第 34 卷 第 6 期　　财经研究　　Vol. 34 No. 6
2008 年 6 月　　Journal of Finance and Economics　　Jun. 2008

货币供给的制度内生与需求内生实证研究*

王国松

（上海大学 国际工商与管理学院，上海 201800）

摘　要：文章分别从基础货币投放的被动性、金融机构的“有价证券与外汇”资产渠道以及利率渠道对我国货币供给的内生性进行了实证研究。研究表明：我国货币供给具有较强的内生性，主要表现为基础货币供给的制度内生和信贷供给的需求内生。为提高当前紧缩性货币政策的有效性，货币当局必须稳定人民币汇率升值预期，提高法定存款准备金率、提高贷款利率尤其中长期贷款利率水平，以此削弱货币供给的制度内生和需求内生。

关键词：货币供给的内生性；基础货币供给的制度内生；信贷供给的需求内生

中图分类号：F822.2　**文献标识码**：A　**文章编号**：1001-9952(2008)06-0051-11

一、引　言

自 2003 年第 1 季度始，我国 CPI 结束了同比负增长而呈现出持续的正增长态势，标志着我国经济运行正式走出了通货紧缩之周期，国民经济运行重新步入快速发展的轨道。但在经济高速增长的同时，我国经济运行中的高投资、国际收支“双顺差”以及通货膨胀压力趋于增大等诸多问题也日趋突出与严重，紧缩性货币政策的有效性与货币供给的可控性已成为社会各界关注的焦点问题。

以弗里德曼为代表的现代货币数量论认为，货币供给是中央银行控制的外生变量，主张以货币供给量作为货币政策的中介目标，“单一规则”作为货币政策的执行规则。但后凯恩斯学派认为，货币供给是内生的经济变量，内生成因主要源于制度内生、负债管理内生、开放经济内生和财政内生。

后凯恩斯学派的迁就主义者（Accommodationists）认为，货币供给的变动完全为信贷驱动所致，是由银行信贷需求决定的内生变量；银行信贷供给增加，迫使货币当局为维系银行流动性而被动地适应银行准备金的需要而增加基础货币供给。温特劳布（Weintraub，1978）认为，货币供给的内生性是政府为避免失业增加而被动增加的货币供给。卡尔多（Kaldore，1978）认为，中央

收稿日期：2008-03-05

基金项目：上海市哲学社会科学“十一五”规划项目（2006BJL009）

作者简介：王国松（1968－），男，安徽滁州人，上海大学国际工商与管理学院教授。

银行的最后贷款人职责是保证金融部门的偿付能力，在既定的利率水平上货币供给直接随着公众持有现金或银行存款的变化而变化，而不能够独立于货币需求的变化。莫尔(Moor,1988)认为，利率是由中央银行决定的外生变量，在既定利率水平上，中央银行只能满足商业银行的贷款需求，而商业银行的贷款规模是由公众的贷款需求所决定的，货币供给曲线在既定利率水平下是水平的，货币供给是由货币需求决定的内生变量。但以 Arestis 和 Howells (1996)、Pally(1994)、Lavoie(2003)为代表的结构主义者(Structuralists)认为，货币供给的内生性源于货币当局对于货币需求的被动适应和银行的负债管理活动。他们认为，即使货币当局拒绝满足准备金增加要求，银行仍可以通过其资产负债业务的创造来满足贷款需求的增加，货币供给曲线因此而渐渐地转为水平状。

除此之外，克瑞斯特(Crist,1968)、布林德和索洛(Blinder 和 Solow,1973)等人指出，如果政府通过货币化融资弥补财政赤字，货币供给就具有了财政内生性。蒙代尔—弗莱明模型(Mundell,1968;Fleming,1962;whitman,1975)表明，在固定汇率制下，货币当局为维持稳定汇率而被动地增减基础货币供给，使货币供给具有开放经济内生性。帕雷(Pally,2001)指出，在浮动汇率制下货币供给的开放经济内生性主要是通过放款渠道实现的，出口需求的增加促进了出口部门投融资需求，由此导致国内货币供给的增加。

国内学者认为，我国基础货币内生性主要源于中央银行对再贷款的调控缺乏主动性(谢平、俞乔,1996)、再贷款结构不合理、基础货币投放受制于外汇供求以及公开市场操作缺乏协调性(朱胜豪,1999)、政府和企业的数量扩张冲动造成信贷需求膨胀而形成的“倒逼机制”(宁咏,2000)。此外，黄燕芬、顾严(2006)从央行的资产负债表出发，考察了1998年取消信贷规模管制后基础货币的主要来源，认为国外净资产、对银行机构债权、对政府债权、政府存款和央行债券构成了基础货币的主要来源[①]。同时，国内学者对我国各层次的货币供给内生性进行实证检验，得出我国各层次的货币供给具有内生性(万解秋、徐涛,2001;孙杰,2003)，认为货币供给内生性的主要原因是企业投资软约束和中央银行为最后贷款人而形成的“倒逼机制”，外汇占款导致的基础货币扩张缺乏自主控制能力(魏巍贤,2000)，货币政策支持经济增长效率受到体制变迁和制度变化的强烈约束(万解秋、徐涛,2001)，由于银行和居民对经济作出的反应改变了货币乘数和中央银行对货币供给总量进行控制的能力(孙杰,2003)。

从上述文献可以看出：(1)国内外关于货币供给内生性的研究，主要是从某一个视角论证货币供给的内生性，缺乏系统性研究；(2)国内外关于货币供给内生性研究，很少涉及货币供给的传导渠道，而传导渠道恰恰反映了银行和非银行公众的货币需求行为对货币供给的影响。基于此，本文尝试从货币供

给的源头——基础货币供给和货币政策传导过程完整地分析与检验我国货币供给的内生性。

二、我国货币供给的制度内生和需求内生分析

(一)我国基础货币供给内生性的制度成因分析

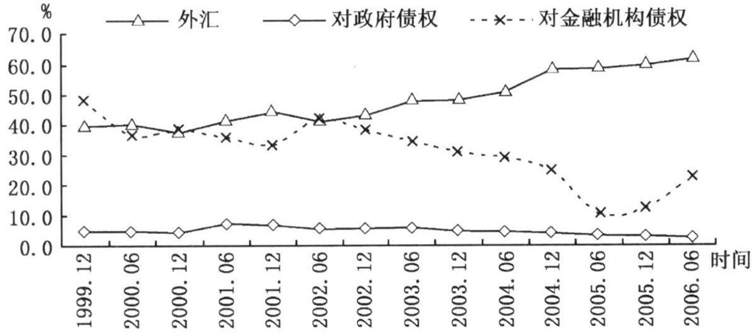
从基础货币来源来看,基础货币是货币当局对社会公众的净负债,是由存款性金融机构的准备金和流通中的现金构成,从基础货币的运用来看,基础货币是货币当局的资产运用。在其他负债不变的条件下,资产项目的增加必然导致基础货币增加,反之则减少。

从基础货币的投放渠道分析货币供给的内生性,实质上是分析货币当局资产业务的被动性和主动性。如果货币当局由于制度性原因而导致资产业务被动改变,说明基础货币供给存在制度内生,货币供给在一定程度上是内生的。这种资产业务制度性的被动改变,通常发生于以下3种情形中:一是固定汇率制度下,货币当局为履行其汇率稳定义务而被迫在外汇市场上进行直接干预;二是为弥补巨额的财政赤字而被迫向政府透支或直接购买政府债券,从而形成政府的"赤字货币化"或"债务货币化";三是由于政府出于防止失业率过高而施加政治压力,或货币当局为维系金融机构体系稳定而被迫承担"最后贷款人"角色。正是由于上述原因的存在,致使基础货币表现出较强的制度性内生。

1994年我国政府实施了人民币汇率制度的改革,确立了"以市场供求为基础、统一的、有管理的浮动汇率制度",但是在东南亚金融危机爆发之后,人民币汇率制度逐步演化为事实上的钉住美元的固定汇率制度。近年来由于我国经济的持续高增长,再加之美国、日本等国政府政治干预与经济施压,人民币汇率的市场升值预期逐渐强化,大量国际游资通过各种渠道进入我国,由此而形成我国国际收支持续的双顺差。为维系人民币汇率的稳定,我国货币当局加强了外汇市场直接干预力度,致使货币当局的资产结构产生显著的变化,即国外资产尤其是外汇资产所占比重逐年攀高,由1999年12月份的39.8%上升到2005年6月末的59.1%;2005年7月21日的人民币汇率制度的再次改革未能够遏制人民币汇率升值的市场预期,外汇资产的比重依旧逐渐上升至2006年6月末的62.3%(见图1)。由此可见,人民币汇率制度已经严重制约货币当局的货币政策的独立性和基础货币投放的主动性,货币政策对内外经济均衡的调控难度将会伴随市场对人民币升值预期的强化而增大。

为了进一步验证人民币汇率制度对货币当局的资产结构以及基础货币供给可控性的影响,本文以人民币兑美元的期末中间汇率(RMB/100USD)为解释变量,以货币当局的外汇资产(FEA)为因变量,通过SPSS统计分析软件,对1999年12月至2006年6月末的人民币兑100美元的期末中间汇率和货

币当局的外汇资产之间的月度数据进行曲线估计(本文主要依据各模型统计分析所得出的相关系数、t 检验与 F 检验显著水平以及曲线拟合的优劣程度而决定模型的取舍,其中 ** 表示显著性水平≥0.05),发现两者之间存在较为显著的线性相关。统计检验和线性拟合结果分别如方程(1)和图 2 所示:



资料来源:中国人民银行网站。

图 1　中国人民银行主要资产业务结构的变化

$$FEA = 14649.3066 - 1739.3851(RMB/100USD) \quad (1)$$
$$(11.992^{**}) \qquad (-11.738^{**})$$

其中,$R=0.8009$,$R^2=0.6415$,$\bar{R}=0.6369$,$S.E.=105.8318$,$F=137.7871^{**}$。

针对人民币汇率因素所引致的基础货币投放的被动增加,我国货币当局采取了对应的冲销举措。但是由于货币当局对金融机构的债权、对政府部门的债权在其资产结构中所占比重相对缩减,致使货币当局通过减少其他资产业务方式进行冲销干预的空间相对缩小。为此,我国货币当局从负债业务着手,通过发行央行票据、主动负债和提高法定存款准备金率回笼基础货币、降低金融机构的可用准备金,以抑制金融机构的信用扩张。但是由于银行票据的短期性、还本付息之特点,央行票据回笼基础货币呈现出短期紧缩性效应以及到期偿还时的扩张性特征,而人民币持续的升值预期使得央行票据始终面临巨大的"循环扩张发行"之压力;此外,银行票据发行不仅增加冲销干预的成本,同时其发行成功与否也存在一定程度上的被动性,由此而

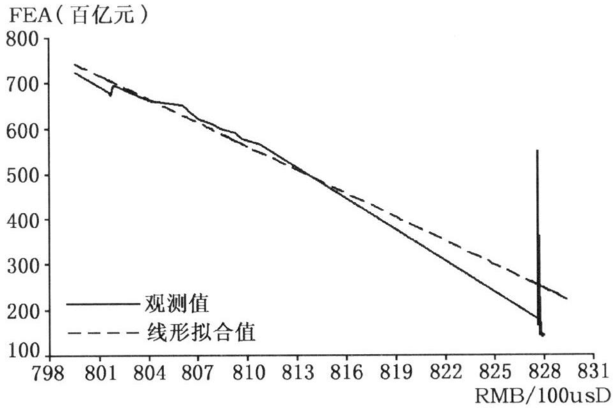


图 2　货币当局的外汇资产与 RMB/100USD 的期末中间汇率相关性的线性拟合

导致现实操作中出现“定向发行”的举措。由此可见,在现行经济体制和经济运行状况下,为增强冲销效果、降低冲销成本,货币当局更应采用法定准备金政策,即在提高法定存款准备率的同时,应提高法定存款准备金和超额准备金的利率水平,而不是降低金融机构在央行的存款利率水平,以此抑制金融机构的信用扩张能力和冲动性。

(二)基于资产渠道的我国信贷供给的需求内生分析

近年来,为了抑制固定投资增长过快,中央银行采取了一系列紧缩性的货币政策,信贷投放过快有所抑制。据统计,2003 年的信贷余额同比增幅达到 21.1%,2004 年、2005 年同比增幅有所下降,分别为 12.1%和 13.0%,2006 年第 1 季度和第 2 季度的同比增幅 14.7%和 15.2%。同时金融机构的“存贷差”也在逐年攀升,由 2003 年 39623.5 亿元增加到 2006 第 2 季度末的 121110.3 亿元,增加了 3 倍多[②]。

如果按照传统的货币政策传导机制理论分析,货币政策在调控金融机构信用扩张方面应该说比较成功。但是我国固定资产投资同比增幅并没有明显下降,2002 年、2003 年、2004 年、2005 年同比增幅分别为 16.9%、27.7%、26.6%和 25.7%,2006 年上半年则高达 29.8%。伴随着货币当局紧缩性政策的实施,为什么固定投资会保持如此高的增幅?其“资金之谜”源于何处?对此传统货币政策传导理论难以解释,需要从一个全新的传导途经予以解释。

传统的货币政策的“利率渠道”传导理论忽视了利率变动对金融中介的影响,忽视了金融中介在货币传导过程中的能动作用,而“货币渠道”传导理论和货币内生性说均肯定了金融中介在货币政策传导过程中的能动性。后凯恩斯主义的“迁就主义论”和“结构主义论”均认为货币供给内生性源于银行的信贷需求(Pally,2002)。其中,迁就主义论认为,货币供给绝对是信贷驱动(Credit Driven)所致,中央银行在货币供给方面处于一个被动、迁就的处境;结构主义论从银行资产负债管理活动揭示货币的内生性,认为即使中央银行拒绝采取迁就性的增加,银行也会通过自己的信用创造活动满足部分信贷需求。由此可见,货币政策的调控效应如何,金融机构起到十分关键的能动作用。

在紧缩性货币政策的实施阶段,金融机构是否进行信用扩张,取决于市场需求和其自身融资成本、投资收益和流动性状况。如果市场需求旺盛、融资相对低廉,那么货币当局即使采取紧缩性的信贷投放遏制措施,金融机构也会通过其资产渠道进行信用资金投放,满足社会资金需求。从近年来我国金融机构的资产负债表就可以发现该渠道的存在:一方面,我国居民储蓄、企业存款均保持较高的增幅,而存款最高利率管制确保了我国金融机构能够以较低的融资成本融入大量资金,资金来源稳定而充足,存在显著的过剩流动性;另一方面,金融机构为防止货币当局出台更为紧缩的货币政策,在信贷投放增幅有

所控制的同时,我国商业银行并未表现出"结构主义论"的负债管理行为,而是通过其他资产渠道——证券投资和外汇占款渠道为社会输入大量银行资金,这就是为什么在信贷增幅相对有所降低、银行存贷差逐年扩大的情形下,固定资产投资仍保持快速增长的重要原因所在。

金融机构的存贷差增大,说明金融机构通过信贷资金投放增速相对减缓,但是是否意味着社会信用供给量和货币供给量也将随之减少?为检验金融机构的存贷差(DDL)与货币供给量之间的相关性,本文分别以货币供给量 M_1 和 M_2 作为因变量,以金融机构的存贷差(DDL)作为自变量,选取1999年12月—2006年6月期间的月度数据对两者的相关性进行了曲线估计,发现Quadratic模型能够较好地揭示两者的相关性。相关性回归检验结果和曲线拟合程度分别如方程(2)、方程(3)和图3所示:

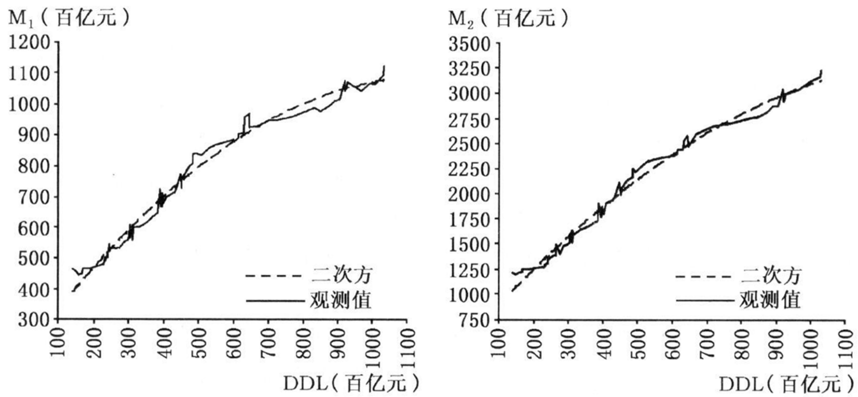


图3 金融机构的存贷差与货币供应量之间相关性的曲线拟合

$$M_1 = 185.3762 + 1.5598(DDL) - 0.0007(DDL)^2 \quad (2)$$

(11.605^{**}) (24.168^{**}) (-12.227^{**})

其中,$R=0.9901$,$R^2=0.9802$,$\bar{R}=0.9797$,S.E.$=28.8625$,$F=1880.9583^{**}$。

$$M_2 = 511.0938 + 3.954(DDL) - 0.0014(DDL)^2 \quad (3)$$

$(12.923^{**})(24.746^{**})$ (-10.051^{**})

其中,$R=0.9932$,$R^2=0.9864$,$\bar{R}=0.9860$,S.E.$=71.4555$,$F=2748.6010^{*}$。

由方程(3)和图3可以发现,金融机构的存贷差与货币供给量 M_1 和 M_2 之间存在较为显著的正向曲线相关,由此可见,存贷差的增加并不意味着金融机构对社会资金供给量的减少,反而是供给增加。那么金融机构不是通过信贷资产渠道投放资金,又是通过何种渠道投放资金?通过对金融机构资产负债表的分析发现,在金融机构存贷差增加的同时,金融机构有价证券投资余额、外汇占款等资产业务也同时随之增加,说明金融机构在存贷差快速增加的同时并未持有过高的超额准备金率,而是通过有价证券投资、外汇占款等资产

渠道及时释放过多的准备金,以此提高资金使用效率和分散资产风险,存贷差之谜由此而揭开。

为了检验我国金融机构的外汇占款和有价证券投资两者的余额(FPI)与存贷差(DDL)之间的相关性,本文以金融机构的存贷差(DDL)作为因变量,以外汇占款和债券投资两者的余额(FPI)作为解释变量,选取1999年12月至2006年6月期间月度数据对两者之间的相关性进行了曲线估计。通过曲线估计发现,Cubic模型能够较好地揭示两者的相关性。相关性回归检验结果和曲线拟合程度分别如方程(4)和图4所示:

$$DDL=-144.7916+0.13645(PFI)-0.0008(PFI)^2+4.0832\times10^{-7}(PFI)^3 \quad (4)$$

$$(-2.889^{**}) \quad (5.399^{**}) \quad (-2.017^{**}) \quad (2.242^{**})$$

其中,$R=0.9951, R^2=0.9902, \bar{R}=0.9899, S.E.=25.1192, F=2541.6031^{**}$。

为了检验我国金融机构的外汇占款和有价证券投资两者的余额(FPI)与货币供应量之间的相关性,在此分别以M_1和M_2作为因变量,以金融机构的外汇占款和有价证券投资两者的余额(FPI)作为解释变量,选取1999年12月—2006年6月期间月度数据对两者之间的关系进行了曲线估计。通过曲线估计,发现Quadratic模型能够较好地揭示两者的相关性。相关性回归检验结果和曲线拟合程度分别如方程(5)、方程(6)和图5所示:

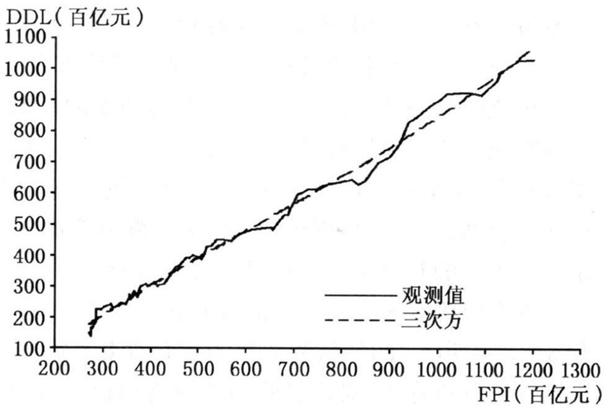


图4 金融机构的存贷差与其外汇占款及证券投资之间相关性的曲线拟合

$$M_1=71.4021+1.5221(FPI)-0.0006(FPI)^2 \quad (5)$$

$$(5.471^{**}) \quad (35.555^{**}) \quad (-18.521^{**})$$

其中,$R=0.9964, R^2=0.9928, \bar{R}=0.9926, S.E.=17.3710, F=5259.6299^{**}$。

$$M_2=238.8916+3.7583(FPI)-0.0011(FPI)^2 \quad (6)$$

$$(7.717^{**}) \quad (37.013^{**}) \quad (-15.229^{**})$$

其中,$R=0.9977, R^2=0.9955, \bar{R}=0.9954, S.E.=41.2015, F=8343.4565^{**}$。

上述实证结果表明,我国货币政策传导渠道呈现出多元化的特征,除了传统的利率传导渠道之外,金融机构的有价证券投资和外汇占款资产渠道也发挥着重要作用,由此而导致货币政策的调控出现了不对称效应,即在金融机构流动性充足的情况下,金融机构可以通过非信贷资产渠道的资产管理行为,为社会提供流动性,金融机构的有价证券投资、外汇资产等资产渠道对紧缩性货

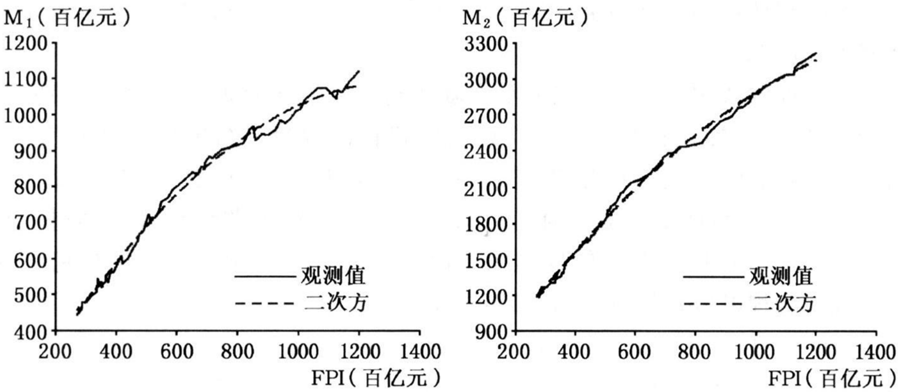


图 5 金融机构的外汇占款及债券投资与货币供应量之间相关性的曲线拟合

币政策具有削弱作用,而对扩张性货币政策具有扩大作用。

(三)基于利率传导渠道的信贷供给的需求内生分析

传统的经济理论认为,投资需求为利率的反函数,因此,提高利率是货币当局抑制投资需求增长过快常用的重要手段。自 2004 年 10 月 29 日至 2006 年 8 月底,中央银行已经连续四次调高利率水平,但是并未能有效遏制固定投资的过快增长,反而呈现出同比增幅不断攀升的态势。为此,有必要对我国固定资产投资的利率需求弹性进行实证分析。

本文以固定投资增长余额(EI)作为因变量,以 1 年期(r_1)、1－3 年期(r_2)和 3－5 年期(r_3)的贷款利率作为解释变量,选取 1985－2005 年期间的年度数据作为分析样本,对两者的相关性进行逐步线性回归检验,发现只有 3－5 年期的利率通过逐步回归,这是由固定资产的资金需求运转周期性所决定的。在此基础上,对两者之间的相关性进行了曲线估计,发现 Quadratic 模型能够较好地揭示两者之间的相关性。线性估计、曲线估计及拟合程度分别如方程(7)、方程(8)及图 6 所示:

$$LN(EI)=11.2222-0.1693r_3 \tag{7}$$

$$(15.963^{**})\quad(-2.403^{**})$$

其中,$R=0.4828$,$R^2=0.2331$,$\bar{R}=0.1927$,$S.E.=0.9924$,$F=5.7737^{**}$。

$$LN(EI)=18.5548-1.826r_3+0.08434r_3^2 \tag{8}$$

$$(-4.741^{**})(4.339^{**})(10.521^{**})$$

其中,$R=0.7907$,$R^2=0.6251$,$\bar{R}=0.5835$,$S.E.=0.7128$,$F=15.0090^{**}$。

上述实证结果表明,对固定资产投资影响较为显著的是 3－5 年期的贷款利率,但是在近年来的利率调整中,如 2004 年 10 月 29 日和 2006 年 4 月 28 日的两次贷款利率调整中,1 年期、1－3 年期、3－5 年期以及 5 年以上的贷款利率均以 0.27 百分点上调,并没有注重各种贷款期限利率的实际调控效应,以至于调控效果并不理想,没有达到抑制固定资产投资增长过快以及房地产

价格涨幅过高的调控目的,反而削弱了居民的相对消费能力,加重了居民预防储蓄心理,这也是我国能够在投资高增长之下仍保持较低的消费物价水平的重要原因之一。货币当局在出台加息政策前,应该仔细分析哪些行业和部门的固定资产投资增长较快,可以有针对性、有选择地调整中长期利率,促使利率政策更加科学有效,既有助于经济结构和产业结构的调整,也有助于调高消费对经济的贡献率。

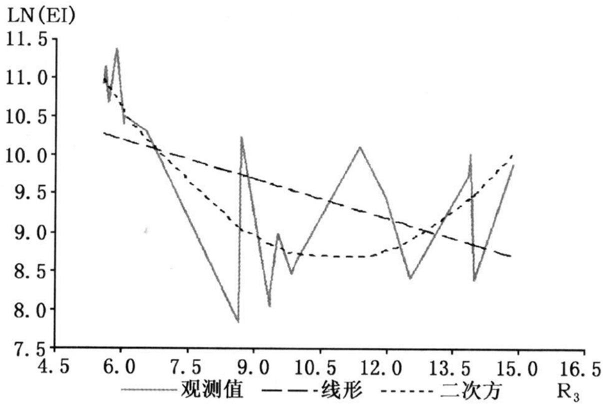


图6 固定资产投资余额对数值与3—5期的贷款利率之间相关性拟合

三、结论与政策建议

通过前文对我国货币供给制度内生和需求内生性的实证研究发现,我国当前紧缩性的货币政策调控效果之所以不理想,主要缘于以下三方面:

第一,由于为维系人民币汇率稳定而导致外汇市场基础货币投放过多,从而加大货币政策调控内部经济失衡的难度。货币当局的国外资产快速增加,压缩了通过其他资产业务回笼基础货币的空间,再加之货币当局所持有的对冲工具的缺乏,迫使货币当局以发行央行票据、主动负债的冲销方式回笼基础货币。但是央行票据的短期性、负债性和被动性决定了其冲销效果的暂时性以及到期的扩张性,由此削弱了其冲销效果,同时也产生了“循环扩张发行”的压力以及加大了冲销的利息成本和机会成本。而人民币汇率制度由于种种原因而“不合时宜”的改革,进一步强化了市场的人民币升值预期,增大了货币政策的调控难度和调控成本。

第二,尽管金融机构存在逐年攀升的、巨额的存贷差,但由于金融机构的有价证券投资、外汇占款等资产渠道的现实存在,由此而导致金融机构对社会信用资金供给充足,从而削弱了紧缩性货币政策的调控效果。

第三,由于利率政策的实施缺乏较强的针对性,致使依靠利率调高、抑制固定投资增长过快的调控目标难以实现。目前我国这种不对称加息政策,只是将社会过剩的流动性引向银行部门,而存贷利差的缩小、存款准备金率提高使得银行部门的利润空间缩小、经营成本提高,客观上促使银行部门必须通过各种渠道投放流动性以维持其盈利水平,紧缩性效果由此而被削弱。在当前这种固定投资增长过快、社会长期资金需求旺盛的情形下,这种机械的、缺乏

针对性的利率政策不仅很难达到预期的效果，而且也加重了某些行业、部门和居民的利息负担，强化居民的预防储蓄心理，削弱了居民的相对消费能力，加剧了经济结构和产业结构的失衡。

由此可见，要想改变现行货币政策调控的困境，提高调控效果，应从以下三个方面入手：

第一，必须稳定人民币汇率，削弱人民币升值预期。要做到人民币汇率稳定，货币当局一方面要加大冲销力度，为避免陷入央行票据"循环扩张发行"之困境，央行票据发行必须结合我国经济运行的周期性，适当地加大 1－3 年期的央行票据的发行量；另一方面要充分利用准备金政策，在调高法定存款准备金率的同时，适度提高金融机构在央行的存款利率，削弱金融机构的信用扩张的冲动力和信用创造能力。再辅之以紧缩性的财政支出政策，即减少财政支出尤其是非生产性的财政支出，增加政府在央行的存款，同样也会达到紧缩性的效果。此外，要改革现行的外汇管理制度，实行意愿结售汇制度，逐步放开直接投资资本管制，积极引导、鼓励中国企业走出去，削弱人民币升值压力和金融机构外汇占款，以此减少国内资金的供给。同时应积极主动利用美元相对疲软这一契机，清偿外债，减轻外债负担。

第二，基于货币供给的需求内生，货币当局应灵活地运用货币政策，有保有压，富有针对性、科学性地利用利率杠杆作用合理引导信贷需求、调控经济运行。为此，必须深入研究我国固定资产增长的行业结构和产业结构，对于那些有较高预期投资回报率、且能耗高或投机强的行业或部门，货币当局宜采用选择性的利率政策工具予以调控；针对固定投资增速普遍过快，货币当局的利息政策应更注重结构性调整，加大中长期贷款利率调整幅度。

第三，信贷供给的需求内生和信贷需求利率弹性相对低下的政策含义是，要有效地遏制当前固定资产投资以及房地产价格增幅过快之势头，紧缩性货币政策必须辅之于相应的税收政策，以此削弱信贷需求。当前固定资产增长过快、房产价格上涨幅度过高，与地方政府出于地方利益考虑的"推波助澜"以及我国房地产拥有"金融属性"是密不可分的。在当前商品房存在巨大预期利润空间的情形下，依靠升息以抑制房价高增幅的调控措施不仅没有达到预期的调控目标，反而出现逆紧缩政策而加速上涨之现象，同时紧缩性政策反而加重了购房居民的利息负担，削弱了其相对消费能力。因此，要有效抑制固定资产增长过快、房地产价格居高不下的现象必须要借助不可转嫁的相关税收政策大幅度地削减固定资产投资、投机的利润空间。

注释：

①从来源来看，基础货币是货币当局的负债；从运用来看，是货币当局的资产运用，而黄燕芬、顾严将货币当局的资产与负债都作为基础货币的来源，在理论上值得商榷。

②“贷款同比增幅下降”和“存贷差”的增加并不意味着信贷投放的绝对减少。但是，在银行不断攀高的“存贷差”背后，则是资金的运用，即证券资产和外汇资产的增加，由此而导致资金供给总量增加。数据来源于中国人民银行网站。

参考文献：

[1]夏斌，廖强.货币供应量已经不宜作为当前我国货币政策的中介目标[J].经济研究，2001，(8)：33－43.

[2]万解秋，徐涛.货币供给的内生性与货币政策的效率[J].经济研究，2001，(3)：40－50.

[3]孙杰.货币政策、公司融资行为与货币供给内生性[J].世界经济，2004，(5)：13－19.

[4]黄燕芬，顾严.我国基础货币的来源及央行的调控能力分析：1998－2004[J].管理世界，2006，(3)：21－28.

[5]谢平，张怀清.融资结构、不良资产与中国的 M_2/GDP[J].经济研究，2007，(2)：27－37.

[6]Palley Thaomas I.Endogenous money：What it is and why it matters[J].Metroeconomic，2002，53 (2)：152－180.

[7]Nell Kevin S.The endogenous /exogenous nature of south Africa's money supply under direct and indirect monetary control measures[J].Journal of Post Keynesian Economics，Winter 2000－2001，23 (2)：313－329.

[8]Moore Basil J. Reconciliation of the supply and demand for endogenous money[J]. Journal of Post Keynesian Economics，1997，19 (3)：423－428.

An Empirical Study on the Institution and Demand Endogeneity of Money Supply

WANG Guo-song

(*College of International Business and Management*，*Shanghai University*，*Shanghai* 201800)

Abstract：The paper makes an empirical study on the endogeneity of China's money supply respectively from the views of the passivity of base money supply，the asset of transmission channels of “portfolio investment & foreign exchange”，and the interest-rate transmission channel. It turns out that the money supply is obviously endogenous，revealed in the endogeneity of the base money supply and the demand endogeneity of the credit supply in China. To improve the effect of monetary policy，the authorities should stabilize the revaluation expectation of the RMB foreign exchange rate，raise the ratio of the required reserve，and raise the interest rate of the loans especial the middle-long run loans.

Keywords：endogeneity of money supply；institution endogeneity of base money supply；demand endogeneity of credit supply

（责任编辑　喜　雯）