

# 可控制货币超量供给、通货膨胀与经济增长

金成晓 刘世峰

(吉林大学商学院 130012)

**内容摘要：**本文认为，经济增长与通货膨胀可以共生，而且现实经济增长率与潜在经济增长率之差与通货膨胀率之间存在正相关关系。由于人们对货币贬值的预期会加大货币流通速度，导致投资与消费的扩张，因此通胀条件下的经济体系更容易保持均衡增长。文章首先通过理论模型分析了货币政策和财政政策发挥作用的条件，然后通过计量模型对我国通货膨胀率与 GDP 增长率之间的关系进行了探讨，最后在分析我国货币政策局限性的基础上，提出了实施积极的货币政策，引导公众对通胀的心理预期，并通过对超量货币供给的控制，间接调节通胀率的波动范围，以刺激经济增长的对策建议。

**关键词：**可控制货币超量供给、通货膨胀、经济增长

## 一、导论

传统货币理论认为，通货膨胀是造成经济不稳定的因素之一。各国政府在制定财政政策和货币政策时，都将控制通货膨胀作为与刺激经济增长同样重要的目标。然而也有研究表明，经济增长与通货膨胀之间可能存在一种长期稳定的均衡关系。用横轴表示现实经济增长与潜在经济增长率之差，纵轴表示平均物价上涨率，则二者的关系曲线是一条由左下方向右上方延伸的形似二次曲线，二阶导数大于 0 的曲线（刘树成，2000）。它表明一定条件下，在经济波动的上升期，随着需求的扩张，供给明显不足，物价普遍上涨，刺激投资与消费的增长，从而促进经济增长率的提高，缩小现实经济增长与潜在经济的增长率之差；而在经济波动的回落期，随需求的收缩，物价普遍下跌，现实经济增长率与潜在经济增长率之间的差距较小，增长空间不大。也就是讲，以物价普遍上涨为主要特征的通货膨胀可以被看作需求扩张，经济增长存在巨大潜力的征兆。

如果政府在制定经济发展的目标时，以一个适当的通货膨胀率代替长期运用的名义 GDP 增长率，在特定条件下，可能会取得更好的刺激经济增长的效果。当然，前提条件是该政府必须在公众心中具有较高的信誉，并在控制通货膨胀方面具有很强的能力。因为政府制定的通胀率目标将会在很大程度上影响公众对真实通胀率的预期，并进而改变其特有的资本结构，扩大投资与消费，促进经济的实际增长。设想存在两个经济体系，一个经济体系下，资本的边际生产率为 1%，资本（货币）贷款利息率为 10%，通货膨胀率为 9%；而在另一个经济体系下，资本的边际生产率和贷款利率均为 1%，无通胀，若二者均能保持经济体系的稳定，则他们之间只能是纯粹名义上的差别。但事实上我们看到通货膨胀比均衡价格体系更能促进经济体系的稳定与增长，因为在此条件下，投资者进行投资将获得 10% 的名义收益率，然而他必须至少将其中 9% 重新投作资本，扩大投资，否则他的原有资本将会大幅贬值，这将直接影响其资本的产出效率及其竞争能力。因此，在存在一定程度通货膨胀

的情况下，整个社会资本会得到迅速的更新，国民实际产出将迅速扩张，经济得以保持均衡增长。

在存在一定程度的通货膨胀预期的情况下，人们担心手中持有的货币会随时间的流逝而发生贬值，即持有现金余额的实际成本会不断扩大，于是公众开始寻求其它持有货币余额的替代方式以实现货币资本的保值或增值，从而转向对投资与消费的偏好，无形中加快了货币流通速度，也提高了资本的运行效率，促进了经济的增长。如果政府能有效引导由货币流通速度的提高而带来的货币存量的快速增长，使之流向实际生产率较高的部门，减轻其对通胀的压力。那么，人们预期的通货膨胀将会得到有效控制，甚至根本就不会发生。下面，我们就从理论与实证两个方面探讨我国货币供给、通货膨胀与经济增长的内在联系，并对我国的货币政策取向提出一些建议。

## 二、理论模型的建立与分析

假定政府制定一适当的通货膨胀目标  $k$ ，并保持这一比率不变，则在整个国民经济达到均衡的情况下，会有

$$(1+i) = (1+k)(1+r) \dots\dots\dots (1)$$

其中  $i$  为同期银行贷款利率， $r$  为同期资本的边际生产率。一般来说，一国货币的需求量取决于国民收入  $y$ ，银行利率  $i$ ，国民经济货币化程度以及政府对经济活动的控制力量  $P_g$ ，为了讨论的方便起见，对于  $P_g$  我们暂时不予以考虑，则有：

$$m = m(y, i) \dots\dots\dots (2)$$

国民收入的边际储蓄倾向与边际投资倾向则取决于国民收入水平  $y$  和资本的边际生产率  $r$ ，即有

$$S = S(y, r) \dots\dots\dots (3)$$

$$V = V(y, r) \dots\dots\dots (4)$$

其中  $S$ 、 $V$  分别为实际储蓄和实际投资，假定同期物价水平为  $P$ ，则有：

$$M = P m(y, i) \dots\dots\dots (5)$$

其中  $M$  为流通中的货币量，这里认为货币供给是外生变量，则  $M$  也可以看作是货币政策中的货币供给量。

当国民总储蓄与总收入达到均衡时，会有

$$PS = PV + F \dots\dots\dots (6)$$

$F$  代表政府的财政赤字，即政府对国民的一种负债形式，是政府财政政策的主要手段。

如果我们把  $M$ 、 $F$  作为政府的纯货币政策和纯财政政策的手段的话，我们就可以对 (1) — (6) 式加以处理来讨论货币政策和财政政策的效果。首先，我们将  $M$  作为常数，将 (5) 和 (6) 对  $F$  求偏微分得

$$\begin{cases} P(S_r - V_r) \frac{\partial r}{\partial F} + P(S_y - V_y) \frac{\partial y}{\partial F} = 1 \\ P[m_i(1+k) \frac{\partial r}{\partial F} + m_y \frac{\partial y}{\partial F}] = 0 \end{cases}$$

从中解出  $\frac{\partial r}{\partial F}$  和  $\frac{\partial y}{\partial F}$  得

$$\frac{\partial r}{\partial F} = m_y / P[m_y(S_r - V_r) - m_i(1+k)(S_y - V_y)] \dots\dots\dots (7)$$

$$\frac{\partial y}{\partial F} = -m_i(1+k) / P[m_y(S_r - V_r) - m_i(1+k)(S_y - V_y)]$$

..... (8)

同时，将 F 看作常量，将 (5) (7) 对 M 求偏微分，并得到

$$\frac{\partial r}{\partial M} = -(S_y - V_y) / P[m_y(S_r - V_r) - m_i(1+k)(S_y - V_y)] \dots\dots\dots (9)$$

$$\frac{\partial y}{\partial M} = (S_r - V_r) / P[m_y(S_r - V_r) - m_i(1+k)(S_y - V_y)] \dots\dots\dots (10)$$

若 (1) — (4) 式中涉及的函数均已知的的话，则出现于 (7) — (10) 中的有关函数对收入 y 和资本边际生产率 r 以及银行利率 i 的偏导数亦可求得，由此我们可得出以下结论：

若  $m_i$  很大，(由于货币需求与利息率呈负相关，此处指  $m_i$  的绝对值，下同) 即凯恩斯所谓“灵活偏好”出现绝对的情况，人们的边际储蓄倾向远远大于边际投资倾向，则由方程 (10) 得，随  $m_i$  的扩大， $\frac{\partial y}{\partial M}$  将会变的很小；由 (9) 得  $\frac{\partial r}{\partial M}$  也将变的很小，即单纯的货币政策此时对促进国民收入增长及投资回报率的提高的作用将十分有限。

在  $m_i$  很大时，方程 (8) 可近似看作

$$\frac{\partial y}{\partial F} = 1 / P(S_y - V_y) \dots\dots\dots (11)$$

方程 (7) 可以近似看作

$$\frac{\partial r}{\partial F} = m_y / Pm_i(1+k)(S_y - V_y) \dots\dots\dots (12)$$

当出现边际储蓄倾向明显大于边际投资倾向时， $\frac{\partial y}{\partial F}$  和  $\frac{\partial r}{\partial F}$  都会很小，即此时，财政政策和货币政策一样，均将失去其应有的作用。

若  $m_i$  很小，且公众的货币需求及其持有货币的实际价值对利率的变化反映不十分剧烈，则方程 (10) 可近似看作：

$$\frac{\partial y}{\partial M} = \frac{1}{Pm_y} \dots\dots\dots (13)$$

这里货币流通速度比较固定，而国民收入却倾向于随货币供给的变化而呈现同向变化的趋势。而且此时，随着  $m_i$  的缩小，由 (8) 式可知， $\partial y / \partial F$  亦随之变小，即财政政策的效果不明显。

分析结果表明，在存在一定程度的通胀预期的情况下，在“灵活偏好”成为绝对时，单纯的货币政策和财政政策将同时趋于失败，而在“灵活偏好”不是十分明显，但货币需求已经对利率变动反应不太灵敏时，货币政策效果将明显优于财政政策。此时，政府需要采取积极的货币政策，扩大货币供给量，否则经济将可能出现恶化的状况。

### 三、实证分析

本文所用资料来源于《中国经济景气月报》及《中国人民银行统计季报》各期，具体数据见表 1。从中我们收集整理得到 1995 年第二季度至 2001 年第三季度的 GDP 增长率及同期零售物价指数 RPI 以供分析。

#### (一) GDP 季度增长率同零售物价指数之间的均衡关系检验

经过对数据的处理，我们选择 1995 年第二季度至 2001 年第三季度的零售物价指数与当期及分别滞后 1—12 个季度的 GDP 增长率共十四个经济指标作统计变量，来检验近期我国经济增长率与同

期或前期物价指数之间是否存在一定的均衡关系。

首先，我们对物价指数与其 13 组 GDP 季度增长率之间做 Pearson 相关系数检验，结果见表—2

表 1

季度	GDP 增长率	RPI	季度	GDP 增长率	RPI
95.2	10.3	116.0	98.3	7.2	96.7
95.3	9.8	114.4	98.4	7.8	97.3
95.4	10.5	108.3	99.1	8.3	96.8
96.1	10.2	107.7	99.2	7.6	96.6
96.2	9.8	105.9	99.3	7.4	96.9
96.3	9.6	105.0	99.4	7.1	97.0
96.4	9.6	104.4	2000.1	8.1	98.1
97.1	9.4	101.7	2000.2	8.2	98.1
97.2	9.5	100.8	2000.3	8.2	98.3
97.3	9.0	100	2000.4	8.0	98.5
97.4	8.8	98.8	2001.1	8.1	99
98.1	7.2	98.8	2001.2	7.9	99.5
98.2	7.0	97.0	2001.3	7.6	99.4

注：资料来源于《中国经济景气月报》各期及《中国人民银行统计月报》各期。

零售物价指数 RPI 栏各指数以该季度最后一个月指数为准。

表 2

	GDP	G ( - 1 )	G ( - 2 )	G ( - 3 )	G ( - 4 )	G ( - 5 )
RPI	.836	.852	.879	.843	.801	.740
	G ( - 6 )	G ( - 7 )	G ( - 8 )	G ( - 9 )	G ( - 10 )	G ( - 11 )
RPI	.661	.567	.449	.264	-.102	-.624
	G ( - 12 )					
RPI	-.594					

从各组数据之间的 Pearson 相关系数可以看出，当期 GDP 增长率与分别滞后 1—4 个季度的 GDP 增长率同当期 RPI 之间存在较强的相关性，而分别滞后 5—8 个季度的 GDP 增长率与当期 RPI 之间也存在一定的相关性。

鉴于以上分析，我们分别对滞后 1—4 个季度的 GDP 增长率与 RPI 之间建立双对数线性回归模型，如下：

$$\ln y_i = \beta_{0i} + \beta_{1i} \ln x + u_i$$

其中  $y_i$  为各期 GDP 增长率， $x$  为当期零售物价指数 RPI， $u_i$  为随机扰动项。从统计分析结果来看，滞后二个季度的 BDP 增长率与零售物价指数的回归方程有最高的拟合优度，判决系数为  $R^2=0.736$ ，调整后的判决系数为  $R^2=0.724$ ，对回归系数的 t 检验值及其相伴概率也小于显著性水平 0.05 的要求，但对  $u_i$  所进行的 W—D 检验值为 1.015，并不十分理想，一种可能的解释是我国经济增长率除受货币政策影响外，也更受到财政政策及其它偶然性因素的影响，由此，我们得到 G ( - 2 ) 与 RPI 之

间的回归方程：

$$\ln y = -6.956 + 1.967 \ln x$$

即： $y = e^{-6.956} x^{1.967}$

也就是讲，如果国内平均零售物价指数上升 1 个百分点，将会引起二个季度后的 GDP 增长率变化 0.1610 个百分点，相应的，零售物价指数与其它各期 GDP 增长率的回归方程也表明，RPI 发生 1% 的变化，将会引起同期滞后 1 季度和 3—5 季度的 GDP 增长率分别变化 0.1878、0.1814、0.3776、0.2470 和 0.1922 个百分点。由于回归方程判决系数相对较低，降低了这些数据的说服力。综合考虑 RPI 变化对滞后 0—12 个季度的 GDP 增长率的影响  $\sum_{i=0}^{12} \partial y_i / \partial x$  将远远大于 1。

## （二）关于通货膨胀率与货币供给量之间关系的实证分析

有关通货膨胀和货币供给量之间的关系，已有学者对此作了详细的实证分析（刘伟等，2002），这里不再重复，具体结论是我国近年来平均消费物价指数与狭义货币供给量和广义货币供给量均存在长期的均衡关系。货币供给量的扩大是导致国内通货膨胀的主要原因，也就是讲，政府实施超量货币供给政策将导致通货膨胀，但存在时滞，经过推算，狭义货币供给对通胀的影响对约滞后 9 个季度，而广义货币供给的影响将存在 13 个季度的对滞。

如果刘伟等人的实证分析符合实际，那么结合我们上述的回归分析，可以认为：中央银行完全可以增加基础货币供给并有效控制货币乘数，间接控制  $M_2$  的增量，进而有效控制通货膨胀率，促进经济的增长。原因就在于实证分析表明，我国的通货膨胀与经济增长之间存在长期的均衡，而货币供给量与通货膨胀之间也存在着长期的均衡关系。由此可以认定货币供给通过通货膨胀的传导将与经济增长形成一种长期均衡关系。

## 四、我国货币政策的局限性

1997 年以前，我国中央政府一直以货币政策为主对宏观经济进行调控，其中货币政策也是以控制货币供给量为主，这期间货币政策的有效运用使我国国民经济得以长期、平稳、高速发展，然而也暴露出其巨大的局限性，有待进一步加以克服。

一方面，商业银行既是货币政策的调整对象，又是货币政策的传导者，商业银行的经营运作将直接影响货币政策的效果，然而我国现实经济状况却是商业银行由于受政府政策导向制约，长期以来形成大量不良贷款，使其金融和资产结构难以适应实体经济结构的变化而作出相应的调整。在国有商业银行的贷款结构中，80%以上贷款流向国有大中型企业，而这部分企业中有 70%以上并不需要贷款或是根本就不符合贷款的条件，而在实体经济中，承担全部国民产出 70%左右的民营企业及其它非国有经济实体都只能得到商业银行不足 20%的贷款份额，这就造成央行投放的基础货币中有相当一部分退出了物质生产领域，以低息甚至无息的状态存在。我们从每年大量增长的  $M_2$  总量就可以看出这种迹象，可以讲商业银行体系的低效率的货币传导机制极大的降低了货币政策对经济增长的促进作用。

另一方面，近年来央行数次调低银行利率，来刺激投资与消费的增长，事实上，人们的边际储蓄倾向似乎根本没有受到任何影响，经济增长仍显后续力量不足，原因就在于中央政府长期以来一直使货币政策承担着总量控制，结构调整和抑制通胀的三重职能。目前经济体系中体现出来的物价持续下滑，公众信心不足，投资与消费低迷，积极的财政政策效果亦不明显，这其中虽有 1995 年前

后抑制通货膨胀的货币政策的滞后影响，但更主要的却是货币政策在代替财政政策行使经济结构调整的功能方向出现了问题。货币政策通过我国特有的扭曲的货币传导机制控制货币的流向，从而造成大规模的重复建设和大量的基础货币流失，当前表现出来的需求不足，实际上是有效供给不足的表象，而投资的低迷体现的则是产业结构不合理，有效基础设施建设不充分。

因此讲，货币政策的实施必然依赖于金融体制改革和产业结构调整同步进行，这样才能达到预期的刺激经济增长的目标。

央行对货币传导机制的整合与控制对货币政策的有效实施至关重要，然而央行对基础货币供给量的控制也不容忽视，传统货币理论认为货币供给由外生变量所决定，中央银行可以根据经济状况和政策需要对其加以控制，然而我国的情况是，货币需求在某种程度上可以自动“创造”出货币供给。大量存在的中小型国有企业及非国有经济实体的融资需求得不到国有商业银行的满足，自然转向求助于非银行金融机构及一些小型商业银行。如各种信托公司、城乡信用社等等，这些机构虽然单体规模均不大，经营管理不规范，抗风险能力小，然而他们却有惊人的货币创造能力。中央银行虽然能够对商业银行等大型金融机构及其金融制度创新加以有效控制和引导，却对这些非银行金融机构无能为力，一旦发生信用危机，这些机构普遍存在的大量不良资产将使整个金融体系陷入混乱状态，由此，央行在制定货币政策，尤其是准备扩大货币供给量时，不得不考虑这些非银行金融机构的影响。

## 五、结论

通过以上理论模型及实证分析，我们认为我国经济现实增长率与通货膨胀之间确实存在着长期的均衡关系，于本季度形成的通货膨胀率每发生 1% 的变化，将影响滞后二个季度的 GDP 增长率变动 0.1610% 并在 12 个季度内形成远远大于 1% 的总的 GDP 增长率变动。而相关实证分析也表明本期发生的通货膨胀率直接受到 9—11 个季度之前的货币供给量的影响。由此，我们便通过通货膨胀将货币供给量与经济增长联系起来。

我国目前经济体系中已经存在相当程度的流动性偏好，公众手中持有货币的实际价值并不随着银行利率的变动出现明显的波动即上述经济模型中  $m_i$  很小时的情形，若继续任由公众投资和消费信心的下滑，就可能出现绝对的“灵活偏好”即出现  $m_i$  的扩大，那时货币政策及财政政策将同时归于无效或低效，经济增长将出现长期停滞，直至公众恢复对经济增长的信心。因此，现阶段，在利率政策效果不十分明显的情况下，央行应该放弃实施长期稳健的货币政策，实施货币的超量供给政策，引导公众形成对通货膨胀的预期，必要时制定适应的通货膨胀率目标，并通过货币超量供给的调节，间接控制通货膨胀的波动范围，以此刺激国民经济的增长。

### 参考文献：

- [美] 奥利维尔·琼·布兰查德、斯坦利·费希尔：《宏观经济学高级教程》，经济科学出版社 1998 年 3 月版。
- 刘树成：《繁荣与稳定——中国经济波动研究》，社会科学文献出版社 2000 年 1 月版。
- 刘伟等：《货币扩张、经济增长与资本市场制度创新》，《经济研究》2002 年第 1 期。
- 作者简介：金成晓，吉林大学商学院副教授，经济学博士。曾在《经济研究》、《管理世界》等核心期刊发表论文 20 余篇。
- 刘世峰，吉林大学商学院硕士研究生。
- 通信地址：长春市前卫路 10 号吉林大学商学院 邮编：130012

电话 : ( 0431 ) 5101720 ( H )