

## “中国之谜”:理论及基于中国的经验分析

伍志文

(南开大学 金融系,天津 300071)

**摘要:**本文首先简要回顾了“中国之谜”的由来,并通过实证分析证实了“中国之谜”的存在,然后在前人研究的基础上提出了“金融资产囤积假说”,试图解释“中国之谜”。实证分析结果表明:当考虑到金融资产这一新的变量对货币供应量的影响之后,传统的货币供应量与物价之间正相关的关系消失了。

**关键词:**中国之谜;超额货币供应;金融资产囤积假说

**中图分类号:**F822.2 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)01-0027-08

### 一、“中国之谜”:货币供应量与物价非正相关

#### 1. “中国之谜”由来的简要回顾

关于货币供应量与物价之间的关系人们长期以来存在着不同的看法。传统货币数量论认为货币供应量的增加会导致物价水平的上升,货币供应量与物价之间存在着稳定的正相关关系,这一直被当作十大经济学原理为人们奉行不悖。20世纪60年代我国银行工作者发现货币供应量与物价之间存在着稳定关系,并提出了1:8的经验公式;进入80年代人们发现1:8公式失灵了,研究者提出了第二版本的 $\Delta M = \Delta P + \Delta Y$ 公式,并最终为货币政策当局采用,成为衡量货币供应量是否正常的重要尺度。第二版本的货币数量论公式从其提出至今经过20多年的实践,人们运用事后的会计等式 $\Delta M = \Delta P + \Delta Y$ 来检验中国的货币供应量是否正常,结果一个令人不解的现象发生了。按照传统货币数量论公式 $\Delta M = \Delta P + \Delta Y - \Delta v$ 所估计出来的货币供应量 $\Delta M_L$ ,高于实际的货币存量 $\Delta M_r$ ,即 $EM = \Delta M_r - (\Delta p + \Delta y - \Delta v) = \Delta M_r - \Delta M_L > 0$ ,中国存在“超额货币供应现象”。笔者通过对1978—2000年间的有关数据进行计算,结果发现对应于三个层次的货币供应量口径 $M_0$ 、 $M_1$ 和 $M_2$ ,我国的超额货币供应量平均为6.06%、4.136%和8.59%,中国实际货币供给量大大高于理论上的货币供应量,中国存在大量“超额”货币供应。因此相信第二版本货币数量论公式有效性的人认为中国实际货币供应量过多,中国存在严重的通货膨胀压力,担心这“超额”货币将给中国带来严重的经济危害。但是事实上中国“超额”货币供应自1978年以来就大量存在并呈增加趋势,人们担心多年的“笼中虎”并没有出来危害商品市场、引起通货膨胀反而出现了通货紧缩的态势。大量“超额”货币供应与低物价水平并存的现象被外国学者称之为“中国之谜”。

#### 2. “中国之谜”是否存在之争——实证分析

“中国之谜”说明货币供应与物价变动之间存在反常规关系即货币供应变动与物价变化非正

相关。围绕着“中国之谜”许多学者展开了一系列研究,帅勇采用 1993—2000 年的季度数据对中国的“超额”货币需求问题进行实证分析时,得出了一个令人意外的结果:即货币供应量变动与通货膨胀之间呈现反向关系。同样,易纲在他的货币化模型中也得出了同样的结果。此外吴晶妹在分析 1985—1999 年中国货币供应量增长率和商品零售物价指数(RPI)关系时发现:中国  $M_0$  与 RPI、 $M_1$  与 RPI、 $M_2$  与 RPI 非协整,它们之间没有长期的稳定关系, $M_0$ 、 $M_1$ 、 $M_2$  与 RPI 之间的相关性较弱甚至出现负相关,但他同样没有对此展开分析。在此基础上笔者通过对我国 1978—2000 年的物价与货币供应量变动关系的进一步考察发现:从 20 世纪 80 年代中后期起,我国货币供应量的改变对价格的影响不显著。在 1979—1998 年之间,中国货币供应变动与物价变化之间的关系在 20 年中符合货币数量论的关于货币供应量与价格成正相关结论的只有 8 年,其余 12 年是反传统的,其中有 4 年是负相关,还有 8 年是不规则的。货币供应量增加,而商品价格反而下降或价格稳定不变并存的反常规关系。最奇怪的现象就是出现了政府在不断紧缩货币的同时,价格水平却不断提高。面对越来越多令人迷惑不解的金融怪现象,基于 Friedman 等最近一些研究的启发,笔者认为货币供应量变动与物价变化之间的关系存在阶段性。“中国之谜”是中国金融经济发展进入新阶段的产物,一个重要的原因就在于金融市场等虚拟经济部门的存在与发展。为了进一步检验“中国之谜”是否存在,笔者认真选择了 1950—1994 年和 1994 年 1 月—2001 年 4 月两个样本期间分别检验货币供应量变化是否是通货膨胀的原因。其中 GPD 和 CPI 代表通货膨胀水平。由表 1 分析结果可以发现:第一阶段样本检验结果支持两个变量之间的因果关系。1955—1994 年的样本检验结果说明我们有 90% 的把握支持  $M_1$  和  $M_2$  的增加导致通货膨胀(除滞后两期的  $M_2$  之外),但是对 1994 年 1 月—2001 年 4 月期间的样本检验结果分析不能得出  $M_1$ 、 $M_2$  增长造成通货膨胀的结论。因此,Granger 因果检验的结果初步支持了笔者关于通货膨胀与货币供应变动之间的关系具有阶段性的假设。为了进一步证明该假设,笔者分别运用两个样本期  $M_1$ 、 $M_2$  的滞后值对通货膨胀率进行回归,结果见表 2。研究结果表明在 1960—1994 年的样本中  $M_1$  和  $M_2$  对通货膨胀率有显著影响,在 1994 年 1 月—2001 年 4 月的季度数据中这种影响不显著。从 1960—1994 年具有 3—5 年滞后期的  $M_1$ 、 $M_2$  增长率的 T 统计量似乎相当大,从相关系数看几乎都为正,存在正相关关系;但是在 1994 年 1 月—2001 年 4 月之间滞后期的  $M_1$ 、 $M_2$  的统计量都不大,相关系数出现负数,说明两者之间存在负相关关系。在国内张波也注意到了货币供应与通货膨胀之间的这种反常关系,其研究结论与笔者类似。究其原因,笔者认为这与资本市场的迅速发展,尤其是 20 世纪 90 年代以来金融资产的极大增加和囤积密切相关,基于此,笔者提出“金融资产囤积假说”来解释这种反常关系,下文笔者将对此进行实证分析。越来越多的研究和事实都表明中国进入 1980 年代中后期以来货币供应量与物价的变动呈现反向关系,“中国之谜”客观存在是不容置疑的,因此科学地解释这种反常关系无疑具有重要的理论和现实意义。

表 1 通货膨胀与货币供应量变动的因果关系检验

样本范围:1955—1994 年					样本范围:1994 年 1 月—2001 年 4 月				
滞后期	零假设	样本数	F-统计	概率	滞后期	零假设	样本数	F-统计	概率
2	$M_1$ 不是 GPD 的格兰杰原因	38	2.48	0.09	2	$M_1$ 不是 CPI 的格兰杰原因	28	0.34	0.71
2	$M_2$ 不是 GPD 的格兰杰原因	38	1.59	0.21	2	$M_2$ 不是 CPI 的格兰杰原因	28	0.02	0.97
4	$M_1$ 不是 GPD 的格兰杰原因	36	3.31	0.02	3	$M_1$ 不是 CPI 的格兰杰原因	27	0.18	0.9
4	$M_2$ 不是 GPD 的格兰杰原因	36	3.02	0.03	3	$M_2$ 不是 CPI 的格兰杰原因	27	0.04	0.98
5	$M_1$ 不是 GPD 的格兰杰原因	35	3.73	0.01	4	$M_1$ 不是 CPI 的格兰杰原因	26	0.34	0.84
5	$M_2$ 不是 GPD 的格兰杰原因	35	3.68	0.01	4	$M_2$ 不是 CPI 的格兰杰原因	26	0.61	0.65

表 2 通货膨胀对货币供应量滞后的回归

样本 1996 年 2 月—2001 年 4 月 个数 23						样本 1960—1994 年 个数 35					
变量	系数	t-统计	变量	系数	t-统计	变量	系数	t-统计	变量	系数	t-统计
C	-4.18	-3.06	C	-12.5	-2.32	C	-0.12	-0.08	C	-0.65	-0.48
M <sub>2</sub> (-1)	-0.01	-0.13	M <sub>1</sub> (-1)	0.12	0.95	M <sub>1</sub> (-1)	3.29	0.47	M <sub>2</sub> (-1)	2.35	0.31
M <sub>2</sub> (-2)	0.02	-0.16	M <sub>1</sub> (-2)	0.07	0.46	M <sub>1</sub> (-2)	0.66	0.1	M <sub>2</sub> (-2)	1.67	0.24
M <sub>2</sub> (-3)	0.73	2.08	M <sub>1</sub> (-3)	0.03	0.13	M <sub>1</sub> (-3)	9.56	1.59	M <sub>2</sub> (-3)	14.4	2.27
M <sub>2</sub> (-4)	-0.3	-0.87	M <sub>1</sub> (-4)	0.15	0.51	M <sub>1</sub> (-4)	-16.38	-2.73	M <sub>2</sub> (-4)	-16.58	-2.61
M <sub>2</sub> (-5)	-0.04	-0.15	M <sub>1</sub> (-5)	-0.04	-0.16	M <sub>1</sub> (-5)	7.89	1.33	M <sub>2</sub> (-5)	6.43	1.04
M <sub>2</sub> (-6)	0.23	0.87	M <sub>1</sub> (-6)	0.2	0.92						
M <sub>2</sub> (-7)	0.25	0.94	M <sub>1</sub> (-7)	0.08	0.36						
M <sub>2</sub> (-8)	-0.52	-2.84	M <sub>1</sub> (-8)	0.12	0.63						
Ad R <sup>2</sup>	0.69		Ad R <sup>2</sup>	0.11		Ad R <sup>2</sup>	0.12		Ad R <sup>2</sup>	0.14	
S. E. re	1.71		S. E. re	2.91		S. E. re	4		S. E. re	3.94	
F-统计	7.19		F-统计	1.34		F-统计	1.93		F-统计	2.16	
D. W	0.96		D. W	0.26		D. W	2.38		D. W	2.25	

目前关于“中国之谜”的研究,主要沿着两条路径进行。第一条路径是在坚持传统货币数量论的基础上对某一个和两个变量进行修改,从而减小甚至消除“超额”货币供应问题,认为中国并不存在所谓的“超额”货币供应量问题,因此也就不存在“中国之谜”。第二条路径是在原有的货币需求函数中加入一些新的可能影响货币需求的变量或修改传统货币数量论的假设,从而避免传统模型可能存在的模型误设(如遗漏一些重要的解释变量)问题,通过引入新的变量试图解释“中国之谜”。目前主要是沿着第一种路径进行,学者们提出了价格指数偏低假说、地下经济假说、被迫储存假说、货币空闲假说、货币沉淀假说、将货币化假说与价格指数偏低假说揉合在一起的所谓综合成因假说等。事实上第一种路径的研究者坚持货币需求函数各变量之间具有稳定的关系,他们只是对个别变量进行修正,他们的努力仅仅取得了有限的成功。相比而言第二条路径的研究相对较少,主要有价格决定的财政理论、货币传导机制梗阻假说、货币流通速度下降假说、货币化假说等,这方面也未能得出真正令人满意的结果。在此笔者拟沿着第二条路径再作进一步的探讨。

## 二、“中国之谜”原因新解:金融资产囤积假说

20 世纪 70 年代以来,信息技术的发展、金融创新和金融管制的放松、金融自由化和金融全球化进程的加速等因素大大促进了各国资本市场的发展,金融资产存量急剧增加。随着证券市场的发展和资产交易规模的壮大,商品概念和交易范围扩大化了,对交易媒介的需求增加了,同时货币作为一种资产和财富的储存手段发挥着越来越重要的作用,金融资产存量在社会财富总量中的比重越来越大。传统货币数量论公式是建立在商品市场和货币市场基础之上的,是一个两部门收入货币流量模型。它忽视了作为资产存量的货币的存在,没有考虑到证券交易量和货币供应量之间的关系,已经不能解释新的经济金融环境下货币供应量与物价之间的反常规关系,因此重新审视传统的货币数量理论,通过引入资本市场重构货币数量论公式显得十分必要。笔者在前人研究基础上将传统货币数量论扩展为三部门广义货币数量论,提出“金融资产囤积假说”,试图对中国长期货币供应与物价变动之间的反常关系做出新的解释。假设:(1)经济中包括商品市场、货币市场和证券市场三个部门。(2)货币只具有交易媒介和财富储存手段两种职能。(3)货币总量由收入货币和资本货币两大部分组成,即作为收入流量的货币和作为资本存量的货币两大类。货币需求分为两大部分,一部分用于购买商品服务等实物资产;一部分用于购买债券股票等金融资产。(4)不论是从短期还是从长期来看产量都不变。(5)货币流通速度不变。具体

模型如下:

$$M_s = M_y + M_k = tM_y + rM_k + (1-t)M_y + (1-r)M_k = M_{sj} + M_{sc} \quad (1)$$

总货币供应量由广义交易货币量与广义储存货币量构成,其中  $tM_y + rM_k = M_{sj}$  为广义交易货币量。 $M_y = tM_y + (1-t)M_y$ , 对应商品市场的货币,货币可分为以下两部分:一是充当商品交易媒介;二是作为财富储存手段如以银行存款和不良资产等形式存在,称为非交易货币(类似于货币化)。

$$tM_y V_y = PY = GDP \quad (2)$$

其中,  $tM_y$  代表充当商品交易媒介的货币量,  $(1-t)M_y$  代表狭义储存货币。 $M_k = rM_k + (1-r)M_k$  对应证券市场的货币,同样货币可以分为两部分:一是充当资产交易媒介;二是作为财富储存手段如以股票等形式存在,称为非货币资产。

$$rM_k V_k = P_k Q = M_c \quad (3)$$

其中,  $rM_k$  代表充当资产交易媒介的货币量,  $(1-r)M_k$  代表非资产货币。 $(1-t)M_y + (1-r)M_k = M_{sc}$  为广义储存货币量。

$$M_{sj} = PY/V_y + P_k Q/V_k \quad (4)$$

其中,  $V_y$  表示商品交易速度,  $V_k$  表示股票等金融资产交易速度。该公式表示一国货币供应量不仅与一国实体经济部门的商品生产活动有关,而且还与证券市场等虚拟经济部门的金融资产交易量( $P_k Q$ )及其活跃程度  $V_k$  有关。将(4)式作如下变换:

$$M_{sj} - PY/V_y = P_k Q/V_k \quad (5)$$

该式表明货币供应量将流向以下两个市场:一是商品市场或产品市场;二是证券市场或资本市场。

进一步假设:

$$dM_s/M_s = dM_{sj}/M_{sj} + dM_{sc}/M_{sc} = dM_y/M_y + dM_k/M_k \quad (6)$$

对(2)求导,  $dM_y/M_y = dP/P + dY/Y - dt/t - dV_y/V_y$ , 假设  $dt/t=0, dV_y/V_y=0$ , 则有:

$$dM_y/M_y = dP/P + dY/Y \quad (7)$$

对(3)求导,  $dM_k/M_k = dP_k/P_k + dQ/Q - dr/r - dV_k/V_k$ , 假设  $dr/r=0, dV_k/V_k=0$ , 则:

$$dM_k/M_k = dP_k/P_k + dq/q \quad (8)$$

几点说明:其中  $M_s$  代表总的货币供应量,由商品市场所需货币量  $M_y$  和资本市场所需货币量  $M_k$  两部分组成,  $P_k$  代表金融资产价格,  $Q$  为金融资产数量,  $M_c$  为货币资产。

在三部门模型下,货币供应量变动将影响商品价格和资产价格,至于两者变化规律则因时间、资本市场和商品市场发育程度、资本市场和货币市场联通状况以及两大市场收益对比等因素而不同。当纳入资本市场后,如果货币能够在商品市场与资本市场之间自由流动,这时不仅货币总量的改变而且货币结构的变化都可能改变各变量之间的关系,使货币供应量与物价之间的关系失去了稳定性,各变量之间的关系复杂化了,变量之间传统的简洁明了的关系不再存在,我国现阶段出现的货币供应量与物价变动之间的反常关系,正是资本市场作用的结果。下面将在三部门模型下分析中国现阶段货币供应量与物价变动的反常关系。

### 1. 货币供应量与物价变动反常关系——一般理论分析

为了方便分析,假设两大市场隔离开来,即无论货币流向资本市场还是商品市场货币当局完全可以控制,具体可分短期和中长期两种情形来讨论当货币供应量增加时价格变动情况。

(1)情形之一:短期——资产价格单独变化。假设短期实际经济不变,即假设短期商品价格来不及调整,当货币供应量增加时,由于商品市场调整较慢,货币流向资本市场结果导致资产价格的单独上涨。资产价格的变动对货币需求的影响体现在三个方面:一是财富效应,资产价格上升意味着人们的名义财富增加,居民收入上升,货币需求相应增加;二是交易效应,资产交易量越

大,需要的货币也就越多;三是替代效应,资产作为货币的替代品而价格上涨,人们调整自己的资产结构,多持有资产少持有货币,这样对货币的需求下降。资产价格对货币需求的影响主要由上述三大效应决定,财富效应和交易效应增加货币需求而替代效应则减少货币需求,总的的影响视资本市场的发展阶段而定。短期当货币供应量增加时,资产价格与商品价格的变动方向存在多种可能结果,具体说来可能有以下几种情形:第一, $dM_s \uparrow, dM_{sc}$  不变—— $dM_{sj} \uparrow, dM_y$  不变—— $dM_k, dQ$  不变—— $dP_k \uparrow, dP$  不变。就短期而言,一旦收益发生变化如实业投资收益低于资产投资时将导致投机货币的流动,货币的投机需求和交易需求增加,出现资产价格的大幅上涨。假设 DMS 增加,但增加幅度较小(如 10%),由于资本市场收益很高,致使货币大量流向资本市场,不仅使新增加的货币量,而且一部分用于商品交易的收入货币会流向资本市场变为资产交易货币,结果致使商品市场的货币总量偏紧。从中长期来看将引起价格下降,结果会出现货币总量增加,但同时商品价格下降的奇怪局面,即  $dM_s \uparrow$  但  $dP \downarrow$ 。第二, $dM_s \uparrow, dM_{sc}$  不变—— $dM_{sj} \uparrow, dM_y$  不变—— $dM_k \uparrow, dQ$  大幅增加(如新股上市发行导致股票供应量增加)—— $dP_k \downarrow, dP$  不变。第三, $dM_s \uparrow, dM_{sc}$  不变—— $dM_{sj} \uparrow, dM_y$  不变—— $dM_k \uparrow, dQ$  大幅下降—— $dP_k$  大幅上涨, $dP$  不变。短期来看,资本市场发展对货币供应的影响主要通过资产价格上涨和资产交易量增加两条途径体现出来。由于资产市场的存在改变了货币政策的传导机制,使得货币流向容易发生反转变,尤其是当资本市场本身存在一系列缺陷的情况下,对资本市场的调控往往是适得其反或者是根本就无法调控。当前我国资本市场不规范,严重影响了货币政策调控效果。

为进一步理解货币供应量增加和物价及其资产价格变化之间的关系,我们借用凯恩斯主义的总供求模型来说明货币(市场)、证券(市场)和商品生产(市场)三者之间的关系,并就上述情形进行分析:假定在最初均衡条件下,货币供应总量为  $M_1$ (即  $M_s = M_1$ ),其中用于商品和证券交易的货币为  $M_{sj}$ ,这里假设广义储蓄货币量  $M_{sc} = 0$ ,则有  $M_1 = M_{sj}$ ;  $M_y$ (假设非交易货币为 0,则有  $M_y = t M_y'$ )为商品交易用货币需求,它乘以商品交易的货币流通速度  $V_y$  恰好等于名义国内生产总值  $GDP = P_s \times Y$ ;余下的货币供应量  $M_1 - M_y = M_k$ (假设非货币资产  $(1-r)M_k$  为 0,则有  $M - tM_y = rM_k = M_k$ )为证券交易用的货币量或非商品交易的货币量。它乘以证券交易用的货币流通速度  $V_k$  等于证券交易额  $P_k \times Q$ ,这样广义交易货币数量论公式可写为  $MS = M_{sj} = PY / V_y + P_k Q / V_k$ (注意此时假设广义储蓄货币为 0),该式表明货币供应量一方面支持着实体经济增长(即当年的 GDP 的增长);另一方面也支持着虚拟经济部门的发展(即证券交易额的扩大)。当货币供应量增加时,将流向两个市场:一是商品市场或产品市场;二是证券市场或资本市场。

我们假定名义 MS 供给增加,导致实际货币供应量  $MS/P$  增加, $MS/P$  曲线右移到  $MS^*/P$ ,实际货币供应量增加为  $M_2$ ,同时假设 GDP 不变( $Y = Y^*, P = P^*$ )即用于商品和劳务交易的货币量  $M_y$  不变,在利率水平为  $R_1$  的情况下,货币供给大于货币需求,人们手中过多的货币将投向证券市场,这是用于证券交易的货币供应量由  $M_1 - M_y$  增加为  $M_2 - M_x$ ,结果对证券需求量上升,由  $SD$  上移到  $SD^*$ ,证券价格水平由  $P_{k1}$  上涨为  $P_{k2}$ ,证券交易量  $Q$  不变。这时货币供应量的增加完全压向证券市场,并完全通过证券价格上涨体现出来。这样,短期货币供应量增加将导致资产价格单独变化,而商品价格保持稳定,当然这是建立在一系列严格的假设前提之上的。货币供应量增加只是引起资产价格膨胀的结果可能只是理论上的一种特例。

(2)情形之二:中长期——商品价格与资产价格同时变动,但其变动方向视情况而定。当货币供应量增加时,商品市场和资本市场同时调整,商品价格和资产价格同时变化,但是其具体变动方向可能存在以下情形:第一, $dM_s \uparrow$ —— $dM_k \uparrow$  和  $dM_y \uparrow$ —— $dY$  和  $dQ$  不变—— $dp \uparrow, dP_k \uparrow$ ,即货币供应增加导致商品价格上涨和资产价格上升。第二, $dM_s \uparrow$ —— $dM_k$  大幅  $\uparrow$  和  $dM_y \downarrow$ —— $dY$  和  $dQ$  不变—— $dp \downarrow, dP_k \uparrow$ ,即货币供应量增加反而出现商品价格下降和资产价格上升的现象。从长期来看,商品价格与资产价格反方向变动,货币供应量的增加将引起商品价

格下降和资产价格上升的现象,这是效率提高和规模经济的结果。第三, $dM_s \uparrow$ —— $dM_{sc}$  大幅 $\uparrow$ 和 $dM_{sj} \downarrow$ —— $dM_y \downarrow$ 和 $dM_k \downarrow$ —— $dY$ 和 $dQ$ 不变—— $dp \downarrow$ , $dP_k \downarrow$ ,即货币供应增加而商品价格和资产价格同方向下跌。第四, $dM_s \uparrow$ —— $dM_y$ 大幅增加和 $dM_k \downarrow$ —— $dY$ 和 $dQ$ 不变—— $dp \uparrow$ , $dP_k \downarrow$ ,即货币供应量增加导致商品价格上升而资产价格下跌。从中长期来看,货币供应量的增加一方面导致投资增加引起投资品的价格上涨;另一方面资产价格由于短期出现超调现象,到中期开始出现回调,结果使资产价格下跌。第五, $dM_s \uparrow$ —— $dM_k$ 不变和 $dM_y \uparrow$ —— $dY$ 和 $dQ$ 不变—— $dp \uparrow$ , $dP_k$ 不变,即货币供应量的增加完全转化为商品价格的等比例上涨。这是传统货币数量论的观点,但这需要严格的限制条件,这种极端情形往往只是一种理想的假想状态。第六, $dM_s \uparrow$ —— $dM_k \uparrow$ 和 $dM_y$ 不变—— $dY$ 和 $dQ$ 不变—— $dp$ 不变和 $dP_k \uparrow$ ,即资产价格的单独上升,如日本长期存在的泡沫经济就是一例。

货币本质是为了增值,货币在不同市场的流通与分配归根结蒂取决于实业投资和金融投资的收益风险对比。假设不考虑其他因素,只考虑实业投资与金融投资收益对货币供应量与物价变动之间的影响,长期来看,商品市场与资产市场一起变动,资本市场对货币供应量的分流作用主要通过资产价格上涨和资产交易量增加两方面反应出来。这时资本市场存在交易效应、财富效应和替代效应三大效应。如果两大市场的投资收益存在较大的差异则会出现:当实业投资收益低于金融投资时,货币流入资本市场,结果是资产价格膨胀;当实业投资收益高于金融投资时,货币流入商品市场和商品生产,结果可能出现通货膨胀;当两者的收益基本相当时,会出现商品市场与资本市场的良性互动,实体经济与虚拟经济协调发展。理论上,实业投资和金融投资两者的收益相同,当货币供应增加时,货币可能均等地流向产品市场和证券市场,货币供应量增加导致物价和资产价格两者变动的幅度可能相同,但实际上证券价格特别是股票价格的上涨总是超过物价涨幅。20世纪20年代后期的美国和80年代后期的日本都曾经历过资产价格膨胀和一般物价水平比较稳定同时并存的局面,尤其是近20多年来多数工业化国家存在的一个显著的特点是资产价格的持续上升和急剧下降发生在消费物价下降和宏观经济稳定的环境中(IMF, 2000)。由此可见,自20世纪80年代以来,货币供应量与物价变动之间的反常关系,如货币供应量增加伴随着物价下降和资产价格膨胀的情形,在西方发达国家的经济运行中具有相当的典型性。

## 2. “中国之谜”的原因新解——金融资产囤积假说及实证分析

易纲(1996)认为中国金融资产变化过程主要有两条线:一条是货币化过程;另一条是货币市场和资本市场的发展。对于前一条一些学者已有较多研究,然而对于后一条却少有人作深入分析。本文主要沿着后一条路径展开,并提出金融资产囤积假说试图解释“中国之谜”之怪现象。我国金融市场发展可以追溯到1978年,当时我国非货币金融资产余额就达2250多亿元,尤其是随着20世纪90年代以来股票市场的发展,在金融市场流转而且与实体经济活动没有直接联系的资金开始大幅度地增加,正如Tobin(1984)所说:金融市场上的许多证券交易与将家庭储蓄转移到公司的业务投资几乎没有什么关系。这种金融资产的增加或囤积(financial hoarding),降低了通货膨胀压力,促进了股票等金融资产价格的上涨。随着新兴金融市场和众多金融工具的问世以及金融创新的发展,金融资产的规模和种类大大丰富,金融资产囤积的结果是更多的资金在虚拟经济部门而不是在实体经济部门流转。由于金融资产的囤积和增加,即使实体经济增长很少或没有增长,额外的货币供应也并不一定会导致通货膨胀,因为多余的货币直接进入了资本市场等虚拟经济部门,并不会影响商品和服务的价格。正如Schinasi and Hargraves(1993)所证明的:20世纪80年代以来银行总贷款规模与股票价格变动之间存在因果关系,而同时货币供应与通货膨胀之间的因果关系却逐渐减弱。资本市场的扩张将通过价格上涨和交易量的增加对货币供应量起到分流作用,一些学者的实证研究对此提供了有力的支持。弗里德曼(1988)在分析

股票价格与货币需求关系时注意到了股票价格与货币需求的反向关系。弗里德曼研究发现 1982—1987 年美国  $M_2$  增长率为 48%，名义 GDP 只增长了 40%，但是在这一时期美国物价基本处于稳定状态，而美国 400 种工业股票指数则上涨了 175%，股票市值增加了近 1 万亿美元，恰好和同期的  $M_2$  的增加额相抵。这种现象也同样出现于日本，薛敬孝(1996)研究发现 1987—1990 年日本的货币供应量平均在 10% 以上，而 GDP 的增长率不超过 6%，物价基本上处于零增长状态，超额货币主要被股价和地价的大幅上涨所吸收。实证分析结果说明资产价格对分流超额货币供应量具有十分明显的作用。中国人民银行研究局课题组(2002)对 1996 年 1 月—2000 年 12 月的证券交易额与货币供应量的关系进行了回归分析，结果表明证券交易量与  $M_2$  呈反向变动，证券交易量的扩大将使滞后 1—2 个月的  $M_2$  增长率下降，说明资本市场对货币供应量存在明显的分流作用。笔者运用 1978—2000 年的年度数据为  $M_2$  和 SS 以及 FJRZC 三个变量之间的关系进行了回归分析，回归结果如下：

$$\text{LN}M_2 = 1.239248773 + 0.247419611 \cdot \text{LN}SS - 0.2885722673 \cdot \text{LN}FJRZC(-1) + 0.963483252 \cdot \text{LN}M_2(-1)$$

(5.65)                      (3.85)                      (-2.82)                      (8.31)

$$R^2 = 0.9992 \quad \text{调整后 } R^2 = 0.9990 \quad D.W = 2.03 \quad F = 7666.14$$

结果发现滞后一期的非金融资产对  $M_2$  有明显的分流作用，两者之间是反向变动。当非金融资产增加 10% 时，广义货币供应量减少约 2.886%。据计算中国 1978—2000 年  $M_2$  超额货币供应率大约在 8.59%，而中国 1979—2000 年非金融资产增长率约为 23.03%，考虑这一因素之后中国的超额货币供应率仅为  $(8.59 - 6.72) = 1.87\%$ 。当我们把非货币金融资产引入传统的货币数量论公式，将其修正为包括资本市场的三部门模型，货币供应量与通货膨胀变动之间反常关系即“中国之谜”也就不解自明了。正是资本市场的蓄水池效应，减缓了货币供应量变化对商品价格变动的的影响。资产价格的不断上升使得储存的机会成本增大，货币与资产之间产生替代效应，会使货币供应量增长回落，非货币金融资产的增加结果导致货币供应量的减少。下面笔者将在三部门货币数量模型框架下，进一步分析货币供应与物价变动之间的关系，为此在原来的两部门模型基础上引进两个新的变量：一是代表金融市场扩展的非货币金融资产，一是充当财富储存手段的城乡居民储蓄存款。样本范围为 1978—2000 年的年度数据，其中  $M_2$  代表广义货币数量，SS 代表城乡居民储蓄存款，FJRZC 代表非货币金融资产，GDP 代表国民生产总值，CPI 代表通货膨胀水平，回归分析结果如下：

$$\text{LN}M_2 = 1.967 + 0.291 \cdot \text{LN}SS - 0.264 \cdot \text{LN}FJRZC(-1) + 0.512 \cdot \text{LN}M_2(-1) + 0.529 \cdot \text{LN}GDP - 0.501 \cdot \text{LN}CPI$$

(2.26) (4.62)                      (-2.86)                      (2.96)                      (3.13)                      (-2.38)

$$R^2 = 0.9995 \quad D.W = 1.70 \quad F = 6634.8$$

结果表明当修改传统的货币数量论公式，引入金融资产等新的变量之后，货币供应与通货膨胀之间的传统关系不复存在，两者存在反向变动关系。传统货币数量论者无法解释的“中国之谜”迎刃而解。我国自 1978 年以来 20 多年一直存在“超额”货币供应问题，一个主要的原因就是忽视了新兴经济部门和金融市场的发展对货币供应问题的影响，随着我国股票市场等金融市场的不断发展壮大，金融资产规模的扩大已经对货币供应产生了越来越多的影响，一旦我们考虑到金融资产增加这一新的变量对货币供应的分流作用，中国的超额货币供应问题与“中国之谜”不攻自破。

### 三、结 论

通过上述分析可以发现在三部门货币数量论模型下，货币供应量与物价关系变得不稳定，可能存在多种结果，货币供应量与物价之间呈正比例关系只不过是一个特例而已，货币供应量与物价之间不论长期还是短期，其关系都是不确定的，不稳定变成了常态，究其原因在于资本市场发



展所带来的金融资产囤积的结果。正是由于资本市场的发展和金融资产的增加,传统的货币供应与物价变动之间的正相关关系消失了。“中国之谜”是两部门收入货币数量论之谜,在三部门货币数量论模型下,当考虑到非货币金融资产囤积对货币供应的影响后,“中国之谜”将不难解释。随着资本市场的发展及其在经济发展中的重要作用日益凸现,货币供应量与物价变动之间的反常关系,如货币供应量增加伴随着物价下降和资产价格膨胀的情形将在经济运行中具有相当的典型性。资本市场的发展不仅对货币供应总量而且对货币结构将产生重要的影响,今后中国的货币供应问题更多地应是关注货币结构而不仅是总量问题。在新的形式下越来越多的事实和证据都说明两者的关系是不稳定的,如果还是抱住传统的观点不放,坚持认为货币供应量与物价正相关是无法解释新的现实和矛盾的。

参考文献:

- [1]易纲,吴有昌. 货币银行学[M]. 上海:上海人民出版社,1999.
- [2]龚六堂,邹恒甫. 财政政策与价格水平的决定[J]. 经济研究,2002,(2).
- [3]吴晶妹. 评货币政策的中介目标——货币供应量[J]. 经济评论,2002,(3).
- [4]帅勇. 资本存量货币化对货币需求的影响[J]. 中国经济问题,2002,(3).
- [5]中国人民银行研究局课题组. 中国股票市场发展与货币政策完善[J]. 金融研究,2002,(4).
- [6]张波. 金融发展与证券市场泡沫研究[J]. 国际金融研究,2002,(7).
- [7]石建民. 股票市场、货币需求与总量经济:一般均衡分析[J]. 经济研究,2001,(5).
- [8]王同春,赵东. 中国超额货币的成因及影响研究——一个新模型的提出及应用[J]. 国际金融研究,2000,(8).
- [9]David Meiselman(1969),Controlling Monetary Aggregates[R]. Monetary Conference of The Federal Reserve Bank of Boston,June.
- [10]S. C. Tsiang(1989),Finance Constraints and the Theory of Money[C]. Academic Press.
- [11]M. Friedman(1996),Money and the Stock Market[J]. Journal of Political Economy96(2),April.
- [12]Augus Maddisen(1998),Chinese Economic Performance in the Long Run[C]. ●ECD.

## “Enigma of China”: Theory and Empirical Analysis Based on China

WU Zhi-wen

(Department of Finance, Nankai University, Tianjin 300071, China)

**Abstract:** This paper first reviews the origin of “Enigma of China” and proves, through empirical analysis, that “Enigma of China” does exist and then, based on the early research made by other economists, the paper puts forward a new “hypothesis of financial assets hoarding”, attempting to explain the “Enigma of China”. The empirical findings show traditional positive relation between money supply and price disappears after taking into account of the effect of financial assets as a new variable on money supply.

**Key words:** enigma of China; excessive money supply; hypothesis of financial assets hoarding