

评货币政策的中介目标——货币供应量

吴晶妹

摘要: 新旧世纪之交,我国经济形势已有所好转。这与积极的财政政策和稳健的货币政策的推动作用密不可分。近几年来,中央银行为扩大内需、增加投资、增加货币投放,而实施的货币政策,一直都比较重视货币供应量,关注其增长速度与结构变化,主要表现就是,把货币供应量与经济增长联系在一起,为促进经济增长,而扩大货币供应量。事实上,货币供应量虽然与经济增长有一定的相关性,但其作为货币政策中介目标的可控程度与可测性都日渐下降,而且,经过几年的改革,该指标本身已经不能全面反映货币运行规模与结构问题。本文以基本的统计方法与回归分析对此进行了实证,结果表明,货币供应量作为中介目标,到了该改革的时候了。

关键词: 货币供应量 货币政策 中介目标

由于我国经济正处在计划经济向市场经济的转轨过程中,计划统揽一切的时代早已过去,因此,直接调控也必然要向间接调控转化,这样中央银行在经济发展过程中对货币进行宏观调控的重点,也就放到了对货币供应量及其结构的调整上,以求达到实现最终目标的目的。具体地说,就是通过调节货币供给的调节,来促进货币与商品市场的供求平衡。

目前,我国经济正处于拐点阶段,有些迹象表明经济形势已趋于好转。这些情况虽然与经济周期性运转有一定关系,但是,积极的财政政策和稳健的货币政策的推动也起到了不可估量的作用。近几年来,中央银行一直非常重视货币供应量的增长速度和结构变化,以及 M_0 、 M_1 、 M_2 的情况。

那么货币供应量能否反映经济变化?是不是理想的货币政策中介目标?其与经济相关程度及对经济的影响如何?本

文将对此进行研究。

一、货币供应量与经济的相关性

1. 货币供应量与国内生产总值

我们从分析货币供应量 M_0 、 M_1 、 M_2 和基础货币与国内生产总值(GDP)的关系入手,以相关分析和回归分析作为主要分析方法。

在回归分析之前,我们先利用计量经济学软件 Eview 5 对时间序列 M_0 、 M_1 、 M_2 以及 GDP 进行单位根检验,看其是否具有平稳性。检验结果证明,除 M_2 是平稳序列外, M_0 、 M_1 、GDP 都是非平稳的。因此,有必要对所选择的全部时间序列进行协整性检验。我们采用检验残差序列平稳性的方法,检验结果表明, M_0 、 M_1 、 M_2 与 GDP 之间的关系都是协整的,回归结果可靠。

	货币供应量与国内生产总值							单位:亿元
表 1	广义货币 M_2	货币 M_1	通货 M_0	活期存款	居民活期存款	准货币	基础货币(B)	国内生产总值
1985	5 198.9	3 340.9	987.8	2 353.1	1 622.6	1 858.0	1 968.5	8 989.1
1986	6 720.9	4 232.2	1 218.4	3 013.8	2 237.6	2 488.7	2 443.5	10 201.4
1987	8 330.9	4 948.6	1 454.5	3 494.1	3 075.3	3 382.3	2 819.1	11 954.5
1988	10 099.8	5 985.9	2 134.0	3 851.9	3 801.5	4 113.9	3 740.0	14 922.3
1989	11 949.6	6 382.2	2 344.0	4 038.2	5 146.9	5 567.4	4 544.8	16 917.8
1990	15 293.7	7 608.9	2 664.4	4 964.5	7 034.2	7 684.0	5 973.2	18 598.4
1991	19 349.9	9 358.3	3 177.8	6 180.5	9 107.0	8 483.3	7 828.6	21 662.5
1992	25 402.1	15 015.7	4 336.0	10 679.7	9 288.3	10 386.4	9 518.7	26 651.9
1993	31 501.0	18 694.9	5 864.7	12 830.2	11 700.3	12 806.1	13 088.3	34 560.5
1994	44 827.2	20 540.7	7 288.6	13 252.1	21 518.4	26 382.8	17 217.8	46 670.0
1995	58 252.0	23 987.1	7 885.3	16 101.8	29 662.2	34 264.9	20 759.8	57 494.9
1996	73 613.0	28 514.8	8 802.0	19 712.8	38 520.8	45 098.2	26 888.5	66 850.5
1997	88 970.5	34 826.3	10 177.6	24 648.7	46 279.8	54 144.2	30 632.8	73 142.7
1998	102 297.6	38 953.7	11 204.2	27 749.5	53 407.5	63 343.9	3 128.0	76 967.1
1999	117 638.1	45 837.3	13 455.5	32 381.8	59 621.8	71 800.8	33 620.0	80 422.8
2000	132 487.5	53 147.2	14 652.7	38 494.5	64 332.4	79 340.4	36 491.5	89 404.0

资料来源: 广义货币 M_2 、货币 M_1 、通货 M_0 、活期存款、储蓄存款、准货币 1985—1998 年数据取自《中国金融年鉴》(1992-1999)经济、金融统计资料“货币概览”; 1999—2000 年数据取自中国人民银行网站(<http://www.pbc.gov.cn>)报告与统计数据“货币概览报表”。

1985-1993 年基础货币数据取自《中国金融年鉴》(1992-1994)经济、金融统计资料“中国人民银行资产负债表”金融机构负债、货币发行与其他存款的汇总数; 1994—1998 年数据取自《中国金融年鉴》(1995-1999)经济、金融统计资料“货币当局资产负债表”储备货币项目; 1999—2000 年数据取自中国人民银行网站报告与统计数据“货币当局资产负债表”储备货币项目。

1986-1999 年国内生产总值数据取自《中国统计年鉴》(2000); 2000 年数据取自国家统计局网站(<http://www.stats.gov.cn>)。

M_0 与 GDP 的回归方程为: $Y_0 = 6.2836X + 2622.5$, 其相关系数为 $r = 0.989$

M_1 与 GDP 的回归方程为: $Y_1 = 0.6556X + 10151$, 其相关系数为 $r = 0.983$

M_2 与 GDP 的回归方程为: $Y_2 = 1.7564X + 5683.3$, 其相关系数为 $r = 0.980$

基础货币 B 与 GDP 的回归方程为: $Y = 1.9739X + 13740$, 其相关系数为 $r = 0.834$

对 3 个回归模型回归参数进行显著性检验——t 检验, 设定显著性水平 $\alpha = 0.05$, 根据下面的公式:

$$t = \frac{\hat{\beta}}{\sqrt{S^2 \frac{1}{\sum(x_i - \bar{x})^2}}} = \frac{\hat{\beta}}{S_{\hat{\beta}}}$$

计算出 M_0, M_1, M_2 模型的 t 统计量分别为 4.5940563056, 18.5976678901 和 20.27530, 大于 $t_{0.025}(14)$, 表明 M_0, M_1, M_2 对 GDP 有显著影响, t 检验的结果支持我们的回归分析。

因为在一元回归情况下, 对参数的显著性检验 (t 检验) 与对回归总体先行的显著性检验 (F 检验) 是等价的, 所以在此不做 F 检验。

从三个回归方程可以得出, M_0, M_1, M_2 与 GDP 的相关系数依次为 0.989, 0.983, 0.980, 而 M_0 每增加 1 亿元, 会引起 GDP 增加 6.2836 亿元; M_1 每增加 1 亿元, GDP 增加 0.6656 亿元; M_2 每增加 1 亿元, 对 GDP 的贡献为 1.7564 亿元。从上述数据来看, M_0, M_1, M_2 与 GDP 都具有很强的相关性, 其增长的方向与 GDP 的增长方向大致相同, 只是拉动力度不等。另外, 基础货币与 GDP 也有较强的相关性, 即相关系数为 0.834。

2. 货币供应量增长率与 GDP 增长率

我们以同样的研究方法, 分析货币供应量增长率与 GDP 增长率的关系。

M_0, M_1, M_2, GDP 增长率非平稳序列, 但通过了协整性检验。回归和相关分析结果如下:

M_0 与 GDP 的回归方程为: $y = 0.5092x + 0.5509$, 其相关系数为 $r = 0.644$

M_1 与 GDP 的回归方程为: $y = 0.2459x + 0.8623$, 其相关系数为 $r = 0.328$

M_2 与 GDP 的回归方程为: $y = 0.7731x + 0.2072$, 其相关系数为 $r = 0.764$

同样, 给定显著性水平 $\alpha = 0.05$, 对模型进行 t 检验。三个方程 t 值分别为 2.471629, 0.654444 和 3.642142, M_1 增长率对 GDP 增长率没有显著影响, 而 M_0, M_2 增长率对 GDP 增长率的影响比较显著。t 检验结果能够支持我们的分析, 即 M_0, M_2 增长率对 GDP 增长率影响较大, M_1 增长率对 GDP 增长率影响较小。

以上两项分析表明, 从绝对量和相对量角度分析, M_0 和 M_2 与 GDP 的相关程度是相同的。但从相对量看, M_1 与 GDP 的相关关系不明显。各层次货币供应量对 GDP 有一定的影响, 但程度不同。其中, 绝对值 M_0 最大, 相对值 M_2 最大。

3. 货币供应量增长率与商品零售物价指数

我们再以同样的研究方法, 分析货币供应量增长率与商

品零售物价指数 (RPI) 的关系。之所以选择商品零售物价指数作为相关分析的一个变量, 是因为它可以反映零售价格水平变化的趋势和程度, 以此可以研究居民生活水平变化情况以及消费市场动态。

M_0 与 $RPIM_1$ 与 $RPIM_2$ 与 RPI 非协整, 他们之间没有长期的稳定关系, 与相关分析结果一致, 回归结果不具解释性。

M_0 与 RPI 的回归方程为: $Y_0 = -1.5478x + 4.0058$, 相关系数为 $r = 0.210$

M_1 与 RPI 的回归方程为: $Y_1 = -0.2958x + 2.51$, 相关系数为 $r = -0.044$

M_2 与 RPI 的回归方程为: $Y_2 = 1.0309x + 0.8834$, 相关系数为 $r = 0.108$

三个方程 t 值分别为 -1.697021、-0.783290 和 -0.697326, 在给定显著性水平 $\alpha = 0.05$ 下的 t 检验证明, M_0, M_1, M_2 对物价指数都没有显著的影响。

表 2 货币供应量、国内生产总值与商品零售物价指数

	M_0	M_1	M_2	GDP	RPI
1985	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
1986	1.23	1.27	1.29	1.13	1.07
1987	1.19	1.17	1.24	1.17	1.14
1988	1.47	1.21	1.21	1.25	1.36
1989	1.10	1.07	1.18	1.13	1.60
1990	1.13	1.19	1.28	1.10	1.65
1991	1.20	1.23	1.27	1.16	1.71
1992	1.36	1.60	1.31	1.23	1.82
1993	1.35	1.25	1.24	1.30	2.08
1994	1.24	1.10	1.42	1.35	2.59
1995	1.08	1.17	1.30	1.23	3.03
1996	1.12	1.19	1.26	1.16	3.28
1997	1.16	1.22	1.21	1.09	3.37
1998	1.10	1.12	1.15	1.05	3.34
1999	1.20	1.18	1.15	1.04	3.30

说明: RPI1986-1999 年数据取自《中国统计年鉴(2000)》, 2000 年数据取自国家统计局网站 (<http://www.stats.gov.cn>), 其他数据根据表 1 数据计算而得。

表 2 统计数据以图 1 表示, 可以清晰地看到其增长与变化的轨迹和趋势。

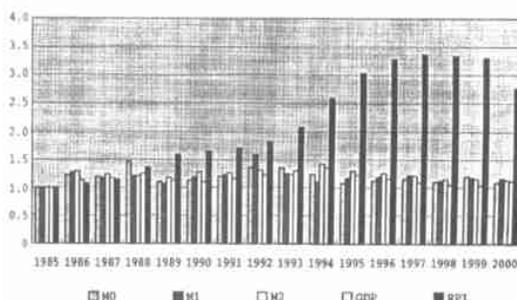


图 1 货币供应量、国内生产总值与商品零售物价指数增长变化图

通过以上分析, 我们不难看出, M_0, M_1, M_2 和 GDP 具有较强的相关性, 而与 RPI 相关性较弱。虽然从相对增长量的角度来看, M_2 导致 GDP 的增长量最小, M_1 导致 GDP 的增长量最大; 从绝对数的角度来看, M_0 对 GDP 的增加贡献最大, M_2 对 GDP 的增加贡献最小。

二、货币供应量的可控性

由于 M_0 具有很强的流动性,并且中央银行又拥有对现金的发行权,因此,它的可控性很高。但是,中央银行对现金发行的控制只是处于被动的地位,要受制于经济活动主体的需求状况,而且存在着明显的滞后性。一般来说,一个国家经济越开放,其对现金使用的控制也就越难。所以从这一角度讲, M_0 并不是中央银行对货币供应量调控的最佳目标。

M_1 和 M_2 由 M_0 加各种形式的存款构成,流动性较差,而存款的多少又要取决于各经济实体的能力和主观愿望以及利率的高低,因此,中央银行在控制上存在着很大的难度,其不易测得,所以它们并不是中央银行直接调控货币供应量的理想手段。

三、货币供应量的可测性

通过以上的分析可以看出,对货币供应量的直接调控存在着一定的难度,因此,其可测性就有一定差距,所以就需要用基础货币和货币乘数来补充和修正。即在某年度货币供应量目标一定的条件下,通过测定一定时期的货币乘数,再确定此期间对基础货币的调节量,以达到间接调控货币供应量的目的。

运用货币供给模型测定货币乘数。

表3 广义货币、基础货币与货币乘数

单位: 10 亿元

	广义货币	基础货币	货币乘数
1985	5 198.9	1 968.5	2.64
1986	6 720.9	2 443.5	2.75
1987	8 330.9	2 819.1	2.96
1988	10 099.8	3 740.0	2.70
1989	11 949.6	4 544.8	2.63
1990	15 293.7	5 973.2	2.56
1991	19 349.9	7 828.6	2.47
1992	25 402.1	9 518.7	2.67
1993	31 501.0	13 088.3	2.41
1994	44 827.2	17 217.8	2.60
1995	58 252.0	20 759.8	2.81
1996	73 613.0	26 888.5	2.74
1997	88 970.5	30 632.8	2.90
1998	102 297.6	31 280.0	3.27
1999	117 638.1	33 620.0	3.50
2000	132 487.5	36 491.5	3.63

说明: 广义货币与基础货币数据来源同表1, 货币乘数数据系笔者计算。

表3统计数据以图2表示,可以清晰地看到其增长与变化的轨迹和趋势。

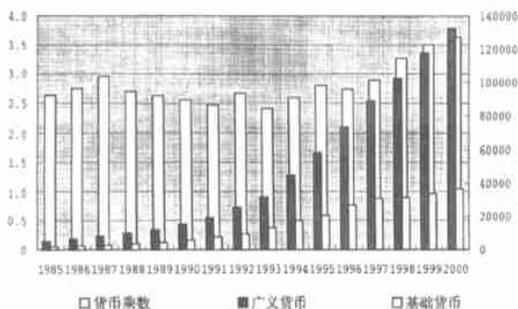


图2 广义货币、基础货币与货币乘数增长变化图

货币乘数(K)变动的区间范围(95%的把握程度计算)

为:

$$2.4 \sim 3.6$$

根据1985—2000年的情况估计,我国货币乘数大概在2.4~3.6之间,其可靠程度为95%。

通过上述的分析可以看出,虽然 M_0 、 M_1 、 M_2 和GDP及RPI都具有较强的相关性,但是由于存在现金难以控制, M_1 、 M_2 不易测得的缺点,所以货币供应量并不是中央银行宏观调控的最佳中介目标。

四、货币供应量与经济结构

货币政策本质上是通过货币总量控制以影响社会总供给的政策。这种政策的有效性,决定于合理的经济结构、健全的经济行为、有效的经济社会管理、灵敏的市场机制。

但是从我国的现实情况来看,在1997年以后经济和金融的运行就进入了一个新的转折点,货币供应量中的 M_0 、 M_1 开始上升,而经济增长幅度仍然缓缓下降,许多商品供大于求,电力运输利用率下降,部分企业开工不足,物价趋于零指数甚至为负指数,一部分工人下岗,企业技术筹备乏力,产品恶性削价竞争,企业亏损面进一步扩大,少数企业和金融机构发生了支付困难,等等。1997年东南亚金融危机爆发以后,这些问题更加突出。

在成熟的市场条件下,这些表现就是通货紧缩时期典型的经济现象。但是,中国处于经济体制转轨时期,经济发展水平和经济运行方式同发达国家有显著差别,在宏观上把当前的经济和社会问题归结于货币紧缩,这不一定是真正的病因,可能误诊误治,导致新的危机。

从前面的数字与分析,我们可以看到,当前的货币供给总量并不紧,完全可以满足现实经济运行的需要。核心问题是经济循环不畅,货币分布结构不适应,金融传导工具过于呆板,金融市场秩序和社会信用观念存在严重缺陷。这就使得微观经济中的货币紧缩和宏观经济中的货币总量偏多同时出现,并且供需不足的矛盾也时有发生,而简单的通过增加贷款,开发消费信贷,降低利率,核销呆账,未必是解决问题的最佳途径。而是要从宏观回到微观来,即从调整我国金融体制的不足以及经济结构的不平衡来下手,由正确的货币政策和相关的经济政策加以疏导。

五、货币供应量与未来货币政策

应当减少间接融资,加大直接融资的力度,在通货膨胀保持较低水平的情况下,通过降低利率使活期存款转化为 M_0 的货币,一部分用来扩大消费,另一部分通过证券市场作为直接投资进入企业。

“九五”期间,我国 M_1 与 M_2 计划安排的增长率为18%与23%左右。但到1997年底, M_1 与 M_2 的名义增长幅度分别为22.14%与19.58%,其中 M_2 远低于目标增长率。在考虑到经济周期因素的影响外,证券市场的进一步发展,应是引起货币供应量增长率下降的一个因素。证券市场发展对我国货币供应量的影响首先通过利率开始起作用。这个利率不仅包括银行存款利率,也指股票市场上非货币金融资产的收益率。在改革初期,货币需求主要出于交易动机,人们由于收入水平较低以及投资渠道单一,利率对居民的货币供应量影响不大,但目前情况已有很大变化;利用各种(下转第84页)

大的现象,我们应积极地采取各种有效措施,加大整顿力度,通过多层次和规范化的运作,使其有效地发挥市场价格发现、分散风险、优化资源配置和宏观金融调控的作用。

首先,在对证券市场的监管上,应转变思路。以往,我国对上市公司质量的保证主要是靠对上市的审批来实现的,也就是通常所说的“一次性入门资格监管”。实践证明,这种方式不仅效果不佳,而且可以说,目前上市公司风险转化为系统风险的原因恰恰在于此。因此,对证券市场的监管思路应从上述思路转变为“连续性行为规范监管”,对上市公司和券商等市场参与者的行为规范进行不间断的连续监管。其次,在进入资格上,对拟上市的公司和拟成为券商、基金等的参与者的“潜在进入者”应消除偏见,采用同一标准,更多地引入产权清晰、政企关系清楚、社会负担小的民营企业上市,实现公平竞争。

在证券市场的运作上,应强化市场的公平性和透明性,查处各种“坐庄”、勾结非合规资金流入、操纵市场、“私募基金”和其他非法违规行为。在经营模式上,即使在短期内难以确立合理的混业经营模式,也应研究与建立银行、保险和证券市场之间合规的资金通道,至少使混业业务渗透和资金渗透变得更有规则,更加透明。

在证券市场的发展模式上,应尽快改变庞氏骗局引起的“下线资金推动型股价上涨”的泡沫式发展模式,因为如果容忍这种模式的发展,将进一步加大市场的不稳定性,证券市场的欺诈性和剥夺性将进一步加剧,金融风险将更大。笔者认为,应从保护中小投资者的利益入手,一步一步地使证券市场走向依靠上市公司业绩获利的健康发展模式。

转变证券市场发展模式的另一个方面是丰富金融工具品种,建立规范的场外交易市场,实行多品种、多层次的证券交易机制。应逐步建立做空机制和更灵活的期权、期货市场,增加债券品种,给投资者提供更多更灵活的管理和规避风险的金融手段。另外,应建立规范的场外交易市场,这样做,有利于将私募纳入法规的框架,增加场外交易的透明度。

(四)完善金融法规,加快金融监管标准与国际标准的接轨,加强我国金融监管机构之间以及与国外金融管理机构之

间的合作

当务之急,应根据我国金融市场开放和发展的新形式,对我国现有的金融法律法规进行全面的检讨,通过废、改、立,尽快建立有效而完善的金融法规体系,以满足对金融业实现有效监管的要求。比如,对国内金融业已存在的业务渗透和资金渗透,就应区分哪些对金融市场发展是有害的,哪些有利于金融市场的发展,尤其对提高国内金融机构的竞争力有所帮助。对前者明确其违法性质,加重处罚力度,对后者则承认其合法性,并将其纳入法律法规的规范之中,并依法对这些新业务进行监管。

在完善我国的金融法规体系的过程中,应注意和加快监管标准与国际标准的接轨。加入WTO后,我国融入全球金融一体化的进程将进一步加快,如果监管标准不能与国际接轨,就只能游离于国际金融风险防范体系之外,且无法跟上国际标准发展的步伐,对发展迅速、业务广泛而复杂的外资金融机构就难以进行有效地监管,从而难以真正起到防范风险的作用。

在金融监管的过程中,应加强国内外金融监管机构之间的合作。一是,应加强国内三家监管机构的联席会议制度,加大信息共享、监管配合的力度,并随着我国混业经营模式的发展,逐步过渡到合理的混业监管的模式。二是,国内监管机构应加强与国外及国际金融管理机构之间多层次、全方位的合作。只有这样,才能对金融市场实行有效监管,切实保证我国的金融安全。

注释:

《中国证券报》,2000-07-27。

《证券市场导报》,2000年7月号,57页。

《金融与保险》,2000(6),115页。

庞氏骗局是指投资上的一种现象,其名称来源于一个叫查尔斯·庞氏的美国人,其实是将下一轮投资者的投资作为投资收益支付给上一轮的投资者,依次类推,使卷入的人和资金越来越多。

(作者单位:北京航空航天大学 北京 100083)
(责任编辑:M)

(上接第80页)资产组合来保全自己的财富,即投机动机开始变得不可忽视。1996年两次降息后,1997年第1季度 M_2 的增幅为23.3%,而前两个季度分别为25.2%和26.8%,降息的结果使货币流向证券市场以获得更高的收益。

因此,对于广义货币供应量 M_2 的发行,就不得不考虑证券市场等其他市场的因素。尤其是当 M_2 越来越大时,如何制定货币政策的中介目标的合理波动区间就变得尤为重要了。应该注意的是,在市场不完善的条件下,规范市场比增加货币供给更为重要。同时,还应全力培育和发展货币市场,尤其是票据市场,通过票据流通来融资,建立商业票据承兑贴现为主导的短期融资市场,远比增加几千亿贷款或增加货币供应量更为重要。

通过以上分析,我们不难看出,货币供应量作为中央银

行调控经济的传统中介目标,从理论上讲有其不可替代的作用,同时,在实践中其作用也十分显著。就我国近些年的情况来看,货币供应量对我国经济的持续增长及物价的稳定做出了重要的贡献。但是,在通货膨胀被控制住以后,在低利率的货币政策运行了一段时间以后,我国经济当中的一些深层次的矛盾就显现出来。这些矛盾并没有在货币供应量上得到应有的反映,也无法单靠货币供应量调节和解决。这说明,货币供应量作为中央银行宏观调控的中介目标,到了应该改革的时候了。

(作者单位:首都经济贸易大学 北京 100070)
(责任编辑:N)