



金融博士论丛·第十辑

开放条件下的 货币政策规则研究

王晓天/著



**The Research on Monetary Policy
Rules in the Open Economy**



中国金融出版社



金融博士论丛·第十辑

开放条件下的 货币政策规则研究

王晓天/著



**The Research on Monetary Policy
Rules in the Open Economy**

 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

开放条件下的货币政策规则研究 (Kaifang Tiaojianxia de Huobi Zhengce Guize Yanjiu)/王晓天著. —北京：中国金融出版社，2007. 4

(金融博士论丛·第十辑)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4341 - 5

I. 开… II. 王… III. 货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 034399 号

出版 **中国金融出版社**

发行

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 10

字数 249 千

版次 2007 年 7 月第 1 版

印次 2007 年 7 月第 1 次印刷

印数 1—3090

定价 22.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4341 - 5/F. 3901

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



王晓天，2006年南开大学金融学专业博士毕业，现任职于招商银行总行战略发展部。主要研究领域为商业银行经营管理和货币金融学。已在《金融研究》、《数量经济技术经济研究》、《经济科学》、《国际金融研究》、《南开经济研究》、《国际经济评论》等核心刊物发表多篇论文。

序

随着我国经济改革和开放向纵深发展，外贸依存度越来越高，资本流入规模越来越大，外汇储备规模集聚，人民币经常项目可自由兑换，资本项目管制逐步放松，金融市场逐步全面开放，所有这些都对我国货币政策产生了重要影响和巨大冲击。如何在开放经济条件下实施有效的货币政策是目前中央银行面临的一个不可回避的问题。

美国的货币政策具有高效、前瞻、逆经济周期的特点，这反映在美国经济增速和美联储利率政策的紧密关系上：经济上升期间利率上升，经济下降期间利率则下降；对比而言，中国的货币政策缺乏前瞻性，且对变化的宏观经济条件反应迟钝。利率水平严重偏离经济增速，两者甚至呈强负相关关系，这反映一个事实，即在经济上升期，收入和资本流入快速增长带来的资金面宽松使得利率偏低。低（高）利率往往导致通货膨胀（通货紧缩）或资产价格泡沫（暴跌），对经济增长的可持续性和金融稳定性构成重大风险。

1997~2005年中国实际上采取的是固定汇率。这期间中国货币政策的病根很大程度上就在于汇率不灵活、中央银行的货币政策操作缺乏独立性和自主性。现在有越来越多的国家包括越来越多的发展中国家和转型经济国家逐步开始实行浮动汇率制度。时下，我国的汇率形成机制正在进行更加市场化的改革，但国际经验表明，浮动的汇率制度容易使得货币政策操作缺乏“纪律”，带来严重的通货膨胀问题，这样就迫切需要一

个在浮动汇率机制下能够有效稳定物价水平的货币政策。近些年来国际实践表明，货币政策规则是解决这个问题的一个比较好的选择。可以通过引入货币政策规则建立某种新的货币政策框架，以此抑制中央银行的机会主义行为，降低公众的通货膨胀预期，提高货币政策可信度。

开放条件下的货币政策规则的研究在我国学术界可以说还处于起步阶段，王晓天博士在他的博士学位论文基础上修改完成的专著《开放条件下的货币政策规则研究》以一种前瞻性的眼光对此问题进行了富有创造性的研究，对我国货币政策框架的改革具有重要的理论和实践意义。

王晓天博士是一个求上进、敢探索、有才华的青年，他在攻读博士学位的三年中，建立了坚实的理论功底，一直专注于货币金融问题的研究，并发表了一系列有一定学术价值的论文。在博士论文评审和答辩的过程中，专家们对其论文给予了高度评价。

综观全书，思路清晰、结构严谨、文字流畅、论证有力、浑然一体。论文通过对开放条件下货币政策规则的探讨，结合新兴市场经济和金融结构的特点，建立适合分析新兴市场特别是中国的货币政策规则的理论框架，并针对中国的情况进行实证分析和模拟，提出了有独到见解的观点。论文的创新在于：

第一，构建了在开放经济条件下比较货币政策目标规则的一个一般性的结构模型框架，就此模型得出的基本结论针对中国的情况进行了实证分析和考察，并且结合国际货币政策的实践经验，全面探讨了我国货币政策框架的改进和货币政策目标规则的选择问题。

第二，考虑到新兴市场国家（地区）的金融脆弱性，构建了一个评价新兴市场国家（地区）的货币政策工具规则的动态一般均衡模型（Dynamic General Equilibrium Model, DGEM），

并且针对中国经济和金融结构的特殊性对模型做了进一步修正，且在此基础上对中国货币政策工具规则的选择进行了实证分析和模拟。

第三，针对我国仍然存在一定程度利率管制的现实探讨货币政策工具规则的选择问题，提出我国货币政策工具规则需要经历一个由基础货币规则向利率规则的过渡过程。

论文的研究方法也值得称道。论文既有数理模型分析，也有实证研究，货币政策工具规则的研究还运用了目前在宏观经济学领域比较先进的动态一般均衡的建模方法，很有新意。

当然，书中有些观点和结论可能会有争议，但作为学术观点，自当见仁见智、允许各抒己见。同时，货币政策与金融调控问题涉及方方面面的复杂因素，是经济金融运行中最复杂、难度最大的一个理论问题之一。一部专著不可能尽善尽美，因此，我作为作者的博士生导师，衷心地希望作者今后在实际部门的工作中依然能够长期保持对于理论研究的兴趣，结合实际问题对于业务领域和理论研究继续保持一种理性的、具有创造性的分析和研究的眼光和视角。同时，希望作者在工作中能够立大志、勤笔耕，向着更高的目标迈进。

南开大学国际经济研究所所长、金融工程学院副院长、教授

戴金平

2007年2月26日于南开园

中文摘要

货币政策规则（Monetary Policy Rules）研究的进展是近年来货币金融学乃至宏观经济学的一个重要突破。货币政策规则不仅可以指导中央银行制定切实可行的货币政策，而且可以提高货币政策的有效性、可信性和透明度。同时，它也为评价货币政策提供了一个可以观察的基本框架，使人们能够衡量货币政策的实施效果及对社会福利的影响。

20 世纪 90 年代以来，货币政策规则受到了广泛认可，越来越多国家的货币政策理论和实践的发展都呈现了推崇货币政策规则的趋势。中国货币政策一直带有明显的“相机抉择”特点，但这样的货币政策对经济变化的反应滞后，甚至增加了经济的不稳定性。因此，借鉴西方货币政策规则的理论和实践，建立适应新形势的货币政策框架是新世纪我国货币政策的必然选择。

本书研究的主要目的就是在西方货币政策规则研究成果的基础上，通过对开放条件下货币政策规则的探讨，结合包含中国在内的新兴市场国家（地区）经济和金融结构的特点，建立适合分析新兴市场国家（地区）特别是中国的货币政策规则的理论框架，并针对中国的情况进行实证分析，在此基础上希望对中国货币政策框架的改进提供一些有益的启示，并力图寻找或构建适合中国的货币政策规则。

本书研究的基本思路是以开放条件下的货币政策规则的研究为中心，首先从货币政策操作规范“规则”还是“相机抉

择”理论和实践的历史演化入手，得出向规则型货币政策的转型是一种必然趋势的结论。接下来从货币政策目标规则和工具规则两个方面全面回顾和总结了货币政策规则的研究历程和最新发展。在此基础上，对货币政策目标规则和工具规则分别从理论模型和实证分析两个角度进行探讨。最后，综合前面的分析结果并在进一步总结和讨论的基础上，结合国际货币政策实践经验对中国货币政策的改进提出了政策建议。

第1章对规则与相机抉择的争论的理论分析和政策实践的历史演化进行了回顾和总结。结合对规则与相机抉择争论的历史演化和货币政策实践的国际趋势分析，在对我国货币政策实践与经济波动之间关系的历史进行分析的基础上，探讨了我国货币政策操作规范的选择问题，认为实行规则性的货币政策是我国货币政策的必然选择。

第2章对货币政策规则研究的相关文献进行系统的梳理和总结，介绍货币政策规则研究的最新进展。目的在于把握本论题研究的国际前沿，作为本书进一步研究的基础和借鉴。

第3章主要是货币政策目标规则的比较和中国货币政策目标规则的选择。本章构建了一个在开放经济条件下比较目标规则的一个一般性的结构模型框架，就此模型得出的基本结论针对中国的情况进行了实证分析。认为我国货币政策缺乏严格意义上的名义锚，同时实践中起着名义锚作用的汇率目标和货币供应量目标之间又存在内在矛盾和冲突，在这样一个一定意义上双重隐性名义锚的条件下，我国货币流通速度对经济运行的冲击和影响比较显著，给我国货币政策的实行和其有效性带来了比较突出的问题。基于理论和实证分析的结果，结合国际货币政策实践经验，得出结论¹：我国应该以通货膨胀目标作为货币政策名义锚，进而建立通货膨胀目标制。

第4章考虑金融脆弱性构建了一个评价新兴市场国家（地

区)的货币政策工具规则的一个动态一般均衡模型(Dynamic General Equilibrium Model, DGEM),针对中国经济和金融结构的特殊性对模型做了进一步修正,并在此基础上对中国货币政策工具规则的选择进行了实证分析和模拟。结论认为:对于像中国这样的新兴市场国家(地区)来说,货币政策工具规则中包含汇率稳定性的考虑是更优的选择。同时,工具规则中操作变量对CPI通货膨胀目标做出反应一定程度上优于对内部通货膨胀目标做出反应。结合货币政策工具规则的国际经验和我国的实际,认为当前条件下和未来的几年内,我国货币政策工具规则可行的选择是基础货币规则。随着利率市场化进程的深入,利率规则在我国表现出更强的适用性,未来可以成为我国行之有效的货币政策工具规则。银行同业拆借利率更适于作为我国未来利率规则中调控的基准利率。

第5章是本书的结论和对中国货币政策框架改进的政策建议。在对本书的主要结论总结归纳及进一步讨论的基础上,从通货膨胀目标制和工具规则实行的准备以及其他一些主要配套改革等方面提出了改进中国货币政策框架的建议。

Abstract

The evolvement of the research on monetary policy rules is an important breakthrough in the field of the economics of money and finance and the macro-economics these years. A monetary policy rule not only can guide the central bank to make feasible monetary policies but can improve the effectiveness, credibility and transparency of monetary policies. At the same time, it provides an observational basic framework to evaluate monetary policies, through which people can measure the effect and the influence on the social welfare of monetary policies.

Since 1990s, monetary policy rules have received pervasive recognition and more and more countries praise them highly in the theories and practices of monetary policy. Monetary policies in China, which act with discretion, response to the changes of economic conditions with obvious time-lags and even pour oil on the flames of Economic fluctuations. We should use the theories and practices of monetary policy rules in developed countries for reference and construct a new framework of monetary policy in the new century.

On the basis of the research on monetary policy rules in the developed countries, the book studies monetary policy rules in an open economy and aims to construct a theoretical framework that can be adapted to analyze monetary policy rules in emerging markets especially China and make empirical analyses on China. Through those

we expect to help to improve the framework of monetary policy in China and discover or design a monetary policy rule for China.

The book focuses on monetary policy rules in an open economy. The history of the choice of the operation framework between “rule or discretion” indicates that monetary policy that inclines to a rule is a direction. We summarized the research about monetary policy rules including instrument rules and target rules and make theoretical and empirical study on them. On the basis of these, the book uses international experiences for reference and make suggestions to the improvement of monetary policy in China.

Chapter 1 reviews and summarizes the evolvement of the theories and practices of the controversy over the choice of monetary policy’s framework between “rule or discretion”. On the basis of it, we analyze the relation between monetary policy’s practices and economic fluctuations and conclude that monetary policy that inclines to a rule should become a direction in China.

Chapter 2 trims and summarizes the literature on monetary policy rules and presented the evolvement of the relevant study up to date. The chapter aims to grasp the foreland of the thesis and lay a solid foundation for further research.

Chapter 3 aims to compare monetary policy’s targeting rules and discuss the choice of the monetary policy’s targeting rule of China. The chapter constructs a structural model in an open economy and use China for an example to make an empirical analysis on some conclusions of the model. Strictly Speaking, there isn’t a nominal anchor in China. While the dual nominal anchors in some sense work, the influences of monetary circulation velocities on the economy are remarkable. And this has a negative effect on the effective-

ness of monetary policy. On the basis of theoretical and empirical analyses and international experiences, we conclude that monetary policy of China should choose inflation target as a nominal anchor and further shift to the framework of inflation targeting.

Chapter 4 takes financial fragility into account and constructs a dynamic general equilibrium model to evaluate monetary policy's instrument rules in emerging markets. Then we modify the model according to the characters of the economical and financial structures of China and use the modified model to make an empirical study and simulation about the choice of monetary policy's instrument rules in China. We conclude that it is better to take the stability of exchange rate into account and it is better for the operational variable to react to CPI inflation target than to domestic inflation target in the monetary policy's instrument rule for an emerging market such as China. According to the international experiences and the actual state of China, we should choose base-money rule as our instrument rule of monetary policy in the near future. With the further marketization of interest rate, interest-rate rule will acquitted itself better and become an effective instrument rule of monetary policy. In the interest-rate rule it is better to choose the inter-bank borrow-and-lend interest rate as the benchmark interest rate.

Chapter 5 concludes the book and makes further discussions. We put forward some suggestions to the improvement of the framework of monetary policy in China from the angle of the preparations for the inflation targeting and monetary policy's instrument rules and some assistant reforms.

目 录

0 导论	1
0.1 研究的背景、目的和意义	1
0.1.1 问题的提出	1
0.1.2 研究的目的和意义	3
0.2 概念的界定	4
0.2.1 货币政策规则的界定和分类	4
0.2.2 货币政策目标规则和工具规则的关系	10
0.3 研究的基本思路和方法	11
0.4 开放条件下货币政策的特殊性	16
0.5 本书的主要贡献和创新	17
0.6 研究的局限性和进一步研究的方向	19
1 规则还是相机抉择：理论分析与政策实践	21
1.1 规则与相机抉择之争	21
1.1.1 规则与相机抉择的争论	21
1.1.2 货币政策规则与相机抉择在西方的实践	25
1.2 货币政策规则的理论依据—— 动态不一致性理论及其扩展	27
1.2.1 动态不一致性的含义及其基本理论	27
1.2.2 解决货币政策动态不一致性问题的办法	31
1.3 我国货币政策实践与经济波动	39

1.3.1 中国相机抉择型货币政策的实践与效果	39
1.3.2 向规则型货币政策转型：中国的必然选择	41
本章小结	43
2 货币政策规则的研究进展：文献综述	45
2.1 货币政策目标规则研究概述	46
2.1.1 各种目标规则及比较	46
2.1.2 关于通货膨胀目标制	52
2.1.3 关于发展中国家的货币政策目标规则	62
2.2 货币政策工具规则研究概述	63
2.2.1 基础货币规则的产生和发展	63
2.2.2 利率规则的提出和发展	68
2.2.3 麦卡勒姆规则与泰勒规则的融合与相互借鉴	79
2.2.4 关于发展中国家的货币政策工具规则	80
2.3 我国关于货币政策规则的研究现状	81
本章小结	83
3 开放条件下货币政策目标规则与通货膨胀目标制	85
3.1 引言	85
3.1.1 货币政策目标规则与名义锚	85
3.1.2 各种货币政策目标规则的简要评价	86
3.2 开放经济条件下目标规则的比较： 一个简单的结构模型	99
3.2.1 模型的基本框架	99
3.2.2 不同目标规则下的均衡与冲击	102
3.2.3 不同目标规则条件下损失函数的比较	106
3.3 中国货币政策双重隐性名义锚的	

内在冲突与协调	110
3.3.1 1998~2000 年的通货紧缩时期	112
3.3.2 2001 年以来防止通货膨胀时期	120
3.4 中国双重隐性名义锚下的货币流通速度的影响	126
3.4.1 数据的选择与处理	126
3.4.2 VAR 模型和脉冲响应函数分析	133
3.5 通货膨胀目标制的政策实践、绩效与经验	137
3.5.1 通货膨胀目标制的实施背景与绩效	138
3.5.2 通货膨胀目标制的国际经验总结	146
3.6 结论和中国货币政策目标规则的选择	150
本章小结	155
4 货币政策工具规则：理论框架与对中国的考察	157
4.1 引言	157
4.2 考察货币政策工具规则的宏观经济框架	159
4.2.1 考察金融脆弱性的动态一般均衡模型	159
4.2.2 损失函数和福利标准	180
4.3 中国货币政策工具规则的选择与政策模拟	182
4.3.1 结合中国情况对模型框架的进一步考察	182
4.3.2 模型求解和模拟	195
4.4 利率规则——中国货币政策工具	
规则的未來选择	213
4.4.1 货币政策操作变量选择的	
国际经验与趋势	213
4.4.2 利率市场化与利率规则	218
4.4.3 利率规则的实施准备——	
我国基准利率的选择	220
本章小结	228

5 结论和中国货币政策框架的改进	230
5.1 本书的主要结论及进一步的讨论	230
5.2 关于改进中国货币政策框架的一些建议	234
5.2.1 关于通货膨胀目标制	234
5.2.2 关于工具规则	236
5.2.3 其他一些配套改革	238
本章小结	247
参考文献	249
附录	283
后记	295