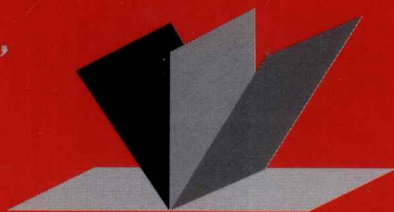




中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 博库



中国 “迷失的货币”

The Case of
Missing Money in China

何海峰/著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 博库

中国“迷失的货币”

The Case of Missing Money in China

何海峰 著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国“迷失的货币”/何海峰著. —北京: 社会科学文献出版社, 2011. 1

(中国社会科学院金融研究所·博库)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 1783 - 7

I. ①中… II. ①何… III. ①货币管理—研究—中国 IV. ①F820. 3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 176095 号

中国社会科学院金融研究所·博库

中国“迷失的货币”

著 者 / 何海峰

出 版 人 / 谢寿光

总 编 辑 / 邹东涛

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲 29 号院 3 号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

网 址 / <http://www.ssap.com.cn>

网站支持 / (010) 59367077

责任部门 / 财经与管理图书事业部 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目负责人 / 周 丽

责任编辑 / 景朝亮 王莉莉

责任校对 / 郭红生

责任印制 / 董 然 蔡 静 米 扬

总 经 销 / 社会科学文献出版社发行部

(010) 59367081 59367089

经 销 / 各地书店

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

排 版 / 北京步步赢图文制作中心

印 刷 / 三河市尚艺印装有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

印 张 / 19.5

字 数 / 278 千字

版 次 / 2011 年 1 月第 1 版

印 次 / 2011 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 1783 - 7

定 价 / 55.00 元

本书如有破损、缺页、装订错误,
请与本社读者服务中心联系更换



版权所有 翻印必究



中国社会科学院金融研究所
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 博库

论文推荐小组

召集人 李 扬

委 员 (按姓氏笔画):

王传纶	中国人民大学	范从来	南京大学
王国刚	中国社会科学院	陈百助	美国南加州大学
王松奇	中国社会科学院	陈志武	美国耶鲁大学
王广谦	中央财经大学	陈浪南	中山大学
王春峰	天津大学	陈雨露	中国人民大学
叶永刚	武汉大学	胡 坚	北京大学
艾洪德	东北财经大学	贺力平	北京师范大学
朱新蓉	中南财经大学	郑振龙	厦门大学
刘锡良	西南财经大学	姜波克	复旦大学
李 扬	中国社会科学院	唐 旭	中国人民银行研究局
何 佳	香港中文大学	谢 平	中国人民银行研究生部
宋逢明	清华大学	戴国强	上海财经大学

编辑部 罗 滢 赵一新 刘戈平

总 序

为了给中国从事金融理论研究的青年才俊提供一个展示才华的园地，我们从 2004 年开始编辑出版“中国社会科学院金融研究所·博库”系列丛书。

这套丛书重点突出了三个特点：

第一，入选论著的作者以新近获得学位的博士为主。这些作者都系统地受过现代经济学的严格训练，对当前国内外最新的学术文献有比较全面的了解，对中国的国情有相当程度的把握。这些作者无疑多为“名不见经传”的年轻人——我们出版他们的论著的本意之一，正是要不断地向理论界推出新人。

第二，入选的论著应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们并不特别提倡在一部著作中提出多少观点，甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实资料支撑，经过严格论证，而且能够被证实或证伪的论点和理论体系。对于那些没有严格的前提设定，缺少合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数不加说明的资料和数据，便一下子导出几个很强的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过论证的观点，才能成为科学。

第三，入选的论著应能熟练运用现代经济理论和金融理论的方法，在形式上符合学术论文的规范。我们在这里所强调的分析方法，就理论经济学而言，指的是在某一研究领域中确定基本事实，建立描述这些事实之间关系的假设、模型、推论，并对其进行检验；就应用经济学而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体技术、工具或程序。我们深知，在方法上求新绝非易事，因此，我们对入选论著的基本要求是，按照现代经济学的研究规范和基本逻辑来展开研究并构造论著。

自2004年以来，本丛书出版了多部博士论文，涉及金融领域的各个方面。丛书问世以后，其社会影响日益显现，得到了金融学术界及业界的好评。作者毕业的学校分别为中国社会科学院研究生院、中国人民银行研究生部、北京大学、中国人民大学、清华大学、南京大学、天津大学、西南财经大学、上海财经大学、中央财经大学等国内著名院校。这些博士研究生毕业后，有的在国家机关进行宏观经济管理工作，有的在高校、科研单位从事教学及学术研究，也有的进入各种金融机构供职，他们在各自的岗位上，均作出了比较突出的贡献。本丛书已经出版的著作，可在中国社会科学院金融研究所网站（<http://www.ifb-cass.org>）上查寻。

我们有理由相信，“中国社会科学院金融研究所·博库”系列丛书，在相关方面的努力和支持下，必将推出更多、更好的有造诣、有独特见解的博士论文。

李 扬

2007年4月11日

前 言

自 1978 年改革开放以来，中国经济成功实现了转型。伴随这一过程，中国经济出现了一个现象——“迷失的货币”，即广义货币供给增长率超过了国内生产总值与居民消费价格水平的增长率之和。作为一个具有中国特色的经济现象，“货币迷失”不仅成为货币经济学研究者的关注点，同时也引起了诸多宏观经济学研究者的兴趣——尽管他们大多因循了真实分析（real analysis）的框架；而本书则尝试对该现象进行货币分析（monetary analysis）和研究。

以真实分析的视角来看，中国转型经济的持续增长或发展，物质资本的贡献远高于人力资本的贡献（郑京平等，2006），而广义科技进步的贡献与美国、日本等国相比存在着较大的差距，这是经济学家们的共识。除去制度变迁的因素，对这一事实的解释可以进一步归结为中国长期以来的高储蓄率维系了高投资率的可持续性，因此“投资—储蓄”的均衡分析可以成为解释该现象的一个范式。作者认同这一分析框架，并且也同意，在更深层次上，投资—储蓄关系与中国居民现实的理性选择密不可分，而后者很大程度上是一个中国典型的劳动力问题（李扬等，2005）。

然而，如何解释这一过程中的货币性现象？因为，从经济增长理论上，真实分析预先排除了货币因素。而实际上，从中国经济改革与发展的实践来看，货币经由金融而至资本形成的机制和途径是明显存在的；并且，从计量分析结果上看，季度货币变量对国内生产总值不是中性的；经济转型的历史背景又进一步增加了问题的复杂性。本

书研究的核心即在于建立一个纳入了货币的分析框架来解释这一简单而又复杂的货币经济现象。

本书首先回顾了“货币迷失”的发生背景并进行了同一指标的国际对比，然后比较系统地分析了货币经济学主流理论可能存在的缺陷，考察了非主流观点对现实情况的解释力。本书发现，中国“货币迷失”产生的原因在于中国经济的结构性变化，它与中国货币经济表现出的货币内生性、利率外生性、银行信贷（资金可得性）融资主导模式等特征密切相关。由于这种复杂性，本书通过建立一个加入了中间层次与环节的货币与经济增长关系的分析框架，并通过对各环节的计量分析验证了中国货币经济的特征。同时，本书也在传统货币理论框架下通过建立一个中国总量货币需求模型解释了货币需求的增长——这意味着在加入了中国实践的制度变量后，“迷失的货币”现象是可以被解释的。最后，对于“货币迷失”的现实政策意义，本书简要总结了当代货币政策理论与货币政策实践的发展趋势，并考察了中国货币政策的实践，基于这些以及此前的研究结果，作者对中国货币政策在决策原则与中间目标的选择上提出了有关建议。

本书是在本人博士学位论文《“迷失的货币”与中国货币政策范式的选择》基础上修改完成的。马克思曾说，“受恋爱愚弄的人，甚至还没有因钻研货币本质而受愚弄的人多”。的确，货币理论的浩瀚很容易让人“迷失”其中，书中的不足之处还期望读者多多批评与指正。

本书的完成要感谢导师李扬教授的关键性指导，感谢王国刚教授和王松奇教授在论文研究中的指导与建议，以及彭兴韵博士、曾刚博士、胡志浩博士等诸多研究人员的帮助；本书大量资料的搜集和数据的整理要感谢华北电力大学的胡军峰讲师、朱亚星硕士、吕霖与魏汉英同学以及中国人民大学的燕漪琦硕士；还要感谢中国人民大学的贝多广教授和中央财经大学的李建军副教授，他们为作者及时提供了各自有价值的研究成果；最后，感谢有关专家的意见和建议，他们包括北京大学的曹凤岐教授、中国人民大学的瞿强教授、中央财经大学的史建平教授与李健教授、中国社会科学院的何德旭研究员等等，尤其是瞿强教授。



目 录

C O N T E N T S

第一章 导论	1
第二章 “迷失的货币”现象	8
第一节 中国“迷失的货币”	8
第二节 “迷失的货币”相关研究	13
第三节 货币经济学动态与中国经济转型	16
第三章 现代货币经济学的主流范式	28
第一节 货币经济学的主要学说	28
第二节 主流范式与基本结论	39
第三节 货币经济学的核心范畴	49
第四章 中国货币与经济增长的一般分析框架	58
第一节 中国货币与产出、价格关系的实证研究	58
第二节 对货币经济学基本问题的再认识	67
第三节 一个货币经济学的一般分析框架	83
第五章 一般分析框架的分解检验	95
第一节 中国货币经济的转型特征	95
第二节 一般分析框架的分解检验	114
第三节 中国货币经济的深层次特征	127

第六章 “货币迷失”的再认识	140
第一节 国内货币需求研究的简要总结	140
第二节 中国的总量货币需求模型	149
第三节 中国货币供给的实例	162
第七章 当代货币政策理论的主要内容	172
第一节 相机抉择与货币政策规则	172
第二节 货币政策操作程序与利率规则	180
第三节 新凯恩斯主义框架下的货币政策理论	184
第八章 中国货币政策范式的选择	190
第一节 货币政策变化的国际趋势	190
第二节 中国货币政策的最终目标与相机抉择	192
第三节 中国货币政策的中间目标	198
第四节 通货膨胀目标制	209
第九章 基本结论	215
附录一 附表	219
附录二 各章有关计算过程	229
第四章有关计算过程	229
第五章有关计算过程	236
第六章有关计算过程	260
参考文献	263

第一章 导论

一 选题缘起

1993~2002年的十年，中国经济经历了一个从通货膨胀到通货紧缩的完整“轮回”。

1992年，中国经济增长速度达到了改革开放以来的最高点^①，于是，1993~1996年，实现“软着陆”自然成为宏观调控的重点。调控的成效是显著的：GDP增长率从1992年的14.2%，依次逐年降为13.5%、12.6%、10.5%，直到1996年的9.6%；而同期CPI上涨率则依次为6.4%、14.7%、24.1%、17.1%和8.3%。

1997年作为这10年周期的分水岭，不但发生了兼有政治意义和经济意义的“香港回归”，而且发生了对全球经济发展具有转折性影响的“亚洲金融危机”。在这一年里，中国的GDP增长率延续了下滑的趋势，回落到8.8%；CPI上涨率则由上一年的8.3%陡降为2.8%。自此，中国经济进入了改革开放以来最为低迷的时期。1998~2002年，GDP增长率依次为7.8%、7.1%、8.0%、7.3%、8.0%，连续5年没有超过8%；而CPI上涨率则依次为-0.8%、-1.4%、-0.4%、-0.7%和-0.8%，经历了改革开放以来乃至中

^① 自1985年迄今为止，1992年14.2%的GDP增长率为最高。

华人民共和国历史上绝无仅有的长期通货紧缩。

如果说，发生在实体经济领域和物价领域的变化已足以让人百思难解，那么，发生在货币金融领域的一个新现象就更令人困惑了！在这10年中，货币供应量的变化开始与国民经济增长失去了稳定的联系。根据货币经济学的经典解释，在长期中，货币供应增长率应当基本等于国民经济增长率与物价上涨率之和，即 $m = y + p$ ^①，然而，如果用这10年中各年的M2增长率减去相应年份的GDP与CPI增长率之和，我们却得到这样一组数字：-5.2%、-2.3%、0.4%、8.8%、8%、7.8%、9%、3.9%、9.6%、9%；其缺口固然始终存在，其变化方向更无规律可循^②。换言之，在这10年中，除了1993年和1994年，新增的货币供应在被经济增长（ y ）和物价上涨（ p ）充分“吸收”之后，还有一个显著的余额没有被“吸收”。本书把这个现象称为“货币迷失”。分析“货币迷失”的线索，研究“货币迷失”的原因，探讨“货币迷失”对货币政策的影响，构成本书的主题。

二 相关的探讨及形成的概念

翻阅货币经济学的文献，可以发现，本书所称的“货币迷失”现象并非中国所独有；针对这一现象，经济学家们已经进行了一些富有启发性的探讨。详细评述这些研究成果，是下文的主题之一。作为本书的开头，这里首先简要评介这些同类研究中所使用的相关概念。

（一）“货币迷失”（“The Case of Missing Money”）

戈德弗尔德（Goldfeld, 1973）在全面回顾美国的货币需求函数

① 将经典货币经济学中的交易方程式 $MV = PY$ 动态化之后，可以得到一个描述货币供应增长率（ m ）、货币流通速度变化率（ v ）、物价上涨率（ p ）和国民收入增长率（ y ）之间关系的公式： $mv = py$ 。假定货币流通速度短期内不变，上式就可以简化为货币供应增长率等于国民经济增长率和物价上涨率之和。

② 在中国反通货紧缩的那几年中，一方面，实体经济部门始终在抱怨货币信贷供应不足；另一方面，货币当局却一直在担心货币供应超常增长，会积累通货膨胀压力。这说明，在工作实践中，货币当局也感受到了货币供应与经济增长的关系发生了其从未遇到过的变化。

后,发现“二战”后的M1货币需求利率弹性保持不变,而且,基于M1货币需求函数所进行的预测相当成功。但是,1974年之后,这种稳定性突然失去。戈德弗尔德(Goldfeld, 1976)利用1952~1976年的季度数据,全面检验了各种传统的M1需求函数,并对它们进行了诸如局部调整、人口缩减、交易成本与棘轮效应(ratchet effects)、不同利率、估计技术、价格效应等各种修正后,依然失望地发现:从1974年第三季度开始的10个季度内,货币需求的实际值与预测值的动态差额占实际值的比例,由0.5%上升到了10%。他将这种货币需求实际值偏离(小于)其预测值的现象称为“The Case of Missing Money”——国内译为“货币失踪”(李扬,1998;黄达,2003;米什金,2005),而本书这里暂称为“货币迷失”。戈德弗尔德认为,这一现象一方面是对“货币需求函数作为理解货币政策如何影响总量经济活动的一个工具是否有效”的重大质问;另一方面,对于货币政策如何执行也同样具有重要意义。戈德弗尔德的研究具有开创性,在他之后,美国关于货币需求研究的重要内容之一,就是要寻找一个稳定的货币需求函数,只是,这一目标迄今仍未实现(Mishkin, 2001)^①。

(二) 麦金农的“中国之谜”

麦金农(1997)在对比研究了中国、苏联和东欧国家的市场化过程之后发现,尽管三者都出现了迅速的财政收入下降,但中国却出人意料地实现了1978~1992年的金融增长和宏观经济稳定。但是,按照他关于经济市场化次序的观点,金融增长必须建立在财政平衡的基础之上,否则将会出现通货膨胀。于是,他把中国在财政收入下降的同时仍能保持价格水平稳定称为“中国之谜”(Chinese riddle)^②。实际上,“中国之谜”也可以更一般地理解为,虽然财政收入在下降,

① 米什金(2004)再次谈到“货币需求的稳定性”时指出,“然而,1973年之后,金融创新的飞速推进改变了货币所包含的内容,估计的货币需求函数表现出了极大的不穩定”。参见米什金(2006)⁵²⁵。

② 参见麦金农(1997)²⁷¹。

但是货币供给的快速增长并没有导致通货膨胀，依然实现了金融和经济的稳定增长。正因为如此，中国经济成功的市场化转型就成为令人着迷的难题。

（三）国内学者的概括

对于货币供给增长率高于经济增长率与通货膨胀率之和这一中国经济转型过程中的特殊现象，国内研究者早已给予关注，并试图寻找适当的概念予以概括。郭浩（2002）使用了“超额货币需求”的概念，黄达（2003）⁵¹¹则倾向于使用“超额货币”。近几年来，国内也有学者开始使用“货币消失”（李斌，2004）或“迷失货币”（王韧等，2007）的提法^①。此外，还有学者选择“中国货币之谜”（monetary puzzle in China）（李健，2007）这种更为一般的说法。

（四）本书选择“迷失的货币”概念

本书选择使用“迷失的货币”概念来定义货币供应增长率不能与经济增长率和物价上涨率之和相匹配的现象。选择的理由主要有三个。首先，货币供给与需求在事后看来是均衡的，而“超额货币”的提法（无论供给或需求）必然与货币需求函数相联系，这样，对中国这一典型现象的理解可能会囿于货币需求的范畴而失之狭隘。其次，其他与“迷失”相类似的说法已经被研究者较广泛地采用，而且多为描述这种现象的迷惑性，本书继续沿用之，有保持连续性之便。但是，需要强调的是，中国“迷失的货币”现象与美国20世纪70年代的“失踪的货币”现象（本书继续采用“失踪的货币”来专指美国现象）表现的方向并不相同。最后，“迷失”的说法早已出现。例如，李扬（1998）¹⁸在建立“追寻迷失的资金”有关假说时指出，“我认为，‘迷失’这个词使用得十分恰当，它揭示了一种新的现象，表明了一种理论上的困惑，同时显示了一种探索的努力”。李扬的这句话事实上是要说明：是否使用“迷失的货币”来概括我们所要分析的现象并不特别重要，重要的是，我们需要从这种偏离货币经济学经典

① 但这些作者可能没有正确理解“missing money”的原意。

结论的现象入手，分析、概括货币经济的新鲜实践，由此而推动货币经济学的发展——这正是作者选择这一论题的背景。

三 问题的性质与研究意义

（一）问题的性质

中国“货币迷失”的复杂性就在于，它是一个多因素的非均衡现象。中国的改革开放是一个全方位的社会经济变革。在长达 30 年的过程中，中国的发展、增长、制度、结构、组织、技术、要素、政策等诸多因素均发生了巨变。因此，中国的经济发展为经济学提供了大量新鲜素材。从发展经济学、比较经济学到转轨经济学，从微观层面到宏观层面，从宏观经济学到货币经济学，都可以从中国的转型过程中找到引人入胜的论题。对于这个全面的社会经济变革，若以均衡、单一的视角来观察，不免让人“迷失”。

有观点认为，研究一个持续 30 年、涉及经济发展和制度变迁的巨大转型，理应采用复杂的科学方法和演化经济学的观念（陈平，2004），才能超越均衡经济学的局限，同时，可避免陷入类似华盛顿共识那种不了解发展中国家经济结构的错误（Stiglitz，2004）。这些研究原则与思路是非常重要的，但是，在一些具体条件限制下（如数据的完备性），本书只能采取线性近似的研究——在货币经济学领域，可以认为，中国“迷失的货币”已经包含了并且能够表达出上述诸多因素的作用。

（二）研究意义

从逻辑上讲，如果既有的理论范式或观点与中国的实践不符，或者难以解释相关现象，那么就有必要重新考察这些理论命题的内在逻辑。如果其逻辑是自洽的，那么就需要放宽条件或者增加条件，甚至可以考虑建立一个有解释力的新框架。综合当前的研究，本书认为，我们需要而且有可能建立一个符合中国实际特征的框架，从而可以尝试在新框架下解释“货币迷失”的问题。

总之，以“迷失的货币”为解释对象（但不限于此），结合中国

实践对主流理论范式进行重新考察以判断其适用性，可以形成对中国货币经济特征更具解释力的认识，并可以为有关政策决策提供参考依据。这是本书研究的意义所在。

四 研究方法思路

（一）本书的研究方法

经济学的分析路径有真实分析与货币分析的区别。本书将遵循货币分析的路径。在具体的分析范式上，经济学有存量分析和流量分析的分野。本书主要沿用存量分析方法，同时，在清晰区分存量与流量的基础上，适当考虑使用流量分析。

由于中国转型经济的特殊性，研究中国经济需要综合运用“‘历史一体制’的以及‘理论一定量’的方法”（邹至庄，2005）。只有对中国国情有充分的了解，才可以避免将“理论一定量”模式应用于中国时可能会犯的错误。通过两者的互相补充，本书力求完整刻画中国货币经济的特质。在对历史和体制进行分析时，本书将客观、规范地描述既有事实的合理性以及可能的扭曲。

在理论分析与数量分析相结合的模式下，本书将遵循实证研究的逻辑，并较多地运用误差修正、向量自回归等计量技术。本书的数量手段虽然是必要的，但它始终服务于从实践出发的理论原则。

（二）本书的研究思路

首先，本书在描述和界定了中国“迷失的货币”现象之后，将对主流货币理论范式（包括分析范式）进行回顾，总结出当前货币理论的核心范畴。

其次，在对中国货币、产出、价格三者关系进行计量分析的基础上，本书将对货币经济学的一些基本问题进行再考察，并提出本书的货币经济学一般框架的逻辑结构。

再次，本书将对转型中的中国货币经济特征进行界定，继而分解检验一般框架，以寻找中国的货币与经济增长的关系，并反思中国货币经济具有的特征。