

付一婷 / 著

现代货币政策理论与 与货币政策机制研究

STUDIES ON THE THEORIES
AND TRANSMISSION MECHANISMS
OF MODERN MONETARY POLICY



经济科学出版社
Economic Science Press

现代货币理论

现代货币政策理论与 与货币政策机制研究

王松奇 著
王松奇 王松奇 王松奇 王松奇 王松奇
王松奇 王松奇 王松奇 王松奇 王松奇
王松奇 王松奇 王松奇 王松奇 王松奇

中国金融出版社

现代货币政策理论与 货币政策机制研究

付一婷/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

现代货币政策理论与货币政策机制研究 / 付一婷著.
—北京: 经济科学出版社, 2010
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0217 - 8

I. ①现… II. ①付… III. ①货币政策 - 研究 - 中国
IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 250656 号

责任编辑: 杜 鹏
责任校对: 杨 海
版式设计: 代小卫
技术编辑: 董永亭

现代货币政策理论与货币政策机制研究

付一婷 / 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142
总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京中科印刷有限公司印刷

海跃装订厂装订

880 × 1230 32 开 8 印张 200000 字

2010 年 4 月第 1 版 2010 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0217 - 8 定价: 18.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

改革开放以来，随着我国市场经济体制建设的不断深入，金融市场发展和金融体制改革也取得了重要进展。我国中央银行作为政策性银行在制定和实施货币政策过程中积累了大量经验，货币政策与财政政策一起在多次宏观经济调控过程中发挥了重要作用。我国货币政策的多次成功实施为我们研究货币政策作用机制提供了重要的经验基础，同时也提出了很多具有重要意义的理论问题。

无论中央银行是否具有职能上的独立性，也无论中央银行是否具有控制通货膨胀率或者调控经济周期波动的政策功能，中央银行的货币政策操作行为和货币政策目标选择都密切地依赖经济运行态势，都与产品市场和金融市场运行状况紧密地连接。当出现经济增长速度下滑时，中央银行倾向于采用积极货币政策，或者降低名义利率或者扩大货币供给，借此刺激总需求并加快经济增长；当经济运行出现过热迹象时，中央银行则大多采取紧缩性货币政策，或者提高名义利率或者减少信贷规模，借此降低投资和消费需求来减缓经济增长。由此可见，货币政策的制定和实施是受到经济运行态势影响的，货币政策具有根据现实经济条件做出反应的内生属性，因此，货币政策一直是宏观经济调控的主要政策形式。

但是，在开放经济和不确定性条件下，货币政策如何能够达到预期的政策目标？货币政策利用什么样的货币政策工具、采用什么样的货币政策规则、制定什么样的中介政策目标来对产品和资产价格水平、实际产出和就业水平等产生影响，这些都是些十分重要的货币经济学理论问题，而且这些也是货币政策制定者最为关心的

实际问题。因此，关于这些问题的研究成为了货币经济学的前沿和重点问题。对于这些问题出现了大量理论研究和经验分析，经济学家都在寻求货币变量、价格变量与产出变量之间短期和长期经验关系的基础上，建立货币政策工具与产出和价格之间的理论方程和经验方程，在一般均衡分析模型中引入货币变量，在揭示货币变量作用的基础上提出各种货币政策命题，并寻求实现某种货币政策目标的最优货币政策规则。尤其是进入 21 世纪以后，随着人们对金融危机的高度关注和对金融创新的大胆实践，货币理论和货币政策研究已经成为经济学研究的热点与前沿。

在进行大量货币理论和货币政策的经济理论研究的同时，计量经济学方法的进展也为货币经济学的经验分析提供了有力的促进，并为有关理论假说提供了更为宽泛的经验证据。尤其是 1969 年出现了描述经济变量之间因果关系的 Granger 检验方法，Sims 在 1972 年开始使用向量 VAR 模型描述货币冲击反应，Engle 在 1982 年提出了描述不确定性的条件异方差模型（ARCH 模型），1963 年 Frideman 等人开始使用描述货币变量与名义产出之间线性关系的 St. Louis 方程，并由此带来了经济计量模型描述经济政策机制的经济学方法争论的“卢卡斯批判”等。但是，即使货币理论和货币政策研究中已经得到了一些达成共识的观点与判断，但随着所考察的货币变量和有关经济数据国别的增多、期限结构的延长，我们仍然发现很多理论推断与经验证据之间的冲突，仍然对货币这一重要的经济产物在经济中的作用和地位存在很多疑问之处。虽然经济和社会发展发明了货币并使用了货币，并且货币的影子无处不在，但我们仍然需要对货币和货币行为进行更为深入的了解，揭开货币面纱并不容易，货币理论仍然充满了玄机。

目前研究货币理论和货币政策的文献十分丰富，也有很多专著就货币理论的某些问题展开专题研究。笔者曾经长期关注货币理论进展和货币政策实践，并为此进行了长期的理论学习和思考，也深知研究货币理论和货币政策的艰难。但是，由于货币政策对我国宏

观经济调控至关重要，而且我国经济发展又处于一个经济周期波动和通货膨胀加剧的时期，货币政策操作已经由稳健向紧缩转移，此时经济的开放性和市场经济建设过程中的不确定性都在影响货币政策操作和宏观调控效果。因此，本书将从三个方面致力于加强我国货币政策理论和货币政策机制的研究。首先，本书致力于对货币变量本身特征和属性的研究，遴选和甄别货币变量引入经济中的合理途径。虽然货币作为交换媒介等功能得到了广泛认可，但是，货币面纱背后的真实属性仍然需要揭示和澄清。为此，本书将在一般均衡框架下对货币变量在经济模型中的作用给出数理描述和解析，在动态优化的微观基础之上分析和描述投资与产出均衡路径及稳态均衡的性质和特征；其次，本书对货币—产出关系等经验问题进行深入全面的分析和检验，主要考虑货币政策作用的期限结构问题和短期货币政策冲击的非对称性机制，货币政策作用与作用期限的长短密切相关，长期内货币效应将转化为价格水平变化，但短期内货币政策将对实际产出等行为产生影响，货币政策的实际效应依赖经济周期阶段并呈现出非对称性的传导过程；最后，在开放经济和世界经济关联前提下，本书描述和分析国家之间的产品市场与金融市场的相互影响，以及货币政策合作或博弈行为，检验实际汇率平减命题和名义利率之间关联程度，定量刻画货币政策国家之间的传导渠道和影响途径等问题。

显然，无论是理论研究还是经验分析，其目的仍然是试图分析和解决我国经济运行中存在的货币政策问题。为此，本书也作了大量的货币政策方面的实证研究和对策分析，例如对我国经济运行中是否存在“货币政策中性”、“Tobin 效应”和“资产价格泡沫”等问题进行了计量检验，也对经济周期扩张阶段和收缩阶段货币政策的非对称性效应给出了非线性检验。即使本书中获得的理论推断还需要实践的进一步证实，所获得的货币政策作用机制方面的“典型化事实”离“规律发现”尚有距离，但是，本书的研究仍然能够为我国货币政策操作提供有益的启示和建议。

虽然我国经济发展在 2007 年出现了持续通货膨胀并遇到了一定的困难，同时 2008 年下半年爆发的美国金融危机对货币政策操作提出了新的挑战和要求，但我国货币政策操作仍然处于规范合理的过程之中，宏观经济调控仍然有能力保证我国经济保持稳定快速发展。对经历了三十多年快速经济发展并且具有继续保持快速发展潜力的我国经济进行货币政策机制研究，必将是一个长期的、富有挑战和充满活力的研究领域。为此，本书的研究将不断地持续下去，以便能够对我国货币政策作用机制获得更为全面和深入的认识。

目 录

第1章 货币政策有效性和传导机制的研究进展	1
1.1 货币政策传导机制研究的进展和现状	1
1.2 货币政策有效性方面的实证研究和经验证据	7
1.3 货币政策作用非对称性机制方面的经验研究	13
1.4 货币政策中介目标与货币政策规则的经验研究	18
1.5 货币政策研究的主要问题和研究方法	23
第2章 货币政策有效性的经验证据 ——货币与产出之间的相关性检验	30
2.1 货币变量和宏观经济变量的时间相关性特征及 经验证据	30
2.2 货币变量与产出和价格相关性的实证分析方法及 经验证据	34
2.3 货币政策效用分析的经验基础——货币需求函数 估计	38
2.4 基于平滑迁移向量误差修正模型的货币—产出 关系检验	48
第3章 新古典货币模型及货币政策作用的期限结构	65
3.1 具有货币的新古典经济增长模型	65
3.2 货币内在效用函数中的货币模型	73

3.3	货币交易时间模型和现金在先模型	81
3.4	“Tobin 效应”的实证分析与经验证据	89
第4章	货币政策冲击反应分析及资产价格路径的泡沫检验	102
4.1	理性预期下离散卡根模型及其动态解	102
4.2	名义粘性假设下就业和货币政策冲击的交互 作用分析	108
4.3	基于卡根模型的一般价格水平泡沫成分的识别 分析	116
第5章	我国货币政策作用机制的非对称性效应及检验	127
5.1	基于菜单成本模型的货币政策非对称性计量检验	128
5.2	我国货币政策冲击对实际产出周期波动的非 对称影响	142
5.3	货币政策冲击作用机制非对称性形态的统计检验	149
第6章	货币政策规则与货币政策中介目标选择	159
6.1	货币政策工具及货币政策工具选择	159
6.2	货币政策的中间目标选择和政策规则	165
6.3	货币政策的名义利率规则和价格水平调整机制	170
6.4	货币政策分析模型及最优货币政策选择	176
6.5	货币政策操作规程与货币政策中介目标转移	182
第7章	开放经济条件下的货币政策操作与有效性分析	194
7.1	小型开放经济中的两国经济关联模型	195
7.2	两国经济关联模型均衡状态的线性求解	200
7.3	具有灵活价格假设的两国模型中的货币政策 机制	202

7.4 具有粘性价格假设的两国模型中的货币政策 机制	207
7.5 开放经济条件下国家之间货币政策合作机制与 契约行为	212
7.6 开放经济条件下我国货币政策传导机制的计量 检验	219
参考文献	231

第 1 章

货币政策有效性和传导机制的研究进展

货币政策是重要的经济政策之一，也是宏观经济调控的重要政策选择。货币政策的作用途径是通过货币政策工具作用到产出等目标变量上。如果货币政策对实际产出等行为产生影响，则货币政策是有效的。显然，货币政策有效性涉及作用时间长短的期限结构。在本章中，我们首先对货币政策有效性和货币政策规则的研究进展给予介绍和评述，然后再对货币变量、通货膨胀率、实际产出波动的一些典型经济现象进行归纳和总结，并以此作为判断货币理论模型的依据和基础；我们还将给出目前货币政策有效性研究的基本模型方法，最后论述本书研究的主要内容和研究方法。

1.1 货币政策传导机制研究的进展和现状

货币政策传导机制是货币当局运用一定的货币政策工具影响中介指标进而使微观实体经济发生变化，最终实现预期政策目标的传导途径与作用机理。它是目前我国经济改革实践与经济理论研究的重点和热点。它不仅是宏观经济学的中心问题之一，也是货币政策理论的核心内容。各国货币政策的最终目标一般都是稳定价格、充分就业、经济增长和国际收支平衡四大经济目标中的一个或几个。目前货币政策作用机制和传导机制的研究已经成为金融学与货币经济学的热点。

下面，我们首先就国内外货币政策传导机制研究的进展和现状

分别进行讨论；其次对货币政策有效性方面、货币政策非对称性和货币政策规则方面作详细的讨论，使我们在货币政策传导机制方面有更深入的了解。

在工业化国家，货币政策传导机制一直是货币政策研究的焦点。自凯恩斯建立宏观经济分析框架以来，各经济学流派从不同的经济条件出发，分别形成了各自的货币政策传导机制理论，但至今没有形成统一的认识（Miron, Romer and Weil, 1994）。货币政策传导机制理论的历史发展可分为三个阶段：第一阶段是20世纪初到30年代以前。在这一时期，古典经济学以萨伊定律为前提，认为供给会创造自身的需求。按照这一定律，一国经济总能达到稳态均衡、实现充分就业，不可能发生经济危机和大规模失业。在此基础上，古典经济学家提出了政府没有必要采取货币政策的主张。第二阶段是20世纪30年代到70年代末期。这一阶段时间跨度大，也是货币传导机制理论发展最快的时期，出现了凯恩斯学派与货币主义学派两大颇具影响力的理论学派。第三阶段是从20世纪80年代至今。这一时期货币政策的信贷传导机制理论得以迅速发展，与其他传导理论的争论也越来越尖锐。

一、国外货币政策传导机制研究的进展和现状

货币政策传导渠道较多，因此，传导机制也相对复杂。如果从金融机构的资产和负债角度来看，西方货币理论研究关于货币政策传导机制大体可分为“货币渠道观点”和“信贷渠道观点”两大类理论学说。米什金（Mishkin, 1995）根据货币资产与其他资产之间的不同替代性将货币政策传导机制分为两大类，即“货币渠道”和“信贷渠道”（Bernanke and Gertler, 1995）。

货币政策传导的货币渠道主要包括利率渠道、汇率渠道、资产价格渠道等具体传导渠道，并且不同传导渠道具有不同的中介传导方式。例如，货币渠道观点认为，金融资产只有货币和债券两种形式，而银行贷款只是债券的一种，贷款和债券之间可以相互替代，

货币政策通过利率传导机制影响银行贷款和债券之间的替代与转换,进而影响投资水平和产出水平,形成货币政策的实际效果。显然,利率渠道是货币政策传导机制中的关键途径,也是其他货币政策传导渠道的基础,随后提出的信贷渠道实际上是对传统利率渠道的深入和发展;后来提出的资产价格渠道也是建立在利率传导渠道之上的,是对信贷渠道的一种补充和扩展。

货币政策传导的信贷渠道主要包括银行贷款渠道和资产负债表渠道等。信贷渠道观点认为,金融资产的种类有货币、债券和银行贷款三种形式,其中,银行贷款是比较特殊的金融资产形式,银行贷款与债券之间不能相互替代,货币政策是通过银行信用影响局部投资水平进而影响产出的。另外,随着金融创新和信用工具的日渐发达,出现了很多银行信用的替代物,信用渠道的作用开始减弱。

显然,货币政策一直在对经济主体的行为产生较大影响。但是,如果货币渠道要在不同国家的金融中发挥它们的作用,还要看该国经济规模的大小、资源的集中性、银行系统的发育程度、资本市场和经济结构的状况等 (Checetti, 1999)。金融系统的深度、广度以及结构决定着在中央银行控制下的不同货币政策工具的作用,经济系统的结构特征和宏观经济环境也能影响金融变量之间的联系与投资决策。

在实证研究方面,对货币政策传导途径的经验证据也有一些争论和差异, Bernanke (1986) 运用结构向量自回归模型 (SVAR 模型) 进行研究,认为美国联邦储备的贷款冲击对经济总需求具有相当程度的作用效果。随后,一些研究者也利用 VAR 模型将类似分析扩展到某些经济转型国家,对这些国家货币政策的产出和价格影响进行了检验 (Ganev, 2002; Starr, 2005; Hericourt, 2005), 还有一些研究利用 VAR 模型对发展中国家的货币政策和宏观经济之间的关系进行研究 (Blanchard, 1989; Friedman and Kuttner, 1993; Sims, 1992; Bernanke and Woodford, 1997; Christiano, Eichenbaum and Evans, 1999)。Oliner 和 Rudebush (1996) 证实,在紧缩性货

币政策实施之后,企业投资行为与其内部资金的联系变得更加紧密,投资将出现减缓趋势。而 Morris 和 Gordon (1995) 以及 Ariccia 和 Garibaldi (1998) 通过实证分析,对中央银行能否影响银行贷款行为方面提出了否定意见,他们虽然没有完全否认信贷途径的存在,但认为其数量效应微不足道。

二、我国货币政策传导机制研究进展和现状

1998 年以来,为应对东亚金融危机给我国经济造成的影响和实现持续增长的经济目标,我国实施了一系列货币政策,但是收效甚微。在这种情况下,我国学者对我国的货币政策进行了大量的研究。主要观点和研究进展如下。

1. 我国货币政策传导机制研究现状综述。我国在货币政策传导机制方面的研究文献很多,下面给出几个代表性的研究,主要对货币政策、货币政策传导渠道和我国经济的现状给出了一些结论。对我国货币政策传导机制的实证研究,货币渠道和信用渠道研究得出了不同的结论。

陈金霞(2001)认为,我国自加强宏观调控以来,“前半段”的货币传导作用基本上得到了发挥,1993~1995 年为货币政策紧缩时期;1996 年开始紧缩力度大减,货币政策接近中性;1997~1998 年为货币政策从松时期;1999 年货币政策大松,“后半段”的货币政策传导出现不顺畅的现象,间接融资是融资的主渠道,存款快速上升的同时信贷增量却相对萎缩。在直接融资方面,股票市场向实体经济的传导渠道也欠顺畅。

何慧刚(2000)认为,我国货币政策传导渠道是:在取消贷款规模限制以后,我国长期采用的信用供给仍然部分有效,而新的利率渠道、资产结构渠道、财富渠道、股票市场渠道有待建立和发展。

马乐(2000)认为,经济转型时期我国经济面临着三个根本性的转变:从计划经济向市场经济的转变;从粗放型经济向集约型经济的转变;从不发达、不完善的社会主义向比较发达和完善的社会主义

主义转变(伍柏麟, 1996)。在经济转型时期, 经济、金融体制的变化导致金融结构的变动, 而金融结构的合理性又决定着货币政策在金融领域传导机制的有效性。我国目前金融结构的特点决定了我国货币政策传导机制仍是以信贷配给途径为主, 而利率途径实质上依附于信贷配给制。

在我国货币政策传导机制的实证研究中, 学者们对货币政策传导的货币渠道和信用渠道也得出了不同的结论。王振山、王志强(2000)运用协整关系和格兰杰因果检验模型, 分别对1981~1998年间的年度数据和1993~1998年间的季度数据进行实证分析, 表明信用渠道是我国货币政策的主要传导途径, 而货币渠道的传导作用不明显; 李斌(2001)运用交互影响的多元反馈时间序列模型, 对1991~2000年间的季度数据进行实证检验, 结果证实信贷总量和货币供应量与货币政策最终目标变量都有很高的相关系数, 但信贷总量的相关性更大一些; 王雪标、王志强(2001)使用误差修正模型对我国1984~1995年间的货币政策传导途径进行实证研究, 认为货币政策是通过货币和信用两个渠道同时影响经济的, 但无法区分哪一个更重要。

2. 我国货币政策传导机制存在的主要问题。在对我国货币政策传导机制研究的进展和现状进行分析以后, 我国学者发现了诸多问题, 对这些问题学者们也提出了自己的看法和见解。

陈金霞(2001)认为, 我国货币政策传导不畅的主要原因有: (1) 利率尚未市场化, 基准利率严重受制于国有企业承受能力, 与市场利率差距较大, 因而利率杠杆的效能欠佳。(2) 人民币汇率形成中的市场因素偏少, 汇率真实程度欠佳, 致使物价走势与货币供应量变动发生一定程度的背离。(3) 公开市场业务尚欠完善。

江其务(2001)认为, 从1997年开始, 我国宏观经济出现了一些新情况: (1) 宏观政策调控的作用出现降低, 货币政策效用也出现递减现象。(2) 宏观政策出现了“逆向效应”, 主要体现在反周期调控模式上。(3) 1997年以来出现了对宏观经济政策没有反

应的麻木状态，经济政策无法产生预期效果。

王煜（2001）认为，我国货币政策传导机制存在的主要问题是：（1）中央银行宏观调控的灵活性面临挑战，利率市场化程度不高，利率尚未进入货币政策目标系统。（2）货币市场基础建设有待加强，市场分割问题尚未得到解决。（3）商业银行利益机制和发展动力问题未解决。（4）国有企业机制没有根本改变，资产负债率偏高，居民消费行为尚待进一步成熟。

吕大军、战庆欣（2002）提出，造成货币政策传导效应出现阻滞的原因有：（1）国有商业银行存在明显的体制缺陷和错位的经营理念，中央银行货币政策难以通过国有商业银行进行有效传导。（2）企业作为货币需求的主体，其经营存在体制性缺陷和制度性障碍；居民金融意识尚处于相对低层次阶段，缺乏对货币政策传导的敏感性。（3）企业组织结构与金融组织结构发生实质性变化，造成两者之间信息和构成的不对称，影响了货币政策传导机制的效率。

刘淄、仪垂林（2002）认为，我国的货币政策传导机制有：（1）信贷传导途径一直是我国货币政策传导的主渠道。由于利率尚未市场化，加上我国货币市场、资本市场的发展相对滞后，造成央行的货币政策在货币、资本市场上的传导受到限制。（2）利率传导渠道路径不畅。（3）汇率渠道几乎没有发挥传导作用。（4）非货币金融资产渠道作用微弱。

马乐（2000）认为，我国货币政策传导机制中存在四大障碍：（1）“适度从紧”货币政策的递延效应影响和制约着货币政策的扩张。（2）商业银行的“慎贷”行为。（3）金融结构的欠合理性。（4）汇率稳定的理想目标。

朱正元（2001）认为，我国货币政策传导机制存在体制性梗阻，主要原因是：（1）金融市场发育不完全；（2）贷款集中在国有商业银行，占垄断地位的国有商业银行由于激励机制不强，贷款责任追究制度失效，出现银行贷款渠道途径梗阻；（3）企业的资产负债率较高，净现金流量较少；（4）由于居民对子女教育、医疗的