

对外经济贸易大学国际工商管理学院

教授博士文库

郑建明 著

中国转轨时期的
货币政策
有效性——
理论框架与实证研究

中国财政经济出版社

对外经济贸易大学国际工商管理学院教授博士文库

中国转轨时期的货币 政策有效性

——理论框架与实证研究

郑建明 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有效性——理论框架与实证研究/郑建明著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004.12

(对外经济贸易大学国际工商管理学院教授博士文库)

ISBN 7-5005-7723-0

I. 中… II. 郑… III. 货币政策-研究-中国
IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 116869 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

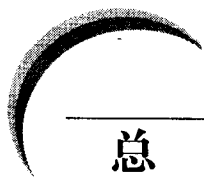
787×960 毫米 16 开 19 印张 205 000 字

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月北京第 1 次印刷

印数 1—1 500 定价 32.00 元

ISBN 7-5005-7723-0/F·6776

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



总 序

中国市场经济的发展，要求我们培养更多的通晓国际惯例、能够在国际环境中驾驭资源、与环境融合以实现企业目标的高层次管理人才。令我们感到骄傲和自豪的是，我们对外经济贸易大学国际工商管理学院以培养卓越企业家为己任，经过将近二十年的努力奋斗，在工商管理教育的教学和科研等方面走出了一条成功之路，为中国的工商管理教育作出了应有的贡献。

对外经济贸易大学的工商管理教育，强调国际化、市场导向和系统化。

在国际化方面，首先，我们自 20 世纪 80 年代以来一直坚持选派大量教师赴国外进修，攻读学位或考取国际专业资格，为引进英文原版教材和英语授课奠定了坚实的基础；其次，我们在国内较早全面引进了英文原版教材，在教学中坚持采用英文授课，使学生具有较强的英文专业竞争优势；再次，在课程体系方面，我们开设了大量的体现国际化内容的课程，如《国际企业管理》、

《国际营销》、《国际财务管理》、《国际会计》、《国际金融》、《国际商法》和《国际贸易》等，为学生从事其未来的国际化生涯铺平道路；最后，我们充分利用我校国际交流渠道广泛的得天独厚的优势，聘请大量外国专家参与我校工商管理教育的教学与科研活动。

在市场导向方面，我们一直遵循为中国的社会主义市场经济培养管理精英的方针，密切关注和研究市场经济的发展对人才提出的各种要求，并在教学中采取针对性的应对措施。首先，我们针对工商管理教育实践性强，对学生分析问题、解决问题能力要求较高的特点，在课堂中广泛采用案例教学；其次，我们创造各种条件，广泛聘请企业界人士为我校学生开设讲座，缩小学生与社会的距离；再次，我们创造条件，使学生能够到体现现代管理水平的著名企业中实习，为学生的就业奠定良好基础。

在系统化方面，我们认为，企业的成功，不是哪一个职能本身的成功，而是企业内部系统化运作，适应环境的成功。因此，我们强调对学生的系统化思维和能力的培养。首先，我们在教学中不再片面强调某门课程或某个职能的单独重要性，而是强调其在企业管理系统中应当发挥的作用，某个职能的重要性只能体现在与其他职能的互相合作、实现企业目标的过程之中；其次，我们强调工商管理各个学科的相互融合，强化财务管理的战略观、人力资源管理的成本观、营销管理的效益观等思想；再次，我们针对企业决策实践中的动态特点，着重培养学生的动态决策能力，引导学生广泛参加体现企业管理动态决策特点的国际企业管理挑战赛（GMC）。

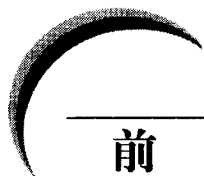
令人高兴的是，我们的上述努力，已经收到了较好的效果：1988年，美国纽约州立大学董事会在对我校企业管理研究生专业的课程体系、教学质量以及学生质量进行严格评估的基础上，承认我校的企业管理专业研究生相当于美国的工商管理硕士，并颁发了证书；在2000年中国26所MBA试点院校的合格评估中，我校的MBA教育除了整体上得到好评外，我们的“特色”项目的得分在全国名列前茅；在主要由各个国内MBA试点院校和企业参加的一年一度的体现参赛代表队工商管理教育水平的国际赛事——国际企业管理挑战赛（GMC）的历年比赛中，我校工商学院研究生代表队从有清华大学、北京大学、南开大学、复旦大学等名校参加的众多代表队中脱颖而出，连续夺得1997、1998、1999、2000年中国赛区总冠军，并代表中国参加了各年的国际总决赛，获得了世界季军（1997年度）、世界亚军（1998年度）和两届世界冠军（1999年度和2000年度）。我们在代表中国向世界展示中国的工商管理教育水平的同时，在GMC赛事上也创造了一个国家连续两次获得世界冠军和一个单位连续四次代表一个国家出战的纪录。

现在奉献给读者的《对外经济贸易大学国际工商管理学院教授、博士文库》，集中了我校国际工商管理学院的最新研究成果。在这些成果中，既有对国际企业跨文化管理问题的思考，也有对企业人力资源管理理论与实践问题的探索；既有对公司治理结构问题的思索，也有对企业财务状况质量分析理论以及国际会计问题的研究。在这些专著中，很多观点反映了作者在自己研究领域的真知灼见。

从整体来看,《国际工商管理学院教授、博士文库》是一套起点高、内容新、造诣深的学术丛书。相信它的出版会对中国的工商管理教育起到积极的推动作用。

对外经济贸易大学校长





前 言

1978年12月，改革开放叩响了我国“转轨经济”的大门。

1984年9月，中国人民银行开始专门行使中央银行的职能，这标志着我国开始有了相对独立的货币政策。

经济转轨意味着经济形态从计划经济向市场经济、经济增长方式从粗放型向集约型的转轨。转轨带来了社会资金格局的巨变。在此之前，财政收支主宰着社会资金的运动。而在转轨之后，特别是从1984年专业银行统管国有企业流动资金和嗣后的“拨改贷”以来，银行信贷收支逐渐取代财政收支而成为资金运动的基本形式。正是在这一宏观经济背景下，货币政策才上升成为最主要的宏观经济政策。

与此同时，宏观经济政策的效果日益集中地体现在货币政策的有效性上。在1995年以前，财政部门能通过财政透支与借款的增量变动直接对基础货币乃至货币供应量产生影响。在1995年《中国人民银行法》颁布之后，财政部门对货币控制的影响仅



局限在原有财政透支与借款的存量上，其对基础货币增量变动的直接影响则不复存在，其对实体经济的影响也日益减弱。在1984年以前的全社会固定资产投资来源中，财政预算资金占绝大比重，而现在的财政预算投资所占比重已经微不足道。

随着中国金融对外开放程度的提高和国内证券市场的发展，国际收支、人民币汇率和资产价格与货币政策之间的互动关系日益明显，货币政策的操作和力度的把握因此而变得更加复杂。如何解决实现国际资本自由流动、保持人民币汇率稳定和维持货币政策的独立性这个“三元悖论”问题，如何防止货币政策引发“资产价格泡沫”而造成“泡沫经济”和宏观经济的不稳定，已经成为新的研究课题。

由此可见，货币政策有效性问题不仅仅是货币政策本身的问题，而且已逐渐成为事关国民经济全局的大课题。

货币政策由此成为货币金融理论的热点问题，但尚缺乏从有效性角度对货币政策所作的系统性研究。迄今为止，仍有一些问题尚未明晰，如对于货币政策有效性的界定、衡量指标、对转轨时期货币政策有效性大小的实证描述、货币政策有效性的决定因素和影响因素，等等。这些问题构成了本书的研究重点。

在方法论上，本书力求做到规范分析与实证分析相结合。为了尽可能公正、无偏地进行研究，本书尽可能采用实证分析的方法，尽可能用数据来说明问题。另外，为节省篇幅，本书对各章原有的“小结”部分作了删略。特此说明。

由于本人才疏学浅，且本书的研究具有“初探”性质，在研

究方法、结构安排和某些论点甚至所采用的资料上肯定存在不少疏漏和错误，在此恳请专家和学者指正。

郑建明

2004年9月5日于知雨斋



内 容 提 要

改革开放以来，中国的社会资金格局逐步完成了从财政资金主导型向信用资金主导型的转换。在这一背景下，货币政策已成为主要的宏观经济政策。对于货币政策有效性的研究由此而成为金融理论研究的前沿课题之一。

从总体安排上，本书分前言、总论、货币政策目标和工具的有效性评析、货币政策有效性的决定因素分析、货币政策有效性的影响因素分析、实证分析以及提高货币政策有效性的最优路径与思路探讨这七大部分。

前言部分从改革开放以来社会资金格局的变动和相关制度变迁这两个方面说明了本研究的重要意义。

第一章即总论部分，它为本书得以展开的基础。该章分为四节，依次包括：货币政策有效性的界定、度量及相关范畴以及西方经济学对货币政策有效性的相关论述。

第一节界定了货币政策有效性的内涵和外延，认为货币政策有效性是指货币政策在稳定货币和促进经济增长这两方面的作用

大小和有效程度。

第二节提出了货币政策的度量指标体系，并把经济增长指数与消费价格指数的比值作为衡量有效性大小的基本指标。

第三节提出了中性与非中性、外生货币与内生货币、单一主体与多元主体、间接融资与直接融资、金融监管有效性与货币政策有效性等与货币政策有效性相关的五对范畴。

第四节依次对新古典主义、凯恩斯主义、新剑桥学派、新古典综合派、货币主义、理性预期学派和新凯恩斯主义等主要流派作了一一归纳。总的来看，西方经济学对货币控制的认识逐渐由外生转向内生，对货币作用的认识则从中性转向非中性。

第二章依次从最终目标、中介目标、操作目标和政策工具这四个角度对转轨时期货币政策的有效性作了论证。就货币政策论货币政策，就不难推断出，有效性不高直接与中央银行对货币政策目标和工具的定位不当有关，它使最终目标、中介目标、操作目标和政策工具的相关性和可控性从总体上处于较弱水平。

第一节对最终目标的可行性作了分析。最终目标运行的“大框架”是理论界、中央银行以及地方、部门和企业各有“自己”的最终目标。由于“双重目标”存在成本与收益之间的非对称，地方、部门和企业偏好于“经济增长”目标，中央银行的稳定货币目标不易施行。

第二节对现行的货币供应量和信用总量这两大中介目标作了理论分析。在各层次货币供应量中， M_1 的相关性最强，可控性也较强。而信用总量在可控性和相关性上均不具备作为中介目标的条件。

第三节对现行的操作目标作了分析。目前正在使用的操作目

标有同业拆借利率和备付金比率。理论界还建议把基础货币、汇率和国有商业银行信用作为操作目标。在近期内,国有商业银行信用是相对有效的目标,而在长期内,随着金融市场的发展,它将被基础货币所取代。

第四节考察了货币政策工具。在转轨时期,信贷规模日趋失效并淡出工具体系。再贷款和法定存款准备金比率在从“双高”到“双低”的规范之后,作用力度有所削弱。利率虽然在形式上受中央银行直接控制,但由于缺乏反应灵敏的企业作为其微观基础而不具备相关性。再贴现业务由于票据市场不发达而难以开展。公开市场业务则受国债发行、中央银行国债持有、商业银行国债持有以及交易商参与交易这四个方面的约束。因此,存在政策工具上的“真空”。

从货币政策自身来看,政策目标和政策工具的弱效性特征或定位不准是导致货币政策有效性不强的技术性原因。

第三章则从货币控制和货币作用这两大角度对有效性展开分析。

第一节分析了货币控制的有效性。直观地看,它取决于基础货币和货币乘数这两大直接因素。这两大直接因素各自包括若干二级变量。

理论分析发现,中央银行所有资产负债项目均可通过其与商业银行之间的互动对后者的存款派生产生影响。因此,基础货币应该包括中央银行的所有资产负债项目在内。尽管基础货币从形式上构成中央银行的资产或负债,但仍然具有多元主体特征,中央银行只能相对控制它。

根据模型推导,货币乘数 K_1 的决定因素,包括现金比率 c 、

活期存款比率 d 、法定存款准备金比率 r 、备付金比率 e 、财政存款比率 f 和中央银行其他负债比率 l_0 。进一步而言, c 与经济发展水平成正比, 与金融网络和信用制度的发达程度成反比。 d 与企业现金流量和居民在国民收入中所得份额成正比。 r 由中央银行直接控制。 e 是存款增长和再贷款数量的正函数, 是贷款需求和法定存款准备金比率的反函数。 f 是经济增长率、财政收入、国债发行和财政透支与借款的正函数, 是财政支出的反函数。 l_0 的大小则主要与邮政储蓄存款的增长和中央银行的利润留成制度有关。

第二节首先构建了货币作用的计量模型, 为以后的实证分析提供了框架。在此基础上分析了货币作用的“路径”问题。研究显示, 货币既能直接影响产出和价格, 又能通过产品商品化比率、金融相关比率和宏观货币流通速度对产出和价格产生间接影响。

第四章将影响货币政策有效性的因素分为政策性因素和非政策性因素两类。前者包括财政政策、信贷政策和产业政策。后者依次包括国际收支、金融市场发展、金融风险、企业制度、国民收入分配和公众预期。

第一节论述了三大政策性因素对有效性的影响。

财政政策不仅通过财政透支与借款对货币控制形成扩张压力, 而且, 财政对政策性银行资本金、贴息和政策性亏损拨补不足, 最后只能靠再贷款的刚性投放来维持。另外, 隐性赤字和信用财政化对基础货币的潜在扩张效应也不容忽视。

信贷政策对有效性的影响因不同时期而异。在 1985—1995 年, 商业银行的信贷膨胀偏好具有“倒逼”货币扩张的效应, 但

由于存在不利于非国有企业的信贷配给，资金的配置效率低下。在 1996—2004 年，由于实体经济部门经营风险的加大和商业银行体制改革的推进，商业银行开始抑制由企业亏损和道德损害行为所产生的非正常资金需求，“惜贷”虽然阻碍了扩张性货币政策的推行，但却促进了资金微观配置效率的提高。

产业政策对有效性的影响表现在：一在产业结构政策缺乏前瞻性，结构调整滞后、被动。二是对高技术产业支持不够，技术升级对经济增长贡献有限。三是垄断行业未引入竞争机制的产业组织政策限制了经济活力和效率。这些方面均不利于货币作用有效性的提高。

第二节论述了六大非政策性因素对有效性的影响。

(1) 企业制度对有效性的影响。从产权制度来看，国有企业所有权与经营权的不统一恰恰是导致非盈利驱动和道德损害的根本原因。在治理结构上，内部控制机制的缺失也是导致国有企业微观效率低下的重要原因。政府的不适当干预则使企业行为偏离利润目标和市场标准，从而不利于微观效率的提高。

(2) 金融市场发展对有效性的影响。金融市场的发展虽然为货币控制提供了一个良好的缓冲渠道，减缓了货币供应量波动对产出的冲击，但由证券市场的目标异化衍生出上市公司质量、股权非统一、发行上市额度控制、上市遴选机制和退出机制的缺失等一系列问题，结果，证券发行和流通只起到分流超额货币的作用，而资金的配置效率并无显著提高。

(3) 金融风险对有效性的影响。金融风险对货币控制的影响体现为商业银行逾期贷款或“短存长贷”所产生的“流动性缺口”、企业经营失败产生的“亏损缺口”和企业蓄意侵蚀贷款等

道德损害行为所产生的“挤占缺口”对中央银行再贷款形成扩张压力。这也导致部分资金的“沉淀”和货币作用的低下。

(4) 国际收支状况对有效性的影响。我国的国际收支持续出现巨额顺差。顺差既通过中央银行基础货币的增加而起到扩张货币的作用，又通过净出口和外商直接投资对本国经济增长起促进作用。

(5) 国民收入分配状况对有效性的影响。新剑桥经济增长模型以高储蓄转化为高投资为前提。而我国的收入分配具有非规范特征，高收入阶层存在收入隐瞒和收入转移动机。因此，高储蓄不能现实地转化为高投资。

(6) 预期对有效性的影响。根据影响方式的不同，预期可分为两类：一类是周期性预期，它在短期内加剧产生和价格的波动，但在长期内却是“中性”的；另一类是制度和结构预期，它强化了居民的未来支出预期并弱化其收入预期，抑制了有效需求的扩张。

第五章对与货币政策有效性相关的问题作了实证分析。

第一节根据对量化指标的实证描述给出了有效性的弱效性特征。而且，各年有效性大小与通胀率直接相关，这也证明了以稳定货币作为单一目标的必要性。

第二节首先分析了基础货币的可控性结构，发现基础货币可控性的下降主要与国外净资产的增加有关。然后，对货币乘数影响因素的变动作了趋势性描述。在中央银行成立以来的15年中，现金比率 c 、法定存款准备金比率 r 、活期存款比率 d 、财政性存款比率 f 的下降和备付金比率 e 的波动使货币乘数 k_1 从总体上呈下降趋势。由于对货币乘数的调控能力相对弱于基础货币，中央

银行的货币供应主要依靠基础货币的刚性投放来实现。

第三节对货币供应量与产出和价格之间的相关性作了分析, 由于 M_1 的实证相关性大大高于 M_2 , 因此, M_1 成为最理想的中介目标。

第四节则在第三节的基础上对金融市场对超额货币的吸收和宏观货币流通速度 V 的变动作了定量描述。从长期来看, 分布于实体经济部门的货币供应量 M_1 与经济周期存在同向变动关系, 而分布于虚拟经济部门的货币供应量 M_1 却主要受证券发行量的影响。产品商品化比率 W 和金融相关比率 FIR 的提高有利于超额货币的分流。宏观货币流通速度 V 的缓慢上升却是阻碍超额货币分流的因素。

第五节在“残差”分析的基础上探讨了货币政策与资产价格(尤其是股票价格)之间的互动关系, 讨论了利率水平的变动对股票价格的影响, 指出了股票价格稳定对于保持货币政策有效性的重要意义。

第六章探讨了提高货币政策有效性的最优路径和思路

第一节认为, 提高有效性的前提, 就是要让货币政策在其自身能力范围内发挥作用。现实地看, 货币政策在失业、地区差距和结构调整等领域的作为均很有限。提高有效性有治表与治本这两大思路。治表思路无非是货币政策的自我完善, 企业制度和金融制度的建立健全则是治本思路之所在。此外, 还需要缓解政策性和非政策性外围因素对货币政策有效性的外部制约。

第二节提出货币政策的自我完善表现为政策目标和政策工具的改进上, 即把货币稳定作为单一的最终目标, 以 M_1 为中介目标, 以国有商业银行信用为操作目标, 并且尽快实行法定存款的