

第一章 总 论

理论是实践经验的概括和总结，反过来又用于指导实践。中国的货币政策实践需要经济金融理论尤其是货币政策理论的指导。本书着眼于对中国货币政策实践进行分析研究，更离不开货币政策理论的指导。因此，有必要先集中讨论书中所应用的货币政策理论的主要内容。

第一节 货币政策一般理论

《中国金融百科全书》的定义 货币政策是指中央银行或货币当局运用各种工具通过货币存量调整总需求、进而对宏观经济进行调节的一种手段。货币政策一般有狭义和广义之分。狭义的货币政策是指中央银行根据一定时期的经济和金融形势，对货币信贷总量与结构进行调控而制定的政策。广义的货币政策，不仅包括中央银行在短期内对货币信贷进行调控的行为，还包括中央银行对货币和信贷进行控制与调节的一般行为和一切政策、制度和措施，如货币制度、金融发展等。

货币政策一般由四部分组成：最终目标、中介目标、操作目标和政策工具。货币政策的最终目标是指货币政策最终调节要达到的目的。西方国家一般有四项，即经

济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡。这也是一个国家宏观经济政策的目标。中介目标是指货币当局为实现最终目标运用政策工具所要达到的中间调节目的，如利率水平或货币供应量增长率等。除中介目标外，中央银行还常常设立操作目标，即货币政策操作要达到的短期的直接目标，如基础货币、短期利率等。政策工具是指为实现货币政策目标而采取的操作手段。中央银行传统的政策工具有法定存款准备金率、再贴现率、公开市场操作等。货币政策的主要内容可以表示如下：最终目标 $\rightleftarrows$ 中介目标 $\rightleftarrows$ 操作目标 $\rightleftarrows$ 政策工具（下面箭头代表传导过程，上面箭头代表研究和政策制订过程）。

西方各种经济学派在货币政策理论研究中存在不少分歧。如在货币政策重要性问题上，有两种明显对立的观点，即货币主义的观点和凯恩斯学派的观点。货币主义的代表人物 M. 弗里德曼认为，货币政策是最重要的宏观政策工具，只要确定一个合理的货币供给增长率并保持大体不变，不仅能抑制通货膨胀，而且可以保证一定的收入增长水平。凯恩斯学派的一些代表人物则认为，对货币政策的作用不应估计过高，财政政策在许多方面比货币政策更重要。又如在货币政策传导机制问题上，凯恩斯主义者认为，货币量的变动首先影响利率，而利率的变化又影响投资，投资经由乘数作用引起国民收入的变动，利率在这里充当了传导机制的核心因素。弗里德曼则认为在一个既定时期内，总支出扩张或总收入水平

与货币存量的增长率呈等比同方向变化。

有关货币政策的理论分歧都是西方经济学家以发达市场经济为背景展开分析的，作者认为，对货币政策重要性、传导机制和调节效果等方面的理解和分析，应考虑到经济发展程度和经济体制的差别，要注意以下几点：

一是货币政策是经济理论和货币银行理论在宏观货币、信贷管理中的运用。就西方国家来说，一定的货币政策代表着某一经济流派的理论观点和政策主张。因此，货币政策的变动既受现实经济形势的制约，又受经济理论的影响，货币政策及其措施带有明显的理论倾向性。我国虽然不存在明显的经济理论学派，但总体来说，是在马克思主义经济金融理论指导下进行货币政策实施和操作的。改革开放以后，我国引进了西方经济金融理论，并有选择地加以学习运用。在对西方货币理论的具体选择上，也是采取取长补短、综合运用的方法，但近年的货币政策操作似乎更倾向于采用货币主义的观点。

二是对货币政策的作用要有正确的估价。既不能轻视也不能夸大货币政策的作用。应当承认，货币政策的作用是有限的。货币政策只能通过货币总量是否适度、货币及信贷结构是否合理来影响经济，而无法解决由于生产、投资、消费、物价、财政等因素而引起的经济问题。

三是货币政策是宏观经济政策的重要组成部分，需要其他政策的密切配合。由于货币、信贷涉及国民经济的各个部门，中央银行在货币政策的贯彻实施过程中，需要政府和其他经济部门密切配合，配合得越密切，中央银

行实施货币政策越顺利，越能达到预期效果。

第二节 货币政策最终目标理论

一、最终目标的内容、矛盾与协调

前已提及，货币政策一般有四大最终目标，在西方经济社会中，货币政策四大最终目标并不是同时确立的，而是随着经济社会的发展变化先后出现的。大体说来，物价稳定是传统的货币政策目标，它在 30 年代以前就已存在充分就业目标在 30 年代后期提出而在 40 年代最终确立；经济增长目标是在 50 年代提出和确立的；国际收支平衡目标则是 60 年代提出与确立的。

在实现货币政策四大目标的过程中，往往存在着矛盾。如价格稳定和经济增长之间，从短期看似乎很难兼顾。为加速经济增长，需要更多的资金满足需求，必然造成货币供给的增加，给市场造成价格上升的压力。为了稳定物价，就要紧缩信用，减少货币供给，这样就会压缩投资，影响就业水平和经济增长速度。又如，国际收支和国内价格稳定之间，有时为了平抑国内物价，增加国内供给，就要增加进口，减少外汇储备，甚至造成国际收支逆差。为了平衡国际收支，需要削减进口，扩大出口，减少国内商品供应，给市场造成压力，形成价格上升，特别是在用降低汇率的办法促进出口时，常常会带来国内价格上涨。

从长期来看，四大目标之间又是协调统一的。经济稳定增长是价格稳定、充分就业和国际收支平衡的基础；价格稳定是经济正常发展的前提，经济的协调增长只能在稳定的价格环境下才能实现，经济结构的合理化更需要合理的价格结构；国际收支平衡有利于国内价格的稳定，利用国际资源扩大本国的生产能力，加快经济发展速度，扩大就业。作为长期的、战略性的目标，货币政策最终目标应该力求四者兼顾。从货币政策四大目标之间的关系来看，就业问题和国际收支问题处于相对从属的地位，因此，货币政策最终目标常常主要集中在经济发展和物价稳定两个主要问题上。下面就先讨论货币政策对经济发展的影响，然后讨论货币政策对物价的影响。

二、货币政策对经济发展的影响

18 世纪末、19 世纪初法国经济学家萨伊认为，在物物交换的经济中，出售和购买是同一过程，一商品的出售就是对另一商品的购买，一种产品的生产必然给其他产品的生产开辟销路，因此“供给会自行创造需求”。而在有货币参加的交换中，情况也同样如此，因为在以商品换货币、以货币换商品的两个交换过程中，货币是一种交换媒介，只在一瞬间起作用。因此，货币是罩在实物经济上的一层“面纱”。古典货币数量论的代表之一欧文·费雪在解释他的交易方程式时也指出，货币数量的变动不会影响产量，只会使价格水平发生同比例的变动。这是古

典货币数量论的观点。^①

瑞典经济学家魏克塞尔是向萨伊定律提出挑战的第一人。他认为货币不是面纱，而是对经济起着积极的作用，正是由于存在这种作用，经济才随时发生变动，失去均衡。他认为，如果设法使货币对经济保持中立，不给予经济以任何影响，则由于货币本身保持了均衡，就可以促使经济也保持均衡。^②

凯恩斯认为，货币数量的变动肯定会影响就业、产量或收入，但这种影响并不是直接的，而是先通过对利息率的影响，进而影响投资活动，再经过乘数作用而决定国民收入或社会总产量。其次，货币数量变动对物价水平的影响也不像古典货币数量论那样直接，而是首先通过流动性偏好影响利息率，然后对物价水平的变动发生间接影响。因此，货币数量的变动在短期内影响就业、产量和收入等实质经济因素，而在长期则影响价格。

弗里德曼指出：“货币固只是一部机器，但它是一部极其有效能的机器。若无货币，我们就无法开始展开过去 200 年来我们所经验的生产及生活水平的快速增长。但是货币有一项其他机器所没有的特性，因为货币业已深入我们的社会，一旦它发生了纷扰，就会扩散而影响其他机器的操作。大经济恐慌虽非唯一的例子，却是最为悲剧性的例子。本国所发生的每一次其他重要经济衰

^① 刘黎教：《国外货币金融学》，74～75 页，中国展望出版社，1983。

^② 保 罗·M 霍维慈：《美国货币政策与金融制度》，中文版，102 页，中国财经出版社，1980。

退，无一不是因货币纷扰或因货币纷扰之恶化而引起。’^① 因此，货币最重要，货币数量的变动对经济具有重要而全面的影响。为了保证经济的稳定，就必须保证货币的稳定。

马克思的观点是 第一,货币流通量(货币供应量)决定于货币需要量,而货币需要量又决定于生产和流通的数量与状况 第二,货币对经济具有能动作用,具体表现在货币是第一推动力和持续推动力 第三,货币本身不是实际再生产的要素,它的推动作用在于,它能促成生产资料和劳动力两大生产要素的结合,从而推动生产的发展; 第四,货币发挥第一推动力作用的约束条件是市场上现存的生产要素。^② 从这些结论来看,马克思的观点比西方经济学家的观点更全面、更科学、更精辟。

三、货币政策对物价稳定的影响

大多数经济学家都承认货币数量及货币政策对物价的影响,但对影响的过程和效应有不同的见解。凯恩斯主义着重强调利率的变动对需求变动的影响从而影响价格。货币主义则着重强调货币数量变动对资产价格影响带动总体价格的变化。

菲利浦斯曲线反映了失业与物价的关系,进而推导出经济增长与物价这两个货币政策最终目标的关系。其

^①弗里德曼：《最适货币量论文集》，117页，(台)中华书局，1974。

^②马克思：《资本论》，中文版，第二卷，393页，人民出版社，1975。

中心思想是曲线具有负斜率，失业率与物价上涨率成反向变动的关系，在一定限度内，通货膨胀和失业这两者之间呈现互相替换状态。菲利浦斯曲线由于难以解释 70 年代出现的‘滞胀’局面而备受批评，但是，美国经济学家劳埃德·雷诺兹在其《宏观经济学》中重新解释了菲利浦斯曲线原理。雷诺兹把经济增长分为三个阶段：第一阶段，总需求扩张，但产出增长在经济潜力区间之内，这时候没有通货膨胀率的变化，只有产出（就业）的增加；第二阶段，总需求继续扩张，产出增长越过了经济潜力但在工程设计能力（产量的极值）之下，通货膨胀率随着产量增加而上升，越接近极值通货膨胀率上升的速度就越快；第三阶段，产出增长已经达到极值，但总需求继续扩张，这时只有物价上涨而没有产量的增加。

菲利浦斯曲线给我们提出了分析经济增长与物价上涨之间关系和矛盾协调的思路和方法。经雷诺兹重新解释的菲利浦斯曲线原理与凯恩斯学派、货币主义以及马克思主义关于货币政策对经济、物价影响理论的结论基本是一致的，即通过增加货币供应调节经济，当实际产出达到充分利用社会闲置资源（充分就业）之前，可以推动产出和就业的增长，其后，则只能推动物价的上涨。这样，就给货币政策制定和操作提供了三种选择：把实际产出水平控制在经济能力之下、之中、之上，从而保持价格的绝对稳定、基本稳定和上涨。货币当局的不同选择，决定了在货币政策最终目标的把握上，长期来看，经济发展和物价稳定孰先孰后，短期内各目标如何采取不同取向

和侧重点。

四、通货膨胀与通货紧缩理论^①

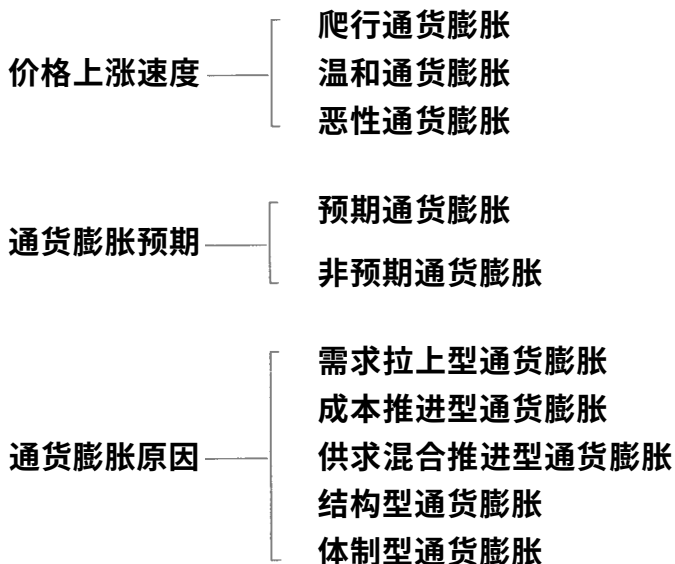
根据马克思的货币理论，通货膨胀是指纸币发行量超过商品流通中的实际需要量而引起的货币贬值现象。纸币流通规律表明，纸币流通量不能超过它象征地代表的金(或银)的流通数量，否则纸币就要贬值，物价就会上涨。通货膨胀只有在纸币流通的条件下才会出现。

在西方经济学中，通货膨胀一般被定义为“在一定时期内，商品和生产要素价格总水平的持续不断的上涨”。经过长期的理论探索和实证分析，货币主义关于货币数量增加和物价上涨之间的直接关系被理论界部分接受。在通货膨胀定义中，货币过量发行、物价上涨、货币购买力下降作为三个同等的要素被予以确定。

通货膨胀一般分类如下：

分类标准	类别
市场机制作用	公开型通货膨胀 隐蔽型通货膨胀

^①通货膨胀问题可以归结为货币政策对物价稳定的影响，但通货膨胀问题形成了较为完整的理论体系，尤其是中国货币政策 50 年始始终面临通货膨胀的困扰，因此，有必要把它拿出来单独讨论。



从分类中可以看出通货膨胀的成因，主要有三种：一是需求拉上型。这是其中主要和较早提出的一种。这种理论认为，通货膨胀是由于社会总需求增长过快，超过总供给形成的，即“较多的货币追逐较少的商品”。二是成本推进型。持这种理论观点的人认为，通货膨胀的根本原因在于工人工资增加，也可能由于垄断企业提高产品价格，前一种称作“工资推进型”，后一种称为“利润推进型”。三是结构型通货膨胀。主要是经济结构和企业结构不合理，造成产品销售和劳动生产率的差别，进而导致工资水平相互攀比和商品价格轮番上涨。从西方经济学的分析可以得出，引起通货膨胀的最主要原因实际是需求拉上，无论是成本推进还是结构推进，均必须有需求的

增长相结合,才能真正表现为通货膨胀。

在西方经济学界,对于通货膨胀是促进还是促退经济增长的问题,也一直争论不休,主要有促进论、促退论和中性论三种观点。在第二次世界大战后的十几年中,以‘凯恩斯主义’为基础的‘促进论’占主导地位。其主要论据是,资本主义经济长期处于有效需求不足、生产要素尚未充分有效地使用、劳动者‘不充分就业’状况下,实际经济增长率低于潜在经济增长率。因此,政府可选择通货膨胀政策,实行赤字财政,扩大货币发行,增加政府的投资性支出,以扩大总需求,带动总供给增加,刺激经济增长。这样,由于投资‘乘数’作用,在通货膨胀的同时,实际产量也增加了,可避免周期性的经济衰退。“促进论”是政府利用公众‘货币幻觉’的理论基础,并借助政府控制的政策变量与实际经济变量的时间差以及企业和工人“货币幻觉”而实现的,这也正是西方政府利用通货膨胀的‘隐蔽税收’效应来进行社会财富的再分配。

从 70 年代开始,主要资本主义国家长达十几年的“滞胀”推动了‘促退论’的发展,西方不少经济学家指出,通货膨胀不仅不能促进经济增长,反而会加剧经济衰退。在‘通货膨胀——储蓄——投资——经济增长’这个链条中,‘促进论’者往往重于通货膨胀对储蓄增加的正向作用,而忽略了通货膨胀在储蓄——投资转化过程中的反作用。在长期的通货膨胀下,任何企业、个人和银行全都形成通货膨胀预期,从而那种以‘货币幻觉’为基础的通货膨胀可能暂时刺激经济增长,长期累积下来,最终会导

致严重通货膨胀，整个经济会严重失调。许多国家的大量事实已经证明，通货膨胀不利于经济增长，70年代以来，‘促退论’已经逐渐成为国际社会接受的观点。

“中性论”是一种认为通货膨胀对产出和经济成长既无正效应也无负效应的理论。这种理论认为，由于公众预期，在一段时间内他们会对物价上涨作出合理的行为调整，从而使通货膨胀的各种效应相互抵消。

为了抑制或治理通货膨胀，许多国家都积累了丰富的实践经验，其中，运用最多的手段是宏观紧缩政策，宏观紧缩政策的基本内容由紧缩性货币政策和紧缩性财政政策构成。除了货币政策和财政政策外，也有不少国家将紧缩性的收入政策作为治理通货膨胀的重要手段之一，其中包括收入指数化方案。

对于通货紧缩问题，无论是西方还是中国，在亚洲金融危机以前都没有给予足够的重视，理论上也缺乏论述。但自1997年以来，全球性通货紧缩的压力，促使理论和实务部门对通货紧缩问题表示了充分的关注。

通货紧缩是指商品和劳务价格的持续下跌，和通货膨胀一样，通货紧缩最终是货币现象，并常常与经济衰退相伴随。经济衰退主要表现在实体经济方面，企业投资机会减少，老百姓的收入预期不好，消费倾向下降，市场疲软，产品过剩，开工不足，失业增加，国内生产总值下降。通货紧缩的典型特征是物价持续下跌，货币量减少。

持续的通货紧缩会造成大部分宏观经济指标大幅下降。美国1929~1933年出现过通货紧缩，其间消费价格

指数年均下降 6.7% , 实际国内生产总值年均下降 8.2% ,货币供应量年均下降 7.5% ,失业率连续几年超过 20%。在大萧条期间,美国银行倒闭 6000 多家,造成严重信用危机,许多银行不能按时支付储户的存款,导致社会恐慌,银行出现挤兑。

我们可以用经济周期理论解释通货紧缩发生的原因。在经济周期的繁荣阶段,科技新发明,或者经济体制创新,或者一项新经济政策的出台,造成大量的高利润投资机会。在大规模的投资中,多数投资者向银行贷款,这时整个社会对经济前景的预期看好,企业愿意投资,银行愿意贷款,贷款规模迅速扩大,形成大量的企业负债。大量投资的涌入必然使得投资的边际回报下降,生产能力猛增,造成投资的实际回报率远低于预期回报率。这时,市场相对饱和,产品开始积压,企业还本付息发生困难,企业开始抛售资产,物价下跌。金融机构的资产质量问题暴露,收息率下降,不良资产比例上升,银行千方百计收贷,对新的贷款特别谨慎。由于物价水平下跌较快,实际利率攀高,企业实际负担加重,给本已十分困难的企业雪上加霜,最终导致通货紧缩和经济衰退。

防止出现持续的通货紧缩,最根本的是要努力启动市场,扩大最终消费,要制定有利于提高居民消费倾向的政策措施,进一步扩大消费信贷。同时,为了解决企业投资不足,银行要增加对产品有市场、有发展潜力企业的贷款支持,促进这些企业增加投资,为实现经济发展创造良好的金融环境。

第三节 货币政策中介目标理论

一、货币政策中介目标的选择标准

货币政策中介目标是指与最终目标相关的金融指标。货币当局为了经常掌握经济形势的发展和变化，必须在较短时间内利用一些能够反映经济形势发展变化的金融变量，作为观察从货币政策工具到最终目标实现过程和效果的信号，这些金融变量如利率、货币供应量等，就是所谓货币政策的中介目标。货币政策的中介指标是货币当局用以比较各种货币政策工具对最终目标影响程度的尺度，有了这种比较标准和衡量尺度，货币政策当局就可能根据最终目标的实现情况，在各种政策工具之间进行权衡取舍，相机选择。同时，还可以利用中介目标，显示工具因素和政策工具以外的因素究竟对中介目标发生了何种程度的影响，从而把政策工具因素变动效果与政策工具以外的因素变动效果区分开来。

不同中介指标的选取会使货币当局采取不同的行动，并可能导致不同的宏观调节效果。货币政策中介目标的选择标准一般有几个：一是可控性。这个标准关系到货币政策工具调节的灵敏程度。二是可测性。就是可度量性，这一特性，直接关系到能否使货币当局找到与最终调节目标密切相关的指标，能否准确进行定义以及便于日常监测分析。三是与目标变量的相关性，是指

这两类变量之间应该具有稳定的相关关系。这样才能使货币当局精确地估计中介指标的实际影响力,在这种稳定的相关关系中,一定要在因果链条上使中介指标变量处于前项决定后者变动的地位,而不是相反。四是与经济体制、金融体制的较好适应性。这条标准对经济、金融体制处于变动状态国家的货币当局尤其值得注意。

二、哪些指标可以作为中介目标

各国经济学家提出的中介指标是不断修正和变化的,已经提出的较有影响的中介指标有以下几种:

1. 货币供应量。这是货币主义主张采用的货币政策中介目标。这种主张认为,通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象,在通货膨胀与失业之间,从较长时期看,并不存在什么稳定的交替关系,因为在没有货币因素干扰的情况下,劳工市场和商品市场自发进行调节时,会由于市场摩擦、边际收入、税率、失业津贴等社会制度因素产生所谓的“自然失业率”,它是不能单纯靠货币因素纠正的。货币主义者还提出了恒久性假说,认为人们的消费需求取决于从长期看比较稳定的“恒久性收入”,因此,人们的货币需求大体稳定,由货币需求决定的货币供给也应该保持稳定。中央银行货币政策的基本任务应是按照大约等于实际经济增长率的原则来稳定地控制货币供给的增长率。为此,货币主义者提出了“单一规则”的政策主张,认为在经济年增长率为 $3\% \sim 4\%$ 的情况下,每年的货币供应增长率可控制在 $4\% \sim 5\%$ 的增长速度

上,即保持 1~2 个百分点的超速增长,这样,就可能使经济增长和物价稳定这两个宏观经济目标同时实现。由此可见,在货币主义的理论中,货币供应量应作为货币政策的中介目标而置于宏观调节的核心地位。

2. 国内信用增加额指标。这是指经过对国际收支盈余和赤字调整以后反映货币供应量变动的指标,其数额相当于国内货币供应量加上国际收支赤字或扣除盈余。国内信用增加额指标是一个未对国际收入状况影响进行调整的货币供给指标,只要货币供给与社会总支出之间的关系紧密,国内信用增加额可以作为货币供应量的一个辅助观察指标。

3. 利率指标。赞成以利率作为中介目标的经济学家认为,利率不仅能够反映货币与银行信贷供给量,同时也能反映货币资金供给与需求的相对数量,即它可用来反映货币资金的相对稀缺性,并且利率也是货币当局能够迅速施加影响和控制的金融变量之一。货币当局如果采取促使市场利率上升的手段,使借款需求和信用可供量减少,就能起到抑制社会总需求扩张速度的效果。反之,如果用一定的手段促使市场短期利率下降,即采取松动银根政策,就可以出现相反的效果,加快社会总需求的扩张速度。

4. 汇率。汇率作为本国货币与外国货币的兑换比率,不仅是国内供求均衡的关键因素,也是决定社会产出水平与物价的关键因素。小国开放型经济的货币当局,通常把本国货币与某一强国(一般选择最主要的贸易伙

伴)货币挂钩,并以维持汇率稳定为基本目标。这样做的好处有:一是从强国给本国货币输入“信誉”,从而维持国民对本币的信心;二是从强国给本国货币输入“稳定性”,从而为国民经济的运行和对外贸易的发展创造稳定的货币环境。这样做的不利之处是丧失了货币政策的独立性,即国内货币政策的步调和力度必须与挂钩货币的强国保持一致——本币利率随强国货币利率变动,从而难以避免输入型通货膨胀和经济震荡。

5. 股票价格。首先,货币政策只有影响到实物资本的供求时才能影响实际经济活动,而股票价格则是反映实物资本供求状况的优良指标。其次,货币当局有可能调控股票价格。在高度货币化的经济中,公众储蓄的一般形式是购买股票和购买有息存款、债券等金融资产,公众在股票与债券等金融资产形式之间的偏好,主要取决于对它们的风险、收益的评价和预期,货币当局通过增加或减少货币供给推动金融资产利率降低或上升,可能促使公众转向收益率较高的股票或转向金融资产。最后,股票交易所长期以来对综合股票价格指数的收集、整理和公布,为股票价格作为货币政策中介目标提供了统计上的可能。

三、中介目标的国际演变

自从本世纪 30 年代以来,货币政策逐渐演变为主要的宏观经济政策。西方国家在货币政策中介目标的选择上,有两方面的特征:一是中介目标的变化与经济发