

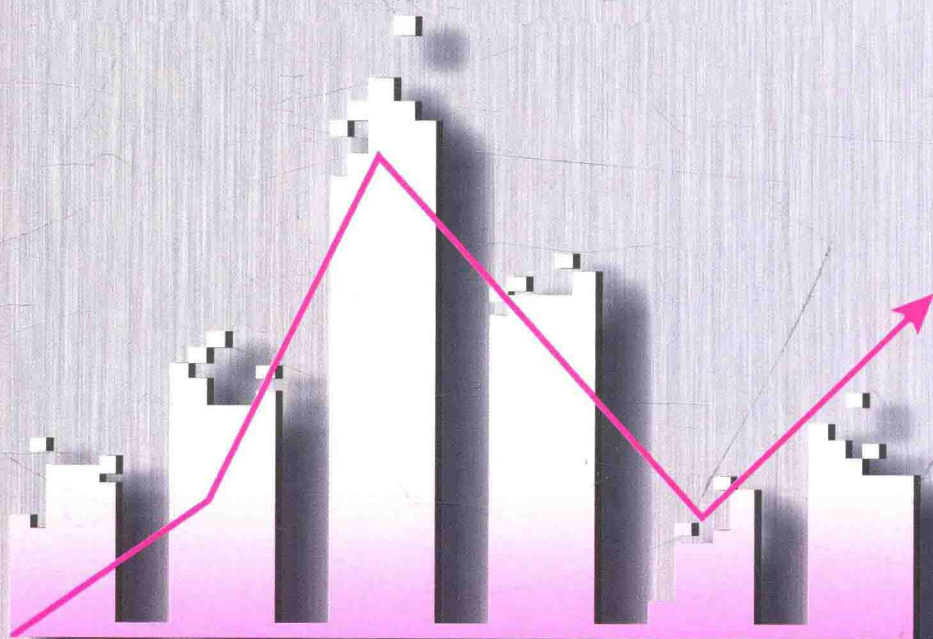
岭南学术文库第三辑

主编：徐信忠 王 曦

中国货币市场研究 II

货币供给与通货膨胀

王 曦 叶 茂 郭家新 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Study on China's Monetary Market II: Money Supply and

岭南学术文库第三辑

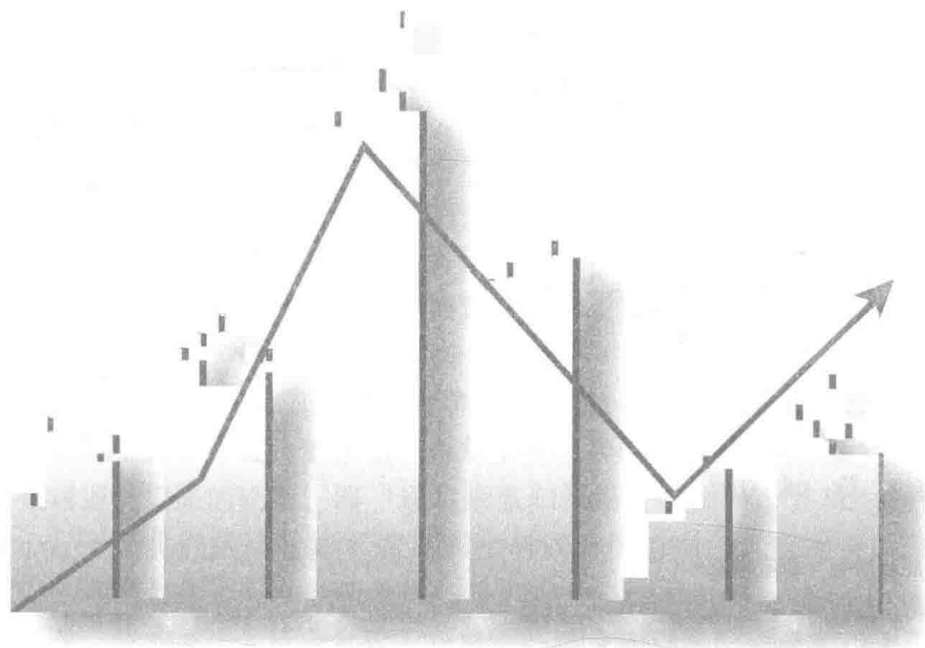
主编：徐信忠 王 曦

本研究得到国家社会科学基金重大项目（15ZDA014）和广东省高校高层次人才项目（珠江学者1414003）资助。

中国货币市场研究Ⅱ

货币供给与通货膨胀

王 曦 叶 茂 郭家新 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币市场研究Ⅱ：货币供给与通货膨胀/王曦著. —北京：经济管理出版社，2016. 1
ISBN 978 - 7 - 5096 - 3823 - 1

I. ①中… II. ①王… III. ①货币市场—研究—中国 IV. ①F822. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 144457 号

组稿编辑：王光艳
责任编辑：侯春霞
责任印制：司东翔
责任校对：赵天宇

出版发行：经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址：www. E - mp. com. cn
电 话：(010) 51915602
印 刷：北京广益印刷有限公司
经 销：新华书店
开 本：720mm × 1000mm/16
印 张：20. 75
字 数：395 千字
版 次：2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷
书 号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 3823 - 1
定 价：68. 00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部负责调换。

联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974 邮编：100836

序

2010~2011年，为了配合“4万亿”以及其它政府主导的基础设施投资项目，我国出现了少有的大规模快速货币超额发行。“蒜你狠”、“豆你玩”、“姜你军”等民间出现的新词汇，充分描绘了当时食品领域价格的快速上涨。与此同时，房价也开始了新一波上涨的浪潮。物价和房价直接关乎百姓的福祉，甚至影响社会的稳定。大家共同关心的问题：物价和房价能涨到多少？该怎么办？对于学者而言，探寻我国通货膨胀的根源、渠道，反思既往货币政策操作，估算潜在通货膨胀水平并提出抑制通胀的高效政策，就成为当务之急。

事实上，在通货膨胀初露苗头之时，我们就开始思考相关问题。我们首先测算了增发的货币流动性带来的潜在影响，估计出2009~2010年的潜在通货膨胀为40%左右，但由于危机因素导致的货币流通速度下降，实际通货膨胀仅为10%，这就意味着随着危机因素消除、货币流通速度回归、潜在通胀变为现实通胀，未来面临的通胀压力将是巨大的。在2009年底的中国金融学年会上，我在大会主题发言中报告了这个结果，大家听后唏嘘不已。后来的事实也在不断印证我们的论断。会议听众，包括同事们纷纷出手买房，也算是惠及他人。随着这个结果被媒体报导和传播，在政策面，“潜在通胀”概念的提出似乎得到了国家的重视，之后抑制通胀成为货币政策的要务。这也算是体现了学术的价值。

由于通货膨胀问题越发严重，我们决定做一个系统性的研究，但如何寻找切入点则仍在思考之中。2013年初，媒体纷纷在炒作一个即将定成为现实的预言：中国的（广义）货币供应量将超过100万亿元大关，这表明社会上流通着巨量的货币，影响着每个人手中现金的价值。再加上我个人也是货币大师弗里德曼的忠实信徒，他对通货膨胀的论断，即“通货膨胀归根结底仍是一个货币现象”，一直铭记于心。于是我们最终选择了通货膨胀与货币供给作为研究的突破口和重点，尝试将二者结合起来进行全面考察。

与此同时，我的博士生叶茂和郭家新也面临毕业和写作毕业论文，于是我带领他们展开研究。在货币供给方面，我们首次系统地梳理出1953年以来货币供

给体系三大变迁阶段（大一统时期、直接数量控制时期和间接调控时期）的货币供给特征及其机制。在通货膨胀方面，我们思考总结了影响中国通货膨胀的几乎所有渠道，试图对中国的通货膨胀问题做一个全面的解释。除了货币供给因素，我们还考虑到，在日益开放条件下的外部冲击，特别是国际大宗商品的价格、美国等发达国家的政策外溢等效应。结合这些因素，我们尝试勾勒出一幅影响中国通货膨胀的“全景图”，并以此作为我国通货膨胀研究的基础。之后我们得到的一系列成果，构成了本书的主干内容。

在本书出版之前，我曾在2009年出版专著《中国货币市场研究》，其主要落脚于中国货币市场的微观行为和制度基础。本书名为《中国货币市场研究Ⅱ》，可以看作前作的延伸，并且更是研究范围的进一步扩展。

本书的写作和出版，令我感到十分欣慰。首先是关于新中国货币供给史的梳理和机制论证、关于间接调控下通货膨胀的根源和传导机制的全景图、关于潜在通胀的估算、关于货币政策调控通胀的工具选择这些重要问题，在我国是首次进行系统性研究，填补了一些空白。我们期望本书能为分析货币供给和通胀问题提供一个全新的思路，为国内货币经济学研究作出应有的贡献。

我还必须提到本书的其它两位作者：叶茂和郭家新。我们的系列研究成果同时构成了他们的博士论文，合成为本书。他们既是我的博士生也是职能银行的部门高管，在中大期间孜孜求学，勤奋求索，取得的成绩远优于绝大部分全职学生，应可以视为在职博士的代表和典范。事实上，他们在博士期间及之后，事业方面也得到了迅速的提升，这是他们态度和能力的极好佐证。中国需要这样的人才，我为能有这样的学生而高兴和自豪。

本书付梓之时，我们要感谢所有关心的人，特别是那些曾经向我提出问题的听众和一起进行讨论的老师同学，正是这些问题启发了我们的思维，也促使我决心做一个全面且系统性的研究。本书研究得到国家社会科学基金重大项目（15ZDA014）和广东省高校高层次人才项目（珠江学者1414003）项目的资助，在此一并表示感谢！当然，文责自负。

王曦

2015年10月于康乐园

目 录

第一章 导 论	1
一、研究意义和主要贡献	2
二、中国货币供给阶段性划分	7
三、中国通货膨胀阶段性划分	9
四、研究内容与研究方法	10
第二章 货币供给理论与文献综述	13
一、货币政策与货币供给文献综述	13
二、国外有关货币供给的理论模型	19
三、国内有关货币供给的理论模型	31
四、本章小结	34
第三章 通货膨胀理论与文献综述	35
一、通货膨胀的主要理论	36
二、关于通货膨胀成因的研究	38
三、关于通货膨胀预测和未来走势的研究	49
四、关于通货膨胀治理的研究	51
五、本章小结	52
第四章 “大一统”时期的货币供给机制与通货膨胀	54
一、“大一统”银行体制时期货币供给的主要特点	54
二、“大一统”银行体制时期的货币供给理论模型	57
三、“大一统”时期货币供给机制的实证检验	66
四、“大一统”时期的通货膨胀	80

五、本章小结	89
第五章 直接数量控制时期的货币供给机制与通货膨胀	92
一、引言	93
二、直接数量控制对货币供给的影响	95
三、直接数量控制下的货币供给理论模型	100
四、直接数量控制下的货币供给实证检验	104
五、直接数量控制时期的通货膨胀	117
六、本章小结	124
第六章 间接调控时期的货币供给机制	127
一、引言	127
二、中国基础货币的统计范围	130
三、中国基础货币的构成分析	134
四、间接调控机制下的货币供给理论模型	139
五、间接调控机制下的货币供给实证检验	145
六、间接调控机制下的信贷规模控制与货币供给	156
七、本章小结	165
第七章 间接调控下中国通货膨胀的一般均衡理论模型	167
一、商品市场：总需求	167
二、商品市场：总供给	170
三、货币市场：货币需求	172
四、货币市场：货币供给	174
五、通货膨胀预期	179
六、汇率预期	180
七、均衡系统	181
八、本章小结	186
第八章 间接调控下中国通货膨胀的影响因素和作用路径：实证分析	187
一、SVAR 模型及设定	187
二、数据说明	190
三、模型识别和估计	195
四、内生变量对通货膨胀的作用效应和传导机制	197

五、外生变量对通货膨胀的作用效应	205
六、本章小结	213
第九章 危机后货币供给对通货膨胀作用的量化评估	214
一、基本算法	214
二、国内政策变量的影响	215
三、国外经济形势的影响	221
四、综合评估和比较	225
五、本章小结	227
第十章 货币超发、潜在通货膨胀估算与实际走势	228
一、估计潜在通货膨胀的理论与方法	228
二、潜在货币流通速度的估计和预测	233
三、潜在通货膨胀估计与实际通货膨胀表现	242
四、本章小结	245
第十一章 治理通货膨胀的有效货币供给政策选择	246
一、中国特色的货币政策体系	246
二、逆货币政策操作方向的分析	249
三、中介目标和政策工具效果的实证分析	252
四、政策工具的效果评价和选择	259
五、本章小结	262
第十二章 总结：政策反思与改革方向	264
一、主要结论	264
二、对中国通货膨胀问题的认识和政策反思	268
三、改革方向	269
四、本书研究不足和后续研究展望	271
附录1 中国金融统计口径变化与数据来源	272
附录2 中央银行—商业银行体制下中国货币供给调控历程	277
附录3 通货膨胀一般均衡理论模型估计结果	293
参考文献	302

第一章

导 论

货币供给和通货膨胀历来是经济学研究的重要内容。经济学基本原理认为,货币供给与通货膨胀有着千丝万缕的联系。但是,二者产生联系的内在机制随着经济体制的差异又表现出不同的特点,而货币供给机制本身在不同体制制度背景下,以及不同时代背景下也呈现出不同的特点。自新中国成立以来,我国经历了由计划经济向市场经济的体制转变过程,货币供给体制也发生了深刻的变化,对通货膨胀的作用机制也随之发生了巨大的变化。

新中国成立后至改革开放前中国货币供给保持稳定增长,1952~1978年的26年间,中国流通中货币(M_0)、广义货币(M_2)年复合平均增长率分别为7.8%、9.5%;改革开放以后,随着经济的快速发展和经济货币化进程的加快,中国的货币供应量进入快速增长通道,1979~2012年的33年间, M_0 、 M_2 年复合平均增长分别为17.7%、21.9%^①。至2013年末, M_2 余额突破百万亿元大关,居世界第一,接近全球货币供应总量的1/4,是美国的1.5倍; M_2 与GDP之比接近2,是美国的3倍。

观察中国的通货膨胀,由于改革开放前存在物价管制,以居民消费价格指数(CPI)衡量的通货膨胀水平总体上表现较为平稳,1952~1978年的26年间仅上升了25.4%,年复合平均上涨幅度仅为0.85%,远低于货币供应量的复合增长率。随着改革开放的深入和物价管制的放开,物价水平进入快速上升的通道,1979~2012年33年间累计上升了4.69倍,年复合平均上涨5.4%,显著高于改革开放前。期间,大致经历过几个比较明显的通货膨胀时期:一是1984~1992年期间,仅仅8年,CPI上升了近一倍,年复合平均上涨9%;二是1992年“南方谈话”后至1997年亚洲金融危机前,物价上涨速度进一步加快,5年时间,

^① 本书数据均来源于中国人民银行网站、《中国金融统计1949~2005》(苏宁主编,中国金融出版社,2007年版)和《新中国五十年统计资料汇编》(国家统计局国民经济综合统计司编,中国统计出版社,2000年版)。其中1995年以前的广义货币数据根据金融机构信贷收支表中有关项目计算得出,计算口径为扣除财政存款后各项存款与流通中现金之和。

CPI 累计上升 85.6%，年复合平均上涨 13.2%；三是亚洲金融危机的影响逐渐消除后，自 2003～2012 年，其间经历了国际金融危机期间物价短暂下降，9 年间 CPI 累计上升 32.2%，年复合平均上涨 3.1%。

可以看出，与货币供应量的增速相比，中国物价上升速度明显较低，改革开放前物价上升速度低于货币供应量增速 7～8 个百分点，改革开放后低于 12～16 个百分点。可以说，与货币供给的大幅增长相比，通货膨胀情况总体保持平稳。但不可否认，货币供给与通货膨胀之间存在着密切的联系，这些巨量的货币供给是如何被创造出来的？随着改革的不断深入，中国货币供给机制发生了怎样的转变？以及货币供给通过什么样的机制和渠道对通货膨胀产生作用？特别是本轮国际金融危机后，在中国与世界经济联系日益加强的背景下，中国通货膨胀的形成机理更加复杂，货币供给对通货膨胀产生作用的途径是否有所变化？如何看待后金融危机时期中国通货膨胀的形势？这些问题都将对中国经济和金融体系的发展产生深刻影响，需要进行全面深入的探讨。

本书试图以新中国成立以来中国货币政策历程为切入点，分析中国金融体制特别是货币供给机制改革的发展脉络，从不同制度背景下相关经济主体理性行为特征的微观基础入手研究货币供给机制的转变，尝试对中国货币供给机制的变化提供一个较为清晰的分析脉络和思路。结合货币市场、商品市场和国际市场的特征分析，构建分析中国通货膨胀形成机理的一般均衡模型，发现不同市场的经济变量对中国通货膨胀的作用和影响机制，并进行量化评估，对后危机时期中国通货膨胀的趋势进行估算。

一、研究意义和主要贡献

1. 研究意义

从货币供给的角度看，货币政策与财政政策是调控宏观经济的两大政策工具，与财政政策受制于预算约束相比，货币政策因特殊的货币创造功能和丰富的政策工具而更为灵活。理论研究和经济实践均显示，货币供给对产出、通货膨胀等宏观经济变量至少在短期内有着重大影响，特别是在中国转型时期的特殊制度和经济环境下，货币供给研究的重要性不逊于货币需求研究。因为随着中国经济从计划体制向市场体制的转变，经济中被压抑的需求被快速释放，包括资金在内的经济资源都处于供小于求的短缺状态，此时数量控制是政策当局控制经济的重

要手段。如果货币供给机制不稳定,从货币政策工具到贷款规模、货币供应量等中介目标,再到产出、通货膨胀等最终目标的政策传导渠道不可预测,则政策当局难以准确调控经济中的货币存量,也难以控制货币供给对宏观经济的影响,从而导致宏观调控效果不理想,甚至可能加剧宏观经济波动。

中国经济改革最大的特点就是“渐进性”,在货币政策领域表现为货币政策新旧工具平行和交叉运行的转轨过程。因此,在对中国转型时期的经济问题进行研究时,必须对研究对象的历史背景、改革思路、前后逻辑等进行全面的考察和分析,否则很容易被一些表面现象或者似是而非的理论所影响,难以真正抓住问题的核心和关键。从新中国成立以来的货币政策历史来看,从早期的控制现金、银行信贷到后期的以货币供应量为调控目标,以控制货币供给为主要内容的数量控制一直是货币政策的主要特点,虽然自20世纪末期开始市场调控工具的运用逐渐增加,但考虑到利率市场化和汇率制度改革涉及政府职能转变、财务硬约束、商业银行经营管理体制等一系列深层次的问题,而且这些制约因素短期内难以化解,则货币供给在未来一段时间内仍将在货币政策调控中占据重要地位。

制度因素在货币供给的各项影响因素中具有重要作用,随着中国经济金融管理体制从高度集中的计划体制转向综合运用计划、市场等政策工具,中央银行、金融机构和社会公众的行为特征会相应发生变化,货币供求相关主体对货币供给机制的影响程度、影响方式也会相应发生变化,并最终导致货币供给机制发生转变,进而对货币政策的实施环境、实施效果等造成重要影响。因此,对制度转型背景下的货币供给问题进行研究不仅必要,而且具有很强的现实意义。

从通货膨胀的角度看,在计划经济时代,物价由于受到严格管制而极少出现变化,但现实中的商品供给严重短缺,因此实质上是一种隐性通货膨胀。随着经济转轨,物价控制逐步放开,社会需求快速释放,商品价格出现快速上升。改革开放之初也经历过通货膨胀快速上升的时期,但无论从哪个角度看,那个时期的通货膨胀成因相对简单,主要是市场放开导致的需求释放以及生产能力难以快速跟上导致的供给不足。自1997年亚洲金融危机至21世纪初,我国通货膨胀总体上处于稳定时期,物价变化有限。但自2003年以来,随着经济过热,通货膨胀逐步上升,特别是2008~2009年国际金融危机之后,中国经济虽成功抵御了此次危机的冲击,但自2010年开始,物价水平快速上升,通货膨胀问题日益严重。相对而言,这一轮通货膨胀的成因要复杂得多,社会各界进行了广泛的研究。在此轮国际金融危机的大背景下,通货膨胀产生的根源和机理是什么?其传导的机制是怎样的?这就需要对此轮危机影响下的通货膨胀产生的根源进行深入研究和剖析。

从理论角度看,每次经济危机或金融危机之后总会出现对经济问题的重新思

考,并产生一些重大的基础理论。对通货膨胀问题的研究也是如此,“大萧条”之前对通货膨胀的研究主要是古典经济学的传统货币数量论,随着凯恩斯主义的崛起,经济学研究界从需求方面重新认识通货膨胀的根源。但在20世纪70年代“滞胀”的背景下,凯恩斯的理论对“滞胀”问题难以提供有说服力的解释,以弗里德曼为代表的现代货币数量论进一步丰富了通货膨胀理论,并产生了供给学派、结构论等对通货膨胀进行重新解释的新学说。可见,关于通货膨胀的一系列理论随着对经济现象和经济问题的逐步认识而不断丰富。

从本轮国际金融危机发生后对通货膨胀的理论研究和解释看,对危机后通货膨胀的原因和产生机理的解释仍然停留在运用传统理论进行解释和实证研究的阶段,特别是对中国这一有别于完全市场经济体制的经济体来说,对通货膨胀的研究大多套用西方传统理论,而没有或很少注意到中国经济体制和金融体制的特殊性。我们应该看到,此次危机发生的时代背景以及国际经济金融联系的紧密度与传统通货膨胀理论提出时已经发生了巨大的变化,简单套用传统理论进行解释难免有失偏颇,研究结果及提出的治理之策也难免出现偏差。

2. 主要贡献

新中国成立以来的货币政策历程显示,从早期的控制现金发行、银行信贷到后期的以货币供应量为调控目标,数量控制一直是货币政策的主要特点,这一特征直到20世纪末期才有所转变。而从通货膨胀的形成机理看,则随着发展阶段不同而不同,从较早期的供应短缺到近期货币供给因素的影响越来越重要,同时随着与国际市场联系程度加深,国际因素也在发挥作用。因此,通货膨胀形成机理越来越表现出一种围绕货币供给的复杂系统特点。本研究定位于中国特殊的金融制度转型背景,注重经济金融理论和中国特定制度背景的结合,从微观基础入手,系统地研究了新中国成立以来特别是“社会主义改造”完成以后的60年间(1953~2012年)货币政策相关制度的变革历程和改革脉络,并在此基础上运用主流的实证分析方法进行实证检验,分析中国货币供给机制,建立通货膨胀分析系统,以补充和丰富国内相关领域的研究,全面分析通货膨胀的形成渠道及其效应。本书的贡献在于:

(1) 系统地梳理了新中国成立以来的货币政策变革历程,从不同时期和制度背景下各类经济主体的行为特征出发,构建货币供给理论模型并进行实证分析,确认了货币供给机制的转变。

一是建立了计划经济时期货币供给的理论模型并进行实证检验。从微观基础出发,根据1953~1984年“大一统”银行体制时期信贷计划制订和实施过程中各经济主体的行为特征,推出现金发行和货币供给理论模型, $M_t = M_{0,t}^e + (H_t -$

$V_t) - \lambda_t \pi_{t-1} - (\theta_t - \theta_t^e)$ ，并运用协整检验等计量方法进行了实证检验。货币（现金）供给决定于预期货币（现金）需求 $M_{d,t}^e$ 、中央银行对外界倒逼力量的修正 $(H_t - V_t)$ 、反通货膨胀的政策 $\lambda_t \pi_{t-1}$ 以及未预料到的存款变动 $(\theta_t - \theta_t^e)$ 等因素。实证检验结果显示，现金供给和广义货币增长与货币供给决定方程中其他经济变量之间存在长期均衡关系，经验性预期适合制订现金计划而外推预期适合对货币需求预期的处理，流通中现金是这一时期货币政策的最优度量指标。运用规范的理论模型和实证方法研究这一时期的货币供给问题，在国内理论界尚不多见，因此本书的成果有利于丰富相关研究。

二是分别建立了直接数量控制和间接调控机制下的货币供给理论模型。根据中央银行体制建立以后的信贷计划编制流程推导了直接数量控制下的货币供给理论模型 $M_{2,t} = LD_t^* + FA_t - W_t + (O_t - O_t')^{\text{①}}$ ，银行贷款等货币派生渠道被人为打断，货币供给 $M_{2,t}$ 直接决定于信贷规模 LD_t^* 和外汇占款 FA_t ；其与公众的货币需求 $M_{d,t}^e$ 、未预料到的外汇占款 $(FA_t - FA_t^e)$ 等紧密联系，但与存款准备金或其比率无关： $M_{2,t} = M_{d,t}^e + (FA_t - FA_t^e) + (O_t - O_t^e) - (O_t' - O_t'^e) + H_t - \Psi_t - \gamma_t \pi_{t-1}$ ，货币乘数机制不具备货币创造功能的事前（ex ante）意义。从公众和商业银行加权效用最大化出发推导了间接调控机制下的货币供给理论模型，同时确定我国商业银行具有利润和规模双重目标，结合中国实际完善了国外货币供给理论模型： $M_s = MBf(\bar{\pi}, (r_1^+ - r_b), (r_b^+ - r_e), \bar{r}_d, \bar{r}_b, \bar{r}_r, \bar{\alpha}, \bar{\phi}, \bar{\phi}^+, \bar{\gamma}, \bar{\delta}_L, \bar{\delta}_B, \bar{\delta}_D)$ ，公众流动性偏好的变化、金融创新、利率结构、存款准备金等政策工具，以及商业银行利润和规模偏好等因素是这个阶段货币乘数内生性变动的原因。

三是证明了中国货币供给机制的转变和危机应对措施对货币供给的冲击。运用未知断点结构性变化检验和递归协整检验对中央银行体制建立以后的货币供给机制转变进行了检验，未知断点结构性变化检验结果显示中国广义货币供给在1997年出现了结构性变化，而递归协整检验也支持中国货币供给与银行贷款、外汇占款的协整关系在20世纪90年代中后期发生了结构变化，20世纪90年代中后期之后货币乘数与存款准备金率、利率等经济变量之间出现了协整关系，货币乘数发挥了货币创造的事前功能，中国货币供给显示了间接调控机制的特征。另外，2008年前后中国应对国际金融危机的措施对宏观经济的影响有很多争论，而本书的实证结果很好地证明了这一时期的货币供给机制确实受到了强烈的冲击：2008年以后货币供应量与银行贷款和外汇占款之间的协整关系再次出现变化，表现出直接数量控制时期的货币供给特征；同时货币乘数与存款准备金率、利率等经济变量之间的协整关系受到强烈冲击，货币乘数的货币创造功能受到一

① 式中符号含义详见本书第六章。

定程度的破坏，市场化改革成效和进程受到强烈冲击。究其根源，主要是中国在经济调控中再次转向非市场化的数量控制手段，扭曲了货币供给机制。

(2) 结合经济学关于货币供给和通货膨胀基本理论的研究，深入分析中国经济结构、经济金融体制特点，以及金融危机的时代背景，构建了分析中国通货膨胀的一般均衡理论模型，并实证分析和评估了不同渠道对通货膨胀的作用。

一是将影响中国通货膨胀的因素划分为商品市场、货币市场以及国际市场等不同范畴，较为全面和系统地对中国通货膨胀产生的机理及其传导机制进行了分析，构建了一般均衡理论模型，并基于此得出一个分析中国通货膨胀的机理图（见图 1-1），具有中国特色。从这个意义上说，本书结合此次金融危机发生的国际大背景和中国特有的经济金融体制，对通货膨胀产生的原因特别是中国通货膨胀产生的根源及传导机理进行了研究，是对现有通货膨胀理论体系的一次丰富和完善，具有较强的理论意义，对中国这样一个有特殊经济金融体制的国家更有理论指导意义。

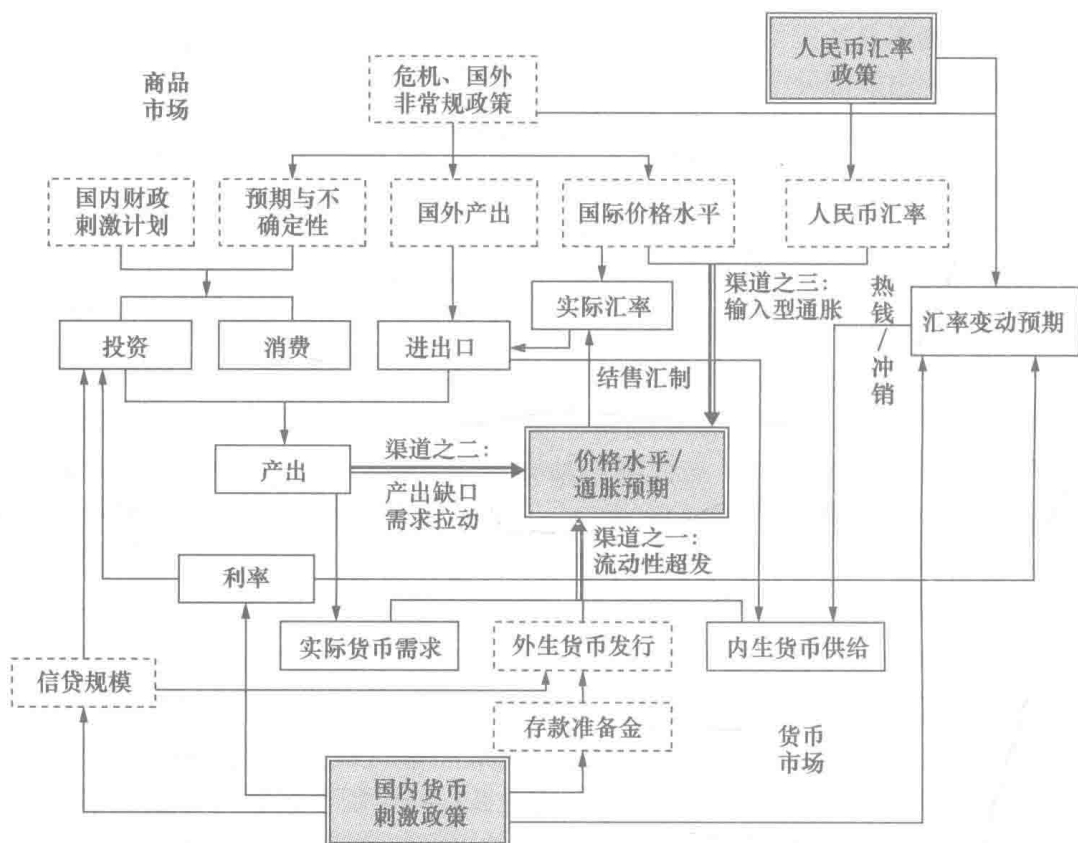


图 1-1 中国通货膨胀形成机理

二是通过对理论模型进行实证检验并对各渠道作用效应进行实际评估发现,中国通货膨胀是多种因素、多种渠道共同作用下的一般(动态)均衡结果。具体来说,货币供给因素对本轮金融危机后中国的通货膨胀具有十分显著的影响,信贷规模的快速扩张并由此导致的货币供应量快速增长是造成后危机时期中国通货膨胀的主要原因。同时,在货币供给快速增长过程中,造成了公众通货膨胀预期上升,也对通货膨胀形成产生了重要的推动作用。而在通货膨胀背景下的一些政策手段,如存款准备金、汇率政策以及利率政策对通货膨胀有相应的作用,但并非通货膨胀的主要原因,国际因素亦对国内通货膨胀有一定影响。

三是在研究和分析方法上的创新,运用理论驱动的结构向量自回归方法(Structural Vector AutoRegression, SVAR)对一般均衡模型进行检验分析,并基于此量化分析各渠道对通货膨胀的动态效应。同时,基于本轮金融危机后经济运行和政策变化的实际情况,对不同因素的实际效果进行量化评估。在现代货币数量论的基础上,对货币供给增长造成的潜在通货膨胀压力进行了测算,并与通货膨胀实际表现进行对比。量化分析了不同政策手段治理通货膨胀的效果,从而发现最有效的治理方式。

二、中国货币供给阶段性划分

从新中国成立到1978年改革开放,中国实行高度集中的计划经济体制,这一时期调控货币供给的主要工具是信贷计划和现金计划。改革开放以后,中国金融体制进行了多项重大改革,金融机构不断增加、金融体系不断完善、金融调控工具不断丰富。综观改革开放30年以来中国的货币政策,其间对货币供给机制产生重大影响的改革措施主要包括:1984年中国人民银行专门行使中央银行职能,1994年外汇体制改革和强制结售汇制度建立,1998年取消国有商业银行贷款限额控制,2002年反通缩政策退出,2008年应对金融危机等。这些重大措施或各项措施的累积效应都有可能对中国货币供给进程造成结构性转变,因此,在分析时有必要分阶段研究货币供给决定机制的决定因素。

以中国人民银行是否专门行使中央银行职能为界,可以将中国的银行体制划分为“大一统”银行体制时期(1953~1984年)和中央银行—商业(专业)银行体制时期(1985~2012年)。“大一统”银行体制时期计划和财政手段在宏观经济调控中作用重大,固定资产投资主要由财政提供资金来源,银行信贷资金主要用于满足短期流动资金需求;这一时期实行“统存统贷”的信贷资金管理体

制，货币供给主要依靠信贷和现金两大计划（王煜，2000），其中现金管理是货币信贷政策的核心，货币供给主要体现为对现金投放的控制。

1985 年以后，中国金融体制进行了多项重大改革，对货币供给形成机制造成了深刻影响。在信贷资金管理方面，1985 年实施“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的管理办法，改变了过去有计划就有资金的做法，实现了中央银行与专业银行资金的分开，从而使中央银行控制货币供给成为可能；1995 年取消对城市信用合作社和信托投资公司的贷款限额管理，实行存贷款比例管理，仅对国有商业银行实行指令性信贷限额管理；1998 年取消国有商业银行贷款限额管理，中央银行对货币供给的控制也由直接控制转为以市场调控手段为主的间接控制。这一时期对商业银行贷款规模的控制主要通过货币当局“窗口指导”和监管部门的“存贷比”等监管指标实现，但在间接调控方式难以发挥作用时仍会寻求直接控制的手段，例如，2007 年四季度通过“道义劝告”的方式对大型商业银行的信贷规模实行按季规模管理，2008 年要求各商业银行信贷增长不能超过 2007 年的增长额，事实上恢复了贷款限额控制并严格执行了 10 个月（黄金老，2010），2009 年下半年后，对贷款规模的控制主要采取“窗口指导”，并辅以惩罚性的央行票据、特种存款、差别准备金率等手段。

在对信贷规模控制进行调整和放松的同时，中国货币当局也对其他政策工具进行了渐进的改革，促进调控方式由直接向间接转变。在外汇体制方面，1985 年取消内部结算汇率，1994 年实现官方汇率和市场汇率并轨以及实行银行结售汇制度，2001 年后允许企业按比例意愿结汇并于 2007 年最终过渡到完全的意愿结售汇制度，2005 年完善了汇率形成机制，2007 年和 2012 年两次扩大汇率弹性并逐渐放松对汇率中间价波动幅度的限制，对此后中国的外汇市场和货币供给产生了重大影响；在存款准备金制度方面，1984 年建立存款准备金制度，1989 年增设备付金要求，1998 年合并了准备金账户和备付金账户、调整存款准备金率，2004 年根据金融机构规模、贷款投向实施差别存款准备金制度，2011 年后动态调整差别存款准备金率；在利率市场化方面，从提高特定贷款对象和金融机构的贷款利率浮动幅度着手，逐渐放松对贷款利率的管制，2004 年实现了存款利率管上限、贷款利率管下限，2012 年扩大了金融机构存贷款利率浮动范围，存款利率浮动上限为基准利率的 1.1 倍、贷款利率浮动下限为基准利率的 0.7 倍；在公开市场业务方面，1994 年、1996 年分别开始外汇市场和人民币市场的公开市场业务，2002 年后通过转换和发行央行票据来解决市场操作对象不足的问题，此后公开市场操作成为货币当局最常用的政策工具。

从中国货币当局政策工具变革历程来看，20 世纪 90 年代中期是中国货币供给从直接调控向间接调控转变的关键过渡期。在此期间，虽然信贷规模控制等指

标控制的办法仍在运用,但存款准备金、利率等货币政策工具已经更多地被运用,最终货币供给量是中央银行计划指标和其他政策工具共同作用的结果。1998年以后的政策框架基本保持稳定,货币政策更多体现在方向、数量的变化和调控工具、技术的创新,货币供给的间接调控程度不断提高;另外,1998年以后相关经济金融数据的可获得性明显提高,这些都为构建模型进行最优化分析和实证检验提供了良好的基础。

综上所述,可以将中国货币供给划分为三个阶段,即“大一统”银行体制时期(1953~1984年)、中央银行—商业(专业)银行体制下的直接数量控制时期(1985年至20世纪90年代中期)和间接调控时期(20世纪90年代中期至今)。

三、中国通货膨胀阶段性划分

改革开放前的计划经济时代,物价由于受到严格管制而极少出现变化,但现实中的商品供给短缺,不得不凭票购买,实行配给制,出现了所谓的“票证经济”时代,因此这一时期的通货膨胀实质上是一种隐性通货膨胀。新中国首轮真正数据意义上的通货膨胀出现在20世纪80年代,随着物价管制放开,商品需求迅速膨胀,出现了一段通货膨胀快速上升的时期,且持续时间较长,对经济社会的冲击也较大。此后,进入90年代中后期,随着亚洲金融危机爆发,全球经济特别是亚洲地区陷入低迷,中国也受到较大影响和冲击,经济增速下降,社会消费不振,物价水平进入一个相对平稳的波动期,个别年份甚至出现通货紧缩。从21世纪初开始,中国经济逐渐升温到过热,经济活动恢复活跃,投资消费复苏,价格水平随之快速上升,中国又进入一段通货膨胀快速上升时期,虽然期间发生了席卷全球的国际金融危机,但价格水平仍然一路上升。

因此,观察以定基居民消费价格指数为代表的通货膨胀走势(见图1-2),可以直观地将中国通货膨胀划分为四个阶段。

第一阶段:新中国成立至改革开放前,这一阶段通货膨胀的典型特点是隐性通货膨胀,衡量通货膨胀的居民消费价格指数变化很小,至1986年,定基的居民消费价格指数为202.3。从数据上看,30余年中总体价格水平仅上升了一倍多。

第二阶段:改革开放开始至20世纪90年代中期,这一阶段通货膨胀的特点是价格水平快速上升,居民消费价格指数迅速上涨,至1997年,定基的居民消