



中央财经大学学术著作基金资助出版

通货膨胀目标制、 货币政策规则与汇率

谭小芬/著



中国财政经济出版社

中央财经大学学术著作基金资助出版

通货膨胀目标制、货币政策 规则与汇率

谭小芳 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

通货膨胀目标制、货币政策规则与汇率/谭小芬著. —北京:
中国财政经济出版社, 2008. 8

中央财经大学学术著作基金资助出版

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0881 - 7

I. 通… II. 谭… III. ①通货膨胀 - 研究 - 中国②货币政策
- 研究 - 中国 IV. F. 822

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 119601 号

责任编辑: 张晓彪 责任校对: 胡永立

封面设计: 郁佳 版式设计: 孙俪铭

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 14 印张 345 000 字

2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月北京第 1 次印刷

定价: 32.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0881 - 7 / F · 0726

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

序 言

20 世纪 90 年代以来，随着金融管制的放松、金融市场的深化以及金融创新的发展，货币供应量与物价稳定和经济增长之间的关联日渐松散，以货币供应量作为中介目标的货币政策框架暴露出越来越多的缺陷。在此背景下，一些国家在货币政策工具与最终目标之间不再设立任何中介目标，而是直接将中长期通货膨胀预测作为货币政策的决策依据，这就是通货膨胀目标制的货币政策框架。通货膨胀目标制可以改善决策者和公众之间的沟通，有利于稳定通货膨胀预期，降低通货膨胀水平及其波动性，增强货币政策透明度和可信度，提高货币政策的效率和改善通货膨胀冲击。从实施效果来看，通货膨胀目标制是一个较为成功的货币政策框架。在过去的十多年里，各国通货膨胀大都得到了有效的控制。

从 1996 年开始，中国将货币供应量作为货币政策的中介目标，然而，随着市场化改革的深入和金融市场的发展，中国现行货币供应量指标的可控性、可测性和与国民经济的相关性均出现了明显的问题。不仅每年制定的货币供应量的目标值无法实现，其测量口径越来越模糊，而且货币供应量的变化与 GDP 和物价的关联也不稳定，货币政策的效果不佳。因此，放弃货币供应量这一中介目标，转向无中介目标的通货膨胀目标制，就成为学术界讨论的一个焦点话题。应该说，现有的这些讨论指出了当前中国货币政策框架所面

临的最主要问题，对于中国货币政策范式的转变具有重要的参考价值。然而，从国际经验来看，实行通货膨胀目标制框架需要具备许多前提条件，比如中央银行的独立性、货币政策的透明度、完善的市场机制、市场化的利率体系和有弹性的汇率机制等等，缺乏其中任何一个，这一制度就很难达到预期的效果。就目前的情况而言，中国显然还不具备实施通货膨胀目标制所必需的各种条件，其实施的时机恐怕还不成熟。不过，随着中国微观机构改革的推进和金融市场的深化，服务于通货膨胀目标制这一政策框架的各类基础设施也会不断完善，通货膨胀目标制或许可以成为中国货币政策发展的一个长远方向。

2006年12月11日，中国人民银行行长周小川先生在《财经》年会上指出，影响通货膨胀的最主要的因素可能不像过去说的货币数量、货币供应量，更主要的是通货膨胀预期，但是在当前这个阶段，中国还不宜采用通货膨胀目标制。这充分表明，决策层已经开始关注通货膨胀目标制这一政策框架，在不久的将来，有可能会吸收和借鉴通货膨胀目标制的一些思路和法。比如：完善货币供应量统计口径；增加价格型指标的运用，降低对数量型指标的过度依赖；推进金融市场建设以及利率市场化改革；完善人民币汇率形成机制；增强中央银行独立性；提高货币政策的透明度等等，为今后可能实施通货膨胀目标制奠定良好的基础。

正是在这种背景下，谭小芬对通货膨胀目标制框架下的货币政策规则的确定和汇率制度的选择进行了较为深入和细致的分析，并完成了博士论文《通货膨胀目标制、货币政策规则与汇率》。本书就是在作者博士论文的基础上形成完善的。作者围绕通货膨胀目标制这一新的政策实践，从货币政策规则入手，将汇率因素纳入到货币政策规则中来，分析了开放经济框架下的货币政策规则问题，富有新意地探讨了通货膨胀目标制下的汇率安排和货币当局如何对汇

率变化作出反应，在借鉴国际经验的基础上结合中国实际，对通货膨胀目标制在中国的适应性作出判断分析，并设计了非正式通货膨胀目标制的过渡方案，为中国货币政策框架的调整和货币政策操作的规范化提出了相应的政策建议。

该书选题具有重要的理论价值和现实意义，其内容丰富，资料翔实，结构清晰完整，在方法上将理论模型演绎和国别案例分析相结合，论据较为充分，论证严密，核心观点具有创新性和较高的学术价值，书中的一些研究结论对中国目前面临的经济问题和货币政策目标的转型也具有一定借鉴意义。作者对国际前沿研究的现状具有较好的把握，对泰勒规则和通货膨胀目标制文献进行了全面和系统的归纳梳理。尽管关于通货膨胀目标制和货币政策规则等问题的研究在西方经济学界已经相当完备，但从国内研究发展来看，本书引进和介绍的内容具有一定的学术价值。略显不足之处在于对中国数据的实证研究分析略显薄弱，关于中国实施通货膨胀目标制的必要性、可行性及其过渡性方案还需要进一步深入论证。另外，书中还有若干问题需要在以后的研究中进一步的挖掘和展开，比如，在通货膨胀目标制框架下，除汇率之外，如何在这一政策框架中关注资产价格（尤其是股票价格和房地产价格）的波动，是作者需要考虑的一个重要问题。

在本书即将出版之际，作为谭小芬的博士生导师，我感到非常欣慰，希望他在以后的学术研究和政策讨论方面，取得更加丰硕的成果。

李向阳

2008年5月25日

前 言

20 世纪 90 年代以来，许多国家开始放弃盯住汇率或货币供应量目标而转向一种新的货币政策框架——通货膨胀目标制（Inflation Targeting, IT）。迄今为止，世界上有 24 个国家采用这项政策框架。可以预计，随着金融市场的深化、全球资本流动频繁程度的加快以及汇率制度弹性的增大，通货膨胀目标制将成为货币政策发展的一个新趋势。就中国而言，现行的“显性货币隐性汇率”双目标框架的有效性遭遇前所未有的争议，为了寻求更优的货币政策框架，通货膨胀目标制逐渐成为讨论的焦点。本书对通货膨胀目标制下的货币政策规则进行考察，将汇率因素纳入货币政策规则，分析通货膨胀目标制下的汇率安排，并探讨通货膨胀目标制在中国的应用前景，以期为中国货币政策框架的调整提供一些有益的启示。

首先，本书从货币政策的动态不一致性出发，指出通货膨胀目标制已成为日益流行的货币政策战略，然后从不同视角描述通货膨胀目标制，讨论实施通货膨胀目标制的理论思路 and 不同观点。从实践的角度来看，通货膨胀目标制来源于中央银行寻找合适名义锚的尝试，属于一种制度框架；从理论的角度来看，通货膨胀目标制是一种货币政策规则，包括简单工具规则（如泰勒规则）和目标规则。书中分别考察了泰勒规则和目标规则理论及其在国外的应用，分析了泰勒规则的理论特征、稳定性条件、在国外的应用以及在操

作中存在的问题，并在 Ball (1997) 模型的基础上，讨论了封闭经济中泰勒规则和通货膨胀目标制之间的理论关系。接下来阐述了目标规则的一般原理，考察了通货膨胀目标制下中介目标的选择和损失函数，结合前瞻性和后顾性货币政策传导机制，分析了通货膨胀目标制的操作程序（盯住通货膨胀预测）、一般目标规则和具体目标规则，并根据新西兰储备银行的实践分析了通货膨胀目标制国家如何灵活运用货币政策规则。

第二，分析了工具规则和目标规则之间的理论联系与区别，并比较了两种规则的优缺点。工具规则和目标规则存在密切的联系，从一般目标规则可以导出具体目标规则，从具体目标规则可以导出简单目标规则，从各种目标规则可以导出最优泰勒规则。泰勒规则可以演变为包含具体目标规则的混合泰勒规则，从混合泰勒规则和简单泰勒规则都可以得到原始泰勒规则。工具规则与目标规则的主要区别在于：工具规则根据历史或当期数据直接规定反应函数，不能利用所有相关的信息，模型缺乏灵活性和前瞻性；目标规则允许货币当局使用判断和模型外的信息，强调对未来的预测。合理设计的通货膨胀目标规则可以使经济趋于最优均衡，比工具规则更稳健、透明，更容易检验，更能够应对外部冲击。在考察两类规则优缺点的基础上，梳理了 Svensson (2005) 和 McCallum and Nelson (2005) 关于工具规则与目标规则在利率波动性方面的争论，通过静态新凯恩斯主义模型比较了测量误差下目标规则与简单工具规则的优劣。结果发现，当存在测量误差时，混合泰勒规则比目标规则更容易造成经济波动，但对于工具规则与目标规则的优劣并没有得出明确的结论。如果中央银行不了解真实经济结构和经济冲击的根源，那么，采用简单泰勒规则具有明显的优势。

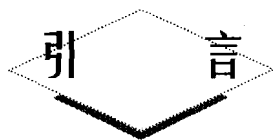
第三，将汇率因素引入到两类货币政策规则中，研究开放经济中通货膨胀目标制下的汇率制度安排和货币当局如何对汇率变化作

出反应。本书在 Ball (1997, 1999) 模型的基础上进行修正和扩展, 讨论货币当局盯住 CPI、盯住国内通货膨胀、汇率稳定目标、害怕浮动、爬行盯住和系统性外汇市场干预对汇率设计的含义, 并结合国际经验, 讨论通货膨胀目标制国家如何安排汇率制度、如何干预外汇市场、如何应对资本流入带来的升值压力和协调货币政策与汇率政策之间的冲突。本书认为通货膨胀目标制国家可以关注汇率变化, 在某些情况下, 相对严格的管理汇率制度是可行的和适当的, 不过货币当局应该明确通货膨胀目标和汇率目标的主从地位。在某种程度上, 通货膨胀目标制能够与爬行区间、BBC 制度和管理浮动组合等汇率制度相容, 但是系统性的外汇市场干预或对汇率变化的过分关注会损害通货膨胀目标制的有效性。

最后, 本书分析了通货膨胀目标制在中国的应用前景。从目前来看, 通货膨胀目标难以充当中国货币政策的名义锚, 但是在短期内中国可能成为非正式通货膨胀目标国, 只不过向正式通货膨胀目标制过渡的时间比较长。因此, 我们需要在现有的制度约束下, 借鉴国际经验, 设计过渡性的方案。短期内应根据经济金融形势, 灵活选用数量型工具和价格型工具, 建立以基础货币规则为主要工具, MCI 规则为参考, 货币供应量和长期通货膨胀率为双目标的混合货币政策框架。随着利率市场化的推进, 将来逐渐过渡到利率为主要工具和传导机制的通货膨胀目标制框架。在非正式通货膨胀目标制下, 人民币汇率安排在短期内可以采用爬行区间或 BBC 制度作为向通货膨胀目标制过渡的中间制度, 随着汇率灵活性的增强, 中期可以采用所谓的管理浮动组合战略, 把有管理的浮动汇率制度和通货膨胀目标制结合起来。

第三节	影响最优工具规则选择的主要因素	(115)
第四节	泰勒规则在国外的应用	(128)
第五节	泰勒规则操作和运用中的问题	(137)
第六节	泰勒规则评述	(144)
第七节	本章小结	(148)
第四章	目标规则理论及其在国外的应用	(151)
第一节	通货膨胀目标规则概述	(152)
第二节	目标规则的基本分析框架	(156)
第三节	通货膨胀目标制下的中介目标和目标规则	(171)
第四节	利率稳定和利率平滑	(194)
第五节	通货膨胀目标规则的其他议题	(198)
第六节	目标规则在通货膨胀目标制国家的应用	(204)
第七节	本章小结	(216)
第五章	泰勒规则与通货膨胀目标规则的比较	(219)
第一节	工具规则与目标规则：利率波动性	(220)
第二节	BMW 分析框架下的工具规则与目标规则	(229)
第三节	通货膨胀目标制：从工具规则到目标规则	(245)
第四节	本章小结	(258)
第六章	汇率在货币政策规则中的作用	(259)
第一节	修订弹性角点解	(260)
第二节	开放经济中的通货膨胀目标制：汇率在泰勒型 规则中的作用	(268)
第三节	开放经济中的通货膨胀目标制：最优货币政策 规则与汇率	(283)

第四节	开放经济中通货膨胀目标制下的货币规则： 模拟和校准	(297)
第五节	本章小结	(303)
第七章	开放经济中通货膨胀目标制下的汇率设计	(308)
第一节	通货膨胀目标制与何种汇率制度相容	(309)
第二节	通货膨胀目标制下的汇率传递效应	(323)
第三节	通货膨胀目标制下的外汇市场操作	(331)
第四节	通货膨胀目标和汇率目标之间的冲突与协调	(342)
第五节	本章小结	(354)
第八章	通货膨胀目标制在中国的应用前景	(356)
第一节	双重名义锚下中国货币政策框架的有效性 ...	(357)
第二节	通货膨胀目标制在中国的适用性分析	(369)
第三节	中国渐进导入通货膨胀目标制的过渡方案 ...	(375)
第四节	本章小结	(383)
参考文献		(386)
后 记		(431)



目前中国货币政策的操作和有效性遭遇了前所未有的争议，为了寻求更优的货币政策框架，国际上日益流行的通货膨胀目标制（Inflation Targeting, IT）逐渐成为讨论的热点。尽管目前中国实施这种新的货币政策框架的必要性尚不充分，服务于这种政策框架的各类基础设施尚在建设之中，但随着中国金融市场的深化和资本账户的渐进开放，货币供应量和汇率作为中国货币政策名义锚的有效性将会逐渐下降，通货膨胀目标制将会逐渐进入决策者的视野。笔者相信，在不久的将来，中国即使不会实施正式通货膨胀目标制（Full Fledged Inflation Targeting, FFIT），也会吸收这种货币政策框架的某些内容或者建立非正式的通货膨胀目标制。基于此，我们对通货膨胀目标制下的货币政策规则进行研究，希望为中国未来的货币政策框架的调整和货币政策操作的规范化提供一些有益的启示。

一、选题的来源及理论和实践意义

20 世纪 90 年代以来，随着金融管制放松进程的加快、金融自由化程度的深化及金融创新的不断发展，货币供应量与货币政策操

作目标和最终目标的稳定关系被破坏，货币供应量作为中介目标暴露出越来越多的缺陷。为此，许多发达国家开始寻求并采用新的货币政策框架——通货膨胀目标制。新西兰于1990年率先采用通货膨胀目标制的货币政策框架，随后，越来越多的国家放弃盯住汇率或货币量目标而转向通货膨胀目标制这种新的货币政策框架。迄今为止，已有24个国家开始采用通货膨胀目标制的货币政策框架。这些国家包括：新西兰、加拿大、英国、瑞典、澳大利亚、冰岛、芬兰、西班牙、挪威等9个工业化国家，智利、以色列、秘鲁、韩国、墨西哥、巴西、哥伦比亚、南非、土耳其、博茨瓦纳、泰国、菲律宾等12个新兴市场国家和发展中国家，以及捷克、波兰、匈牙利等3个转型国家。此外，有经济学家认为，欧洲中央银行和美联储虽然没有明确宣布采用通货膨胀目标制，但实际上都把通货膨胀作为主要政策目标，具有通货膨胀目标制的一些主要特点，是隐性的通货膨胀目标制（Stone，2002）。近期日本银行宣布，日本经济已摆脱通货紧缩陷阱，并将价格稳定目标定义为核心通货膨胀率在0—2%之间浮动。

所谓通货膨胀目标制，是指货币当局事先向社会公众宣布年度物价上涨目标，并通过观察包括货币供应量、失业率、股票指数在内的一系列指标来定期分析经济态势和物价走势，作出适当的货币政策操作，确保实际通货膨胀率维持在公布的通货膨胀预期目标之内。Mishkin（2000）认为，通货膨胀目标制的货币政策框架包括以下几个重要因素：公开宣布中期的通货膨胀目标数值；在制度上承诺将物价稳定作为货币政策的长期和首要任务，并保证预定通货膨胀目标的实现；综合运用各种信息来制定策略，而不再局限于追求像货币总量或汇率这样单个的中介目标；通过与公众和市场的交流，及时向他们提供关于货币当局计划和目标的有关信息，提高货币政策的透明度；提高对中央银行完成其通货膨胀目标的责任约

束。通货膨胀目标制的决策过程是：中央银行在评估影响未来通货膨胀水平的各类指标信息后，对通货膨胀的未来走向作出预测，将此预测与已经确定的通货膨胀目标（或目标区）进行比较，并根据二者之间的差距对货币政策工具进行调整，使通货膨胀的实际值和预测目标相吻合。

通货膨胀目标制是以实现低而稳定的通货膨胀为主要目标的货币政策框架，其本身并不包含如何具体实施这种框架的指令。通货膨胀目标制政策框架具体实施方式的确定，归根结底是如何制定和使用货币政策工具，以便实现货币政策目标的问题。到目前为止，已有不少文献对如何实施通货膨胀目标制政策框架进行了深入研究，概括起来可以分为三种不同的理论，即目标规则（targeting rule）理论、简单工具规则（instrument rule）理论和有约束的相机抉择（constrained discretion）理论。前两种可以统称为货币政策规则理论。通过对货币政策规则理论进行考察，有利于阐明通货膨胀目标制实施方式的理论研究思路 and 不同观点，并通过借鉴通货膨胀目标制实施方式的国际经验，可以为其他准备实施通货膨胀目标制的国家提供有益的参考。

通货膨胀目标制与货币政策规则是紧密相连的，货币政策规则指出了在给定的目标下中央银行如何针对宏观经济形势改变货币政策工具，但货币政策规则与通货膨胀目标并不是一回事，它们是货币政策战略的两大要素，货币政策规则为决策者如何调整货币政策工具提供政策指南，而通货膨胀目标则是声明使用工具的最终用途和目的。正如 Taylor（2000）所提出的，通货膨胀目标好比是航海时航行要到达的目的地，而货币政策规则就是如何到达目的地、如何调整风帆以适应风向等具体的措施。通货膨胀目标制与货币政策规则存在一种有趣的共生关系：首先，通货膨胀目标制，尤其是新兴市场国家的通货膨胀目标制是固定汇率制或爬行盯住汇率的替代

物，浮动汇率意味着货币政策可以只关注国内的经济状况，也就是说，通货膨胀目标制只是浮动汇率加上政策规则。其次，任何货币政策规则不可能没有一个通货膨胀目标，也可以是对其他变量设定长期目标，这些其他变量的长期目标设定后，在通货膨胀目标附近保持较小的浮动与在其他变量长期目标之间保持较小浮动，这两者之间存在此消彼长的关系，如何在这此消彼长中寻找一个最佳点就是货币政策规则的事情。通货膨胀目标需要一个程序来实现，这个程序就是货币政策规则，我们可以选择货币供给总量的政策规则，也可以使用泰勒规则等利率规则。现有文献表明，在实践中，通货膨胀目标制国家的中央银行多以短期利率为操作目标，以公开市场业务为货币政策工具（Stone，2002）。因此，利率经常与通货膨胀目标制相关。换句话说，决策者设定隐性或显性的通货膨胀目标，然后通过调整利率水平来稳定通货膨胀。

关于通货膨胀目标制下的货币政策规则，目前研究的焦点主要是工具规则的实证研究和目标规则的稳健性，关于工具规则和目标规则之间的联系和区别研究不够，尤其是对汇率在货币政策规则中的作用关注不够，国内还没有发现有关于通货膨胀目标制下汇率安排和汇率操作这方面的文献，国外的文献非常零散，不够系统。

就中国而言，中国人民银行从1996年开始，正式将M1和M2作为货币政策的中介目标，并且于1998年放弃了贷款规模控制。然而，随着市场化改革的深入，中国现行货币供应量指标的可控性、可测性和与国民经济的相关性均出现了明显问题。不仅货币供应量的目标值无法实现，其测量口径引起许多争议，而且货币供应量的变动与物价、经济增长率的变动趋势也出现了不一致。货币供应量已不宜作为当前中国货币政策的中间目标，应尽快废止。目前比较可行的一个选择是放弃采用任何中介目标，直接盯住通货膨胀

率。同时将货币供应量、利率、经济景气指数等其他重要经济变量作为监测指标，即建立一个通货膨胀目标下的货币政策框架（夏斌、廖强，2001）。从目前来看，在中国实施通货膨胀目标制需要解决两个关键的问题：一个是利率政策作用的基础，另一个是汇率制度的安排。

本书从货币政策规则的角度来考察通货膨胀目标制，将汇率因素纳入货币政策规则中，分析通货膨胀目标制下的汇率安排和货币当局如何对汇率变化作出反应，借鉴通货膨胀目标制国家的经验，为其他准备实施通货膨胀目标制的国家提供有益的参考。在这个基础上，探讨通货膨胀目标制在中国的应用前景，为中国货币政策框架的调整提供有益的参考。

二、国内外研究现状

（一）通货膨胀目标制的研究进展

十多年来，通货膨胀目标制有了激动人心的发展。尽管该体系在操作上还存在着一些问题，但是，它对于通货膨胀的控制和经济发展的促进却相当成功，引起了经济学家和政策制定者的广泛关注，因而关于通货膨胀目标制的研究迅速增加。通货膨胀目标制到底是什么，是一种新的框架还是规则？这种框架与汇率目标制、货币供应量目标制的政策框架有何不同，具有什么优势和特点？各国实施通货膨胀目标制的背景是什么样？如何执行，其效果怎样？它是否适合于发展中国家？这些问题都引起了经济学家们和中央银行家们的强烈兴趣，涌现出大量关于通货膨胀目标制的研究文献。这些文献主要来自国外，大致可以分为六类：

第一类是关于通货膨胀目标制的理论基础，以及将通货膨胀目标制与其他货币政策框架进行比较。这方面的代表性人物主要有 Green（1996）、Goodfriend（2004）、King（1997）、McCallum