

本成果得到国家社会科学基金项目“取消贷款规模控制后我国的货币供给过程和货币政策分析”（项目号：03CJY021）和教育部“211工程”三期子项目“中国特色的公共管理与公共政策学科平台建设”的资助

**Analysis of China's Money Supply Process and Monetary Policy
After Abolishing Credit Quota Control**

取消贷款规模控制后我国的 货币供给过程和货币政策分析

黄燕芬 著



经济科学出版社
Economic Science Press

本成果得到国家社会科学基金项目“取消贷款规模控制后我国的货币供给过程和货币政策分析”（项目号：03CJY021）和教育部“211工程”三期子项目“中国特色的公共管理与公共政策学科平台建设”的资助

**Analysis of China's Money Supply Process and Monetary Policy
After Abolishing Credit Quota Control**

取消贷款规模控制后我国的 货币供给过程和货币政策分析

黄燕芬 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

取消贷款规模控制后我国的货币供给过程和货币政策
分析 / 黄燕芬著. —北京: 经济科学出版社, 2009. 12

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8896 - 8

I. ①取… II. ①黄… III. ①货币流通—研究—中国
②货币政策—研究—中国 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 225123 号

责任编辑: 高进水 肖 勇

责任校对: 曹 力

版式设计: 代小卫

技术编辑: 潘泽新

取消贷款规模控制后我国的货币 供给过程和货币政策分析

黄燕芬 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京汉德鼎印刷有限公司印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 7 印张 190000 字

2009 年 12 月第 1 版 2009 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 8896 - 8 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

1998年1月1日,我国信贷资金管理体制进行了重大改革,取消了对商业银行的贷款规模控制。这项改革标志着我国货币政策执行方式发生了由直接调控转向间接调控的根本转变。但是,在间接调控的框架下我国货币政策的效果不尽如人意,甚至被迫重新使用行政手段!这些现象和问题引发了我对取消贷款规模控制后我国货币供给过程和货币政策研究的兴趣,自拟题目申报国家社会科学基金项目,并于2003年成功立项(项目名称:“取消贷款规模控制后我国的货币供给过程和货币政策分析”;项目号:03CJY021)。教育部“211工程”三期子项目“中国特色的公共管理与公共政策学科平台建设”启动后,我在研究中增加了有关中央银行独立性的分析,尝试从经济和政治制度相互联系、相互制约的层面探讨对货币供给和货币政策的影响。本专著是在上述项目的结项稿基础上修改而成的。

在本专著的研究中,我秉承了把制度分析和计量分析相结合的指导思想,通过对取消贷款规模控制后1998~2005年我国货币供给和货币政策的分析,得出以下观点:

(1)我国中央银行调控货币供应量面临很大的压力,货币供应量具有很强的内生性。一方面,中央银行资产负债表显示,以外汇占款为主的国外净资产构成了我国基础货币来源的最大项,而在现行的人民币汇率制度下,以外汇占款为主的国外净资产的变化是由国际收支情况决定的,公开市场操作只能对冲外汇占款增加带来的基础货币投放的一部分,并且缺乏合适的工具,因此我国中央银

行对基础货币的调控能力受到现行人民币汇率制度的严重制约。另一方面,本书基于国际通行方法对我国的基础货币数据进行调整,并采用 Johansen 协整检验以及 Engle-Granger 两步法进行实证分析,结果表明基础货币与货币供应量之间不存在协整关系,即我国的货币乘数不稳定。鉴于在现行的人民币汇率制度下中央银行难以调控基础货币以及货币乘数的不稳定,可以判断,我国货币供给的内生性很强。

(2) 本研究构建的、基于利率视角的货币供给信贷市场模型揭示了我国货币供给的内生性与利率机制不健全密切相关。虽然 1998 年取消对商业银行贷款规模的控制标志着货币供给过程从总体上取消了计划机制,但是以利率机制为标志的市场机制并未完全建立起来,从而影响了中央银行对货币供给的间接调控能力。一方面,由于在基础货币市场和宏观货币(信贷)市场之间缺乏利率传导机制,中央银行在基础货币市场的操作无法传递到宏观货币(信贷)市场上,即由货币政策引起的货币市场利率变化无法及时、有效地扩散到整个利率体系,尤其是和投资(包括房地产)、耐用消费品购买密切相关的长期利率,导致中央银行间接调控手段的失效,很难通过一系列市场信号影响货币(信贷)需求,为控制由需求拉动的货币(信贷)供给量,往往被迫使用行政手段。另一方面,由于中央银行对宏观货币(信贷)市场的贷款利率还存在一定程度的利率管制,造成宏观货币(信贷)市场的冲击往往不能通过利率的变动来释放,只能反映为货币量的内生变动,所以我国的货币供给在很大程度上由货币需求和商业银行行为决定,货币供给的内生性很强。

(3) 我国货币供给的内生性不仅表现为货币政策的利率传导机制失灵,而且表现为现行体制下货币政策传导的资产价格渠道和银行信贷渠道不通畅。本专著具体分析了利率双轨制下货币政策传导的资产价格渠道和银行信贷渠道堵塞的原因,进一步揭示了推进利率市场化改革的必要性。

(4) 根据中国的实际情况改进了 Alogoskoufis-Smith 模型, 通过增加名义工资与名义产出之间的线性关系, 明确了在产出的工资弹性大于零、产出的汇率弹性接近于零的条件下, 通货膨胀的持续性与汇率政策对价格的调节程度呈正相关关系。OLS 估计结果支持了理论假设, 说明人民币汇率改革会导致中国国内通货膨胀更强的持续性。结构式 VAR 分析进一步说明, 人民币汇率的波动对中国国内价格波动具有显著的长期影响, 加剧了中央银行控制货币供应量的难度, 更加强化了货币供给的内生性。

基于上述结论, 本专著有针对性地提出了旨在弱化货币供给内生性、提高我国货币政策有效性的政策建议:

(1) 加速我国的利率市场化改革。一方面, 要加快我国的基准利率体系建设, 培育和发展与伦敦同业市场的伦敦银行同业拆借利率 (Libor) 及欧元同业市场的欧元银行同业拆借利率 (Euribor) 接轨的货币市场基准利率; 另一方面, 要选择适当时机取消金融机构贷款利率的下限管理, 并慎重推进金融机构存款利率的市场化。

(2) 渐进地推进人民币汇率形成机制改革。鉴于人民币汇率制度变革导致中国国内通货膨胀更强的持续性, 因此, 为了避免对国内经济均衡的巨大冲击, 应采取渐进的策略推进人民币汇率形成机制改革, 而不是采取一步到位的改革方式。一方面要渐进地扩大人民币汇率的浮动范围, 另一方面要防范人民币汇率的大幅波动对国内价格稳定的影响, 因此有必要建立人民币汇率波动与国内通货膨胀互动关系的风险预警机制, 并加强货币政策和汇率政策的协调, 避免利率政策和汇率政策冲突。

(3) 构建与利率市场化、汇率市场化改革方向相适应的新货币政策框架。由于我国货币供给内生性强, 中央银行难以通过调控货币供应量影响价格总水平的稳定, 因此, 应该在利率、汇率渐进市场化的过程中逐步放弃以货币供应量和基础货币作为货币政策的中介指标与操作指标的货币政策框架, 构建与利率市场化、汇率市场化改革方向相适应的新货币政策框架。如果说 1998 年取消贷款

规模管理是我国货币政策的第一次转型,那么,这将是我国货币政策的第二次转型。在对可供选择的货币政策框架进行比较后,本书提出,应将建立通货膨胀目标制作为货币政策第二次转型的目标模式。

(4) 由于我国转轨时期的金融体系、金融体制尚不健全,从以货币供应量作为中介指标一跃转变为通货膨胀目标制是不具备现实基础的。为了积极稳妥地完成货币政策框架的“过渡”,本书认为,应采取一条渐进的路径进行货币政策的第二次转型,在转型期建立“双向盯住制”的货币政策框架,给金融体制改革、健全金融体系留出时间,以避免货币政策“真空”的出现。所谓“双向盯住制”是指这样一种货币政策框架,即在我国金融体制、金融体系不断健全的经济体制转型期,在以货币供应量为中介目标的货币政策框架基础上,引入“预期通货膨胀率”中介目标(中央银行通过预先公布预测的通货膨胀率,以明示预期目标),实现货币政策对货币供应量中介目标与预期通货膨胀率中介目标的“双向盯住”。在逐步健全金融体系的过程中,通过渐进转变货币政策传导渠道、逐步转换货币政策策略的方式,不断总结经验教训和积累经验,并在条件成熟时完成通货膨胀目标制的确立,全面实现我国货币政策框架的第二次转型。

本专著研究成果的学术价值主要体现在研究内容及方法的创新之处:

(1) 第一次在国内系统地介绍货币供给的信贷市场理论,把利率机制确定为对我国货币供给过程进行分析的重点,从而把国外的货币供给信贷市场理论与我国转轨经济的体制特点结合起来,研究在利率部分市场化的条件下货币供给的特点,这在国内还是首次。

(2) 以中国的特殊国情为基础假设条件,尝试在国内第一次修正了 Alogoskoufis-Smith (1991) 模型,以期更加合理地评估汇率制度变革对国内通货膨胀进而对货币政策产生的影响。

(3) 基于我国频繁调整法定存款准备金率的特点,本研究首次用国际通行的方法对我国的基础货币数据进行调整,并用现代计量经济学的协整方法对我国货币乘数的稳定性进行实证检验。

本书的研究成果有利于我国政府的宏观调控部门和中央银行了解1998年取消贷款规模控制后我国货币供给过程的特点发生了哪些变化,这些变化对货币政策产生了哪些影响,以及我国货币政策有效性受到的制度制约。一方面本书分析的利率分步骤、分阶段市场化对我国货币供给和货币政策的影响,将为有关部门把握和控制利率市场化的速度和力度提供有益的参考和预警;另一方面,根据改进的Alogoskoufis-Smith模型而得出的人民币汇率制度变革引致中国国内通货膨胀持续性更强的结论,论证了人民币汇率形成机制改革采取渐进策略的必要性。本书提出的政策建议,如加速我国的利率市场化改革,渐进推进人民币汇率形成机制改革,以及在转型期建立“双向盯住制”的货币政策框架,条件成熟时构建通货膨胀目标制,将有助于弱化我国货币供给的内生性,提高我国货币政策的有效性,从而推动和完善我国货币政策、汇率政策及相关领域的改革。

我对货币理论和货币政策的研究源于德国留学的经历。我于1998年4月由教育部公派,作为德国德意志学术交流中心(Deutscher Akademischer Austausch Dienst, DAAD)的奖学金生,赴德国留学。在德国的四年多时间,恰遇欧洲大陆货币制度和货币政策的大变革时期:1998年7月1日,世界上第一个管理超国家货币的中央银行——欧洲中央银行(European Central Bank, ECB)在德国法兰克福正式成立;1999年1月1日欧元正式启动,11个使用欧元的国家丧失了货币政策的主权。而与此同时,欧洲学术界正热衷于争辩欧洲中央银行制度和货币政策。一时间,学术期刊上出现了大量进行货币政策国际比较、货币政策框架设计等的论文。在这样的学术氛围里,我阅读了大量的相关文献,也经常和我的德国同事讨论不同类型中央银行货币政策框架的差异及其原因,探讨欧洲

中央银行货币政策框架深深打上了德国联邦银行烙印的深层次原因。我意识到，一个国家（地区）中央银行货币政策与当地金融体系和金融制度的特点密切相关，进行货币理论和货币政策领域的研究，不仅要关注新的研究方法，而且应该更多地从制度层面剖析，从而把制度分析和计量分析结合起来。最初的尝试体现在我的博士论文“The Money Supply Process and Monetary Policy in China”中，我以利率管制、信贷管制为切入口，探讨了1998年以前中国货币供应量内生性的原因及对货币政策的影响。这本专著则延续了以前的研究，对1998年取消贷款规模控制后我国的货币供给和货币政策进行了分析。

在我承担的本科生教学课程“货币银行学”、研究生教学课程“货币金融学”和“中外货币政策比较研究”以及MPA金融管理方向教学课程“中国的金融改革和货币政策”中，我陆陆续续地讲授了本专著的一些研究成果。通过课堂上下的讨论，丰富了我的研究内容，开拓了我的研究思路。特别是来自实际工作部门的MPA同学，给我讲述了大量实际事例，加深了我对中国货币供给、货币政策实际运行过程的理解！

总之，本专著是我对中国货币供给和货币政策的所思、所想、所研和所究，以独特的分析视角和分析范式呈现在大家面前，以期抛砖引玉，引起百家争鸣！我也以此专著为自己在货币理论和货币政策领域的研究做一总结！

目 录

第 1 章 导言	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究思路和方法	4
1.3 本书结构	5
第 2 章 中国货币政策操作回顾和实施效果分析： 1998 ~ 2005 年	10
2.1 引言	10
2.2 治理通货紧缩阶段：1998 ~ 2002 年	11
2.3 防范经济过热阶段：2003 ~ 2005 年	23
2.4 货币政策实施效果的计量分析	31
2.5 结论	34
第 3 章 我国基础货币的来源及中央银行的调控 能力分析	37
3.1 引言	37
3.2 我国中央银行资产负债表中的基础货币来源	39
3.3 我国基础货币的主要来源及其变动分析	43
3.4 1998 年取消贷款规模控制后我国中央银行基础 货币调控能力分析	52
3.5 结论及政策建议	57

第 4 章 我国货币乘数稳定性的实证分析	63
4.1 引言	63
4.2 我国的基础货币调整及其他数据说明	65
4.3 单位根检验	73
4.4 关于基础货币和货币量的协整分析	74
4.5 结论	77
第 5 章 货币供给内生性：基于利率视角的解释	82
5.1 引言	82
5.2 中国宏观货币（信贷）市场特征分析	85
5.3 基础货币市场	99
5.4 整个货币供给模型	104
5.5 结论及政策建议	110
第 6 章 利率双轨制下货币政策传导的资产价格 渠道分析	115
6.1 股票价格渠道的不畅通	115
6.2 房地产价格渠道的不畅通	124
6.3 结论及政策建议	133
第 7 章 利率双轨制下货币政策传导的银行信贷 渠道分析	140
7.1 引言	140
7.2 1998 ~ 2002 年治理通货紧缩阶段的银行信贷 渠道分析	146
7.3 2003 ~ 2005 年经济过热趋势下的银行借贷 渠道分析	154
7.4 充分发挥银行借贷渠道作用的政策建议	160

第 8 章 人民币汇率制度改革对国内通货膨胀的影响： 理论与实证·····	166
8.1 引言和文献回顾 ·····	166
8.2 理论模型：改进的 Alogoskoufis-Smith 模型 ·····	169
8.3 经验证据：OLS 估计和结构式 VAR 分析·····	174
8.4 结论、政策建议与展望 ·····	180
附录·····	186
第 9 章 结论、政策建议和未来有待深入研究的问题·····	188
9.1 结论 ·····	188
9.2 政策建议 ·····	190
9.3 未来有待深入研究的问题 ·····	205
后记·····	207

图表目录

图 2-1	货币供应量 (M_1 、 M_2)、实际产出 (Y) 与定基消费 物价 (P) 变动趋势	33
图 2-2	M_1/Y (图中 $RM_1 Y$)、 M_2/Y (图中 $RM_2 Y$) 的变动趋势	34
图 3-1	我国基础货币来源构成 (1998 ~ 2004 年)	41
图 3-2	我国国际收支顺差和外汇储备变动情况	53
图 3-3	1998 ~ 2004 年人民银行政府存款余额变动情况	57
图 4-1	原始基础货币 (B_0) 和调整的基础货币 (B): 1985 年第二季度 ~ 2005 年第一季度	70
图 4-2	M_1 、 M_2 的乘数: 1985 年第二季度 ~ 2005 年第一季度	72
图 5-1	利率完全管制下的中国宏观货币市场	94
图 5-2	利率上下限管制下的信贷市场	96
图 5-3	利率下限管制下的信贷市场	98
图 5-4	成熟市场经济国家中央银行的控制选择	99
图 5-5	1998 年前中央银行的基础货币控制	100
图 5-6	利率双轨制下的基础货币市场	104
图 5-7	利率市场化条件下的货币供给模型	105
图 5-8	管制利率框架下的货币供给模型	107
图 5-9	贷款利率上下限管制下的货币供给模型	108
图 5-10	贷款利率下限管制下的货币供给模型	109
图 6-1	我国货币供应量 (a) 与股票价格指数 (b) (1999. 12 ~ 2004. 12)	118
图 6-2	我国货币供应量增长率 (a) 与房地产价格指数 (b) (1999 ~ 2004 年)	125
图 6-3	人民币贷款利率的扁平化	127
图 6-4	人民币存款利率的扁平化	128

图 6-5 房屋销售价格、土地交易价格与 M_2 指数·····	129
图 7-1 CC-LM 模型·····	142
图 7-2 1998~2002 年上证每日综指变化情况·····	152
图 8-1 人民币兑美元双边汇率和人民币名义有效汇率指数·····	177
图 8-2 结构式 VAR 模型的脉冲响应函数(滞后 1 和 2 期、 两倍标准差)·····	179
图 9-1 转型期我国货币政策框架设计·····	203
图 9-2 利率渠道·····	203
表 2-1 中国宏观经济状况: 1998~2002 年·····	11
表 2-2 1998~2002 年我国公开市场操作情况·····	13
表 2-3 1996~2002 年我国利率调整情况表·····	16
表 2-4 1998~2002 年我国金融机构存贷款利率的浮动 范围变化·····	17
表 2-5 1998~2002 年我国中央银行再贷款余额·····	19
表 2-6 我国 1998~2002 年 M_2 、GDP 与 CPI 年增长率 之间的关系·····	21
表 2-7 1998~2002 年我国货币政策的目标值和实际值·····	21
表 2-8 1998~2002 年居民消费占最终消费的比重·····	22
表 2-9 2003~2005 年我国 CPI 指数变化情况表 (同比增长)·····	24
表 2-10 2002~2005 年以来中央银行票据发行情况表·····	25
表 2-11 2003~2005 年信贷量同比增长情况表 (上年同期=100)·····	31
表 3-1 基础货币及其主要来源序列的平稳性检验·····	44
表 3-2 协整模型残差序列平稳性检验·····	46
表 3-3 ICBP 与协整模型残差序列的格兰杰因果检验 (滞后 2 期)·····	49
表 4-1 我国法定存款准备金率的七次调整: 1985~2004 年·····	68

表 4-2	货币供应量 M_1 , M_2 和基础货币 B 的单位根检验	73
表 4-3	Johansen 协整检验结果	76
表 4-4	Engle-Granger 两步法的检验结果	77
表 6-1	我国证券市场筹资情况 (1998 ~ 2005 年)	121
表 6-2	我国金融资产结构 (1999 ~ 2004 年)	122
表 6-3	货币政策扩张和住宅销售变动 (1998 ~ 2005 年)	130
表 6-4	房地产相关指标变动情况 (一) (1998 ~ 2005 年)	131
表 6-5	房地产相关指标变动情况 (二) (1998 ~ 2001 年)	133
表 7-1	1998 ~ 2002 年我国存贷差情况表	147
表 7-2	我国主要利率调整情况表 (1996 ~ 2002 年)	148
表 7-3	1998 ~ 2002 年银行间货币市场交易情况	149
表 7-4	1999 ~ 2002 年银行间债券回购市场情况表	150
表 7-5	2003 ~ 2005 年国有商业银行不良贷款情况表	156
表 7-6	城镇固定资产投资增长情况表 (1998 ~ 2005 年)	158
表 8-1	人民币汇率制度改革对中国通货膨胀持续性的影响	176

第1章 导 言

1.1 选 题 背 景

1.1.1 问题的提出

1998年,经国务院批准,中国人民银行决定,从1998年1月1日起对商业银行贷款增加量的管理,取消指令性计划,改为指导性计划,在逐步推行资产负债比例管理和风险管理的基础上,实行“计划指导,自求平衡,比例管理,间接调控”的信贷资金管理体制。这一政策的实施标志着我国货币政策执行方式发生了由直接调控转向间接调控的根本转变,促使金融体制的市场化改革又向前迈进了一大步。但是,在间接调控的框架下,中国人民银行为治理1998~2002年的通货紧缩所采取的一系列货币政策措施并未达到预期效果;在防范2003年以来的经济过热中,政府甚至被迫重新使用行政手段(参见第2章)。这些现象和问题引发我国经济学界对货币供给和货币政策的讨论:1998年取消贷款规模控制后我国货币供给过程的特点发生了哪些变化?这些变化对中国的货币政策产生了哪些影响?中国货币政策的有效性受到哪些制度的制约?

1.1.2 国内外文献综述

在国外,特别是在发达国家,对货币政策的分析和研究已经有不少经典性的成果,且已产生研究角度和研究方法各异的多种经济

学流派。自 20 世纪 60 年代末以来,一些西方学者拓展了对货币供给理论的研究,并进而分析货币政策的框架结构以及对实体经济的影响。鉴于传统的货币乘数理论既没有包含对中央银行货币政策调控程序和银行、非银行行为的详细分析 (Issing, 1991, p. 81),也没有研究利率机制在货币供给过程中的作用 (Bofinger and Schächter, 1995, p. 1; Bofinger, 2001, p. 53),他们提出了货币供给的信贷市场理论 (The Credit Market Theory of Money Supply, 参见 Brunner and Meltzer, 1966; McCallum, 1989; Bofinger, 2001)。这一理论克服了上述货币乘数理论的缺陷,并可用来分析不同体制背景下的货币供给过程 (Willms, 1985, p. 21)。近年来,这一理论已进入西方有关货币政策理论的教科书 (McCallum, 1989; Bofinger, 2001)。

迄今为止,我国学术界对货币供给过程进行的分析和研究都是在货币乘数理论的框架中进行的,如鲁国强和曹龙骢 (2007);刘巍和饶光敏 (2006);胡建渊和陈方正 (2005);姜蕾 (2004);钟平 (2003);周诚君 (2002);万解秋和徐涛 (2001);宁咏 (2000);胡海鸥 (1998);黄达 (1997);周慕冰 (1991)。Huang (2004) 曾经系统研究了货币供给的信贷市场理论,并用这个理论分析了 1984 ~ 1998 年中国的货币供给过程和货币政策,发现了在我国的体制背景下货币供给具有很强的内生性,^① 从而限制和影响了中央银行货币政策的实施效果。鉴于 1998 年以来我国的金融宏观调控方式发生了重大变革,并且,我国已加入 WTO,货币政策的外部环境也发生了变化,因此,有必要运用这一理论继续进行这一领域的研究。

同时,在多年的研究中,笔者发现,在西方学者货币供给的信

^① 根据黄达 (2003),货币供给内生性的含义是,货币供给的变动,中央银行的操作起不了决定性的作用,起决定作用的是经济体系中实际变量以及微观主体的经济行为等因素。因此,如果一国的货币供给具有内生性,那么,中央银行不能有效地通过对货币供给的调节影响经济进程。详细分析请参见本书第 5 章。