

图书在版编目(CIP)数据

2014年度中国金融研究报告 陈野华主编 ①

成都:西南财经大学出版社, 2014

ISBN 978-7-5501-1111-1

I. ①... II. ②陈... III. ③金融事业—中国

—研究报告 摇陨援愿

摇中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第 000000号

2014年度中国金融研究报告

陈野华摇主编

责任编辑 涂洪波

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 000号)
网 址:	网 址: 摇摇曾曾曾曾曾曾曾曾曾曾
电子邮件:	曾曾曾曾曾曾曾曾曾曾曾曾曾曾
邮政编码:	远远源源
电 话:	园园源源 园园源源 园园源源 园园源源
印 刷:	西南财经大学印刷厂
开 本:	园园园园 伊园园园 员园园
印 张:	园园园
字 数:	园园园千字
版 次:	园园园年 猿月第 员版
印 次:	园园园年 猿月第 员次印刷
书 号:	陈野华摇编 园园园园园园园园园园园园园园 园园园
定 价:	园园园园元

如有印刷、装订等差错,可向本社发行部调换。

版权所有,翻印必究。

本书封底无防伪标志不得销售。

2002 年度货币理论与 政策研究观点综述

刘 楹

2002 年，中国入世的第一年，金融的改革开放揭开了新的篇章。对货币理论的研究总体来说，有在货币的本质、货币供给与需求、货币政策实施、社会信用问题、中国金融制度变迁与构建等传统理论上的最新探讨，也有对电子货币、金融消费、虚拟经济、金融开放等新问题的进一步细致研究，既有崭新的理论阐述，又有新的研究方法的使用和借鉴。这些研究成果紧密结合中国金融业的发展实际，体现了金融研究的发展动态。下面就对这些理论进行简要的回顾和整理。

一、货币理论的研究

（一）关于货币本质的研究

1. 货币的债券论

货币的本质体现了债权关系，货币的价值源于其债券属性。货币并不是中央银行的负债，中央银行从不偿债，人们的货币债权都是从社会得到“偿付”，企业和住户是货币负债的真正举债者。这一观点较为有效地回答了“货币为什么具有正的价值”这

一难题，指出“为什么其他金融资产名义利率为正的情况下人们还会持有无收益的货币”的主要原因有：①货币负债没有期限限制，而债券和股票都有时限。②货币面值合理，适于人们在交易时灵活方便拆分成自己所需要的支付组合。③货币面值稳定，价值计算简单方便。④货币是信誉等级最高的债券，不存在偿付危机。该观点还指出货币作为债券的属性消除了货币与证券之间的明确界限，存在很强的替代性。

2. 货币的数量论

这种观点从货币数量来分析货币的本质，开辟了货币本质研究的新路子。认为在货币的本质、职能和数量三个基本理论问题中，货币的数量是问题的核心所在，研究货币数量最关键的是对比研究货币数量和商品生产流通数量。商品转化为货币，货币转化为商品，是由量变到质变，又由质变到量变的过程，在总的量变过程中包含有许多部分质变，表现为通货膨胀和通货紧缩过程中的阶段性。要抓住这种刚刚出现的部分质变，只有采取措施和对策，促使货币数量恢复正常，保持总量适当、结构合理。

(二) 关于货币需求的研究

2002 年国内学术界在货币需求的研究上多采用了实证的方法，主要做了以下工作：

使用协整关系模型估计了我国改革开放后经济发展三个特殊阶段中的货币需求函数，通过通货膨胀和紧缩条件下的货币需求函数对比分析，得出了三个基本结论：①实际货币余额与消费水平和价格变化之间存在显著的协整关系，这说明货币需求受到了交易动机和持有成本的影响，货币的消费弹性显著大于通货膨胀弹性。②在价格变化和消费需求的不同变化阶段，实际货币需求函数发生了显著变化，并具有不同的特征。最具代表性的是，在价格平稳阶段，实际货币余额与通货膨胀率同向变化；在通货膨胀阶段，实际货币余额与通货膨胀率呈反向变动。③在价格平稳

阶段，货币政策的诱导冲击体现出周期性效果；在通货膨胀阶段，货币政策的诱导具有持续性。

纳入了货币需求的相关因素，建立和完善各种货币需求模型：如纳入人口因素等对货币需求的影响建立的货币需求函数模型；考虑到收入、实际利率、股票投资收益率、国家经济控制力、货币化程度等因素建立的货币需求函数模型，并指出这些因素在经济发展水平不同地区的作用差异明显，因而不同地区应该实行有差别的货币政策；加入制度性变量基尼系数、货币化系数、内源融资比例等建立的中国长期货币需求函数。其中，一种观点认为包含股票市场引致的货币需求也就不可避免地带有随机性和突然性，股票市场在货币需求函数中的权重越大，中央银行公众的货币需求准确预测难度也越大。不同观点则认为股票市场的财富效应和投资效应会产生对货币的增量需求，归根结底还是 GDP 增加引起的货币需求，货币收入型数量方程式仍是央行制定货币供给量目标的基本理论依据。

（三）关于货币供给的研究

（1）货币供给理论的发展。现代金融创新，尤其是电子货币的发展，改变了传统的货币概念，使货币供给和货币供给理论发生了显著的变化。①中央银行不再是原始货币（基础货币）供给的惟一渠道，未来的基础货币至少包括：中央银行发行的货币和非中央银行发行的货币（包括电子货币、标准基金单位、标准银行或企业票据等）。②只要有信用的存在，基础货币通过信用机制就会创造出派生货币。银行的性质决定了银行体系仍将是货币创造的主要环节，但是，非金融机构将日益在派生货币的形成中占据一定的地位。③未来的货币供给取决于：基础货币供给与非中央银行货币在基础货币中所占的比重。传统货币供给体系在货币供给中的地位下降，非中央银行货币在基础货币中所占比重的变化对其构成直接影响。

(2) 是否将货币供给量作为货币政策中的操作目标, 实证分析得出了两种相反的观点: 一种观点认为, 中央银行贷款作为基础货币投放主渠道的作用已经消失, 央行不具备公开市场业务操作的绝对主动权, 货币控制能力大为下降, 货币供给呈现出较强的内生性, 起决定作用的是经济体系中实际变量以及微观主体经济行为等因素, 所以货币政策不应以货币供应量为操作目标。而另一种观点, 即用向量自回归模型的脉冲响应函数建立的货币政策冲击反应模型则认为, 货币供给量是货币政策中最重要的货币政策工具变量。

在对外开放度越来越高的情况下, 资本流动对货币供给的影响引起了一些学者的关注, 有研究指出资本流动包括资本外逃通过储备货币、货币乘数、人民币配套资金来影响货币供给, 是造成 1994 年通货膨胀和近年来通货紧缩的重要原因。减轻这些影响的对策包括放宽汇率的波幅, 从货币乘数和基础货币两个角度进行冲销干预。

(四) 关于铸币税的研究

1. 关于铸币税收入的理论探讨

从货币创造的角度推导出的铸币税的征收机制, 排除经济增长和货币深化因素, 铸币税收入等于基础货币存量乘以名义利率; 考虑经济增长和货币化过程的铸币税税率等于经济增长贡献率、货币化速度和名义利率的加总。从传统意义上来说, 其税基是基础货币存量; 当概念扩展到政府所有的金融债务时, 其税基为政府发行的所有“债券凭证”的名义值总量; 当扩展到整个社会范围时, 其税基为所有债务人发行的“债券凭证”的总名义值。政府的铸币税收入是由经济中的所有贷款人和“原始内部货币”持有人共同分担的, 而且贷款人在经济中分担了过度的铸币税负。铸币税对一国经济有利有弊, 其福利成本分“社会持币剩余损失”和通货膨胀引致的直接有形成本两种。当经济增长率大于零时,

铸币税保持在一定水平对经济增长是有利的。

2. 关于铸币税与财政赤字弥补

信用货币制度下的铸币税可以理解为中央银行通过货币供给取得的货币使用权，其量为基础货币的供给，则铸币税的增加与财政赤字相关。尽管学术界和决策层不主张以铸币税去弥补财政赤字，但事实表明以铸币税去弥补财政赤字不可避免。重要的是要把握一个度，即考察两个承受力：①社会公众的通货膨胀承受力；②国家综合负债承受力。前者包括名义收入的增长程度、利息收入的取得程度、相关的资产价格上涨程度；后者包括财政的对内负债和对外负债、国内银行的坏账、社会的保障补贴。但在实行货币局制度下，通过交换关系以一种货币替代另一种货币也形成购买力，分配社会资源，但没有通过创造货币取得货币的使用权，所以不存在铸币税。

3. 铸币税的国际化问题

货币国际化导致铸币税的区域延伸，表现为货币功能因延伸到发行主权区域范围之外获得货币发行收益。但货币国际化的可逆转性决定了铸币税区域延伸也存在逆转风险，并蕴含着货币市场风险乃至金融经济波动风险，对发行国损害很大，货币国际化的逆转风险概率取决于该货币的稳定预期。

（五）关于货币替代的研究

货币替代是在开放经济条件下与货币可兑换条件下，本币的货币职能部分或全部被外国货币所替代的一种经济现象。货币替代改变了人们的货币需求，对一国经济的影响深远，主要体现在：①货币替代加剧经济波动；②货币替代减少政府的通货膨胀税收收入；③削弱了货币政策的效力。中国从 1994 年开始货币替代程度迅速攀升，直到 1997 年才开始有所回落。货币替代程度加深的原因在于人们为了规避汇率和通货膨胀风险，当前我国投资者最为忧虑的还是汇率贬值的风险，入世之后，资本账户的开放也给

人民币汇率的稳定带来极大压力。避免货币替代程度的加剧，应分步骤逐步放开资本账户，执行稳健的货币政策，保持人民币汇率的稳定，增强人们对人民币汇率稳定的信心。实证研究表明，中国货币替代现象确实存在，在制定货币政策过程中，货币替代的考虑是不可或缺的，要测算货币相对量指标 F/M_2 。

二、关于电子货币的研究

信息科学技术的迅猛发展以及在金融领域的广泛深入应用，使得电子货币作为新的货币流通形态正在逐步取代传统概念中的货币形式，电子货币以及它的发展对中央银行的货币发行、货币政策调控、监管机制、社会的货币需求、资金运行以及电子货币的立法等问题产生的深刻影响，成为 2002 年货币理论和政策研究的热点领域。这些研究成果尽管还不十分成熟，但推动着货币理论的发展。

（一）电子货币的理论内涵

电子货币，一般包括数字现金、信用卡支付、以账户为基础的支付、芯片交易、因特网和网络交易中的货币形式。关于电子货币的性质，有的学者认为是马克思货币发展规律的必然结果，也并不排斥传统货币的使用（现金货币和存款货币），是以传统货币为基础，通过其发行主体将货币的价值金融信息化后制造出来的衍生货币。电子货币目前只具有有限法偿地位，是有限流通的货币，它尚无独立的信用创造能力，它的信用是以实体货币的信用为前提的。但电子货币作为新的历史条件下产生的货币形式，不仅具有一般货币的共性，而且具有明显的时代特征：①电子货币是一种具有符合载体的货币形式，由信用卡、结算中心、数据库和销售终端机等诸多电子设备支持运行，区别于传统货币的某种单纯的物质形式载体。②电子货币是纸币和信用货币的综合体，既代表着纸币又代表着信用货币，既反映现金交易关系又反映信

用关系。③电子货币是价值符号的符号，纸币和信用货币是货币的价值符号，电子货币则是记录二者的电子符号。④电子货币既是有形的又是无形的特殊货币形式，构成它的信用卡、结算中心、数据库和销售终端机等多种物质要素是有形的，但其中的任何一种要素都不能称之为电子货币，不代表真正的货币和价值。⑤电子货币依然体现一定的社会经济关系，只是形式发生了变化。

电子货币和传统货币的不同之处表现在：①价值尺度职能。商品货币以其自身的价值作为货币的价值尺度，纸币以标明价值符号的纸质证书发挥价值尺度，电子货币作为更抽象化的数字货币发挥价值尺度功能。②流通手段职能。与金属货币和纸币在执行此职能时买卖双方当场的钱货两讫不同，电子货币完成交换的表现是交易双方银行账户上存款数字余额的增减变化，且必须依托银行等中介机构参与，交换的完成还可以是异地，并且与传统货币所占空间、传递渠道、交易速度、匿名程度也有所不同。③支付手段职能。电子货币比商品货币、纸币更具有支付中介的优势，通过将消费者信用、商业信用和银行信用结合起来，通过信用进行交易，提高交易速度和运作效率，减少了货币需求量。④储存手段职能。金属货币和纸币可由所有者独立完成储存，电子货币的存储无法靠所有者独立完成，必须依靠中介机构。此外，电子货币与纸币的不同之处还体现在：发行机构不同、接受范围不同、对交易的信息反映不同、流通领域不同、防伪技术不同等。

（二）电子货币的理论外延

1. 电子货币流通与中央银行的货币发行权

目前，电子货币的发行更多的是商业银行等金融机构、甚至是成立特别发行公司的非银行机构，一反信用货币时代集中统一发行的规律，从货币发行史上看，再次呈现出分散发行的趋势。货币的分散发行实际是货币信用授信主体的分散化，货币信用的非中央银行化，无疑是对中央银行货币发行垄断权的挑战和侵蚀。

主要体现在以下两个方面：

(1) 中央银行损失铸币税收入。随着电子货币被广泛地作为小额交易的支付工具，中央银行所发行的通货被明显取代后，“铸币税收入”将大幅减少。而对大多数国家的中央银行而言，铸币税收入是弥补中央银行操作成本的重要财源，如果出现电子货币对通货的大规模的替代，那么中央银行的资产负债规模将严重萎缩，不能适时进行大规模的货币吞吐操作，中央银行公开市场操作的时效性与灵活性将减弱。

(2) 电子货币跨国流动与一国货币主权的问题。网络条件下的电子货币穿越了每个国家为维护一国的货币主权和经济安全而设置的外汇管制，引起各国货币主权不同程度上的丧失，包括有形的主权转移和无形的主权侵蚀。前者是主动将本国一部分经济主权转移给某些经济组织，尤其是货币主权的制度安排；后者是国家非自愿的货币主权无形中的流失和受损。电子货币更突出的影响在后者。电子货币的出现使货币失去了地域限制和国家主权属性，以数字化的形态在国际间瞬间流通，无名化交易，无须传递信用卡号码就能付账，使交易和电子货币无法追踪。

2. 电子货币对货币供给和货币需求的影响

(1) 对货币供给的影响包括货币供给行为和货币供给量两个方面。对货币供给行为的影响：传统货币供给行为是通过货币实体的运输、计算和流通而形成的，电子货币非实物，使货币的传递时间缩短，且无须押运、清点、计算等成本，可降低交易成本，它的高流通性还模糊了货币层次间的界限。对货币供给量的影响：使传统的货币政策制机理面临着考验，中央银行将控制货币供应量作为货币政策中介目标的必备的前提条件是，货币乘数 m 必须是足够稳定和收敛的。但随着电子货币数量和使用规模不断扩大，货币乘数 m 变动随机性增强，预测货币乘数将变得更加困难，中央银行通过控制基础货币来控制货币供给总量的难度加大。

(2) 对货币需求的影响：在收入和利率不变的情况下，电子货币超强的流动性将使流通中的现金需求量减少，淡化货币需求动机的界限；同时加大货币的流通速度，还能使利率的变化幅度减少，变化时间缩短。

3. 电子货币对央行货币政策工具的影响

(1) 削弱中央银行的再贴现政策。在电子货币通行的情况下，货币资本转化的成本降低，当再贴现的成本相对较高时，商业银行可以通过其他途径获得资金，被动的再贴现政策在电子货币流通的条件下被削弱了。

(2) 对法定准备金政策的影响。一方面，缩短了商业银行向央行报告准备金和存款数量的时间，央行掌握的情况更准确、更充分，政策调整的时间也变快；另一方面，扩张和收缩的效果时滞短，央行对这一政策会更审慎。

(3) 对公开市场业务的影响。电子货币的流通也提高了央行公开市场业务操作的时效性。由于电子货币发行主体分散化，会使央行的资产负债大量减少，有可能使央行没有足够数量的资产负债而不能适时地进行大规模的货币吞吐操作，减弱公开市场操作的时效性和灵活性。

4. 电子货币对货币政策中介目标的影响

电子货币的使用淡化了货币层次之间的界限，减少了对基础货币的需求，加大了汇率的波动幅度，导致利率的决定因素日益复杂，从而使货币政策的中介目标的可测性、可控性和抗干扰性大大降低。在从信用机构转向金融市场的传导媒介和过程上，加大了中央银行的认识时滞和行动时滞，在外部时滞上更加不确定。

5. 电子货币风险与中央银行的监管

电子货币风险的种类主要有：

(1) 信誉风险。电子货币的关键技术和数据如果被掌握，伪币大量涌现将给发行机构带来重大损失，会严重影响到货币的发

行机构的信誉；如果电子货币持有人的信用卡号和密码等被盗用，会引发财产损失的透支等责任纠纷，从而会影响到对电子货币的接受程度，进而形成整个电子货币系统的信誉危机。

(2) 流动风险。由于电子货币的发行机构不可能保持用于赎回电子货币的等额的传统货币准备，一旦出现人们对电子货币的挤兑，发行机构又无法将在途未用资金的投资进行变现，便会造成因无法赎回已发行电子货币而形成的支付危机。

(3) 信用风险。电子货币系统的整个运行过程涉及到的电子货币发行机构、分销机构、赎回机构及清算和结算机构都可能会面临债务人不履行义务的可能性而构成的信用风险。

由于电子货币交易过程的法律不完善，使这些参与机构之间的责任、权限难以完全界定，各方的争议、纠纷难以顺利解决。面对电子货币发展已经出现的风险，中央银行应尽量避免由于监管缺位对金融运行造成损害。同时监管亦不能越位，制约电子货币业务的正常发展，为电子货币业务的参与者提供一个宽松有序的环境。

6. 电子货币的法律问题

对电子货币的法律性质我国的《银行法》中尚无明确规定。有的学者认为，从实际看，电子货币已经被认可为一种货币形态，是以现金、存款等货币的既有价值为前提，通过其发行者电子化后制造出来的二次性货币。并建议借鉴国外经验，结合我国情况及时在法律上予以明确。

首先，电子货币对货币法律问题的影响，即由谁发行的问题，有的学者认为由于电子货币体现商业信用，其发行、使用、信用的提供、资金的划拨都是紧密结合在一起的，主张发行主体多元化，各个主体依靠市场力量进行公平竞争，而不应指定发行；其次，对交易法律的影响，电子货币在支付中附带了发行人的信用，关系到支付双方和货币发行者的权利义务，这就需要在电子货币

交易中对权利义务进行重新分配。

电子货币的法律执行的研究重点分两个方面：①利用支付系统所进行的犯罪行为，如洗钱、逃税和非法赌博；②由于电子货币本身属性造成的犯罪行为，如对电子货币进行伪造，利用电子货币进行欺诈。

电子货币还面临跨国法律问题。电子货币的跨国交易和发行能够避开国内的法律、法规的限制，使其管辖权变得含糊不清，在法律、司法和行政等方面的管辖权也变得更加复杂化。在这个问题上，要考虑维护国家的经济主权和国内使用者的利益。

三、关于货币政策实践的分析

（一）对当前我国货币政策实施的经济环境的认识

这是讨论货币政策问题的前提。中国经济目前是不是存在通货紧缩现象，一直是各有关方面争论的焦点，至今仍未达成共识。首先在对通货紧缩的定义上，主要有三种标准：①“单因素”说，认为通货紧缩就是物价水平的持续下跌；②“两因素”说，指物价总水平和货币供应量的持续下跌；③“三因素”说，指物价总水平和货币供应量的持续下降，并伴随着经济衰退或萧条。由于标准的不同，对是否存在通货紧缩现象的也各执一词。还有的学者探讨了通货紧缩的度量指标体系，认为应包括四种：物价增长率、货币供应量增长率、投资增长率和经济增长率。前两种属于预测指标，后两种属于确认指标。

（二）关于货币政策松与紧的争论

1. 偏紧的观点

虽然现在实施的是稳健的货币政策，但起到的是紧缩效应。 M_1/M_2 趋于下降，全社会存、贷款增长的非正常相对变化，是造成经济增长速度持续下滑和通货紧缩持续的主要原因。过紧的货币政策导致通货紧缩也会引发金融危机，具体表现为延期支付的

危机，即不还贷危机。应调整这种实质性的紧缩思路，实行扩张性的货币政策。

2. 适中的观点

当前我国货币政策并无紧缩效应，与价格下跌的态势无关。因为我国广义货币供应量年均增长率比经济增长率加物价上涨率之和平均高出六七个百分点，不能说这一时期的货币供给是紧缩的。从宏观经济总体看，稳健的货币政策是成功的。稳健的货币政策将货币供应量增长目标与经济增长目标挂钩，在二者之间寻求一个平衡点，兼顾短期和长期目标，应该是独立的、灵活的、主动的货币政策。在执行上，货币政策要与国民经济结构调整相结合，与金融市场开拓相结合，与改进商业银行的贷款营销机制相结合，与监管指标的适当调整相结合，与央行资产负债调整相结合。

3. 在实体经济活动中偏紧的观点

我国目前的货币供给增长率虽然明显高于实际经济增长率加通货膨胀率，但货币运用结构上存在问题：①投向实体经济的份额相对缩小；②投向实体经济的资金又大都集中在大中城市和大型企业，真正投到农村和民营企业以及中小企业的份额较小，难免产生实体经济活动中货币偏紧的结果。要抑制通货紧缩的趋势，需结构性松动货币，进一步降低贷款利率，下调存款准备金和超额准备金利率，适当放松外汇管制，鼓励对中小企业的贷款业务。

（三）关于货币政策目标的探讨

在过去的几年中，我国的物价基本上是围绕零增长上下波动，对货币政策的最终目标有争议：一种观点根据目前我国政治、经济体制以及面临的经济形势与任务认为，货币政策以多目标为好，其中主要是币值稳定与经济增长，在某一年度内，根据经济形势对多个目标中某一内容有所侧重。另一种观点则认为，结构问题和体制问题仍是我国经济发展中的主要问题，货币政策的制定要

考虑为经济体制和经济增长方式双转变创造条件，货币政策不能太松也不能太紧，还是要在稳定币值的前提下促进经济增长。对货币政策中介目标也主要有两种不同观点：一种观点认为货币供应量仍然是最佳选择，我国货币供应量的变动与经济增长速度和物价水平变动密切相关，货币供应量是可控、可测的，中央银行具备对货币供应量的控制能力，除此也无更佳选择。另一种观点则认为货币政策以货币供给为中介目标，收不到预期效果。

（四）货币政策传导机制障碍的分析及对策和建议

在我国，公认商业银行信贷途径是货币政策传导的主渠道。在货币政策传导机制中出现障碍的原因可归结为以下几方面：
①宏观面。1997年以后，我国经济总量过剩，由卖方市场转变为买方市场，扩张的货币政策不再像传统的卖方市场条件下对经济的影响那样剧烈，对经济的影响也不像在卖方市场中那样直接和迅速。
②微观面。企业和个人对货币政策信号的反映缓慢，削弱了货币政策的传导。
③传导基础。我国金融市场种类不健全、管理不规范、发育不良，是造成货币政策传导机制障碍的重要原因。

对策和建议主要有：
①深化经济体制改革，大力发展和完善金融市场，为货币政策传导提供良好的基础；
②加强中央银行的独立性和权威性，加快国有商业银行的改革，解决合理信贷投放问题，保证货币政策传导的畅通；
③深化国有企业改革，建立良好的社会信用体系，加快建立完善的社会保障体系；
④适当降低法定准备率，进一步释放信贷潜能；
⑤大力发展中小型金融机构，健全信贷担保体系和辅助设施，运用税收措施调节信贷行为；
⑥为逐步实现利率与资产定价为主要传导渠道创造条件。

（五）货币政策与资本市场

这方面的研究主要探讨了货币政策和资本市场之间的联系和作用。

1. 货币政策与资本市场互动

体现在：货币政策手段（利率、公开市场业务）、货币政策措施及货币政策制定依据与资本市场的互动性日益增强。随着资本市场的进一步深化，货币和其他金融资产界限日益模糊，货币供应量与实际经济变量失去稳定的联系，这种制度性变革对货币政策提出了一系列挑战。货币数量与通货膨胀的关系不仅取决于商品和服务的价格，而且在一定意义上也取决于资本市场。

2. 关于货币政策目标的选择问题

货币当局不仅要根据实质经济发展的要求来确定货币供应量和贷款规模的增减，稳定间接融资市场，还应该把稳定资本市场作为货币政策目标之一，关注和影响资本市场上金融资产价格的变化，稳定直接融资。至少将一般物价水平作为货币政策最终目标是不完全的，币值的稳定不仅仅代表的是一般价格水平的稳定，也应包括占比越来越大的金融资产价格。当股市价格偏离稳态已经越来越远时，经济运行将是不安全的。

3. 关于货币政策目标的制定考不考虑金融资产的价格问题

多数人对持肯定态度，但在考虑的程度存在分歧。一种观点认为，货币政策目标制定要关注金融资产价格，充分考虑资本市场对货币需求量的影响，但不应将其纳入货币政策目标；另一种观点则认为，货币政策制定必须盯住金融资产的价格，即中央银行在制定货币政策，尤其是制定利率政策时要考虑金融资产价格，通过货币政策的力量抑制或挤出金融资产价格泡沫，避免经济大起大落。

4. 关于货币政策的传导机制问题

从世界范围来看，货币传导机制大致要经历三次变迁，先后是由货币渠道向信贷渠道，由利率渠道向汇率渠道，由货币市场渠道向资本渠道转变。货币政策在资本市场的传导较传统的传导理论更为复杂。我国货币政策传导机制不畅，一个不可忽视的原

因在于对资本市场传导作用不够重视，需要在传导机制的完善中更多的发挥资本市场的作用。我国股票市场的发展所带来的资金流动的不稳定性已在影响央行货币供应量指标的真实性，而目前股票市场在货币政策传导中发挥的作用还较小，要逐步使股票市场成为货币政策传导中重要的一环。

（六）货币政策和财政政策的配合研究

作为调控社会供需总量和结构不可或缺的工具，财政政策与货币政策在调节社会供需总量和结构过程中的协调配合，具有不同的作用途径与效果体现：财政政策直接作用于社会经济结构，间接作用于供需总量平衡；而货币政策直接作用于供需总量平衡，间接对社会经济结构产生影响。财政政策用以对付大的与拖长的经济衰退，只能做短期调整，不能长期使用；货币政策则以微调为主，在启动经济增长方面明显滞后，但在抑制经济过热、控制通货膨胀方面具有长期成效。财政政策的公平分配功能要求政府限制收入分配过分集中，适当缩小收入差距，防止两极分化，维护社会稳定；而货币政策的效率优先功能则使商业银行偏重于从盈利目标考虑信贷投向，引导资源流向效益好的投资领域，促进生产效率的提高。

货币政策与财政政策作为宏观经济政策的协调和配合问题。这两种政策的积极配合面有：发行特别国债补充国有银行资本金，以财政信用支撑银行信用，保持居民对国有银行的信心，对化解危机冲击的作用至关重要；财政出资组建资产管理公司，化解不良资产，缓解国有银行为防范和化解金融风险而产生的惜贷、慎贷，贴息支持技术改造，增强企业竞争力，提高了银行提供信贷支持的积极性。但是，两者还需要进一步的协调和配合：财政过于“积极”，以财政政策为主、货币政策为辅的搭配影响了货币政策的有效性和独立性，还使货币政策的传导渠道梗阻；积极财政政策主要的目标是使国债投资和国有企业三年脱困，货币扩张将

资金集中于金融市场，却不能传导到实质经济，加强了体制性的收缩，形成了政策性扩张和体制性收缩共生的死结。有人主张使货币政策接替财政政策担当主角的观点，但前提是创造相关的制度条件和解决历史遗留问题，有必要也有条件继续实行一段时间的积极财政政策，但要把握好力度、政策运用方式和着力点。

（七）对我国利率政策的分析与建议

普遍认为利率管理体制与市场经济体制不相适应，高度集中的利率管制与变化的物价水平之间常常出现不协调现象，弱化了利率机制对投资的导向作用。利率水平和结构不尽合理，确定利率水平带有一定主观盲目性，利率政策效应也不理想，推进利率市场化建设是共识。对此的政策建议有：加快利率管理体制改革，建立合理的市场化形成机制；改革直接融资和间接融资体制，扩大利率政策传导机制；增强资金供求对利率的影响，扩大浮动利率的浮动范围，改变长期以来优惠的利率种类多、档次繁、统得死的局面；深化改革国有银行和国有企业的经营管理体制，增强经济主体对利率的反应机制等。

（八）开放经济条件下货币政策实施问题

加入 WTO 后，我国金融业开放的广度和深度将进一步扩大，货币政策面临的问题有：独立性降低，外汇管制的逐步放松和资本流动的日益自由化，宏观调控不仅需要关注经济的内部平衡，也要注重经济的外部平衡；部分货币政策工具如利率政策、存款准备金政策的效率有所降低，货币当局越来越难以用货币政策、汇率政策实现不同的经济目标。有的学者分析了货币政策和汇率政策近年来的三次冲突，提出了货币政策和汇率政策在经济开放度提高和资本流动障碍减少的形势下应注意：从关系上要明确汇率政策是货币政策的组成部分，要通过制度安排，使之从属于国内货币政策；政策操作上，在货币政策、汇率政策协调面临严重困境时，要及时引入创新的政策工具，提高调控目标集最优解实