

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



中国社会科学院文库 · 经济研究系列
The Selected Works of CASS · Economics

货币政策与价格波动

MONETARY POLICY AND PRICE FLUCTUATION

—
王
国
刚
等
著
—

中国社会科学出版社

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



中国社会科学院文库·经济研究系列
The Selected Works of CASS · Economics

货币政策与价格波动

MONETARY POLICY AND PRICE FLUCTUATION

王国刚 等著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

货币政策与价格波动/王国刚等著. —北京: 中国社会科学出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5161 - 2831 - 2

I. ①货… II. ①王… III. ①货币政策—关系—通货膨胀—研究—中国 IV. ①F822. 0 ②F822. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 126117 号

出版人 赵剑英
选题策划 王小生
责任编辑 王小生
责任校对 韩海超
责任印制 李 建

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 (邮编 100720)
网 址 <http://www.csspw.cn>
中文域名: 中国社科网 010 - 64070619
发 行 部 010 - 84083635
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 北京一二零一印刷厂
版 次 2013 年 12 月第 1 版
印 次 2013 年 12 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 43
插 页 2
字 数 720 千字
定 价 100.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
电话: 010 - 64009791
版权所有 侵权必究

《中国社会科学院文库》出版说明

《中国社会科学院文库》（全称为《中国社会科学院重点研究课题成果文库》）是中国社会科学院组织出版的系列学术丛书。组织出版《中国社会科学院文库》，是我院进一步加强课题成果管理和学术成果出版的规范化、制度化建设的重要举措。

建院以来，我院广大科研人员坚持以马克思主义为指导，在中国特色社会主义理论和实践的双重探索中做出了重要贡献，在推进马克思主义理论创新、为建设中国特色社会主义提供智力支持和各学科基础建设方面，推出了大量的研究成果，其中每年完成的专著类成果就有三四百种之多。从现在起，我们经过一定的鉴定、结项、评审程序，逐年从中选出一批通过各类别课题研究工作而完成的具有较高学术水平和一定代表性的著作，编入《中国社会科学院文库》集中出版。我们希望这能够从一个侧面展示我院整体科研状况和学术成就，同时为优秀学术成果的面世创造更好的条件。

《中国社会科学院文库》分设马克思主义研究、文学语言研究、历史考古研究、哲学宗教研究、经济研究、法学社会学研究、国际问题研究七个系列，选收范围包括专著、研究报告集、学术资料、古籍整理、译著、工具书等。

中国社会科学院科研局

2006年11月

序 言

本书是由王国刚担任首席专家的国家社会科学基金重大招标项目“中国货币供应机制与未来通货膨胀风险研究”（项目批准号：09&ZD036）的结题报告。

该项目在下达以后，课题组按照课题申请计划和“项目立项通知书”的内容要求，认真展开了课题的研究工作。在两年左右的时间内，课题组先后召开了6次课题组研究会，对本课题所涉及的研究范围、研究内容、研究思路、研究方法和研究难点等进行了深入探讨，同时，就本课题中涉及的重点问题，在中国社会科学院金融研究所举行了5次公开研讨会。课题组成员在研究过程中，积极认真，以科学严谨的态度和务实求真的精神，展开了资料收集、实地调研、数据处理、课题组研讨和初稿撰写等科研工作，到2011年11月，初稿基本完成。在课题研究过程中，课题组成员共完成研究报告12篇，发表论文30多篇（其中一些论文在《中国社会科学》、《经济研究》等全国最高等级期刊上发表），向社科基金规划办提供了3篇“国家社会科学基金项目成果要报”（全部被采用）。

本书的研究内容从经济发展方式转变入手，探讨了未来一段时间内，我国工业经济和城镇化发展的总体趋势背景下，经济增长的可持续性和对货币政策的要求；通过对20世纪90年代中期以来，中国GDP结构和消费结构的研究，分析了在扩大内需中消费和投资的关系，为“货币供应机制与未来通货膨胀风险研究”提供了宏观经济的基本背景。另外，探讨了全球通货膨胀的趋势，论证了全球通货膨胀下落趋势和菲利普斯曲线的变化。同时，分析了主要发达国家的通货膨胀走势和治理通胀的历史经验，为探讨我国通货膨胀的未来走势，提供了国际环境的背景和可借鉴的国际经验。

在背景分析的基础上，本书从基础理论出发，探讨分析了货币、金融

和资金之间的基本关系,研究了我国货币统计和货币层次划分中的不足以及由这些不足引致的一系列理论和实践问题,并对比主要发达国家的货币统计情况,提出了修正我国货币统计和货币层次划分的建议。同时,引入了宏观经济学最新发展的黏性信息理论,在对这一理论分析的基础上,探讨了黏性信息经济中的货币政策哲学问题。

继理论分析之后,本书着手于中国实践的分析,既分析 2001—2010 年间中国货币政策最终目标和中间目标实现的内在机理,也分析了这一期间中国货币供应机制和货币政策传导的内在机理。同时,对国内流行的“货币超发”说法进行了研究,对迄今依然为许多人所运用的“货币乘数”的有效性进行了更加深入的探讨。在这个过程中,分析了 21 世纪以来,中国经济高速增长过程中的物价上涨走势,认为这一期间,中国并不存在通货膨胀,物价上涨的主要成因是某种或某几种农产品的供不应求引致的;在未来的发展中,农产品价格上涨还将是中国物价上涨的主要成因,而且很可能每隔三年左右就再现一次,解决这一问题的主要政策取向不是运用货币政策,而是运用财政政策和行政机制。

银行信贷是重要的货币供应机制。我们不仅分析了银行信贷对货币供应的影响,而且分析了影子银行体系在中国货币供应中的影响力度,探讨了银行信贷和影子银行体系对货币政策有效性的影响力度。在此基础上,探讨了应对物价上涨的财税政策,并从更加宽广的视角分析了货币活性和通货膨胀的关系。

货币供应对价格的影响,不仅表现在商品价格方面,还表现在对房地产价格、资产价格等方面,有鉴于此,我们在分析了货币供应与物价变动的关系之后,着力探讨了货币供应与房地产市场价格和资产价格的变动关系。同时,分析了养老金、保险基金等对货币供应和资产价格的影响力度,从中得出了一系列有益的结论。最后,从宏观审慎监管角度分析了如何完善货币供应机制以促进金融稳定 and 价格平稳。

我们在课题研究中基于深入探讨分析,在 12 个方面取得了新的认识:

1. 系统分析了中国未来 10—20 年的经济增长的可持续性,认为在工业化和城镇化进程中,中国经济增长还将保持在较高水平。

2. 深入探讨了城镇化与经济发展方式转变的关系,认为就全国而言,经济发展方式转变指的是从工业经济推动转变为城镇经济拉动。在这个过程中,以消费结构从“吃、穿、用”向“住、行、学”的升级转变为取

向，以加大消费型投资为重心，以实现全面小康和民生工程为目标，展开经济发展方式的转变。

3. 自 20 世纪 90 年代以后，受高科技带来的生产率提高、货币政策的完善、金融开放度的提高、贸易一体化的增强和国际竞争的强化等一系列因素的影响，世界各国和地区的通胀呈现下落趋势，这给中国经济发展带来了难得的机遇期，也给中国经济发展以可资借鉴的经验。

4. 理清了货币、金融与资金三者之间的逻辑关系。货币并非任何实物，它是一种经济机能。这种经济机能以信用关系为基础以有效反映各种交易物品（包括商品、劳务、金融产品和其他进入交易市场的物品）之间的比价关系为机制以媒介、实现和推进交易为基本功能。在现代经济中，货币由制度机制予以界定，它本身即无价值也无价值尺度和贮藏功能。金融，在本质上，是在资产权益基础上以获得这些权力的未来收益为标的而进行的交易过程和这些交易关系的总和。资金，是指具有货币机能的金融资产。在现实生活中，人们讲的“货币”通常指的是“资金”。从货币、金融和资金三者关系出发，货币政策（乃至货币供应）和金融监管应将主要注意力集中于“资金”的流向、流量和流速等方面。

5. 划分货币层次的传统标准存在着诸多缺陷，根据中国经济和金融的发展状况，应对现行的货币层次划分进行修改，具体设想是：

$$M_0 = \text{流通中的现金} - \text{跨境流通的人民币现金余额}$$

$$M_1 = M_0 + \text{个人信用卡循环信用额度} + \text{银行承兑汇票余额} + \text{活期储蓄存款} + \text{企业可开列支票活期存款}$$

$$M_2 = M_1 + \text{机关团体存款} + \text{农村存款}$$

$$M_3 = M_2 + \text{企业定期存款} + \text{居民人民币定期储蓄存款} + \text{其他存款（信托存款、委托存款、保证金存款、财政预算外存款）} + \text{外币（折合人民币）存款}$$

$$M_4 = M_3 + \text{货币市场基金份额} + \text{非银行金融机构回购协议} + \text{非银行企业持有的短期政府债券} + \text{住房公积金存款}。$$

6. 货币政策目标的实现程度反映了货币供应量与经济增长之间的关系。2001—2010 年的 10 年间，从货币政策最终目标方面看，在有效促进经济增长的同时，并未发生由于货币供应过多引致的通货膨胀。这期间的物价上涨，主要是由某种或某几种农产品的暂时供不应求所引致的。鉴于中国将长期处于农产品的紧平衡格局中，某种或某几种农产品暂时性短缺

现象还将发生，由此，很可能每隔三年左右出现一次物价上涨走势。从货币政策的中间目标看，以 M_2 代表的货币供应量的预期增幅与实际增幅之间的差幅小于 GDP 增长率的预期增幅与实际增幅，这表明货币政策的中间目标得到了较好的实现。

7. 在货币供应机制方面，提高法定存款准备金率、发行央行票据等并无紧缩货币供应量的效应；提高存贷款基准利率不仅没有紧缩效应，而且有着扩张贷款的效应。这些是引致需要对新增贷款数量采取行政管控的主要成因。在中国现行体制下，运用行政机制管控新增贷款还是调控货币供应量的一个主要机制。

8. 中国实践中并不存在“货币超发”现象，所谓 M_2 数额和增长率超过 GDP 的说法是不科学的。另外，继续以货币乘数来估量流通中的货币量和基础货币的多少，已不符合当今的经济实践。在这方面需要根据具体条件，进行更加细致分析，才能得出符合实践的结论。

9. 在中国，“影子银行活动”主要反映了监管体制与银行业发展之间的矛盾。影子银行体系并非是对推动物价上涨的主要力量。

10. 大宗商品价格指数对中国物价上涨的影响力相对有限，显著性也较弱些；但不能忽视资产价格因素（房价）对物价上涨的影响。

11. 货币供应、信贷政策通过对开发商行为、土地供应和购房需求等的影响，对房地产价格走势有着比较明显的影响。同时，对股票市场价格、成交量等也有比较明显的影响。

12. 养老金、保险基金对货币供应量有着重要影响，也是影响资产价格的重要因素，因此，应当关注货币政策与养老基金和保险资金政策的协调，加强养老保险、保险资金监管，推进金融资产价格稳定。

我们在研究中采用了如下三种方法：

1. 理论逻辑与实践逻辑（包括历史逻辑）相结合的方法。以实践逻辑印证理论逻辑，以理论逻辑揭示实践逻辑的内在机理。

2. 规范分析和实证分析相结合的方法。以规范分析为实证分析的导向，以实证分析为规范分析的印证。

3. 定性分析和定量分析相结合的方法。以定性分析展开理论逻辑，以定量分析展开实践逻辑，同时，实现二者的有机结合。

本研究成果的重要意义有三：

第一，系统地探讨和分析了中国经济发展方式转变的主要取向和主要

内容,证明了“住、行、学”是消费结构升级的重心所在,提出了加大消费型投资是保障中国经济发展的全面性、协调性和可持续性的关键。这对明确宏观经济调控方向、力度和目标有着积极重要的意义。

第二,较为全面系统地探讨和分析了中国货币供应机制与物价上涨的关系,对货币供应的四类传导机制及其在中国实践中的状况进行了深入研究,论证了利率传导机制的差异性、信贷传导机制的有效性和资产价格传导机制的重要性,这对于完善中国的货币政策和加强宏观审慎监管有着重要意义;另外,论证了2001—2010年中国货币供应与物价上涨的关系,指出连续三次的物价上涨并非通货膨胀,解决问题的举措应当是以财政政策为主,这对于完善宏观政策调控机制有着重要意义。

第三,深入探讨和分析了货币供应与资产价格的关系,指出货币供应的数量变动直接影响着房地产价格、股市价格等资产价格;养老金和保险基金是这些货币供应中不可忽视的构成部分,因此,在进行货币供应调控中,需要关注资产价格的变化和养老金、保险基金运作对货币供应的影响。

限于种种客观条件不成熟和本课题的范围局限,我们三个问题未能深入探讨:

第一,未能深入探讨和分析人民币存贷款利率市场化背景下的货币供应和物价上涨之间的关系。

第二,未能深入探讨和分析资本账户开放条件下的货币供应和物价上涨之间的关系,因此,没有对货币供应的汇率渠道进行研究。

第三,由于宏观审慎监管的取向、内容、机制和政策工具等还是一个有待进一步探讨的问题,所以,本成果未能深入分析宏观审慎监管与货币供应(从而与物价上涨)之间的关系。这些问题有待今后的研究予以深化和完善。

值得一提的是,本书完稿于2011年年底,文章的数据大致截至2010年。但由于它并不妨碍本书研究结论的成立,所以,我们没有对书中的数据进行新的补充完善。

本书各章的执笔人分别为:何海峰(第一章)、王国刚(第二、七、十、十一和十二章)、余维彬(第三章)、闫小娜(第四章)、宣晓影(第五章)、彭兴韵(第六、八和九章)、周莉萍(第十三章)、曾刚(第十四章)、袁增霆(第十五章)、杨涛(第十六章)、刘煜辉(第十七章)、尹

中立（第十八章）、曹红辉（第十九章）、郭金龙（第二十章）、全先银（第二十一章）。参加本书研究成果研讨的人员（除执笔人外）包括：殷剑峰、董裕平、程炼、张跃文、胡志浩、徐义国、黄国平、蔡真和费兆奇。为本书的写作提供资料和相关帮助的人员包括：赵培德、刘戈平、石锦屏、罗滢、薛波、谢芳、张炜、刘建立、赵坤和王双。

本书的出版得到了中国社会科学院创新工程“出版基金”的资助和中国社会科学出版社的大力支持，特表示感谢。

目 录

第一篇 发展背景和政策重心

第一章 中国经济可持续发展的背景研究	3
一 相关文献的简要综述	3
二 中国经济增长的结构分析	6
三 中国工业化道路的选择	12
四 中国城市化道路的选择	20
五 中国经济增长的可持续性	25
六 中国经济长期增长前景分析	33
七 基本结论	37
第二章 城镇化与经济发展方式转变	40
一 加大消费性投资力度：扩大内需的重心所在	41
二 城镇化建设投资：经济发展方式转变的主战场	51
三 发展取向选择：上海与北京的比较	60
四 深化体制机制创新：推进城镇经济发展的关键	64

第二篇 国际趋势和国际比较

第三章 全球通货膨胀的主要趋势	71
一 全球通货膨胀程度呈下落趋势和成因	71
二 菲利普斯曲线的变化	75
三 发达国家步入“大稳健”时代	78
四 全球面临大宗商品价格上涨的冲击	81
五 简要结语	86

第四章 美国滞胀及对中国的启示	90
一 滞胀形成的基本背景	90
二 滞胀形成原因的理论探讨	95
三 里根政府应对滞胀的主要做法	99
四 货币主义对“滞胀”的解释和对策	102
五 美国滞胀对中国的启示	104
第五章 日本泡沫经济治理及其对中国的启示	107
一 日本的货币政策与资产价格	107
二 外部压力下的货币政策与通货紧缩	113
三 长期宽松的货币政策与通货紧缩	117
四 日本银行的金融政策理念转变	121
五 对中国的启示	124
第六章 国际货币体系演进中的中国选择	127
一 引言	127
二 国际货币强权与布雷顿森林体系的崩溃	130
三 牙买加体系下美元货币强权的扩张及其新的制约	133
四 外汇储备急剧扩张下单—国际货币内在不稳定性	138
五 国际货币强权的重新分配与多元化的经济基础	144
六 国际货币体系多元化进程中的中国选择	150

第三篇 货币理论和货币政策

第七章 货币、金融与资金的相互关系及政策内涵	161
一 货币本体：实物还是机能	162
二 金融本质：资金融通还是权益交易	170
三 资金特性：连接货币和金融的基本机制	177
四 货币政策：调控资金流量与维护金融秩序稳定	183
五 金融监管：防范资金流断裂和维护金融运行秩序	189
六 政策含义简述	194

第八章 货币统计问题的研究	198
一 货币定义方法及其理论根源	198
二 实践中的货币统计与货币层次划分	203
三 中国金融结构变动对货币统计与层次划分的冲击 及进一步的改革	219

第九章 黏性信息与货币政策

——宏观经济学最新发展的一个文献综述	231
一 引言	231
二 黏性信息：内涵、度量与估计	235
三 黏性信息下的消费与储蓄	239
四 具有黏性信息的菲利普斯曲线与通胀惯性	241
五 一般均衡与经济周期中的黏性信息	247
六 黏性信息经济中的货币政策哲学	252
七 结语	254

第四篇 货币政策和金融实践

第十章 中国货币政策目标的实现机理分析	261
一 中国货币政策最终目标的实现机理	262
二 中国货币政策中间目标的变化机理分析	273
三 完善中国货币政策调控目标的若干建议	286
第十一章 中国货币政策调控工具的操作机理分析	295
一 调整法定存款准备金率的机理	296
二 发行人行债券以调剂对冲头寸的机理	302
三 调整存贷款基准利率的机理	304
四 运用行政机制管控新增贷款的机理	313
五 中国货币政策调控的难点及对策建议	316

第十二章 “货币超发说” 缺乏科学根据	322
一 “货币超发说” 在理论上并不成立	322
二 “货币超发说” 缺乏实践根据	326
三 “货币超发说” 的政策主张南辕北辙	331
第十三章 货币乘数的存在已受到挑战	335
一 货币乘数论的起源、作用与挑战	335
二 货币乘数的现代预测机制	342
三 金融危机以来的中、美两国货币乘数比较与启示	346
第十四章 货币政策传导的银行借贷渠道研究	353
一 均衡信贷配给理论与银行信贷渠道	355
二 凯恩斯框架下的货币政策信贷传导机制	358
三 货币政策信贷传导机制的理论模型	360
四 货币政策借贷传导渠道的实证研究	361
五 中国货币政策传导的银行借贷渠道	367
六 主要结论	389
第十五章 影子银行系统与货币政策	393
一 引言	393
二 基本概念及其本质	395
三 影子银行系统概况及相关背景事实	400
四 影子银行系统的货币分析	409
五 中国影子银行活动的考察及政策含义	416
六 简要小结	422
第十六章 应对物价变动的财政政策	426
一 已有的研究文献综述	427
二 国外实践的考察	431
三 中国物价变动与财政政策的关系分析	435
四 应对物价变动的财政政策选择	438

第五篇 货币政策和资产价格

第十七章 中国的货币活性与通货膨胀的关系	453
一 引言	453
二 文献综述及本章研究视角的选择	454
三 模型设计和数据指标的选定	466
四 “从一般到特殊”建模实证	468
五 若干结论与政策建议	479
第十八章 货币政策与房地产价格的相关性	482
一 货币政策与房价关系的国内文献综述	482
二 货币政策对房地产价格影响的实证分析	487
三 货币政策影响房价的传导路径	501
第十九章 货币政策、通货膨胀与资产价格	504
一 研究背景与文献回顾	504
二 构造中国月度产出缺口指标	508
三 货币政策对股票价格的影响——VAR 基准模型	512
四 货币政策对多种资产价格影响——FAVAR 模型	520
五 捕捉变化着的货币政策——TVP - FAVAR 模型	527
六 若干结论与政策建议	531
第二十章 养老基金、保险资金与货币供应、金融资产价格	550
一 导论	550
二 相关理论分析	556
三 养老基金发展状况的国际考察	572
四 中国养老基金、保险资金的发展现状与效应研究	594
五 中国养老基金、保险资金对货币供应和金融资产价格的 影响	621
六 发展养老基金和保险资金，改善货币供应和金融资产价格 调控的策略	640

第二十一章 宏观审慎监管与维护金融稳定	649
一 金融稳定的含义及维护金融稳定的传统机制	649
二 经济金融发展的新形势及对金融稳定的影响	651
三 维护金融稳定的新机制	655
四 中国金融稳定新机制的构建	660

第一篇

发展背景和政策重心