

石家庄经济学院学术出版基金资助

THE CHANGES OF CHINA'S MONETARY CONSTITUTIONS, INVESTMENT AND PRICE

中国货币信贷政策、投资 与价格演变

王新 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

石家庄经济学院学术出版基金资助

THE CHANGES OF
CHINA'S MONETARY CONSTITUTIONS,
INVESTMENT AND PRICE
**中国货币信贷政策、投资
与价格演变**

王 新 著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币信贷政策、投资与价格演变/王新著. —北京: 经济管理出版社, 2010.8

ISBN 978-7-5096-1075-6

I. ①中… II. ①王… III. ①货币政策—研究—中国②信用政策—研究—中国③固定资产—投资—研究—中国④价格体系—研究—中国 IV. ①F822.0-53
②F832③F726

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 159709 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010)51915602 邮编：100038

印刷：北京交通印务实业公司

经销：新华书店

组稿编辑：贾晓建

责任编辑：王 琼

技术编辑：黄 铎

责任校对：郭 佳

880mm×1230mm/32

9.5 印张 293 千字

2010 年 8 月第 1 版

2010 年 8 月第 1 次印刷

定价：22.00 元

书号：ISBN 978-7-5096-1075-6

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部
负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010)68022974 邮编：100836

前 言

政府主导的固定资产投资一直是中国经济增长的主动力，然而，中国作为一个以农业为主的发展中国家，理应是缺乏货币资本的，那么，巨额货币资金从何处筹集，又是通过何种机制传导到实体经济？本书研究的核心，就是中国自改革开放以来实行的银行信贷筹资、投资的增长模式及其效应。

本书首先通过对中国的固定资产投资分析发现，在过去半个多世纪中，中国的货币资金并不全部来源于储蓄，相当比重的资金来源于银行体系的“纯粹货币供给”（发展经济学家刘易斯语），即为满足投资需求而由国家银行直接创造出的储蓄之外的信用货币。

本书认为，中国的资源结构和要素禀赋，即以农业为主的就业结构、人均农业资源很少和存在大量的农村剩余劳动力，决定了政府以固定资产投资推动经济增长模式的可行性；而本国创新能力的不足，尤其是工业技术创新能力的不足，又迫使政府以外生投资的办法来替代内生增长模式。在此情况下，如果根据刘易斯“纯粹货币供给”模型来为我国的工业投资筹集货币资本，即使用农村剩余劳动力来生产那些用于工业生产的固定资产（基础设施和厂房等），那么，中国的经济建设和城市化也就具备了十分便利的物质条件。

本书讨论的首要理论问题是货币数量与失业资源的关系。尽管西方多数学者认为货币数量变化对产量和就业量具有影响力，但是其理论前提是西方国家的市场经济、政治制度、要素禀赋和就业状况，而中国不符合西方理论中的假设。因此，研究需要将货币数量与产量的一般关系，同中国特定的资源条件和经济制度相结合，并由此归纳出货币数量与产量之间的特殊关系。这一工作还将使我们认识到中国的



计划经济模式与苏联计划经济模式的差别：

(1) 中国计划经济体系所能实际支配的资源数量，比苏联要小很多，中国一直存在着相当比重的市场经济成分，如农村社队企业、城镇集体企业。在改革开放前这类“市场经济”的就业量已经占到全部就业量的35%以上。

(2) 既然中国的计划部门无力将全部资源纳入计划经济之中，中国就无法像苏联那样为社会提供充分就业，市场经济性质的货币政策和财政投资政策空间一直存在着，并随着市场化改革的扩大而扩大。

(3) 在中国，较大的投资决策一般是由各级政府和相关国有企业决定，这种自上而下和自下而上的混合模式，决定了中国经济平衡能力是较差的。中国的经济增长实际上是依靠政府投资，以及一些企业的市场性投资的双重作用，因而在整个投资中不仅显现财政投资的收入乘数，而且还出现了所谓的投资倍数：由投资需求造成的短缺产品的价格必然上升，若假设此时存在着大量劳动力供给并且劳动工资水平固定，那么为生产价格上升产品提供的自主投资以及银行信贷量也必然增长，就业数量也会持续扩大，从而使得投资产生倍数效应。因此，中国的价格上涨不仅存在着传统的需求拉动和成本推动的原因，还存在着非均衡投资所造成的经济结构失衡的原因。

本书还对长期财政投资必然形成“产业链假说”进行了相关分析：

(1) 因为拥有无限农村剩余劳动力，中国无法通过几次财政扩张政策就能达到充分就业目标，财政扩张政策有可能被长期化。

(2) 长期财政投资支出必然形成自身的市场需求，该需求不仅能培育出相关产业链，同时该产业链的产量必将深度依赖财政支出。

(3) “已形成”和“未形成”财政投资的产业链这两种截然不同的情况，对下一期财政投资乘数的影响会很大。如果已经存在产业链，社会自主投资的倍数就会很小。

本书也分析了中国金融资产快速累积的现象、原因和特征，认为当前以银行信贷满足固定资产投资资金的方式，必然会引起货币信贷过度发行以及金融资产的累积速度快于实体经济的增长速度。这意味着中国的这种货币信贷与财政投资混合使用推动增长的政策，具有引



发通货膨胀的天然趋势。

本书认为上述结论对开放条件下的经济增长同样具有意义：

(1) 在当前的全球性纸币本位和 WTO 贸易框架的双重作用下，世界上的一些最发达经济体——例如美元区和欧元区，一直在利用扩大本币的跨国流通（包括对外投资等），来拓展其有效经济边界，并征收铸币税。

(2) 世界经济一体化，给少数经济强国提供了其在国内充分就业条件下的货币扩张条件：一方面以财政赤字和消费信贷来刺激本国需求，另一方面对拥有无限剩余劳动力的发展中国家进行投资并回购廉价商品，以保证市场均衡。但是长期实行货币扩张的国家的消费和负债率将持续上升，以及易出现国际贸易失衡、银行体系脆弱和金融泡沫。因此，需要重新认识世界经济一体化与保持本国经济均衡的关系。

目 录

第一章 导 论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 对西方货币数量理论的回顾	6
第二章 中国货币银行机制与资源结构	21
第一节 货币数量与失业资源的关系	21
第二节 1912~1949 年的货币金融制度与就业	41
第三章 计划经济的货币信贷、投资与价格	61
第一节 发展模式选择与货币金融重建	61
第二节 中国人民银行的货币供给模式	71
第三节 计划经济时期的资金来源与投资	83
第四章 中国计划经济中的市场经济部门	107
第一节 非计划配置资源的比重和存在原因	107
第二节 非计划经济的要素市场分析	114
第五章 1978~2008 年货币信贷与固定资产投资	123
第一节 国有银行货币信贷机制的改革过程	123
第二节 中国货币信贷传导机制的演变	141
第三节 固定资产投资的 GDP 和消费效应	168



第六章 货币信贷——投资规模与价格的波动	183
第一节 马鞍型投资周期及市场价格效应	183
第二节 投资中的国民储蓄与金融资产累积	200
第七章 研发和设备投资：未来投资的转型方向	219
第一节 当前中国财政投资的经济效应	219
第二节 结构调整中的研发和设备投资函数	248
第三节 开放中的货币政策、货币边界与铸币税	254
第八章 对中国货币信贷——投资机制的总结	267
第一节 国家发展中的货币创造与投资传导模式	267
第二节 对“纯粹货币供给”模型的再思考	276
参考文献	285
后 记	295

第一章 导 论

第一节 问题的提出

在当代西方货币理论中，货币政策被认为是影响经济增长的主要政策工具之一，货币政策一般是通过改变利息率、资产价格、消费需求、预期以及收入和财富水平等途径进行传导的。然而，对中国的货币信贷政策机制及其效果的分析，却显示出与西方主流货币信贷理论不相一致之处。中国货币政策发挥作用的途径既不是利息率也不是资产价格等，而是由国家主导的固定资产投资，它是货币信贷政策与投资的直接结合。

自新中国成立以后的很长时期内，中国一直是缺乏货币资本的国家。由于较低的国民收入水平限制了储蓄量，因此在 1998 年以前，占相当比重的投资资金不是来源于国民储蓄，而是来源于国家银行体系的货币创造活动。

过去，多数学者一般从主流经济理论框架和制度变革角度，解释中国货币信贷政策与投资共同推动经济增长的事实。制度变革的作用是巨大的，但是成功的制度变革都需要基础条件支撑。本书力图从中国特殊的要素和资源结构角度，来解释由国家货币创造和固定资产投资这种货币传导机制推动经济增长的事实。



一、中国经济增长中的货币创造与投资传导之谜

(一) 中国固定资产投资中的资金来源之谜

从“一五”计划一直到现在，中国的经济增长史就是一部由各级政府主导的固定资产投资史。固定资产投资规模扩大，经济增长速度就会加快；投资规模下降，经济和就业增长速度就会放慢，而不论外资和民间投资的效果。

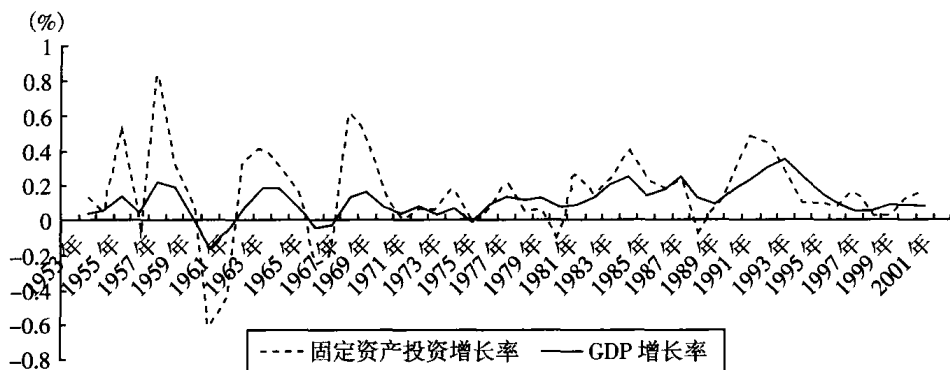


图 1-1 中国固定资产投资与 GDP 增长率的关系

资料来源：《新中国五十年统计资料汇编》、《中国统计年鉴》。

图 1-1 所显示的，就是长期状态下中国固定资产投资与 GDP 增长率之间的相互关系。尽管缺乏资本同样符合作为发展中国家中国的经济特征，但是，首先拥有货币资本是实施固定资产投资的前提条件；不仅如此，由于中国是一个拥有超级人口规模的农业大国，资本短缺问题根本无法依靠外资，而必须主要依靠中国自身能力来解决。

这样，欲揭示中国在过去几十年，特别是改革开放以来的经济快速增长之谜，莫过于首先解释中国的巨额货币资金的来源问题，^①尤其是解释中国如何利用国家的货币银行机制，为经济建设投资提供大量货币信贷资金的行为。因为在很长时期内，这些货币信贷资金既不完

^① 即投资来源于和等于储蓄，参见马歇尔《经济学原理》、凯恩斯《就业、利息和货币通论》和萨缪尔森《经济学原理》等著作的相关章节。



全以财政赤字形式，也不完全是征收铸币税，而是国家通过垄断性货币信贷创造和配给权，为各级政府部门、各类型企业甚至个人提供信贷资金。

而在经济增长实践中，这些经由国家银行创造和提供的非储蓄性质的资金，也起到了与储蓄性货币资金同样的效果。不仅如此，一般理论认为的长期货币政策必然引发通货膨胀而非增长的结论，也不符合中国的实际情况，尽管中国大规模投资也导致了价格上涨，然而价格却也推动了市场自主投资的快速增长。

因此，西方的“储蓄=投资”的经济学古训已经无法解释过去几十年中国投资领域所发生的一切。中国的固定资产投资存在着以下多种资金来源：

第一，来源于国民储蓄，这主要包括居民储蓄、企业净利润和上缴资金，以及各级政府的财政税收，等等；

第二，来源于外国的货币资金，包括外国直接投资和中国的国外借款；

第三，来源于国家银行体系在无货币发行准备条件下所创造的货币资金，主要包括货币发行和企业支付用金融工具的供给。

（二）“纯粹货币供给”的含义及特征

依靠上述的第三种方法所获得的货币资金，在发展经济学家刘易斯的理论中被称作国家的“纯粹货币供给”行为。国家的“纯粹货币供给”的含义是，国家依靠国有银行体系，主动增发货币，并将其直接转化为投资资金的行为。虽然依靠国家的纯粹货币供给来补充货币资本不足的理论，除刘易斯曾做过简略表述外，很少见诸其他的西方经济学流派的论述中，但是刘易斯理论的“经济学乌托邦”却在中国变成了现实。因此，“纯粹货币供给”的资金来源无疑是一种特殊的融资渠道。

同时需要看到的是，中国在不同时期的投资决策机制和信贷机制，尤其是资源配置和收入分配制度，对纯粹货币供给和投资的实际效果起着制约作用。例如，计划经济时期各级政府主导的投资尽管也发挥着推动经济和就业增长的作用，但是全社会金融资产积累并不比



实物资产积累的速度更快；而在改革开放以后，尤其是在向市场经济转型时期，尽管仍由政府主导投资，但是推动经济增长的效果却发生了变化，经济增长仍较快但是消费力明显不足。同时由于储蓄的增长率超过了 GDP 的增长率，中国在多数人口的收入水平还不是很高的情况下，却出现了储蓄大于投资需求的所谓“流动性过剩”的现象。

因此，在今天作为一个人均收入水平还比较低的发展中国家，中国不仅已经出现了货币资金丰沛到远远超过实际投资需求的地步，而且，投资推动经济增长的效果也大不如从前。只要固定资产投资政策淡出，经济增长速度必然放慢。因此，可以得出这样的结论：政府主导固定资产投资推动经济增长的真实机制若搞不清楚，中国在未来转变经济增长方式的任务就很难圆满完成。而投资驱动经济增长的副作用，包括价格波动、投资周期决定经济周期、要素价格扭曲和经济结构失衡、利率作用有限、虚拟经济过快增长与局部通胀以及技术进步缓慢等，就很难得到彻底地纠正。

二、一些概念的说明

（一）货币信贷

本书所说的货币信贷，是指自计划经济直到当前的市场经济时期，由中国国有银行部门供给的货币和信贷资金的总和。而在总量结构上，中国的货币信贷资金又是一个逐步演化、在不同时期包含着不同货币层次的概念。

在计划经济时期，以中国人民银行为主导包括各专业银行在内进行按产业分工负责的国家银行体系，是中国唯一的货币信贷资金的供给来源。此外，从生产和交易的不同用途上，计划经济时期存在于国家银行账户上的企事业单位的所有货币资金，可以分为现金货币和结算资金这两个层次，前者主要表现为工资性收入和日常交易用现金，因此当时所谓的货币一般指的就是现金；后者指的是企事业单位为完成大额支付所使用的非现金支付工具，包括非现金支票和汇票等。而银行为企业所提供的货币信贷资金，则通常指的是上述两种层次的货币量之和。这一时期其他的金融工具还非常少。



而从 20 世纪 90 年代初期开始, 中国金融统计部门又逐步采用了西方的货币统计方法, 将全部货币划分为 M_0 、 M_1 和 M_2 三个层次。但是, 中国货币信贷资金含义中固有的特点, 如现金投放计划, 至今仍未彻底消除。

(二) 固定资产投资

本书所说的固定资产投资, 是指国家通过各级政府部门的直接投资、政府担保融投资等政策手段, 所造成的全国新增固定资产价值量的总和。这不仅包括由政府直接出资和担保的项目, 也包括市场的自主投资。而在官方被总称为固定资产投资的内容包括:

1. 基本建设投资

这是以货币形式表现的年基本建设工作量, 包括那些为各产业和企业部门进行的平地起家的新建项目; 为扩大生产、交通运输、科研能力而进行的新建、续建的各种建筑安装工程; 为行政事业单位和员工福利进行的设施性建筑等。

2. 更新改造投资

这是以货币形式表现的现有企业和事业单位的更新改造工作量。这一投资量包括企业固定设备维修与折旧改造、工业技术和工艺的更新改造; 部分损毁的交通设施、通信设施和其他城乡公共设施的更新和技术改造等。

3. 其他的固定资产投资

这包括房地产开发投资、国家和地方政府各种用途的仓储设施, 矿产勘探, 石油、矿业设备养护和其他维修项目的投资等。

在计划经济时期, 上述固定资产投资主要是由各级政府及其主管部门, 按照中央和地方的经济计划来实施和完成。改革开放以后, 民间投资和外国投资也逐渐参与到固定资产投资领域, 投资活动也逐步市场化和结构多元化。

(三) 价格

本书所说的价格, 是指中国在各个时期的生产资料 (包括原材料) 和消费品的价格水平。由于劳动要素价格属于产品价格构成的重要因素之一, 同时又是消费需求的主要构成部分, 本书也对此内容进



行了必要的考察。

计划经济时期，由于中国实行较为严格的商品配给制度，市场价格基本被固定化。改革开放以后中国逐步放开了商品价格，因而多数商品价格取决于供给和需求，价格的实际波动幅度要远高于计划经济时期。

一般而言，固定资产投资活动对价格起着巨大的影响，中国市场价格快速上涨趋势总是出现在投资的高峰期，之后开始小幅回落。价格对推动民间固定资产投资热潮所起的作用是复杂的，但目前对这一问题的探讨显得还不够，需要对价格波动引发的自主投资规律进行研究，因此本书研究的价格问题的重点是，价格波动规律及其对民间投资的影响。

第二节 对西方货币数量理论的回顾

一、西方货币数量理论

(一) 古典货币数量论

这种货币思想可以追溯到 18 世纪的西欧。该理论的命题是，货币数量的变动能导致商品价格水平按近乎相同的比例变动，但对经济和就业增长不会产生影响。这一理论的贡献者主要有大卫·休谟 (David Hume)、欧文·费雪 (Irving Fisher)、庇古 (Pigou) 和威克塞尔。费雪 (1911) 在其《货币的购买力》一书中，试图用数量方程来探讨货币理论。

1. 费雪方程式

费雪认为，人们进行商品交易所使用的货币可以分为两种：通货和银行的活期存款。一方面，如果用 C 代表通货的数量， V_c 代表通货的流通速度，通货的数量规模可以用 CV_c 表达。另一方面，如果 D 是活期存款的数量， V_d 是活期存款的流通速度， DV_d 就是使用支



票的支出数量。这样从货币的角度看总支出即为 $(CV_c + DV_d)$ 。计算支出的另一种方式是 PQ ，其中 P 为价格水平， Q 为经济体中所有交易物品的总数量，用方程式表达：

$$CV_c + DV_d = PQ \quad (1-1)$$

由于费雪的货币传导属于“外生的货币供给变化导致内生的总需求和价格变化”的直接传导机制，因此，货币供给数量的增加将导致总支出的增加，并将导致价格的比例上升，但货币数量变动对产量和就业量不会产生影响。

2. 剑桥方程式

稍后由剑桥大学的理论家们（包括马歇尔、庇古和 1936 年以前的凯恩斯）发展出了剑桥的货币数量论——现金余额说，其表达式为：

$$M = k(r)PY \quad (1-2)$$

式中， k 是函数符号， r 表示投资的内部收益率。

3. 威克塞尔的货币均衡

威克塞尔从纯信用经济的角度对货币进行了分析。他首先假设公众的所有支付活动都使用支票，银行对其活期存款也不持有准备金，因此货币供给的精确数量等于银行增加的信贷量，也就是银行的信贷规模主要决定货币的存量。其次，威克塞尔引入了自然利率和正常利率理论，从而将利率、价格和市场的投资活动紧密联系起来。最后，威克塞尔首次提出以储蓄与投资是否相等为中心内容的货币均衡。

(二) 现代货币数量论

1. 凯恩斯的货币政策理论

对现代货币理论创造做出重要贡献的是 1936 年的凯恩斯，他在划时代的著作《就业、利息和货币通论》一书中，第一次将货币供给变化对经济的有效影响导入了宏观经济政策机制之中。他不仅在货币需求理论中首创了货币的投机动机，而且在《通论》第二十一章的“价格论”中，又将货币数量与价格和就业量的变动相联系：

“如果有效需求和货币数量保持相同比例的改变，那么，货币数量论可以被阐述如下：‘只要存在着失业现象，就业量会和货币数量作出相同比例的改变；而当充分就业存在时，价格水平会和货币数量



作出相同比例的改变。’”^①

凯恩斯进一步设想了其他的影响因素，他认为经由货币供给增加所导致的有效需求的增加，将造成货币增量中的“一部分用在增加就业量，一部分用在提高物价水准”。而这些“其他的”影响因素主要有：

(1) 有效需求的改变不与货币数量的改变成同一比例；

(2) 由于资源之间的不可替代性，导致某些资源价格在充分就业达到之前即已开始上涨；

(3) 在达到充分就业之前，某些行业 and 企业的边际收益就已经发生递减，从而影响到投资的增加，等等。

凯恩斯还认为，货币数量的改变对经济和就业的有效影响，主要是通过影响市场利率变化的渠道来实现。

2. 其他货币政策理论

在第二次世界大战结束后，货币政策上升为促进经济增长的主要政策之一。同时，货币理论家们也发现了更多的货币传导渠道。其中著名经济学家弗里德曼又对“货币数量说”进行了重新表述。他在与美国统计学家施瓦茨合著的《美国货币史》一书中，以统计实证方法，证实了货币数量与经济增长之间的正相关关系，并寻找出能导致货币存量增加的一些原因。弗里德曼还在其货币理论中引入了永久性收入和财富概念，此外，他还认为货币的供给函数与货币的需求函数无关。他又进一步断言，货币的需求函数和流通速度甚至比消费函数还要稳定。这样，货币政策会同财政政策一样，对经济增长产生一定影响。但弗里德曼否认货币政策具有固定的传导机制。

上述这些货币理论的一个共同特点，就是围绕货币和准货币数量与产量、物价和就业量之间的关系问题来讨论。直到最近时期这一情况才得到某种程度的改观。

美国经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨和布鲁斯·格林沃尔德，在合著

^① 凯恩斯：《就业、利息和货币通论》（重译本），高鸿业译，商务印书馆，1999年版，第307页。

的《通往货币经济学的新范式》一书中，提出货币经济学的新目标是“既解释为什么货币政策（有时）是有效的，又说明为什么对货币机制的传统认识是不充分的”。^①他们认为，传统的货币需求理论具有重大缺陷，即忽略了信用及其规模变化在日常交易中的作用。

他们认为大多数交易无需货币，而是以信用媒介进行，这一趋势也正在日益增加。因此在市场经济中，信用的主要模式是信贷及其供给量。而信息的不对称很容易引发银行的信贷配给。信息问题不仅引发信贷配给，还会引发股权配给。而在信贷配给的条件下，货币政策不仅通过利率，还通过可获得的信贷规模产生影响。

因此在货币理论的新范式下，影响经济水平的主要是私人部门获得的信贷条件和信贷数量，而不仅仅是货币数量本身。信贷数量主要是由银行决定的，信息是否对称决定着银行的信贷数量。

二、货币资金来源和传导渠道

（一）西方理论中的货币资金来源

1. 西方理论中的投资资金来源

有关投资的货币资金来源，无论是凯恩斯的《就业、利息和货币通论》，还是当代米什金的著作《货币金融学》，都肯定资金来源于储蓄。凯恩斯在通论中所表述的“ $\text{所得} = \text{产品价值} = \text{消费} + \text{投资}$ ； $\text{储蓄} = \text{所得} - \text{消费}$ ；故 $\text{储蓄} = \text{投资}$ ”。米什金也表达了这一思想：“金融市场履行的基本经济功能是，从那些由于支出少于收入而积蓄了盈余资金的人那里把资金引导到那些由于支出超过收入而资金短缺的人那里”，^②这似乎是使用资金流量的融资分析方法，^③“投资来源于储蓄”显然是对市场经济投资资金来源的最正统表述。

尽管斯蒂格利茨提出了“大多数交易无需货币，而是以信用为媒介进行”，信贷又是以信息为基础，放款条件依赖于对还款可能性的

① 斯蒂格利茨等：《通往货币经济学的新范式》（中文版），中信出版社，2005年版。

② 米什金：《货币金融学》，中国人民大学出版社，1998年版，第106页。

③ 张昌彩：《中国融资方式研究》，中国财政经济出版社，1999年版，第35~43页。