

论我国股票市场的 发展与货币政策框架的重构

朱云高

摘要: 我国股票市场的发展已经对传统的货币政策框架产生了强烈冲击,货币政策的效力达不到预期目标。建立一种新的货币政策框架——通货膨胀目标制——作为传统框架的替代,不仅显得非常紧迫,而且也具有现实可行性和操作性。

关键词: 货币政策 股票市场 通货膨胀目标制

自1996年以来,我国实施的货币政策取向基本上是扩张性的,如中国人民银行连续8次降息,金融机构存款平均利率累计下调5.98个百分点,贷款平均利率累计下调6.97个百分点,两次下调法定存款准备金率累计7个百分点,以及1998年的贷款规模限额取消等等,但货币政策的效果却不理想,如居民消费价格上涨率在1996年至2002年期间分别为8.3%、2.8%、0.8%、-1.4%、0.4%、0.7%和-0.8%,商品零售价格上涨率分别为6.1%、0.8%、-2.6%、-3.0%、-1.5%、-0.8%和-1.3%,经济运行仍未摆脱通货紧缩的阴影,经济增长不得不依靠积极的财政政策。但实施积极的财政政策只能是一项短期的宏观经济政策行为,不可能长时间维持,因而尽快改进货币政策效率就显得尤为紧迫,那么究竟是什么在制约货币政策效力的发挥呢?我们认为股票市场的发展已对传统的货币政策框架产生了冲击,使其调控经济的能力越来越弱。因此,我国必须建立一种新的货币政策框架。

一、股票市场的发展对传统货币政策的挑战

(一) 股票市场的发展对货币需求稳定性和中介目标的挑战

1901年,费雪在其名著《货币购买力》一书中首次提出了货币的交易方程式: $MV = PQ$,其中M为货币数量,V为货币流通速度,P为价格水平,Q为商品交易量。在交易方程式中,考察的交易主要是商品和劳务的交易,并没有涉及金融资产的交易。1917年底古在《货币的价值》一文中提出了著名的剑桥方程式: $M = KPY$,其中K是用比率表示的常数。剑桥学派的经济学家们认为,人们之所以持有货币,是由于货币具有两个属性:一是交易的媒介,仍强调的是商品和劳务的交易;二是财富储藏方式,认为货币是财产的一种,而名义财富又是与名义收入成比例的。因此,在剑桥方程式中,货币需求仍没有涉及到金融资产交易因素。凯恩斯继承和发展了剑桥方程式,提出货币需求的三种动机:一是交易动机;二是预防动机;三是投机动机。出于前两种动机的货币需求仍仅考虑的是商品和劳务的交易,而出于投机动机的货币需求则涉及了对金融

资产的需求。后来,托宾用资产组合理论发展了凯恩斯的投机动机理论,但他们都强调的是货币与资产的替代关系,即在利率较高时,人们预期利率将要下降,债券价格将要上升,因此人们减少货币持有,增加债券持有,反之则增加持有货币,减少持有债券。因而传统货币需求理论并没有考虑金融资产交易因素。

自20世纪70年代以来,发展中国家纷纷寻求摆脱金融抑制,金融深化不断深入,同时发达国家积极放松金融管制,金融创新日趋活跃,世界各国金融资产规模越来越大,金融资产的交易规模也越来越大。金融资产交易导致的货币需求越来越显著,因此传统的不考虑资产交易因素的货币需求公式越来越不能解释现实了,货币与名义收入的关系出现了明显变异和不稳定。阿伦(Allen,1994)把证券交易量指标引入货币数量方程,通过对20世纪80年代数据的回归分析发现,货币需求量与包括国内生产总值(GDP)、金融交易在内的经济体系所有交易的相关性仍很显著。我国股票市场是一个新兴市场,发展时间短,但发展速度快。1991年我国沪深股市只有14只股票,到2002年底沪深两市已有1200多只股票,总市值约为3.8万亿元,约占2002年GDP的40%,流通市值为1.24万亿元。仅在2000年由于我国股市人气旺盛,新增开户近1400万户,流通市值增加近8000亿元(约增97.3%),证券交易保证金从年初的663.36亿逐步增长,最高达7月底的5706.24亿。而在2000年, M_2 增长率为12.3%,如果计入股票保证金, M_2 实际增幅达14%。由此可见,我国金融资产交易的货币需求动机已日益显著。石建民(2001)通过引入股票市场变量得到一个修正的IS-LM模型,实证分析肯定了股票市场发展的确对货币需求产生了不可忽视的增量影响,而货币当局仍根据GDP增长目标、物价控制目标及某个一定的货币流通速度变化水平来规划制定货币供应目标,这显然很难满足经济中的货币需求量。由于我国股市发展还很不规范,往往是“政策市”、“资金市”,股价波动幅度大,即使货币当局考虑这一部分货币需求因素,也很难对其做出比较精确的预测。而以货币供给量作为中介目标,其前提是货币需求函数具有稳定性和

可测性。若存在这一前提,那么引起经济变量变化、造成经济波动的根源就来自货币供给方面。因此,货币当局会根据一国经济规模的大小,为货币供给量确定一个长期的较为合理的增幅,并借助货币政策工具使其保持在这一幅度内,就能使经济在低通胀的条件下稳定增长,并达到理想的就业水平。反之,如果货币需求不具有稳定性和可测性,那么货币当局维持一定的货币供给目标将是毫无意义,甚至会引起更大的经济波动。因此股票市场的发展对货币需求稳定性造成的冲击,已对我国当前实施的以货币供给量为中介目标的货币政策构成很大的挑战。

(二) 股票市场的发展对货币政策最终目标的挑战

物价稳定一直是各国货币政策最终目标之一。我国明确规定货币政策目标是保持物价稳定,并以此促进经济发展。但货币政策该不该关注资产价格,特别是股价呢?这是一个争而未决的问题。格林斯潘曾说:“关于资产价格的行为趋势及其对家庭和企业决策的影响,还有许多重要的,而且难度极大的问题。如果我们要更好地理解资产负债表的变化对经济以及间接地对货币政策的影响,我们别无选择地只能迎接这些问题提出的挑战。”很显然,股票市场又给货币政策提出了一个挑战。

支持货币政策关注股价的人认为,股价可能对物价、GDP增长等经济指标产生较大影响,而这些指标又是货币政策所要追求的目标。股票价格对实体经济的影响主要有:一是财富效应,如股价越高,人们的金融财富越多,根据莫迪利亚尼的消费生命周期假设,人们的消费支出将增加,从而刺激经济增长;二是“q效应”,即股价越高,企业的市场价值将超过企业的成本价格,从而刺激企业投资,所以他们主张货币政策应关注股价。此外,由于我国目前物价仍处于较低水平,固定资产投资预期回报率低,不断上扬的股票交易使公众产生收益非一致性预期结构(夏斌,2001),即对证券投资的预期收益要大于固定资产投资的预期收益。因此,当中央银行增加货币供给时,同业拆借利率下降,银行可贷资金更加宽裕,同时作为利好消息促使股市上涨,证券投资收益率预期随之提高,导致大量资金涌入股市,成为虚拟经济的一部分,不能进入实质经济,从而使货币政策传导机制受阻,所以货币政策应该关注股价的变动。但反对者认为,股票价格变化具有不确定性和波动性,中央银行很难区分股票价格的变动是由基本面引起的,还是由非理性因素引起。还有人认为,股市泡沫是受公众欢迎的,中央银行刺破泡沫的代价十分高昂,让泡沫以它自己的方式破灭对于中央银行(而不是经济)而言是比较安全的,因此,中央银行的货币政策不应还对还未造成通货膨胀或通货紧缩的股价运动做出反应,只有当股票市场的价格波动更大程度地刺激消费和信贷行为,导致了更广范围的经济过热时,中央银行才应动用利率等手段去调控物价(范国英,2002)。因此货币政策是否应该以及在多大程度上关注股价,对货币政策的最终目标构成了一个极大的挑战。

(三) 股票市场的发展对货币政策传导机制的挑战

股票市场的发展对传统的货币政策传导机制产生了极大的冲击,主要表现在两个方面。一方面,股票市场的发展增加了新的传导渠道(米什金,1998):(1)托宾的q理论,即货币供给量的变化影响股票价格的波动,从而使得q值(企业市场价值/企业重置成本)发生变动,最终影响到投资和产出。(2)非对称效应。所谓非对称效应是指金融市场上交易双方(投资者和企业)所掌握的信息不对称,掌握信息多的投资者会产生逆向选择和道德风险。而减少逆向选择和道德风险的一种有效途径就是增加企业的净值。企业净值越大,其违约的可能性就越小,逆向选择和道德风险程度就会减轻,反之则会加剧逆向选择和道德风险。所以,货币供给量的变化影响股票价格的波动,从而使得企业的净值发生改变。当企业净值增加,其获得的贷款将增多,进而投资和产出也将增加;当企业净值减少时,投资和产出将下降。(3)财富效应。股票价值往往占消费者金融资产的很大比重。若股价上升,意味着消费者的财富增加,因而会增加消费,反之,则会减少其消费。(4)流动性效应。人们在进行耐用品消费时,通常会根据自己的资产负债状况得出一个关于资产流动性的判断,若流动性高,人们就会增加对耐用消费品的支出;反之,则会减少对耐用品消费的支出。当股价上升时,金融资产价值提高,人们发现发生财务困境的概率小,就会增加持有缺乏流动性的资产,增加耐用消费品支出,反之则相反。由于我国的股票市场规模还比较小,其市值仅占GDP的40%左右,拥有股票的家庭比重很小,再加上股票市场发展中还存在着许多较严重的问题,如上市公司质量差,资金使用缺乏效率等,使得通过股票市场的货币传导渠道作用仍不明显(张中华,2002)。

另一方面,股票市场的发展阻碍了原有的货币政策传导渠道发挥作用。由于当前我国通货膨胀率较低,企业的固定资产投资回报率偏低,而证券投资收益率曾一度很高,人们对股市充满良好的预期,因而使得大量的资金,包括银行的资金,纷纷进入或等待进入股票市场。与此同时,大量的企业,特别是中小企业却面临着贷款不足、信贷萎缩的状况。因此,尽管货币当局采取了许多扩张性的货币政策措施,但由于传统的货币政策传导渠道(货币供给量增加——市场利率下降——投资增加——产出增加)不畅,其效果却不理想。1997年我国固定资产投资增长8.8%,比上年下降5.7个百分点。1998-2002年期间,固定资产投资规模出现增长的势头,但并不是利率下降作用造成的,而主要是由于国家增加国债发行,通过政府投资带动了整个投资活动的增长。实际上,民间投资一直处于疲软态势,并一度出现了负增长。

由以上分析可以看出,传统的货币政策框架正受到股市发展的挑战,一种新的货币政策框架亟需建立。

二、货币政策框架的重构: 通货膨胀目标制的尝试

自1990年新西兰率先采用通货膨胀目标制以来,不仅一些发达国家,如加拿大、英国、瑞典、芬兰、澳大利亚和西班牙

等纷纷效仿,宣布以通货膨胀目标制作为货币政策的新框架,而且许多发展中国家,如巴西、波兰、捷克、智利、南非、泰国、菲律宾等也采取了类似的做法,并且取得了积极的成效。采用通货膨胀目标制并不一定是为了降低高通货膨胀率,一些通货膨胀不高的国家也可使用,如英国、瑞典和芬兰等国在实施通货膨胀目标制之前通货膨胀水平并不高,它们实行通货膨胀目标制是因为货币数量目标与汇率目标存在着严重冲突。通货膨胀目标制正在成为货币政策发展的一个新趋势,有人大胆预言“通货膨胀目标制必将成为许多工业化国家和新兴市场国家货币政策的中心”。对于我国这样的发展中国家来说,特别是当前急需解决货币政策效果不理想问题,通货膨胀目标制是一种很好的可选方案。

(一) 通货膨胀目标制的理论分析

1. 通货膨胀目标制的涵义

Masson, Savastano 和 Sharma(1997)认为通货膨胀目标制有四个根本的组成部分:提前一段时间制定公开的通货膨胀数量目标;清晰、毫不含糊的指标,这些指标反映了通货膨胀目标要比其他目标占据优先的位置;一个能够预测通货膨胀的模型,该模型包含了大量反映未来通货膨胀信息的变量和指标;一个向前看的操作程序,该程序规定政策工具的选择要依赖对通货膨胀压力的估计,并且对通货膨胀的预测被用作主要的中介目标。简单地说,通货膨胀目标制是指这样的一种框架:货币当局提前制定一个通胀目标,然后根据对未来通胀水平的预测来决定所要采取的措施,以使实际的通胀水平与事先的目标一致。

在货币经济学中,货币政策战略通常被分为两种:“单一规则”型和“相机抉择”型。但是通货膨胀目标制不是一种政策战略,而是一种框架。首先,从技术层面上讲,通货膨胀目标制并没有为货币当局提供简单的、机械的操作工具。相反,它要求货币当局利用一切有用的信息和有关整个经济的结构模型去追求价格稳定目标。换句话说,通货膨胀目标制虽然追求单一目标,但它是“向一切看”的。其次,通货膨胀目标制赋予了政策制定者一个相当大的相机抉择自由度。在中长期通胀目标所施加的约束范围内,中央银行有相当大的空间去应对失业、汇率波动和其他的短期情况。通货膨胀目标制是一种框架,其最大的好处是它起到了价格波动的名义锚作用。名义锚的功能主要是通过两个途径实现的:(1)增加政策制定者和公众的交流,如通过定期公布有关的数据,领导人的公开讲话等方式与公众进行沟通;(2)对货币政策的制定产生了约束,增加了货币当局的可信度。

2. 通货膨胀目标制的理论基础

(1) 卢卡斯供给函数

卢卡斯供给函数可写为: $y = y^* + (\pi - \pi^*) - u$,其中 y 表示实际经济增长率, y^* 表示充分就业时的经济增长率, π 表示实际的通货膨胀水平, π^* 表示理想的通货膨胀水平, u 为随机变量,或者说是外来供给冲击变量,假定 u 的期望值为零,且方差为某一常数。 u 的系数为 -1 ,表示它对经济增长有负的

影响。如果实际通货膨胀率等于理想的通货膨胀率且 $u = 0$,那么实际经济增长率将等于充分就业时的经济增长率,即产出达到理想状态,这时经济运行处于最佳状态。但若 $u \neq 0$,那么实际经济增长仍会偏离最佳状态。因此,为了克服随机变量产生的冲击,需要货币当局对之做出相应的反应。根据弗里德曼的名言,“通货膨胀无论何时何地都是货币现象”,假定实际通货膨胀水平完全由于货币供给量决定,也即 $\pi = m, m$ 为货币供给增长率。在通货膨胀目标制下,货币当局需要对外来供给冲击做出反应时,货币供给量遵循这样的规则: $m = \pi^* + au$, π^* 为理想的通货膨胀水平,或者说是货币当局认可的基底通货膨胀率(underlying inflation), a 为货币当局对外来供给冲击作出的货币政策反应性调整的参数。这样的货币供给规则被称为复数货币政策规则。它不同于“单一规则”,因为按“单一规则”, $a = 0$,即货币政策不对外来冲击作任何反应;也不同于“相机抉择”,因为它是一种“基于既定规则的政策方式”,对外来冲击的反应模式是事前公布的,已经被公众所了解。通过建立这样的复数货币政策规则,货币当局确立了可信度,使公众的通货膨胀预期调整到理想的通货膨胀水平,不会受货币当局为应付外来冲击而采取的反应措施所影响。复数货币政策规则的确立以及它所产生的通货膨胀预期的稳定性,可以保证实际通货膨胀控制在货币当局所拟定的目标范围内,这样通货膨胀目标制就可得到成功的实行。

(2) 时间不一致问题

复数货币政策规则可以避免货币政策的时间不一致问题。所谓货币政策的时间不一致是指在不同的时期内货币当局所需采取的最优政策是矛盾的,即一个时期的最优政策到了另一时期不再是最优的(Kydland and Prescott, 1977)。时间不一致模型假定两个时期。在时期 1,产出水平处于充分就业时的状态,通货膨胀高于理想的通胀水平。为降低通货膨胀,货币当局宣布采取紧缩的货币供给政策,如果公众认为货币当局是可信的,那么就会调低通胀预期,这样到了时期 2,通胀水平下降,产出保持不变。但在时期 2,货币当局为了追求更高的产出水平会创造一个货币供给“意外”,违背时期 1 所宣布的紧缩货币供给政策,公众被欺骗。如果公众在时期 1 预期到时期 2 货币当局的失信,就不会调低通胀预期,货币当局果真履行其诺言,采取紧缩的货币供给政策,将会使得产出水平下降。因此,货币当局的信誉对货币政策效果十分重要,而复数货币政策规则可以对货币当局的行为产生约束(特别是在有立法保证的时候),从而建立良好的声誉,有利于货币政策的实行。

(二) 我国通货膨胀目标制的构建

1. 实施通货膨胀目标制的必要性

实施通货膨胀目标制将有助于解决我国宏观经济运行出现的通货紧缩问题。

首先,通货膨胀目标制的建立有助于摆脱通货紧缩困境。我国已告别了短缺经济,进入了过剩经济的新时期,如何克服有效需求不足将是一个长期面临的挑战。根据克鲁格曼

(Krugman, 1999)的看法,之所以发生通货紧缩,是由于当前的经济环境中,有各种造成需求不足的因素使得 $P > P^e / (1 + i)$, 市场机制的作用会使得价格 P 下跌以重建新的均衡。因此,要克服通货紧缩,必须提高 $P^e / (1 + i)$, 一种途径是降低名义利率 i , 在名义利率水平很低,甚至接近于零时,可采用第二途径,提高通货膨胀预期 P^e , 即用通货膨胀治理通货紧缩。克鲁格曼认为,只要名义利率与实际利率有差别,货币政策在提高总需求方面就会发挥作用。中央银行只要创造一个适当的通货膨胀预期,就可以刺激需求的增加。第一,通货膨胀预期会使实际利率下降甚至达到为负的水平,使得人们储蓄下降,增加当前的消费支出。第二,通货膨胀预期会促使投资的增加。决定投资支出的利率是长期真实利率。货币政策虽然能够降低短期真实利率,却不一定能使长期真实利率下降。根据利率的期限结构理论,长期利率还取决于对未来各期的短期利率水平的预期。一个稳定的通货膨胀预期也将使人们对未来各期的短期利率产生稳定的预期,从而当前短期利率的下降会促使长期真实利率水平的下降,刺激投资的增加。第三,根据相对购买力平价定律,汇率水平的变动取决于两国通货膨胀率之差,因此通货膨胀的预期会产生汇率贬值的预期,从而刺激出口,抑制进口。因此,通过创造一个稳定的通货膨胀预期将有助于我国摆脱通货紧缩。

其次,通货膨胀目标制的建立有利于解决当前货币政策缺乏效率的问题,发挥货币政策应有的作用。现代金融结构的发展趋势表明:一方面传统金融中介,如商业银行的作用逐渐减弱,间接融资地位在下降;另一方面资本市场的功能日益显现,直接融资的比重将越来越大。由本文第一部分的分析可知,资本市场特别是股票市场的发展使得我国传统货币政策框架越来越乏力。而通货膨胀目标制作为一个新的货币政策框架,有效地克服了传统货币政策所面临的缺陷,这主要体现在:第一,它明确了最终目标的单一性,即坚持物价稳定是最主要的目标,而其他的目标,诸如经济增长、充分就业等是次要的;第二,它取消了中介目标,因而改变了传统的货币政策传导途径:操作工具——操作目标——中介目标——政策目标,新的传导过程为:操作工具——操作目标——通货膨胀目标。而这对于当前我们改进货币政策效率具有积极的意义。我国虽已明确规定:“货币政策目标是保持货币币值的稳定并以此促进经济增长。”但这种单目标论的规定实际上并未得到广泛认同,我国货币政策实质上面临多重目标约束,这些目标有:物价稳定、促进就业、支持国有企业改革、配合积极财政政策扩大内需、确保外汇储备不减少、保持人民币汇率稳定。多重目标约束对货币政策“要求太高”,迫使中央银行在多重目标之间寻找平衡,往往可能采取机会主义的手段注重短期效果和表面效果。所以,货币政策无论短期还是长期都应该坚持稳定物价的单一目标(谢平, 2000)。另外,由前面的分析可知,我国货币供给量已不适宜作为中介目标,而另一个通常作为中介目标的变量则是利率。由于我国利率尚未完全市场化,特别是联系金融机构

与企业之间的存贷款利率仍受到管制,因此利率很难反映资金的供求关系,因而管制利率也不适合作为中介目标。在通货膨胀目标制下,虽然取消了中介目标,但中介目标所起的名义锚作用并未消失,而是由通货膨胀目标承担了。

2. 通货膨胀指标的选择

从实行通货膨胀目标制的各国实践来看,各国对通货膨胀指标的选择遵循三个原则:(1)可测性,即该指标的精确数据可以在较短时间得到,并且事后不需要太多的修正;(2)相关性,即该指标能真实地反映货币对商品价值的变化;(3)可控性,即该指标主要反映价格变化的长期趋势,一次性冲击应能被有效地剔除。因此许多国家如加拿大、澳大利亚、新西兰、芬兰和泰国等都选择核心通货膨胀率(core inflation)这一指标。所谓核心通货膨胀率就是从标题通货膨胀率(headline inflation)中扣除农产品、能源价格和政府某些政策变动后的一种物价指标,而标题通货膨胀率是指由独立于货币当局的统计部门所公布的物价上升指数,如消费者物价指数等。采用核心通货膨胀率,是因为被剔除的项目,如大米、蔬菜、水果和汽油等价格波动幅度非常大,而且不易控制。农产品价格受气候条件的影响,而能源价格受不可控制的外部因素影响。如果在计算核心通货膨胀率时保留这些项目,那么就可能导致采取不恰当的货币政策,如当食品和能源价格上涨时,采用降低总需求的紧缩货币政策将会进一步削弱公众已经受损的购买力。

我们认为,我国也应该采用核心通货膨胀率,因为:(1)我国加入世界贸易组织(WTO)后,大量农产品进口以及农产品价格的进一步放开,必将导致农产品价格发生很大波动;(2)我国的重要能源和原材料价格,如石油、铝、橡胶等受国际市场价格影响越来越大,所以需要将它们加以扣除。这种扣除并不会影响核心通胀率的代表性,因为消费者物价指数中往往大多数项目仍保留在核心通胀率中。另外,这种扣除可以保证核心通胀率的波动幅度变小,适宜作为被盯住的对象。

3. 通货膨胀下货币政策工具的选择

在通货膨胀目标制下,货币当局一般放弃对货币供给量的控制,而采用利率政策和汇率政策作为政策工具。多数国家使用利率政策,使用汇率政策作为政策工具的国家很少,如波兰。波兰之所以使用汇率政策作为工具,是因为利率水平和通货膨胀之间联系不明显。但采用汇率政策,要承担一定的风险,如汇率的频繁变动导致利率过度波动,这会使得贸易部门经济受到影响。很显然,对于我国这样一个大国,目前实行完全浮动汇率制是不可能的。我国经济运行具有经济发展程度低、贸易依存度高,资本自由流动仍受到较大的管制以及加入WTO后开放度将越来越高等特点,根据最优货币区标准,这些特点决定了我国目前不可能实现完全的浮动汇率制。完全依靠汇率的变动来达到通货膨胀的调控是不可能的。但这并不意味着我国当前实行的事实上的盯

住美元的固定汇率制不需要改革。一个明显的例子是,在东南亚金融危机爆发后,东南亚及韩国等国货币都对美元实行了大幅度贬值,而人民币却保持不贬值,从而使得我国的出口需求急剧下降。因此人民币回归“有管理的浮动”是必然趋势。在汇率政策不宜作为政策工具的情况下,利率政策将作为调控通货膨胀的主要政策工具。

但大量的实证分析表明,我国的投资、消费、储蓄和通货膨胀等变量对利率的敏感度很小,其原因主要在于当前的利率仍是管制利率。尽管我国金融市场的利率市场化程度已经很高,但综合金融机构对企业和居民的存贷款利率仍受管制,因而无法反映微观经济主体的资金供求状况,使得利率作为资金价格来配置资源的效率低下。因此利率市场化的进一步改革迫在眉睫。

4. 实施通货膨胀目标制需要注意的其他问题

(1) 合理确定通胀目标

通货膨胀目标的确定是否合理对通货膨胀目标制的成功与否十分关键。如果通货膨胀目标水平定得太低,为了达到这一目标,货币当局采取的紧缩政策将对实质面产生严重的负面影响;如果通货膨胀目标定得太高,则通货膨胀目标制意义不大。与此同时,通货膨胀目标区间的确定将是一件较为复杂的事,它与一国经济的市场化程度和货币当局的操作经验等有关。一般来讲,目标区间越窄越好,但实现的难度将越来越大,这对于许多发展中国家来说很困难。有鉴于此,我们认为我国通货膨胀目标宜定为3%~7%,而通常发达国家的幅度定为1%~3%,这主要是因为:第一,我国是发展中国家,自改革开放以来,经济一直持续快速增长,5%左右的通货膨胀水平是合理的;第二,由于我国市场化程度仍不太高,金融体系仍不健全,货币当局实施间接调控的经验缺乏等原因,保证一个较窄的区间将是不现实的。

(2) 货币当局独立性问题

已有的实证检验表明(米什金,1998),中央银行越独立就越可能使得通货膨胀率降低,而且还不是靠牺牲实际经济增长换来的。这也是实施通胀目标制的国家,通常保证中央银行具有独立性的原因,如1997年英国工党执政后,就赋予英格兰银行货币政策决定权,尤其是厘定利率的权力(王信,1999)。中央银行的独立性分为目标独立和工具独立,目标独立体现在中央银行有可能独立制定货币政策目标,无需受政府的左右,工具独立体现在中央银行使用货币政策工具权力的增大。在通货膨胀目标制下,工具独立相对来说更加重要。目前中国人民银行隶属国务院的领导,因而独立性较差。这种独立性较差所产生的一个结果就是货币政策的目标多元化(谢平,2000),显然不利于通货膨胀目标的实现。另外,中央银行的独立性较差也体现在货币政策工具使用上,如我国的现阶段利率变动,往往过多地向调整不同经济主体的收入分配关系方面倾斜,从而在一定意义上偏离了货币政策目标的要求。在通货膨胀目标制下,中央银行独立性

必须要增强。

(3) 应关注资产价格的波动

之所以主张货币当局关注资产价格的波动,而未将资产价格作为通货膨胀目标的一个组成部分,是因为:第一,资产价格的变动往往对实质经济产生很大影响,如2000年我国股市人气旺盛,使得大量信贷资金进入股市,实质经济出现信贷萎缩,抑制了实质经济的增长。如果股市价格过高,严重脱离实质经济基础,即出现泡沫经济,而一旦泡沫破灭,给实质经济带来的冲击将很大,如1929年的股市大灾难使得西方国家的消费和投资急剧下降。所以货币当局必须关注资产价格,防止资产价格波动过大,出现价格过高或过低的局面。第二,由于资产价格的变动往往受到诸多因素的影响,如投资者的心理预期,股市资金供给状况,股市制度健全状况等,因此资产价格变动出现与实质经济相背离的情况可能是正常的。货币当局无法控制这些因素,也不可能随着资产价格的波动也紧跟着变动其政策措施,所以货币当局不能盯住资产价格,则能关注资产价格。

参考文献:

1. 夏斌:《货币供应量已不宜作为当前我国货币政策之中介目标》,载《经济研究》,2001。
2. 石建民:《股票市场、货币需求与总量经济:一般均衡分析》,载《经济研究》,2001。
3. 范国英、成家军:《货币政策应更多关注股票价格变动》,载《中国经济时报》,2002-01-04。
4. 柳永明:《通货膨胀目标制的理论与实践:十年回顾》,载《世界经济》,2002。
5. 张中华:《论我国的货币政策、资本市场和经济增长》,载《管理世界》,2002。
6. 贺力平:《货币政策新方向:反通货膨胀目标制及其理论依据》,载《经济研究》,1998。
7. 谢平:《新世纪中国货币政策的挑战》,载《金融研究》,2000。
8. 汪洋:《泰国的反通货膨胀目标制及其对我国的启示》,载《外国经济与管理》,2001。
9. 王信:《盯住通胀的货币政策及其启示》,载《改革》,1999。
10. 米什金:《货币金融学》,中文版,北京,中国人民大学出版社,1998。
11. Kydland and Prescott, 1977. "Rules rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans." *Journal of Political Economy*, 85, pp. 693 - 700.
12. Paul Krugman, 1999. "Japan Heads for the Edge." *Financial Times*, January, 20.
13. Masson, Savastano and Sharma, 1997. "The Scope for Inflation Targeting in Developing Economies." Working Paper 130. Washington: International Monetary Fund.
14. Allen R. E., 1994. *Financial Crises and Recession in the Global Economy*. U. K.: Aldershot Hants and Brookfield, Vermont: Edward Elgar Publishing.

(作者单位:复旦大学国际金融系 上海 200433
安徽财贸学院 合肥 230000)
(责任编辑: S)