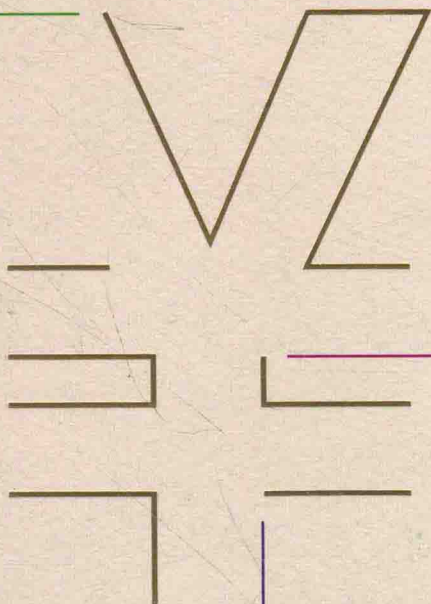


教育部长江学者与创新团队
发展计划研究成果

范从来 著

货币政策目标论



THE TARGET
OF MONETARY
POLICY

南京大学出版社

货币政策目标论

范从来 著

THE TARGET
OF MONETARY
POLICY

南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币政策目标论 / 范从来著. — 南京 : 南京大学出版社, 2017. 8

ISBN 978-7-305-18443-7

I. ①货… II. ①范… III. ①货币政策—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 070256 号

出版发行 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
出 版 人 金鑫荣

书 名 货币政策目标论
著 者 范从来
责任编辑 沈 洁 王南雁

照 排 南京南琳图文制作有限公司
印 刷 南京爱德印刷有限公司
开 本 787×960 1/16 印张 43 字数 668 千
版 次 2017 年 8 月第 1 版 2017 年 8 月第 1 次印刷
ISBN 978-7-305-18443-7
定 价 128.00 元

网 址 <http://www.njupco.com>
官方微博 <http://weibo.com/njupco>
官方微信 njupress
销售热线 025-83594756

* 版权所有,侵权必究

* 凡购买南大版图书,如有印装质量问题,请与所购图书销售部门联系调换

作者简介

范从来，教授，2000年获博士学位。教育部长江学者特聘教授（2005年），教育部创新团队带头人（2013年）。南京大学校长助理，中国特色社会主义经济建设协同创新中心副主任，国家自然科学基金学科评审组专家、国务院学位委员会学科评议组成员、国家级教学名师（2003年），中国金融学会常务理事。曾获教育部“高校青年教师奖”（2001年）、国务院学位委员会“全国优秀博士学位论文奖”（2002年）、第十届孙冶方经济科学奖（2003年）、宝钢教育基金优秀教师特等奖（2003年）。

目 录

绪 论	001
第一章 金融危机对货币政策框架的冲击	022
第一节 引 言	022
第二节 货币政策目标	026
第三节 货币政策工具	035
第四节 制度设计	045
第二章 通货膨胀的驱动机制	055
第一节 通货膨胀预测方法研究新进展	055
第二节 中国通货膨胀的惯性特征	073
第三节 适应性学习与中国通货膨胀非均衡运行机制	089
第四节 二元劳动力结构与通货膨胀动态形成机制	106
第五节 中国通货膨胀的动态拟合	119
第六节 中国扩展的新菲利普斯曲线	135
第三章 资产短缺与货币政策的金融稳定目标	162
第一节 资产短缺及其状态	162
第二节 中国资产短缺影响因素的研究	181
第三节 资产短缺、房地产价格波动与通货膨胀	193
第四节 金融冲击、资本监管与货币政策调控	205
第四章 不同视角价格指数的编制	229
第一节 广义价格指数	229
第二节 广义价格指数的应用	250

第三节	核心通货膨胀·····	273
第四节	分层价格指数·····	284
第五章	货币超发与货币供应量目标 ·····	307
第一节	“货币超发”的判断标准及其成因·····	307
第二节	产业结构变动与货币超发·····	319
第三节	企业部门的货币持有与货币超发·····	332
第四节	货币供应量目标的有效性·····	359
第六章	货币政策的操作目标与工具选择 ·····	372
第一节	货币政策操作目标与工具演变·····	372
第二节	信贷量的经济效应·····	394
第三节	信贷调控的工具选择·····	410
第四节	利率双轨制背景下调控工具的选择·····	424
第七章	开放条件下货币政策的目标权衡 ·····	443
第一节	价格波动的国际传导机制·····	443
第二节	汇率变动对进口价格的传递效应·····	461
第三节	开放条件下物价水平的形成机制·····	487
第四节	开放条件下货币政策的自主性·····	502
第五节	汇率目标与价格目标的权衡·····	531
第六节	名义货币状况指数的构建·····	551
第八章	中国货币政策的充分就业目标 ·····	567
参考文献	·····	586
后 记	·····	669

图索引

图 1 货币政策框架图	003
图 2 操作和中介目标体系的内部关系	004
图 3 货币政策最终目标选择的演变	004
图 4 货币政策工具的演化	015
图 1-1-1 产出缺口、核心通胀与危机前的金融指示器	025
图 1-2-1 通货膨胀与周期性失业	030
图 1-2-2 可替代融资条件下流入新兴市场的私人资本总额与净额	034
图 1-4-1 工具独立性与目标独立性	046
图 1-4-2 中央银行取得独立性前后通货膨胀的表现	047
图 1-4-3 通货膨胀运行与银行监管	048
图 1-4-4 通胀目标下的通货膨胀运行与银行监管	048
图 2-2-1 我国通货膨胀水平动态变化趋势(1990—2015)	081
图 2-2-2 基于递归学习能力的我国通货膨胀预期(1990—2015)	083
图 2-2-3 不同时期我国通胀水平处于两状态下的概率	087
图 2-3-1 2001—2015 年我国实际通胀率与预期通胀率走势	090
图 2-3-2 最优学习模型的参数更新结果	101
图 2-3-3 最优学习模型的通胀非均衡运行模拟结果	101
图 2-4-1 城镇失业率与经济增长率变动	108
图 2-6-1 不同学习速率下的平均绝对偏差	140
图 2-6-2 公众关于常数项的信念随着时间的变化情况	141
图 2-6-3 公众关于自回归系数的信念随着时间的变化情况	141
图 2-6-4 脉冲响应结果	154
图 2-6-5 方差分解结果	155

图 2-6-6	中国通胀水平驱动因素模型处于不同状态的概率	159
图 3-1-1	2002 年 1 季度—2014 年 4 季度间中国资产短缺状况季度走势	175
图 3-2-1	2002—2014 年间中国资产短缺状况季度走势	185
图 3-3-1	脉冲响应图	199
图 3-4-1	金融冲击下资本监管的双重效应	215
图 3-4-2	逆周期资本监管下主要经济金融变量对金融冲击的响应路径	220
图 3-4-3	顺周期资本监管下主要经济金融变量对金融冲击的响应路径	221
图 3-4-4	不同货币政策与资本监管组合对应的福利损失分布	223
图 3-4-5	内源性金融冲击下不同政策组合对应的福利损失分布	226
图 4-1-1	PPI 与 PPIRM 动态走势图	235
图 4-1-2	PPI 与 CPI 动态走势图	236
图 4-1-3	动态因子指数对各变量的脉冲响应图	240
图 4-1-4	广义价格指数 GPI 动态走势	243
图 4-1-5	CPI 与 GPI 动态走势图	244
图 4-2-1	PPI 与 PPIRM 动态走势图	260
图 4-2-2	PPI 与 CPI 动态走势图	261
图 4-2-3	动态因子指数对各变量的脉冲响应图	265
图 4-2-4	广义价格指数 GPI 动态走势	268
图 4-2-5	景气缺口与通胀率动态走势图	269
图 4-2-6	景气缺口对通货膨胀的时变拉动	271
图 4-3-1	核心 CPI 动态走势图	280
图 4-3-2	核心 CPI 与 CPI 动态走势图	281
图 4-4-1	贫困程度的划分及分界线	290
图 4-4-2	城镇、农村居民分层消费价格指数层次划分办法	298
图 4-4-3	年度城镇居民分层消费价格指数对比图	302
图 4-4-4	月度城镇居民分层消费价格指数对比图	302
图 4-4-5	年度农村居民分层消费价格指数对比图	303
图 4-4-6	月度农村居民分层消费价格指数对比图	303

图 5-1-1 我国 M2 与实际 GDP 的增速变化趋势	312
图 5-1-2 我国 M2/GDP 与 CPI 变化趋势	313
图 5-1-3 我国 M2 增速-名义经济增速与 10 年期国债收益率变化趋势	313
图 5-1-4 我国 IS-LM 模型	317
图 5-2-1 1990—2014 年中国的 M2/GDP 与 CPI 的变化趋势	320
图 5-2-2 第一、二、三次产业及非农产业增加值与 GDP 的比值以及 M2/GDP	326
图 5-2-3 信贷量/GDP 与 M2/GDP	327
图 5-3-1 中国的货币化率水平(1978—2015 年)	333
图 5-3-2 不同部门的货币化率水平(1992—2013 年)	337
图 5-3-3 不同部门在总量 M2/GDP 中的贡献(1992—2013 年)	337
图 5-3-4 小型企业数量占比与企业部门 M2/GDP 走势	353
图 5-3-5 小型企业规模占比与企业部门 M2/GDP 走势	353
图 5-3-6 不同规模弹性行业的 GDP 占比变化	354
图 5-3-7 国民经济中国有成分占比变化	355
图 5-3-8 金融业发展与金融市场化水平	355
图 5-3-9 样本企业年均融资成本与 1 年期存款基准利率	357
图 5-3-10 样本企业货币持有/销售收入与企业部门 M2/GDP	357
图 5-4-1 利率作为中介目标的结果	370
图 6-1-1 1 年期央票发行利率和 1 年期定期存款基准利率变动趋势	380
图 6-1-2 央行票据冲销系数和考虑存款准备金工具的央票冲销系数变动趋势	382
图 6-1-3 隔夜 SHIBOR 和 1 年期央票发行利率变动趋势	385
图 6-1-4 各个期限 SHIBOR 波动率平均值的变动趋势	389
图 6-2-1 短期贷款和中长期贷款的作用传导机制	398
图 6-2-2 短期贷款对产出和价格总水平的冲击	403
图 6-2-3 中长期贷款对产出和价格总水平的冲击	404
图 6-2-4 短期贷款对 GDP(左)、CPI(右)的脉冲效应	406
图 6-2-5 中长期贷款对 GDP(左)、CPI(右)的脉冲效应	406
图 6-2-6 1998—2014 年中长期贷款/短期贷款的变化趋势	410

图 6-3-1	法定存款准备金率对信贷的影响	419
图 6-3-2	金融机构超额准备金率变化情况	420
图 6-3-3	公开市场业务对信贷的影响	421
图 6-3-4	利率、利差对信贷的影响	423
图 6-4-1	利率完全由市场决定时各货币政策工具冲击的宏观效应	435
图 6-4-2	利率双轨制时各货币政策工具冲击的宏观效应	438
图 7-1-1	国内外石油价格波动传导机制图	448
图 7-1-2	ϕ_{ans} 的密度曲线	452
图 7-1-3	ϕ_{anc} 的密度曲线	452
图 7-1-4	ϕ_{ans} 的 Gelman-Rubin 检验曲线	452
图 7-1-5	ϕ_{anc} 的 Gelman-Rubin 检验曲线	453
图 7-1-6	美国和中国石油现货波动性之间的动态相关系数	454
图 7-2-1	人民币汇率与中美通货膨胀差异	462
图 7-2-2	进口的两种贸易方式占比	478
图 7-2-3	初级品和工业品进口占比	479
图 7-2-4	中国制造业资本密集度	479
图 7-2-5	全球工业原料、金属和石油的价格指数	481
图 7-2-6	人民币汇率与国内价格	485
图 7-3-1	开放经济条件下价格水平的传递	493
图 7-4-1	货币当局的冲销与货币数量的变动	505
图 7-4-2	人民币/美元的名义汇率与汇率制度改革	508
图 7-4-3	各层次货币数量(亿元)与外汇储备(亿美元)	510
图 7-4-4	利率 r 的结构冲击引起的货币数量 M_0 、 M_1 和 M_2 的响应函数 (2002.01—2005.06)	517
图 7-4-5	利率 r 的结构冲击引起的 M_1 的响应函数(2005.07—2008.05)	520
图 7-4-6	利率 r 的结构冲击引起的 M_1 、 M_2 的响应函数(2010.07—2015.12)	524
图 7-4-7	央票未到期量	526
图 7-4-8	存款准备金率	527

图 7-4-9 中国人民银行的冲销操作	527
图 7-4-10 不同汇率制度时期资本项目开放程度的均值	529
图 7-4-11 扩展的不可能三角	530
图 7-5-1 外汇市场压力曲线与最优政策反应	546
图 7-6-1 价格的传导链	558
图 7-6-2 MCI 及各变量贡献	563
图 7-6-3 M1 和 NEER 月度走势图(2010.07—2015.12)	563
图 7-6-4 MCI 与消费者价格的走势	564

表索引

表 1 金融市场化程度、货币政策传导机制与目标体系的关系	8
表 2 传导机制、目标体系与政策规则的关系	12
表 3 基础货币目标制和利率目标制下的政策工具特点	14
表 4 货币政策框架各部分的演化脉络	16
表 1-4-1 宏观审慎与微观审慎的差异比较	51
表 2-2-1 各种方法下通胀惯性参数估计值	82
表 2-2-2 基于通胀惯性、预期和波动性的通胀动态模型估计结果	84
表 2-2-3 Markov 机制转化模型的参数估计结果	85
表 2-3-1 三种适应性学习算法	97
表 2-3-2 参数估计结果	99
表 2-3-3 不同学习模型的解释能力	100
表 2-3-4 通胀预期与通胀惯性影响力对均衡通胀的作用方向和力度	104
表 2-4-1 变量的平稳性检验	116
表 2-4-2 回归分析的相关数据	117
表 2-5-1 基于 HP 滤波方法的主回归方程估计结果	129
表 2-5-2 稳健性估计结果	131
表 2-5-3 潜在产出变化对通货膨胀的影响	132
表 2-6-1 不同学习速率下的平均绝对偏差	139
表 2-6-2 学习型预期下以 gap 作为驱动因素的参数估计结果	143
表 2-6-3 学习型预期下以 gap 作为驱动因素的参数估计结果(简化形式)	144
表 2-6-4 基于消费者预期指数下以 gap 作为驱动因素的参数估计结果	146
表 2-6-5 学习型预期下新菲利普斯曲线估计结果	149
表 2-6-6 基于消费者预期指数的新菲利普斯曲线估计结果	151

表 2-6-7	单位根检验结果	152
表 2-6-8	CPI 与 M_2 、gap、appi、opn、sho 之间的 Granger 因果关系检验结果	153
表 2-6-9	Markov 机制转换模型的参数估计结果	157
表 3-1-1	本国的简易国际收支平衡表	171
表 3-1-2	造成样本期间内中国金融资产过剩的因素分析	176
表 3-2-1	ADF 检验结果	187
表 3-2-2	不同协整模型结果比较	188
表 3-3-1	平稳性检验	198
表 3-3-2	资产短缺指数与房地产价格波动率的格兰杰因果检验	200
表 3-3-3	AIC 准则数值	202
表 3-3-4	模型估计结果	202
表 3-4-1	外源性金融冲击与内源性金融冲击的宏观效应比较	225
表 4-1-1	ADF 单位根检验	238
表 4-1-2	12 个月内变量对动态因子指数影响的方差分解及 GPI 权重	241
表 4-1-3	广义价格指数(GPI)中各个构成价格指数权重	242
表 4-1-4	模型估计结果	247
表 4-2-1	ADF 单位根检验	263
表 4-2-2	12 个月内变量对动态因子指数影响的方差分解及 GPI 权重	266
表 4-2-3	广义价格指数(GPI)中各个构成价格指数权重	267
表 4-4-1	城镇居民基本情况汇总	295
表 4-4-2	农村居民基本情况汇总	296
表 4-4-3	中国农村贫困度量数据的比较	299
表 5-2-1	我国产出中中间投入与 GDP 的比率	323
表 5-2-2	主要变量的统计描述	328
表 5-2-3	$M2/GDP$ 的回归结果	329
表 5-3-1	1992—2013 年企业部门货币需求函数(自变量 $\ln CM$)	338
表 5-3-2	OLS、固定效应及系统 GMM 估计结果(被解释变量: $\ln M_{i,t}$)	343
表 5-3-3	样本行业分类	345

表 5-3-4	分行业系统 GMM 估计结果(因变量: $\ln M_{i,t}$)	347
表 5-3-5	按规模分组统计描述和估计结果	350
表 5-3-6	不同规模工业企业平均销售产值变化	352
表 5-4-1	GDP 增长率与滞后货币供应量增长率的回归结果	362
表 5-4-2	CPI 与滞后货币供应量增长率的回归结果	362
表 6-1-1	变量描述性统计分析结果	385
表 6-1-2	协整关系检验结果	386
表 6-1-3	各个期限 SHIBOR 的 CGARCH 模型估计结果	387
表 6-1-4	隔夜 SHIBOR 波动率对其他期限 SHIBOR 波动率的影响系数	390
表 6-1-5	隔夜 SHIBOR 波动率冲击下各个期限 SHIBOR 波动率的响应函数	391
表 6-2-1	参数校准结果	401
表 6-2-2	主要经济变量的波动性特征	402
表 6-3-1	固定参数回归模型	415
表 6-3-2	各类解释变量的系数比较	417
表 6-4-1	主要贝叶斯估计参数的先验分布及其后验估计结果	432
表 7-1-1	美国和中国石油现货之间的波动溢出效果检验结果	453
表 7-1-2	美国 and 英国以及英国和中国石油现货价格之间的动态溢出效应	455
表 7-1-3	美国、英国和中国石油期货价格之间的动态溢出检验结果	456
表 7-1-4	美国、英国、中国石油期货和现货价格之间的动态溢出效应检验结果	456
表 7-1-5	不同石油价格变量波动性的动态相关系数变化情况	458
表 7-2-1	汇率与贸易商品价格关系的三阶段理论	464
表 7-2-2	中国 SITC 两位数分类主要进口商品全称和代码	472
表 7-2-3	中国主要进口贸易伙伴的份额与生产价格指数(2014 年)	473
表 7-2-4	ADF 平稳性检验结果	474
表 7-2-5	DLM 计量模型估计结果	476
表 7-2-6	进口价格的 ERPT 系数	477
表 7-3-1	变量测度及数据来源	495
表 7-3-2	OLS、FGLS 估计与固定效应模型的估计结果	496

表 7-3-3	动态 GMM 模型的估计结果	498
表 7-3-4	开放条件下对 Taylor“通胀环境假说”的检验	500
表 7-4-1	中央银行资产负债简表	504
表 7-4-2	货币政策自主性的判断方法	507
表 7-4-3	各层次货币数量与外汇储备的 Granger 因果检验结果	511
表 7-4-4	单位根检验的 t 统计量	513
表 7-4-5	物价、货币数量和利率各阶段的协整关系结果	513
表 7-4-6	物价、货币数量和利率的 VEC 模型检验结果(2002 年 1 月—2005 年 6 月) ...	516
表 7-4-7	物价、货币数量和利率的 VEC 模型检验结果(2007 年 7 月—2008 年 5 月) ...	519
表 7-4-8	物价、货币数量和利率的 VEC 模型检验结果(2008 年 6 月—2010 年 6 月) ...	521
表 7-4-9	物价、货币数量和利率的 VEC 模型检验结果(2010 年 7 月—2015 年 12 月)	523
表 7-4-10	货币政策自主性的综合判断	525
表 7-5-1	人民币最优汇率制度弹性各参数和冲击估计值	547
表 7-6-1	相关变量说明及来源	559
表 7-6-2	单位根检验	560
表 7-6-3	VAR 模型结果	560
表 7-6-4	脉冲响应函数值	562
表 8-1-1	2000—2014 年 GDP、固定资产投资与就业人口三者增长率及其增速情况	572
表 8-1-2	我国人均 GDP 与世界其他国家的差距	576
表 8-1-3	经济增长和价格波动	577
表 8-1-4	城镇劳动力市场现状	583

绪 论

自从 1929 至 1933 年世界经济大萧条促使货币政策成为主要需求管理工具以来,如何制定适应一国经济金融运行状态的货币政策目标,以确保货币政策有效决策和实施,一直是学术界和政策决策层讨论的热点议题。2008 年国际金融危机发生,在很多方面,引起了学术界对货币政策理论的重新思考。其中一个重要方面就是,为什么旨在稳定价格的货币政策无法确保金融稳定,这一争论直接威胁到以价格稳定为单一目标的经典货币政策。危机后,在各国货币政策实践中大有将金融稳定纳入最终目标体系的趋势。自中国经济步入新常态以来,随着产出增速的持续放缓和经济结构的艰难调整,中国的金融风险正不断放大,货币政策应该如何兼顾金融稳定成为我们必须面对的重大问题。与此同时,中国的货币政策实施正在由数量型为主向价格型为主转变,这也要求我们认真思考现有货币政策中介目标与操作目标的适用性问题,以及如何创新使用货币政策工具以更好地服务于最终目标的实现。正是基于以上这些理论背景和现实需求,形成了本项研究成果。

一、货币政策框架的界定

我们对货币政策的研究是从货币政策框架角度进行的。

从现有文献来看,学术界有关货币政策框架(framework、regime、strategy)的含义并没有一个统一的认识,这导致这一概念的内涵和外延存在争议。但我们可以根据对文献研究出发点的不同做出分类。

第一种思路是侧重于从货币政策目标体系来定义货币政策框架。最为代表性的观点是国际货币基金组织对货币政策框架所做出的界定。国际货币基金组织认为,货币政策框架是“运用货币政策工具实现货币政策的操作目标,通过操作目标实现货

币政策的中介目标,从而达到货币政策的最终目标的基本构架”。张晓慧(2012)也曾指出,货币政策框架是“运用政策工具、借助货币政策传导机制以最终实现调控目标所组成的有机整体,包括政策目标、工具和传导机制的总和”。

第二种思路则是侧重于从实现货币政策目标的制度安排来加以定义,最具代表性的观点是瓦什(2000)提出的“运用紧密联结操作目标的货币政策工具锚定中介目标并最终实现最终目标的过程中所遵循的一系列规则、惯例和传统”。李方和段福印(2013)则指出,“为实现既定目标在实际操作运行的具体形式或战略等所形成的框架”,汪洋(2008)进一步提出,这一制度安排包括“货币政策规则、政策工具、操作目标、中介目标和最终目标”。

由此我们认为,政策目标体系是框架建立的基石,而实现货币政策目标的制度安排则是政策框架发挥作用的保障,一个完整的货币政策框架应该在上述两个方面缺一不可。我们在整合现有观点的基础上,将货币政策框架定义为:中央银行在对货币政策传导过程深入理解的基础上,建立起有关货币政策决策与实施的制度安排,具体由货币政策目标体系,以及实现该目标体系的传导机制、政策规则与政策工具等四个部分所组成。

在货币政策框架中,货币政策目标体系起到了基础性的作用,决定了货币框架中有关传导机制、政策规则与政策工具的设立。货币政策目标体系是指中央银行运用政策工具调控操作目标(operating target),并通过影响中介目标(intermediate target),进而实现最终目标(goals)的一个有机结构体系(米什金,2011;博芬格,2013)。这个结构体系的建立,有助于中央银行高效率地完成货币政策的决策和实施。在实践中,中央银行通常是首先要确定货币政策实现的最终目标,然后再建立保证中央银行实现最终目标的操作和中介目标。这样,确定操作目标、中介目标和最终目标的体系过程,也就为整个货币政策框架的构建奠定了基础。

首先,确定最终目标以实现社会福利最大化,是货币政策框架建立的首要任务。货币政策作为公共政策,其制定和实施的根本目的是社会福利(博芬格,2013)。从现有文献来看,研究者围绕社会福利最大化的角度集中讨论了经济增长与价格稳定目标之间的争议,以及是否还需兼顾金融稳定目标等一系列问题。