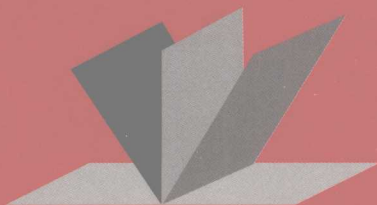




中国社会科学院金融研究所 · 博库
Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences



中国货币政策 目标的选择

The Choice of
Monetary Policy Targets
in China

李 琼/著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



中国社会科学院金融研究所

Institute of Finance & Banking, Chinese Academy of Social Sciences

· 博库

中国货币政策目标的选择

The Choice of Monetary Policy
Targets in China

李 琼 著



社会科学文献出版社

SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS(CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策目标的选择/李琼著. —北京: 社会科学文献出版社, 2009. 7

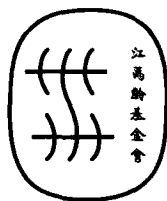
(中国社会科学院金融研究所·博库)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 0903 - 0

I. 中… II. 李… III. 货币政策 - 研究 - 中国
IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 103120 号

此书得到江万龄博士基金会资助



江万龄出版基金委员会

主 任 江赵兰润

委 员 李 扬 王传纶 王国刚 王松奇

编 辑 部 罗 滢 赵一新 刘戈平

论文推荐小组

召 集 人 李 扬

委 员（按姓氏笔画）：

王传纶	中国人民大学	范从来	南京大学
王国刚	中国社会科学院	陈百助	美国南加州大学
王松奇	中国社会科学院	陈志武	美国耶鲁大学
王广谦	中央财经大学	陈浪南	中山大学
王春峰	天津大学	陈雨露	中国人民大学
叶永刚	武汉大学	胡 坚	北京大学
艾洪德	东北财经大学	贺力平	北京师范大学
朱新蓉	中南财经大学	郑振龙	厦门大学
刘锡良	西南财经大学	姜波克	复旦大学
李 扬	中国社会科学院	唐 旭	中国人民银行研究局
何 佳	香港中文大学	谢 平	中国人民银行研究生部
宋逢明	清华大学	戴国强	上海财经大学

江万龄博士基金会简介

江万龄博士 1937 年出生于南京，祖籍浙江杭州，毕业于台湾大学，随后赴美留学，先后取得纽约大学系统科学硕士及凯斯理工学院经略学博士学位。

江博士是著名的美籍投资银行家，曾在加州州立大学长堤分校商学院执教多年，是美国经济学会、国际企业学会、电机和电子工程学会会员；1991 年膺选为美国最具权威的企业研究机构 The Conference Board 之国际咨议及资深会员。江博士在台湾创业投资界居创始地位，有成功投资扶植新竹科技园区产业的实际经验。1983 年，应当时台湾“中央银行”总裁及“经建会”主任委员俞国华先生之召，江博士返台出任“中华开发信托公司”（简称 CDC）总经理一职，为推动台湾工业发展和资本市场发展作出了重大贡献。江博士主持经营十年后，CDC 不但从倒闭边缘被拯救出来，而且被《欧洲货币》月刊评选为 1993 年台湾地区最佳金融机构，并以 25.3 亿美元的总市值，在全球新兴市场中排名第 66 位。

江博士是著名的爱国人士，对祖国统一和发展作出了积极贡献。自 1993 年起，江博士将其事业与精力转向大陆，并膺选为浙江大学管理学院顾问教授、上海交通大学管理学院顾问教授、北京大学光华管理学院客座教授、清华大学管理学院客座教授。江博士穿梭于北京、上海、杭州等地的主要高等学府，传授现代经济发展理论与企业

管理经验，同时深入考察和研究大陆的国企改革、资本市场发展、风险投资体制与高科技企业培育等实际问题，并主持管理规模达 11 亿美元的“美西亚洲基础建设投资基金”，从事对大陆及东南亚的直接投资。

1999 年江博士在香港注册成立汉世纪开发金融公司，除成立台湾分公司外，还在上海、北京、深圳、西安及美国硅谷成立合资企业，专事中国高新科技工业及资本市场的开拓。

正当江博士在大陆的事业兴旺发展之时，他不幸于 2002 年 5 月因病逝世！根据他的遗愿，成立了“江万龄博士基金会”，以扶持、促进大陆在金融、资本市场、高科技产业化等领域的发展和建设。在基金中专门设立“江万龄金融博士论文出版基金”，旨在支持从事上述领域研究的青年才俊出版研究成果。2004 年浙江大学江万龄金融研究中心正式启动，旨在为大陆培养与发掘优秀的金融人才。

总 序

为了给中国从事金融理论研究的青年才俊提供一个展示才华的园地，我们从2004年开始编辑出版“中国社会科学院金融研究所·博库”系列丛书。

这套丛书重点突出了三个特点：

第一，入选论著的作者以新近获得学位的博士为主。这些作者都系统地受过现代经济学的严格训练，对当前国内外最新的学术文献有比较全面的了解，对中国的国情有相当程度的把握。这些作者无疑多为“名不见经传”的年轻人——我们出版他们的论著的本意之一，正是要不断地向理论界推出新人。

第二，入选的论著应能提供经过严密论证的新结论，或者提供有助于对所述论题进一步深入研究的新材料和新思路。与当前社会上一些机构对学术成果的要求不同，我们并不特别提倡在一部著作中提出多少观点，甚至也不追求观点之“新”。我们需要的是有翔实资料支撑，经过严格论证，而且能够被证实或证伪的论点和理论体系。对于那些没有严格的前提设定，缺少合乎逻辑的推理过程，仅仅凭借少数不加说明的资料和数据，便一下子导出几个很强的结论的论著，我们概不收录。因为，在我们看来，提出一种观点和论证一种观点相比较，后者可能更为重要：观点未经论证，至多只是天才的猜测；经过

论证的观点，才能成为科学。

第三，入选的论著应能熟练运用现代经济理论和金融理论的方法，在形式上符合学术论文的规范。我们在这里所强调的分析方法，就理论经济学而言，指的是在某一研究领域中确定基本事实，建立描述这些事实之间关系的假设、模型、推论，并对其进行检验；就应用经济学而言，则指的是根据某一理论假设，为了完成一个既定目标，所使用的具体技术、工具或程序。我们深知，在方法上求新绝非易事，因此，我们对入选论著的基本要求是，按照现代经济学的研究规范和基本逻辑来展开研究并构造论著。

出版这套丛书的最初动议，是由享誉国际金融界的华人投资银行家江万龄博士提出的。江先生早年就读于美国著名学府。学成之后，他便投身于中国台湾省的“官营企业”和“党营企业”的整治工作，并作出了突出贡献。后来，作为领创业投资风气之先的投资银行家，他又为台湾省的创业投资体系的建设做了一些开创性工作。尤其可贵的是，从20世纪90年代中期开始，江先生满怀爱国之情，积极投身于祖国大陆的经济建设和金融发展大潮之中。他先在清华大学、上海交通大学、中国科技大学等国内数所著名高校中担任教职，孜孜不倦地传播现代金融知识；继而又利用其在国际金融界的威望，组织设立了若干只投资基金，致力于推动大陆创业投资体系的建设。不幸的是，正当他苦心经营的事业在祖国大陆初见成效之际，他却离我们而去了！我们出版这套丛书并以他的名字命名，正是为了铭记他对祖国的金融人才培养和教育事业所作出的贡献。

自2004年以来，本丛书出版了多部博士论文，涉及金融领域的各个方面。丛书问世以后，其社会影响日益显现，得到了金融学术界及业界的好评。作者毕业的学校分别为中国社会科学院研究生院、中

国人民银行研究生部、中国人民大学、清华大学、南京大学、天津大学、西南财经大学、上海财经大学、中央财经大学等国内著名院校。这些博士研究生毕业后，有的在国家机关进行宏观经济管理工作，有的在高校、科研单位从事教学及学术研究，也有的进入各种金融机构供职，他们在各自的岗位上，均作出了比较突出的贡献。本丛书已经出版的著作，可在中国社会科学院金融研究所网站（<http://www.ifb-cass.org>）上查寻。

我们有理由相信，在“江万龄金融博士论文出版基金”资助下出版的“中国社会科学院金融研究所·博库”系列丛书，在相关方面的努力和支持下，必将推出更多、更好的有造诣、有独特见解的博士论文。

李 扬

2007 年 4 月 11 日



目 录

C O N T E N T S

第一章 引言	1
第一节 问题的提出	1
第二节 选题的理论和实际意义	3
第三节 国内外研究现状	5
第四节 研究目标、方法和结构	9
第五节 研究的创新之处	11
 第二章 货币政策规则：历史演进与最新进展	13
第一节 货币政策规则概述	13
第二节 货币政策规则与相机抉择之争	14
第三节 货币政策工具规则	20
第四节 货币政策钉住目标规则	32
第五节 本章小结	44
 第三章 中国货币政策目标：内涵与扩展	46
第一节 货币政策的基本目标	46
第二节 中国转轨经济中货币政策最终目标的实践	54
第三节 中国转轨经济中货币政策中介目标的实践	61
第四节 中国转轨经济中货币政策工具的实践	65

第五节 关于中国货币政策目标体系的思考	73
第六节 本章小结	77
第四章 货币数量规则与货币供应量中介目标的选择	80
第一节 货币数量规则的文献综述	80
第二节 货币数量规则的基本研究方法	85
第三节 货币数量规则在中国的争论	87
第四节 中国货币供给、物价水平与实际产出的波动	89
第五节 货币数量规则在中国的检验	93
第六节 货币供给的内生性与货币中介目标	109
第七节 货币供应量作为中介目标的有效性	115
第八节 基本结论与政策含义	124
第九节 本章小结	125
第五章 利率规则与利率中介目标的选择	128
第一节 利率规则与利率中介目标	128
第二节 泰勒规则及其政策含义	130
第三节 泰勒规则在中国的检验	142
第四节 泰勒规则在中国的协整检验	162
第五节 泰勒规则在中国的适应性	165
第六节 中国利率结构体系与利率市场化	172
第七节 基本结论与政策含义	183
第八节 本章小结	185
第六章 通货膨胀目标钉住制度：一个分析框架	188
第一节 通货膨胀目标制：文献综述	188
第二节 通货膨胀目标制：政策规则还是政策框架	201
第三节 通货膨胀目标制：国际经验与启示	209

第四节 通货膨胀目标制在中国的适应性	231
第五节 基本结论与政策含义	235
第六节 本章小结	236
 第七章 基本结论及进一步研究的问题	238
第一节 基本结论	238
第二节 需要进一步研究的问题	241
 参考文献	243
 致 谢	269

CONTENTS



Chapter 1	Introduction	/ 1
1.1	Why Study the Monetary Policy Objects and Monetary Policy Rules	/ 1
1.2	Function of The Book	/ 3
1.3	An Overview of the Current Reference on Montary Policy Rules	/ 5
1.4	Objects, Methods and the Structure of the Book	/ 9
1.5	Major Contribution of this Book	/ 11
Chapter 2	Monetary Policy Rule: Evolution and Extension	/ 13
2.1	An Overview of Monetary Policy Rules	/ 13
2.2	Monetary Policy Rules Versus Discretion	/ 14
2.3	Monetary Policy Instrument Rules	/ 20
2.4	Monetary Policy Targeting Rules	/ 32
2.5	Summary	/ 44
Chapter 3	Monetary Policy Targets: Implication and Extension	/ 46
3.1	Goals of Monetary Policy	/ 46
3.2	Practice of Goals of Monetary Policy in China	/ 54

3.3	Practice of Intermediate Targets of Monetary Policy in China	/ 61
3.4	Tools of Monetary Policy in China	/ 65
3.5	China Monetary Policy Goals and Targets system	/ 73
3.6	Summary	/ 77

Chapter 4 Monetary Targets As a Policy Rule and The Choice

	of Monetary Aggregates As Intermediate Targets	/ 80
4.1	An Overview of Monetary Targets As a Policy Rule	/ 80
4.2	Basic Methods	/ 85
4.3	Controversy of Money Targets As a Policy Rule in China	/ 87
4.4	Monetary Aggregate, Price Level and Real Output	/ 89
4.5	The Positive Analysis of Monetary Targets As a Policy Rule in China	/ 93
4.6	The Endogenous of Monetary Supply and Monetary targets	/ 109
4.7	The Applicability of Monetary Aggregates As Immediate Targets	/ 115
4.8	Basic Conclusion and Policy Implication	/ 124
4.9	Summary	/ 125

Chapter 5 Interest-Rate Rule and the Choice

	of Intermediate Targets	/ 128
5.1	Interest-Rate Rule and Interest Rate As Intermediate Target	/ 128
5.2	Taylor-Type Rule and Its Policy Implication	/ 130
5.3	Taylor Rule and Macroeconomic Fluctuation in China	/ 142
5.4	The Co-integration Analysis of Taylor Rule in China	/ 162
5.5	The Applicability of Taylor Rule in China	/ 165
5.6	Interest-Rate Structure System and the Interest-Rate Marketlization	/ 172

5.7	Basic Conclusion and Policy Implication	/ 183
5.8	Summary	/ 185
Chapter 6	Inflation Targeting: An Framework	/ 188
6.1	Inflation Targeting: An Overview	/ 188
6.2	Inflation Targeting: Policy Rule Versus A New Framework	/ 201
6.3	Inflation Targeting: International Evidence	/ 209
6.4	The Applicability of Inflation Targeting in China	/ 231
6.5	Basic Conclusion and Policy Implication	/ 235
6.6	Summary	/ 236
Chapter 7	Basic Conclusion and Future Research	/ 238
7.1	Basic Conclusion	/ 238
7.2	Problems and Future Research	/ 241
References		/ 243
Gratitude		/ 269

第一章 引言

第一节 问题的提出

中国人民银行自 1984 年独立行使中央银行职能开始，标志了中国货币政策实践的开端。长期以来，货币政策目标成为货币理论中争论最多的问题之一，尤其是稳定物价和促进经济增长之间的目标争论在中国尤为突出。理论上的争论主要有以下几种观点：（1）中央银行应该实施单一目标，即或发展经济或稳定币值；（2）中央银行应该以宏观经济政策的四大目标作为货币政策目标；（3）中央银行应该实行双重目标：发展经济和稳定币值。20 世纪 90 年代中期以前，普遍的认识是把宏观经济的四大目标作为货币政策的最终目标（吴超林，2004）。尽管 1995 年《中国人民银行法》规定：“货币政策目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。”但是这一“单目标论”并没有得到广泛的认同（谢平，2000）。与中国经济周期的特征相适应，中国货币政策大致可以归纳为两个阶段：1997 年之前是以反通货膨胀为目标，表现出抑制需求的特征，这一阶段较为一致的观点是支持中央银行采取双重目标，即发展经济和稳定货币。1997 年以后就是以反通货紧缩和促进经济增长为目标，表现出以扩大需求为特征。谢平（2000）认为中国货币政策实质上面临的是多目标约束：物价稳定、促进就业、确保经济增长、支持国有企业改革、配合积极的财政

政策扩大内需、确保外汇储备不减少以及保持人民币汇率稳定。

多目标制在理论上主要存在两个问题：首先是货币政策的有效性问题，即货币政策能否系统地影响产出；其次就是多重目标之间的相互协调性问题。事实上对货币政策的多目标制是“要求过高”，从而迫使中央银行不得不在多目标之间选择一个平衡，往往使得中央银行可能采取机会主义的手段，过多地注重短期效果和表面效果。因此多目标制对于中国来讲不是一个好的货币政策目标制度。无论是从短期还是从长期来看，货币政策都应该坚持稳定物价的单一目标。

货币政策中介目标作为有效货币政策操作框架的重要环节，发挥着两层作用。一是由于货币政策作用机理的滞后性和动态性，货币当局需要有能够迅速反映经济状况变化的金融或非金融指标来作为观察货币政策实施效果的信号；二是为避免货币政策制定者的机会主义行为，需要为货币当局设定一个名义锚（Nominal Anchor），以便公众观察和判断货币当局是否言行一致。历史上的中介目标主要是在利率和货币供给量之间展开的。利率和货币供给量作为货币政策中介目标的优劣取决于一国经济波动的特定结构。近年来，许多国家货币乘数的不稳定性以及经济形势变化的不确定性导致货币政策中介目标的适当性颇受争议。货币当局是继续采取中间目标和最终目标兼顾的目标体系还是采取单一的最终目标体系已经成为当前学术界的热点问题之一。中国引入货币政策中介目标是始于1996年，在中国中央银行制度建立之前，宏观经济调控手段主要是依靠现金投放和信贷规模控制。现金投放和信贷规模在不同历史阶段担负过相当于中介目标的角色，但是由于计划经济体制下这些指标完全受货币当局控制，因此只能理解为政策工具（夏斌等，2001）。在经历了20世纪90年代初金融失控局面的冲击后，货币当局不得不在新的金融环境下寻求新的调控目标。1993年《国务院关于金融体制改革的决定》规定中介目标为货币供给量、信用总量、同业拆借利率和银行备付金率。为了加快货币政策中介目标的改革进程，1994