

文库主编 陈慧谷

薛万祥 著



中国货币调控模式选择与制度设计

点津财经法律文库

上海财经大学出版社



中国货币调控
模式选择与制度设计

ZHONGGUO HUOBI TIAOKONG MOSHI XUANZE YU ZHIDU SHEJI

薛万祥 著

上海财经大学出版社

中国货币调控模式选择与制度设计

ZHONGGUO HUOBILIAOKONG MOSHI XUANZE YU ZHIDU SHEJI

薛万祥 著

责任编辑 黄磊

封面设计 潘立赵驰

出版 上海财经大学出版社 (上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

发行 上海印刷七厂一分厂

装订 上海印刷七厂一分厂

开本 850mm×1168mm 1/32

印张 7.25

字数 188 千

版次 1998 年 9 月第 1 版 1998 年 9 月第 1 次印刷

印数 1—4 500

书号 ISBN 7-81049-231-4/F·182

定价 13.80 元

《点津财经法律文库》第二辑编委会

顾问：屠光绍 桂敏杰 陈乃进

编委会主任：王志刚

编委会副主任（按姓氏拼音顺序排列）：

高 坚 高汝熹 刘福寿 饶浩雁

张 宁 张为国

编委（按姓氏拼音顺序排列）：

陈方正 顾功耘 吕红兵 刘世安

谈伟宪 徐 明 郁忠民 赵小平

主编：陈慧谷

副主编：张训苏 蒋 彤 李树华

序一

货币存量的增减,可以使产量或物价(推而及于就业量和汇率,下同)有所升降,这已是经济学家的共识,有无数实证可以说明。但如何调整和控制社会货币总量以达到预定的宏观调控目标,对此理论界有两条不同的思路。

一是供给型思路,即认为,中央银行作为“发行的银行”和“银行的银行”,可以随意地增减基础货币(公众持有现金和存款机构的准备金)的供应,以促进一定的产量和(或)物价目标的实现。这条思路以货币乘数稳定或可测为假设前提,而后者又是以央行对市场行为主体的自主性低、资产选择余地小和金融市场欠发达为前提,也就是说,社会的货币需求被认为是被动的、稳定的和无足轻重的。与此相联系,仅有货币供给外生性的观点。在我国集中计划经济时代,情况大致属是。

但是,只要有市场经济的存在与发展,货币需求便不是一个可以忽视的经济范畴。随着市场行为主体的多元化和自主化,以及商品(特别是金融产品)种类和替换性的提高,个人、企业、政府和金融机构,必会对各种市场信息作出反应和预期,从而为着自己的利益而变更资产结构,这就形成了货币需求的变动。因此,所谓货币乘数稳定的假设是可疑的,即便中央银行能控制基础货币量,它也未必如愿地决定流通中的货币总量。换言之,货币供给在市场经济中有相当的内生性,因此,理性的调控也应该注意到市场上货币需求的状况,或使基础货币供应适应此种需求的变动,或有意识地保持货币供给与需求之差距(以能使市场机制起着某种有利于政策目标实现的运动),或主动采取某种措施以改变全社会的货币需求。这样的一种调控称为需求型调控,是本问题的另一种思路。

在西方国家,自凯恩斯宏观经济学问世以来,需求型货币调控日益受到学界和政界的重视(虽然凯恩斯本人强调的是央行在货币供给上的主动性)。作为凯恩斯主义的对立面,货币主义者虽大多倾向于货币乘数稳定的观点,但他们更突出货币需求在货币学中的地位。在中国选择了社会主义市场经济道路后,中国的市场经济不断发展而宏观调控日益侧重于间接方式。然而,货币调控一直是以供给型为主。关于货币需求及需求型货币调控机制的研究也处于零散状态。薛君万祥于1995年以“论需求型货币调节”为题撰写了博士学位论文,今将该文修订补充,以《中国货币调控模式选择与制度设计》为书名正式出版。这为我国经济学苑添了一株新花,可作为货币当局决策的参考。如在当前,更应把货币政策的操作重心从调控货币供给转向引导货币需求上。

此书除较为系统地介绍国内外货币需求与供给的理论以及上述两条思路的区别以外,对于建设我国货币需求型调节体制的必要性和应有举措,有不少新的见解,例如:

1. 作者认识到货币调控从直接向间接转化这一问题与选取何种调控模式及其制度安排是分不开的。作者认为,我国实施间接的货币调控必须采取与我国经济金融状况相适应的需求型调控模式,这点颇具新意,有助于充实我国的货币理论文库。

2. 在我国的货币需求函数中,增加了一个解释变量——基尼系数。作者认为,在我国经济发展与改革过程中,收入分配的差异将扩大,因而货币需求总量将相对地缩小。这实际上更突出了制度因素在货币需求决定中的作用。

3. 对中国货币需求的不稳定性有所剖析,所指出的三个基本因素(行为主体多元化、国民收入分配格局变化及金融市场发展),均言之有理,据此对传统的货币调控方式(单一货币增长规则、信贷总量控制等)进行批判是有说服力的。

4. 对如何在我国建立需求型货币调控机制有一些具体的建议,如规范和发展货币市场,改革央行准备金制度,发展中央银行

的公开市场操作和渐进式的利率市场化,等等,这些都是切实可行的,而且事实上已在逐步推行。

5. 对需求货币调控的有效性有适当的估计。作者认为,公众的预期心理(包括收入预期、价格预期、汇率预期)在我国经济运行中也是起作用的。但在现阶段,这类预期既不是适应性预期,也不是理性预期,而是介于两者之间的亚理性预期。由此不能否定货币政策的有效性。然而不仅公众有预期,政府也有预期,那么在此之间就形成了政府与公众的博弈,从而把近代博弈论的要义用在货币政策的有效性上,这点就较有创意。并且认为政府在与公众的预期及博弈中占有主动地位,故有采取积极的货币政策的可能。

当然,对货币需求这样一个涉及制度、生产力、信息和心理等多种因素的经济问题来说,要构造一个普遍的和永恒的社会模型是不可能的。在中国今日,由于信息极不完全和统计资料缺乏,要就此作出细密的数量分析更是困难。薛万祥博士此书,也只能是提纲挈领之作,它富有开拓性和启发性,但从准确性和可操作性要求来看,还需在实证上多下功夫。薛君现任职于中国人民银行,这使他有更广阔的视野和更多的感性知识,相信他可以在这个问题上继续研究,达到更高境界。我怀着赞赏和期待的心情,乐为之序。

陈观烈

1998年4月

序二

建国以来的三十年,我国长期实行高度集中的计划经济体制。党的十一届三中全会以后,我国从实行有计划的商品经济到社会主义市场经济,一贯重视货币供给问题,反映在实践上,就是货币发行同现金规模始终是两项重要的指令性指标。在中央银行的货币调控中,又特别重视这两项指标。随着经济体制改革不断深入,在建立社会主义市场经济的过程中,建立和完善我国的宏观货币调控机制,必然涉及到从直接调控到间接调控转化这一问题。而为了成功地实现这一转轨,必然要选择与中国经济金融运行相一致的间接货币调控模式,并对此进行相关的制度安排。薛万祥博士的《中国货币调控模式选择与制度设计》便是专注于这一角度研究中富有特点的一部著作。

这部著作结构严谨,由浅入深,从概念和回顾货币政策的历史入手,提出间接货币调控模式的可供选择的供给型和需求型这两种模式,再从货币需求的不稳定性、货币供给的部分内生性及外生性、货币供给中的倒逼机制和经济对外开放的分析中,阐述实施需求型货币调控的理论基石。最后,为实现这一调控模式,作者探索了倒逼机制的消除、准备金制度的改革、利率的市场化及其管理、预期及其引致的公众与政府的博弈这一机理对货币政策的影响,并研讨了货币市场的规范发展、中央银行的市场干预以及与财政改革的配合等问题。这样一种文章的结构,是循序渐进、由浅入深,从一般理论问题的分析到实践的分析,反映了作者有较扎实的基础理论和专业知识,研究方法合理,合乎逻辑。

由于作者不是停留在一般理论分析上,而是应用马克思主义的原理,从基础理论分析入手,结合我国国情进行深入细致的研

究,因而论据就比较充分可靠,论点多处可取。例如,作者概括的确定适当准备金比率的原则有四:一要考虑经济环境和经济发展程度,二要参照国外的变动趋势,三要确定较低的准备金率,四要兼顾银行与其他金融机构的竞争的公平合理,这些都值得决策层参考。又例如,作者指出,需求型货币调控需要一个规范的货币市场,而从我国的实际情况看,货币市场虽有一定发展,但仍然是一个规范不够、范围不广、弹性不足而监管不力的市场,在这些论点基础上衍生出的有关政策建议,从目前来说,虽可能有一定难度,一时不易实现,但从较长时间来看,都是金融改革的方向,终究是要实现的。

因此,我乐意把这本书推荐给读者,尽管书中所涉及的一些问题,如我国货币需求函数的稳定性问题,尚有待进一步探讨;而且本书所涉及的货币调控间接化这一大问题,也是摆在我国金融理论工作面前的重要课题。我们期待作者在今后的工作中继续这个方面的研究及实践。

龚浩成

1998年4月

编委絮语

我们以慢工却非出细活的方式和老牛拉破车的速度在编辑了《点津财经法律文库》第一辑一年后终于让第二辑跟读者见面了。这倒多少验证了我们的编辑意图：将自身在证券财经和法律方面的实践和心得写出来，给自己留点什么，也给社会送去点什么。快乐寓于过程之中。

需要说明的有二：一是并非商业目的操作及并非熟练工匠的做法使我们的书籍难以列入畅销书行列，但对其内在价值我们却有份信心；二是证券市场热门话题使人们眼花缭乱，我们也提供不了完整而系统的书目，我们只是在做我们的实践和理论兴趣所在。

《点津财经法律文库》第二辑计划出五本，其中《证券市场会计问题实证研究》、《证券市场财务与会计问题研究》、《资产经营与重组》是文集，《企业重组中资产价值化管理研究》和《中国货币调控模式选择与制度设计》乃是在博士论文基础上完成的专著，无论是文集或是专著，作者大多来自港澳信托上证总部和上海点津投资顾问有限公司。

《文库》第一辑的出版受到业内人士广泛好评，于是有更多的编委参与了文库选题确定、内容筛选、编辑技巧方面的工作。上海财经大学出版社亦成为新的出版单位。

第三辑的选题又拉开了序幕。

《点津财经法律文库》编委会

1998年6月6日

**《点津财经法律文库》第二辑
已出版下列图书**

《证券市场会计问题实证研究》

《证券市场财务与会计问题研究》

《资产经营与重组》

《企业重组中资产价值化管理研究》

《中国货币调控模式选择与制度设计》

导 论 货币调控：从直接走向间接

有什么样的经济体制就有什么样的宏观调控方式。在 1978 年之前，我国实行的是计划经济体制，与此相对应的宏观调控方式就是直接的财政、信贷、物资计划，从而形成财政、信贷、物资的综合平衡理论。在这一理论基础上，贷款必须按计划发放和使用，这就是信贷计划，货币基本无宏观调控职能。此后，随着市场化改革的兴起，货币在宏观经济中逐渐扮演起调节经济运行的角色，但是，实行的调节方式仍是以直接控制社会的信贷总量和现金发行为首要目标。

从 1992 年起，建设有中国特色的社会主义市场经济成为我们改革的目标，货币调控方式从以全国统一的信贷计划为特征的直接控制转向以调整基础货币进而影响全社会货币供应量为特征的间接调控，这既是市场经济的内在要求，更是经济转轨中实现经济稳定发展的必然选择。

银行的企业化经营，资本市场和货币市场的发展和深化，金融结构的变化和取消现金信贷计划，必然会引起中央银行宏观调控方式的变化，即从总量的直接控制方式转向比例的间接调控方式，从信贷总规模管理转向法定准备金、再贴现和公开市场操作方式，从直接规定信贷总规模转向调整基础货币进而影响社会货币供应量，从直接规定各级银行的信贷计划以调节银行存贷款规模转向以公开市场活动、贴现率等方式调节社会的货币总量。

一般说来，直接调控方式较之间接调控方式的时效性更强，但负作用更大，最大的负作用就是影响资源的合理配置。而为了增强间接调控方式的有效性，必须选择合乎中国国情的间接调控模式，并在此基础上发展一系列的调控手段，以及选取一些适当的货币

政策的中间目标。

一、间接调控的两种思路：供给型与需求型

以货币来调节经济的运行,使经济增长稳定和价格稳定是现代经济的重大特征。货币调控方式可按调控的手段划分为直接与间接方式,还可按调控时的着眼点分为需求型和供给型调控。宏观货币调控的基本要求是使货币量的变化,在维持物价水平适当稳定的前提下,促进经济的持续稳定增长,也就是说,使货币量的均衡点,在由较低的收入水平移到较高的收入水平上时,不破坏物价的基本稳定。

货币量的均衡点,即货币供给(M_s)等于货币需求(M_d)之点。在确定货币供给时,当然要考虑货币需求,问题是怎样看待货币需求的问题,这里有两条思路:

1. 假定货币需求(M_d)为既定,或至少视为既定(为经济运行过程所决定),那么,中央银行可以变动货币供应,使之适应于既定的货币需求,使经济达到充分就业状态。这里所称的货币需求为既定的含义是指货币需求是一些有选择变量,如财富或收入,利率和预期因素的稳定函数,这可在图 1 中用 Md_1 、 Md_2 或 Md_3 表示出来。图中,曲线 Md_1 是凹曲线,意味着货币需求存在规模效应; Md_2 是直线,意味着货币流通速度是稳定的; Md_3 则是凸曲线,意味着货币流通速度减慢或物价上涨预期的影响。但无论曲线是怎样的,只要曲线的形状或位置在相当长的时期内基本不变,就可认为货币需求是既定的。为简单起见,下面都用直线的情况来说明问题。对应于充分就业点 P_0Y_0 有货币需求 Md_0 ,在充分就业点 e_0 ,中央银行通过一定的基础货币供应,使货币供应总量与货币需求量相符合,即有 $M_{s_0}=Md_0$ 。

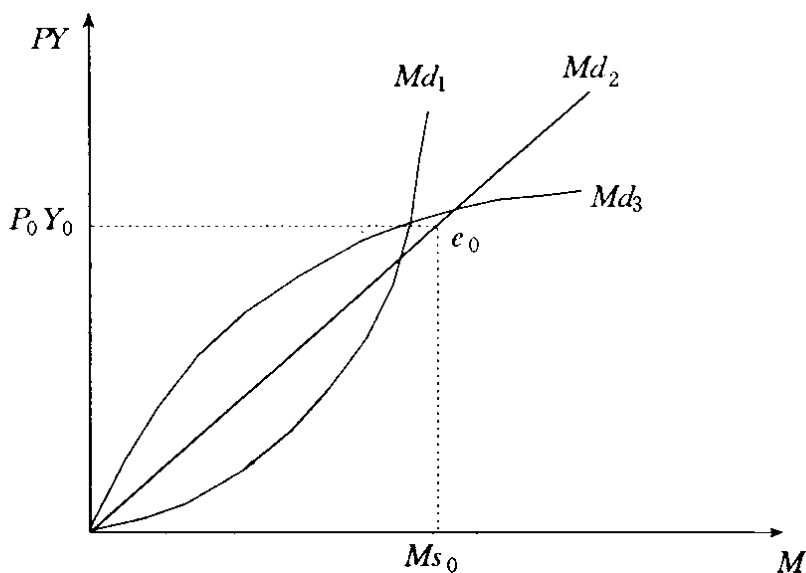


图1

2. 假设货币需求(Md)是多变的,那么,中央银行要么使货币供应适应不断变化的或变化了的货币需求,要么则是主动使货币供应与货币需求不相匹配,主动影响货币需求,使货币需求曲线发生变动(形状或位置的变化,为简单起见只讨论位置的变动),以求货币供应与需求的均衡。

如果货币需求因某种原因发生了变动,如在图2中,从 Md_0 变到 Md_1 ,这意味着货币流通速度的加快; Md_0 变到 Md_2 ,则是货币流通速度减慢的结果。这种货币需求曲线的变动可能是经济运行过程所导致,例如,从 Md_0 变到 Md_2 可能是公众预期通货膨胀上升而增加货币持有的结果,也可能是中央银行降低利率影响的结果。

在货币需求发生变动的情况下,中央银行仍保持不变的货币供应,则产出将会变成 P_1Y_1 和 P_2Y_2 。当然,如果 e_0 点是充分就业点,产出从 $P_0Y_0 \rightarrow P_1Y_1$ 仅是价格水平的上升,即名义产出增加而实际产出不变;如果 e_0 不是充分就业点,则产出从 $P_0Y_0 \rightarrow P_1Y_1$ 是价格上升与实际产出上升的结果。对 $P_0Y_0 \rightarrow P_2Y_2$ 也可作相似的分析。

如果中央银行为保证在充分就业点 e_0 不发生名义收入的变动,其采取的方法可以是让货币供应适应变化着的货币需求,即调

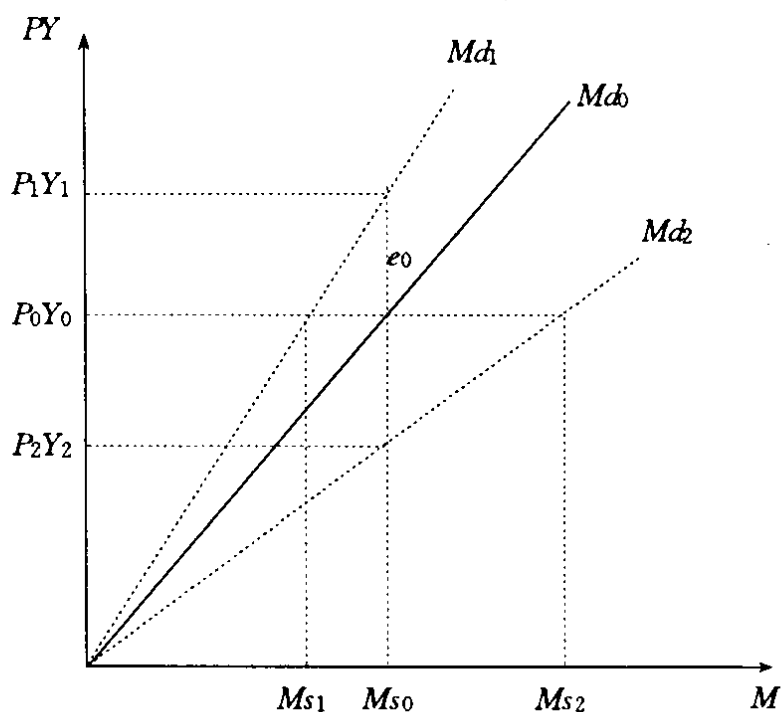


图2

整货币供应,从 M_{s0} 到 M_{s1} 或从 M_{s0} 到 M_{s2} 。不过,这时货币供给会有很大的波动。更为现实的做法,也是体现中央银行影响货币供求的力量的做法,是中央银行主动影响货币需求曲线的变化,使货币供求达到均衡。

比如在图 3 中,原来的货币需求曲线为 Md_0 ,由于公众预期通货膨胀将上升,而使货币需求曲线从 Md_0 变到 Md_1 ,这时货币流通速度减慢,大众持有的现金比例上升,通货膨胀将从预期变为现实。中央银行为抵消货币需求的影响,可将利率提高(或通过其他方法)影响公众的货币需求,使其货币需求为 Md_2 所表示,则这时货币供应为 M_{s2} ,可比 M_{s1} 小,从而避免货币供应过多和在货币需求曲线又变动(比如公众的通胀预期减弱)时而带来通货膨胀。

受旧货币数量论影响,第一条思路曾经流行过,货币主义就是代表。以 Tobin 为代表的凯恩斯主义者提出了第二条见解,故凯恩斯学派主张相机抉择的货币政策。

在这两条思路基础之上形成了供给型货币调控与需求型货币调控两种方式。由此我们可以定义这两种不同的调控方式。所谓供给型货币调控,即是在视货币需求为既定的前提下,中央银行可

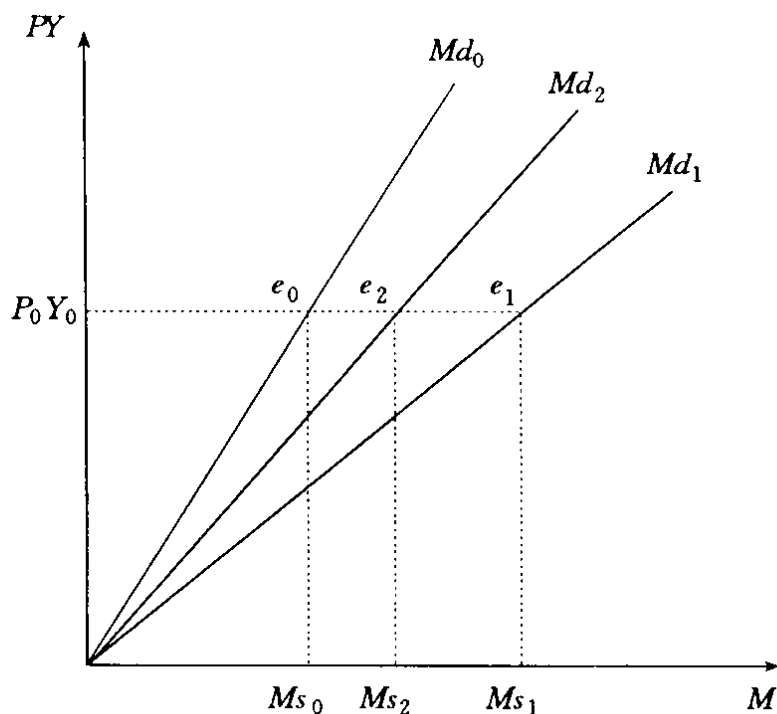


图3

利用外生的货币供应来适应货币需求,以求货币供求的平衡;而需求型货币调控则是在货币需求不稳定的前提下,中央银行针对可变的货币需求来调整货币供应,或中央银行主动地影响货币需求,以求货币供求的平衡。

每一种调节方式总是与一定的经济体制相连,也是以一定的经济理论为基础的。从上面的分析可以看出,货币的供给型调节是以货币供给的外生性和货币需求的稳定性等理论为基础的,它忽视了多个经济行为主体的利益及其矛盾和主观能动性。而货币的需求型调节则以货币供给的非外生性和利率等因素对货币需求有着重要影响为基础,以重视经济行为主体的利益及其矛盾为前提。

在市场经济下,需求型货币调节更接近现实。不过,需求型货币调节不仅仅是一个调节需求的问题,它也是要涉及到货币供给,因为影响货币需求量大多(不是全部)要通过中央银行→商业银行→公众这一货币供应的渠道,先有中央银行影响基础货币的变化或通过乘数起作用,通过三大政策手段最终影响货币需求。但是,探讨需求型调节的问题不在于货币供应动不动,而在于是否与货币需求的变动相应地变动。

二、货币调控研究的历史演绎

货币调节问题是以一定的货币理论为基础的。货币理论在国外流派很多,众说纷纭;在国内也有一定的研究。归纳起来,与货币调控有关的研究主要有下述内容:

19 世纪初,英国金块论者和反金块论者就对货币问题有了争论。金块论者强调货币供给量是价格水平的主要决定因素,货币数量的变动引起价格水平的变动,两者间成正比例关系;反金块论者从真实票据原理出发,认为生产与货币数量同时增加,而不会引起物价上涨,银行券的发行量应与市场需要量一致。

到 19 世纪中叶时,上述争论演变为通货学派与银行学派之争。通货学派鼓吹货币数量变化影响价格水平的变化,银行券的发行数量应以黄金储备为限,以保证兑换性和稳定物价;银行学派则认为经济活动的变化先于货币供给量的变化,即价格、名义收入与总需求增加,贷款才会增加,因此,货币供给量是由公众主动决定的,中央银行只扮演被动的角色。

1911 年 Fisher 利用了 $MV=PT$ 的交易方程式,认为货币供给的变化影响价格,两者之间同比例变化。因为货币流通速度 V 是受制度习惯等因素决定的,不受方程式中其他因素的影响,而 T 则是决定于技术水平和可利用资源的程度,也与方程式中其他因素无关, V 、 T 基本上为一恒量,故价格水平与货币数量同比例变化,并且是货币数量的变动导致价格水平的同比例变动。费雪交易方程式基本上为一货币供给理论。

不过,当剑桥学派的 $M=kPY$ 出现时,事情就开始有了变化。虽然从两个方程式来看,只是恒等变换 $k=1/V$,然而剑桥学派认为 k 是人们在一定时期内想要以货币形式持有的名义收入的份额, k 值的大小由大众持有货币的动机决定,剑桥方程式成为一需求方程式。

Keynes 在《通论》中更进一步提出了货币需求的交易动机、预