

金融经济前沿问题文库

孙伯银 著

# 货币供给内生的逻辑


HUOBI GONGJI NEISHENG DE LUOJI

  
中国金融出版社

金融经济前沿问题文库

# 货币供给内生的逻辑

孙伯银 著

 中国金融出版社

责任编辑：刘小平

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

### 图书在版编目 (CIP) 数据

货币供给内生的逻辑/孙伯银著. —北京：中国金融出版社，2003.7

(金融经济前沿问题文库)

ISBN 7 - 5049 - 3099 - 7

I. 货…

II. 孙…

III. 货币流通 - 研究

IV. F820.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 055169 号

出版 **中国金融出版社**  
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部：66024766 读者服务部：66070833 82672183

http: //www. chinafph. com

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 9.125

字数 251 千

版次 2003 年 7 月第 1 版

印次 2003 年 7 月第 1 次印刷

印数 1 - 3089

定价 22.00 元

如出现印装错误本社负责调换

# 序

货币供给的内外生性问题是经济学上的一个老问题，也是新问题，其引发的争议几乎贯穿于整个货币发展演变史之中。这个问题之所以争议不断并倍受关注，一方面因为这个问题确实很复杂，货币制度处于不断变化之中，理论与实践存有较大差异；另一方面因为这个问题至关重要，直接关系到政府（中央银行）能干什么、不能干什么，政策如何制定，效果如何，直接影响经济活动。

在经济学上，假设货币供给外生的新古典理论一直是经济学的主流理论，其研究重点在于货币需求和公众的流动性偏好。凯恩斯在这个问题上持矛盾态度。在《通论》中假设货币供给是外生的，而在《货币论》及此后的有关文献中却又流露出货币供给内生思想。后凯恩斯主义和流程理论基于此及卡莱茨基、熊彼特等学者的有关论述，从银行货币创造和中央银行维持系统流动性职能的角度提出货币供给内生理论。对比起来，新古典理论的影响是深远的，新古典综合理论的出现以及现代货币主义的复兴都加强了这种影响。但是先验假设货币外生，且未能说清货币如何进入经济过程、如何影响实际经济，始终难以令人信服。金融创新和货币替代使央行的货币控制力减弱，尤其是在治理通货紧缩问题上货币政策作用不大的事实，都使新古典理论遇到挑战。而后凯恩斯主义和流程理论似乎能够较好地解释上述问题。但是尚未形成一个完整的理论框架，对许多观点内部也存有很大争议，如对中央银行是否可以拒绝银行借款需求、流动性偏好对货币供给的影响、政府与央行的关系等等，有待于进一步发展和整合。

孙伯银博士经济学知识广博，理论基础比较扎实。他所著《货币

供给内生的逻辑》一书，对货币内外生理论进行了系统深入的比较分析，推进了货币内生理理论的研究与建设。纵观全书，资料文献丰富，观点明确，分析深入，论证比较有力，在理论上取得了一些突破和创新。如在对货币内外生理论进行比较研究的基础上，从市场融资需求和银行货币创造入手，分析银行准备需求与央行供给、财政与央行的关系、外汇收支的影响等，形成了一个较完整的货币内生理理论框架；对传统货币乘数理论给以深刻批判，提出货币除数观点，并对货币供给内生过程进行了模型分析，形成了自己对货币内生理理论的系统观点；随后研究我国货币供给特点，提出货币供给的政治内生性和市场内生性观点，并进行了计量检验；最后对主流理论有关流动性偏好理论与货币内生理理论进行初步整合，对凯恩斯的流动性偏好理论在货币内生框架中做出重新表述，并提出治理恶性通货紧缩的货币化对策等。

马克思主义告诉我们，没有不变的真理，一切以时间、地点和条件为转移。经济金融波动及其制度变迁，产生新情况，出现新问题，促使我们反思传统理论，不断修正，趋向新的真理。在货币内外生问题上，在金本位制下，货币外生论无疑是正确的，但转向信用货币制度以后，就出现了较大的局限性。金融创新活动加剧，中央银行对货币的控制力减弱，各国先后被迫放弃货币目标，说明了其在实践上的问题。当然，这并不是说货币外生论已被人抛弃了。在未来，其可能仍将居于主导地位，原因有三：一是理论解释与实际操作往往不是一回事，政策调控注重可预见性、可操作性，而不看重因果关系，加之大部分情况下，市场融资需求存在，央行政策操作有较大空间。因而在操作意义上，中央银行更倾向于货币供给外生、重视货币乘数；二是传统货币外生理论与新古典经济学密不可分，影响深远，金本位制下货币供给是外生的、财政与中央银行都是政府机关使货币外生论给人以正确的感觉。三是货币内生论本身尚不完善，有待于进一步的发展。

无论如何，该书具有较重要的理论价值和现实意义，它将深化我

---

们对有关问题的理论认识，有助于完善中央银行政策操作。目前而言，对央行制定有效对策，克服通货紧缩现象，保持经济持续快速增长，有着重要的参考意义。

**赵海宽**

**2003.6.1**

# Introduction

Whether money supply is endogenous or exogenous is one of the most fundamental problems in monetary economics. The economists have been quarreling for about 150 years. Although the exogeneity of money supply has been the mainstream views, the money supply endogeneity, as the rival, has also got enriched especially since the sixties. And from the 1980s on, it is rising to its feet. With the dangerous shadow of deflation in the new contrary, more economists focus on the old problem, and suspect the dogma of money endogeneity. Money exogeneity means the central bank may control money supply in its own way. Otherwise, what the central bank can do is only to adjust the rate of interest, cooperated with other policies.

The book follows such a path that starts but introduction from theoretical study to demonstrating analysis and policy implication. It is divided into four sections or eleven chapters, forming an integrating theory system.

The first section consists of two chapters. As the foundation of my study, it gives a comparative analysis of the basic money – related problems, and all different theories about money exogeneity and endogeneity. The second section, as the main contents of the theoretical study, includes five chapters from chapter three to chapter seven. It begins by analyzing the corporation and public demand for credit in chapter three, and ends with modeling analyzing the process of money supply endogeneity. The third section including chapter 8, chapter 9 and chapter 10, is the contents of the demonstrating analysis. of course, owing to the fact that the endogeneity of money supply in China is different from the

west, it is also a theoretical innovation. The last section is chapter 11, which analyses the consequent policy in an economy with endogenous money supply.

The basic viewpoints and innovation in the book are as follow: (1) Give a systematic research and comparative review on the exogeneity and endogeneity of modern money supply to clarify different views, and probe from the angle of methodology into the roots that these conflicts come into being. (2) Begin by studying the credit demand, then investigate the credit supply, reserve demand and supply, expand to the influence of the Finance balance and foreign exchange balance, proving the logic of money supply endogeneity. Finally, a model is set up to outline the endogenous process of money supply, forming an integrating theory system. (3) Credit supply is endogenously determined by credit demand, but this doesn't mean that banks have to meet all credit demand, what they accommodate is only the credit - worthy demand. And credit ration is consistent with the logic of money endogeneity. (4) Chapter five demonstrates money supply endogeneity under two different economic states, which are deficient demand for credit or not, I put forward two theoretical basis, namely, modern credit monetary system which is based on fiat money, and the responsibility of the central bank which is to maintain the liquidity of the whole system. Finally, after considering the financial innovation and base stock, I set up a theoretical framework of money endogeneity. (5) The following chapters add the government sector and foreign exchange sector to the above framework in turn; it proves the above conclusion right invariably. (6) Chapter 7 criticizes the money multiplier, while advocates the money divisor and builds a theoretical analyzing model. (7) The next two chapters analyze the endogeneity of money supply in China; I put forward such a view that money supply is mainly political endogenous before 1997, while market endogenous after 1997. In chapter 10, Granger - Sims test and regressive analysis are used to demonstrate the above views. (8) The book ends with a discussion about the policy implication of money endogeneity. First, restating Keynes' s liquidity trap theory, I think it



better to say the deficiency of the effective credit demand, rather than infinite speculative demand. Then analyzing adaptive policies to different conditions (inflation or deflation), and suggesting a defensive policy.

# 目 录

导 论	1
0.1 问题的提出	1
0.2 理论差异的根源：不同的方法论	6
0.3 本书研究方法	12
0.4 理论框架与主要内容	15
0.5 本书创新及下一步研究方向	20
第 1 章 对货币问题的再认识	23
1.1 未来不确定性与货币契约	23
1.2 货币的信用本质	30
1.3 货币需求 $\neq$ 信贷需求	39
1.4 货币创造与货币流通	43
1.5 内外生货币范畴	47
第 2 章 货币内外生理论：一个比较	56
2.1 货币外生论（一）：主流观点	56
2.2 货币外生论修正（二）：早期后凯恩斯主义	63
2.3 货币内生论（一）：后凯恩斯主义观点	65
2.4 货币内生论（二）：流程理论与后凯恩斯理论比较	69
2.5 理论研究起点：准备供给还是市场需求	71

---

<b>第3章 信贷货币需求及流通分析</b> .....	73
3.1 信贷需求概况 .....	73
3.2 企业融资需求及决定因素 .....	75
3.3 信贷货币创造流程分析 .....	83
3.4 利率弹性偏低的信贷需求曲线 .....	92
<b>第4章 货币供给内生性（一）：从银行角度的分析</b> .....	96
4.1 银行贷款是否受准备约束 .....	96
4.2 银行信贷内生性是否只能适应需求 .....	100
4.3 银行适应有可贷价值的信贷需求 .....	103
4.4 信贷供给内生与透支便利没有因果关系 .....	105
4.5 信贷分配与货币内生的一致性 .....	107
<b>第5章 货币供给内生性（二）：从中央银行角度的分析</b> .....	113
5.1 引言 .....	113
5.2 货币供给内生性：需求不足的情形 .....	122
5.3 货币供给内生性：需求一定条件下 .....	124
5.4 对结构主义三种认识的批判 .....	131
5.5 负债管理创新与央行适应的一致性：理论综合 .....	137
5.6 准备内生性：美联储的实践案例 .....	144
<b>第6章 货币供给内生性（三）：扩展分析</b> .....	147
6.1 引言 .....	147
6.2 有关政府收支与货币供给关系的观点评析 .....	148
6.3 政府收支与货币内生：财政透支情况下 .....	151
6.4 政府收支与货币内生：财政不能透支情况下 .....	155

---

6.5	开放条件下货币供给内生性 .....	161
6.6	结语：对财政与央行关系的思考 .....	164
<b>第7章</b>	<b>货币供给内生过程：模型分析 .....</b>	<b>167</b>
7.1	货币乘数理论批判 .....	167
7.2	转向货币除数模型 .....	173
7.3	货币供给内生模型：比较分析 .....	176
<b>第8章</b>	<b>中国货币供给（上）：政治内生性为主 .....</b>	<b>187</b>
8.1	既有研究文献综述 .....	187
8.2	1997年前货币供给：政治内生为主 .....	189
8.3	信贷需求特征：软约束膨胀 .....	195
8.4	银行信贷供给内生性 .....	201
8.5	央行货币供给内生性（一）：再贷款分析 .....	207
8.6	央行货币供给内生性（二）：财政影响 .....	212
8.7	外汇收支变化的影响 .....	215
<b>第9章</b>	<b>中国货币供给（下）：转向市场内生性 .....</b>	<b>219</b>
9.1	1997年后货币供给：转向市场内生性 .....	219
9.2	信贷需求：有效需求减少，无效需求增加 .....	221
9.3	信贷供给：拒绝无效需求，转向市场内生性 .....	224
9.4	货币内生扩张：基于政府创造需求 .....	228
<b>第10章</b>	<b>货币供给内生性计量检验 .....</b>	<b>232</b>
10.1	关于格兰杰—西姆斯检验方法的问题 .....	232
10.2	国外有关实证支持：货币供给内生 .....	234

---

10.3 国内的实证检验：货币供给内生 .....	237
<b>第 11 章 政策含义 .....</b>	<b>246</b>
11.1 货币内生论下的政策工具 .....	246
11.2 不同时期不同的政策操作 .....	250
11.3 采取预防性政策的重要性与可行性 .....	259
<b>参考文献 .....</b>	<b>263</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>276</b>

# 导 论

## 0.1 问题的提出

### 0.1.1 本书的理论意义和现实意义

现代货币经济领域存在三大悬而未决的问题，即：（1）货币是中性的还是非中性的，也就是，货币对实质经济有无影响。主流理论（即新古典综合理论和现代货币数量论，统称为新古典理论<sup>①</sup>；同时由于它们在西方居于正统地位，又称为正统理论）基于实物分析传统，认为货币对实质经济的影响仅限于短期，在长期内只会导致物价上涨；早期新古典理论（凯恩斯之前）认为货币是面纱，完全否认货币的作用。约翰·斯图亚特和穆勒曾说过，在经济中货币是最不重要的，如同惟一神教神学中的神，存在但不起任何作用。凯恩斯称之为实物经济分析；与之相对，非正统理论（以后凯恩斯主义、制度学派为代表）基于货币分析，认为货币是资本主义生产过程不可分割的一部分，因而无论何时何地都不是中性的。（2）货币供给是内生的还是外生的，也就是货币由银行系统（包括中央银行）外生决定，还是由经济系统内的市场需求内生决定。其中，主流理论以外生论为先验假

---

<sup>①</sup> 本书将主流理论等于新古典理论，是就一般意义上而言，或者说，反映了理论界多数学者的看法。当然，并不否认有的学者对此存有异议，如 Colander 认为多数主流学者研究的问题超出非主流学者定义的新古典范畴，非主流学者通常将他们不赞同的理论观点称为新古典观点（Colander: *Beyond New Keynesian Economics*, Edward Elgar, 1999, P287）。

设,分析货币需求和供给问题,没有说清货币如何进入经济、如何影响经济等基本问题,给出了许多与现实不符的解释,但是在世代传授中,为人们所熟知所接受;而货币内生论作为非正统理论,尽管基本观点正确,但由于尚未形成一个完整的理论体系,影响力相对较弱。(3)利率由何决定,货币政策的效果如何。深入研究可知,三者之间密切相关,其中,第二点是问题的核心,它与其他两个方面密切相关。一般而言,货币内生意味着货币非中性,而货币外生意味着货币中性。尽管不容否认在货币外生条件下,新古典综合理论认为短期内非中性,但是这种非中性与货币内生条件下的非中性显然不同,且不改变长期内货币中性实质。由此可见,货币供给是内生的还是外生的是货币经济学中不容回避的最基本的理论问题,直接涉及宏观经济理论及有关对策研究,构成许多理论和现实问题争执的根源。

从现实来看,自现代信用货币制度建立以来,经济增长一直受到通货膨胀和通货紧缩的困扰。如何解释这些现象并加以有效治理,中央银行政策如何操作、效果如何一直是决策者们最为关心的问题之一。自20世纪90年代以来,由于市场需求不足,经济衰退、通货紧缩的危险加大。日本泡沫经济破裂以后,经济长期陷入衰退和通货紧缩之中;中国经济自1997年以后,出现通货紧缩现象,引起学者们极大的关注和争议。根据货币外生理论,中央银行(以下简称“央行”)可以增加货币供给,但是由于流动性陷阱的作用,利率政策失灵;根据货币内生理论,这时货币政策(主要是利率政策)失灵,货币供给不能乘数扩张,货币政策只能服从于财政政策;本书研究表明,外生论的解释是片面的,因为货币供给具有内生性,没有有效信贷需求和准备需求,央行不能外生决定货币供给扩大;同时,尽管二者都主张依靠财政政策创造需求、支持经济增长,外生论没有注意的是,这本身体现了货币供给内生的逻辑。因此,央行的有效政策操作是,既要防止通货膨胀,也要防止通货紧缩,采取预防性的相机抉择政策,稳定公众预期。

### 0.1.2 货币内外生理论的发展与变迁

从历史上看,货币内外生理论的争论由来已久,如果从18世纪银行学派与通货学派论战算起,到目前为止已有150多年的历史。在此过程中,双方的基本观点随货币制度、金融制度的发展演变而呈现出不断深化的时代特征:在早期金本位制下,古典意义上的争论集中在货币与经济行为的因果关系;现代央行出现以后,增加了基础货币供求、银行贷款与存款、存款与准备等内容。当然,主体仍然是银行系统货币创造与经济系统货币需求之间的关系。对这一问题认识与争论贯串于整个货币经济理论的发展与演变之中。

货币外生观点作为新古典经济学的基本观点源远流长。货币数量论的早期倡导者洛克和休谟最早提出了货币是经济行为变化的原因的观点。当时的货币制度处于金银等商品货币本位制下,随后尽管商品货币为信用货币所取代,但货币外生观点一直是正统理论(新古典理论)的基本观点。它们基于货币供给外生假设,认为央行可以通过准备控制信贷货币供给,理论依据是货币乘数模型和货币数量方程式。其中,货币乘数模型发现于20世纪20年代;30年代欧文·费雪将古典货币数量论简化为著名的现金交易方程式。随后,剑桥学派提出余额方程式、凯恩斯提出流动性偏好理论,对此做了进一步的发展。基于货币供给外生假设,随后对货币理论的研究集中在货币需求函数方面。50年代以后货币供给内生思想复兴,出现于英国拉德克利夫报告(Radcliffe report)和早期后凯恩斯学者的论述中,但是并未引起学者们的重视。新古典综合派和现代货币数量论先后出现,但货币理论的研究仍然集中在货币需求和流通速度的稳定性、货币需求对利率敏感性以及货币与国民收入之间的传导机制等方面。直到70年代末80年代初货币主义实验失败以后,新古典理论的货币外生假设受到普遍怀疑,许多主流学者注意到货币乘数一定程度的内生性转向外生论的边际修正。

作为外生论的对立面,货币供给内生论一直是非主流理论。对其



起源，一般追溯到 18 世纪银行学派与通货学派论战时期。当时，通货学派以李嘉图为代表，秉承洛克和休谟的观点，坚持货币数量论，认为货币是经济行为变化的原因（即外生），因此必须限制银行券的发行，实行 100% 的黄金准备。银行学派以图克、斯图亚特和米尔达尔为代表，认为信贷供给源于非银行公众的信贷需求，银行券发行是源于贸易需要，货币供给的不稳定性反映了经济周期的不稳定性。由于可兑现和回流机制，不会出现过量发行问题。只有不兑现银行券由于没有回流机制，可能出现过量发行问题。但无论如何，央行限制银行系统供应信贷、发行银行券都是不可取的，其结果往往是与实际需求有偏，扰乱了银行系统的信贷活动。因而，央行对可兑现银行券的发行没必要限制。换言之，他要控制的不应是货币的数量，而应是质量，即将贴现借款限定在真实票据方面。结果，货币学派的观点为英国政府所接受，1840 年的英格兰银行条例体现了这一精神。我认为其原因主要有以下三个方面：（1）与当时的商品货币制度有关。商品货币制度下，货币供给在很大程度上是外生的；（2）因为当时的政府缺乏有效调控货币供给的能力和手段；（3）从理论上分析，通货学派理论基于新古典理论，而银行学派缺乏坚实的理论基础，尽管后来发展成为实质票据论，同样不尽符合实际。

此后，许多学者包括马克思、维克塞尔、凯恩斯等都对货币内生性做了相对深入的研究。其中，凯恩斯的影响巨大，尽管没有明确提出货币供给内生观点，但在其论著《货币论》中，揭示了货币供给内生思想，在《通论》之后的有关文献中提出的融资需求理论被后凯恩斯主义和法国意大利的流程学派所继承发展，成为货币供给内生论的基石。至于《通论》以货币供给外生为假设前提，尽管可能出于简化分析、避免进一步的争论的目的，但并不表明凯恩斯是内生论者；同