

论中国货币政策中间目标的选择

徐 涛

摘要: 1993年以后,我国以货币供给量M₂作为货币政策中间目标,这是我国中央银行宏观调控方式的一大进步。但近几年来,我国经济状况发生了巨大的变化,货币供给量中间目标在理论和实践上都失去了有效性,笔者认为,我国应以通货膨胀率为中间目标,采用多种方法综合管理,实现货币政策最终目标。

关键词: 货币政策 中间目标 货币供给量 通货膨胀率

货币政策是一国货币当局进行宏观经济调控的重要手段。它通常包括货币政策工具和货币政策目标。由于货币政策工具不能直接对政策目标产生影响,所以在这两组变量之间,货币当局还会选定一组变量,以衡量政策的效果,这一组变量即货币政策中间目标。由于中间目标是介于政策手段与目标之间的变量,因此,它必须能为货币当局较为准确地控制,并能方便、迅速地观测,还要与货币政策最终目标密切相关,即中间目标必须满足可控性、可测性和相关性要求。由于经济环境不断变化,已有的中间目标可能不再满足这三个要求,必须确定新的中间目标,因此,货币政策中间目标应是动态的,在目前经济状况下,我国应采用通货膨胀率为难货币政策中间目标。本文将讨论经济转轨时期我国货币政策中间目标选择的问题。

一、中国现行货币政策的中间目标

我国中央银行确定的货币政策中间目标随经济体制的改革也经历了一个发展变化的过程。在计划体制下,中间目标是流通中的现金量和信贷计划。1993年,中国人民银行宣布以货币供给量为中间目标,这一举措适应了我国经济体制向市场经济体制的转变,也与我国中央银行未来的间接调控手段相适应。但近年来,由于我国经济环境发生了变化,以及货币供应量中间目标在货币政策操作实践中暴露出来的缺陷,人们对货币供应量中间目标是否继续满足可控性、可测性和相关性提出了疑问,以下将从货币供应量中间目标选择的理论基础以及现阶段该中间目标的可控性、可测性和相关性等方面来讨论这一问题。

1. 货币供给量中间目标的理论基础

货币供给量中间目标的理论基础是货币主义货币需求理论。与凯恩斯的流动性偏好理论不同,弗里德曼的货币主义理论认为货币需求MD取决于实际持久收入(Q),实际利率(r),预期债券收益率(R_b)和预期股票收益率(R_e),预期通货膨胀率(1/P · (dP/dt)),名义财富存量(W),物价水平(P),以及其他不确定因素(u,如偏好等),因此,可以得出货币主义的货币需求函数:MD = f(Q, P, r, R_b, R_e, 1/P · (dP/dt), W; u)。弗里德曼还认为,货币需求(MD)是物价水平P以及实际持久收入的一阶线性函数,因而上式可化为:MD = P · Q · f(r, R_b, R_e, 1/P · (dP/dt), W; u)。其中f(r, R_b, R_e, 1/P · (dP/dt), W; u) = 1/V, V为货币流通速度,这样货币需

求函数可改写为MD = PQ/V,这里V是一个函数。在货币市场均衡的条件下,MD = MS,MS表示货币供给量,故而可得:MS = PQ/V。因此,在货币流通速度V稳定的情况下,货币当局可通过控制MS来控制名义收入PQ,从而通过对MS的调节来调控国民经济。从而可以得出结论:货币供给量作为中间目标的前提是货币流通速度稳定。

在货币需求函数中,货币需求与各项利率、预期通货膨胀率成反比。与名义财富W成正比。在PQ一定的情况下,货币需求MD与货币流通速度V反方向变化,所以货币流通速度与各项利率、预期通货膨胀率成正比,与名义财富W成反比。经过实证研究证明,长期内货币流通速度是变化的,这就使货币供给量作为货币政策中间目标有很大的不确定性,它就必须随货币流通速度的变化做出调整。

2. 货币供给量指标与货币政策最终目标的相关性

货币政策最终目标通常包括以国民收入(国民生产总值)为标志的经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡。这四个目标之间存在着冲突,为了提高劳动人民物质文化生活水平,我国将经济增长定为最主要的政策目标,再加上我国货币政策的目的是稳定物价,并以此促进经济增长,所以货币供给量的相关性主要是指货币供给量与经济增长(即国民生产总值(Y))之间的相关性。我国是否存在这种相关性须从我国货币流通速度以及我国货币政策微观传导机制两方面来分析。

从恒等式MS = PQ/V可见,在货币流通速度不断下降的情况下,货币供给量的增加对名义国民收入PQ(即Y)的刺激作用就会部分(或全部)地被抵消,从而使货币供应量作为中间目标的适用性下降。表1是1993年以来我国货币流通速度的变化。

表1 1993年以来我国货币流通速度的变化

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
V ₀	5.906	6.415	7.416	7.712	7.316	7.086
V ₁	2.127	2.276	2.438	2.381	2.138	2.038
V ₂	0.993	0.997	0.963	0.892	0.818	0.760

说明:V₀、V₁、V₂分别表示M₀、M₁、M₂的流通速度,根据V = 名义国内生产总值(GDP)/M计算。

资料来源:《中国金融统计年鉴(1999)》。

从表1不难发现,M₀、M₁、M₂的流通速度分别从1996、1995、1994年开始下降,特别是作为中间目标的M₂,流通速

度有了较大程度的下降,这就使中央银行在确定最优货币供给量的时候遇到了很大的困难。至于货币流通速度下降,究其原因,仍然是利率、预期通货膨胀率以及财富存量。首先,低利率降低了货币持有者的机会成本。虽然我国的利率不是市场决定的利率,但由于我国民间借贷受禁止,因而反映持有现金的机会成本就只是官定利率,这样,在股票、债券投资占居民资产比重不大的情况下,官方利率越低,与利率同向变动的货币流通速度就越慢。其次,自1993年以来,我国政府大力治理通货膨胀,使公众的通货膨胀预期急速下降,与预期通货膨胀率同向变动的货币流通速度就会下降。最后,近十多年来,随着经济的发展,居民资产不断增长,居民的货币需求随之增长,货币流通速度下降。

从货币政策的微观传导机制来看,中央银行对M2的调节不能对企业投资及居民消费产生大的影响。M2中包含现金、活期存款、定期存款、居民储蓄存款及其他存款。在M2总量不变的情况下,M2结构的不同也会影响货币政策的效果。在基础货币供给量M0一定的情况下,主要由企业持有的活期存款越多,表明经济交易越活跃,经济增长势头良好;而居民储蓄存款越多,表明居民消费不足,经济增长后劲不足。表2是1996、1997、1998年三年活期存款及居民储蓄存款以及M2比上年的增幅。

表2 1996-1998年M2活期存款与居民储蓄存款的增长幅度(上年=100)

	1996	1997	1998
M2(%)	25.26	19.58	14.84
活期存款(%)	22.29	22.26	10.07
居民储蓄存款(%)	29.63	19.63	15.14

资料来源:同表1。

表2表明,这三年中居民储蓄存款增速均高于M2的增速,而活期存款增速仅在1997年高于M2和居民储蓄存款增速。这表明,近年来,M2的增长更多地与居民储蓄存款的增长相关,而非企业投资的增长。由于我国企业的直接融资方式尚不占主导地位,而间接融资渠道由于银行片面强调风险管理而不畅,使得M2的增加并不能相应地增加企业的投资,同时,居民消费也由于通货紧缩导致的预期收入下降而不旺。这样,中央银行对M2的调节对投资及消费产生的影响极其有限。

从以上两方面看,货币供给量中间目标与最终目标之间的相关性已不明显。

3. 货币供给量指标的可测性与可控性

我国目前居民金融资产以存款为主,其他形式的金融资产比重极小,再加上我国金融机构的金融创新不是特别活跃,因此,M2的可测性良好,但随着未来金融创新浪潮不可避免地影响我国金融业,以及我国金融业的开放,M2的界限会越来越模糊。可以预见,在不远的将来,M2的可测性将大大下降。

从M2的可控性来看,我国中央银行可以通过调节法定存款准备金率、再贴现或再贷款以及公开市场业务将M2控制在适宜的范围内。但应该注意到,由于我国证券市场还不够发达;国债数量、品种有限,使得公开市场业务还不能成为主要手段;调整法定准备金率、再贴现或再贷款对M2的影响程度主要取决于商业银行的贷款意愿,在目前准备金存款付息以及金融机构过度强调风险的情况下,银行的贷款意愿不

强,因而中央银行控制M2的能力也被削弱。

二、应以通货膨胀率为中间目标

在传统经济理论中,通货膨胀属于货币政策最终目标范畴,而不能作为中间目标。传统经济理论认为经济增长与物价稳定之间存在着替代关系。因此,货币当局如果盯住一稳定通货膨胀率必然要在经济增长方面作出一定牺牲。但现代理性预期学派在经济增长与物价稳定上提出了新的看法,即通货膨胀与经济增长之间没有菲利普斯曲线所揭示那种替代关系,通货膨胀能否影响产出取决于它是否被公众准确地预期。在这种理论的指导下,结合多种理论成果,通货膨胀率中间目标调节模式就应运而生。这种模式就是:中央银行确定一适宜通货膨胀率,向公众公开,以形成良性公众预期,创造一个良好的经济环境,并采用多种政策手段使通货膨胀率稳定在预先设定的水平上。

在国外,新西兰于1990年,加拿大于1991年,英国于1992年,瑞典和芬兰于1993年,澳大利亚和西班牙于1994年纷纷采用通货膨胀率作为中间目标。其他一些国家如美国虽没有公开宣布以通货膨胀率为中间目标,但采用类似于通货膨胀调控模式下的政策手段。即综合运用各种政策手段,将通货膨胀率保持在一较低的水平。从绩效看,这些国家采用新的中间目标之后经济增长以及通货膨胀状况都要好于过去。

在我国,由于近年来货币供给量中间目标的适用性越来越差,而官定利率既不能综合全面地反映社会资金供求状况,也不能对其产生调节作用,因而无法充当中间目标。人们对通货膨胀率中间目标产生了越来越大的兴趣,以下将讨论通货膨胀率中间目标在我国的适用性。

1. 通货膨胀率指标与最终目标之间的相关性

在讨论通货膨胀率指标的相关性时,我们仍然集中讨论它与国民生产总值的相关性。这里主要用卢卡斯的附加预期的供给曲线来分析经济增长率与通货膨胀率之间的关系。

众所周知,卢卡斯提出的附加预期的总供给曲线方程是: $Q_R = \phi \cdot P/P_e$,其中 Q_R 为实际产出, P 为物价水平, P_e 为预期物价水平, ϕ 为系数,该系数受许多不确定因素的影响,对上式两边取自然对数,再求全导数,便可得: $q = (\pi - \pi_e) + \epsilon$ 其中 q 为产出增长率, π 为通货膨胀率, π_e 为预期通货膨胀率, ϵ 为随机变量。理性预期学派认为,被预期到的物价上涨不能刺激经济增长,只有未被预期到的通货膨胀对经济增长才有刺激作用,而且,由于公众的预期总是理性的,通货膨胀总是可以被公众预期到,因此货币政策总是无效的。但现实中,公众预期未必总是理性的。这是因为公众与货币当局在经济信息上存在着信息不对称,公众无法利用手头的信息作出准确的预期。另一方面,当通货膨胀率较低时,公众几乎不存在通货膨胀预期。所以只要货币当局设定一个合理的通货膨胀率,降低通货膨胀预期,就可以保持物价稳定,进而维持一个合理的经济增长速度。在上式中直接表现为,当公众的预期通货膨胀率一定时, π 的大小直接与产出增长率相关。

从式 $q = (\pi - \pi_e) + \epsilon$ 中,我们还可以看出,预期通货膨胀率是否稳定也影响着通货膨胀率与产出增长率的相关性。预期通货膨胀率受过去通货膨胀率水平的影响,并与货币当局执行政策一致性的信誉直接关系。对于其中的通货膨胀率,格林在1996年的分析中认为它完全受中央银行的货币供给量影响,并将它分为两个部分:基底通货膨胀率或目标

通货膨胀率(a)以及货币当局对外部冲击作出调整导致的通货膨胀率(b),即 $\pi = a + b\epsilon$ (b为调整系数)。由此可见,在货币当局政策可信的前提下,通货膨胀中间目标与经济增长率密切相关,而且,合理的通货膨胀率可以为经济发展创造一个最佳外部环境。

从我国实际情况看,近年来我国先后经历了通货膨胀与通货紧缩时期,这两个阶段对我国经济发展带来了较大困难。表3选取的是我国货币当局以M2为中间目标以来的年份,即1993-1998年按消费物价指数(CPI)计算的通货膨胀率。

表3 1993-1998年中国的通货膨胀率 单位:%

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
π (按CPI计算)	14.7%	24.1%	17.1%	8.3%	2.8%	-1%

资料来源:同表1。

从表3可以看出,1996年以前是高通货膨胀阶段,1997年以后出现了通货紧缩。在第一阶段,经济增长速度较快,但高通货膨胀带来了经济、社会等各方面的问题,经济发展后劲不足,我国政府不得不开始执行“软着陆”的宏观调控政策;第二阶段,通货紧缩使企业面临经营困难,更为严重的是,通货紧缩造成的公众预期使宏观调控手段失效。在1996年和1997年,通货膨胀率虽较低,但紧缩性的宏观经济政策仍在加强,加上我国国有企业的固有缺陷,经济就陷入一个不良的轨道中,这样,1997年亚洲金融危机造成的外部冲击就使通货紧缩成为现实。由此可以得出两点结论:(1)在我国,合理的通货膨胀率对经济的健康发展极为重要,过高或过低的通货膨胀率都不利于经济发展;(2)维持合理的通货膨胀率要多种政策手段配合使用,既要考虑供给因素(企业生产效率),又要考虑需求因素。

从以上理论与现实两方面的分析不难发现,在我国,通货膨胀率与最终目标之间存在相关性。一个适当的通货膨胀率有助于经济的发展。

2. 通货膨胀率指标的可控性

通货膨胀率指标相对于货币供给量指标最大的不足就是它的可控性稍差。格林认为,货币当局可以通过控制货币供给量MS来调节通货膨胀率但从我国近年的实践来看,中央银行变动货币供给量并不能很好地调节通货膨胀率。图1将使用反映总供给总需求的AS-AD模型来分析通货膨胀率指标的可控性问题。

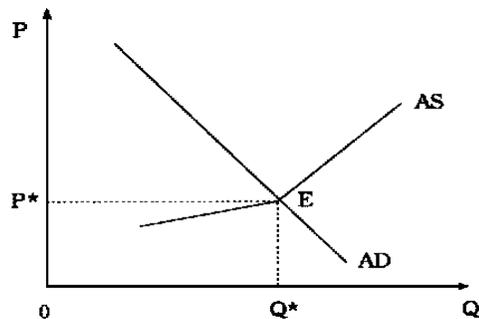


图1

图1是一个典型的总供给—总需求曲线图,经济在E点达到均衡,此时均衡产出为 Q^* ,均衡价格水平为 P^* ,根据前期的物价水平,可以计算出目标通货膨胀率,在这个通货膨胀率水平下,经济达到充分就业。若实际通货膨胀率大于目标通货膨胀率,这既可能是总需求过大(即AD曲线右移过

快),也可能是由于总供给曲线过小(即AS曲线偏左)造成的。同样,当实际通货膨胀率低于目标通货膨胀率的时候,也要考虑这两方面因素,要分析这是由于总需求过小还是总供给过大造成的。一般来说,影响总需求的因素主要有货币总量、财政政策等,而影响总供给的因素主要是企业生产效率(它内在包含了企业组织结构,产权结构等因素)。当通货膨胀率与目标通货膨胀率发生偏差时,首先要分析这是由需求冲击造成的,还是由供给冲击造成的。如果是需求冲击造成的,就要调整货币总量及财政政策;如果是供给冲击造成的,就要对企业等微观因素进行调整,提高企业的生产效率,进而提高供给能力。如果政策手段运用不当,就会对产出产生影响,结果为维持目标通货膨胀率承受了不必要的社会成本。

从我国情况来看,90年代初的高通货膨胀主要是需求冲击造成的,但其中也包含企业生产效率低下,供给不足的因素。1996年通货膨胀率下降之后,在供给效率不高的情况下,继续执行紧缩性政策就直接造成了产出的下降,这时应该大力发展生产效率较高的民营企业,加快国有企业的各项改革,以提高全社会的供给能力。但由于种种原因,供给方面的政策并未得到真正的执行,从而造成了后来的困难。

货币当局对通货膨胀率进行控制比控制货币供给量难度要大,但只要货币当局能加强对通货膨胀的监测,根据通货膨胀的产生因素的不同采取不同的政策,从供给及需求两方面入手,还是可以很好地调节通货膨胀率。

3. 通货膨胀率中间目标的可测性

通货膨胀率指标的可测性问题主要是以何种物价指数来确定目标通货膨胀率,如何进行日常操作来得到关于通货膨胀率的数据以及使通货膨胀率偏离目标通货膨胀率的因素。

在物价指数的选择上,国际上多采用消费者物价指数,这主要是因为消费者物价指数与居民生活水平相关,而且消费水平的高低与经济的关系也极为密切。消费者物价指数是以一篮子消费品的价格按不同的权数加总获得的。对商品种类的选择,权数的确定就显得非常重要。随着经济的不断发展,新的消费品也不断涌现,原有的商品篮子就必须不断调整,权数也不断变化。但从短期来看,商品篮子还是稳定的,因此,以消费者物价指数为衡量标准在短期还是可行的。

通货膨胀率的数据可以根据统计数据获得。我国统计的通货膨胀率时滞不超过两个月。这基本上可以保证数据的时效性。

至于对影响通货膨胀率因素的分析,就需要中央银行对多种指标进行综合分析。这些指标包括货币总量、企业投资收益曲线、资产价格变化、产出缺口预测、财政方面的各项指标、汇率预测以及通过市场调查获得的通货膨胀预期等。通过对这些因素的分析,中央银行就可以掌握影响通货膨胀各因素的信息并据以判断通货膨胀的前景。中央银行要获得关于通货膨胀率的数据,就必须收集较多资料,加强分析。

三、政策建议

以通货膨胀率为中间目标,要求宏观经济环境,中央银行政策一致性的信誉以及中央银行日常调节手段上都有一系列相应变化。否则,不仅无法实现预定的通货膨胀率,还会阻碍经济增长。以下对我国在这三方面应解决的几个问题逐一说明。

1. 宏观经济环境方面

(1) 加快国有企业制度改革, 为民营企业创造一个公平的发展环境。

国有企业产权关系不明晰的固疾使其在经营中缺乏活力, 不能在经营成本与收益中进行权衡, 进而导致了效率低下, 浪费严重, 以占全社会 70% 的资源仅生产 30% 的产出。而且随着市场经济的发展, 国有企业的效率越来越低下。因此, 加快国有企业的改革已成为当务之急, 否则, 全社会的生产效率就得不到提高, 并会使公众产生不良预期, 从而加大宏观调控的难度。

民营企业是改革之后发展起来的, 但由于它产权关系明晰, 因而经营效率高, 发展快。但长期以来, 由于民营企业地位不确定, 国有企业在资源使用方面的优先权甚至垄断权使民营企业的发展受到了限制。要进一步提高社会总供给效率, 就必须打破国有企业在诸多方面的垄断, 给予民营企业平等发展的机会。

(2) 加快金融机构的改革, 保持融资渠道的畅通。

我国金融机构, 特别是四大国有银行, 对国有企业发放了大量不良贷款, 东南亚金融危机爆发后, 在加强管理、化解金融风险的原则下, 这些金融机构又大量减少对企业贷款, 直至形成“惜贷”。这一举措切断了企业的间接融资渠道, 进而切断了我国货币政策的传导途径。为了扭转这一局面, 就必须加快金融机构的改革, 使之能主动地权衡风险与收益,

抛弃过去非此即彼、因噎废食的做法。这也要求金融机构在产权制度改革以及经营管理方式改革上加快步伐。

2. 中央银行政策一致性方面

我国中央银行政策一致性的信誉不是太好。为了改变这一状况, 就必须适当提高中央银行的独立性。在操作上, 中央银行应事先公布目标通货膨胀率, 在没有严重的外部冲击的情况下不随意更改, 并运用各项政策手段实现这一目标。另外, 还要加强对中央银行的监督, 以保证完成目标。

3. 中央银行的调节手段方面

(1) 变动货币供给量。这要求加快货币市场建设, 增加国债品种及数量, 提高公开市场业务操作的作用。

(2) 调节利率水平。目前我国的利率仍未实行市场化, 这使得我国利率既不是社会资金供求的产物, 也不能调节资金供求(这是因为决定资金供求的仍是许多人为的限制性因素以及银行惜贷)。在这种情况下, 利率的调节功能大大削弱, 因此要发挥利率政策的作用, 就要加快利率市场化的进程。

(3) 信贷额度。信贷额度是中央银行的直接政策工具, 与过去的信贷计划不同, 信贷额度应在中央银行的窗口指导下由各金融机构自主掌握, 额度应以企业效益为依据。在当前经济环境下, 信贷额度还具有其独特作用。

(作者单位: 苏州大学财经学院 苏州 215021)

(责任编辑: 陈永清)

(上接第 81 页)

因此, $G_p - C_p - (I_p + E_p)$

C_p 一定, $(I_p + E_p)$ 越小, 则 $[C_p - (I_p + E_p)]$ 越大, $(I_p + E_p)$ 越大, 则 $[C_p - (I_p + E_p)]$ 越小, 因此, 经济体系内部和外部所存在的自发因素的作用力度越小, 政府政策的力度就应越大, 经济体系内部和外部所存在的自发因素的作用力度越大, 政府政策的力度就应越小。基于经济体系外部自发因素的特性, 政府政策的力度应主要依据经济体系内部自发因素的作用力度来定, I_p 越小, 政府政策的力度应越大, I_p 越大, 政府政策力度应越小。政府政策的力度应足以弥补 $[C_p - (I_p + E_p)]$ 的差额, $G_p = C_p - (I_p + E_p)$, 可以阻止通货紧缩的蔓延, $G_p > C_p - (I_p + E_p)$, 则可扭转通货紧缩。但同时要将政策力度控制在合理的界限之内, 不能出现因为政策力度过大而引发通货膨胀。政府政策的最终目标是实现通货稳定。

(3) 正确判定通货紧缩的原因

导致通货紧缩的可能的原因很多, 政府要制定正确的反通货紧缩政策, 需要正确判定通货紧缩的原因, 因此, 通货紧缩发生后, 政府应迅速研究, 并作出正确的判断, 然后根据产生原因, 制定和实施具有针对性的政策, 这样的政策也才会具有有效性。这就意味着, 消除通货紧缩, 政府既可能只需要实施一般性政策工具, 也可能需要实施选择性政策工具。

(4) 各项政策要相互协调

政府所制定和实施的各項反通货紧缩政策应相互配合, 相互协调。如果政策本身性质相反, 则不仅会使本身有效的政策的有效性被抵消掉, 而且会造成公共资源的浪费。例如, 政府一方面增加财政支出, 以增加需求, 另一方面却又采取增加税收的政策, 或者一方面实行出口退税, 出口补贴等政策刺激出口, 另一方面却又上调本币汇率, 在这样的情况下,

是达不到预期的政策目的的。因此, 政府仅仅及时地实施反通货紧缩政策是不够的, 还须使所要实施的各项政策相互协调。

(5) 实施反通货紧缩的经济政策不能破坏健全的经济制度

一国发生了通货紧缩后, 政府及时地实施具有足够力度的协调的正确的反通货紧缩政策是必要的, 但政府实施的反通货紧缩政策应在立法授权所许可的范围之内, 不能因为反通货紧缩而破坏经济制度。例如, 不能因为要反通货紧缩就违背中央银行法, 由财政部门向中央银行透支来筹措资金, 而应通过其他法律所允许的途径筹措资金。

此外, 还需要说明的一点是, 政府实施反通货紧缩政策并不是排斥、代替经济体系内部和外部所存在的自发阻止和扭转通货紧缩的因素的作用, 而是要弥补自发力量的不足, 政府一方面采取措施阻止导致通货紧缩的因素继续发挥作用, 另一方面采取措施强化自发阻止和扭转通货紧缩的因素的作用, 使政府力量与自发性力量一同发挥作用, 以尽快消除通货紧缩。

注释:

在通货紧缩的条件下, 名义利率(指市场利率, 而非官方利率)下降的可能性极小, 上升的可能性更大, 因此, 名义利率不变的假定一般不会与经济实际相背。

[美]哈伯勒:《繁荣与萧条——对周期运动的理论分析》, 中文版, 413, 419~420 页, 北京, 商务印书馆, 1998。

(作者单位: 武汉大学经济学系 武汉 430072)

(责任编辑: 向运华)