

货币政策目标规则在中国的适用性

刘 璞*

(天津南开大学经济学院金融系 300071)

摘要：相机抉择带来的动态不一致性，使得近年来规则行事在理论界和实践中受到越来越多的重视。本文用包含前瞻性菲利普斯曲线和前瞻性 IS 曲线的新凯恩斯模型分析了较常用的目标规则——有弹性的通货膨胀目标和名义收入目标的区别与各自优缺点，并讨论了它们在中国的适用性。如果能够确定适当的参数值，目标规则将有助于我国货币政策长期的动态一致性，从而促进经济稳定增长。由于利率的非市场化形成机制和现行的货币政策传导机制的不通畅，两种目标规则在中国的实践还有一定困难。

关键词：通货膨胀目标 名义收入目标 最优货币政策 规则行事

一、理论综述

近年来，货币经济学及货币政策分析的一个重要突破是对货币政策规则(Monetary Policy Rules)的研究。货币政策规则是中央银行进行货币政策决策和操作的指导原则。对不确定性环境下最优货币政策规则进行理论和实证研究为货币政策体制的设计及货币政策的评价提供了一个客观的参考标准。这里，最优货币政策是指在一定条件下，中央银行通过选择货币政策操作工具使货币政策目标达到最优。因此，货币政策的决策策略将严重影响到最优货币政策的选择。

货币政策规则与相机抉择是两种主要的货币政策决策策略，它们之间的争论(Rules versus Discretion)可以追溯到 19 世纪中叶的银行学派与通货学派的学术讨论中。相机抉择意味着中央银行在任何时点上都可以自由的变动政策工具的设定值。这种货币政策决策会导致一个超出社会意愿比率的通货膨胀率。1977 年，Kydland 和 Prescott 将动态非一致性问题引入货币政策分析，他们指出，如果在采取特定的政策措施之前没有通过某种方式预先做出承诺，那么中央银行就会发现自己总是面对着各种各样违背长期最优货币政策的激励因素而很容易转而采用当期最优但与长期最优政策相矛盾的政策。这就是货币政策的动态非一致性。此外，Barro 和 Gordon(1983)的研究表明，中央银行制定的失业率低于自然失业率时，会产生一个超过经济均衡的经济扩张愿望，于是产生了通货膨胀偏差(Inflation Bias)，而产出水平不会提高。这不仅对社会福利产生影响，而且对货币政策的可信性和有效性产生影响。更进一步地，Svensson(1997)和 Woodford(1999)证明了当经济主体的行为日益表现出前瞻性(Forward looking)特点时，在缺少承诺机制的情况下，即使中央银行的目标与社会福利的目标一致，相机抉择仍然会产生稳定性偏差(Stabilization Bias)，从而导致社会福利的降低。正是由于相机抉择的以上缺点，最优货币政策具有动态非一致性，而动态非一致的货币政策将带来次优的结果。货币规则可以避免相机抉择带来的通货膨胀倾向，因而成为近几年来货币政策研究的重点。

传统的货币政策规则是单一货币供应量增长规则(弗里德曼规则)，反馈规则是货币供应量针对失业率与通货膨胀率的变动进行调整。泰勒(1993a)将政策规则的定义作了扩展，认为货币政策规则不是机械的运用一个公式，不能简单理解为对于政策工具一系列系数的设定。货币当局不仅要以一种货币政策规则为基础进行运作，还要对各种经济变量可能的变化进行判断。简单来说，货币政策规则不同于原来所说的单一规则，是按照一定计划执行的一套方法体系。货币当局若想获得可信度，就要做出承诺按照规则行事，而且规则不是随意变动的。随后，Svenson(1998)借用了 1974 年版 Merriam-Webster 词典的

* 刘璞，郑州人，南开大学金融学系硕士研究生。 Email: hatty@eyou.com

解释,对货币规则给出了一个更为宽泛的定义,即“预先设定的货币政策执行指南”。Svensson 还进一步将货币规则分为两类:工具规则和目标规则。

工具规则即人们通常所说的政策规则,是规定函数的预定变量。最著名的简单工具规则就是“泰勒规则”。还有一项常见的简单工具规则是货币主义的“货币数量规则”(弗里德曼规则)。在开放经济条件下,中央银行仅仅遵循工具规则是不够的,还要充分利用更多的信息,目标规则的使用应运而生。

目标规则是一个特殊的损失函数极小化的一种安排。具体来说,一项目标规则就是选择合适的目标变量的值,使得一个相应的损失函数极小化,表现为目标变量条件得到满足的一个方程(方程组)。根据目标变量的不同,目标规则可以分为以下几种类型:(1)有弹性通货膨胀目标;(2)价格水平目标;(3)名义收入目标。由于价格水平目标会增加短期内产出的波动,且价格水平变化的测量可能会产生误差,因而它在政策理论与实践未受到大量支持。本文主要讨论通货膨胀目标和名义收入目标。这里,有弹性主要是指通货膨胀有一个目标区,可根据不同时期的具体情况加以调整。本文中所致的通货膨胀目标都是有弹性的通货膨胀目标。

有弹性通货膨胀目标和名义收入目标有两个作为货币政策目标的优良特性:两个政策都考虑中央银行的两个战略变量——通货膨胀和产出,并熨平名义收入中的波动。在 20 世纪 90 年代,有弹性通货膨胀目标被新西兰、英国、瑞典和其他一些国家的中央银行所采用(Leiderman 和 Svensson, 1995),而名义收入目标虽然没有应用于实践,但是在学术领域被大量研究(Taylor, 1985; Frankel 和 Funke, 1993; Hall 和 Mankiw, 1994; McCallm 和 Nelson, 1999)。

本文主要通过分析中央银行对不同货币政策下供给和需求冲击的最优政策反应函数,来讨论采用有弹性通货膨胀目标和名义收入目标的货币政策的不同之处,以及它们在中国的适用性。

二、通货膨胀目标模型

本文所使用的方法是分析两种目标规则在动态宏观经济模型——新凯恩斯模型下的表现,该模型中套用了采用前瞻性菲利普斯曲线和前瞻性 IS 曲线的粘性价格模型(Clarida, Gali 和 Gertler, 1999)。这一模型不同于 Svensson 的基于后顾性菲利普斯曲线和 IS 曲线的模型。以下是模型最基本的两个方程:

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + a x_t + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

$$x_t = E_t x_{t+1} - b(i_t - E_t \pi_{t+1}) + \eta_t \quad (2.2)$$

(2.1) 为菲利普斯曲线,表示出了通货膨胀 π_t 与产出缺口 x_t ($x_t = y_t - y^n$) 的正相关关系。(2.2) 为 IS

曲线,表示产出与实际利率的负相关关系。其中, $E_t \pi_{t+1}$ 为根据现期 t 的可得信息做出的下一期的预期

通货膨胀率。 ε_t 表示供给冲击。 $E_t x_{t+1}$ 表示预期产出缺口。 η_t 表示与供给冲击无关的需求冲击。

$$\varepsilon_t = \theta \varepsilon_{t-1} + \zeta_t \quad (2.3)$$

$$\eta_t = \rho \eta_{t-1} + v_t \quad (2.4)$$

这两种冲击都是序列自回归过程, $0 \leq \theta, \rho \leq 1$ 。当 $\theta = \rho = 0$ 时,冲击为瞬时的;当 $\theta = \rho = 1$ 时,都是随机游走过程。

中央银行的目标函数为 $E_t \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{2} \delta^j L_{t+j}$, (2.5)。其中 L_{t+j} 为标准二次损失函数

$$L_{t+j} = (\pi_{t+j} - \pi^*)^2 + \Phi x_{t+j}^2 \quad (2.6)$$

损失函数随着产出缺口的增大和通货膨胀偏离内生给定的通货膨胀目标 π^* 的增大而增大。由于产出缺口的目标为零, 就没有产生通货膨胀偏差的刺激, 这一点优于相机抉择策略。 Φ 表示政策制定者赋予产出稳定性相对于通货膨胀稳定性的权重, $0 < \Phi < \infty$ 。 $\Phi = 0$ 的情况与 Svensson(1997a) 描述的严格通货膨胀目标一致, 而 $\Phi > 0$ 则表示有弹性的通货膨胀目标。

货币当局的工具是名义利率 i_t , 中央银行控制名义利率来影响产出和通货膨胀。把 (2.2) 代入 (2.1) 得 $\pi_t = E_t \pi_{t+1} + a[E_t x_{t+1} + \eta_t - b(i_t - E_t \pi_{t+1})] + \varepsilon_t$, (2.7)

显然, 从公式中可以看出, 名义利率的提高会降低产出和通货膨胀, 而预期产出和预期通货膨胀的提高将导致现期产出和通货膨胀的提高。

因为 i_t 只影响 x_t 和 π_t , 最优问题就变为: $\min_{i_t} \frac{1}{2} [\Phi x_t^2 + (\pi_t - \pi^*)^2]$, (2.8)。解之得

$x_t = -\frac{a}{\Phi} (\pi_t - \pi^*)$ (2.9)。这一条件可以解释为: 如果通货膨胀超过目标, 提高利率, 则需求低于自然产出; 如果通货膨胀低于目标, 降低利率, 则需求高于供给。函数值与菲利普斯曲线中的产出缺口参数 a 正相关, 与权重 Φ 负相关。 Φ 越小, 在通货膨胀偏离目标时中央银行就会造成越严重的需求紧缩, 反之亦反。如果中央银行的 Φ 为零, 通货膨胀就一定总保持在目标水平。

由最优条件我们可以得到名义利率 i_t 的反应函数:

$$b i_t = \left[a(\Phi + a^2)^{-1} + b \right] E_t \pi_{t+1} + a(\Phi + a^2)^{-1} \varepsilon_t - a(\Phi + a^2)^{-1} \pi^* + \eta_t + E_t x_{t+1} \quad (2.10)$$

如果负的供给冲击¹或正的需求冲击发生, 利率的最优反应函数就要求增加名义利率。很明显, 实际利率会相应提高。此外, 有条件的产出预测的增加也要求货币当局提高利率。因此, 最优利率与通货膨胀目标负相关。这一名义利率的反应函数与泰勒规则非常相似, 只是泰勒(1993)将名义利率定义为后顾性的通货膨胀与产出的函数, 而在前瞻性模型中利率依赖于预期将来的通货膨胀和产出。

将最优利率公式代入 (2.7) 式可以得到:

$$\pi_t = (\Phi + a^2)^{-1} \Phi E_t \pi_{t+1} + (\Phi + a^2)^{-1} \Phi \varepsilon_t + a^2 (\Phi + a^2)^{-1} \pi^* \quad (2.11)$$

由于 (2.11) 中的相关状态变量为 ε_t 和 π^* , 可以设 $\pi_t = b_0 \varepsilon_t + b_1 \pi^*$, (2.12)。则 $E_t \pi_{t+1} = b_0 \theta \varepsilon_t + b_1 \pi^*$ 。

将这一等式代入 (2.11), 与 (2.12) 式并列, 可以解出 b_i :

$$\begin{aligned} b_0 &= (\Phi + a^2)^{-1} \Phi (b_0 \theta + 1), & \Rightarrow & & b_0 &= [\Phi(1 - \theta) + a^2]^{-1} \Phi \\ b_1 &= (\Phi + a^2)^{-1} (\Phi b_1 + a^2) & & & b_1 &= 1 \end{aligned}$$

所以, 模型的完整解为

¹ 正的 ε_t 表示菲利普斯曲线向上移动。

$$\pi_t = [\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} \Phi \varepsilon_t + \pi^*, (2.13)$$

$$x_t = -[\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} a \varepsilon_t, (2.14)$$

$$i_t = b^{-1} [\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} (a + b\Phi\theta) \varepsilon_t + \pi^* + b^{-1} \eta_t, (2.15)$$

$$E_t \pi_{t+1} = [\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} \Phi \theta \varepsilon_t + \pi^*, (2.16)$$

$$E_t x_{t+1} = -[\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} a \theta \varepsilon_t, (2.17)$$

由上面等式可以看出， Φ 越大，政策制定者对产出稳定性的偏好越强，同时也要为高通货膨胀付出代价； Φ 越小，通货膨胀率越低，但是要以更大的产出损失为代价。由利率规则（2.15），当供给出现负冲击时，最优货币政策要求名义利率提高。冲击持续的时间越长（ θ 越大），利率的反映越强。名义利率的最优调整依赖于 Φ ，并且

$$\partial i_t / \partial \varepsilon_t = b^{-1} [\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} (a + b\Phi\theta) > 0。$$

同样的条件也适用于实际利率。由（2.15）和（2.16）可得

$$r_t = i_t - E_t \pi_{t+1} = b^{-1} [\Phi(1-\theta) + a^2]^{-1} a \varepsilon_t + b^{-1} \eta_t, \text{ 且 } \partial r_t / \partial \varepsilon_t > 0。$$

在理性预期模型中，通货膨胀预期是内生的，并反作用于 ε_t 。（2.16）说明预期将来的通货膨胀率会随着 Φ 的增大而增大。如果中央银行对产出的稳定性确定一个较高的权重，公众会对将来的通货膨胀有一个较高的预期。若 $\Phi=0$ ，公众会预期到利率提高到足够高而造成需求严重萎缩，因此通货膨胀预期将会保持在目标水平。而且，如果供给冲击持续时间较长（ θ 较大），预期通货膨胀率会增加得更多。如果冲击是瞬时的（ $\theta=0$ ），通货膨胀预期总是目标水平。

另一方面，在需求冲击时，则不存在对通货膨胀和产出的权衡。由（2.13）和（2.14）可以看出，需求冲击被最优货币政策完全消除。（2.15）显示利率必须增加 $b^{-1} \eta_t$ 以完全抵消需求冲击。从（2.8）的最优货币政策反应也可以看出，因为两种相反的力量（需求冲击和利率反作用）的净影响为零，IS 曲线不发生移动。

三、名义收入目标模型

名义收入目标规则作为货币政策有两个优点：一是它的目的在于熨平名义收入的波动，二是为货币政策提供了一个长期名义锚。根据新凯恩斯主义，货币政策在长期内不能影响实际经济，因而它应该定位于稳定名义收入的增长。我们仍旧使用前面的模型，菲利普斯曲线（2.7）和 IS 曲线（2.2）不变，（2.5）

$$\text{损失函数变为 } E_t \frac{1}{2} [x_t - x_{t-1} + \pi_t - (\Delta x + \pi)^*]^2 \quad (3.1)$$

中央银行的损失是名义收入增长偏离原定目标函数 $(\Delta x + \pi)^*$ 的增函数。

考虑 i_t ，化简（3.1）得条件： $x_t - x_{t-1} + \pi_t - (\Delta x + \pi)^* = 0$ （3.2），这一条件说明名义利率应该在使每一期的名义收入增长都达到目标水平。值得注意的是（3.2）要求通货膨胀率每增加一个百分点，

实际产出增长就要降低 1%。

由以上条件可得名义利率 i_t 的反应函数：

$$b_i = \eta_i + E_t x_{t+1} - x_{t-1} (1+a)^{-1} + \left[b + (1+a)^{-1} \right] E_t \pi_{t+1} + (1+a)^{-1} \varepsilon_t - (1+a)^{-1} (\Delta x + \pi)^* \quad (3.3)$$

这个利率规则与有弹性的通货膨胀目标下的等式(2.10)很相似。最优利率反应要求当产出和预期通货膨胀增加时,名义利率也增加。但是预期通货膨胀的系数大于单一规则。也就是说,中央银行必须提高名义利率以使实际利率提高。同样,负的供给冲击(ε_t 为正)和正的需求冲击会使中央银行提高短期利率。最优利率与名义收入增长率目标负相关。

代换(2.2)中的最优利率得到产出的简化形式：

$$x_t = x_{t+1} (1+a)^{-1} - (1+a)^{-1} E_t \pi_{t+1} - (1+a)^{-1} \varepsilon_t + (1+a)^{-1} (\Delta x + \pi)^* \quad (3.4)$$

用与前一部分类似的方法可以解出 π_t 和 x_t ：

$$\pi_t = b_1 x_{t-1} + b_2 \varepsilon_t + b_3 (\Delta x + \pi)^* \quad (3.5)$$

$$x_t = c_1 x_{t-1} + c_2 \varepsilon_t + c_3 (\Delta x + \pi)^* \quad (3.6)$$

变形可得 $E_t \pi_{t+1} = b_1 c_1 x_{t-1} + \varepsilon_t (b_2 \theta + c_2 b_1) + (b_1 c_3 + b_3) (\Delta x + \pi)^*$ 。将 $E_t \pi_{t+1}$ 带入(2.1)和(3.4),结合(3.5)和(3.6)得：

$$b_1 = c_1 (b_1 + a)$$

$$b_2 = b_2 \theta + c_2 b_1 + 1 + a c_2$$

$$b_3 = b_1 c_3 + b_3 + a c_3$$

$$(1+a) c_1 = 1 - b_1 c_1$$

$$(1+a) c_2 = -(b_2 \theta + c_2 b_1 + 1)$$

$$(1+a) c_3 = -(b_1 c_3 + b_3 - 1)$$

解上面的方程组可得

$$b_1 = -A, c_1 = (1+A)$$

$$b_2 = \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-1} (A+1-\theta) \quad , \quad \text{其中 } A = \frac{1}{2} \left(a - \sqrt{a^2 + 4a} \right) < 0, 1+A > 0$$

$$c_2 = -(A+1-\theta) \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-1}$$

$$b_3 = 1, c_3 = 0$$

将这些系数的值带入(3.5)和(3.6)就得到使用名义收入目标的模型的解：

$$\pi_t = -A x_{t-1} + \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-1} \left[A + (1-\theta) \right] \varepsilon_t + (\Delta x + \pi)^* \quad (3.7)$$

$$x_t = (1+A)x_{t-1} - [(1-\theta)+A] \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-1} \varepsilon_t, (3.8)$$

$$i_t = \zeta_1 x_{t-1} + b^{-1}(1+a)^{-1} \zeta_2 \varepsilon_t + (\Delta x + \pi)^* + b^{-1} \eta_t, (3.9)$$

$$\zeta_1 = b^{-1}(1+a)^{-1} \left[A + a(1+A)^2 - Ab(1+A)(1+a) \right]$$

其中

$$\zeta_2 = \left\{ (1-\theta+A) \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-1} \left[b(1+a) - a \right] (A+\theta) - (1+a) \right\} + 1$$

在(3.7)和(3.8)中需求冲击的作用在遵循名义收入目标的货币政策下被利率的升高完全抵消。而供给冲击不能被这种货币政策抵消,会产生经济不景气。(3.7)和(3.8)显示,若使用名义收入目标,当通货膨胀率提高时,实际产出增长率以相同比率降低。如果供给冲击是随机游走过程,即 $\theta=1$,

$\partial \pi_t / \partial \varepsilon_t = -a^{-1}A > 0$, $\partial x_t / \partial \varepsilon_t = a^{-1}A < 0$ 。如果供给冲击是瞬时的($\theta=0$), $\partial \pi_t / \partial \varepsilon_t = 1+A > 0$,

$\partial x_t / \partial \varepsilon_t = -(1+A) < 0$ 。

四、两种目标模型的比较

Svensson(1997c)和Ball(1997)采用后顾性的菲利普斯曲线和IS曲线,所得出的通货膨胀和产出缺口都是不平稳的,供给冲击的作用不会衰减。而本文采用了与McCallum(1997)相似的前瞻性的模型,得出 π_t 和 x_t 的过程是平稳的。很显然,前瞻性货币政策使货币政策规则在克服相机抉择的不利因素外,还考虑了货币政策对经济影响的滞后效应,包括获取信息的滞后、决策和操作的滞后以及货币政策传导的滞后,从而使货币政策规则具有前瞻性和实用性。对(3.8)来说,由于 $0 < (1+A) < 1$,很容易得出 x_t 是平稳的。对(3.7)来说,从 $-1 < A < 0$ 可以得到 $1 > -A > 0$,因而可得到通货膨胀率是平稳的。

由于名义收入目标模型的解依赖于前一期的产出缺口,因而名义收入目标下的结果比通货膨胀目标下的复杂。但是在两种目标下,需求冲击都会被名义利率的适当反应所抵消。(3.9)说明最优货币政策要求中央银行在负的供给冲击时提高名义利率,但是只要 $\theta < 1$,供给冲击对名义利率的影响就会逐渐减小。

此外, Φ 的赋值在有弹性的通货膨胀目标和名义收入目标下产生同样的量化结果。比较(2.9)和(3.2),对 $\Phi = a$,两个条件是相同的。

要比较两者的不同,最简单的方法就是在给定的供给冲击 ε_t 下比较哪一种目标规则带来的产出和通货膨胀方差更小。对有弹性的通货膨胀目标规则,通货膨胀和产出方差分别是

$$\sigma_{\pi_i}^2 = \left[\Phi(1-\theta) + a^2 \right]^{-2} \Phi^2 \sigma_\varepsilon^2$$

$$\sigma_{x_i}^2 = \left[\Phi(1-\theta) + a^2 \right]^{-2} a^2 \sigma_\varepsilon^2$$

对名义收入目标规则,则是

$$\sigma_{xni}^2 = \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-2} \left[A + (1-\theta) \right]^2 \sigma_\varepsilon^2, \text{ 其中 } A = \frac{1}{2} \left(a - \sqrt{a^2 + 4a} \right).$$

$$\sigma_{\pi i}^2 = \left[(1-\theta)^2 - a\theta \right]^{-2} \left[A + (1-\theta) \right]^2 \sigma_\varepsilon^2$$

比较通货膨胀方差得出, 如果 $\Phi < -[a\theta + A(1-\theta)]^{-1} a^2 [A + (1-\theta)]$, 则 $\sigma_{\pi i}^2 < \sigma_{xni}^2$ 。前一个不等式右边是正值, 可以作为 Φ 的界限。如果 Φ 小于这个界限, 通货膨胀目标产生更小的通货膨胀方差; 如果 Φ 大于界限, 名义收入目标产生更小的通货膨胀方差。比较产出缺口方差得出 $\sigma_{xi}^2 > \sigma_{xni}^2$, 条件是 $\left[A(1-\theta) + (1-\theta)^2 \right]^{-1} \left[a(1-\theta)^2 - a^2(A+1) \right] > \Phi$ 。从这个条件可以看出, 名义收入目标总是产生比通货膨胀目标更小的产出缺口方差。

综上所述, 由两种货币政策目标规则模型的比较可以得出以下结论:

1、在两种目标下, 最优货币政策都要求名义利率的增加大于预期通货膨胀率的增加, 从而使实际短期利率与名义利率同方向变化。

2、如果是需求冲击, 有弹性的通货膨胀目标和名义收入目标产生同样的结果, 即需求冲击被货币政策完全抵消。

3、如果是供给冲击, 采用两种目标规则会产生不同的结果。若中央银行采用通货膨胀目标, 就要权衡通货膨胀与产出稳定, 即确定 Φ (对产出稳定性相对于通货膨胀稳定性的偏好) 的值。较大的 Φ 表示政府愿意以较高的通货膨胀为代价换取产出的稳定, 而较小的 Φ 表示, 尽管产出损失较高, 政府仍偏好较低的通货膨胀率。若中央银行采用名义收入目标, 就要权衡通货膨胀与实际产出增长。通货膨胀的提高往往导致实际产出增长率以相同数量降低。

在有弹性的通货膨胀目标规则下, 中央银行有两个目标, 即控制通货膨胀和产出缺口。这种目标规则的特点是考虑到中央银行选择的产出稳定相对于通货膨胀率稳定的权数。这个偏好参数决定了中央银行在面对通货膨胀偏离目标区时的反应是激烈的还是较为缓和的。而在名义收入目标规则下, 中央银行的目标很简单, 就是保持名义收入的增长率稳定在目标区内。这是两个目标规则在操作上的根本不同。后者要相对简单一些。

五、货币政策目标规则在中国的适用性

1984 年以前, 中国人民银行并未独立行使中央银行的职能, 所以这段时期我国并没有西方货币经济学所定义的货币政策, 更谈不上有所谓的规则行事。从 1984 年开始, 中国人民银行开始行使中央银行职能。1984 年至 1987 年, 我国货币政策的主要目标是对付通货膨胀, 从某种意义上来说可以看作是遵循通货膨胀目标规则, 但它在政策工具和传导机制上有别于前面所讨论的通货膨胀目标规则。1998 年以前中国的金融体制决定了其货币政策决不是也不可能是按照目标规则行事, 所以本文对目标规则在中国的适用性分析主要在 1998 以后。

1、几种货币政策规则的比较

在已有的货币政策规则中影响较为广泛的是: 货币数量规则 (弗里德曼规则)、泰勒规则、名义收入目标规则 (McCallum 规则) 和通货膨胀目标规则。

货币数量规则的基本含义是货币当局应该建立稳定的货币存量增长率, 不管经济出现什么情况, 都要保持这一增长率。这一规则虽然操作相对简单, 但由于存在本文开头提出的导致通货膨胀和经济增长大幅度波动的缺点, 不符合我国乃至大多数发展中国家试图在高速发展时期保持一个稳定的经济环境的

目标, 因而不适用于我国。

泰勒规则是非常著名的简单工具规则, 其基本公式为

$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f$, 其中 r 代表短期利率, π 代表通货膨胀率, y 代表真实 GDP 相对潜在

GDP 的偏移百分比, g, h, π^*, r^f 均为常数。泰勒规则事实上是一向以公开市场操作作为操作工具, 以短期利率为操作目标, 以利率为中介目标, 以通货膨胀和经济稳定作为政策目标, 以“逆风向行事”作为基本原则的一种货币政策当局的行动指南。在实践中, 没有一个中央银行严格遵守一项工具规则。每个央行使用的信息远比简单规则要多。因此, 工具规则的作用不是使银行做出承诺, 而是为中央银行确定一条基准线, 作为实际政策和政策评估的比照框架。许多经济学家认为, 目标规则相对于工具规则而言, 具有让银行做出承诺的潜在优势, 并且更接近采取通货膨胀目标的央行的实际政策实践与决策框架。

下面具体讨论目标规则在中国的适用性。

2、中央银行货币政策目标

对于我国货币政策最终目标的选择理论界还没有定论, 存在单一目标、双重目标、多重目标三种观点。多重目标(稳定物价、经济增长、充分就业和国际收支平衡等)本身存在矛盾, 不可能同时满足。而且 1995 年《中国人民银行法》第五条规定: 货币政策目标是保持币值稳定, 并以此促进经济增长。因此我国货币政策目标应该不是多目标, 而应该是币值稳定和经济增长这一双重目标。吕江林(1999)认为人民银行法中的表述更深一层的含义是货币政策最终目标中稳定币值是首要目标, 以此来促进经济持续、快速、健康的生长。由此看来, 人民银行在制定政策上的权衡更偏向于通货膨胀率与实际经济增长之间的考虑, 这与名义收入目标规则是一致的。

3、操作工具和操作目标

同泰勒规则一样, 目标规则的操作工具主要是公开市场操作。1998 年以来, 这项工具已逐渐成为我国货币当局的主要工具。目标规则的操作目标是通货膨胀率或名义收入增长保持在目标区内(分别对应于通货膨胀目标规则和名义收入目标规则)。自从 1978 年改革开放以来, 居民消费物价指数、国内生产总值平减指数、生产物价指数、商品零售价格指数、GDP 增长率等数据比较完整, 可以从中选择作为操作目标。

4、中介目标和传导机制

在我国实施目标规则面临的最大的障碍是中介目标和传导机制。在美国这种高市场化程度的国家里, 通过操作目标——通货膨胀目标或名义收入目标可以影响最优名义利率, 从而影响存款利率、贷款利率, 进而影响经济主体的消费、投资等一系列行为, 最终影响经济总量实现政策目标。

但是在我国, 尽管短期利率已经基本市场化, 正常的从短期同业利率到市场利率的生成机制还远未形成。谢平(2002)认为: 我国仍然是一个以管制利率为主的国家, 包括存款利率在内的绝大多数利率由中央银行代表政府制定。政府在制定利率政策时考虑更多的是如何通过利率改变存款人、借款人和金融中介机构的收入分配格局, 尤其对国有企业进行政策倾斜和扶持, 利率下调的结果往往是企业财务负担减轻, 存款人和银行收入减少。利率的非市场化生成机制使得目标规则的操作在我国无法有效的传导, 因此现行的利率管制体制是限制货币中策目标规则在我国使用的最根本障碍。

5、有弹性的通货膨胀目标与名义收入目标的选择

从产出缺口看, 名义收入目标规则要优于有弹性的通货膨胀目标规则。但是比较通货膨胀缺口方差, 就要看 $\Phi < -[a\theta + A(1-\theta)]^{-1} a^2 [A + (1-\theta)]$ 这个条件是否满足。如果满足, 通货膨胀目标优于名义收入目标; 如果不满足, 名义收入目标就优于通货膨胀目标。

分析我国的情况, 由于中央银行的货币政策目标中既有稳定通货膨胀率的要求, 又有促进经济增长的需要, 所以选择哪种目标规则还要看中央银行对通货膨胀和产出稳定的权衡。针对不同时期的具体情

况,中央银行可以适当的调节这一参数的值。比如在1997-1998年东南亚金融危机时,由于实行人民币不贬值的政策,出口受到很大影响,央行可以适当调高 Φ 的值,以刺激经济增长。而在当前经济存在过热倾向的情况下,则应适当调低 Φ 的值,以保证经济平稳运行。

通货膨胀目标相对于名义收入目标在实际中应用得更多。新西兰、加拿大、瑞典、芬兰、西班牙、英国等不少西方发达国家的中央银行在20世纪90年代纷纷采用了此目标。而名义收入目标在实际中的应用很少,主要原因是名义收入的数据很少能像价格那样及时准确的获取,并且如果实际收入存在上升的趋势,那么该规则将不能提供一个精确的名义锚。从实际运用的情况来看,通货膨胀目标规则的运用较为成功,有一些别国的经验可以借鉴。这方面要优于名义收入目标规则。

六、结论

通过对模型的分析以及货币政策目标规则与其他货币政策规则的对比可以看到,货币政策目标规则在规范货币政策工具的运用、明确货币政策目标和增强货币当局的承诺力度方面有很大优势。实践中也有不少成功经验。尤其是对于我国中央银行法规定的货币政策的最终目标与目标规则的条件完全一致。如果应用得当,将会使我国的货币政策制订更为准确、效率更高,改变我国货币政策松紧变化过大、政策前后不一致性显著的问题。但是前提是货币政策的传导机制要通畅。这就需要政府一方面深化利率市场化的形成机制,另一方面结合中国国情,权衡通货膨胀与产出,制定明确的参数,以便于用历史数据检验模型,找出适合中国国情的目标规则。在具体操作时还可以考虑目标规则与工具规则的共同使用,互相补充。

此外,还应该注意货币政策目标规则存在的不足之处。由于造成通货膨胀的原因不限于供给或需求冲击,名义利率的调节不一定能够真正稳定产出增长率与通货膨胀率这在我国这样市场经济不健全的发展中国家比较常见,经济受政策的影响比较大,因而仅仅依靠一两个公式算出数据不一定适用于现实经济。所以中央银行应该全面考虑非经济因素,从而有效的修正理论数据,使之更符合现实情况。

参考文献:

- [1]. Barro, Robert J. and Gordon, David B., 1983. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics*, 12: 101- 122
- [2]. Clarida, R., Gali, J., and Gertler M. (1998a): "Monetary Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and some Theory". CEPR Discussion Paper 1908
- [3]. Clarida, R., Gali, J., and Gertler M. (1999): "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective". *Journal of Economic Literature* 37: 1661-1707
- [4]. Hall, R., and Mankiw, N. G. (1994): "Nominal Income Targeting", in: *Monetary Policy*, edited by N. G. Mankiw (ed.) NBER
- [5]. McCallum, B. T. (1983): "On the Non-Uniqueness in Rational Expectations Models: An attempt at perspective". *Journal of Monetary Economics* 11: 139-168
- [6]. McCallum, B. T. (1997): "The Alleged Instability of Nominal Income Targeting", Reserve Bank of New Zealand Paper G97/6
- [7]. Svensson, L. E. O. (1997a): "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets". *European Economic Review* 41: 1111-1146
- [8]. Svensson, L. E. O. (1997b): "Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks and Linear Inflation Contracts", *American Economic Review* 87: 98-114
- [9]. Svensson, L. E. O. (1999a): "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule". *Journal of Monetary*

Economics 43: 607-654

- [10]. Taylor, J. B. (1993): "Discretion versus Policy Rules in Practice". Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214
- [11]. Helmut Frisch and Sylvia Staudinger (2003): "Inflation Targeting versus Nominal Income Targeting". Journal of Economics 78: 113-137
- [12]. 谢平. 罗雄. 泰勒规则及其在中国货币政策中的检验[J]. 经济研究. 2002 (3)
- [13]. 刘斌. 最优简单货币政策规则在我国应用的可行性[J]. 金融研究. 2003 (9) 22-37
- [14]. 陈雨露. 边卫红. 货币政策规则的理论依据及其原创性论述[J]. 国际金融研究. 2004 (6) 4-13

Targeting Regimes of Monetary Policy and Their Application in China

Abstract:The inconsistency of optimal plans coming from discretion makes researchers focus on monetary policy rule more and more. In this paper, New Keynesian Model nesting a forwards looking Phillips curve relation and a forward looking IS-curve into a sticky price model is used to analyze two targeting regimes—flexible inflation targeting and nominal income targeting. And then their differences are given out. Besides, the paper also discusses the application of the two targeting regimes in China. If the parameters in the model are determined, targeting rules will help Chinese monetary policy consistent in the long run and then to accelerate the stabilization of economy development. But for the non-formation mechanism of interest rate in China and obstruction in the transmission of monetary policy, it is very difficult for China to adopt the two targeting regimes.

Keyword:Inflation targeting, nominal income targeting, optimal monetary policy, rules

(截稿 : 2004 年 10 月 责任编辑 : 胡颖)