

中国货币政策目标的实现机理分析：2001-2010*

王国刚；载《经济研究》2012年第12期

货币政策目标一般分为最终目标和中间目标，中间目标既是实现最终目标的直接抓手，又与货币政策工具^①直接相连。在理论上，货币政策是宏观经济政策的构成部分，因此，宏观经济政策最终目标也就成为货币政策的最终目标。它主要包括稳定物价、充分就业、经济增长和国际收支平衡等；货币政策中间目标由货币供应量、利率、国内信用增加额等构成。货币政策目标的形成，既受到宏观经济预期目标的制约，又积极影响着宏观经济目标的实现。随着“十二五”的展开，中国货币政策从2008年的“从紧”、2009-2010年的“适度宽松”回归了2007年之前的“稳健”，中国人民银行（以下简称“人行”）的工作重点，一方面将更多地考虑加快构建逆周期的宏观审慎政策框架，货币政策的实施将更多地考虑把流动性管理的总量调节与健全宏观审慎政策框架相结合；另一方面，将继续根据经济和金融运行状况，考虑到国际因素对国内的影响，提高货币政策的针对性、灵活性和前瞻性，确立符合国情特点的货币政策调控目标并运用适当的政策工具和其他调控手段，推进经济和金融平稳运行。这意味着中国货币政策调控正步入一个新的历史时期。在此背景下，回顾和分析21世纪前10年的中国货币政策目标的实现机理，从中探寻带有规律性的现象，对推进中国货币金融理论发展和完善货币政策实践都具有重要意义。

一、中国货币政策最终目标的实现机理

货币政策最终目标是央行期望达到并通过货币政策中间目标实施和货币政策工具操作努力实现的预期结果。世界各国的货币政策最终目标，因国情差别和具体历史条件不同，虽有差异但大致接近。《中华人民共和国中国人民银行法》规定：中国的“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”这一界定，虽然与此前的“发展经济、稳定币值”相比有着向单一目标转变的特征，在一定程度上体现了货币政策的独立性，但也依然留有双重目标的色彩。尽管如此，“稳定币值”的最终目标还是清晰明晰的。

2001-2010的10年间，人行没有明确提出货币政策的最终目标及其调控指标。但鉴于以货币供应量等中介目标与最终目标的相关性正在降低，同时，存贷款利率市场化尚待时日，所以，一些学者强调应从中国国情出发，现阶段暂时放弃中介目标，直接盯住通货膨胀目标。在封闭经济的假设基础上，奚君羊(2002)讨论了严格通货膨胀目标制和灵活通货膨胀目标制，针对中国目前的货币供应量目标缺乏有效性状况，认为可以借鉴通货膨胀目标制对中国货币政策目标进行重新界定。钱小安(2002)认为，中国目前对于货币政策最终目标和中介目

* 本文是国家社会科学基金重大招标课题（项目批准号：09&ZD036）的阶段性研究成果。项目主持人：王国刚。殷剑峰、彭兴韵、董欲平、程练和蔡真等对本文初稿提出了补充修改意见，黄国平提供了技术性支持，在此一并表示感谢。感谢匿名审稿人的宝贵意见。当然，文责自负。

^①货币政策框架应包括最终目标、中间目标和操作工具等。由于对操作工具内在机理的分析，笔者已专文予以探讨，所以，本文将主要篇幅集中于对货币政策最终目标和中间目标的分析方面。

标两者之间的选择，出现了本末倒置的情况，以案例分析为基础论证了“通货膨胀目标制”对于提高货币政策效率的意义。姜波克、朱云高(2004)认为，对于发展中国家来说，低通货膨胀率是资本账户开放的成功保证；随着人民币资本账户开放度越来越大，中国应该实行通货膨胀目标制。中国是否应实行“通货膨胀目标制”从理论上还可继续展开不同角度的研讨，但通货膨胀（以及“币值稳定”）却是这10年间货币政策实践中不可回避且屡屡成为热点的论题。

在中国经济运行中，与“币值稳定”对应概念主要有两对：通货膨胀和通货紧缩、物价上涨和物价下跌。如果这两对概念只是用以表述CPI增长率变化的走势，本无可异议。但2003年以后，大部分学者在选用“通胀”来定义中国的CPI增长率上行过程中几乎无一例外地都直接将其与货币政策相连接（并且只与货币政策相连接），似乎货币政策较松是引致CPI增长率上行的唯一成因。其主要根据有二：从理论上说，通胀总是货币现象，通胀是由于货币发行过多引致的物价上涨；从实践上说，2001-2010年间，货币供应量（ M_1 和 M_2 ）的增长率长期高于GDP增长率5-10个百分点，这为随后的通胀准备了货币条件。但是，这些认识似是而非，并不符合实际情况。

从实践面看，2001-2010年间，中国的CPI增长率上行超过3%的时间段主要有三个，即2003年11月至2004年10月、2007年3月至2008年10月和2010年5月以后。如图1所示，从CPI构成的

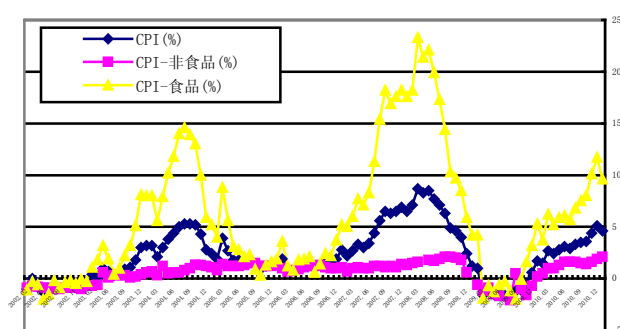


图1 2002-2010年中国CPI增长率走势图

资料来源：国家统计局网站

8类消费品中看，这三次CPI增长率上行的直接成因主要在于“食品类”价格的快速上涨，而“非食品类”价格上涨的幅度都没有超过3%。由此可以判断，这种CPI增长率上行不是由8类消费品价格的普遍上涨所致。在这三个时间段中，引致“食品类”价格上行的主要因素并不相同。在第一时间段中的主要因素是“粮食”，随后是“蛋”和“肉禽及其制品”；在第二时间段中的主要因素是“肉禽及其制品”，随后是“蛋”；在第三时间段中的主要因素是“干鲜瓜果”，随后是“蛋”和“粮食”。这些事实说明，CPI增长率上行的主要成因是某些农产品暂时供不应求导致的，不是由货币发行过多所导致的各种商品价格普遍上涨。与此对应，要解决这些问题不是靠单方面紧缩货币政策所能凑效的。从实际情况看，2004年缓解粮食供不应求的主要政策是，给种粮农民以财政直补（中央财政给每亩地直补10元，各地方财政再根据当地具体情况追加种粮补贴）和取消农业税等，以调动农民种粮的积极性；2007-2008年解决肉禽及其制品短缺的主要政策是，给养猪户以财政直补（每只母猪100元和免费医治蓝耳病等），以缓解养猪户的经济困难；2010年在稳定消费价格总水平的取向下，国务院出台了16项措施^①，其中包括财政政策和行政措施，但没有1项直接涉及货币政策。在这三个时间段内，为了减缓“食品类”价格上涨给部分消费者生活带来的严重影响，政府又提高了低保、低收入和大学生等群体的财政补贴水平。显然，这三个时间段的CPI上行，只是物价上涨，并非通货膨胀。

从理论上说，通货膨胀是指由于货币发行过多所引致的物价持续且普遍上涨的状况，因此，通胀总是货币现象。但物价上涨并不等于通胀（需知通胀或通缩只是物价变动中一类现象，并非物价变动的全部现象），引致物价上涨的成因也不见得都是货币政策太松。引致物价上涨的成因除了货币发行过多（从而通胀）外，至少还有下述7种情形：其一，政府运用

^① 见2010年11月19日，国务院《关于稳定消费价格总水平 保障群众基本生活的通知》，中国政府网。

行政机制调价。且不说上世纪80年代在购销倒挂条件下的政府调价引致的物价上涨，就是2010年的物价上涨中也包含了因政府对水、电、气、油和交通运输等调价引致的价格上涨因素。其二，供不应求。商品供不应求必然引起价格上涨，这是经济学的一个基本原理。上述三个时间段中，农产品（从而“食品类”）价格上涨分别是由两三种农产品短缺所引致的。其三，资源类产品价格上涨。在建立市场经济新机制过程中，一些资源类产品（如土地等）的货币化将引致物价上涨，另一些资源类产品（如矿产、水等）将随着开采成本或贮存量减少而价格提高并由此进一步引致相关产品的价格提高。其四，财政政策。中国实行的是“价内税”制度，在商品价格中包含了增值税等各类税收，一旦这些税率上调，就可能引致商品价格上涨（反之，在运用财政补贴机制的条件下，粮食等农产品的价格将下行，在动用国家储备平抑物价的条件下，物价也将下行）。其五，商家销售。在端午节、中秋节等节日之前，商家抬高粽子、月饼等销售价格，将引致物价上行（反之，在对商品价格打折出售、加量销售条件下，物价将下行）。其六，游资炒作。当游资借助某种（或某几种）产品的暂时短缺进行炒作时，将引致这些产品的价格上涨。2010年的物价上涨中也包括了国内游资炒作的因素。其七，国际市场因素。在国际市场中资源类产品的垄断经营、农产品的供不应求、国际游资的投机炒作、某些国家的贸易保护主义、战争或政局动乱等都可能引致相关产品的上涨。无庸赘述，这7种情形下的物价上涨都不是由货币发行量过多引致的，也不是靠调整货币政策取向、使流通中的货币数量趋紧所能解决的。在各种复杂因素中，货币政策只是影响价格水平的一个因素（不是唯一因素），因此，货币现象并非都是货币政策现象。

从货币现象与货币政策的关系看，首先，在人类历史的长河中，货币已存在几千年，货币政策的理论证明和付诸实践不足百年（在中国不足20年）。其次，货币将商品价值表现为价格，覆盖到每件商品从而所有商品，是一个客观现象；但货币政策作为需求总量管理的政策，是主体见之于客体的实践活动，是一种主观活动。货币政策的选择既取决于宏观经济调控的目标和意图，也取决于对价格体系内在规律和内在机制的认识程度。货币政策的状况影响到宏观经济中需求总量，但并不必然覆盖到每种（更不用说每件）商品。在实行从紧的货币政策条件下，存在着某些种类商品的价格上升的现象；在实行从松的货币政策条件下，也存在着某些种类商品价格上涨的现象。再次，商品价格的货币表现归根到底是价格规律作用的结果，影响商品价格走势既有供给因素也有需求因素，其中，货币数量多少只是需求的一个因素，而货币政策又只是影响货币数量的一个因素。最后，对某种具体商品而言，在特定时点介入购买的货币数量多少会直接影响到这种商品的价格高低，但货币政策对此可发挥的作用极为有限（甚至无能为力）。例如，清明扫墓的花卉价格、端午节前的粽子价格、中秋节前月饼的价格等等。

有人强调，任何一种具体商品价格在特定时点的变动，表面上由货币数量多少所引致，实质上是由前期货币政策松紧所决定的。因为价格上涨总是说明购买这种商品的货币多了，价格下跌总是说明购买这种商品的货币少了。因此，在价格波动中货币政策是解脱不了干系的。这种认识实际上建立在一个自相矛盾且违背货币流动性特点的假设基础上，即一方面它假定在各种商品之间配置的货币数量是不变的且不可流动的，因此，与每种商品对应的货币是一个既定的数量；在这一既定货币量的条件下，这种商品供求关系形成了均衡价格。另一方面，它又假定一旦某种商品出现供不应求，与供给量不足相对应的货币数量将流出（即货币在各种商品间的配置是可流动的）该种商品的交易，从而，均衡价格不变，物价不会发生波动。按照这种认识，自从有了货币政策以后，市场的价格机制就不存在了，价格机制通过价格波动调节供求关系和资源在各个产业部门中的配置也同样不存在；存在的就只是货币政策机制，市场经济通过价格机制配置资源的关系就转变成了货币政策机制配置资源的关系。这种认识显然既不符合相关理论也不符合各国的经济实践。

简单运用货币政策来解决某些农产品供不应求所引致的物价上涨，可能贻误时机和带来

一系列负面效应。例如，2010年由于5-7月份诸多省区大面积暴雨成灾引致了蔬菜、水果、棉花等农产品生产受到严重损失，相当多农民处于血本无归的境地。在此条件下，如果简单提高贷款利率来抑制物价上行，不仅无助于支持农民灾后生产，而且将加重农民的种菜种果等的负担，挫伤他们的生产积极性。又如，2010年从年初开始国内游资就利用某些农产品的供给缺口进行炒作（其中包含了绿豆、大蒜、辣椒等），7月份以后又利用蔬菜、水果和棉花的歉收进行炒作，对此，运用紧缩的货币政策几乎无济于事。与简单强调收紧货币政策不同，中央政府主要选择了财政政策和行政措施，既通过减免过路费、给经销商以税收优惠等政策，努力稳定农产品的市场价格，又给种菜种果农民以补贴，提高他们灾后生产能力，再辅之以行政机制严厉打击游资的投机炒作，保障了市场秩序稳定和城乡居民的生活秩序。

中国的农产品长期处于紧平衡格局中，2000年以后，大约每隔3年左右，某种或某几种的农产品就将发生暂时性短缺，由此，引致物价上涨。面对某些农产品暂时性短缺引致的物价上涨，货币政策不论是“松”、“紧”还是维持“中性”，通常无济于事。如果将其定义为“通胀”、实施紧缩的货币政策，不仅不能有效促进农产品的供给增加，而且将引致非农业经营运作的全面紧缩（2010年底商业银行等金融机构的47.9万亿元贷款余额中，农业贷款仅为6584.11亿元，占贷款余额的1.38%）和运用贷款进行农业生产的产品减少，加重物价上涨压力。解决农产品暂时性短缺引致的物价上涨，应主要选择财政政策。

从引致物价变化的复杂因素中可以看出，简单以CPI高低（或通胀）来作为中国货币政策最终目标的设想，是不合中国实践要求的。一个主要原因是：在西方国家中CPI增长率连续6个月超过3%被定义为通货膨胀，这是西方国家根据他们实践经验总结的监控性指标。但它们通常所讲的CPI是核心CPI，即不包含农产品和资源类产品的CPI。中国的CPI不仅包含了农产品而且“食品类”在CPI中占比还达到了1/3左右，因此，不能简单将西方国家的范畴直接套用到中国。在图1中，2001年以后“非食品类”的价格上涨幅度一直没有超过3%。如果“非食品类”相当于西方国家的核心CPI的话，那么，中国在2001年后的10年内就没有发生过通胀。

西方国家核心CPI中所以不包含农产品和资源类产品的主要成因大致有二：一是这些产品受自然因素影响很大（尤其是农产品的供给呈现蛛网走势），不属直接可控范畴。如果以此来选择货币政策的松紧，将给经济和金融运行带来较强的负面影响。二是，在舍去了农产品和资源类产品之后，在成熟市场条件下，工业品和服务业的供求关系比较容易判断。当某种工业品供不应求时，可通过加大生产能力，在较短时间内增加供给，使价格回归。但当大部分工业品普遍出现价格上行时，就可判断流通中的货币过多，选择紧的货币政策。

为了进一步探讨中国货币供应量增长率与CPI增长率之间的关系，我们进行实证分析。实证分析所涉及的数据包括 M_0 环比增长率（用MOR表示）、 M_1 环比增长率（用M1R表示）、 M_2 环比增长率（用M2R表示）、总贷款环比增长率（用LTR表示）、CPI月度同比数据以及CPI环比增长率（用CPIR表示）。数据频度为月度数据。数据长度为2001年1月至2010年12月。原始数据均根据万得资讯（wind）数据库整理得出。首先，在稳定性检验中，我们利用ADF方法进行单位根检验，检验结果表明除变量M1R和CPI在10%的显著性水平下没有通过检验之外，其余变量都通过了稳定性检验^①。其次，进行相关性分析。计算变量MOR、M2R、LTR和CPIR之间的相关系数结果表明：一方面 M_0 增长率、 M_2 增长率与CPI增长率保持正向变动，但相关性很弱；另一方面，贷款增长率与CPI增长率反向变动，但相关性程度也很低。最后，计算变量MOR、M2R、LTR和CPIR之间延迟数 l 分别为1至6个月的交叉相关系数，结果表明：其一，CPI增长率与MOR之间存在着较弱的同步正向相关性，但与MOR的三期滞后交叉相关系数超过0.1，说明 M_0 的当期增长率的提高，在较弱程度上将引致3个月后的CPI增长率的提高。由此来看，人行通过提高法定存款准备金率等机制对冲外汇占款（而不是通过增发货币

^① 为了节省篇幅，我们将实证过程中的相关表格删除。

来对冲），在稳定物价和币值方面是有效的。其二，CPI增长率与M₂增长率之间也存在着较弱的同步正向相关性。CPIR与滞后3期和滞后6期的M₂R交叉相关系数均大于0.1，说明M₂的当期增长率的提高，在较弱程度上意味着3个月和6个月后的CPI增长率的提高。同时，CPIR与超前1期和4期的M₂R交叉相关系数均接近于-0.2，说明CPI的当期增长率的提高，将在较低程度上将引致1个月和4个月后的M₂增长率的降低。这说明，人行通过监控M₂增长率来争取物价从而币值稳定，有其积极意义。其三，CPI增长率与贷款增长率LTR之间存在着较弱的同期反向相关性。CPIR与滞后3期LTR交叉相关系数为0.1445，与滞后5期的LTR交叉相关系数为-0.1318，说明当期LTR提高，在较弱程度上分别意味着3个月和5个月后的CPI增长率的提高和降低。CPIR与超前1期和4期的LTR交叉相关系数均在-0.2附近，说明CPI的当期增长率的提高，在较低程度上意味着1个月和4个月后的LTR降低。由此反映了人行调控新增贷款从而贷款增长率，在促进物价稳定和币值稳定方面是有效的。最后，进行格兰杰因果检验，以分析CPI与M₂增长率M₂R、M₀增长率M₀R以及总贷款增长率LTR的时间意义上的因果关系。检验结果表明，除M₀R是CPIR的格兰杰原因之外，其它变量与CPIR之间均不存在格兰杰意义上的因果关系。

这些实证结果进一步说明了，以“存款”为主要构成的“货币供应量”增加，实际上起着抑制物价上涨的作用，而不是推进物价上涨。与此对应，一旦这些存款大幅减少（包括增长率大幅降低和绝对额大量减少），物价普遍上涨（即通胀）的可能性就明显增大了。中国在上世纪80年代中期以后的连续多次的通胀就是在这种背景下发生的。

综上所述，2001-2010年间中国的物价上涨主要不是由货币政策因素引致的，换句话说，这几次的物价上涨不是由人行调控不力所引致的。舍去非货币政策因素引致的物价上涨，就人行调控力所能及的范围而言，通过各种调控工具和措施的实施，在经济持续快速发展过程中，有效防止了通货膨胀的严重发生，为实现“保持人民币币值稳定”这一最终目标做出了积极努力。但另一方面，由于引致物价上涨的成因相当复杂，众多非货币政策因素不是人行运用货币政策调控所能消解的（它们更多地需要依靠财政政策和行政机制），因此，将“保持币值稳定”作为货币政策最终目标与货币政策功能之间存在着比较明显的不匹配矛盾。

中国货币政策的最终目标不仅在于保持币值稳定，而且有着“促进经济增长”的内涵。为了探讨货币供应量增长率与GDP增长率之间的关系，我们进行实证分析。本实证分析所涉及的数据中的货币供应量增长率与前述一致，不同的是增加了固定资产投资同比增长率（用INVQR表示）和GDP同比增长率（用GDPQR表示），同时以D_t代表相应指标的一阶差分。数据频度为季度数据，数据长度为2001年第1季度至2010年第4季度。原始数据均根据万得资讯（wind）数据库整理得出。

首先，进行稳定性分析的结果表明，除变量M₂QR和GDPQR在10%的显著性水平下没有通过检验之外，其余变量都通过了稳定性检验。其次，进行相关性分析的结果表明：M₀、M₁同比增长率与投资同比增长率同期相关性都不大，意味着货币供应量对同期投资影响有限。计算变量M₀QR、M₁QR和LTR之间延迟数*l*分别为1至6个月的交叉相关系数说明：一方面M₀QR与INVQR的同期相关系数很小，但M₀QR与INVQR的滞后1至3期交叉相关系数显示当期的固定资产投资的生长暗示未来1至4个季度货币发行量可能增长。M₀QR与INVQR的超前2至3期交叉相关系数为负，表明当期M₀QR的增长暗示未来2至4个季度的固定资产投资增长放缓。这在某种程度上说明货币供应量是对实体经济的被动反映。另一方面，M₁QR与INVQR的滞后和超前交叉相关系数所反映趋势与M₀QR一致，这印证了货币供应量是对实体经济的被动反映。最后，对GDPQR与M₂QR进行协整检验，以分析两者之间是否存在长期稳定关系。根据Johansen协整检验结果，指标之间可能存在一个协整方程。GDP增长率（即GDPQR）与广义货币量（即M₂QR增长率）之间的协整方程可表示为：

$$GDPQR = -73.4838 + 4.6051 * M2QR \quad (1)$$

这一公式说明，在长期趋势中， M_2 增长率与 GDP 增长率之间存在着正向稳定关系。因此，人行在维护币值稳定的过程中，通过货币政策的调控，较好地促进了经济增长的实现。

二、中国货币政策中间目标的变化机理分析

与发达国家不同，中国货币政策的一个特点是，每年均提出了货币政策调控的预期目标。表 1 列示了 2001-2010 的 10 年间中国货币政策调控的预期目标和实际执行结果，从中可以看出如下几方面情势：

从货币政策调控的预期目标看，有四个情势令人关注：第一，以 M_2 和 M_1 增长率、 M_0 和新增贷款数额等指标为货币政策调控的预期目标，这意味着中国货币政策调控主要围绕“数量”而展开。2002 年以后，虽然利率市场化改革有了积极的推进，人行先后 17 次运用利率机制展开调控，但调控货币数量始终是货币政策的主要着力点。尤其是考虑到以“新增贷款”作为预期目标中的一个主要指标，同时，在 10 年间，“新增贷款”的年度数额从 1.3

表 1 2001-2010 年中国货币政策调控的预期目标和实际执行结果

年份	预期目标				实际执行结果			
	M_2 增长率 (%)	M_1 增长率 (%)	M_0 增加额 (亿元)	新增贷款 (亿元)	M_2 增长率 (%)	M_1 增长率 (%)	M_0 增加额 (亿元)	新增贷款 (亿元)
2001	13-14	15-16	1500	13000	15.40	12.65	1036.15	12943.63
2002	13	13	1500	13000	19.86	18.39	1589.63	18979.23
2003	16	16	1500	18000	19.64	18.67	2476.8	27702.3
2004	17	17	-	26000	14.40	14.09	1722.26	18367.26*
2005	15	15	-	25000	18.04	11.78	2564.33	17326.90
2006	16	14	-	25000	16.73	17.48	3039.8	30594.89
2007	16	-	-	29000	16.73	21.02	3261.7	36405.60
2008	-	-	-	36400	17.79	8.98	3884.64	41703.77**
2009	17	-	-	na	28.42	33.23	4028.01	96288.96
2010	17	-	-	75000	18.95	20.40	6381.2	79512.77

资料来源：相关各年《货币政策执行报告》和中国人民银行网站。*：该数据按照报表数计算，但实际新增贷款数额为 22878.3 亿元，二者差额为建行和中行在进行股份制改制过程中核减的不良贷款数额。**：该数据按照报表数计算，但实际新增贷款数额为 47703.77 亿元，二者差额为农行在进行股份制改制过程中核减的不良贷款数额。

万亿元上升到 7.5 万亿元，更是如此。与此对应，在这段时间内，“价格调控”并不明显。实际上，货币政策工具不论是以“数量”为特征还是以“价格”为特征，最终都将落脚于影响经济社会生活中的货币数量。第二，预期目标中的指标数量呈现逐步减少的阶段特征，从多元向二元或一元收敛。这些变化反映了，中国货币政策调控的中间目标尚在逐步探索形成过程中，还不是一个比较成熟有效从而相对稳定的指标体系。第三，主要指标的调控数值与货币政策导向的变化并不一致。例如，2001-2007 年实行的是稳健的货币政策，其中，

表 2 GDP 增长率、 M_2 增长率的预期目标与执行结果的差幅 单位：%

年份	GDP 增长率预期值 (1)	GDP 增长率执行结果 (2)	差幅：(2)/(1)-1	M_2 增长率预期值 (3)	M_2 增长率执行结果 (4)	差幅：(4)/(3)-1
2004	7 左右	10.1	44.29	17	14.40	-15.29
2005	8 左右	11.3	41.25	15	18.04	20.27
2006	8 左右	12.7	58.75	16	16.73	4.56
2007	8 左右	14.2	77.5	16	16.73	4.56
2008	8 左右	9.6	20	-	17.79	-
2009	8 左右	9.2	15	17	28.42	67.18
2010	8 左右	10.3	28.75	17	18.95	11.47

资料来源：GDP 增长率预期值来自于对应年份的《政府工作报告》，GDP 增长率执行结果数值来源于国家统计局网站。

2004-2007年间稳健货币政策的取向是“适度从紧”，但 M_2 和 M_1 增长率调控的预期数值从2003年以前的16%以下上升到了2004年的17%，新增贷款的调控数值则从2003年之前的不足1.8万亿元提高到了2.5万亿元以上。在这些变化中很难说清“适度从紧”货币政策的真实意图是“从紧”还是“从松”？货币政策调控的预期目标在指标上和数值上这些反差暗含着，人行在选择和实施货币政策调控中缺乏一以贯之的理论思路、政策机理、运作规则和技术支持。第四，各项预期目标值之间内在的逻辑关联度较低，其数值缺乏最基本的匹配关系，以至于预期目标体系中的指标数量处于增减不定的变化中。

从货币政策的实际执行结果看，突出的现象是大部分年份各项指标的执行结果与预期目标有着较大差别。其中， M_2 增长率的执行结果低于预期目标的只有2004年，其余年份执行结果均高于预期目标，最大差值为2009年的11.42个百分点；与此不同， M_1 增长率的执行结果有3个年份低于预期目标、3个年份高于预期目标；新增贷款的执行结果有3个年份小于预期目标，其余年份执行结果均大于预期目标，最大差值为2008年的1.13万亿元。对此的可能解释是：预期目标是根据政府每年的经济增长预期目标和宏观经济政策取向等因素形成的，但每年经济运行的实际结果与经济增长的预期目标并不一致，由此，引致了货币政策预期目标与实际执行结果的差别。具体来看，2003年之前每年的《政府工作报告》中没有明确提出GDP增长率的预期目标，2004年提出的GDP增长率预期目标为7%左右、2005-2010年间提出的GDP增长率预期目标均为8%左右，但实践结果是，2004-2010年的GDP增长率均明显高于预期目标，由此，引致 M_2 增长率的实际执行结果高于预期目标。从表2中可见，除2009年在“扩大内需、刺激经济”以抵御国际金融危机冲击的背景下， M_2 增长率的执行结果与预期目标差幅大于GDP增长率执行结果与预期目标的差幅外，在大多数年份， M_2 增长率的执行结果与预期目标差幅均明显小于GDP增长率执行结果与预期目标的差幅。就此而言，很难以 M_2 增长率的执行结果与预期目标之间的差别来证明这段时间内中国货币政策调控的失效。当然，也可以从其他角度展开分析。例如，以货币政策调控为“因”、以GDP增长率的执行结果为“果”，认为 M_2 增长率的执行结果与预期目标之间的差别是由货币政策调控不力引致的。但经济运行乃至GDP增长率的实际变化有着众多复杂因素相互作用（甚至包括国际因素），如果仅仅归因于货币政策，不但过于简单，而且也缺乏足够的说服力。

在中国货币体系中各层次货币的定义分别是： M_0 为流通中的货币， M_1 （狭义货币）= M_0 +活期存款， M_2 （广义货币）= M_1 +准货币（其中，准货币由定期存款、储蓄存款、财政存款和证券公司客户保证金等构成）。这意味着， M_2-M_0 =各类存款，由此引致了两对矛盾：其一，效应矛盾。从形式上看， M_2 的增加表示着广义货币量的增加，它对于物价上涨、GDP增长等都有着直接的拉上效应；但从内容上看， M_2 与 M_0 的差额由各类存款构成（其中，活期存款是尚未用于购买商品的交易货币，定期存款是定期内通常不用于购买商品的贮藏货币；定期存款要成为交易货币，首先需要将其转变为活期存款或现金），存款增加意味着这些货币并未用于购买商品（包括劳务，下同），因此，与这些货币用于购买商品相比，它们实际上发挥着抑制物价上涨和GDP增长的作用^①。其二，可控性矛盾。 M_2 既然被定义为广义货币，人行

^① 有人认为， M_2 减去 M_0 的剩余部分尽管为“存款”，这些存款通过商业银行发放贷款又使用出去了，因此，以“存款”名义减少的购买力又通过“贷款”机制增加了。这种认识，在很大程度上，是停留于西方教科书的常识之中的结果。从具体实践看，第一，且不说，商业银行为维持正常经营所应留下的备付金，也不说中国主要商业银行的法定存款准备金率已高达20%（为此，需要缴纳16万亿元以上的法定存款准备金），就说“存差”在2010年底已达239261.46亿元，占存款余额718237.93亿元的33.31%。存差的含义是，商业银行的存款余额大于贷款余额的部分，也即商业银行吸收的存款中未以贷款方式投放的部分。因此，存款均转化为贷款的认识，是不符合实际的。第二，“各项存款”主要由企业存款、城乡居民存款和政府存款等构成。从来源角度说，要减少 M_2 的数额，就必须减少这些存款。2010年底， M_2 减去 M_0 的差额（即各类存款）为681223.62亿元，其中，企业存款244495.62亿元，居民储蓄存款303302.49亿元，财政存款25454.97亿元。在此背景下，如果要减少存款余额（从而减少 M_2 数额），一方面需要回答减少哪个主体的存款？另一方面，由于“存款”来源于收入，要减少存款就必须减少这些主体的收入，那么，应当减

每年又将 M_2 增长率列入货币政策调控的预期目标,那么,从直接的逻辑关系上讲, M_2 增长率就应处于可控范畴内。但除了 M_0 外, M_2 的其余部分均由存款构成。由于人行对各类主体的各种存款不具有直接的可测性和可控性,所以,它对, M_2 增长状况的可控力也较差。这些矛盾的存在,是引致上述不同看法的主要成因,也是引致人行在, M_2 增长率之外又将新增贷款等指标列入货币政策中间目标的主要成因。

为了理清, M_2 增长率、 M_1 增长率、 M_0 增加额和新增贷款额之间的逻辑关系,从而,进一步认识人行在 2001-2010 的 10 年间货币政策中间目标调整的合理性,我们进行实证分析。实证分析所涉及的数据包括 M_0 增长率(用 MOR 表示), M_1 增长率(用 M1R 表示), M_2 增长率(用 M2R 表示), 总贷款增长率(用 LTR 表示), 中长期贷款增长率(用 LLR 表示), 短期贷款增长率(用 LSR 表示)以及居民储蓄存款增长(用 RDR 表示)。数据频度为月度数据,数据长度为 2001 年 1 月至 2010 年 12 月,增长率皆为环比意义下的增长。原始数据均根据万得资讯数据库整理得出。

为保证分析结果的可靠性,首先,对相关指标进行稳定性分析(MOR、M1R 和 M2R 的稳定性检验)。检验结果表明,除变量 M1R 在 10% 的显著性水平下没有通过检验之外,其余变量都通过了稳定性检验。 M_1 未能通过检验的主要成因是, M_1 减去 M_0 的剩余部分主要为企业的活期存款。企业活期存款的来源比较复杂,其中至少包括:企业经营过程中的每日销售收入、短期贷款转换而来的活期存款、企业定期存款转换而来的活期存款、出售证券(如债券、股票等)所获得的资金和出售资产所获得的资金等,因此, M_1 增长率的变化可能存在着除 M_0 与新增贷款以外其它因素影响。 M_1 未能通过检验,较好地解释了 M_1 增长率在 2007 年以后退出了货币政策调控的预期目标体系的成因。其次,进行相关性分析。变量 MOR、M2R、LTR、LSR、LLR 和 RDR 之间的相关系数分析结果表明:第一, M_0 增长率与 M_2 增长率、中长期贷款增长率、居民储蓄存款增长率之间存在较强正相关性,但 M_0 增长率与短期贷款增长率的相关性很小。第二, M_2 增长率与总贷款增长率之间存在着很高的正相关性,同时,也与 M_0 增长率、中长期贷款增长率、短期贷款增长率和居民储蓄存款增长率之间存在较强正相关性。第三,短期贷款增长率与中长期贷款增长率之间存在负相关性,但相关性较弱。第四,总体而言,居民储蓄存款增长率与贷款增长率之间的相关性并不特别显著,总贷款增长率与居民储蓄存款增长率之间的相关系数为 0.27,但短期贷款增长率和中长期贷款的增长率与居民储蓄存款的增长率之间的相关系数都没有超过 0.2。第五,企业存款增长率与居民储蓄存款增长率及 M_0 增长率之间存在负相关性,但与 M_2 增长率及贷款增长率之间是正相关的。最后,进行交叉相关系数计算。变量 MOR、M2R、LTR、LSR、LLR 和 RDR 之间延迟数 l 分别为 1 至 6 个月的交叉相关系数实证,结果表明:其一, M_0 增长率与 M_2 增长率、中长期贷款增长率、居民存款增长率之间存在较强的同期相关性,这意味着 M_0 增长率的波动性与它们之间基本保持同步。相对于 M_0 增长率与总贷款增长率同步相关系数为 0.23 而言, M_0 增长率与总贷款增长率的 2 期滞后的交叉相关系数为 -0.35,意味着 M_0 增长率与总贷款增长率之间存在较强的 2 期滞后的反向相关性。MOR 与短期贷款增长率滞后和超前各期之间的交叉相关系数都不高,说明 M_0 增长率与短期贷款增长率之间的相关性不强。这些相关性情况较好解释了,2004 年以后 M_0 退出货币政策调控的预期目标体系的成因。其二, M_2 增长率与总贷款增长率之间存在着很高同期正向相关性,同时与中长期存款增长率、短期贷款增长率以及居民储蓄存款增长率之间也存在着较强的同期相关性,但指标间超前和滞后交叉相关系数相对于同期相关系数都较小,意味着 M_2 增长率与这些指标之间的波动性基本保持同步。其三,总贷款增长率、中长期贷款增长率、短期贷款增长率与居民储蓄存款增长率各期之间的交叉相关系数主要介

少哪个主体的收入?第三,中国 CPI 中所涉及的物价是社会消费品零售总额,贷款主要投放给各类企业,因此,企业的贷款增加如何成为推高社会消费品零售价格上行的主要因素?这恐怕很难从西方教科书中找到现成的原理性解释。

于 0.3 与 -0.2 之间，说明居民储蓄存款增长率与各类贷款增长率之间的相关性并不很强。其四，企业存款增长率与总贷款及短期贷款增长率存在着相关性，但与长期贷款增长率的相关性不强。

在中国经济运行中影响 M_2 的因素很多，其中 M_0 、存款和贷款是主要因素。为了准确估计 M_0 增长率 MOR、存款增长率 EDR 和 RDR 对 M_2 增长率影响，我们采用公式 (2) 作为基本估计模型进行回归分析。

$$M2R = c + \beta_1 * MOR + \beta_2 * RDR + \beta_3 * EDR + \gamma + \varepsilon \quad (2)$$

其中： $M2R$ 表示 M_2 增长率， c 为常数项， RDR 为居民存款增长率， EDR 为企业存款增长率， γ 表示诸如 LTR 等相关控制变量， ε 为扰动项。

回归结果表明，2001 年 1 月至 2010 年 12 月间， M_0 增长率、居民存款增长率、企业存款增长率对 M_2 增长率存在显著的正向解释力度，同时，总贷款增长率，中长期贷款增长率以及短期贷款增长率也存在着显著的正向解释度。

由于影响贷款的直接因素则包括 M_0 、 M_2 和以及各类存款，为有效估计 MOR、 M_2R 、EDR 和 RDR 对 LTR 影响，我们采用公式 (3) 的估计模型进行回归分析。

$$LTR = c + \beta_1 * MOR + \beta_2 * M2R + \beta_3 * EDR + \beta_4 * RDR + \varepsilon \quad (3)$$

其中： MOR 表示 M_0 增长率， $M2R$ 表示 M_2 增长率， c 为常数项， RDR 为居民存款增长率， EDR 为企业存款增长率， RDR 表示居民存款增长率， ε 为扰动项。

结果表明，2001 年 1 月至 2010 年 12 月间， M_0 增长率、居民存款增长率、企业存款增长率对总贷款增长率存在显著的正向解释力度。

最后，格兰杰因果检验结果表明：其一， M_2R 和 MOR 以及 M_2R 与 EDR 之间存在双向格兰杰因果关系， M_2R 与 LTR 之间不存在格兰杰意义上的因果关系。其二，LLR 和 LSR 仅仅只是 M_2 的格兰杰原因，而 M_2R 又是 RDR 的格兰杰原因。其三，LTR 与 LSR、MOR、EDR、RDR 之间均存在双向格兰杰因果关系，但与 LLR 之间不存在格兰杰意义上的因果关系。

这些实证结果较好地解释了，为什么在 2007 年以后货币政策调控的预期目标体系中的指标仅剩“ M_2 增长率”和“新增贷款”这两项指标；也较好地解释了在 2008 年货币政策调控的中间目标只有“新增贷款”一项和 2009 年只有“ M_2 增长率”一项。但依然有一个问题未能清晰，即在 M_2 增长率与贷款增长率之间何为“因”、何为“果”？从货币经济学角度看，存款只是提供了贷款的资金来源。对金融机构来说，吸收的各类存款既可以用于发放贷款也可以用于购买各种证券还可以在其他用途上使用，因此，存款并不一定直接引致贷款。与此不同，贷款是金融机构创造“派生货币”（或派生资金）的基本机制，新增贷款从金融机构发放给相关主体（企业、居民和政府等）的同一时刻就转成了这些主体在金融机构账户中的存款，因此，在新增贷款与 M_2 增长率之间存在着新增贷款为“因”、 M_2 为“果”的内在机理。由此来看，将“新增贷款”作为货币政策调控的中间目标可能是较好的选项。

综上所述，粗一看表 1 中各项指标的数据，似乎感到中国货币政策调控的中间目标在 2001-2010 年间处于不断变化且难有章法可循状态，但经过以上分析可知，这些中间目标在运行中的调整，既反映了中国货币政策调控的中间目标体系尚处于积极实践的探索之中，又通过中间目标数量逐步收敛到“新增贷款”等指标而显示了符合中国特色的货币政策调控的中间目标趋于成熟。

实际上，以“新增贷款”作为货币政策调控的中间目标依然有着缺陷，尤其是考虑到 2008 年和 2010 年运用行政机制管控新增贷款规模的实践效果，这种缺陷更加明显。一个可替代的选择是变“新增贷款”为“贷款增长率”，一方面从上述实证分析中可见，“贷款增

长率”与 M_2 增长率的之间存在着很高同期正向相关性，另一方面，与新增贷款数额相比，“贷款增长率”有着一定的弹性，更有利于增强货币政策在调控中的针对性和灵活性。从这个角度上说，也许应将信贷政策纳入货币政策，将其作为实现中间目标的基本政策更为合适。毫无疑问，是否将“贷款增长率”纳入货币政策调控的中间目标、是否将信贷政策（以及对应的机制）作为货币政策调控中间目标的主要机制等也还有待进一步的实践探索和经验总结（虽然现代货币理论认为，信贷渠道在货币政策影响实体经济的传导过程中具有十分重要的作用）。

三、完善中国货币政策调控目标的若干建议

货币政策是宏观经济调控政策的主要构成部分之一。货币政策的目标、取向、力度和节奏既取决于经济和金融运行走势，受到宏观经济调控的总目标总要求的严重制约，又严重影响着经济和金融运行态势，影响着宏观经济调控的有效程度。从这个意义上说，在一国范围内，实际上并不存在独立于经济和金融运行之外的货币政策，也不存在独立于宏观经济调控政策之外的货币政策。“优化货币政策目标体系，健全货币政策决策机制，改善货币政策的传导机制和环境”是“十二五规划纲要”提出的中国货币政策体系需要进一步完善的主要内容。从 2001-2010 的 10 年间实践经验来看，要进一步完善中国货币政策调控目标需要解决一系列问题，其中至少包括如下几个方面：

第一，以 CPI 中的非食品类指数走势为稳定物价、保持币值稳定的基本政策抓手。从 2001-2010 的 10 年间看，引致中国 CPI 大幅波动的主要成因是由某种或某几种农产品暂时供给短缺引致的“食品类”指数波动，其频率大约每 3 年来一次。在“十二五”时期乃至更长一段时间内，这种情形还将趋势性地发生。主要成因有三：一是在工业化和城镇化进程中，农产品的价格上行是一个不以人的意志为转移的客观规律。虽然，可以采取种种政策措施将每年农产品价格上涨幅度控制在城乡居民消费可承受的范围内，但这一趋势是货币政策无力改变的。二是中国以占全球 7% 的土地养活着 22% 的人口，农产品的紧平衡是一个长期趋势。由于自然灾害或政策不到位等因素影响，每隔几年总可能有几种农产品因供给不足引致价格大幅上扬从而引致 CPI 中的“食品类”指数明显上行。三是中国农产品（尤其是种植业产品）的价格构成中通常不包含利润，这是上世纪 50 年代以后为支持工业化发展运用行政机制压低农产品价格（从而将这部分利润转移到工业品中，以提高工业投资积极性）的结果。这种价格结构不仅严重抑制了工业资本、城市资本向农业的投资热情，严重抑制了金融服务于农业的市场空间（因为金融的利息等收入来源于利润的让渡），而且严重削弱了农民抵御各种农业生产风险的能力。从中国的 CPI 中舍去“食品类”，尽管“非食品类”尚难与发达国家的核心 CPI 直接对比，但有着相类似的意义，由此，对厘清和实施货币政策最终目标有着如下几方面的积极意义：

其一，可以避免因“食品类”上行所引致的 CPI 增长率上扬的困扰。面对 CPI 增长率上行，一些人屡屡以“通胀”表述。一旦界定为通胀，货币政策的应对之方就是收紧银根。但在中国的贷款余额中，用于农产品生产的部分不足 2%。这意味着，因农产品价格上涨，由 98% 以上贷款余额支持的工业生产和服务业经营都将承受资金收紧之苦，有着“城门失火、殃及池鱼”之效应。一旦将“非食品类”价格指数置于货币政策测度范畴，这种情况就将随之消失。

其二，可以更加清晰地把握“保持币值稳定”的真切含义。通货膨胀均为货币现象，因此，需要运用货币政策予以化解。但物价上涨并非都是通货膨胀（在中国尤其如此）。物价上涨总是商品价格的上涨，商品总是以货币标价的，但这并不意味着，物价的涨跌总由货币政策的松紧所引致。农产品价格上涨是货币政策近乎无能为力的趋势。如果将“食品类”指

数列入货币政策测度的CPI范畴，实际上意味着“保持币值稳定”是不可能实现的，由此，货币政策将陷入两难境地：或者弱视国民经济中非农产业的产业对资金的需求状况，一旦发生农产品价格上行引致的CPI增长率高涨，就实行从紧的政策取向（从而，实际上，货币政策被农产品价格走势所“绑架”），使得经济和金融因资金吃紧而进入下行通道；或者为了满足经济和金融运行整体趋势的要求，不收紧银根，使得“保持币值稳定”的最终目标落空。一旦将“非食品类”作为把控“保持币值稳定”的直接监控目标，这些困扰就将消失，由此，货币政策目标选择和操作措施也将随之清晰。

其三，可以更有力的放矢地缓解农产品价格上行所引致的CPI上涨。农产品价格上行的成因相当复杂，但从如前所述，解决问题的基本政策选择是财政政策和深化体制机制改革。将包含“食品类”的CPI列入货币政策监测范畴并依此选择货币政策措施予以应对，就可能弱化财政政策的实施力度（甚至忽视财政政策），结果不利于及时有效地缓解这些农产品的供给不足问题。相反，如果将“食品类”价格上涨置于货币政策监测之外，将有利于理顺物价上涨中的货币政策与财政政策的应对关系，从而，一方面着力运用财政政策缓解农产品的供给短缺，协调农产品的供求关系；另一方面，有效运用货币政策维护经济和金融运行秩序的稳定，实现货币政策与财政政策的协调运作。

第二，调整货币口径，明确各层次货币含义，以利于选择货币政策中间目标的监测指标。中国目前的货币层次分为 M_0 、 M_1 和 M_2 ，其中， M_1 和 M_2 的划分标准并不科学。这是引致有关货币政策研讨中各种意见分歧的一个主要成因。货币按照功能特点可分为交易货币和储藏货币两种。交易货币是满足当期各种交易所需要的货币（包括暂时的沉淀货币），储藏货币是不用于当期交易的货币。从各项存款角度看，活期存款基本属于交易货币范畴，各种定期存款基本属于储藏货币范畴；这些定期存款要用于交易，必须先转化为活期存款。在目前中国的 M_1 中除了 M_0 外，只包含了企业的活期存款；而 M_2 中除了 M_1 外，既包含了企业的定期存款和城乡居民储蓄存款中定期存款，也包含了城乡居民储蓄存款中的活期存款、机关团体的活期存款、财政性存款等等，由此，使得 M_1 和 M_2 的货币特性边界不清。在各种的研讨中，相当多的人直接视 M_2 为交易货币总量，将 M_2 增长率与CPI增长率、GDP增长率等指标相联系，提出了“货币超发”、通货膨胀等一系列判断。调整货币口径的含义是，按照交易货币和储藏货币各自的特性，重新界定和调整 M_1 和 M_2 的划分边界，将各种活期存款以及具有活期存款性质的存款（如通知存款、保证金存款和临时性存款等）归为 M_1 ，将各种定期存款归为 M_2 大于 M_1 的部分。由此，明确 M_1 为交易货币范畴， M_2 大于 M_1 的部分为储藏货币范畴。

第三，逐步将人民币汇率纳入中间目标的调控范畴。“保持币值稳定”，对内是物价，对外是汇价，二者之间的联系随着国际化程度的展开而加深。中国已加入世贸组织10年了，商品市场的国际化程度明显提高；劳务市场、金融市场的国际化程度也将在进一步开放中提高。面对开放型经济形成的格局，货币政策的调控重心将从主要关注中国境内因素变化拓展到关注境内外各种因素对中国境内经济和金融运行的影响力度，为此，以人民币口径为主来选择货币政策中间目标的调控体系也将逐步拓展到将汇率等纳入中间目标的调控体系。汇率虽然不是影响境内物价走势的唯一因素，但在开放型经济中是一个不容忽视的经济变量。尤其是，在中国对国际市场大宗商品的依赖程度不断提高和中国介入全球经济尺度不断深化的背景下，汇率政策的影响力度更加突出。汇率政策属于实现货币政策最后目标的中间目标范畴，它与利率政策等构成实现最终目标的中间目标政策体系。

主要参考文献

- ①奚君羊，2004：《通货膨胀目标制的理论思考——论我国货币政策中介目标的重新界定》，《财经研究》第4期。
- ②钱小安，2003：《货币政策规则》，商务印书馆2002年10月。

- ③姜波克、朱云高，2004：《资本账户开放研究：一种基于内外均衡的分析框架》，《上海金融》第4期。
- ④范从来，2004：《论货币政策中间目标的选择》，《金融研究》年第6期。
- ⑤劳伦斯·H·怀特，2004：《货币制度理论》，中译本，中国人民大学出版社。
- ⑥约瑟夫·斯蒂格利茨，2005：《通往货币经济学的新范式》，中译本，中信出版社。
- ⑦王国刚，2009：《物价变动并非总是货币政策的函数》，《经济学动态》第10期。
- ⑧王国刚，2012：《中国货币政策调控工具的操作机理：2001-2010》，《中国社会科学》。

内容提要：本文对2001-2010的10年间中国货币政策的最终目标和中间目标的实现机理进行了分析探讨，认为10年间尽管发生了3次幅度较高的物价上涨，但它们均非由货币政策较松引致，因此，在推进国民经济持续快速发展过程中，中国货币政策有效防止了由于货币发行过多所引致的通货膨胀严重发生；中间目标数量逐步向“新增贷款”等指标收敛，显示了符合中国特色的货币政策调控的中间目标趋于成熟。要进一步完善中国货币政策调控目标需要解决好三方面问题：一是以CPI中的非食品类指数走势为稳定物价、保持币值稳定的基本政策抓手；二是按照交易货币和储藏货币各自的特性，重新调整货币口径；三是逐步将人民币汇率纳入中间目标的调控范畴。

关键词：货币政策 目标 实现机理

Realization Mechanism of China's Monetary Policy Targets: 2001-2010

Wang Guogang

Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences

Abstract: This article explores the realization mechanism for the final and interim targets of China's monetary policy from 2001 to 2010. It finds that the three significant price surges in the ten years were not the results of loose monetary policy. While keeping the rapid economic growth, China avoided the inflation linked with excess money issuance. The introduction of loan increment in the interim targets also showed the maturing of China's monetary policy target system. To improve China's monetary operation, three measures need to be taken: firstly, basing stabilizing monetary policy on the trend of non-food price index in CPI; secondly, readjusting the definition of money according the different characteristics of transaction money and storage money; thirdly, including RMB exchange rates into the interim targets of monetary policy.

Keywords: Monetary Policy, Target, Realization Mechanism