

中国社会科学院重大课题研究成果  
货币理论与政策研究系列专著

丛书主编 李扬

# 金融结构 与经济增长

殷剑峰◎著

 人民出版社

中国社会科学院重大课题研究成果  
货币理论与政策研究系列专著

丛书主编 李扬

# 金融结构 与经济增长

殷剑峰◎著

 人民出版社

策划编辑:李春生

责任编辑:吴焯东 陈登 郑海燕 万琪 汤丽琨

封面设计:肖 辉

### 图书在版编目(CIP)数据

金融结构与经济增长/殷剑峰著.

-北京:人民出版社,2006.5

(中国社会科学院重大课题研究成果货币理论与政策研究系列专著)

ISBN 7-01-005550-5

I. 金… II. 殷… III. 金融-经济结构-关系-经济增长-研究

IV. F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 040919 号

## 金融结构与经济增长

JIN RONG JIE GOU YU JING JI ZENG ZHANG

殷剑峰 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2006 年 5 月第 1 版 2006 年 5 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:23.75

字数:355 千字 印数:1-4,000 册

ISBN 7-01-005550-5 定价:40.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539



## 总 序

—

2003年7月，我承接了中国社会科学院重大课题“中国货币政策体系：问题及调整路径”。当时，中国经济刚刚摆脱亚洲金融危机带来的通货紧缩阴影，少数领域已经转而出现在物价上升较快的苗头。面对国民经济运行态势的转折，实行了5年之久的以扩张为基调的宏观经济政策开始由酝酿向紧缩的方向转型。伴随着“积极的财政政策”的“淡出”，货币政策受到越来越多的关注。人们希望，在应对通货紧缩局面时显得力不从心的货币政策，能够在解决通货膨胀问题上发挥主导性作用，自然地，人们也希望，自1998年以来的一系列操作中显露出的我国货币政策体系的缺陷，包括其目标、手段、工具、传导机制等等，能够得到认真分析，从而能够找到一些有效的改革方略。

本课题就是在上述背景下设立的。按照计划，课题的最终成果是一部集中研究中国货币政策的目标、工具、传导机制及其政策效果的专著。随着研究的深入，课题组成员一致认为：仅仅围绕货币政策自身来展开对货币政策的研究，可能并不容易产生有洞察力的研究成果。这是因为，实体经济运行的要求和金融结构的特征，在相当程度上决定了货币政策目标的选择、传导机制以及货币政策的有效性。所以，我们必须深入到那些形成货币政策操作之基础、环境和条件的金融结构以及经济体系之中，并分析货币政策、金融结构以及经济体系之间复杂的生成、制约、适应和促进关

系，方能认识清楚货币政策的问题所在，从而找到可行的改革路径。

基于这种认识，课题的研究范围及其最终成果就比原计划有了较大程度的扩充。主要变化有三。其一，原计划中关于我国货币政策的目标、工具、传导机制及货币政策效果的研究内容，被包括在一个涉及范围更广的子课题“中国货币政策范式的调整”之中；其二，为了分析货币政策与金融结构和经济增长的关系，我们增设了子课题“货币政策、金融结构和经济增长”；其三，为了更深入地分析货币政策的本质特征以及货币政策中介目标的选择问题，我们还增设了子课题“货币流量分析与货币政策”。

要在两年时间内完成规模如此之大的课题，显然需要有一支精干的研究队伍。根据时下某种不成文的“惯例”，参加研究者的人数是同研究课题的规模成正比的。基本的做法是，由课题负责人拟定一个较详细的提纲，然后将设定的内容在课题参加者之间做一一对应的分工，并约定在某一时间交稿，最后由课题负责人统撰定稿。然而，根据笔者多年组织各类研究课题的经验，在课题的研究阶段集中很多人共同参与，确实可收集思广益之效，但若在课题执笔时仍然是“大家齐动手”，成果的质量多半是难以保证的。笔者的体会是：课题报告的执笔者越少越好。这样做有两方面效果：一方面，最终形成的成果比较容易做到思路一贯、逻辑严密、风格一致；另一方面，对于课题的负责人来说，若想集中统一整个课题的材料、观点、架构及结论，若想对课题的进度和质量进行“问责”，显然比较容易做得到。

这样，三个子课题初稿的写作任务便落在中国社会科学院金融研究所的四位青年研究人员头上，他们是：殷剑峰博士、曾刚博士、姚枝仲博士和周素芳博士。这四位研究者皆为近年来在我国金融学界崭露头角的青年翘楚，其中，有三位博士都已经完成或正在从事博士后研究。更重要的是，在攻读博士学位期间，这四位博士均已就本课题或课题的某一方面做过比较深入的研究——有博士阶段的研究基础，完成本课题显然就有了相当程度的保障。

—  
—

专著《金融结构与经济增长》探讨的是金融结构与经济增长之间的关系，并在此基础上进一步讨论了在我国的金融结构从银行导向为主向市场导向和银行导向并行转变之过程中的货币政策实施问题。

20世纪90年代以来，随着“新经济”在美国的凯歌行进以及金融危机在亚洲各国相继爆发，国际金融界展开了一场关于市场导向的金融结构和银行导向的金融结构孰优孰劣的热烈讨论。当时，几乎成为压倒性的意见认为：“新经济”代表了世界经济发展的新方向，而这种发展又是在市场导向的金融结构的有力支持下展开的，因而，较之银行导向的金融结构，市场导向的金融结构代表了一种更为“先进”的发展方向。这种观点，在同期发生的亚洲金融危机中从反面得到了印证。人们注意到，亚洲国家（地区）普遍实行的是银行导向的金融体系，这类金融体系固然便利了这些国家（地区）在70年代到80年代期间集中资源，实现“赶超”，但也成为危机因素长期积累并难以被人及时察觉的渊藪。而且，在不利的 외부冲击发生之后，基于银行体系无所不在的网络，发生在少数区域或少数领域的恐慌极易“传染”到国民经济的其他区域和领域，终致酿成普遍的危机。同样也是基于这种认识，危机发生之后，以国际货币基金组织为首的国际社会在救助这些国家（地区）的过程中，也将发展资本市场、改变银行导向的金融结构作为治理危机的主要药方之一。

但是，如果回顾金融业的发展历史，情况显然就没有那么简单。首先，在金融业发展的历史上，银行业（以及与之对应的“间接融资”）和金融市场（以及与之对应的“直接融资”）始终是共生的；其次，银行业与资本市场究竟何者更为重要、更有效率，究竟何者居于主导地位，实在是一个没有确定答案的事情。相反，从一个长时期的历史视角来观察，我们反倒能够发现这样的规律：就其在整个金融体系中发挥主导作用而言，资本市场与银行业堪称“各领风骚”几十年。注意到这样的事实，研究的重点显然就不能简单地放在论证市场导向之金融结构的“优越性”上，应当提出的适当问题是：究竟是何种原因导致银行（间接融资）和市场（直

接融资)交替地发挥主导性作用?

我们认为,鉴于经济的发展在本原的意义上决定了金融的发展,而金融的发展又积极地反作用于经济的发展,所以,分析的思路似乎可以先从相互联系的两个侧面展开:一方面,应当探讨技术的进步如何导致了经济结构的变化,并决定着经济结构变动的方向和性质,而这个变动的过程又会对金融业提出怎样特定的要求;另一方面,应当剖析金融的功能,并在分析清楚金融的基本功能的基础上,认识银行和市场在实现金融的基本功能方面各有怎样的特点。做了这些分析之后,再将经济发展的要求与金融的功能特别是银行和市场各自占有优势的功能结合起来研究,可能比较容易找到回答上述问题的思路。

沿着这一思路,我们首先讨论了金融系统的基本功能。众所周知,金融体系的基本功能是媒介储蓄和投资。但是,从储蓄向投资转化是有成本的。在将稀缺资源在不同经济主体之间、在不同领域之间、在现在及未来各个时期之间进行配置的过程中,存在着诸如信息搜集和处理成本、甄别成本、协商和再协商成本、监督成本、证实成本以及清算和结算成本等可以被统称为“交易成本”的多种成本。金融系统的基本功能就是降低这种交易成本,而交易成本的性质以及在降低交易成本过程中的效率差别,则是构成金融结构产生差异的基础。换言之,环绕交易过程中的成本因素,并以降低交易成本为基本要求,展开分析金融结构与经济发展的对应关系,可能容易找到银行导向和市场导向金融体系轮番发挥主导作用的原因。

我们看到,经济的发展是由技术的变化推动的。当一种新技术——由于缺乏信息因而当事人先验信念具有重要影响的技术——出现时,两种金融结构对此的反应以及技术推广的机制存在着重大差异。在市场导向的金融结构中,分散的个体单独地根据自己的判断进行投资并采取相关活动,我们称之为“分散行动”;在银行导向的金融结构,个体通过银行中介绍成了一个共同体,共同体采取的是“集体行动”。分散行动模式和集体行动模式的差异在于:前者无须协调个体间的意见分歧,后者则须在共同体内达成意见一致。于是,由于能够容忍意见分歧,由于采纳新技术的门槛(临界资本存量)相对较低,市场导向的金融结构更容易接受一种新技术,

从而通过迅速推动新技术的产业化而对经济的增长发挥更大的促进作用。然而，当新技术的创造及其产业化的过程行将完成时，由于分散行动在信息成本上的规模不经济，以及个体无法协调彼此间产生的外部性，市场导向结构将会出现过度的技术投资。这时，银行导向的金融结构便显示出其优势。这种优势不仅在于面对确定的信息成本所具有的规模经济优势，而且，银行导向的金融结构对集体行动的强调，使之比分散行动的市场导向的金融结构更有利于发挥正外部性效应。不过，如果考虑到市场导向的金融结构中也存在着银行和包括共同基金、养老基金在内的机构投资者，一种合理的推论就是：市场导向的金融结构在新技术推广的后期将呈现出“中介化”的趋势。

进一步地，我们还从关系融资和距离融资同技术改进过程的关系上讨论了两种融资方式的差异。相对于距离融资，关系融资的优势在于融资者通过同企业家维持长期的关系，能够及时了解项目进展的信息；其缺陷在于维持关系需要付出成本。对于这两种融资方式，市场导向和银行导向的差异仅仅是程度上的。由于受到两种距离融资方式的竞争，市场导向的金融结构中的关系融资不如银行导向的金融结构那么普遍。在这里的环境中，得益于金融市场提供的低成本距离融资，市场导向结构采纳技术的门槛有可能依然较低。不过，随着技术的逐步改进，关系融资的好处就日益展现出来，而关系融资一统天下的银行导向的金融结构也就能够以较快的速度改进技术，经济增长相应地也较在市场导向的金融结构下更能获得更大的激励。可是，只要关系成本在现实中无法下降到零，那么，在技术改进的最后阶段，还是距离融资显示出其优越性，而在日臻成熟的技术基础上，银行导向的金融结构则可能导致投资过度。

要言之，人类社会的发展是以一系列技术进步为基础的，而技术进步、特别是类如历史上的蒸汽机和电力的发明以及20世纪90年代IT那样的革命性的技术进步，则会通过技术的产业化引致经济结构剧烈调整。于是，人类社会的发展就表现为经济结构的剧烈调整和平稳发展的相继相承，如此剧烈调整——平稳发展——再剧烈调整——再平稳发展，循环往复，以致无穷，人类社会才不断从低级向高级发展。

将人类社会的上述发展历程与金融结构的功能特征及其发展变动联系



起来分析，我们便不难发现市场导向的金融结构与银行导向的金融结构交替发挥主导作用的原因——在新技术由不为人知到逐渐成熟的发展阶段上，市场导向结构因其容易容纳对高风险的新技术的投资而表现出比较优势；而在技术业已成熟并开始向全社会推广的过程中，银行导向的金融结构因其能够发挥规模经济效应和外部性效应而表现出比较优势。所以，我们就能看到这样的现象：在经济结构剧烈调整的阶段，市场导向的金融结构显示出其强烈的主导性，而在一次调整基本结束，经济进入平稳发展阶段之后，银行导向的金融结构便显示出其他金融结构难以企及的优越性来。

但是，尽管银行和市场在技术发明和推广的各个阶段上具有不同的比较优势，我们还不能简单地得出市场优于银行或者银行优于市场这种泾渭分明的结论。道理很简单，既然技术存在着由不成熟到成熟的自然演进过程，那么，理想的金融系统应该是能够适应这个过程的。而且，现实经济中还存在着纷繁复杂的各种技术，对于每一类技术所要求的金融支持手段显然都不可能完全相同。换言之，既然包括银行在内的各种金融中介和各种金融市场在金融功能的发挥上具有不同的比较优势，那么，理想的金融系统首先应该是功能齐全的。同时，理想的金融系统还应该能够根据技术的演进和不同技术对金融功能的需要，适时安排恰当的融资方式。换言之，理想的金融系统还应该是富有弹性的。从20世纪90年代开始，各主要发达国家的金融系统事实上都在朝着功能齐全和富有弹性的方向发展，其主要表现是：发展多层次的资本市场、发展机构投资者、实行混业经营、推行信贷资产证券化，等等。我们认为，在规划我国金融体系发展的过程中，我们应当持这种全面的观点。

中国经济正处于结构剧烈调整的过程中。根据上述分析，在这个阶段，大力发展各种市场特别是资本市场，显然成为我们的主要任务。而在由银行为主的金融结构向银行和市场共同发挥重要作用的金融结构转变的过程中，货币政策效力的传导必然会呈现出不稳定、不透明、不顺畅的状态。面对这种状态，货币政策的操作显然就不能完全遵循某种教条，而应当充分考虑金融结构调整的需要。这时，尽可能地保持宏观的货币环境的稳定，而不对各种金融变量进行频繁干预，借以减少货币因素对实体经济

运行和金融结构调整过程的不利冲击，可能是最优的选择。

### 三

专著《货币流量分析理论研究》讨论的是货币流量和货币存量的关系，以及基于货币流量分析的货币政策操作问题。

这是一个基本理论问题。因为，在货币经济学中，货币存量与流量分析的分野由来已久，并构成货币经济学的一对基本范畴。虽然自凯恩斯《就业、利息和货币通论》一书发表以来，货币存量分析方法已然成为货币经济学研究的主流方法，但是由于这种主流方法在处理一些货币政策实践问题方面总是暴露出一些致命缺陷，所以对货币流量分析的探讨就始终没有止息过。同时，这个讨论又是极具实践性的货币政策操作问题。这是因为，究竟是关注存量还是关注流量，直接关乎货币政策的成败。在一定意义上，自2002年年底以来，我国的货币政策通过调控货币供应量（存量）来调控宏观经济运行甚少建树，在2004年不得不重新祭起直接调控信贷总量（流量）的老手段来，恰正是因为我们过多地关注了存量问题而忽视了流量问题。因此，探讨货币流量分析的理论和实践意义，将有助于提高我国货币政策的效率。

从概念上看，存量和流量是一对有区别又有联系的范畴。就区别而言，存量是指某一经济量在某一时点上的值，它的定量没有时间范围，如资本存量、货币存量；流量则是指在一定时期内（例如一月、一季或一年）某种经济变量发生或变动的数值，如国民收入、投资、消费等。从联系上看，流量调整的结果会影响存量，而存量的调整反过来也会引起流量的变化。

具体到货币分析来看，流量分析和存量分析的不同在于两者对货币功能处理的差异。货币存量分析关注的是货币存量的供求平衡，而流量分析方法则侧重强调资金流量的供求平衡。表面上看，货币存量分析和流量分析仅仅只是对货币的处理方法不同而已，而且，在极其严格的假定下，两者有一致性，但实际上，究竟关注流量还是关注存量，直接反映的是对货币职能把握上的差异，进而也就导致货币在经济社会中的作用的差别。简

言之，存量分析关注货币的价值贮藏职能，因此，在这个框架中，货币的数量变化只能通过影响利率而间接地影响产出；而流量分析则强调货币的交易媒介职能，任何实体经济活动的进行都不能逃开货币资金可得性的约束，因而货币数量对诸如消费、生产和投资等实体经济变量都将形成直接的约束，而不仅仅是通过利率来间接产生影响。

如果着眼于货币的职能，流量分析方法肯定是略优于存量分析方法的，因为流通手段究竟是货币的本原，而贮藏手段无非是流通手段的衍生，而且，它的这一功能还可以被其他工具所替代。但是，由于20世纪中叶以来，瓦尔拉斯分析框架开始成为经济学研究的主流范式，所以在这个框架中，货币只能以存量形式进入，因此，对货币之价值贮藏职能的强调，进而是货币存量分析方法，渐渐地在货币经济学理论研究中占据了主流地位。不过，仅仅赋予货币以价值贮藏职能，显然看漏了货币的本质职能（作为交易媒介）。由于存在这种缺陷，主流货币理论虽然满足了理论体系逻辑一致的要求，但其对现实的解释能力却受到很大的限制，有时还可能导出一些似是而非的结论。正是认识到这些缺陷，我们才致力于研究货币流量的分析框架，并试图通过对这一分析方法的全面考察，在一定程度上恢复流量分析在货币理论研究和货币政策操作中应有的地位。

在我们看来，现实的货币经济是以货币循环为核心的运行过程，其中，货币的流动是各种经济活动得以实现的关键。以此事实出发，侧重于货币流动的流量分析方法对现实的解释能力，应该强于侧重于货币余额的存量方法。这是因为，在现实中，我们其实无法真正观察到（或许根本就不存在）货币存量供求均衡的状态。此外，存量分析方法以货币供求代替了资金供求（也即资金融通过程），因而无法容纳对金融体系的考察。由此所导致的最大一个缺陷，就是该体系不能适应金融过程与货币供给交织的状况，而在现代经济中，随着银行负债成为全社会流通货币的主体，金融过程（主要是指银行信贷的发放和回收）却是可以影响货币供给数量变化的，从另一个角度看，由于银行负债构成货币供应的主体，而它又是同（实体的）收入和（货币的）贷款密切联系在一起，所以货币在相当程度上是内生的。正如许多研究者敏锐指出的那样，主流的货币存量供求均衡分析存在两大缺陷，一不能应用于货币内生的情况，二难以容纳金融过

程；而货币流量分析方法却可以充分容纳这两个构成现代金融体系基本特征的制度条件。

从学说史的角度看，货币流量分析体系是由罗伯逊建立，并由蒋硕杰加以发展的。概括起来，该体系主要有三个基本命题。其一，货币支出流量形成分析期内的社会总需求，进而决定分析期内的名义总收入；其二，可贷资金的供求流量决定了均衡的（名义）利率水平。其三，在进行任何支出之前，经济主体手中必先持有货币。与存量分析不同，在流量分析中，金融体系被纳入分析框架，因此，我们可以在这个框架内考察金融机构的行为变化以及内生货币供给变动的的影响，而这在 IS—LM 框架下是无法实现的。

将上述几个部分结合起来，可以得到一个以货币流量分析为核心的总体经济框架，以确定名义收入、利率以及货币存量等变量。

在设定的分析期的开始，贷款市场上的可贷资金供给将等于以下各项的总和：（1）公众的现期储蓄；（2）企业从前期消费中提取的固定资本折旧以及所持有的流动资本；（3）净反窖藏，即与上一期持有的闲置货币相比，本期闲置余额的净减少，该项可以为负，意味着经济主体在本期内意愿持有的闲置余额较上期有所增加；（4）银行在本期净创造的新货币，等于本期银行贷款额度减去本期吸收的存款额。

与可贷资金供给相对应的是对可贷资金的需求，它由以下几部分构成：（1）融通本期净投资（包括固定资本支出和运营资本支出）；（2）用于维持或重置固定或运营资本的支出。

利率是使可贷资金供给等于可贷资金需求的机制，通过它，可以使得消费、投资与货币窖藏相协调。由于可贷资金供给中的（1）、（2）项与可贷资金需求中的（1）、（2）两项，可以各自加总为本期计划总储蓄和计划总投资支出。根据可贷资金理论，利率决定方程式可以简化为：“现期计划总储蓄 + 闲置货币需求的净变化 + 净创造的新货币 = 现期计划总投资”。以上述等式为基础，重新界定货币需求概念后，我们就可以得出比较系统的货币流量分析框架来。

将整个金融体系纳入分析，是流量分析优于存量分析的最主要特征。我们看到，随着金融体系的发展，金融资产（银行负债及其他金融资产）

成为经济主体手持资产的主要形式，这意味着，居民持有的绝大部分货币资金，尽管可能离开货币循环渠道，但并没有脱离金融系统。在这种情况下，除非金融体系不能通过贷款或购买初级证券的形式再将这些资金重新投入经济运行过程，居民持有货币或其他金融资产的行为就不会对货币循环产生严重的负面影响。从这一论述过程中我们可以发现，在经济主体货币窖藏变得无足轻重的同时，金融窖藏就变成了一个重要的概念。所谓金融窖藏，指的是金融机构没有将其所集中的社会资金重新投入到生产领域，而将其投向了资本市场，用于金融交易的情况。尽管这些货币资金始终处于运动当中，但已经游离出了我们所关注的与实体经济相连的货币循环，因而可以算作是一种闲置（金融闲置）。随着金融市场的不断发展，金融窖藏的规模越来越大，而其对货币循环的影响也越来越明显。

在一个相当长时期中，我国货币政策的操作对象是银行信贷规模，这是一个流量指标。这种格局是与国民经济的实物化特征相适应的。1998年，随着市场化改革的逐步深入，货币当局正式废止了信贷控制，转而调控货币供应量这种存量指标，而将信贷规模的扩张与收缩及其分配的责任交给了商业银行。但是，应当说，这种转变并不十分成功，以至于在2003~2004年的政策调控中，我们不得不重新对信贷规模和投向进行直接控制。

这里的原因可以从实体经济部门和金融部门两个方面来寻找。在实体经济部门，由于我国的市场化程度尚待提高，企业尤其是国有企业的改革尚处于攻坚阶段，微观经济主体尚未建立起对诸如货币供应和利率等存量型货币政策变量的灵敏反应机制，相反，它们仍然更为关注以资金的可得性为主的流量型指标。因此，仅仅调控货币供应量和利率难以充分地发挥作用。在金融部门，由于金融市场规模既小、其效率更有待提高，由于商业银行尚未成为真正的货币经营机构，货币政策的市场化传导渠道是不畅的。更重要的是，着力于调控货币供应量的货币政策，其有效性高度依赖于货币当局对基础货币和银行存款货币的影响——虽然前者在一定程度上可由货币当局调控，但是后者显然更大程度地受到居民的边际消费倾向、企业利率弹性等诸多内生因素的影响。正是由于上述原因，自1998年以

来，我国才反复出现货币供应走势与信贷扩张的态势相悖的情况。<sup>①</sup>

总之，将货币流量分析方法运用于我国的实践，使我们获得了一个新的、全面系统的视角：我国货币政策运行机制及其有效性依赖于商业银行、企业、民间信贷等诸多内生因素的影响，在这种情况下，货币政策的频繁调整，对于实体经济的运行可能是低效率的甚至无益的。因此，保持货币金融环境的稳定，加快推行实体经济部门和货币金融部门的改革，应当是我们的主要政策取向。

## 四

专著《论通货膨胀目标制度》讨论的是货币政策目标、工具和传导机制问题。

自1990年新西兰首先采用通货膨胀目标制度以来，这一货币政策框架立即受到各国货币当局和理论界的密切关注。到目前为止，至少有22个国家的中央银行和欧洲中央银行正式宣布实行通货膨胀目标制度。在这些国家中，既有发达国家，如英国、加拿大、澳大利亚等，也有发展中国家，如巴西等；既有新兴市场经济国家，如韩国、泰国、墨西哥等，也有转型国家，如捷克、波兰等。美国官方并没有声称自己实行了通货膨胀目标制度，但是，很多学者认为，从其政策的着力点（高度关注通货膨胀和通货膨胀预期）和操作格局（综合使用以利率为主的各种政策工具）来看，美国的货币政策事实上也可归入通货膨胀目标制度的范畴。通货膨胀目标制度被如此广泛的国家采用，充分说明这一框架能够广泛地适应各种不同的经济制度和经济条件。10余年来的历史显示，实行这一操作框架，不仅为各国的货币政策找到了新的基点（名义锚），而且也对这些国家的宏观经济稳定起到了很好的作用。

就是在通货膨胀目标制度在世界各国“攻城略地”的情势下，它进入了中国人的视野。一方面，作为一种新的货币政策框架，通货膨胀目标制

---

<sup>①</sup> 最近，一些学者用“松货币、紧信贷”来概括当前我国货币流通领域出现的状况，刻画的大致就是存量与流量不相一致的情况。

度的成功当然引起了中国货币理论界的关注；另一方面，中国的经济体制和金融环境正在经历急剧的变化，中国的货币政策框架也正处于不断的发展变化中，更何况，迄今为止的中国货币政策虽然取得了令世人瞩目的成就，到底还只是差强人意，在很多方面我们还处于必然王国之中。因此，中国的金融界和货币当局很自然地将目光投向了通货膨胀目标制度。

本书即以通货膨胀目标制度作为研究主题。我们的目的并不是要论证这一货币政策框架目前是否适合中国的国情——相反，我们清楚地看到，通货膨胀目标制度的有效发挥作用，需要以有效的市场机制为经济制度条件，而目前中国并不具备这一条件——我们只是希望，通过对这一相对新的货币政策框架的深入分析，使大家对货币政策的总体框架、它的发展演变历程以及它与经济制度的契合等等基本问题，有更为全面和系统的认识，并据以找到符合当前中国国情的货币政策操作框架。

本书首先总结了国内外有关货币政策的理论与经验研究成果，力图对货币政策能干什么、不能干什么这一基本问题做一澄清，为深入分析通货膨胀目标制度提供一个基本前提。接下来，我们花费了较大篇幅，探讨了一系列定义性和理论性较强的问题，这些问题包括：通货膨胀目标制度是什么？和其他货币政策框架相比，它有怎样一些差别？这一制度为什么会受到青睐？对它存在哪些质疑？它的实际效果如何？它在实际操作上与过去有何异同？最后，我们简略地探讨了有关中国货币政策框架目前的问题以及可能的调整方向。

关于通货膨胀目标制度，目前国内外并没有一个一致同意的定义。本书在回答通货膨胀目标是什么的问题时，亦未将精力置于做这种词义的推敲。通过广泛的分析，我们只是试图给出这一货币政策框架的基本要素、指认条件和附加特征，并且重点澄清三点认识：第一，通货膨胀目标制度并不是只关注通货膨胀而不关注其他宏观经济政策目标，相反，从实行这一制度的国家的政策实践看，这一制度框架比其他任何一种框架都更广泛、全面、深入地关注金融的运行和实体经济的运行。第二，与第一点相联系，通货膨胀目标制度中的目标通货膨胀率本身，就是与其他宏观经济政策目标相协调统一的结果，换言之，货币当局盯住的目标通货膨胀率，是经过改造和重新定义，从而包含了大量其他宏观经济信息的目标变量区

间。第三，通货膨胀目标制度是一种规则，但更是一个操作框架。在这个货币政策框架中，目标通货膨胀率当然形成约束，但更多地则是给货币当局提供了相机抉择的空间。

为了识别通货膨胀目标制度与其他货币政策框架的差异，本书构造了一个比较不同的货币政策框架的模式。这一模式将相机抉择理解为中央银行执行货币政策所具有的灵活操作空间，将规则理解为中央银行执行货币政策所受到的某种约束。在此基础上，我们将所有的货币政策框架均视为某种程度的相机抉择与必须遵守的规则之组合。按照货币政策传导机制和货币政策操作的逻辑顺序，我们将货币政策框架划分为操作目标规则、中介目标规则和最终目标规则三大类，而这三类货币政策规则所具有的相机抉择空间是逐级增加的，因此可以说，通货膨胀目标制度是一种相机抉择程度最大、空间最广阔的最终目标规则。

在回答通货膨胀目标制度为什么备受各国货币当局青睐这一问题时，本书除了讨论通货膨胀成本、低通货膨胀的好处、货币政策操作对名义锚的要求、有助于防范通货紧缩风险等一般性的理由之外，还重点以“金融结构——货币政策传导机制——货币政策框架选择”为理论逻辑，从确定性冲击过渡到不确定性冲击，从简单金融结构过渡到复杂金融结构，利用能够反映金融结构和货币政策传导机制的宏观经济模型，研究了货币政策中介目标或者信息变量的适用性，从而论证了在复杂多变的金融结构背景下，通货膨胀目标制度是货币政策框架的一个现实的较优选择。

在讨论通货膨胀目标制度的操作问题时，本书着重分析了目标通货膨胀率区间的确定、实现路径和时间区间的选择，同时还讨论了通货膨胀目标制度下的汇率政策，如何利用通货膨胀目标制度来应对通货紧缩和流行性陷阱等问题，从而，本书提供了一个关于通货膨胀目标制度操作的完整的图景。

作为本书的结语，我们讨论了中国现行的货币政策框架及其可能的发展方向。本书检验了货币供应量作为中国货币政策中介目标的实际效果和利率在现行货币政策框架中发挥的作用，并通过分析中国的金融结构和货币政策传导机制，论证了“通货膨胀目标制度”对于中国货币政策框架的调整具有相当强的借鉴意义。



## 五

本课题的三个方面主要内容已如上述。我们从分析金融结构及其与经济发展阶段的关系出发，指出了今后一个时期我国金融结构发展变化的主要方向，勾画了货币政策赖以运行的金融体系背景。继而，我们从理论和实践上研究了货币存量和资金流量的分野，指出了在我国目前的条件下关注资金流量的重要性。最后，我们研究了通货膨胀目标制度这个从20世纪90年代开始在全球兴起的货币政策框架，并探讨了它对调整我国货币政策的最终目标、中介目标和操作手段的借鉴意义。可以说，这三部专著形成了讨论我国货币政策理论和实践的一个比较完整的框架。

然而，有耐心读完这三部专著的细心读者一定注意到，尽管覆盖了大量的货币经济学的理论问题，同时也涉及了几乎所有的货币政策操作的实践问题，这三部专著都没有致力于建立起系统的理论框架来。这一方面归因于我们能力有限，另一方面则是研究对象的性质使然——我们探讨的是一个正在进行全面改革，因而稳定的制度环境并没有建立起来的特殊的中国的货币政策实施的环境、目标、手段和传导机制问题。在我们看来，对于转变中的我国货币政策来说，更应当致力于分析那些在别国已经被证明是有效的或无效的货币政策理论和实践，以及使得其所以有效或无效的经济的和金融的制度环境，从而提供有用的借鉴；同时，更应当致力于分析中国经济和金融改革的进程及其特征，探讨如何创造使得货币政策充分发挥作用的制度环境，并研究在这样的制度环境中应当采取怎样的货币政策框架。就这样的目标而论，本课题组已经尽了自己的力量。

不过，尽管没有建立起完备的理论框架，本项研究的政策涵义却是清晰的，这就是：如果说类如美国那种发达市场经济国家的货币政策越来越追求“中性”状态，以便为微观经济主体的自主活动和市场机制的自由运作留下充分空间的话，那么，在中国这种转型经济国家中，货币政策则不宜以过分“入世”的姿态，采取“兵来将挡、水来土掩”式的频繁操作格局，而应以追求总体金融环境的稳定、持续为其主要目标，以便为经济体制改革和金融体制改革留出空间，为微观经济主体调整其行为留出空间，