



金融博士论丛·第九辑

FINANCE

通货膨胀 目标制研究

曹 华◎著



中国金融出版社



金融博士论丛·第九辑

FINANCE

通货膨胀 目标制研究

曹 华◎著



中国金融出版社

责任编辑：王效端 马海敏

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

通货膨胀目标制研究 (Tonghuo Pengzhang Mu-biaozhi Yanjiu) / 曹华著. —北京: 中国金融出版社, 2006.10

(金融博士论丛. 第九辑)

ISBN 7-5049-4164-6

I. 通… II. 曹… III. ①通货膨胀—研究②货币政策—研究—中国 IV. ①F820②F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 124473 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7

字数 201 千

版次 2006 年 10 月第 1 版

印次 2006 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 18.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序 言

当前，我国的银行业、保险业和证券业实施分业经营、分业监管，中国人民银行行使制定和实施货币政策、进行宏观调控的职能。随着中国金融业的对外开放，开放经济条件下中国的货币政策将面临更严峻的考验，因此，对货币政策进行深入研究就具有非常重要的理论和现实意义。

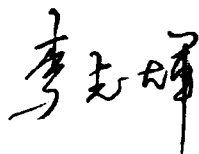
通货膨胀目标制是近年来国际上对货币政策研究的一个新热点，它是在规则和权变间的突破。曹华博士的学术专著《通货膨胀目标制研究》在收集了大量国内外文献的基础上，对政策信誉与通货膨胀目标制、中央银行独立性与通货膨胀目标制以及开放经济条件下的通货膨胀目标制等难点问题进行了深入分析。特别是认为对通货膨胀的预期是过去的通货膨胀率与目标通货膨胀率的加权平均，并且证明在中国货币具有长期中性特征的情况下，实行通货膨胀目标制是可行的。这一观点具有创新性和一定的学术价值。本书通过实证分析，发现我国货币供给主要对物价水平产生长期影响，因此，中央银行的目标应该是为经济的持续增长提供稳定的货币环境，这对我国未来货币政策框架的改革具有很高的参考价值。

曹华博士是南开大学金融系的教学骨干，研究方向是货币政策与货币理论。2000—2002年获日本文部省奖学金资助，在早稻田大学经济学研究科留学，师从薮下史郎教授。留学访问期间，她系统地学习了高级宏观经济学、货币理论以及高级计量经济学的知识，并由此对通货膨胀目标制这一金融理论的前沿课题产生了浓厚的兴趣，并以此作为自身的研究方向。在该领域，她已经在《南开经济研究》、《经济纵横》等核心期刊上发表了数篇学术论文。

目前，我国关于货币政策方面的著作很多，而能够系统地分析通货膨胀目标制这一新的货币政策框架，将其与中央银行独立性、

货币政策信誉等问题联系在一起，并得出自己结论的学术著作却很少，该书在这一方面做出了有益的探索。

总体来看，该书资料翔实、观点明确、分析深入，且不乏新意和创新，可以供学生、研究人员学习参考，值得推荐。

A handwritten signature in black ink, consisting of three characters: '李志辉' (Li Zhihui).

2006年4月13日

目 录

0 导言	1
0.1 本书的写作背景及目的	1
0.2 国内外研究现状	3
1 货币政策目标	8
1.1 货币政策的最终目标	9
1.1.1 货币政策的最终目标	9
1.1.2 货币政策最终目标之间的关系	15
1.1.3 货币政策最终目标的选择	18
1.1.4 货币政策目标的演变过程	20
1.2 货币政策中间目标和操作目标	21
1.2.1 中间目标和操作目标的选择标准	22
1.2.2 传统的中间目标及其选择	23
1.3 货币政策的操作目标	28
1.3.1 可供选择的操作目标分析	29
1.3.2 操作目标的选择	32
2 通货膨胀目标制及其制度设计	34
2.1 通货膨胀目标制概论	34
2.1.1 通货膨胀目标制的内涵	34
2.1.2 实行通货膨胀目标制的背景分析	35
2.2 通货膨胀目标制与其他货币政策“名义锚”的比较	41
2.2.1 钉住名义汇率	41
2.2.2 钉住利率	42
2.2.3 钉住货币供给量	43

2.2.4 钉住通货膨胀率	44
2.3 通货膨胀目标制下的货币政策框架	47
2.3.1 通货膨胀目标制的实践	47
2.3.2 通货膨胀目标的设计	54
2.3.3 通货膨胀目标制的操作	59
2.3.4 通货膨胀目标制的本质	61
3 动态不一致性、政策信誉与通货膨胀目标制	63
3.1 货币政策的动态不一致性	64
3.1.1 基本模型	65
3.1.2 通货膨胀偏好形成的菲利普斯曲线分析	67
3.1.3 减轻通货膨胀偏好的理论方法	72
3.1.4 弹性钉住的通货膨胀目标	76
3.2 信息不完全、货币政策信誉与通货膨胀目标制	78
3.2.1 政策当局的可信度在货币政策中的作用	79
3.2.2 政策信誉确立的条件	82
3.3 通货膨胀目标制效果的实证研究	88
3.3.1 实证模型及其方法	90
3.3.2 实证结果及其分析	94
4 中央银行独立性、政策信誉与通货膨胀目标制	102
4.1 加强中央银行独立性的经济理论	103
4.1.1 公共选择学派的政治商业周期理论	104
4.1.2 新凯恩斯学派	104
4.1.3 动态不一致性理论	105
4.2 中央银行独立性指数的测算	106
4.2.1 Bade 和 Parkin 的“政治独立性”标准	107
4.2.2 Grilli、Masciandaro 和 Tabellini (1991) 的 GMT 指数	108

4.2.3 Cukierman (1992) 有关中央银行独立性的 计测方法	109
4.2.4 Barro (1997) 测算中央银行独立性的方式	114
4.2.5 中央银行独立性与通货膨胀之间关系的实证 分析	116
4.3 通货膨胀目标制国家中央银行独立性与政策信誉	117
4.3.1 90 年代以来通货膨胀目标制国家中央银行 独立性的加强	118
4.3.2 通货膨胀目标制国家中央银行独立性、政策 信誉与通货膨胀的关系	122
4.4 通货膨胀目标制下的财政改革与中央银行独立性	127
4.4.1 铸币税与通货膨胀	127
4.4.2 实行通货膨胀目标制的国家改善财政赤字的 措施	129
4.4.3 通货膨胀目标制下财政改革与中央银行 独立性的关系	134
5 开放经济下的通货膨胀目标制	136
5.1 经济开放度与反通货膨胀的货币政策信誉	136
5.1.1 经济开放度与货币政策关系的理论模型	137
5.1.2 经济开放度与货币政策关系的实证分析	138
5.1.3 通货膨胀目标制国家经济开放度与通货 膨胀率之间的关系	141
5.2 开放经济的通货膨胀目标制下的货币政策	144
5.2.1 货币政策的操作目标和主要政策工具	144
5.2.2 开放经济体的通货膨胀目标制下货币政策的 传导渠道	147
5.3 通货膨胀目标制下汇率的作用	149
5.3.1 新兴市场国家的中央银行对汇率关注的原因	149
5.3.2 新兴市场国家汇率变动的“穿透”传递效应	151

5.3.3 通货膨胀目标制的货币政策信誉与外汇 市场干预	154
6 对中国未来货币政策取向的思考	161
6.1 中国货币供给量、物价水平与产出的关系	162
6.1.1 货币政策冲击的识别及多变量自回归模型	162
6.1.2 中国货币供给量、物价水平与产出的实证研究	165
6.2 中国货币政策调控机制及其存在的问题	173
6.2.1 中国金融制度改革进程中的货币政策调控机制	173
6.2.2 中国人民银行的货币政策工具及其有限的作用	175
6.2.3 中国货币政策传导机制中存在的问题	177
6.3 钉住通货膨胀的货币政策在中国实行的可能性	184
6.3.1 中国现行的货币供给量中间目标存在的问题	184
6.3.2 其他中间目标的适宜性分析	186
6.3.3 中国实行钉住通货膨胀率的货币政策 框架的前提条件	188
总结	197
参考文献	200
后记	211

图表索引

表 2-1	实行通货膨胀目标制的新兴市场国家及转轨经济 汇率制度的改革	37
表 2-2	实行通货膨胀目标制国家中央银行的法律框架	38
表 2-3	各国向通货膨胀目标制过渡时的通货膨胀水平	39
表 2-4	各国实行通货膨胀目标制的动机	40
表 2-5	通货膨胀目标制采用国基本情况	55
表 3-1	政策当局可信度与失业成本的关系	84
表 3-2	通货膨胀率的单位根检验 (带常数项)	95
表 3-3	失业率的单位根检验 (带常数项)	96
表 3-4	Chow 检验	97
表 3-5	通货膨胀率的跨国比较	98
表 3-6	结构性变化检验结果 (Chow 检验)	100
表 4-1	中央银行独立性的法律特征及量化	110
表 4-2	通货膨胀目标制采用国表示中央银行独立性的基本 法律变量 (1972—1989 年)	112
表 4-3	80 年代中央银行法律独立性指数与通货膨胀率	113
表 4-4	Barro (1997) 方式的中央银行独立性指数与通货 膨胀率 (1960—1990 年)	115
表 4-5	通货膨胀目标制国家 90 年代以来中央银行法的 修订	122
表 4-6	钉住通货膨胀率国家的铸币税与通货膨胀 (1971—1982 年平均值)	130
表 4-7	1989—1997 年波兰的主要经济指标	132
表 4-8	波兰银行业与其他欧洲国家坏账比率的比较	133
表 4-9	墨西哥 90 年代以来的宏观经济指标	134

表 5-1	开放度与通货膨胀率	139
表 5-2	政治不稳定、中央银行独立性对开放度与通货膨胀 之间关系的影响	140
表 5-3	新兴市场国家与发达国家的经济开放度	141
表 5-4	通货膨胀目标制国家通货膨胀率与经济开放度的 关系	143
表 5-5	年度通货膨胀率与贬值率之间的相关性分析	152
表 5-6	名义汇率对通货膨胀的“穿透”传递效应	153
表 6-1	四变量一阶差分序列的单整性检验	167
表 6-2	四个变量的 Johansen 协整检验	167
表 6-3	格兰杰因果关系检验	168
表 6-4	物价水平的预测方差分解	171
表 6-5	实际产出的预测方差分解	171
表 6-6	定期存款利率与 GDP 及贷款余额增幅	176
表 6-7	我国货币供给增长率与实际值	184
表 6-8	我国货币流通速度 (名义 GDP/M)	186
图 2-1	货币政策的中间目标	45
图 3-1	考虑预期的菲利普斯曲线	69
图 3-2	中央银行的无差异曲线	70
图 3-3	货币政策的动态不一致性	71
图 3-4	预期通货膨胀率与菲利普斯曲线	80
图 3-5	政策当局与私人部门的博弈	86
图 3-6	智利向全面通货膨胀目标制过渡之前的通货膨胀 走势	99
图 4-1	智利的通货膨胀率与实际 GDP 增长率	126
图 4-2	铸币税与通货膨胀率	129
图 5-1	新兴市场国家经济开放度的变化	142
图 6-1	物价水平对各变量的冲击反应	170

0

导 言

0.1 本书的写作背景及目的

如何减少货币政策运营上的失误，是各国中央银行面临的重要课题。中央银行在各种不确定因素下，通过不断的试行错误，探索更好的货币政策运营方式。货币政策运营的历史可以说是试行错误的历史。

20 世纪 90 年代以来各国货币政策运营方式出现很大的变化。中央银行更加重视稳定物价的目标，货币政策透明度提高，中央银行的独立性加强。放弃以货币供给量、名义汇率作为中间目标，采用通货膨胀率作为钉住目标的国家有所增加。从 1990 年新西兰中央银行率先采用这一方式以来，英国、瑞典、加拿大等发达国家陆续效仿，而遭受恶性通货膨胀问题困扰的新兴市场国家，如智利、巴西等国的中央银行也急需通过这一政策方式建立反通货膨胀的信誉。东南亚金融危机后，韩国、印度尼西亚等国被迫放弃事实上钉住美元的固定汇率制，中央银行货币政策信誉严重受损。金融危机之后，这些国家修订了中央银行法，明确中央银行的责任是稳定物价。

采用通货膨胀目标制的国家，在以往钉住货币供给量、名义汇率的货币政策运营方式下，大多经历了较高的通货膨胀水平以及国

内经济的不稳定。传统货币政策运营方式的失败,是导致这些国家采用通货膨胀目标制的主要理由。实践证明,通货膨胀目标政策在稳定物价、推动经济稳定增长方面效果显著。

在世界经济普遍陷入通货紧缩的状况下,采用通货膨胀目标制国家经济的良好表现使得这一货币政策运营方式逐渐成为学术界、政界关注的焦点。克鲁格曼就极力提倡面临流动性陷阱的日本中央银行采纳这一方式刺激经济复苏。

由于经济形势变化的实际需要,宏观经济分析成为中国经济研究的一个热门话题。我国为摆脱通货紧缩,中央银行数次下调利率,但对经济的刺激效果并不明显,消费需求持续低迷。通货膨胀固然危害经济的发展,但过度的通货紧缩使得投资放缓,消费下降,人们对未来产生悲观的预期,更会损害一国经济的活力。在通货膨胀目标制的货币政策运营方式下,中央银行公开宣布目标通货膨胀率,并把实现这一目标作为中央银行最优先甚至唯一的课题。政策的高透明性相应提高了中央银行货币政策的信誉。一些著名的经济学者指出:通货膨胀目标不仅有助于减轻通货膨胀偏好问题,同样也可能用于反通货紧缩。因此对于这一货币政策运营方式的深入研究,无疑具有重要的现实意义和政策意义。

本书从理论及实证两方面评价 20 世纪 90 年代以来为新西兰、加拿大、英国等国采用的通货膨胀目标制,考察其在我国未来货币政策运营中的意义。本书的一个目的在于运用动态宏观经济理论,揭示通货膨胀目标制货币政策运营方式可以减轻由货币政策的动态不一致性产生的通货膨胀偏好问题,强调在金融市场存在不完全信息时,该政策运营方式可以提高中央银行货币政策的信誉;另外一个目的在于运用宏观经济数据,进行定量的分析,检验通货膨胀目标政策运营方式的有效性,以找到一些对我国有意义的启示。

0.2 国内外研究现状

(一) 有关货币政策目标及运营方式的先行理论研究

中央银行货币政策目标及其运营方式,作为宏观经济政策的重要课题之一,长期以来都是学者和中央银行家关心的主要问题。20世纪60年代至70年代确立的凯恩斯学派,主张通过财政、货币政策的实施达到充分就业、稳定物价的目的。如果短期内物价、工资一定,要消除外部冲击,就可以通过财政、货币政策的适当配合维持充分就业。在凯恩斯经济学的框架下,货币政策的最终目标是实现物价的稳定、充分就业,但货币政策的中间目标却包括利率、货币供给量等多项指标。在凯恩斯学派内部,中间目标的选择(即是应该稳定利率还是稳定货币供给量)也是引起争论的话题。普尔运用不考虑总供给的IS—LM模型,分析适于钉住货币供给增长率或钉住利率的条件,指出如果扰动最初源于货币需求,则应当保持利率不变,如果扰动来自商品市场,则应保持货币存量不变。货币学派则认为,由于货币政策的滞后是长期的和易变的,相机抉择的货币政策会加大经济波动的幅度,强调建立在简单规则基础上稳定的货币政策的重要性。货币学派议论的前提是假定工资、价格可以灵活变动,依靠市场自发的调节机制,可以实现充分就业。弗里德曼指出,在适应性预期条件下,如果货币当局承诺钉住名义利率,不得不适应价格水平的变化或实际货币余额需求的任何变化,可能会导致加速性的通货膨胀,因而弗里德曼提出固定的货币增长率规则。

20世纪80年代以来,理性预期理论在宏观经济学中得到应用,经济学分析中明确引入预期的形成、预期的作用。有关货币政策运营方式中的简单规则与相机抉择的争论,也因此进入一个新的阶段。Kydland—Prescott(1977)首次提出在人们具有理性预期时,宏观经济政策中的动态不一致性问题。经济主体的理性预期与动态不一致性成为现代宏观经济学政策分析中的基础框架。在理性预期下,相

相机抉择政策会导致动态不一致问题的产生,中央银行在宏观经济政策制定过程中常伴随通货膨胀偏好行为。从社会福利损失的角度来看,简单的政策规则优于相机抉择政策,但由于简单的政策规则不易实现,如何消除相机抉择政策下的通货膨胀偏好问题成为继 Kydland - Prescott 之后的经济学家研究的重点。Kydland - Prescott 的分析基于货币当局与持有理性预期的经济主体之间发生一期博弈的假定之下,如果博弈扩展到多期,货币当局当前的货币政策会影响未来货币政策的效果。因而,一个有足够远见的政策当局为赢得政策信誉将可能避免采取突发性的通货膨胀政策。Barro - Gordon (1983b) 建立一个信誉模型,强调信誉在金融政策中的作用。

对于如何消除通货膨胀偏好行为, Kydland - Prescott、Barro - Gordon 之后的经济学家大致从两个角度进行分析。一个角度是从加强中央银行的独立性入手。Rogoff (1985) 的委托理论主张,将货币政策的运营委任给较为保守的中央银行家,可以改善动态不一致产生的通货膨胀偏好问题。Rogoff 的委托理论尽管可以减轻通货膨胀偏好,但却会加大产量波动的幅度,政策缺乏一定的灵活性。Flood - Isard (1989) 假定正常时期中央银行遵循简单的零通货膨胀率规则,当出现巨大的供给冲击时,偏离这一规则。因此,他们提出简单规则与相机抉择组合的混合策略。这一策略可以为货币政策赢得在应对供给冲击时的灵活性,但由此可能引发的通货膨胀偏好会降低政策的信誉。Lohmann (1992) 设计出一个中央银行的最优化行为,即中央银行通过实施低通货膨胀的货币政策建立政策信誉,在面临未预料的事件时又允许政策保持一定的灵活性。其观点为分析政策信誉与灵活性之间的关系提供了新的视野,可以看做是对 Rogoff (1985) 模型与 Flood 和 Isard (1989) 主张的结合。另外一个分析角度基于对中央银行的机会主义行为导致通货膨胀偏好的认识,主张对中央银行实施一定的外部约束。Persson - Tabellini (1993)、Walsh (1995) 的契约理论提出,政府代表大众与中央银行就抑制通货膨胀达成协议,对中央银行总裁的奖惩与治理通货膨胀的实绩联系在一起。这一契约不仅可以消除通货膨胀偏好问题,而且 Rogoff

等人强调的政策灵活性与信誉之间的冲突也随之化解。标准的 Barro - Gordon 模型中,通货膨胀偏好在整个政策制定过程中被假定是固定不变的,因此设计的契约只需按固定的数量增加中央银行家的边际成本即可,保证中央银行家能够自由地应对经济冲击。契约理论近年来在一些国家得到推崇,新西兰中央银行采纳的通货膨胀目标规则的做法可以说是这一理论的具体运用。

由以上分析可以看出,简单规则与相机抉择政策的比较,在理性预期与动态不一致理论产生后,有了新的发展。对简单规则的重视,使得议论的焦点开始转向加强中央银行独立性方面。拉丁美洲各国财政赤字庞大,中央银行多通过承销国债弥补财政赤字,造成通货膨胀。在这些国家,中央银行由于缺乏独立性,产生因财政赤字引发的通货膨胀。Alesina、Alberto 和 Summers、Lawrence (1993) 使用横截面数据对中央银行独立性指数与通货膨胀率之间关系进行的实证分析表明,中央银行独立性越高,通货膨胀率越低。因此,自 90 年代以来,很多国家都通过修订法律提高中央银行的独立性。1999 年欧元诞生后,欧元区的货币政策统一由欧洲中央银行制定,这从法律上明确了欧洲中央银行享有独立于成员国政府、制定货币政策的权力。而新西兰、加拿大、智利等采纳通货膨胀目标制的国家更是通过制定或大幅度修订中央银行法,加强中央银行的独立性。

(二) 有关最优通货膨胀目标的理论研究

通货膨胀目标政策,是指中央银行事先设定、公布要达成的通货膨胀目标,并为实现该目标制定货币政策。由于最早采纳通货膨胀目标政策运营方式的新西兰,至今也只有 10 年多的时间。对于通货膨胀目标政策运营方式的理论研究,是近五六年才出现的。瑞典的经济学家 Svensson (1997a, 1997b, 2000) 发表的一系列文章中,对最优通货膨胀目标的设计做了开创性的理论研究。Svensson (1997a) 以 Kydland - Prescott 的模型为基础,建立本期的失业率水平只依存于上一期失业率的模型,在理性预期的假定下,建立最优的通货膨胀目标。福利损失低于 Rogoff (1985) 的委托模型,与 Walsh (1995) 的最优契约模型一致。Svensson (1997a) 的分析立足

于市场信息完全的假设, Beetsma - Jenson (1998) 加入中央银行的不确定性, 将 Svensson 提出的最优通货膨胀目标更加精致化。

Bernake - Mishkin (1997)、Mishkin - Posen (1997)、Mishkin (1999) 以及 Bernake - Laubach - Mishkin - Posen (1999) 则对各国通货膨胀目标的实行情况做了更为一般的分析, 涉及很多有关实施过程中的细节问题, 如中央银行在预测通货膨胀率时, 是选取综合消费价格指数还是选取剔除某些因素后的物价指数, 是采取点目标还是设立一定的变动范围等。

(三) 实证研究的进展

很多学者指出, 由于各国实行通货膨胀目标政策的时间相对较短, 数据缺乏, 很难检验该政策运营方式是否真正有效。不过, 已有一些经济学家做了实证研究的尝试。目前主要有以下几种检验通货膨胀目标对通货膨胀预期以及宏观经济影响的方法。一种方法是直接利用现有数据进行比较, 通过现实的通货膨胀率与通货膨胀预期之间的差距来判断中央银行的预期误差。Haldane (1997) 对实行通货膨胀目标以及没有实行通货膨胀目标的国家做了简单的统计分析, 得出前一类国家在采纳通货膨胀目标前后的通货膨胀率期望值存在显著差异的结论, 支持通货膨胀目标制有效的观点; 另一种方法是利用加入预期的菲利普斯曲线进行间接的分析。Bernake - Laubach - Mishkin - Posen (1999) 通过对菲利普斯曲线中参数的不稳定性检验, 得出采纳通货膨胀目标后并没有显著增加抑制通货膨胀率的经济成本的结论, 同样承认通货膨胀目标政策的有效性。另外, Haldane 和 Batini (1998) 建立一个人们具有理性预期的, 开放经济条件下的小国模型, 对依赖通货膨胀预测值的货币政策规则进行数值模拟试验, 认为模拟方程式的结果最接近新西兰中央银行的实际货币政策。Rudebusch 和 Svensson (1998) 也采用类似的方法, 对依据通货膨胀预测值的货币政策规则、泰勒规则等货币政策规则进行了评价, 强调通货膨胀预测是保证通货膨胀目标政策实施成功的最重要的课题。Svensson (1998) 将 Svensson (1997a, 1997b) 的封闭模型扩展至开放经济条件下, 对泰勒规则及通货膨胀目标进行