

赵健
著

中国 货币 政策

规则研究



中国水利水电出版社
www.waterpub.com.cn

赵健
著

中国 货币 政策 规则研究

内 容 提 要

本书采用规范分析和实证分析相结合的研究方法,对中国货币政策规则进行了深入研究,以探寻中国货币政策的理论框架,为货币政策实践的进一步发展提供理论基础,也为中国货币政策的现实选择给出了参考和指导。本书研究的内容主要分三大部分:一是理论分析部分,探讨中国货币政策分析框架的理论基础;二是实证部分,探讨中国货币政策规则的现实选择;三是结语部分,总结本书的主要研究结论,并指出了进一步深入研究的方向。

图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策规则研究 / 赵健著. -- 北京: 中国
水利水电出版社, 2012.3
ISBN 978-7-5084-9598-9

I. ①中… II. ①赵… 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051671号

书 名	中国货币政策规则研究
作 者	赵 健 著
出版发行	中国水利水电出版社 (北京市海淀区玉渊潭南路1号D座 100038) 网址: www.waterpub.com.cn E-mail: sales@waterpub.com.cn 电话: (010) 68367658 (发行部)
经 售	北京科水图书销售中心(零售) 电话: (010) 88383994、63202643、68545874 全国各地新华书店和相关出版物销售网点
排 版	中国水利水电出版社微机排版中心
印 刷	北京嘉恒彩色印刷有限责任公司
规 格	170mm×240mm 16开本 16.25印张 309千字
版 次	2012年3月第1版 2012年3月第1次印刷
定 价	36.00元

凡购买我社图书,如有缺页、倒页、脱页的,本社发行部负责调换

版权所有·侵权必究



序 一

XUYI

货币政策是一个古老的话题，也是一个永恒的话题。现代比较成熟的货币政策理论历经 150 多年的发展和完善，在理论与实践的相互结合中实现了更加完美的融合。当前，货币政策的制定和实施已经处于国家宏观经济运作的中心位置，直接关系到一国经济的运行和发展。

货币政策规则是相对于货币政策操作规范中相机抉择而言的，两者之争由来已久，最早可上溯到 19 世纪上半叶通货学派和银行学派的争论。鉴于相机抉择的灵活性，20 世纪 70 年代之前，西方国家基本都采用相机抉择的操作规范。20 世纪后半期，随着规则理论的长足发展和成功应用，两者之争开始向规则倾斜。20 世纪 70 年代，相机抉择思想在面对“滞胀”时显得束手无策，货币主义的“单一规则”被推到重要的位置，许多国家开始接受并实施“单一货币规则”。实践证明，规则对治理“滞胀”也的确起到了积极作用。1975 年国际货币基金组织建议其成员国特别是发展中国家要以货币供应量作为货币政策的中间变量，且一再强调该指标必须预先公告，这实质是承认了“单一规则”的政策主张。1983 年巴罗和巴登首次将“时间不一致”这一概念引入到货币政策的研究中，从理论上再次肯定了规则。20 世纪 90 年代开始，西方国家的央行更加注重“规则”微调经济，多数发展中国家也适应这一国际趋势，努力探索适合本国的货币政策规则或借鉴货币政策规则的思想完善本国货币政策框架。时至今日，“单一规则”虽然逐渐被淡化，但其思想依旧发扬光大，只是在使用时增加了货币政策操作的灵活性。

20 世纪 80 年代，中国首次引入了“货币政策”的概念，自此中国货币政策的制定和实施一直处于不断摸索阶段，逐步在操作规范、操作变量和目标变量的选择等方面积累了一定的经验。2011 年

更是频繁运用货币政策对宏观经济实施调控：前三季度面对通货膨胀压力不断加大的形势，中国人民银行按照国务院统一部署，围绕保持物价总水平基本稳定这一宏观调控的首要任务，综合运用多种货币政策工具，加强宏观审慎管理，先后6次上调存款准备金率共3个百分点，3次上调存贷款基准利率共0.75个百分点，灵活开展公开市场操作，实施差别准备金动态调整，引导货币信贷增长平稳回调，保持合理的社会融资规模。进入10月以后，针对欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓、价格涨幅逐步回落等形势变化，着力提高政策的针对性、灵活性和有效性，适时适度进行预调微调，暂停发行三年期央票，下调存款准备金率0.5个百分点，调整优化差别准备金动态调整机制有关参数，引导金融机构加大对小型微型企业、“三农”和国家重点在建续建项目的信贷支持……

但遗憾的是，货币政策的实施效果一直未能尽人所愿，这从侧面反映我国对货币政策设计问题的理论探讨是不足的。中国有没有自己的货币政策理论？尽管有些学者认为有，但大部分学者认为没有，这是因为“货币政策”本身就是西方经济学的范畴，在货币政策理论方面中国并没实质性突破，所有的应用和实践只不过是西方货币政策理论的解释和运用。因此，寻求适合中国经济特征的货币政策分析框架，制定理想的货币政策是势在必行的。

《中国货币政策规则研究》一书正是出于对货币政策在中国的困境和当前世界金融局势转变的种种考虑进行的有益探索。文章沿着由理论到实践的研究思路，从分析货币政策基本基准模型出发，对最优货币政策理论进行了比较深入的探析，并从实证方面揭示了中国货币政策的特征，通过对货币政策的动态模拟给出了过渡期中国货币政策在操作规范、工具变量和目标变量三个方面的现实选择。

货币政策规则是一个理论和实践相结合的问题，作为数量经济学专业的博士，将理论应用与实践，用实践来检验理论是作者的优势所在。该书逻辑清晰、结构严密、资料翔实、观点明确，对于构建我国的货币政策体系具有重要的现实意义。

由于时间关系，本书研究尚存在进一步深入的空间。其中一个

明显的不足就是理论方面的探讨不是很充分，仅仅局限于封闭经济下。经济全球化是当今世界经济的基本趋势，全球化使货币政策赖以发挥绩效的经济、金融环境变得更为复杂，一个开放经济体如何根据全球经济形势的变动调整本国货币政策是货币当局必须深入研究的现实问题，因此本研究还有待继续。尽管从严格的学术研究角度来讲，书中的一些问题还有待深入论证。但该书的研究成果对于我国货币政策的制定和实施具有的参考价值以及对后续研究的基础作用还是不容忽视的。这种学术中的不足也正是进行探索的动力所在，希望作者以后会有更多、更深入的后续研究成果。

2012年2月18日

本序言作者系河南金融学会副会长、河南金融干部管理学院客座教授、河南省证券公司理事长、河南信托业协会会长、中国农业发展银行河南省分行原行长、河南省人民代表大会财政经济委员会副主任。



序 二

XUER

1983 年中国首次引入“货币政策”这一概念，随着计划经济向市场经济的过渡转型，货币政策在宏观调控中的作用力度也不断加强。2011 年上半年，全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 5.4%；6 月份，CPI 同比上涨 6.4%；7 月份，CPI 同比上涨 6.5%；8 月份，CPI 同比上涨 6.2%；9 月份，CPI 同比上涨 6.1%；10 月份，CPI 同比上涨 5.5%；11 月份，CPI 同比上涨 4.2%。为应对通胀，2011 年，中国人民银行连续 3 次加息，并在 2010 年连续上调存款准备金率的基础上，继续 3 次上调存款准备金率，以至于存款准备金率不断突破历史最高位，并最终停在 21.5% 的高位。一系列数据的背后，至少说明两个问题：其一，2011 年中国物价上涨不容低估，6 月、7 月、8 月、9 月连续 4 个月 CPI 以超过 6% 的幅度运行，CPI 不断上升，通货膨胀的形势比较严峻；其二，货币政策是对宏观经济进行调控的有效手段之一，货币政策的实施使得通胀得到了一定程度的遏制，但宏观调控仍面临巨大的压力。

2012 年国际国内形势更是复杂。从国际上看，全球经济复苏进程的不确定性加强；欧洲仍在债务危机中挣扎，今年难见曙光，仍然是不定时的炸弹；日本债务问题逐渐引起关注，日本有可能会陷入类似欧债危机的风险；发展中国家经济增长继续减速；与此同时，还存在国际热钱借机炒作的可能性。因此，全球金融市场仍可能大幅振荡。如果这些因素都加在一起，外部环境就更加复杂和困难。更重要的是，国际经济瞬息万变，发展态势难以确定，因此要准备应对措施。从国内经济来看，受国际经济形势影响，出口增速有所放缓，经济增长下行压力明显增大。同时，影响物价上涨的因素仍然较多，特别是土地、劳动力、环保成本因素长期存在。今年又逢地方政府换届，各地推动城镇化、工业化的热情都很高，对通货膨

胀仍不能掉以轻心。这些问题相互交织和叠加，使宏观调控面临更多“两难”选择，货币政策状态更加扑朔迷离。这也是对中国货币政策调控能力的一个严峻考验。

在国际国内经济形势不断发展变化的现实中，深入思考中国货币政策设计问题，寻求适合中国经济特征的货币政策理论分析框架正是《中国货币政策规则研究》一书的研究目的所在。

《中国货币政策规则研究》一书是赵健博士在她的博士学位论文基础上修改完成的专著，全书结构严谨、思路清晰、文字流畅、论证有力，采用理论分析、国际比较、计量分析等研究方法，对中国货币政策制定的操作规范、工具变量和目标变量等问题进行了研究，具有一定的理论意义和现实意义。

在理论方面，作者对货币政策规则的相关理论进行了系统梳理。在对粘性信息模型系统介绍的基础上，考虑模型的微观基础，对该模型进行了修正，并利用中国数据进行检验，据此分析了中国货币政策理论的基准模型。在实践方面，本书运用大量宏观经济理论模型及计量分析方法，结合中国实际，提出货币政策的现实选择，这对中国货币政策框架的制定和实施带来了一定的启示。

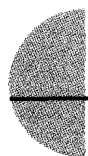
当然，书中有些观点和结论可能会有争议，譬如，结合中国的现实，工具变量中是否应该考虑社会融资规模这个新指标，央行的目标函数选择、货币政策的传导机制和控制机制等问题。但作为学术观点，自当仁者见仁、智者见智，允许各抒己见。一部专著不可能尽善尽美，本书尚存在进一步研究的需要。首先，计量分析方面，要考虑模型的不确定性，根据国际国内经济的具体运行状况，在面临不确定性经济环境时，央行应如何选择稳健的最优货币政策，这是值得进一步思考的问题；其次，要充分考虑开放因素。随着我国经济体制改革和对外开放向纵深发展，外贸依存度越来越高，资本流入规模越来越大，外汇储备规模集聚，人民币经常项目可自由兑换，资本项目管制逐步放松，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避免的问题；

最后，货币政策是一个理论与实践相结合的问题，赵健博士在中南财经政法大学学习六年，积累了丰富的理论知识，但实践经验还有所不足，因此本书的最后并未具体给出当前中国货币政策的政策建议。总之，本书对中国货币政策规则的研究具有一定的创新，但仍是初步研究，这些初步研究对于探讨和总结成功的货币政策发展模式具有一定的推动作用。

作为赵健的博士生导师，衷心地希望她在今后的工作中，继续保持刻苦钻研的学术作风，继续保持理论研究的兴趣，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。在工作中能够立大志、勤笔耕，在这一方面有更深的研究和更多的研究成果问世。

2012年2月18日

本序言作者简介：赵新泉，博士，教授，博士生导师，中南财经政法大学统计与数学学院院长。教育部教学指导委员会基础数学分委员会委员，中国数学会均匀设计分会秘书长，中国经济与管理数学学会常务理事，中国数量经济学会常务理事，湖北省数学学会常务理事，武汉工业与应用数学学会常务理事。



目 录

MULU

序一

序二

导论	1
第一节 研究背景及意义	1
一、研究的背景	1
二、研究的意义	4
第二节 货币政策规则研究的文献评述	5
一、国外有关货币政策规则的相关研究	6
二、国内有关货币政策规则的相关研究	12
三、行为经济学范式下货币政策规则的相关研究	17
第三节 主要思路与主要内容	20
一、研究思路	20
二、研究的主要内容	21
三、研究方法	22
第四节 本书的创新与不足	23
一、创新点	23
二、存在的不足	24
第一章 货币政策设计的一般性讨论	25
第一节 货币政策操作规范的实践与理论分析	25
一、货币政策操作规范在西方的实践	26
二、货币政策操作规范的理论分析	29
第二节 货币政策的传导机制	32
一、不完全信息模型	32
二、粘性价格模型	34
三、粘性信息模型	37
第三节 货币政策工具选择	38
本章小结	40

第二章 最优货币政策理论分析——具有微观基础的粘性信息模型	41
第一节 粘性信息宏观经济模型	41
一、灵活信息下的自耕农经济	42
二、最优采样间隔	47
三、粘性信息宏观经济模型	49
第二节 粘性信息下的货币政策目标函数	52
一、损失函数的近似方法	53
二、灵活信息下的货币政策目标函数	53
三、粘性信息下的货币政策目标函数	55
第三节 基于粘性信息的最优货币政策设计	56
第四节 粘性信息宏观经济模型在中国的检验	58
一、货币政策的长期效应——基于 SVAR 模型	59
二、粘性信息模型结构参数的校准	59
三、粘性价格模型结构参数的校准	62
四、模型解释能力的比较	62
本章小结	64
第三章 操作规范在中国的现实选择	66
第一节 中国货币政策操作规范的实践	66
一、1979~1983 年计划经济背景下的货币政策	66
二、1984~1992 年经济高涨时的货币政策	67
三、1993~1997 年繁荣时期的货币政策	67
四、1998~2002 年萧条时期的货币政策	67
五、2003 年至今繁荣与危机并存时期的货币政策	70
第二节 中国货币政策操作规范对经济的影响	73
一、两种操作成分的分解	74
二、货币政策的效应	75
第三节 中国货币政策操作规范的特征	80
一、两种成分对产出的冲击	81
二、两种成分对物价的冲击	84
第四节 货币政策操作规范在中国的现实选择	86
一、货币政策操作规范转型的动态模拟	86
二、中国货币政策操作规范的现实选择	90
本章小结	92

第四章 工具规则在中国的现实选择	94
第一节 货币政策工具规则的相关研究	94
一、弗里德曼固定货币规则	94
二、麦卡勒姆—梅尔泽基础货币规则	95
三、威克赛尔利率规则	97
四、泰勒规则	97
五、工具规则研究的新发展	102
第二节 中国货币政策工具规则实践	103
一、中国经济发展中货币政策工具实践	104
二、中国经济发展中货币政策操作变量实践	107
三、操作变量选择的国际经验与趋势	110
第三节 货币供应量作为操作变量的可行性分析	112
一、变量选取和数据来源	113
二、相关性分析	113
三、可控性分析	121
四、可测性分析	128
五、结论	128
第四节 利率规则（泰勒规则）在中国的检验及适用性分析	130
一、变量的选取和估算	130
二、原始泰勒规则的检验——历史分析法	133
三、前瞻性泰勒规则的检验——政策反应函数法	134
四、泰勒规则的协整检验	137
五、泰勒规则检验的结论	138
六、泰勒规则在中国的适用性分析	139
第五节 工具规则在中国的现实选择	140
一、货币规则——货币政策工具规则的当前选择	140
二、利率规则——货币政策工具规则的未来选择	141
三、创造利率规则使用的条件	143
本章小结	144
第五章 目标规则（通胀目标制）在中国的现实选择	146
第一节 目标规则的相关研究	146
一、名义锚的相关研究	147
二、货币供应量目标制	147
三、名义 GDP 目标制	148

四、价格水平目标制	149
五、汇率目标制	149
第二节 通货膨胀目标制的产生和发展	151
一、通货膨胀目标制的兴起	151
二、通货膨胀目标制的发展	152
三、通胀目标制产生的背景	153
四、对通货膨胀目标制的基本认识	154
第三节 通货膨胀目标制的理论渊源	157
一、通胀目标制的理论渊源	157
二、两种通胀目标制的理论解释	160
第四节 通货膨胀目标制的相关研究与国际经验	164
一、通胀目标制的相关研究	164
二、通胀目标制的国际实践	167
三、通胀目标制的国际经验总结	170
第五节 通胀目标制的经济绩效研究	176
一、通胀目标制经济绩效的相关研究	176
二、数据来源及研究方法	178
三、通胀目标制对通货膨胀影响的总体表现	179
四、基本 DID 模型的分析结果	181
五、扩展 DID 模型的分析结果	183
六、结论	187
第六节 通货膨胀目标制在中国的适用性分析	188
一、中国历年物价变化及治理	188
二、现有目标制存在的问题	189
三、通胀目标制实施的可能性分析	192
本章小结	194
第六章 总结与展望	197
第一节 主要结论	197
一、粘性信息模型比较吻合中国实际，可以作为中国货币政策 分析的理论基础	197
二、中国货币政策操作规范应该以规则为主	197
三、M2 作为操作变量在货币政策的实施过程中存在困难，但仍是 目前的合适选择	198
四、目前中国不适应采用泰勒规则和以利率作为操作变量，	

利率规则是未来选择	198
五、目前中国不适应采用通胀目标制，但改革现存名义锚势在必行， 通胀目标制是值得努力的方向	198
第二节 过渡期中国货币政策建议	199
一、明确宣布货币政策是以规则为主	199
二、以货币供应量作为操作变量，同时关注利率规则	199
三、灵活通胀目标制是货币政策目标规则的发展方向	200
四、工具规则和通胀目标制规则同时使用	200
五、相关经济环境和制度环境的完善	200
第三节 研究展望	201
附录	203
参考文献	232
后记	240

图 表 索 引

图 2-1	SVAR 模型下的动态响应	60
表 2-1	不同预测期下 λ 的估计结果	62
图 2-2	不同模型下 CPI 对 M2 增量一个正的标准差的响应	63
图 2-3	不同模型下的通胀惯性变化	64
表 3-1	1993~1997 年货币政策的实施效果	68
表 3-2	1998~2002 年的货币政策效果	68
表 3-3	1984~2010 年货币政策与主要经济问题	72
表 3-4	广义货币供应量增长率、GDP 增长率和通货膨胀率之间的相关系数矩阵	76
表 3-5	广义货币供应量、GDP 和物价间季度数据的格兰杰因果检验	77
表 3-6	VAR 滞后期的选择结果	81
表 3-7	残差同期相关矩阵	82
表 3-8	规则和相机抉择操作规范对 GDP 影响预测方差分解	82
图 3-1	两种货币政策操作成分对 GDP 的冲击	83
表 3-9	规则和相机抉择操作规范对 CPI 影响预测方差分解	84
图 3-2	两种货币政策操作成分对 CPI 的冲击	86
表 3-10	模拟的规则型和相机抉择操作规范对 GDP 影响预测方差分解	88
表 3-11	模拟的规则型和相机抉择操作规范对 CPI 影响预测方差分解	88
表 3-12	货币政策操作规范转型后的动态模拟	89
图 3-3	产出增长率的实际值和模拟值比较	90
图 3-4	通货膨胀率的实际值和模拟值比较	90
图 4-1	货币政策的基本要素	103
表 4-1	中国人民银行公开市场业务操作情况一览	106
表 4-2	中国历年货币政策工具指标一览	108
表 4-3	主要国际货币政策操作变量	112
表 4-4	基础货币、信贷规模、货币供应量和目标变量之间的相关关系（同期）	114
表 4-5	基础货币、信贷规模、货币供应量和目标变量之间的 相关关系（滞后 4 期）	115
表 4-6	货币供应量、信贷规模、基础货币与总需求之间的回归结果	116
表 4-7	信贷规模的二阶移动平均的回归结果	117
表 4-8	货币供应量、银行信贷与实际产出的 ADF 检验	117

表 4-9	各个层次货币供应量与银行信贷以及 GDP 变量之间协整关系	118
表 4-10	$\ln M2$ 、 $\ln LOAN$ 与 $\ln GDP$ 之间 Granger 因果检验	118
表 4-11	$\ln M2$ 、 $\ln LOAN$ 、 $\ln GDP$ 的 VAR 模型	119
表 4-12	误差修正模型 (VECM) 的估计结果	119
图 4-2	$\ln M2$ 、 $\ln LOAN$ 以及 $\ln GDP$ 脉冲响应函数图	120
表 4-13	$M1$ 、 $M2$ 增长率预期目标值和实际值的偏离	122
图 4-3	外汇占款、对货币性银行的债权占基础货币比重的变化趋势	124
表 4-14	货币供应量、银行信贷与实际产出的 ADF 检验	124
表 4-15	$\ln B$ 、 $\ln M2$ 、 $\ln DB$ 、 $\ln FM$ 的 Granger 因果检验	125
表 4-16	1994~2009 年中国各层次货币流通速度一览	126
图 4-4	各层次货币流通速度变化率趋势	127
图 4-5	货币乘数的变化趋势	127
图 4-6	实际 GDP 与潜在 GDP 变化趋势	131
图 4-7	产出缺口趋势	131
图 4-8	名义利率与实际利率趋势	133
图 4-9	各种规则下利率的拟合值与实际利率值的比较	134
表 4-17	主要变量间的相关系数	135
图 4-10	带有利率平滑机制的利率拟合值、实际值与残差	136
图 4-11	引入货币因素和利率平滑机制的利率拟合值、实际值与残差	137
表 4-18	泰勒规则中各变量的 ADF 检验	137
表 4-19	变量间的协整关系	138
图 4-12	协整检验下泰勒规则对利率的拟合	138
图 5-1	1980~2009 年主要工业化国家通货膨胀率的变化	152
表 5-1	实施通胀目标制的主要国家的目标决定一览表	170
表 5-2	采用通胀目标制的各主要国家价格指数和目标值的选择情况	172
表 5-3	选择样本人均 GDP 的总体情况	179
表 5-4	工业化国家通货膨胀表现比较	180
表 5-5	新兴市场国家通货膨胀表现比较	181
表 5-6	IT 与 NIT 国家平均通货膨胀差异 (DID 模型)	182
表 5-7	IT 与 NIT 国家整体通货膨胀差异	184
表 5-8	Probit 二元选择模型回归结果	185
表 5-9	采用通胀目标制对通货膨胀率的影响 (扩展的 DID 模型)	187
图 5-2	1980~2009 年中国经济增长与通货膨胀走势	189
图 5-3	半开放经济下双重名义锚的冲突和矛盾	190
表 5-10	双重名义锚下中国货币政策指标的冲突和矛盾	191

导 论

第一节 研究背景及意义

从 19 世纪中叶通货学派与银行学派的学术之争开始，货币政策历经凯恩斯主义、现代货币学派、基德兰德（Kydland）和普雷斯科特（Prescott）的新古典模型再到 20 世纪 70 年代基于动态随机一般均衡（dynamic stochastic general equilibrium, DSGE）分析框架的新凯恩斯货币政策，至少 150 多年的发展历史（Fisher, 1990），使得货币政策的理论和实践都得到了显著进展，在理论与实践的相互作用中，实现了更加完美的融合，货币政策调控宏观经济的表现越来越好。时至今日，货币政策已成为发达国家、新兴市场国家乃至经济转轨国家宏观经济调控的重要政策选择之一。货币政策的制定与实施在经济生活中至关重要，影响着经济生活的方方面面，直接关系到一国经济的运行与发展。

一、研究的背景

（一）货币政策理论的发展演变

从货币政策的发展历程来看，现代比较成熟的货币政策理论历经了四个阶段的发展和完善：凯恩斯主义的货币政策理论、货币主义的货币政策理论、新古典主义的货币政策理论以及新凯恩斯主义的货币政策理论。

第二次世界大战之后，在凯恩斯主义需求管理思想的指导下，西方各主要国家经济都出现了“低通胀高增长”的黄金局面。但到了 20 世纪 60 年代末和 70 年代初，面对发达资本主义国家出现的“滞胀”局面，凯恩斯主义就显得束手无策，无法做出具有说服力的解释，凯恩斯作为“西方经济学天使的形象”也因此“受到了严重的损害”（陆岱孙，1986）^①。人们转而把希望寄予货币主义学派，以弗里德曼为代表的学术思想由此日渐深远，虽然其在治理美国的通货膨胀时并未取得人们所预期的结果，但在英国却取得了最终成功，从而为货币主义思想提供了最具说服力的实践证明。

① 陆岱孙：《当代西方经济思想》，湖南人民出版社，1986 年，第 2 页。