



金融博士论丛·第十四辑

体制变迁下的 中国货币需求结构研究

A Research on the Structure of China's Money
Demand under Institutional Transition

张 浩 著



中国金融出版社

本书得到中央财经大学“211 工程”三期建设项目经费的资助

金融博士论丛·第十四辑

体制变迁下的 中国货币需求结构研究

A Research on the Structure of China's
Money Demand under Institutional Transition

张 浩 著



中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

体制变迁下的中国货币需求结构研究 (Tizhi Bianqianxia de Zhongguo Huobi Xuqiu Jiegou Yanjiu) / 张浩著. —北京：中国金融出版社，2011. 10

(金融博士论丛. 第14辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6115 - 0

I. ①体… II. ①张… III. ①货币需求—需求结构—研究—中国 IV. ①F822. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 195165 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.5

字数 175 千

版次 2011 年 10 月第 1 版

印次 2011 年 10 月第 1 次印刷

定价 21.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6115 - 0/F. 5675

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序 言

——金融学研究面临的新课题

2008 年发端于美国的全球金融危机至今尚未真正平息。今年以来，随着国际评级机构频繁下调欧美主要国家的政府债务评级，这场源于私人部门的次级债危机正在演变成为影响更加深远的主权债务危机。可以相信，由于很多深层次的结构性问题难以在短期内得到有效解决，欧美国家的货币与金融动荡，以及高失业、低增长的经济低迷态势将会维持相当长的一个时期。

事实上，这场 20 世纪 30 年代以来最为严重的金融危机提出了很多新课题，其中一些可能正在挑战过去几十年我们普遍接受甚至视为正统的观点、理论和政策实践。在诸多新课题中，以下几个或许尤为值得我们认真思考并努力寻找答案。

第一，金融发展是否存在一个适当的度？经典的理论阐述和大量的经验研究显示，金融对于经济发展具有重要的促进作用，甚至在一定意义上也是现代经济的核心。同时，从产业发展的角度讲，作为现代服务业的一个重要组成部分，金融业的发展也是一种必然趋势。但是，美国金融危机告诉我们，金融发展可能存在一个度，其过度的发展和扩张，特别是金融衍生品市场的过度发展对于经济具有极强的破坏力。实际上，金融也是一把“双刃剑”，它在便利资源配置和风险管理的同时，也有可能导致资源的错误配置和创造出更大的风险。因此，如何适度发挥金融的作用，应该是一个值得研究的新课题。

第二，如何反思金融自由化的得失？金融自由化和金融监管

之间的平衡点在哪里？自 20 世纪 70 年代后期起，始于欧美各国的金融自由化浪潮不断兴起，很多国家相继放松利率管制、废除经纪公司的佣金管制、取消商业银行和证券公司之间业务交叉限制、放宽外资银行和非银行金融机构的市场准入限制等。这些措施在大大推动所在国家乃至全球金融业发展的同时，也极大地强化了金融机构之间的竞争。竞争提高了金融部门的服务效率，但利润空间的收缩也导致很多机构走上了过度冒险之途，从而成为金融危机的微观经济根源。危机之后，加强金融监管已经成为很多经济学家的共识，而这意味着金融自由化的进程将出现某种程度的放慢甚至逆转。如何在反思金融自由化的基础上，探寻金融自由和金融监管的新平衡，无疑将是今后一个时期的重要课题。

第三，如何正确看待金融全球化的作用？在过去 30 年里，金融全球化空前发展，各类机构投资者的跨境组合投资大量增加，资本在国际的流动性显著增强。投资者不仅大量购买欧美国家的有价证券，而且频繁地出入于一些新兴市场经济体的信贷和证券市场。从理论上讲，金融全球化有助于一国的跨期均衡，即通过对外借债预支未来的本国储蓄，从而提高本期的增长和就业水平。但在现实中，金融全球化也有可能便利一国过度对外负债，延缓必要的国际收支调整。美国这场金融危机虽然有很多原因，但在一定意义上，也是金融全球化背景下过度对外举债（维持经常项目赤字）的结果。此外，大规模的国际资本流动在不少新兴市场经济体屡屡制造“泡沫生成—破灭”（Boom - Burst）的周期，成为新兴市场经济体金融危机的重要根源之一。可以认为，全面认识金融全球化的作用，充分发挥其积极影响而又努力规避其风险，对金融全球化进行必要的治理和监管，具有非常重要的意义。

第四，如何建立合理的国际货币体系以及相关的全球金融治

理结构？这次金融危机具有深刻的制度根源。以美元为主导的国际货币体系包含着难以克服的“特里芬难题”，是全球经济失衡的重要根源之一。同时，这个体系也赋予了美联储无限制发行货币甚至滥用货币政策的巨大空间，在很大程度上导致了这场金融危机，是危机爆发的制度性根源。可以认为，彻底改革现行的国际货币体系将从根本上减缓乃至消除国际金融动荡。然而，由于缺乏统一的政治意愿，这项改革必将是一个长期过程。在过渡时期，需要着力探索如何建立有效的国际经济政策协调新机制，推动国际货币基金组织的改革，完善全球金融治理结构，确立和强化对主要储备货币发行国的约束。研究和解决这些问题，极为必要和紧迫。

第五，这场危机给中国带来了怎样的机遇和挑战？中国应该从中获取什么教训和启示？由于面临诸多结构性问题，同时也由于加强金融监管和稳固中期财政状况的需要，欧美国家经济增长在未来几年里将很难有明显起色。因此，在今后一定时期，中国经济增长将面临比较严峻的外部环境，过度依赖出口的经济增长模式将会再次受到严重挑战。同时，超过经济增长合理需要的资本流入也可能出现较大幅度的增长，并对宏观经济稳定构成一定的威胁。然而，对中国来说，这些冲击既是挑战也是机遇。中国完全可以利用这一特定的国际经济环境来加快经济结构调整，积极推动更多依靠内需的增长模式的实现。为此，有很多政策性议题值得深入探讨，譬如，如何继续推动人民币汇率制度的改革以促进内外经济均衡的同时实现？如何对货币政策和财政政策进行适当的组合以有效促进经济结构的调整？如何应对国际资本的过度流入以保持宏观经济的稳定？

在应对短期宏观经济冲击的同时，中国也需要继续通过有序的市场化改革和对外开放，促进经济结构调整和可持续增长。在

金融领域，下一步的市场化改革重点将包括：进一步放宽利率管制，逐步实现利率市场化，以促进金融市场的繁荣和发展；有序降低金融机构的市场准入门槛，允许更多的民营资本进入金融部门；继续扩大金融部门的对外开放，通过有序竞争，提高金融部门的服务效率；加强小额贷款和农村金融服务体系的培育和发展；逐步放宽资本跨境流动的限制，为人民币的国际化积累条件等。所有这些面向市场的改革，对中国形成一个高效的金融部门至关重要，值得我们认真研究并积极有序地推进。

应该指出的是，从总体上讲，与美国的过度金融自由化不同，中国目前的主要问题是金融深化不够，金融市场发育比较迟缓，金融在经济生活中所发挥的作用相对不足，因而面向市场的金融改革显然非常必要。尽管如此，美国金融危机也给我们留下了许多教训和启示，其中，最为重要的可能是，应避免金融自由化过程中出现过度竞争和冒险，通过必要的金融监管使竞争和冒险处于合理的边界之内。

工欲善其事，必先利其器。面对后危机时代金融领域所面临的各种新课题，我们需要怎样的理论思维和研究方法？回顾历史，我们注意到，自20世纪70年代末起，伴随着经济的市场化改革和对外开放，中国开始了对西方现代经济和金融理论的学习、引进和运用。经过30多年的探索和研究，学者们对于供给、需求、竞争、垄断、均衡和波动等市场经济运行的基本规律有了全面、系统的认识，对于市场失灵、监管和政府干预的意义这类富有争议的问题也有了较为深刻的理解。在此过程中，不少学者也在应用层面进行了有益的开拓和创新。

应该说，尽管存在诸多缺陷和问题，西方现代经济和金融理论仍然具有较强的科学性和重要的应用价值。我国金融学界的泰斗黄达先生曾经多次提及，改革开放以来，中国金融学科的发展

基本是一个引进和学习西方理论的过程，今后还需要继续引进和学习。因此，继续传承和学习现代经济和金融理论中的科学方法，是我们应对现实中各种政策挑战的重要分析工具。当然，我们也需要创新。这场金融危机为各国从事经济和金融理论研究的学者提供了一个极好的案例学习和理论创新机会。对于中国的经济学者来说，除了运用已有的各种理论对现实问题进行应用性研究外，还应该加强对理论的原创性研究。事实上，在发达国家金融动荡和经济低迷的环境下，中国经济依然能够保持稳步的高速增长，这一事实本身就已经向学者们提供了创新的土壤和灵感。

本系列丛书汇集了近年来中央财经大学金融学院的优秀博士论文。这些论文由指导教师推荐，经同行专家匿名评审，经过了严格的筛选程序。每一篇论文都凝聚了作者至少三年的研究心得和学术创新努力。青年经济学者是学术创新的重要力量。无论这些青年博士的创新努力是否成功，无论其研究成果是否能得到学界的广泛认可，这些论文的公开出版都是一件很有意义和值得欣慰的事情。同时，我也希望本丛书的出版能够激励更多的青年学子投身到严肃的学术研究行列之中，为我国社会科学事业的繁荣和发展作出贡献。

本丛书的面世受到中央财经大学“211工程”三期重点学科建设项目“现代金融学科体系的创新与发展”的资助。在出版过程中，学校“211工程”三期建设办公室和中国金融出版社给予了积极支持和密切配合。对此，我们一并表示衷心感谢。

中央财经大学金融学院院长、教授 张礼卿

2011年10月25日

目 录

0 导论	1
0.1 问题的提出及研究意义	1
0.2 重要概念的界定	2
0.3 对既有主要研究成果的归纳与总结	4
0.4 研究目标、方法与框架	34
0.5 本书的主要贡献及有待进一步研究的问题	42
1 中国货币需求的结构变化及研究视角选择	45
1.1 体制变迁下的中国货币需求变化特征分析	45
1.2 结构变化下的货币需求研究视角的选择	59
1.3 货币需求主体及各主体货币需求的界定	65
1.4 本章小结	74
2 体制变迁下的中国居民货币需求研究	76
2.1 中国居民货币需求的历史回顾	76
2.2 关于中国居民货币需求的实证分析	100
2.3 中国居民货币需求变化的影响分析	110
2.4 本章小结	117
3 体制变迁下的中国企业货币需求研究	119
3.1 中国企业货币需求的历史回顾	119
3.2 关于中国企业货币需求的实证分析	139

2	体制变迁下的中国货币需求结构研究	
3.3	中国企业货币需求变化的影响分析	150
3.4	本章小结	154
4	体制变迁下的中国政府货币需求研究	156
4.1	中国政府货币需求的历史回顾	157
4.2	中国政府货币需求的实证分析	171
4.3	中国政府货币需求变化的影响分析	178
4.4	本章小结	183
5	纳入结构因素的中国总货币需求函数及政策含义	185
5.1	纳入结构因素的中国总货币需求函数	185
5.2	相关建议	195
5.3	本章小结	203
	附表	205
	参考文献	213



导 论

0.1 问题的提出及研究意义

对于货币需求的研究十分重要，它不仅是货币经济学的一个主要研究方向，是宏观经济理论的一个重要组成部分，同时也是中央银行确定和实施有效的货币政策的关键。近几十年来，国内外经济和金融环境发生了较大的改变，各国货币运行变化也表现出许多新的特征，出现了一些传统货币需求理论难以解释的谜团和实践困惑。针对这些谜团与困惑，各国学者都从不同角度尝试对这些变化进行了解释，提出了许多不同的货币需求模型。在中国，近年来货币需求在总量快速增长的同时，货币需求结构出现较大幅度的调整。这种结构变化所产生的原因是什么？其变化有什么规律与特征？这种结构变化对总货币需求的变化会有什么影响？这种影响对货币政策当局货币政策调控又会带来哪些问题，我们如何改进？本书试图通过货币需求的数量与结构相结合的视角来回答这些问题。

从理论上讲,货币需求的研究主要是探讨货币需求动机以及国民经济各变量对货币需求量的影响问题。目前,国内外主流货币理论研究一般将货币持有者看做一个整体,探讨货币需求总量与经济总量之间的关系以及其运动规律。在分析中,学者们普遍忽略不同主体在货币持币行为上的差异,对于不同主体的货币需求行为以及不同主体货币需求占总货币需求的比例变化问题分析较少。但当货币需求中货币定义的范围不断扩大,并且从国民经济发展的全局考察全社会一定时期的货币需要量时,仅由几个总量指标和几组数学公式所构成的货币需求模型已经无法解释复杂的货币经济运行现状,传统货币需求的理论模型的解释力开始下降。因此,本书从结构视角入手,系统探讨不同经济主体的货币需求行为。这是对现有理论研究的一种拓展,具有一定的理论价值。

从实践上看,目前对于中国货币需求的研究主要集中在总量层面上,学界对于当前货币需求结构变化产生的影响研究较少,也没有提出具有针对性和操作性的政策建议,本书的分析弥补了这一缺陷。本书基于中国货币需求结构变化的实际情况,运用结构分析方法,着重研究近年来中国不同经济主体货币需求变化的特点和运行规律,拓宽货币政策操作的分析思路,具有一定的实践意义。

0.2 重要概念的界定



0.2.1 货币需求与货币需求量

什么是货币需求?在分析任何货币需求问题时首先要涉及这

一概念。从理论上说,货币需求是以收入或财富存在为前提,即在具备获得或持有货币的能力范围之内愿意持有的货币量。^① 这里需要强调的是:第一,货币需求是一种能力与愿望的统一体,即只有同时满足两个基本条件才能形成货币需求,首先必须有能力获得或持有货币,其次必须愿意以货币形式保有其资产。有能力而不愿意就不会形成对货币的需求,愿意而无能力只是一种不现实的需求。第二,微观经济主体对货币的需求不仅包括对执行流通手段和支付手段职能货币的需求,还包括对执行价值贮藏手段职能货币的需求。第三,货币需求不仅仅是指对现金的需求,也包括对存款货币的需求,因为货币需求是为了实现商品流通和储藏财富所产生的需求,除了现金以外,存款货币同样能满足这些需求。

货币需求量是一个存量概念,反映的是在特定时间(如月末、年底)、空间(某国或某地区)范围内,社会各主体拥有的货币数量或份额。货币需求量可以从名义货币需求量和实际货币需求量两个角度来测算。所谓名义货币需求,是指居民、企业等经济单位或整个社会在一定时点所持有的货币单位的数量,即根据现价测量的货币持有量,通常以 M_d 表示。实际货币需求量则是根据不变价格测算的货币需求量,即在名义货币需求量的基础上扣除了物价变动因素之后的货币余额,它等于名义货币需求量除以物价水平,即 M_d/P 。本书认为名义货币需求量等于各期期末市场中流通的货币总量,因为货币不管是以现金还是存款的形式存在,最终总是表现为经济主体的持币行为,如果公众不愿意持有货币,其必然通过购买、支付、替代等行为将货币转化为非货币资产。

① 王佩真. 货币金融理论与政策 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2005: 385.

0.2.2 结构与货币需求结构

结构是一个具有丰富内涵的概念,各种复杂的结构构成了大千世界的结构体系,它们彼此相互依赖、相互作用、相互制约。^①在西方,对于结构的研究最早可以追溯到结构主义哲学思想(Constructivism),它强调分析总体各种要素的构成及其关系。瑞典心理学家、结构主义者皮亚杰(J. Piaget)在《结构主义》一书中总结了物理学、心理学、经济学等多个领域中的结构主义思想的共同特征,认为结构是一种关系的组合,各种成分之间的相互依赖,以它们对全体的关系为特征。^②在经济领域,美国经济学家泰勒(L. Taylor)认为:“一种经济体系,如果它的制度和成员的行为,在资源分配过程中逐步形成某些格局,它就有结构。”^③

作为本书研究最基本的概念,本书认为结构是一个系统中各要素相互依赖、相互制约和相互作用的形式与比例关系。与此相对应,货币需求结构则是指在货币需求总量中各组成部分相互影响、相互作用的形式与比例关系。关于货币需求结构的内涵及表现形式详见第1.2节。

0.3 对既有主要研究成果的归纳与总结

任何研究都是建立在前人研究和分析的基础之上的,因此要

① 项俊波. 结构经济学——从结构视角看中国经济 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2009: 2.

② 徐崇温. 结构主义与后结构主义 [M]. 沈阳: 辽宁人民出版社, 1986: 16.

③ 泰勒. 结构主义宏观经济学 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1990: 1.

研究中国货币需求,建立符合中国实际的货币需求理论,有必要对中外货币需求已有研究做一个系统的回顾,并在比较分析中寻找本书研究的起点。

0.3.1 西方货币需求理论的发展

1. 西方早期货币需求思想和古典货币需求理论。从西方经济思想发展的历史来看,对货币需求的研究,最早可以追溯到古希腊和古罗马时期。但在中世纪结束之前,关于货币需求的研究一直没有形成体系,有关货币需求问题的探讨主要反映在不同学者的政治或哲学著作中,讨论的重点主要是为什么需要货币的问题。

直到15世纪末16世纪初,伴随着新兴资本主义制度的建立,经济学(或政治经济学)成为一个独立的学科,许多学者开始逐渐关注流通中的货币,并从不同角度探讨流通中货币的决定问题。其中,威廉·配第(William Petty)最早(1662年)系统分析了货币流通问题,提出了适量货币流通理论,并指出适量货币需求取决于交易总额和货币流通次数(货币流通速度)。^①詹姆斯·斯图亚特(James Steuart)于1767年指出“货币在国内流通中的用途可归结为两点:用于支付债务和用来购买所需要的东西;两者结合起来构成了对现金的需求”,^②并且第一次提出了流通中的货币量决定于商品价格还是商品价格决定于流通中的货币量的问题。他认为:“商业和工业的状况,居民的生活方式和日常开支,这一切加起来,调节并决定所需现金的数量。”亚当·斯密(Adam Smith)在《国富论》中也分析了一国流通所需要的货

① 威廉·配第. 赋税论 献给英明人士 货币略论 [M]. 陈冬野等译,北京:商务印书馆,1963.

② 马克思. 政治经济学批判 [M]. 北京:人民出版社,1976:145.

币量问题，认为“一国每年所流通的货币量取决于每年在国内流通的消费品的价值……每年在国内流通的消费品的价值减少，国内每年所通用的货币量也减少”，“反之，每年在国内流通的消费品的价值增加了，当然需要更多的货币量来流通”。^①之后，大卫·李嘉图（David Ricardo）在《政治经济学及赋税原理》中说：“一国所运用的货币量，必然取决于其价值。如果只用黄金来流通商品，其所需的数量将只等于用白银流通商品时所需白银数量的十五分之一。”^②在另一处，李嘉图还明确地指出：“一国作为货币支付所需的金银数量，或用纸币代替铸币时纸币所代替的金银数量，决定于（1）金属的价值；（2）支付的价值即数额；（3）支付时对支付手段的节约程度。”此外，法国重农学派的创始人魁奈（Francois Quesnay）于1758年在《经济表》中明确提出商品流通决定货币流通的观点，并考察了货币流通在社会再生产过程中的作用。

在总结前人研究的基础上，卡尔·马克思（Karl Marx）于1867年对货币流通进行了更加深入的剖析，提出了著名的货币必要量公式。马克思货币必要量公式是以金币（或金属货币）流通为假设条件，其论证的逻辑是：（1）商品的价格取决于商品和货币的价值，而价值决定于生产过程之中，所以商品是带着价格进入流通的；（2）商品数量和价格的多少决定了需要多少货币来实现它；（3）商品与货币交换后，商品退出流通，而货币却留在流通中多次媒介商品交换，因而货币流通几次就等于媒介了几倍于它的商品。这一论证可以写成公式：

① 亚当·斯密：《国民财富的性质和原因的研究》[M]。北京：商务印书馆，1972：312-313。

② 大卫·李嘉图：《政治经济学及赋税原理》[M]。北京：商务印书馆，1962：301。

$$\frac{\text{执行流通手段职能的货币必要量}}{\text{商品价格总额}} = \frac{\text{同名货币的流通速度}}{\text{同名货币的流通速度}}$$

若以 M 表示货币必要量, P 表示价格水平, Q 表示代售商品的数量, V 表示货币流通速度, 则可以表示为

$$M = \frac{PQ}{V}$$

该公式表明, 一定时期内执行流通手段的货币必要量主要取决于价格水平、进入流通的商品数量和货币的流通速度, 它与商品价格水平、商品数量成正比, 与货币流通速度成反比。

在分析了金币流通条件下的货币数量规律之后, 马克思又分析了纸币^①流通问题。马克思认为纸币本身没有价值, 其仅在流通中作为黄金的代表。由于流通所能吸收的黄金量是客观决定的, 那么市场中无论有多少纸币也只能代表客观所要求的黄金量。这样, 在市场中投入的纸币越多, 每一单位纸币所能代表的黄金量越少, 相应地商品的价格就上涨。于是, 在纸币流通条件下, 纸币数量的变化则成为商品价格涨跌的决定因素, 即把金币流通条件下货币数量与价格之间的决定关系颠倒了过来。不过, 需要说明的是, 马克思论述的纸币规律是在其金币流通规律的基础上推演出来的, 而不是对金币流通规律的否定。

马克思的货币必要量公式具有重要的理论意义, 它反映了商品流通决定货币流通这一基本思想。在马克思的理论中, 货币是为了适应商品交换的需要而产生的, 并随商品的交换而进入流通, 根据交换的需要而变换自身的数量。

20 世纪初, 美国教授费雪 (Irving Fisher, 1911)^② 提出了著

① 在马克思经济著述中纸币是指由国库发行、强制行使、不兑现的钞票。

② Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises* [M]. 2nd, ed. New York: Macmillan, 1911.