



中共中央党校理论文库

金融发展中的中国 货币需求活动研究



杨英杰 著

中共中央党校出版社

中国金融发展研究


金融发展中的中国 货币需求活动研究

张其成 著

中国金融出版社

金融发展中的中国 货币需求活动研究

杨英杰 著



中共中央党校出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

金融发展中的中国货币需求活动研究/杨英杰著.
北京: 中共中央党校出版社, 2004. 11
(中共中央党校理论文库)
ISBN 7-5035-3039-1

I. 金… II. 杨… III. 金融事业-经济发展-关系-货币-需求-研究-中国 IV. F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 104982 号

中共中央党校出版社出版发行

社址: 北京市海淀区大有庄 100 号

电话: (010) 62805800 (办公室) (010) 62805816 (发行部)

邮编: 100091 网址: www.dxcbs.net

新华书店经销

中共中央党校印刷厂印刷 河北省三河丰华装订厂装订

2004 年 11 月第 1 版 2004 年 11 月第 1 次印刷

开本: 880 毫米 × 1230 毫米 A5 印张: 13.375

字数: 344 千字 印数: 1—3000 册

定价: 25.00 元

中共中央党校《理论文库》编委会

顾 问：龚育之 苏 星 韩树英 江 流
邢贲思 刘海藩 杨春贵

主 任：郑必坚 常务副主任：李君如
副主任：李忠杰 贾高建

委 员（按姓氏笔画为序）：

王长江	王怀超	王 珏	王缉思	白占群
卢先福	许全兴	朱满良	陈高桐	李书磊
李连明	李秀潭	李良栋	严书翰	张伯里
张恒山	张 峰	庞元正	金春明	岳长龄
赵伯英	赵 曜	钟碧惠	柳建辉	郭德宏
黄土安	黄宪起	康绍邦	崔永琳	

前 言

中共中央党校拥有一支政治强、业务精的优秀教研队伍。他们始终坚持以马列主义、毛泽东思想、邓小平理论和江泽民同志的一系列重要讲话为指导，坚持解放思想、实事求是、理论联系实际的思想路线，努力发扬创新精神，勇于开拓进取，积极探索，求真务实，精心研究建设有中国特色社会主义重大现实问题和具有长远的战略问题。不但为党的干部教育事业作出了重大贡献，而且还取得了丰硕的科研成果。这些科研成果，具有很高的学术水平和重要的实践意义。对于党委和政府的决策，对于提高教学质量，对于社会主义精神文明和物质文明建设，都具有极其重要的借鉴意义。

为了充分发挥科研成果的作用，经中共中央党校校委批准，今后将陆续对众多的科研成果，组织专家进行评议，好中选优，编辑出版《中共中央党校理论文库》系列丛书，以飨广大读者。

中共中央党校理论文库编辑委员会

2001年10月11日

序 言

■ 韩 康

对货币政策的理解和使用，新古典理论和凯恩斯主义之间尽管存在着较大的差异，但对其在现代市场经济活动中实际发生的重要作用，应该说有着比较接近的评价。从近年西方主流国家（尤其是美国）政府调控工具的操作情况看，货币政策的使用似乎更加容易引起人们的关注和兴趣。以所谓美国的“格林斯潘模型”为例，尽管褒贬不一、毁誉参半，但它对美国宏观经济运行产生的重要影响特别是对短期内熨平经济波动的作用，确是一个不争的事实。至少在这个意义上可以说，如果没有“格林斯潘模型”的操作，美国的经济运行可能是另外一种样子。

弗里德曼教授早已通过他的大量研究表明，如果政府非要在货币政策上有所作为的话，那么惟一重要的东西就是对社会货币需求量的关注。他的核心意见是：政府只要通过努力把货币需求量稳住，币值和物价的稳定就可以大致预期，由此，市场经济活动的波动——哪怕是剧烈的波动，就可以在不破坏均衡规则的运行中得到自然、有效的矫正。弗里德曼所依据的经济学理虽然并不为非自由主义的人们所信服，但他的研究成果，却无法被所有货币政策的研究者和操作者们所忽视。

从逻辑的意义上讲，一个比较合理的货币政策（如果有的

话), 必先有一个比较合理的货币需求分析。但这个“合理”的货币需求分析是非常困难的。因为影响长期货币需求的各种因素非常复杂, 而且许多因素经常变化和变异。为了寻找其中最基本、最稳定的量化关系的解, 货币学派发明的各种货币需求模型进行了长期的探索, 留下了许多丰富的学术成果, 这种探索至今还在继续和深化。令人遗憾的是, 尽管有了许多堪称经典的理论工具, 今天的人们一旦真正使用起这些工具来, 还会有许多人大声抱怨真正合用的东西太少了, 甚至还会经常听到这样的批评: 前人到底做了些什么有用的事情? 也许正是因为有了这些抱怨和批评, 对货币需求及其量化模型的研究, 才会被逼着引向深入。

中国是一个开始走向市场经济体制的国家, 尽管未来体制的最终形态并不明朗。在这个过程中, 通过积极的学习和借鉴, 政府的经济管理行为不断改进, 对市场化货币政策的使用、操作也在不断改进。这里的一个重要问题是, 无论中国政府当局使用市场化货币政策的操作重点放在什么地方, 也无论这种市场化货币政策的改进和提高按照什么样的路径进行, 对货币需求及其量化模型的研究, 都是一个非常重要的基础性课题。

然而, 在中国经济的现实环境中对货币需求及其量化模型进行研究, 又是一个非常困难的课题。我本人对这种研究的可行性、可信性和可用性, 是始终表示怀疑的。这里的道理说起来很简单, 中国经济正处于体制过渡和体制转轨时期, 市场经济新体制的东西和传统体制的东西大量混合并存。根据我的观察, 在很大程度上是一个带有中介性的经济体制, 甚至在一个较长的时间里就是这个样子。对政府货币政策的基本环境讲, 实际情况要比任何经济学教科书描述的情景都复杂的多。在这里, 既有货币经济, 又有非货币经济; 既有市场化的货币交易

活动，又有受到政府行政控制的货币交易活动；既有民间金融的生长发展，又有政府金融的强力制约；既有交易性货币需求的增长，又有非交易性货币需求的同等力度增长，等等。因此，要认真研究影响货币需求的变量因素，可以说是第一等的经济难题。

当我把困难摆出来后，我的学生杨英杰博士愿意知难而上，而且准备冒一下论证失败的风险。为此，他确实下了一番绝大的功夫。读者会看到，仅在对影响货币需求变量因素所面对的纷繁复杂的资料进行系统考察方面，他的工作就是目前国内很少看到的，也是非常有价值的。尽管他的一些分析方法和分析结论我并不认同，但总体评价，杨英杰博士做的是一个具有开创性的工作，如果继续深入地研究下去，前景未可预计。

中国的所谓经济学者多如过河之鲫，经济学论文可以车载斗量，然而愿意像杨英杰博士这样扎实工作的学者实在不多，也实在难得，因此建议有兴趣的人认真读一读这本书。

2004年10月

摘 要

研究一国货币需求活动的关键在于货币需求函数的确定。货币需求函数是宏观经济模型和货币政策的基石，一个稳定的货币需求函数对于货币政策来说至关重要，因为只有货币需求函数稳定，货币当局设定货币政策最终目标时（不管是通货膨胀还是真实收入），才能以货币供应量为中介目标（当然，是以货币供应量还是以其他经济变量如利率为中介目标，应依据本国的经济发展阶段而定），所以说寻找一个稳定的货币需求函数对于确定和实施有效的货币政策非常必要。因此，经济学家们花费了大量气力来确定影响长期货币需求的决定因素，以及这些因素与各种货币量之间的稳定关系。关于这方面的研究，可参见贾德和斯克尔丁^①、莱德勒^②以及戈德菲尔德和斯切爾^③等人的论著。

近年来，对处于变化的金融环境中货币需求行为的研究逐渐增多起来。大量文献通过研究实际货币余额变动引起金融市场的变化对于实际收入和机会成本的影响，从而揭示了金融发展和货币需求之间关系的重要性。研究者通过对实际余额与实际收入和某一机会

① 贾德、斯克尔丁 (J. P. Judd. and J. L. Scadding) (1982) "The Search for A Stable Money Demand Function: A Survey of the Post - 1973 Literature," *Journal of Economic Literature*, Vol. 20, pp. 993—1023.

② 莱德勒 (D. E. W. Laidler) (1989) 《货币需求：理论、证据和问题》，戴国强译，上海三联书店。

③ 戈德菲尔德、斯切爾 (Stethen M. Goldfeld and D. E. Sichel) (1990) "The Demand for Money," in *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 1, ed. By B. M. Friedman and F. H. Hahn (Amsterdam: Elsevier Science Publishers B. V.) PP. 300—356.

成本变量之间长期均衡关系或协整关系的检验，得出金融发展在货币需求中扮演着十分重要的角色。多数文献立足于发达国家的数据检验，最近，研究者将注意力转向了发展中国家和转型国家。

在研究者关心的焦点中，两个研究方向十分醒目。第一个方向是对格利和肖^①著作内容的检验，即，以货币替代品数目增多为标志的金融创新提高了货币需求的弹性。第二个方向是集中研究股票市场对于货币需求行为的影响。如果金融创新导致货币需求的变化不可预测，政策制定者的决策将会产生不尽如人意的后果：如果预测到的货币需求移动已被吸纳，但并没有发生实际移动，那么政策将产生需求冲击进而短期内影响产出，如果这种影响持续下去，会对通货膨胀产生影响。

对于弗里德曼^②而言，股票价格的提高会通过正的财富效应和负的替代效应影响货币需求。正的财富效应来源于名义财富的增加，资产组合将从风险性资产向安全性资产转移；负的替代效应产生于对持有货币机会成本的关注，此时股票价格上升意味着货币性资产吸引力减弱。

金融发展对货币需求产生的这些可能的影响，对货币政策来说意义重大。特别地，如果格利和肖的意见正确，那么，出于稳定目的的货币政策效果并不见得多好。另外，将股票市场活动加入货币需求函数的失败可能会带来模型的错误识别。结果是货币政策相对于稳定经济的目的来说，要么过紧要么过松。正如桑顿所指出的，财富效应如果超过替代效应，即股票价格的提高意味着持有更多的货币，此时就要求相对于既定的名义收入目标或通货膨胀目标更为

① 格利、肖 (G. J. Gurley and E. S. Shaw) (1994) 《金融理论中的货币》，上海三联书店，上海人民出版社。

② 弗里德曼 (M. Friedman) (1988) "Money and Stock Market," *Journal of Political Economy*, Vol. 96, pp. 221—245.

宽松的货币增长；反之，如果替代效应超过了财富效应，即股票价格的提高意味着降低货币需求，那么就需要较为紧缩的货币政策^①。

本书的目的在于研究像中国这样一个发展中国家，其金融发展与长期货币需求函数之间的关系如何。我们将沿着上面所说的两条线路进行研究，以期做出我们的些许贡献。第二个研究方向的动源于我们的观察，无论是金融创新还是股票市场的发展都构成了大多数国家（包括中国）金融自由化进程和发展的基本部分。因为股价的提高可能会对货币需求产生独立的影响，将其从货币需求函数中排除出去可能会导致对货币利率弹性的估计偏误。在分析中，我们采用协整计量技术和误差修正模型，以达到一个统计上健壮的货币需求函数。

本书结构安排如下：上篇为理论研究篇，下篇为实证分析篇。上篇包括第一章、第二章、第三章；下篇包括第四章、第五章、第六章和第七章。第一章是导论，我们给出了基本的理论和实践背景，对国内外关于这一课题的研究状况作了简要的阐述。第二章对货币需求活动分析的理论背景之一——货币需求理论进行了梳理和分析；第三章对货币需求活动分析的理论背景之二——货币需求因子与金融发展关系理论进行了详细的考察；第四章对中国的金融发展与货币需求活动决定因子之一——经济增长（规模变量代表）之间的关系进行了研究，主要涉及到金融发展与经济增长之间的关系，得出的主要结论是：中央银行在目前的中国经济体制中具有较存款货币银行更为重要的作用；在当前的经济发展背景下，股票市场对我国经济增长的作用不明显。第五章论述了中国的金融发展与货币需求活动决定因子之二——利率（机会成本变量代表）之间

^① 桑顿 (J. Thornton) (1998) “Real Stock Prices and the Long-run Demand for Money in Germany,” *Applied Financial Economics*, pp. 513—517.

的关系如何。金融发展与货币需求函数中的机会成本变量之间的关系，主要讨论了利率自由化问题，其中涉及到金融抑制与利率控制、利率自由化的模型与实证方面的研究。结论之一是，认为在当前金融发展状况下，适度的金融抑制有利于我国经济发展，利率自由化应稳步进行。第六章初步构建了我国的货币需求函数，对年度数据和季度数据分别进行了检验。结论主要是：广义货币存量 M_2 更适合作为货币政策调控目标；尽管金融发展和金融改革的不断深化改变了我国的金融环境，但我国仍存在长期稳定的货币需求函数；股票市场的发展对货币需求函数产生了不可忽视的影响，制定货币供应目标时应充分考虑这一因素。第七章对当前我国货币政策的有关问题进行了初步的探讨。

目 录

上篇：理论研究篇 (1)

第1章 导论 (1)

- 1.1 问题的提出 (1)
- 1.2 本课题的国内外研究现状及本书的理论创新 (9)
- 1.3 本书的研究方法和基本结构 (16)

第2章 货币需求活动分析的理论背景之一 ——货币需求理论 (18)

- 2.1 传统货币数量论 (18)
 - 2.1.1 货币的定义、职能 (19)
 - 2.1.2 传统货币数量论 (32)
- 2.2 凯恩斯学派货币需求理论 (50)
 - 2.2.1 凯恩斯的货币需求理论 (50)
 - 2.2.2 凯恩斯货币需求理论的发展 (64)
- 2.3 弗里德曼的货币需求理论 (79)
 - 2.3.1 弗里德曼的持久性收入假说 (79)
 - 2.3.2 弗里德曼的货币需求函数 (84)
- 2.4 货币需求的实证研究 (96)
 - 2.4.1 货币需求函数的形式 (97)

2.4.2	货币需求函数变量的选择	(101)
2.4.3	货币需求的其他实证研究	(123)

第3章 货币需求活动分析的理论背景之二 ——货币需求因子与金融发展关系

	理论	(140)
3.1	金融发展的评介指标分析	(140)
3.1.1	戈德史密斯的金融发展概念	(140)
3.1.2	麦金农和肖的金融发展概念	(146)
3.1.3	金融发展的评介指标	(149)
3.2	金融发展与货币需求函数中的规模 变量	(154)
3.2.1	金融体系的功能	(154)
3.2.2	金融发展与经济增长的关系	(160)
3.2.3	金融发展与经济增长之间的 因果性	(168)
3.3	金融发展与货币需求函数中的机会 成本变量	(173)
3.3.1	金融抑制与利率控制	(173)
3.3.2	利率自由化绩效的理论模型 与实证检验	(185)

下篇:经验分析篇 (201)

第4章	中国的金融发展与货币需求活动决 定因子之一——经济增长(规模变量 代表)之间关系的研究	(201)
4.1	中国的金融发展历程	(201)

4.1.1	金融机构的发展	(202)
4.1.2	金融市场的发展	(203)
4.1.3	金融资产(工具)余额的增长 和结构的变化	(211)
4.2	中国金融中介与经济增长	(217)
4.2.1	指标与数据的获取	(218)
4.2.2	实证检验结果	(221)
4.2.3	对实证检验结果的分析	(224)
4.2.4	结论	(233)
4.3	中国股票市场发展和经济增长	(234)
4.3.1	理论回顾	(234)
4.3.2	数据的获取	(236)
4.3.3	实证检验	(239)
4.3.4	结论	(248)
第5章	中国的金融发展与货币需求活动决定因子之二——利率(机会成本变量代表)之间关系的研究	(250)
5.1	中国的金融抑制	(250)
5.1.1	金融抑制的概念	(251)
5.1.2	金融抑制的指标	(253)
5.1.3	中国金融抑制的程度	(270)
5.2	中国的利率自由化	(273)
5.2.1	真实利率与产出模型	(273)
5.2.2	关于中国利率自由化问题	(280)
第6章	中国货币需求活动计量模型—— 货币需求函数的构造	(289)

6.1	中国货币需求函数中规模变量与货币需求量的确定	(289)
6.1.1	规模变量的确定	(289)
6.1.2	货币存量的确定	(291)
6.2	中国货币需求函数中机会成本变量的确定	(298)
6.2.1	关于通货膨胀率	(298)
6.2.2	关于利率的确定	(300)
6.2.3	关于汇率	(304)
6.3	中国货币需求函数的构造	(305)
6.3.1	协整理论与误差修正模型	(305)
6.3.2	对中国货币需求函数(1985—2002)的估计	(307)
6.3.3	结论与建议	(327)
第7章	关于中国货币政策的有关思考	(329)
7.1	中国货币政策与财政政策相对效应的实证检验	(329)
7.1.1	理论回顾	(329)
7.1.2	计量理论	(336)
7.1.3	数据检验	(337)
7.1.4	格兰杰(Granger)因果检验	(343)
7.1.5	结论与建议	(345)
7.2	中国货币供应与物价关系的实证研究	(347)
7.2.1	理论回顾	(347)
7.2.2	数据的选取与检验方法	(350)
7.2.3	估计方程的函数形式	(352)
7.2.4	实证检验	(352)