

中国博士后科学基金一等资助项目（20070420056）

中国博士后科学基金首批特别资助项目（200801143）

江苏高校优势学科建设工程资助项目（PAPD）

转型期开放经济下 货币政策规则研究

A Study on Monetary Policy Rules
in Transitional and Open Economy

卞志村 著

 中国金融出版社

中国博士后科学基金一等资助项目 (20070420056)
中国博士后科学基金首批特别资助项目 (200801143)
江苏高校优势学科建设工程资助项目 (PAPD)

转型期开放 经济下货币政策规则研究

**A Study on Monetary Policy Rules
in Transitional and Open Economy**

卞志村 著



中国金融出版社

责任编辑：张 超 刘艳华

责任校对：李俊英

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

转型期开放经济下货币政策规则研究 (Zhuanxingqi Kaifang Jingjixia Huobi Zhengce Guize Yanjiu) / 卞志村著. —北京：中国金融出版社，2011. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6237 - 9

I. ①转… II. ①卞… 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 (2012) 第 000528 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 14.5

字数 255 千

版次 2011 年 12 月第 1 版

印次 2011 年 12 月第 1 次印刷

定价 31.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6237 - 9/F. 5797

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

序

卞志村博士的这本专著《转型期开放经济下货币政策规则研究》是他的博士后研究工作报告。在本书付梓之际，他盛情邀我作序。作为他博士后研究的指导教师，我当然责无旁贷。加之，这部专著确有诸多新的探索，值得向理论界推荐。

酝酿写序之际，正值美联储异乎寻常地公布了新的货币政策之时。本来，全世界都在等待美联储推出第三轮量化宽松政策，出人意料地，在9月21日公布的简短且格式化的货币政策表述中，已经箭在弦上的QE3依旧引而未发，美联储却一次性公布了三项令人瞩目的政策，即：政府债券期限延展计划，对机构抵押债券再投资计划（用到期的机构债和抵押贷款支持证券之所得），以及再次确认于2013年中期之前将联邦基金利率维持在0~0.25%的低水平之上。美联储这一套货币政策“组合拳”的密度很大，力度亦强，其中体现出的对经济继续下滑之强烈担忧，几乎等于对近来弥漫于世的经济危机“二次探底论”作了一个背书。

全世界有理由对美联储的决定感到担忧。因为，美国作为全球最主要的经济体，包括中国在内的所有新兴经济体和广大发展中国家都会受到其宏观经济政策的影响。因此，我想借此序言，对美国和中国的货币政策操作及其理念，结合美联储新的货币政策操作，谈一点研究的体会。

在历史上，美国联邦储备银行素来就有以利率作为货币政策中介目标的传统。在第二次世界大战期间，“钉住利率”（钉住政府国库券利率）甚至是美联储唯一的货币政策范式。1951年在美联储和财政部的历史性协议之后，美联储虽然从钉住国库券利率的羁绊中解放出来，但仍然以调整联邦基金（美国银行间同业拆借市场）的隔夜利率为主要政策手段。直至70年代货币主义兴起，以及货币主义者沃尔克入主美联储以后，这种状况才得到改变。在货币主义者看来，如果货币需求在长期是稳定的，则长期货币增长率将确定一个长期

的名义 GDP 增长率。所以, 设定一个长期的货币增长率并努力实现之, 事实上就是在实现货币政策所设定的通货膨胀率目标, 因而, 货币政策应该实行一个确定的货币供应增长率的“单一规则”。在货币主义影响主导下的美联储看来, 货币增长率就是一个有用的货币政策目标。在一定意义上, 确定并实施一个并非主观臆定的“单一规则”, 也就是在实现某种程度的“货币中性”。我们看到, 正是在这一货币理论的影响下, 在其后十多年的时间里, 以货币供应量为中介目标的货币政策操作体系被美联储奉为主臬并被世界各国纷纷效法。

经过十多年的实践之后, 货币主义的政策主张在美国的货币政策实践中遇到了越来越大的挑战, 其关键在于货币供应量与物价水平之间的关系越来越不密切了。这种状况逐步发展, 以至于美联储主席格林斯潘于 1993 年 7 月 22 日在参议院作证时出人意料地宣布: 美联储决定放弃实行了十余年的以调控货币供应量来调控经济运行的货币政策规则, 改以调整实际利率作为对经济实施宏观调控的主要手段。促使美国货币政策转变的主要原因在于, 70 年代以来美国人投资方式的改变以及风起云涌的金融创新, 使得社会上充满了大量的流动资金, 而这些资金没有也很难被包括在货币供应量之内。因此, 如果继续使用货币供应量作为判断、指导经济增长的准则, 就会出现越来越大的失误。而改用实际利率作为政策工具, 则可以将金融市场上的所有资金流动统统覆盖在内。

1994 年 2 月 22 日, 格林斯潘在参议院作证时, 又一次出人意料地指出: 联邦储备委员会将以“中性”的新货币政策来取代前几年的以刺激经济为目标的货币政策。根据他的解释, 所谓“中性”的货币政策, 就是使利率对经济既不起刺激作用也不起抑制作用, 从而使经济以其自身的潜在在低通货膨胀下持久稳定地增长。基于这一原则, 美联储将其作为确定和调整实际利率的主要依据转向了实际年经济增长率。他们认为, 美国劳动力的年增长率为 1.5%, 生产率年均增长率约为 1%。因此, 美国潜在的年经济增长率为 2.5% 左右。据此, 美联储的主要任务就是通过调整利率, 使年经济增长率基本稳定在 2.5% 左右的潜在增长率水平上, 这样就可以同时达到稳定物价和保证经济增长的双重目标。

美联储调整联邦基金目标利率, 考虑的不仅是物价这样一个简单的指标, 实体经济运行的状况, 例如经济增长率、劳动生产率、就业以及供给冲击等, 都是调整联邦基金目标利率的重要考虑因素。更重要的是, 美联储对利率调整的幅度与方向的把握, 就是要保持一个较为稳定的真实利率, 并且努力使联邦基金利率与实体经济中的真实利率大体相当, 以使联邦基金利率的调整尽可能

地保持“中性”。

90年代中期以来的联邦基金利率的调整,基本上遵循的都是美联储货币政策的这些新准则。1997年亚洲金融危机之后,美国的经济增长率开始逐渐下降,失业率开始上升,与此同时,美国购买力的增长率也在不断地下降,作为反映,联邦基金利率小幅度地下降了;2000年之后,美国的经济增长率大幅度地下降,尤其是在受到“9·11事件”的冲击之后,美国私人部门投资的信心受到沉重打击,失业率大幅度攀升,资源利用率也开始大幅度下降。在那两年里,美联储急剧地降低了联邦基金的目标利率;自2003年以来,美国经济虽然受到了能源和原材料价格上涨的供给冲击,其投资、经济增长率和资源利用率都在上升,各种迹象显示,美国经济逐渐恢复了正常的自主发展的态势。应对这种变动,美联储于2004年6月开始“平滑而有规则地逐步提高”了联邦基金利率的目标水平,在一段时期中,它先后五次有规则地提高了联邦基金利率的目标水平,而且每次都只提高0.25个百分点。这里反映的并不是对通货膨胀率上升的担心,而是对一种市场均衡状态的复归。

次贷危机发生之初,联邦基金利率和贴现率均处于5.25%,为了刺激经济,从2007年8月开始,美联储先后10次大规模降息,政策利率(机构间的隔夜拆借利率)由5.25%降低至0~0.25%的目标区。12次降低贴现利率,累计调低525个基点至0.5%。随着利率下调空间的不断减小和经济的进一步恶化,美联储采用了非传统货币政策,2008年12月至2010年3月间购买了价值1.72万亿美元资产,一方面及时拯救了一些濒临破产的金融机构和企业,有效地防范了系统性金融风险的发生;另一方面向金融市场注入了大量的流动性,提高了信贷的可得性,对缓解信贷萎缩、提振市场信心、促进金融市场正常运行发挥了重要作用。

出于阻滞危机恶性扩散的目的,美联储连续推出了两轮量化宽松货币政策。但是,由于危机实在过于深重,这些政策非但没有有效刺激美国的经济复苏,反而带来了一系列新的问题。这些问题终于在近两个月显露出狰狞面目,美国主权信用评级下调在前,欧洲主权债务危机续后,全世界又拉响了危机二次探底的警报。从先后透露出的决策信息,我们看到,美联储认为,由于美国事实上已经陷入流动性陷阱,简单的“量化宽松”已经无济于事,所以,我们才于9月21日看到了出人意料的政策组合的推出。

对抵押贷款债券的再投资,体现了美联储着力维持抵押债券市场,进而阻止住房市场继续恶化的决心。这显然是美国经济恢复的关键。关于利率的表述,虽然只是对8月9日业已作出的利率政策的重申,但它表明:在美联储看

来,自8月份作出了那个异乎寻常的决定以来,美国及全球严峻的经济形势并未稍有纾缓。

政府债券期限延展,因其在历史上很少采用,值得做一些探究。

所谓债券期限延展指的是,美联储拟于2012年之前,购进4 000亿美元剩余期限为6~30年的政府债券,同时售出等值的剩余期限在3年以内的债券。这一政策操作与美联储着眼于短期的惯常操作大异其趣,因此又被称为“扭曲操作”。通过这一操作,美联储持有的美国政府债券的期限,将从当下的75个月延展到2012年底的100个月。更重要的是,通过减少市场上长期政府债券的供应,长期利率将感受到向下的压力,这包括一系列与政府长期债券具有密切关联的其他金融资产的利率,如住房抵押贷款、公司债券、对住户和企业的贷款等。而长期利率的下降,无疑会使金融市场上资金供给紧张和投资成本高悬局面有所缓解,从而可产生刺激经济恢复之效。

这一政策及其效果涉及利率决定的期限结构理论。一般认为,利率的期限结构,主要由人们对未来市场上的短期利率的预期和期限溢价两大因素决定,因而,债券收益率曲线随期限延长呈凸性提高。其走势随期限之延伸而提高表明,随着期限的延长,市场的不确定性在逐渐增加;其上升路径呈凸性则表明,市场对较远期的未来的短期利率及其不确定性的预期趋于稳定,从而,期限溢价的增长速度会随期限的增加而减缓。

然而,由于危机的深化以及前期过量的“量化宽松”,目前美国国债的收益率曲线已经完全脱离了常轨,呈凹性上翘状态。这意味着,美国事实上已经陷入“流动性陷阱”;再依靠“量化宽松”来刺激经济已无济于事,且有恶化通胀之虞。百般无奈,美联储只好祭起“扭曲操作”的法宝,寄望它能刺激长期投资,助力经济恢复。

历史上,美国曾两次实施过类似的扭曲操作。第一次发生在20世纪60年代。当时,愈演愈烈的对外贸易逆差使得美元急剧贬值,黄金储备大量流失,严重削弱了美元作为国际储备货币的基础。实施扭曲操作,旨在吸引长期资本流入美国,改善其国际收支状况,强固美元地位。第二次发生在20世纪70年代末期。当时,美国经济陷入滞胀,货币当局希望通过扭曲操作,一方面提高短期利率,抑制通胀;另一方面降低长期利率,刺激长期投资,恢复经济增长。从实践看,那两次操作的确都产生了一定的效果,但是,后来的市场发展也显示:在一个市场经济中,“扭曲”不可能长久,因为市场很快就会通过“借长用短”的方式来进行期限套利,从而迫使收益率曲线回归常态。因此,我们认为,此次扭曲操作或可收效于一时,对其长期效果依然不能寄望过高。

更何况，在技术上，美联储如何能在其扭曲操作中，既将收益率曲线的长端下压，又将其短端维持在0~0.25%的低位，我们还须拭目以待。

值得注意的是，由于美国仍然居于全球金融中心的地位，美元仍然是国际货币体系中的主要储备货币，美联储的这一政策，势必产生吸引国际资本流入的结果，最近美元汇率上扬便是明证。因此，在其他国际储备货币均被其国内经济拖累而自顾不暇的背景下，美联储这一政策操作对国际金融格局的影响值得关注。

就中国而言，美联储决定再投资于机构抵押债券，将使得投资于美国中长期国债产生一定的资本增益。这对于持有大量美国中长期国债的我国外汇储备而言，至少可暂时缓上一口气。就利率政策影响而言，其再次确认联邦基金利率于2013年中之前保持低位，固然依然不利于我国的货币政策操作，但其“扭曲操作”，总体上还不能算是坏消息。

二

自1996年正式编制并公布货币统计口径计算以来，我国正规的货币政策只有14年历史。然而，市场化改革使得大量国民储蓄集中于金融体系，货币政策一向就为人们广泛关注，近年来更成为世人瞩目的焦点。

我国货币政策的历史虽短，但无论是从政策体系框架的完善程度、货币政策的操作理念，还是从具体的操作艺术、从业人员的素质来衡量，其发展、进步都是有目共睹的。正因为如此，货币政策对于保证近年来国民经济持续较快增长，发挥了不可磨灭的作用。

然而，也应看到，面对极其复杂的我国经济，货币政策的调控效果似乎不佳，政策效力有日渐衰退之势。这一点，已经逐渐成为社会共识。货币政策效果不佳是由多方面因素造成的。

其中，货币政策自身需要改进。随着经济的增长、经济对外开放程度不断加深、金融市场渗透的领域逐步扩大、金融创新不断深入，货币政策实施的环境发生了根本性变化，从而造成货币政策的传导机制发生了重大变化。如上所有变化，都使得目前以调控货币供应量为为主的货币政策范式逐渐失去了有效发挥作用的条件，面临越来越大的挑战，因而必须认真考虑进行调整。

其一，货币供应量的统计口径越来越模糊，其“可测性”和“可控性”逐步降低。近年来，虽然央行在控制基础货币供应量方面日趋娴熟且成效显

著,但货币供应量的计划指标与实际达到的指标之间的差异有增大之势。其中的重要原因在于,由于金融市场发展和金融创新的深入,金融资产的整体流动性在不断提高。这一方面使得货币供应易变性增强、货币乘数不稳定,另一方面则使得能够发挥货币功能的金融资产不断增多。

其二,货币供应量与 GDP 以及物价水平走势的“相关性”降低,以至于即便对货币供应量实施了有效控制,亦难以实现货币政策的最终目标。这种状况还是由金融市场发展和金融创新带来的。在此,我愿特别对近年来在中国迅速发展的“影子银行体系”多说几句。据中国社科院金融所估计,中国以各类理财产品为主的影子银行体系的规模在 2011 年可能达到 10 万亿元之巨。如果认定理财产品的 40%~60% 是替代银行信贷的,则本年通过影子银行体系放出的信贷大致上可与计划中的 7.5 万亿元旗鼓相当了。显然,诸如此类的发展和创新,不仅增加了可以发挥货币功能的金融资产的系列,而且使得这些货币供应的流通速度不断提高,从而更加加剧了流动性膨胀的局面,致使社会上可贷资金充斥。

其三,主要商业银行的公司化改造,改变了货币政策的传导机制。虽然理论上可以概括出很多货币政策的传导渠道,但通过银行机构的信贷渠道始终都占关键地位。在我国这种以银行为主导的金融体系中,这种现象尤其显著。信贷是银行机构的行为,因此银行体系的改革就不能不对货币政策信贷传导产生影响。总的趋向是,由于利润目标受到强调,商业银行应对央行调控的“对策”层出不穷,央行的宏观调控政策因而也遇到新的挑战。

三

就货币政策规则而言,货币政策操作一般可分为“单一规则”和“相机抉择”。弗里德曼主张实行“单一规则”的货币政策,即把货币存量作为唯一的政策工具,由货币当局公开宣布一个在长期固定不变的货币增长率;“相机抉择”则指中央银行在操作政策工具过程中不受任何固定程序或原则的束缚,依据经济运行态势,灵活操作,最终达成货币政策目标。自从 1984 年中国人民银行正式履行中央银行职能以来,在摸索进步的过程中,我国的货币政策操作方式具有浓重的相机抉择色彩。1993 年金融体制改革,中央银行开始按季度公布 M_1 和 M_2 的增长率,并于 1996 年正式将货币供应量作为中介目标,这是我国货币政策操作规则上的一个显著进步。然而,货币供应量作为中介目标,在实际运行中也出现了较多问题,如货币供应量的可测性和可控性逐步降

低,货币供应量与宏观经济指标的相关性降低等。面对这种问题,单一规则和相机抉择之间的灵活性和可信性的冲突尤为明显。这意味着,选择正确的政策操作规则,对于宏观调控决策十分重要。从这个意义上说,面对错综复杂的国际形势,卞志村博士对转型期开放经济下货币政策规则问题的研究,具有重要的现实意义。

卞志村博士的这本专著运用大量宏观经济学的理论模型及计量分析方法,对转型期开放经济下中国货币政策操作规则问题进行了广泛深入系统的研究,实证检验了现阶段货币政策的操作规范,并对转型期开放经济下我国货币政策规则的选择提出了对策建议。该书的研究挑战的是货币经济学的前沿问题,提出的问题是提高中国宏观金融调控效率必须解决的。作者阅读分析了大量的相关文献,紧密结合中国实际,对中国货币政策规则进行了系统研究,其学术价值自不待言,其实践意义更为重大。

这部专著主题鲜明,方法科学,思路清晰,逻辑严密,分析透彻,文笔流畅,体现了作者具有扎实的经济学、金融学理论基础和良好的背景知识,也反映了作者严谨的治学态度。值此全球金融危机深化之际,金融理论界正酝酿着新的理论创新。作为新一代金融理论研究者,卞志村博士显然遇到了可遇不可求的“好时光”。我希望卞志村博士抓住机遇,在今后的研究工作中再接再厉,认真研究此次金融危机中暴露出的新问题和新的趋向,跟踪各国货币当局在应对危机中所采取的新举措,并将之上升到理论层面进行认真思考,进而为发展中国的金融理论,为推动中国金融理论走向世界,作出新的贡献。

中国社会科学院

李扬

2011年11月1日于北京



摘 要

货币政策的目的在于通过货币政策工具的操作有可能实现中央银行特定的货币政策目标,无论这一目标是物价稳定还是经济增长或是其他,其最终效果均与货币政策的操作方式密不可分。货币政策操作能否有效发挥作用依赖于所处的经济环境。我国经济目前正处在转型期,经济的开放度也越来越高,没有现成的货币政策理论能够完全指导中国转型期开放经济下的货币政策操作实践,故针对转型期开放经济下的货币政策操作及货币政策规则问题进行研究具有重要的理论与现实意义,本书的研究从货币政策操作规范、货币政策工具、货币政策传导机制和货币政策目标等四个方面展开。

本书第二章首先回顾了货币政策规则的一般设计和历史演进,然后比较分析了用于研究开放经济下货币政策研究的两个理论框架:蒙代尔—弗莱明模型和新开放经济宏观经济学范式。新开放经济宏观经济学的优点在于能够进行福利分析,明确的效用函数形式使我们能通过模型来考察宏观经济政策及经济冲击对居民效用的影响,当然我们更应该关注的是研究方法而不是结论。

第三章在卞志村(2006)的研究基础上进行了拓展,验证在开放经济条件下,即在充分考虑到汇率因素时,转型期中国的货币政策操作究竟应遵循规则还是相机抉择。我们对开放经济下中国货币政策操作中的规则性和相机抉择性成分进行了分离,发现从1996年至今,我国基本上实行的是以相机抉择性成分为主的货币政策。在此期间,规则性货币政策成分只对经济运行产生很小影响或基本没有影响。在真实GDP增长率和通货膨胀率的波动方面,引入开放经济因素的分析与卞志村(2007)在封闭经济下分析所得出的结论基本一致。而且我们还发现,中国货币政策的相机抉择成分加剧了人民币有效汇率的波动。我国的经济波动主要是由相机抉择性货币政策成分引起的。动态模拟的结果表明,如果中国在开放经济下采用规则型货币政策操作,我国经济的波动程度将会大大降低。规则型货币政策不仅能够减少实际经济的波动,稳定通货膨胀预期,而且能大大减少人民币名义有效汇率波动。

第四章在国内有关泰勒型规则研究的基础上,采用了反应函数法对开放经济下泰勒规则进行了比较分析,在传统泰勒规则只对本国通胀缺口和产出缺口作出反应的基础上,引入了汇率及外国经济波动。GMM 估计结果显示,传统泰勒规则中直接引入汇率会降低模型解释能力,而且引入汇率项后我国利率对产出缺口的反应系数为 -0.1263 ,与现实情况不符。但在泰勒规则原式中加入外国经济波动项不会降低模型对我国银行间同业拆借利率的解释能力,利率关于通胀缺口和产出缺口的反应系数分别为 0.5936 和 0.3253 ,与封闭经济下的估计系数区别不大。外国经济波动对本国经济的影响主要是通过影响长期均衡实际利率和潜在产出。卞志村(2006)在封闭经济下对泰勒规则的研究已证明,泰勒规则不适合在中国运用,主要原因在于我国利率对通胀缺口反应不足,泰勒规则在我国很可能是一种不稳定的规则。本书将分析扩展到开放经济下,发现这一现象仍然存在。

第五章首先对有关货币政策传导研究的文献进行了回顾,货币政策传导渠道主要表现在四个方面:一是利率渠道,二是信贷渠道,三是汇率渠道,四是资产价格渠道。我们使用包含 11 个变量的 VAR 模型对中国的货币政策传导机制进行了研究,以研究利率渠道、信贷渠道、汇率渠道及资产价格渠道在货币政策传导中的相对大小。实证结果表明,我国利率传导作用依然十分微弱,汇率传导渠道和资产价格传导渠道的作用则更加微弱。虽然我国转型期的货币政策急需向规则转型,但我国尚不完善的政策传导机制可能会削弱规则型货币政策的效果。因此,要继续推进利率、汇率及金融市场改革,才能实现我国经济转型和货币政策操作范式转型的目标。

第六章首先通过对通货膨胀目标与汇率目标性质的分析,指出二者是无法共存的,因为汇率目标会降低中央银行通货膨胀目标的可信度,而中央银行有关通货膨胀承诺的可信程度是通货膨胀目标制的最关键部分。所以对实行通货膨胀目标制的开放经济体来说,固定汇率制不是一个好的选择。我们使用了开放经济下的新凯恩斯模型,对不同政策体系下的社会福利进行比较,比较的目标体系包含四种组合,即严格通货膨胀目标制下资本自由流动,严格通货膨胀下限制资本流动,灵活通胀目标、资本自由流动和完全浮动汇率制,灵活通胀目标、限制资本流动和管制汇率浮动。通过模型参数的校准,我们实证分析了当小型开放经济体面临冲击时,不同目标体系下本国各经济变量的反应程度。实证结果表明,灵活通胀目标、资本自由流动和完全浮动汇率制构成的政策目

标体系能够更好地吸收冲击。此外,严格通货膨胀目标制无法组成吸收国内外冲击的最优政策体系。这说明,我国中央银行遵循最优货币政策规则选择货币政策目标时,并不一定要选择严格通货膨胀目标制。目前情况下,产出因素和通货膨胀因素都应是我国中央银行执行货币政策的重要权衡因素。故我们可以选择一些灵活通货膨胀目标的政策框架,如混合名义收入目标框架(卞志村,2005)作为向通货膨胀目标制转型的过渡安排。此外,灵活通胀目标、资本自由流动和完全浮动汇率制政策体系的优点也为我国货币政策和汇率制度改革提供了方向。

本书第七章论述了转型期开放经济下我国货币政策规则框架的选择问题。浮动汇率制是实现经济转型和货币政策转型的必要条件,如果我国实行以通货膨胀目标制及泰勒规则为主体的货币政策框架,就必须实现向浮动汇率制的转型。从我国现实国情来看,流行于发达国家的泰勒规则可能暂时还无法在中国使用,在当前情况下,我们还需一些辅助性的工具规则作为过渡,如基础货币规则、单一规则等。虽然这些辅助性的规则最终将成为历史,但其仍是当前实现平稳转型的必要条件。我国当前处在转型期和开放进程中,这种双重背景使通货膨胀目标制暂时也不适合在中国实施,但我国中央银行应尽快明确宣布货币政策操作规范向规则型转型,以更好地稳定公众预期,努力让规则型货币政策成分在经济运行中发挥主导作用,在降低经济波动的同时,积极创造实行通货膨胀目标制的各方面条件。为了提高中国经济运行质量,我们应该寻找一种过渡安排。这种过渡安排可以包括混合名义收入目标框架(卞志村,2006)、有管理的浮动汇率制度、基础货币规则等,作为向货币政策新框架转型的过渡期安排,既重视产出,也重视通货膨胀,同时兼顾汇率波动,促进我国经济的协调健康稳定发展。

关键词: 转型 开放经济 货币政策 货币政策规则

Abstract

Through the implementing of monetary policy instruments, the function of monetary policy is to achieve central bank's specific monetary target, whether which is price stability, economic growth or else, and the final effect has an inseparable connection with the operation mode of monetary policy. Whether the monetary policy can act effectively depends on the overall economic circumstances. As China has been in the transition period and its open - up degree has been growing, no existing monetary policy theory can be used to guide the monetary policy practice in this transition and open - up economic situations of China, thus research on the monetary policy operation and monetary policy rules under the transition and open - up economic circumstances carries an important significance both in theory and reality. This thesis extends in a fourfold way as follows: monetary policy operational guidelines, monetary policy instruments, monetary policy transmission mechanisms, and monetary policy targets.

After reviewing on the devising and historical evolution of monetary policy rules, chapter two at first makes a comparative analysis on two theoretical framework of monetary policy research in open economy— Mundell - Fleming model and new open economy macroeconomics paradigm. New open economy macroeconomics does better in welfare analysis. Explicit form of utility function facilitates us to model those effects on individuals' utility of certain macroeconomic policies and economic shocks; however we should rather focus on the research method than these conclusions.

Chapter three is based on the research of Bian Zhicun (2006) to test whether monetary policy should follow the rules or the discretion in an open and transition economy of China when considering the exchange rate. After separating those factors from rules and discretions in China's monetary policy practices in open economy, we

find that since 1996 till now China basically has implemented discretion – dominating monetary policy. During that time, rule – based monetary policy has little if any effect on the economic performances. After introducing open economic factor, results about the volatility of real GDP growth and inflation rate are basically consist with the research of Bian Zhicun (2007) in a closed economy. Moreover, we discover that those discretionary factors in China's monetary policy increased RMB efficient exchange rate volatility. China's economic fluctuation was mainly caused by discretionary monetary policy factors. Results from our dynamic simulation indicate that if China implements a rule – based monetary policy, the economic volatility can be reduced greatly. Rule – based monetary policy not only can reduce real economy's fluctuations and stable inflation expectations, but also can reduce RMB nominal efficient exchange rate volatilities.

Based on reviewing domestic literatures about Taylor rules in chapter four, this thesis adopts a response function to comparatively analyze Taylor rules in an open economy. As original Taylor rules emphasize the interest rate response to domestic inflation gap and output gap, this research makes advancement by introducing exchange rate and foreign economic fluctuation. The estimation results of GMM show that the direct introduction of exchange rate in traditional Taylor rule model will reduce the explanatory capacity and after the introduction of exchange rate, the response coefficient of the interest rate to the output gap is -0.1263 . This matter does not conform to the actual fact. However, introducing foreign economic fluctuations to the original Taylor rule type will not reduce the model's explanatory power for China's inter – bank interest rate. The response coefficients of interest rate on the inflation gap and output gap were 0.5936 and 0.3253; with the closed economy estimates coefficients are not much different. Foreign economic fluctuations may influence the national economy mainly through the impact of long – term equilibrium real interest rates and potential outputs. It had showed that in a closed economy the Taylor rule is not suitable for using in China (Bian zhicun, 2006) . The main reason is that the interest rate responds little to inflation gap so the Taylor rule in China is likely to be an unstable rule. This article analyzes this issue in an open economy, and the phenomenon still exists.

In chapter five, we first review the articles for monetary policy transmission research. Monetary policy transmission channels are usually in four aspects: the interest rate channel, the credit channel, the exchange rate channel, and asset price channel. We research on China's monetary policy transmission mechanism by using the VAR model which includes 11 variables to examine the relative size in monetary policy transmission mechanism in the interest rate channel, credit channel, exchange rate channel and asset price channel. The empirical results show that in China, the role of interest rate transmission mechanism is still very weak, while the effect of exchange rate transmission channel and asset price transmission channel is weaker. Although China's monetary policy rules need to transform, but China's not yet complete policy transmission mechanism may weaken the effect of the rule - based monetary policy. Therefore, it's necessary to continue to push interest rates, exchange rates and financial market reforms to achieve objectives of our economic transition and monetary policy paradigm shift.

In chapter six, we analyze the nature of inflation target and exchange rate target at first. It is pointed out that the two can not coexist, because the exchange rate target will reduce the credibility of central bank's inflation target, while the central bank's credibility on inflation commitment is the most critical part of inflation target. Therefore, the fixed exchange rate system is not a good choice for the open economies which adopt inflation targeting. We use the New Keynesian model in an open economy to compare the social welfare under different policy systems. Comparison of target systems contains four combinations: strict inflation targeting with free capital flow, strict inflation targeting with capital flow restrict, flexible inflation targeting with free capital flow and complete floating exchange rate, flexible inflation targeting with restricted capital flow and managed floating exchange rate. After parameter calibration, we empirically analyze the response of domestic economic variables to shocks for a small open economy under different targeting systems. Empirical results indicate that targeting system consisting of flexible inflation targeting, free capital flow and complete floating exchange rate does better in absorbing shocks. Besides, strict inflation targeting can not match others to form an optimal policy system to absorb shocks from home and abroad. This shows that when China's central bank follows the optimal

monetary policy rules to choose the monetary policy goals, it's not necessary to choose strict inflation targeting. Under the present circumstances, production and inflation factors should be important trade-off factors for China's central bank to carry out the monetary policy. Therefore we can choose some policy framework of flexible inflation targeting, such as the hybrid nominal income targeting framework (Bian Zhicun, 2005) as the transition to inflation targeting. In addition, the advantages of policy system consisting of flexible inflation targeting, free capital flow and complete floating exchange rate offer a direction for our country's monetary policy and exchange rate system reforms.

Chapter seven discusses the choice of our country's monetary policy rules paradigm under economic transition and open-up circumstances. Floating exchange rate system is the necessary conditions for achieving economic transition and monetary policy transition. If our country adopts inflation targeting and Taylor rules dominated monetary policy framework, it is necessary to achieve the transition to a floating exchange rate system. View from the actual situation in China, the Taylor rule which is popular in developed countries may not be used in China for the time being, in the current circumstances, we also need some supplementary rules as transition tools, such as base monetary rule and single rule. Although these supplementary rules will eventually become history, they still present a necessary condition for a smooth transition. China is currently in the process of transition and open-up, these dual backgrounds make the inflation targeting not suitable for being implemented in China, but China's central bank should clearly announce as soon as possible the transition to a rule-based monetary policy operation mode. Only in this way, can we make the rule-based components play a leading role in reducing economic fluctuations. Also, it's necessary to actively create the implementation conditions for inflation targeting in all aspects. To improve the quality of economic operation in China, we should look for a transitional arrangement. This transitional arrangement may include hybrid nominal income targeting framework (Bian Zhicun, 2006), manage floating exchange rate system and base monetary rules as a transition to a new monetary policy framework. The transitional arrangements should not only emphasize output, but also give attentions to inflation and take into account of exchange rate fluctuations. Only by do-