



Woguo Huobi Zhengce Caozuo Kuangjia De Yanjiu

——Jiyu Taile Guilze De Shijiao

我国货币政策操作框架的研究

——基于泰勒规则的视角

高丽 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

013061465



新疆财经大学基金资助项目
新疆维吾尔自治区重点学科金融学专业资助

F822.0
87

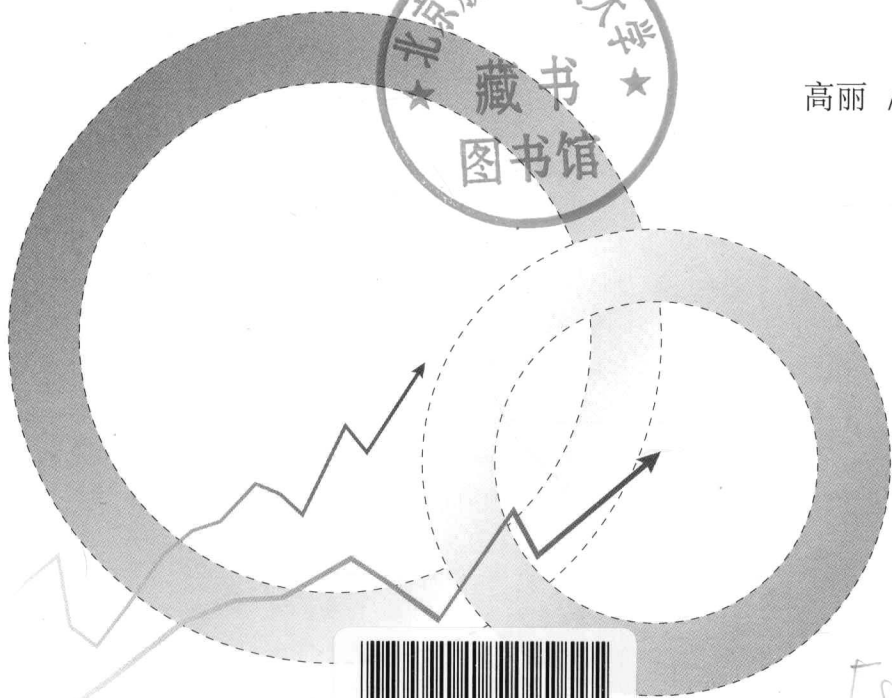
我国货币政策操作框架的研究

—— 基于泰勒规则的视角

Woguo Huobi Zhengce Caozuo Kuangjia De Yanjiu

—— Jiyu Taile Guize De Shijiao

高丽 / 著



北航

C1667204



经济科学出版社
Economic Science Press

F822.0
87

图书在版编目 (CIP) 数据

我国货币政策操作框架的研究：基于泰勒规则的视角 /
高丽著. —北京：经济科学出版社，2013.6

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3249 - 6

I. ①我… II. ①高… III. ①货币政策 - 研究 -
中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 070013 号

责任编辑：段 钢

责任校对：苏小昭

版式设计：齐 杰

责任印制：邱 天

我国货币政策操作框架的研究

——基于泰勒规则的视角

高 丽 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：010 - 88191217 发行部电话：010 - 88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs.tmall.com

北京密兴印刷有限公司印装

710×1000 16 开 12 印张 220000 字

2013 年 6 月第 1 版 2013 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 3249 - 6 定价：36.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

货币政策操作领域的相机抉择与规则之争至今已有 150 多年，自从基德兰德和普雷斯科特（Kydland and Prescott）1977 年提出货币政策的动态不一致性问题，后来经巴罗和戈登将该理论模型化后，规则行事的货币政策开始占据绝对优势，越来越为理论界以及各国货币当局所接受，相机抉择与规则之争的注意力开始从原则性区分转移到对货币当局具体的货币政策操作实践的探讨。1993 年泰勒提出泰勒规则，将规则型货币政策的具体制定带入了实践操作之后，经济学界及货币当局政策制定者开始广泛而深入地研究货币政策操作框架问题。本书将货币政策操作框架界定为：以达成物价稳定、经济增长、就业及国际收支平衡等为最终目标的货币政策在实际操作中所采取的具体形式，强调货币政策利用何种稳定器或名义锚来达到政策最终目标。

1995 年我国确定了“以保持货币币值稳定并以此促进经济增长为最终目标、以货币供应量为中介目标”的货币政策操作框架。一段时期内，在稳定物价及反经济周期维持经济持续增长方面发挥了重要的作用。然而这一货币政策操作框架在目前中国的政策实践中遇到越来越多的困难，货币供应量由于货币供应的内生性、金融创新的不断发展以及最终目标相关性减弱等原因导致其作为中介目标的适应性下

降,从而导致货币供应量目标政策操作框架的有效性不断下降,调整现行的货币供应量目标政策操作框架可能是不可避免的。但是,当前我国尚没有任何一个变量指标可以完美地替代货币供应量成为货币政策中介目标,货币政策操作框架应当如何调整,转向何方,是一个具有相当争议的问题。而“十二五”规划及中央银行行长 2011 年前后明确提出“推进利率市场化改革”,彰显出政府及货币当局为调整货币政策操作框架而扫除最后障碍的决心。此时,对我国货币供应量中介目标的政策实践及政策效应做出评价,分析利率在我国货币政策中的作用,借鉴国际经验,继而在泰勒规则视角下,提出我国货币政策操作框架调整的路径具有非常重要的理论及现实意义。

本书从规则性货币政策操作框架的理论出发,在回顾国内外学者对泰勒规则的研究成果、中介目标选择理论及利率理论的基础上,结合我国货币政策中货币供应量中介目标及利率政策的具体实践,分析比较了泰勒规则运用的国际经验,最后根据我国具体国情将泰勒规则加以修正及扩展,对我国货币政策进行实证检验,提出泰勒规则视角下我国货币政策操作框架的调整路径。

作者

2013 年 3 月

目 录

第1章 导论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 问题提出	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 货币政策操作框架的一般分析	4
1.2.1 货币政策操作框架含义的界定	4
1.2.2 货币政策操作框架的种类	5
1.3 研究方法与结构安排	8
1.3.1 研究思路	8
1.3.2 研究方法	9
1.3.3 结构安排	10
1.4 创新与不足	11
1.4.1 创新点	11
1.4.2 不足之处	11
第2章 泰勒规则的文献述评	12
2.1 泰勒规则的提出	12
2.1.1 泰勒规则标准式	12
2.1.2 泰勒规则的政策含义	14
2.2 泰勒规则的理论依据	15

2.2.1	卢卡斯理性预期理论	15
2.2.2	弗里德曼规则	17
2.2.3	中央银行最优化货币政策理论	19
2.3	泰勒规则的修正与扩展	20
2.3.1	引入利率平滑机制	21
2.3.2	构建滞后性及前瞻性货币政策反应函数	22
2.3.3	从封闭经济模式转向开放经济模式	24
2.3.4	从线性政策反应函数转向非线性政策 反应函数	24
2.3.5	国内研究成果	25
	本章小结	27
第3章	我国货币政策中介目标选择及有效性分析	28
3.1	货币政策中介目标选择理论	28
3.1.1	中介目标的原则及作用	28
3.1.2	中介目标选择理论的演变	30
3.2	我国货币政策中介目标的选择	33
3.2.1	国内货币政策中介目标选择的研究	33
3.2.2	国内货币政策中介目标选择的实践	35
3.3	货币供应量中介目标政策有效性分析	38
3.3.1	变量选取及模型设定	38
3.3.2	实证检验	40
3.3.3	实证结论及原因分析	46
	本章小结	52
第4章	利率在货币政策操作框架中的应用	54
4.1	利率研究的理论回顾	54
4.1.1	利率对经济的作用及其在货币政策中的地位	54

4.1.2	利率传导机制的理论分析	60
4.1.3	利率中介目标的理论分析及相关研究	62
4.2	我国利率市场化改革及利率政策实践	65
4.2.1	我国现行利率体系	65
4.2.2	利率市场化改革	67
4.2.3	Shibor 市场基准性地位的分析	70
4.2.4	我国利率政策的实践	80
4.3	我国利率与储蓄、消费及投资的关系分析	84
4.3.1	利率与储蓄的关系	84
4.3.2	利率与消费的关系	91
4.3.3	利率与投资的关系	96
4.4	利率政策的效应分析	102
4.4.1	数据处理与检验	102
4.4.2	脉冲响应分析及结论	105
	本章小结	108
第5章	泰勒规则的政策实践和国际经验	110
5.1	美国运用泰勒规则的货币政策实践	111
5.1.1	泰勒规则实施的背景	112
5.1.2	泰勒规则的政策实践	113
5.1.3	美联储货币政策操作特点	118
5.2	欧洲中央银行运用泰勒规则的政策实践	121
5.2.1	欧洲中央银行对泰勒规则的应用	121
5.2.2	欧洲中央银行利率政策实践	123
5.2.3	欧洲中央银行利率政策操作特点	126
5.3	对我国货币政策实践的启示	129
5.3.1	货币政策中应重视价格工具的调控功能	130
5.3.2	中央银行的独立性及可信度至关重要	132
5.3.3	中性化的货币政策更有利于经济的平稳运行	133

5.3.4	政策透明度越高,政策效力越强	134
5.3.5	货币政策应着眼于中期,并注重政策前瞻性	135
	本章小结	136
第6章 泰勒规则视角下货币政策操作框架的调整		138
6.1	标准泰勒规则对我国货币政策的检验	138
6.1.1	相关变量及数据的选取	139
6.1.2	标准泰勒规则对我国货币政策的检验	144
6.2	修正的泰勒规则对我国货币政策的检验	146
6.2.1	修正的泰勒规则及我国央行政策反应函数	146
6.2.2	我国货币政策反应函数的实证检验	151
6.2.3	政策含义及分析	155
6.3	我国货币政策操作框架的调整	158
6.3.1	我国货币政策操作框架调整的路径选择	158
6.3.2	相关政策建议	160
	本章小结	163
第7章 结论及展望		165
7.1	主要结论	165
7.2	存在的问题及展望	167
	英文人名翻译表	171
	参考文献	172
	后记	186

第1章 导论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 问题提出

货币政策操作中有相机抉择与规则之分，相机抉择（Discretion）强调政策对经济的“干预”，是反经济周期进行操作的一种政策，其目的是追求货币政策对宏观经济产生影响的“积极”作用。规则（Rule）是寻求中性的货币政策，强调公众对通货膨胀预期的稳定机制。相机抉择与规则之争开始于19世纪中期的通货学派与银行学派，至20世纪70年代之前，共有3次主要的争论，双方都曾占据过优势，此时两者的争论属于原则性的区分，货币当局面临着非此即彼的选择。然而自从基德兰德和普雷斯科特（Kydland and Prescott, 1977）利用动态最优化方法指出：相机抉择的政策操作能取得成效是在公众对通货膨胀未产生理性预期时，货币当局可以通过放松或收紧货币以及刺激或抑制通胀的方法对经济进行调节，但是一旦公众了解到货币当局的行动方式及意图，就会对通货膨胀产生理性的预期，其结果是在中央银行下一次货币政策操作中，公众就能够正确地预测到通货膨胀，从而导致货币当局实施货币政策的结果是未改变失业率，物价水平却被抬高了，并使得社会福利水平下降，这种现象被称为动态不一致性。之后，巴罗和戈登将该理论模型化，规则行事的货币政策开始占据绝对优势，越来越为理论界以及各国货币当局所接受，相机抉择与规则之争的注意力开始从原则性区分转移到对货币当

局具体的货币政策操作实践的探讨。1993年泰勒提出泰勒规则,将规则行事的货币政策的具体制定带入了实践操作之后,经济学界及货币当局政策制定者开始广泛深入地研究货币政策操作框架问题。

我国货币政策自1984年中国人民银行专门行使中央银行的职能开始,逐渐由直接调控向间接调控转变,并于1995年最终确定了以“保持货币币值的稳定并以此促进经济增长为最终目标、以货币供应量为中介目标”的货币政策操作框架。但是在政策实施过程中,由于追求经济高速增长,经济发展长期处于过度需求的高压力之下,对中央银行形成倒逼机制,中国人民银行往往被迫放松银根,但在信贷扩张的推动下,通货膨胀率又迅速上升,中央银行又不得不采取紧缩的货币政策,如此恶性循环,货币政策呈现松紧交替的情况,使中央银行无法准确把握货币政策的力度和时机。因此,我国的货币政策在执行过程中,带有明显的逆经济风向相机抉择的特点,其结果是经济波动大,物价难以稳定,货币政策的有效性被削弱。以此次爆发于2007年7月的美国次贷危机的持续影响为例,为应对不断蔓延的次贷危机的影响,中国政府推出了4万亿元人民币的经济刺激计划,以及下调法定存款准备金等宽松的货币政策,危机过后,泛滥的流动性又带来了较大的通货膨胀威胁,为收紧流动性,中央银行从2010年1月之后至2011年年底,连续12次上调法定存款准备金利率,大型金融机构的法定存款准备金利率已从15.5%上升到21%,调整次数之频,力度之大,前所未有,但是高通货膨胀的威胁依旧未能解除。由此可以看出调整货币供应量的数量工具已存在着某种程度的失灵。货币供应量作为我国货币政策中介目标的有效性在不断下降,这一方面与金融工具的日益创新有关;另一方面与中央银行为保持汇率稳定及外部均衡有关,中国的货币政策操作框架面临着调整的压力。有学者提出:为众多新兴经济体所采取的通货膨胀目标制适宜作为新的政策操作框架。但是,我国这样一个经济转轨国家所要达成的政策目标往往具有物价稳定、经济增长、充分就业、外部均衡等多重性,而不能只顾及通货膨胀目标。此外,通货膨胀目标制要求公众能对未来经济及央行行为形成一个稳定而准确的预期,之后央行可以利用这

一预期来实现政策目标,这就要求央行的政策决策具有公开性、透明性,能体现出可信性,这一点在目前来说是不具备的。因此,从我国的特殊国情和转轨经济的现实来看,通货膨胀目标制并不适宜。而以利率作为中介目标,以稳定物价,促进经济增长为最终目标的利率规则可能更适宜我国。同时,“十二五”规划中又第五次明确提出“稳步推进利率市场化改革”,央行行长周小川于2010年年底又提出在今后五年中要“有规划、有步骤、坚定不移地推动利率市场化”,这也显示出政府及央行对在今后一段时期内深化及完成利率市场化的决心。利率市场化的推进中利率的政策传导渠道的基础环境将不断得到完善,这也给我国货币政策操作框架由数量规则向利率规则调整带来了契机。

利率规则中最具代表性的就是泰勒规则。1993年,美国经济学家泰勒教授提出了一个简单的利率规则,他认为中央银行应根据当期的产出缺口、当期通胀水平与目标通胀值的偏差和均衡实际利率等三个变量来调整短期实际利率,并用实证分析证明了这一规则很切合1987~1992年美国联邦资金利率的走势。这就是著名的泰勒规则,它具有明确的政策含义,即中央银行应该根据通胀率和产出的变化对实际利率进行逆向调控,以保持经济均衡增长,从而减少经济的波动性。泰勒规则提出后,在西方引起较大影响,不仅理论界对其继续深入研究,根据现实的经济情况对原模型加以扩展,一些有影响的西方国家货币当局也纷纷依据泰勒规则将货币政策操作从货币数量规则转向了利率规则,目前,泰勒规则已经成为美联储、欧洲中央银行、英格兰银行和加拿大银行等货币当局操作货币政策的理论依据。西方近来的许多研究表明,该规则能较好地反映发达国家成功的货币政策实践的实质。

正如Judd和Rudebusch曾指出的,尽管泰勒规则的形式非常简单,但是它却抓住了货币政策中最本质以及最核心的内容,根据各种样本进行估计的泰勒规则大多显示出了较强的稳定性。正是基于上述背景,本书拟在泰勒规则的视角下,结合我国的经济和金融制度现实并借鉴泰勒规则的国际实践经验,提出适宜我国经济发展的货币政策操作框架的调整方向。

1.1.2 研究意义

1995 年我国确定“以保持货币币值的稳定并以此促进经济增长为最终目标、以货币供应量为中介目标”的货币政策操作框架以来,在稳定物价及反经济周期维持经济持续增长方面发挥了重要的作用,稳健的货币政策操作也让我国很快摆脱了 1997 年东南亚金融危机带来的经济衰退和通货紧缩的阴影。然而这一货币政策操作框架在目前中国的实践中却遇到了越来越多的困难,货币供应量由于货币供应的内生性、金融创新的不断发展及其与最终目标相关性减弱等原因导致其作为中介目标的适应性下降,国内经济学家通过理论及实证研究也对货币供应量目标政策操作框架的有效性提出了越来越多的质疑,调整现行的货币总量目标政策操作框架可能是不可避免的,然而当前,我国没有任何一个变量指标可以完美地替代货币供应量成为货币政策中介目标,货币政策操作框架应当如何调整,转向何方,是一个具有相当争议的问题。而“十二五”规划及中央银行行长都明确提出“推进利率市场化改革”,彰显出政府及货币当局为调整货币政策操作框架而扫除最后障碍的决心。此时,对我国货币供应量中介目标的政策实践及政策效应做出评价,分析利率在我国货币政策中的作用,借鉴国际经验,继而在泰勒利率规则的视角下,提出适合我国经济及金融发展现实的货币政策操作框架调整的方向将会具有非常重要的理论及现实意义。

1.2 货币政策操作框架的一般分析

1.2.1 货币政策操作框架含义的界定

本书将货币政策操作框架界定为:以达成物价稳定、经济增长、就业及国际收支平衡等为最终目标的货币政策在实际操作中所采取的

具体形式，它强调货币政策利用何种名义锚或稳定器来达到政策最终目标。名义锚在理论界至今未发现明确的界定，但就其本质来说有两层含义：一层含义是指一国的货币政策所钉住的名义经济变量，一般指某个金融指标所代表的中介目标或最终目标；另一层含义是指其功能，即名义锚主要是为了抑制通货膨胀，维持价格稳定。货币当局的最终目标无一例外地都将维持物价稳定列为重要的目标之一。物价稳定的含义应该是物价水平的波动对公众投资与消费决策不产生影响，货币政策的主要作用是稳定公众对通胀的预期，使货币政策尽可能地保持中性，对人们的投资及消费既不起促进作用也不起抑制作用，这是规则性货币政策操作框架下进行政策操作的根本理念。

1.2.2 货币政策操作框架的种类

Svensson 指出规则型的货币政策可以分为两类：一类是目标规则；另一类是工具规则。目标规则是货币当局应当事先规定货币政策必须达到的目标及其相应的责任，但是并不明确规定货币当局应该采取何种工具以及措施来达成政策目标，最典型的如通货膨胀目标规则，现在为许多西方国家和新兴经济体采用；工具规则指货币当局不仅规定政策需要达到的目标，还要规定货币当局为达到这些目标必须采用的工具以及操作政策工具的具体方式，如利率规则、货币数量规则等。货币当局在实际操作中根据不同的规则，选择不同的政策工具又形成了不同的货币政策操作框架。从中央银行货币政策最终目标的不同来划分，货币政策操作框架可以分为两类：

(1) 通货膨胀目标政策操作框架。

在通货膨胀目标框架下，中央银行货币政策最终目标主要是维持价格稳定，如果通货膨胀目标与经济增长、就业等其他目标产生冲突，中央银行的政策将首选维持通胀目标。在这种政策操作框架下，货币当局公开承诺实现事先向公众公布的通货膨胀目标。Masson 和 Paul. R 等（1997）年曾指出通货膨胀目标框架应包含 4 个基本要素：第一，通货膨胀目标应该被认为是最主要的货币政策最终目标；第

二, 中央银行应当明确制定未来一段时期内通货膨胀的数量目标, 可以是点目标也可以是区目标; 第三, 中央银行应该根据对货币供应量、汇率、利率、就业、产出等多种经济变量的分析来建立通货膨胀预测模型; 第四, 中央银行应该通过对政策工具进行前瞻性的操作来缩短货币政策的时滞。通货膨胀目标框架的优点在于: 在这种政策操作框架下, 由于量化了货币政策所要达到的最终目标并事先向公众宣布, 可以提高中央银行的透明度、可信度。公众能够较大幅度地了解货币政策的意图, 产生稳定的通胀预期, 从而降低政策操作的不确定性。此外, 在这种政策操作框架下, 货币当局有义务与社会公众保持良好及顺畅地沟通, 并有义务及时公布货币政策的信息以便公众充分了解货币当局的意图及货币政策的动向。如果中央银行不能实现通胀目标, 必须向公众解释原因, 从而对央行严格执行货币政策产生了约束力, 并强化了央行的说明责任。然而, 通货膨胀目标框架的实施也有其限制及缺点: 第一, 其实施必须以央行具有相当的独立性, 不为财政控制为前提, 央行必须具有能够使用任何货币政策工具以实现通胀目标的自由; 第二, 实现通货膨胀目标必须是中央银行的首要目标, 一旦与其他目标产生冲突, 通胀目标具有优先权; 第三, 由于政策目标以通货膨胀目标为主, 若遇到较大的供给冲击, 如能源价格高企时, 可能导致较大的产出不稳定; 第四, 实际操作中必须有前瞻性的预测, 加之通常都会存在较长的政策时滞, 通货膨胀目标制的实际政策操作极为复杂。自从新西兰于1990年率先实施通货膨胀目标框架以来, 智利、英国、巴西等许多工业化国家及新兴经济体已纷纷实施了通货膨胀目标框架。

(2) 多目标政策操作框架。

在多目标政策操作框架下, 中央银行货币政策的目标不再是单一的保持物价稳定, 除了关注价格水平之外, 货币当局还需要关注经济增长、就业以及国际收支平衡等其他目标。根据货币政策中介目标的不同选择, 多目标的货币政策操作框架又可细分为以下三种:

第一种, 汇率目标政策操作框架。

在这种政策操作框架下, 一国货币当局公开宣布本国汇率钉住某

个低通胀国家的汇率，其目的是通过钉住汇率从而钉住锚币国的通货膨胀水平，以避免本国物价水平的持续上升及汇率的大幅贬值，从而实现维持本国物价稳定的政策目标。汇率目标政策操作框架具有以下优点：首先，若本国的固定汇率能够通过中央银行对外汇进行直接干预或者通过利率的变化得以维持，则锚币国的低通货膨胀就可以输入到钉住国，使得钉住国能够锁定对通货膨胀的预期，以减少价格及经济增长的波动；其次，在汇率目标框架下，可以产生“公信力效应”。央行将汇率固定，意味着央行不会为扩大出口及改善国际收支而采取贬值政策，因此，本国企业不必为了抵消贬值而将产品定价抬高，从而降低了公众的通胀预期，使通货膨胀下降，即是央行的“公信力效应”。此外，汇率目标政策操作框架简单易懂，容易为公众理解及评价。汇率目标政策操作框架也有较大的缺点：第一，在这种政策操作框架下，央行为钉住汇率，必须不断调整利率或是投放基础货币，将削弱国内货币政策的自主性及央行的独立性；第二，钉住汇率有可能导致汇率高估或低估，从而损害本国出口能力或者顺差带来的国际收支失衡。因此，汇率目标框架仅适用于开放型小国，对大多数国家不适宜，尤其不适合发展中国家。

第二种，货币总量目标政策操作框架。

该种政策操作框架即货币供应量政策操作框架，是中央银行承诺一定时期内实现事先公布的货币供应量的一种货币政策操作框架。20世纪70年代，布雷顿森林体系崩溃后，美国等一些国家开始采用这种政策操作框架。其优点在于：与汇率目标框架相比，中央银行可以独立地调整货币政策以应对国内经济中遇到的冲击，同时还能够选择不同于他国的通胀目标，也允许央行对产量的波动做出反应。此外，货币供应量目标也能向公众及市场传达政策制定者的意图及货币政策的立场，有助于稳定公众的通货膨胀预期，继而产生较低的通胀。但是这些优点依赖于两个条件，即经济体中稳定的货币需求函数和中央银行对货币供给拥有较好的控制力。然而，随着经济及金融全球化的发展、金融创新的层出不穷以及金融管制的不断放松，货币需求与经济的相关性越来越弱，货币供应量各个层次之间的界限不断模糊也降

低了其可测性,同时,中央银行对货币供给的控制力也不断下降。因此,20世纪80年代之后,美国、英国等工业化国家就纷纷放弃了货币供应量目标政策操作框架。

第三种,利率目标政策操作框架。

在利率目标政策操作框架下,中央银行一般不向公众发布利率变量目标,但实质上是以利率作为中介目标,运用政策工具对利率进行调整从而间接影响通货膨胀及经济增长、就业等政策最终目标。这种政策操作框架的优点在于:首先,与货币供应量相比,利率与价格及产出的相关性更强且更为稳定,央行可以随时从金融市场上掌握利率及其变动趋势,同时央行能够通过公开市场操作控制货币市场基准利率,因而货币政策效力较强;其次,因为中央银行没有事先公布任何的宏观名义变量目标,因此给中央银行制定及实施货币政策留下了更多的活动自由及操作空间。其缺点在于:第一,对利率市场化要求较高,利率目标政策操作框架要求政策目标利率完全由市场决定,同时利率对微观经济变量投资、消费等的影响应该比较显著,利率的政策传导渠道畅通;第二,由于没有量化的中介目标及最终目标,将使公众对中央银行货币政策的操作难以评价。20世纪90年代至美国次贷危机爆发之前,美国货币当局——美联储在泰勒规则的指导下,较为成功地实施了利率目标政策操作框架,在稳定价格水平及维持产出稳定增长方面赢得了较高的信誉。

1.3 研究方法 with 结构安排

1.3.1 研究思路

在全面系统地梳理有关泰勒规则的国内外研究成果以及货币政策中介目标选择的相关理论基础上,本书对我国货币政策中介目标的有效性 & 政策效应进行实证研究,以分析现行货币政策操作框架面临的困境。之后,本书对利率的传导机制及其作为我国货币政策中介指标