

LUN ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE CHUANDAO JIZHI DE BU QUEDING XING

论中国货币政策 传导机制的不确定性

张 勇◎著



人民出版社

LUN ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE CHUANDAO JIZHI DE BU QUEDING XING

论中国货币政策 传导机制的不确定性

张 勇◎著



人民出版社

责任编辑:陈 登

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

论中国货币政策传导机制的不确定性/张勇著.

-北京:人民出版社,2006.11

ISBN 7-01-005940-3

I. 论… II. 张… III. 货币政策-研究-中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 132282 号

论中国货币政策传导机制的不确定性

LUN ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCE CHUANDAO
JIZHI DE BUQUEDINGXING

张 勇 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京集惠印刷有限责任公司印刷 新华书店经销

2006 年 11 月第 1 版 2006 年 11 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:6.875

字数:164 千字 印数:0,001-3,000 册

ISBN 7-01-005940-3 定价:16.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

论中国货币政策传导机制的不确定性

责任编辑：陈 登
封面设计：肖 辉

本书受华南师范大学“211工程”经济学重点学科
和华南市场经济研究中心经费资助

序 言

自从 1993 年国务院发布《关于金融体制改革的决定》确立价格稳定目标作为货币政策的首要目标之后，我国国民经济运行却出现了从通货膨胀到通货紧缩，再到通货膨胀的状态，价格波动极不稳定。这也就意味着，中国人民银行实施的货币政策并未给经济运行创造出稳定的低通胀环境，并可能会对经济长期健康发展产生了负面影响。

对这一现象应该如何作出解释呢？张勇博士的这本专著对此提出了一个假说：由于我国货币政策传导机制的不确定性导致了价格稳定目标难以实现。也就是说，在目前这一特定的转型期中，存在着各种对人民银行运用政策工具到实现价格稳定目标的传导过程造成冲击的因素，这就使得人民银行通过政策操作实现价格稳定目标的过程具有不确定性。在这种情况下，如果人民银行未能采取恰当的操作策略和操作框架控制各种冲击因素从而减少不确定性，就可能难以实现价格稳定目标。由此，作者引入西方货币经济学界最新发展的货币理论，并结合我国转型期的自身特点，广泛地采用实证研究的方法，较为全面地对不同操作框架下的冲击因素性质、作用机制、影响效应做出分析，并对操作框架的选择与改进提出了可能方案。这本专著研究视角新颖，填补

了国内学术界这方面的缺失,具有较强的学术价值和现实意义。

该书是在对西方货币理论梳理的基础上,针对我国实际情况建立起自己的分析框架,也就是将我国货币政策传导机制的不确定性理解为人民银行分别在依据货币模式和菲利普斯曲线模式中AD-AS模型的两种操作框架中实现价格稳定目标过程的不确定性。在此基础上,进一步分析了每种操作框架中内在的不确定性,即传导中各阶段的冲击因素性质、作用机制、影响效应以及相应的操作策略,以及在对西方市场化国家的操作框架选择经验研究的基础上,提出未来我国操作框架的选择和现有操作框架改进的可能方案。这一分析框架结构合理、逻辑清晰,符合我国转型期的特点,具有较大的创新空间。

张勇博士在上述分析框架中围绕各个具体命题展开了深入而细致的实证研究。通读全书,我认为他主要在以下几个方面做了有创新价值的工作。

第一,对我国货币政策传导机制中的准备金市场以及人民银行在该市场上调控操作目标的不确定性进行了初步探讨。在市场化程度较高的货币政策间接调控机制中,准备金市场是银行之间调剂资金余缺的银行间货币市场,也是中央银行通过公开市场操作等工具调控准备金头寸以实现操作目标的市场。它是政策传导的第一个市场,对于政策意图向银行等金融机构的传递至关重要。然而,我国学术界却长期忽略了对此问题的研究。这可能与我国货币政策调控机制市场化程度较低有关。作者根据货币政策实践的最新进展提出银行间债券回购市场为我国现阶段的准备金市场,并分析了导致人民银行调控操作目标不确定性的各种冲击因素、作用机制、影响效应,以及其所相应采取的响应方式和实现操作目标有效性的情况。虽然这一分析还存在有待完善的地方,但是也反映出作者对货币政策实践具有敏锐的洞察力。

第二，明确了我国菲利普斯曲线的设定形式。尽管菲利普斯曲线中通胀与产出缺口的替代关系备受批评，但是西方国家的中央银行仍然倾向于运用这一替代关系实现价格稳定目标。那么，如果人民银行也试图利用这一替代关系，则首先必须明确我国菲利普斯曲线的设定形式。作者通过实证分析发现我国应采用新凯恩斯主义学派的菲利普斯曲线形式，不难看出，这一结论具有着深刻的政策含义。

第三，深入挖掘卢卡斯批判命题，并将其运用于分析货币政策传导中货币供给、货币需求和菲利普斯曲线等问题上。卢卡斯批判讲的是政策类型变动影响经济主体对政策变动的预期及其反应行为，进而会使得经济变量的关系发生变化。作者将这一思想与货币经济学相关理论相融合，从不同角度均发现了公众对中央银行实现价格稳定的可信性预期变动将显著地影响到政策的传导，这也就意味着中央银行如果试图保持政策的顺利传导，就应当将这一可信性预期稳定下来，这为学术界研究传导机制提供了一个新的视角。

第四，提出未来我国货币政策操作框架是否向依据通胀目标模式的操作框架演变应视具体情况而定的观点。目前学术界对我国货币政策操作框架选择的争论非常激烈。作者认为，这一选择取决于各个操作框架中的冲击因素性质以及中央银行采取操作策略控制冲击因素的有效性。如果某一框架更能够将冲击因素内生化以及对价格稳定目标的控制力增强、不确定性降低，则中央银行更倾向于采用这一框架。从经验研究来看，操作框架的演进规律是从依据货币模式向菲利普斯曲线模乃至通胀目标模式转变。其中，通胀目标模式与菲利普斯曲线模式相比，在于能够将通胀预期这一冲击因素通过公开承诺和用自身声誉为代价等一系列制度安排将其内生化的，减少了不确定性。但是，这些安排的前提条

件包括中央银行应有相当程度的独立性，具有采用各种政策工具的自主权等，而大多数国家难以做到。另一方面，如果中央银行（诸如美联储）通过其他途径同样可以将通胀预期内生化并达到类似的效果，从而也就无须采用这一框架。因此，我国未来货币政策操作框架是否向依据通胀目标模式的操作框架演变仍应视具体情况而定。这一结论是符合理论逻辑和经验事实的。

张勇博士曾在南京大学我所主持的货币经济学研究小组中从事研究工作，而这本专著是他攻读博士学位的成果，也是他这一时期勤奋工作的结晶。总之，我认为本书选题意义重大，研究视角新颖，分析力度到位，尤其是研究结论具有实证研究的支持。这对于我国货币当局实现价格稳定目标具有重要的参考价值。有鉴于此，我乐意为该书作序。

范从来

2006年6月

内 容 提 要

自从 1993 年国务院发布《关于金融体制改革的决定》确立了我国的货币政策目标为“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”之后，价格稳定目标开始成为我国货币政策的首要目标。同时，中国人民银行不断完善货币政策间接调控机制，逐步建立起以公开市场操作为日常性政策工具，超额准备为主要操作目标，货币供应量为中介目标的操作框架，并试图在这一框架中通过政策操作实现价格稳定目标。然而，自此之后，我国国民经济运行却出现了从通货膨胀到通货紧缩，再到通货膨胀的状态，价格波动极不稳定，这可能说明，人民银行实施的货币政策并未有效地实现价格稳定目标。

对此，我们认为，可能是由于我国货币政策传导机制的不确定性导致了价格稳定目标难以实现。具体而言：在我国经济体制向市场经济转轨的过程中，存在着各种对人民银行运用政策工具到实现价格稳定目标的传导过程造成冲击的因素，这就使得人民银行通过政策操作实现价格稳定目标的过程也即货币政策传导机制具有不确定性。在这种情况下，如果人民银行未能采取恰当的操作策略和操作框架控制各种冲击因素从而减少不确定性，就可能难以实现价格稳定目标。那么，应如何理解目前我国货币政策

传导机制的不确定性？在实践中应采取何种操作策略和操作框架？这正是本书研究的出发点。

西方经济学者对货币政策传导机制的不确定性的研究思路可以概括为：首先将冲击因素扰动下的货币政策传导机制视为经济现象，然后在理论上提出货币政策传导机制的货币模式和菲利普斯曲线模式，并依据两种模式建立操作实践中相应的操作框架，从而将货币政策传导机制的不确定性理解为中央银行分别在两种操作框架中运用以公开市场操作为主要政策工具实现价格稳定目标过程的不确定性，在此基础上，具体又分析了：（1）每种操作框架中内在的不确定性，即传导中各阶段的冲击因素性质、作用机制、影响效应以及相应的操作策略；（2）两种操作框架之间选择的不确定性，即中央银行作为货币政策的实施者，应从两种操作框架中选取哪种操作框架作为货币政策操作实践的框架。

笔者认为，随着我国货币政策调控机制由直接调控向间接调控的转变，考察 1994 年以后我国货币政策传导机制的不确定性同样可以依照上述思路展开。然而，又由于我国利率市场化程度较低，完整的依据菲利普斯曲线模式的操作框架并不适用于理解我国的货币政策传导机制，但是其中的 $AD-AS$ 模型仍然适用，由此，我们可以将我国货币政策传导机制的不确定性理解为人民银行分别在依据货币模式和菲利普斯曲线模式中 $AD-AS$ 模型的两种操作框架中实现价格稳定目标过程的不确定性。在此基础上，本书将主要分析：（1）每种操作框架中内在的不确定性，即传导中各阶段的冲击因素性质、作用机制、影响效应以及相应的操作策略；（2）由于利率市场化的约束，目前我国的操作框架尚不存在在依据货币模式和真正意义上的菲利普斯曲线模式的操作框架之间的选择，但是随着将来利率市场化程度不断提高，采用依据菲利普斯曲线模式的框架条件成熟时，将同样可能面临着操

作框架的选择问题，而且目前现有的依据货币模式的操作框架仍有改进之处，对此笔者将试图在对西方市场化国家的操作框架选择经验研究的基础上提出可能的方案。具体而言：

本书首先提出了人民银行分别在依据货币模式和菲利普斯曲线模式中 $AD-AS$ 模型的两种操作框架中实现价格稳定目标过程的不确定性。对于在依据货币模式的操作框架下实现价格稳定目标过程的不确定性，包括有：（1）人民银行在准备金市场中通过公开市场操作调控准备金头寸以实现准备金总量目标（或超额准备金为主的目标）时，存在着各种冲击因素使得其对操作目标的调控具有不确定性；（2）人民银行通过调控准备金总量目标以实现货币存量目标时，当存在影响中央银行调控准备金水平、银行和公众的资产组合行为的冲击因素时，则其实现货币存量目标的过程具有不确定性；（3）当存在导致货币总量收入流通速度不稳定的冲击因素时，将使得人民银行通过调控货币存量目标以实现名义产出目标的过程具有不确定性；（4）在名义产出分解为实际产出、通胀率时存在权重分配的问题，这就使得实现通胀目标的过程具有不确定性。对于在依据菲利普斯曲线模式的操作框架下实现价格稳定目标过程的不确定性，包括有：（1）人民银行通过政策操作以实现实际产出和产出缺口目标时，价格变动率预期的变动将使得这一传导过程具有不确定性；（2）当产出缺口由通过菲利普斯曲线所体现的通胀与产出缺口替代关系决定通胀时，可能存在导致替代关系不稳定的冲击因素，使得由产出缺口实现通胀目标的过程具有不确定性。

在上述分析的基础上，本书又进一步分别探讨了每种操作框架中内在的不确定性。

就依据货币模式的操作框架中的不确定性而言：

本书首先考察了人民银行通过公开市场操作调控操作目标时

的各种冲击因素、作用机制、影响效应以及人民银行的响应方式和实现操作目标有效性的情况。研究表明，人民银行的操作目标是实现超额准备水平与市场流动性平稳的一致性，其冲击因素可划分为与政策操作无关的外在性冲击因素和政策操作本身引起的内在性冲击因素。在外在性冲击因素中，人民银行除了无法抵消法定存款准备金率调整和银行的资产组合行为变动而造成的冲击之外，对于其他因素只要准确识别即可抵消。内在性冲击因素是由银行对政策操作所形成的预期与中央银行本意不相一致而引起，并导致准备金市场短期利率大幅波动，人民银行通过引导银行预期，减少银行的预期错误也可消除这一冲击因素的影响。

其次，本书还分析了人民银行通过调控准备金总量实现货币存量目标时的各种冲击因素、作用机制、影响效应以及相应的操作策略。这里同样将冲击因素划分为与政策操作无关的外在性冲击因素和政策操作本身引起的内在性冲击因素。对于外在性冲击因素，人民银行只要能及时识别并按照一定的规则做出响应，是可以抵消的。然而，内在性冲击因素是指人民银行通过政策操作对外在性冲击因素做出“对冲”的同时，改变了银行对政策转变的预期及其资产组合行为，进而对货币存量造成的冲击，在这种情况下，人民银行应稳定和引导银行预期，才能消除这一冲击因素的影响。

再次，本书探讨了导致货币总量收入流通速度不稳定性冲击因素、作用机制、影响效应以及相应的操作策略。研究发现，这类冲击因素主要是指金融市场交易（指股票市场交易）波动、公众对人民银行实现经济稳定性的可信性预期变动。对于金融市场交易波动冲击，公众在功能意义上进行的货币替代行为并导致对应功能的货币资产、货币总量的替代是该冲击因素影响收入流通速度的内在机制，而货币资产及货币总量的替代模式的变化会

改变这一影响效应。事实上,货币资产及货币总量的替代模式主要取决于现存货币资产及货币总量所具备的功能含义,这就说明,人民银行应集中于对货币资产的功能含义分析,同时合理确定各层次货币总量的统计口径,从而明确替代模式。公众对中央银行实现经济稳定性的可信性预期的变动将会使得其在资产组合行为中所考虑到的资产风险与流动性程度发生变化,同时其资产组合行为相应变化,货币需求的变量关系也改变,进而影响到收入流通速度的稳定性,这就要求人民银行能够保证公众所形成的人民银行实现经济稳定性的可信性预期具有稳定性。

就依据菲利普斯曲线模式的框架中 $AD-AS$ 模型的不确定性而言:

本书首先考察了当人民银行的政策操作作用于实际产出、产出缺口时,公众的价格变动率预期对这一传导过程造成冲击的情形。本书以我国 1995~2002 年的通货紧缩时期为研究区间,分析了公众所形成的通货紧缩预期对实际产出的作用机制、影响效应及操作策略。研究表明,通货紧缩预期对实际产出具有较强的紧缩效应,并扩大了负产出缺口和加剧了通货紧缩,在这种情况下,人民银行应创造适当的通胀预期以缩小产出缺口和缓解通货紧缩。

其次,本书分析了导致我国菲利普斯曲线不稳定的冲击因素、作用机制、影响效应及操作策略。冲击因素有:导致通胀对产出缺口反应程度不确定性的冲击因素、劳动生产率的变动,以及公众对人民银行实现价格稳定的可信性预期变动而导致通胀预期形成方式的不确定性。对于前两种冲击因素,人民银行能够运用操作策略较为有效地加以控制,而对公众的可信性预期,人民银行应建立保持价格稳定的信誉以增强公众的可信性预期。

最后,本书在对西方市场化国家操作框架选择经验研究的基

基础上,对将来我国利率市场化程度较高的情况下的操作框架选择和现有操作框架的改进提出了可能的方案。首先,从西方国家的操作框架由依据货币模式向依据菲利普斯曲线模式演进来看,我国未来的操作框架可能会同样变迁。就目前操作框架的改进而言,人民银行一方面应如同实用主义货币目标论者根据新信息调整货币量目标值,另一方面还应考虑到其他模式,并以依据这些模式的操作框架中的某些指标作为决策参考。其次,从部分国家的操作框架由依据菲利普斯曲线模式转为依据通胀目标模式来看,我们认为,将来我国采用了依据菲利普斯曲线模式的操作框架之后,是否一定要向依据通胀目标模式的操作框架演进,要视具体情况而定,但是依据通胀目标模式的操作框架对我国现有操作框架的改进仍有借鉴之处,包括增强公众的可信性预期、对价格稳定目标做出承诺和提高政策透明度等。

目 录

序言	1
内容提要	1
第一章 导 论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 文献概述	6
第三节 研究思路和方法	22
第二章 货币政策操作目标调控的不确定性	33
第一节 外在性冲击下超额准备和流动性 平稳目标的协调	35
第二节 预期不一致条件下的市场利率调控	50
第三章 货币存量控制的不确定性	57
第一节 有关冲击因素的文献回顾	58
第二节 政策冲击下货币存量控制的实证分析	62
第四章 货币总量收入流通速度的不稳定性	79
第一节 货币收入流通速度不稳定性的含义	80
第二节 金融市场交易与货币总量收入流通速度的	

不稳定性	90
第三节 货币需求变量关系的稳定性	102
第五章 价格变动率预期影响实际产出的不确定性	124
第一节 通货紧缩预期对实际产出的作用机制	126
第二节 通货紧缩预期影响实际产出的实证分析	129
第六章 菲利普斯曲线的不稳定性	137
第一节 我国菲利普斯曲线设定形式及其冲击因素	138
第二节 通胀对产出缺口的反应程度的不确定性	152
第三节 劳动生产率变动对工资膨胀向 通货膨胀传递的影响	163
第四节 通货膨胀预期形成方式的不确定性	169
第七章 我国货币政策操作框架的选择与改进	180
第一节 操作框架从依据货币模式到依据菲利普斯曲线 模式的演变	181
第二节 操作框架从依据菲利普斯曲线模式向依据 通胀目标模式的演变	190
参考文献	195
后记	205