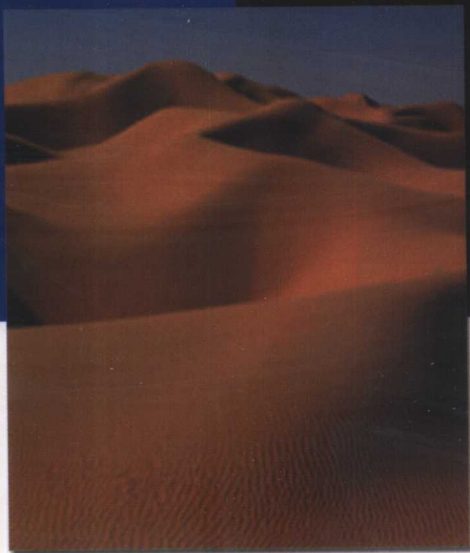


经 / 济 / 学 / 博 / 士 / 丛 / 书



# 中国转轨时期 的货币政策

ZHONG GUO ZHUAN GUI SHI QI DE HUO BI ZHENG CE

吕江林 著

中国财政经济出版社



财经出版专项资金资助  
经济学博士丛书

# 中国转轨时期的货币政策

吕江林 著

中国财政经济出版社

**图书在版编目 (CIP) 数据**

中国转轨时期的货币政策/吕江林著. - 北京: 中国财政经济出版社, 1999.12

(经济学博士丛书)

ISBN 7-5005-4705-6

I. 中… II. 吕… III. 货币政策-中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 61780 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: [cfeph@cec.gov.cn](mailto:cfeph@cec.gov.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码: 100010

发行处电话: 64033095 财经书店电话: 64033436

财经图书发行中心电话: 88119132 88119130 (传真)

涿州市新华印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 9 印张 212 000 字

1999 年 12 月第 1 版 1999 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1-1 200 定价: 18.00 元

ISBN 7-5005-4705-6/F·4230

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

## 出版说明

本书是“财政部部属院校财经专著出版专项资金”资助的项目之一。该专项资金由财政部人事教育司和中国财政经济出版社联合出资设立，用于资助财政部部属院校财经专著的出版。财政部人事教育司和中国财政经济出版社联合组成专项资金管理委员会，负责资助选题计划的制定、资金使用等方面的决策。管理委员会由中国财政经济出版社社长杨天赐同志任主任委员，财政部人事教育司副司长王建国同志任副主任委员，孙伟生、苏金秀、余蔚平、张立宪、洪钢、贾杰等同志任委员。管理委员会聘请有关专家组成专家委员会，负责资助出版项目的评估、审定和提出资助金额的意见，并为资助选题计划提供咨询。专家委员会由解学智教授任主任委员，杨天赐教授任副主任委员，王朝才、艾洪德、李俊生、余蔚平、张中华、罗林、秦荣生、聂培尧、夏大慰等同志任委员。设立“财政部部属院校财经专著出版专项资金”的目的，是鼓励财经理论研究，提高财政部部属院校的教学、科研水平，繁荣财经学术著作出版。由于受管理委员会组成人员水平和有关条件的限制，这项工作可能还存在许多不足，对此，欢迎批评、指正。

**财政部部属院校财经专著  
出版专项资金管理委员会**

一九九八年八月

## 序

中国现在处于并将长时期处于社会主义初级阶段，这是我们党对中国国情所做的基本判断，是制定正确路线和政策的基本依据。

初级阶段发展的前提是，实现从传统计划经济向社会主义市场经济的转变，从粗放型经济增长方式向集约型经济增长方式的转变。这是当前我们面临的两大根本性任务。它们既是中国转轨时期货币政策制定的经济与社会的背景，又是中国货币理论创新的源泉。

中国的转轨是在邓小平理论思想及其总设计的指引下进行的。就社会基本经济制度而言，转轨不是对社会主义大目标的偏离，而实际上是对社会主义大目标的校正。换句话说，是要将被僵化思维误读的社会主义，重新解读，使之转变为生动地反映中国实际与时代特征的具有中国特色的社会主义。因此，在社会基本制度上不是转轨，但要转变其实现形式，变计划经济体制为社会主义市场经济体制。所谓社会主义市场经济，按照党的十五大报告理解，就是把社会主义和市场经济结合起来，在社会主义条件下发展市场经济。这无论从社会主义制度发生和发展的历史来看，还是从市场经济发生和发展的历史来看，都是一个伟大创举，也是理论和实践的重大突破。

从转轨时期的具体过程出发，有系统地、深入地分析货币政

策的总体走向、阶段性演变特征及其在宏观经济调控中的功能定位问题，无疑地是一项十分重要而又非常艰苦的理论工作。西方的货币理论虽然可资借鉴，但中国转轨时期经济运行及结构的复杂性与不确定性，客观上要求有适合初级阶段的货币理论。为此，中国不少经济理论与金融理论工作者分别从不同角度与不同层面进行了探索，产生了不少有价值的论著，这种工作特别是在近年来东亚金融危机爆发以后更得到进一步的加强。

以博士学位论文形式撰写的《中国转轨时期的货币政策》一书，是作者吕江林同志多年来尤其是攻读博士学位期间，潜心研究的一个具有较高学术水平与应用价值的成果。本书作为一本学术专著，我认为具有以下几个特色：一是站在中国转轨的总过程来考察货币政策的演变与形成，从而构建了一个能反映货币政策全貌的比较完整的体系；二是对中国转轨时期货币政策的最终目标、中间目标如何确定以及操作情况作了较为详尽的论证与清晰的表述；三是对转轨现阶段的货币政策的基本涵义作了有根据的理论说明，作者明确地将“适度从紧的货币政策”解读为“积极的规则论”，是颇有理论深度的；四是阐明了我国当前货币政策必须处理好积极化解现有金融风险与有效防范新的金融风险间的辩证关系；五是通过对我国转轨时期特别是转轨现阶段财政政策与货币政策各自的效力、力度约束及相互配合的形式、手段等方面的考察，提出了自己关于财政政策与货币政策协调配合的见解。众所周知，计划经济体制下是不存在货币政策的，因此我国的货币政策是在社会主义市场经济体制形成过程中产生的新问题，它的完善与成熟必须经历一个较长的过程。本书对中国转轨时期的货币政策所做的大胆的有系统的理论探讨，对于中国货币理论的创立是有其一份贡献的。

本书的出版，将会引起众多理论工作者与实际工作者对货币

## 序

---

政策研究的兴趣，并且，将会有更加完善和成熟的中国货币理论著作问世，这是可以预期的。我希望本书作者继续进行研究，为建设中国货币理论做出新努力。借作序之机，顺致良好的祝愿。

宋 醒 民

1999年6月17日

# 摘 要

## 第一章 导 论 (略)

## 第二章 中国的转轨时期

### 第一节 从传统的计划经济体制向社会主义市场经济体制转轨

本书所称的转轨，指我国经济体制从传统的计划经济体制向社会主义市场经济体制转轨。社会主义市场经济体制有其特定的基本内涵，相应地向社会主义市场经济体制转轨，有其特定的经济体制改革内容。

社会主义市场经济体制具有如下科学内涵：(1) 社会主义市场经济体制的政治基础是坚持中国共产党的领导；(2) 社会主义市场经济体制的物质技术基础是社会化的生产；(3) 社会主义市场经济体制以公有制为主体地位，多种所有制共同发展；(4) 社会主义市场经济体制的运行机制是完善的市场体系和健全的宏观调控体系有机结合的机制；(5) 社会主义市场经济体制坚持按劳分配为主体，多种分配方式并存的分配制度，效率优先，兼顾公平。

社会主义市场经济体制的科学内涵决定了我国转轨期经济体



制改革的内容。这些内容主要有：调整和完善所有制结构，实现公有制为主体，多种所有制经济共同发展；大力推进国有企业改革，建立现代企业制度，完善、健全市场体系和宏观调控体系；完善分配结构和分配方式。

## 第二节 转轨的社会历史背景

我国的经济体制转轨具有一个十分深刻的社会历史背景，这就是：社会主义初级阶段。社会主义初级阶段作为最重大的社会历史背景，构成了转轨的最重要约束条件。

正如党的十五大政治报告所指出的，我国的“基本国情”可表述为：“最大的实际就是中国现在处于并将长期处于社会主义初级阶段”。党的十一届三中全会前我们在建设社会主义中屡屡出现重大失误，其根本原因就在于指出的一些任务和政策超越了社会主义初级阶段。

社会主义初级阶段理论是邓小平理论中的核心内容。社会主义初级阶段理论告诉我们：社会主义初级阶段是一个不可逾越的相当长的历史阶段，在这个阶段，我国生产力发展水平远远落后于发达国家；在这个阶段，不仅要通过改革实现市场化，而且要实现工业化、现代化。社会主义初级阶段的主要矛盾是人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾，因此，在社会主义初级阶段，我们始终要以经济建设为中心，把集中力量发展社会生产力放在首要地位。正如邓小平同志所说：“发展是硬道理。”在整个社会主义初级阶段，要毫不动摇地始终坚持党“一个中心，两个基本点”的基本路线；要以“三个有利于”作为判断改革及一切工作是非得失的标准。

社会主义初级阶段至少需要上百年，转轨则不需这么长时间，这意味整个转轨过程都处于社会主义初级阶段之中。因此，

社会主义初级阶段作为转轨最深刻的社会历史背景，构成了对转轨最有力的内在约束。这一约束的实质在于：转轨期的首要任务是集中精力发展社会生产力，改革及一切工作是非成败的根本判断标准是“三个有利于”。就货币政策、宏观调控这一侧面而言，社会主义初级阶段这一重大约束条件，使得转轨期必须保持较快的经济增长速度。

### 第三章 转轨时期货币政策的最终目标

#### 第一节 西方国家货币政策的最终目标

货币政策最终目标简称货币政策目标。西方发达国家货币政策的最终目标并不完全一致，同一个国家在不同历史时期的货币政策最终目标也是发展变化的。但在最一般意义上，西方发达国家货币政策的最终目标为如下四个：充分就业、物价稳定、经济增长、国际收支平衡。这四个目标中，充分就业与经济增长这两个目标之间一般表现为正相关关系，而各目标彼此之间更多地表现出相互冲突的一面。

从定性角度看，货币政策的实施应当也可以做到兼顾各个目标，但从定量角度看，无论何种兼顾方案，都有个该方案下各个目标值是否或在多大程度上达到理想值（或正常值）的问题。不同的兼顾方案必然使各个目标值与理想值之间有不同的离合程度。货币政策方案的选取，一般都是采取“两利相权取其重，两弊相权取其轻”的原则。当代国际上较为惯用的货币政策重点目标的选择方式大致上有以下三种：（1）相机选择（或相机抉择）；（2）临界点原理选择；（3）轮番突出选择。

## 第二节 转轨期间我国关于货币政策目标的观点与实践

转轨期间我国理论界关于货币政策最终目标的选择，主要有三种观点：

1. 双重目标论。认为我国转轨期货币政策最终目标应当是两个：经济增长与稳定物价（即稳定币值）。双重目标论在我国理论界长期占主流地位，但在双重目标论者内部，关于何种目标优先，则存在着激烈、持久的争论。

2. 单一目标论。认为我国转轨期货币政策只应是一个。但具体以何者为目标，则在此种观点内部又出现了两种相当对立的主张。一种主张认为，最终目标应当是稳定物价或稳定币值；另一种主张则认为，最终目标应当是经济增长。

3. 多重目标论。认为我国转轨期货币政策最终目标应趋向多重目标，包括稳定物价、经济增长、充分就业和国际收支平衡等。

转轨期间，自1984年中央银行体制确立以来，一直到1993年，我国中央银行货币政策最终目标的选择和制定，一直处于不规范、不确定、不明晰状态。这使得货币政策执行中不断交替地出现大松和大紧，导致经济增长大起大落地剧烈波动，高通胀则不断。

1993年，国务院按照中共十四届三中全会《决议》有关精神，在《关于金融体制改革的决定》中，对中央银行货币政策最终目标的选择和制定有了精练的表述：货币政策最终目标是保持货币的稳定，并以此促进经济增长。这一表述于1995年被写进了《中国人民银行法》，以法律的形式予以确定。中央银行于1993年后实行“适度从紧”的货币政策，取得了良好效果。

### 第三节 转轨时期货币政策最终目标的正确选择： 稳定币值，并以此促进经济增长

我国转轨时期货币政策的目标必须是双重目标：稳定币值与经济增长。

我国转轨时期经济增长之所以必须列入货币政策目标，原因有三：第一，当今世界，绝大部分国家均将经济增长列为货币政策最终目标之一，这是各国带有规律性的作法；第二，转轨时期中国处于社会主义初级阶段的国情决定了必须将经济增长列为货币政策目标；第三，若没有经济增长这个目标，稳定币值这个目标往往也实现不了。

可以分别论证在我国转轨时期充分就业和国际收支平衡不必列入货币政策目标。

转轨时期货币政策的首要目标应当是稳定币值。

首先须明确，货币政策的制定和执行者是对中央政府具有相对独立性的特殊主体——中央银行。

在我国整个转轨时期，一方面，社会主义初级阶段的生产力不发达和人口多、就业压力大状况，决定了各级政府以及国有企业普遍存在着“经济快速增长”的内在驱动力和外在压力，各级政府一般倾向于将经济增长列为宏观经济管理和调控的首要目标；另一方面，体制改革，尤其是国有企业改革未到位，和粗放式经济增长方式的未能根本改观，决定了我国国有企业和政府均存在“预算软约束”状况。这两个方面因素合成了我国转轨时期一个特有的经济现象——“投资冲动”，这种投资冲动只要遇有较热的经济气候，就会释放出来，表现为“投资热”，造成总需求过旺，导致高通胀。这方面，我国转轨以来教训深刻。应当有一种需求调节的政策手段来有效抑制投资冲动，货币政策是一种

良好的需求调节政策。而要使货币政策成为抑制投资冲动的有效政策手段，就必须确认：货币政策的首要目标是稳定币值，这样，每当投资过旺，经济增长速度过高而严重影响币值稳定时，货币政策能名正言顺地予以干预和制止。

货币政策以稳定币值为首要目标，中央银行以稳定币值为首要职能，正是为了保证经济持续、快速、健康地增长。稳定币值不是固定币值，而是要保持币值相对稳定，控制通胀率幅度，可以避免经济生活中的猛烈刹车，避免经济大起大落，从而真正实现经济的持续、快速、健康地增长。

我国转轨时期货币政策最终目标的科学表述应当是：稳定币值，并以此促进经济增长。

这一科学表述有如下三层含义：第一层含义是货币政策的最终目标是稳定币值和经济增长这双重目标；第二层含义是货币政策最终目标中稳定币值是首要目标；第三层含义是货币政策以稳定币值来促进经济持续、快速、健康地增长。第三层含义是前两层含义的精髓。

## 第四章 转轨时期货币政策的中间目标

### 第一节 西方国家货币政策中间目标的选取

选择货币政策中间目标通常公认有三个准则：即相关性、可测性和可控性。

西方国家常用的中间目标变量一般有三类：长期利率、货币供应量和银行信贷量。以选择中间目标的三项标准衡量，此三类金融变量选作中间变量各有利弊。基于此，当代西方国家中央银

行一般同时选取这三类变量为中间目标指标。但事实上，在实际执行中，不可能同时追求三类目标。即便同时追求两类目标也不可能，因为，若盯住一个目标，则另一个目标会在一定范围内波动。因此，在实际操作中，各国中央银行都是根据不同时期经济形势需要，选择某一种变量为主要或重点中间目标变量，其他中间目标变量则作为参考指标。

## 第二节 我国转轨时期货币政策中间目标的选择

在我国转轨时期，由于占市场融资大部分比重的国企运营和投资的利率敏感性小，加之国企总体上资金利润率长期低于市场均衡利率，迫使中央银行将银行体系给国企贷款的利率长期定位于低于市场均衡利率水平，这就使利率机制不健全。利率机制不健全，则利率不能选作货币政策主要中间目标。利率机制不健全，则与利率密切相关的汇率机制也不可能健全，且对我国这样一个内需为主的大国，汇率变量不可能是影响社会总供需均衡，实现货币政策最终目标的最重要变量。因此，在我国整个转轨时期，利率变量及汇率变量这类“价格型”变量不宜选作货币政策的中间目标变量。

对各层次货币供应量  $M_0$ 、 $M_1$  与  $M_2$  及信贷量等数量型变量中，何者适宜选作中间目标变量作出分析。笔者认为，自 1984 年我国中央银行体制确立，一直到 90 年代初这一个阶段里，我国货币政策的中间目标应当是“贷款规模”。从“三性”上判断，此阶段中选贷款规模为中间目标，是没有办法的办法，却也是不可替代的办法。

贷款规模控制最大的弊端，便是本质上与市场经济不符，不利于资金资源的优化配置。如果说在 90 年代初以前，这一弊端是中央银行为了运用货币政策调节总需求，防止需求膨胀，实现

稳定币值和经济增长不得不付出的代价，那么，随着经济、金融体制改革的深入，特别是随着国有专业银行的渐趋商业化，金融机构的多样化，金融市场的发育和金融工具的创新，这一弊端便导致了贷款规模控制作为中间目标资格的丧失。90年代初以后，贷款规模不再适合作为中间目标，它失去了可控性和相关性。

在90年代初以后的转轨阶段，我国理论界占主流的观点认为，货币政策主要中间目标应当是  $M_2$ 。本书的研究则表明，90年代初后的转轨新阶段，货币政策主要中间目标应当是  $M_1$ 。这是因为， $M_1$ 较好地具备了相关性，则  $M_2$ 较缺乏相关性。同时， $M_1$ 也具备可测性和可控性。

转轨新阶段  $M_1$ 最适合作为主要中间目标，但这只是相对的，一方面， $M_1$ 与货币政策最终目标之间的相关性也不是很理想。另一方面， $M_2$ 年增长率与  $M_0$ 年增长率均有一定的参考价值，值得监测。因此，我们认为在转轨新阶段，货币政策中间目标应当是一个目标体系，它以  $M_1$ 增长率为主，兼顾  $M_2$ 增长率与  $M_0$ 增长率。

## 第五章 实行适度从紧的货币政策

### 第一节 适度从紧——转轨时期货币政策的正确选择

“适度从紧”的货币政策可定义为：中长期里坚持“稳定币值，并以此促进经济增长”的最终目标，既要控制物价涨幅，又要实现较高的经济增长速度，努力保持物价上涨率低于经济增长率的货币政策。

适度从紧的货币政策具有如下几个方面重要内容和特征：第

一，适度从紧的货币政策体现了整个转轨的中长期里“紧”的政策取向；第二，适度从紧的货币政策要求紧得适度；第三，适度从紧的货币政策使货币政策最终目标成为可操作的目标；第四，适度从紧的货币政策坚持以货币供应量为中介目标；第五，适度从紧的货币政策强调直接调控为主转变为间接调控为主；第六，适度从紧的货币政策注重货币政策的连续性和相对稳定性，注重预调和微调，熨平经济波动；第七，适度从紧的货币政策不排除某些短期里货币政策须一定程度松动的可能性。

实行适度从紧的货币政策的必要性可从转轨时期中长期里货币政策从紧取向的必要性和货币政策从紧适度的必要性两方面展开论证。

转轨时期货币政策从紧取向的必要性主要有两点。首先，在整个转轨时期，经济体制尚未得到根本转变，易在强烈的投资冲动下遭遇资源约束而产生高通胀，为此，必须实行适度从紧的货币政策。其次，在整个转轨期，我国面临结构调整和尽快转变经济增长方式的任务，这都需要保持住总量的基本平衡或略微的供大于求，为此，需要实行适度从紧的货币政策。

转轨时期货币政策从紧适度(而不是一味从紧)的必要性主要有三点：一是社会主义初级阶段使然；二是我国巨大的人口压力和就业压力使然；三是我国转轨时期较高的潜在 GDP 增长率使然。

## 第二节 关于适度从紧的货币政策的两个认识问题

1. 不应当选择  $M_2$  为主要中间目标。选择  $M_2$  为货币政策主要中间目标，其主要根据来自两方面，一是来自所谓历史经验的总结；二是来自所谓计量经济模型的验证。来自后一方面根据不足为据，我们在第四章第二节作过分析。来自前一方面根据是转轨以来的经验表明，每次  $M_2$  的过量供应，都会滞后地导致高通



胀。这方面，王大用先生的一篇文章最具代表性。但本书认为， $M_2$ 高增长只是滞后地导致高通胀的必要条件，却不是充分条件。若要  $M_2$ 高增长必然滞后地导致高通胀，还必须在  $M_2$ 高增长的同时，以经济增长为货币政策首要目标，执行着松的中长期货币政策，从而使经济趋向过热。如若  $M_2$ 在一定年份较高速增长时，执行的是适度从紧的货币政策，则决不会滞后地导致高通胀。进一步看，若  $M_2$ 增长率的趋高持续伴随着  $M_1$ 增长率的趋低，则表明经济正在收缩，非但不会造成高通胀，相反需要警惕通货紧缩。因此，若以  $M_2$ 为货币政策主要中介目标，有时中央银行在对经济形势的判断上将被误导。我国中央银行自1996年起，多次通过降低利率以期适当提高货币流动性，但效果不太明显，一个重要原因就是中央银行在认识上以  $M_2$ 为主要中间目标，因而1996年  $M_2$ 增长率的趋高使得中央银行更担心未来的高通胀，致使利率微调的力度不够。

可以得出这样的结论：如果我们实行扩张的或从松的中长期货币政策，我们就得以  $M_2$ 为主要中介目标；反之，如果我们实行适度从紧的中长期货币政策，我们就得以  $M_1$ 为主要中介目标。

2. 关于8%的经济增长率。本书通过计量经济分析，拟合出一条附加“调控周期性预期”的菲利普斯曲线方程，由此方程来对我国8%的计划实际经济增长率作政策评价，得出的结论是：由于8%的计划实际经济增长率明显低于我国转轨现阶段潜在的经济增长率，若持续下去，将形成大的GNP负缺口，导致通货紧缩。因此，计划的实际经济增长率应该提高至9%—10%区间的接近并略低于潜在经济增长率水平。

### 第三节 适度从紧的货币政策 ——“积极的规则”论

二战后，在美国等西方国家经济理论界出现了一场关于货币