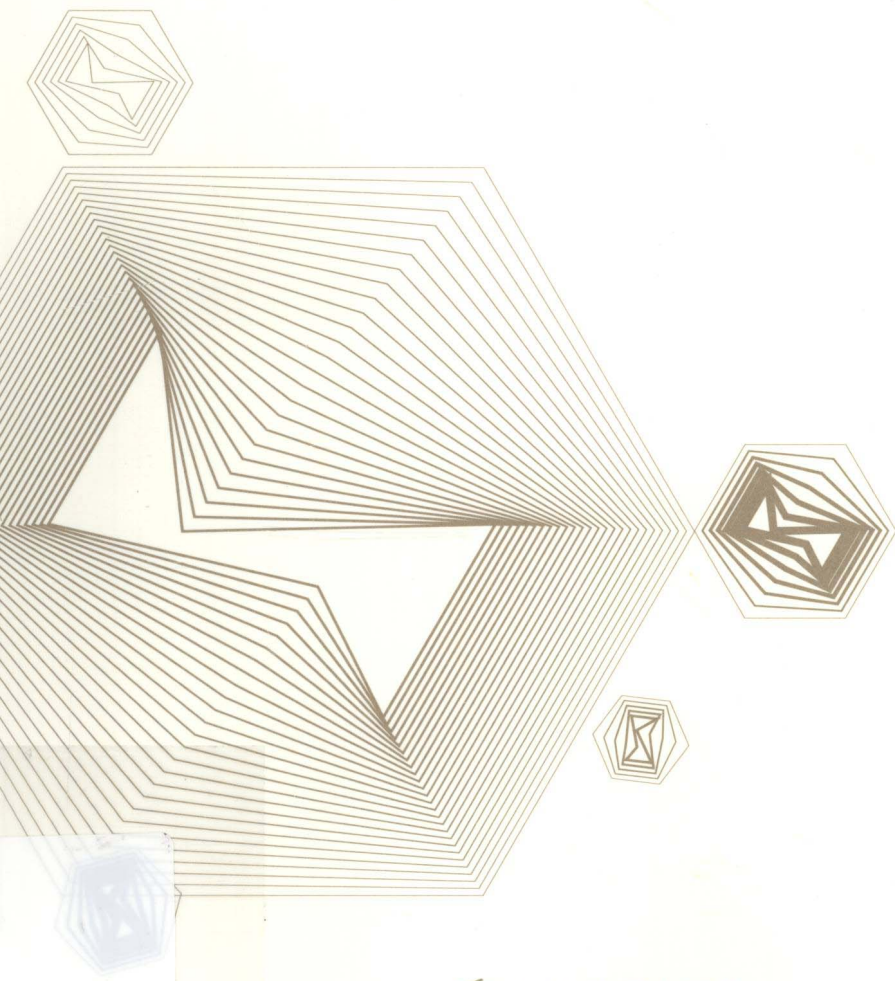


最优货币政策规则

理论及其应用研究

Research on Optimal Monetary Policy Rule Theory and Application

张广现 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

最优货币政策规则

理论及其应用研究

Research on Optimal Monetary Policy Rule Theory and Application

张广现 著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

最优货币政策规则理论及其应用研究/张广现著. —北京: 经济管理出版社, 2012.5

ISBN 978-7-5096-1847-9

I. ①最… II. ①张… III. ①货币政策—研究
IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 053405 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷: 北京银祥印刷厂

经销: 新华书店

组稿编辑: 申桂萍

责任编辑: 杨国强

责任印制: 木 易

责任校对: 超 凡

720mm×1000mm/16

14.5 印张 202 千字

2012 年 5 月第 1 版

2012 年 5 月第 1 次印刷

定价: 39.00 元

书号: ISBN 978-7-5096-1847-9

·版权所有 翻印必究·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话:(010)68022974 邮编:100836

前 言

本书研究了不同货币政策操作方式下所能实现的最优均衡结果，为评价不同的货币政策行为提供了分析框架。从其研究历史看，最优货币政策规则理论包括两部分，分别称为传统框架和现代框架。

20 世纪 90 年代中后期以来，新凯恩斯主义（或者称为新新古典综合）模型成为货币政策分析的标准模型。这些模型在具有严格的微观基础的动态随机一般均衡模型中加入名义黏性，从而在丰富货币政策理论本身的同时也使该领域的研究和财政政策、经济增长等其他宏观领域的研究方法更为一致。我们称这种分析框架为现代框架，其核心是新凯恩斯主义 Phillips 曲线。新凯恩斯主义 Phillips 曲线具有明确的最优化基础，从而和宏观经济发展方向相一致，并能采用校准方法估计参数的具体值；新凯恩斯主义 Phillips 曲线引入了动态形式的名义黏性，合理解释了通货膨胀的福利成本，说明了保持物价稳定的重要性，为通货膨胀目标制度提供了直接的理论基础；新凯恩斯主义 Phillips 曲线中包含有前瞻性预期变量，使得系统性的货币政策通过影响公众的前瞻性预期而具有实际效应，不仅使货币政策的分析与现实更相符合，也更明确地说明了预期管理在货币政策操作中的重要性，更明确地说明了相机抉择下存在的稳定性偏差问题，从而进一步支持了依规则制定货币政策的优势。

与现代框架不同，20 世纪 70~90 年代中期的货币政策分析文献大都采用卢卡斯供给曲线，我们称为传统分析框架。与新凯恩斯主义



Phillips 曲线相比,传统框架虽然存在一些缺陷,但是能够简单明了地说明理性预期下依规则制定货币政策可能存在的动态不一致性问题,说明相机抉择的货币政策可能导致的通货膨胀偏差问题,不少文献均基于传统框架论述了解决通货膨胀偏差问题的方法。

首先,本书对最优货币政策规则的主要理论进行了较为系统的归纳,并通过对货币政策操作方式与最优化基础的关系、规则的不完全性与相机抉择的灵活性的关系、前瞻性模型中规则的一般形式等方面的解释进一步说明了货币政策规则的本质。其次,本书结合国外中央银行的实践说明了该理论对通货膨胀目标制度的理论支持,同时从包容性和现代性两个角度考察了通货膨胀目标制度:包容性是指这种制度可看做是分析各种类型的货币政策的通用框架;现代性是指这种制度与现代市场经济和金融体系相适应,对经济、金融和中央银行制度等各方面都有较高的要求。最后,本书从两个方面分析了最优货币政策规则理论和通货膨胀目标制度的实践经验对我国的借鉴意义。从货币政策的理论分析和研究方面看,本书指出了直接照搬西方框架分析我国货币政策存在的局限性。从通货膨胀目标制度对我国货币政策操作的借鉴意义看,由该制度的现代性出发,本书把它看做是我国货币政策操作的目标模式,而为了实现该目标不仅需要加强中央银行的制度建设,还需要与政府其他部门、金融体制等方面的改革相互配合,共同推进。同时,由该制度的包容性角度出发,本书讨论了我国当前采用通货膨胀目标制度时可能遇到的一些操作问题,特别是从我国经济发展的不平衡特征出发,认为在构造货币政策后实现稳定的通货膨胀目标指数时应该考虑多种因素,例如各产业、各部门的名义黏性程度、波动性、对经济整体的敏感程度等。

需要说明的是,本书的研究只是初步的、非系统的,随着中央银行实践不断发展,随着宏观经济研究方法的不断创新,笔者对货币政策操作行为和中央银行制度的研究将更加深入。我国正处于转型阶段,各种新现象、新问题层出不穷,如何更好地借鉴国外的分析框架

和研究方法，有针对性地分析我国实践中的问题并提出合理的建议是非常重要的。从货币政策理论的发展和我国实践的要求看，以后还有更多新的问题需要研究。

目 录

第一章 引 言	1
第一节 研究背景和意义	3
第二节 研究现状	9
第三节 研究方法	15
第四节 主要内容和框架	16
第五节 主要创新和不足	17

第一篇 基础篇

第二章 货币政策分析框架	21
第一节 货币政策操作框架	22
第二节 货币政策规则	24
第三节 宏观经济模型	32
第四节 两个例子	37
第五节 不同货币政策规则之间的比较	40
第六节 本章小结	43



第二篇 理论篇

第三章 基于传统框架的最优货币政策分析	47
第一节 承诺与相机抉择	48
第二节 动态化及稳定性偏差	57
第三节 通过最优目标规则解决通货膨胀偏差问题	62
第四节 本章小结	68
第四章 基于现代框架的最优货币政策分析	77
第一节 数值分析方法	78
第二节 基于新凯恩斯主义框架的最优货币政策分析	80
第三节 对新凯恩斯主义模型的扩展	98
第四节 不同目标规则下均衡结果的比较	109
第五节 本章小结	115
第五章 货币政策规则的本质及内涵	119
第一节 从一般意义上考察规则的含义和优势	120
第二节 从规则的具体形式的演变看其内涵的扩展	127
第三节 规则的实质和内涵	139
第四节 对货币政策规则的进一步说明	140
第五节 本章小结	146

第三篇 应用篇

第六章 通货膨胀目标制度及其理论基础	151
第一节 通货膨胀目标制度的实践	152
第二节 通货膨胀目标制度的理论基础	156
第三节 重新认识通货膨胀目标制度	165
第四节 本章小结	175

第七章 相关理论研究和实践经验对我国的借鉴意义	179
第一节 我国货币政策制度的主要特征	180
第二节 直接套用最优货币政策分析框架可能存在的 问题	183
第三节 通货膨胀目标制度对我国的借鉴意义	190
第四节 本章小结	208
附录 本章所用到的原始数据	211
参考文献	213

第一章 引言

20 世纪 90 年代以来，货币政策实践和相关的理论研究都发生了显著的变化。在实践方面，越来越多的发达国家、发展中国家和转型国家均采用了通货膨胀目标制度（Inflation Targeting），并实现了低而稳定的通货膨胀和持续的经济增长，因而通货膨胀目标制度受到了中央银行家和经济学家的广泛推崇。在理论方面，新凯恩斯主义（New Keynesian）框架已成为货币政策分析的流行框架，这种分析框架综合了凯恩斯主义和实际经济周期理论的研究成果，因此也称为新新古典综合（New Neo-classical Synthesis, NNS），并成为支持通货膨胀目标制度实践的基本理论。目前，采用新凯恩斯主义框架分析通货膨胀目标制度的文献大量涌现，并在一些基本问题上形成了比较一致的观点。尽管如此，不同经济学家的具体观点还有明显区别，甚至在一些重要的问题上还有争议。

在货币政策理论研究中，规则和相机抉择之争历史渊源。宏观经济学强调预期的重要性，即私人经济个体关于未来货币政策走势的预期是影响其决策的重要因素，中央银行可以通过预先宣布未来的货币政策来试图影响公众的预期，进而影响宏观经济的运行，因此这一渠道就是预期渠道。由于公众是理性预期的，如果中央银行未来将执行所宣布的政策，则其事先承诺就是可信的，就能影响公众的预期，否则就是不可信的，也就不能影响公众的预期。根据基德兰德和普雷斯科特（Kydland 和 Prescott, 1977）的处理方式，规则下的承诺是可信的，而相机抉择下的承诺是不可信的。以基德兰德和普雷斯科特



(1977) 为基础, 巴罗和戈登 (Barro 和 Gordon, 1983) 通过卢卡斯供给曲线引入理性预期, 分析了相机抉择货币政策存在的通货膨胀偏差问题 (与承诺相比, 相机抉择下的货币政策不能有效提高实际产出, 却导致了过高的通货膨胀), 说明了规则相对于相机抉择的优势。基于新凯恩斯主义模型的分析进一步说明了规则的优势: 相机抉择下的货币政策存在稳定性偏差——相机抉择下的均衡结果对通货膨胀冲击的反应和规则下的反应不同, 这种不同使其福利水平低于规则下的福利水平。引入理性预期后的分析虽然表明了规则相对于相机抉择的优势, 但同时也表明, 由于存在动态不一致性, 中央银行可能为了获取短期收益而违背规则, 因此中央银行依规则行事的可信度不高, 这意味着规则下的均衡结果可能是不现实的。

通货膨胀目标制度这种在实践中产生的新制度应该归属于“规则”一方, 还是“相机抉择”一方呢? 这涉及如何从理论上刻画通货膨胀目标制度的问题, 该问题是分析这种制度的基础。然而理论界对此问题并未形成一致的看法: 斯文森 (Svensson, 1997, 1999) 把它看做是一种规则, 伍德福德 (Woodford, 2003) 也认为从中央银行的实践去看动态不一致性问题不重要; 伯南克等 (Bernanke 等, 1999) 把通货膨胀目标制度看做是一种“有约束的相机抉择”; 金 (King, 1997) 则把它看做是一种货币政策框架, 认为该框架可用于分析任何类型的货币政策制度。

本书以相关研究为基础, 分别在传统框架和现代框架下考察了规则相对于相机抉择的优势, 并把多种改善相机抉择下均衡结果的方法表示为最优目标规则形式, 从而对最优货币政策规则的相关理论作了较为系统的综述。在本书中, 我们把货币政策规则看做是一种对中央银行行为的约束。在规则约束下, 中央银行将遵循所承诺的政策, 依规则行事, 公众也相信中央银行的承诺, 将依照规则和中央银行的承诺形成其预期。货币政策规则通过约束中央银行的行为而使中央银行具有了预期管理的能力, 从而能增强货币政策的有效性。与规则的本质相一致, 在理论研究中既可以假定中央银行能对未来的货币政策作



出完全承诺，分析完全规则下的均衡结果，也可以假定中央银行只能对其部分行为和特定方面作出承诺，分析不完全规则下的均衡结果。部分承诺、部分规则是介于完全承诺和完全相机抉择之间的一种状态，是规则和相机抉择相结合的产物，是“有约束的相机抉择”。最优目标规则可看做是一种部分承诺，此时中央银行的目标函数是可信的。中央银行将通过最优化一个特定的不同于社会福利函数的目标函数来制定货币政策，而在其他方面仍然是相机抉择的。通过引入最优目标规则可以改善完全相机抉择下的均衡结果，甚至实现承诺下的均衡结果。

以最优货币政策规则理论为基础，本书进一步分析了通货膨胀目标制度，详细考察了该制度的理论基础，分析了其优缺点和主要特征，特别强调了其包容性和现代性：包容性是指该制度框架可作为各种类型的货币政策制度的分析、评价框架，具有普适性；现代性是指该制度作为中央银行在现代经济、金融环境中创造出来的应对性制度，是和金融自由化、全球化的背景相适应的一种现代化的货币政策制度，对各方面都有较高的要求。同时，结合我国货币政策制度的特殊性分析了最优货币政策规则理论和通货膨胀目标制度的实践经验及其对我国的借鉴意义。

引言部分主要包括如下内容：研究背景和意义；研究现状；研究方法；主要内容和框架；主要创新和不足。

第一节 研究背景和意义

1990年，新西兰在全球首次正式采用通货膨胀目标制度。此后，不少国家也相继采用了这种货币政策制度，通货膨胀目标制度在实践中不断得到完善。虽然在该制度出现初期并没有得到货币政策理论和宏观经济理论研究的直接支持，但目前相关研究已经数不胜数，成果颇多。而且，中央银行实践和学术研究之间相互渗透：一方面，大量



具有实践经验的中央银行人士积极进行理论研究,其研究成果在《货币经济学》(Journal of Monetary Economics)等专业杂志上占据相当比重;另一方面,大量学者直接参与了中央银行制定货币政策的实践,例如英国、美国等国家的中央银行行长以前都是著名的经济学家。理论研究和实践逐渐形成了互相支持、相互促进的良好局面。与这种局面相适应,本书的一个中心任务就是要从货币政策规则的本质出发,扩展其内涵,形成一个用于分析通货膨胀目标制度和其他政策制度的统一的分析视角,以便弥补当前不同研究文献之间的相互矛盾之处,使分析框架的逻辑更加一致,从而更有利于研究实践中的通货膨胀目标制度和其他类型的货币政策制度。

通货膨胀目标制度是在实践中产生的,它反映了金融自由化、全球化的发展趋势,是政府和中央银行针对这种趋势而采取的一种适应性举措,具有一定的必然性。对我国而言,随着金融体制市场化、全球化步伐的进一步加快,货币量作为中介目标的有效性越来越差,钉住汇率制度也正转变为灵活的浮动汇率制度,货币政策制定方式也将相应作出调整,甚至发生重大转变。此时,应用现代货币政策分析框架对我国货币政策制定方式进行研究,并借鉴西方成功的货币政策操作方式——特别是通货膨胀目标制度——具有重要的现实意义。

一、通货膨胀目标制度的出现

进入 20 世纪 90 年代后,很多国家相继宣布放弃以货币供给量为中介目标或钉住汇率的货币政策框架,采用通货膨胀目标制度。新西兰是第一个采用通货膨胀目标制度的国家,在 1990 年 2 月生效的《新西兰储备银行法》规定新西兰储备银行(新西兰的中央银行)的政策目标是“实现和保持一般价格水平的稳定”,稍后由财政部和储备银行共同签署了第一份《政策目标协议》(Policy Target Agreement),该协议明确规定,货币政策在当年末要实现不超过 3%~5% 的通货膨胀目标。此后,加拿大、英国、瑞典等发达国家,捷克、巴西等转型国家和发



展中国家也先后采用了这一货币政策框架。通货膨胀目标制度的出现和盛行成为 20 世纪 90 年代货币政策实践中的重大事件。

正如其名称所示,在通货膨胀目标制度下,政府通常颁布法律或通过正规的文件设立一个具体的通货膨胀目标(如 2%)或目标区间(如 1%~3%),中央银行负责使通货膨胀稳定在所规定的目标范围之内,如果出现偏离,要解释其原因,并保证在一定的期限内(如 1~2 年)重新达标。与具体的目标设定相对应,通货膨胀制度下的货币政策透明度较高,中央银行的责任较明确。虽然至今对这种以保持低而稳定的通货膨胀为主要目标的货币政策制度或政策框架尚未达成一个明确的、一致认可的定义,但关于其特征、构成要素、前提条件等方面的看法在相当程度上是一致的。

伯南克等(1999)认为通货膨胀目标制度的基本特征有:①公开宣布政府所制定的未来一期或多期数量化的通货膨胀目标;②明确承认低而稳定的通货膨胀是货币政策的主要长期目标。另外,通货膨胀目标制度的重要特征还应包括:①货币当局应就其计划和目标与公众进行积极的交流沟通;②通常应具备使中央银行实现这些目标的责任约束机制。

斯文森(1997, 2002)强调通货膨胀目标制度的三个特征:①具有明确的、数量化的通货膨胀目标;②使用中央银行内部对通货膨胀的条件预测作为中介目标变量,采用通货膨胀预测目标(Inflation Forecast Targeting)的政策决策框架;③高度的透明性和责任约束。

刘锡良和袁炜(2005)把通货膨胀目标制度的主要内容概括为五个方面:①中央银行的独立性,中央银行应具备一定的工具独立性;②稳定价格的制度性承诺,价格稳定是中央银行的主要目标,就业和产出则是次要目标;③通货膨胀名义锚,中央银行明确发布通货膨胀目标,并对通货膨胀进行预测,根据通货膨胀目标确定货币政策工具,以实现该目标;④货币政策透明度,中央银行公布通货膨胀报告或货币政策报告;⑤责任性,中央银行对实现通货膨胀目标负责。

以上文献对通货膨胀目标制度特征的归纳主要集中在三个方面:



①规定一个明确的数量化的通货膨胀目标，这是该制度得以确立的标志；②该目标是中央银行的首要目标，中央银行对该目标负责；③为了实现所公布的目标，中央银行应具有一定的权利，同时受到相应的约束。这种权利主要体现在中央银行的独立性方面，而其约束主要反映在严格的决策程序、较高程度的透明性等方面。不同国家所赋予中央银行的具体权利和给出的具体约束有较大的差别。关于中央银行的独立性、决策程序和透明性等方面的研究文献繁多，大部分是通货膨胀目标制度所要进一步改进的重要方面。

在 20 世纪 90 年代，除了采用通货膨胀目标制度的国家外，其他许多国家也对货币政策制度进行了明显改革。这些改革和通货膨胀目标制度的一些重要特征相一致，如：强调价格稳定的重要性；增强中央银行的独立性和责任约束；强调货币政策的灵活性和可信性的结合；增强政策决策的透明度；等等。

二、货币政策实践提出的两个理论问题

20 世纪 90 年代的货币政策实践对理论研究提出的第一个基本问题是：为什么通货膨胀稳定是重要的？该问题涉及货币政策的最终目标。传统的宏观经济学强调政策的四个最终目标：经济增长、充分就业、价格稳定和国际收支平衡，这四个目标之间常常存在冲突，不能同时实现，因此政策制定者需要在各个目标之间作出权衡。货币政策主要关注的是经济增长（或充分就业）与通货膨胀之间的冲突。宏观经济关于货币政策的传统观点是，货币政策在长期是中性的而在短期是非中性的。但短期非中性具有较大的不确定性，政策制定者很难利用短期非中性来实现经济增长和充分就业目标，因此货币政策主要应以稳定通货膨胀为目标。不过，传统的理论没有给出通货膨胀波动的合理成本，而且传统的货币政策分析模型（如卢卡斯供给曲线）不是动态随机一般均衡模型（Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE），这和发展现代宏观经济学的发展趋势不相符，这就要求以新的、



更合理的模型为基础重新对稳定通货膨胀的货币政策目标作出解释。具有最优化微观基础的新凯恩斯主义模型在实际经济周期模型中引入了名义黏性假定，合理解释了通货膨胀的成本，说明了货币政策以稳定通货膨胀为目标的重要性：由于存在名义黏性，一部分商品的价格不能即时调整，一般价格水平的变动只能通过部分商品价格的变动体现出来，这就导致了相对价格扭曲，影响资源配置效率，而货币政策通过稳定通货膨胀能减弱甚至消除这种名义黏性扭曲，接近或实现灵活价格下的产出水平（称为自然产出水平）。^①

中央银行在 20 世纪 90 年代的实践后提出的第二个问题是，如何进行货币政策操作才能有效实现其稳定目标？通货膨胀目标制度是在钉住汇率、钉住货币量等制度失败后出现的。从货币政策传导机制看，政策工具对通货膨胀等最终目标变量的影响要比对货币量、汇率等中介目标变量的影响更加不确定，从政策工具到最终目标之间存在较长的作用时滞，这是传统理论强调中介目标的重要性，也是反对直接钉住最终目标的主要原因。随着金融自由化和全球化的不断发展，中介目标逐渐丧失了其有效性，中央银行不得不直接钉住最终目标。显然，通过传统的传导渠道不能保证这种最终目标制度的成功，预期渠道的出现可能缩短从政策工具到最终目标之间的时滞，从而提高货币政策钉住最终目标的有效性。在发达的现代金融体系中，对货币政策走势的预期是影响私人经济个体的重要因素，中央银行有可能通过预先公布未来货币政策而有效地影响公众当前的决策，从而实现其政策目标。在通货膨胀目标制度下，公开宣布的通货膨胀目标是中央银行稳定公众预期的重要因素，中央银行的独立性、可责性和透明性能增强所公布的通货膨胀目标的可信性，进一步稳定公众的通货膨胀预期。从预

^① 基本的新凯恩斯主义模型假定厂商的定价方式是一种交错定价方式。同一时期只有部分的厂商可以调整价格而其他的厂商只能保持价格固定不变，这样，一般价格水平的波动只能通过相对价格的波动表现出来，从而导致资源的无效配置。在基本的新凯恩斯主义模型中，名义黏性扭曲是唯一的扭曲，货币政策可以通过稳定一般价格水平来消除名义黏性扭曲，使产出稳定在其自然产出附近，这意味着货币政策在实现通货膨胀稳定目标的同时也实现了其产出稳定目标。这里的产出稳定目标是指，使产出稳定在其自然水平附近。



期渠道看，货币政策实践提出的第二个问题就是关于货币政策操作方式的问题。如果摆脱传统理论研究中把规则和相机抉择对立起来的惯例，把货币政策操作看做是规则和相机抉择的某种程度的结合，则更符合货币政策实践，也更有利于分析通货膨胀目标制度和其他类型的货币政策制度。本书不仅考察了完全承诺（对应于完全规则）和完全相机抉择下的货币政策行为和均衡结果，而且还考察了不完全承诺（对应于不完全规则）下的情况，即中央银行对特定的目标的承诺是可信的，而在其他方面则是相机抉择的。这种分析表明特定形式的部分承诺也能改善相机抉择下的均衡结果，甚至实现完全承诺下的均衡结果。

三、实践意义

最优货币政策规则理论及相关研究的实践意义是明确的，它为通货膨胀目标制度和其他货币政策制度提供了有力的分析工具，为研究货币政策中所遇到的具体问题提供了一个与基本理论相一致的分析框架，为货币政策实践的进一步发展提供了可能的支持。

对我国而言，虽然当前信贷规模和货币供应量仍然是重要的中介目标，但其可控性越来越差，特别是随着金融体制的市场化和全球化进程的加快，随着我国财政体制和宏观调控体制的改革，中央银行要充分利用各方面的信息，保持通货膨胀的稳定，为经济的健康运行提供良好的政策环境已越来越成为实践界和理论界的共识。基于这种共识，可借鉴通货膨胀目标制度的成功之处，改进我国货币政策的具体操作；可采用并发展最优货币政策规则的分析框架分析我国的货币政策操作模式，为实践提供理论上的支持；可以通过相应的理论研究为我国金融体制的改革和政府宏观调控体制的改革提供有用的建议和指导。