

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620061151018

UDC _____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

以货币供应量为中介目标的我国货币政策
传导的检验

A Test on China's Monetary Policy Transmission as Money
Supply to be Intermediate Target

张泽福

指导教师姓名: 元惠萍 副教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 2009年4月

论文答辩时间: 2009年 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009年4月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

_____ 另外,该学位论文为
()课题(组)的研究成果,获得
()课题(组)经费或实验室的资助,在
()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

货币政策作为调控宏观经济的主要政策，在现代经济中起着至关重要的作用。从始于 911 事件后开始积累起来的全球充裕的流动性到美国金融海啸爆发后世界性经济衰退，这些都与货币政策息息相关。1996 年中国人民银行正式设立货币供应量作为我国的货币政策中介目标，货币供应量在货币政策实施过程中发挥着越来越重要的作用，担任着承上启下的重要作用。因此，本文以货币供应量为中介目标，对我国货币政策传导路线“货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平”进行了检验。最终回答以下两个问题：1、我国的中央银行能够控制货币供应量吗？2、我国的货币供应量与产出和价格水平是否存在稳定关系？并找出其中存在的问题。

首先，简单介绍了货币政策传导理论的发展历史，以及学者们对于我国货币政策传导相关理论的研究成果。然后，根据我国的实际情况，对我国货币政策传导的环境进行分析，找出货币政策传导路线上各个主体和载体中存在的影响货币政策实施效果的问题。其次，沿着传导变量“货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平”，对我国货币政策传导过程进行了实证分析。通过实证分析，本文得出结论：我国央行目前还基本上保持着对货币供应量的控制能力，但是受到了外汇占款和货币乘数不稳定的影响。同时，产出和物价水平只和我国的广义货币供应量存在长期均衡稳定关系，而与狭义货币供应量不存在长期均衡稳定关系。最后，本文根据以上的分析结果，针对我国以货币供应量为中介目标的货币政策传导过程中出现的问题提出了相关的政策建议。

关键词：货币政策；基础货币；货币供应量

ABSTRACT

As a main macro-regulation policy, monetary policy plays a vital role in the modern economy. The globally accumulated ample liquidity after 911 event and the globally economic recession caused by recent outbreak of the financial tsunami are closely related to the monetary policy. The people's bank of China has selected money supply as China's intermediate target of monetary policy in 1996. Money supply was more and more important in the implementation of monetary policy as a connecting link between the preceding and following. So this article analyzes China's monetary policy transmission mechanism by the following structure "instruments of monetary policy → basic money → money supply → output and price level".

First of all, it introduces the history of the development of monetary policy transmission mechanism and the research results on China's monetary policy transmission. According to the actual situation of our country, it then analyzes the environment of China's monetary policy transmission mechanism, identifying the causes that affect the implementation of the policy. Secondly, this article studies the process of China's monetary policy transmission along the channel "instruments of monetary policy → basic money → money supply → output and price level". Through empirical analysis, this article has concluded: currently, China's central bank has maintained a basic ability on the money supply control, however affected by foreign exchange share in basic money and the instability of money multiplier, and there is a balanced steady relationship between output, price level and general money supply in a long time, but there isn't a balanced steady relationship between output, price level and narrowly money supply in a long time. Lastly, in accordance with the results of the analysis above, this article raises the policy suggestions on the problem of China's monetary policy transmission.

Key Words: Monetary Policy; Basic Money; Money Supply.

目录

导论	1
第一节 研究的意义	1
第二节 研究思路和方法及本文的结构	3
第三节 本文的创新和不足	4
第一章 文献综述	5
第一节 货币政策传导理论的演变	5
第二节 我国货币政策传导理论的研究进展	8
第二章 我国货币政策传导环境分析	11
第一节 我国经济处于特殊的过渡时期：经济转型时期	11
第二节 我国货币政策传导环境分析	12
第三章 我国货币供应量的可控性和相关性分析	21
第一节 我国货币供应量的可控性分析	21
第二节 我国货币供应量与产出、价格水平相关性的实证分析	35
第三节 小结	40
第四章 政策建议	43
一、改善我国货币政策传导的环境	43
二、解决外汇占款对央行控制基础货币的影响	44
三、提高货币乘数预测的准确性	46
参考文献	47
致谢	49

Content

Preface	1
Section1 Research Significance.....	1
Section2 Research Ideas and Methods and Framework.....	3
Section3 Innovation and Inadequacy.....	4
Chapter1 Literature Review	5
Section1 Development of Theories of Monetary Policy Transmission.....	5
Section2 Domestic Research on Monetary Policy Transmission.....	8
Chapter2 Analysis on Environment of China's Monetary Policy Transmission	11
Section1 The Transition Period.....	11
Section2 Analysis on Environment of Monetary Policy Transmission.....	12
Chapter3 Analysis on Controllability and Relevance of Money Supply in China	21
Section1 Analysis on Controllability of Money Supply in China.....	21
Section2 Empirical Analysis on Relevance of Money Supply in China.....	35
Section3 Summary.....	40
Chapter4 Suggestions	43
Section1 Improve the Environment of Monetary Policy Transmission.....	43
Section2 Improve the Veracity of Forecasting the Money Multiplier.....	44
Section3 Solve the Problem of Foreign Exchange Share in Basic Money.....	46
Reference	47
Acknowledgments	49

导论

第一节 研究的意义

2008 年是我国改革开放三十周年，历经 30 年的改革开放和曲折发展，我国的金融业发生了巨大的变化并且取得了空前的发展。适应社会主义市场经济发展需要的金融体制初步形成，整体金融实力不断壮大，金融宏观调控不断加强，金融业在支持宏观经济的发展等方面发挥了越来越重要的作用，特别是建立了市场化的金融宏观调控体系和金融监管体系。从 1978 年中国人民银行从财政部分出，到 1984 年中央银行制度建立，到其后的一行三会（即中国人民银行、银监会、保监会、证监会）的监管体系的成立，一系列的职能转变使中国人民银行成为了专门实行货币政策的机构。特别是近年来通过股份制改造和上市，工、建、中、交四大银行的不良资产率到 2007 年已经降到 2% 左右，使整个国有商业银行公司治理、信息披露、资本充足率得到很大改善，更加符合市场经济的要求。但是在取得巨大成就的同时，我国的金融体系仍然面临着诸多挑战，如中小企业融资难、银行体制改革进入到关键时刻、人民币汇率体制改革、利率市场化改革等，可以说我国的金融体系改革已经进入到深化阶段。

与此同时，在经历了连续几年的高增长、低通胀的黄金时期以后，从 2006 年开始的流动性过剩及食品价格的急速上涨，使得我国的 CPI 不断攀升，2007 年 3 月，CPI 突破了 3% 的警戒线。针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大、价格涨幅上升的形势，货币政策逐步从“稳健”转为“从紧”。2007 年 10 次提高法定存款准备金率共 5.5 个百分点，6 次上调金融机构人民币存贷款基准利率。CPI 于 2008 年 2 月达到历史性的 8.7% 的高点后，随着金融危机开始对我国的出口造成直接影响，下半年开始急速回落，2008 年 11 月份的 CPI 降至 2.4%，通货紧缩的阴影开始显现，对我国中央银行的货币政策实施提出了巨大的挑战。

屋漏偏逢连夜雨，2007 年 7 月 19 日伴随着标准普尔降低次级债抵押贷款债券评级，一场席卷美国的金融危机随之爆发，并且在接下来的一年多的时间里越演越烈，最终演变成一场全球性的金融危机。在这场危机中，中国的金融系统受到的直接冲击较小，但是欧美日等发达国家的经济衰退，却对中国的出口产生了

很大的影响,使得中国也很难独善其身。为了抵抗经济衰退保持经济增长,2008年11月9日国务院常务会议宣布实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,随后颁布了价值高达4万亿元、投向基础设施建设和民生建设等领域的经济刺激计划。与此同时,中国人民银行实行适度宽松的货币政策,自2008年9月至年末4次下调存款准备金率,5次下调存贷款基准利率,明确取消对金融机构信贷规划的硬约束,积极配合国家扩大内需等一系列刺激经济的政策措施,加大金融支持经济发展的力度。

正在进行的金融体制深化改革如人民币汇率体制由固定汇率制转向浮动汇率制转变、利率的市场化改革等,将大大提高我国货币政策的独立性,并且为货币政策的有效实施创造更加良好的环境。但是,当前通货紧缩和经济衰退并存状况对货币政策的实施提出了巨大的挑战,错综复杂的经济背景使得我国的货币当局在实施货币政策时如履薄冰。在上述背景下,货币政策的实施效果以及货币政策的传导机制成为我国理论界和决策部门共同关注的重要问题。

在成熟的市场经济国家里,货币政策逐渐占据主导地位并作为经常性的调控手段来使用,而财政政策则日益弱化,仅作为偶然性调控手段存在。货币政策能否实现其调控宏观经济的目标,是货币政策的有效性问题的。货币政策的有效性取决于货币政策的传导机制。货币政策传导机制是指从动用货币政策工具到实现货币政策目标的过程,具体来说就是一国货币当局动用货币政策工具→调整货币政策操作目标→监测货币政策中介目标→实现货币政策最终目标这一传导过程。研究我国社会主义市场经济条件下货币政策传导机制理论,分析我国货币政策传导的复杂性机理,找出产生问题的根源,提出改善我国货币政策传导机制的方法,就成为本论文的必然主题。这对于发挥货币政策在宏观调控中的作用,推动我国货币政策的不断完善,提高货币政策的实施效果,促进我国国民经济健康、快速地发展,具有重要理论意义和现实意义:一方面本论文对于正确应用货币政策以稳定物价水平,合理确定货币供应量以减少经济波动,完善我国货币政策传导机制,促进我国国民经济稳定发展具有重要的理论价值;另一方面本论文也具有较高的应用价值,如根据GDP增长速度和物价水平合理预测货币供应量,根据货币政策传导机制的特点合理调控投资支出、消费支出和国际贸易,减少传导过程中的阻碍,以提高我国货币政策的有效性等。

第二节 研究思路和方法及本文的结构

一、研究思路

1996年中国人民银行正式设立货币供应量作为我国的货币政策中介目标，货币供应量在货币政策实施过程中发挥着越来越重要的作用，担任着承上启下的重要作用。因此，本文以货币供应量为中介目标，对我国货币政策传导路线“货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平”进行了检验。根据国内外宏观经济理论和宏观经济调控的实践，本文的假说为：货币政策对实际经济增长和物价变动等宏观经济变量能够产生影响，即货币是非中性的。

因此，本文主要研究以下几个方面的内容：

(1) 研究我国当前经济转轨时期的货币政策传导的环境，找出影响我国货币政策有效性的主要因素。

(2) 从实证角度分析我国货币政策的传导过程：货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平，最终回答以下两个问题：1、我国的中央银行能够控制货币供应量吗？2、我国的货币供应量与产出和价格水平是否存在稳定关系？并找出其中存在的问题。

(3) 提出改善以货币供应量为中介目标的我国货币政策传导路线的政策建议。

二、研究方法

本文将采取理论分析与实证分析相结合的方法，分析我国的货币政策传导机制。理论分析主要是通过沿着我国货币政策传导路线上的主体和载体，即“中央银行→商业银行及金融市场→企业和居民”，对我国货币政策传导环境进行分析，进而找出影响货币政策实施效果的因素。实证分析主要是沿着传导变量“货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平”，对我国货币政策传导的目标变量进行分析，以评价我国货币政策传导的效果和其中存在的问题。其中，采用统计分析、比较分析等方法分析了中国人民银行对货币供应量的调控能力，采用动态计量经济学中的协整理论对我国货币供应量与产出和价格水平之间的关系进行检验。

三、本文的结构

本文内容共有五部分，安排如下：

第一部分是导论，对本文的选题背景与意义进行了简单阐述，同时简要介绍了本文的研究思路和采取的研究方法，以及本文的创新之处和存在的不足。第二部分是货币政策传导机制相关理论研究综述，回顾了货币政策传导理论的历史，并介绍了我国学者近些年来关于我国货币政策传导的相关理论研究成果。第三部分是转型时期我国货币政策传导环境分析，对我国转型时期的货币政策传导环境进行了分析，旨在找出影响我国货币政策传导的一些环境因素。第四部分是我国货币政策传导机制实证分析，沿着“货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平”路线，对我国以货币供应量为中介目标的传导进行了实证分析，对传导效果进行了评价，并找出传导中存在的问题。第五部分是改进我国以货币供应量为中介目标的货币政策传导路线的建议。根据本文的分析结果，提出相应的政策建议。

第三节 本文的创新和不足

创新之处在于：沿着“货币政策工具→基础货币→货币供应量→产出和价格水平”路线，对我国以货币供应量为中介目标的货币政策传导路线从起点到终点进行了全面的分析，考察了其传导效果和存在的问题。

不足之处在于：由于篇幅有限，未能对货币乘数的具体预测方法作进一步的详细讨论。

第一章 文献综述

第一节 货币政策传导理论的演变

一、19 世纪到 20 世纪初：新古典经济学派的货币中性论

在凯恩斯革命之前，新古典经济学家信奉的是看不见的手和萨伊定律，认为经济会自动调节达到均衡，货币是中性，不过是实际经济的面纱和润滑剂，是工具和媒介，它不影响实际经济活动而只对物价产生影响，金融领域和真实领域之间没有关系。相应地，在那时人们只对货币需求数量进行研究，而不可能关注到货币政策及其传导机制问题。有代表性的是传统的货币数量论，主要包括：一是费雪的现金交易方程，它注重一定时期货币交易的流量分析，认为流通中的货币数量同流通速度的乘积等于一般价格水平同实际国民收入的乘积，由于短期内货币流通速度大致固定，实际收入由充分就业的劳动市场决定而数值相对变化不大，所以说货币供应量的变动只会引起一般物价水平的同比例变动；二是马歇尔、庇古的现金余额说，注重某一时点的货币存量分析，认为流通中的货币数量等于名义国民收入与交易动机货币需求率的乘积，由于交易动机货币需求率取决于社会的商业习惯和制度等因素，短期内固定不变，充分就业时的收入也是一个常数，所以价格水平与货币数量成正比。

二、20 世纪 30 年代：凯恩斯学派的利率传导机制

20 世纪 30 年代的经济危机引发了人们对于宏观经济政策作用和性质的争论，凯恩斯理论应运而生，提出经济并非能时时自动达到均衡，为此要采取相机抉择的经济政策来保证经济的稳定运行，凯恩斯认为金融与真实领域之间可以通过名义利率联系起来，货币政策通过改变公众的货币金融资产组合来影响市场利率，并进而影响投资行为，再对需求和物价产生影响。在 1936 年出版的《就业、利息和货币通论》中，凯恩斯提出了货币政策经由利率影响有效需求的传导机制，即：货币政策→利率→投资→总需求，其中的关键有两点：（1）投机动机货币需求的利率弹性：投机动机货币需求是利率的函数，所以货币供应量可以通过货币

价格—利率来影响公众的货币和债券组合；（2）投资的利率弹性：凯恩斯认为在通常状况下，货币需求的利率弹性很大而投资的利率弹性很小，因此货币政策虽然有用，但却没有什么大的作用，在经济衰退时，这样的货币传导还将使货币政策失效，因为利率低到一定水平时，货币需求中的投机动机变得无穷大，此时再多的货币供应都会被这种货币需求所吸收而退出流通，而另一方面经济衰退时的投资回报率又很低，所以即使利率已经很低，也无法唤起企业的投资热情，投资需求将因此难以增加。但是凯恩斯的货币传导理论存在一个巨大的缺陷，它没有考虑金融资产的替代性以及名义和实际财富的相互影响问题，而这两点恰恰是后来货币主义向凯恩斯主义发起的诘难所在。

三、20 世纪 50、60 年代：新古典综合学派对凯恩斯货币传导理论的继承

20 世纪 50、60 年代以萨缪尔森为代表的“新古典综合学派”成为西方经济学的正统。萨缪尔森等虽然仍以“正统凯恩斯学派”自居，但认为凯恩斯低估了扩张性财政政策的负面影响，因而在理论上更多的倾向于货币政策。萨缪尔森等提出并完善了菲利普斯曲线，认为物价上涨率和失业率之间存在着一种稳定的替代关系，政府完全可以据之选择失业率与物价上涨率之间的适当组合，使二者均达到社会可接受的水平，同时实现经济增长和国际收支均衡等宏观经济目标。此外，托宾在对凯恩斯货币政策传导机制理论进行修正的基础上，提出了 q 值理论和财富传导机制理论，从而大大丰富地拓展了凯恩斯的货币政策传导机制理论。托宾的 q 理论提供了货币政策通过对股票价值的影响而影响产出的一种解释，其中 q 定义为企业市场价值与资本重置成本之比。如果 q 值大于 1，意味着企业市场价值高于资本的重置成本，厂商就愿意增加投资支出，追加资本存量；相反，如果 q 值小于 1，厂商对投资就不会有积极性。于是，财富传导机制理论可以表示为：当货币供给上升时，公众增加对股票的持有量，股票需求上升，股票价格上涨，从而 q 值上升，厂商增加投资，最终导致产出增加。伴随着新古典综合学派对货币政策作用的认识的逐步深化，他们提出了“逆经济周期调节”的“相机抉择”的货币政策主张。但政策短期效应的长期化实践，使得凯恩斯主义在经历了 20 世纪 50、60 年代的辉煌后遭到“滞胀”现实的严峻挑战。

四、20 世纪 60 年代末 70 年代初：货币学派

20 世纪 60 年代末 70 年代初以弗里德曼为代表的货币主义者认为凯恩斯主义者关于名义货币是如何影响实际变量的这个问题的回答是无法令人满意的，他们也用 IS—LM 模型，但不同的是，他们认为货币需求的利率弹性不会无穷大，而投资的利率弹性也不会很小，因此货币政策在短期内是有作用的，但对长期来讲，由于预期因素的作用货币政策只能影响经济中的名义变量如物价、名义利率、名义收入等，而不能影响实际产量。同时，弗里德曼认为凯恩斯学派的财政政策具有“挤出效应”，相机抉择的货币政策增加了货币供应的不稳定、加剧了经济波动。为了实现价格稳定，并使失业处于自然失业率水平，货币当局应按照经济增长速度，长期稳定地增加货币供应量，即实行稳定的货币增长率规则。

五、当代西方经济学两大流派在货币中性及传导问题上的争论

1、新古典宏观经济学派对新古典经济学派货币中性论的继承

新古典宏观经济学派包括以卢卡斯为代表的货币经济周期学派和以普雷斯科特为首的真实经济周期学派。货币经济周期学派认为货币是中性的，因而对经济中的实际变量并没有什么有规则的影响，货币的唯一影响是名义变量，即价格水平。尽管货币经济周期学派承认在不完全信息条件下，没有预期到的货币数量变动对失业率、生产量和实际收入等实际变量会产生短期影响，但他们强调的重点却是长期内理性预期的存在会使经济恢复到原有的均衡水平；真实经济周期学派也认为，货币的变化是中性的，它只能决定价格总水平，由于货币因素引致的名义扰动会简单地通过价格消散掉，所以应该完全抛开货币因素，从纯粹的非货币框架中说明经济波动的原因和性质。新古典宏观经济学派坚持新古典经济学派的货币中性论，不承认货币政策的积极效果，认为研究货币政策传导更是毫无意义。针对他们的观点，弗里德曼指出新古典宏观经济学有关理性预期的结论是建立在一系列的严格假设基础上的，未能充分考虑资本和财富等变量，而这些因素正是传导机制的关键变量，一旦考虑了这些因素，货币政策将呈现非中性。

2、新凯恩斯学派提出货币政策传导的信贷渠道理论

以斯蒂格利茨和韦斯为主的新凯恩斯学派将信息不对称问题引入金融市场分析的视角，大大开拓了 90 年代一些在实证研究中发现新古典宏观金融结构无

关命题并不符合实际情况的学者们的思路，他们力图沿着这一路径来证明金融市场摩擦可以为金融对真实经济行为影响的分析和研究提供微观基础，由此发展出了信贷渠道理论主要包括：银行信贷渠道和资产负债表渠道。银行信贷渠道认为，扩张性的货币政策将增加银行储备和银行存款，增加了银行可供贷款的数量，进而实际贷款数量上升，投资增加，最终导致总产出的增加。资产负债表渠道认为货币政策可以通过影响资产负债表而对经济产生影响。扩张性的货币政策可以使股票价格上升，同时提高了公司的净值，使得公司可获得的贷款增加，企业的投资增加，最终总产出增加。扩张性的货币政策还会通过降低名义利率的效应，减少企业的利息成本，来提高净现金流，从而提高公司的资产负债表的质量，使得公司可获得的贷款增加，企业的投资增加，最终总产出增加。

第二节 我国货币政策传导理论的研究进展

本文按照国内对货币政策传导机制的争论焦点，将我国货币政策传导机制的研究进展归纳成以下两方面，一是我国的货币政策传导是否有效？二是如果我国货币政策传导有效，是按哪条渠道进行传导的？

一、我国货币政策有效性之争

1998 年以来，为应对东南亚金融危机给我国经济造成的影响和实现持续增长的经济目标，中央银行先后出台了一系列扩张性的货币政策，以期放松银根，为扩大投资、刺激消费和推动经济增长提供金融支持。而这期间我国消费与投资增长速度并未明显加快，经济增长速度下降、居民消费物价指数出现负增长。正是在这样的背景下，国内许多学者认为我国扩张性货币政策并未达到预期目标，其根本原因在于我国货币政策传导渠道严重受阻，削弱了我国货币政策的有效性，因而认为货币政策传导是无效的。裴平、熊鹏（2003）通过实证分析认为货币政策传导过程中有大量货币不是被传导并作用于生产、流通和消费等实体经济环节，而是“渗漏”到股票市场“漏斗”和银行体系“黑洞”，其效应构成了实现货币政策目标的反制力量，因而认为货币政策是无效的；王稳琴（2006）认为，中国经济结构的内在不稳定性导致货币政策中介目标的不可测和不可控性，我国经济体制不完善造成了货币政策传导链条的加长、扭曲、脱节和失灵，从而

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库