

摘 要

长期以来,传统货币数量论认为货币供应量与物价之间存在着稳定的正相关关系,即在理论上,在货币流通速度稳定的条件下,货币供应量增长率应等于物价上涨率与经济增长率之和,并一直被当作经济学原理为人们奉行不悖。本文在简要回顾关于货币供应量与物价关系的一般理论的基础上,通过对我国货币供应量与物价关系的实证检验,发现我国长时间货币供应量增长率大于物价上涨率与经济增长率之和,我国的实际不能验证原来的结论,而是存在货币供应量与物价指数的反常规关系。为解释这种反常规关系,介绍了现有对我国货币供应量与物价指数反常规关系的几种解释,简要阐述了其存在的局限,并试图在此基础上寻求新的理论解释。本文从货币供应量的层次结构变动与货币需求结构变动入手,分别分析了它们对物价影响,认为我国货币供应量与物价的反常规关系原因在于不被动用的准货币增多以及资本市场对货币供应量的分流效应,弱化了货币供应量对物价的影响。而我国准货币主要是储蓄存款,非货币金融资产主要是股票等资本市场上的流通货币,因此进一步从储蓄和资本市场两方面对我国货币供应量与物价反常规关系进行了实证分析,认为从我国实际来看,正是由于储蓄滞留性增长和股票等非货币金融资产累积,形成了货币供应量对实体经济的漏出机制,货币供应量不能进入实体经济进而对物价产生直接影响,成为我国货币供应量与物价变动之间的反常规关系的现实原因。货币现象的背后隐含的是制度缺陷,为探寻货币供应量与物价的反常规关系的制度根源,本文阐述了我国传统的产权制度缺陷,分析了它与货币供应量漏出机制的关系,得出货币供应量与物价的反常规关系的制度根源在于产权缺陷下的低效率资源配置。据此建议疏通储蓄向投资的转化机制,规范发展资本市场,加快产权制度改革。

关键词: 货币供应量; 物价; 反常规关系; 产权制度

Abstract

The traditional quantity theory of money considered that there was a direct proportion between money supply and CPI. That is to say, in theory, the money supply increase rate should equal to the sum of increase rate of CPI and economic growth when the currency circulation is stable, and this was regarded as an economic principle in long term. Based on a brief review of the general theories of the relationship between money supply and CPI, the thesis illustrates that the increase rate of money supply is greater than the sum of CPI increase rate and economic growth rate through analyzing the facts of the relationship between money supply and CPI in China. It's quite different from the previous principle, but appearances as an abnormal relationship.

In order to explain the abnormal relationship, the thesis introduces some theatrical explanations about the abnormal relationship in China, briefly expounds on the limitations of its existence, and attempts to seek a new theory to explain this basis. Based on the structural changes in money supply and the structural changes of monetary demand, it analyzes the impact on prices and comes to realize that the abnormal relationship between money supply and prices in china is not due to the anti-conventional passive relationship with the increasing of quasi-currency capital market or the segregation of money supply which can weaken the impact of money supply on prices. China's savings deposits and quasi-money are mainly non-monetary and financial assets such as shares in the capital market, the currency in circulation. Therefore, in the light of savings and capital markets of China's currency, the author carries out an empirical analysis on the relationship between conventional, From a practical point of view, China is stranded due to the growth of savings and financial stocks such as non-monetary assets accumulated, a leakage of money supply to the real economy, and the direct impact on prices when the supply of money can not go into economic entities. There are the real causes of the anti-conventional relationship between money supply and price changes. The deficiencies of monetary system which is the systematic element that causes the anti-conventional relationship, is hidden behind money supply and prices. This paper illustrates the disadvantages of our traditional system of property rights, and analyses of the relationship between it and money supply leakage mechanism and draws a conclusion that the systematic root of

the abnormal relationship between money supply and price is the inefficient allocation of resources because of our traditional system of property rights. Based on the above analyses, the author proposes to dredge the system of transferring savings into investment, standardize the development of the capital market and accelerate the reform of the property rights system.

Key Words: Money Supply; CPI; Abnormal Relationship; Property Rights System

插图索引

图 3.1 我国 M2、GDP、CPI 增速关系变动图 (1985—2005)	14
图 4.1 M1/M2、准货币/M2 变动图	18
图 5.1 1985 年-2005 年我国金融机构存差变动图	22
图 5.2 市价总值与 GDP、流通市值的比率	28

附表索引

表 3.1	1985-2005 年我国货币供应量与 GDP、CPI 增长情况表	13
表 4.1	我国各层次货币增长情况表	17
表 5.1	1985—2005 年中国城乡居民储蓄存款余额与国内生产总值数据一览表	21
表 5.2	1985—2005 年中国资本形成、货币供应量与 GDP 数据一览表	23
表 5.3	投资效率分析	25
表 5.4	国有银行对不同经济成分的贷款比重	25
表 5.5	股票市价总值与 GDP 比率	27
表 5.6	中国金融资产总量及结构变化表	28
表 5.7	各变量序列 A D F 检验结果	30
表 5.8	变量之间协积关系的 Johansen 检验结果	31
表 5.9	变量之间的标准化协积系数	31
表 5.10	葛兰杰因果检验结果	32

湖南大学

学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的论文是本人在导师的指导下独立进行研究所取得的研究成果。除了文中特别加以标注引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写的成果作品。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律后果由本人承担。

作者签名：黄小雄

日期：2016年11月10日

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权湖南大学可以将本学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于

1. 保密□，在_____年解密后适用本授权书。
2. 不保密□。

(请在以上相应方框内打“√”)

作者签名：黄小雄
导师签名：张强

日期：2016年11月10日

日期：2016年11月13日

第1章 导论

1.1 文献综述

长期以来,传统货币数量论认为货币供应量的增加会导致物价水平的上升,货币供应量与物价之间存在着稳定的正相关关系。货币数量学说代表人物费雪,早在其《货币的购买力》中提出了著名的交易恒等式: $MV=PQ$, 假设货币流通速度是稳定的,公式求导变形得出 $\Delta M/M=\Delta P/P+\Delta Q/Q$ 。即在理论上,在货币流通速度稳定的条件下,货币供应量增长率应等于物价上涨率与经济增长率之和,货币供应量的增加会导致物价水平的上升,货币供应量与物价之间存在着稳定的正相关关系。这一直被当作经济学原理为人们奉行不悖。然而改革以来,我国持续财政赤字的货币化却没有导致严重的通货膨胀,同时出现了低通货膨胀与高金融增长。

美国的经济学家麦金农教授曾对中国的市场化过程作了详细的研究,结果表明,中国的财政收入从1978年占GNP的34.8%急剧下降到1991年的18.5%,但中国成功地抑制住了通货膨胀的压力;而按他所提出的经济市场化的次序,金融增长必须建立在中央财政平衡的基础之上,否则将会被随之而来的通货膨胀所遏制。因此他把在中国出现的“在财政下降的同时保持价格水平稳定与高金融增长”这种现象称为“中国之谜”^[1]。与“中国之谜”在同一层面上的问题是中国的“超额货币”现象,中国实际货币供应量大大高于理论上的货币供应量,存在大量“超额”货币供应^[2]。因此很多人相信中国实际货币供应量过多,中国存在严重的通货膨胀压力,担心这些“超额”货币将给中国带来严重的经济危害。但是事实上中国“超额”货币供应自1978年以来就大量存在并呈增加趋势,人们担心多年的“笼中虎”并没有出来危害商品市场,引起通货膨胀,反而出现了通货紧缩的态势。

围绕着“中国之谜”,帅勇采用1993-2000年的季度数据对中国的“超额”货币需求问题进行实证分析时,发现货币供应量变动与通货膨胀之间呈现反向关系^[3]。易纲在他的货币化模型中也得出了同样的结果。此外吴晶妹在分析1985-1999年中国货币供应量增长率和商品零售物价指数(RPI)关系时发现:中国 M_0 与 RPI、 M_1 与 RPI、 M_2 与 RPI 非协整,它们之间没有长期的稳定关系, M_0 、 M_1 、 M_2 与 RPI 之间的相关性较弱甚至出现负相关。伍志文通过对我国1978-2000年的物价与货币供应量变动关系的进一步考察发现:1979-1998年之间,中国货币供应变动与物价变化之间的关系在20年中符合货币数量论的关于货币供应量与价格成正相关结论的只有8年,其余12年是反传统的,其中有4年是负相关,还有8年

是不规则的,而且出现了政府在不断紧缩货币的同时,价格水平仍不断提高。孙立考察我国 1990—2000 年的经济数据得出结论,除通货膨胀较高的特别年份以外,数据均表现为货币供应量 M2 的增长率大于经济增长率与物价上涨率之和,表明随着经济货币化进程的加快和证券市场超常规的发展,部分货币供应量漏出了实体经济,进入了虚拟经济的循环,导致实物经济中商品交换的货币供给不足,而且这种不足正在成为一种趋势,物价的长期低迷就与该因素有关^[4]。此外,赵东考察我国 1978-1997 年间数据,得出中国的货币存量(M2)平均增速达 26.05%,而同期 GDP 增长速度平均为 9.77%,零售物价指数平均上升 3.2%,他认为我国经济发展中存在着超额货币供给,超额货币可表示为: $EM=dM/M-dP/P-dY/Y$ 。^[5]范从来从货币量角度分析通货紧缩时发现,我国存在着一个矛盾的现象:中国近年来广义货币 M2 保持着较高的增长率,但价格总水平却持续下降:这种现象的存在使人们对货币量与价格总水平之间的相关关系产生了怀疑^[6]。

事实上,改革以来,尽管中国的实际金融呈现惊人的高增长速度,但却没有导致相对较高的通货膨胀。1985-2005 年 20 年间,中国的货币量 (M2)平均增速达 24.98%,而同期 GDP 增长速度平均为 9.96%,居民消费物价指数平均上升 6.07%。1998 年、1999 年和 2002 年货币增长速度与物价上涨率呈现负相关,1996 年至 2000 年即使在货币增长速度下降,但仍超过了物价上涨率与经济增长率之和,中国的实际难以验证原来的结论,我国存在着货币供应量与物价指数的反常规关系。

对我国货币供应量与物价的反常规关系,许多学者进行了分析和研究,提出了不同的解释,综合起来主要有以下几种解释。

1. 被迫储存假说

被迫储存假说主要从消费的角度进行分析,认为消费者和企业被迫持有货币的原因有两种:持有金融资产的选择方式太少和市场上没有足够的商品。费尔德斯坦和哈 (1991)估计了中国物价水平受抑制的程度,表明货币的收入流通速度下降是由于居民的非自愿的储蓄。他们得出结论:就居民持有的货币超过交易的名义价值这一层意义来说,中国存在货币过剩,因此也就存在着抑制型通货膨胀和被迫储存^[5]。但事实上 1997 年以来商品的供给相对过剩,价格相对便宜,居民消费需求仍旧不旺,居民储蓄反而上升得更快,被迫储存假说对此无能为力。

2. 时滞效应假说

现代货币主义者认为在短期货币供应量与物价不稳定是由于时滞效应的存在。帅勇(2002)认为极有可能是中国货币供应量的剧烈变化和漫长的时滞效应导致了货币供应量与通货膨胀之间的这种反常关系^[7]。刘伟等 (2002)认为中国狭义货币和广义货币增长率的改变对通货膨胀的有效影响滞后期分别为 9 和 13 个季度^[8]。刘斌(2002)研究结果表明长期内货币供应量变化会对物价产生显著影响,随着货币供应量的增加,物价在 2 个季度后开始上涨,经过 12 个季度后货币供应

量的变动基本上都体现在物价的变化上^[9]。但是究竟是什么因素导致了时滞效应的存在,现代货币主义者没有给出令人满意的解答,而且时滞期间的测度十分困难。

3. 货币传导机制梗阻假说

该假说认为我国的货币传导机制存在种种缺陷,使得货币供应量的时滞效应过长,货币供应量的变化不能及时反映在价格水平上,货币政策传导机制出现了梗阻。夏斌等(2001)的研究认为在利率管制和证券市场异常发展的制度约束下,公众对证券投资的收益预期和固定资产投资的收益预期的非一致性导致了货币扩张传导机制受阻^[10]。“中国之谜”在于现行的经济金融制度中,货币扩张到通货膨胀有一个特殊的传导机制,其中关键在于资本市场的存在缓解了货币扩张造成的通货膨胀压力。但这只能解释长期货币供应与物价变动之间的反常关系。

4. 货币化假说

该假说的主要代表易纲认为改革开放以来,中国经济可以分为货币化和非货币化两部分, $Y = \lambda Y + (1-\lambda)Y$, (λ 是经济货币化的比率)。随着传统经济向市场经济方向发展和经济体制改革的深化,货币化经济的比例相应上升。据此,货币化假说提出了交易方程式的修正形式: $MV = \lambda PY$ 。从而推导出: $d\lambda/\lambda = EM$ 。表明:超额的货币供给被经济中的货币化成分所吸收,因而没有变成通货膨胀释放出来^[11]。 M/Y 是用于间接描述、衡量货币化水平的一个指标,问题是 M/Y 能否准确地反映货币化水平?国民经济中货币化部分的比例不可能超过 100%,因此货币化率的理论上限是 1,但从 1993 年起,我国的 M/Y 开始大于 1,超过了理论上所能达到的最高值,而且 1993 年之后仍在不断上升,到 2000 年达到 1.5。此外,1999 年美国 GDP 为 9.26 万亿美元, M_2 为 5.72 万亿美元, $M/Y=62\%$,但显然不能说中国经济的货币化程度更高。当然美国的货币只是金融资产总量中的一部分,王广谦称之为“金融化”了^[12],不过这样一来就很难继续适用 M/Y ,而需要另外的指标来衡量。因此,用 M/Y 反映货币化水平可能不够准确^[13]。

5. 货币流通速度下降说

该假说把一切都归于事后观察到的货币流通速度下降,用这一个变量涵盖了种种因素的 V 考虑,并且在事后加以衡量。货币流通速度下降,是不是一个带有规律性的趋势?弗里德曼认为货币是奢侈品,美国的货币流通速度呈规律性递减,并且每年递减率为 1%^[14]。但是弗里德曼也承认,1946 年以后美国货币流通速度呈现明显的上升趋势,而货币流通速度呈规律性下降的提法完全是假定。西方学者不少人通过经济计量方法计算出货币的收入弹性小于 1,而不是像弗里德曼所说的那样大于 1。詹姆斯·托宾更明确地说,弗里德曼关于货币是奢侈品,人们对货币需求的大量增加引起货币流通速度下降的理论是不能成立的。

货币流通速度是一个吸纳性极强的变量,机会成本因素及微观主体行为对货

币需求的影响等都已纳入其中^[15]。但货币流通速度综合的内容太多,很难据以对货币需求进行具体分析。特别是它不像利率那样以一个独立的、毫不含糊的数值存在,而只是已发生的收入流量与货币存量的比值。不同的观点,不同的计算方法可以使这个比值有很大的出入。因此,货币流通速度更多的是描述,而不是解释。

6. 金融资产囤积假说

该假说通过引入以资本市场为代表的虚拟经济部门将传统的局限于实体经济部门的货币数量论拓展为包括资本市场、商品市场和货币市场的广义货币数量论,在新的模型框架下分析了“中国之谜”的生成机理,由此发现大量货币在资本市场的积聚是货币供应量与物价关系反常的直接原因。伍志文认为“中国之谜”是货币虚拟过程中虚拟经济和实体经济关系失调的结果^[16]。另外,承认资本市场货币积聚假说没有考虑到制度因素对“中国之谜”的影响,在中国这样一个最具代表性的经济体制转型的国家里,忽略对制度因素的考虑不能不说是一个遗憾。但是,资本市场货币积聚假说以资本市场的发展为背景,存在一定的合理性。许多学者都注意到了以股票市场为核心的资本市场对货币需求产生了巨大的影响。石建民(2001)就在考察了股票市场对货币需求影响的基础上,通过引入一般均衡模型,综合分析了股票市场对实体总量经济的影响。刘伟等认为资本市场的不断创新使得资本市场吸收新增基础货币,从而广义货币增加量减少,缓解了通货膨胀的压力^[8]。

此外还有价格指数偏低假说、综合成因假说等等。其中价格指数偏低假说认为超额货币的存在是由于中国的官方价格指数偏低了。因而,这种假说断言,如果我们用“真实”的通货膨胀率计算就不会有超额货币。然而,即使用自由市场价格指数,超额货币仍然存在。也就是说,货币增长率在改革期间的大部分年份是大于真实 GNP 增长率和以自由市场价格指数衡量的通货膨胀率之和的。经济中的超额货币无法完全用价格指数偏低假说解释。

总的说来,关于货币供应量与物价的反常规关系的理论解释,主要是从某个解释变量修改或某个新解释变量的引入出发,对传统货币数量理论进行修正和完善,取得了进展。当前学界关于我国货币供应量与物价指数的反常规关系的研究不断涌现,并已逐渐成为政府和经济、金融界普遍关注的一个热点问题。

1.2 研究意义

1993 年的金融体制改革,国务院确定了我国的货币政策最终目标是维持币值稳定,并在此基础上促进经济的增长,1996 年央行正式将货币供应量作为货币政策的中介目标。我国目前实施的货币政策的基本框架是采用多种货币调控政策,

间接地调控货币的供应量,进而对货币政策的最终目标产生影响。因此,货币供应量与物价指数的反常规关系研究是关乎货币政策的有效性和国民经济全局的值得研究的课题,也是一个有富有争议和挑战的前沿论题,该选题对于我国推进金融体制改革和制定正确的金融宏观调控政策,具有重要的理论意义和迫切的现实意义。

总的说来,目前关于货币供应量与物价指数的反常规关系的理论解释,主要是从某个解释变量修改或某个新解释变量的引入出发,对传统货币数量理论进行修正和完善。但很少有从产权制度缺陷角度对反常规关系产生的根源进行深入系统的分析。本文在前者研究成果的基础上,通过实证分析和研究,认为我国长时间货币供应量增长率大于物价上涨率与经济增长率之和的现象,原因在于准货币增多和资本市场对货币供应量的分流效应,具体表现就是储蓄滞留性增长与非货币金融资产累积形成的货币供应量对实体经济的溢出机制。货币现象的背后隐含的是制度缺陷,其根源在于产权缺陷下的低效率资源配置。因此建议尽快摆脱目前产权结构效率低下的制度缺陷,明晰产权关系,建立现代企业制度,进一步规范发展资本市场,对正确制定货币政策,改善金融宏观调控有一定的参考意义。

1.3 研究内容与结构安排

全文以货币供应量与物价的一般理论为指引,以我国货币供应量与物价的反常规关系的实证分析为基础,通过深入剖析我国货币供应量层次结构和货币需求结构变动与物价的内在联系,从滞留性储蓄和资本市场两方面综合分析货币供应量对物价的漏出机制,并深入阐述了货币供应量与物价的反常规关系的制度根源,提出了完善我国货币政策传导机制,加快产权制度改革的思路与建议。特别是引入了产权制度相关理论,分析和阐述了产权缺陷导致了货币供应量的漏出机制,进而形成货币供应量与物价的反常规关系。

全文共分为以下七个部分:第1章导论阐述了选题背景及意义,并介绍了我国学者对我国货币供应量与物价的反常规关系的几种主要理论解释,简要分析了解释中存在局限。第2章,对货币供应量与物价关系的一般理论进行了简要的回顾和评述,介绍了交易方程式理论、剑桥方程式理论、凯恩斯的流动性偏好理论、弗里德曼的现代货币数量论、新凯恩斯主义关于货币供应量与物价关系的基本观点。第3章,介绍了货币供应量与物价的基本数量关系,并对其进行了实证检验,证明我国存在货币供应量与物价的反常规关系。第4章,主要从货币供应量的层次结构与货币需求结构入手,分析了它们的变动对物价影响,并据此认为我国货币供应量与物价的反常规关系原因在于不被动用的准货币增多以及资本市场对货币供应量的分流效应,弱化了货币供应量对物价的影响。第5章,在第4章的基

基础上,进一步从储蓄和资本市场两方面对我国货币供应量与物价反常规关系进行了实证分析,认为从我国实际来看,正是由于储蓄滞留性增长和股票等非货币金融资产累积,形成了货币供应量对实体经济的漏出机制,成为我国货币供应量与物价变动之间的反常规关系的现实原因。第6章,对货币供应量与物价的反常规关系进行了制度分析,认为货币现象的背后隐含的是制度缺陷,货币供应量与物价的反常规关系其根源在于产权缺陷下的低效率资源配置。第7章,针对上述因素提出了具体可行的政策建议,并进行了简要结论。

第2章 关于货币供应量与物价关系的一般理论分析

西方经济学家和我国学者关于货币供应量与物价的研究颇多，并形成了不同学派，以下我们将对这些不同学派的理论进行分析。

2.1 古典理论

对古典经济学家来说，人们需要货币只因它是一种交易中介。他们认为，给定期内的货币需求量取决于商品和劳务的交易规模和货币流通速度。这一理论就是我们通称的古典货币数量论。古典货币数量论主要有费雪的交易方程式理论和马歇尔、庇古等人的剑桥方程式理论^[17]。

2.1.1 交易方程式理论

费雪认为货币需求量 M_d 既是商品交易量 T 与一定时期价格水平 P 的乘积，又是一定的货币量 M 与其流通速度 V 的乘积，于是有：

$$M_d = MV = PT$$

这一理论认为货币需求量是由交易量和交易速度客观地决定的，它并不关注人们为什么持有货币的动机。因此上式也被称之为交易恒等式，表示人们的货币支出(MV)恒等于其货币收入(PT)。

换种形式，上式可写为 $P = MV / T$ 。这意味着货币数量决定价格水平。假定 T 和 v 不变、物价水平 P 随着货币量 M 的变动而成比例地变动，这说明价格水平仅是货币数量的函数。费雪把这一函数视为表述价格水平和货币数量之间关系的最重要工具。显然，这一分析是基于 T 和 V 两个变量都是独立于价格水平和货币数量之外，与价格水平是被动决定的假设之上的。

2.1.2 剑桥方程式理论

与费雪的交易方程式理论相并行的是现金余额理论，主要是以马歇尔与庇古为首的剑桥方程式。根据现金余额理论，货币的价值决定于货币的供给和需求相均衡的水平，并随着货币供求的变动而变动。人们对货币和现金余额的需求是由货币的交易动机和预防动机所引致的，并构成实质国民收入的一部分，这一部分是人们自愿以货币形式持有的，因此，在某一特定时期，公众对实质货币余额需求的总量是实质国民收入的函数。

现金余额理论可表述为：

$$M = KPY$$

其中, M : 货币数量(现金+活期存款); P : 价格水平; Y : 实质国民收入; K : 人们意愿以货币形式持有的国民收入的比例, 即货币持有系数。

由上式可得: $P = M / KY$

当 KY 一定时, M 与 P 成正比关系, 而 Y 和 M 成反比关系。 K 是人们货币需求状态的一种表征。

剑桥方程式优于交易方程式的地方: (1)剑桥方程式强调 K 和现金余额。把人的动机看作是影响价格水平的重要因素。(2)剑桥方程式以实质国民收入为变量, 为构造现代经济学的货币需求模型铺平了道路。(3)剑桥方程式摒弃费雪仅从货币供给决定价格水平的单向片面研究, 而从货币供求两方面来表述价格水平, 比较全面^[18]。

其不足在于: (1)仅从物品消费角度来考虑货币购买力, 是一个比较狭隘的观念。(2)含有一种循环论证: 价格水平决定于公众的货币持有量, 同时公众货币持有量又决定于价格水平。(3)未考虑利率因素, 并把实质国民收入独立于货币因素之外。(4)没有说明储蓄、投资和收入等变量在价格和货币决定中的作用。

2.2 现代理论

与古典货币需求理论相比较, 现代经济学家强调货币的价值储藏职能, 把货币需求视作对现金余额的需求。

2.2.1 凯恩斯的流动性偏好理论

凯恩斯认为人们之所以需要货币是基于三种货币需求动机: 交易动机、预防动机和投机动机^[19]。公众货币需求总量决定于对流动性最高的货币资产的三种动机的需求之和。交易需求和预防需求之和 L_1 是收入 Y 的函数, 投机需求 L_2 是利率 i 的函数。前者表述为 $L_1 = f(Y)$, 后者表述为 $L_2 = f(i)$, 这样货币需求总量 L 为两者之和: $L = L_1 + L_2 = f(Y) + f(i)$ 。由此得出: $L = f(Y, Z)$

货币需求即流动性偏好是收入和利率水平的函数。这意味着公众的货币需求总量决定于国民收入水平和利率水平。为交易需求和预防需求而持有的货币是货币的交易中介职能所致, 而为投机动机而持有的货币则是货币的价值储藏职能所致。如果说预防需求是由于将来收支的不确定性引起并与收入水平有关, 投机需求则是由将来利率水平不确定性所致并同将来的利率水平变动的预期有关。人们持有投机需求的货币是因为当有利的货币投资机会来临时能很快投资。

在 $L = f(Y, Z)$ 中虽然看不到货币和价格水平之间的关系, 但它们是隐含在 L 与 Y 和 i 的函数关系之中的。凯恩斯试图从就业理论和货币理论相结合的角度来解决这一问题。他认为失业来自有效需求不足, 在资本主义经济体制下, 失业的解决必须靠有效需求的提高。货币量增加是提高有效需求的途径, 货币对价格水

平的作用可通过工资率、收入、投资、就业等内在相互的作用观测到。在非充分就业状况下,货币数量增加,就业会随着有效需求的增加而增加,只有达到充分就业以后,货币的增加才导致价格水平的上涨。在凯恩斯看来,货币和价格之间并不存在直接关系,两者中间有一个因果链。货币量的变动首先影响利率,利率又影响投资,投资影响有效需求,有效需求影响就业和产出。当经济处于超过充分就业水平时,价格就开始上涨。

2.2.2 弗里德曼的现代货币数量论

弗里德曼于 1956 年出版的《货币数量论研究》,奠定了现代货币数量论的基础。弗里德曼没有过分把精力集中在货币需求的动机分析上,而是依据供求原理去构筑了一个多变量的货币需求函数,他认为实质货币需求决定于四类主要因素:(1)总财富;(2)人力财富与非人力财富的分配;(3)货币及其他资产的预期收益;(4)其他因素。

据此,得出以下货币需求函数:

$$M_d = f[Y/P, w, r_m, r_b, r_e, P, (1/P)(dP/dt), u]$$

$$\text{或 } M_d/P = f[Y/P, w, r_m, r_b, r_e, (1/P)(dP/dt), u]$$

其中 M_d 表示货币需求。 M_d/P 表示实质现金余额需求, Y 表示持久收入, w 表示非人力财富占总财富的比重, r_m 表示货币之预期名义收益率,即预期名义利率, r_b 表示固定价值债券之预期名义收益率即预期名义债券利率, r_e 表示股权的预期名义收益率即非固定价值证券之预期利率, P 表示物价水平, $(1/P)(dP/dt)$ 表示预期物价变动率及真实资产的预期名义收益率, U 表示其他因素。

弗里德曼在研究货币需求时,把人们的注意力由持有货币的动机引到人们要持有多少货币的决定因素的分析上,并建立了一个实证性很强的货币需求理论。他认为货币存量服从边际替代率递减规律,持有货币越多,来自货币的收益或劳务便利就比来自其他资产的收益或劳务便利要少。这就必须去考虑货币持有的成本(即金融资产的收益率),并不断地进行资产组合,以达到各种资产组合的最大收益。尽管各种资产的收益率是独立变量,但某种收益率的变动也会引起其他收益率的变动。

2.2.3 新凯恩斯主义的基本观点

新凯恩斯主义认为市场并不是迅速地达到充分的古典均衡,而价格也不总是随货币供给的变化而自行调整,工资和价格粘性使总供给曲线向右上方倾斜而不是垂直的。

新凯恩斯主义通过考察短期价格调整背后的微观经济行为来解释价格粘性。认为短期中价格不能立即调整的一个原因是价格调整有菜单成本。^[20]菜单成本的存

在，使企业间断地调整价格，而不是不停地调整价格。所以，名义货币供给的增加可能不会改变价格，由此引起实际货币的增加，从而提高了产出。

工资与价格粘性存在的另一个原因，新凯恩斯主义认为，价格调整的交错过程使物价总水平对经济变动的反应缓慢。经济中，并不是每一个人都同时确定工资与价格，整个经济中的工资与价格是交错进行的。交错过程导致工资与价格水平的逐渐调整，而不是频繁调整。

2.3 我国的货币需求理论

60年代初，我国的银行工作者根据对多年商品流通与货币流通之间的关系进行实证分析，提出了1:8公式。具体含义是，每8元零售商品供应需要1元人民币实现其流通，算式是:社会商品零售额/流通中货币量(现金)。如果按这个算式计算的值为8，则货币发行量适度，商品流通正常。在银行工作实践中，1:8用于衡量货币流通正常还是不正常，货币发行是多还是少，是一个既简明又实用的尺度。但是1:8这个数值本身成为一个不变的标准尺度，是有条件的。随着经济改革与经济成长，其得以成立的经济条件发生了巨大变化，用货币存量与零售商品总额流通量简单对比并求出一个固定值，不再能满足剖析货币流量状况和经济发展状况的需要^[21]。

后来为了取代业已过时的“1:8”，人们期望寻找一个简明而又易于度量的公式。其中影响较大的是 $M=Y+P$ ，即货币供给增长率等于经济增长率加预期(或计划)物价上涨率。这一公式从80年代中期提出后流行颇广，特别是在货币供给实际操作与对货币供给多少的概括估价中往往引以为据。最初它是作为一种相关关系提出来的，说明 P 和 Y 这两个自变量并行起作用，但人们倾向于把它理解为一个可以计算的公式，直到今天，它仍然具有广泛的影响。在西方经济学中，也很容易找到此公式的佐证。以剑桥方程式 $M=KPY$ 为例，两边取对数有 $\ln M=\ln K+\ln P+\ln Y$ ，两边取微分有 $d\ln M=d\ln K+d\ln P+d\ln Y$ ，这就得到了上述的公式。

第3章 我国存在货币供应量与物价指数的反常规关系

3.1 货币供应量与物价指数的基本数量关系

关于货币供应与物价变动之间的关系，在过去相当长的一段时间里人们的观点比较一致，认为货币供应量的增加无论在短期还是长期都会导致物价的上涨。从第一章我们知道，对货币和物价的基本数量关系，古典经济学家早有论述，货币数量学说代表人物费雪，在其《货币的购买力》中提出了著名的交易恒等式：

$$MV = PQ$$

衡量经济增长的指标是 GNP，用 Q 表示，币供应量用 M 表示，物价水平用 P 表示，货币周转次数用 V 表示。

如果我们把等式的两边求对数

$$\ln M + \ln V = \ln P + \ln Q$$

再对时间 t 求导：有

$$dM/M + dV/V = dP/P + dQ/Q$$

当 Δt 是很小值时，

$$dM \approx \Delta M \quad dV \approx \Delta V \quad dP \approx \Delta P \quad dQ \approx \Delta Q$$

$$\text{则 } \Delta M/M + \Delta V/V = \Delta P/P + \Delta Q/Q$$

即：货币供应量的增长率与周转次数的增长率之和等于经济的增长率与物价指数的增长率之和。传统货币数量论认为货币流通速度是稳定的，则有

$$\Delta M/M = \Delta P/P + \Delta Q/Q$$

即：理论上，在货币流通速度稳定的条件下，货币供应量增长率应等于物价上涨率与经济增长率之和。

从上可以看出，货币供应量与物价有着密切的联系。按照传统的货币数量理论，认为货币供应量的增加会导致物价水平的上升，货币供应量与物价之间存在着稳定的正相关关系^[22]。长期以来，这一直被当作经济学原理为人们奉行不悖。

3.2 我国存在货币供应量与物价指数反常规关系的验证

围绕着货币供应量与物价的基本数量关系，许多学者已经展开了一系列实证检验，发现传统的货币供应量与物价的基本数量关系在中国实际中难以验证，并开始重新审视货币供应量与物价之间的关系。易纲等在研究中国的“超额”货币供应问题时，已经注意到了货币供应量与物价指数存在反常关系，但未进行深入分析。帅勇采用 1993~2000 年的季度数据对中国的“超额”货币需求问题进行实证分

析时得出了一个令人意外的结果,即货币供应量变动与通货膨胀之间呈现反向关系^[13]。该回归分析模型如下:

$$\ln vM_{2t} = 0.8026 \ln \Delta Y_t + (-0.0275) \Delta \pi_t + 0.2566 \ln \Delta W_t$$

$$(12.613) \quad (-2.745) \quad (3.833)$$

$$R^2 = 0.92 \quad D.W = 2.1$$

同样,易纲在他的货币化模型中也得出了同样的结果。此外吴晶妹在分析1985~1999年中国货币供应量增长率和商品零售物价指数(RPI)关系时发现:中国M₀与RPI, M₁与RPI, M₂与RPI非协整,它们之间没有长期的稳定关系, M₀、M₁、M₂与RPI之间的相关性较弱甚至出现负相关。伍志文通过对我国1978~2000年的物价与货币供应量变动关系的进一步考察发现:从80年代中后期起,我国货币供应量的改变对价格的影响不显著。在1979~1998年之间,中国货币供应变动与物价变化之间的关系在20年中符合货币数量论的关于货币供应量与价格成正相关结论的只有8年,其余12年是反传统的,其中有4年是负相关,还有8年是不规则的。

笔者为进一步验证我国是否存在货币供应量与物价的反常规关系,在学者研究的基础上,采用了我国1985-2005年21年间的货币供应量(M₂)、经济增长与物价的基本数量关系进行了考察(如表3.1)。

经过考察发现,改革以来,尽管中国的实际金融呈现惊人的高增长速度,但却没有导致相对较高的通货膨胀。1985-2005年20年间,我国的货币量(M₂)平均增速达24.98%,而同期GDP增长速度平均为9.96%,零售物价指数平均上升6.07%。20年间我国M₂的平均增长率大大超过了GDP增长率与CPI增长率之和,两者之差达到了8.95%。而且存在货币供应量增长速度相对上一年下降而价格增长加快的情况,如1987年、1988年、1991年1994年、2000年和2004年;货币供应量增长速度加快而价格增长速度下降的如1986年、1990年和2005年。并且出现了1998年、1999年和2002年货币增长速度为正,而物价上涨率为负的现象。

表 3.1 1985-2005 年我国货币供应量与 GDP、CPI 增长情况表

年度	货币和准货币 (M2) (亿元)	M2 增长速 度(%)	GDP (现价) (亿 元)	GDP 增长 率(%)	CPI 增长速 度(%)
1985	4874.9	17	9040.7	13.2	9.3
1986	6348.6	30.2	10274.4	8.5	6.5
1987	7957.4	25.3	12050.6	11.5	7.3
1988	9602.1	20.7	15036.8	11.3	18.8
1989	11393.1	20.6	17000.9	4.2	18
1990	15293.4	34.2	18667.8	3.8	3.1
1991	19349.9	26.5	21781.5	9.2	3.4
1992	25402.2	31.3	26923.5	14.2	6.4
1993	34879.8	37.31	35333.9	14	14.7
1994	46923.5	34.5	48197.9	13.1	24.1
1995	60750.5	29.5	60793.7	10.9	17.1
1996	76094.9	25.3	71176.6	10	8.3
1997	90995.3	19.6	78973	9.3	2.8
1998	104498.5	14.8	84402.3	7.8	-0.8
1999	119897.9	14.7	89677.1	7.6	-1.4
2000	134610.4	12.3	99214.6	8.4	0.4
2001	158301.9	14.4	109655.2	8.3	0.7
2002	185007	16.9	120332.7	9.1	-0.8
2003	221222.8	19.6	135822.8	10	1.2
2004	253207.7	14.5	159878.3	10.1	3.9
2005	299000	18.1	182320.6	9.9	1.8
平均增速		24.98%		9.96%	6.07%

注：1992 年以前数字为国家银行与农村信用社统计口径，1992 年以后统计范围为银行概览统计口径。

资料来源：中国人民银行总行经济统计数据库

再分析图 3.1 的数据资料，在 1985—2005 年 21 年期间，M2 增长率—(GDP 增长率+CPI 增长率)之差悬殊极大，1985 年、1988 年、1989 年和 1994 年，我国 M2 的增长率小于 GDP 增长率与 CPI 增长率之和；1986 年、1987 年、1990 年—1993 年、1995 年—2005 年，我国共有 17 年 M2 的增长率都超过了 GDP 增长率与 CPI 增长率之和。而且 1986 年、1990 年、1991 年、1992 年差额均超过了 10%；1996 年至 2000 年即使在货币增长速度下降，但仍超过了物价上涨率与经济增长率之和，1998 年、1999 年和 2002 年货币增长速度与物价上涨率甚至呈现负相关。

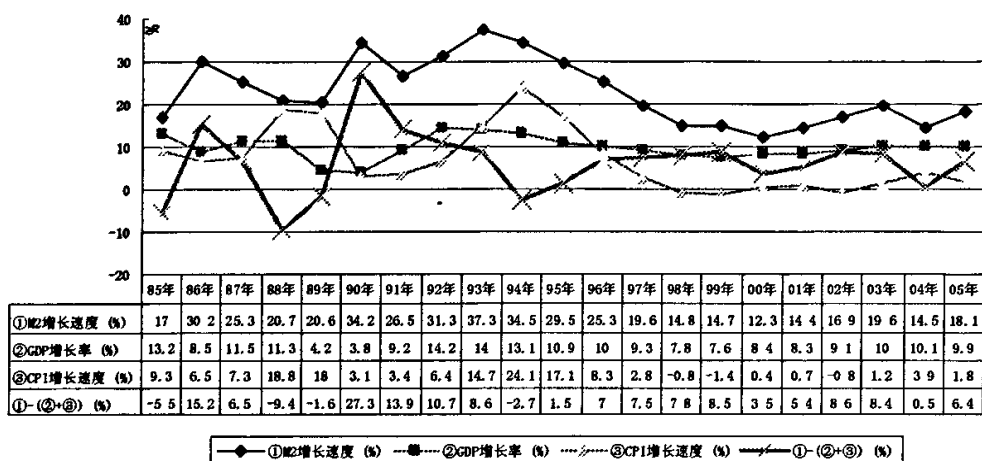


图 3.1 我国 M2、GDP、CPI 增速关系变动图 (1985—2005)

资料来源：各年度《中国金融年鉴》、《中国统计年鉴》

这充分表明：虽然货币供应量 M2 增长率与经济增长率的波动状况基本同步，但是，M2 的增长率大大超过了 GDP 增长率与 CPI 增长率之和，甚至出现货币供应量增长，但物价降低的负相关现象。中国的实际难以验证由费雪方程式推导出来的结论，事实我国存在着货币供应量与物价指数的反常规关系，同时也表明我国存在着大量的超额货币供给。

第4章 货币供应量与物价的反常规关系成因之一：

货币供应量结构变动

4.1 我国货币供应量的层次结构变动对物价的影响

4.1.1 我国货币供应量的层次划分

中国人民银行在货币供应量的层次划分与层次统计方面不断积累经验，并于1994年第三季度起，正式按季定期向社会公布各层次货币供应量的统计监控指标。至此，我国货币的层次划分得以正式确定下来。各层次货币供应量的统计数据均取自经统计整理后的银行概览(中央银行、存款货币银行、特定存款机构的资产负债表合并而成)，货币层次划分的依据是流动性的强弱，M0的流动性最强，M1次之，M2则相对更弱。各层次货币量的定义是：

$M0 = \text{流通中现金}$

$M1 = M0 + \text{企业活期存款} + \text{机关团体部队存款} + \text{农村存款}$

$M2 = M1 + \text{企业单位定期存款} + \text{城乡居民储蓄存款} + \text{信托类存款} + \text{其他存款}$

$M3 = M2 + \text{金融债券} + \text{大额可转让存单}$

$M2 - M1 = \text{准货币}$

M1被称作狭义货币，是现实购买力；M2被称作广义货币；M2与M1之差之差被称作准货币，是潜在购买力。M3是广义的货币层次，中国目前暂不测算M3，只按季定期公布M0、M1和M2的统计指标，并按年度公布M0、M1和M2的预期调控目标值。

广义货币M2等于M1与准货币之和，其中准货币包括储蓄存款及各种定期存款。准货币的主要职能是价值贮藏手段，它不具备流通手段和支付手段的职能，因而不能直接被当作商品和劳务的交易媒介来使用。但是，准货币一般都可以经过一定的手续转化为货币(现金货币或存款货币)，而货币的所有者也可以将货币以定期存款(对企业而言)或储蓄存款(对个人而言)的形式存入银行，从而使货币转化为准货币，也就是说，M1与准货币之间是可以相互转换的。

因此从相关的角度来看，由于M2中包括了M1，因而与最终目标之间存在着一定的相关性，但又由于M2中的准货币的存在，使得M2的相关性不及M1高，其差异取决于准货币在M2中所占的比重，比重越高，差异将越大。

4.1.2 准货币比重增加弱化了货币供应量对物价的影响

弗里德曼曾讲,价格变动和货币量之间的相关关系,实际上是通过市场供求这一重要环节连接起来的,市场价格是市场供给与市场需求直接较量的结果^[23]。市场需求的载体是货币,但是并非所有的货币供给都构成市场需求,满足交易需求作为流通手段的货币构成市场需求,而作为价值贮藏的现实不流通的货币则不构成市场需求。这就是说,货币供给由现实流通的货币和现实不流通的货币组成。现实的市场需求与现实流通的货币相关,可以说市场供求的均衡关系是与处在现实流通状态的货币的供求均衡关系一一对应的,现实流通的货币直接影响着价格总水平。现实不流通的货币对价格水平也是有影响的,只不过这种影响要通过向现实流通的货币的转化来实现。

现实流通的货币量是一种功能性的定义,不是我们一般所说的货币供给量^[24]。货币供给量是一种统计概念,不同层次货币量有着不同的现实流通性,相应地,不同的货币层次与价格总水平有着不同的相关性。从中国的情况来看,在 M1 和 M2 之间,与现实流通货币相近的不是 M2,最能反映现实流通货币量内涵的是 M1^[25]。M1 主要包括现金和单位活期存款 M1 可以说就是现实流通的货币量,是货币的基本形式,是现实的购买力, M1 与稳定币值关系尤为密切,原因是它对物价的影响既包括消费品价格,又包括投资品价格,是市场上直接进行交易的货币,体现市场总需求的水平,对消费物价和生产资料价格有着重要的影响。

准货币 ($M2-M1$, 城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款+外币存款+信托类存款), 是作为价值贮藏的现实不流通的货币, 它对价格总水平的影响要通过向现实流通的货币的转化来实现。也就是说, 准货币只有通过向 M1 的转化成即期购买力, 才能对价格水平产生影响。因此, 准货币代表看未来的需求, 属于潜在购买力, 对即期价格水平并不产生直接的影响, 如果但又由于 M2 中的准货币比重, 将直接影响货币供应量 M2 对物价指数的相关性。比重越低, M2 对物价指数的相关性将越大; 比重越高, M2 对物价指数的相关性将越小。

改革以来, 我国各层次货币供应量的结构发生了较大的变化。从我国 1991-2005 年的各层次货币供给的平均增长率来看 (如表 4.1), M1 的增长较慢 (19.7%), 而准货币的增长最快 (22.90%), 导致了 M2 的较快增长 (21.6%)。

表 4.1 我国各层次货币增长情况表

年度	M2 (亿元)	M2 增 长速度	M1 (亿元)	M1 增 长速度	M0 (亿元)	M0 增 长速度	准货币 (M2-M 1)	准货币 增长速度	CPI
1990	15293		6950.7		2644.4		8342.7		103.1
1991	19350	26.5%	8633.3	24.2%	3177.8	20.2%	10717	28.5%	3.4%
1992	25402	31.3%	11731.5	35.9%	4336	36.4%	13671	27.6%	6.4%
1993	34880	37.3%	16280.4	38.8%	5864.7	35.3%	18599	36.1%	14.7%
1994	46924	34.5%	20540.7	26.2%	7288.6	24.3%	26383	41.8%	24.1%
1995	60751	29.5%	23987.1	16.8%	7885.3	8.2%	36763	39.3%	17.1%
1996	76095	25.3%	28514.8	18.9%	8802	11.6%	47580	29.4%	8.3%
1997	90995	19.6%	34826.3	22.1%	10178	15.6%	56169	18.1%	2.8%
1998	104499	14.8%	38953.7	11.9%	11204	10.1%	65545	16.7%	-0.8%
1999	119898	14.7%	45837.3	17.7%	13456	20.1%	74061	13.0%	-1.4%
2000	134610	12.3%	53147.2	15.9%	14653	8.9%	81463	10.0%	0.4%
2001	158302	17.6%	59871.6	12.7%	15689	7.1%	98430	20.8%	0.7%
2002	185007	16.9%	70881.8	18.4%	17278	10.1%	114125	15.9%	-0.8%
2003	221223	19.6%	84118.6	18.7%	19746	14.3%	137104	20.1%	1.2%
2004	253208	14.5%	95970.8	14.1%	21468	8.7%	157237	14.7%	3.9%
2005	299000	18.1%	107000	11.5%	24000	11.8%	192000	22.1%	1.8%
平均 增速	—	21.6%	—	19.7%	—	15.5%	—	22.9%	5.45%

资料来源：中国人民银行总行经济统计数据库

实际上，从中国近 20 年的实证数据看，改革以后，M1 占 M2 的比重明显降低了，M1/M2 从 1985 年的 0.67 下降到 2005 年的 0.36(见图 4.1)，原因在于准货币比重明显加大，准货币/M2 从 1990 年起超过了 M1/M2，1985 年至 2005 年，准货币/M2 从 0.33 上升到的 0.64，从而缓解了货币供量增加对物价的波动效应。因此，货币供应量层次结构中准货币比重增大，是导致我国货币供应量与物价指数反常规关系的一个重要原因。

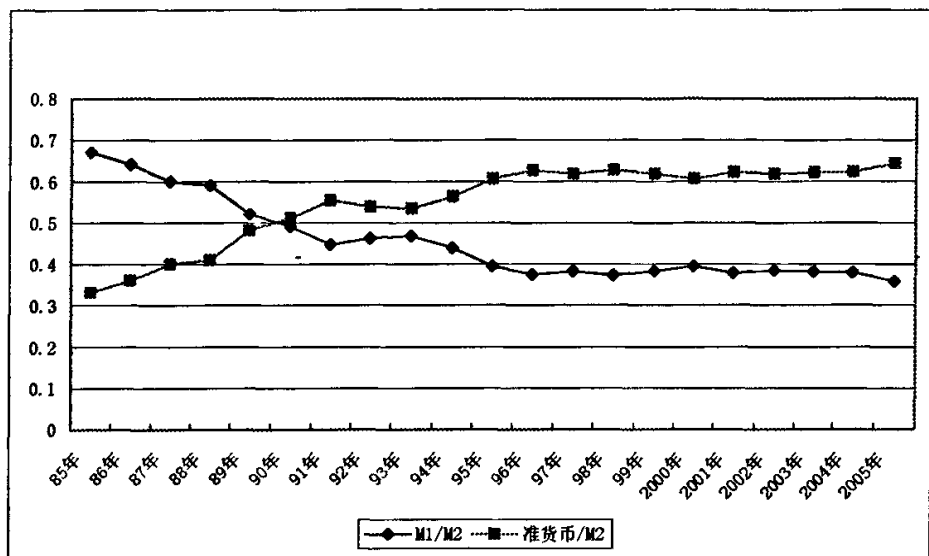


图 4.1 M1/M2、准货币/M2 变动图

资料来源：中国人民银行总行经济统计数据库资料计算

4.2 货币需求结构变动对物价的影响

4.2.1 货币的需求结构变动

根据凯恩斯的货币理论，货币需求取决于三种动机即交易动机、投机动机和预防动机，货币需求总量决定于对流动性最高的货币资产的三种动机的需求之和^[26]。其中投机动机与资本市场有着十分紧密的关系，这是由于货币与非货币资产之间的利差事实上是持有货币资产的一种潜在损失，或机会成本。其实在弗里德曼的货币需求函数中，资产的收益率也是影响货币需求的一个重要变量。人们根据预期收益和风险水平来持有各种资产，当资产的预期收益率上升或预期风险水平下降时，人们就会减少货币持有量；反之，人们就会增加货币持有量。因此，货币需求量必须要考虑资产价格变动因素^[27]。

在假定短期实际经济不变即收入不变的条件下，资产价格变动对货币需求的影响体现在三个方面：一是财富效应。证券价格的上升意味着人们名义财富的增加，居民收入上升，货币需求相应增加。二是交易效应。证券作为一种金融商品，其交易也需要凭借媒介物——货币的作用来实现。股价的上涨往往伴随着股市交易量的扩张。成交量越大，需要用来完成媒介作用的货币就越多，相应地，对货币的需求也就越大。三是替代效应。证券价格上涨，会使得人们调整自己的资产结构，多持有证券，少持有货币。货币在人们资产组合中的比重下降，会降低货币需求。股价变动对货币需求结构的净影响由这三方面的效应共同决定，财富效

应和交易效应增大了货币需求,而替代效应则减少了货币需求。那么,假设不考虑其他因素,在货币供给一定时间比较稳定不变的情况下,货币在不同市场的流通与分配归根结蒂取决于实业投资和金融投资的收益风险对比,如果两大市场的投资收益存在较大的差异,则会发生货币需求的内部结构的变动^[28]:当实业投资收益高于金融投资时,货币流入商品市场和商品生产,结果可能出现物价上升;当实业投资收益低于金融投资时,货币流入资本市场,削弱对物价的影响。

4.2.2 资本市场货币需求增加弱化了货币供应量对物价的影响

传统货币数量论公式是建立在商品市场和货币市场两部门基础之上的,是一个两部门收入货币流量模型。它忽视了作为资产存量的货币的存在,没有考虑证券交易量和货币供应量之间的关系,因而不可能全面地解释新的经济金融环境下货币供应量与物价之间的反常规关系。事实上,20世纪70年代以来,随着证券市场的发展,资产交易规模的壮大,商品概念和交易范围扩大化了,对交易媒介的需求增加了,金融资产存量在社会财富总量中的比重越来越大。因此,有必要引入资本市场重新审视货币数量论公式,将传统货币数量论扩展为三部门广义货币数量论。

假设(1)经济中包括商品市场、货币市场和证券市场3个部门。(2)货币只具有交易媒介和财富储存手段两种职能。(3)货币总量由收入货币和资本货币两大部分组成,即作为收入流量的货币和作为资本存量的货币两大类。货币需求分为两大部分,一部分用于购买商品服务等实物资产;一部分用于购买债券股票等金融资产。(4)在短期来看产量不变。(5)货币流通速度不变。具体模型如下:

$$M_s = M_y + M_k = tM_y + rM_k + (1-t)M_y + (1-r)M_k = M_{sj} + M_{sc} \quad (4.1)$$

总货币供应量由广义交易货币量与广义储存货币量构成,其中: $tM_y + rM_k = M_{sj}$ 为广义交易货币量。

$M_y = tM_y + (1-t)M_y$ —对应商品市场的货币,货币分为两部分:一是充当商品交易媒介;二是作为财富储存手段如以银行存款和不良资产等形式存在,称为非交易货币。

$$tM_y V_y = PY = GDP \quad (4.2)$$

其中: tM_y 代表充当商品交易媒介的货币量, $(1-t)M_y$ 代表狭义储存货币。

$M_k = rM_k + (1-r)M_k$ —对应证券市场的货币,同样货币可以分为两部分:一是充当资产交易媒介;二是作为财富储存手段如以股票等形式存在,称为非货币资产。

$$rM_k V_k = P_k Q = M_c \quad (4.3)$$

其中: rM_k 代表充当资产交易媒介的货币量, $(1-r)M_k$ 代表非资产货币。
 $(1-t)M_y + (1-r)M_k = M_{sc}$ 为广义储存货币量。

$$M_{sj} = PY/V_y + P_k Q/V_k \quad (4.4)$$

其中： V_y 表示商品交易速度， V_k 表示股票等金融资产交易速度。该公式表示一国货币供应量不仅与一国实体经济部门的商品生产活动有关，而且还与证券市场等虚拟经济部门的金融资产交易量(P_kQ)及其活跃程度 V_k 有关。将(4.4)式作如下变换：

$$M_{sj}-PY/V_y=P_kQ/V_k \quad (4.5)$$

该式表明货币供应量将流向两个市场：一是商品市场或产品市场；二是证券市场或资本市场。

因此，当纳入资本市场后，如果货币能够在商品市场与资本市场之间自由流动，这时不仅货币总量的改变而且货币结构的变化都可能改变各变量之间的关系，使货币供应量与物价之间关系失去稳定性，各变量之间的关系复杂化了。实际上，从我国经济运行情况来看，货币的投机需求或者说资本市场的货币需求是不断增加的，在货币供应比较稳定的情况下，货币的这种投机需求的满足要以牺牲实业投资的货币交易需求为代价，发生货币需求的内部结构的变动，在相当部分资金被用于满足资本市场货币需求的情况下，用于保持实体经济增长的货币量和流动性相对偏紧。正是这种对货币供应量的分解弱化了货币供应量对物价的影响，并加重了超额货币的形成。我国货币供应量与物价变动之间的反常规关系，资本市场对货币供应量的分流作用是另一个重要的原因。

第5章 货币供应量与物价的反常规关系成因之二： 货币供应量的漏出机制

根据第3章的分析,由于货币供应量中准货币比重增大与资本市场上流通货币快速增长,弱化了货币供应量对物价的影响。而准货币主要是储蓄存款,非货币金融资产主要是股票等资本市场上的流通货币,从我国实际来看,正是由于储蓄滞留性增长和股票等非货币金融资产累积,货币供应量不能进入实体经济进而对物价产生直接影响,形成了货币供应量的漏出机制。这成为我国货币供应量与物价变动之间的反常规关系的现实原因。

5.1 储蓄滞留性增长

5.1.1 我国储蓄向投资的转化分析

如果将1985年至2005年20年间我国城乡居民储蓄存款余额与国内生产总值(GDP)、居民消费及其环比增长率作一归纳,可得到表4.1中的数据。

表 5.1 1985—2005 年中国城乡居民储蓄存款余额与国内生产总值数据一览表

年 份	城乡居民储蓄存款余额 (亿元)	比上年 增长 (%)	GDP (亿元)	比上年 增长 (%)	居民储蓄存款 /GDP	居民消费 (现价) (亿元)	居民消费 增长率(%)
1985	1622.6	33.6	9040.7	13.2	0.18	4589	24.9
1986	2237.6	37.9	10274.4	8.5	0.22	5175	12.8
1987	3073.3	37.3	12050.6	11.5	0.26	5961.2	15.2
1988	3801.5	23.7	15036.8	11.3	0.25	7633.1	28.0
1989	5146.9	35.4	17000.9	4.2	0.30	8523.5	11.7
1990	7119.8	38.3	18667.8	3.8	0.38	9113.2	6.9
1991	9241.6	29.8	21781.5	9.2	0.42	10315.9	13.2
1992	11758	27.2	26923.5	14.2	0.44	12459.8	20.8
1993	15203.5	29.3	35333.9	14	0.43	15682.4	25.9
1994	21518.8	41.5	48197.9	13.1	0.45	20809.8	32.7
1995	29662.3	37.8	60793.7	10.9	0.49	26944.5	29.5
1996	38520.8	29.9	71176.6	10	0.54	32152.3	19.3
1997	46279.8	20.1	78973	9.3	0.59	34854.6	8.4
1998	53407.5	15.4	84402.3	7.8	0.63	36921.1	5.9
1999	59621.8	11.6	89677.1	7.6	0.66	39334.4	6.5

2000	64332.4	7.9	99214.6	8.4	0.65	42895.6	9.1
2001	73762.4	14.7	109655.2	8.3	0.67	45898.1	7.0
2002	86910.7	17.8	120332.7	9.1	0.72	48881.6	6.5
2003	103617.7	19.2	135822.8	10	0.76	52685.5	7.8
2004	119555.4	15.4	159878.3	10.1	0.75	63833.5	21.2
2005	141051	18.0	182320.6	9.9	0.77	70849.8	11.0

说明：(1) 城乡居民储蓄存款余额、GDP 来自各年《中国统计年鉴》；(2) GDP 的增长率来自各年统计局公布的数据；(3) 城乡居民储蓄存款的增长率和城乡居民储蓄存款余额/GDP 为作者计算。

图表数据清楚地告诉我们，1985—2005 年间，虽然中国城乡居民储蓄存款余额和 GDP 年增长率都有阶段性变化，城乡居民储蓄存款余额和 GDP 也始终都呈现稳步增加趋势，但前者的增长幅度明显高于后者；而且城乡居民储蓄存款余额占 GDP 的比重由 1985 年的 18% 增长 2005 年的 77%，并呈逐年扩大趋势。储蓄存款在货币供应量统计中属于准货币(M2-M1)，储蓄存款增加必然导致货币结构发生变化，使 M1/M2 趋于下降。同时，从表中可明显看出，居民消费额度增加程度远远赶不上居民储蓄存款余额的增加程度。除 1988 年和 2000 年两年外，居民储蓄存款余额年增长率均超过居民消费增长率。就居民消费增长率而言，从 1994 年以后，下降趋势十分明显，持续时间长达 10 年之久，到 2004 年才有所回升。此外，从银行存差角度来分析看(如图 5.1)，近些年来，我国银行存差逐年扩大趋势相当明显，由 1985 年的-1640.7 亿元扩大到 2005 年的 92563.3 亿元。以上表明有相当部分货币被滞留下来，没有转化为消费和投资，削弱了货币供应量对物价的影响。

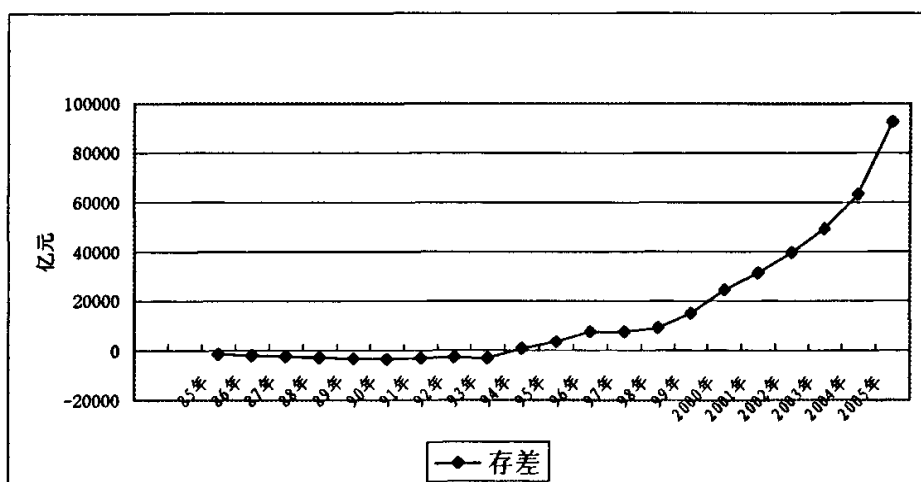


图 5.1 1985 年-2005 年我国金融机构存差变动图

资料来源：中国人民银行总行经济统计数据库

再从资金形成的角度来看,资金形成是指一个经济社会在储蓄供给与投资需求的相互作用下,储蓄转化为生产性投资,投资形成一定的资金形式并产生一定生产能力的过程与结果。从理论上讲,居民储蓄存款余额的增加,应该为社会资金的形成奠定了坚实的基础,但现实情况如何呢。来看表 5.2。

表 5.2 1985—2005 年中国资本形成、货币供应量与 GDP 数据一览表

年份	资本形成额 (亿元)	资本形成增长率(%)	资本形成率(%)	M ₂ (亿元)	M2 增长率(%)	国内生产总值 GD (亿元)	GDP 增长率(%)	资本形成额/M2	M2/GDP
1985	3386	37.2	38.5	4874.9	17	9040.7	13.2	0.69	0.54
1986	3846	13.6	38	6348.6	30.2	10274.4	8.5	0.61	0.62
1987	4322	12.4	36.7	7957.4	25.3	12050.6	11.5	0.54	0.66
1988	5495	27.1	37.4	9602.1	20.7	15036.8	11.3	0.57	0.64
1989	6095	10.9	37	11393.1	20.6	17000.9	4.2	0.53	0.67
1990	6444	5.7	35.2	15293.4	34.2	18667.8	3.8	0.42	0.82
1991	7517	16.7	35.3	19349.9	26.5	21781.5	9.2	0.39	0.89
1992	9636	28.2	37.3	25402.2	31.3	26923.5	14.2	0.38	0.94
1993	14998	55.6	43.5	34879.8	37.31	35333.9	14	0.43	0.99
1994	19260.6	28.4	41.3	46923.5	34.5	48197.9	13.1	0.41	0.97
1995	23877	24.0	40.8	60750.5	29.5	60793.7	10.9	0.39	1.00
1996	26867.2	12.5	39.3	76094.9	25.3	71176.6	10	0.35	1.07
1997	28457.6	5.9	38	90995.3	19.6	78973	9.3	0.31	1.15
1998	29545.9	3.8	37.4	104498.5	14.8	84402.3	7.8	0.28	1.24
1999	30701.6	3.9	37.1	119897.9	14.7	89677.1	7.6	0.26	1.34
2000	32499.8	5.9	36.4	134610.4	12.3	99214.6	8.4	0.24	1.36
2001	37460.8	15.3	38	158301.9	14.4	109655.2	8.3	0.24	1.44
2002	42304.9	12.9	39.2	185007	16.9	120332.7	9.1	0.23	1.54
2003	51554.7	21.9	42.4	221222.8	19.6	135822.8	10	0.23	1.63
2004	69168.4	34.2	43.2	253207.7	14.5	159878.3	10.1	0.27	1.5838
2005	80436.6	16.3	44.1	299000	18.1	182320.6	9.9	0.27	1.64

说明: (1) 资料来源: 中国人民银行经济统计数据库

(2) 资本形成增长率、货币供应量增长率由作者计算

从以上数据进一步可以看出,中国资本形成额、货币供应量 M2 和 GDP 都呈大幅增加趋势,但三者货币供应量增加额度最多,资本形成额增加最少;而且货币供应量增长率在绝大多数年份都高于资本形成增长率和国内生产总值增长率。

资本形成增长率则不仅经常低于货币供应量增长率,而且波动最为频繁,波幅也较大。由此,我们可以初步判定,在我国长期以来资本形成额并没有随着货币供应量的增大而相应程度地增加,两者之间的转换关系不协调。

同时,从上表还可以看出,1985—2005年, $M2/GDP$ 由0.54升降到1.64,而资本形成额/ $M2$ 已经由0.69降到0.27。按照经济学原理解释,货币供应量($M2$)占GDP比重不断上升,意味着经济发展中的货币化程度在提高,表明货币对经济运行的渗透力增强,包括向生产经营过程的渗透。也就是说,伴随经济运行中货币化程度的提高,货币应该不仅仅停留在流通领域充当交易的媒介,而应该更多地进入生产经营过程,成为价值增殖的手段,表现在具体经济运行中就是社会资本形成额应该相应增加,而且还必须与货币供应量增长率相适应。而数据资料显示在货币供应量($M2$)占GDP比重不断上升的同时,资本形成额占货币供应量($M2$)的比重却在直线下滑,表明相当部分的货币供应量未能进入实体经济,进而对物价产生影响^[29]。

5.1.2 我国储蓄向投资转化的障碍因素

货币供应量关键是要能进入实体经济,引起投资与消费的变化,进而才能对经济运行和物价发生作用。在较为宽松的货币环境下,我国消费启动不明显,社会投资始终不理想,经济增长中还存在比较严重的投资压抑,导致储蓄难以向投资转化,抑制了货币供应量对物价的作用。

1. 对国有经济投资效率低下:储蓄转化投资不畅的主因

企业作为货币供给的主要接受者,它的投资需求增加不仅取决于利率高低,更要取决于投资的预期收益率。进入20世纪90年代,国有企业大面积亏损,产品大量积压及资产大量流失正在成为信贷增长的严重制约因素。以剔除税收后的资金利润率为投资收益的考察指标,1994—1997年,我国全部独立核算工业企业的资金利润率分别为3.72%、2.68%、2.06%、2.05%。国有独立核算工业企业的资金利润率为2.68%、1.85%、1.02%、0.92%。我国独立核算工业企业的经营效率呈逐年下降的趋势,且我国国有独立核算工业企业的经营效益低于全社会全部独立核算工业企业的平均水平。与同期的商业银行一年期贷款利率相比较,我国企业的资金利润率普遍大大低于银行一年期贷款利率。

1998年,国有企业负债率已经高达85%,其中至少有30%的借款无法偿还。^[30]从投资结构上看,国有企业的投资效率远远低于集体和个体私营企业,而其所占总投资比重却高于50%(见表5.3)。至1997年,国有企业的投资效率已降到0.104,即每增加一块钱的国有资本在一年内只能增加一毛钱的实际产出,而国有企业贷款占国有银行总贷款的比重每年都在80%以上(见表5.4),1989年至1997年,比重由82.98%上升到87.95%。经济决定金融,企业是货币政策的微观基础,

货币供给的主要接受者，而我国这种状况，既降低了对货币需求能力，也挫伤了银行贷款的信心，势必造成储蓄转化为投资困难。

表 5.3 投资效率分析

年 份	工业产值增加值（亿元）			固定资产投资（亿元）			投资效率		
	国 有	集 体	个 体	国 有	集 体	个 体	国 有	集 体	个 体
1988	2101	1806	504	3020	711	1022	0.696	2.540	0.493
1989	1991	1271	531	2808	570	1032	0.709	2.023	0.515
1990	721	664	521	2986	529	1001	0.241	1.255	0.520
1991	1892	261	550	3713	697	1182	0.510	0.374	0.465
1992	2869	3352	1753	5498	1359	1222	0.522	2.467	1.435
1993	4901	4329	4573	7925	2317	1476	0.618	1.868	3.098
1994	3476	10008	8290	9615	2758	1970	0.362	3.629	4.208
1995	5019	7151	9549	10898	3289	2560	0.461	2.174	3.730
1996	-2859	5609	4949	12056	3660	3211	-0.237	1.533	1.541
1997	1399	6198	4936	13418	3873	3426	0.104	1.600	1.441

表 5.4 国有银行对不同经济成分的贷款比重

项目	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
国有企业贷款占 总贷款（%）	82.98	83.18	83.20	82.94	82.68	85.95	86.74	87.02	87.95
集体企业贷款占 总贷款（%）	12.54	12.35	12.34	12.59	12.86	9.38	8.62	8.30	6.88
个体企业贷款占 总贷款（%）	0.11	0.09	0.08	0.10	0.11	0.15	0.08	0.11	0.54

资料来源：武剑《货币政策与经济增长》2000

2. 风险制约下的信贷过度审慎：储蓄转化投资不畅的“瓶颈”

随着银行的商业化改革进程的加快，银行的风险意识不断加强，在贷款的发放上十分谨慎，对贷款对象考察严格。尤其是1997年亚洲金融危机后，国家要求金融机构将金融风险防范作为金融机构的重要目标，商业银行纷纷上收了信贷审批权，放贷责任的刚性约束不断加大。但是信贷激励机制却并未同步发展，责任和激励的不对称造成放贷责任人的过度谨慎^[31]。银行的风险厌恶行为和过度审慎导致了“惜贷”现象，并使中央银行扩大货币供给量的政策行为对扩大银行信贷量

失去效力,相当一部分新增货币供应量并未对实质经济产生影响。同时,在高风险经济金融环境下,银行出于对资产质量和流动性的考虑,持有较高的超额准备,而超额准备金率的上升,会降低整个银行体系创造存款的能力,使货币乘数减小,加剧通货紧缩^[32]。

此外,社会信用缺失,银企信用关系扭曲,社会信用体系建设滞后,银行巨额不良资产居高不下,也是银行惜贷的一个重要因素。企业负责人为减轻经营负担,为自身发展寻找空间,屡屡利用各种手段逃废银行债务。少数政府部门从本位主义、地方主义出发,纵容甚至支持企业逃废银行债务,金融债权的维护和管理矛盾多,协调落实难,惩罚制裁更难。据央行统计数据,2003 年底,按“一逾两呆”口径计算,银行业金融机构不良贷款余额为 2.4 万亿元。另一方面,国有商业银行利润率比较低,2003 年四大国有商业银行利润总额为 1900 亿元(其中建行按拨备前利润来计算),仅占总不良贷款余额的 7.91%,因而自身消化不良资产的能力差,为了自身安全,还为了完成降低不良资产比率的硬件指标,商业银行在放款时,就要谨慎为上,综合考虑收益、成本和风险等因素^[33]。这样,一方面企业“赖贷”,另一方面银行“惜贷”,最终使银行的“储蓄—投资”转化机制陷入不良循环。

大量的不良贷款也必然产生挤压正常资金运用所形成的紧缩效应。在引入不良资产的情况下,从银行维持流动性的角度看,银行体系的运转必须满足以下关系式:

$$C + Ac = D + R + E$$

其中: C 为存款余额, Ac 为存款增量, D 为正常贷款, R 为不良资产占用, E 为准备金和在途资金等资金占用。不良资产的存在,必然占用本来可用于信贷投放的资金,不良资产越大,可能用于信贷的资金就越少,形成一种自动的紧缩效应。

3. 信贷投向过度集中与非国有企业贷款难: 储蓄转化投资不畅的具体表现

近年来,非国有中小企业迅速成长并成为支撑我国经济增长的重要力量,然而这一变化并没有在资金供给体制中得到反映,中小企业得不到与其地位相称的金融支持,形成了资金供给体制与国民经济产出结构“错位”,资金供求结构性矛盾日益突出^[34]。从资产的角度来看,全社会的储蓄资金主要集中于国有商业银行,我国的四大国有商业银行占全国银行资产的比重为 69.8%,其它 12 家商业银行占 8.4%,4500 家农村信用社占 9.4%,90 家城市信用社占 4.4%,其它金融机构占 8.0%。其中,国有商业银行 90%以上的贷款又贷给了国有企业,而占经济总量 60%以上、提供了大约 75%的城镇就业机会,在新增加 GDP 中占 3/4 的非国有经济(大多数为中小企业)却很少获得正规渠道的资金支持。从表 5.3 和表 5.4 也明显地表明了经济结构和金融结构的不对称,这直接紧缩了以中小企业为主的非

国有经济的信贷来源,非国有企业的有效投资难以被满足,从而使货币供应量在“金融机构→企业”环节上传导的不充分。

5.2 非货币金融资产累积

非货币金融资产是作为财富储存手段主要以股票等形式存在的金融资产,因此,我们着重以股票市场和股票价格来分析货币供应量对实体经济漏出机制。

5.2.1 我国股票市场的发展

我国资本市场是处在体制转轨时期的新兴市场,起步晚,但发展快,已具有相当规模。反映股票市场规模的指标主要有两个:一个是股票市价总值与GDP的比率,即证券化率,反映了股票市场在整个国民经济中的重要程度,因而使用得比较广泛^[35]。表5.5显示,我国股票市价总值由1992年的1048亿元增至2002年底的38329亿元,增长了36.6倍,市价总值与GDP的比率由3.89%增至32.18%,其中2002年最高值曾达到49.07%;另一个指标是上市公司数量。1990年底上海证券交易所和1991年7月深圳证券交易所的建立,是中国证券市场发展的里程碑。截至2002年底,我国境内上市公司家数(包括A股和B股)由1992年的52家增至2004年底的1377家,增长了25.5倍;上海和深圳证券交易所投资者开户数由1992年的216.65万户增至2004年底的7721.04万户,增长了34.6倍。股票市场在国民经济发展中的作用及对货币政策的影响日益明显。

表 5.5 股票市价总值与 GDP 比率 (单位: 亿元)

年份	GDP	市价总值	市价总值 / GDP	流通市值	流通市值 / GDP
1992 年	26937.3	1048.1	3.89%		
1993 年	35260	3531	10.01%		
1994 年	48108.5	3690.6	7.67%	964.8	2.01%
1995 年	59810.5	3474	5.81%	937.9	1.57%
1996 年	70142.5	9842.4	14.03%	2867	4.09%
1997 年	77653.1	17529.23	22.57%	5204.4	6.70%
1998 年	83024.3	19505.6	23.49%	5745.6	6.92%
1999 年	88189	26471.17	30.02%	8214	9.31%
2000 年	98000.5	48090.9	49.07%	16087.5	16.42%
2001 年	108068.2	43522.2	40.27%	14463.2	13.38%
2002 年	119095.7	38329.1	32.18%	12484.6	10.48%

资料来源:《中国证券期货统计年鉴》2004 年

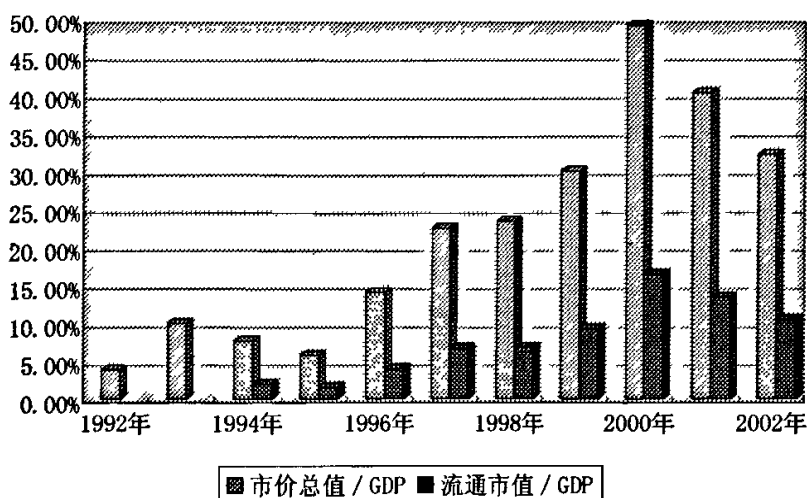


图 5.2 市价总值与 GDP、流通市值的比率

再从金融资产的角度看，金融资产可以分为货币与非货币金融资产两部分。90 年代以来，非货币金融资产规模迅速扩张，导致中国的金融资产总量的增长和结构的变化(如表 5.6)。1992—2000 年，M2 在金融总资产中的比重由 87.57% 下降到 65.79%，而股票市价总值比重由 3.6% 上升到 23.5%，反映出资本市场相对地位的提高。

表 5.6 中国金融资产总量及结构变化表

	金融资产总量	M2	M2 占金融资产总量比重	有价债券	有价债券比重	股票市值	股票市值占金融资产总量比重
1990 年	16612	15293	92.06	1319	7.94	—	—
1991 年	21104	19349	91.69	1754	8.31	—	—
1992 年	29009	25402	87.57	2559	8.82	1048	3.6
1993 年	41170	34879	84.72	2759	6.7	3531	8.6
1994 年	53969	46923	86.95	3355	6.22	3690	6.8
1995 年	68534	60749	88.65	4300	6.28	3474	5.1
1996 年	92051	76094	82.67	6114	6.64	9842	10.7
1997 年	118183	90995	77	9658	8.17	17529	14.8
1998 年	137567	104498	75.96	13563	9.86	19505	14.2
1999 年	164235	119897	73	17866	10.88	26471	16.1
2000 年	204620	134610	65.79	21919	10.71	48091	23.5

资料来源：中国人民银行总行经济统计数据库

货币的本质是为了增值,因此货币资产收益与非货币资产收益之间的差距使经济个体对二者进行选择时发生替代效应。当股票等非货币金融资产收益率明显高于银行利率时,货币需求下降,人们宁肯保有非货币的金融资产;反之,人们则更倾向于货币的流动性。在我国,虚拟经济部门收益率大大高于实体经济部门。2001 年我国股市收益率大约为 37.75%,一级市场新股申购收益率大约在 15~25%之间,在我国股票一级市场资金收益率是一般工业企业年均利润率的 8~20 倍^[36]。正是由于实体投资和金融投资的收益率差别过大,违反了货币的边际收益率相等原则,导致了货币在两大部门之间的这种不合理的配置。90 年代初以来,我国证券市场浓重的投机和泡沫成分,更强化了这种投机需求色彩,股票市值的持续高涨,在很大程度上正是大量货币在证券市场追逐的结果^[37]。也就是说,资本市场的扩张必然通过金融产品价格的上涨和交易量的上升来提出货币需求,只要资本市场这种严重超出正常收益率的状况没有改善,这种分流的态势就不会停止,导致大量新增货币沉淀在资本市场^[38]。2000 年底我国进入股市的银行资金存量已在 4500~6000 亿元左右,分别占流通股市值的 28%~37%、金融机构贷款总额的 4.5%~6%,证券市场分流货币供应已成为一个不争的事实。大量货币流转于虚拟经济部门追逐高额利润,导致货币的过度虚拟化^[39],大量货币脱离实体经济部门和超过了虚拟经济部门正常发展的货币需要,从实业投资流向股市等虚拟经济部门,形成了资本市场的蓄水池效应,减缓了货币供应量对物价变动的影响,甚至导致货币供应量与物价关系异化。

5.2.2 对我国股票市场波动与货币供应量关系的实证分析

本文所采用的数据包括 1996 年元月至 2004 年十二月股票价格指数和货币供应量以及工业增加值 (GYZJZ)、消费物价指数 (XFZS) 的月度数据。由于上证综合指数 (SZSS) 与深圳综合指数具有高度联动性,股票价格指数以上证综合指数的每月收盘指数为基准,货币供应包括 M0、M1、和 M2 三个层次货币供应量。月度消费价格定基比指数通过同比指数和环比数据推算出来,基期为 1994 年。数据来自于中国人民银行网站及中国经济信息网公布的数据,对除上证综合指数以外的其它数据作消除季节性的处理,所有数据均作对数处理。

1、单位根检验

检验变量之间是否存在协积关系以及因果关系的前提是各变量是否服从单位根过程,即变量序列是一阶求积过程,记作 I (1)。常用的单位根检验方法是 ADF 检验 (Augmented Dickey-Fuller), 其回归方程式为:

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \alpha Y_{t-1} + \sigma_t \sum_{i=1}^m \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

其中 ΔY_t 为变量序列的一阶差分, t 是时间或趋势变量,考虑到金融时间序

列数据往往具有自相关性，在模型中加入了 ΔY_{t-1} 项以消除自相关的影响。虚拟假设为 $\delta=0$ 。若检验结果 δ 显著为0，则说明变量是单位根过程 $I(1)$ ；否则，若 δ 显著异于0，则表明变量是一稳定过程 $I(0)$ 。

对上证综指、M0、M1、M2、工业增加值、消费物价指数进行单位根检验结果如表 5.7。

表 5.7 各变量序列 ADF 检验结果

变量	水平检验结果			一阶差分检验结果		
	ADF 值	1%临界值	5%临界值	ADF 值	1%临界值	5%临界值
SZZS	-2.912992	-4.0591	-3.4581	-6.140943**	-4.0602	-3.4586
XFZS	-3.284994	-4.0591	-3.4581	-6.004480**	-4.0602	-3.4586
M0	-2.741820	-4.0591	-3.4581	-8.806780**	-4.0602	-3.4586
M1	-2.240207	-4.0591	-3.4581	-4.765343**	-4.0602	-3.4586
M2	-2.523075	-4.0591	-3.4581	-4.971896**	-4.0602	-3.4586
GYZJZ	-0.597709	-4.0591	-3.4581	-7.897823**	-4.0602	-3.4586

注：★ 表示在 1%的水平显著。

由表 1 可知，以上变量的水平值在 1%的显著性水平上接受原假设，而其一阶差分则拒绝原假设，所以它们均是 $I(1)$ 的单位根过程。因此不能用传统的计量分析方法检验它们之间的关系，应该采用处理非平稳变量的协积等分析方法。

2、协积检验

$$H_1: \Delta Y_t = \Pi \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta Y_{t-i} + B X_t + \varepsilon_t$$

$$H_2: \Pi = \alpha \beta'$$

为检验两变量 x_t 和 y_t 是否有协积关系，可采用恩格尔和葛兰杰于 1987 年提出了两步检验法即 EG 检验和 Johansen 极大似然值方法，本文采用 Johansen 极大似然值方法进行检验。Johansen 极大似然值方法是在 VAR 模型中利用极大似然估计来检验多个变量的协积关系的方法，假设 Y_t 和 X_t 分别是 k 阶和 d 阶向量，它们服从 $I(1)$ 过程，先建立如下 VAR 模型：

$$\Pi = \sum_{i=1}^m A_i - I, \Gamma_i = -\sum_{j=1}^m A_j$$

如果系数矩阵 Π 的秩 $r < k$ ，则存在 $k \times r$ 阶矩阵 α 和 β 使矩阵 $\Pi = \alpha\beta'$ 以及 $\beta'Y_t$ 都服从稳定过程 $I(0)$ 。然后再作轨迹检验 (Trace Test) 和似然比检验 (λ -max test)。

将上证综指分别对 M0、M1 和 M2 等变量进行 Johansen 检验，检验结果如表 5.8:

表 5.8 变量之间协积关系的 Johansen 检验结果

协积变量	最大特征值	似然比	5% 临界值	1%临界值	假设的协积方程数
(SZZS GYZ1Z MO XFZS)	0.326899	63.01132	47.21	54.46	None**
(SZZS GYZTZ M1 XFZ&)	0.379009	69.20849	47.21	54.46	None**
(SZZS GYZTZ M2 XFZS)	0.42882	76.63926	47.21	54.46	None**

注 1、**表示在 5% 的显著性水平下拒绝原假设。2、协积关系的滞后阶数为 2。3、原变量序列包含非零均值和线性趋势，但协积方程中仅含截距项。

表 5.8 的协积检验表明，不同层次的货币供应量与股市价格之间均存在着共同的随机趋势，即股市价格波动与货币供应量之间存在着长期稳定的均衡关系。表 5.9 的标准化协积系数表明，股市价格对不同层次的货币供应量的影响是不同的，系数大小存在差别，但正负方向仍然是一致的。

表 5.9 变量之间的标准化协积系数

SZZS	GYZJZ	M0	XFZS	常数项	似然函数值
1.000000	2.886264	-3.580842	-22.56536	116.3242	897.7578
	(0.44565)	(0.43613)	(4.48504)		
SZZS	GYZJZ	M1	XFZS	常数项	似然函数值
1.000000	3.834058	-3.271994	-24.62270	120.5172	984.7418
	0.58159)	(0.41811)	(4.89646)		
SZZS	GYZJZ	M2	XFZS	常数项	似然函数值
1.000000	10.59933	-8.555455	-0.527503	86.74292	566.0027
	(6.20516)	(4.72922)	(0.32278)		

注：括号内的数值为系数的标准差。

3、葛兰杰因果检验

葛兰杰因果检验在考察序列 x 是否是 y 序列产生的原因时采用这样的方法：

先估计当前的 y 值被其自身滞后期取值所能解释的程度, 然后验证通过引入序列 x 滞后是否可以提高 y 的被解释程度。如果是, 则称序列 x 是 y 的葛兰杰原因, 此时 X 的滞后期系数具有统计显著性。常用的葛兰杰检验模型为:

$$Y_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^n \beta_j X_{t-j} + \varepsilon_t$$

其中 α_i 和 β_j 是常数, ε_t 是白噪声。因而 x 是 y 的葛兰杰原因等价于 β_j 不全为零。

运用统计软件 Eviews3.1, 检验结果如表 5.10:

表 5.10 葛兰杰因果检验结果

虚拟假设	F 值	P 值
MO 不是 SZZS 葛兰杰成因	0.3234	0.72428
SZZS 不是 MO 葛兰杰成因	0.10020	0.90476
M1 不是 SZZS 葛兰杰成因	2.19599	0.11724
SZZS 不是 M1 葛兰杰成因	1.29588	0.27877
M2 不是 SZZS 葛兰杰成因	2.31790	0.10440
SZZS 小是 M2 葛兰杰成因	2.63581	0.07725*

注: * 表示在 10% 的水平显著。

如上表所示, 从不同层次的货币供应量来看, 其与股市价格的相关程度是不一样的。其中广义货币供应量 M2 与股市价格的关系最密切, 在 7.73% 的显著性水平上股市价格是 M1 的变动原因, 在 10.44% 的显著性水平上 M2 是股市价格的变动原因。M1 与股市价格的关系则相对不够显著, M0 与股市价格的关系最不显著。上表揭示的股市价格与货币供应量之间的互馈关系也表明, 一旦股市价格上升, 将明显引致货币供应量增加, 而货币供应量增加又会在一定程度上推动股市价格进一步上涨, 二者相互影响、互相强化, 形成了一个复杂的循环变动。

4、实证结论与分析

从以上实证研究, 可以得到以下几点结论:

(1) 股票市场价格与不同层次货币供应量之间存在着一定的均衡关系。上述的协积检验表明, 股票市场价格和货币供应量都不具有平稳性, 但两者存在统计相关性。

(2) 股票市场价格对货币供应量的变动有影响, 但对不同层次的货币供应量

的影响效果是不同的。对 M2 的影响最大，对 M1 的影响次之，而对 M0 的影响最小。实证表明，股市价格波动对货币供应产生明显的正向影响，说明我国股市价格上升所引致的增量货币效应超过了减少货币的替代效应，能够使货币流入代表虚拟经济的股票市场，对实体经济的货币供应产生了明显的分流作用。实际上，我国中央银行在实行扩张性的货币政策时，新增的货币大多通过合规的或种种非合规的途径流入股市，导致股市价格的上扬^[40]。而股市价格的上扬使证券投资的高收益预期自我实现，进一步吸引了更多的资金进入股市从而更强化了股市价格与入市资金规模之间的互动关系，造成实体经济的货币供应不足。因此，股市价格波动改变了传统货币供给结构的稳定性，对实体经济和虚拟经济之间的货币供应进行了重新分配，降低了货币供应量对物价影响。

第6章 货币供应量与物价指数反常规关系的制度

成因：我国产权制度缺陷

基本上在所有的西方货币需求函数的构造中，都排斥了制度变量，将制度（体制）的合理性作为既定的前提，在市场经济条件下，竞争被假定是充分的，价格波动是自动决定，所有货币需求变量都不受或很少受到干预，因而各变量互相耦和形成了一种自在的经济关系。很显然，他们的研究是在这样的前提下展开，其结论也是在这样的前提下得出来的。然而，经济现象之间所固有的内在联系的客观性，使人们不能不摆脱西方理论的羁绊，而进行更具实质性的探讨。

具体到货币供应量与物价指数的反常规关系问题，需要进一步回答的是，在这些原因的背后，又是什么因素在发挥作用呢？即是什么原因导致储蓄难以向投资转化，又是什么原因导致非货币资产膨胀或呢？应该从这些因果链条中，把握住问题的本质。因此，要揭示通货膨胀形成的根本原因，不能仅仅停留在货币、价格、供求等表面形态上。笔者认为，我国传统的产权制度缺陷是导致货币供应量与物价指数的反常规关系的制度根源。

6.1 我国传统的产权制度及其缺陷

6.1.1 产权及产权制度

关于产权的定义，西方不同的经济学家有不同的描述。《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中产权被定义为：“产权是一种通过社会强制而实现的对某种经济物品的多种用途进行选择的权利。”该定义强调产权包括使用权、收益权和转让权等。根据经济学理论，产权是对经济主体财产行为权利的法律界定。市场经济是一个不同利益取向的经济主体在产权明确界定的条件下进行公平自由交易的经济系统。在市场经济中，产权用以界定人们在交易中如何受益、如何受损以及如何补偿的行为权利。现代产权理论认为，产权的本质是一种排他性权利。

产权制度，就是指制度化的产权关系或对产权关系的制度化，是划分、确定、界定、保护和行使产权的一系列规则，产权制度是所有制的具体化^[41]。一句话，产权制度是关于科学安排产权结构以及合理协调产权关系的制度。从产权制度的涵义即可看出，产权制度一般包括三方面的内容：一是产权结构安排的准则；二是产权关系的界定和明晰制度；三是关于产权实施和运行的制度。

6.1.2 我国的产权制度缺陷

我国传统的产权制度是由单一的生产资料公有制决定的。虽然它在我国建国后的一段时期内起了不可低估的重要作用,为我国独立自主地发展国民经济奠定了坚实的基础。但是,我国单一的生产资料公有制以及由其决定的以公有产权为绝对主体的单一产权结构,未能随其基本使命快速建立工业体系和国民经济体系的完成而得到根本调整 and 改革,从而使我国的产权制度不适应生产力发展的水平和优化资源配置结构等客观要求^[42]。总的来说,我国现有的产权制度存在以下一些缺陷:

1、产权结构单一。在传统的计划经济时期,我国的产权结构是公有产权一统天下,国有产权居于绝对支配地位。这种极端单一的产权结构形成了产权界定不清、产权关系模糊、产权经营效率低下、资源配置封闭、凝固等问题,从而成为自党的十一届三中全会以后我国经济改革的一个重要对象。

2、产权边界的模糊性和产权关系的混乱性。传统的公有产权的结构形成了产权主体和产权边界的模糊性以及产权关系的混乱性。且不论国有产权的产权主体虚置,连城乡集体企业的产权也在一个相对较小的范围内(联社或社区)存在产权主体虚置和产权边界模糊的问题,使城乡集体企业已成为实际上的“二全民”,除了范围和程度上的差异外,与国有企业已没有区别。

3、产权分解的有限性。在传统的计划经济时期,产权各项具体权利的分解极为有限,产权中所有权、使用权、收益权及处置权之间的分解都不充分。改革以前,产权的上述权利几乎没有分离,虽然使用权从形式上归占有者(企业)所有,但在实际运行中往往也是受外界行政权控制的,其他的收益权及处置权就更与外界行政权密不可分。改革以来,虽然所有权与使用权、占有权及收益、支配权开始分离,但分离得仍不充分,以所有权为“绝对中心”的产权理论及产权经营实践仍然是很有“影响力”的。这种产权相对统一、集中于所有权的状态,大大限制了产权的流动性及资源配置的灵活性,从而导致资源配置效率的低下。

4、产权流动制度未能建立,使产权流动不畅。在传统计划经济时期,产权流动几乎不被允许,即使有流动,也是国家根据需要,采取不定期的行政性“关、停、并、转”。其制度性极差,有序性更谈不上,效果当然就差了。改革近二十余年来,虽然产权流转开始起步,但囿于“产权流动必然导致资产流失”等错误观念的影响,加上对产权界定等基础性工作在理论上的分歧和实践中的纷争,使我国产权流动很难在短时期内有序化、制度化和高效化。

5、传统产权制度的功能残缺不全。由于产权结构的单一性、产权界定的模糊性、产权分解的有限性以及产权流动的无序性,使得产权制度的功能必然残缺不全。首先,产权制度对产权主体的激励功能不明显。由于产权界定不清,利益归

属不明,必然导致产权主体自身利益的不确定性,从而减弱对其激励的功能。其次,产权制度对产权主体的约束不够。由于产权属“公有”,产权主体尤其是经营权主体必然有“搭便车”的机会主义动机和行为,导致经营权主体对所有权主体权利、利益的侵害而不负相应的责任。再次,产权制度的资源配置功能低下。由于产权分解不充分,特别由于产权的流动性差和流动秩序混乱,使通过产权充分分解和有序、灵活流动来实现优化资源配置结构的功能丧失殆尽。人为的无序的“关、停、并、转”式产权“流动”,既无法灵活地配置资源,也难以实现资源配置结构的优化。最后,产权制度对产权主体的法律保护作用不平衡。改革以前的产权制度十分强调公有产权尤其是国有产权的重要性,对国有产权主体——国家的利益保护极好,往往达到了侵害非国有产权主体权利和利益的程度。改革以来,由于产权制度的不定型、不稳定,又出现了“内部人控制”问题,国有产权的经营权主体对国有产权主体的利益也开始侵蚀的现象。如何建立一种能够理顺产权关系,协调地保护各类产权主体权利和利益的产权制度,成为我国产权制度改革的一个重要方面。

在向市场经济转轨过程中,计划经济体制与市场经济体制两种体制存在内在矛盾,这种内在矛盾必然要外在化、显形化,形成激烈的体制摩擦与冲突。传统计划经济体制追求数量扩张,追求高速增长,这必然要引起经济“过热”、需求膨胀;而市场经济体制注重质量提高,追求效益及效率的提高,就必然要求经济增长方式由数量粗放型转变为质量效益型。目前我国的计划经济体制虽然在很大程度上有所改变,但产权制度缺陷未能得到根本解决,以追求数量和速度为特征的粗放的增长方式却没有根本转变,所以经济肌体内仍存在一种无限扩张的冲动,尚有产生与形成“生产过剩”的动力机制与条件^[43]。而市场经济体制的逆向作用,在讲究质量与效益机制的作用下,又会对社会总需求扩张有重要的遏制作用,这样,总需求的遏制与生产的扩张冲动便发生矛盾与冲突,这是导致货币的供应量与物价指数反常规关系的一个重要的深层原因。

6.2 货币供应量与物价指数反常规关系的制度分析

根据前面的分析,我国大量储蓄难以向投资转化和非货币资产累积导致了货币供应量与物价的反常规关系。而其储蓄难以向投资转化和非货币资产累积产生根本原因,均可以从我国产权制度缺陷上找到解释。

6.2.1 产权制度缺陷与储蓄滞留性增长

从第4章我们知道,储蓄滞留性增长是储蓄没有有效地向投资转化。主要原因是国有经济投资效率低、银行的不良资产太多、银企信用关系扭曲、非国有企业贷款难等,下面来分析它们与我国产权制度缺陷的关系。

1、产权制度缺陷导致国有企业经营效率低下

在我国原有的产权制度中,产权关系不明晰,尤其是国有企业的责、权、利关系模糊。我国的国有企业属于全民所有,国家代表全体人民行使所有权,国家是企业的所有者,企业是经营者,企业只有一定的经营权,不拥有所有权。而且,国家对企业的所有权又分别掌握在不同的行政部门手里。比如计划部门控制着投资权,财税部门控制着收益权,企业主管部门掌握着企业经营者的任免权和资产处置权。这样,国家代表的全民所有权,实际上被分解为政府不同部门的所有权。特别是一些掌握着部门所有权的职能部门,其责、权、利往往是不对称的。当企业经营不善,造成亏损和负债时,则往往没有一个部门承担经济责任。这时的全民所有、多部门共管的企业,实际上变成了无人负责的企业。

由于国有企业不具有财产所有权,决定了国有企业没有也不可能完全摆脱政府对企业经营活动的直接干预,国有企业往往就是国营企业,国家所有,国家经营。这种政企不分的局面,使国有企业虽有法人资格之名,但无行使法人权利之实,企业不能以真正独立的法人实体身份进入市场。实际上,由于国有企业没有独立的财产,因此也没有真正的资格和权利自主决策、自由选择、自主经营和自由交易,这就难以形成“自主经营、自负盈亏”的企业制度,也不能成为真正的独立法人。因此,一方面国有企业不可能真正承担经营亏损的财产责任;另一方面国有企业的经理人员及其员工又不能获得国有企业财产增值的利益(因为国有企业的经理人员及职工并不拥有国有企业净资产的所有权),这样,国有企业就既没有真正的内在压力最大限度地降低成本,又没有真正的内在动力为最大限度地获得利润而从根本上转换经营机制,并不断地开发和采用更先进的技术及最有效地使用借入资金,以实现成本的最小化和利润的最大化。同时又没有动力不断增加内部积累,并不断扩大投资,以不断扩充企业的净资产,实现企业资产增值能力的最大化。反而由于预算软约束极容易导致经营者的短期行为和寻租现象。因此,国有企业的产权制度缺陷是其盈利能力低下、经营亏损的根本原因。

2、产权缺陷导致国有银行缺乏有效的激励机制

我国国有商业银行在单一的公有产权下实行行政管理制度,没有从根本上建立起以委托——代理机制为核心的公司治理结构。在相当长的时期,国有银行被作为政府机关看待,而不是以利润最大化为最终目标的企业,各权利主体之间的权、责、利关系是不规范的;银行内部实行行政型治理结构,没有建立股东大会、董事会、监事会和经营管理层的权力制衡机制;银行经营管理者的报酬基本上保持着国家规定的等级工资制度,经营管理者的报酬与银行的经营业绩没有直接关系,经营管理者的自身利益与银行的长远发展利益也不相干。银行的所有者与经营管理者完全分开,银行的控制权与剩余索取权截然分离,其代价就是银行经营效率和技术效率的损失造成的资源配置效率低下,以及严重的行为短期化问题。

近年来商业银行把收益放在风险之后进行保守经营,形成了极其严厉的责任追究制度,但却未能建立与之相应的激励机制,使社会的信贷投放受到阻滞,形成了投资压抑。

3、产权制度缺陷导致银企信用关系扭曲

造成储蓄没有能顺利转化为投资的一个重要原因,是维持资金融通的金融交易关系没有形成。储蓄向投资的转化在基本层面上是金融交易关系的建立,它需要对金融交易的规则、惯例和组织作出制度安排,它需要通过提供这些规则和组织安排界定人们在金融交易过程中的选择空间,约束和激励人们的金融行为,降低金融交易费用和竞争中的不确定性所引致的金融风险,进而保护债权债务关系,促进金融交易的顺利进行。在过去很长一段时间以来,我国各经济部门之间的市场关系和资金交易关系等并没有得到根本改革。产权约束软化成为国有银行和国有企业债权债务扭曲的根源,在以公有产权为依托的国有企业制度和国有银行制度下,银行和企业无法作为独立的法人和利益主体互相对待,从而也无法确立起真正的以借贷为特征的市场性金融关系^[44]。相反,根植于它们之间的却是类似家庭成员之间的配额性金融关系,导致国有企业在金融活动中信用意识淡薄,债权债务约束软化,“欠债不还也有理,欠债不还也有用”成为企业的理性预期,国有银行的不良资产迅速上升,而银行在风险约束下,必然会产生惜贷。

此外,没有独立的财产也意味着无“产”可破,也就是说,没有独立财产的企业也就不必顾虑因不履行偿债责任而导致自己破产,或者即使破产了也不必真正承担破产的责任。因而也没有真正的生存危机或内在压力为避免破产而及时清偿银行债务,自然容易产生失信行为,从而最终导致金融机构不良资产的产生。

4、产权制度缺陷导致非国有企业贷款难

现行融资制度变改仍处于渐进式改革过程中,存在一定程度的扭曲,集中体现在以国有经济为导向的融资格局同实现经济的增长格局之间严重不对称,金融资源不是按市场化原则进行有效配置,而是仍然在“所有制成分”划分下明显向国有企业倾斜,国有经济成为金融机构优先和主要扶持对象。由于产权制度没有发生根本变化,而国有银行仍然在信贷市场上占据垄断地位,融资过程仍带有明显的行政干预色彩,因而信贷发放过程中带有“唯成分论”倾向,导致非国有企业贷款难,资金供给体制与国民经济产出结构“错位”。

6.2.2 产权制度缺陷与非货币金融资产累积

我国建立资本市场目的,是要确立依靠市场机制来合理分配社会资源。但我国企业的股份制改革以及股票市场的开放都是在传统的国有产权制度的框架内进行的。在国家财产所有权不明确的情况下,必然是权力和责任不清,结果导致许多上市公司内部的股东大会、董事会、监事会及公司经理人员的权力、责任不清,

导致上市公司内部难以形成一个能有效维护股东权益，并能有效约束或监督经营者的法人治理结构。我国的上市公司也不可能成为真正意义上的股份公司，因此就必然导致我国股份企业的不规范和股票市场的不规范。

正是由于财产权没有得到明确界定和有效保护，上市公司中的国有股的股东不知是谁，且个人股的股东权利没有得到真正明确的保护，因而上市公司就不可能形成所有权的激励和约束机制。因而上市公司也就不可能真正有内在的压力和动力为实现股东权益或股东财富的最大化，而从根本上转换经营机制，获得最大利润，并给股东带来丰硕的投资回报。这样，上市公司的经营业绩就必然难以提高，其盈利能力或质量的低下就是必然的。

同样，在股东不明确和股东权利没有得到真正明确的保护，因而上市公司没有形成所有权的激励和约束机制的情况下，上市公司的经理人员就不必担心因损害股东权利而导致被解雇的命运。这样，上市公司的行为就必然是不规范的，就必然会出现种种损害股东利益的行为。如高溢价发行股票；不经股东同意就根本改变经营性质或投资方向，甚至拿股东的资金长期在二级市场从事风险极大的投机活动；不按法定时限及时、完整、准确地披露反映公司经营业绩，从而会影响公司股价的所有信息；采取高价格配股的手段不断从股东手中索取现金，等等。可见，上市公司的不规范行为同样是由于没有建立合理的产权制度造成的^[45]。

在这种情况下，有的国有企业特别是上市公司，把股市当作融资、圈钱、解困的手段，股民也不指望企业分红，而指望把股价炒高，导致人们不怕风险的投机心态和投机行为的盛行，并被少数庄家利用来为自己分不敛财富；从市场面来看，政府为推动证券市场的发展，创造了大量的租，这种发展方式必然使我国股市发展中带有投机性的成份，孕育着一定的泡沫，一方面吸引了居民将存放在银行的存款投入股市；另一方面，也吸引了企业将原本进行实业投资的资金转向股市投资，大量银行资金通过种种违规渠道进入股票等虚拟经济部门，促使在资产膨胀的同时伴随物价下跌。

第7章 政策建议及结论

在市场经济条件下,过多的货币最终必然会反映在物价上。随着中国市场化改革的逐步深入,我国所存在着的超额货币问题始终是引发中国通货膨胀的潜在因素,只要中国存在大量的超额货币,或者说我国的货币供应量与物价的反常规关系不消除,则中国就存在通货膨胀的压力就很大。此外,同时,货币供应量与物价的反常规关系对中央银行的货币政策提出了挑战。1993年以来,中国人民银行力图通过对货币总量的调控抑制通货膨胀和促进经济稳定增长,但是,反常规关系将会影响货币政策的作用效果。中央银行制定货币政策不仅仅需要考虑实际的货币政策目标,还要考虑货币需求的结构变化情况以及我国隐性通货膨胀的程度。

影响我国货币供应量与物价指数的反常规关系原因是多方面的,因此其解决途径也自然相应包括多方面的内容。如疏通货币政策传导机制、发展与规范资本市场与货币市场、促进国有商业银行体制改革、加快国有企业改革步伐等等都应该是重要途径。但本文限于篇幅,不可能进行展开全面地论述。因此,本文所要做的只是想进一步阐明本文理论分析和实证研究结果对提升我国货币政策的启示,从疏导货币对实体经济领域的传导途径出发,提出一些政策建议。

7.1 疏通储蓄转化投资渠道,提高储蓄投资转化率

7.1.1 改善投资需求环境,提高货币政策传导效率

1、积极推行中小企业贷款,消除信贷刚性结构,启动企业投资需求

在国家的经济增长中,尤其是发展中国家的经济增长中,中小企业起着助推器的作用,而构建有效的金融支持体系是促进中小企业发展的重要因素。一方面,国有商业银行要抛弃“唯成分论”,一视同仁地对中小企业提供信贷支持,真正建立互利合作的银企关系。首先,改变现有的企业信用等级评定使用同一标准的状况,制定符合中小企业金融服务特点和要求的中小企业信用等级评定标准;第二,改革现行的贷款审批程序,形成合理的制度安排,建立适合中小企业的授信体制、政策和程序;第三,加快中小企业金融服务品种创新,开发中小企业在各个金融领域的需求,满足不同层次中小企业的金融服务需要;第四,在对中小企业市场细分的基础上,大力支持产品科技含量高、发展潜力大的中小企业的发展,合理引导社会的投资方向及重点,通过资金的优化配置以实现产业结构的合理化;第五,建立中小企业信息库,实现数据信息资源共享,为中小企业提供行业分析、

决策咨询服务,辅助中小企业发展;第六,建立和完善中小企业信用担保体系,许多国家的实践表明,信用担保贷款是中小企业利用率高且效果最佳的一种支持方式,可以解决银行的后顾之忧,保证银行对企业的信贷支持力度。

2、优化民间资本的投资环境,启动民间投资规模及其效率

在这方面,一是优化舆论环境。政府要善于用好新闻媒体,宣传民间投资的先进典型,宣传鼓励民间投资的优惠政策。二是优化信息环境。定期公布产品开发情况,定期发布专利信息,建立健全投融资信息发布制度,引导民间企业进行产品和技术创新,帮助民间企业找到合适的投资方向和项目。三是取消民间投资在某些投资领域的准入限制。在我国许多重要的行业如电力、通讯、交通、能源、金融等部门存在着较严重的垄断,造成垄断的原因主要是政府政策的限制,这一方面打击了民间投资积极性,另一方面又使得这些领域有效供给不足,效率低下。要解决投资不足的问题就应该取消对民间投资在投资领域上的限制,给予其和国有资本一样的待遇,并鼓励国有资本和民间资本在这些领域进行公平竞争。

3、加大经济结构的调整力度

首先,要进一步加强区域经济结构调整。对西部地区的投入,努力缩小东、中、西部地区经济落差,形成三个地区产业互补、优势互补的协调发展局面。其次,要加快产业结构的调整、升级和优化,淘汰和压缩过剩生产力,稳定市场供求状况,增强国民经济活力。再次,积极、稳步的推进各项改革开放的步伐,清理长期以来碍于企业、特别是非国有企业投资的各种限制措施,为企业创造一个良好的投资环境,从而提高公众对我国经济长期持续发展的信心,对未来形成良好的预期,并在此基础上扩大掀起的投资与消费。

7.1.2 扩大消费需求,疏通货币政策传导渠道

1、建立收入稳定增长的机制,调整收入分配结构

提高居民消费水平的源泉是增加居民收入,特别是持久性收入。而鉴于当前高收入者的消费意愿不强,中低收入者消费能力不足的现实,重点是通过理顺收入分配机制,改变居民收入分配结构,增加消费需求潜力大的城镇中低收入阶层和农村居民收入。在城镇,应在机构精简改革到位后提高中低收入阶层的社会保障水平,提高他们住房消费信贷的还款能力;在农村,要加快乡村机构改革,尽快从立法高度规范农民税赋,切实减轻农民负担,大力发展效益农业和非农业产业,拓宽农民增收渠道。在优先考虑效率、平衡资源和经济增长的前提下,兼顾社会公平,充分运用财政手段,缩小城乡之间、城乡内部、地区之间和行业之间的收入差距,通过城乡中、低收入居民的收入水平的普遍提高,改变消费者收入预期,增强即期购买力。

2、正确引导公众预期

首先,要致力于减少公众对未来的不确定感,已经列入规划的改革措施尽快到位,特别是住房、医疗改革措施要尽快明朗化,以缩短其压抑总需求的时间。其次,要加快建立社会保障体系,树立消费者信心。社会保障制度不健全是影响我国居民消费和储蓄行为正常化的重要原因。因此,必须尽快建立和完善各种社会保障制度及其立法,增强居民预期的稳定性,将医疗、失业、疾病、退休保障等纳入整个社会保障体系之中,用具体的制度加以规范,充分发挥社会保障的功能作用。目前,我国正处在大规模的社会保障制度建立和完善阶段,我们应当借鉴发达国家的经验,通过财政的大力扶持来筹集社会保障制度所需要的资金,加快完成统一规范的社会保障制度,以消除消费者因对新体制的不了解不适应所产生的不安定感,使消费者在适应新的社会保障制度基础上形成新的理性预期。消费者重建稳定的消费支出预期必然增强即期消费欲望,提高居民收入的消费倾向。

3、积极发展消费信贷,加快个人信用体系建设

消费信贷是市场经济条件下利用信贷手段促进消费品购销的重要方式,只有消费信贷规模与生产信贷规模比例协调,生产与消费才能形成良性循环;银行与居民互有债权债务关系,金融杠杆对消费需求的调控更加有效。我国消费信贷刚刚起步,从试运行的情况看,消费贷款的逾期归还率极低,风险明显小于对企业的贷款^[46]。政府要抓紧消费信贷有关立法工作。着手建立区域性的个人信用体系,尽快形成全国性的个人信用体系,制定个人信用的统一征信标准与征信办法。

7.2 规范发展资本市场,促进金融资源有效配置

从长远发展看,企业真实资本投资应由间接融资为主转变为以直接融资为主。必须进一步规范发展资本市场,提升资本市场融资准备效率,推进资本市场的制度改革,完善资本市场对货币政策的传导机制^[47]。第一,进一步改革公司上市和股票发行制度,真正让市场选择上市公司和决定股票的发行规模和价格。有关管理部门主要应审核公司提供材料的真实性,以及是否达到了规定的最低要求。同时加快货币市场建设,在讲求安全的前提下,逐步打通货币市场和证券市场的联系,使资金在整个金融市场内自由流动,使证券市场成为传递货币政策信号的一个重要载体^[48]。其次,逐步取消国有股、法人股、公众股不能相互流通的限制,鼓励社会公众持股。第三,进一步放宽对上市公司所有制形式的限制,积极创造中小企业直接融资条件,扩大股票市场规模;进一步规范和明确证券市场的产业政策导向,通过证券市场将资源配置到最具增长潜力并对整个产业结构的升级换代具有催化作用的产业中去。第四,培育大量的机构投资者,对维护资本市场的稳定与健全供求机制发挥直接的作用:一是机构可以随时适应市场扩容需要,组织更多的资金进入市场,客观上可以起到平衡供求关系的作用;二是机构

投资者可以通过共同基金吸收社会闲散资金,通过专家管理,分散风险,达到提高收益,减少风险的目的;三是大量的机构投资者存在,有利于抑制大户利用消息恶炒个股。第五,规范上市公司的信息披露,并建立信息披露的事后跟踪制度,对上市公司及会计事务所、审计事务所等中介机构提供虚假信息应予以追究和惩处^[49]。同时取消政府对上市公司的隐性担保,使上市公司真正优胜劣汰。第六,股票市场的角色定位从为国企的脱困筹集资金服务转变为优化资源配置,这有利于上市公司建立现代企业制度,逐步消除政策对股市的影响,使股票市场真正成为实体经济的晴雨表。

7.3 完善产权制度,加快产权制度改革

1、搞好清产核资,明确产权归属。产权界定是指依法划分财产所有权、经营权和使用权等归属,明确各类产权主体享有权利的财产范围及其经营管理权限的一种法律行为。不论是占有、使用国有资产单位,还是与外方合资合作的,以及实行股份制改造或者与其他企业联营的,兼并、拍卖、租赁等引起产权变动的,都应根据“谁投资,谁所有、谁受益”的原则进行产权界定。在产权界定时,要坚持从实际出发的原则,追溯原始投资,考察资产形成过程,摸清所有权构成状况,实事求是地界定产权。要严格遵循国家法律和法规,依法界定和评估,维护国家、集体和个人三者的权益,调动各方面的积极性。

2、加快建立健全国有资产管理体制,深化国企改革。我们知道,国企改革的目标是建立产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学的现代化企业制度,其中产权清晰是基础。而国企的资产要做到产权清晰,关键是要改革国有资产管理体制^[50]。我国对国有资产管理体制的改革虽然进行了一些有益的探索,但与发展社会主义市场经济的要求还相差很远。这就要求建立一个对国有资产管理、监督、营运三者体系健全,机制有效、权责明确的管理体制。为此,要做到政府对国有资产管理与政府对社会经济的职能管理分开,国有资产的监督与国有资产的营运分开,国有资产的资本经营与生产经营分开;权利、义务、责任相统一,管资产、管人、管事相结合的国有资产管理新体制。在建立健全国有资产管理体制的基础上,深化国有企业改革,完善公司法人治理结构,加快股权结构多元化改革的步伐。目前,许多国有企业一股独大的现象相当严重。要改变这种状况,只有加快产权结构调整,实现投资主体多元化,形成完善有效的法人治理结构。公司法人治理结构是现代化制度的灵魂^[51]。要进一步规范股东会、董事会、监事会和经理层的职责,形成各负其责,协调运转,有效制衡的公司法人治理结构。同时深化企业内部改革和管理创新,建立适应现代企业制度要求的分配机制、激励机制和监督机制。通过国有资产管理体制的创新和深化国企改革,有效地维护所有者的

权益和企业的法人财产权。

3、建立产权交易市场，推动产权有序流转。在市场经济条件下，资产流动是资本运动的客观要求。资本只有流动，才能盘活存量资产，优化增量资产的配置。因而促进产权流动，保证其流转顺畅是现代产权制度的本质特征。加快产权交易市场的建设，为产权交易提供交易平台，是非常重要的前提条件。产权交易市场是产权合理流动和有效重组的重要载体，它是存量资产与增量资产嫁接联姻的结合点。产权交易市场包括企业公开拍卖市场和股票、债券市场，当前要依托产权市场，加速产权重组和流动，推进国有资产存量的多元化改造，实现产权、资本、技术等生产要素，在更大的空间范围内跨行业、跨地区、跨所有制的有序流动。要加紧制定全国性的产权流动的法律法规，使产权交易有法可依，依法进行，为产权的合理流动和优化配置，提供有序的活动空间和有力的保证，使各类产权不受侵犯，平等发展。二要加强产权交易市场人才的培训和培养。三要加强产权交易市场的硬件建设，使其网络化、系统化、规范化。使产权交易在阳光下公开、公正、公平地进行，更好地为产权交易主体服务。

7.4 把证券投资需求作为确定货币供应量调控目标的重要因素

多年来，央行在确定货币供应量调控目标时，一直按照货币流通规律所提示的一定时期内待实现的商品价格总额与货币需要量的关系，以国家确定的计划年度经济增长率、物价变动率为基础，并考虑货币流通速度可能的变化情况，来确定计划年度的货币供应量增长率。在我国金融快速发展，证券投资需求已经现实地成为制约货币需求的一个重要变量的情况下，不能再忽视证券投资需求这一因素的存在，货币政策应关注和影响金融资产的价格把金融资产价格纳入货币政策的调控目标^[52]。而其中一个基本的前提是要准确判断股价的合理水平，从而才有可能在股价实际水平与其认定的合理水平出现过度偏离、股市泡沫过大或缩水严重时采取政策调控措施。尽管央行把金融资产价格作为货币政策的独立调控目标在操作上存在难度，但这并不意味着央行在这方面没有大的作为。实际上，当股价泡沫程度很高或缩水严重，明显偏离公司的内在价值和基本面，且已经对金融与经济运行产生了较大的负面影响时，央行还是能够认知并采取相应调控措施的。因为股价水平不仅是一个数量指标，可以通过股价指数、成交量、换手率等得到反映，同时也是一个状态概念，可以通过市场人气、投资者心态等表现出来。即使一般商品价格和金融资产价格发生背离，央行也可以通过对两者产生背离原因的分析，找出货币政策可以发挥作用的环节并对症下药。对货币政策无法发挥效力的方面，则可以寻求其他政策调控措施的配合。从我国现实情况看，由于股票市场发展很不规范，股票价格波动经常脱离宏观经济基本面，目前没有真正成

为国民经济的“晴雨表”，因此目前金融资产价格还不宜成为货币政策的调控目标。但是，随着股票市场规模的扩大、品种的丰富、结构的优化、功能的发挥，股票市场对货币政策的影响会越来越大，因此，应该将以股票价格为代表的金融资产价格纳入货币政策的视野，作为辅助的监测指标，建立相关的指标体系，并根据市场走向和金融资产价格的变化做出相应的判断，进而实施必要的调控行动。

7.5 结论

通过上述分析，我国长时间货币供应量增长率大于物价上涨率与经济增长率之和现象，原因在于一方面我国货币供应结构上一定时期内不被直接动用的准货币增多，一方面资本市场和投资工具对货币供应量的分流效应，使货币供应在总量上无法进入实体经济，进而影响投资与消费需求，导致物价持续地走低。具体表现就是储蓄滞留性增长与非货币金融资产累积形成的货币供应量对实体经济的溢出机制。而储蓄难以向投资转化和资本市场的虚拟过度，其根源在于产权不明晰下的低效率资源配置，货币现象的背后隐含的是制度缺陷。货币供应量的变化最终将全部体现在物价变动上^[53]，储蓄滞留性增长与非货币金融资产累积始终是一个经济不稳定因素，实际上我国近年以来的通货膨胀压力明显加大，国家已采取了一系列宏观调控政策。因此，必须要疏通货币供应量向实体经济的传导渠道，提高储蓄向投资的转化效率，进一步规范发展资本市场。同时，央行还应当密切关注资本市场发展对货币供应量的作用，把证券投资需求作为确定货币供应量调控目标的一个重要因素。但从长远来讲，关键还在于尽快摆脱目前产权结构效率低下的制度缺陷，明晰产权关系，建立现代企业制度，加快我国产权制度改革。

参考文献

- [1] 麦金农.经济市场化的次序:向市场经济过渡时期的金融控制.上海人民出版社,1997,108-110
- [2] 王同春,赵东.中国超额货币成因及影响研究—一个新模型的提出及运用.国际金融研究,2000,(8):6,8
- [3] 吴晶妹.评货币政策的中介目标--货币供应量.经济评论,2002,(3):17
- [4] 孙立.货币供应量增长的实证分析与政策建议.求索,2003,(5):29-30
- [5] 赵东.超额货币成因及影响研究.财经研究,2000,(5):49,50-52
- [6] 范从来.供给冲击、价格总水平下降与货币量紧缩.金融研究,2002,(4):34,36-37
- [7] 帅勇.资本存量货币化对货币需求的影响.中国经济问题,2002,(3):25
- [8] 刘伟,李绍荣,李笋雨.货币扩张、经济增长与资本市场制度创新.经济研究,2002,(1):14
- [9] 刘斌.我国货币供应量与产出、物价间相互关系的实证研究.金融研究,2002,(7):13-16
- [10] 中国人民银行研究局课题组.中国股票市场发展及与货币政策完善.金融研究,2002,(4):5-6
- [11] 易纲.中国的货币供求与通货膨胀.经济研究,1995,(5):10-13
- [12] 王广谦.经济发展中的金融化趋势.经济研究,1995,(9):46
- [13] 王同春,赵东.中国超额货币成因及影响研究—一个新模型的提出及运用.国际金融研究,2000,(8):6,8
- [14] 弗里德曼、施瓦茨.美国和英国的货币趋势.中国金融出版社,1991,56
- [15] 左孝顺.货币流通速度的变化:中国的例证(1978—1997).金融研究,1999,(6),34
- [16] 伍志文.货币供应量与物价反常规关系:理论及基于中国的经验分析.管理世界,2002,(12):15,18
- [17] 段孟波.货币金融学.中国金融出版社,2004,178-179
- [18] 余永定,韩廷春.西方经济学.经济科学出版社,1997.57-61
- [19] 凯恩斯.就业、利息、货币通论(中译本).商务印书馆,1977,67
- [20] 林继肯.货币数量新论.中国金融出版社,2004,56
- [21] 钱小安.中国货币政策的形成与发展.上海人民出版社,2000,44
- [22] 米尔顿·弗里德曼(瞿强、杜丽群译)货币数量论研究.中国社会科学出版社.2001,89

- [23] Friedman.M. Money and the stockmarket. Journal of Political Economy, 1988 ,(4): 46-51
- [24] 黄达.货币调控与货币供给.中国人民大学出版社,1997,37
- [25] 周成军.中国货币供给的内生性与货币政策分析.南京大学学报,2002,(1):75-76
- [26] 王来星,战庆欣.货币需求结构变动对物价影响的实证分析.上海金融,2002(7):10-11
- [27] Dayananda.D.andWenYaoKo.“Stock Market Return and macro economic variables in Taiwan”[M].Advances in Pacific Basic Financial Markets,1996.pp.95-9
- [28] Donnelly, R.G.& Kezsbom,D.S., "Overcoming the Responsibility? authority Gap: An Investigation of Effective Project Team, Leadership for a View Decade" Cost Engineering ,1994,pp14
- [29] 汪小亚,卜永祥,徐 燕.七次降息对储蓄、贷款及货币供应量影响的实证分析.经济研究, 2006, (6):17
- [30] 武剑.货币政策与经济增长. 三联出版社,2000,234
- [31] Radelet S. and J. Sachs. The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects. Harvard Institute for International Development. 1998,pp45-46
- [32] 高铁梅等.中国转轨时期物价波动的实证分析.中国社会科学,2003,(6):76
- [33] 国务院发展研究中心金融研究所货币政策传导机制研究组. 中国银行体系贷款供给的决定及对经济波动的影响. 金融研究,2003,(8):14
- [34] 王晓芳. 中国金融发展问题研究.中国金融出版社 2000,34-36
- [35] Friedman.M. Money and the stockmarket [J].Journal of Political Economy,1988 ,(4): 46-51
- [36] 伍志文. 货币供应量与物价反常规关系: 理论及基于中国的经验分析. 管理世界,2002,(12): 15,18
- [37] 瞿强. 资产价格与货币政策. 经济研究,2001,(7): 13
- [38] 宁咏.内生货币供给: 理论假说与经验事实.经济科学出版社,2000,47
- [39] IMF 2000 "Asset Prices And the Business Cycle" World Economics Outlook NO:3 Mishikin "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism" Journal of Economics Prspective ,1995,(9)
- [40] 肖才林.股票市场波动与货币供应量关系的实证分析商场现代化, 2005,(11): 155-156
- [41] 黄少安.产权经济学导论.经济科学出版社 2004,95
- [42] 刘伟.经济改革与发展的产权制度解释.首都经济贸易大学出版社,2000,76
- [43] 逢锦聚,霍学文.体制货币与通货膨胀——中国通货膨胀的理论分析.中国物价

出版社, 1991,67

- [44] 张杰.中国国有金融制度变迁分析.中国经济出版社,1997.131-135
- [45] Bernanke, B, and M.Gertler, "Monetary Policy and Asset Prices Volatility"
Economics Review , 1999 ,pp21
- [46] 张曙光.疏通货币渠道, 改革金融体制.管理世界,2001,(2):22
- [47] Huang.R.D. &W.A.Kracaw. Stockmarket returns and real activity: a note. Journal
of Finance,1994,(5).pp3
- [48] Greenspan "New Challenges For Monetary Police" Opening Remarks at a
Symposium,1999,pp43
- [49] 高莉. 中国股票市场货币政策的新挑战.中国银河证券研究, 2002,(10):24
- [50] 成家军.资产价格与货币政策.社会科学文献出版社, 2004,67
- [51] PMI Standard Committee, A Guide to Project managerment Body of Knowledge,
USA: PMI ,2002.pp46
- [52] 江春.中国超额货币问题的制度分析.贵州财经学院学报,2004,(4)
- [53] 谢平. 中国货币政策分析: 1998-2002. 金融研究,2004,(8):8-9

附录 A 攻读学位期间所发表论文目录

- [1] 黄小雄.试论货币供应量与物价指数非常规关系.金融经济.2005, (12)
- [2] 黄小雄, 罗世乐.票据市场发展与货币政策调整.中国货币市场, 2003, (9)
- [3] 欧阳俐桃, 毛爱国, 黄小雄.中央银行提高再贴现率的原因与效应探析.金融论坛, 2002, (2)
- [4] 黄小雄, 李赛辉, 李泽军.中部地区农村金融支持农业和农村结构调整的对策研究.金融经济.2002, (12)
- [5] 黄小雄. 票据市场发展的制约因素及拓展对策.经济与管理研究.2001, (4)

致 谢

论文搁笔之际，回首攻读硕士学位时光，感激之情油然而生。

首先，我要感谢我的导师张强教授。在论文写作过程中，从选题、结构安排到写作完稿，始终给我悉心的指导和热情的鼓励，她严谨的治学态度、渊博的知识以及崇高的人格将永远深刻地影响着我、激励着我在人生道路上不断前进。在论文开题过程中，曾令华教授、罗斌副教授、许朝晖副教授对论文提出了许多宝贵意见，拓宽了原有的思路。他们的博学和睿智，令我钦佩，在此对他们的辛勤指导表示诚挚的谢意。

同时，我也衷心感谢杨胜刚教授、董寿昆教授、张亚斌教授、姚小义副教授等所有教过我的老师，是他们的辛勤工作和精彩教学使我得以顺利完成学业。山高水长，师恩难忘，他们的博大思想和谆谆教诲将使我终生受益。

另外，我还要特别感谢论文匿名评审专家和答辩委员张学陶、周鸿卫副教授，他们不仅提出宝贵意见，连文中缺一个字，多一个字及标点符号，他们都仔细斟酌，并一一指出。如此严谨的治学态度，使我深受触动，今后我一定在治学和工作中更加踏实、一丝不苟、精益求精。

此外，研究生院老师们的辛勤工作为我提供了良好的学习和研究环境，在此一并表示衷心的感谢。

最后，我要感谢我的父母和妻子，是他们的无私奉献和鼓励使我得以坚持在职攻读完硕士学位。

黄小雄

2006年10月