


信用创造、货币供求 与经济结构

Credit Creation, Money and Economic Structure

李斌 伍戈 © 著

 中国金融出版社

信用创造、货币供求 与经济结构

Credit Creation, Money and
Economic Structure

李斌 伍戈◎著

 中国金融出版社

责任编辑：张 驰

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

信用创造、货币供求与经济结构 (Xinyong Chuangzao、Huobi Gongqiu
yu Jingji Jiegou) / 李斌, 伍戈著. —北京: 中国金融出版社, 2014. 12
ISBN 978 - 7 - 5049 - 7698 - 7

I. ①信… II. ①李… ②伍… III. ①信用货币—研究 ②货币—供
求关系—研究 IV. ①F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 276612 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 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 24.75

字数 316 千

版次 2014 年 12 月第 1 版

印次 2015 年 2 月第 2 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7698 - 7/F. 7258

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序 一

近年来，货币金融问题已越来越成为宏观经济政策讨论的焦点领域之一，特别是2008年爆发的国际金融危机更为这一趋势起到了推波助澜的作用。现实中，绝大部分经济学家都没有预料到此次国际金融危机对全球经济的影响会如此巨大和深远，国际金融危机的全面爆发至今已逾六年的时间，尽管各经济体都努力从20世纪应对“大萧条”的冲击中汲取经验教训，也都迅速采取了逆周期宏观财政政策和货币政策，甚至是“超常规”的政策，但目前大多数发达经济体仍陷入持续的经济疲弱和结构调整不力的泥潭之中。

尽管货币金融问题如此重要，但近年来有关这方面的系统性书籍却不多见，结合中国现实国情的有价值的货币论著更少。怀着先睹为快的心情，我通读了李斌博士和伍戈博士的这本专著，掩卷沉思，不禁被这本书的结构分析视角、货币主义逻辑框架以及历史主义的演进脉络所吸引。本书既充满现代经济学的一般方法论，又饱含浓厚的中国本土气息，学术的严谨性和行文的流畅性，使得整个阅读过程充满愉悦之感。具体来说，有以下几点初步的读后感想：

一是本书创新性地采取了结构化视角来观察中国的现实货币问题。货币一般都被视作宏观经济中的总量问题，货币政策也是

作为总需求调节的工具来加以运用。但近年来的国内外经济金融事实似乎更加明确地告诉我们，对货币问题的探讨不能离开对经济结构的考察，否则很可能会出现“皮之不存，毛将焉附”的思维困境；同样，运用货币政策的同时不能忽视解决深层次的经济结构性问题，否则很可能会遭遇“事倍功半”或“过犹不及”的政策迷局。对于中国这样具有新兴加转轨特征的经济体，经济结构性矛盾往往更加突出，各种结构性变化如同各类“冲击”作用于宏观经济，这也使与之紧密相关的货币问题变得更加复杂和不确定。这种影响不仅体现在货币需求、货币供给方面，也体现在货币供求均衡以及货币与通胀、产出等实体经济变量的交互动态上。因此，引入结构视角来分析和研究这些问题，就显得十分重要。

二是本书贯穿了货币主义的逻辑框架，并将其融会于中国的政策实践探讨之中。本书给人的一个直观美感在于其逻辑框架系统、论证思路完整。其分析框架与传统货币金融理论是一脉相承的：首先谈货币的起源及信用创造，这对应的是经典理论中的货币供给部分；其次论述货币需求的结构性变化；最后再探讨货币供求均衡等问题。值得一提的是，上述每个方面的论证都不是“纸上谈兵”，而是充分结合了中国货币金融领域的突出问题和货币政策实践。两位作者在传统货币数量论的基础上，创新性地探讨了货币信用创造的新渠道、时变性的菲利普斯曲线、M2/GDP 动态演进路径以及结构性通胀等诸多重要现实问题，许多概念与论证方式都让人有耳目一新的感觉，这可能与李斌博士和伍戈博士长期在中央银行货币政策操作一线工作有关，这也使他们对这类问题的把握更敏感、更前沿。通读全书，我们既可以充

分感受到他们对传统货币数量论的深刻理解，也可以清晰看到他们对货币主义理念的传承、创新与发展所进行的探索。

三是该书紧扣了历史主义的演进脉络，将中国的货币金融发展与宏观经济动态有机结合。“以史为镜”，是该书行文的一个突出特点。李斌博士与伍戈博士在对基本货币规律的论证过程中，紧紧围绕了国内外经济金融历史发展的鲜活主线：从危机前全球失衡的大背景到危机后货币信用创造渠道的新变化，从产业结构变化对潜在产出的影响到通胀—产出关系的动态变化，从流动性过剩（不足）到结构性通胀（通缩）以及广受争议的存贷差和存贷比等，都无一例外地铭刻着历史变迁的印记。熟悉这段历史的读者可以清楚地看到，本书涉及了近年来国内外诸多重大的货币金融事件和热点话题。读其内容，仿佛是在观看一部中国近年来货币金融重要理论谜题的历史。在时空交错变化之间，让我们在体会货币金融时代特征的同时，理解历史岁月所积淀下来的货币经济规律与发展趋势，从而能为未来宏观经济及货币政策制订提供借鉴和启示，这也是这本书的现实价值所在。

是为序。

林毅夫

2014年10月3日于朗润园

序 二

货币供给及其与经济增长和通货膨胀之间的关系，始终是宏观经济学和货币经济学最重要的研究领域。

在主流经济理论中，货币由中央银行供给，它的变化在短期内会影响经济增长，长期中则呈“中性”，即只影响价格总水平。由于新古典理论中的微观主体都是同质且充分竞争的，主流经济理论为我们描述的实际上是一个理想化的均匀环境。在这个从总量到总量的假定下，货币的逻辑比较容易理解，货币政策的定位与作用也十分清晰。将基于这种假定的理论运用于发达经济体，就有过于简单之嫌，用之分析如中国之类新兴加转轨经济体的更为复杂的货币金融问题，就更显得“隔靴搔痒”了。应当认识到，我们面对的经济，具有明显的结构性特征。正是这些结构性特征，显著影响着货币运行的规律，影响货币、增长与通胀的匹配关系，进而可能使货币、通胀这样的总量问题也呈现出明显的结构化特征。因此，采用多部门模型而不是单部门模型，选取结构化视角而不是简单的总量视角来分析和观察货币问题，具有十分重要的方法论价值。事实上，通过转换视角和选取新方法来展开对“老问题”的研究，正是一切科学发展的正道。这种例子，在经济学发展过程中俯拾皆是。例如，购买力平价（PPP）是汇率决定的最重要理论之一，但实证检验却发现其存

在系统性偏差。为校正这偏差，巴拉萨—萨缪尔森等通过引入将经济体区分为贸易品部门和非贸易品部门的结构性方法，显著改善了理论解释力，对长期汇率决定理论进行了重要发展与完善。李斌、伍戈的《信用创造、货币供求与经济结构》一书之所以值得推荐，就在于它立足于中国的国情，将结构主义的方法贯穿于分析中国的货币供给、货币需求以及货币与产出、通胀之间的动态关系，从而在诸多问题上取得了重要而有趣的发现，深化了我们对货币经济与金融运行的认识。

中国经济运行的结构性矛盾始终十分突出，这一实体经济基础，对中国的货币政策产生了明显影响。在本世纪的头十年里，从上个世纪延续下来的储蓄率偏高、消费率过低的结构性矛盾依然突出，甚至更加恶化，大量国内产出需要外需消化，从而导致外汇以更大的规模流入。为维护汇率基本稳定，中央银行被迫购汇“吐出”基础货币，这自然很容易造成国内流动性偏多的格局，进而积累通胀的压力。对中国这样一个大型经济体而言，长期依靠外需发展显然不可持续。正是基于对经济运行矛盾的准确判断和把握，中国政府早在上世纪末就提出了推动经济结构调整和转变经济发展方式的战略。在这一总战略下，中央银行在通过汇率渐进升值和大规模对冲组合应对偏多流动性的同时，也一直强调经济结构调整，以期为从根本上解决体制机制问题作出贡献。然而，就其功能而言，货币政策是短期的总需求管理工具，它不可能从根本上纾缓结构性矛盾，反而可能处处被结构性问题掣肘。面对长期和深刻的结构调整过程，货币政策的基本着力点恐怕应置于保持货币金融环境基本稳定方面，旨在为结构调整争

取时间，为产业升级创造稳定的预期。这种对货币政策发挥作用的环境和能力的冷静思考，在这部书里贯穿始终。我以为，这是本书值得一读的又一特点。

有一种看法认为，主流经济学的单部门模型更适于发达市场经济体，而多部门模型仅适用于发展中国家和发展经济学。这是误解。实际上，发达经济体也面临深刻的结构性问题。以货币政策为例，以往的主流奉所谓“单一目标和单一工具”的政策框架为主臬，中央银行仅仅通过调节短期政策利率来实现物价稳定目标，进而影响长期利率。此次国际金融危机告诉我们，正是对这种政策范式的迷信，使得货币政策一度对泛滥的危机束手无策。国际金融危机的历程让我们认识到：维护币值稳定并不必然意味着金融稳定，保持一般商品市场供求平衡并不必然意味着资产价格和金融市场稳定，同时，货币政策传导可能极大地受制于金融机构的顺周期行为。如此等等都昭示我们，需要在中央银行的政策武器库中增添政策工具，并强化宏观审慎等政策工具的应用。在市场非完美、市场主体行为可能存在非理性和动物精神的背景下，我们需要用更接近现实的分析工具来研究经济问题，结构化的分析视角便属此类。

本书的两位作者既有扎实的理论功底，又长期在中央银行从事货币政策的研究与实际操作，这使他们得以将宏观经济和货币经济学的分析工具熟练地运用于复杂的宏观调控实践之中，写出了这部既有理论价值又有实践意义的专著。这的确可喜可贺。

当前，中国经济正处在全面转型的新常态，货币政策框架自

身也在经历着重大的调整，无论是经济还是货币金融，都有大量重要问题需要我們进行深入研究，有大量谜团有待我们去破解。我希望两位青年学者继续努力，不断推出新的作品，为创造具有中国特色的货币经济学贡献力量。

李 扬

2014年10月于中国社科院

目 录

第一部分 引 言	1
第一章 研究的现实背景与目的	3
第二章 研究的基本思路和框架	8
附：全书的研究路线图	25
第二部分 货币信用创造与经济结构	27
第三章 货币信用创造的源头与渠道	29
一、货币信用创造及其渠道：传统货币理论的扩展	29
二、货币信用创造渠道的历史演进：基于中国的现实	37
三、货币信用创造的新渠道：商业银行同业业务的 影响	43
四、货币信用创造的进一步量化分析：基础货币与 货币乘数的关联	49
五、小结	63
第四章 更完整地理解货币信用创造 I：存贷差的视角	64
一、存贷差：理解货币信用创造的重要视角	64
二、存贷比：是衡量流动性的科学指标吗	76
三、小结	77
第五章 更完整地理解货币信用创造 II：影子银行 创造货币吗	78
一、影子银行及其信用创造：西方的实践	78

二、影子银行及其信用创造：中国的情形	84
三、影子银行体系如何影响货币政策	87
四、小结	89
第六章 更完整地理解货币信用创造Ⅲ：离岸市场发展的影响	90
一、离岸市场对货币政策的影响机理：欧洲美元为例	91
二、离岸人民币市场与跨境资金流动渠道	121
三、离岸人民币市场的货币创造机制	127
四、离岸人民币市场对我国货币政策的影响	135
五、小结	138
第三部分 货币需求变化与经济结构	141
第七章 影响货币需求的因素Ⅰ：经济增长的结构性变化	143
一、货币需求稳定性的讨论：关注结构变化	143
二、经济增长的结构性变化：基于产业结构理论	145
三、产业结构变迁对潜在经济增速的影响：典型国别案例	152
四、从产业结构变迁的视角观察中国潜在增速变化	157
五、小结	163
第八章 影响货币需求的因素Ⅱ：货币替代的结构性变化	165
一、货币替代与货币需求的相互关联	167
二、对传统货币替代模型的修正：基于金融一体化的视角	170
三、对中国货币替代的实证考察：从一般到特殊的方法	174
四、小结	189
第九章 影响货币需求的因素Ⅲ：产出一通胀关系的变化	192
一、产出一通胀关系的动态变化：理论探索	193

二、产出—通胀关系的实证考察之一：传统菲利普斯曲线的估计	197
三、产出—通胀关系的实证考察之二：时变性菲利普斯曲线的探索	203
四、小结	212
第四部分 货币供求动态与经济结构	215
第十章 货币供求与产出—通胀动态：短期视角	217
一、货币供求与流动性	217
二、1997~2003年：从结构变化视角理解“货币消失”之谜	224
三、2003~2008年：M2/GDP趋稳的同时为什么出现流动性过剩	241
四、2008年国际金融危机后：货币、增长和通胀的变化	248
五、结构性扭曲与金融资源配置：进一步的分析	261
六、小结	271
第十一章 货币供求与产出—通胀动态：中长期视角	272
一、为什么不同经济体的货币总量及M2/GDP会相差甚远	272
二、关于M2/GDP的“典型事实”观察与既有观点剖析	273
三、从融资结构和储蓄率视角理解货币总量	281
四、探索中国M2/GDP的动态演进路径	293
五、小结	304
第十二章 货币总量与通胀机理变化：结构性通胀探析	306
一、货币总量能否解释通胀的结构性变化	306
二、结构性通胀的一个理论分析框架	312

三、结构性通胀的实证考察：中国案例	316
四、小结	324
第五部分 基本结论和政策建议	325
参考文献	338
索引	365
后记	369

专 栏

- 专栏 1 经济学中的结构主义思想…………… 5
- 专栏 2 全球失衡的争论：再回顾 …………… 41
- 专栏 3 美联储主席眼中的影子银行 …………… 80
- 专栏 4 洞察中国经济的潜在增速：生产要素变化的视角…………… 161
- 专栏 5 大潮退去，方知谁在裸泳：国际视角看中国的信贷
扩张…………… 257
- 专栏 6 “超额”货币需求与软预算约束理论…………… 265
- 专栏 7 总需求刺激还是经济结构调整…………… 269
- 专栏 8 货币流动性（M1/M2）告诉了我们什么 …………… 290
- 专栏 9 关于数量、价格与宏观审慎政策相结合的调控框架…………… 329

CONTENTS

Preface

PART I. Introduction	1
1. Research Background and Objectives	3
2. Research Approach and Framework	8
PART II . Money Creation and Economic Structure	27
3. Sources and Channels of Money Creation	29
3.1 Money Creation and Its Channels; Expansion of Classical Monetary Theory	29
3.2 Changes of Money Creation Channels in China	37
3.3 New Channels of Money Creation; Impact of Interbank Business	43
3.4 Further Quantitative Analysis; Base Money and Money Multiplier	49
3.5 Conclusions	63
4. Further Understanding Money Creation I; Perspectives from Loan-Deposit Differential	64
4.1 Loan-Deposit Differential; A Key Perspective to Understand Money Creation	64
4.2 Loan to Deposit Ratio; Is It a Good Indicator to Evaluate Liquidity?	76

4.3	Conclusions	77
5.	Further Understanding Money Creation II : Does Shadow Banking System Create Money?	78
5.1	Shadow Banking System and Its Credit Creation; The Western Practices	78
5.2	Shadow Banking System and Its Credit Creation; China's Reality	84
5.3	How Shadow Banking System Impact Monetary Policy?	87
5.4	Conclusions	89
6.	Further Understanding Money Creation III : Impact of Off-shore Markets	90
6.1	Impact of Off-shore Markets on the Domestic Monetary Policy	91
6.2	The RMB Off-shore Markets and Cross-border Capital Flows	121
6.3	Money Creation in the Off-shore Markets	127
6.4	Impact of RMB Off-shore Markets on China's Monetary Policy	135
6.5	Conclusions	138
PART III.	Money Demand and Economic Structure	141
7.	Money Demand and Economic Structure I; Structural Changes of Economic Growth	143
7.1	Discussions on the Stability of Money Demand	143
7.2	Structural Changes of Growth; Based on the Theory of Industrial Structure	145