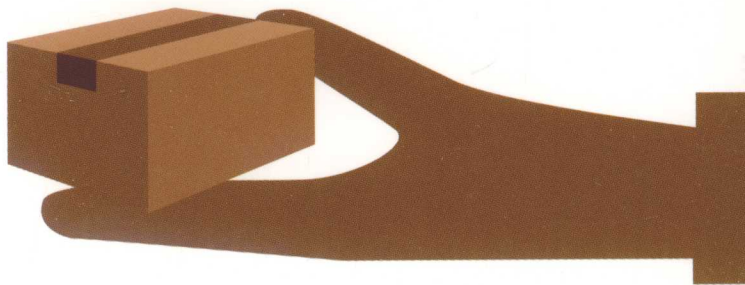


公众学习、通胀预期形成与 最优货币政策研究

A Study on Public Learning,
Formation of Inflation Expectations and
Optimal Monetary Policy

卞志村◎著



人民出版社

公众学习、通胀预期形成与 最优货币政策研究

A Study on Public Learning,
Formation of Inflation Expectations and
Optimal Monetary Policy

卞志村◎著

责任编辑:陈 登

图书在版编目(CIP)数据

公众学习、通胀预期形成与最优货币政策研究/卞志村 著.

—北京:人民出版社,2015.10

ISBN 978-7-01-015359-9

I. ①公… II. ①卞… III. ①通胀预期-货币政策-研究-中国
IV. ①F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 239750 号

公众学习、通胀预期形成与最优货币政策研究

GONGZHONG XUEXI TONGZHANG YUQI XINGCHENG YU ZUIYOU HUOBI ZHENGCE YANJIU

卞志村 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京中科印刷有限公司印刷 新华书店经销

2015 年 10 月第 1 版 2015 年 10 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:18

字数:240 千字

ISBN 978-7-01-015359-9 定价:39.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书,如有印制质量问题,我社负责调换。

服务电话:(010)65250042

前 言

2008 年国际金融危机爆发以后，我国实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，2011 年至今我国实施积极的财政政策与稳健的货币政策，政府工作报告也曾多次提及要保证该政策的持续性和连贯性。然而，双松的宏观经济政策不可避免地带来社会需求量的扩大，从而形成通货膨胀压力。通货膨胀问题长期以来一直是社会关注的焦点。近年来，国务院多次强调关注通货膨胀风险和通胀预期压力。在此背景下，研究公众通胀预期的形成规律以及公众学习对其形成的影响迫在眉睫。为此，本人于 2011 年以“公众学习、通胀预期形成与最优货币政策研究”为题申请了国家社科基金项目并获资助（项目批准号：11BJY145），徐筱雯、章莉、徐亚平、张国喜、高艳等同志一起参与了本项目的研究，我的研究生孙俊、张义、高洁超、孙慧智、宗旭姣、孟士清、胡恒强、唐燕举等承担了具体研究任务。经过三年的系统研究，该项目已经顺利结项，本书即在结项报告基础上修改而成。

从中央银行货币政策实践来看，货币政策效应的发挥已越来越借助于货币政策的预期引导功能，稳定和引导公众通胀预期对于确定最优货币政策具有非常重要的意义。本书将从新视角出发，探讨中央银行与公众间不同策略互动如何导致实际经济偏离理性预期均衡水平；在新凯恩斯模型框架背景下，适当放松理性预期假设，并引入适应性学习刻画宏观经济预期形成过程；通过动态数值模拟，计算不同货币政策目标制下实际经济对均

衡水平的偏离程度以及相应的均值和波动水平。最后，分析并甄选我国最优货币政策。本书主要内容包括：

第一，基于学习视角，介绍有关预期形成机制的最新进展，回顾西方经济学界有关预期理论的历史沿革及其与货币政策之间的相互关系。

第二，研究信息披露与公众通胀预期形成之间的关系，分别从中央银行的信息披露与大众媒体的信息披露两方面展开，构建理论框架并进行相应的实证分析。

第三，分别从粘性价格和包含粘性价格与粘性信息的双粘性框架入手，深入分析通胀预期在我国通货膨胀短期动态机制中的作用，并据此提出相应的防通胀建议。

第四，构建具有经济金融信息预测能力的金融形势指数，将其分别引入数量型和价格型货币政策调控工具并进行比较分析，依据检验结果进一步剖析非线性价格型工具的作用。

第五，在新凯恩斯框架内，分别从理性预期和适应性学习预期入手，通过动态模拟分析，甄别适合我国国情的最优货币政策框架。

本书的主要学术观点有：

第一，就我国通胀预期的管理而言，在信息披露方面，首先，应加强媒体舆论建设。以《人民日报》为代表的媒体应当积极回应公众的需求，主动积极地追踪报道公众关注的宏观经济热点事件和问题；做好深度报道，加大舆论引导力度，要从多角度、多侧面报道经济事件，使公众能够全方位地了解我国当前宏观经济形势和物价变动情况。与此同时，我国还应该进一步完善央行信息披露制度。当前，我国中央银行在货币政策制定、发布实施等方面还不够完善，货币政策目标是保持币值稳定，尚未明确通货膨胀目标。在货币政策中介目标和工具的选择上，往往是采用相机抉择的方式，致使公众无法明确未来预期。如果采用通胀目标制度，公众充分了解央行行为，那么信息披露的有效性将进一步增强。其次，进一步提高货币政策目标的透明性，增加央行货币政策操作的灵活性；更及时地

披露宏观经济运行、金融数据及预测数据，增加公众对央行政策的理解，形成良好的信息沟通机制。再次，央行不能单一地依靠某种货币政策工具，而应综合发挥央行信息披露即时生效、长期内利率调节影响程度较强的优势，稳健地搭配使用信息披露和实际干预工具。在使用法定准备金调节工具时，切忌调节过快，以防止短期内对通胀预期管理产生负作用。我国央行既要加强自身对宏观经济走势的认知能力、判断分析能力，又要减少信息披露中的私人信息，通过提高信息披露的精确性树立央行的威信，以增强信息披露工具管理通胀预期的有效性，从而使通胀预期在短期和长期内都能得到良好的锚定。

第二，就通货膨胀预期在通货膨胀调整中的作用来看，本书认为通胀预期、通胀惯性对通货膨胀均能产生显著影响，并且实际通胀对当前通胀预期冲击的响应路径是一种“锯齿”形状，说明当前我国通胀预期粘性程度可能较大。随着我国市场化机制的不断完善，市场主体的预期正逐步趋于理性化，在诸如4万亿投资刺激计划、各国竞相实施量化宽松政策等大背景下，经济主体会据此形成持久性通胀预期，这种预期具有较强粘性，其更多来自社会公众自身对未来经济走势的理性判断。因此，即使当局暂时控制住通货膨胀，也难以改变公众的持久预期，加上随着通货膨胀的暂时缓解，政府往往会重拾宽松政策，这种相机行为一方面为日后的通货膨胀埋下伏笔，另一方面也将会被公众所逐渐了解并作为一种决策信息纳入通胀预期的形成中去，从而暂时的紧缩政策反而会强化公众的通胀预期。由于通胀预期在实际通货膨胀形成中的影响越来越大，同时预期冲击对实际通胀的影响效果缺乏足够的稳定性，因此在通货膨胀得到暂时遏制的情况下，我国应谨慎使用宽松政策，以免通货膨胀在持久性通胀预期的推动下变得更加严重，转变央行的相机抉择行为，树立坚决的反通胀决心，提高透明度以增强政策可信度等，有效降低预期的粘性程度。

第三，随着各类金融创新快速发展、弹性汇率制度的逐步建立和利率市场化改革的不断推进，资产价格在货币政策传导中将发挥更为重要的作

用，价格型工具将成为未来中国货币政策的主要调控手段。FCI 综合反映了金融市场的宽松程度，较包含 FCI 的麦克勒姆规则而言，包含 FCI 的泰勒规则将会在我国未来货币政策实践中发挥重要作用。本书建议：（1）央行可以编制金融形势指数来监测金融市场，通过 FCI 的编制使其更好地察觉金融市场的波动，并能及时采取措施防范和化解可能发生的金融风险。（2）应当继续推进我国利率市场化进程，畅通货币政策的利率传导途径。（3）数量型调控弊端显现，央行货币政策的调控应当尽快向价格型规则转型。货币供应量一直以来是我国的货币政策中介目标，然而数量型调控的问题很多，往往不能很好地达到央行的政策目标，因而在实际操作中，为了达到更好的调控效果，遵循泰勒规则应当成为我国下一步货币政策转型的方向。

第四，为有效减小产出缺口和通货膨胀波动水平，央行应从多方面出发制定符合自身实际需要的货币政策方案。当经济面临对称冲击时，为最有效的减小产出缺口或通货膨胀波动，央行可采取具有平滑特征的前瞻型利率规则，但平滑程度不宜过大。相机抉择型规则对抑制产出缺口波动更为有效，事前承诺型规则对抑制通货膨胀波动更加有效。

第五，本书研究发现，灵活通货膨胀目标制和混合名义收入目标制较其他目标制更优，我国中央银行可考虑采用既重视产出因素也重视通胀因素的目标政策，以促进经济平稳增长。无论在何种目标制下，只要公众预期的理性程度越高，实际经济偏离理性预期均衡水平的程度就越小。因此，货币政策要取得最佳效果，不仅取决于中央银行货币政策工具的使用，同时也取决于社会公众的预期行为，而货币政策在引导公众预期方面应当有所作为。为提高经济运行质量，中央银行应着力降低公众预期中的参数，为此应增强自身声誉机制建设、进一步完善信息披露制度、拓宽与公众沟通的渠道并提高沟通频率，通过及时更新信息披露内容引导公众更新信息并迅速调整预期和决策。从长远角度来看，为提高我国居民的宏观预期水平，政府应着力提高教育质量、提升公众的市场意识，同时为保证

信息披露的准确性，还须进一步构建科学的、多层次的宏观数据调查统计体系，努力提高数据的精确性、及时性和有效性。

本书深入分析了公众学习、通胀预期形成机制与最优货币政策问题，为推动预期理论、货币政策规则和操作方法的发展创新提供了重要借鉴，也为长期经济运行中的货币政策调控提供了一些新的思路，为中央银行如何制定合理有效的货币政策执行方案并熨平宏观经济波动提出了一些粗浅建议，故本书具有重要理论意义和现实意义。

在本书研究基础上，本人围绕宏观调控问题正进行深层次的思考和探索，比如我们研究发现不仅货币政策可以影响价格，财政政策亦可以直接或间接决定价格波动。因此，通胀预期除与央行信息披露、实际货币政策干预有关，还可能与财政政策实施有关。如此一来，在研究通胀预期机制形成、通胀预期管理以及最优政策选择时就要将财政政策考虑进来，深入探讨开放经济条件下有利于物价稳定的中国财政货币政策体制类型及其构建。这些内容都是本人作为首席专家正在进行的国家社科基金重大项目“基于物价调控的我国最优财政货币政策体制研究”（项目批准号：12&ZD064）所要研究的重点和难点。

最后，由于本人学术水平有限，恳请各位读者与同行批评指正。

卞志村

2015年9月10日

目 录

第一章 导 论	1
第一节 通胀预期与货币政策	3
第二节 公众学习视角下的通胀预期形成机制	18
第三节 不同框架下的最优货币政策研究	32
第二章 公众学习、央行信息披露与通胀预期形成	40
第一节 研究概述	40
第二节 央行信息披露对通胀预期影响的理论分析	51
第三节 通胀预期和央行信息披露的量化	55
第四节 基于 SVAR 模型的我国通胀预期形成机制 分析	64
第五节 结论与启示	71
第三章 公众学习、媒体信息披露与通胀预期形成	73
第一节 研究概述	73
第二节 通胀预期的衡量	77
第三节 媒体信息披露对通胀预期形成的影响	82
第四节 媒体信息披露对通胀预期影响的实证分析	85
第五节 结论及政策建议	93

第四章	粘性价格、粘性信息与我国通货膨胀短期动态机制	95
第一节	通货膨胀短期动态机制分析：基于粘性 价格框架	96
第二节	通货膨胀短期动态机制分析：基于双粘 性框架	114
第五章	引入金融形势指数的我国最优货币政策	144
第一节	金融形势指数与前瞻性货币政策反应函数： 中国的检验	145
第二节	金融形势指数与非线性泰勒规则在中国的 检验	161
第六章	完美学习、理性预期与我国最优货币政策	210
第一节	研究概述	210
第二节	最优货币政策规则推导	214
第三节	货币政策模拟	221
第四节	敏感性分析	229
第五节	结论及政策建议	231
第七章	适应性学习、通胀预期形成与我国最优货币政策	233
第一节	研究概述	234
第二节	模型的建立	237
第三节	货币政策模拟	241
第四节	结论及政策建议	259
参考文献		262
图表索引		273

第一章 导 论

2008 年国际金融危机爆发以后，我国实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，2011 年至今我国实施的是积极的财政政策和稳健的货币政策，政府工作报告也曾多次提及要保证该政策的持续性和连贯性。然而，双松的宏观经济政策不可避免地带来社会需求量的扩大，从而形成通货膨胀压力。通货膨胀问题长期以来一直是社会关注的焦点。近年来，国务院多次强调关注通货膨胀风险和通胀预期压力。在此背景下，研究公众通胀预期的形成规律以及公众学习对其形成的影响迫在眉睫。

从中央银行货币的政策实践来看，货币政策效应的发挥已越来越借助于货币政策的预期引导功能。在防止经济增长由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通货膨胀的大背景下，稳定和引导公众的通胀预期对于确定最优的货币政策具有非常重要的意义。

传统货币政策框架所定义的最优货币政策是围绕中央银行二次型损失函数展开的。近年来有研究表明，货币政策是否最优的重要标准是能否使经济趋于理性预期均衡水平，本书将从这一视角出发，进一步探讨中央银行与公众间不同策略互动如何导致实际经济偏离理性预期均衡水平。在新凯恩斯模型框架背景下，适当放松理性预期假设，并引入适应性学习刻画宏观经济预期形成过程。其次，通过动态数值模拟，计算不同货币政策目标制下实际经济对均衡水平的偏离程度以及相应的均值和波动水平。最后，分析并甄选我国最优货币政策。

本书的研究思路如图 1-1 所示。

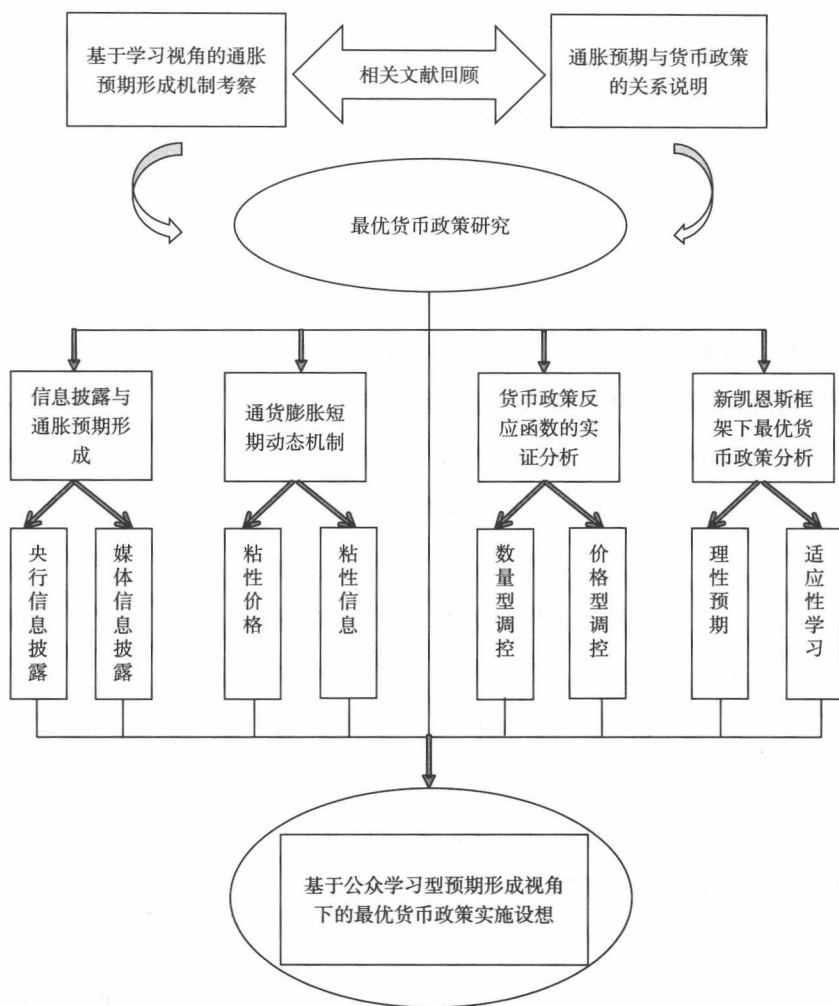


图 1-1 本书的研究技术路线图

第一，基于学习视角，介绍有关预期形成机制的最新进展，回顾西方经济学界有关预期理论的历史沿革及其与货币政策之间的相互关系。

第二，研究信息披露与公众通胀预期形成之间的关系，分别从中央银行的信息披露与大众媒体的信息披露两方面展开，构建理论框架并进行相

应的实证分析。

第三,分别从粘性价格和包含粘性价格与粘性信息的双粘性框架入手,深入分析通胀预期在我国通货膨胀短期动态机制中的作用,并据此提出相应的防通胀建议。

第四,构建具有经济金融信息预测能力的金融形势指数,将其分别引入数量型和价格型货币政策调控工具并进行比较分析,依据检验结果进一步剖析非线性价格型工具的作用。

第五,在新凯恩斯框架内,分别从理性预期和适应性学习预期入手,通过动态模拟分析,甄别适合我国国情的最优货币政策框架。

第一节 通胀预期与货币政策

一、预期理论的沿革

早期西方经济学文献中提及的预期,更多地相当于预测的概念,并未涉及经济人的理性与非理性、信息的有限性等因素,但是经济学家已经看到了预期对现实经济运行产生的重要影响。

瑞典学派是预期理论的先驱。首先,瑞典学派的创始人魏克赛尔最早通过阐述“累积过程”^①提出预期的概念,价格变动的预期会影响生产者制定生产计划、与劳动者签订协议等,并以此影响整个经济的运行。米尔达尔从静态均衡角度出发,提出了“事前”与“事后”^②的概念。由于预期不一定能实现,即计划与现实存在不一致性,因而事前与事后也不一定相同,这样就使得预期成为影响实际经济运行的重要因素。从动态均衡方

① “累积过程”:魏克赛尔认为利率变动对价格的影响是不断累积的,并不仅仅体现在当前。

② “事前”与“事后”:米尔达尔认为“事前”关注预期,而“事后”关注现实结果。

面来看,林尔达尔认为预期是不断变化的,并且不同预期主体的预期行为是有差别的,这一思想的提出对后来动态预期理论的发展有着重要的启示作用。

然而,瑞典学派对于预期的理解存在一些缺陷。他们过度地考虑了预期的主观性,未将预期发展成为经济系统的一个内生性决定因素,而且信息问题也没有得到充分认识。因此,还需要将预期理论系统化,规范化。由此,马歇尔、凯恩斯、弗里德曼、穆斯等在此基础上根据时代要求,不断发展预期理论。

1. 马歇尔的预期理论

马歇尔的预期理论注重心理预期,进一步地,他认为人们根据自己的主观感受和心理状况对未来的经济活动进行预期。继承西方经济学的传统观点,马歇尔从需求、供给以及供求均衡这三个方面来阐述预期理论。

从需求方面来说,马歇尔认为需求是由欲望推动的,而欲望是由效用来满足的,人们会因为效用的增加而预期自己将对某物品有更大的需求,就会增加该物品的消费量,但是由于边际效用递减,效用越小则增加的商品也越少。因此,效用是一种心理现象,是对人们心理满足程度的一种度量。从供给方面来说,马歇尔将生产成本分成实际生产成本和货币生产成本,他认为劳动是人们内心的一种感受,这里的劳动指劳动者在生产过程中所感受到的痛苦,是一种“负效用”,是人们的心理预期;同样的,他指出资本是资本家延缓享受的一种牺牲,是一种“等待”。这样,劳动的“负效用”和资本的“等待”组成了马歇尔的实际生产成本,虽然无法计算出来,但是马歇尔将其称为生产费用。换言之,生产费用就是商品的供给价格,而供给价格中包含了与心理相关的预期因素。从均衡价格方面来说,预期理论主要体现在分配理论上。他认为在短期内,需求对均衡价格的影响更大,在长期内,供给对均衡价格的影响更大,也可以说是在短期内需求决定价格,在长期内供给决定价格。不论是短期还是长期,最终决定价格的还是人们的心理预期。

总的来说,马歇尔把瑞典学派的预期理论发展为影响人类行为的动机,从而将供求理论建立在这些心理范畴上。马歇尔的心理预期理论属于唯心主义的范畴。

2. 凯恩斯的预期理论

凯恩斯在其经济学理论体系中将预期置于极其重要的地位,主要是在于预期强调未来的不确定性对于人们经济行为的决定性影响。他对预期的认识经过《货币改革论》中预期思想的萌芽,到《货币论》中的进一步研究,再到《就业利息和货币通论》的充分发挥,其预期理论逐步走向成熟,建立起他丰富的无理性预期理论。

凯恩斯认为人们持有货币现金的动机有三种,即交易动机、预防动机和投机动机,当人们在对未来事态的变化感到难以预测的情况下,都倾向于持有货币,这种心理状态是流动性偏好赖以存在的一个重要依据。在《就业利息和货币通论》中,凯恩斯认为预期存在长期与短期之分,并且心理因素扮演着重要角色。在凯恩斯看来,“我们据以推测未来收益的一点知识,其基础异常脆弱”^①。他认为人们在形成自身的长久预期时,缺乏关键信息,而且随着经济或政治状况的变化而变化,预期还需要不断加以调整。在调整的过程中,心理因素是极为重要的,同马歇尔一样,凯恩斯也特别注重信心的作用。在《就业利息和货币通论》中,凯恩斯认为,产出水平取决于居民部门的消费支出和厂商的投资支出两个部分。其中,居民的消费支出是内生的且基本是消极的,它取决于收入而非利率,加上居民的长期边际消费倾向基本是稳定的,因此国民收入主要由投资决定,凯恩斯认为投资决策具有变动性,在计算收益与成本时,必须要将人们的希望、恐惧以及“信心”状态考虑进去。

3. 适应性预期理论

适应性预期假说由卡甘(1956)、弗里德曼(1957)、纳洛夫(1958)

^① 摘自凯恩斯:《就业利息和货币通论》,商务印书馆1994年版。

在 20 世纪 50 年代正式提出。所谓适应性预期，指人们根据以前的通货膨胀率来预期未来的通货膨胀率，而没有考虑到未来的信息。适应性预期假设价格水平采取以下形式：

$$p_t^e = p_{t-1}^e + \lambda(p_{t-1} - p_{t-1}^e) \quad (1.1)$$

其中， p_{t-1}^e 为上期的预期价格水平， p_{t-1} 为上期的实际价格水平。

在 20 世纪六七十年代，适应性预期在宏观经济中发挥了重要作用。其中，新西兰经济学家菲利普斯提出失业率与工资变动率之间存在着反向变动关系，被称为“菲利普斯曲线”。此外，弗里德曼在凯恩斯流动性偏好理论的基础上，用多个不同形式的财富预期收益来替代利率因素，这样就形成了一个多元函数表达的货币需求函数。在函数表达式中，主要有三个因素与预期相关：首先，弗里德曼通过阐述永久性收入理论来引出永久性收入对货币需求的主导作用，并且二者是同方向变化的；其次，他将货币、债券、股票等有形财富统称为非人力财富，并且这些因素对货币需求的影响各不相同，总体来说对货币需求的影响不容忽视；最后，通货膨胀预期尤其重要，当人们预期通胀率会上升时，就会减少货币持有量，以实物取代货币来保值。

现代货币主义学派虽然提出了适应性预期理论，但是由于其固有的缺陷，其理论仅仅具有过渡作用，直到理性预期学派把预期作为内生变量加入经济模型时，才使预期真正进入经济分析的主流。

4. 理性预期理论

在适应性预期以及其他一些分布滞后模型预测不准确的情况下，理性预期革命真正开始了。理性预期学派提出的理性预期是指能够与实际相符的理性预期，它的准确性更高，能够发挥的作用更大、效果更显著。理性预期概念最早是由美国经济学家约翰·穆斯在《理性预期与价格变动理论》一文中提出的。所谓理性预期，是指经济主体在充分掌握可能获得的有用信息的情况下，按理性原则处理他们所形成的预期。其假设价格水平采取以下形式：

$$p_t^e = E_{t-1} p_t \quad (1.2)$$

理性预期在发展的过程中，其内容不断被丰富，限用条件也不断被提出。首先，卢卡斯提出理性预期只有在有“风险”的场合才有效。其次，由于理性预期纳入经济模型后，其作为内生或外生变量所带来的结果是截然不同的，因此，有必要考虑其内外生性质。再次，理性预期假设追求利益最大化的经济人会利用一切可以得到的信息进行预期。最后，对于理性预期的检验，关键就是检验理性预期是否现实的问题，这就提出了现代经济学家如何通过模型或者其他方法来得到理性预期的难题。

理性预期的前提是经济主体有大量的经济知识，但是在现实中并不是所有人都能像经济学家那样理性，由此得出经济主体的理性是有限理性，更确切地说，即经济主体随着时间的推移调整预测的规则，从而获得新的信息。理性预期理论经过完全理性到有限理性的发展，更容易被接受。因为现实中人们通常只把一部分精力放在信息性的决策上，而更多的决策依赖于习俗、惯例、模仿等形式。在实践中，货币当局实施的货币政策对于公众预期的形成具有重要影响，并且借助对通胀目标的显性承诺及与公众之间的良好沟通，构造预期的名义锚和透明的政策评价标准，简化公众的决策过程并减小决策成本，从而降低通胀持续性和增强通胀预期的稳定性。既然通胀预期如此重要，因此对公众预期的测度成为难题，经济学家依据数据来源的差异，将通胀预期的测度方法大体分为三类：统计调查法、金融市场提取法和计量建模法。上述方法虽然可以从局部均衡的角度分析通胀预期的形成，但在预期的测度上稳定性较差，而当前主流的新凯恩斯动态随机一般均衡模型（New Keynesian Dynamic Stochastic General Equilibrium）从一般均衡角度出发，能较好的识别模型误差和结构性参数，同时避免卢卡斯批判和政策的动态不一致性，使预期的测度具有更好稳定性。无论是理论还是实践，预期理论经过一百多年的发展，已经成为一个完整的体系，在第三节，将介绍预期理论在货币政策中所扮演的角色及其重要性。