

学校编码: 10384

分类号: _____ 密级 _____

学号: 17220070153918

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

利率、通货膨胀目标制与中国宏观经济波动

Interest-Rate, Inflation Targeting and
China's Business Cycle

李 鑫

指导教师姓名: 李文溥 教授

专业名称: 西方经济学

论文提交日期: 2010 年 6 月

论文答辩时间: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 6 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

20世纪90年代以来, 货币政策实践和相关理论研究都发生了显著变化。在实践方面, 许多国家开始放弃盯住汇率或货币供应量目标, 而转向一种新的货币政策框架——通货膨胀目标制 (Inflation Targeting, IT)。在这种政策框架下, 多数国家实现了低而稳定的通货膨胀和持续的经济增长, 使得这种政策制度备受中央银行家和经济学家的推崇。在理论方面, 新凯恩斯主义 (New Keynesian) 理论框架已经成为货币政策分析的主流框架, 这种分析框架综合了凯恩斯主义和真实经济周期理论的研究成果, 成为支持通货膨胀目标制度实践的基本理论。由于新凯恩斯主义理论框架具有明确的最优化基础, 从而和现代宏观经济学的发展方向相一致。

可以预见, 随着全球金融市场发展的不断深化, 以及汇率制度弹性的增大, 通货膨胀目标制将成为货币政策发展的一个新趋势。就中国而言, 现阶段的货币政策框架仍以货币供应量目标制为主, 中央银行的货币政策目标具有多元化特征, 但这种“显性货币隐性汇率”双目标框架的有效性正在遭受前所未有的争议, 传统货币政策框架固有的缺陷致使通货膨胀目标制逐渐成为理论界和实践界讨论的焦点。但是, 大部分讨论都是集中在国外研究成果的国内检验方面, 对通货膨胀目标制在我国的适用性问题缺乏一个严格的数理经济学证明。我国正处在经济改革的关键阶段, 财政政策在刺激和稳定经济发展方面的作用将会逐渐淡出, 货币政策的作用会显著提升, 因此, 亟需新的货币政策理论框架作为指导。

本文首先对货币政策规则和经济周期波动理论的主要研究成果进行了系统的梳理, 在此基础上提出本文的研究方法和研究框架。为了进一步说明新凯恩斯主义理论框架在货币政策分析中的作用, 本文对该理论框架以及具体的研究方法作了较为详细的介绍。这一方面可以为今后的研究提供一个工具参考, 另一个主要原因就是, 本文的研究正是在这样的框架下进行的。

在新凯恩斯主义理论框架下, 运用真实经济周期模型工具, 本文较为详细地证明了通货膨胀目标制在我国的适用性。由于货币供应量与经济增长、物价稳定等宏观经济最终目标之间的稳定性关系正逐渐变得脆弱, 本文重点研究另一工具变量——“利率”对宏观经济的调节作用。逐渐恢复和使用价格型工具的调节功

能是通货膨胀目标制的内在要求，也是货币政策框架的发展方向。模型的模拟结果表明，参数取值（代表不同的政策取向）对目标体制的效果有较大影响，这也为货币政策的操作实践提供了理论依据和数理支持。进一步，本文结合我国的宏观数据研究了当前我国货币政策操作的实际规则，指出货币政策操作实际上是通货膨胀波动性和产出缺口波动性之间的权衡，但是我国的货币政策平滑性特征相当明显，这在很大程度上削弱了货币当局的政策效力。

鉴于我国正处在向通货膨胀目标制转变的过渡期，在逐渐加大价格型工具调节作用的同时，数量型工具仍不能完全放弃。考虑到货币政策对资产价格的调节功能逐渐成为研究的热点，本文选取房地产市场对通货膨胀目标制进行实证检验。研究结果进一步证明了价格型工具和数量型工具混合使用的合理性和必要性。价格型工具往往需配以数量型工具才能发挥最大作用，这就需要我们针对不同经济领域作更为细致的研究。

最后，本文分析了通货膨胀目标制在我国的应用前景。总体看来，我国正在成为实施通货膨胀目标制的潜在国，只不过向正式通胀目标制过渡的时间较长，这期间需要进行许多改革，最主要的是要扭转利率工具的“功能错位”，进一步推进利率的市场化改革。在现有的制度约束下，以货币供应量和长期通货膨胀率为双目标的混合货币政策框架可能是一个比较合理的选择。随着利率市场化的推进，将来逐渐过渡到以利率为主要工具和传导机制的通货膨胀目标制框架。

关键词：通货膨胀目标制；数值分析方法；动态随机一般均衡模型

Abstract

Since the 90s of the 20th century, both practice and research of the theory of monetary policy have undergone significant changes. In practice, many countries are beginning to give up the monetary policy of exchange-rate-targeting or money-supply-targeting and transfer to a new monetary policy framework. In this policy framework, most countries have achieved low and stable inflation and sustained economic growth, making such a policy be respected by central bankers and economists. In theory, New-Keynesian has become the mainstream framework of the monetary policy theory. This analytical framework combines Keynesian and Real Business Cycle theory, as support for inflation-targeting monetary system. As New-Keynesian theoretical framework with a clear basis of optimization, it consists with the development of modern macroeconomics.

Can be expected, as the deep development of global financial market and increasing flexibility in exchange-rate regimes, inflation-targeting monetary policy will be a new direction of the development of monetary policy framework. For China, money-supply-targeting policy framework seems to be the main one right now; the central bank's monetary policy objectives have many characteristics. But now the effectiveness of dual-targeting framework is suffering an unprecedented dispute. The inherent in the traditional framework of monetary policy led inflation targeting framework to be the focus of discussion both in theory and practice fields. However, most of the discussion is focused on the domestic inspection of foreign research and lack of a rigorous mathematical proves on the applicability of inflation-targeting in China. As the role of monetary policy would significantly improve, we need a new theoretical framework for monetary policy as a guide.

First, this paper gives a comprehensive review of the research on monetary policy rules and business cycle theory, and then introduces the research methods and framework. This paper also gives a detailed introduction of the monetary policy analytical framework of New-Keynesian theory.

In the framework of New-Keynesian theory, using RBC model, this paper gives a rigorous proof of the applicability of inflation-targeting framework in China. As the relationship between the money supply and economy growth as so as price stability is gradually becoming vulnerable, this paper gives a key research of interest-rate. The gradual recovery and use of price-type tools is an inherent requirement of inflation-targeting framework. Further, with China's macroeconomic data, we give a research of the current actual operation of monetary policy rules in China. However, the country's monetary policy is so smoothing that this has greatly weakened the effectiveness of the monetary authority's policy.

We believe the effectiveness of inflation-targeting framework, but it doesn't mean that quantity-type tools are useless. In this paper, we also give an example to show that the mixed use of price-type and quantity-type tools sometimes can make monetary policy more effective and useful.

Finally, this paper analyzes the inflation-targeting framework in our applications. Generally speaking, China is becoming a potential implementation country of inflation-targeting framework. The most important task at this stage is to make interest-rate more effective and promote the market-oriented reform. With the advance of reform, China will gradually transfer to an inflation targeting framework country with interest-rate as its main monetary policy tool and transmission mechanism.

Keywords: inflation-targeting framework; mathematical analysis; dynamic stochastic general equilibrium model

目 录

第一章 绪 论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 本文主要内容	3
1.3 研究方法	4
第二章 理论综述	6
2.1 货币政策规则研究综述	6
2.2 货币政策与经济周期波动	18
第三章 中国的货币政策框架及其所面临的挑战	34
3.1 中国现行的货币政策框架	34
3.2 货币供应量目标制的适宜性分析	35
3.3 本章小结	56
第四章 通货膨胀目标制与我国宏观经济波动研究	57
4.1 通货膨胀目标制介绍	57
4.2 我国经济周期波动现状分析	60
4.3 通货膨胀目标制的适用性问题研究	67
第五章 通货膨胀目标制下的货币政策工具选择	80
5.1 研究回顾	81
5.2 实证研究	83
5.3 基本模型	84
5.4 模型结论	89
5.5 本章小结	94
第六章 我国货币政策操作规则研究	95
6.1 封闭经济中的泰勒规则检验	96
6.2 开放经济中的泰勒规则检验	102
6.3 我国利率政策实际操作规则研究	104

6.4 基于时变参数模型的再检验	108
6.5 本章结论	109
第七章 通货膨胀目标制与我国利率市场化改革	116
7.1 利率市场化的定义	116
7.2 我国利率市场化进程回顾	116
7.3 影响我国利率市场化的原因分析	120
7.4 基本结论与政策含义	131
7.5 通货膨胀目标制在我国实施的可行性探讨	134
第八章 结束语	144
8.1 本文所做的主要工作	144
8.2 本文不足之处和尚待研究问题	145
参考文献	147
后 记.....	156

Table of Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background and Significance	1
1.2 Principal Contents	3
1.3 Research Methods	4
Chapter 2 Literature Review	6
2.1 A Review of Monetary Policy Rules	6
2.2 Monetary Policy and Business Cycle.....	18
Chapter 3 China's Monetary Policy Framework and Dilemma	34
3.1 China's Monetary Policy Framework.....	34
3.2 Effectiveness Analysis of Money-Supply-Targeting Framework.....	35
3.3 Brief Review	56
Chapter 4 Inflation-Targeting Framework and Business Cycle	57
4.1 Introduction of Inflation-Targeting Framework.....	57
4.2 Business Cycle in China	60
4.3 Effectiveness of Inflation-Targeting Framework in China	67
Chapter 5 The Choose of Monetary Policy Tools in IT Framework..	80
5.1 Research Review	81
5.2 VAR Instance Simulation	83
5.3 Basic Model.....	84
5.4 Conclusion	89
5.5 Brief Review	94
Chapter 6 Actual Monetary Policy Rules in China	95
6.1 Taylor Rule in Closed Economy.....	96
6.2 Taylor Rule in Open Economy	102
6.3 Actual Monetary Policy Rules in China.....	104

6.4 Re-inspection in TVP-GARCH.....	108
6.5 Brief Review	109
Chapter 7 Inflation Targeting and Interest-rate Reform.....	116
7.1 Definition of Market-Oriented Reform	116
7.2 Process Review of Interest-rate Reform	116
7.3 Obstruction of Interest-rate Reform	120
7.4 Conclusion and Suggestion	131
7.5 Feasibility of Inflation-Targeting Framework in China.....	134
Chapter 8 Conclusion	144
8.1 Major Research Fields.....	144
8.2 Limitations and Prospects.....	145
Reference.....	147
Postscript	156

第一章 绪论

1.1 研究背景与意义

就货币政策规则而言，目前学术界研究较多的是通货膨胀目标规则。自从1989年新西兰储备银行通过立法确定采取通货膨胀目标制以来，西方主要发达资本主义国家纷纷放弃原有的货币政策操作规则而转向通胀目标制，其他国家（包括发展中国家及新兴国家）也相继对其货币政策制度进行了明显的改革，这些改革措施和通货膨胀目标制的一些重要特征相一致，如强调价格稳定的重要性、增强中央银行的独立性和责任约束、强调货币政策的灵活性和可信性、增强政策决策的透明度等等。

那么，一个自然而然的问题就是：为什么通货膨胀稳定变得越来越重要？这个问题很容易让人想起传统宏观经济学强调的四个最终政策目标：经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。遗憾的是，这四个目标之间常常存在冲突，不能同时实现，政策制定者需要在各个目标之间做出权衡。

宏观经济研究关于货币较为一致的观点是，货币因素在长期是中性的^①而在短期是非中性的，但这种短期非中性具有很大的不确定性。币值的不稳定，加上短期货币的非中性特征，其结果必然是经济增长和就业水平的不稳定波动，因此，货币政策主要应以稳定币值为目标。

不过，传统的货币政策分析框架（如卢卡斯供给曲线）不是动态随机一般均衡模型（DSGE, dynamic stochastic general equilibrium），这和现代宏观经济学的发展趋势不相符。这就要求以新的更合理的模型为基础重新对稳定通货膨胀的货币政策目标做出解释。内含最优化微观基础的新凯恩斯主义模型在这方面具有独到的优势，其诸如工资和价格粘性假设也更加贴近经济事实。以这样的研究框架为基础，如果能够结合各个国家不同的参数设定，得到各主要宏观经济变量之间的相互作用关系，对货币当局的政策操作具有非常重要的现实意义。

再看我国现时的货币政策。从操作上看，长期以来我国货币政策操作近似于遵循一种盯着货币供给的政策体系。中国人民银行一般会提前公告下个季度货币

^① 所谓货币中性是货币数量论的一个基本命题，即流通中的货币数量只影响经济中的价格水平，不会影响就业、产出等实际变量。

供应量的目标增长率，在每年的央行年报和政府工作报告中，货币供给余额或其增长率都是最重要的货币政策变量之一（如广义货币供应量年增长率 17% 的目标等）。然而，随着市场化改革的深入和金融市场的发展，我国现行货币供应量指标的可测性、可控性以及与国民经济发展的相关性都出现了明显的问题。不仅每年制定的货币供应量目标难以实现（由于缺乏严格的问责机制，货币当局倾向于超额完成目标），测量口径越来越模糊，而且货币供应量的变化与 GDP 和物价的关联也不稳定^①。因此，逐步放弃货币供应量这一中介目标，转向无中介目标的通货膨胀目标制将是未来我国货币政策发展的方向，关于通货膨胀目标制的研究亦已成为学术界研究的一个焦点。

在我国，虽然 1989 年和 1993 年前后发生的两次高通货膨胀促使理论界和实践界对通货膨胀目标制更加关注，《中国人民银行法》也将货币政策的目标表述为“保持币值稳定，并以此促进经济增长”，但是我们看到，当经济遇到强烈的外部冲击出现剧烈波动时（如 2008 年的这次全球金融动荡），对产出和就业的偏好还是促使政府实行了史无前例的“超宽松”货币政策，就算有潜在通胀压力也在所不惜。

也许这是面对危机的非常规手段，经济需要重振信心。但是应该看到，就算是流动性的释放，其手法也各不相同。比较“危机中心”美国的“定量宽松”货币政策和我国的“超宽松”货币政策，我们发现，美国的“定量宽松”政策是以美联储购入长期国债方式来增加金融市场的流动性，并不是通过印刷和发行大量货币来提供贷款，其政策导向并不一定是以通货膨胀方式来加速货币贬值（殷醒民，2010）。而中国则是投入了大量的基础货币，随着信心的恢复，货币流通速度的加快，货币乘数会随之反弹，流动性再次泛滥将是一个不可避免的结局，通货膨胀也会随之而生。

这就带来另一些问题：“风靡全球”的通货膨胀目标制在我国适用吗？为何货币当局的政策操作会经常偏离通胀目标？为何货币当局仍坚持货币供应量目标规则而不是转向通胀目标规则？通货膨胀目标制在我国的实现需要哪些先决条件？我国的政治和经济环境满足这些条件了吗？实现通货膨胀目标制的政策

^① 货币供应量与实际产出、物价之间的关联基于货币数量论及著名的费雪方程式，但是很多学者对实际经济中到底是否存在这样的数量关系提出质疑。卢卡斯认为，由于私人经济主体的预期容易发生改变，货币供应量与通货膨胀或产出之间的关系正变得越来越不稳定，致使货币供应量目标规则失效。

工具有哪些？在我国是否有效？这些都是本文尝试回答的问题。

1.2 本文主要内容

本文共分为八章，除了第一章绪论和第八章结束语外，正文部分分为六章。主要内容如下：

第一章主要介绍了本文的研究背景与研究意义，提出本文研究的主要问题。第二节介绍本文的主要内容。第三节指出本文的研究方法。

第二章文献综述部分梳理了货币政策规则研究和经济周期波动理论研究的历史与现状。第一节从货币政策规则的发展历程出发，指出通货膨胀目标制已成为日益流行的货币政策战略。通货膨胀目标制不是凭空产生的，它是人们在货币政策操作实践中不断总结经验“拣选”出来的。从实践角度看，通货膨胀目标制源于各国中央银行寻找合适名义锚的尝试，属于一种制度框架；从理论角度看，通货膨胀目标制又是一种货币政策规则，体现了“规则制”的优越性（相比较于“相机抉择”），由此引出本文想要研究的主要问题——“通货膨胀目标制在我国的适用性”。第二节从经济周期波动理论的演进过程出发，确定本文研究通货膨胀目标制的理论框架——“新凯恩斯主义理论框架”。第三节对这种理论框架的货币政策分析方法做了一个较为详细的介绍。

第三章至第七章是全文的主体部分。第三章先介绍了我国现行的货币政策框架，并从实证角度探讨了我国现有以货币供应量为中介目标的政策框架面临的挑战，为引出本文倡导的通货膨胀目标制货币政策框架做铺垫。

第四章首先对通货膨胀目标制作了详细介绍。第二节对我国的经济周期波动状况和特征做了简要分析。第三节构建了一个新凯恩斯主义货币政策分析模型，用以论证通货膨胀目标制在我国的适用性。

第五章对通货膨胀目标制与房地产市场调控的研究，作为一个实证进一步对通胀目标制的适用性进行检验，并探讨通胀目标制下的货币政策工具选择问题。研究表明，盯住通胀的目标规则及利率工具能够起到较好的宏观调节作用，但是针对不同的经济领域，政策调控还需要其他手段相配合，单纯的通胀目标制及价格型工具是不够的，价格型和数量型政策工具的搭配使用才能使货币政策发挥最大功效。例如在房地产市场中，以房地产做抵押获得贷款的“信贷比例”就

是一个非常重要的变量，其直接关系到通胀目标制及利率工具的有效性。当然，这样的研究并不是否定通胀目标制在我国的适用性，而是为了说明，通货膨胀目标制不应成为货币当局“死守”的唯一规则，针对不同经济领域的调控，需配以该领域独特的调控变量。

在得出“通货膨胀目标制在我国是适用的”这一结论基础上，第六章分析了我国现行的货币政策操作规则，指出现行规则的不足，从而使理论分析和指导实践相结合。

第七章对我国实行通货膨胀目标制面临的主要障碍——“利率市场化问题”进行重点研究，分析了影响我国利率市场化改革的主要原因，在此基础上提出进一步推进改革的政策建议。最后，结合我国实际，分析了通货膨胀目标制实现的前提条件，在此基础上对我国能否实行通货膨胀目标制作出评判，并探讨了我国现阶段向通胀目标制过渡的可行性方案。

第八章是本文的结束语部分，回顾了本文所做的主要工作，提出本文的不足之处以及尚待研究的问题。

1.3 研究方法

货币政策规则的研究，是当前宏观经济研究的一个热点。由于目前的宏观经济研究一般都需寻求严格的“微观基础”，这就涉及到最优化问题，当最优化过程中又纳入预期变量时，求解过程就会较为复杂。为实现本文的研究目的，本文采用了严格的数理推导和实证模拟相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法。

- 1、数理分析方法。数理分析方法具有严格的“微观基础”，这符合现代宏观经学发展方向。量化的货币政策规则制定，需要了解货币工具和各主要经济变量之间的反应关系，既要知道其反应的方向，也应知道其反应的程度，这样才能为政策制定者提供详细的技术支持，数理分析方法在这方面具有独特的优势。
- 2、实证模拟分析方法。该方法是建立在数理分析和计算机模拟编程基础上的，通过模型参数的不同设定（表示不同的政策含义），可以得到不同货币政策目标规则的运行效果。这种模拟实验可以让政策制定者更清楚地了解到政策实

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库