

规则行事、泰勒规则及其在中国的适用性

蔡跃洲 吉昱华

摘要: 相机抉择带来的动态不一致性,使得规则行事在货币政策实践中被广泛应用。泰勒规则描述的是利率与通货膨胀之间的线性关系,其隐含的理论基础是弗里德曼规则和货币当局的最优化行为。泰勒规则的实施受限于政策目标及有关金融制度。由于利率的非市场化形成机制和现行的传导机制,泰勒规则在同阶段无法应用于中国的货币实践。

关键词: 规则行事 相机抉择 泰勒规则 货币政策 传导机制

一、规则行事与相机抉择

(一) 含义

规则行事与相机抉择之间的争论至今已经持续了至少有160年的历史。在回顾此项争论的历程之前,有必要对两者的内涵予以澄清。

费雪认为:规则行事与相机抉择二者,与其将它们看做是对立的,不如将它们视为一个连续统一体。在这个统一体中货币当局相机抉择的程度决定于两个因素:货币当局被赋予的特定目标;目标与措施之间联系的即时性。在相机抉择这一极,货币当局拥有充分权力——(公开操作)买卖证券、设定再贴现率、法定准备金和其他管制措施,并以推动经济的良好发展为其目标。但目标(经济的健康发展)、目标取得与当局措施之间的联系,二者都没有明确规定。在规则行事这一极,中央银行可能会严格按照诸如“以每年4%的比率增加其持有的政府债券”等规定行事。

Kydland和Prescott对相机抉择的定义是:在给出现有状态以及对期间结束时状况的正确估计的前提下,所做出的最好的决策选择。

在著名的泰勒规则提出之前,传统的“规则行事与相机抉择之争”通常认为诸如货币供给固定增长规则(即弗里德曼规则)才是唯一的政策规则(Taylor,1993a)。

泰勒对规则行事的含义进行了拓宽,他认为政策规则不应该是政策工具的某种固定的设定或者说某个机械的公式。政策规则应该能够由政策制定者们更为自由地运用和操作,而政策制定者们则应该对隐含在规则背后的操作工具的反应有一个清楚的认识,此外他们还应该清醒地认识到规则的操作靠的是(决策者的)判断而不是计算机。泰勒同时强调,经过上述拓宽后的规则行事并不会包括相机抉择,在纯粹的相机抉择下操作工具的设定每个时期都会有所不同,而且根本不会试图遵循任何合理的、为未来突发事件而制定的计划;而规则行事则是永远按照制定好的计划行事,除非有明显的事件表明需要放弃。泰勒认为虽然没有任何一个规则会永久持续,但任何一个规则都必须持续一个合理长的时期才算是有意义的。

泰勒进一步认为,规则行事与相机抉择之间精确的区别可以从“时间一致性”这方面性质得出。他在总结Kydland和Prescott(1977)、Barro和Gordon(1983)、Blanchard和Fischer(1989)三篇文献的基础上提出,规则行事是一个动态优化问

题的“最优的”、“规则化的”和“预先设定的”解,而相机抉择则是一个“不一致的”、“欺骗性的”和“短视的”解。

随后,泰勒(1993b)更加明确了上述观点:(1)规则行事并非必须是对政策工具进行设定;(2)规则行事并非一定要有一个机械性的公式(政策制定者应该可以有更大的自由度);(3)政策规则要有意义必须持续一个合理长的时期。Orphanides(2002)则认为泰勒的货币规则事实上包含两种含义:一种是指狭义的精确的代数公式;另一种则是更为广义的,为达到基本政策目标而采取的相应的系统性的政策计划。

Svensson(1998)借用1974年版Merriam-Webster词典的解释,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。

(二) 争论及货币实践的历史沿革

规则行事与相机抉择之争大致可以划分为以下几个历史阶段:(1)从1844年英国银行法案颁布前夕到1914年第一次世界大战开始之间,即金本位制时代;(2)1914年至20世纪20年代末,即30年代大萧条到来之前;(3)30年代大萧条后至1977年Kydland和Prescott提出“时间不一致性”;(4)1977年至1993年泰勒提出泰勒规则;(5)1993年至今。

始于1844年银行法案之前的“通货学派与银行学派之争”明确地提出了规则行事与相机抉择的问题。通货学派主张通货数量的变化应该同货币全为黄金情形完全一致,这意味着国际收支平衡决定通货数量的变化,通货学派并不将银行存款视为货币并且更偏好于货币规则的运用。而银行学派恰好不同意上述主张,但两个学派都主张保持通货与黄金之间的自由兑换。

在上述争论中,一开始通货学派占了上风,并由此产生了反对相机抉择当局的谷物法和反映通货学派观点的银行法案。但事实上,从1844年至1914年,英国的货币政策一直处于一种积极的管理状态,货币当局为确保通货与黄金的自由兑换一直都是相机抉择。

美联储成立于1913年,其开始运行时正值第一次世界大战,当时的很多敌对国已经不再实行金本位制,美国国内也没有任何有效的决定货币总量的立法标准。在这种背景下政策制定者的相机抉择不可避免。相机抉择的货币政策在整个20世纪20年代都很成功,因此也很少遭受非议直至30年代大萧条。

30年代大萧条中货币政策的完全失败和商业银行的大量倒闭使得芝加哥学派的经济学家们认为银行应保留100%的存款准备以避免被挤兑的危险,并由此而引发了关于规则行事的一系列主张。当然,芝加哥学派后来的一系列规则主张——包括西蒙和费雪的稳定价格水平规则和弗里德曼的货币增长规则——并未要求100%的存款准备。

西蒙认为自由主义的信条主张经济生活是通过广大个体在明确规则下的广泛参与而形成的,明确、稳定和法定的货币规则对于自由经济的生存至关重要。弗里德曼的观点是规则行事使货币当局能够经受更大的政治压力,为其工作业绩提供一个评判标准,同时为私人主体提供经济政策确定性的保证。用一句更务实的话说就是“能降低经济的不稳定性”。

费雪认为中央银行远离政治压力尽管有违民主决策的大潮流但仍不失为一项有价值的建议,至于弗里德曼的其他两个观点则不能令人信服。首先,如果中央银行致力于一项与宏观经济变量行为不相关的工作,那对这种业绩的评价意义何在?其次,经济主体需要的是价格和产出的确定性,如果一项相机抉择的政策虽会导致不可预测的货币量变化却能保证物价稳定和充分就业,那么货币政策的不确定性则变得无关紧要。

在1977年之前的争论之中,相机抉择似乎一直占据着主导地位,因为在相机抉择的情形下,任何一种好的规则都可以被采纳。1977年Kydlund和Prescott提出时间不一致性(也称“动态不一致性”)概念后,这一状况彻底改变。在某种政策下,一项在t时刻为未来t+i时刻作出的最优的行动计划,如果在t+i时刻真正到来时依然是最优选择,那么该政策就是时间一致性的。相反,如果在t+i时刻真正到来时原定计划已经不再是最优行动反应,那么该政策就是时间不一致性的。Kydlund和Prescott(1977)通过建立社会目标函数和引进理性预期证明政策当局的相机抉择行事会导致时间不一致性的结果,为规则行事优于相机抉择提供了有利的理论支持。时间不一致出现的主要原因是动态经济系统中,经济主体的决策部分依赖于其对未来的预期,而相机抉择下的最优化是根据目前状况和以往信息得出的。

Barro和Gordon(1983)进一步指出在相机抉择下会产生通货膨胀偏差。意外的通货膨胀能给当局带来诸如经济扩张、减轻实际债务等利益,如果货币当局可以相机抉择,那么当局就有动力去不断制造这种意外,因此将导致均衡状态下的通货膨胀水平高于社会意愿。此外经济主体也会相应地调整他们对这种意外通货膨胀的预期,并将导致这种通货膨胀成本的同时上升。如果能使货币当局按规则行事,上述状况将得到改善。Barro和Gordon在模型中引入声誉,证明在货币当局和经济主体之间的重复博弈过程中,货币当局会在一定程度上按照规则行事,均衡的结果是相机抉择和规则行事的加权平均(权重取决于政策当局的效用折现率、重复博弈次数及其他因素)。

1977年之后规则行事在争论中虽占据上风,但争论却依然继续。持相机抉择观点者最为重要的一项论据就是,相机抉择能够使得政策当局有足够的自由度对那些无法预见也无法在规则中描述的可能的突发事件做出迅速反应。例如,在遇到1987年股灾之类的突发事件时,美联储要做的就不应仅仅是按照简单的规则行事。但这是否意味着政策当局应该实行相机抉择?泰勒对规则行事做出的更为宽泛的定义似乎为此作了一个回应。他认为即使在一个无法严格遵循规则公式的环境下,(货币当局)也应该保有规则行事的观念。

Bernanke和Mishkin(1997)通过对70年代以后在西方发达国家货币政策实践中流行的通货膨胀目标规则进行分析,提出了政策框架的概念。他们认为通货膨胀目标规则更应该看做是一种政策框架而非政策规则,它的最主要的优点就是政策的透明度和连贯性提高,同时政策的自由度也增强,在这种框架下甚至相机抉择的货币政策行为都可以被采纳。Bernanke和Mishkin的上述观点给货币政策中长时间的“规则行事与相机抉择之争”带来了新的困惑。Bernanke和Mishkin甚至还指出,传统的货币政策的二分法本身就是错误的。一个特例就是,如果存在一套有效的看似规则的政策战略,其前瞻性可以限制中央银行系统性地实施那些在长期中会产生非合意结果(如通货膨胀偏差、时间不一致)的政策,同时又允许中央银行在无法预见的特殊环境下相机抉择。那么这种组合可以看做是将货币当局(中央银行)置于“有限制的相机抉择”状态。Bernanke和Mishkin认为通货膨胀目标规则就是一种“有限制的相机抉择”。

(三)几种重要的货币规则

货币政策规则的设定中,最重要的两个因素是货币政策目标和操作工具的选择。不同的政策目标和操作工具肯定导致不同的政策规则。在已有的货币政策规则中影响较为广泛的大致是:货币数量规则(弗里德曼规则)、McCallum规则、泰勒规则和通货膨胀目标规则^①。

货币数量规则是由弗里德曼在20世纪50年代提出的,其基本含义就是美联储(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。尽管弗里德曼规则有着很明显的优点,如简单易于理解、不至于导致过高的通货膨胀等,但由于该规则可能导致通货膨胀和经济增长的大幅度波动,因此并未得到经济学家的广泛认同。

McCallum规则又称基础货币-名义国内生产总值(GDP)规则,该规则的含义正如其字面意思所述,主张货币政策以名义收入为预定目标,同时以基础货币作为操作工具进行操作规划。

尽管通货膨胀目标规则是否是一种规则在理论上还有争议,但20世纪90年代以后却为众多西方发达国家包括澳大利亚、加拿大、芬兰、以色列、新西兰、西班牙、瑞典、英国相继采用,其在货币政策实践中的地位可见一斑。该规则最大的特点就是由官方宣布一定时期内的通胀率目标变动范围,并明确保持稳定的低水平通货膨胀是货币政策的首要目标。该规则的另一个重要特征就是通过货币当局与公众之间关于政策计划和目标的不断交流增强中央银行实现这些目标的可靠性。^②Svensson(1998)将这种制度框架总结为三点:(1)明确量化的通货膨胀目标;(2)以内部预测通胀率作为中间目标的操作程序;(3)高度的透明和可靠。

泰勒规则无疑是所有货币规则中最具影响力的一个,因此本文在接下来的两个部分将专门讨论泰勒规则及其在中国的应用问题。

二、泰勒规则

(一)泰勒规则的含义

泰勒规则是泰勒在Bryant, Hooper和Mann对不同货币政策规则经济表现的比较研究的基础上,结合他本人对西方7国不同货币规则下经济表现的分析以及宏观经济学家的主流倾向总结出来的一种利率规则(即以利率作为操作目标和中介目标的规则)。泰勒规则的代数表达式如下:

$$r = r^* + \alpha(\pi - \pi^*) + \beta(\pi - \pi^*) + \dots \quad (1)$$

在公式(1)中,r代表短期利率(泰勒用的是联邦基金利

率); 代表通货膨胀率(即价格变动百分比); y_t 代表真实 GDP 相对潜在 GDP 的偏移百分比; g, h, λ 和 r^* 均为常数。

Hetzl(2000) 认为泰勒规则既是规范性的又是描述性的货币政策规则。说它是描述性的政策规则是因为该规则可以说是从联邦公开市场委员会(FOMC)的操作行为中提炼出来的,它很好地涵盖了 FOMC 的行为模式:(1)使用短期利率(联邦基金利率)作为操作目标;(2)联邦基金利率是根据观察到的经济行为而设定的。用 FOMC 前主席 William Martin 的话说就是“逆风向行事”。说它是规范性的是因为政策制定者在实践中可以把泰勒规则在更大程度上看做是一项系统性的指南而不是理想化的抽象模型。^⑤事实上这也符合前面第一部分提到的,泰勒自己对规则和规则行事的定义。

泰勒在研究中发现,当 g, h, λ 和 r^* 分别取 0.5、0.5、2 和 2 时,公式(1)计算出的联邦基金利率(规则值)在 1987 年至 1992 年这段时间内与实际值非常吻合。但泰勒强调得到经济学家们普遍认可的是上述代数形式,在系数的取值问题上经济学家们远未达成共识。Taylor 之后还利用上述利率规则对美国的货币历史进行分析,他得出的结论是,不同历史时期上述规则的反应系数变化很大。^⑥

从上面的介绍我们不难看出,泰勒规则事实上是一项以公开市场操作为操作工具,以短期利率(联邦基金利率)作为操作目标,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。公式(1)只是以数学的方式简洁地表达了上述基本含义,在货币政策实践中没有一个货币当局会精确地按照公式的计算值来设定短期利率,公式中的各项系数是根据不同的国家、不同的历史阶段的数据最后通过计量回归拟合出来的,因此不同国家、不同历史阶段系数的取值肯定会有所不同。关于系数取值不同的问题,在下面的理论分析中将会进一步解释。

(二) 泰勒规则的理论基础

尽管泰勒规则的代数形式是对联储行为的一种描述(当然,同时也是指导),但在一定的假设前提和理论框架下,这种利率与产出和通货膨胀之间的线性代数关系是可以被严格推导出来的。以下是两种不同情况下进行的推导。

1. 弗里德曼规则与泰勒规则

泰勒(1998)曾指出,假定货币总量每期按固定比率增长(即服从弗里德曼规则),则根据货币数量公式可以很快推出泰勒规则的代数形式。简单推导如下:

$$\left. \begin{aligned} M_t V_t &= P_t Y_t, V_t = g(r_t, Y_t) \Rightarrow M_t g(r_t, Y_t) = P_t Y_t \\ M_t &= M_0(1+k)^t \end{aligned} \right\} \Rightarrow r_t = h(M_0, k, P_t, Y_t) \quad (2)$$

在弗里德曼规则下,也可以直接通过货币市场均衡来推导泰勒规则的代数形式。由于产出(收入)的增加将提高人们对货币的交易需求,而利率的提高将降低人们对货币的投机需求,因此货币总量是收入的增函数、利率的减函数,为推导方便(不失一般性),假设货币需求函数形式如下:

$$L_t(r_t, Y_t) = \frac{Y_t^\alpha}{1+r_t} \quad (3)$$

根据货币市场均衡和货币供给固定比率增长规则,可有如下公式:

$$\left. \begin{aligned} \frac{M_t}{P_t} &= L_t(r_t, Y_t), M_t = (1+k)M_{t-1} \\ \left. \begin{aligned} r_t \ln(1+r_t) &= \ln P_t + g \ln Y_t - \ln M_t \\ r_{t-1} \ln(1+r_{t-1}) &= \ln P_{t-1} + g \ln Y_{t-1} - \ln M_{t-1} \end{aligned} \right\} \Rightarrow \\ r_t - r_{t-1} &= \ln P_t - \ln P_{t-1} + g(\ln Y_t - \ln Y_{t-1}) - \ln(1+k) \Rightarrow \end{aligned}$$

$$r_t = r_{t-1} + g(\ln Y_t - \ln Y_{t-1}) - k + r_{t-1} \quad (4)$$

可以看出(4)式与(1)式形式相近,若将 Y_{t-1} 定为潜在产出,那么 $(\ln Y_t - \ln Y_{t-1})$ 即是(1)式中的 y_t , 则可以将(4)式完全化为(1)式的形式。

2. 中央银行最优化行为与泰勒规则^⑦

前面我们提到过,泰勒规则既是对政策当局(中央银行)行为的一种描述又是对其行为的一种指导,总之其表达的是政策制定者的行为方式,因此不妨尝试通过求解中央银行最优化行为来推导泰勒规则的代数形式。

假定经济变量具有滞后影响,经济中的总供给和总需求处于均衡状态,不妨设总需求、总供给函数符合以下形式:

$$y_t = -r_{t-1} + y_{t-1} + \epsilon_t > 0, 0 < \epsilon_t < 1 \quad (5)$$

$$r_t = r_{t-1} + y_{t-1} + \epsilon_t > 0 \quad (6)$$

(5)式为总需求函数,(6)式为总供给函数,式中 y_t, r_t 分别代表 GDP 对数形式)、利率和通货膨胀率; ϵ_t 代表随机冲击,两者相互独立且各自服从零均值、同方差和无序列相关等性质;下标 t 代表时期, ϵ_t 均为常系数项。

假定货币当局(中央银行)保持稳定的经济增长和稳定的通货膨胀为其最终目标,则中央银行的行为可用以下公式表示:

$$\text{Min} E[(y_t - y_t^*)^2] + E(r_t^2) > 0 \quad (7)$$

E 代表预期, λ 代表权重,即中央银行对两个最终目标的相对重视程度。为了简便起见上式中隐含含意的通货膨胀率为零。

由公式(5)和(6)可知,中央银行确定的 r_t 影响 y_{t+1}, y_{t+1} 又能影响到 r_{t+2} , 加上零最优目标通货膨胀假设,可得:

$$E(y_{t+1}) = -r_t + y_t$$

$$E(r_{t+1}) = 0 \Rightarrow E(y_{t+1}) = 0$$

设预期产出与预期通货膨胀存在下列线性关系,

$$E(y_{t+1}) = -qE(r_{t+1}) \quad (8)$$

通过一系列的代数变换,可以得出中央银行的损失函数同时也是 q 的一个函数,求解损失函数的最优化问题可以得出 q 的最优值,并进一步推导出 r_t 的表达式:

$$q^* = \frac{-1 + \sqrt{1^2 + 4}}{2} \quad (9)$$

$$r_t = -\frac{1+q^*}{q^*} y_t + \frac{q^*}{q^*} r_{t-1} \quad (10)$$

公式(10)表明,中央银行的最优化行为将导致利率变动服从泰勒规则形式,即利率与产出和通货膨胀成线性关系^⑧。

从公式(10)可以看出,利率对通货膨胀和收入的反应系数取决于 λ 、 α 及 g 等诸多因素,在不同的国家、不同的时期这些系数肯定会有所不同。以 λ 为例,不同国家、不同时期,中央银行对稳定产出和稳定通货膨胀的重视程度肯定不同。更为保守的中央银行,如德意志中央银行就将控制通胀作为首要目标^⑨,因此在其损失函数中肯定大于其他相对激进的中央银行(如美联储),因此最后的反应系数必然有所不同。同样,作为联储主席,Paul Volcker 和 Alan Greenspan 对两者所持的重视程度肯定有所不同,因此反应系数也会有所不同。^⑩

(三) 泰勒规则适用的前提和局限

泰勒规则作为货币政策当局的行动指南,其具体实施和适用受一定条件的限制。

首先,政策当局应该拥有双重目标,即保持稳定的经济增长和控制通货膨胀。这一点不论是泰勒规则的具体形式还是前面通过中央银行最优化行为进行的理论推导都得以充分体现。Huang, Margaritis 和 Mayes(2002)指出,泰勒规则对于美国这样有明确双重目标的国家当然是适用的,但是对于

像英国、新西兰这样只着重于某一项目的国家,按照泰勒规则行事就有一定的困难,而通货膨胀目标规则可能是更好的选择。

其次是汇率制度。泰勒(1993b)在刚刚提出泰勒规则时就指出,在浮动汇率下一国中央银行可以根据产出和通货膨胀来调整短期利率,但在固定汇率下一国不能单独决定其短期利率,因为利率的升高将导致外币的流入对本币形成升值压力。因此,泰勒规则实施的另一个前提是浮动汇率制。该前提其实也是蒙代尔-弗莱明(Mundell-Flemming)模型的一个结论,即在浮动汇率下货币政策有效,财政政策无效。

除了上述两项大的框架性限制外,泰勒规则的实施必须以利率传导机制为根本前提。另外,在具体实施时还会遇到一些技术上的限制。这些技术上的限制包括潜在GDP的估计问题,合意通货膨胀的确定问题^⑤,统计数据的滞后和定期调整问题^⑥。

三、货币政策及泰勒规则在中国

(一) 中国货币实践的阶段划分

中华人民共和国成立后的货币政策实践通常划分为三个阶段:1984年以前,1984年至1997年,1998年至今。

在1984年以前,人民银行并未独立行使中央银行的职能。1984年以前的人民银行既办理存款、贷款和汇兑等商业银行业务,又执行国家宏观调控职能,而且这种宏观调控职能也并非真正独立运用货币政策工具去达到预期的政策目标,而只是具体执行国家计委和财政部所编制的经济计划。有人为此评价1984年以前的人民银行只不过是财政部的“出纳”。^⑦

1984年,根据国务院的决定,中国工商银行正式从中国人民银行分设出来,中国人民银行开始专门行使中央银行职能。从1984年至1997年,我国的货币政策工具中最主要的还是贷款规模指令性计划管理,货币政策的主要目标是对付通货膨胀^⑧。

1998年1月1日,人民银行正式取消对国有商业银行贷款限额的控制,实行“计划指导,自求平衡,比例管理,间接调控”的新的管理体制。这标志着中央银行的宏观调控方式将从过去依靠贷款规模指令性计划转变为实行比例管理条件下,综合运用各种货币政策工具调节经济的间接调控。^⑨

(二) 泰勒规则在中国的适用性分析

1984年以前人民银行的特殊地位决定了这段时期我国并没有西方货币经济学所定义的货币政策,因此更谈不上有所谓的规则行事及泰勒规则。1984年至1997年的货币政策实践从某种意义上讲可以看做是遵循通货膨胀目标规则,因为对付通货膨胀是这段时期的主要目标,但它在政策工具和传导机制上有别于我们前面所讨论的通货膨胀目标规则,当然更不同于泰勒规则。在1998年以前,中国特殊的金融体制决定了其货币政策绝不是也不可能是按照泰勒规则行事,故本文对泰勒规则在中国的实用性分析主要集中在1998年以后。

1. 政策目标

关于我国货币政策最终目标的选择主要有三种观点,即单一目标论、双重目标论和多重目标论。多重目标(稳定物价、经济增长、充分就业和国际收支平衡等)之间本身就存在矛盾,不可能同时满足,追求多目标迫使中央银行在多目标之间寻找平衡,往往可能采取机会主义手段注重短期效果和表面效果^⑩。此外,1995年《中国人民银行法》第五条明确规定:货币政策目标是保持币值稳定,并以此促进经济增长。因此,我国的货币政策目标绝不会是多目标。

在双重目标与单一目标论之间,目前谢平、戴根有等都倾向于单一目标论。谢平(2000)认为:从长期看,不存在通货膨胀与产出之间的替代关系,即菲利普斯曲线在长期不成立,货币政策只能以物价稳定作单一目标。戴根有(2002)则认为人民银行法的上述概括,“本质上是坚持货币政策维护币值稳定单一目标的,但是它还带了一个尾巴,这就是促进经济增长。现在看来,这是符合中国国情的。”但也有学者从双重目标的角度理解上述表述。吕江林(1999)认为人民银行法中的表述有三层含义:第一层含义是货币政策的最终目标是稳定币值和经济增长这双重目标;第二层含义是货币政策最终目标中稳定币值是首要目标;第三层含义是货币政策以稳定币值来促进经济持续、快速、健康的成长。不难看出,按照这种方式理解双重目标事实上与谢、戴的单一目标论并不矛盾。

如果我们把吕江林第三层含义理解为“促进经济以接近于潜在GDP的轨迹发展”,那么可以说我国现行的货币政策目标是符合本文第二部分提到的泰勒规则适用的政策目标前提的。

2. 汇率制度

我国目前实施的汇率制度是在1994年外汇体制改革时确立的单一的、有管理的浮动汇率制度。有管理的浮动汇率在一定程度上与固定汇率类似,因为货币当局必须在适当的时候买卖外汇以便汇率维持在某一区间内,从这个角度来讲将是货币政策失去一部分独立性。但我国的汇率体制同时又是一种管制制度,资本项目上不能自由兑换,这又为我们实行独立的货币政策提供了条件(根据克鲁格曼三角,在资本管制下相对稳定的汇率同某种程度的货币独立是能够协调起来的)。因此,我国现阶段实施泰勒规则的货币独立性前提是具备的。

3. 操作工具和操作目标

实施泰勒规则的操作工具主要是公开市场操作,1998年以后这项工具已逐渐成为我国货币当局的主要工具。泰勒规则的操作目标是短期市场利率(联邦基金利率),我国自1996年放开同业拆借市场利率以后,已经相继放开了贴现市场利率、货币市场债券回购和现券交易利率,完全可以从这些利率中选择一种作为操作目标。

4. 中介目标和传导机制

在我国实施泰勒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-联邦基金利率,可以影响存款利率、贷款利率,进而影响各经济主体的消费、投资等一系列行为,最终影响经济总量实现政策目标。

在我国,尽管银行拆借利率等短期利率已经基本市场化,可以作为货币政策操作目标,但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^⑪。谢平(2002)认为:我国仍然是一个以管制利率为主的国家,包括存贷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(主要是国有企业)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。所以利率水平很难反映公众对未来的预期和风险贴水,利率结构也易于扭曲。

利率的非市场化生成机制使得泰勒规则的操作目标(短期市场化利率)在我国无法有效地传导至中介目标(存贷款利率),导致“操作工具-操作目标-中介目标-政策目标”这一链条的脱节,因此现行的利率管制体制是限制泰勒规则在我国使用的最根本障碍。

5. 其他

除了上述传导机制方面的障碍以外,要在我国的货币实践中实施泰勒规则同样也会遇到计算潜在GDP统计数据滞后等技术性障碍。而且,由于我国实行市场经济体制的时间较短,统计方面与西方接轨不久,统计数据的缺失在具体实践中也将无法避免。

四、结论

根据以上分析,可以得出以下几点结论:

1. 规则行事是指在一个较长时期内货币政策当局以一定的原则指导实施的货币政策,而不是机械地套用某个公式。从长期和动态的角度来看,规则行事比相机抉择更有利于经济的稳定;

2. 泰勒规则既是对货币当局政策行为的一种描述,同时它的代数形式也可以被严格推导,因此它也是具有理论基础的指导性原则。泰勒规则中的各项系数针对不同国家、不同时期有所不同;

3. 在中国,1998年以后货币政策的间接调控转变已经为实施泰勒规则创造了一些基础性条件,但利率市场化进程的滞后使泰勒规则客观上无法在中国应用。在利率市场化程度和货币政策传导机制允许的情况下,泰勒规则无疑将成为一项行之有效的货币政策规则。当然,在具体运用实施时同样还需要克服很多技术性障碍。

注释:

Friedman, Benjamin M. and Hahn, Frank H., 1990. Handbook of Monetary Economics (Volume). Elsevier Science Publishers B. V., p. 1156-1161.

Kydland, Finn E. and Prescott, Edward C., 1977. "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy*, 85, p. 473. "..., discretionary policy, namely, the selection of that decision which is best, given the current situation and a correct evaluation of the end-of-period position. ...".

泰勒同时也承认,对大多数政策制定者来说政策规则其实就是设定好的政策工具(目标)或简单机械的操作程序。

泰勒自己引用1990年总统经济报告的提法,称之为系统性政策或政策系统。

关于货币学派与银行学派之间观点的异同可以参见 Schumpeter, Joseph A., 1954. *History of Economic Analysis*. Oxford University Press, Part , pp. 725-729.

即使是100%的存款准备金限制也不能保证其他金融工具作为支付手段,不能有效阻止私人部门对其的规避,而为了应对规避而不断采取的立法和规则的改变只会增加货币政策的不确定性。这一点在当年就已经被预见到了。参见 Friedman, Benjamin M. and Hahn, Frank H., 1990. *Handbook of Monetary Economics* (Volume). Elsevier Science Publishers B. V., pp. 1161-1162.

Simons, H. C., 1948. *Economic Policy for a Free Society*. University of Chicago Press, pp. 160-162.

Walsh, Carl E., 1998. *Monetary Theory and Policy*. The MIT Press, pp. 321-322.

Taylor, John B., 1993a. "Discretion Versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, p. 197.

①按照 Bernanke 和 Mishkin 的观点这并不是严格意义上的货币规则,但本文还是采用 Svensson 的观点,将其看做是一种政策规则,即目标规则。

② Bernanke, Ben S. and Mishkin, Frederic S., 1997. "Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy?" *NBER Working Paper*, No. 5893, p. 1.

③参见 Hetzel, Robert L. (2000)。泰勒(1993a)介绍了两种规则操作模式:(1) "making use of a specific rule", (2) "making use of general characteristics of policy rules"。两种模式都是在政策制定过程中体现公式所包含的原则,而不是将公式结果直接作为操作目标。

④而且经济的稳定程度也有明显变化,参见 Taylor, John B. (1998)。

⑤参见 Romer, David, 2001. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-

Hill, pp. 503-508.

⑥当然,由于在本模型中为了简化推导,做出了诸如合意通货膨胀为零、预期通货膨胀与预期产出成线性关系且为零等一系列假设,所以公式(7)与(1)在形式上还不完全一致,但这并不影响主要结论,即“中央银行的最优化行为将导致利率变动服从泰勒规则形式”。

⑦德国在历史上作为战败国曾经饱受通货膨胀之苦,因此德国有严格控制通货膨胀的传统。

⑧泰勒(1998)对美国不同历史时期的反应系数时行了回归,其结果很好地证明了这一点。

⑨参见泰勒(1998)。

⑩参见 Huang, Margaritis 和 Mayes (2002)。

⑪⑫⑬⑭参见谢平、焦瑾璞(2002)。

⑮参见钱小安(2000)。

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, pp. 101-122.
2. Bernanke, Ben S. and Mishkin, Frederic S., 1997. "Inflation Targeting: a New Framework for Monetary Policy?" *NBER Working Paper*, No. 5893.
3. Blanchard, O. and Fischer, S., 1989. *Lectures in Macroeconomics*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
4. Friedman, Benjamin M. and Hahn, Frank H., 1990. *Handbook of Monetary Economics* (Volume). Elsevier Science Publishers B. V., pp. 1155-1184.
5. Hetzel, Robert L., 2000. "The Taylor Rule: Is It a Useful Guide to Understanding Monetary Policy?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Volume 86/2 Spring.
6. Huang, Angela, Margaritis, Dimitri and Mayes, David, 2002. "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence from New Zealand," in *European Central Bank (ECB), The Role of Policy Rules in the Conduct of Monetary Policy. Discussion Paper for the Workshop*.
7. Kydland, Finn E. and Prescott, Edward C., 1977. "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy*, 85, pp. 473-492.
8. Orphanides, Athanasios, 2002. "Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule." *Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper*, Prepared for the November 2002 Carnegie-Rochester Conference.
9. Romer, David, 2001. *Advanced Macroeconomics*. McGraw-Hill.
10. Schumpeter, Joseph A., 1954. *History of Economic Analysis*. Oxford University Press, pp. 725-729.
11. Svensson, Lars E. O., 1998. "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule." *NBER Working Paper*, No. 6790.
12. Taylor, John B., 1993a. "Discretion Versus Policy Rules in Practice." *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
13. Taylor, John B., 1993b. *Macroeconomic Policy in a World Economy - From Econometric Design to Practical Operation*. W. W. Norton & Company.
14. Taylor, John B., 1998. "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules." *NBER Working Paper*, No. 6768.
15. Walsh, Carl E., 1998. *Monetary Theory and Policy*. The MIT Press.
16. 戴根有:《关于我国货币政策的理论与实践问题》,见谢平、焦瑾璞主编:《中国货币政策争论》,北京,中国金融出版社,2002。
17. 戴根有:《中国货币政策传导机制研究》,北京,经济科学出版社,2001。
18. 吕江林:《中国转轨时期的货币政策》,北京,中国财政经济出版社,1999。
19. 钱小安:《中国货币政策的形成与发展》,上海,上海人民出版社、上海三联书店,2000。
20. 夏斌、廖强:《货币供应量已不宜作为当前我国的货币政策中介目标》,见谢平、焦瑾璞主编:《中国货币政策争论》,北京,中国金融出版社,2002。
21. 谢平:《新世纪中国货币政策的挑战》,见谢平、焦瑾璞主编:《中国货币政策争论》,北京,中国金融出版社,2002。
22. 谢平、罗雄:《泰勒规则及其在中国货币政策中的检验》,载《经济研究》,2002(3)。

(作者单位:中国社会科学院研究生院 北京 100102
(责任编辑:N、S)