



国家社会科学基金项目丛书

---


# 管理通胀和通胀预期的 货币政策研究

On China's Monetary Policy to Manage Inflation and Inflation Expectation

---

封思贤 蒋伏心 等著



 中国金融出版社

014008236  
014008237

F822.5  
35



国家社会科学基金项目丛书

---

# 管理通胀和通胀预期的 货币政策研究

On China's Monetary Policy to Manage Inflation and Inflation Expectation

---

封思贤 蒋伏心 等著



F822.5  
35



 中国金融出版社



北航

C1695681

385800310  
014008338  
385800310

责任编辑：马 杰  
责任校对：刘 明  
责任印制：陈晓川

#### 图书在版编目 (CIP) 数据

管理通胀和通胀预期的货币政策研究 (Guanli Tongzhang he Tongzhang Yuqi de Huobi Zhengce Yanjiu) / 封思贤等著. —北京: 中国金融出版社, 2013. 8  
ISBN 978 - 7 - 5049 - 7043 - 5

I. ①管… II. ①封… 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 (2013) 第 148508 号

出版 **中国金融出版社**  
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 20.5

字数 375 千

版次 2013 年 8 月第 1 版

印次 2013 年 8 月第 1 次印刷

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7043 - 5/F. 6603

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

## 本书受以下项目资助

国家社科基金项目：我国管理通胀预期与灵活审慎的货币政策研究（10CJY064）

教育部人文社科基金项目：转型期我国货币政策传导的区域异质性研究（09YJC790152）

江苏省“333 高层次人才（第三层次）”培养工程

江苏省“青蓝工程”

南京师范大学“百名青年领军人才”培养工程

# 目 录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| 导论 .....                        | 1         |
| <b>第一章 理论分析框架 .....</b>         | <b>7</b>  |
| <b>第一节 通胀预期 .....</b>           | <b>7</b>  |
| 一、通胀预期的概念 .....                 | 7         |
| 二、通胀预期的类型 .....                 | 8         |
| 三、通胀预期的度量方法 .....               | 9         |
| 四、通胀预期与实际通胀之间的理论关系 .....        | 15        |
| <b>第二节 货币政策 .....</b>           | <b>18</b> |
| 一、货币数量论 .....                   | 18        |
| 二、货币政策传导机制 .....                | 19        |
| <b>第三节 通胀预期与货币政策之间的关系 .....</b> | <b>30</b> |
| 一、巴罗—戈登声誉模型 .....               | 30        |
| 二、最优合约理论 .....                  | 32        |
| 三、通胀预期与货币政策规则 .....             | 34        |
| <b>第二章 我国通胀预期的动态特征判别 .....</b>  | <b>36</b> |
| <b>第一节 我国通胀预期的测算 .....</b>      | <b>36</b> |
| 一、基于问卷调查统计的测算 .....             | 36        |
| 二、基于计量模型的测算 .....               | 41        |
| 三、几种测算方法所得结果的比较 .....           | 46        |
| <b>第二节 我国通胀预期特征的识别 .....</b>    | <b>50</b> |
| 一、数据与指标选择 .....                 | 51        |
| 二、“适应性预期”特征分析 .....             | 52        |
| 三、“黏性”特征分析 .....                | 53        |
| <b>第三节 对我国通胀预期特征的再分析 .....</b>  | <b>55</b> |
| 一、影响我国通胀预期特征的主要因素 .....         | 56        |

|  |            |
|--|------------|
| 二、与“完全预期”特征下的通胀预期比较 .....              | 57         |
| 三、启示 .....                             | 59         |
| <b>第三章 货币供给、利率对我国通胀和通胀预期的影响 .....</b>  | <b>62</b>  |
| <b>第一节 我国货币供给政策与通胀之间的关系 .....</b>      | <b>63</b>  |
| 一、货币供给与通胀本质 .....                      | 64         |
| 二、我国货币供给政策的演变 .....                    | 64         |
| 三、我国货币供给政策的通胀调控效果 .....                | 69         |
| <b>第二节 人民币利率政策与通胀之间的关系 .....</b>       | <b>72</b>  |
| 一、有效抑制通胀的最优利率规则探讨 .....                | 72         |
| 二、人民币利率调控通胀的实际效果 .....                 | 80         |
| <b>第三节 货币供给量、利率对我国通胀预期的影响 .....</b>    | <b>89</b>  |
| 一、我国货币政策的通胀倾向与通胀预期 .....               | 89         |
| 二、货币供给量、利率对通胀预期的作用效果比较 .....           | 91         |
| 三、结论与启示 .....                          | 97         |
| <b>第四章 人民币汇率的价格传递效应与我国的通货膨胀 .....</b>  | <b>100</b> |
| <b>第一节 人民币汇率在实体经济中的价格传递效应 .....</b>    | <b>100</b> |
| 一、以购买力平价为视角的分析 .....                   | 102        |
| 二、以巴拉萨—萨缪尔森效应为视角的分析 .....              | 114        |
| 三、以马歇尔—勒纳条件为视角的分析 .....                | 131        |
| <b>第二节 人民币汇率在股票市场上的价格传递效应 .....</b>    | <b>152</b> |
| 一、股票市场上汇率价格传递效应的作用途径 .....             | 153        |
| 二、数据描述和研究方法 .....                      | 155        |
| 三、实证分析 .....                           | 157        |
| 四、结论与启示 .....                          | 166        |
| <b>第三节 人民币汇率变化对我国通货膨胀的影响 .....</b>     | <b>168</b> |
| 一、汇率变化对通胀的影响机制 .....                   | 168        |
| 二、人民币汇率变化影响我国通胀水平的实证分析 .....           | 173        |
| 三、结论与启示 .....                          | 178        |
| <b>第四节 不同通胀环境中人民币汇率价格传递效应的比较 .....</b> | <b>179</b> |
| 一、通胀环境与汇率传递效应之间的理论关系 .....             | 180        |
| 二、通胀环境影响人民币汇率价格传递效应的实证分析 .....         | 189        |
| 三、对实证结论的再分析 .....                      | 195        |

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| <b>第五章 货币政策资产价格传导渠道与我国的通胀预期</b> ..... | 198 |
| <b>第一节 资产价格渠道影响通胀水平的路径</b> .....      | 198 |
| 一、股票价格路径 .....                        | 198 |
| 二、房地产价格路径 .....                       | 199 |
| 三、资产组合路径 .....                        | 201 |
| <b>第二节 资产价格冲击对我国实际通胀水平的影响</b> .....   | 202 |
| 一、模型选择 .....                          | 202 |
| 二、数据选取与变量选择 .....                     | 203 |
| 三、实证分析 .....                          | 204 |
| <b>第三节 不同资产的财富效应与我国通胀预期</b> .....     | 207 |
| 一、数据选择及变量处理 .....                     | 208 |
| 二、状态空间模型估计 .....                      | 210 |
| 三、不同类型资产之间的比较 .....                   | 211 |
| 四、主要结论 .....                          | 215 |
| <br>                                  |     |
| <b>第六章 金融状况指数对我国通胀趋势的预测效果</b> .....   | 217 |
| <b>第一节 基于货币政策传导机制的金融状况指数</b> .....    | 218 |
| 一、金融状况指数的定义 .....                     | 218 |
| 二、金融状况指数与货币政策传导渠道之间的关系 .....          | 218 |
| 三、金融状况指数可提前反映通货膨胀趋势的原理 .....          | 222 |
| <b>第二节 我国金融状况指数的构建</b> .....          | 223 |
| 一、我国金融状况指数的构建方法 .....                 | 223 |
| 二、我国金融状况指数中各参数的确定方法 .....             | 224 |
| 三、我国金融状况指数的测算过程 .....                 | 226 |
| 四、我国金融状况指数的测度结果 .....                 | 230 |
| <b>第三节 金融状况指数对我国通胀趋势的预测效果</b> .....   | 232 |
| 一、总体效果分析 .....                        | 232 |
| 二、不同通胀状态下的预测效果比较 .....                | 235 |
| <b>第四节 主要结论及启示</b> .....              | 241 |
| 一、主要结论 .....                          | 241 |
| 二、相关的货币政策建议 .....                     | 242 |
| <br>                                  |     |
| <b>第七章 通胀预期环境对我国货币政策效力的影响</b> .....   | 245 |
| <b>第一节 通胀预期对货币政策影响的理论</b> .....       | 246 |

|                                      |            |
|--------------------------------------|------------|
| 一、通胀预期对利率政策的影响 .....                 | 246        |
| 二、通胀预期对货币供给政策的影响 .....               | 247        |
| 第二节 基于 LSTR 模型的实证分析 .....            | 248        |
| 一、实证模型的设计 .....                      | 248        |
| 二、数据选择及变量处理 .....                    | 250        |
| 三、模型估计 .....                         | 253        |
| 四、实证结果分析 .....                       | 257        |
| 第三节 主要结论及相关启示 .....                  | 260        |
| 一、主要结论 .....                         | 260        |
| 二、相关启示 .....                         | 261        |
| <b>第八章 通胀目标制与我国货币政策操作范式的转型 .....</b> | <b>263</b> |
| 第一节 通胀目标制 .....                      | 263        |
| 一、通胀目标制的定义 .....                     | 263        |
| 二、通胀目标制区别于其他范式的特征 .....              | 264        |
| 三、通胀目标制的“限制性相机抉择”策略 .....            | 265        |
| 第二节 转型的必要性及方向选择 .....                | 267        |
| 一、我国现行操作方式转型的必要性 .....               | 267        |
| 二、我国基于国际经验的转型方向选择 .....              | 271        |
| 第三节 我国转向通胀目标制的条件分析及相关建议 .....        | 274        |
| 一、通胀目标制成功实施应具备的条件 .....              | 274        |
| 二、我国转向通胀目标制的已有条件分析 .....             | 275        |
| 三、相关建议 .....                         | 276        |
| <b>总结 .....</b>                      | <b>279</b> |
| <b>参考文献 .....</b>                    | <b>287</b> |
| <b>后记 .....</b>                      | <b>316</b> |



# 导 论

本书是国家社科基金“我国管理通胀预期与灵活审慎的货币政策研究（批准号：10CJY064；主持人：封思贤；立项时间：2010年6月；结项时间：2012年11月；结项证号：20121481）”等科研项目的主要成果。

作为一种复杂的经济现象，通货膨胀一直是理论界关注的焦点之一，现实中也屡屡给中国经济带来困扰。1978—2012年，我国只有4个年份（1998年、1999年、2002年和2009年）的CPI微幅下跌，其余均属上涨；近一半年份的CPI年度上涨幅度超过4%，其中1988年、1994年的通货膨胀率水平更是分别高达18.8%、24.1%。2002—2012年，我国就经历了3次较长时间的CPI持续上涨：第一次是2002年底到2004年，持续了27个月；第二次是2007—2008年，持续了24个月；最近的一次则是从2009年11月到2011年7月，持续21个月。2011年，全年CPI比2010年上涨5.4%，远远超过年初设定的“不高于4%”的目标，再显通胀形势之严峻、治理之艰难。可见，治理通货膨胀仍将是未来较长时间内我国宏观调控的主要任务。

通胀问题在我国反复出现与我国通胀治理理念不成熟有很大关系。很长一段时间以来，我国主要采取紧缩货币政策、增加产品供应等措施来抑制物价过快上涨，但这些措施大多属于“事后救火”性质，因此效率一直欠佳。直到2009年末召开的中央经济工作会议，我国决策层才首次提出要将“管理好通胀预期”作为我国宏观调控的重点任务。

通胀预期是指经济主体基于经济运行状况和其掌握的信息，对后期可能发生的通货膨胀及其幅度大小进行事前估计的一种主观心理活动。通胀预期引导着人们的经济行为，对实际经济运行会产生重要影响。在没有实际通胀的时候，通胀预期也可以长期存在，但不一定会导致实际通胀。通常，通货膨胀会强化通胀预期，通胀预期会进一步推动通货膨胀。通胀预期对实际通胀的推动，一般是以基础商品价格的变动作为导火线，通过社会心理的交叉传导，引领膨胀的社会购买力（工资、社会资金总量等）短时间内作用于多种商品价格，产生总体物价水平螺旋式上升的普遍上涨。

有效管理通货膨胀预期是治理通货膨胀的关键。管理通胀预期的政策措施

有很多,包括产业政策、财政政策和货币政策等。从我国的实际情况来看,随着我国市场经济改革进程的不断深化和生产力水平的大幅提高,市场竞争已日趋激烈并逐渐转向买方市场。这样,20世纪80年代的“短缺经济”、90年代的“卖方市场”已不再是我国通胀产生的主要原因,金融市场的快速发展已使得货币金融宽紧状况成了决定通胀率高低和通胀预期的根本因素之一。正如《新帕尔格雷夫经济学大辞典》对通货膨胀下定义时所描述的那样:“通货膨胀是价格持续上涨的一种过程,或者从等同意义上说,是货币不断贬值的一种过程。”诺贝尔经济学奖获得者弗里德曼更是一针见血地指出,“通货膨胀是而且也只能是货币数量的急剧增加引发”、“许多现象都能引起通货膨胀的暂时性波动,但是,只有在影响到货币增长的情况下,这些现象才能对通货膨胀产生持续性的影响”。另一方面,由于信息不完全,认识具有反复性,经济、金融形势不断变化,经济全球化下我国受外部因素的冲击越来越大、不确定性越来越多等诸多因素影响,通胀预期往往很难一次性达到完全理性并处于不断变化过程中,这样,在通胀预期背景下,我国的货币政策就不能始终如一,而要依据预期、经济状况的变化灵活审慎、适时适度调整。基于上述两方面的判断,通胀预期能否有效管理将在很大程度上取决于我国央行能否灵活、审慎地调整货币政策。其中,灵活的货币政策是指货币当局应审时度势,视经济发展的状况,在货币政策上采取务实、灵活的方针,使政策能及时出台应对新问题、新情况,使政策更具有针对性的体现,目的是为了实现经济平稳增长和保障稳健货币政策的实现。审慎的货币政策指货币政策当局在货币政策实施力度、节奏上要留有空间和余地,避免出现过度调控的局面,即提倡适时适度调整,通过加强稳健来保障货币政策的实施。

在借鉴国内外权威文献的基础上,本书综合运用了西方经济学的通货膨胀和价格理论、金融学的货币理论、制度经济学的政策优化理论和计量经济学等原理,并采取了归纳、演绎、比较和实证的分析方法,从理论和实证两方面探讨了我国的货币政策应如何进行灵活、审慎的调整才能有效管理通胀预期这个主题。按照从一般到特殊、从问题到对策的逻辑思路和结构要求,笔者首先梳理了相关的基础理论并构建了全书的理论分析框架,包括:通胀预期的概念、类型、度量方法以及与实际通胀之间的理论关系;货币数量论及货币政策的传导机制理论;通胀预期与货币政策之间相互关系的几个理论等。然后,在论述我国通胀预期动态特征的基础上,我们重点阐述了我国货币政策与通胀预期之间的相互关系,包括货币政策对通胀预期的影响以及通胀预期对货币政策的影响两大部分,其中前者的分析路径是依次从货币政策的信贷传导渠道、利率传导渠道、汇率传导渠道和资产价格传导渠道等方面逐一探讨。紧接着,基于货

币政策传导不同渠道的各自效应，我们探讨了我国通胀趋势的预测技术及其应用效果。最后，在借鉴国际经验的基础上，我们分析了我国货币政策操作方式转向通胀目标制的可能性及需要注意的相关问题。

具体而言，本项研究的主要内容包括以下几个方面。

1. 我国通胀预期的动态特征。只有在充分了解我国通胀预期具体特征，并厘清其与实际通胀相互关系的基础上，我国央行货币政策的制定才有针对性。理论上，实际通胀是诱发通胀预期产生的前提，通胀预期通常会引致实际通胀的产生。但在实践中，我们也发现，实际通胀有时也会在低通胀预期环境中产生，高通胀预期也并不必然带来实际通胀。这表明，不同类型的通胀预期会对实际通胀产生不同的效果，货币政策调整的政策取向应是降低通胀预期的非理性成分，促进公众通胀预期的合理形成，从而降低通胀预期对实际通胀的负面影响。基于中国人民银行每个季度在《居民储蓄问卷调查系统》中对储户进行物价预期看法的调查数据，并通过运用差分自回归滑动平均模型（ARIMA 模型）等多种计算方法，我们发现，我国居民的通胀预期并非完全非理性，而是具有一定的理性成分。预期之外的通货膨胀在短期内能够刺激我国的产出增长，但一旦这部分预期被发现，这种促进作用将消失，甚至产生“滞胀”等负效应并带来实际物价水平更大程度的上涨；实际通胀是我国居民通胀预期变动的 Granger 原因，但通胀预期并不必然引致实际通胀，通胀预期能自我实现，也能自我消失；总体上，我国公众的通胀预期显著依赖于过去的信息，是在不断学习和调整过程中形成的一种适应性预期，属于非完全理性预期；我国居民的通胀预期对实际通胀的影响存在“黏性”效应。影响我国通胀预期特征的因素主要包括：超额货币供给状况、商品的“比价效应”、经济信息的不对称程度、央行货币政策的透明度以及央行和统计部门等政府机构与公众的沟通程度等。

2. 我国货币供给政策对实际通胀和通胀预期的影响。目前我国货币供给政策框架的主要内容是：以货币供应量  $M_2$  为中介目标，以公开市场操作、法定准备金、再贴现率辅以利率政策为主要政策工具，实现物价稳定的最终目标。在发挥积极作用的同时，我国现行的货币政策框架也有着自身的不足和局限，主要体现在：在实现通胀调控目标时，货币供给政策面临显隐性双重目标约束，当货币政策的多重目标产生冲突时，我国央行存在通过牺牲物价稳定目标来换取经济增长的政策倾向；货币供给的目标值与实际值经常大幅度偏离；货币乘数不稳定等。这些因素不但不利于扼制我国的通货膨胀，而且加大了公众通胀预期的不稳定性程度。

3. 我国利率政策对实际通胀和通胀预期的影响。在 Ball (1999) 和 Kontonikas (2006) 构建的动态宏观经济模型基础上，我们推导出了抑制通胀的最优利

率规则,并从理论上发现:中央银行在调整利率的时候不光要考虑通货膨胀和产出缺口,还应该考虑资产价格的失衡;资产价格的财富效应等越强,最优利率反应函数中通货膨胀的权重和产出缺口的权重就越小。为抑制通货膨胀,当资产财富效应明显存在时央行提高利率的幅度,应高于资产财富效应不存在时或未被考虑时央行利率提高的幅度。我国经济主体对利率变化的敏感度不高,利率变化不一定能迅速引起投资的变动,故而造成利率传导机制运行不畅。在2001—2010年的十年间,人民币利率政策对我国通胀的反应总体上不足。无论是货币供给政策,还是利率政策,我国货币政策制定者对经济增长的关注程度明显高于对物价稳定的关注程度,甚至存在制造意外通货膨胀以刺激经济增长的动机。公众通胀预期的存在虽然在理论上对央行采取扩张性的货币政策有一定制约作用,但我国公众通胀预期的“事后”形成特点又使得他们对中央银行有着天生的依赖感,并相信货币政策的宣布与执行是一致的。当流动性增加、物价调控目标被不断上调时,公众的通胀预期就会上升。如果央行不采取稳定通胀预期的措施而继续执行刺激性及宽松性的货币政策,那么经济平稳健康较快发展的货币政策环境将受到冲击。在冲击物价方面,货币供给政策对物价的影响程度强于利率政策。虽然实际通货膨胀、货币供给量的变动和利率都是通货膨胀预期产生的原因,但货币供应量变动的波动对通胀预期的冲击最大。

4. 我国汇率政策对实际通胀和通胀预期的影响。从理论上来看,人民币升值有助于抑制国内通货膨胀的加剧。但从我国的实际情况,特别是2005年7月我国汇率制度改革以来的实际情况来看,人民币对美元汇率在屡创新高的同时,物价水平也基本处于上升轨道,即人民币出现大幅度升值的同时并没有缓解国内的通货膨胀,人民币升值甚至一度伴随着通货膨胀的加剧。我们对这种“理论与实际不一致”的现象进行了详细分析,并以此为基础,探讨了汇率渠道在我国通胀预期管理中的实现途径。研究发现,人民币汇率变化引起价格总水平变化的效应在实体经济和虚拟经济中有显著差异。在解释人民币汇率水平变化导致国内通胀率变化时,无论是绝对购买力平价理论、相对购买力平价理论,还是巴拉萨—萨缪尔森假说,均存在系统性偏差。人民币名义有效汇率对国内消费者物价指数的传递是不完全的,且存在时滞。长期以来,人民币汇率政策对国内物价水平的冲击程度明显强于汇率水平变化对国内物价的影响程度。随着人民币汇率市场化改革程度的加深和我国改革开放进程的继续深化,汇率水平变化对国内物价的影响正日趋明显。人民币汇率变化对国内物价的影响程度与国内通胀环境之间存在显著的紧密联系。当公众的通胀预期水平较低时,厂商会认为成本的变动是暂时的且不会对企业的长期收益产生大影响,因而他们不会对产品价格做较大的调整从而有利于物价总水平的稳定。但当公众的通胀

预期水平较高时,厂商通常会更倾向于将汇率波动带来的成本变化和未来的不确定性风险转嫁给消费者,从而不利于国内物价水平的稳定。

5. 货币政策的资产价格传导渠道是否是影响我国实际通胀和通胀预期的作用途径。资产价格渠道是货币政策传导的主要途径之一,在稳定公众通胀预期并治理通货膨胀时,我国央行应该关注资产价格。理论上,股票、房产等资产价格的变化会通过财富效应、托宾 Q 效应、流动性增强效应和资产负债表效应等方面来发挥其对通胀和通胀预期的影响,因而央行管理通胀预期应关注资产价格。但是,国外不少国家的实践经验证据表明,只有资产价格波动导致了通货膨胀预期的改变时,货币政策才应该考虑资产价格因素,并且对资产价格的波动作出反应。随着我国金融市场和房地产市场的快速发展,股票、房产已成为我国居民财富的重要构成部分。资产价格的变化是否会通过财富效应等渠道去影响消费支出和投资支出,从而影响实际价格水平,这将是我国央行首先必须弄清的问题。如果影响程度较大,资产价格渠道就理应成为央行调控通胀预期的重要途径之一。本部分,我们将首先基于 Kontonikas 和 Montagnoli (2006) 的基本模型,从理论上分析资产价格、通胀与通胀预期三者之间的相互关系,然后运用状态空间模型等计量方法,实证分析我国通胀预期管理的资产价格实现途径。

6. 如何综合运用货币政策传导的渠道理论来预测我国通货膨胀的未来趋势。我们认为,在物价上涨持续时间较长的背景下,如果初期不及时采取反通货膨胀措施,那么随后管理通胀预期、治理通货膨胀的时间就会更长,付出的各种成本会更高,实现目标的难度将更大。只有对“通胀会在什么时候开始出现”、“通胀会持续多长时间”、“未来通胀的程度如何”等一系列问题作出正确判断,政府才有可能前瞻性地制定通胀预期管理的措施并及时降低通货膨胀水平。货币政策通过信贷渠道、利率渠道、汇率渠道以及资产价格渠道等方面影响并决定着通货膨胀的未来趋势。本部分,我们首先基于货币政策的传导渠道理论构建了金融状况综合指数,然后实证分析了金融状况综合指数对我国通胀趋势的总体预测效果和在不同通胀状态下的预测能力。其中,金融状况综合指数的构建主要采用广义脉冲响应函数(GIRF)法,效果预测的实证分析方法主要采用循环式方程法和 Markov 机制转换模型法。

7. 通胀预期环境会对货币政策治理通胀的效果产生什么影响。2004 年之前,我国央行主要运用货币供应量工具来维持物价稳定,促进经济增长。2004 年我国扩大了金融机构人民币贷款利率的浮动区间。2005 年确立了“先外币后本币,先贷款后存款,先长期、大额后短期、小额”的利率市场化改革顺序。随后,利率工具逐渐被我国央行频繁采用并用于治理通货膨胀。当前,在稳定

通胀预期方面,我国央行的操作工具已不再单一,而是更注重货币供应量、利率等工具的组合使用。实践中,我们也发现,不同货币政策工具在我国的通胀治理效果存在明显差距。我们认为,效果存在明显差距的一个关键原因是,公众对物价趋势的判断(通胀预期)会影响其消费行为,从而通过消费需求和投资需求的变化来影响社会总需求和实际物价水平。我们在看到这一点的同时,当然也不能过分强调通胀预期对实际通胀水平的影响。也就是说,不同的通胀预期程度对实际通胀水平有着不同的影响。因而,在治理通胀时,货币政策的制定与调整应结合所处的通胀预期环境来综合考虑。如何综合考虑将是本部分的讨论重点。本部分,我们将首先基于前瞻性泰勒规则和 Lucas 供给曲线等原理,从理论上推导通胀预期环境与货币政策实施效果之间的相互关系,然后运用平滑迁移回归(STR)模型实证分析通胀预期环境对货币政策效果的影响机制。

8. 通货膨胀目标制在我国的适用性分析。世界上,货币政策的制度框架主要有3种:汇率目标制、货币目标制和通胀目标制。从国际经验来看,相对于汇率目标制和货币目标制,通胀目标制对于新兴市场的经济绩效改善更明显,它能更大幅度地降低物价水平及其波动幅度,从而有利于稳定通胀预期并实现经济平稳发展。目前,我国实施的是对内控制货币总量、对外维护汇率稳定的有管理的浮动汇率制的货币目标制框架。近年来,国内货币需求及其与产出之间的关系越来越不稳定,这使得我国现行的货币目标制面临挑战。我们在本部分专门探讨了通货膨胀目标制在我国的实施条件和实施建议。

总体上,本书遵循“从理论到现实、由现象到本质”的研究路线。坚持理论阐述和实证分析相统一是本项研究最主要的研究方法。本书中绝大部分章节的安排遵循的均是“先理论分析、后实证分析”模式,而且每一部分在实证分析后都会针对结论进行进一步理论分析,从而使得实证分析更加有理有据。其中,货币政策的传导机制理论是贯穿全书的理论主线。



# 第一章 理论分析框架

如何利用货币政策来引导公众形成合理通胀预期并达到稳定物价的目标，是各国普遍面临的宏观调控问题。对这样的问题进行研究必须基于通胀预期和货币政策相互关系研究的整体理论框架之上。对此，各国学者立足于特定环境已从多角度进行了探讨，取得了一系列富有启发性与指导性的研究成果。本章通过对这些成果的系统整理、分析和评述，梳理通胀预期、货币政策、通胀预期与货币政策相互关系等方面的主要理论，从而构建出全书的分析框架。

## 第一节 通胀预期

通货膨胀是宏观经济运行中的核心问题，关系到一国的经济发展和政治稳定。学者们对通货膨胀的研究也从未停止。当前，通货膨胀的理论研究和实证研究越来越强调预期的作用。实践中，“有效管理通胀预期”更成了近年来中央经济工作会议确定的调控方针。

### 一、通胀预期的概念

在经济学中，预期被定义为经济主体对与目前决策有关的经济变量的未来值的判断，体现了经济主体对未来变化或趋势愿意接受的情况。预期从本质上来说具有主观性，但是并不意味着预期是公众凭空想象的。公众会根据过去、现在及将来的各种信息进行综合分析，再对未来作出判断。判断正确与否则取决于对重要信息的掌握程度和能否正确使用信息综合处理方法。

通货膨胀预期（inflation expectation）是指经济社会中消费者对未来不确定的通货膨胀的估计，是经济主体对未来通货膨胀变化趋势的一种预估。预期的形成受多种因素影响。这些因素主要有宏观经济形势、当前通货膨胀水平和波动幅度、金融政策和市场特征等。通货膨胀预期的重要性在于：消费者会根据其对未来物价走势的预期来调整自己的消费、投资、储蓄行为。这些行为会影响实体经济活动，从而最终对社会总供给和总需求形成影响，进而影响物价水平的形成。

## 二、通胀预期的类型

虽然预期的形成是一种主观心理活动过程，不能直接测量，但为了便于研究其变化规律，学界不得不把这种不可测的预期因素转换为可测的定量数据。于是，人们提出了不同的假设前提，从而产生了几种不同的预期形成假说。

### （一）静态预期

静态预期，又称为短视预期，是指人们将本期的实际通货膨胀率作为下期的预期通货膨胀率，即  $\pi_{t+1}^e = \pi_t$ 。静态预期形成所获取的信息是当前时期的，行为主体处理信息方式的前提是认为所有行为主体采用同样方式且忽略学习效应，故产生的预期中没有随机变量的扰动。

### （二）外推预期

市场物价水平不可能静止不变，消费者在多次错误预期后会吸取经验，逐步修正其对市场价格走势的判断，故静态预期过于简单且脱离实际情况。因而，Metzler（1941）在预期理论中加入了时间概念，提出外推预期假说。他认为，对未来的预期不仅要依赖于过去变量达到的水平，而且还要考虑经济变量未来的变化趋势，即预期通胀率等于上期实际通货膨胀率与通货膨胀变化趋势的修正值之和， $\pi_{t+1}^e = \pi_t + \lambda(\pi_t - \pi_{t-1})$ 。当  $\lambda = 0$  时，式子可简化成静态预期的形式；当  $\lambda \neq 0$  时，对于任何时期的外推预期均可等于当前价格水平加上（或减去）一定比例的前两个时期的价格水平之差（修正值）。外推预期的缺陷在于人们并没有考虑实际通货膨胀率与预期值之间的偏差程度，更没有利用这种偏差来对预期进行修正。

### （三）适应性预期

鉴于外推预期存在缺陷，Cagan（1956）在分析超速通货膨胀时提出了适应性预期的概念，即强调人们在对经济变量形成预期时，不仅会考虑自己过去的预期，而且还会用过去预期的偏差程度来修正。形成过程可以表达为  $\pi_{t+1}^e = \pi_t^e + \lambda(\pi_t - \pi_t^e)$ ， $0 < \lambda < 1$ ，其中  $\lambda$  表示人们根据过去的预期误差调整并修正当期预期的速度。

上式可以看出，人们会通过不断的学习、积累和经验总结，来调整自己的预期形成，使之越来越趋向实际值。然而，人们逐渐发现，适应性预期修正机制只有在被预期的变量处于平衡变化时才有效，当该变量以某种趋势增长时，这种修正作用并不能形成正确的预期。此外，适应性预期对信息资源的利用程度也不高。

### （四）理性预期

上述三种方式的预期存在一个共同的缺点，即人们都只是基于过去的经验、



历史的信息来判断未来趋势，而没有把当前的一切可供利用的信息资源纳入预期形成机制中，因此又被统称为非理性预期。Muth (1961) 认为上述预期的形成都不符合理性人的行事准则，缺乏合理性和说服力，因而，Muth 提出了理性预期理论。这一理论把信息看做一种资源，并假定理性经济人会充分利用全部可得的信息对未来进行理性预测。他用数学期望来描述该过程： $\pi_t^e = E[\pi_t | I_{t-1}]$ ，其中， $I_{t-1}$  表示在  $t-1$  时所能获得的所有信息集。理性预期认为预期是在人们充分利用所有可获得的信息基础上形成的，不存在系统性偏差。

然而，理性预期的前提和结论过于理想化，因而遭到人们的质疑：(1) 理性预期假定经济主体不仅可以获得一切可利用的信息，而且具有处理大量信息的能力，这显然夸大了经济主体的认知能力和信息处理能力。(2) 理性预期认为，人们基于理性形成的预期不存在系统性偏差。然而，人们所依赖的信息往往不是完全的，一些关键性的信息遗漏肯定会造成系统性偏误。而且，人们也不清楚自己遗漏了哪些关键性信息，不能确定自己预期误差的大小，从而无法进行准确的修正，因此可能会带来长期性的系统偏差。尽管理性预期在实践中存在一些缺陷，但它的问世，使得人们对经济现象的认识更为深刻，尤其是用于对宏观经济现象的解释和抽象，这对宏观经济学的发展产生了巨大影响。

### 三、通胀预期的度量方法

虽然通货膨胀预期的界定比较清晰，但是如何衡量还十分困难，至今仍没有合适的数学刻画。经济学理论上有时候为简单起见会使用本期实际通货膨胀率作为下一期的预期通胀率，这种方法显然过于粗糙，不能体现通货膨胀预期的内涵和特点。西方国家对通货膨胀预期的理论研究和实证探索已达半个多世纪，形成了一些比较常用的做法，大致分成 3 类，即证券名义收益利差法、问卷调查统计法和计量模型法（见表 1-1）。

表 1-1 通胀预期常见度量方法的比较

| 方法名称      | 方法细分 | 衡量方法   | 适用条件                                    |
|-----------|------|--|---|
| 证券名义收益利差法 | 无    | 通货膨胀指数化债券和非通货膨胀指数化的利差即为预期通胀率。                                    | 1. 一国金融市场存在通胀指数化债券；2. 债券历史收益率统计有一定统计长度。 |
| 问卷调查统计法   | 差额法  | 选取一定的样本对象，并对其进行调查，得出它们对未来通货膨胀的判断和变动幅度，然后将这些样本数据进行统计处理，从而得到预期通胀率。 | 较大的样本调查数据。                              |
|           | 概率法  |  |   |