



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2006 年第 23 期(总第 135 期)

2006 年 7 月 7 日

中国货币政策体系：问题及调整路径(上)*

中国社科院金融研究所 李 扬

导 论

2003 年 7 月，我承接了中国社会科学院重大课题“中国货币政策体系：问题及调整路径”。当时，中国经济刚刚摆脱亚洲金融危机带来的通货紧缩阴影，少数领域已经转而出现物价上升较快的苗头。面对国民经济运行态势的转折，实行了 5 年之久的以扩张为基调的宏观经济政策开始酝酿向紧缩的方向转型。伴随着“积极的财政政策”的“淡出”，货币政策受到越来越多的关注。人们希望，在应对通货

*本文为李扬所长为其主持的中国社科院重大课题系列成果的出版所撰写的序言。本刊略有删节。

紧缩局面时显得力不从心的货币政策，能够在解决通货膨胀问题上发挥主导性作用，自然地，人们也希望，自 1998 年以来的一系列操作中显露出的我国货币政策体系的缺陷，包括其目标、手段、工具、传导机制等等，能够得到认真分析，从而能够找到一些有效的改革方略。

本课题就是在上述背景下设立的。按照计划，课题的最终成果是一部集中研究中国货币政策的目标、工具、传导机制及其政策效果的专著。随着研究的深入，课题组成员一致认为：仅仅围绕货币政策自身来展开对货币政策的研究，可能并不容易产生有洞察力的研究成果。这是因为，实体经济运行的要求和金融结构的特征，在相当程度上决定了货币政策目标的选择、传导机制以及货币政策的有效性。所以，我们必须深入到那些形成货币政策操作之基础、环境和条件的金融结构以及经济体系之中，并分析货币政策、金融结构以及经济体系之间复杂的生成、制约、适应和促进关系，方能认识清楚货币政策的问题所在，从而找到可行的改革路径。

基于这种认识，课题的研究范围及其最终成果就比原计划有了较大程度的扩充。主要变化有三。其一，原计划中关于我国货币政策的目标、工具、传导机制及货币政策效果的研究内容，被包括在一个涉及范围更广的子课题“中国货币政策范式的调整”之中；其二，为了分析货币政策与金融结构和经济增长的关系，我们增设了子课题“货币政策、金融结构和经济增长”；其三，为了更深入地分析政策的本质特征以及货币政策中介目标的选择问题，我们还增设了子课题“货币流量分析与货币政策”。

一、金融结构与经济增长之间的关系

20 个世纪 90 年代以来，随着“新经济”在美国的凯歌行进以及金融危机在亚洲各国相继爆发，国际金融界展开了一场关于市场导向的金融结构和银行导向的金融结构孰优孰劣的热烈讨论。当时，几乎成为压倒性的意见认为：“新经济”代表了世界经济发展的新方向，

而这种发展又是在市场导向的金融结构的有力支持下展开的，因而，较之银行导向的金融结构，市场导向的金融结构代表了一种更为“先进”的发展方向。这种观点，在同期发生的亚洲金融危机中从反面得到了印证。人们注意到，亚洲国家（地区）普遍实行的是银行导向的金融体系，这类金融体系固然便利了这些国家（地区）在 70 年代到 80 年代时期中集中资源，实现“赶超”，但也成为危机因素长期积累并难以被人及时察觉的渊藪。而且，在不利的冲击发生之后，基于银行体系无所不在的网络，发生在少数区域或少数领域的恐慌极易“传染”到国民经济的其他区域和领域，终致酿成普遍的危机。同样也是基于这种认识，危机发生之后，以国际货币基金组织为首的国际社会在救助这些国家（地区）的过程中，也将发展资本市场、改变银行导向的金融结构作为主要的治理危机的药方之一。

但是，如果回顾金融业的发展历史，情况显然就没有那么简单。首先我们看到，在金融业发展的历史上，银行业（以及与之对应的“间接融资”）和金融市场（以及与之对应的“直接融资”）始终是共生的；其次，银行业与资本市场究竟何者更为重要、更有效率，究竟何者居于主导地位，实在是一个并没有确定答案的事情。相反，从一个长时期的历史视角来观察，我们反倒能够发现这样的规律：就其在整个金融体系中发挥主导作用而言，资本市场与银行业堪称“各领风骚”几十年。注意到这样的事实，研究的重点显然就不能简单地放在论证市场导向之金融结构的“优越性”上，应当提出的适当问题是：究竟是何种原因导致银行（间接融资）和市场（直接融资）交替地发挥主导性作用？

我们认为，鉴于经济的发展在本原的意义上决定了金融的发展，而金融的发展又积极地反作用于经济的发展，所以，分析的思路似乎可以先从相互联系的两个侧面展开：一方面，应当探讨技术的进步如何导致了经济结构的变化，并决定着经济结构变动的方向和性质，而

这个变动的过程又会对金融业提出怎样特定的要求；另一方面，应当剖析金融的功能，并在分析清楚金融的基本功能的基础上，认识银行和市场在实现金融的基本功能方面各有怎样的特点。做了这些分析之后，再将经济发展的要求与金融的功能特别是银行和市场各自占有优势的功能结合起来研究，可能比较容易找到回答上述问题的思路。

沿着这一思路，我们首先讨论了金融系统的基本功能。如所周知，金融体系的基本功能是媒介储蓄和投资。但是，从储蓄向投资转化是有成本的。在将稀缺资源在不同经济主体之间、在不同领域之间、在现在及未来各个时期之间进行配置的过程中，存在着诸如信息搜集和处理成本、甄别成本、协商和再协商成本、监督成本、证实成本以及清算和结算成本等可以被统称为“交易成本”的多种成本。金融系统的基本功能就是降低这种交易成本，而交易成本的性质以及在降低交易成本的过程中的效率差别，则构成金融结构产生差异的基础。换言之，环绕交易过程中的成本因素，并以降低交易成本为基本要求，展开分析金融结构与经济发展的对应关系，可能容易找到银行导向和市场导向金融体系轮番发挥主导作用的原因。

我们看到，经济的发展是由技术的变化推动的。当一种新技术——由于缺乏信息因而当事人先验信念具有重要影响的技术——出现时，两种金融结构对此的反应以及技术推广的机制存在着重大差异。在市场导向的金融结构中，分散的个体单独地根据自己的判断进行投资并采取相关活动，我们称之为“分散行动”；在银行导向结构，个体通过银行中介组成了一个共同体，共同体采取的是“集体行动”。分散行动模式和集体行动模式的差异在于：前者无须协调个体间的意见分歧，后者则须在共同体内达成意见一致。于是，由于能够容忍意见分歧，由于采纳新技术的门槛（临界资本存量）相对较低，市场导向金融结构更容易接受一种新技术，从而通过迅速推动新技术的产业化而对经济的增长发挥更大的促进作用。然而，当新技术的创造及其

产业化的过程行将完成时，由于分散行动在信息成本上的规模不经济，以及个体无法协调彼此间产生的外部性，市场导向结构将会出现过度的技术投资。这时，银行导向金融结构便显示出其优势。这种优势不仅在于面对确定的信息成本所具有的规模经济优势，而且，银行导向结构对集体行动的强调，使之比分散行动的市场导向结构更有利于发挥正外部性效应。不过，如果考虑到市场导向结构中也存在着银行和包括共同基金、养老基金在内的机构投资者，一种合理的推论就是：市场导向结构在新技术推广的后期将呈现出“中介化”的趋势。

进一步，我们还从关系融资和距离融资同技术改进过程的关系上讨论了两种融资方式的差异。相对于距离融资，关系融资的优势在于融资者通过同企业家维持长期的关系，能够及时了解到项目进展的信息；其缺陷在于维持关系需要付出成本。对于这两种融资方式，市场导向和银行导向的差异仅仅是程度上的。由于受到两种距离融资方式的竞争，市场导向结构中的关系融资不如银行导向结构那么普遍。在这里的环境中，得益于金融市场提供的低成本距离融资，市场导向结构采纳技术的门槛有可能依然较低。不过，随着技术的逐步改进，关系融资的好处就日益展现出来，而关系融资一统天下的银行导向结构也就能够以较快的速度改进技术，经济增长相应地也较在市场导向结构下可能获得更大的激励。可是，只要关系成本在现实中无法下降到零，那么，在技术改进的最后阶段，还是距离融资显示出其优越性，而在日臻成熟的技术基础上，银行导向的金融结构则可能导致投资过度。

要言之，人类社会的发展是以一系列技术进步为基础的，而技术进步、特别是类如历史上的蒸汽机和电力的发明以及上个世纪 90 年代 IT 那样的革命性的技术进步，则会通过技术的产业化引致经济结构剧烈调整。于是，人类社会的发展就表现为经济结构的剧烈调整和平稳发展的相继相承，如此剧烈调整——平稳发展——再剧烈调整——

一再平稳发展，循环往复，以致无穷，人类社会才不断从低级向高级发展。

将人类社会的上述发展历程与金融结构的功能特征及其发展变动联系起来分析，我们便不难发现市场导向金融结构与银行导向金融结构交替发挥主导作用的原因——在新技术由不为人知到逐渐成熟的发展阶段上，市场导向结构因其容易容纳对高风险的新技术的投资而表现出比较优势；而在技术业已成熟并开始向全社会推广的过程中，银行导向金融结构因其能够发挥规模经济效应和外部性效应而表现出比较优势。所以，我们就能看到这样的现象：在经济结构剧烈调整的阶段，市场导向金融结构显示出其强烈的主导性，而在一次调整基本结束，经济进入平稳发展阶段之后，银行导向金融结构便显示出其他金融结构难以企及的优越性来。

但是，尽管银行和市场在技术发明和推广的各个阶段上具有不同的比较优势，于是我们就不能简单地得出市场优于银行或者银行优于市场这种泾渭分明的结论。道理很简单，既然技术存在着由不成熟到成熟的自然演进过程，那么，理想的金融系统应该是能够适应这个过程的。而且，现实经济中还存在着纷繁复杂的各种技术，对于每一类技术所要求的金融支持手段显然都不可能完全相同。换言之，既然包括银行在内的各种金融中介和各种金融市场在金融功能的发挥上具有不同的比较优势，因此，理想的金融系统首先应该是功能齐全的。同时，理想的金融系统还应该能够根据技术的演进和不同技术对金融功能的需要，来适时安排恰当的融资方式。换言之，理想的金融系统还应该是富于弹性的。从20世纪90年代开始，各主要发达国家的金融系统事实上都在朝着功能齐全和富于弹性的方向发展，其主要表现是：发展多层次的资本市场、发展机构投资者、实行混业经营、推行信贷资产证券化，等等。我们认为，在规划我国金融体系发展的过程中，我们应当持这种全面的观点。

中国经济显然正处于结构剧烈调整的过程中。根据上述分析，在这个阶段，大力发展各种市场特别是资本市场，显然构成我们的主要任务。而在由银行为主的金融结构向银行和市场共同发挥重要作用的金融结构转变的过程中，货币政策效力的传导必然会呈现出不稳定、不透明、不顺畅的状态。面对这种状态，货币政策的操作显然就不能完全遵循某种教条，而应当充分考虑到金融结构调整的需要。这时，尽可能地保持宏观的货币环境的稳定，而不对各种金融变量进行频繁干预，借以减少货币因素对实体经济运行和金融结构调整过程的不利冲击，可能是最优的选择。(未完待续)

本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊已于2006年发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn