

货币供给内生性原因:国内外研究述评*

周莉萍

[摘要]货币供给内生性与外生性问题经久不衰,本文系统梳理了国内外关于货币供给内生与外生问题的研究脉络,围绕货币供给内生性原因,着重讨论了凯恩斯主义、货币主义、后凯恩斯主义等流派对货币供给性质及其原因的不同分析框架和观点。研究发现,主张货币供给内生论的主要流派即后凯恩斯主义学派,其货币供给内生论能很好地解释工业经济时期典型的货币化生产体系中货币与实体经济变量的关系,但很多观点都没有与时俱进,在面对金融业非常发达的现代服务经济体系时,解释力不足。本文认为,货币供给内生性问题的研究重点不应停留至此,可以尝试从信用创造视角探讨现代货币供给的性质及其微观机制。

关键词:货币供给内生性 水平主义 结构主义

JEL 分类号:E51 E52

一、货币供给内生性研究的时代意义

货币供给是一个宏观经济变量,可以从三个角度来看内生与外生问题。第一,控制意义角度^①。如果政府政策是变量价值的首要决定因素,即政府可以控制该变量,则该变量是外生变量。传统模型中,货币供给一般被认为是可控的外生变量。第二,理论意义上的外生与内生。如果一个变量的价值独立地由理论模型中的内生变量决定,那么该变量就是外生变量^②。货币供给在理论上是否为外生变量,取决于货币政策目标的设定。如果中央银行选择以内生变量的价值(如支出、失业、通货膨胀和利率)作为货币政策目标,而货币供给总量服务于这些变量,那么从理论上就可以认为货币供给是弱内生性的。只有中央银行打算忽略所有的内生变量,外生控制的货币供给量才可以说是理论意义上的外生。第三,统计意义上的外生性。指的是从不可解释的变量估计的方程中,某变量独立于误差项。对于货币而言,由于中央银行的反应方程几乎必然包括与货币需求方程的误差项相关的变量,所以统计意义上的货币外生性几乎不可能存在。这意味着,当货币需求不能被识别时,估计参数会有偏差。总之,理论上和统计意义上的外生性在现实世界中不大可能实现,即便中央银行能外生决定货币的数量。

学术研究中,大多数学者所谓的外生与内生一般都是在控制意义上。本文认为,货币供给内生与外生争论的前提条件是货币供给量能通过各种传导机制影响实体经济变量,货币是非中性的。在此基础上,货币供给量如果是中央银行可以控制的变量,那么中央银行就可以通过调节货币供

* 周莉萍,中国社会科学院金融研究所,助理研究员,经济学博士。本文为国家自然科学基金项目(71303257),中国博士后科学基金项目(2013M540117)的阶段性研究成果。

① 参见 Wray, L. (1992): "Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money", *Journal of Post Keynesian Economics*, 14, 297-310.

② 在现代计量经济研究中,可以通过格兰杰因果关系检验理论上某个变量的内生性与外生性。

给量来影响利率、汇率和投资、物价、国内生产总值等实体经济变量。由此,控制意义上和理论意义上的货币供给内生与外生问题才能保持一致。所以,对货币供给内生性与外生性的理解基于控制意义角度,重心在理论意义上。

货币供给内生与外生在国内外是经久不衰的学术争论,学者们反复论证或利用新的技术手段、新的数据验证一国货币供给内生性或外生性。在特定的时间段和国别中,扎实的数据论证结果似乎已经终结了所有的讨论。但是,在全球视野内,这一问题及其内因并没有得到完全一致的答案。当新的经济现象和政策性事件出现时,问题还会追究到货币供给内生与外生的根本原因、机理和影响上。比如美国在次贷危机后实行的量化宽松货币政策,无可回避又促使学者反思货币供给的性质。美联储在放弃货币总量指标四十余年后重启定量宽松货币政策的理论依据是什么,能否完全预知其政策对美国经济其全球其他国家的影响?即使是曾对货币政策有深入共识的新新古典综合理论,也并没有明晰一致的结论。

本文围绕货币供给内生与外生及其原因争论,对国内外学者的学术研究作出基本梳理,这些争论的重要历史背景是:20世纪70年代以来,以IT革命为依托的金融技术革命,结合国际金融体系的动荡和变革带来的金融制度创新,推动了金融体系的飞跃式发展,现代货币供给理论不能完全解释新现象、新问题,不能为中央银行的货币政策作出根本性的指导。具体而言,金融体系发生的新变化包括三个方面:(1)从金融技术角度而言,电子货币、电子金融服务、网络第三方支付等金融服务迅速崛起并高速发展,直接冲击了中央银行对货币供给量的控制,货币供给的内生性日益增强。(2)从金融中介角度而言,传统的商业银行等金融机构在激烈的竞争压力下开始谋求新的发展,以商业银行表外资产证券化业务为核心的影子银行体系不断发展壮大。以财富管理和价值创造为根本,金融机构革命性地突破各国金融监管制度的约束,实现金融服务的多元化、现代化和网络化。这些实践活动导致以传统金融体系为基础的金融理论失效,私人机构供应货币导致货币理论的微观基础丧失殆尽。(3)从宏观调控角度而言,货币主义在发达国家的失败导致各国开始放弃货币数量指标,直接关注实体经济变量并以此为货币政策目标,如通货膨胀目标制等“强名义锚”。无论经济景气或萧条,货币政策都处于比较尴尬的境地。金融危机之前诸多学者集中研究现代货币政策失效或无效问题,金融危机发生后,不适当的货币政策又成为众矢之的。现代货币政策对货币供给量目标的转移或放弃不仅没有使货币政策执行框架焕然一新,反而导致了更为不利的地位。货币政策在宏观调控中的作用和地位急需以更完备的理论为支撑来进一步稳固。

总之,以上三个方面都凸显出货币供给内生与外生性问题及相关货币政策、金融监管政策研究的重要性及重新探讨的必要性。探讨现代货币供给内生性的原因,则是完善货币理论的微观基础之一。

二、货币供给内生性原因:国外研究综述

货币供给的内生性与外生性问题具有重要的理论意义,是现代西方经济学理论的硬核和保护带之一,现代宏观经济学基本模型就建立在货币供给外生论上。比如IS-LM模型中的LM曲线,就是假定货币供给变量为外生,即由“看得见的手”——中央银行决定,货币供给曲线在模型推导中是一条垂直的线。货币供给外生性是弗里德曼名义货币理论的首要前提。弗里德曼认为,货币供给

和真实货币需求是各自独立决定的,名义货币需求随时适应于货币供给的变化做充分调整,政府因此可以通过控制货币供给而对经济活动实行有效调节。后凯恩斯主义者则从货币供给方程出发,不断发掘基础货币、货币乘数不能由中央银行决定的依据,增强货币供给内生的说服力。在整个现代经济学演进中,对于货币供给内生性原因的剖析,可以以凯恩斯主义为分界点,划分为两个阶段的争论。凯恩斯主义之前的争论,集中在对货币本质及其价值决定等问题,是现代货币供给内生与外生性争论的奠基;凯恩斯主义之后的争论主要与同时代货币政策实践、凯恩斯主义学派自身的兴衰紧密相关,为后凯恩斯主义货币供给内生论的发展提供了广阔的空间。

(一)凯恩斯主义产生之前的金属主义和名目主义之争

凯恩斯主义产生之前,对于货币供给内生性的问题集中在金属主义和名目主义对于货币本质的争论上。对于货币的本质理解差异会界定出不同的货币范畴和边界,这直接影响对货币供给内生性与外生性的讨论结果。古希腊的亚里士多德最早在《尼各马可伦理学》一书中论述了朴素的金属主义和名目主义思想争论。一方面,他认为货币的价值如同其他商品一样,由同一的价格规律所决定。另一方面,他又认为货币是由国家法律或契约创造出来的,其价值也是可以任意变更的。亚里士多德对于货币本质的两面性认识是金融主义和名目主义的争论起点。

1.金属主义(Metallism)

金属主义认为,货币的本质是具有金融特征和实际价值的商品。代表学派是重商主义和古典主义经济学派,具体代表人物包括威廉·斯塔福德(William Stafford, 1554-1612)、托马斯·孟(Thomas Mun, 1571-1641)、亚当·斯密(Adam Smith),后期的大卫·李嘉图(Ricardo),西尼尔(N.W. Sinor),约翰·穆勒(John Mill),杰文斯(W.S. Jevons),瓦格纳(A. Wagner),约翰逊(Johnson)等。他们认为,货币的本质是商品,因此,货币必须具有实际价值。货币和财富是等同的概念,货币是具有实际价值的金属,可以称之为“货币财富观”。

不论是早期的“重金主义”、“货币差额论”,还是晚期的“贸易差额论”(马克思,1867),他们对于国家贸易政策的主张均以对货币本质的理解为基础。一方面,他们所处的年代是英国历史上的高通货膨胀时期,对于通货膨胀原因的讨论成为其学说的基本思想来源。他们认为,并不是贵金属的大量流入导致了物价高涨,而是铸币成色的降低和磨损造成了物价上涨和贵金属外流。威廉·斯塔福德极力反对货币名目论,认为货币的购买力来自货币的实际价值,君王无论如何改变货币的名称等因素都无法提高货币的购买力^①。他们都极力反对改变货币名称或成色能使国家致富的观点。另一方面,他们所处的时期也是资本主义的萌芽和初步扩张时期,资本主义的原始积累需要货币的积累。他们的学说和政策主张符合新兴资产阶级的需要。金属主义货币本质观的不足则是忽略了贵金属成为货币的必然性和偶然性。即马克思在《资本论》中所论述的“金银天然非货币,货币天然金银”的原理。马克思认为,“在铸币机能上,金属货币可以用别种材料造成的记号或象征来代替”^②。亚当·斯密赞同金属主义的观点,认为货币的本质是商品,货币价值由劳动量或生产费用决定。但他认为流通中存在一个货币必要量的问题^③。

2.名目主义(Nominalism)

① 王年咏(2002):《西方货币信用学说》,武汉理工大学出版社,第41页。

② 马克思(1867):《资本论(第一卷)(中译本)》,人民出版社,第108页。

③ 斯密,亚当(1776):《国富论——国民财富的性质和起因的研究(中译本)》,中南大学出版社,第202页。

货币本质观的名目主义产生于18世纪,是在反对重商主义的金属主义观点中兴起的。其基本观点是,货币没有实际价值,没有商品性,货币本身不是财富。货币基本功能是交易媒介,是一种名目上的价值符号。货币价值取决于国家权威,而不是其本身。货币名目观的代表包括早期的尼古拉斯·巴尔本(Nicholas Barben, 1640~1698)、贝克莱(B.G.Berkeley, 1684~1753)、孟德斯鸠(Charles Montesquieu, 1689~1755)等,现代的克纳普(G.F.Knapp, 1842~1926)、弗里德里希·彭迪生(Friedrich Bendixon, 1864~1920)、艾尔斯特(Karl Elster)等。

货币名目观的基本观点符合现代货币发展趋势,即货币的形式逐步从具体商品发展到抽象符号,较货币金属观而言较为进步。但名目论单纯否定货币的商品性,认为货币价值由国家权威规定是不符合历史发展逻辑的。货币产生于商品经济发展,而不是主观的国家意志或人类意志创造的。

1811年,在英国出现了一场关于货币及其性质的著名论战^①。这场论战源于当时的黄金价格高涨,是名目论与金属主义思想在实践中的首次交锋。争论的核心可以总结为:经济变化起源于何处?是货币影响经济,还是货币被动对经济作出反应?这也是货币供给内生性问题在历史上最早的朴素的争论。大卫·李嘉图作为股票经纪人也参加了这次论战。论战的一方是英格兰银行,他们认为商业状况是决定性的影响,中央银行的贷款和货币发行是一种反应,因此,金价上涨时活跃贸易的压力所致。另一方以高价黄金委员会为代表,他们认为,“中央银行在抵御政府的压力中表现得慷慨和意志薄弱,因而发放了使金价上涨的钞票。……中央银行的职责就是要确保其钞票不贬值。”因此,高价黄金委员会最终认为,中央银行的货币发行行为影响着经济和物价,一种货币的价值绝对保持不变是合理的。

这场论战并未上升到理论层次,但反映出李嘉图等人的金属主义与名目主义关于货币本质的分歧和论战,为后来货币供给内生性与外生性问题的争论奠定了基础。

(二)凯恩斯主义之后的不同学派观点

凯恩斯早期追随货币名目观。他在《货币论》中提出,货币是用于支付债务和进行商品交换并代表一般购买力的一种符号。该种符号由“计算货币”派生而来,是一种观念货币,没有实际价值。他认为,货币契约的一个特征是,国家或社会不但要强制履行以计算货币所缔结的契约,而且还要决定此种契约之合法的货币合乎习惯的,在履行时所应交付之物^②。凯恩斯主义的追随者和完善者——托宾,开启了货币供给性质的基本讨论。

1. 货币主义与凯恩斯主义关于货币供给性质的基本分歧

货币供给是内生的还是外生的,国外学术界最早是从托宾(Tobin)与弗里德曼(Friedman)的一场争论和20世纪50年代的拉德克利夫报告(Radcliffe Report)开始,将其作为正式的学术问题进行讨论。作为货币主义代表,弗里德曼与凯恩斯主义代表——托宾在货币理论方面分歧多多,货币供给的性质只是其中的基本分歧之一。首先,关于中央银行是否可以控制货币供给,弗里德曼的核心观点是:货币需求函数、货币流通速度、货币乘数都是稳定的,即使不稳定也可以用百分之百的银行存款准备金制度实现稳定,因此,中央银行可以控制货币数量,货币供给是外生的。而托宾以资产选择行为为分析核心,他强调货币需求灵活可变,因而货币供给是内生的。其次,就货币供给

^① 加尔布雷思(2010):《货币简史(中译本)》,上海财经大学出版社,第28页。

^② 凯恩斯,梅纳德(1930):《货币论(中译本)》,商务印书馆,第5-6页。

对实体经济作用而言,弗里德曼认为货币供给变动对初始收入没有任何影响,对资产价格有影响,会引起资产组合调整,最后导致全社会收入的增加;货币政策的作用不是盯住实体经济变量,而在于通过名义变量控制为市场经济保持稳定的货币金融环境,长期内保持物价稳定,实现无通货膨胀的繁荣。而且,弗里德曼和施瓦茨通过对美国近百年货币史(1867~1960)的研究作为此观点的论据。他们认为,在美国历史上比较严重的衰退中,货币存量的减少不是由于收入的减少,而是银行倒闭或美联储的紧缩性政策。即因果关系是从货币到收入,货币数量的大幅下降是严重衰退的充要条件。托宾则认为,货币政策传导机制是通过利率效应引起间接的资产结构调整。货币政策无论长期还是短期,都不是中性的,货币政策的目的是充分就业。他反对任何旨在对付通货膨胀而使经济受困于“流动性匮乏”的货币政策。货币政策的效果如何,必须以资产选择理论中的 q 值变动为标准,即必须以真实资本的市场价值或股票行市为总尺度。

总之,弗里德曼强调货币供给的外生性,认为中央银行可以控制货币供给以及货币供给与名义收入之间的直接因果关系,由此,央行可以通过“单一规则”调控实体经济变量。托宾则强调货币供给是内生的,合适的货币政策中介目标是利率。二人对货币供给性质问题的分歧源于其对私人市场经济的不同看法。弗里德曼坚信私人经济的内在稳定性,反对相机抉择的宏观干预。托宾则认为私人经济存在有效需求不足,需要政府积极干预。

货币主义和凯恩斯主义关于货币供给性质的分歧体现在货币数量控制以及货币对实体经济影响方面。在理论和实践的演变中,一些学者则认为应该从货币的本质角度考察其内生性。他们认为,随着经济和金融的发展,货币的基本概念是无法界定的。即使货币可以被界定,试图控制货币也会在一定程度上促进经济主体用其他资产来代替货币,以至于货币控制无法实现,这就是所谓的古德哈特定律(Goodhart Law)^①。20世纪60年代,着重考察英国货币政策的拉德克利夫报告重新提出了这一观点,并对美国的货币政策和货币控制的讨论产生了持续的影响。卡尔多(Kaldor, 1960)总结并提炼了拉德克利夫报告的基本结论:(1)货币政策目的是监管对货物和服务的总需求,但不可能通过控制货币来达到;(2)货币供给和货币需求之间的联系模糊性在于无法控制货币流通速度;(3)中央银行如果改变传统的货币供给控制,应代之以管理不同期限结构的利率;(4)中央银行的主要功能不是设定不同的银行利率或短期公开市场操作,而是对国家债务进行管理;(5)长期利率的任意变动不可能实现;(6)货币政策在管理经济方面的角色是被动的。从历史的视角来看,拉德克利夫报告的主要意义不在于理论方面,而是在于实践层次,它开启了现代货币政策框架下货币当局放弃货币供给量中介指标之先河。还有一些学者结合现代金融机构的多元化发展实践,认为金融体系中存在外在货币和内在货币,商业银行已经不是唯一的货币创造主体了,其他非银行金融机构和公众行为都会影响货币创造及最终的货币供给量,因此,货币供给的内生性在不断增强(Gurley and Shaw, 1960)。

2.后凯恩斯主义的货币供给内生论:水平主义、结构主义、环流理论

后凯恩斯主义经济学派将货币供给的内生性作为该学派的基本观点之一,并发扬光大,有了不少新的进展^②。后凯恩斯主义内生货币论的构建者主要是“金融凯恩斯主义者”,包括罗宾逊

^① 抽象的 Goodhart Law 的正式表述是:“一旦政府将之前观测到的统计规律用于控制目的,这一规律就失效了”。参见古德哈特(2011):《古德哈特货币经济学文集(上卷)(中译本)》,中国金融出版社,第15页。

^② 国内学者如王松奇(1992),胡海鸥(1997,1998),陈昭(2005),王楚明(2008)等,对货币供给内生性和后凯恩斯主义学派都有较为深入的研究和文献梳理,为本文提供了最基本的借鉴。

(Robinson)、明斯基(Minsky)、戴维森(Davidson)和卡尔多(Kaldor)。莫尔(Moore),Kaldor(1982,1985)和温特劳布(Weintraub,1978)在此基础上将其理论发展成为“水平主义(Horizontalism)”内生货币供给论,后来的理论分支还包括结构主义(Verticalism)和欧洲环流学派(Monetary Circuit Theory)。后凯恩斯主义内生货币供给论的基本观点是,金融市场的货币需求决定了中央银行的货币供给。温特劳布和戴维森从资产组合角度论证货币供给的内生性,认为在融资性需求中,货币具有资本性质,它是生产组织的手段,而不是简单的交易媒介或价值储藏,因此货币供给是基于实体经济需求的,是内生的(Davidson,1965)。

水平主义核心观点是,货币由信用驱动和需求决定(credit-driven and demand-determined),即银行贷款创造银行存款,而且商业银行会依据存款来寻找储备^①。贷款的利率由中央银行决定,但贷款的数量由具有信用的企业或者个人决定的。中央银行是货币的价格制定者和数量接受者。由此,货币供给曲线和可贷资金供给曲线都是水平的,货币供给是内生的。具体而言,Kaldor(1970)认为,作为最后贷款人,中央银行不会坐视流动性短缺产生的金融危机,而会成为货币供给的价格制定者和数量满足者。在中央银行所制定和维持的任何利息率水平上,货币供给曲线的弹性是无限大的或是水平的,即货币需求创造了货币供给,而且这种供应能完全满足经济活动对货币的需求。信用驱动意味着商业银行有能力满足实体经济的信贷需求,能独立于中央银行获得可贷资金。从而,高能货币中的商业银行存款准备金部分是内生的,商业银行派生存款也是独立创造的。Moore(1989)用金融创新因素来证实中央银行的基础货币和货币乘数不可控和货币供给的内生性,认为只要政府运用观察到的货币乘数对货币进行调控和管理,基础货币和货币供应量也会相应的得到调节,满足实体经济的货币需求。并且,Moore(1985)对美国的存款和存款准备金、贷款之间关系进行了Granger-Sims因果关系检验,结果印证了水平主义观点的正确性。实践中,英格兰银行在1994年明确表示,英国的货币供给是内生性的。理由是,商业银行是按照预先设定的利率提供基础货币,而且广义货币也是由商业银行体系(根据实际需求)创造(King,1994)。

货币供给内生论的结构主义者以Minsky(1982,1986),Rousseas(1986,1989),Earley(1983),Earley and Evans(1982)为代表,共同特征是考虑现代金融结构变迁,强调各部门的流动性偏好因素,发展了复杂的流动性偏好理论来进一步论证货币供给内生性。在承认水平主义基本观点的基础上,结构主义者进一步探讨中央银行对高能货币数量为什么无法控制。他们认为,金融市场发展导致的金融创新导致货币供给内生性。金融创新使银行能够通过新的制度渠道获得大量负债,商业银行可以借入联邦基金,欧洲美元和大量可转让定期存单等,这导致了控制货币增长的政策在控制金融市场力量方面是很没有效率的(Minsky,1977)。Dow(1996)认为,商业银行不是被动适应贷款者需求的信用供给者,在货币供给过程中,商业银行兼顾流动性与收益性需要。但商业银行一方面通过资产业务——如发放贷款和买入证券来创造收益,一方面通过负债业务——如买入存款,从而操作自身的流动性和收益,并保持平衡。结构主义认为,货币供给内生论发展的方向是,研究金融市场力量、金融创新和中央银行行为之间的关系。

水平主义和结构主义论者就货币供给内生性进行了长期争论,典型代表如Moore和Davidson之间的争论。Lavoie(1984,1985)和Pollin(1991)对货币供给内生论的水平主义和结构主义观点进

^① 该观点最早是前纽约联储银行的Alan.Holmes在1969年提出的。他认为,在真实世界中,银行拓展信用,创造银行存款,然后再寻找准备金。

行了总结和调查,系统总结了两种观点的异同和争论焦点。水平主义认为,贷款创造存款,存款创造存款准备金需求,即货币需求决定货币供给,这颠覆了凯恩斯主义等主流货币理论基本观点。主流的货币理论认为,收入决定储蓄,储蓄决定存款;货币供给曲线是中央银行决定的垂直曲线,货币供给决定货币需求。水平主义赞同中央银行可以控制短期利率。在美国市场上,美联储可以直接制定贴现窗口的贴现利率,由此间接影响公开市场操作中的联邦基金利率,最后影响到整个金融市场的其他利率。结构主义代表 Pollin(1991)从三个方面质疑了水平主义的观点:(1)贷款和存款准备金之间的相对变动关系;(2)中央银行的非借入准备和借入准备之间的替代性;(3)中央银行利率和金融市场利率之间的因果关系。他的实证研究表明:(1)贷款没有随准备金增长而同比例增加,原因是负债管理限制了存款准备金的过度增长。(2)借入准备和非借入准备之间的替代性很弱。(3)市场利率不是严格由联邦储备委员会干预控制,而是美联储和金融市场之间共同决定的产物。基于金融创新的负债管理对商业银行的负债产生影响,在给定的制度结构内对利率产生向上的压力,由此,利率不是中央银行唯一决定和控制的变量。但是,结构主义者也认为,通过负债管理产生的存款准备金创造过程不能完全满足准备金需求。Minsky(1982)认为,金融创新不会导致融资能力的充分增强,除非没有中央银行的约束。而当货币市场不能提供足够的存款准备金时,流动性短缺就会产生。金融机构会被迫收回贷款,卖掉资产以满足准备金需要,新的贷款展期便开始收缩。如此循环,便会导致信贷阻塞和金融危机,金融危机是一个完全的内生现象。总之,在结构主义者看来,金融市场和金融创新的发展已经弱化了水平主义的基本观点。虽然他们也认为货币供给是内生的,但相对于水平主义的极端论证,结构主义论证货币供给内生性较为温和。如他们认为,短期之内,货币供给曲线是一条向上倾斜的曲线,而非水平的或是垂直的;长期内,货币供给曲线趋向于水平(Arestis and Howells,1996)。并且,他们用流动性偏好理论来论证中央银行等货币当局的作用,而非水平主义所说的完全被动适应的角色。

货币环流理论早期代表人物是 William T.Foster(1922),典型的环流主义者(Circuitists)包括 Graziani, Bellofiore, Nell 等。该学派与后凯恩斯主义有许多相同的观点。他们都不赞同传统的“两分法”,即首先分析一个交换经济,然后考虑货币因素;他们对现代经济中货币的本质和功能有相同的理解,都认为货币是非中性的。二者都基于凯恩斯《通论》尚未解决的问题或遗产的研究——不确定性、货币和失业,极大地丰富了凯恩斯的货币产出理论。环流主义者从对货币本质的讨论出发,提出现代纵向分工经济是在对货币追求的微观动机下,建立起来用循环流动的货币为管道和连接纽带的串、并联宏观经济结构的观点。他们提倡一个简单的分阶段分析(stage-by-stage analysis),强调货币如何注入宏观经济、如何被创造、环流,并最终转化为货币存量(Graziani,1989; Parguez,1996; Lavoie,1992; Fontana,2000)^①。他们描绘了一个简单的货币创造过程:最初的货币流是银行和企业之间促成的银行存款形式,商业银行可以提供信用货币,而企业需要信用货币。前者取决于贴现率和期望的银行资产组合中的贷款收益;后者取决于相对于其他实物资产和金融资产的期望的投资收益。然后,这笔货币流被企业用于支付给投入者;如果忽略企业间交易,那就只有劳动服务属于购买的产出,则这笔资金就用于支付工资。然后,企业和工资收入者之间的交易决定了货币环流的动力。工资收入者在货币创造过程中没有什么作用,但是,他们所接受的银行存款

^① 转引自 Fontana, G.(2000): "Post Keynesians and Circuitists on Money and Uncertainty: An Attempt at Generality", *Journal of Post Keynesian Economics*, 23, 27-48.

在存款环流中发挥重要作用。实际上,只要他们接受银行存款,就必须决定其用于消费商品和储蓄的比例。储蓄可能分散在不同的证券和货币资产上。简化起见,可以忽略公共和外国部门,企业成为唯一的证券发行者。货币环流的最后阶段是生产过程,银行存款全部用于商品市场或金融市场。企业得到最初的货币流出并且能够偿还银行债务。货币存量不变,但货币流量为经济的再生产过程发挥了基本作用。货币流产生于信用货币市场上银行和企业之间的协议,而货币存量由储蓄者作为其在金融市场上的资产组合选择后的残余量。

复杂的消费者信用和投机性借入不在其研究框架之内。消费者信用应该被认为是在居民收入之前的,银行对居民的贷款;而投机性借入则是金融部门和实体经济部门之间的深层次关系。同时,环流主义者强调企业之间在收入-支出决策和银行关系之间的差异。环流主义者以1921年的经济衰退为例,从微观主体之间的交易关系等出发,探讨实物交易背后的真正的经济关系,试图发现货币总量的实际需求,系统讨论了货币环流的时间、速度和数量。

法国经济学家 Lavoie(1984)总结了内生货币论发展的四个阶段。第一阶段:作为货币当局外生控制的信贷乘数,并不必然支持货币存量是调控高能货币的结果。相反,较高的信贷需求导致较高的银行存款以及较高的法定存款准备金。第二阶段:中央银行更喜欢迎合商业银行的需要,即进行适应性货币供给。第三阶段:即使中央银行想控制货币存量,也只能通过控制利率水平来达此目的。第四阶段:中央银行控制货币供给的代价是摧毁金融市场,以货币供给为基础的货币政策是无用的或不稳定的。同时,Lavoie(1984)认为,后凯恩斯主义者并不认为中央银行不能影响实体经济。他们认为,中央银行不能直接影响实体经济,但对实体经济有潜在影响。他们不相信的是传统定义的货币具有特别的意义,传统货币只是一个被动变量,是一个余额,货币供给被动适应货币需求。最活跃的变量是银行的贷款活动,如果中央银行不提供商业银行要求的储备,会导致更高的利率或更苛刻的借款条件,由此会减缩信贷,削弱经济活动。

3.货币主义对货币供给外生论的发展

货币供给外生论面临的挑战和发展。虽然主流经济学家均认为货币是外生的,但少有人专门继承并完善货币外生论的基本理论框架。虽然货币主义 II——理性预期和实际经济周期理论,在货币与实体经济关系方面走得很远,认为货币对实体经济变量没有任何影响。但是,他们直接忽略了货币供给的性质,并没有对货币主义 I 最初的外生论面临的挑战予以回应和解决。与日益完善的后凯恩斯主义内生货币论相比较,货币主义的外生货币论的发展和继承者则屈指可数,代表性的学者包括 Patinkin, Cargan, Brunner, Meltzer, Fratianni, Heremans, Kortweg, Van Loo, Neumann, Thornton, Berger, Clark, Meade 等。

内生论者对弗里德曼货币理论批评最多的是其没有充分解释货币如何影响收入,只是简单地提出二者依赖“单纯的相互关系”。货币主义的代表之一,Patinkin(1971)提出了货币数量论的一种更为严密的范式——“实际余额效应”。主要涉及两个命题:一是在某种特定条件下,货币存量的变动会引起价格水平严格的同比例变动。二是凯恩斯宣称的当价格和工资完全灵活可变时,即使在不充分就业的情况下经济也会达到均衡的观点是错误的。其基本思想是,在既定的收入、财富和利率下,当居民持有货币大于他们想要拥有的数量时,他们会用超额的货币去购买证券和实物资产,此时利率会下降,价格会外生性上升。货币主义的另外两位领军人物 Brunner 和 Meltzer 则对外生货币供给传导过程进行了深入研究。B-M 模型建立在 Carl Christ 早期的研究成果上,指出在

标准的凯恩斯主义模型中,除了产生一个直接的扩张效应和一个乘数效应,还存在一个存量效应,即政府必须为赤字筹措资金,必须通过发行债券或货币来支付已经增加的政府支出。假定政府债券和货币是互补品而非替代品,政府债券供给的增加会增加对资本的需求,从而导致股票价格上涨,刺激厂商建造更多的工厂和设备,由此,投资和收入都会增加。同时,收入增加会导致消费增加,而消费和投资增加又促进名义收入增加。经过实证检验,他们认为推动名义收入的主要力量不是财政政策,而是名义货币存量的变动。其政策含义是,如果愿意的话,联储是可以控制名义货币存量的。联储应当对通货膨胀和实际收入的变动承担主要的责任。同时,Brunner and Meltzer (1988)认为,中央银行把利率还是货币总量当作政策目标或控制变量,结论往往取决于受限制条件下的分析,并非普遍性地都成立。在只有一种利率而且在投资组合中债务和实际资产完全可替代的模型中,如果利率是受控制的,通过发债来为赤字融资将不会对经济产生任何影响;而在一个包含多种利率或者同时含有利率和资产价格的模型中,情况就不是如此。资产价格的变动会导致投资组合的重新配置,并进而对产出和商品价格产生影响。

三、货币供给内生性原因:国内研究文献综述

在国内,中国人民银行自1993年起,将货币政策中介目标从原有的信贷规模控制、现金投放计划转向货币供应量指标,并从1996年起采用M1和M2指标。近年来,尤其是国际金融危机之后,我国的货币供应量大幅增加,其实际增长速度和规模远远超过当年的货币调控目标,国内货币供给的性质也遭到质疑。其实,国内学者从未停止过对货币供给性质等问题的探讨,从不同的时期和角度对中国货币供给性质进行了检验。总体而言,国内学者关于货币供给内生性、外生性及其成因的探讨,可以从研究角度或方法上划分为三类。第一种方法是从中央银行是否能控制货币供给角度考察,第二种方法则是运用现代计量工具直接检验各层次货币供给量与实体经济因素之间的因果关系。其中大部分学术论文文献集中在第二种方法上。第三种方法主张抛弃传统做法,从一种新的金融理论或视角讨论货币供给的性质。

从中央银行对货币供给的可控性角度看,一类观点是总体承认中国的货币供给是外生的,中央银行控制货币供给的能力在减弱。谢平和俞乔(1996)认为,在中央银行货币可控程度改善、制度变化对中央银行货币与货币总量的关系不产生持续长期影响的前提下,货币乘数的可测程度构成了中央银行通过调节中央银行货币进行间接货币总量控制的技术操作基础。他们认为,随着金融结构的变迁,我国的货币供给外生性减弱。陈浩和唐吉平(2004)通过建立内生环境中的模型将货币供给现象纳入到宏观经济理论分析中,进而以新的视角分析了货币供给的混合性质,即货币供给既是内生又是外生的。夏斌和廖强(2001)认为,我国现行货币供应量指标不管是否将证券交易保证金列入,其可控性、可测性和与国民经济的相关性均已出现了明显问题。决定基础货币、货币乘数以及货币流通速度的因素众多又不易预测与控制,决定了货币供应量与物价、经济增长之间的关系极为复杂。王兰芳(2001)在一个完全没有中央银行存在的货币金融体系中讨论货币供给的产生过程及影响因素。认为在计划经济体制下和改革开放初期商业银行受到严格限制的条件下,货币供给还存在一定外生性的话(其实这也只是一种表面的现象),那么,随着市场经济体制的建立和完善以及金融体系的健全,货币供给已日益表现出完全的内生性特征。也有学者从倒逼机制

进行研究,认为中国经济生活中存在着货币供给的“倒逼机制”(冯玉明等,1999)，“倒逼机制”是我国货币供给实践中所特有的现象^①(李春琪,2003)。胡建渊和陈方正(2001)认为,“倒逼机制”使得基础货币的供给并不完全取决于中央银行,有管理浮动汇率政策降低了中央银行调控基础货币的力度,存款准备金比率受制于商业银行的超额准备金。在我国现有的货币制度下,货币供给不是一个由中央银行自主决定的外生变量,而是由中央银行、商业银行、企业和个人等经济主体共同决定的。另一类观点认为中国的货币供给内生性很强,论点依据各不相同。周诚君(2002)从我国经济的短缺、过剩或转轨形态来看,我国的货币供给呈现很强的内生性。鲁国强和曹龙骥(2007)结合我国银行业现实的货币供给状况,构造符合转轨时期现实国情的理论模型,找出影响货币供给的诸因素,然后分析它们为中央银行所控制的程度,得出目前我国货币供给内生性较明显的结论。有学者从外汇储备角度研究中国的货币供给内生性。石华军等(2006)通过对2000~2005年中国货币供给分析,认为中国的基础货币供应主要受外汇储备变动的影响,基础货币与外汇储备之间不仅存在长期的协整关系,而且短期波动的影响也比较明显。江春和李征(2007)通过对于修正后IS-LM模型的分析,商业银行的贷款意愿、外汇占款以及因金融创新等因素所改变的货币流通速度都是影响我国货币供给内生性的主要原因。

近些年,不少学者从货币供给量与实体经济因素关系角度,运用现代计量方法检验国内货币供给的性质。第一类观点是运用现代计量方法检验后发现中国的货币供给是外生的。例如,史永东(1998)经过回归分析和格兰杰因果关系检验,认为改革开放之后,我国的货币供给是外生变量,货币供应量的变化引起数次经济波动。张延群(2010)运用1994~2008年的季度数据,在VECM模型框架下,检验货币供给变量M1、M2和GDP、CPI、利率等宏观经济变量之间的长期均衡关系和短期动态调整系数。发现国内的M2具有较强的外生性,即可控性和相关性都较强,比较适合货币政策中介目标。第二类观点也运用计量方法检验,但认为中国的货币供给是内生的。冯玉明等(1999)在向量自回归模型基础上,通过格兰杰因果检验对我国货币供给的内生性或外生性作了实证检验,结果表明,我国的货币供给具有较强的内生性质。万解秋和徐涛(2001)利用货币内生性理论来分析公众行为对中央银行为稳定物价水平而采取的政策效果的影响,经过实证检验认为,随着经济的发展与经济主体决策独立性的增强,我国的货币供给M2表现出日益增强的内生性。运用同样的计量方法并得出此类观点的学者还包括舒元和王曦(2002),刘斌(2002),戴建军(2007),王杰和谢明(2007),张文(2008),曾令华和李红光(2006),梁晓辉和黄玖立(2003)。有部分学者在计量检验的基础上进一步深入探讨了中国货币供给内生性强的原因。唐彬(2006)通过实证检验表明,中国的实际货币供给量与目标供给量之间存在较大偏差,而且,实际货币供给量与主要的经济变量间的相关性也较弱,因此中国货币供给的内生性是较强的。影响货币供给的内生性因素既有体制性因素,也有经济环境因素。最主要的体制因素就是财政部门对货币供给的源头性冲击;而中国货币化进程加快和电子货币的发展等环境性因素也使货币供给的精确性进一步降低。孙杰(2004)建立了一个包括公众、商业银行和中央银行的货币供给模型,然后使用经验数据对这个模型进行检验。在综合考虑公司的投资、融资行为和政府货币政策因素对货币供给的影响后发现,在1992~1998年间,除了经济增长和价格水平对货币供给的影响明显增强外,货币供给中来自公司

^① 事实上,倒逼机制从来都是存在的,这也是后凯恩斯主义的水平主义的主要观点,并非是我国特有的现象。只能说,普遍存在的倒逼机制规律在我国也存在。

融资行为的影响力超过了政府货币政策对货币供给的影响力,货币供给表现出内生性特征。第三类观点是从新的视角讨论货币供给的性质。赵伟和常修泽(2008)认为用传统思维分析货币供给性质难以形成共识,可以借鉴生态系统物质循环理论和货币流通理论,从仿生学视角将货币循环界定为金融生态系统中金融主体内部之间及其与环境之间由资金循环关系所形成的一种联系。他们的研究结论是,在金融生态循环中,从货币供给和货币需求途径来看,货币供给兼具内生性和外生性,既是内生变量也是外生变量,一部分由中央银行控制,另一部分由经济体内生需求决定。因此,应该客观认识中央银行及其货币政策的局限性,货币政策不是万能的。

国内关于货币供给性质方面的专著颇多。黄达老先生在1996年时,专门为硕士研究生写了一本教材《宏观调控与货币供给》,沿袭了之前的《财政信贷综合平衡导论》的风格和理念,系统介绍了货币需求与货币供给理论,信贷与货币供给机制,财政与货币供给关系,货币供给的宏观分析方法,货币供给与价格关系,以及宏观调控中的货币政策。基于中国的宏观调控总框架,以历史 and 发展的眼光,用非常微观的方法来分析中国的货币供给机制。最终的结论和基本主张是货币供给内生性和外生性并存,货币供给由私人、商业银行和中央银行共同决定。宁咏(2000)的《内生货币供给:理论假说与经验事实》是国内较早地系统研究货币供给内生性的专著。他的基本观点是,货币供给与实际经济过程相联系,无论中央银行存在与否,货币供给都是内生的。在后凯恩斯主义内生货币供给论的基础上,他通过分析中央银行不存在和中央银行存在的经济体系中,内生货币创造的过程,二者无一例外都与生产过程联系紧密,从而印证了货币供给无论何时都是内生性的。针对中国货币供给的内生性,他主要用“倒逼机制”来解释:在企业、地方政府和家庭部门追求各自经济利益的共同压力下,货币当局往往屈从于货币需求者的意愿,被迫将货币发放出来。一般认为,这种货币供给内生性与特殊的体制背景相联系,但宁咏认为中国的货币供给内生性不会随着体制背景消失而随之消失,并从基础货币、货币乘数、货币流通速度等因素分析了中国货币供给的内生性原理^①。孙伯银的《货币供给内生的逻辑》对货币内外生理论进行了系统深入的比较分析。从市场融资需求和银行货币创造入手,分析银行准备需求与中央银行供给、财政与中央银行的关系、外汇收支的影响等,深刻批判了传统货币乘数理论,主张货币除数论,提出货币供给的政治内生性和市场内生性观点;并将凯恩斯流动性偏好理论与货币内生理论进行初步整合,建立水平主义货币供给内生模型,提出治理恶性通货紧缩的货币化对策。针对中国的货币供给内生性,他提出1997年之前属于政治内生性,之后则属于市场内生性,并用Granger因果关系对国内数据进行了验证^②。李春琪(2003)的专著《中国货币政策的有效性》从“倒逼机制”的视角,详细分析后认为,国内的货币供给具有内生性。杨力(2005)的《适应性货币供给——全球化和微观视角的研究》,核心观点是,内生性货币供给有很大一部分是由存款机构适应货币需求而创造,金融机构适应性的货币供给是影响货币供求机制的一个十分重要的因素,在市场经济体制下金融机构有多种途径可以满足客户要求创造或收缩货币。我国的金融机构微观主体的非规范经济活动常导致适应性货币供给的无序增加,从而导致宏观调控乏力,由此,应该加快金融机构改革。该书论述的核心内容是商业银行创造适应性货币需求的微观机制,并在书末提出电子货币加强了货币供给的内生性^③。

① 宁咏(2000):《内生货币供给:理论假说与经验事实》,经济科学出版社。

② 孙伯银(2003):《货币供给内生的逻辑》,中国金融出版社。

③ 杨力(2005):《适应性货币供给——全球化和微观视角的研究》,上海财经大学出版社。

四、货币供给内生性研究评析

总体来看,国内外学者对货币供给内生性问题的研究基本是围绕这样几个方面展开的:(1)货币供给内生的基本含义是什么?(2)货币供给是否为内生?大部分研究是用现代计量经济工具检验某一个国家一段时期的货币供应量和实体经济变量关系,印证货币供给是否内生。(3)货币供给内生的原因是什么?(4)在内生的基础上探讨货币政策中介目标如何转换,货币政策框架如何制定?国外的理论研究总体集中在讨论货币供给是否是内生的、原因是什么、中央银行应该如何应对。

国内的大部分学者针对货币供给内生性与外生性问题的研究,主要集中在两个层次:第一个层次是用计量经济学的因果关系检验等手段检验货币供给量与实际经济指标的关系,验证中国货币供给的性质;第二个层次是探讨中国的货币供给内生或外生的原因和机制。大多数文献是基于实证检验的理由来进行论证,鲜有较为成熟的货币供给内生的微观机制研究成果。

国外学者对于货币供给内生与外生的问题分歧很大。货币供给内生性与外生性讨论的前提是货币是非中性的,货币与实体经济之间存在一定的关系。目前,主流经济学派中新货币主义、新古典宏观经济学派等基本认为货币是中性的,从而货币供给是内生还是外生在其研究体系中变得没有任何意义。与之相对的后凯恩斯主义学派,早期由 Joan Robinson 发起,以货币、不确定性和时间为三大研究支柱,基本观点之一就是货币供给是内生的,并且至今一直将此观点发扬光大。后凯恩斯主义对货币供给内生性的讨论多是另起炉灶,脱离主流经济分析框架,忽略主流的新凯恩斯主义分析框架,观点很难被其他同行所认可。而且,后凯恩斯主义货币内生论最大的弱点是,他们所分析的信用需求驱动型(credit-based)货币理论的内在假定之一为工业经济时代(industrial economy)^①,虽然很好地解释了工业经济时期典型的货币化生产体系中货币与实体经济变量的关系,但很多观点都没有与时俱进,在面对金融业非常发达的现代服务经济体系时,解释力不足。具体而言:

第一,水平主义认为商业银行是根据实体经济需要来提供信用贷款的,但是,自从信用衍生品和证券化等金融创新结合起来之后,贷款可以作为一种商品进行买卖,作为最有资格发放贷款的商业银行则成了贷款的主要“生产者”,影子银行体系也直接或间接参与信用创造。信用贷款数量的供给不是根据实体经济的需要,而是根据影子银行等主体对贷款的需求而定的。此时的信用创造机理和货币供给内生性问题是后凯恩斯主义内生货币理论所不能解释的。另外,第三方支付体系的高度发展已经使其替代商业银行的部分功能如结算、担保融资等,但后凯恩斯主义的理论框架中没有体现。

第二,后凯恩斯主义以乘数论为基本研究框架,其研究基础非常脆弱。从中央银行的货币政策操作原理角度来看,现代货币供给机制至今确实以货币主义的乘数论作为基本参考。乘数论简明易懂,有着快速分析和判断的优势,是现代货币政策作用机制的理论基础。但是,乘数论在后期没有及时发展,当面临负债的金融创新时,并没有合理地将一系列拟货币等货币替代物纳入原有的体系,而是被动、滞后地增加货币供给统计层次,在理论研究上留下了很大的漏洞和缺憾。后凯恩

^① Arestis, P. and A. Eichner (1998): “The Post-Keynesian and Institutional Theory of Money and Credit”, *Journal of Economic Issues*, 4, 1003-1021.

斯主义虽然反对货币主义坚持的货币供给外生论观点,但其所有的理论研究没有摆脱乘数论的框架,也是以乘数论为依托来细化讨论每一个变量的不可控性质,从而论证了货币供给的内生性。所以,后凯恩斯主义的货币供给内生论可以说没有理论基础,或者理论基础是借用了货币主义的乘数论框架,非常薄弱。

综上,本文文献梳理的基本结论是,货币供给内生性问题的研究重点不应停留至此。货币供给内生性问题的本质是讨论货币供应名义变量与实体经济变量之间的关系,由此为货币政策执行提供一个目标框架和指导性的执行框架。对于现代货币经济学,货币供给内生性问题研究重点应该集中在现代货币供给或信用创造的微观机制,后者是货币价值决定的重要因素。石寿永(Shi shouyong, 1995, 1996, 2008)曾经总结了现代货币经济学的微观基础性问题,其中首要问题就是货币的价值问题。现代信用创造的微观机制有可能颠覆商业银行的边界、颠覆传统的金融结构论、甚至颠覆货币的存在性。所以,货币供给内生论最起码的理论研究起点应该是摆脱货币主义的乘数论和传统货币统计体系,和外生论平行地站在同一起跑线上展开研究,从现代信用创造机制尤其是非银行金融机构的信用创造机制等深入研究其内在机理和宏观效应。

鉴于影子银行体系在金融市场中的典型信用创造功能(周莉萍, 2011),可以尝试从影子银行体系——这一介于商业银行、非银行金融中介和金融市场之间的新型金融合约安排,研究现代信用创造机制及其产生的宏观经济效应,为现代货币供给内生性研究提供一种新的微观视角。在考虑影子银行体系的现代货币供给机制中,货币供应名义变量的供给主体至少包含两个,一个是货币当局(包括中央银行和财政部),另一个是所有的私人金融机构和非金融机构。前者作为最后贷款人,其发行的货币是不可兑现的法定货币,也不以实际的债权债务关系、真实经济交易为基础。后者所有的货币创造都代表债权债务关系,都是机构与机构或者机构与个人间的交易,是与实际经济联系的最直接的货币供应变量。虽然这种信用创造活动不改变现有的货币存量,但是其已经触及实体经济,并加速原有货币存量的流通速度,大大增加了货币流量。这种基于金融市场的信用创造机制应该成为货币供给内生性的一个研究重点,为剖析实体经济变量和货币供应量关系提供基本线索。

参考文献

- 陈浩、唐吉平(2004):《货币供给性质的重新认识——基于修正的 IS-LM 模型的理论思考》,《金融研究》,第 3 期。
- 陈昭(2005):《内生货币供给理论述评》,《经济评论》,第 4 期。
- 戴建军(2007):《我国货币供应量与国内生产总值关系的实证研究》,《财经理论与实践》,第 150 期。
- 冯玉明、袁红春、俞自由(1999):《中国货币供给内生性或外生性问题的实证》,《上海交通大学学报》,第 10 期。
- 何旗译(1985):《M.弗里德曼和 J.托宾论金融创新和货币政策》,《金融研究》,第 12 期。
- 胡海鸥(1997):《温特劳布-卡尔多的内生货币理论介评》,《金融研究》,第 10 期。
- 胡海鸥(1998):《莫尔的水平主义货币供给理论研究——发达国家的货币倒逼机制》,《外国经济与管理》,第 9 期。
- 胡建渊、陈方正(2005):《论我国货币供给的内生性》,《财贸经济》,第 7 期。
- 加尔布雷思,约翰(2010):《货币简史(中译本)》,上海财经大学出版社。
- 江春、李征(2007):《中国货币内生原因新探——基于修正的 IS-LM 模型的理论思考》,《经济评论》,第 1 期。
- 凯恩斯,梅纳德(1930):《货币论(中译本)》,商务印书馆 1999 年版。
- 李春琪(2003):《中国货币政策的有效性》,上海出版社。
- 梁晓辉、黄玖立(2003):《我国货币供给内生性的理论分析与实证检验》,《华东经济管理》,第 1 期。

- 刘斌(2002):《我国货币供应量与产出、物价间相互关系的实证研究》,《金融研究》,第7期。
- 刘波、盛松成(1985):《略论拉德克利夫报告中的货币理论》,《金融研究》,第11期。
- 鲁国强、曹龙骐(2007):《当前我国货币供给内外生性辨析及政策启示》,《中央财经大学学报》,第10期。
- 马克思(1867):《资本论(第一卷)(中译本)》,人民出版社,2004年版。
- 宁咏(2000):《内生货币供给:理论假说与经验事实》,经济科学出版社。
- 石华军、肖珑(2006):《开放经济条件下中国货币供给量内生性的实证分析(2000~2005)》,《经济与管理》,第1期。
- 史永东(1998):《我国货币供给内生性和外生性的实证研究》,《统计研究》,第1期。
- 斯密,亚当(1776):《国民财富的性质和原因的研究(中译本)》,中南大学出版社2003年版。
- 斯诺登,布莱恩·文,霍华德(2009):《现代宏观经济学:起源、发展和现状(中译本)》,凤凰出版传媒集团,江苏人民出版社。
- 孙伯银(2003):《货币供给内生的逻辑》,中国金融出版社。
- 孙杰(2004):《货币政策、公司融资行为与货币供给内生性》,《世界经济》,第5期。
- 唐彬(2006):《中国货币供给内生性分析》,《统计与决策》,第3期。
- 万解秋、徐涛(2001):《货币供给的内生性与货币政策的效率——兼评我国当前货币政策的有效性》,《经济研究》,第3期。
- 王楚明(2008):《内生货币供给理论的演进与展望》,《上海经济研究》,第5期。
- 王杰、谢明(2007):《中国货币供给是内生的吗——基于VAR模型的实证检验》,《济南金融》,第9期。
- 王兰芳(2001):《内生货币供给理论分析与实证检验》,《南开经济研究》,第3期。
- 王年咏(2002):《西方货币信用学说》,武汉理工大学出版社。
- 王松奇(1992):《论货币供给的内生性与外生性》,《中央财经大学学报》,第1期。
- 夏斌、廖强(2001):《货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标》,《经济研究》,第8期。
- 谢平、俞乔(1996):《中国经济市场化过程中的货币总量控制》,《金融研究》,第1期。
- 亚里士多德(公元前335):《尼各马可伦理学(中译本)》,商务印书馆2003年版。
- 杨力(2005):《适应性货币供给——全球化微观视角的研究》,上海财经大学出版社。
- 曾令华、李红光(2006):《现阶段货币供应量与物价产出的相互关系分析》,《湖南财经高等专科学校学报》,第99期。
- 张文(2008):《经济货币化进程与内生性货币供给——关于中国高M2/GDP比率的货币分析》,《金融研究》,第2期。
- 张延群(2010):《从M1、M2的内、外生性分析我国政策中介目标的选择——解读央行货币政策中介目标调整的含义》,《金融评论》,第5期。
- 张颖(2002):《后凯恩斯主义内生货币供给理论的发展述评》,《经济评论》,第6期。
- 赵伟、常修泽(2008):《货币供给外生抑或内生——基于金融生态系统的分析视角》,《中央财经大学学报》,第12期。
- 周诚君(2002):《中国货币供给的内生性与货币政策分析》,《南京大学学报》,第1期。
- 周莉萍(2011):《影子银行体系的信用创造:机制、效应和应对思路》,《金融评论》,第4期。
- Arestis, P. and A. Eichner (1998): "The Post-Keynesian and Institutionalist Theory of Money and Credit", *Journal of Economic Issues*, 4, 1003-1021.
- Arestis, P. and P. Howells (1996): "Theoretical Reflections on Endogenous Money: The Problem with 'Convenience Lending'", *Cambridge Journal of Economics*, 20, 539-551.
- Brunner, K. and A. Meltzer (1988): "Money and Credit in the Monetary Transmission Process", *American Economic Review*, 78, 446-451.
- Dow, S. (1986): "Post Keynesian Monetary Theory for an Open Economy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 9, 237-257.
- Earley, J. (1983): "Essays on 'The Credit Approach' to Macro-Finance", Joint Working Paper Series of the Department of Economics and Graduate School of Management No. 1 (June). University of California Riverside.
- Earley, J. and G. Evans (1982): "The Problem is Bank Liability Management", *Challenges*, 25, 54-56.
- Evans, P. (1985), "Money, Output and Goodhart's Law: The U.S. Experience", *Review of Economics and Statistics*, 67, 1-8.
- Fontana, G. (2000): "Post Keynesians and Circuitists on Money and Uncertainty: An Attempt at Generality", *Journal of Post Keynesian Economics*, 23, 27-48.
- Foster, W. (1922): "The Circuit Flow of Money", *American Economic Review*, 12, 460-473.

- Gurley, J. and E. Shaw(1960): *Money in A Theory of Finance*, Washington: Brookings Institution.
- Kaldor, N. (1970): “The New Monetarism”, *Lloyds Bank Review*, 97, 1–17.
- Kaldor, N. (1982): *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press.
- Kaldor, N. (1983): ‘Keynesian Economics after Fifty Years’, in F. Targetti, F. and A. P. Thirlwall (eds.), *The Essential Kaldor*, London: Duckworth, 164–98.
- Kaldor, N.(1960): “The Radcliffe Report”, *Review of Economic and Statistics*, 42, 14–19.
- Lavoie, M.(1984): “The Endogenous Flow of Credit and the Post Keynesian Theory of Money”, *Journal of Economic Issues*, 18, 771–797.
- Lavoie, M.(1985): “The Post Keynesian Theory of Endogenous Money: A Reply”, *Journal of Economic Issues*, 19, 843–848.
- Lavoie, M.(1992): “Jacques Le Bourva’s Theory of Endogenous Credit–Money”, *Review of Political Economy*, 4, 436–446.
- Minsky, H.(1982): *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- Minsky, H.(1977): “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business*, 16, 5–16 .
- Minsky, H.(1986): *Stabilizing An Unstable Economy*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Moore, B.(1985): “Wages, Bank Lending and the Endogeneity of Credit Money”, *Money and Macro Policy*, Marc Jarsulic, ed. Boston: Kluwer–Nijhoff.
- Moore, B.(1989): “On the Endogeneity of Money Once More”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 11, 479–487.
- Partinkin, D.(1971): “Inside Money, Monopoly Bank Profits and the Real–Balance Effect: Comment”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 3,271–275.
- Pauguez, A.(1975): “Beyond Scarcity: A Reappraisal of the Theory of the Monetary Circuit”, in Deleplace, G. and E. Nell(eds), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*, London: Macmillan.
- Pollin, R. (1991) : “Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 3,366–396.
- Pollin, R.(1993) : “Public Credit Allocation through the Federal Reserve: Why It Is Needed; How Should It Be Done”, in: Dymski, G., Epstein and R. Pollin (Eds), *Transforming the U.S Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- Rousseas, S. (1986): *Post Keynesian Monetary Theory*, Armonk: M.E.Sharpe.
- Rousseas, S. (1989): “On the Endogeneity of Money Once More”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 11, 474–478.
- Shi Shouyong and M. Devereux (2008): “Vehicle Currency”, University of Toronto Department of Economics, Working Paper, No. 315.
- Shi Shouyong(1995) : “Money and Prices: A Model of Search and Bargaining”, *Journal of Economic Theory*, 67,467–496.
- Shi Shouyong(1996) : “Credit and Money in a Search Model with Divisible Commodities”, *Review of Economic Studies*, 63, 627–652.
- Tobin, J. (1987): “Commercial Banks as Creators of ‘Money’”, in *Essays in Economics (vol.I Macroeconomics)*, Cambridge (Massachusetts): MIT Press (originally published by North–Holland Publishing Company), Chapter 16. Reprinted from D. Carson (ed.) (1963) *Banking and Monetary Studies*, Homewood (Illinois): Richard D. Irwin. 408–19.
- Wray, L.(1992): “Commercial Banks, The Central Bank, and Endogenous Money”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 14, 297–310.

(责任编辑:程 炼)