



中国新供给经济学研究书系
BOOKS OF STUDIES IN CHINA NEW SUPPLY-SIDE ECONOMICS

通胀预期与 货币政策

姚余栋 谭海鸣◎著

THE INFLATION EXPECTATION
AND MONETARY POLICY



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

C14033239

F822.5
37

通胀预期与 货币政策

THE INFLATION EXPECTATION
AND MONETARY POLICY

姚余栋 谭海鸣◎著



F822.5
37



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京



北航

C1721496

01403333

图书在版编目 (CIP) 数据

通胀预期与货币政策/姚余栋, 谭海鸣著.

北京: 中国经济出版社, 2014. 1

ISBN 978 - 7 - 5136 - 3081 - 8

I. ①通… II. ①姚… ②谭… III. ①通货膨胀—货币政策—研究—中国 IV. ①F822. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 015283 号

责任编辑 乔卫兵 黄 静 寇艺明

责任审读 贺 静

责任印制 马小宾

封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京科信印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 13.75

字 数 210 千字

版 次 2014 年 1 月第 1 版

印 次 2014 年 1 月第 1 次

书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 3081 - 8

定 价 38.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

“中国新供给经济学研究书系”

编委会

顾 问 洪 崎

主 编 贾 康

副主编 徐 林 李万寿 白重恩 姚余栋

黄剑辉 刘培林 王 庆 滕 泰

序 言

从“凯恩斯革命”催生宏观经济学以来,货币政策一直是宏观经济学界的中心议题之一。经过多年研究、争论和实践,在此次金融危机之前,学界形成了“新共识”模型,既承袭了新古典主义的微观基础,逻辑缜密,形式完备,又吸收了新凯恩斯主义强调的各类名义和实际摩擦因素,能够较好地模拟实际经济运行。以此模型为基础,全球经济学界曾认为已找到了关于货币政策的操控规律,即盯住一个可靠的“锚”,遵循一套可靠的规则。20世纪90年代以来,越来越多的中央银行实行了通胀目标制框架,在实践中遵循泰勒规则,随着通胀率提高相应提高短期政策利率,并且注重引导公众预期。

但是,在金融危机中,主要发达国家央行都不得不改弦易辙。首先,为了挽救整个金融体系,央行不得不向市场直接注入大量流动性。然后,随着危机深入,央行不断降息,经济落入了零利率区间的“流动性陷阱”,央行又不得不采用量化宽松政策。而且,由于市场过度谨慎,中长期利率与短期



利率之间的期限溢价,以及私人部门债券利率和无风险利率之间的风险溢价都大幅上升。这时,通过简单的量化宽松降低短期无风险利率还不行,央行又不得不直接上阵,通过“扭曲交易”压低期限溢价,通过“信贷宽松”压低风险溢价。更有甚者,日本央行干脆宣布重新启用数量型货币政策框架,通过在两年内将基础货币扩大一倍来实现2%的通胀率目标。在这层出不穷、纷繁芜杂的新政策当中,“共识”、“规则”似乎都不那么重要了,重要的是正视现实,立刻行动。

围绕此次金融危机对货币政策框架形成的冲击,经济学界有诸多反思,其中比较有代表性的有三篇,一是哥伦比亚大学教授弗里德里希·米什金的《货币政策方略——危机带来的教训》^①,二是哈弗大学教授本杰明·弗里德利曼的《从危机中学习:中央银行能做什么?》^②,三是国际货币基金组织首席经济学家奥利弗·布兰查德的《关于宏观经济政策的若干反思》^③。其中共同的认识是“新共识”模型的基本原则仍然有效,但需要对模型进行修正。一是“重视金融部门”,即必须正视金融部门对经济活动的重大影响,在原有模型中必须添加金融摩擦因素;二是“重视信贷”,即相对于货币渠道及其代表性指标利率而言,信贷对实体经济的影响更加直接,必须予以重视。

姚余栋博士和谭海鸣博士的这本《通胀预期与货币政

① 中文翻译稿载于《金融评论》2010年第6期。

② 中文翻译稿载于《金融评论》2011年第6期。

③ 中文翻译稿载于《新金融》2010年第3期。

策》,就是在沿用“新共识”基本原则基础上,结合中国实际情况构建中国货币政策新框架的一次尝试。两位作者首先抓住模型中“预期”这一重点,论述了中国的通胀预期与通胀的关系;接着,遵循三位国外学者“重视金融部门”之意,在金融市场债券收益率的基础上提取出反映中国中长期通胀情况的指标,并且结合中国货币政策操作的实践选出了“央票利率”这一代表性的利率指标。在这一基础上,他们又按“重视信贷”的原则,在近十年来中国货币政策操作实践的基础上总结出包含数量型货币政策和价格型货币政策的“双工具”操作框架。最后,作者们引入了修改后更符合中国实际情况的“新共识”模型,对我国的货币政策进行了实证分析,确认预期在中国货币政策操作中的重要作用,证明“央票利率”的代表性,并且验证了“双工具”的货币政策操作规则。

他们关于货币政策新思考的研究带有在传统需求管理理论支持下引入供给管理考量的特色,是“新供给经济学书系”的重要成果之一,其研究思路秉承了“新供给”的原则,即以严谨的学术精神,站在前人的肩膀上,有破有立,理论联系实际并服务实际。希望这本书能够激发读者们研究中国货币政策的兴趣,引发更多的讨论,以期在争论中逐渐凝聚共识,为推进中国金融与货币政策调控的优化,助力实现“中国梦”历史目标,形成理论创新支撑。

贾 康

代 序

预期的重要性

自从20世纪70年代“理性预期革命”以来,预期的概念在经济学界深入人心。预期在通货膨胀决定和货币政策向宏观经济传导过程中所起的关键作用,已成为全球各中央银行的共识。姚余栋和谭海鸣的这本《通胀预期与货币政策》,是在预期方面研究的创新性尝试。他们的研究试图围绕预期这一关键变量来回答货币政策传导的一系列问题:盯什么目标,用什么框架?

关于货币政策的目标,作者们认为应该包括“通胀预期”,而不仅仅是通胀本身。一般说来,获得良好货币政策效果的核心要素是承诺盯住一个较强的名义“锚”,许多发达国家把物价作为这个“锚”,采取了通胀目标制。《中国人民银行法》规定,货币政策的目标是币值稳定并以此促进经济增长,同时也强调关注通胀。在货币政策操作的实践中,政策的作用往往有时滞性,这就要求货币政策要有前瞻性。“通



胀预期”就是以前瞻性的视角分析物价这个“锚”的具体指标。作者们不仅论述了中国的通胀预期和通胀的关系,还运用技术手段从金融市场债券收益率上提取出了反映通胀预期的具体技术指标,得出的结果具有较强的现实意义。

关于货币政策框架,作者们基于新凯恩斯主义的“新共识”宏观金融模型,引入中国的实际情况进行修改,从一般均衡的角度运用近年来的数据进行了认真仔细的研究。研究的结果表明,通胀预期对中国实体经济影响大于通胀本身,货币政策必须有前瞻性,以控制通胀预期从而控制通胀,促进经济平稳发展。我认为,一般均衡的方法和结合中国实际的理论模型研究方式是一个值得肯定的研究方向。中央银行只有把货币政策放到实体经济运行的体系中去考察,同时关注对微观经济主体预期的引导,才能够发挥货币政策的灵活性,维护好物价稳定,并促进经济健康发展。

我高度认同作者们关于通胀预期的前瞻性和开创性研究。同时,我也要指出,在近年来中国的货币政策乃至宏观经济中,汇率升值预期居于举足轻重的位置。

如果用一句话来概括自2005年以来中国货币环境的最重要特征,恐怕没有比人民币“对外升值对内贬值”更准确的描述了。人民币“对外升值对内贬值”这一表面矛盾的现象实际上是内在统一的:它是人民币渐进式升值的必然结果。在人民币渐进性升值政策下,一方面有人民币对外升值的现实,另一方面人民币的渐进性升值非但没有消除,反而强化

了人民币单边升值预期。后者催生了居民和非居民对境内资产价格上涨的强烈预期,吸引了巨量内外部资本流入。流动性过剩加之经济基本面的稳健,使产品和资产价格通货膨胀压力挥之不去,即对内贬值。

自汇改以来的一系列货币政策操作,就是在这样一个大的宏观和市场背景下进行的。如果渐进式升值战略是既定的,人民币“对外升值对内贬值”也是给定的,则货币政策的实际操作只能适应或缓解可能的负面影响,而无法根本改变这一现实。

如今,人民币渐进式升值应该已经告一段落。依各种宏观和国际收支指标判断,目前人民币汇率应该比较接近均衡水平。没有了对外升值压力的困扰,货币政策的工作重心可以转向应对“对内贬值”,即通货膨胀(包括资产价格通胀)。这也正是长期以来各方所寻求的中国货币政策独立性应有之义。在应对“对内贬值”的过程中,通胀预期的重要性不言而喻。

是以为序。

王庆

前 言

当前是我国货币政策操作的变革时期

1998年,我国对货币政策操作进行了根本性的改革,取消贷款规模,进行间接调控,从直接管制型的货币政策逐步过渡为数量为主、价格为辅的混合型货币政策框架。这一框架的最终目标是物价稳定并促经济增长(《中国人民银行法》),在操作上包含了两个层次的手段。一是数量型存款准备金率和公开市场操作作为主的数量型调控手段:中介目标是广义货币供应量M2和新增人民币贷款,操作目标是超额存款准备金比率,操作工具是法定存款准备金率和公开市场操作(又包括发行央行票据、国债回购等)。这一手段使用的频率高,是央行货币政策调控的主要手段。第二个层次是辅助性的利率政策调控手段:中介目标是金融交易中实际发生的各期限贷款利率,操作目标是各期限法定存贷款利率,以及货币市场的各类拆借和回购利率。这一手段的使用频率相对较低,一般要等通胀率发生趋势性变化的时候,作为调控



物价的辅助性手段来使用。

随着我国金融市场的发展和深化,特别是支付工具的不断发展,以及银行表外融资和非银行业金融机构融资等“影子银行”体系的不断壮大,各层次货币供应量的界限日益模糊,货币供应量与宏观经济变量之间的稳定关系也日益受到冲击,货币数量规则在我国货币政策调控中的有效性大大降低。利率市场化成为大势所趋,改革时机也逐渐成熟。同时,在国际金融危机之后,单纯依靠利率作为货币政策调控手段的传统智慧已经被打破,非传统的货币政策工具如数量型的资产负债表操作开始在实践中发挥作用。在这双重背景下,我国货币政策既需要考虑更多采用价格型调控工具,也需要注意数量型工具(包括存款准备金,公开市场操作和外汇市场对冲)的新内涵。从数量型货币政策向价格型为主兼顾数量工具的货币政策过渡,这在理论和实际操作上都是一个逐步发展的过程。本书的一系列文章,即是着力于寻求这一变革时期我国货币政策操作的新框架。

货币政策操作新框架的理论基础

新框架的理论基础是全球货币政策操作者的共识。本次金融危机之前,全球经济学界和货币政策操作实务界经过多年研究与实践,集货币主义和新凯恩斯主义之大成,形成了关于货币经济学的“新共识”。其核心观点是:在中长期内,货币是中性的,政策决策机制影响公众预期;短期内工资

和价格存在刚性,物价和总产出之间有负向替代关系,菲利普斯曲线成立。

在“新共识”宏观经济模型中,通胀预期发挥核心作用。实际上,正是理性预期学派在20世纪70年代引入预期的概念,才改变了整个宏观经济学和货币经济学的发展方向。在那之前,凯恩斯主义大行其道,似乎通过货币政策和财政政策的扩张和紧缩能够对付经济周期性波动产生的问题。但那个年代经济陷入滞胀的现实和理性预期学派醍醐灌顶的见解,引领了整个经济学界的变革。自那时起,预期被引入宏观经济模型,催生了新凯恩斯主义。而“新共识”的模型,即是以新凯恩斯主义模型为基础的。它是基于消费者效用最大化和厂商利润最大化的微观基础,考虑到预期的作用,以及新凯恩斯主义主张的工资黏性和价格黏性而建立的。

本书花了两章的篇幅来论述我国的通胀预期。第二章讨论了通胀与通胀预期的关系,指出我国的通胀预期是适应性预期,我国的通胀存在“预期自我实现”的机制,控制通胀预期非常重要。通过分析,提出了管理通胀预期的具体思路:建立通胀预期监测体系,保持中长期实际利率稳定,保持“非加速通货膨胀经济增长率”(NAIRG),注意货币政策反应的及时性,增强货币政策可信性,从短期和长期两方面改善供给。第三章从技术上讨论了我国通胀预期的量度问题,利用卡尔曼滤波法将离散时间两因子无套利广义高斯仿射模型运用于我国银行间债券市场,从中国国债收益率曲线中分



解出金融市场的中长期通胀预期 L 。将该指标与居民通胀预期和经济学家通胀预期比较,综合地看,发现 L 作为金融市场形成的、高频的、反映中长期通胀的预期指数,对货币政策制定具有现实的参考意义。

货币政策操作新框架的现实基础

新框架的现实基础是对我国货币政策操作实践的总结。虽然近十几年来我国货币政策主要以数量型工具为主、以价格型工具为辅,遵循的是数量型的操作框架,但是我们经过认真研究发现,由于我国货币市场利率已经市场化,加上我国金融市场的深化发展,我国近年来货币政策的操作也可以用价格型为主、数量为辅的规则来刻画。

在这一规则中,央票利率居于中心的位置。本书第三章对此作了论述。一方面,央行发行央票的主要目的是对冲过剩的流动性,这本身是数量型的思路;另一方面,央票发行和交易的价格(央票利率)又成为货币市场的基础性价格之一。央票发行节奏的调整,不但影响流动性总量,还影响货币市场利率,并传导到整个金融市场的收益率曲线,起到价格型政策的作用。通过理论和实证分析,发现并证明了央票发行利率能够综合代表数量型和价格型的货币政策,其可测性、可控性、相关性比较理想,优于新增贷款和 M2 等数量型指标,也优于 SHIBOR、基准存款利率等价格型指标。在实证分析的基础上,本书提出,可结合利率市场化和汇率改革的推

进,完善央票利率期限结构,建立央票(短中期)和国债(中长期)相衔接的基准利率体系,逐步把央票利率培育成央行未来的价格型调控工具。

围绕央票利率,本书第四章以实证研究为基础对我国货币政策数量型工具和价格型工具相结合的“双工具”操作框架进行了分析。基于中央银行损失函数,从理论上建立了统一表述数量型货币政策和价格型货币政策的新泰勒规则模型,并将其运用于我国货币政策规则的实证分析,建立了以央票利率这一价格型指标为主,以货币供应量为修正指标的“新泰勒规则”。实证表明,我国2005年以来大多数时期的货币政策操作综合了数量型工具和价格型工具调控,可以用央票利率为代表并加入货币供应量变化的“新泰勒规则”进行统一描述。这为我国利率市场化推进过程中逐步建立以利率调控为主的价格型货币政策打下了基础。而“新泰勒规则”本身,也可以作为变革时期货币政策操作的参考规则。

对我国货币政策的系统性实证分析

有了第二至第四章的理论和实证准备,本书第五章引入“新共识”宏观经济理论模型对我国货币政策进行了系统性的实证分析。围绕通胀预期这个重要变量和央行票据发行利率这一货币政策的重要代表指标,构建了中国“新共识”宏观经济模型,并用联立方程体系对我国货币政策进行动态分析。研究表明:(1)我国货币政策以管理通胀预期为主、不需



要中间目标、直接针对通胀本身和产出缺口是可行的货币政策框架；(2)通胀预期冲击对我国实体经济的影响很大，而通胀本身对实体经济的影响相对较小；(3)由于通胀预期存在很强的惯性，要完全控制通胀预期需要超常规的货币紧缩，这可能会导致实体经济起伏；(4)通胀预期冲击和货币政策紧缩对通胀和产出缺口的作用时滞接近，货币政策需要及时对通胀预期作出反应，才能够发挥最大效用；(5)通胀预期是影响当前我国通胀的重要决定因素；(6)当前是数量型货币政策转向价格型货币政策的过渡期，在此期间，以央行票据发行利率为指标的货币政策是可以发挥重要作用的。

开放条件下的货币政策框架——“新布雷顿森林体系”

前几章的讨论都是着眼于中国经济本身进行的。在第六章中，我们把目光放宽到全球。全球流动性是全球经济活动的基础。在经济全球化和货币国际化肇始的几百年中，人类一直没有找到一个理想的全球流动性制度安排。历史上的银本位、金本位、金汇兑本位、布雷顿森林体系和现在的浮动汇率体系（也称牙买加体系）都是解决全球流动性问题的不同制度安排。布雷顿森林体系在设计上的内在缺陷是无法克服“特里芬难题”的，客观上导致了全球流动性短缺。布雷顿森林体系崩溃后，全球流动性短缺的制度性缺陷顷刻之间解决了。但在浮动汇率体系（也称牙买加体系）下，全球流动性过剩的新问题出现了，逐渐成为其内在运行机制及根本

缺陷。此次国际金融危机后,国际货币发行国采取集体量化宽松(CQE)措施,导致全球流动性泛滥。姚余栋与唐欣语合著的文章《借钱还是印钱?——美元流动性和“特里芬困境”的理论证明》(见第六章附录)对此作出了理论证明。为解决这一问题,本书作者提出了建设“新布雷顿森林体系”的初步建议,即在G20“强劲可持续平衡增长的框架”下进一步落实G20 戛纳峰会承诺和《IMF 章程》第一修正案,以基础 SDR 增长目标为“锚”,落实储备货币的国际协商制度,扩大 IMF 在全球流动性管理上的监督权,建立更为稳定和更具活力的国际货币体系,从而在一定程度上终结当前全球流动性“总闸门”毫无约束的局面,加强全球流动性管理,为最终向超主权货币过渡创造条件。

有关的总结性思考

任何理论都必须与实践相结合。在金融危机之前,“新共识”理论在全球央行界取得了绝对的话语权。正如米什金(2010)^①指出的,在2008年金融危机前,各国央行的货币政策思维和实践普遍遵循九项共识:(1)通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象;(2)价格稳定具有显著收益;(3)在失业与通胀之间不存在长期上的互替关系;(4)预期在通货膨

^① 弗里德里希·米什金. 货币政策方略:来自金融危机的教训(中译文稿)[J]. 金融评论,2010(6).