

中国

于辉◎著

货币政策

效率分析

ZhongGuo HuoBi ZhengCe
XiaoLü FenXi



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

中国货币政策效率分析

于辉 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策效率分析/于辉著. —北京:中国经济出版社,
2007.8

ISBN 978-7-5017-8027-3

I. 中… II. 于… III. 货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 114548 号

出版发行:中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街3号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑:刘一玲 许秀江(电话:010-68319290 E-mail:xxj09@163.com)

责任印制:张江虹

封面设计:中子画

经 销:各地新华书店

承 印:北京金华印刷有限公司

开 本:880×1230mm 1/32 印 张:7.875 字 数:204千字

版 次:2007年8月第1版 印 次:2007年8月第1次印刷

书 号:ISBN 978-7-5017-8027-3/F·7027 定 价:20.00元

版权所有 盗版必究

举报电话:68359418 68319282

服务热线:68344225 68369586 68346406 68309176

目 录

第一章 货币政策有效性理论与观点述评	1
第一节 西方经济学界关于货币政策有效性理论与观点论争 ...	1
第二节 中国经济学界关于货币政策有效性理论与 观点述评	25
第二章 货币政策运行环境与货币政策有效性	35
第一节 金融结构的历史变迁与货币政策有效性	35
第二节 金融市场非均衡与货币政策有效性	38
第三节 储蓄—投资格局与货币政策有效性	45
第四节 利率体系与货币政策有效性	53
第五节 经济开放程度与货币政策有效性	62
第三章 货币政策最终目标与货币政策有效性	64
第一节 西方国家货币政策最终目标的演变	64
第二节 西方国家货币政策最终目标选择的比较与启示	69
第三节 我国货币政策最终目标的演变	72
第四节 对币值稳定的理解与稳定区间分析	75
第四章 货币政策中介目标与货币政策有效性	85
第一节 货币政策中介目标选取的理论分析	85
第二节 货币政策中介目标选择的国际经验	88
第三节 我国货币政策中介目标的实践	95
第四节 我国未来货币政策中介目标的选择取向	107

第五章 货币政策工具选择实施与货币政策有效性	115
第一节 货币政策工具在各国实践及启示	115
第二节 我国货币政策工具的选择与运用	118
第三节 现行货币政策工具效能判断及辨析	123
第四节 完善和创新货币政策工具效能	129
第六章 货币政策传导机制与货币政策有效性	134
第一节 货币政策传导机制理论基本框架	134
第二节 西方国家货币政策传导实践及对我国的启示	142
第三节 我国货币政策传导机制及其有效性	146
第四节 全方位深化金融改革,疏通货币政策传导机制	168
第七章 开放经济条件下货币政策有效性	175
第一节 开放经济条件下货币政策效应分析	175
第二节 开放经济条件下制约我国货币政策有效性的 主要因素分析	179
第三节 开放经济条件下内外均衡冲突与货币政策有效性 ...	187
第四节 继续改革开放,提高我国货币政策有效性	198
第八章 货币供应量与产出关系的实证分析	201
第一节 我国改革开放以来的货币与产出关系的基本判断 ...	201
第二节 我国货币与产出关系的实证检验	204
第三节 实证结论分析	221
结 论	225
参考文献	227

图目录

图 2-1	三大经济主体储蓄结构变动图	47
图 2-2	银行实际存贷款利率	56
图 2-3	银行存贷款利差	57
图 2-4	基准利率和存贷款利率(均为一年期,准备金除外)	58
图 4-1	我国 1993 年~2004 年基础货币增长率 变化趋势图	102
图 4-2	我国 1993~2003 年各层次货币流通速度变化 趋势图	106
图 5-1	M_0 、 M_1 、 M_2 、GDP 增速与零售物价涨幅	123
图 6-1	央行政策意图与操作结果	153
图 6-2	八次降息与货币信贷走势	154
图 6-3	金融机构各项存贷款增长率差和国家银行各项 存贷款增长率差的对比	156
图 6-4	央行再贷款中的坏账压力	157
图 6-5	信息不对称下利率管制与均衡信贷配给	163
图 7-1	封闭条件下货币供应量增加的效应	176
图 7-2	开放经济条件下货币供应量增加的效应	177
图 7-3	货币政策的国际传导	186
图 7-4	外汇储备增长率	189
图 8-1	改革开放以来货币供应量变动趋势图	202
图 8-2	改革开放以来货币流动性与实际利率关系	204
图 8-3	季节调整前 GDP、 M_0 、 M_1 、 M_2 趋势图	205
图 8-4	季节调整后 GDP、 M_0 、 M_1 趋势图	206
图 8-5	产出与货币供应量曲线图	214

表目录

表 2-1	2003 年末股票市场投资者结构表	43
表 2-2	2003 年末中国主要金融机构资产分布概况	44
表 2-3	三大经济主体储蓄结构变动表	46
表 3-1	西方国家货币政策最终目标的变化	64
表 3-2	1951~1992 年西方主要国家经济增长速度与 通货膨胀率比较	70
表 3-3	各国通货膨胀指标及目标范围	79
表 3-4	分阶段的物价指数	80
表 4-1	西方主要国家货币政策中介目标的演变	89
表 4-2	1985~1994 年现金发行和贷款规模计划与 实际执行情况	96
表 4-3	我国 1994~2004 年货币供应量增长率目标值与 实际值	100
表 4-4	1993~2004 年我国基础货币投放及基础货币 增长情况	101
表 4-5	我国 1993 年~2003 年货币乘数变化趋势	104
表 4-6	我国 1993~2003 年各层次货币流通速度	105
表 5-1	1998~2003 年货币政策工具	122
表 5-2	1998~2003 年货币政策工具效应	122
表 5-3	存款利率与准备金存款利率对照表	127
表 5-4	贷款利率与再贷款利率对照表	128
表 6-1	1984~1993 年货币政策调控结果	149
表 6-2	中央银行基础货币结构变动	150

表 6-3	1993~1997 年货币政策调控结果	150
表 6-4	1997 年以后我国存款增长率和贷款增长率对比	155
表 7-1	1979~2004 年以来我国外汇储备及其增长	189
表 7-2	6 个月和一年期定期人民币和美元存款利率比较	194
表 8-1	1979~2003 年货币供应量及其对数值	206
表 8-2	1978~2003 年年度 GDP 及其对数值	207
表 8-3	1998~2003 年季度各层次货币供应量及其对数值 ...	209
表 8-4	1998 年 1 季度~2004 年 3 季度 GDP 及其对数值	210
表 8-5	时间序列的单位根检验结果	214
表 8-6	协整检验结果	215
表 8-7	产出与货币供应量之间的 Granger 影响关系	215
表 8-8	GDP 方差分解的贡献结果	217
表 8-9	各序列水平值单位根检验结果	218
表 8-10	协整检验结果	218
表 8-11	货币供应量与产出之间的 Granger 影响关系	219
表 8-12	GDP 方差分解的贡献结果 1: GDP 对货币供应量 M_0 的冲击响应	219
表 8-13	GDP 方差分解的贡献结果 2: GDP 对货币供应量 M_1 的冲击响应	220
表 8-14	GDP 方差分解的贡献结果 3: GDP 对货币供应量 M_2 的冲击响应	221

第一章 货币政策有效性理论与观点述评

第一节 西方经济学界关于货币政策 有效性理论与观点论争

一、凯恩斯学派关于货币政策有效性的理论与评论

（一）凯恩斯关于货币政策及其有效性理论的基本观点

货币政策真正发挥宏观调控作用是在 20 世纪 30 年代凯恩斯革命之后。凯恩斯学派 (keynesians) 对货币政策作用的认识有一个从保守走向激进的过程。凯恩斯本人偏爱财政政策, 对财政政策高度重视, 在其名著《就业利息和货币通论》中, 凯恩斯指出: “就我自己而言, 我现在有些怀疑, 仅仅由货币政策操纵利率到底有多大成就。国家可以向远处看, 从社会福利着眼, 计算资本边际效率, 故我希望国家多负起直接投资之责。”^① 尽管凯恩斯偏爱财政政策, 但其一生对经济学的重点研究仍然集中在刺激经济增长的货币政策理论上并以货币金融理论的研究成就闻名于世。他的关于货币政策有效性的观点主要包括:

第一, 中央银行可以通过调整货币供应量影响市场利率来影响产出。

“货币是凯恩斯经济学说的中心概念”。^② 凯恩斯认为银行当局籍

① 凯恩斯. 就业利息和货币通论 [M]. 北京: 商务印书馆, 1983, 140.

② 肯尼斯·栗原. 凯恩斯学派经济学 [M]. 北京: 商务印书馆, 1990, 13.

增加货币供给以刺激就业，低廉的货币政策就有刺激扩张的能力。因为货币的总供给增加后，可以使一般为满足投机所需的货币增加，结果利率即可因此下降。利率下降可以刺激投资，投资增加后可使收入成倍增加。随收入的增加，交易所需的货币也增加，于是增加的货币总量就会有一部分分配于为满足投机所需货币和交易所需货币之间。这种货币刺激的方法究竟能收到多大的效果，则要看利率因投机所需的货币之增加能下降多少，利率下降后能引起多少投资，以及投资增加后能增加多少收入而后才能决定。凯恩斯指出：“有效储蓄之数量乃定于投资数量，而在充分就业限度以内，鼓励投资者乃是低利率。故我们最好参照资本之边际效率表，把利率减到低一点，可以达到充分就业。”^① “当然利率下降时，消费倾向很容易加强。”^②

第二，中央银行可以通过调整货币政策工具操作等措施影响利率从而影响产出。

凯恩斯在《通论》中已经意识到仅靠货币金融政策不足以增加就业和克服经济危机，但他仍认为，中央银行通过调整贴现率、法定准备金和公开市场操作等措施，可以影响利息率。即在经济衰退时要设法降低利率以刺激投资；在经济高涨时期，则要设法提高利率以抑制投资需求。

第三，“流动性陷阱”时的扩张性货币政策无效。

凯恩斯从“流动性陷阱”理论出发，得出了此时扩张性货币政策无效，必须与扩张性的财政性政策相配合的结论。凯恩斯指出，“所以利率低至不可能再低者，即若利率达到该水平，则灵活偏好可以无限制的吸纳货币；再言之，利率达到该水准时，灵活偏好就变成绝对的。”这就是所谓的“流动性陷阱”。具体说来，当利率降到

① 凯恩斯．就业利息和货币通论 [M]．北京：商务印书馆，1983，323。

② 凯恩斯．就业利息和货币通论 [M]．北京：商务印书馆，1983，325。

一定的低位时，人们持有债券还是货币已经没有区别，货币需求曲线就会变成一条与横轴平行的水平线，货币需求的利率弹性无穷大。此时，新增加的任何数量的货币供给，都会被社会公众所窖藏，而不会进入流通领域，即货币供应量的扩张被货币流通速度的减缓所抵销，于是，货币政策进入“流通性陷阱”，货币政策此时就不可能对现实经济发生实质性的影响。这时的货币政策就是完全无效的。

第四，货币扩张的有效性在一定意义上取决货币数量扩张与社会公众灵活偏好增长的比较。

凯恩斯认为，即使在利率达到“流动性陷阱”之前，如果社会公众的灵活偏好比货币数量增加的更快，那么，增加货币供应也不可能降低利率，从而货币政策也是无效的。他说：“设其他情形不变，则增加货币数量固然可以降低利率。但如果公众的灵活偏好比货币数量增加的更快，则利率不会降低。若其他情形不变，则降低利率固可增加投资量，但设资本之边际效率比利率下降得更快，则投资量不会增加。若其他情形不变，则增加投资量固然可以增加就业量，但若消费倾向也下降，则就业量就未必增加。”

第五，货币供给是中央银行控制的外生变量，货币需求函数不稳定影响了货币政策效率。

凯恩斯从外生货币出发，得出了货币供应量可以由中央银行主动调节的结论；从通货膨胀理论出发，得出了政府可以用膨胀性货币政策发展经济、促进就业的结论；从资本边际效率和消费倾向递减出发，得出由于资本边际效率下降，若下降的速度大于利率下降的速度，此时货币政策低效。而消费倾向的下降，会在一定程度上抵消投资的上升，阻止了预定货币政策目标的实现。凯恩斯认为，货币需求函数是不稳定的，这种不稳定才导致有效需求不足，影响货币政策的效率。因此，必须对需求进行管理，在货币供给方面，他认为货币供给是中央银行控制的外生变量。因此，可以通过改变货币供应的绝对量或公众对未来的预期，来影响利率的波动，进而

影响总投资和总需求，最终作用于经济。因此，凯恩斯主义主张：国家限定利率和控制社会投资；政府通过膨胀性货币政策和赤字性财政政策相结合，来刺激需求，引导消费、促进经济增长。他的这种政策主张被西方大多数国家所采纳，在战后西方经济的恢复和发展中起到了重要的作用，但也带来了 20 世纪 70 年代的“滞涨”。

（二）新古典综合学派关于货币政策及其有效性理论的主要观点

凯恩斯主义造成了 20 世纪 70 年代的“滞涨”的严重后果后，该学派进一步发展，就货币政策进行了更为深入的剖析。形成了以阿尔文·H·汉森、詹姆斯·托宾、保罗·A·萨缪尔森、罗伯特·M·索洛等为代表的新古典综合学派。新古典综合学派同样承认货币政策的效用。阿尔文·H·汉森曾言：“货币武器确实可以有效地用来制止经济扩张。”同时，他也注意到：“20 世纪 30 年代的经济萧条所提供的充分证据表明，恢复经济增长仅仅靠廉价的货币扩张是不充分的。”^①由此可见，汉森已经认识到了货币政策作用的非对称性。詹姆斯·托宾（James Tobbin）也断言货币政策具有重要性。他指出：“现在几乎没有一个人——当然也没有一个新经济学的实践者或支持者会认为货币无关紧要，货币政策与名义国民生产总值无关”。他甚至断言：“在美国，标准的新凯恩斯学说，即我前面所说的新古典综合学派，至少从 1950 年以来，也就是说远在货币主义兴起之前，便认为货币是具有重要作用的。至少从 1951 年签订了财政部—联邦储备系统协议以来，政府就已根据这种看法制定政策了。”^②萨缪尔森（Paul. A. Samuelson）和索洛（Robert Solow）等认为凯恩斯低估了扩张性财政政策的负面影响，因而在理论上更多地倾向于货币政策。正是他们命名并完善了菲利普斯曲线，认为物价上涨率与失业率之间存在一种稳定的替代关系，政府完全可以据之选择

① A. H. Hansen. Fiscal policy and Business cycles. [M] New. York; W. W, Norton and company, 1941.

② 托宾. 十来年的新经济学 [M]. 北京: 商务印书馆, 1980, 55~56.

失业率与物价上涨率之间的适当组合,使二者均达到社会可接受的水平,同时实现经济增长和国际收支均衡等宏观经济目标。^①在风靡全球的《经济学》教科书中,萨缪尔森和诺德豪斯(William D. Nordhaus)指出:“凯恩斯革命早期,一些宏观经济学家对于货币政策的有效性充满疑虑,正如他们对新发现的财政政策充满信心一样。但是最近20年来,联邦储备体系发挥了更加积极的作用,并显示出自己有能力减缓或加速经济发展。”^②“目前,货币主义和凯恩斯主义都趋向于相信,美国的稳定经济政策应该主要通过货币政策实施。”^③

正是由于新古典综合学派经济学家深信货币政策的重要性,才形成了该学派的代表性货币政策观点。

第一,中央银行可以通过调整货币供应量刺激或抑制社会总需求的增加。

新古典综合学派经济学家根据IS—LM模型的分析,提出中央银行在萧条时期放松信用,增加货币供给量,降低利息率,以刺激投资和社会总需求的增加;在繁荣时期则紧缩信用,减少货币供给量,提高利息率,以抑制投资和社会总需求的增加。具体说,在经济萧条时期,即在总需求小于总供给的情况下,中央银行可以做到:第一,降低法定存款准备金率,以便商业银行能够在活期存款不变的条件下扩大放款,增加市场上的货币量,降低利率水平,促使厂商投资,从而增加总需求;第二,降低贴现率,促使商业银行向中央银行借款,这样,商业银行不但可以不抽去对私人企业的放款,甚至可以扩大对私人企业的贷款,从而使货币供给量增加,利息率

① P. A. Samuelson, R. M. Solow. Analytical of Anti-inflation policy [J]. American Economic Review, 1960, 50.

② 萨缪尔森,诺德豪斯. 经济学(第16版) [M]. 北京:华夏出版社,1999, 529.

③ 萨缪尔森,诺德豪斯. 经济学(第16版) [M]. 北京:华夏出版社,1999, 508.

下降,促使厂商投资,增加社会总需求;③买进政府债券,这样,中央银行的支票进入市场,并被存入商业银行,商业银行在增加存款后,就可以扩大放款,于是货币供给量增加,利息率水平下降,促使厂商增加投资,从而增加社会总需求。

在经济过度繁荣阶段,即总需求大于总供给的情况下,中央银行可以做到:①提高法定准备金率,迫使商业银行不得不收缩放款,减少货币供给量,提高利率水平,阻碍厂家增加投资,从而减少社会总需求;②提高贴现率,限制或减少商业银行向中央银行借款,迫使商业银行收缩放款,减少货币供给量,提高利息率水平,阻碍厂商投资,从而减少社会总需求;③卖出政府债券,这样中央银行就得到商业银行的支票,商业银行的活期存款减少,从而其放款也减少,货币供给量减少,利息率水平提高,阻碍厂商投资,减少社会总需求。

第二,提出了增长性货币政策。

20世纪60年代新古典综合学派提出了增长性货币政策,具体措施为:协调各国货币政策,使各国短期金融市场证券的利率接近,以减少国际间资本流动;在国内,货币管理当局的活动应该更接近于它所试图控制的支出决定;财政部发行一种可以买卖的具有购买力保证的公债,在公开市场上逐步增加这种公债的买卖可以帮助中央银行控制实际利率,并增加它对投资市场的影响等。这说明当时新古典综合学派已经注意到了货币政策的国际溢出效应。20世纪70年代以后,新古典综合派又在一般货币政策的基础上,提出了货币政策微观化的主张,主要意图在于通过局部调整不同部门和不同类型借贷的放款限额、信贷条件、利息率以及规定各类从事放款业务的银行的法定准备金率等,以增加资本的流动性,调剂资本的供给与需求,促使某些部门的经济增长又不影响整个物价水平的升降。货币政策的微观化还能起到调节国内各个地区的经济均衡增长,不会使某些地区因缺少投资、利息成本过大,而影响当地的就业率和

物价水平。

第三，中央银行的货币供给具有内生和外生两重性。

在货币供给理论上，新古典综合派不完全同意凯恩斯的货币供给纯外生观点。传统经济学把商业银行与其他金融机构之间的差别描绘得太大。新古典综合学派认为，这种差别确实存在，但只在程度上，而不在种类上；现存的差别对金融机构的负债的货币性质很少有影响；重要的差别仅在于货币当局对金融媒介机构采取了不同的管理方式，商业银行要受制于法定准备率和利率上限；无论从个别还是从整体角度看，商业银行都未必具有无限扩张信用的能力；银行存款和资产的规模要受存款人的偏好、银行贷款机会和投资机会的影响。^① 新古典综合学派认为货币供应量不完全是由中央银行控制的，而是主要由银行体系、居民和企业的行为共同决定的，而银行、居民和企业的行为又取决于经济体系内的许多变量。在市场经济条件下，中央银行只能在一定程度上支配基础货币的投放，不可能直接限制企业的支出。这就决定了货币供应量的内生性质。

（三）新剑桥学派观点

新剑桥学派认为从货币政策角度看政府干预的一个有效的手段就是控制信用。信用基础的扩大会促使银行贷款并倾向于降低利率，提高股票、债券的价格，刺激企业的投资，因而，有利于经济的复苏。而紧缩信用，如果正好应用在经济高涨刚好要崩溃的时刻或其他限制性措施结合使用，则会减少银行贷款，提高利率，抑制总需求，制止经济的过分高涨。

新剑桥学派同样不完全赞成凯恩斯的外生货币供应论。他们认为虽然从形式上看，现有的货币供应量都是从中央银行的各种渠道流出的，但实质上这个量的多少并不完全由中央银行自主决定，在

^① 詹姆斯·托宾，经济学论文集（第一卷）[M]，阿姆斯特丹：北荷兰出版公司，1974，136。

很大程度上是中央银行被动地适应公众货币需求的结果。显然，货币政策有效性与货币供应量外生性或内生性密切相关。如果货币供应量是纯外生变量，则中央银行就能够完全控制，从而使货币政策达到较高的有效性；如果货币供应量是纯内生的变量，则中央银行就完全不能控制，从而在这种状况下货币政策就是低效的；如果货币供应量是外生性与内生性共存，则中央银行在一定程度上能够控制它。他们一方面赞成凯恩斯的观点，即中央银行能够控制货币供应，另一方面认为中央银行对货币供应量的控制能力是不对称的，即中央银行增加货币供应的能力远远大于其减少货币供应的能力。

通过对货币供应量的决定因素的分析，以罗宾逊、卡尔多等人为首的新剑桥学派提出了货币乘数的决定理论，认为宏观金融调控的范围应该扩大到非银行金融机构，而且调控的目标和手段也应该强化。他们根据 IS—LM 曲线模型所描述的货币政策和财政政策的不同区域效果，认为在凯恩斯区域（即在一定的低利率水平上），货币政策基本上不起作用，而必须采取扩张性财政政策；在古典区域（即在一定的高利率水平上），财政政策基本上不起作用，必须采用扩张的货币政策；在中间区域，财政政策和货币政策应相互配合，同时，他们对“通货膨胀有利于经济增长”的观点也作了界定，提出了通胀率并不是越高越好，超过一定的界限必须积极抑制，提倡“软着陆”，避免“急刹车”。在减少财政支出的同时，应该特别注意实行投资税收优惠，刺激供给增长，改变政府支出结构，减少失业津贴补助和各项福利，贷款供应量的劳工政策相配合。在非常时期，实行工资物价管理，并改善劳工市场。

（四）新凯恩斯学派的主要观点

新凯恩斯学派在吸收传统凯恩斯学派、新古典综合学派、新剑桥学派理论长处基础上，综合形成了自己的理论。他们在坚持政府干预经济的政策取向上与其他凯恩斯主义学派并无差异，他们的主要贡献在于力图为原凯恩斯主义的宏观经济政策补充微观理论基础。

他们除了运用大量模型论证工资、价格具有粘性外，又从不完全竞争和信息不完全两方面论证了市场机制的失灵，阐明了货币的非中性，从而在有微观理论基础的前提下坚持了原凯恩斯主义的宏观经济政策有效性的思想。

按照凯恩斯的解释，在短期内，投资主要取决于利率，在信贷市场上仅是利率机制在起作用。新凯恩斯学派认为在信贷市场上，利率机制、配给机制在同时起作用，认为信贷市场是个信息不完全的市场，贷方和借方的信息是不对称的。作为借方的厂商与作为贷方的银行相比，所掌握的信息要多些。银行实行低利率主要是考虑到道德风险和利率的逆向选择。低利率所导致的信贷配给会随着经济周期的变化而变化，即在繁荣时期银行相信厂商一般有还贷能力，不会违约，愿意增加贷款，而在萧条时期则相反。同时，信贷配给量可以配合政府的货币政策，如中央银行紧缩货币政策时，金融机构提高利率，减少信贷，而中央银行扩张货币时，金融机构则降低利率，增加信贷。新凯恩斯主义认为，除了存在以上这种商业银行的信贷配给外，还存在着中央银行对商业银行的信贷配给，即中央银行对商业银行的借款规定上限。这种信贷配给实际上是中央银行实现货币政策目标的一种手段。

新凯恩斯学派认为，政府推行信贷补贴政策或提供贷款担保，可以降低市场利率，提高借款者的还款概率，改善资金配置，及资金的使用效益，增进社会福利；而且，市场失灵越严重，政府对信贷市场的干预越有效。新凯恩斯主义认为，货币政策既不像现代货币主义者所坚持的是通过货币供应量来影响经济的，也不像传统凯恩斯学派所认为的那样是通过影响利率来影响投资并最终影响经济的。这是因为，货币供应量的概念相当复杂，尤其是现阶段产生了许多新的货币形式，如电子货币等，货币的范围越来越广，难以定义，中央银行无法控制货币供应量增长目标，同时，由于信贷市场信息的不完全，利率很低，存在信贷配给，因而改变贷款利率并不