



国家发展和改革委员会宏观经济研究院 ● 中国宏观经济丛书 (2004)

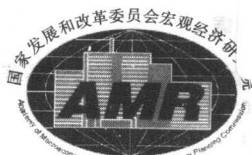
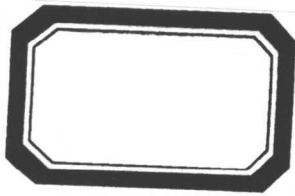
A COLLECTION ON CHINA'S MACROECONOMY (2004)

中国货币政策传导机制 与金融体系重构

ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE CHUANDAO JIZHI
YU JINRONG TIXI CHONGGOU

宋立 等著

中国计划出版社



国家发展和改革委员会宏观经济研究院 • 中国宏观经济丛书(2004)
A COLLECTION ON CHINA'S MACROECONOMY

-7003

中国货币政策传导机制 与金融体系重构

宋 立 等著

F822.0
S772

中国计划出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

中国货币政策传导机制与金融体系重构/宋立等著.
北京:中国计划出版社,2005.1
(中国宏观经济丛书.2004)
ISBN 7-80177-378-0

I. 中... II. 宋... III. 货币政策—研究—中国
IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 140665 号

中国宏观经济丛书(2004)
中国货币政策传导机制与金融体系重构
宋立 等著

☆

中国计划出版社出版
(地址 北京市西城区木樨地北里甲 11 号国宏大厦 C 座 4 层)
(邮政编码:100038 电话:63906407 63906408)
新华书店北京发行所发行
世界知识印刷厂印刷

880×1230 毫米 1/32 12.5 印张 312 千字
2005 年 1 月第一版 2005 年 1 月第一次印刷
印数 1—1500 册

☆

ISBN 7-80177-378-0/F·102
定价:25.00 元

《中国宏观经济丛书》编委会

编委会主任 朱之鑫

编委会副主任 刘福垣 王一鸣 陈东琪
张昌鸣

编委会委员 (按姓氏笔画排序)

马晓河	王 建	王一鸣
王永治	王积业	白和金
朱之鑫	刘福垣	张汉亚
张苏平	张燕生	陈东琪
周大地	林兆木	林森木
罗云毅	黄范章	常修泽
温铁军	董 焰	

本书课题组成员

课题组顾问

李 扬 谢 平 张东生 曹文炼

课题组组长

宋 立

课题组副组长

孙学工

课题组主要成员

刘 成 孙天琦

总 序

《中国宏观经济丛书》是国家发展和改革委员会宏观经济研究院从每年的课题研究报告中,选出一些为社会各界比较关注的成果,结集公开出版的。从1999年面世,至今已经是第五套了。出版这套丛书的目的,是向社会介绍宏观经济研究院的研究成果,加强与同行的学术交流,更好地为经济管理部门、经济研究部门和社会各界提供服务。

《中国宏观经济丛书(2004)》包括《中国货币政策传导机制与金融体系重构》和《投资环境研究》两本。

由于水平和经验所限,这套丛书难免有不足之处。我们诚恳期待社会各界提出批评意见和建议,以帮助我们不断提高课题研究的水平和丛书的质量。

国家发展和改革委员会宏观经济研究院

《中国宏观经济丛书》编委会

2004年10月8日

序 言

宋立博士等合著的《中国货币政策传导机制与金融体系重构》一书,是一部具有较高学术水平和重要现实意义的专著。本书以货币政策的有效性问题为中心,在考察货币政策理论历史演进和前沿进展的基础上,借鉴国际经验,对我国现阶段货币政策传导机制的现状和主要问题进行了比较系统、深入的分析研究,提出了完善货币政策传导机制的金融发展、改革模式和重构金融体系、加快金融市场组织制度建设创新的对策意见。本书经过分析论证所得出的基本结论和一些重要观点,获得了一些资深经济学家和金融专家的较高评价,被认为具有一定的创新意义。

在现代市场经济中,货币政策是政府调控宏观经济运行最主要的宏观经济政策之一。货币政策的有效性,除了受制于政策目标选择的科学性、合理性外,还取决于政策传导机制的完善。相对于另一主要宏观经济政策的财政政策而言,货币政策的覆盖面和影响面更为广泛,政策传导的环节和渠道更多,两者发挥作用的方式很不相同。尤其是中国正处在经济结构战略性调整和经济体制转轨深层次攻坚阶段,货币政策有效性和货币政策传导机制问题就更为复杂,很有必要深入研究。

本书是在国家发展和改革委员会宏观经济研究院 2001 年的一项重点课题研究报告的基础上修改扩展而形成的。当初设立名为《货币政策传导机制研究》这一重点课题的宏观经济背景是:上世纪 90 年代后期,中国经济在有效抑制了明显通货膨胀、成功实现“软着陆”之后,出现了始料未及的经济增长内生动力不足和通货紧缩趋势。针对这种情形,国家制定了扩大内需的方针,实施了实质上具有

扩张性的“积极的财政政策”和“稳健的货币政策”。积极财政政策的实际效果比较明显,但由于受中央财政集中度较低和财政债务承受能力的制约,以及财政政策固有的局限性,单靠财政政策的作用显然“独木难以支撑整个大厦”,迫切期望货币政策能够更有效地发挥积极作用。但在当时,虽然中央银行几乎动用了所有的货币政策工具,连续采取了一系列力度相当大的措施来放松银根,实际效果仍不理想。因此,提高货币政策的有效性和完善货币政策传导机制,成为政府和经济、金融界普遍关注的一个热点问题。宋立博士主持完成的《货币政策传导机制研究》课题,分析论证了我国经济体制转轨阶段信贷渠道在货币政策传导中仍然具有不可忽视的重要作用,揭示了当前信贷渠道相对萎缩和阻塞不畅的主要原因是金融体制改革不协调,国有商业银行的“制度性进步”与整个商业银行系统的“体系性退步”并存,国有商业银行分支机构“储蓄所化”,地方性金融机构停滞不前,企业和消费者信贷需求与信贷可获得性双重不对称;强调完善我国货币政策传导机制的当务之急是改革金融体制、完善银行体系、疏通信贷渠道,而不是单纯跳跃式发展货币市场、推进利率市场化。这一基本判断和重要观点,有关专家对此项课题研究报告的评审意见认为是“抓住了我国货币政策有效性不高的核心问题,在同类研究中并不多见”。2003年以来,我国经济增长势头明显增强,表明确实进入了新一轮上升期。与此同时,经济运行中也凸现出一些值得高度关注的不健康、不稳定因素。对此,中央政府本着落实科学发展观的要求,以保持宏观经济政策的连续性、稳定性,并根据形势变化适时适度调整政策取向和力度为基调,采取了新一轮加强宏观调控的政策措施,目前已收到初步成效。在新一轮宏观调控中,中央政府强调要“把好土地、信贷两个闸门”,而且确实较快地见到成效,可以说对信贷渠道在现阶段货币政策传导中的重要作用提供了新的实证。本书在由研究报告修改扩展为学术专著时,增加了对近两年来新形势、新情况、新问题的分析研究,这就使全书的内容更为充实、丰富,所得出的

基本结论和重要观点更有说服力。

现代市场经济国家经过上百年的实践,逐步形成了一整套间接金融调控的货币政策工具,包括存款准备金、利率汇率、再贷款再贴现、公开市场操作、窗口指导等。这些货币政策工具,有的主要是基于货币乘数原理和商业银行创造存款货币的功能侧重于对全社会货币供应量的数量调节,有的主要是基于市场供求与价格相互作用的原理以及市场利率与资产价格的关系侧重于对资金供求的参数调节,有的则兼具两种调节功能。完善货币政策传导机制,就是要按照科学、合理的货币政策目标来运用各种货币政策工具,并使货币政策工具能够顺畅地通过各类融资渠道,有效地作用于社会资金运动的各个环节,进而引导实物运动,促使包括金融活动和物质生产活动、虚拟经济和实体经济在内的整个国民经济运动实现宏观经济总量均衡和结构协调。为此,必须构造健全、合理的金融组织体系和金融市场体系,并具备相应的微观经济制度基础。所以,完善货币政策传导机制绝不仅是或者说主要不在于解决技术性层面的操作技巧问题,从根本上看乃是金融发展和金融体系、制度及其相关制度的建设创新问题。这是本书作者经过深入分析研究得出的一个很有见地的基本结论。作者还明确指出,金融发展和金融体系重构,不仅是完善货币政策传导机制的需要,也应是“十一五”时期中国经济发展和体制改革战略重点。这一观点也值得重视。

货币政策有效性和完善货币政策传导机制涉及到诸多艰难、复杂的理论问题和实际问题。这本专著的贡献,可作为对此进一步深入进行理论研究和实践探索的一个新起点。本书有的观点,如关于银行体制改革和债券市场发展的观点,还有待实践的检验。将信贷、利率和资产价格归纳表述为货币政策传导的三个主要渠道,似有将政策工具及其作用机理与政策传导渠道在概念上交叉混淆之嫌,可否考虑把银行信贷、货币市场、资本市场三个融资渠道(前者为间接融资,后两者为直接融资)表述为货币政策传导渠道更为确切。当然,从资金价格(亦是融资成本)、资产价格对资金供求和投资、消费

行为的影响这个角度来看,把利率和资产价格表述为货币政策传导渠道也是可以成立的。但这些不足之处,并不能掩盖本书的真实价值和作者的新贡献。

白和金

2004 年 11 月 24 日

目 录

导论 中国货币政策传导机制存在的问题与改革思路	(1)
一、现阶段我国货币政策传导机制的基本现状与存在的 问题	(4)
二、货币政策传导渠道的相互作用及其他因素对传导效果 的影响	(14)
三、完善货币政策传导机制的关键在于形成健全有效的 金融体系	(19)
四、本书篇章结构安排	(26)
第一章 货币政策理论的发展演进与前沿进展	(27)
一、货币政策研究的历史演进	(29)
二、货币政策有效性、目标、规则与框架研究的最新 进展	(40)
三、货币政策传导机制研究的最新进展	(49)
四、我国货币政策基本框架与传导机制研究的主要 进展	(56)
附录 1-1 国际货币政策研究的若干基本经验与共识	(61)
第二章 通货膨胀、通货紧缩交替与中国货币信贷体制 困境	(65)
一、20 世纪 80 年代通货膨胀与 90 年代通货膨胀、通货 紧缩的交替循环	(66)
二、20 世纪 90 年代以来货币政策与通货紧缩关系的计量 研究与体制分析	(76)
三、通货紧缩消除与再次通货膨胀预防的困境	(83)
附录 2-1 现阶段中国货币政策的透明度	(94)

第三章 中国货币政策框架改革与传导渠道疏通	(106)
一、重新审视与设计货币政策操作规则和目标框架	(110)
二、深化金融体制改革,健全完善货币政策传导机制	(124)
附录 3-1 主要发达国家货币政策传导的新趋势及其 启示	(133)
第四章 中国货币市场、利率与货币政策传导机制	(138)
一、货币政策传导中的货币市场与利率	(139)
二、我国货币政策传导中的货币市场	(141)
三、我国货币政策传导中的利率	(147)
四、完善货币市场与货币政策利率传导渠道的政策建议	(154)
第五章 中国银行体系、信贷模式与货币政策信贷传导 渠道	(158)
一、商业银行的产业组织结构与信贷行为模式	(160)
二、信贷需求与信贷可获性的双重不对称及其宏观经济 效应	(172)
三、改革和完善货币政策信贷传导渠道的思路与建议	(178)
第六章 中国的资产价格渠道与货币政策传导机制	(187)
一、资产与资产市场的发展	(188)
二、资产价格与货币政策传导机制	(189)
三、资产价格变化对实体经济影响的实证分析	(192)
四、货币政策与资产价格	(196)
五、改善货币政策传导机制的若干政策选择	(199)
第七章 中国的货币政策汇率传导渠道与汇率制度改革	(201)
一、货币政策汇率传导机制的一般理论	(202)
二、中国货币政策汇率传导机制存在的主要问题	(206)
三、中国汇率制度的改革方向与路径	(209)
第八章 有利于货币政策传导的金融发展与改革模式	(239)
一、金融发展是构建“十一五”经济发展机制的核心内容	(240)
二、从科学发展观战略视角审视和规划金融发展与改革	(249)

三、建立完善的商业银行业市场体系与组织结构	(261)
附录 8-1 关于地方金融管理权限与管理体制	(278)
第九章 加快市场组织创新,推动股票与股权资本市场	
发展	(285)
一、我国资本市场发展现状与存在的主要问题	(286)
二、积极发展创业板和柜台市场,推动市场组织结构优化	
创新	(291)
三、积极发展创业投资等非公开股权资本市场	(304)
附录 9-1 加拿大的资本募集公司和职工创业投资	
公司	(318)
附录 9-2 国有投资公司的改革模式	(323)
第十章 加快发展企业债券市场、积极完善资本市场体系 ...	(344)
一、企业债券的一般特征与转轨时期的特殊发展轨迹	(344)
二、加快发展公司债券、积极探索市政企业收入债券	(351)
附录 10-1 美国的市政债券及其对中国的启示	(359)
主要参考文献	(371)
后记	(380)

Contents

Introduction: Monetary policy transmission in China-problems and solution	(1)
1. Current situation and problems of China's monetary policy transmission channels	(4)
2. The interaction of transmission channels and effect of other factors on monetary policy effectiveness	(14)
3. The key to improve transmission mechanism is to form a sound and effective financial system	(19)
4. The chapter structure of this book	(26)
 Chapter I Evolution and latest advance of monetary policy theory	(27)
1. Historic evolution of monetary policy research	(29)
2. The latest advance of effectiveness, target, rule and framework of monetary policy	(40)
3. The latest advance of monetary policy transmission mechanism research	(49)
4. The main advance of research on China's monetary policy framework and transmission mechanism	(56)
Annex 1-1 some basic experience and consensus on international monetary policy research	(61)
 Chapter II The alternate inflation and deflation and dilemma of China's monetary and credit system	(65)

1. Inflation in 1980s and the alternation of inflation and deflation in 1990s	(66)
2. Quantitative study and institutional analysis on relationship between monetary policy and deflation in 1990s	(76)
3. The dilemma of combating both deflation and inflation	(83)
Annex 2-1 the transparency of China's monetary policy in current stage	(94)

Chapter III The reform of monetary policy framework and improvement of effectiveness of transmission mechanism	(106)
--	-------

1. Revisit the monetary policy operation rule and target frame	(110)
--	-------

2. Deepen financial system reform and improve the effectiveness of monetary policy transmission mechanism	(124)
---	-------

Annex 3-1 new trend and revelation of monetary policy transmission in major developed countries	(133)
---	-------

Chapter IV Monetary market, interest and monetary policy transmission mechanism in China	(138)
--	-------

1. Monetary market and interest in the context of monetary policy transmission	(139)
--	-------

2. The role of monetary market in monetary policy transmission	(141)
--	-------

3. The role of interest in monetary policy transmission	(147)
---	-------

4. Political recommendations for improving monetary	
---	--

market and interest channel of monetary policy transmission	(154)
--	--------------

Chapter V Banking system, credit model and credit channel of monetary policy transmission	(158)
--	--------------

1. Industrial organization structure of commercial bank and credit behavior model	(160)
--	--------------

2. Dual mismatch of credit demand and credit availability and its macroeconomic implications	(172)
---	--------------

3. Thinking and recommendation on reforming and improving credit channel of monetary policy transmission	(178)
---	--------------

Chapter VI Asset price channel and monetary policy transmission mechanism in China	(187)
---	--------------

1. The development of asset and asset market	(188)
---	--------------

2. Asset price and monetary policy transmission mechanism	(189)
--	--------------

3. Positive analysis on impact of asset price variation on real economy	(192)
--	--------------

4. Monetary policy and asset price	(196)
---	--------------

5. Policy options for improving monetary policy transmission mechanism	(199)
---	--------------

Chapter VII Exchange rate channel of monetary policy transmission and exchange rate regime reform	(201)
--	--------------

1. The general theory of exchange rate channel of monetary policy transmission	(202)
---	--------------

2. The main drawbacks of China's exchange rate channel of monetary policy transmission	(206)
---	--------------

3. The orientation and path of China's exchange rate regime reform	(209)
---	--------------

Chapter VII Financial development and reform model in favor of monetary policy transmission	(239)
--	--------------

1. Financial development is the core of new economic development mechanism in the period of 11th 5-year plan	(240)
--	--------------

2. Reviewing and designing financial development in the perspective of new development philosophy	(249)
--	--------------

3. Building sound market system and market structure of commercial bank	(261)
--	--------------

Annex 8-1 financial management system and jurisdiction of local government	(278)
---	--------------

Chapter IX Speeding up market organization innovation to promote stock and equity market development	(285)
---	--------------

1. The current situation and main problems of China's capital market	(286)
---	--------------

2. Vigorously develop venture capital board and OTC market to optimize market organization structure	(291)
---	--------------

3. Actively develop venture capital and other non-public equity market	(304)
---	--------------

Annex 9-1 Canadian capital raising company and trade union venture capital corporation	(318)
---	--------------

Annex 9-2 Reform model of state-owned investment company(SOIC)	(323)
---	--------------

Chapter X Expedite the development of corporate bond market to perfect capital market system	(344)
---	--------------