



ILAC-SWUST
西南科技大学拉美研究中心

拉丁美洲和加勒比研究智库丛书

第二辑

刘捷◎主编

巴西的通货膨胀目标制： 理论与实践

王飞◎著

中国社会科学出版社



ILACS-SWUST
西南科技大学拉美研究中心

拉丁美洲和加勒比研究智库丛书

第二辑

刘捷◎主编

巴西的通货膨胀目标制： 理论与实践

王飞◎著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

巴西的通货膨胀目标制: 理论与实践 / 王飞著. —北京:

中国社会科学出版社, 2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5203 - 0466 - 5

I. ①巴… II. ①王… III. ①通货膨胀—研究—巴西

IV. ①F827. 775

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 126597 号

出版人 赵剑英
责任编辑 张 林
特约编辑 郑成花
责任校对 周 昊
责任印制 戴 宽

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 <http://www.csspw.cn>
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印 刷 北京明恒达印务有限公司
装 订 廊坊市广阳区广增装订厂
版 次 2018 年 1 月第 1 版
印 次 2018 年 1 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 17.25
插 页 2
字 数 259 千字
定 价 79.00 元



凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换

电话: 010 - 84083683

版权所有 侵权必究

目 录

导 论	(1)
第一节 选题背景及意义	(2)
一 问题的提出	(2)
二 研究的意义	(5)
第二节 相关研究情况	(8)
一 利率、汇率与通货膨胀率相互关系	(8)
二 货币政策操作框架	(12)
三 巴西的通货膨胀目标制	(19)
四 财政政策与通货膨胀关系的理论与经验研究	(21)
五 开放经济中的货币政策风险	(23)
六 对现有文献的评论	(26)
第三节 主要内容与研究方法	(27)
一 研究思路和主要内容	(27)
二 研究方法	(30)
第四节 创新与不足	(31)
一 创新点	(31)
二 不足之处和未来研究方向	(32)
第一章 通货膨胀目标制货币政策	(34)
第一节 通货膨胀理论	(34)
一 通货膨胀的定义和类型	(34)
二 通货膨胀的成本与治理	(37)
第二节 通货膨胀目标制理论	(39)

一	货币政策的名义锚	(39)
二	利率规则和通货膨胀锚:通货膨胀目标制	(42)
三	通货膨胀目标制货币政策的标准模型	(46)
第三节	新兴经济体通货膨胀目标制的特殊性	(54)
一	开放条件下的经济变量	(54)
二	开放经济条件下新兴经济体的特殊性	(59)
第四节	本章小结	(62)
第二章	巴西的通货膨胀和通货膨胀目标制	(64)
第一节	雷亚尔计划之前的通货膨胀及其治理	(64)
一	多年顽疾	(65)
二	对巴西通货膨胀成因的解释	(71)
三	巴西通货膨胀的治理	(76)
第二节	20 世纪 90 年代的恶性通货膨胀及治理	(83)
一	雷亚尔计划	(84)
二	内部均衡与外部均衡的矛盾	(88)
三	从汇率目标向通货膨胀目标的转变	(91)
第三节	巴西的通货膨胀目标制	(92)
一	理论和实践基础	(92)
二	制度规定	(94)
三	巴西通货膨胀目标制货币政策理论模型	(97)
第四节	通货膨胀目标制下巴西的货币和汇率政策	(103)
一	1999—2005 年:通货膨胀目标制的巩固和目标偏离	(103)
二	2006—2008 年:货币升值和通货膨胀上升	(106)
三	2008—2014 年:通货膨胀目标制受到挑战	(108)
四	2015 年以来:通货膨胀目标制失灵	(111)
第五节	本章小结	(111)
第三章	巴西通货膨胀目标制检验	(114)
第一节	通货膨胀的动态影响因素	(114)
一	新形势下的研究背景	(114)

二 研究方法	(115)
三 动态模型构建与实证检验	(117)
第二节 通货膨胀目标制的经济绩效	(122)
一 通货膨胀目标制的宏观经济绩效	(122)
二 通货膨胀目标制货币政策的有效性	(132)
第三节 开放经济中的泰勒规则:巴西货币政策的反应函数	(152)
一 标准泰勒规则	(152)
二 泰勒规则的扩展	(153)
三 巴西中央银行货币政策反应函数	(157)
第四节 本章小结	(166)
 第四章 巴西通货膨胀目标制的财政风险	(168)
第一节 巴西的财政政策与通货膨胀	(168)
一 扩张性财政政策、财政赤字与通货膨胀的历史	(169)
二 巴西的财政体制	(171)
三 新形势下的财政赤字、高利率与通货膨胀	(175)
第二节 政府预算约束与财政纪律	(176)
一 政府预算约束与巴西的财政纪律	(177)
二 巴西的财政预算平衡	(180)
第三节 巴西的财政风险与通货膨胀目标制	(184)
一 财政赤字的通货膨胀效应	(185)
二 转移性支出的财政负担	(192)
三 铸币税风险	(196)
第四节 本章小结	(198)
 第五章 巴西通货膨胀目标制的汇率和开放度风险	(200)
第一节 汇率制度、“克鲁格曼三角”与金融稳定	(200)
一 通货膨胀目标制下的克鲁格曼三角及其发展演进	(201)
二 巴西的金融自由化与资本流动	(203)
三 巴西汇率的稳定性	(206)
第二节 汇率风险与通货膨胀目标制	(208)

4 / 巴西的通货膨胀目标制:理论与实践

一	通货膨胀目标制下的汇率—价格传递	(208)
二	巴西的汇率变动与通货膨胀	(212)
三	外汇市场干预与维持汇率稳定	(219)
第三节	开放度风险与通货膨胀目标制	(222)
一	经济开放与货币政策效果	(223)
二	巴西开放战略的选择与通货膨胀	(225)
第四节	本章小结	(231)
第六章	结论与启示	(232)
参考文献		(239)
附 录		(259)
后 记		(264)

图表目录

图 0—1	研究思路	(28)
图 0—2	研究的技术路线	(28)
图 1—1	拉氏指数 (LI) 和派氏指数 (PI)	(36)
图 2—1	1982—1993 年巴西年度通货膨胀率	(68)
图 2—2	1994 年 6 月至 1995 年 7 月美元—雷亚尔汇率 (月末值)	(90)
图 2—3	巴西中央银行小型结构化模型	(99)
图 2—4	1999 年 1 月至 2005 年 6 月巴西物价指数和通货 膨胀目标	(105)
图 2—5	2005 年 6 月至 2008 年 12 月巴西物价指数和通货 膨胀目标	(107)
图 2—6	2009 年 1 月至 2014 年 11 月巴西物价指数和通货 膨胀目标	(109)
图 3—1	1999—2014 年巴西通货膨胀率 (IPCA) 和通货 膨胀目标	(124)
图 3—2	1999—2014 年巴西的经济增长率 (左轴) 和 失业率 (右轴)	(125)
图 3—3	1996—2014 年巴西 SELIC 利率	(126)
图 3—4	模型稳定性检验结果	(141)
图 3—5	政策工具对产出和通胀的脉冲响应 (整体阶段,	

模型 1)	(142)
图 3—6 政策工具对产出和通胀的脉冲响应 (分阶段一, 模型 2)	(143)
图 3—7 政策工具对产出和通胀的脉冲响应 (分阶段二, 模型 3)	(144)
图 3—8 政策工具对产出和通胀的脉冲响应 (分阶段三, 模型 4)	(145)
图 3—9 政策工具对产出和通胀的脉冲响应 (分阶段四, 模型 5)	(146)
图 4—1 “非合意财政算法”	(175)
图 4—2 1999—2014 年巴西财政收入和财政总支出	(181)
图 4—3 巴西 1999—2014 年中央政府初级收支差额 (左轴) 与 通胀缺口 (右轴) (亿雷亚尔,%)	(189)
图 4—4 巴西各级政府公共净债务占 GDP 的比例与通胀 缺口	(191)
图 4—5 1999—2014 年巴西中央政府社会保障收入和支出	(195)
图 5—1 “克鲁格曼三角”中的政策目标与政策选择	(201)
图 5—2 1999—2014 年巴西汇率变动	(205)
图 5—3 1999 年 7 月至 2014 年 12 月巴西的通货膨胀率 (左轴) 和名义有效汇率变动 (右轴)	(214)
图 5—4 汇率升值预期下的宏观经济政策效果	(218)
图 5—5 美联储 QE 退出预期影响下的巴西外汇市场干预	(222)
图 5—6 1999 年 7 月至 2014 年 12 月巴西的贸易开放度	(226)
图 5—7 2000—2013 年巴西 FDI 流入及部门间差异	(227)
表 2—1 1957 年至债务危机前巴西经济增长和通货膨胀的关系	(67)
表 2—2 巴西历年通货膨胀目标和实际情况	(96)
表 3—1 巴西通货膨胀率 AR (2) 估计结果	(117)

表 3—2	巴西通货膨胀影响因素变量的 ADF 检验	(119)
表 3—3	巴西通货膨胀的影响因素	(120)
表 3—4	拉美地区实行通货膨胀目标制国家样本区间	(127)
表 3—5	样本国家不同时期内通货膨胀率的均值和 标准差	(129)
表 3—6	样本国家不同时期内利率的均值和标准差	(130)
表 3—7	样本国家不同时期内经济增长率的均值和 标准差	(131)
表 3—8	五个时间段内各个变量的 ADF 单位根检验结果	(136)
表 3—9	巴西货币政策有效性各模型滞后期的选择	(139)
表 3—10	整体时段 (模型 1) 的产出和通货膨胀方差 分解	(147)
表 3—11	通货膨胀目标制建立和巩固时期 (模型 2) 的产出和 通货膨胀方差分解	(148)
表 3—12	黄金增长和通货膨胀稳定期 (模型 3) 的产出和通货 膨胀方差分解	(149)
表 3—13	全球金融危机时期 (模型 4) 的产出和通货膨胀 方差分解	(150)
表 3—14	后金融危机时期 (模型 5) 的产出和通货膨胀 方差分解	(150)
表 3—15	不同时间段内汇率和政策工具的货币政策效果	(151)
表 3—16	不同学者对开放经济条件泰勒规则汇率系数的估计	(154)
表 3—17	不同学者对巴西中央银行货币政策反应函数的估计	(158)
表 3—18	巴西货币政策反应函数模型变量的平稳性检验	(162)
表 3—19	巴西中央银行货币政策反应函数 GMM 估计结果	(162)
表 3—20	2000 年 1 月至 2015 年 3 月巴西 SELIC 利率的变动	(166)
表 4—1	巴西税负以及在各级政府间的分配, 1960—2005 年	(173)
表 4—2	财政收入和财政总支出单位根检验结果	(182)
表 4—3	财政收入和财政总支出的协整检验结果	(183)

表 4—4	财政收入和财政总支出格兰杰因果关系检验结果	(184)
表 4—5	巴西财政赤字和通货膨胀关系单位根检验结果	(191)
表 4—6	巴西财政赤字和通货膨胀关系格兰杰因果关系检验	(192)
表 5—1	2000—2014 年巴西汇率制度浮动程度	(208)
表 5—2	汇率变动和通货膨胀的单位根检验	(214)
表 5—3	汇率变动和通货膨胀的格兰杰因果关系检验	(215)
表 5—4	巴西汇率传递效应的实证检验	(216)
表 5—5	巴西开放度风险与通货膨胀单位根检验结果	(228)
表 5—6	巴西开放度风险与通货膨胀协整关系检验	(229)

导 论

2015年3月,巴西中央银行最新数据显示,IPCA累积通货膨胀率^①达到7.7%,成为自2011年以来的最高值,并预计2015年全年通货膨胀率将达到7.9%,远高于6.5%的通货膨胀目标上限^②。而自2014年以来,全球经济被通货紧缩阴影所笼罩:欧元区继续低迷,2014年CPI为-0.2%,远低于2%的通货膨胀目标,并且还将继续扩大量化宽松货币政策规模;美国的物价水平虽在2014年上半年回升,并一度出现复苏势头,但随着全球其他地区经济放缓,CPI从11月开始下降,2015年2月出现-0.2%的负增长;新兴经济体中,中国自2014年9月起,CPI一直低于2%。巴西的通货膨胀率在全球通货紧缩的大背景下逆势上行,使其宏观经济政策面临两难选择。

全球金融危机后,巴西经济在2009年负增长,随后在2010年实现了“V”形反转,增长率达到7.5%,成为当年经济增速最快的经济体之一。但自2011年后,巴西经济步入下行通道,2014年仅增长0.2%,是金砖国家成员中经济增长最差的国家。与此同时,巴西的通货膨胀率自2014年6月起连续数月在中央银行规定的通货膨胀目标上限以上运行,巴西进入“滞胀”区间。2015年第一季度,加拿大、瑞士等发达国家以及土耳其、秘鲁和印度等新兴经济体的中央银行先后降息,而为控制高通货膨胀,保证通货膨胀目标,巴西中央银行自2013年4月至2015年4月已连续加息14次,巴西成为全球前三大高利率国家,经济增长因加息受到严重抑制,但市场预期加息过程仍将持续,巴西的货币政策陷入困境。利率

① 巴西通货膨胀率的衡量指标,即广义全国消费者价格指数,以累积12个月计算。

② 巴西中央银行网站, <http://www.bcb.gov.br/?english>。

与通货膨胀率的“双高”成为巴西经济的一大奇特现象。

第一节 选题背景及意义

一 问题的提出

全球金融危机以及 2012 年世界经济“二次探底”使人们深刻感受到金融的强大力量。发达国家深陷高财政赤字泥潭,纷纷祭出非常规货币政策以应对流动性问题。新兴经济体由于在经济大缓和时期(Great Moderation)^①成功控制了政府债务和通货膨胀,并且积累了大量的外汇储备,因此在全球金融危机中债务表现出良好的可持续性,未遭遇财政危机。但是全球经济的不稳定性造成贸易条件恶化和资本流动加剧,许多新兴经济体同样面临经济衰退的风险。财政政策空间变小使货币政策重新回归人们的视野,而通胀率、汇率以及利率等货币政策目标之间如何协调成为新兴市场国家最难平衡的问题。

货币政策是国家宏观调控的重要手段之一,即中央银行利用利率、准备金率等政策工具对货币供应量和信用总量进行调控和管理^②。无论是中央银行单独制定还是由央行与政府其他部门共同决策的货币政策已经成为政府最重要的职责之一。通货膨胀是一种国际性现象,也是宏观经济学中最重要、最复杂的问题之一。价格的稳定,是经济强劲并且可持续增长的基石。在市场经济条件下,将通货膨胀率及其波动率稳定在一个较低的水平,有利于维持经济增长,增进福利。货币政策是影响通货膨胀最直接的因素,在长期中货币政策唯一能影响的宏观经济变量也只有通货膨胀率^③。不同于财政政策易受法律约束及其自身的多重目标性,货币政策能根据宏观经济环境变化及时调整,因此被认为是实现政府中长期稳定目标

① 大缓和是指 20 世纪 90 年代出现的全球范围内通货膨胀和产出波动比过去降低的现象,最早来自 Stock, J. and M. Watson, “Has the Business Cycle Changed and Why?” *NBER Macroeconomics Annual*, 2002。

② 刘传哲、聂学峰:《我国货币政策的传递途径——理论与实证研究》,经济管理出版社 2007 年版,第 1 页。

③ [美] 本·S. 伯南克等:《通货膨胀目标制国际经验》,孙刚、钱泳、王宇译,东北财经大学出版社 2013 年版,第 10—11 页。

最灵活的工具。

20 世纪 70 年代,全世界都面临通货膨胀威胁。当时货币主义提出的“单一规则”有效降低了通货膨胀率,但在此之后货币需求速度变得不稳定。货币供给增速与经济总量增速保持一致使货币供给时常超过货币需求,进而导致高利率和经济易变性。货币政策规则开始由货币供给向通货膨胀目标转移。自新西兰于 1990 年首先采用通货膨胀目标制成功降低本国通胀水平(level)和通胀率波动(volatility)以来,该货币政策操作框架在全球范围内迅速流行。截至 2013 年底,全球共有 23 个国家实行了通货膨胀目标制货币政策。作为新凯恩斯主义货币政策的核心,通货膨胀目标制具有灵活性,中央银行通过公开宣布一个或多个时限内的官方通胀目标(点或区间),并且通过实行政策工具保证该目标是货币政策长期内的首要目标。随着通货膨胀目标制在 OECD 国家以及一些新兴经济体获得成功,越来越多的中央银行以及学术界开始给予这一货币政策框架更多的关注。

拉美地区金融发展脆弱,历史上曾经是货币危机和银行危机的重灾区。地区内国家之间金融危机的相互传导使各国货币政策往往无法独立。拉美各国经济结构畸形,财政负担相对较重,货币发行规模相对较大,再加上位于世界经济的外围区域中,受到汇率浮动和资本流动的冲击,通货膨胀压力一直存在。巴西虽作为拉美经济的龙头,却也自独立以来一直受到通货膨胀的困扰。1999 年,巴西开启了新的宏观经济体制,严格的财政纪律、通货膨胀目标制和浮动汇率制度“三位一体”的宏观经济政策组合实现了经济稳定和通货膨胀率的下降。全球金融危机后,巴西经济增长变得不稳定,而自 2012 年年底以来,巴西国内通货膨胀迅速提高、贸易赤字扩大、资本外流速度加快、货币贬值,经济十分脆弱。由于历史上巴西曾饱尝外部不均衡造成的经济和金融危机带来的损害,巴西央行被迫提高利率,遏制资本外流,防止经济出现不稳定。2013 年 4 月,巴西央行结束此前连续两年的降息举措宣布加息,截至 2015 年 4 月,巴西在这一轮加息周期中已连续提高利率 14 次,SELIC 基准利率达到 13.25%,利率水平在拉美地区仅次于委内瑞拉,在全世界也属于高利率国家^①。

^① Modenesi 等(2012)分析了巴西通货膨胀目标制实施以来的货币政策规则,2000—2010 年,年均实际利率为 10%,是同时期发展中国家平均利率水平(2.7%)的 4 倍。

但是,加息的稳定通胀作用收效甚微。2013年,巴西通货膨胀率为5.91%,比2012年的水平高出0.07个百分点。2014年6—11月,巴西通货膨胀率一直保持在央行通胀目标上限之上,全年通货膨胀达到6.41%,逼近6.5%的通货膨胀上限值^①。巴西国内通货膨胀率自2010年9月以来已经连续51个月高于4.5%的通胀目标中间值,而巴西央行采取的持续加息以抑制通货膨胀、维护宏观经济稳定的货币政策似乎根本没有起到应有的效果。通货膨胀压力逐渐加大使得巴西货币政策操作空间变得更加狭窄。与此同时,经济增长每况愈下,2014年巴西仅实现了0.2%的经济增长,成为近十年来的低谷。加息以及经济增速下降本应有助于控制通货膨胀,但最近骤升的通胀率和处于历史高位的利率促使我们重新思考巴西的货币政策和通货膨胀目标制,是否继续有效,又面临何种风险。

此外,国内高通货膨胀和经济衰退使国际资本开始大规模逃出巴西,而美联储计划缩减量化宽松政策造成国际投资者对包括巴西在内的新兴经济体的投资热情明显下降,雷亚尔面临大幅贬值的压力。巴西是“脆弱五国”(Fragile Five)^②成员之一,并且被认为是受美联储量化宽松政策退出冲击最大的国家之一。2013年12月,巴西国际收支逆差为27.46亿美元。尽管2013年6月政府取消了对2010年开始推出的对购买本国债券的海外投资者征收6%的金融交易税的资本管制规定,但雷亚尔贬值的趋势并未结束。2013年8月,巴西央行又推出总和为600亿美元的“汇率干预”计划,同时对货币互换市场进行干预,但雷亚尔全年还是贬值15.49%。资本外流造成的本币贬值反过来又进一步加大了国内的通胀压力。2014年年初,世界银行曾发出警告,如果美国等发达国家突然退出量化宽松货币政策,国际资本流动将发生大逆转,流入新兴市场的资金将

① 2014年12月末,巴西累积12个月的通货膨胀率为6.41%,位于6.5%的上限之下。由于巴西通货膨胀目标制规定,当年年末累积通货膨胀率处于中央银行通货膨胀目标区间内即实现了当年的通货膨胀目标,因此市场认为巴西12月的真实通胀率应该高于6.5%。

② 摩根士丹利于2012年提出“脆弱五国”(Fragile Five)这一概念,包括土耳其、巴西、印度、南非和印度尼西亚。这些国家的共同特征是经常账户赤字不断扩大,国内经济增长高度依赖外国资本流入以及国内通货膨胀高企。随着发达经济体宽松政策的退出,外资从这些国家大量流出。

出现最高 80% 的缩水。因此,为避免资本流动骤停以及雷亚尔继续贬值,影响经济稳定,巴西中央银行的汇率干预计划并未停止,但规模适当缩小。

在上述背景下,本书拟应用统计学方法和计量经济模型对巴西通货膨胀目标制货币政策进行检验,以通货膨胀作为切入点,结合转型时期巴西高通货膨胀的具体情况,围绕巴西的货币政策运行和风险进行相关研究。试图从更加全面的角度对巴西的通货膨胀以及通货膨胀的治理进行回顾,并且定量分析巴西通货膨胀目标制货币政策的有效性以及来自财政、汇率和开放度方面的风险。这些问题主要包括:巴西历史上的通货膨胀惯性;巴西治理通货膨胀的方法及其效果;巴西通货膨胀目标制实施十几年来在不同时间段内应对不同的国际宏观经济环境有何种反应;开放经济条件下巴西通货膨胀受到哪些因素的影响、表现出哪些新特征;频繁变动的利率是否帮助巴西实现了通货膨胀目标;巴西通货膨胀目标制货币政策操作框架受到来自财政和汇率等方面的何种风险。

二 研究的意义

经济理论是实践的基础和前提,理论研究可以为政策制定提供科学的指导,而不同国家的经济政策实践成为理论体系不断发展、深入和完善的动力。本书在巴西通货膨胀率屡破上限、经济停滞甚至出现负增长的情况下对其通货膨胀目标制货币政策的研究具有理论和现实意义。

(一) 理论意义

在开放经济条件下,作为新凯恩斯主义货币政策的核心,控制通货膨胀必须考虑国际传递。开放经济条件下货币政策的传导机制增加了汇率渠道,一国经济会同时遭受来自国内国外的冲击。特别是,国外冲击会通过经常账户、资本和金融账户两个渠道传递风险。对于实行通货膨胀目标制的新兴经济体来说,如何利用财政政策、货币政策和汇率政策同时应对国内通胀风险、国外汇率冲击和资本流动变得十分关键。因此,在通货膨胀目标制框架下将财政风险和汇率与开放度风险纳入货币政策选择和执行中对于衡量通货膨胀国际传递风险、丰富新凯恩斯主义货币政策在新兴经济体的实践中有重要意义。

学术界关于货币政策有效性的研究很多^①，但是对于新兴经济体，尤其是通货膨胀目标制下这些国家的货币政策的研究还有待拓展。本书在新凯恩斯主义框架下，将汇率因素引入标准通货膨胀目标制模型，以巴西为案例讨论开放经济条件下通货膨胀目标制货币政策的有效性，对新兴经济体通货膨胀目标制的特殊性在具体国家的实践进行了延伸。

（二）现实意义

拉丁美洲国家为学术界研究通货膨胀的变化和治理以及稳定化政策提供了最生动的实验室。巴西是拉丁美洲最大的经济体，在历史上有过“经济奇迹”，也多次遭受恶性通货膨胀的冲击，经济增长与通货膨胀并存成为战后以巴西为代表的众多拉美国家经济发展中的一大特点。

新兴经济体普遍面临结构性问题，高通胀和双赤字使中央银行无法利用宽松的宏观经济政策刺激经济，导致国内财政政策和货币政策空间受到一定限制。中国和巴西都是金砖国家，近年来经济发展兼具开放和转型两大特征，当前两国都面临着经济结构性改革、中产阶级队伍扩大、汇率和利率市场化改革等相同的问题。研究巴西的通货膨胀目标制对于作为非储备货币发行国的新兴市场国家，尤其是金砖国家货币政策的制定和选择有重大意义。中国当前货币政策操作框架是货币和汇率分别作为显性和隐性目标，兼顾通胀率^②。三方面都需要协调必然造成政策冲突，因此研究和极为相似的巴西，对中国采取渐进方式过渡到通货膨胀目标制货币政策操作框架显得十分重要。

中国自1984年建立中央银行制度以来，货币政策一直采用相机抉择^③。1984—1995年我国的货币政策采取双目标形式：追求经济增长和维持币值稳定。但事实证明这一时期我国经济虽然获得高增长，但同时伴随严重的通货膨胀，双重货币政策目标未能同时实现。1996年，我国货币政策目标转向钉住货币供应量，维持价格稳定成为货币政策最重要的目

① 周慕冰（1993）对西方经济学家关于货币政策效果的研究做了分类和总结，大致可以分为四个方面：数量性、时间性、分配性和政治性效果。

② 孔丹凤：《中国现行货币政策框架有效性分析》，《山东大学学报》（哲学社会科学版）2009年第3期。

③ 郭万山：《通货膨胀钉住制度下的最优货币政策规则研究》，博士学位论文，辽宁大学，2004年。