

论丛

中南财经政法大学中国投资研究中心
中南财经政法大学湖北金融研究中心
主编\朱新蓉 何建华

金融与投资

2008
总第5卷
年卷

5

中国财政经济出版社

JINRONGYUTOUZILUNCONG

金融与投资论丛

2008 年卷
总第 5 卷

中南财经政法大学湖北金融研究中心
中南财经政法大学中国投资研究中心

此书由新华人寿保险股份有限公司资助出版

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融与投资论丛. 2008年卷: 总第5卷/朱新蓉, 何建华主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2008. 11

ISBN 978-7-5095-1040-7

I. 金… II. ①朱… ②何… III. ①金融-文集 ②投资-文集 IV. F83-53

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第165030号

责任编辑: 张从发 责任校对: 王丽娜

封面设计: 黄薇 版式设计: 黄薇

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻版必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲28号 邮政编码: 100036

营销中心电话: 010-88190406 财经书店电话: 027-88071749 88324307

武汉市楚风印刷有限公司印刷 湖北南财文化发展有限公司经销

787×1092毫米 16开 20印张 310千字

2008年11月第1版 2008年11月第1次印刷

印数: 1000 定价: 39.80元

ISBN 978-7-5095-1040-7/F·0868

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010-88190744

编委会(按姓氏拼音排序)

陈柏东	陈 红	韩旺红	何建华	黄孝武
李格非	李建华	李 明	李念斋	刘冬姣
刘惠好	刘树森	聂名华	宁素莹	宋清华
唐文进	陶雄华	吴 犇	谢进城	熊福生
袁 辉	张 东	张金林	张中华	周 骏
朱新蓉				

主 编 朱新蓉 何建华

本卷执行主编 吴 犇

卷首语

JINRONGYU TOUZILUNCONG

富于激情和智慧,勇于进取和创新,是当代大学教师共有的特征,为他们搭建一个互相学习、各抒己见、共同提升的平台,这是《金融与投资论丛》的出版宗旨。在众多关注和期待的目光中,《金融与投资论丛》2008年卷如约而至,呈现在您的面前。

党的十七大报告提出,要深化金融体制改革,完善宏观调控体系。这是新时期新阶段形成落实科学发展观的体制机制的重要内容。围绕这一主题,论丛从2008年初开始在全省高校内广泛征文,历时近半年,得到了包括武汉大学、华中农业大学在内许多高校的热烈反应,更有来自境外大学的论文应征。经过编委会认真细致的审阅,《金融与投资论丛》2008年卷共收录了34篇论文。根据入选论文涉及的领域,本卷设置了“货币理论及宏观调控”、“资本市场与投资”、“金融机构改革与创新”、“房地产经济”、“农村金融改革与发展”、“湖北金融研究”、“教学研究与人才培养”共七个栏目。

《金融与投资论丛》已连续出版五卷,在各位作者和读者的辛勤培育下,已成为金融与投资教学和科研重要的交流园地。论丛在选题范围的针对性、研究方法的科学性、分析问题的深入性等诸方面都有了明显的进步,其社会影响也在逐步扩大。我们真诚地希望,通过作者和读者的共同努力,使《金融与投资论丛》为金融与投资的理论研究及实际工作发挥越来越重要的作用。

朱新蓉 2008年8月

目 录

JINRONGYU TOUZILUNCONG

货币理论与宏观调控

财政政策还是货币政策:一个理论综述

李 芳 / 2

环境金融与政府规制:一个文献回顾

张雪兰 / 10

全要素生产率评价:一个新的理论假说

江 春 滕 云 / 18

中国的货币政策有效性分析

冀志斌 / 34

我国外汇储备增长的负效应及对策研究

康 立 / 45

突发公共事件影响宏观经济的金融市场途径

戚 峥 唐文进 / 56

——亚洲金融危机的案例分析

资本市场与投资

融资结构与公司治理研究述评

万 明 汪 涓 / 66

债券信用风险定价:一个理论综述

潘 敏 李义鹏 / 78

基于 CvaR 的结构夏普比率模型

徐 晟 / 90

各类鞅模型投资绩效的比较分析

凌士勤 / 97

基于 CAPM 的巨灾保险定价方法研究

余 洋 / 105

寿命不确定下的最优财富配置:模型与数值分析

李志生 / 110

金融机构改革与创新

商业银行经济资本管理研究综述

刘春志 / 120

商业银行治理的特殊性与治理机制重构

胡 娟 / 131

信用违约互换与我国商业银行信用风险管理

刘向华 / 139

混业经营、引进战略投资者对银行业影响的实证分析

周先平 / 145

投资银行证券经纪业务综合评价方法研究

张 戡 / 154

中国投资银行介入上市公司并购的业务拓展

岳正坤 / 161

整合风险管理的内涵、实施策略及制约因素

金 锋 /173

房地产经济

论房地产业的定位 —— 兼论住房的基本功能

周 斌 /182

房地产业与社会经济互动效应的 HEM 分析

宋 宇 李 勇 /191

中国建筑业经济波动的实证分析

杨有志 /199

我国农村土地资源利用中的问题及其解决对策

张卫宁 李 逸 /210

澳大利亚房地产投资信托的透视

傅翠佳 刘春路 /220

农村金融改革与发展

金融资源的地区分布差异与农村经济增长:

中国 1990~2005 年的经验证据

吕勇斌 /232

新农村金融市场创新发展研究

李长健 曹 俊 /241

体制变迁视角下的农村金融需求压抑与缓解路径

陶雄华 /247

湖北金融研究

汇率变动对湖北进出口贸易影响的实证研究

刘惠好 关园园 /260

湖北村镇银行试点情况的调查与思考

中南财经政法大学湖北金融研究中心课题组 /271

教学研究与人才培养

论教学与科研的关系

卢建新 /288

EXCEL 定量分析典型案例赏析

徐竹青 /295

大学生职业生涯规划教育问题研究

徐惠荣 /301

高校学生社团建设初探

梁艳艳 /306

高校图书馆分馆特色文献资源建设

郭跃跃 /311

货币理论与宏观调控

财政政策还是货币政策：一个理论综述

环境金融与政府规制：一个文献回顾

全要素生产率评价：一个新的理论假说

中国的货币政策有效性分析

我国外汇储备增长的负效应及对策研究

突发公共事件影响宏观经济的金融市场途径

——亚洲金融危机的案例分析

财政政策还是货币政策：一个理论综述

■李 芳*

摘 要:财政政策与货币政策的理论演进可以划分为四个阶段:凯恩斯认为,经济是不稳定的,必须采取反周期的货币政策或财政政策,以便稳定经济。政府可以采用“松”或“紧”的财政政策来直接影响消费总量和投资总量,使总需求与总供给相适应。在运用货币政策调控经济时,应以利率作为中介目标。现代货币主义则认为财政政策无效,“唯有货币最重要”。货币政策的中介目标应选择中央银行可以控制的货币供应量,而非利率。价格水平财政决定论在一定意义上否定了现代货币主义而复兴了凯恩斯的财政主义,该理论认为价格水平由财政决定,价格的稳定性不仅需要合适的货币政策规则,而且更需要合适的财政政策规则。“新共识”宏观经济学则批判地继承了现代货币主义的主要观点,认为货币政策最重要,同时也吸收了价格水平财政决定论的部分观点,承认财政政策的有效性和凯恩斯革命的合理成分:以利率作为货币政策中介目标。

关键词:凯恩斯革命;现代货币主义;价格水平财政决定论;“新共识”宏观经济学

作为国家进行宏观调控的两大政策支柱,财政政策与货币政策是一国宏观经济政策的核心内容和永恒话题。财政政策、货币政策是否有效?谁更有效?货币政策应该选取什么样的中介目标?……围绕着这一系列的问题,不同的经济学派提出了不同的理论或观点。最有代表性贡献的无疑来自凯恩斯和弗里德曼,他们对上述问题的不同回答使现代宏观经济理论形成了旗帜鲜明的两派:财政主义与货币主义。在凯恩斯与弗里德曼之后,伴随着国家干预思潮与自由经营思潮的相互斗争、相互渗透与相互融合,财政政策与货币政策的理论演进形成了两个有典型意义的前沿性成果:价格水平财政决定论(Fiscal Theory of Price Level)和“新共识”宏观经济学(New Consensus Macroeconomics)。由于这些成果大部分出现在20世纪90年代以后,目前国内相关的介绍或研究很少,因此本文拟从财政政策与货币政策的角度对其进行梳理与对比。

自凯恩斯革命以来,财政政策与货币政策的理论演进可以划分为以下四个阶段:

一、财政主义的兴起:凯恩斯革命

1929~1933年的世界经济大危机使资本主义经济陷入“全面毁灭”(凯恩斯)边缘而不能自拔的极度危难境地,主张自由放任的古典经济理论也无法自圆其说。在这种

*李芳,中南财经政法大学新华金融保险学院讲师,经济学博士。

大背景下,以美国总统罗斯福的“新政”为先导,凯恩斯于1936年出版了《就业利息和货币通论》。在该书中,凯恩斯以就业一般理论作为基础提出了宏观财政政策和货币政策主张。凯恩斯认为,经济是不稳定的,它不会像萨伊定律所描述的那样总能自动趋于均衡,为此必须采取反周期的货币政策或财政政策,以便稳定经济。

在凯恩斯看来,边际消费倾向递减、资本边际效率递减、流动性偏好,这三个基本心理规律引起社会的有效需求不足。对此,政府可以采取措​​施来设法提高消费倾向,以增加消费;设法提高资本边际效率或降低利息率,以扩大投资,从这两方面提供足够的有效需求,也就能解决失业和经济危机问题。

在财政政策方面,政府可以针对经济情况的不同,通过采用“松”或“紧”的财政政策来直接影响消费总量和投资总量,使总需求与总供给相适应。凯恩斯之后的新古典综合派和新剑桥学派除了继续坚持凯恩斯的政府干预主张外,还进一步发展、修正和补充了凯恩斯的财政理论和财政政策。

凯恩斯主义者认为,货币政策对国民经济的影响是通过调整贷款或信贷条件来实施的。其作用过程是指中央银行运用适当的货币政策工具,影响短期和长期利率,进而影响到消费(包括生产消费和生活消费)及其相关的各个方面,从而使整个经济受到影响,最终达到货币政策预定的目标。这一过程是迂回间接的,即货币增加(减少)→利率下降(上升)→投资增加(减少)→总支出增加(减少)→总收入增加(减少)。

在货币政策中介目标的选择上,凯恩斯主义者认为,一国国民收入主要取决于商品领域中的私人消费、投资和政府支出,货币当局所能控制的则是通过金融领域里信贷成本和信用可供量的增减来影响利率(由影响短期利率到影响长期利率),再由长期利率影响商品领域中的投资,通过投资乘数的作用,影响到产量和国民收入。在货币政策起作用的过程中,利率作为商品领域和金融领域联系的纽带,既和国民收入这一最终目标有密切联系,同时又是货币金融当局所能控制的。因而,利率适合作为货币政策的中介目标。

尽管财政政策和货币政策都可以发挥调节经济的作用,但在凯恩斯看来,由于存在“流动性陷阱”,货币政策的作用有限,而财政政策却可以发挥更重要的作用,我们不妨将这种主张称之为“财政主义”。财政主义的提出与流行,在一段时间内似乎使各主要资本主义国家找到了一种“灵丹妙药”,它们都可以通过逆经济风向行事的“相机抉择”战略,采用财政政策有效地实现经济增长与充分就业。

综上所述,凯恩斯革命在政策上主张财政政策重要而货币政策次要,货币政策的中介目标应该选择利率,以发挥“熨平”经济周期的作用。

二、货币主义革命:价格水平货币决定论

进入20世纪70年代以后,资本主义国家出现持续的“滞胀”,这使凯恩斯主义理论备受责难。反对派认为,美国“滞胀”的产生是由于长期推行凯恩斯主义赤字财政政策的结果,同时也是由于不重视货币政策作用的结果。凯恩斯主义的反对派、现代货币主义者弗里德曼提出了“现代货币数量论”,认为货币数量的变化在一定时期内对产量

和价格都有影响,但货币数量变化对产量的影响是短期的,就长期来说,货币数量的变化只对物价发生影响,至于产量,则取决于人们的事业心、聪明才智、勤劳、节约的程度等“真实”因素。弗里德曼据此认为,“无论何时何地,通货膨胀永远都是一个货币现象”。货币主义从现代货币数量论出发,认为私人经济具有内在的稳定性,反对凯恩斯主义相机抉择的财政政策,认为由于时滞、挤出效应和“自然失业率”的存在,财政政策不但无效,而且是扰乱经济之源。出于同样的原因,现代货币主义也反对相机抉择的货币政策,认为以反周期循环为目的的权衡性货币政策会成为对经济的额外的和不必要的干扰,因此反周期的权衡性货币政策是不可取的,主张实行“单一规则”的货币政策。

弗里德曼认为,货币政策在两个方面是力所难及的:第一,除在极短的时期以外,货币政策对利率的钉住无法持续得更久。弗里德曼认为,货币数量的增加的确可以使利率暂时性地出现降低,但是,这只是过程的开始而非结束。这更为迅速的货币增长率将刺激支出;由支出导致的所得增加将提高流动偏好曲线;而收入的增加会使价格上涨,从而降低真实货币量。这三方面的影响会在很短的时间里(比如说在少于一年的时间里)使对利率的向下压力发生逆转。在稍长的时期之后,却将使利率回归到原有的水平上去。此外,由于预期的影响,较高的货币扩张会带来较平常为高的利率。因此,作为一种经验,因货币量增长缓慢而形成的低利率已成为货币政策紧缩的标志,因货币量增长迅速而形成的高利率则成为货币政策松弛的标志。弗里德曼强调,上述这些“说明了为什么货币当局无法钉住利率,而且也说明了为什么在货币政策是‘紧’还是‘松’的问题上,利率是一个令人误解的指示器。要想确定这一问题,以货币数量变动率为标准则要好得多”。第二,除在极短的时期以外,货币政策对失业率的钉住无法持续得更久。“货币当局无法这样做的原因与货币当局无法钉住利率的原因完全相同:此类政策的即时效果与滞后的效果之间存在着差异。”

弗里德曼认为,货币政策虽然无法将实际变量固定在某一事先确定的水平上,但是,货币政策可以而且确实能对这些实际变量施以重要的影响。货币政策所能发挥的作用包括:能够防止货币本身成为经济波动的一个主要根源,为经济提供一个稳定的运行环境,并在某一特定的时期帮助抵消经济体系中来自其他方面的主要波动。

要使货币政策能发挥上述作用,则要求货币当局应该以本身所能控制的变量来指导自己,并且应该避免政策方面的大起大落。而货币当局可以有效进行控制的最重要的变量,就是货币存量,这也是货币当局应承担的最基本的职责。在把控制货币供给量作为货币政策直接目标(稳定物价是货币政策的最终目标)后,弗里德曼提出了一个达到货币政策直接目标的简单规则,即“年复一年地按一个固定不变的比率增加货币存量。”在这个规则中,货币存量是指:公众持有的通货加上商业银行中的经调整的活期存款和定期存款。然后,应该选择一个货币增长率,使得按平均数计算,可以指望它与一个大致稳定的最终产品价格的长期水平相符合。如果货币增长率固定在所建议的范围之内的某一点上,即使现实证明它过多或过低,都不会严重干扰经济的稳定。因为应用规律性的增长率来季节性地调整货币供给量会涉及到把一个实质上是主观的因素引入到货币存量的状态中,弗里德曼主张,“更可取的作法是免除季节调整而采用实际货币存量应该按预定的逐年逐月增长的规则”。

就财政政策与货币政策而言,现代货币主义的观点可以概括如下:财政政策无效,“唯有货币最重要”。货币政策的中介目标应选择中央银行可以控制的货币供应量,而非利率。为了防止货币成为扰乱经济之源,货币当局也不应采取“相机抉择”的货币政策,而应按“单一规则”控制货币供应量。显然,这与凯恩斯的主张是正好相反的,现代货币主义也因此而号称“凯恩斯革命的反革命”。

三、财政主义的“复兴”:价格水平财政决定论

按照现代货币主义的观点,每当一国的通货膨胀率持续很高时,其货币供给的增长率也必然很高。许多实证研究都支持这一结论。但是,20世纪80年代以来,情况发生了很大的变化:一是准备金制度的变化,1959年美国基础货币中存款准备金占35%,而到90年代末却降到了10%以下;加拿大中央银行甚至取消了存款准备金要求(其金融机构超额准备金率也仅为3%左右)。二是层出不穷的金融创新及金融管制的放松,这使得货币层次的界定与划分、货币增长率的测算等均成为难题;同时电子货币的使用也在很大程度上替代了对现金的需求。这些变化的后果是,至少从西方发达国家的数据来看,通货膨胀率和货币增长率之间的密切关系从20世纪80年代以后再也没有出现过,而美国在80年代甚至还出现了低货币增长率和高通货膨胀率并存的反常现象。这样,来自经验层面的质疑充分暴露了现代货币主义的理论缺陷,直接促成了价格水平财政决定论的提出。

价格水平财政决定论是一种与现代货币主义相竞争的理论。这一理论最早为Leeper(1991)所发觉,Sims(1994)和Woodford(1994)同时在各自的文章中提出,Woodford(1995)进一步将其完善。在此之前,大多数经济学家相信,从短期来看,来自财政政策和供给方面的冲击可能会引起价格水平的短暂上升,但是如果货币供给的“适应性”增长,都不可能单独引起价格水平的持续上升;从长期来看,如果不考虑对偏好和技术的实质性冲击,当所谓的价格“刚性”、“粘性”或“时滞”等等被充分调整以后,价格水平的变化只不过是完全反映了货币存量的变化而已。价格水平财政决定论则完全颠覆了这种传统的货币理论。他们认为,区分货币和政府债券是没有必要的,因为从本质上讲,货币和其他名义政府债务都是私人部门持有的对政府的债权,无发行准备的纸币和政府债券的价值不是源于它的流通性,而是在于它是以实际政府资源为准备的。货币作为政府负债,其价值来源于政府获取收入的能力,而与社会的金融结构、货币的交易功能和流动性没有任何关系。均衡的价格水平必须使实际政府负债等于预期的政府盈余的现值。因此,在政府收入给定的情况下,价格水平由实际债券余额决定,是财政冲击而不是货币冲击引起的价格水平波动。

Woodford(1998)和Cochrane(1998,2001)研究了一个没有现金的经济中商品和服务价格水平的决定,发现政府可以借助债券这种形式来影响当期和未来的价格水平。Gordon和Leeper(2002)从资产组合选择的角度研究了货币政策和财政政策分别对价格水平的决定所起的作用,发现正是人们对政府政策的预期最终决定了名义和实际资产的收益。所以,从资产组合选择的观点来看,价格水平的决定的确有纯粹的财政政策

效应,因为利用债券来弥补税收的减少会导致未来更高的税收预期和价格水平预期,所以就会减少资产的期望收益并导致资产持有者用实际资产替代名义资产,所以货币政策和财政政策共同决定了均衡的价格水平。Bergin(2000)将价格水平财政决定论进一步扩展到开放经济中,讨论了一个两个国家共有一个央行的货币联盟的模型。在一定的风险共享的假设下,Bergin发现并不是所有的国家都需要足够的财政偿还能力,因为在完全保险的情况下,一个国家的债务会被另一个国家的剩余所弥补。在这种情况下,即使央行拒绝增发新的货币,也并不能阻止高负债的国家继续执行不负责任的财政政策。而对于另外一个国家而言,高负债的国家不仅会提高本国的价格水平,而且还会提高整个货币联盟的价格水平。在这样一个模型中,央行完全失去了对价格水平的控制能力。

由以上的分析,我们可以得出价格水平财政决定论的政策含义:价格水平由财政而非货币决定,价格的稳定性不仅需要合适的货币政策规则,而且更需要合适的财政政策规则。这就在一定意义上否定了现代货币主义而复兴了凯恩斯的财政主义。

四、货币主义的“复兴”:“新共识”宏观经济学

兴起于20世纪80年代的新凯恩斯主义到了90年代有了迅速的发展,它继承了凯恩斯主义的基本信条,又不拘泥于这些基本信条,而是兼收并蓄各派的观点,进一步发展了新凯恩斯主义。拓展了的新凯恩斯主义认为市场经济是基本稳定的,政府任意决定的财政政策会干扰市场经济的稳定性;货币政策能有效地实现低通货膨胀率的目标,低的、稳定的通货膨胀率有益于经济的健康增长;在长期中,通货膨胀只是一种货币现象,通货膨胀的幅度和利率有关;供给决定需求,有效需求不会对长期经济活动起决定性作用,而调节供给却能够对经济活动起决定性作用。这些特征奠定了宏观经济政策的基础。在宏观经济政策中,财政政策作用下降,货币政策作用提升,这种与价格水平财政决定论截然不同的经济政策主张被称为宏观经济政策的“新共识”或“新共识”宏观经济学。

“新共识”宏观经济学的主要支持者多来自新凯恩斯主义阵营,代表人物包括现任美国联邦储备委员会主席 Ben Bernanke, 美国联邦储备委员会委员 Lanrence HMeyer, 剑桥大学的 Philip Arestis 和丽兹大学(University of Leeds)的 Malcolm Sawyer,同时也包括西班牙 Pompeu Fabra 大学的 R. Clarida, J. Gali 和纽约大学的 M. Gertler 以及卡内基—梅隆大学的 B. T. McCallum 等。“新共识”宏观经济学中关键的理论基础可以用三个方程表示如下:

$$\begin{aligned} Y_t^g &= a_0 + a_1(Y_{t-1}^g) + a_2 E(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \\ p_t &= b_1 Y_t^g + b_2 (p_{t-1}) + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 (s.t. b_2 + b_3 = 1) \\ R_t &= r^e + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_t - p^T) + c_3 R_{t-1} \end{aligned}$$

其中, Y_g 是产出缺口, R 是名义利率, p 是通胀率, p^T 是目标通胀率, r^e 是均衡的实际利率,即当方程(2)中的产出缺口为0、通货膨胀率为常数时的利率, $s_i(i=1,2)$ 代表随机冲击。方程(3)不包含随机冲击,暗示没有随机错误的货币政策运行。应该注意的是

需求和供给冲击通过两条路径被包含在这个方程中：产出缺口（通过潜在产出）和 Philips 曲线中的随机冲击。这里有三个方程和三个未知数：产出，利率和通货膨胀。

方程(1)是总需求方程，其中产出缺口由过去的产出缺口、预期的将来产出缺口和实际利率决定。这个方程与传统的 IS 曲线相似，但在某些重要的方面却不相同。其中之一是方程(1)产生于家庭的最优储蓄设计和供给与需求相等的结合。由此导致现实产出由预期产出和实际利率决定。预期产出提升现实产出。这是因为消费平滑：下一阶段更高的消费预期伴随着更高的预期产出，导致今天更高的消费和现实利率。与此相似，消费的跨期替代对实际利率形成相反的关系。因此系数 a_3 相当于跨期替代弹性。这个系数可能也包括传统的资本——成本效应，这取决于投资在多大程度上被包括在模型中。滞后的产出缺口变动伴随着“名义刚性”，它来自于总需求变动所引起的价格和工资的调整。值得注意的是，该方程并没有明确地提及政府消费和财政政策。

方程(2)是 Philips 曲线，通胀由现实的产出缺口、滞后的通胀和对将来的通胀预期决定，约束条件为 $b_2 + b_3 = 1$ 。它由 alaCalvo(1983)的“交错的名义价格决定”演变而来，在这个假设中单个企业的价格决定是最优化问题的结果。在方程(2)中，Clarida, Gali 和 Gertler 使用的是预期的通货膨胀即 $E_t(p_{t+1})$ ，而不是像其他的 Philips 曲线中使用的 $E_t(p_t)$ 。这种差别表明在 Clarida, Gali 和 Gertler 的通货膨胀方程中通货膨胀不存在惯性或滞后，在他们的方程中通货膨胀只取决于现实和将来的经济情况。方程另外还包含一个对通货膨胀的惯性和滞后依赖的修正假设。

方程(3)是一个货币政策运行规则(泰勒(Taylor)规则形式)，名义利率建立在均衡的实际利率、预期的通货膨胀、产出缺口、通货膨胀与目标通胀率之间的差别和滞后的利率(在方程中被当成一个解释变量使之反映中央银行的利率平滑干预)。在某种意义上第三个方程代替了用来讨论货币政策和财政政策的 LM 曲线。方程中的变量 $E_t(p_{t+1})$ 具有重要意义，因为它可以反映中央银行的可信度，当其他的量包括设定的利率相等、中央银行可预测时，通货膨胀要比中央银行不可预测时低一些。中央银行显示货币政策可信度的意图是为了实现和维持低通货膨胀率，这会影响人们对价格的预期，实现较低的实际通货膨胀率。就这个意义来讲，它揭示了可以通过产出，而不是其他方法，以一个相当低的成本去降低当前的通货膨胀率(Kydland, Prescott, 1977)。

此外，尽管“新共识”认为货币政策起决定性的作用，但是它的代表人物仍认为“财政政策(在管理总需求方面)是一种有效的工具”(Arestis, Sawyer, 2004)。

不难看出，“新共识”宏观经济学实际上是凯恩斯主义、现代货币主义与价格水平财政决定论的一个大杂烩，它批判地继承了现代货币主义的主要观点(即货币政策最重要)，同时吸收了价格水平财政决定论的部分观点(如承认财政政策的有效性)和凯恩斯革命的合理成分(如以利率为货币政策中介目标等)。

五、财政与货币：四种理论的区别与联系

通过对凯恩斯主义、货币学派、价格水平财政决定理论和“新共识”宏观经济学的比较与分析，我们发现，从凯恩斯到弗里德曼，再到今天仍处在争论与发展中的价格水

平财政决定理论与“新共识”宏观经济学,在财政政策与货币政策之间,经济学家的观点已经由过去单一地强调财政政策或货币政策发展到现在肯定财政政策和货币政策的有效性,并且开始注重两种政策的协同作用。在货币政策中介目标的选择上,则经历了由利率——货币供应量——利率的变化。这种变化是与理论发展过程中政策主张的变化直接相联系的,同时也是因为技术进步、金融创新使货币供应量越来越难以控制。这四种理论的区别和联系可以用一个简明的表格反映出来:

财政政策与货币政策理论演进的四个阶段

阶段	财政政策主张	货币政策主张
1. 凯恩斯革命	财政政策重要论(财政主义)	货币政策次要论; 货币政策中介目标: 利率
2. 现代货币主义	否认财政政策的有效性; 否认财政政策的重要性	“唯有货币最重要”; 货币政策中介目标: 货币供应量
3. 价格水平财政决定论	价格水平由财政决定 (复兴财政主义)	否认价格水平货币决定论 (否认货币主义)
4. “新共识”宏观经济学	承认财政政策的有效性; 否认财政政策的重要性	货币政策重要论; 货币政策中介目标: 利率

从上表不难看出,财政政策与货币政策的理论演进过程实质上完全吻合“肯定—否定—否定之否定”的事物发展规律,每一个阶段都是对以前阶段的理论扬弃。第2阶段现代货币主义是对第1阶段凯恩斯革命的否定,是凯恩斯革命的反革命;第3阶段价格水平财政决定论又是对第2阶段现代货币主义的否定,复兴了凯恩斯的财政主义;第4阶段“新共识”宏观经济学又批判地继承了第2阶段现代货币主义的主要观点(货币政策最重要),同时吸收了第3阶段价格水平财政决定论的部分观点(如承认财政政策的有效性)和第1阶段凯恩斯革命的合理成分(如以利率为货币政策中介目标等)。笔者相信,这种“肯定—否定—否定之否定”的宏观经济理论发展过程并不会就此结束,相反,随着经济学研究手段与方法的不断改进,这一过程必将大大加速,从而有力地推动宏观经济政策尤其是财政政策与货币政策理论的进一步深化与创新。

参考文献

- [1]傅殷才:《新保守主义经济学》,中国经济出版社1994年版。
- [2]龚六堂、邹恒甫:《财政政策与价格水平的决定》,《经济研究》2002年第2期。
- [3]胡振飞:《财政与一般价格水平的决定——价格决定的财政理论综述》,《经济评论》2005年第3期。
- [4]吴易风、王健:《凯恩斯学派》,武汉出版社1996年版。
- [5]颜鹏飞、张彬主编:《凯恩斯主义经济政策述评》,武汉大学出版社1997年版。
- [6][美]米尔顿·弗里德曼:《弗里德曼文萃》,北京经济学院出版社1991年版。
- [7][英]凯恩斯:《就业利息和货币通论》,商务印书馆1983年版。
- [8]Arestis, Philip and Malcolm Sawyer: “Can Monetary Policy Affect the Real Economy?” Working Paper No.355. Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Levy Economics Institute. 2002.
- [9]Arestis, Philip and Malcolm Sawyer: “Does the Stock of Money Have Any Causal Sig-

nificance?" Banca National Del Lavoro Quarterly Review LVI(225).2003b.

[10] Arestis, Philip and Malcolm Sawyer: "Fiscal Policy: A Potent Instrument." The New School Economic Review, Volume 1. No 1.2004.

[11] Bergin, Paul. "Fiscal Solvency and Price Level Determination in a Monetary Union." Journal of Monetary Economics, 2000, 45:37-53.

[12] Calvo, G: "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework." Journal of Monetary Economics 1983.12(3).

[13] Cochrane, J: "A Frictionless View of U.S. Inflation, Price Level." NBER Working Paper, 1998. No.6646.

[14] Cochrane, J: "Money as Stock: Price Level Determination with No Money Demand." NBER Working Paper, 2001. No.7498.

[15] Gordon, D.B. and Leeper, E.M.: "The Price Level, the Quantity Theory of Money, and the Fiscal Theory of the Price Level." NBER Working Paper, 2002. No.9084.

[16] Kydland, F. and E.C. Prescott: "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." Journal of Political Economy, 1977. 85(3).

[17] Leeper, E: "Equilibria under Active and Passive Monetary Policies." Journal of Monetary Economics, 1991. 27(1).

[18] Meyer, L: "Inflation Targets and Inflation Targeting" Remarks at the University of California at San Diego Economics Roundtable, July 17. San Diego, A: University of California. 2001.

[19] Sargent, T.J. and Wallace, N: "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall. 1981.

[20] Sims, C.A: "A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy." Economic Theory, 1994. 43(3).

[21] Woodford, M: "Price Level without Control of a Monetary Aggregate." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1995. 43.

[22] Woodford, M: "Fiscal Requirements for Price Stability." NBER Working Paper, No. 8072. 2001.

Fiscal Policy or Monetary Policy: A Theoretical Evolution

Li Fang

Abstract: This paper is to survey the development of macroeconomics. John Maynard Keynes argued that the economy was unstable and had less than enough effective demand. Along with this view, Keynes persuaded a strong intervention to stabilize economy by government. On contrary, Milton Friedman maintained that there is a natural rate of unemployment in economy. The best contribution a government can make is to keep the money supply growing steadily. Fiscal Theory of Price Level (FTPL) hold that price level is not determined by money but by government's debt. New Consensus Macroeconomics emerged at the same decade of FTPL but hold contrary visions of the economy and policies. The new consensus model contains an important conclusion that monetary policy can determine the inflation and provide a stable environment for economy development. However, some economists considered that fiscal policy is a potent instrument.

Key Words: Fiscal Policy; Monetary Policy; Fiscal Theory of Price Level; New Consensus Macroeconomics

环境金融与政府规制:一个文献回顾

■ 张雪兰 *

摘 要:本文在讨论环境金融内涵及外延的基础上,就政府在环境金融发展中的角色及面临的挑战,以及政府规制对环境金融发展的影响等问题进行了文献回顾,并对未来研究方向进行了展望。

关键词:环境金融;政府规制;制度激励

一、引言

随着生态文明、可持续发展观念的深入人心,环境保护和节能减排等问题已经渗透到经济和社会发展的每一个环节,这也使得金融业与环境保护逐渐融合,通过金融工具调节生态环境与经济发展的关系,从而催生了“环境金融”。

对于传统金融组织体系而言,环境金融意味着一场范围广远的挑战——新的环境金融工具正推动着传统金融的转型,“环境/社会影响评估”(environmental social impact)成为项目融资的规范,社会责任投资正改变传统的投资实践,绿色会计要求企业必须计算环境成本、改善环境绩效。在很大程度上,这一过程是由包括环境问题关注者、环境集团和私人的金融机构在内的民间力量所发起的,诸如世界银行和 UNEP 等国际机构则起到推波助澜的作用。环境金融的兴起反映了一个由分离的契约工具及未经协调的组织程序所构成的、高度零碎的社会过程,它并不是在一个全球确立的规则框架下发展起来的。直至 20 世纪 90 年代《金融业环境暨永续发展宣言》^①和《保险业环境宣言》^②发布,及其后国际金融公司倡导的赤道原则(Equator Principles)的出台,这一混乱的局面才有所改观。然而,无论从组织架构还是从运作模式来看,现有规范中心都是高度分散且均由非政府力量所主导。

正如 Stiglitz(2006)所指出的,环境是市场失败最重要的领域之一,没有政府干预,企业和家庭就没有动机去限制污染^③。政府通过基于市场(market-based)的政策设计和引

* 张雪兰,管理学博士,中南财经政法大学新华金融保险学院讲师。

①金融业环境宣言揭示以下原则:(1)永续发展是健全商业经营的基础。(2)支持预防原则的环境管理,防止潜在的环境破坏。(3)在各种营运决策及资产管理上必须考虑到环境因素。(4)在风险评估与管理的过程必须确认环境风险,并将之量化。遵守环境法规是企业有效管理的必要条件。(5)与顾客分享信息以加强其降低环境风险与永续发展的能力。(UNEP, 1997)

②保险业环境宣言揭示以下原则:(1)忽略经济与环境健全发展会增加社会、环境与财务的风险成本,而保险业在管理与降低环境风险上扮演重要角色。(2)永续发展不损及未来人们满足其需要,是健全商业经营的基础。(3)加强风险管理、损失预防、资产管理来应对环境风险。(4)定期检讨管理准则,并于计划、营销、员工训练沟通中,融入环境管理的精神。(UNEP, 2000)

③转引自英格·考尔,佩德罗·康塞桑主编,新公共金融:应对全球性挑战,联合国开发计划署、纽约牛津大学出版社,2006 年版(中文版),第 xvi 页。