

中国货币供给、资本形成与经济增长的关系研究

——兼论中国货币政策中介变量选择

徐 强

(北京航空航天大学 经济管理学院,北京 100083)

摘 要:本文对货币供给、实质资本形成与经济增长的一般性数量关系在1993年前后中国经济运行中的表现,进行了相关实证性描述,指出1993年后货币供给存量代替增量支持实质资本形成、准货币 M_{21} 代替狭义货币 M_1 的增长支持经济增长的作用增强;因而在货币政策中介变量的选择上,应以持续推进资本形成与转换的票据及证券化为要领推进资本市场建立,并逐步转向以市场性利率为关键中介变量。

关键词:资本形成;经济增长;中介变量

中图分类号:F820 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2001)08-0003-08

一、资本形成与经济增长的过程机制和理论模式

1. 投资函数与经济增长率方程。原凯恩斯投资函数形式为 $I=I(\text{MEC}, r)$ (1.1),但凯恩斯的资本边际效率 MEC 概念有过份浓厚的心理倾向。实际上,经济增长的关键动力在技术进步,技术与实质资本,和技术与资本生产的产品相对应,实质资本投资需求意愿产生的关键在于,一是资本生产的具体产品所面对的消费者规模的增长;二是这些产品效用对社会需求是否已发生明显效用递减以至投资和生产收益递减;三是从开放经济角度看,也取决于世界市场的规模收益是否诱人。总而言之,投资意愿产生在量度和增长理论中的经济增长潜能(我们可以将经济增长潜能定义为考虑产品需求对其生产收益发生影响后的增长潜能)相一致,即:

$$I=I(G_e[+], r[-]), G_e: \text{经济增长潜能}; r: \text{利率}; [] \text{示意一阶导数符号。} \quad (1.2)$$

实际上投资需求也可以直接写成货币量的函数,即

$$I=I(G_e[+], M[+]) \quad (1.3)$$

由此推断总收入和经济增长率方程:

$$y=I(G_e, M)/s \quad (1.4)$$

$$G_y = \frac{dy}{y \cdot dt} = \frac{\partial I(G_e, M)/\partial M}{sy} \cdot \frac{dM}{dt} - \frac{I(G_e, M)}{s^2 y} \cdot \frac{ds}{dt} \quad (1.5)$$

$$= \frac{\partial I(G_e, M)/\partial M \cdot M}{sy} \cdot \frac{dM}{M \cdot dt} - \frac{I(G_e, M)}{s^2 y} \cdot \frac{ds}{dt} \quad (1.6)$$

收稿日期:2001-03-30

作者简介:徐 强(1971-),男,江西樟树人,北京航空航天大学经济管理学院博士后。

$$= \frac{\partial I(G_e, M)/\partial M}{s \cdot v_M} \cdot \frac{dM}{M \cdot dt} + s_1(G_e, M) \cdot \frac{d \cdot 1/s}{dt}$$

$$G_y = e \cdot G_M + f, G_M \text{ 为货币增长率, } s_1 \text{ 表示投资率;} \quad (1.7)$$

$$e = e(\text{投资对货币量的绝对弹性}[+], \text{货币年收入流通次数}[+], \text{储蓄率}[-]) \quad (1.8)$$

$$f = f(\text{投资率}[-], \text{储蓄率}[+], \text{储蓄率增长率}[-]) \quad (1.9)$$

e、f 各自变量只有“投资对货币量的绝对弹性”可能会变化较大,其它短期相对稳定。

2. 1993 年以前的中国资本形成与经济增长特点。1993 年前,由改革开放推动的中国经济增长潜能 G_e 处在一种上升和高位的态势,表现在以下方面:(1)1980 年代初期全面推进农村体制改革;(2)各产业投资生产进入管制放开阶段,市场体系逐步形成,资源配置效率得到提高;(3)各产业大量的技术引进与输入,对国内而言相当于技术创新;(4)以廉价劳动力为成本优势,我国在获取世界市场的规模收益上卓有成效。

1993 年前,中国“金融资本”(货币储蓄)向实质资本转换的关系,则呈现以下特色:(1)财政的国有资本投资主体和财政调控职能混在一起;(2)银行经营方式非商业化,各级政府不但不同程度地都可以,而且出于政绩需要,总是尽可能影响专业银行的贷款投资,而对实业投资的产出效益却关心甚微;(3)基本没有股权融通市场,同时所有投资项目没有资本金可以建设;(5)国有投资在全社会固定资产投资中占绝对优势;(6)国有企业预算软约束。

增长潜能的上升与高位维持加上实质资本形成的这些特点,共同使经济体系存在一种内在扩张力;银行系统的固定资产投资贷款限额显得十分重要,贷款限额带动货币扩张和资本形成。因此,我国 1993 年前,投资函数和经济增长率方程的自变量应该选择用货币量 M 而非用利率 r ,即应选择方程(1.3)、(1.7)分别作为分析的主要工具。

因此,1993 年前,投资需求 I 会表现出对货币增量具有稳定而又充分的替代弹性;并且,以(1.7)一(1.9)式的理论推断,货币增长率应表现出对经济增长率稳定的支持作用。

3. 1993 年后的情况逐渐变化。1993 年后,经济在从高潮回落的过程中逐渐发生了以下变化,使以前高位的增长潜能 G_e 面临回落和调整。(1)绝大部分产品买方市场开始形成,投资盈利的可能性锐减;(2)由投融资体制“不健康”一面的多年作用,已形成过度竞争和普遍亏损的产业组织形态;(3)1995 年前后,作为工业化迅捷工具的乡镇企业,其产值增长速度明显下滑;(4)将沿海地区的高速增长向中西部内陆地区推进的成本相对加大;(5)我国进入工业化中期,从外国的技术输入等价于创新的边际效果必然递减;(6)国际市场环境充满风险,在低技术水平上的国际出口市场竞争加剧;(7)下一步的要素市场化改革短期内不但并不能给全体社会成员带来增益,而且还可能引发矛盾,改革速度与效果都可能受影响。

和 1993 年前相比,在实质资本的形成、转换与增殖上,推进着以下(投融资体制)改革:(1)财政的国有资本所有者职能和财政调控职能分开;(2)专业银行商业化,逐步摆脱政府影响,且受制于积存不良债权,谨慎放贷;(3)从 1996 年试行建设项目资本金开始,投资建设的资本金要求逐步形成制度;(4)企业财务约束趋向硬化;(5)投资主体多元化,投资资金来源除银行贷款以外多渠道化。上述变化有些是纠正性的。

增长潜能 G_e 的回落和实质资本形成方式的变化,使以前经济体系的内在扩张冲动不复存在。运行机制的变化,使投资需求 I 仍写成主要是货币量 M 的函数便不一定适宜,货币增长对经济增长的支持方式、货币政策中介变量也应发生变化。

二、贷款增量、货币增量与投资量关系的实证描述

如表 1 所示,我国 1983—1999 年的 M_2 货币增加额、金融机构贷款增加额、固定资产投资额,分别用变量 ΔM_2 、 ΔLA 、 IN 来表示。方程(2.1)–(2.5)、(2.6)–(2.10)分别是 1983—1992 年、1993—1999 年时间段 ΔLA 对 IN 、 ΔM_2 对 ΔLA 、 ΔM_2 对 IN 、 IN 对 ΔLA 、 IN 对 M_2 的线性计量方程式,所有回归系数都通过显著性检验。

我们先看 1983—1992 年。从常数项通过显著性检验的方程(2.2)、(2.4)、(2.5)上看,投资量、贷款量增加推动货币量增加的弹性关系分别是:前者每增加 1 单位,后者分别增加 0.731 和 1.187;而货币量每增加 1 单位,反过来又促使投资额增加 1.81。考虑货币流通速度的作用,投资量对单位次循环货币量的弹性值确实接近 1。这是对方程 $I=I(Ge, M)$ (1.3),在 1983—1992 年间,投资需求 I 会对货币量具有稳定而充分的变化弹性的良好实证说明。

$$\Delta LA = 0.612IN - 244.568 \quad (2.1)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.000, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.538, R_{adj}^2 = 0.847, F = 50.660, \text{Sig}F = 0.000; D. W. = 1.263$$

$$\Delta M_2 = 1.187\Delta LA - 579.523 \quad (2.2)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.006, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.0001, R_{adj}^2 = 0.986, F = 630.794, \text{Sig}F = 0.000; D. W. = 1.405$$

$$\Delta M_2 = 0.731IN - 887.729 \quad (2.3)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.000, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.086, R_{adj}^2 = 0.846, F = 50.560, \text{Sig}F = 0.000; D. W. = 1.041$$

$$IN = 1.181\Delta LA + 500.340 \quad (2.4)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.000, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.113, R_{adj}^2 = 0.847, F = 50.660, \text{Sig}F = 0.000; D. W. = 1.227$$

$$IN = 1.181\Delta M_2 + 1596.243 \quad (2.5)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.000, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.005, R_{adj}^2 = 0.846, F = 50.560, \text{Sig}F = 0.000; D. W. = 1.026$$

表 1 1983—1992 年 ΔM_2 、 ΔLA 、 IN 的对照

单位:亿元

年份	货币增加额 ΔM_2	贷款增加额 ΔLA	投资额 IN
1983	485.2	646	1430.1
1984	1071.3	1352	1832.9
1985	738	1183	2543.2
1986	1377.3	1845	3120.6
1987	1402.9	1650	3791.7
1988	1624.4	1769	4753.8
1989	1631.1	2011	4410.4
1990	2989	3085	4517
1991	3647	3657	5594.5
1992	5443	4886	8080.1
1993	11880.8	6620	13072.3
1994	12043.7	7867	17042.1
1995	13827	9584	20019.3
1996	15344.4	10544	22913.5

年份	货币增加额 ΔM_2	贷款增加额 ΔLA	投资额 IN
1997	14900.1	10703	24941.1
1998	13504	11611.4	28457
1999	15399.37	10846	29876

数据来源:《中国统计年鉴 1999》(中国统计出版社),《关于 1999 年国民经济和社会发展的统计公报》。

再看 1993—1999 年。方程(2.6)、(2.8)常数项显著成立,其回归系数说明投资推动贷款年增量、投资推动货币年增量的弹性关系分别是前者每增加 1 单位,后者分别增加 0.281 和 0.186,远小于 1,而方程(2.9)、(2.10)常数项(不显著成立)为很大负数,更与理论假说相悖,由此,“投资推动贷款和货币增加,货币增加主要用于投资”的理论逻辑已不成立。

$$\Delta LA = 0.281IN + 3412.764 \quad (2.6)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.001, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.02, R_{adj}^2 = 0.868, F = 40.405, \text{Sig}F = 0.001; D.W. = 1.089$$

$$\Delta M_2 = 0.655\Delta LA + 7497.864 \quad (2.7)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.017, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.029, R_{adj}^2 = 0.575; F = 9.113, \text{Sig}F = 0.029; D.W. = 2.533$$

$$\Delta M_2 = 0.186IN + 9691.088 \quad (2.8)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.045, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.002, R_{adj}^2 = 0.504; F = 7.100, \text{Sig}F = 0.045; D.W. = 1.925$$

$$IN = 3.170\Delta LA - 8358.377 \quad (2.9)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.001, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.149, R_{adj}^2 = 0.868; F = 40.405, \text{Sig}F = 0.001; D.W. = 0.972$$

$$IN = 3.156\Delta M_2 - 21358.8 \quad (2.10)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.045, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.251, R_{adj}^2 = 0.504; F = 7.100, \text{Sig}F = 0.045; D.W. = 1.293$$

最后将 1983—1999 年货币量、贷款量、投资量联结起来,如图 1,可发现:(1)1983—1989 年贷款增量都稍大于货币增量,但是 1992 年起,货币增量开始大于贷款增量,1993 年及以后则是持续地显著大于贷款增量;(2)固定资产投资额和货币增量与贷款增量间差距不断拉大,1992 年后则加速拉大。

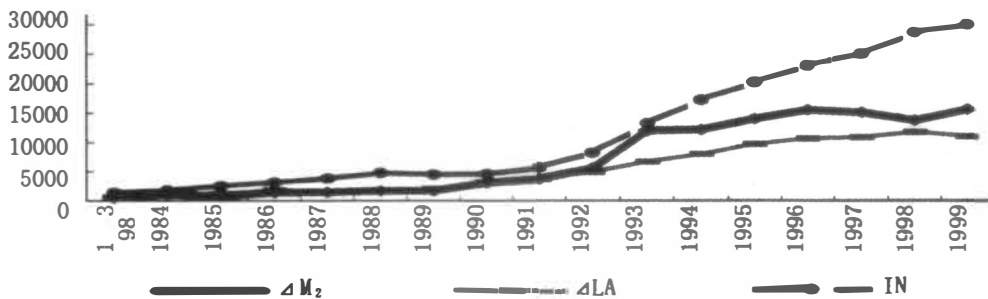


图 1 1983—1999 年中国 M_2 年增加额、金融机构贷款总量年增加额、固定资产投资额对照

从实质资本形成、转换与增殖关系的历史变化来看,需补充的是,1993 年后,投资主体多元化,投资资金来源多渠道化:在企业投资的当年资金来源中,国内贷款比重 1992 年达 27.5% 的最高峰,而自筹资金投资比重则一直上升,1997 年达 65.3%。因此,1992 年后,货币供给增量在投资推动上应不再起关键性作用后,存量货币作用会显得相对重要。现拟合 1993—1999 年固定资产投资额 IN_t 和上年末货币存量 $M_{2(t-1)}$, IN_t 和上年末货币存量 $M_{2(t-1)}$ 与当年货币增量 ΔM_{2t} 间的关系,得到方程(2.11)、(2.12)。

$$IN_t = 0.201M_{2(t-1)} + 9750.306 \quad (2.11)$$

$$\begin{aligned} \text{Sig}(t_{b_1}) &= 0.000, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.000, R_{adj}^2 = 0.976; F = 249.884, \text{Sig}F = 0.000; D. W. = 1.361 \\ IN_t &= 0.191M_{2(t-1)} + 0.299 \Delta M_t + 6296.245 \end{aligned} \quad (2.12)$$

$$\begin{aligned} \text{Sig}(t_{b_1}) &= 0.001, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.499, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.255, R_{adj}^2 = 0.974; F = 113.999, \text{Sig}F = 0.000; \\ D. W. &= 1.984; \text{Collinearity Tolerance} = 0.452 \end{aligned}$$

从决定程度和显著性上看,方程(2.11)拟合优良,即上年末货币存量 $M_{2(t-1)}$ 能对投资额 IN_t 作完好解释;再看方程(2.12),由于 IN_t 在 $M_{2(t-1)}$ 上已得到解释,和方程(2.10)相比较,投资受当年货币增量 ΔM_t 的线性影响而使得方程(2.10)不具有统计上的显著性。所以,1983—1999年货币量、投资量关联检验的结论是:1983—1992年实业投资主要受贷款和货币增量推动,1993—1999年这种推动力明显减弱,而受货币存量影响明显加强。

三、经济增长率与货币量增长率关系的实证描述

首先对货币量增长率数据进行处理。作为发展中国家,随着经济市场化进程的不断深入,还存在“经济货币化”的需求,即原来非货币性生产活动逐渐被货币生产与交易活动取代而需要货币增量的推动。这样,为保证实际货币增长率和经济增长率具有可比性,不仅应在原有名义货币量增长率的基础上剔除价格变动,也要剔除货币化带动的货币增长。

关于货币化的速度,笔者以“货币化进程深入的速度至少4—5年内相对稳定,即使变化也较为缓慢”的假说为研究前提,即认为“货币化”进程的深入在年间不剧烈波动。因此,可按通常统计上的移动平均法来求取各年份的货币化速度。关于“移动平均”的时期长度,笔者曾试过3、4、5年,但以前后4年最符合货币化速度平稳变化的假说。在具体计算上,货币量年均增长率减去(对数意义上的)名义GDP年均增长率为货币化速度,对某一年某一层级的货币量,取该年在中间的前4年的货币化速度、后4年的货币化速度,再将这两个速度求速度平均数作为此年的货币化速度(计算过程数据展示从略)。

如表2是最后数据处理所得到的1979—1999年各层次货币量的实际增长率的数据。

再对货币量增长率与经济增长率关系进行统计检验。以上年、本年各层次实际货币增长率为自变量,记为 $GRM_{1(t-1)}$ 、 $GRM_{2(t-1)}$,以本年经济实际增长率 $G_{y,t}$ 为应变量建立计量方程。

表2 1979—1999年经济增长率与剔除货币化因素的各层次货币量实际增长率(%)

年份	经济增长率	$GM_0 - GP - GH_0$	$GM_1 - GP - GH_1$	$GM_2 - GP - GH_2$	$GM_{21} - GP - GH_{21}$
1979	7.6	16.1383	16.70007	15.75387	11.82369
1980	7.8	15.0552	10.72642	11.45521	14.6028
1981	5.2	3.194266	8.072565	7.417032	5.465439
1982	9.1	2.186094	5.607091	6.267575	8.196625
1983	10.9	9.827755	8.918599	10.09868	12.96993
1984	15.2	31.1454	26.14226	22.32195	13.63469
1985	13.5	4.082119	-0.60712	1.239508	5.999988
1986	8.8	9.852183	18.88432	18.25787	17.17244
1987	11.6	6.905758	10.92514	13.01164	16.41531
1988	11.3	24.36826	8.287467	3.200952	-3.45945

年份	经济增长率	GM ₀ -GP-GH ₀	GM ₁ -GP-GH ₁	GM ₂ -GP-GH ₂	GM ₂₁ -GP-GH ₂₁
1989	4.1	-3.57686	-2.77201	2.29423	9.227406
1990	3.8	2.887489	10.41788	12.31776	13.58779
1991	9.2	8.370886	8.612885	7.382433	5.603181
1992	14.2	19.03293	16.81046	10.74442	5.336192
1993	13.5	20.93598	22.19589	23.78659	25.880415
1994	12.6	7.470231	4.736733	5.30607	6.128204
1995	10.5	0.760546	3.446507	8.130624	11.3415
1996	9.6	9.686715	10.84884	11.67227	11.75523
1997	8.8	12.88223	14.50732	9.442521	6.302743
1998	7.8	11.53746	9.710238	8.84718	7.976635
1999	7.1	24.69957	18.28119	11.44741	7.147321

资料来源:《中国金融年鉴 1997》,中国金融出版社;《中国统计年鉴 1999》,中国统计出版社。

(1) 经济增长率 G_{yt} 与实际货币增长率 $GM_0-GP-GH_0$

$$G_{yt} = 0.150GRM_{0(t-1)} + 0.303GRM_{0t} + 5.402, \quad (1983-1992 \text{ 年}) \quad (3.1)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.121, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.009, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.013, R_{adj}^2 = 0.560; F = 6.731, \text{Sig}F = 0.023; \\ D. W. = 1.629; \text{Collinearity Tolerance} = 0.928$$

$$G_{yt} = 0.220GRM_{0(t-1)} - 0.108GRM_{0t} + 8.750, \quad (1993-1999 \text{ 年}) \quad (3.2)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.189, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.413, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.013, R_{adj}^2 = 0.110; F = 1.372, \text{Sig}F = 0.372; \\ D. W. = 1.007; \text{Collinearity Tolerance} = 0.924$$

(2) 经济增长率与实际货币增长率 $GM_1-GP-GH_1$

$$G_{yt} = 0.392GRM_{1(t-1)} + 0.350GRM_{1t} + 2.966, \quad (1982-1992 \text{ 年}) \quad (3.3)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.001, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.001, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.056, R_{adj}^2 = 0.768; F = 17.598, \text{Sig}F = 0.001; \\ D. W. = 1.812; \text{Collinearity Tolerance} = 0.851$$

$$G_{yt} = 0.174GRM_{1(t-1)} - 0.0261GRM_{1t} + 8.251, \quad (1993-1999 \text{ 年}) \quad (3.4)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.330, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.872, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.036, R_{adj}^2 = -0.147; F = 0.616, \text{Sig}F = 0.585; \\ D. W. = 0.519; \text{Collinearity Tolerance} = 0.992$$

(3) 经济增长率与实际货币增长率 $GM_2-GP-GH_2$

$$G_{yt} = 0.418GRM_{2(t-1)} + 0.271GRM_{2t} + 3.572, \quad (1982-1992 \text{ 年}) \quad (3.5)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.017, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.087, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.161, R_{adj}^2 = 0.451; F = 5.105, \text{Sig}F = 0.037; \\ D. W. = 1.517; \text{Collinearity Tolerance} = 0.898$$

$$G_{yt} = 0.253GRM_{2(t-1)} + 0.231GRM_{2t} + 4.573, \quad (1983-1999 \text{ 年}) \quad (3.6)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.156, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.186, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.167, R_{adj}^2 = 0.281; F = 2.173, \text{Sig}F = 0.230; \\ D. W. = 0.760; \text{Collinearity Tolerance} = 0.918$$

(4) 经济增长率与实际货币增长率 $GM_{21}-GP-GH_{21}$

$$G_{yt} = 0.318GRM_{21(t-1)} - 0.0551GRM_{21t} + 7.634, \quad (1983-1992 \text{ 年}) \quad (3.7)$$

$$\text{Sig}(t_{b_1}) = 0.164, \text{Sig}(t_{b_2}) = 0.790, \text{Sig}(t_{b_0}) = 0.0521, R_{adj}^2 = 0.077; F = 1.376, \text{Sig}F = 0.313; \\ D. W. = 0.313; \text{Collinearity Tolerance} = 0.966$$

$$G_{yt} = 0.261GRM_{2(t-1)} + 0.338GRM_{21t} + 3.513, \quad (1993-1999 \text{ 年}) \quad (3.8)$$

$\text{Sig}(t_{b_1})=0.016, \text{Sig}(t_{b_2})=0.007, \text{Sig}(t_{b_3})=0.050, R_{adj}^2=0.821; F=14.774, \text{Sig}F=0.014;$
 $D. W. =2.258; \text{Collinearity Tolerance}=0.794$

最后我们对货币增长率与经济增长率关系的统计检验进行总结。从实证方程 $G_t = e \cdot G_M + f(1.7)$ 的角度,我们得到,本年、上年货币增长对本年经济增长的线性支持作用的显著性,1983—1993年在 M_0 增长率上基本得到检验,1982—1993年在 M_1 增长率上完全得到检验,1983—1992年在 M_2 增长率上勉强得到检验,1993—1999年在准货币 M_2 增长率上完全得到检验;得到检验的方程决定程度均较高,且基本支持“f”为常数。但在1992—1999年 M_0 上,1993—1999年 M_1 、 M_2 上,1983—1992年 M_{21} 上则得不到检验。

从货币增长率波动的剧烈程度上看,结合观察经济增长率与利率的相应年份变化图(图略),货币波动比经济增长率波动程度要剧烈。如表3所示,1982—1993年、1993—1999年两个时间段任何层次的实际货币增长率的波动系数都要比经济增长率的波动系数要大。

表3 经济增长率和各层次实际货币增长率的波动系数

时间段	GDP 增长率	$GM_0 - GP - GH_0$	$GM_1 - GP - GH_1$	$GM_2 - GP - GH_1$	$GM_{21} - GP - GH_{21}$
1982—1993	0.336746	0.873614	0.744202	0.657913	0.655774
1993—1999	0.221057	0.595497	0.530812	0.489309	0.588885

四、本文结论

1982—1992年,流动性较强的货币供给量短时滞地迅速转换为实业资本投资,1993年后,这种支持作用减弱,而货币存量对实业投资的支持增强;货币增长率表现出对经济增长率的强有力支持作用,这种支持作用在1982—1992年表现在流动性较强的 M_0 、 M_1 上,在需求水平逐步下滑的1993—1999年,流动性较弱的准货币 M_{21} 增长也表现出显著的支持作用;货币增长率对经济增长率的支持时滞分布大致在半年左右,其中 M_0 、 M_{21} 的当年影响强, M_1 、 M_2 的上年影响强;实际货币增长率比经济增长率波动更剧烈。

投资、经济增长过程机制的变化,使我国货币政策的中介变量不断发生变化。1990年代前,由经济体系内在的扩张冲动,使经济调控的基本目标是相对单向地防止实质资本投资超过储蓄以及防止发生通货膨胀,因此直至1990年代前期,仍保持对固定资产投资贷款的指令性控制,货币政策也可直接以信贷规模限额为中介变量;1994年前后,央行感受到了信贷规模限额已难以对社会总需求水平进行有效的调控,转而转向以货币供给量为中介变量。

但是,以单纯的货币供给量为中介变量是存在一定问题的。在货币存量支持实质资本形成上,因我国企业层面对利率信号的不敏感,导致中央银行通过货币供给影响利率、再进而影响实质投资效果(不甚理想)。这种不敏感包括多种摩擦,其中很重要的是接受大量信贷增量的国有部分不敏感,而非国有部分却在接受信贷增量上又显得相对不重要;这样就不难理解1997年下半年以来我国开始遇到的内需不足问题,以及货币政策操作上难以形成强有力效应的问题。

1997年后开始遇到内需不足问题,这既与实质资本形成的组织(投融资)体制方式有关,也与增长潜能 G_e 下滑有关。从存量货币对实业投资的良好支持以及接受央行调控信号的推动上,需要良好的金融资本融通市场的中介作用;从增长潜能 G_e 提高上,由美国风险投融资体制支持高科技飞速发展的启示,也离不开相应的资本市场,即两方面问题的解决都必须通过

“资本市场”(包括狭义资本市场与货币市场)的功能完善。

因此,解决问题的根本途径在于结合企业改革推动资本市场化进程。在此过程中,央行应逐步建立起以利率为关键中介变量的监控体系;特别需要构造既隶属央行管理的、又成为资本市场主体的,对资本市场利率实施控制的机构,类似于美联储的公开市场操作室、再贴现窗口等等;为使这些货币政策操作工具有有效的操作标的,实质资本形成市场化进程的要领,应是持续推进金融资本、实质资本形成转换中的票据、证券化和路径多样化。

参考文献:

- [1](英)J. M. 凯恩斯. 就业、利息和货币通论(重译本)[M]. 北京:商务印书馆,1994.
[2]谢平. 中国金融制度的选择[M]. 上海:上海远东出版社,1996.
[3]中国国家统计局. 中国统计年鉴(1999)[M]. 北京:中国统计出版社,2000.

Research on the Change of the Relationships Among Chinese Money Supply, Capital Formation and Economic Growth

——Concurrently on the Choice of the Intermediary Variable of Chinese Monetary Policy

XU Qiang

(School of Economic Management, Beijing University of Aeronautics and Astronautics, Beijing, 100083, China)

Abstract: This paper analyzes the change of the general quantitative relationships among money supply, real capital formation and economic growth during the years before and after 1993. Through positive demonstration, it points out that after 1993 both the support role of extensive money deposit which substituted liquid money increment to real capital formation, and the support role of quasi-money M_{21} increment which substituted narrative money M_1 to economic growth have all been strengthened. So the author concludes that the key intermediate variable of Chinese monetary policy must turn to the market interest rate on the basis of capital market development whose essential is to propel the real capital formation more and more through security and bill.

Key words: capital formation; economic growth; intermediate variable