

方阳娥 著

转型期中国货币 政策效应研究

 南京大学出版社

转型期中国货币政策效应研究

方阳娥 著

南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

转型期中国货币政策效应研究/方阳娥著. —南京: 南京大学出版社, 2008. 6

ISBN 978 - 7 - 305 - 05502 - 7

I. 转… II. 方… III. 货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 088948 号

出 版 者 南京大学出版社
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093
网 址 <http://press.nju.edu.cn>
出 版 人 左 健

书 名 转型期中国货币政策效应研究
著 者 方阳娥
责任编辑 王向民 编辑热线 025 - 83594275
照 排 南京紫藤制版印务中心
印 刷 人文印刷厂
开 本 960×1304 1/32 印张 8 字数 266 千
版 次 2008 年 6 月第 1 版 2008 年 6 月第 1 次印刷
ISBN 978 - 7 - 305 - 05502 - 7
定 价 20.00 元

发行热线 025 - 83594756
电子邮箱 sales@press.nju.edu.cn(销售部)
nupress1@public1.ptt.js.cn

* 版权所有,侵权必究

* 凡购买南大版图书,如有印装质量问题,请与所购
图书销售部门联系调换

本著作由南京审计学院资助出版

序 言

经过 40 多年的争论与发展,货币政策理论与货币政策实践都取得了显著进展。在货币经济学中,理论与政策总是紧密相连的,理论研究为政策实践提供科学分析和指导,政策实践为理论研究提供新的课题并促进理论研究更加广泛深入地展开。在理论与实践的相互作用中,在“科学与艺术”更加完美的融合中,货币政策调控宏观经济的表现越来越好,货币政策因此成为了发达国家、新兴市场经济国家甚至经济转轨国家宏观调控政策工具箱中最重要的政策手段。

在这里,趁为方阳娥博士的博士论文出版写序之际,我想简单谈谈 20 世纪 60 年代以来货币政策理论研究的突出进展。

传统凯恩斯主义者即使不否定货币政策在正常情况下的有效性,也认为,由于“流动性陷阱”的存在,货币政策对拯救经济危机是无能为力的。许多凯恩斯主义经济学家从经济计量估计中,发现利率和总支出只有微弱的统计关系,显示货币政策的影响是很小的,就对总需求的影响而言,财政政策显得更加重要。

20 世纪 60 年代,以弗里德曼为首的现代货币主义者运用时序实证、统计实证和历史实证方法,并通过证明货币需求函数的稳定性,从理论和实证上表明货币数量对经济活动和物价水平具有重大的影响,货币供应量的增长是总体经济活动和通货膨胀的关键决定因素,过度膨胀的货币政策是造成通货膨胀的根本原因,通货膨胀在何时何地都是一种货币现象。货币主义者据此预言,60 年代膨胀性的货币政策必将导致高通货膨胀和高利率的局面。

尽管货币主义的预言最终被 20 世纪 70 年代发生的“滞胀”问题所证实,货币主义关于“通货膨胀在何时何地都是一种货币现象”的理论结论也最终被经济学家们广泛接受,但是,至少在货币主义兴起的 60 年代,占支配地位的依然是沿袭凯恩斯传统的新古典综合理论,特别是基于经验估计的菲利普斯曲线和基于理论分析的 IS-LM 框架,是当时多数经济学家分析



宏观经济政策问题的基本工具。1960年,萨缪尔森和索罗在菲利普斯研究的基础上,提出了著名的菲利普斯曲线,显示在失业和通货膨胀之间存在长期的交替关系,并且声称政策当局在实施宏观调控政策时应该充分利用这一交替关系。该理论强调,政策制定者必须在失业和通货膨胀这两个相互竞争的目标之间进行权衡取舍,即要决定,为了获得一个较低的失业率,多高的通货膨胀率是可以接受的。这一理论思想促成了财政货币政策主动论,主动论者主张通过扩张性财政货币政策把经济中的失业率降到极低的水平,而这一水平在事后证实是不可持续的。事实上,20世纪60年代后期和整个70年代,主要工业化国家经历了一个通货膨胀不断加速的过程,1974年和1980年,通货膨胀率两次爬升到10%以上的水平。

早在1968年,菲利普斯曲线交替关系就受到弗里德曼和费尔普斯激烈的辩驳,弗里德曼和费尔普斯分别独立提出,在长期不存在失业和通货膨胀之间的交替取舍关系。他们认为,不同水平的就业和通货膨胀之间的短期交替关系依赖于人们预期的通货膨胀率,由历史数据中表现出的稳定关系只是反映了价格稳定时期通货膨胀预期的相对稳定性。然而,如果膨胀性的政策带来了经常性的通货膨胀,通货膨胀预期最终会跟上实际通货膨胀率,从而移动菲利普斯曲线,以至持续的高通货膨胀率并不能获得比维持价格稳定所能得到的更高的就业。在长期,菲利普斯曲线是垂直的,失业率将保持在由偏好和技术等真实因素决定的“自然率”水平,任何试图把失业率降低到其“自然率”水平之下的努力最终只能导致更高的通货膨胀。作为就业暂时增加的代价,总需求刺激只能带来通货膨胀的持续上升。而且,一旦通货膨胀预期上升,菲利浦斯曲线会出现不利的移动,如果不经历一个失业率高于其“自然率”的痛苦时期,就不能将通货膨胀降到人们预期的通货膨胀之下。因此,货币政策应该用来维持一个长期的低通货膨胀率。

发端于20世纪70年代初期的理性预期革命进一步发展了弗里德曼等人“自然率”假说中的预期观点。理性预期理论表明,公众和市场关于政策行动的预期几乎对经济的每一个部分都将产生重要影响。理性预期理论强调,基于最优化行为的理性经济主体会运用一切可得信息对未来作出最佳预测,而且,公众预期对新生信息的调整是立即完成的,所以,试图将失业降低到其“自然率”水平之下的政策努力将立即导致更高的通货膨胀。理性预期理论表明,对未来货币政策的预期会对经济活动产生重要影响,因此,能够被预测到的货币政策的系统性行为对货币政策的实施至关重要。尽管在

其产生初期,理性预期理论颇受非议,但是,如何驾驭公众关于未来货币政策的预期已成为货币理论的中心要素,其重要意义在于,货币政策制定者的系统性行为模式有助于宏观经济的稳定和增长。

由基德兰德和普雷斯科特、巴罗和戈登等人建立在理性预期基础上的政策“时间不一致性”理论是货币政策理论的又一重要发展。如果与承诺某种政策规则相比而言,货币政策相机实施导致了更糟的不良后果,“时间不一致性”问题就会产生。如果在采取特定的政策措施之前没有通过某种方式作出承诺,那么中央银行就总会发现自己面对着各种各样与早期计划和公开声明相矛盾的激励因素。其基本见解在于,尽管实现低平均通货膨胀率可能是最优的,但这样的政策却是不可信的。如果公众预期了一个低通货膨胀率,那么中央银行就将面对某种较高比率的膨胀激励。由于了解了中央银行的这种动机,同时确信政策制定者必将屈服于这种激励,因而公众能够准确地预测出一个比较高的通货膨胀率,其结果是,失业率没有下降的情况下不得不面对更高的通货膨胀率。

除了反通货膨胀存在巨大的失业成本之外,通货膨胀本身对经济活动和经济个体决策会带来什么样的影响?换句话说,价格稳定的好处是什么?在经历了20世纪60—70年代的高通货膨胀之后,通货膨胀的高成本问题成为了理论界和政策当局关注的热点问题,普遍的共识是通货膨胀存在如下不利影响:高通货膨胀就像加在现金余额上的税收,削弱了货币交易媒介的职能;在高通货膨胀时期,个人和企业为了规避高通货膨胀的成本,会导致金融投资过度膨胀;通货膨胀造成相对价格和未来价格水平的不确定性,使个人和企业决策变得更加困难,造成资源配置扭曲和经济效率下降;未预期到的通货膨胀会造成财富的再分配,特别是,高通货膨胀往往伴随通货膨胀的多变性,这种扭曲增加了借贷的成本;毫无疑问,在高通货膨胀时期,居民难以准确理解价格水平变动趋势的真实含义,从而易遭受名义变量幻觉的影响,使其金融理财计划的制定变得困难;基于因果关系检验的计量分析发现,通货膨胀格兰杰因果(负向)导致真实产出变动。基于对通货膨胀成本认识的深入,目前经济学界都认为,低而稳定的通货膨胀能够提高资源的配置效率和利用水平。

那么,如何保证货币政策的恰当实施以维持一个低而稳定的通货膨胀水平(价格稳定,一般认为,低于2%的通货膨胀率即可认为是有效的价格稳定水平)?中央银行的独立性、对名义锚的明确承诺以及保证货币政策能



够系统实施的某种工具规则被认为是至关重要的。

潜在的“时间不一致性”问题要求中央银行在追求低通货膨胀目标时拥有某种强有力的承诺机制。对此,中央银行的独立性被认为特别重要,允许中央银行独立的选择和设定货币政策工具,能够将中央银行从利用失业和通货膨胀交替取舍关系的短期政治压力中解脱出来,从而能够避免“时间不一致性”问题。

明确的名义锚承诺对货币政策的成功同样特别重要。名义锚就是诸如通货膨胀率、货币供应量增长率、汇率等名义变量的长期稳定。通过设定名义锚使得中央银行能够明确将政策重心集中在长期目标的实现,抑制与名义锚目标不一致的短期膨胀性政策的诱惑,避免“时间不一致性”问题并形成价格稳定的承诺机制。对名义锚的明确承诺能够强化政府的财政责任,也有助于价格稳定的实现。如果政府出现持续的财政赤字,在没有强有力名义锚目标的条件下,政府将通过印刷和发行钞票的方式为其商品和劳务购买支付,结果是导致通货膨胀,从而与价格稳定相悖。名义锚通过引导政策当局实施促进价格稳定的政策行为,有助于经济效率的提高并促进经济增长。对名义锚的强硬承诺能稳定通货膨胀预期,降低通货膨胀恐慌产生的可能性。通货膨胀恐慌表现为预期通货膨胀和利率的突然上升,其不良后果是,通货膨胀预期上升不仅导致实际通货膨胀上升,而且需要紧缩性货币政策以使通货膨胀回到控制之下,这经常会造成经济活动水平的巨大下降。因此,对名义锚的承诺是成功控制通货膨胀预期的决定性要素,成功的名义锚承诺能够带来更稳定的通货膨胀水平和降低产出波动性。

认识到预期和“时间不一致性”问题对货币政策后果的重要性之后,货币政策规则(工具规则)日益成为货币经济学家研究的热点。其中最为著名的莫过于泰勒规则,它描述了货币政策如何通过设定银行间隔夜利率(美国的联邦基金利率)来对通货膨胀缺口(通货膨胀对期望或目标水平的偏离)和产出缺口(产出对其自然率产出水平的偏离)作出恰当反应。泰勒规则强调为了稳定通货膨胀,利率对通货膨胀缺口的反应系数必须超过1。这一结论被货币经济学界称为泰勒原理,并被简单描述为:稳定化货币政策必须以高于通货膨胀上升的速度来提高名义利率。也就是说,只有实际利率随着通货膨胀上升而上升,才能使通货膨胀处于政策的控制之下。关于泰勒规则的经验研究显示,在20世纪60—70年代,许多国家的中央银行,包括美联储,违背了泰勒原理,使得这些国家遭受了严重的通货膨胀,事实上,在

此期间,美国的实际利率是下降的。

兴起于20世纪80年代的真实经济周期理论完全忽略了货币和货币政策的作用,关注的焦点在于生产率冲击、财政政策冲击和国际贸易条件冲击等真实因素对经济周期的影响。同时期的新凯恩斯主义则从市场的不完全性、价格和工资粘性等角度为货币政策短期真实效应建立微观基础。20世纪90年代,出现了将新凯恩斯主义的不完全竞争和名义粘性与新古典宏观经济学动态一般均衡框架相融合的趋势,并被称为新新古典综合(New Neoclassical Synthesis)或新凯恩斯主义综合(New Keynesian Synthesis),此类综合模型融合了跨期最优化、理性预期和真实经济周期的核心要素等古典特征和垄断竞争厂商、交错粘性价格设定、稳定化货币政策的中心作用等新凯恩斯主义特征。完全脱离货币和货币政策而研究总量波动的初始真实经济周期模型成为了判断粘性价格综合模型中最优货币政策的参考标准,其基本思想是:最优货币政策应该促使经济运行在这样的水平,即灵活价格条件下不完全竞争真实经济周期模型所显示的产出水平,或者说经济的潜在产出水平(或自然率产出水平)。

在新新古典综合模型中,由于价格调整成本的存在,垄断竞争厂商采用边际成本加成的方法设定产品价格,边际成本主要由生产率和劳动等要素投入成本决定,只有需求和成本条件使得实际加成显著并持续偏离灵活价格条件下利润最大化加成水平时,厂商才考虑重新设定价格。稳定边际成本加成的意义在于:过高的加成将导致市场份额的丧失,而过低的加成又不能充分利用市场力量以获取最大利润。当劳动生产率因冲击降到其正常趋势之下,或过度总需求造成资源利用紧张而要素成本高于其正常趋势,从而使得边际成本高于其正常趋势,厂商将考虑提高其产品价格。为了维持低通货膨胀,货币政策必须在充分考虑总体生产率影响的条件下合理管理总需求,以使边际成本的上升与目标通货膨胀率保持一致,这样厂商将根据目标通货膨胀率来调整价格,因为他们确信如此定价能使实际加成保持在灵活价格条件下利润最大化加成水平。

根据新新古典综合模型的厂商定价策略,锚定通货膨胀的货币政策略有助于产出的稳定。原因在于:在通货膨胀稳定的经济中,平均而言,厂商能够将其加成保持在利润最大化水平;在通过货币政策使加成维持在利润最大化水平的经济中,经济运行与厂商灵活连续调整价格以保持利润最大化加成的结果一样。因此,锚定通货膨胀能使实际产出与潜在产出保持



一致。与此相关的结论是：货币政策不应试图抵消因真实因素引起的就业和产出的变动；货币政策应通过对总需求的管理使得总需求与经济潜在产出水平保持一致；一国中央银行能够通过稳定通货膨胀而使经济运行在由真实因素决定的潜在产出水平。

在新新古典综合模型中，低通货膨胀的可信性对维持低通货膨胀特别重要。成本加成的前瞻性定价行为表明，厂商在设定当期价格时，不仅关注当前工资和要素成本，更关注预期未来的工资和要素成本。如果低通货膨胀目标是充分可信的，当实际加成对利润最大化加成出现了某种不可避免的偏离时，厂商将相信货币政策会对这种偏离作出恰当反应，以使这种偏离只是暂时的。在缺乏低通货膨胀的可信性时，一旦预期未来边际成本冲击会超出中央银行的控制，经济就将遭受通货膨胀恐慌的冲击，从而造成货币政策的两难选择。低通货膨胀的可信性可以稳定通货膨胀预期，从而使得中央银行能够通过名义利率政策工具操纵实际利率，以实现了对总需求的恰当管理，在这里，按照诸如泰勒规则而实施的透明的系统性货币政策规则能充分发挥作用。

理论的意义在于对实践的指导作用，可以通过发生在货币政策实践中的典型事实来说明货币政策理论对货币政策实践的指导作用。当前，几乎所有的市场经济国家都把稳定物价作为货币政策的首要目标；自新西兰和加拿大分别于1990年和1991年采用“通货膨胀标定制”（Inflation Targeting）以来，越来越多的国家开始采用这一货币政策战略，显示了通货膨胀作为名义锚的重要性日益受到重视，以及各国中央银行的独立性呈现加强的趋势。通过对工业化国家中央银行独立性由弱到强排序来对比分析各国通货膨胀表现，研究发现中央银行独立性越高，平均通货膨胀水平越低。尽管美国联邦储备体系在格林斯潘时期拒绝宣布一个明确的通货膨胀目标和表明货币政策实施的特殊规则，但是，其货币政策是以集中于保持通货膨胀于可忽略水平为特征的，从而被公认为是一种隐含的“通货膨胀标定制”。以泰勒为代表的货币政策工具规则研究发现，美国货币政策（利率政策）的实施非常符合泰勒规则。

上述公认的货币政策理论进展是以发达国家经济运行为主要研究对象发展起来的，发达国家经济的基本特征是：市场体系比较健全和完善，货币政策运行机制比较健全，市场制度比较稳定，不存在制度不确定造成的经济主体行为的变动性对货币政策真实效应的干扰。而我国经济体制尚处于转

轨过程中,我国经济还不是发达完善的市场经济,与体制转轨相伴随的是,与经济主体利益相关的各项制度都处于动态变动之中,制度变迁通过对经济主体行为方式的影响会强化或削弱货币政策调控总需求的效应。

1995年,《中华人民共和国中国人民银行法》明确规定:“货币政策目标是保持货币币值稳定,并以此促进经济增长”,也就是说,我国货币政策在维持长期价格稳定的条件下,对短期经济波动进行合理调控,以此推动我国经济持续稳定增长,因此,我国货币政策调控总需求进而真实产出的效应已成我国货币政策有效性研究中的基本问题。

方阳娥博士的这本专著采用理论和实证分析相结合的方法,综合运用理性预期、动态优化、计量和因果关系分析等理论工具,对转型期我国货币政策真实效应进行了理论和实证研究,选题具有重要的理论和现实意义。

方阳娥博士以经济转型和制度变迁为背景,按照“制度变迁—经济主体行为方式变化—对货币政策反应方式变化—货币政策效应”的逻辑思路,基于经济主体最优行为选择,分别考察了我国货币政策对总消费、总投资进而总需求的调控效应,同时结合我国经济开放程度日益提高的事实,深入分析了汇率制度对我国货币政策调控效应的制约作用,并从价格粘性和因果关系角度对我国货币政策的总量效应进行分析,据此判断我国货币政策变动(货币供应量和利率变动)能否对产出和就业等实际变量产生重要的实质性影响,对我国制度变迁条件下货币政策效应作出总体判断并提出了改进措施。我认为,专著的创新之处在于以下几个方面:

第一、通过分析我国收入分配制度和社会保障制度变迁条件下消费者行为特征,构建了一个符合我国消费者行为特征的两代理人消费行为模型。模型分析发现:随着收入分配制度和社会保障制度改革的日益深入,我国居民收入差距日益扩大,形成了高收入者和低收入者的分化,降低了居民消费倾向,使得低收入者消费和高收入者的一般消费对货币政策反应的敏感度下降;扩张性货币政策通过影响大额“必需品”价格和价格膨胀预期对高低收入家庭的消费都产生了抑制作用,从而弱化了货币政策刺激居民消费的效应。

第二、分析了我国经济中与投资主体相关的制度变迁特征并构建了“二元”投资主体模型,分析了货币政策对公有制企业 and 非公有制企业投资的调控效应。研究发现在我国公有制企业对银行贷款“预算软约束”问题没有根本改变的条件下,中央银行调整货币供应量和银行贷款利率以刺激投资的货币政策意图与政府追求经济增长目标的动机具有惊人的一致性。所以,



到目前为止,在我国整个经济改革过程中,货币政策调控公有制企业投资具有立竿见影的效应,货币政策对公有制企业投资具有强大的调控效应。

非公有制企业有比较规范的产权结构和明确的所有权主体,其经营的基本目标是追求利润最大化,其投资行为符合利润最大化的市场理性。非公有制企业投资对银行贷款利率变动更加敏感,利率政策对非公有制企业投资具有显著的调控作用,相反,货币供应量变动对非公有制企业投资的调控效应要显著低于对公有制企业投资的调控效应。

第三、在借鉴新凯恩斯主义综合模型基本分析方法的基础上,构建了一个粘性价格条件下的、融合了经济主体理性预期和最优选择行为的动态跨时一般均衡模型,分析发现我国固定(或浮动不足的)汇率制度对我国货币政策效应具有较大制约作用。

第四、运用经济计量方法分析发现:我国存在较强的价格粘性,货币政策在总体上对总需求进而实际产出具有重要的调控效应,但是,在制度变迁的环境下,我国货币政策的调控效应在结构上具有不平衡性,表现为货币政策的弱消费效应和强投资效应,同时,我国货币政策效应还受到汇率制度的制约。

最后,根据研究的基本结论,提出了通过相关政策配合提高货币政策的消费效应,实施稳定的货币供应量增长率政策等政策建议。

研究的理论意义在于:丰富了我国货币政策有效性的理论研究,建立的“两代理人”消费模型、“二元”投资主体模型、动态开放经济模型具有较大理论价值。

研究的实践意义在于:对我国价格粘性的计量实证分析证明在我国存在较强的价格粘性,为货币政策管理总需求的效应提供了实证支持。在研究结论基础上提出的政策建议,也必将为我国货币政策当局货币政策的实施提供有益的决策参考。

基于此,我乐意为该书作序,并期待方阳娥博士在其研究领域不断开拓创新,取得更大学术成就。

2008年5月10日

前 言

货币政策有效性问题是货币经济学研究的中心问题,而货币政策的真实效应又处于货币政策有效性问题研究的核心地位。

考察货币政策效应必须首先明确货币政策有效性的内涵。理论上而言,不同的货币政策目标决定货币政策有效性的不同内涵,经济稳定(就业稳定)和物价稳定是经济学界公认的货币政策两个最基本目标,但在现实中,经济学家们在谈到货币政策有效性问题时,主要是从货币政策经济稳定目标出发,强调货币政策真实效应的大小和稳定经济的能力。

我们认为,货币政策有效性至少包括两层含义:理论有效性和实施有效性。理论有效性是货币政策有效性的基础,研究货币政策有效性问题必须首先研究货币政策的理论有效性问题。而研究货币政策理论有效性问题也就是要研究货币政策的真实效应,可以说,对货币政策真实效应的研究是货币政策有效性研究的基础和关键。

西方经济学界已形成关于货币政策效应的基本共识:① 货币政策在短期具有大而持续的真实效应(货币政策对真实产出和就业具有大而持续的影响),但是,货币政策的长期效应体现在物价水平的变动上,不能利用货币政策追求长期的经济增长目标(特别是持续超出经济潜在生产能力的增长目标);② 货币政策属于短期需求管理政策,货币政策对产出和就业等实际变量的调控效应是通过对总需求的调控效应实现的,货币政策真实产出效应的大小决定性地取决于货币政策对总需求的调控能力,而货币政策对总需求的调控效应取决于经济中价格粘性的程度。

那么,我国货币政策的真实效应如何?回答这个问题不能直接照搬西方经济学界关于货币政策真实效应的理论结论。西方经济学界关于货币政策真实效应的共识建立在两个基本的前提条件上:一是完善发达的市场经济(西方货币政策研究是以发达市场经济为对象的);二是制度稳定性假设,不存在制度不确定造成的经济主体行为的变动性对货币政策真实效应的干扰。在我国,一方面,我国市场经济体制尚处于建立和不断完善的过程中,



我国经济还不是发达完善的市场经济,体制转轨是我国经济的基本特征;另一方面,与体制转轨相伴的是,与经济主体利益相关的各项制度都处于动态变动之中,制度变迁通过对经济主体行为方式的影响会强化或削弱货币政策调控总需求的效应。

研究我国货币政策效应必须做到以下几点:①研究我国货币政策效应必须充分考虑制度变动的影响,制度的变动通过改变经济主体目标函数、预算约束条件和预期对其行为方式产生决定性作用,从而决定了货币政策调控总需求和真实产出的能力;②研究我国货币政策效应,必须重点研究货币政策能否以及如何对消费和投资发挥调控作用,从总需求的构成来看,我国总需求主要由消费和投资构成,我国货币政策效应取决于货币政策对消费和投资的调控效应;③研究我国货币政策效应必须深入考察汇率制度对货币政策效应的制约作用,从商品市场和资本市场交易规模来看,我国对外开放程度都达到了相当高的水平,对于开放经济而言,汇率制度是影响货币政策效应的重要因素,所以,必须从开放经济角度研究我国汇率制度及其发展对货币政策调控总需求效应的可能影响;④对我国货币政策效应的研究结论必须能对我国货币经济现象提供比较合理的解释。

因此,我们按照“制度变迁—经济主体行为方式变化—对货币政策反应方式变化—货币政策效应”的逻辑思路,基于经济主体最优行为选择,分别考察我国货币政策对总消费、总投资进而总需求的调控效应,同时结合我国对外开放程度日益提高的事实,深入分析汇率制度对我国货币政策调控效应的制约作用,并从价格粘性和因果关系角度对我国货币政策的总量效应进行实证分析,据此判断我国货币政策变动(货币供应量和利率变动)能否对产出和就业等实际变量产生重要的实质性影响,对我国制度变迁条件下货币政策效应作出总体判断并提出改进措施。

相关数据显示,我国货币政策表现出消费效应不足的特点。我们通过分析我国收入分配制度和社会保障制度变迁条件下消费者行为特征,构建了一个符合我国消费者行为特征的两代理人消费行为模型。模型分析发现:随着收入分配制度和社会保障制度改革的日益深入,我国居民收入差距日益扩大,形成了高收入者和低收入者的分化,降低了居民消费倾向,使得低收入者消费和高收入者的一般消费对货币政策反应的敏感度下降。另外,高收入者和低收入者拥有不同的目标函数和预算约束条件,从而具有不同的行为选择模式。市场化改革使得原来实物性、福利性收入转变为广大

低收入家庭的大额“必需品”支出,为了在计划期间完成对大额“必需品”的购买,大多数家庭必须首先实现一个较高的“刚性储蓄目标”;与此同时,对低收入家庭而言的部分大额“必需品”成为高收入家庭的“投资品”,降低利率和增加货币供应量的扩张性货币政策会引发对大额“必需品”价格膨胀的预期,高收入家庭最优选择行为造成其增加对“投资品”的购买,引发大额“必需品”价格上升,从而强化了低收入家庭对大额“必需品”价格膨胀的预期,扩张性货币政策通过影响大额“必需品”价格和价格膨胀预期对高、低收入家庭消费都产生抑制作用,从而弱化了货币政策刺激居民消费的效应。

与货币政策弱消费效应形成鲜明对比的是,我国货币政策表现出超强的投资效应。通过分析我们发现,我国经济中与投资主体相关的制度变迁特征突出地表现在两个方面:① 国有企业市场化改革的不彻底和集体企业模糊产权制度长期存在,公有制企业“预算软约束”问题没有得到根本解决;② 具有比较规范产权的、追求利润最大化的非公有制企业的快速成长,经济体系中的市场投资理性增加。

国有企业改革并没有改变国有企业与政府之间特殊的产权关系,改变的仅仅是国有产权的实现方式,即国有企业对国家财政的“预算软约束”转变成了对政府干预下银行贷款的“预算软约束”。集体企业模糊产权制度使其与地方政府干预下地方金融机构贷款之间也存在一定程度的“预算软约束”。对自我积累能力不足且追求规模扩张的公有制企业而言,投资的主要限制因素是政府干预下银行贷款的可获得性。在我国公有制企业对银行贷款“预算软约束”问题没有根本改变的条件下,中央银行调整货币供应量和银行贷款利率以刺激投资的货币政策意图与政府追求经济增长目标的动机具有惊人的一致性。所以,到目前为止,在我国整个经济改革过程中,货币政策调控公有制企业投资具有立竿见影的效应,货币政策对公有制企业投资具有强大的调控效应。

非公有制企业有比较规范的产权结构和明确的所有权主体,其经营基本目标是追求利润最大化,其投资行为符合利润最大化的市场理性。投资成本、投资预期收益率和净财富是非公有制企业投资的主要决定因素,货币政策对非公有制企业投资行为的调节主要依赖市场机制,而不是行政干预。非公有制企业投资对银行贷款利率变动更加敏感,利率政策对非公有制企业投资具有显著的调控作用。相反,货币供应量变动对非公有制企业投资的调控效应要显著低于对公有制企业投资的调控效应,货币供应量变动对



非公有制企业投资只具有较弱的调控效应。

随着我国经济开放程度和国际化水平不断提高,固定(或浮动不足的)汇率制度对我国货币政策效应的制约作用越来越大。在借鉴新凯恩斯主义综合模型基本分析方法的基础上,我们构建了一个粘性价格条件下的,融合了经济主体理性预期和最优选择行为的动态跨时一般均衡模型,分析了不同汇率制度与资本市场不同开放程度组合下的货币政策效应问题。

分析发现:在固定汇率制度和资本市场完全管制条件下,利率政策对本国商品总需求的调控效应要小于封闭经济条件下的调控效应,也小于浮动汇率和资本市场完全开放条件下的调控效应。因此,那种认为通过固定汇率和资本管制可以提高本国货币政策独立性和调控能力的观点是值得怀疑的;而在固定汇率制度和资本市场完全开放的条件下,本国货币政策将完全丧失其独立性,国内利率只能随着外国货币政策变动而变动,以维持固定汇率下的利率平价;在固定汇率制度和资本市场管制逐步放松的情况下,国内货币政策的实施会越来越受到国际资本市场流动性增加的制约,国内利率变动将越来越符合利率平价规律,货币政策的独立性和对本国经济的自主调控能力会被不断削弱。对理论模型的计量检验支持了理论分析结论。

在我国,由于存在较强的价格粘性,货币政策在总体上对总需求进而实际产出具有重要的调控效应。但是,在制度变迁的环境下,我国货币政策的调控效应在结构上具有不平衡性,表现为货币政策的弱消费效应和强投资效应,同时,我国货币政策效应还受到汇率制度的制约。

根据研究的基本结论,我们提出改善我国货币政策效应的政策建议是:① 通过相关政策配合,提高货币政策的消费效应;② 实施稳定的货币供应量增长率政策;③ 提高人民币汇率浮动幅度以稳定升值预期;④ 深化国有企业改革,提高市场投资理性,提高利率政策的投资效应;⑤ 加快利率市场化步伐。

目 录

序 言	1
前 言	1
第一章 导论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 文献概述	9
第三节 研究思路和可能的创新与不足	47
第二章 货币政策的消费效应	53
第一节 我国货币政策表现出弱消费效应	54
第二节 制度变迁与货币政策的弱消费效应	57
第三节 货币政策弱消费效应的模型化解释	61
第四节 我国货币政策消费效应的实证检验	68
第五节 本章小结	73
第三章 货币政策的投资效应	79
第一节 我国货币政策表现出强投资效应	79
第二节 制度变迁与货币政策的投资效应	84
第三节 “二元”投资主体模型	95
第四节 我国货币政策投资效应的实证检验	105
第五节 本章小结	113
第四章 汇率制度选择对货币政策效应的影响	123
第一节 开放经济的货币政策模型	124
第二节 不同汇率制度与资本市场组合下的货币政策效应	130
第三节 固定汇率和资本市场监管下货币政策效应的计量检验	135
第四节 本章小结	140
附 录 模型的对数线性化及关键公式推导	142