

# 论金融发展中货币政策中间目标的调整

## ——西方国家货币政策中间目标调整的实践考察与理论分析

应展宇

**摘要：**随着金融环境的变化，为了提高宏观货币调控的有效性，西方国家的货币政策中间目标在过去的20年里发生了巨大的调整。本文在简单介绍中间目标选择一般理论之后，通过对西方国家中间目标演变的实践描述和理论分析，认为在中间目标的指标选择中，货币供给量指标将逐渐退化为监控指标，而利率、汇率指标的作用将可能再次凸现。此外，本文还探讨了西方国家其他货币政策中间目标，比如信用总量（扩展含义）指标、通货膨胀目标以及资产价格在理论和实践中的现状与发展。

**关键词：**货币政策 中间目标 调整

货币政策的目标客观上体现了各国货币当局的调控意图与政策取向。因此，它一般被认为是一国货币政策制定以及实施各环节中最重要的一项。进入20世纪90年代以来，虽然在货币政策最终目标问题上，各国货币当局意见较为一致，普遍（明确或隐含地）放弃了多重目标的做法，而把控制通货膨胀、保持物价稳定，进而创造一个平稳的经济环境当作各国货币当局追求的首要目标，有时甚至是唯一的目标，但与之形成鲜明对照的是，在货币政策的中间目标选择这一问题上，各国货币当局则远未取得较为统一的见解。

在我们看来，货币政策中间目标的调整与演变从根本上取决于各国金融环境的变化，尤其是金融创新、金融自由化进程所导致的各国金融结构的变化。在本文，我们主要从西方国家实践着眼，对金融深化对工业国货币政策中间目标调整的经济影响做一较为全面的理论分析与介绍。

### 一、货币政策中间目标选择的一般理论分析

很少有人真正知道货币政策中间目标在中央银行的实践中是从何时开始的。一般认为美国联邦储备委员会在20世纪60、70年代的季度计量经济学模型促进了中间目标的进程（卡吉尔、加西亚，1989）。但是，货币政策的中间目标是如何选择的呢？虽然实践中各国存在较大的差异，但我们认为从理论的视角对这一问题进行一般性的考察仍具有很大的意义——这有助于我们了解金融发展中货币当局有关政策选择的基本依据何在。

#### （一）货币政策中间目标的一般特性

在货币政策最终目标确定之后，货币当局必须利用一些政策工具的操作去实现这一目标。但是货币政策从政策工具的实施到其效果的实现并不是一个同步的过程，一般存在一个传导过程相当长的“政策效应时滞”。这已经是学界所公认的事实。因此，从控制论的角度出发，为了在最终目标的追求过程中，了解目标实现的程度或者政策措施的有效性，以便及时采取必要的纠正或补充措施来争取最终目标的实现，就需要在工具与最终目标之间纳入一些中间目标——

实践中的货币政策中间目标既是货币当局制定货币政策的基础，也是实施货币政策过程中的一个重要支点。

显然，并非所有金融指标都能够成为中间目标的。一般来说，货币政策中间目标的选择标准有三个基本特性——可测性、可控性与相关性。

#### （二）中间目标的选择准则：普尔准则与西蒙斯分析

借助于货币理论中关于货币政策传导机制问题研究的进展，货币政策的中间目标通常是在货币存量与利率、汇率等价格指标之间加以选择的。但是，如果我们借助于简单的IS-LM模型分析框架，就会发现利率和货币存量目标之间存在内在的矛盾，或者说是“不相容”的——寻求利率的稳定，必定是货币供给量的波动，而货币供给量稳定的结果，必然是利率的波动。那么，对于这两类不同的中间目标，在经济理论上是否存在一个可资参考的选择准则呢？普尔（1970）的经典分析，为这一问题提供了一个理论分析框架。

普尔（1970）在其现在已经成为经典的文献中指出随机的经济结构——各种类型干扰的本质及其相对重要性——是如何决定最优工具的。普尔假定：（1）货币当局必须在产品市场与货币市场的当期干扰觉察之前做出决策，同时关于利率的信息是，而非产出的信息是可以即时获得的；（2）物价水平既定，经济用一个不考虑总供给的简单IS-LM模型来刻画；（3）货币当局的目标函数是最小化产出偏离的方差。在这些假定下，普尔经过一系列的推导得出一个具有重要政策含义的信息：当金融部门的易变性（模型中强调的是货币需求的冲击或不稳定性）的提高，会增强利率导向的政策程序取代货币总量程序的意愿程度，如果把货币需求看作是高度不可稳定的，并且是短期内难以预见的，那么在允许货币总量波动的前提下，通过使利率稳定下来，就可以实现更大的产出稳定性；但相反，如果短期内不稳定的主要来源在于总支出方面（变现为需求冲击），那么稳定货币总量的政策可以产生更大的经济稳定性。如果用经济学术语表述，就是当货币需求冲击方差较大，LM曲线比较陡峭或者IS曲线比较平缓时，利率程序容易进入首选行列，相反，如果总需求冲

击的方差大,LM曲线平缓或者IS曲线陡峭时,货币供给目标较为适当。

基本普尔分析,虽然忽略了很多影响因素,但的确为政策分析提供了一个参照——自普尔之后,许多学者把通货膨胀、预期、总供给以及许多其他因素纳入了这种分析框架,得出了许多有意义的结论。但问题是这一分析的缺陷也极为明显——正如B·弗里德曼(1990)所强调的那样,当通货膨胀进入目标函数之后,我们就很难得出一个类似普尔(1970)的明确结论。此时,“动态时间不一致性”、“名义锚”等带有博弈特性的内生性问题将成为政策分析的焦点,进而使中间目标的选择问题渐趋复杂化。

芝加哥大学的西蒙斯(1936)在其“货币政策中的规则对主管权”一文中对货币政策的中间目标提出了另外一种分析思路,实质上是今天关于中间目标“名义锚”提法的本质所在。西蒙斯认为货币政策构成中必须要有适当的安排,来防止“独立货币当局的支配性行为,如独裁、专制”(1936),而以固定货币供给为中间目标的设立就是这样一种制度措施。西蒙斯明确认识到货币流通速度的不稳定变化对于货币政策有很大的干扰性,可能导致固定的货币供给政策效果不理想,但他主要强调了取消施加于货币当局的不适当政策压力以及对金融体系重新安排以扩大货币与货币相似物的差别,并取消银行在贷款中角色的作用(100%准备金制度)。

但由于分析视角的不同,无论是经济学者还是有关货币当局,其对货币政策效应、传导等问题有着不同理解与认识,所以从各国的实践来看,货币政策中间目标的选择标准不尽相同。

## 二、金融发展中货币政策中间目标的演变与调整:西方国家货币政策的实践考察与理论分析

和最终目标一样,货币政策中间目标也经常处于变化之中,并不存在一个始终不变的中间目标。特别是伴随着20世纪70年代以来经济、金融环境的变化,世界各国,尤其是西方国家的货币政策中间目标的变化相当显著,一般走过了一条从利率,到货币供给量,再到汇率、利率的路径(参见表1),到今天,甚至有相当国家摒弃了“二阶段货币政策操作模式”,直接采用通货膨胀目标的做法。

表 121 一个经济合作与发展组织(OECD)国家货币政策中间目标比较

国家	目标	国家	目标	国家	目标
澳大利亚	通货膨胀	德国	货币数量	挪威	汇率
奥地利	汇率	希腊	货币数量	葡萄牙	汇率
比利时	汇率	爱尔兰	汇率	西班牙	通货膨胀与汇率
加拿大	通货膨胀	意大利	货币数量	瑞典	通货膨胀与汇率
丹麦	汇率	日本	折中策略	瑞士	货币数量
芬兰	通货膨胀与汇率	荷兰	汇率	英国	通货膨胀
法国	汇率	新西兰	通货膨胀	美国	折中策略

说明:由于欧元区的建立,西班牙、瑞典等国在1999年之后以本国货币与德国马克汇率的稳定作为货币政策的中间目标,通货膨胀目标的影响受到冲击。瑞士在2000年采取了通货膨胀目标的政策方式。

资料来源:Swank,JandL.Velden,1997. Instruments,Proceduresand StrategiesofMonetaryPolicy:AnAssessmentofPossibleRelationshipsfor 21OECDCountries.ImplementationandTacticsofMonetaryPolicy,pp.1~12,BIS.

### (一)作为中间目标的货币存量及其作用的弱化

货币存量,自20世纪60年代货币主义复兴之后,一直都是货币政策理论中讨论较多的一个中间目标。伴随着70年代开始的“滞胀”,各国货币当局都把控制通货膨胀作为首要目标,而货币主义的分析认为货币存量及其增长对于通货膨胀具有直接影响,因此,作为中间目标的货币数量在整个工业化世界都得到了采纳。然而,仅仅是在几年之内,货币目标在各国货币政策实践中便开始被修改,其地位也开始下降,甚至在某些情况下被全盘放弃(如1982年的加拿大、1985年的澳大利亚以及1987年的英国)。

作为中间目标的货币存量的变化轨迹,与金融环境的变化,特别是西方国家的银证合作所引发的金融创新活动有着密切的联系。这种影响主要体现在以下两个方面:

1. 金融创新的加剧,使得金融机构融合的趋势逐渐强化,货币的内涵和外延发生了变化,进而产生了计量范围的调整与扩大问题,导致货币统计可测性、可控性的下降。

作为中间目标的指标变量,一个最基本的要求是指标能够得到界定并加以正确测算(可测性)。但可惜的是,货币统计的精度一直比较差,作为目标一直存在较大的操作困境(米什金,2000)。

20世纪70年代以来,因为众多、频繁金融创新的出现和发展,货币统计的问题更趋复杂化了——绝大多数金融创新的产品,比如大额可转让定期存单(CDs)、可转让提款单(NOWs)、超级可转让提款单(S-NOWs)、自动转帐帐户(ATS)等等,在提供一定收益的条件下,其流动性也同样得到保证,因此成为传统货币的重要替代品,如果听之任之,货币当局的货币统计根本就丧失了其原有的意义,而且这些产品往往是那些小型金融机构有较大份额的领域,季节性变化也极大,估计的误差也不断增大。为了解决这一问题,货币当局只能频繁地调整货币的统计口径,比如自1971—1984年间美联储就对其货币统计总共进行了7次修正。

在金融创新的环境中,货币供给的可控性也极大地减弱了,即货币供给的内生性渐趋明显。回避管制型金融创新的不断涌现,银行负债管理手段的强化使得基于部分准备金制度的货币创造机制受到了很大冲击,导致了不仅银行准备需求下降,而且货币乘数的不确定性极大地增强。两者的叠加,必然意味着货币的内生供给,即“需求可能自动会创造供给”,即只要有信贷需求,银行从自身的利益出发,总是会满足这种需要,货币随之创造而出。60年代以后,货币内生供给理论开始甚嚣尘上,水平主义理论与结构主义理论相互促进,这不能不说是现实的一种客观反应。货币供给的内生性,不仅意味着货币政策效力的下降,也对货币存量作为中间目标的选择提出了很大的挑战。

2. 金融创新使原有的货币需求理论面临着新的问题,货币流通速度的稳定性无从实现,进而货币存量与国民收入的相关性开始弱化。

在货币主义的理论中,货币需求函数的稳定性是其政策涵义的前提——因为货币需求函数实质上是货币与其他宏观经济变量[包括(恒久性)收入、(非人力)财富、利率、通货膨胀率等]之间关系的具体测算,只有货币需求函数的稳定,才能有货币与经济运行之间稳定的相关性,进而才可能利用货币存量对宏观经济进行调控。

但很不幸,银证合作以及与之伴随的金融创新,将在降

低货币可测性、可控性的同时,弱化货币与其他变量的相关性,其表现就是货币需求函数的不稳定以及货币流通速度不可测性的增强。

西方货币学家关注金融创新对货币需求的影响始于戈德菲尔德(1976)对“失踪货币”(themissingmoney)的研究。戈德菲尔德发现在美国,对20世纪70年代中期之后的传统货币需求方程估测得出的结果要大于实际货币需求余额,其次,在1980年代货币流通速度也出现了明显的下降态势。菲尔(1987)对包括美国在内的17个国家货币需求情况的实证研究,也发现OECD各国的货币需求函数非常类似,除德国之外,大多数OECD国家的货币需求函数具有和美国相似的不稳定倾向——实际上,菲尔在其检验的17个国家中,发现有13个国家的传统局部调整的货币需求函数存在不稳定。而货币需求函数以及货币流通速度的不稳定,使得我们借助于货币与经济的相关性来判断、预测经济运行的目的无法实现,而且现实分析中LM曲线的位置、斜率确定都变化不定,很难进行有效的经济分析。

综合这些分析,我们发现在银证合作所致的金融创新使货币存量作为中间目标的可行性极大地弱化了(戈德菲尔德,1990;格林斯潘,1999)。所以当美国在1979-1982年间进行的“货币主义实验”的失败,货币供应量指标作为中间指标的有效性更是引起了经济学界的广泛争论。因此,各国在80年代中后期纷纷放弃货币存量目标的做法也就不足为奇了。

(二)从货币总量到信用总量——关于总量中间目标的一个可能发展

现代经济发展的现状,使得货币总量作为中间目标的适当性明显弱化,做为一种替代,比货币总量涵盖范围更为广泛的信用总量——从债务方看,有公共部门债务总额、私人非金融部门债务总额、非金融部门债务总额等指标——能否作为货币政策中间目标的问题自然就提上了理论界的研究日程。

但是关于这样一种选择的可行性,理论界依然处于争论之中。帕帕迪莫斯和莫迪利哥亚尼(1990)曾就这一问题作了一个客观的评述:“在实证层面上,对很多国家的研究已经表明,传统的观点——即 $M_1$ 层次的货币是最适当的中间目标或政策目标——并没有得到事实明确的支持,在美国,B·弗里德曼(1980,1983)、卡甘(1982)、科普克(1983)和考夫曼(1979)所做的研究表明,范围更广的金融和信贷总量和名义收入或预先的收入波动信息存在稳定的统计关系,因此,可以把它们作为有效的中间目标或政策指标。然而,另一些实证研究却表明,不可能找到这样一个总量指标,它在不同样本期间内与GNP的相关程度均强于其他总量指标[例如,博克曼(Berkman)(1980)]。另外,B·弗里德曼(1986,1988)更近期的实证研究表明,若使用80年代以后的数据,则先前证实的名义收入和某些货币及信贷总量的统计关系的稳定性将遭到破坏。总而言之,实证证据表明,调控货币供给( $M_1$ )并不总是控制名义收入的最佳手段,很多范围较广的金融总量指标和GDP的统计关系更为稳定,但没有哪个指标在任何时期、在所有国家均优于其他指标,而特别适于作货币政策中间指标。”

因此,虽然较货币更广泛的信用指标在一定程度上可替代货币总量的作用,理论上也各具优势,但在实践中能否应

用信用指标作为政策中间目标目前似乎还需要进一步的深入研究来提供决策支持。

(三)作为中间目标的利率及其演变

利率作为货币政策中间目标的历史最为久远,其确定与有效性主要与凯恩斯主义的繁荣存在密切的关系。

就货币政策实践而言,最近30年间利率指标作为货币政策中间目标,经历了一个“历史的轮回”——20世纪70年代以前,各国货币当局普遍采用利率作为货币政策的中间目标,即利率的稳定优先,而货币供给量的波动一般处于次要考虑。而如上文所说,20世纪60年代的货币主义兴起与20世纪70年代中后期的“滞胀”,使各国货币当局普遍放弃了利率目标,转而采用货币目标。但随后的经济运行状况,使货币存量很难起到其预想的功用,故重新回到利率、汇率等价格性指标又成为世界货币政策的一种趋势,如1993年7月22日,美联储主席格林斯潘在参加国会听证时突然宣布,美联储决定正式放弃实行10余年的以调控货币供应量来调控经济运行的货币政策规则,而以调整实际利率作为调控的主要手段。

作为中间目标,利率指标虽然有很多优点,但同样存在一些难以克服的障碍:首先是可测性与可控性问题,虽然利率指标似乎是最容易获得的金融数据,货币当局随时可以进行监控,但是我们必须注意,在实践观察、监控的指标仅仅只是名义利率,而对实际经济运行起作用的却是实际利率。根据费雪理论,实际利率是名义利率扣除预期通货膨胀率后得到的结果,而预期通货膨胀率为多少,决不是货币当局可以随时观察到的,这样实际利率就处于一种很难预测的状态。就相关性而言,利率对实体经济的影响很大程度上取决于货币需求的利率弹性以及总需求(特别是投资)的利率弹性高低。但关于这一问题,理论和实证的争论不断,到底相关程度怎样,也是一个见仁见智的问题。

因此,就国际视角而言,真正采用利率作为中间目标的国家也并不多(参见表1),只有美国等少数国家在“折中策略”之下,现在还把实际利率作为货币调控的中间目标。

(四)作为中间目标的汇率

如果单纯从表1中21个OECD国家的货币政策实践来看,很多国家把汇率这一指标作为中间目标,其实这并不是说与货币供应量、利率相比,汇率作为货币政策目标更有优势,主要是OECD国家有很多都是欧盟成员国,1999年欧元区设立之后,按照《马斯特里赫特条约》的有关规定,各成员国别无选择必须以和德国马克之间的汇率作为货币政策的中间目标。当然,如果一国实行货币局制度时,一般也以汇率作为政策的中间目标。

作为中间目标,货币政策着眼于汇率可以借助于“锚固”的货币稳定来保持本国的货币稳定,并且政策策略简单、明晰,比较为公众所理解,一般也不会产生“时间不一致性”的机会主义行为问题。但是,以汇率作为中间目标,一国的货币当局实质上就丧失了货币政策的独立性,无法对本国的经济冲击做出应有的反应,在某些情况下,还可能成为国际投机家进攻的目标,1992年的英国、1997年东南亚各国出现的情况就是两个非常突出的事例。因此,一般只有一些经济开放性程度比较高、发展程度相似的小国才愿意把汇率作为货币政策中间目标。当然,对于有些转型经济国家而言,中央

银行独立性较差、置信度几近于零,采用汇率目标也不失为一个明智选择。

### 三、通货膨胀目标、资产价格与货币政策中间目标:货币政策中间目标选择中的新动向

近 10 年以来,西方国家的货币政策实践中出现了一些新的动向,比如“通货膨胀目标”的兴起、资产价格与货币政策的关系问题研究等等,对传统的货币政策理论提出了一些全新的挑战,不可避免地也影响到了中间目标的选择问题。那么,应该如何看待这些新生现象对货币政策中间目标选择的影响呢?这里,笔者简要地就这一问题做一些理论分析。

#### (一)“通货膨胀目标”政策策略的发展与货币政策中间目标

通货膨胀目标,是近 10 年以来货币政策实践的一个重要发展——自从 1990 年新西兰储备银行宣称以通货膨胀目标作为货币政策的政策策略以来,到今天所谓的“通货膨胀目标”在世界各国有一种流行趋势,截至 2000 年 10 月,已经有包括新西兰、英国、瑞典、澳大利亚等在内 19 个国家宣称采用了通货膨胀目标的政策策略(参见表 2)。这一趋势,无疑对世界中央银行货币调控提出了新的问题。

表 2 实施通货膨胀目标的国家以及采纳的时间

国家	时间	国家	时间	国家	时间	国家	时间
澳大利亚	1994.9	巴西	1999.1	加拿大	1991.2	智利	1991.1
哥伦比亚	1999.9	伊拉克	1992.1	新西兰	1990.3	秘鲁	1994.1
捷克	1998.1	韩国	1998.1	波兰	1998.10	西班牙	1994.10-1998.1
芬兰	1993.2-1998.1	墨西哥	1999.1	南非	2000.2	瑞典	1993.1
泰国	2000.4	瑞士	2000.1	英国	1992.10		

资料来源: F. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel, 2000. One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know. NBER Working Paper No. 8347 <http://www.nber.org/papers/w8347>

关于通货膨胀目标的解释,各国不一而同,理论界也纷争不断,有“通货膨胀目标”解释的,也有“物价与产出兼顾”解释的。但一般认为通货膨胀目标政策的要点主要体现在三个方面:(1)通货膨胀目标的“决定性”或“首要性”,设定期间内既不能出现通货膨胀率过高的局面,也不能出现通货紧缩,物价下跌的状况;(2)短期内货币当局政策操作的一定灵活性,既不盯住货币,也不盯住利率;(3)政策的透明性与公开性。

我们认为,通货膨胀目标的确定,在新的经济环境下,实质上代表了一种新的货币政策中间目标演变趋势——在货币变量无法包含经济运行信息的条件下,放弃有关货币变量设定区域的传统方式,直接以范围更广的包括通货膨胀、定价行为、货币供应、利率等等金融信息作为货币政策调控的目标。也有当局认为,通货膨胀目标策略,是各国货币当局在找不到合适中间目标情况下的次优选择(德意志银行, 1995)。

#### (二)作为信息变量的资产价格与货币政策中间目标

资产价格作为一个经济变量,对现实经济运行有不可忽略的影响,本身也包含着非常丰富的经济信息——实际上,在目前实行通货膨胀目标的诸多国家货币当局的观察视野中,资产价格一般都是一个不可忽略的信息变量。那么,就中间目标而言,资产价格有什么样的作用呢?这里我们就简

单对这一问题从理论和实践两方面作一分析。

一般认为,市场经济中的资产价格变量(如股价)中包含了许多信息——从理论上说,股价的变化反映了公司未来盈利增长的预期,而盈利增长与产出增长密不可分,从而股票市场的股价波动有所谓“国民经济运行的晴雨表”之说。这样,如果在货币政策实施过程中,股票价格中包含了利率、货币供给量之外的关于产出或通货膨胀的额外信息,货币当局似乎就可以利用资产价格来对货币政策措施进行调整。理论上的分析,似乎意味着股票等资产价格在货币政策传导过程中的确存在着不容忽视的影响。

但实证分析似乎有些不同。B. 弗里德曼(2000)对美国股票价格在一个较长时期中对通货膨胀和产出的影响进行了实证分析。他利用向量自回归(VAR)统计方法,对包括作为联储货币政策态势及效力的短期利率(联邦基金利率)与货币供给量( $M_2$ )而不包括股票价格(Standard and Pool's 500 指数)与长期利率的基本方程,和包含了后两个变量的方程进行了分季度和月度的 F 统计对比分析,样本期限为 1970 年第一季度到 2000 年第二季度(季度数据)和 1970 年 1 月到 2000 年 7 月(月度数据)。他的结论是在所有的实证分析中,股票价格对于产出和通货膨胀的影响几乎都不显著,进而很难以信息变量的形式进入货币当局的决策视野。

尽管如此,的确有很多美国学者认为联储把股票价格作为某种信息变量来指导操作,如 Wojnilow(2000)在描述联邦公开市场委员会(FOMC)的决策展望时就认为:“……他们可能作出的决策是每一次公开市场会议召开时把联邦基金利率提高 0.25 个百分点,但是当或如果纳斯达克(NASDAQ)或道·琼斯工业股票平均数不断上升时,利率的增加就可能是 0.50 个百分点,而当或如果纳斯达克(NASDAQ)或道·琼斯工业股票平均数下降时,利率可能就会不增加……实际上股票市场的气候掌控着经济和货币政策。”有些学者还利用复杂的统计方法,得出“当标准普尔指数上升(或下降)5%时,联邦基金利率上升(或下降)0.25 个百分点的概率超过 0.5”的结论,这样联储系统性地对股价的波动作出了反应(Rigobon and Sack, 2001)。

而美联储主席格林斯潘则提出了一个与此不同的观点:“对于资产价格上升和下降的反应不但存在不对称性,而且随价格变化规模而不同。换句话说,中央银行不会对资产价格的逐渐上升作出反应,我们也不会对资产价格的逐渐下降作出反应,但我们的确对资产价格的急剧下降作出反应,因为这可能对市场的流动性带来重大冲击。但你很难看到当股价上升,流动性充沛时,我们会作出 180 度大转变的相反政策。事实上,如果这样事情发生的话,我想我们会作出反应。而现实是这样一种情况几乎从未发生过,所以虽然我们的行为看起来是不对称的,但实际上我们又并不是这样的。这个市场是不对称的;我们不是。”(格林斯潘, 2000)作为货币政策制订者,格林斯潘的这种想法很难认为资产价格是一个合适的中间目标。

这场争论的出现和发展,说明了资产价格作为一个信息变量,其与货币政策中间目标的关系在目前乃至将来都是一个极具有挑战意义的课题。

### 四、结语

在本文中,通过对工业国近 20 年以来货币政策中间目

标选择演变分析,我们可以看到,何种宏观经济指标适合作为中间指标,就其衡量货币政策效果而言,虽然有一定的理论支持,但是很难依据理论分析得出一个较为确切,或者说有普遍指导意义的结论。各国现实的情况可能更像B·弗里德曼(1996)所提及的那样,即循着经济环境的变化,货币政策的中介目标会随着中央银行自身实践的发展而不断探索,进而变动。

就中国而言,20年间中国货币政策的中间目标经历了一个较大的转变过程:以信贷总量、现金总量计划为代表的规模管理——货币供应量——汇率、货币供应量。但是,近年来中国货币供应量(或货币增长率)作为中间目标遇到了很大的问题与困难——货币流通速度的稳定性、基础货币控制的僵化与变化无常、货币乘数变化问题等等,使得中国货币存量的增长率也处于一种不稳定的状况。在以资本市场发展为核心的金融深化的大趋势之下,如何根据经济、金融环境的变化对中国货币政策中间目标进行调整,对货币政策效果的实现就显得特别重要了。

#### 注释:

加拿大、英国、新西兰等各国就以通货膨胀直接作为货币政策的最终目标,而美国联邦储备委员会目前的货币政策最终目标隐含为物价的稳定。

从当前西方各国的货币政策实践来看,各国货币政策中间目标的选择一般是在以货币供应量、准备金为代表的总量指标以及同业拆借利率、再贴现利率、汇率等为代表的价格变量之间做出的,并在统计口径、指标选择上经常有所变化。

此外,随着货币政策理论中博弈思想的应用及深化,为了克服货币当局“机会主义行为”所导致的“时间不一致性”(time inconsistency)(普雷斯科特、基德兰德,1973),货币政策中间目标在货币政策制定和实施过程中“名义锚(nominal anchors)”的作用日益为理论界所接受。从而许多学者认为,即使在上一功能消退的情况下,中间目标仍然是货币政策中相当重要的一个变量。

M·弗里德曼(1948)很明显接受了这种观点——在弗里德曼的影响下,货币政策中间目标名义锚的作用甚至超过了其对货币政策效应估计的作用,虽然他也强调第一种作用。

当然,以下本文主要是从效应的角度对中间目标来展开分析的。

1974年在德国和意大利,1975年在加拿大、瑞士和美国,1976年在澳大利亚、法国和英国,货币目标在制定政策方面的重要性在70年代末80年代初达到顶点,特别是在1979—1982年美国的“货币主义实验”和1980年英国的中期金融策略中得到体现。

在其他国家也出现了类似现象。如英国货币当局则在1970—1984年间对货币统计口径进行了9次调整,把货币总量指标扩展到了 $M_0$ 、 $M_1$ 、 $M_2$ 、 $M_3$ 、英镑 $M_3$ 、国内信贷发放(DCE)、PEL1、PLS2等8个指标;日本也类似,日本银行监控的目标在1979年大额CD出现之后,马上就从 $M_2$ 扩展为“ $M_2+CD$ ”,随后又扩展为“ $M_2+CD+$ ”新的金融工具”,并称之为“广义流动性”。

这种货币内生供给现象的出现,很大程度上在于各种银行与非银行金融机构之间“趋同”现象的出现和深化,而业务的交叉、机构的融合,使得许多非银行金融机构也开始拥有一定的信用创造能力,商业银行地位的下降更是促进了这种货币创造主体多元化的发展趋势,进而货币当局在监控时的能力也受到了很大的限制——在相当程度上,这种状况也削弱了货币当局对货币供给的控制能力。

而美国的这样一种政策策略和泰勒(1993)提出的“泰勒规则”有着较为密切的联系(李扬,1999)。

其实,早在货币政策中间目标出现之前,就有许多学者,如B·弗里德曼(1977)、戈登(1982)等,不赞成货币政策的这种两个阶段的政策实施方式,特别是戈登激烈地争辩道:如果把政策工具针对最终

目标,联邦储备委员会更容易达到其名义国民生产总值增长的目标。但在1990年代以前,几乎没有国家直接采用这种政策策略,而都是采用二阶段策略。

#### 参考文献:

1. 卡尔·瓦什:《货币理论与政策》,中文版,北京,中国人民大学出版社,2001。
2. 骆玉鼎:《信用经济中的金融控制》,上海,上海财经大学出版社,2000。
3. 托马斯·F·卡吉尔、吉里安·G·加西亚:《八十年代的金融改革》,北京,中国金融出版社1989。
4. 弗利德里克·S·米什金:《货币金融学》,北京,中国人民大学出版社,2000。
5. 李扬:《中国金融改革研究》,南京,江苏人民出版社,1999。
6. Frederic S. Mishkin, 2001: “The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy”, NBER Working Paper, No. 8617, <http://www.nber.org/papers/w8617> .
7. Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel, 2001: “One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?”, NBER Working Paper, No. 8347, <http://www.nber.org/papers/w8347> .
8. Frederic S. Mishkin, 2000: “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, NBER Working Paper No. 7618, <http://www.nber.org/papers/w7618> .
9. Ben Bernanke, Mark Gertler, Simon Gilchrist: “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, NBER Working Paper, 2000 <http://www.nber.org/papers/w8047> .
10. Benjamin M. Friedman, 1998: “The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy”, NBER Working Paper, No. 8047, <http://www.nber.org/papers/w8047> .
11. Ben Bernanke, Mark Gertler, 2000: “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, NBER Working Paper, No. 7559, <http://www.nber.org/papers/w7559> .
12. Roberto Rigobon, Brian Sack, 2001: “Measuring the Reaction of Monetary Policy to the Stock Market”, NBER Working Paper, No. 8350, <http://www.nber.org/papers/w8350> .
13. Ben S. Bernanke, Mark Gertler, 1995: “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, NBER Working Paper, No. 5146, <http://www.nber.org/papers/w5146> .
14. Greenspan, Alan, 1999. Testimony of Chairman Alan Greenspan Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, February.
15. Greenspan, Alan, 2000. Testimony of Chairman Alan Greenspan Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, December.
16. 彼得·纽曼等主编:《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》,北京,经济科学出版社,2001。
17. 卡尔·布伦纳、阿兰·H·梅尔泽:《货币供给》,见 Benjamin M. Friedman等主编:《货币经济学手册》(第九章),北京,中国人民大学出版社,2002。
18. 斯蒂芬·M·戈德费尔德、丹尼·E·斯切特:《货币需求》,见 Benjamin M. Friedman等主编:《货币经济学手册》(第八章),北京,中国人民大学出版社,2002。
19. 卢卡斯·帕帕迪莫斯、弗兰科·莫迪利尼亚尼:《货币供给与收入控制》,见 Benjamin M. Friedman等主编:《货币经济学手册》(第十章),北京,中国人民大学出版社,2002。

(作者单位:中国人民大学财政金融学院 北京 100872  
(责任编辑:Q)