



金融博士论丛·第十二辑

Zhongguo Huobi Zhengce 中国货币政策

目标研究

Mubiao Yanjiu

马君实 著

 中国金融出版社

F822.0
M077

金融博士论丛·第十二辑

-62

中国货币政策目标研究

马君实 著

F822.0
M077

 中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策目标研究 (Zhongguo Huobi Zhengce Mubiao Yanjiu) / 马君实著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 12

(金融博士论丛. 第十二辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5200 - 4

I. 中… II. 马… III. 货币政策—研究—中国

IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 148503 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.25

字数 172 千

版次 2009 年 12 月第 1 版

印次 2009 年 12 月第 1 次印刷

定价 22.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5200 - 4/F. 4760

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

货币政策目标问题，在理论界存在很大分歧，不同的学派有着不同甚至是相反的看法。实践中，不同国家货币政策目标也不相同，政策实施效果各异。货币政策有其自己的作用和作用机制，有其力所能及的范围，在其力所能及的范围内，货币政策能够发挥自己的作用，货币政策既不是什么都能做，也不是什么都不能做。只有选择适宜的政策目标，货币政策才能做好其力所能及的事情，取得预期的效果，否则，货币政策不仅不能产生预期的效果，而且可能造成严重的不良后果。中国需要选择适宜的货币政策目标，以发挥货币政策的积极作用，提高货币政策的效果。马君实博士从理论和实践的结合上阐述了中国货币政策的目标，他撰写的《中国货币政策目标研究》一书就是对这一问题的最新研究成果。

从理论上讲，货币政策以货币为支点撬动经济杠杆来发挥作用，但货币政策的作用机制是复杂的，这是由货币经济的特点决定的。货币经济不同于实物经济。在实物经济条件下，价值运动和实物运动过程、商品的买卖过程、储蓄与投资过程具有直接统一性，决定和影响商品买卖过程的因素是相同的，影响储蓄和投资的因素也是相同的。在货币经济条件下，储蓄过程与投资过程、商品买的过程与卖的过程、价值运动过程与实物运动过程由于货币的引入而分离开来，使得这些具有直接统一性的运动过程变成相对独立的运动过程，影响实物运动和价格运动的因素、影响商品买卖过程的因素和影响储蓄与投资的因素是不同的，这种相对独立性既为货币政策作用提供了空

间，也造成了对货币政策目标选择的限制和对货币政策作用范围和效果的限制。

价值运动与实物运动的分离，形成了相对独立于实物运动的货币运动。在这种条件下，货币运动一方面受制于实物运动，另一方面又能动地影响实物运动。从微观角度看，货币是社会财富的一般代表，同时在运动中媒介着商品交换，因此，虽然商品流通决定货币流通，但现实中总是商品跟着货币走，对于商品生产者来说，生产的商品首先要卖出去，取得一定量货币，然后才能用取得的货币买回自己所需要的商品。如果商品不能卖出去转化为货币，耗费在商品生产上的劳动就得不到补偿，商品生产者就会陷入亏损甚至破产的境地。因此，马克思把由商品到货币的转化称为“商品的惊险跳跃”。这一跳跃如果不成功，摔坏的不一定是商品，但一定是商品所有者。货币的特性使得它得以成为生产和积累的第一推动力。马克思指出：“在质的方面，或按形式来说，货币是无限的，也就是说，是物质财富的一般代表，因为它能直接转化成任何商品。但是在量的方面，每一个现实的货币额又是有限的，因而只是作用有限的购买手段。货币的这种量的有限性和质的无限性之间的矛盾，迫使货币储藏者不断地从事息息法斯式的积累劳动。”^①可见，商品经济条件下，货币是推动劳动积累的重要杠杆。显然只能强化而不能弱化这一杠杆的作用，否则，将造成经济发展的障碍。从宏观上看，价值运动和实物运动的相对独立性造成了宏观经济不平衡的可能性，这种不平衡可能来自实物运动本身，也可能来自货币运动本身，或者同时来自这两方面。这都会造成经济发展的困扰和障碍。对货币运动的适度调节有助于价值运动和实物运动的协调，促进宏观经济的平衡，促进社

^① 马克思：《资本论》，第1卷，153页，人民出版社，1975。

会总产品的实现和再生产的顺利实现，如果不是这样，则可能强化货币运动的独立性，成为宏观经济不平衡和不稳定的根源。

货币运动打破了产品交换的时间、空间和个人的限制，所以能够打破产品交换的时间、空间和个人的限制，正是因为它把这里存在的换出自己的劳动产品和换进别人的劳动产品这二者之间的直接的统一性，分裂成卖和买这两者之间的对立。在这种情况下，互相对立的独立过程形成内部的统一，而它们内部的统一运动与外部的对立中，当内部的不独立的过程的外部独立化达到一定程度时，内部的统一就要通过危机强制地实现。可见，货币所造成的外部独立化运动有一定的界限，在这个界限内，货币能够发挥促进内部统一的实现，而超过一定限度，货币造成的外部独立化运动将成为危机的导火索。因此，促进经济增长和发展，需控制货币经济中的这种内部的统一运动与外部的对立中的运动过程，避免不独立的过程的过度外部化造成的危机，这在经济金融化条件下尤为重要，因为经济金融化不仅极大地强化了外部独立化运动，而且极易造成货币资本化和货币资本的过度积累，这不仅会造成货币经济内部趋于统一的障碍，而且助长了经济和金融的不稳定性和脆弱性，增加了货币调节的难度。

货币经济中，储蓄决策与投资决策相分离，储蓄和投资变成两个既相互联系又相互独立的过程，在这种情况下，不仅储蓄与投资是重要的，而且储蓄与投资的沟通渠道同样重要。我们知道，在实物经济中，储蓄与投资具有直接的统一性，储蓄就是投资，投资就是储蓄，决定储蓄的因素同时就是决定投资的因素，二者总是相等的。由于储蓄能力和投资能力、投资机会的分布并不是对称的，有储蓄能力的人，并不一定具有投资能力和投资机会，因而会对储蓄资源的有效利用造成限制。货

币经济实现了储蓄决策与投资决策的分离，整个的资本积累过程变成成为储蓄、投资和储蓄与投资的转换过程。这种情况下，储蓄者并不一定是投资者，他可以是单纯的储蓄者，为将来投资进行先行的货币积累，也可以把自己的储蓄提供给其他投资者；同样，投资者并不一定需要自己的储蓄来源，他既可以利用自己的储蓄积累进行投资，也可以利用他人的储蓄进行投资，货币为人们提供了储蓄的手段，同时也为投资者提供了利用他人储蓄的手段，通过货币的借贷及中介机构的货币经营和货币创造，使他人的储蓄能够流向投资者手里，流向高效率的投资领域。因此货币的出现打破了储蓄能力与投资能力、投资机会分布不对称对资本积累的限制，使得储蓄得以在广泛的范围内按照预期收益率产生的投资机会进行分配和再分配，从而有助于提高储蓄资源配置的效率。由于储蓄与投资过程的分离，投资不再是一个完全被动的因素，它不仅能够动态地影响储蓄，而且在一定条件下具有调动资源的机制作用。因此，货币经济中，储蓄与投资具有完全不同于实物经济的关系。储蓄与投资及其均衡关系不仅影响宏观经济状态，而且影响经济增长和发展。显然，至关重要的问题是要保持储蓄与投资的平衡和协调，促进储蓄与投资的流量的增加和配置效率的提高，这些没有适当的政策措施是不可能实现的。

适当的货币政策目标必须适应货币经济特性和所设定的条件，否则货币政策目标就难以实现，甚至会由于政策目标失当而强化其内部统一性的外部独立化运动，造成新的问题和矛盾，导致其运行的更加不稳定和发展的障碍。

马君实博士认为，货币政策目标的选择，不仅是一个理论问题，而且是一个实证问题，需要从理论和实证研究结合起来考察货币政策目标的选择。在货币政策最终目标问题上，他认为必须根据国家经济发展阶段特征来选择最终目标。因为不同

经济发展阶段不仅面临的问题不同，而且不同发展阶段本身就构成政策目标选择的约束条件，只有根据经济发展阶段及其相应的约束条件选择最终目标才能适应经济发展的要求。为此，他分析了我国现阶段经济发展的阶段性特征，认为具备了一定前提条件和必要条件的中国，处于经济长期增长的阶段，具有三个明显的阶段特征：一是由于二元经济结构的演进所带来的农业剩余劳动力向非农领域的转移，加上庞大的新增劳动人口，使新的劳动力供给形成了中国经济中庞大的产业后备军；二是国民经济各个部门资本有机构成将不断迅速地提高；三是中国的就业问题表现为新增和转移的劳动人口无法获得与生产资料相结合的机会，结果是无法为经济增长拓展新的疆界。根据上述中国经济发展阶段的特征，中国货币政策的最终目标，应当是一个以经济增长为主要最终目标、以通货膨胀为从属最终目标的主从目标制。作者的这一分析是符合实际的。对于货币政策中介目标的选择问题，作者通过对货币供应量、利率、汇率等中介目标变量的理论分析和实证检验，发现利率、汇率不适合作为我国现阶段货币政策中介目标，泰勒规则运行前提在中国现阶段尚不具备，货币供应量是我国货币政策中介目标的现实选择。

对于通货膨胀目标制问题，作者认为，通货膨胀目标制的实施有一些条件的限制，我国现阶段并不具备实施通货膨胀目标制的条件。中国处在一个重要的发展阶段，在这一阶段上面临巨大的就业压力 and 经济增长问题，由于经济增长的要求和就业问题的严重性，通货膨胀目标不能作为中国货币政策主导目标。作者认为，由于社会文化和社会保障条件不同，不同国家的失业问题对于社会稳定造成的影响差异很大。我国在现阶段新增和转移就业人口问题与西方失业问题具有原则性区别，这使得经济增长目标在所有政策目标中无疑占据核心地位。同

时，中国处于经济社会转轨时期，在制度变迁的过程中，政府对经济行为的干预是很常见的，中央银行并不能完全自行其是，因而中央银行的独立性也受到一定限制，通货膨胀目标制能够成功运行的前提条件很难得到满足，经济转型中的不确定性很容易使采用通货膨胀目标制的中央银行面临两难选择。在我国现实经济生活中，就影响通货膨胀的各种因素中，中央银行所能影响到的，只是其中的一部分；其余的因素，中央银行的货币政策或者影响甚微，或者基本没有影响。有鉴于此，当前在中国实行通货膨胀目标制是不现实的。

货币政策目标的选择不能不考虑到货币政策目标的扰动因素，特别是开放条件下的涉外因素。本书中，作者从涉外经济因素和国内金融市场发展状况两个角度考察了货币政策目标扰动因素问题，特别是涉外扰动因素。通过对涉及国际经济关系的扰动因素的分析，作者有针对性地提出了必须调整进出口政策、FDI政策、能源政策以及资本管制政策等，来与国内货币政策目标相协调，保障中央银行对中介目标控制的准确、及时，从而顺利实现国家货币政策的最终目标。作者的分析是建立在理论和实证基础上的，因此结论是可行的。

本书是在马君实博士学位论文的基础上修改而成的。在论文评阅和答辩中，马君实的博士学位论文得到一致好评，不仅立论新颖，论证充分，而且在吸收借鉴国内研究成果的基础上有所创新，是一部有特色的著作。作为导师，我欣然写序，把本书推荐给广大读者。

中国人民大学经济学院教授 陈享光

2009年11月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 选题过程及选题意义	1
1.1.1 理论意义	2
1.1.2 现实意义	3
1.2 本书研究思路	4
1.3 研究方法	6
1.4 主要创新性观点	7
1.5 本书的不足之处	8
1.6 主要结论	9
第 2 章 货币政策目标的相关理论综述	11
2.1 西方经济学关于货币政策目标的理论	11
2.1.1 瑞典学派关于货币政策目标的理论	11
2.1.2 凯恩斯主义关于货币政策目标的理论	12
2.1.3 货币主义关于货币政策目标的理论	17
2.1.4 供给学派关于货币政策目标的理论	21
2.1.5 理性预期学派关于货币政策目标的理论	22
2.2 近年来国内外货币政策目标的文献综述	23
2.2.1 货币政策最终目标的文献综述	23
2.2.2 货币政策中介目标的文献综述	26
2.2.3 通货膨胀目标制的文献综述	33
第 3 章 货币政策最终目标选择的理论和实证研究	40
3.1 多元目标论、单一目标论与主从目标论	41

3.1.1	多元目标论	41
3.1.2	单一目标论	42
3.1.3	主从目标论	43
3.2	经济发展阶段与货币政策目标选择	43
3.3	中国经济发展阶段分析	50
3.3.1	中国经济长期增长趋势	51
3.3.2	中国经济长期增长的四个前提条件	51
3.3.3	中国经济长期增长的两个必要条件	52
3.4	中国经济发展阶段与中国货币政策目标函数	53
3.4.1	中国经济长期增长阶段的三个特征	54
3.4.2	中国货币政策的主从目标	57
3.4.3	中国货币政策目标函数	57
3.5	根据 1985 ~ 2007 年数据进行的经济增长和 通货膨胀的实证检验	61
3.5.1	实证检验方法说明	61
3.5.2	实证检验过程	65
3.5.3	实证结果	67
3.6	本章小结	68
第 4 章 货币政策中介目标选择的理论和实证研究		70
4.1	货币供应量是中介目标的合适选择	70
4.1.1	货币供应量调节机制	71
4.1.2	法定存款准备金率与货币供应量	72
4.1.3	反对货币供应量作为中介目标的理由 并不成立	74
4.1.4	世界金融危机的爆发说明不应放弃货币 供应量目标	77
4.2	利率不适宜作为中介目标	81

4.2.1	货币政策中介目标转为利率的国外实践	81
4.2.2	泰勒规则不适用于中国	84
4.2.3	利率不适合作为中介目标的理由	90
4.3	汇率不适宜作为中介目标	93
4.3.1	汇率指标在实践中的不同定位	94
4.3.2	汇率的经济政治二重性属性	95
4.4	货币供应量目标仍是中国货币政策现实的选择	98
4.5	实证检验	100
4.5.1	实证检验方法说明	100
4.5.2	根据 1991 ~ 2007 年数据进行的货币 供应量的实证检验	102
4.5.3	根据 2000 ~ 2008 年季度数据进行的 货币供应量与利率的实证检验	109
4.5.4	根据 2000 ~ 2008 年季度数据进行的货币 供应量与利率、汇率的实证检验	114
4.5.5	检验结果	118
4.6	本章小结	118
第 5 章	货币政策目标的扰动因素与治理	120
5.1	货币政策目标需要涉外经济政策及 金融市场的配合	122
5.2	货币政策目标的涉外扰动因素及治理	124
5.2.1	冲击的国际传递机制	125
5.2.2	能源价格对货币政策目标的扰动与治理	126
5.2.3	进出口贸易对货币政策目标的扰动与 治理	129
5.2.4	直接投资对货币政策目标的扰动与 治理	132

5.2.5	国际短期资本全球流动对货币政策目标的扰动与治理	136
5.3	国内金融市场对货币政策目标的影响分析	139
5.3.1	近年来金融市场发展对货币政策目标的促进作用	140
5.3.2	金融市场的滞后发展对货币政策目标的扰动与治理	146
5.4	本章小结	156
第6章	通货膨胀目标制研究及其在中国的适用性	158
6.1	不同研究视角下的通货膨胀目标制	158
6.1.1	把通货膨胀目标制视为名义锚的观点	159
6.1.2	把通货膨胀目标制视为货币政策规则的观点	162
6.1.3	把通货膨胀目标制视为货币政策运行机制的观点	165
6.2	通货膨胀目标制的实践考察	167
6.3	目前中国引进通货膨胀目标制并非正确选择	171
6.3.1	主张引进通货膨胀目标制的理由	171
6.3.2	不赞同引进通货膨胀目标制的理由	172
6.4	本章小结	175
第7章	结论及政策建议	176
7.1	结论	176
7.2	政策建议	178
7.2.1	关于修改货币政策目标的法律表述的建议	178

7.2.2	建立通货膨胀因素分析系统	179
7.2.3	建立货币供给监测系统	181
7.2.4	及时调整资本管制政策	183
7.2.5	加强金融市场监管	184
7.2.6	增加中央银行的透明度和独立性	185
附录	187
附录 1	根据 2000 ~ 2008 年数据进行的货币供应量 与利率的实证检验	187
附录 2	根据 2000 ~ 2008 年数据进行的货币供应量 与利率、汇率的实证检验	191
附录 3	长波理论与中国经济 ——兼论中国与西方经济长波发展阶段 非同时性对证券市场的实践意义	192
参考文献	204
后记	215

第 1 章

导 论

1.1 选题过程及选题意义

一国的货币政策目标是关系到货币政策运行效果的重要因素。在世界性金融危机的今天，货币政策目标的研究意义更为重要。货币政策目标是货币政策研究的首要 and 核心命题。几乎所有的货币银行学和货币金融学著作，在具体阐述和研究货币政策理论、工具、规则和运行机制的时候，都把政策目标定位于重要地位。因为对货币政策的运行结果的评价，无非就是政策后果与预期目标的比较：如果两者完全吻合，就说明政策完全有效；如果两者的差额的绝对值较小，就说明政策基本有效。但是，货币政策在本质上被视为经济运行的调控手段，如果货币政策的实施并未实现经济的良性运行，甚至比不实行干预的中性政策的结果更糟糕时，即使其效果和其预先目标值完全吻合，也不能说明这样的货币政策是“有效”的。而这样带

来负面效果的货币政策被克罗绍称为“破坏稳定政策”^①，它可能使原有的经济周期出现更大更剧烈的波峰和波谷。由此可见，所谓的货币政策有效性，首先决定于中央银行货币政策目标的正确性。

在2007年春，美国发生了次贷危机。此后，事态的发展愈演愈烈，在2008年秋演化为世界性金融危机，西方发达国家尤其是美国的金融和经济危机，促使人们反思此前近20年中的货币政策的方方面面。

国内外经济形势的剧烈变化，使得包括中国在内的世界各国，为应对危机作出了货币政策目标的大幅度调整。因此，本书把理论兴趣集中在这样一个问题上来：中国应当如何确定自己的货币政策目标。具体地说，对货币政策实践进行反思，为中国货币政策目标研究找到适合本国经济的发展阶段特点的答案，应对新的国际形势，也就有了新的意义。本书选取了几个对我国货币政策目标研究较为重要的方面进行分析。

1.1.1 理论意义

货币政策是宏观调控的重要政策之一，对于国民经济起着至关重要的作用。关于货币政策的研究涉及货币政策的最终目标、中介目标等众多方面。随着中国金融业的发展，货币金融理论日渐丰富和多样。

但是，对于什么样的货币政策目标才是适合一个国家经济发展的货币政策目标，才是结构合理、满足宏观调控要求的货币政策目标，才是一个与经济社会发展的全球化要求相适应的货币政策目标，令人满意的回答并不多见。尤其是结合本国经济发展阶段和特点，来研究货币政策目标问题的方法和视角，

^① 迪恩·克罗绍：《货币银行学》，中国市场出版社，2008。

还没有受到充分的重视。也就是说,究竟什么样的货币政策目标能够满足宏观经济的发展要求,应该如何对货币政策目标问题进行合理的选择,理论界现有的分析框架和分析方法还不够完整,还有待完善。

因此,探索新形势下中国货币政策目标问题,对保证宏观经济的健康运行,保持我国经济平稳较快发展,具有重大的理论意义。这是本书试图突破的理论难点,也是本书的理论意义所在。

1.1.2 现实意义

从中国的现实经济运行状况来看,探索新形势下中国货币政策目标问题也具有重要的现实意义。

自从中国1984年建立中央银行体制以来,货币当局运用货币政策进行宏观调控的能力日渐提高,经济运行的波动得到一定的熨平。例如,在20世纪末的东南亚金融危机之后,中国的中央银行采取宽松的货币政策进行调节,应对这次区域性金融危机的影响,取得了一定的效果,甚至对阻止这次危机在世界范围的蔓延也起到了一定作用。

然而,在2007年底和2008年上半年,在国际舞台上出现了新的形势和剧烈的变化。受其影响,在中国,部分由于国际上输入性因素的影响,出现了通货膨胀高企的局面。其实,早自2006年下半年起,中国的中央银行根据当时的宏观经济状况,为了应对通货膨胀加剧和流动性过剩日趋严重的问题,已经采用了紧缩的货币政策,出台了严厉从紧的货币政策和措施。这一持续到2008年9月全球性金融海啸汹涌而来之时为止。

从2008年秋开始,经济衰退蔓延到世界范围,金融危机对中国经济的影响也越来越大,在世界各国政策发生180度转