

中国转轨时期的货币供求与货币政策

12 80-84, 91 吴育华^① 吴奉刚
(天津大学管理学院) (中国人民银行济南分行)

【摘要】转轨时期,我国的货币供求发生了很大的变化,企业、居民、政府都成为具有不同经济利益的货币需求主体,各层次货币流通速度呈现了先急速下降后在一个相对较低的水平上趋于稳定的运行态势,基础货币供给具有典型的内生特性,且存在严重的超额货币现象,货币供应量已取代贷款规模而成为代表社会总需求的指标,货币供求的显著变动对实施货币政策产生了深刻的影响。

关键词: 货币供求, 货币政策, 超额货币, 内生特性
分类号: F822

中国

0 引言

所谓转轨时期是指由计划经济向市场经济的转变过程,本文旨在探讨转轨时期货币供求的变动特征,及这一变动对货币政策实施的影响。

1 转轨时期的货币需求

1.1 货币需求主体分析

计划经济体制下,政府代表国家行使管理职

能,它不以经济主体的身份参与经济活动,只有企业和居民具有经济主体的特征,其货币需求主要表现为交易性货币需求,有预防性的货币需求动机却难以形成规模,随着市场经济的深化,政府、企业、居民做为不同的利益主体参与了国民经济活动,成为具有不同利益的货币需求主体,企业、居民普遍具有交易、预防投机性的货币需求动机,政府的货币需求主要表现为交易性和预防性的货币需求。

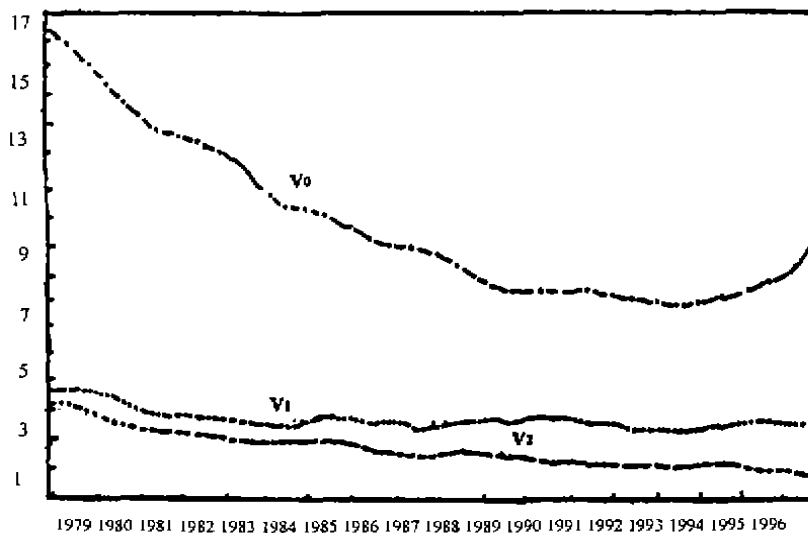


图1 1979—1996年 V_0 、 V_1 、 V_2 示意图

① 吴育华,教授,博士生导师,通讯地址:天津大学管理学院,邮编:300072.
本文1998年6月24日收到。

1.2 货币流通速度分析

经济总量一定时,货币需求量的大小取决于货币的流通速度.图1直观地表达了1979—1996年间我国各层次货币流通速度的变化情况.

(I) M_0 的流通速度 V_0 在1979—1984年间平均每年下降1.17次,这主要是由农村经济货币化引起的;城市体制改革和人口城市化使1985—1993年间 V_0 平均每年下降0.42次;1993年 V_0 降至最低点,这一年现金净投放1528.7亿元,创历年最高纪录;1993—1996年 V_0 有所回升,这主要是非现金金融工具对现金的替代性增强的结果.

(II) M_1 的流通速度 V_1 在1979—1984年间平均每年下降0.21次,其原因一是农村经济货币化进程加快,二是计划限额削减使企业交易货币需求增加;1985—1992年间 V_1 的波幅不大,这是非国有经济壮大、企业整体预算约束增强的结果;1991年股票市场启动,投机货币需求剧增使1992年 V_1 下降至最低点;1992年以后 V_1 趋于相对稳定,说明经济货币化进程进入稳步发展阶段.

(III) M_2 流通速度 V_2 在1979—1990年间平均每年下降0.15次,主要是由国民收入分配向居民倾斜和可供选择的非货币金融资产过少造成的;1991—1996年间 V_2 平均每年下降0.05次,这主要是由股票、债券等金融创新工具对储蓄存款的替代性增强的结果.

1.3 超额货币现象分析

我国的货币流通速度大大地下降了,但货币需求量却高速增长.1979年到1996年,我国实际GDP和零售物价指数分别增长了4.1倍和2.7倍,而同期 M_0 、 M_1 和 M_2 分别增长了33.7倍、23.7倍和51.2倍,显然货币增长率远大于实际GDP和物价上涨率之和,这一现象被称为超额货币现象.

对于超额货币现象,学术界提出了三种假说:(I)我国官方的物价指数上涨率低估了.(II)我国存在强迫储蓄和压抑性的通货膨胀.(III)认为我国的货币流通速度逐年放慢,大量的货币被经济消化,没有变成通货膨胀释放出来,因此,超额货币现象应由货币化进程来解释.本

文认为货币流通速度下降是超额货币现象的原因之一,但对这一现象成因的更根本分析,应更多地转向国民经济的市场化、货币化、工业化、多元化的发展及分配格局的变化上去.(I)人口城市化进程加快,农村经济专业化、商业化水平提高,收入分配向居民倾斜,乡镇经济和城乡个体经济在整个国民经济中的比重提高,自由贸易市场及地下经济的迅速发展是 M_0 超常增长的主要原因.(II)活期存款类货币($M_1 - M_0$)增长20.7倍,其原因一是存款货币交易对象范围的扩大,二是企业的流动性货币需求增加.(III)定期存款和储蓄类准货币($M_2 - M_1$)增长170.5倍,其原因主要是转型时期国民收入不断向居民倾斜,但可供居民选择的非货币金融资产品种、数量过少,居民消费剩余多表现为储蓄存款.

2 转轨时期的货币供给

在信用制度下,货币供应量等于基础货币与货币乘数的乘积,因此只有把握了基础货币的供给特征和货币乘数的变化规律,才能有效地控制货币供应量.

2.1 基础货币供给的特征

经济转型时期,我国基础货币供给具有典型的内生特征.根据中国人民银行的资产负债表,基础货币定义为

$$B = \sum_{i=1}^4 A_i - \sum_{j=1}^3 L_j$$

其中 A_1 ——人民银行对其它金融机构的债权;

A_2 ——人民银行对国外的债权;

A_3 ——人民银行对政府的债权;

A_4 ——人民银行的其它债权;

L_1 ——人民银行对国外的负债;

L_2 ——人民银行对政府的负债;

L_3 ——人民银行对非银行金融机构的负债和资本.

显然,基础货币来源于人民银行的资产业务,可以通过人民银行的资产业务揭示基础货币供给的内生性.(I)再贷款的内生性.在1994年以前,人民银行对专业银行的再贷款占其总资产的67%—75%,是基础货币最主要的来源.再贷

款的内生性主要表现为“国有经济单位的货币发行权”，即国有企事业单位通过要求超限额贷款倒逼人民银行超计划追加贷款，造成基础货币过度投放。(Ⅱ)外汇占款的内生性。1994年以后外汇占款成为央行基础货币投放的主渠道，其比重由1993年的7%上升到1994年的75.1%。在我国实施市场汇率以前，外汇占款仍将是投放基础货币的重要渠道。(Ⅲ)财政借款及透支的内生性。《中国人民银行法》明确规定人民银行不得对财政透支，不得直接认购、包销国债和其它政府证券。但事实上，由于近年来财政赤字不断扩大，迫使人民银行从其它金融机构购入大量国债，基础货币大量投放。

2.2 货币乘数及其因素分析

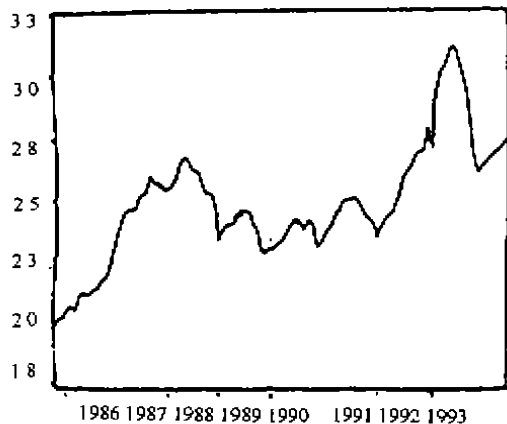


图2 K_2 波形图

从图2、3可以看出，转型时期我国的基础货币指标有各自的特征。(Ⅰ)乘数 K_2 从长期看有逐渐增大的趋势；在年度内 K_2 呈现出明显的季节性，年中高、年末低； K_2 在经济扩张时趋于上升，在经济收缩时趋于下降。(Ⅱ)现金比率 h 在年度内呈现出明显的季节性，元旦和春节期间高，3—8月份低；滤去季节波动， h 有不断下降的趋势；现金比率和通货膨胀预期有关，受1988年高通胀影响，1989年 h 达到峰值。(Ⅲ)备付金率 e 的波动与经济周期的波动密切相关，经济扩张时低，经济收缩时上升。总体来看我国备付金率偏高，超过5%，这与国有商业银行资产单一，缺乏国债、短期票据等二级储备资产有关。(Ⅳ)政府存款比率 g ，改革开放以来该比率不断下降，但随着我国税制政策的深入及邮政储蓄业务的发展， g 将稳定在一个相当的水平上。(Ⅴ)实际准备金率 γ 的运行

不同层次的货币乘数有不同的变化规律。这里只研究广义货币 M_2 乘数 K_2 的变化规律，根据我国的金融运行状况有

$$K_2 = \frac{1+h}{r+e+g+h}$$

其中， γ ——金融机构实际存款准备率，由人民银行决定

e ——备付金率

g ——政府存款比率

h ——现金比率，显然 e, g, h 由金融机构、企业和居民共同决定

利用1985年11月到1994年6月共104个月的月度统计资料，测算绘制的 K_2, γ, e, g, h 波形图如图2、3。

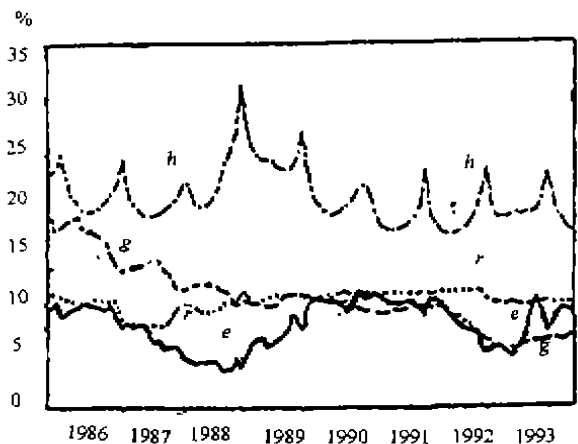


图3 r, e, g, h 波形图

相对平稳，但总体水平较高，可以预见，随着我国金融体制改革的深化和金融运行机制的完善，该比率将会下降。

2.3 货币供应量成为代表社会总需求变化的指标

在过去单一的国家银行体制下，信贷管理高度集中统一，对货币供应量的创造几乎全部依靠银行贷款，控制了国家银行的贷款规模也就基本控制住了社会总需求。但是，随着市场经济的发展，贷款规模局限性逐渐明显。一是贷款规模所管理的不是贷款的全部。其范围只包括国有商业银行的新增贷款，对其它的商业银行和城乡信用合作社，以及变相办理存贷款业务的各类机构的信贷活动则难以管理，而这部分信贷活动的规模、比重和作用日渐增大。二是中央银行的资产结构的多元化，使再贷款在中央银行的资产中所占的比

重相对下降,其它资产业务,主要是外汇占款和银行对财政净债权所创造的货币增多,控制贷款规模难以控制货币供应量的增长变化.若对货币供应量的形成和创造过程进行因素分析,并将每一因素的影响程度用贡献度这个指标来衡量,则可以看到,1986年国家银行规模管理的贷款对广义货币 M_2 增长的贡献度是110.1%(比值大于1意味着其余项目当年增额总计为负),1989年为100.4%,1990年为82.3%,1995年为49.6%,规模管理的作用越来越小.而货币供应量由流通中现金和企事业单位在银行的存款构成,作为流通手段和支付手段,与商品和劳务相对应.目前我国货币供应量的变动基本能够代表社会总需求的变化.

3 货币供求变动对货币政策的影响

改革开放以来,特别是1993年以来,货币政策愈来愈成为国家宏观调控的重要手段,并取得了明显的成效.深入分析货币政策的操作实施,不难看出货币供求变动的深刻影响.

3.1 坚持适度从紧的货币政策,消除不合理的超额货币

我国存在较为严重的超额货币现象,货币流通速度下降,经济市场化、货币化进程加快是其合理的经济根源,但超额货币一旦超出上述因素所能承受的限度,就会促成通货膨胀.1993年我国又发生了通货膨胀,国家采取坚决措施,把抑制通货膨胀作为压倒一切的任务,坚定不移地实施了适度从紧的货币政策.在企业资金紧张和要求放松银根的强大压力面前,国家通过调研分析,清醒地看到了隐藏其中的体制性症结:经过近二十年的改革与发展,我国合理的超额货币需求基本消除,目前资金紧张是现象,资金的背后是市场问题,市场的背后是经济结构问题,结构问题的背后则是体制问题.这些问题的解决,必须着眼于根本、着眼于体制、着眼于改革,着眼于两个根本转变.如果简单地顺应呼声大水漫灌地放松银根,不仅于事无补,而且很可能引发新的经济过热.

3.2 实施有区别的信贷政策,满足不同主体的货币需求,以促进经济增长

在市场竞争不完全的情况下,资金流向了回报率较高的产业,而其他产业如基础产业则因资金不足而发展滞后.为促进经济均衡发展,政府宏观调控部门往往采取一些措施,来弥补市场的缺陷,有区别的信贷政策就是其中之一.转轨时期我国的信贷政策主要向以下三个方面倾斜,一是加大对农业的信贷投入.1996年,中央银行明确规定国家银行新增信贷总规模的10%以上用于农业,加上农村信用社发放的贷款,增长幅度更大.二是向能源、交通和原材料等“瓶颈”行业实行信贷倾斜.三是支持有市场、有效益、讲信用、不挪用的大中型国有企业.同时,积极发展新的金融组织形成,以满足中小企业和农民的金融需求.目前,我国经济存在严重的需求不足,为保证实现8%的经济增长目标,必须进一步加大信贷投入,在继续增加对基础产业、有效益的企业、有市场的产品等生产领域的投资的同时,增加向消费领域的信贷投入.

3.3 注重货币供给的内生性,强调综合治理通货膨胀

通货膨胀归根到底是一种货币现象,但我国的货币供给具有很强的内生性,是人民银行、各金融机构和非金融机构(如财政)共同作用而形成的.因此,治理通货膨胀,不能单靠中央银行,还要规范金融机构的经营行为,搞好与财政政策的配合,充分发挥各部门的作用.一是整顿金融秩序.最近几年的金融宏观调控始终将整顿金融秩序、加强金融监管放在重要位置,金融秩序的整顿,既有效地防范了金融风险,又保证了中央银行对信用总量的控制.二是积极寻求与财政政策的协调配合.近几年在投资、企业资金拨补、财政信用和国债等领域,货币政策与财政等达成了许多共识,调控的合力增强,对抑制通货膨胀起到了积极的作用.《中国人民银行法》规定,货币政策的最终目标是稳定币值,稳定币值既要控制通货膨胀,又要避免通货紧缩,目前我国经济受总需求不足的影响,出现了通货紧缩的苗头,国家已加大调控力度,增加了货币供应量及财政投入以促进经济增长.

3.4 适时地将货币供应量作为货币政策的中介目标

货币政策的中介目标应该是能够代表社会总需求变化的指标。在计划经济时期及转轨初期,贷款规模长期被作为货币政策的中介目标,但随着市场经济的深化,规模管理的局限性越来越大,在这种情况下,中央银行为有效地调控社会总需求,经过长期的实践探索,适时地正式建立了能够预示社会总需求变化的货币供应量统计制度,从1994年第3季度开始,正式向社会公布货币供应量指标。1995年首次将货币供应量作为中央银行货币政策控制目标之一。1996年将货币供应量指标由货币政策的监测指标转变为中介目标,并第一次确定并发布各层次货币供应量的年度增长指标和五年计划增长指标。

3.5 通过调控基础货币,控制货币供应量

基础货币是具有使货币总量成倍扩张或成倍收缩能力的货币,在近三年的货币政策操作中,中央银行更多地通过调控基础货币来控制货币供应

量。(I)备付金率已成为中央银行货币政策的重要操作目标,备付金是基础货币中最重要、最活跃的组成部分,备付金多少直接影响商业银行的信用扩张能力;中央银行的所有政策工具,无论是从资产方还是从负债方施加影响,首先引起的是备付金的变化。(I)货币政策工具“对冲”操作,保持基础货币的适度增长。1994年以来,中央银行外汇占款增加较多,为有效地控制基础货币的扩张,中央银行通过大力收回或减少对金融机构的再贷款“对冲”操作,同时,中央银行引入再贴现政策工具,并尝试进行公开市场操作,间接调控货币供应量的格局基本形成。

4 结 论

转轨时期,我国的货币供求发生了重大的变化,它们对货币政策目标的确立、货币政策的实施都产生了积极的影响。

参 考 文 献

- 1 易 刚. 中国货币需求的估测. 中国社会科学季刊, 1994, 8: 15~30
- 2 秦 朵. 改革以来的货币需求关系. 经济研究, 1997, 10: 6~12
- 3 肖 钢. 中国货币政策的发展状况及面临的挑战. 金融研究, 1996, 10: 5~16
- 4 谢 平, 俞 乔. 中国经济市场化过程中的货币总量控制. 金融研究, 1996, 1: 3~10
- 5 张新泽等. 1993年以来金融宏观调控经验和存在的问题. 金融研究, 1997, 5: 1~8
- 6 易 纲著. 中国的货币、银行和金融市场: 1984—1993, 上海人民出版社, 1996, 36~78
- 7 Qin D. Money demand in China: the effect on economic reform. *Journal of Asian Economics*, 1994, 5: 7~15
- 8 Crthbertson, Taylor. The demand for money: a dynamic rational expectations buffer-stock model. *Economic Journal* 1996, 97: 33~46
- 9 Ma. Macroeconomic disequilibrium, structural changes, and the household savings and money demand in China. *Journal of Development Economics*, 1993, 41: 16~26
- 10 Person, Tabellin. Designing institutions for monetary stability, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, 39: 53~84
- 11 Walsh. Optional contracts for central bankers. *American Economic Review*, 1995, 85(1): 150~167
- 12 Ma. Macroeconomic disequilibrium, structural changes, and the household saving and money demand in China. *Journal of Development Economics*, 1993, 41: 115~136

(下转第 91 页)

eters, α, β , to answer two issues. 1. Should RMB depreciate? 2. May RMB depreciate (or will the depreciation of RMB influence the domestic market)? We conclude that the devaluation of RMB is not necessary or RMB should not devalue. But with the other currencies' depreciating in Asia, it will handicap Chinese export. In this situation China should improve the quality of all merchandises, in particularly the export good. Another conclusion is the devaluation of RMB would have great impact on Chinese price system so much as the whole domestic market. It could cause chaos in the price system. The price of some goods would rise while those of the others would fall down and disadvantage China's export of these goods. Assuming that the devaluation comes true, China must control prices of some special goods. However the present condition also gives us confidence that RMB will not depreciate.

Keywords: exchange rate, pass-through export, RMB

~~~~~  
(上接第 84 页)

## Supply and Demand of Money and Monetary Policy at China's Transitional Period

*Wu Yuhua*

School of Management, Tianjin University

*Wu Fenggang*

People's Bank of China Shandong Branch

**Abstract** At the transitional period, China's enterprises, residents and government organs have each become money demand entities, the velocity of money circulation experienced a sharp fall at first and then became stable, and a severe oversupply of money occurred. China's base money supply at the transitional period embodies a typical endogenous nature. From a long perspective, the money multiplier tends to become greater at first and then stable. The movement tendencies of money supply and demand have had a deep influence on the execution of moderately tight monetary policy.

**Keywords:** supply and demand of money, monetary policy, over-supply of money, endogenous nature