

金融创新下的货币政策

Financial Innovation and the Efficacy of Monetary Policy

范立夫 著

中国社会科学出版社

本书由大连市人民政府资助出版

金融创新下的货币政策

Financial Innovation and the Efficacy of Monetary Policy

范立夫 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融创新下的货币政策/范立夫著. —北京: 中国社会科学出版社, 2011. 6

ISBN 978 - 7 - 5004 - 9900 - 8

I. ①金… II. ①范… III. ①金融改革—影响—货币政策—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 114913 号

策划编辑 卢小生 (E-mail: georgelu@vip.sina.com)

责任编辑 卢小生

责任校对 周 昊

封面设计 杨 蕾

技术编辑 李 建

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号

邮 编 100720

电 话 010 - 84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京新魏印刷厂

装 订 广增装订厂

版 次 2011 年 6 月第 1 版

印 次 2011 年 6 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16

插 页 2

印 张 14

印 数 1 - 6000 册

字 数 230 千字

定 价 30.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

前 言

20 世纪 60 年代以来，金融创新浪潮席卷全球，极大地改变了一国的金融局面或版图，这无疑使一国货币政策的调控面临着极大的挑战。关于金融创新对货币政策影响的研究一度成为国外金融理论研究的热点问题。

按照货币政策的传统框架，货币政策的实施与操作是基于经济运行中所存在或出现的货币失衡局面，通过采取一定的货币政策工具操作，改变经济运行中的货币数量（以货币供应量为例）或价格（以利率为例）环境，影响微观经济主体（企业和个人）的经营、投资与消费等决策，从而实现对宏观经济的有效调控。按照这一框架，关于金融创新对货币政策影响的研究就可以划分为以下几个方面：金融创新对货币供给的影响、金融创新对货币需求的影响、金融创新对货币政策工具的影响、金融创新对货币政策中介目标的影响、金融创新对货币政策传导机制的影响等。

本书的研究框架就是基于上述路径，具体划分为以下 11 个章：

第一章为绪论。简要地阐述了本书的选题依据与研究框架安排。

第二章为金融创新：范畴界定与构成。范畴界定是经济研究的前提和基础，本章在对金融创新的范畴进行界定的基础上，简要地阐述了金融创新的构成，包括金融业务创新、金融制度创新与金融市场创新。

第三章为金融创新的理论回顾与文献述评。本章从国外和国内两个方面对有关金融创新的理论与研究文献进行了简要的综述与述评。

第四章为金融创新对货币供给的影响。这突出地体现在早期逃避管制的货币替代品的创新，不仅对货币的定义、统计和计量产生严重的影响，而且使得货币供给主体增加，并使得中央银行对基础货币和货币乘数的控制能力下降，货币供给呈现出越来越强的内生性。

第五章为金融创新对货币需求的影响。金融创新不仅改变了货币需求结构，降低了货币需求的稳定性，而且使货币需求的收入弹性与利率弹性

都出现下降的趋势。

第六章为金融创新对货币政策的影响。本章分别分析了金融创新对货币政策工具、中介目标和传导机制的影响。总体而言，金融创新使得法定存款准备金率制度和再贴现政策的效率下降，却增强了公开市场操作的政策效应；金融创新使货币供应量作为货币政策中介目标的可控性、可测性与相关性都呈现下降的趋势。

第七章为金融创新对我国货币供给影响的实证分析。本章通过选取一定样本区间的 M_2 和 GDP 数据，考察二者之间的长期稳定的协整关系。

第八章为金融创新对我国货币需求影响的实证分析。本章通过引入一定的金融创新变量，验证了引入金融创新变量的货币需求函数比传统的未引入金融创新变量的货币需求函数具有更大的稳定性。

第九章为加入金融创新的 IS—LM 模型与货币政策。本章综合考虑前面分析中金融创新对货币需求函数、金融创新对货币需求的收入弹性和利率弹性的影响，将金融创新对 LM 曲线的影响嵌入 IS—LM 模型，并在此基础上分析了货币政策中介目标的选择与货币政策效应问题。

第十章为资产证券化与货币政策。鉴于资产证券化是 20 世纪 90 年代以来最重要的金融创新，本章在对资产证券化进行简要阐述的基础上，全面分析了资产证券化对货币政策的影响。

第十一章为电子货币与货币政策。本章结合货币形态变化的最新趋势，全面分析了电子货币对货币定义与计量、货币供给、货币需求和货币政策体系的影响。

本书的主要创新体现在以下几个方面：

1. 尝试突破传统的金融创新与货币政策研究集中讨论货币替代品的研究局限，将研究范围适当拓宽到资产证券和电子货币。

2. 在尝试将金融创新划分为逃避管制的货币替代品创新和追求收益与流动性均衡配置的“市场完善”和“空间填补”型创新的基础上，借用经济学关于替代品和互补品的分析框架，提出了“最初的金融创新使得货币与金融资产之间替代性增强，而随后的金融创新却使二者之间呈现互补性增强”的结论，并在此基础上分析了金融创新对货币需求利率弹性的影响，得出了货币需求利率弹性变小的结论，尝试回答了金融创新对货币需求影响的研究中一个存在明显分歧的问题。

3. 就金融创新对我国货币供给的影响进行了实证检验,在对 M_2 和 GDP 之间的长期稳定协整关系的检验中,发现了一个二者长期稳定关系出现结构性变化的突变点,这一变化恰恰反映了我国金融创新对货币供给的影响。

4. 就金融创新对我国货币需求的影响进行了实证检验,通过进入一定的金融创新变量,验证了引入金融创新变量的货币需求函数比传统的未引入金融创新变量的货币需求函数具有更大的稳定性。

5. 将金融创新对货币需求的影响加入传统的 IS—LM 模型,并在加入金融创新的“新”IS—LM 模型框架下分析了货币政策中介目标的选择问题与货币政策效应的变化问题,得出了“在金融创新背景下,中央银行应选择利率作为货币政策中介目标和金融创新增强了货币政策效应”的结论。

目 录

前言	1
第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
一 金融创新浪潮	1
二 金融创新对货币政策的影响	2
第二节 本书的研究框架	4
第三节 本书的主要创新点	7
第四节 本书的不足与有待进一步研究的问题	7
第二章 金融创新:范畴界定与构成	9
第一节 金融创新范畴的界定	9
一 国外理论界的定义	10
二 国内理论界的定义	11
第二节 金融创新的构成	13
一 金融业务创新	13
二 金融制度创新	20
三 金融市场创新	23
第三章 金融创新的理论回顾与文献述评	25
第一节 国外理论概述	25
一 早期金融创新理论(20 世纪 50 年代至 80 年代中期)	25
二 当代金融创新理论(20 世纪 80 年代之后)	31

第二节 国内理论概述	36
第四章 金融创新对货币供给的影响	39
第一节 货币供给概述	39
第二节 金融创新对货币供给的影响	42
一 金融创新使得货币定义发生变化	42
二 金融创新使得货币层次划分复杂化	43
三 金融创新使得货币供给主体增加	44
四 金融创新使得基础货币可控性减弱	45
五 金融创新使得货币乘数变大	48
第五章 金融创新对货币需求的影响	54
第一节 金融创新改变了货币需求结构	54
第二节 金融创新降低了货币需求的稳定性	59
一 金融创新使货币的稳定性需求降低,不稳定性需求上升	59
二 金融创新使各类变量在货币需求函数中的 地位与作用发生了变化	60
第三节 金融创新使货币流通速度发生变化	64
第四节 金融创新对货币需求弹性的影响	65
一 金融创新对货币需求收入弹性的影响	65
二 金融创新对货币需求利率弹性的影响	65
三 金融创新对货币需求利率弹性影响的 数学分析与模拟检验	74
第六章 金融创新对货币政策的影响	78
第一节 金融创新对货币政策工具的影响	78
一 金融创新使法定存款准备金政策的效力降低	79
二 金融创新削弱了再贴现政策的效力	80
三 金融创新强化了公开市场操作业务的作用	81
第二节 金融创新对货币政策中介目标的影响	82
一 金融创新降低了中介目标的可测性	83

二 金融创新削弱了中介目标的可控性	84
三 金融创新弱化了中介目标的相关性	85
第三节 金融创新对货币政策传导机制的影响	86
第七章 金融创新对我国货币供给影响的实证分析	88
第一节 货币供应量与 GDP 相关关系分析	88
第二节 M_2 与 GDP 长期稳定的协整关系的检验	89
一 变量选取	89
二 数据处理	90
三 对变量单位根检验	90
四 构造趋势变量函数	90
五 对有时间趋势的回归做除趋势变换	93
第三节 缩小样本区间后 M_2 与 GDP 长期稳定的 协整关系的检验	94
一 对变量单位根检验	94
二 构造趋势变量函数	95
三 对有时间趋势的回归做除趋势变换	96
四 变量的单位根检验	96
五 协整检验	97
六 利用 ADL 模型进行 OLS 估计	98
七 模型检验	98
八 引入误差修正模型 (ECM)	100
九 讨论模型可能存在的问题	101
第四节 实证分析的结论	103
第八章 金融创新对我国货币需求的影响实证分析	106
第一节 引论	106
第二节 金融创新对货币需求的实证分析	106
一 模型和变量的选取	106
二 计量分析	107

第九章 加入金融创新的 IS—LM 模型与货币政策	115
第一节 货币供应量目标和利率目标的矛盾	116
第二节 IS—LM 模型与货币政策效应	117
一 IS—LM 模型	117
二 IS—LM 模型中曲线的平行移动问题	118
三 IS—LM 模型中曲线的旋转移动问题	119
第三节 IS—LM 模型与中央银行货币政策	
中介目标的选择	124
一 当 IS 曲线较不稳定时	124
二 当 LM 曲线较不稳定时	127
第四节 加入金融创新的 IS—LM 模型与	
中央银行货币政策	131
一 货币需求不稳定与货币政策中介目标的选择	131
二 货币需求利率弹性变小严重影响货币政策的效果	133
第十章 资产证券化与货币政策	135
第一节 资产证券化概述	136
一 资产证券化的范畴界定	136
二 资产证券化的发展状况	137
三 资产证券化的一般原理	141
四 资产证券化的流程	143
第二节 资产证券化对货币政策的影响	146
一 基于银行系统整体的分析	147
二 基于货币政策传导机制的分析	151
三 证券化影响的实证分析	154
四 利率工具对抵押贷款利率的影响实证	159
五 证券化对货币政策的其他影响	161
第三节 政策建议	162
一 逐步改革货币政策调控模式	162
二 健全货币政策工具体系	162

三 建立起约束资产证券化主体市场规模的指标体系， 将金融体系的风险控制在可接受的程度之内·····	163
第十一章 电子货币与货币政策·····	164
第一节 电子货币的界定及其发展状况·····	165
一 电子货币的界定·····	165
二 电子货币的发展·····	166
第二节 电子货币对货币政策的影响·····	170
一 电子货币对货币定义和计量的影响·····	172
二 电子货币对货币供给的影响·····	176
三 电子货币对货币需求的影响·····	182
四 电子货币对货币政策体系的影响·····	184
第三节 应对电子货币冲击的建议·····	190
一 对货币进行新的层次划分·····	190
二 采取多中介目标的货币政策·····	190
三 中央银行对电子货币收取准备金·····	191
四 电子货币的准备金率应分层次而设·····	191
五 严控电子货币可能带来的流动性风险·····	192
六 加强各国家的货币政策协调和沟通·····	192
参考文献·····	193
后记·····	213

第一章 绪论

第一节 问题的提出

一 金融创新浪潮

始于 20 世纪 50 年代末、60 年代初的金融创新，在 80 年代达到高潮，目前金融创新浪潮仍在不断继续。金融创新浪潮的不断涌现，极大地改变了一国的金融版图，不仅引起了国内外学术界的广泛关注，而且引起了金融实践和货币政策调控的极大变化。

按照金融创新浪潮不同时期的不同特点，金融创新可以划分为以下几个阶段：

（一）旨在规避管制的金融创新

20 世纪 50 年代末、60 年代初，各国对金融机构都实施严格的管制，以美国为例，利率方面存在 Q 项条例的严格管制，汇率方面则是布雷顿森林体系下的固定汇率制，国际间的资本流动也存在严格的资本管制。金融机构为逃避管制，纷纷进行创新，这一阶段的创新主要体现在各种类型的货币替代品的创新以及欧洲货币市场的形成。

（二）旨在管理风险的创新

20 世纪 70 年代，布雷顿森林体系解体，浮动汇率获得了合法地位；石油冲击使得各国普遍面临滞胀局面，通货膨胀居高不下；同时，与通货膨胀相伴随的则是利率的异常波动，受到管制的金融机构利率与不受管制的金融市场利率之间经常出现背离。为了有效地管理来自通货膨胀、汇率和利率的风险，基于管理风险的创新不断涌现，如浮动利率票据、货币远期交易和金融期货等。同时，这一阶段还出现了受管制的金融机构为了与

金融市场竞争资金纷纷突破 Q 项条例管制, 创新出越来越多的货币替代品。

(三) 旨在追求“完善市场”的创新

20 世纪 80 年代开始的金融创新在一定程度上具有 70 年代金融创新的特征, 仍强调风险的管理, 但也出现了显著变化。伴随着利率自由化等金融自由化措施的不断推进, 金融市场的不断发展和深化, 使得构造具有不同流动性和预期收益组合的金融创新成为可能, 金融创新的产品链条不断拓展, 如资产证券化等。目前, 金融创新仍在沿着这一路径不断走向深化。

如果将 20 世纪 70 年代的金融创新中庸化, 将之相应的部分分别归入前后两个阶段, 我们又可以将金融创新笼统地归纳为货币替代品型金融创新和“填补缺口”、“完善市场”型金融创新两大类。

二 金融创新对货币政策的影响

国内外学者关于金融创新的研究主要有两大领域: 一是微观层面的研究; 二是宏观层面的研究。微观层面主要研究金融产品创新的机制、机理及其定价理论, 这方面的研究毫无疑问已经取得了长远进展, 而且在不断深化, 这一点从金融创新产品的层出不穷和金融衍生品链条的不断拓展上得到了明显的例证; 宏观层面主要研究金融创新对货币政策的影响, 使中央银行适应金融创新所带来的金融变革, 有效地应对金融创新对货币政策带来的挑战, 改革和完善货币政策调控, 增强货币政策的效应。本书的研究属于后者。

金融创新降低了中央银行控制货币供应量的能力, 使得货币过程进一步复杂化, 这一影响突出地体现在基础货币和货币乘数的变化上。但伴随着旨在加强中央银行货币控制能力的一系列“再管制”措施的出台, 中央银行对货币控制的能力在某种程度上可以得到增强, 如美国《1980 年货币控制法》的出台。因此问题的关键转向货币需求方面。

金融创新对货币需求产生了深远的影响, 进而严重地影响中央银行运用货币政策对经济进行短期或长期调控的能力, 因为货币与名义支出以及由此而来的货币与物价之间的长期稳定的关系变得不稳定, 甚至飘忽不定, 这又突出地体现在货币流通速度的变化上。即使金融创新影响了货币流通速度, 改变了货币与名义收入之间的稳定关系, 但只要货币流通速度

的变化是可预测和稳定的，中央银行当然可以将货币流通速度的变化所引起的货币需求变化纳入货币政策的考虑范围，重新确立自己的货币供应规划，问题的关键就在于金融创新使得货币流通速度进而是货币需求的变化变得不规则，甚至含糊不清、飘忽不定。

这一点可以从 1976 年戈德菲尔德（Goldfeld）的经典论文^①所提出的“迷失的货币”以及随后 20 世纪 80 年代中期出现的反向的“迷失的货币”问题上得到明显的佐证。在 1974 年之前，美国一直存在一个稳定的货币需求函数，而一个稳定的货币需求函数历来被视为中央银行货币政策有效的前提条件之一，这历来是大多数经济学家的共识。但在 1974 年之后，美国的货币需求函数变得不稳定，严重高估的美国的货币需求，即根据货币需求函数所确定的货币数量大于美国经济运行中的货币数量，引发了一轮经济学界关于寻找稳定的货币需求函数的研究热潮。就在经济学界通过不懈努力，重新构造出一个稳定的货币需求函数后，20 世纪 80 年代中期又出现了反向的“迷失的货币”问题，即重新构造的稳定的货币需求函数严重低估了美国的货币需求。

从金融创新的角度看，我们认为，恰恰是金融创新的不断涌现，极大地改变了货币需求的收入弹性与利率弹性，引发了这一问题。“迷失的货币”问题的出现，在于传统的货币需求函数未考虑到金融创新的影响，不断涌现的货币替代品也未被纳入货币供应量统计，因此高估了美国的货币需求。伴随着 20 世纪 80 年代初“再管制”措施的不断出台，货币定义不断修订，越来越多的货币替代品被纳入货币供应量的相应层次，同时通过在货币需求函数中加入反映金融创新影响的变量，有效地体现金融创新对货币需求的影响，从而从两个方面缩小了“迷失的货币”缺口。但伴随着金融创新从货币替代品的创新转向“市场完善”型的创新，货币需求的利率弹性由原来的变大转为变小，基于传统的货币替代品创新所构造的货币需求函数的惯性趋势作用，又在某种程度上高估金融创新的影响，产生了低估美国货币需求的现象。

这或许正如古德哈特（Goodhart）在 1975 年 7 月提交给澳大利亚储

① Goldfeld, S. M., The Case of the Missing Money, Brookings Papers on Economic Activity, 3: 683 - 730.

备银行的论文^①中提出并在1984年出版的《货币理论与实践》^②一书中明确阐述的古德哈特法则（Goodhart's Law）所揭示的一样，“任何观察到的统计规律性，一旦为着控制的目的而被施加了压力，都将失去其规律性”。这无疑为中央银行货币政策的调控提出了严峻的挑战。借鉴博弈论的观点，我们认为，经济变量之间所存在的长期稳定的统计关系，是基于经济变量之间的内生的有机联系而成立的，一旦中央银行发现了这一联系，并试图通过调控某一变量（如货币供应量）来实现最终经济调控目标（如GDP），则改变了原来经济变量的内在属性，即经济变量的变化不再是基于经济系统的内在均衡机制，而是体现了中央银行的调控意图，变量的性质发生改变（内生性被削弱，外生性增强），进而破坏了变量之间的内在稳定关系。而基于实现对某一变量（如货币供应量）的有效调控而建立的一系列制度框架（如法定存款准备金制度）则必然会诱发规避管制的金融创新，从而使这一问题变得更加复杂。

第二节 本书的研究框架

目前关于金融创新对货币政策影响的研究主要集中在货币替代品型的创新，而且很多问题在很大程度上都已经达成了普遍的共识，也已经被应用到各国的货币政策实践。但关于“填补缺口”、“完善市场”型的金融创新的研究，则主要停留在微观层面的研究，而其对货币政策影响的研究尚未取得长足的进展。因此，本书尝试在深化货币替代型金融创新对货币政策的影响的基础上，将研究视野适当拓展到“填补缺口”、“完善市场”型的金融创新。

按照货币政策的传统框架，货币政策的实施与操作是基于经济运行中所存在或出现的货币失衡局面，通过采取一定的货币政策工具操作，改变

① Monetary Relationships: A View from Threadneedle Street and Problems of Monetary Management: The UK Experience.

② C. A. E. Goodhart, "Any Observed Statistical Regularity Will Tend to Collapse Once Pressure Is Placed Upon It for Control Purpose", in *Monetary Theory and Practice: The UK Experience*, London: Macmillan, 1984, p. 96.

经济运行中的货币数量（以货币供应量为例）或价格（以利率为例）环境，影响微观经济主体（企业和个人）的经营、投资与消费等决策，从而实现了对宏观经济的有效调控。按照这一框架，关于金融创新对货币政策影响的研究就可以划分为以下几个方面：金融创新对货币供给的影响、金融创新对货币需求的影响、金融创新对货币政策工具的影响、金融创新对货币政策中介目标的影响、金融创新对货币政策传导机制的影响等。

本书的研究框架就是基于上述路径，具体划分为以下十一章：

第一章为绪论。简要地阐述了本书的选题依据与研究框架安排。不断涌现和深化的金融创新不仅极大地改变了一国的金融版图，而且对一国货币政策产生了深远的影响。鉴于金融和货币政策在一国经济的重要性，关于金融创新对货币政策影响的研究一直是金融理论研究和货币政策实践中的重要问题。

第二章为金融创新：范畴界定与构成。范畴界定是经济研究的前提和基础，本部分在对金融创新的范畴进行界定的基础上，简要地阐述了金融创新的构成，包括金融业务创新、金融制度创新与金融市场创新。

第三章为金融创新的理论回顾与文献述评。本章从国外和国内两个方面对有关金融创新的理论与研究文献进行了简要的综述与述评。国外早期的金融创新理论侧重研究货币替代品的创新，而国外当代金融创新理论则集中研究“市场完善”和“空间填补”型的创新。国内关于金融创新的研究则集中于引进西方金融创新理论，分析我国的金融创新实践。

第四章为金融创新对货币供给的影响。本章突出和集中地体现在早期逃避管制的货币替代品的创新上，金融创新不仅改变了货币的定义，使得货币层次划分复杂化，而且使得货币供给主体增加，并使得中央银行对基础货币和货币乘数的控制能力下降，弱化了中央银行对货币供应量的调控效力，使货币供给呈现出越来越强的内生性。

第五章为金融创新对货币需求的影响。稳定的货币需求函数历来是货币政策有效实施的基石性的前提，金融创新不仅改变了货币需求结构，而且改变了不同类型的经济变量在货币需求函数中的地位和作用，从而降低了货币需求的稳定性。本章侧重回答了关于金融创新对货币需求利率弹性影响研究中一直存在的一个争论，得出了金融创新使货币需求利率弹性下降的结论。

第六章为金融创新对货币政策的影响。本章分析了金融创新对货币政策工具、中介目标和传导机制的影响。总体而言，金融创新使得法定存款准备金率制度和再贴现政策的效率下降，却增强了公开市场操作的政策效应；金融创新使货币供应量作为货币政策中介目标的可控性、可测性与相关性都呈现下降的趋势；金融创新对传统的货币政策传导机制也发生了深远的影响。

第七章为金融创新对我国货币供给影响的实证分析。本章通过选取一定样本区间的 M_2 和 GDP 数据，考察二者之间的长期稳定的协整关系。在实证检验中得出的我国 2002 年货币供应量与 GDP 之间关系的结构性变化较好地验证了金融创新对我国货币供应的影响。

第八章为金融创新对我国货币需求影响的实证分析。本章通过引入一定的金融创新变量，验证了引入金融创新变量的货币需求函数比传统的未引入金融创新变量的货币需求函数具有更大的稳定性，证明了金融创新对我国货币需求所产生的影响，因此，在构建稳定的货币需求函数时，必须充分考虑金融创新的影响。

第九章为加入金融创新的 IS—LM 模型与货币政策。本章综合考虑前面分析中金融创新对货币需求函数、金融创新对货币需求的收入弹性和利率弹性的影响，将金融创新对 LM 曲线的影响嵌入 IS—LM 模型，得出了一个“新” IS—LM 模型，并在这一“新” IS—LM 模型框架下分析了货币政策中介目标的选择与货币政策效应问题，得出了金融创新背景下中央银行应以利率作为货币政策中介目标的结论和金融创新使货币政策效应增强的结论。

第十章为资产证券化与货币政策。鉴于资产证券化是 20 世纪 90 年代以来最重要的金融创新，本章在对资产证券化进行简要阐述的基础上，较为全面地分析了资产证券化对货币政策的影响。资产证券化使得货币政策调控的影响不仅体现为贷款数量的变化，还必须考虑资产证券化所产生的信用总量的变化；资产证券化削弱了传统的信贷传导渠道的效力，并使得利率传导渠道更为不确定。

第十一章为电子货币与货币政策。结合货币形态变化的最新趋势，全面分析了电子货币对货币定义与计量、货币供给、货币需求和货币政策体系的影响。