

经
济
科
学
译
库

Interest and Prices:
Foundations
of a Theory
of Monetary Policy

利息

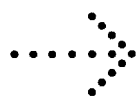
利息与价格

——货币政策理论基础

迈克尔·伍德福德 / 著
Michael Woodford

刘凤良 陈彦斌 于泽 江艇 等 / 译

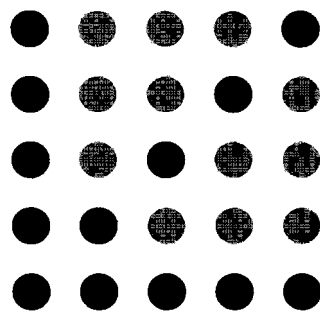
陈彦斌 刘凤良 / 校



经济学译库

利息与价格

——货币政策理论基础



迈克尔·伍德福德 / 著
Michael Woodford

刘凤良 陈彦斌

于泽 江艇 等 / 译

陈彦斌 刘凤良 / 校

Interest and Prices:
Foundations
of a Theory
of Monetary Policy

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

利息与价格——货币政策理论基础/ (美) 伍德福德著; 刘凤良等译.
北京: 中国人民大学出版社, 2010
(经济科学译库)
ISBN 978-7-300-11661-7

- I. ①利…
- II. ①伍…②刘…
- III. ①货币理论—研究
- IV. ①F820

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 023144 号

经济科学译库

利息与价格——货币政策理论基础

[美] 迈克尔·伍德福德 著
刘凤良 陈彦斌 于 泽 江 艇 等译
陈彦斌 刘凤良 校
Lixi yu Jiage

出版发行	中国人民大学出版社		
社 址	北京中关村大街 31 号	邮政编码	100080
电 话	010-62511242 (总编室)		010-62511398 (质管部)
	010-82501766 (邮购部)		010-62514148 (门市部)
	010-62515195 (发行公司)		010-62515275 (盗版举报)
网 址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com (人大教研网)		
经 销	新华书店		
印 刷	涿州星河印刷有限公司		
规 格	185mm×260mm 16 开本	版 次	2010 年 3 月第 1 版
印 张	39 插页 2	印 次	2010 年 3 月第 1 次印刷
字 数	871 000	定 价	68.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

前言

本书是对我的研究进程的一次报告——关于我从研究生阶段开始就深受吸引并为之奋斗的两项难题。第一项难题是如何调和宏观经济学与微观经济学理论，同时对可以追溯到凯恩斯之前很久的宏观经济思想传统所关注的主要问题并不简单地加以忽视——其中最紧要的一点就是，怎样理解从而减少由于价格或工资缓慢调整所导致的对现有生产能力有效利用的暂时偏离。我的导师 Bob Solow 始终强调微观经济学与宏观经济学的统一，他在两大领域中都显示了极高的才能。当我还在创作博士论文的时候，他就激励我尝试将黏性价格整合到跨期一般均衡模型之中——这类模型此后成为宏观经济分析的主导模式。我的另一位老师 Peter Diamond 特别强调一门能够将资源在部门间非有效配置问题与宏观经济稳定整合起来研究的公共经济学的重要性。直到我能够对这些挑战做出不致自感羞愧的回应，整整花了 20 年。但愿我并不会因为动作迟缓本身就被判不及格。

第二项难题是如何调和中央银行与理论货币经济学各自对货币政策的理解。长期以来，中央银行认为货币政策的关键问题是如何确定短期名义利率的合适水平。而理论文献则一直把货币政策视作中央银行对基础货币供给的控制，或中央银行的行为对一些广义货币总量变化的影响。直到最近这一情况才有所改变。我在大学阶段所接触到的文献中，不但在对有待分析的备选政策进行刻画时，利率显得并不重要，而且很多时候，在所采用的理论框架中，利率水平无法确定，或者即使对利率进行了定义，但不论选择什么样的货币政策，名义利率始终为零。我最先从 Axel Leijonhufvud 那里学到的威克塞尔货币分析传统，成为我重要的灵感源泉。据此，我所要努力揭示的是：我们可以将隔夜利率作为货币政策的操

作目标，并将货币政策理解为对这一目标进行调节的规则，而同时坚持在跨期一般均衡理论的大框架中赋予货币分析清晰的基础。

我第一次产生念头要对这一论题进行系统化的表述，是源自1998年6月，我被邀请到瓦赫宁恩为荷兰经济学网络（NAKE）所举办的暑期学校讲授为期一周的宏观经济理论课程。同年8月我在堪萨斯联储银行重复了同样的讲座。1999年2月在伦敦经济学院，讲演材料的另一个更长版本被用于讲授为期三周的博士生课程。此后，我感觉自己对所要表述的内容形成了较为清晰的认识，于是开始创作本书。完成这项创作任务所耗费的时间比我最初的预计略长，部分原因在于这一领域的研究进展实在太过迅速了。或许自1999年春季就开始流传的本书草稿有助于加速这一进展，但我有时仍不免疑惑，现在对货币政策进行我所期望的系统化表述，究竟是否时机成熟。本书显然并不意味着这一话题的终结，但它或许能帮助更多人加入到对话之中。

本书所刻画的大部分研究成果是和一系列合作者共同完成的，他们是 Julio Rotemberg, Ben Bernanke, Lars Svensson, Marc Giannoni 以及 Pierpaolo Benigno（大致按时间顺序排列）。书中的很多想法实际上来自他们，尽管我必须对书中任何表述上的不足承担责任。希望他们能够原谅我没能更频繁地提及他们的名字。这一研究项目也因为我的一些学生的工作而获得了极大的进展，除了上面已经被列为合作者的以外，还包括 Robert Kollman, Chris Erceg, Stephanie Schmitt-Grohe, Martin Uribe, Peter Ireland, Tim Fuerst, Tack Yun, Thomas Laubach, Eduardo Loyo, Rochelle Edge, Kosuke Aoki, Jon Steinsson, Gauti Eggertsson, Bruce Preston, 以及 Hong Li。如果没有他们的帮助，我对这些问题的理解不可能如此深入。

鉴于我所要讨论的主题，毫无疑问很多最有价值的对话者是来自各国的中央银行。尤其在我担任纽约联邦储备银行顾问的那两年（1995—1997年），以及2000年夏天作为新西兰储备银行的专职研究员的那段时间，对我的研究计划的形成产生了很大的帮助。在研究准备过程中，我同样在对以下单位的短期访问中获益匪浅：美联储，加拿大银行，英格兰银行，欧洲中央银行，瑞典银行，意大利银行，日本银行，以及香港货币局。我尤其要感谢 David Archer, Andy Brookes, Kevin Clinton, Chuck Freedman, Spence Hilton, Chris Ryan 以及 William Whitesell，他们就各自中央银行的货币政策执行对我进行了耐心地指导。

Ed Nelson 和 Argia Sbordone 仔细地阅读了大部分书稿（有时是好几个版本），对此我愧欠良多。我也要感谢 Pierpaolo Benigno, Pelin Berkmen, Oliver Blanchard, Jean Boivin, Michael Dotsey, Peter Dougherty, Gauti Eggertsson, Pedro Garcia Duarte, Tim Fuerst, Jeff Fuhrer, Marvin Goodfriend, Bob Hall, Michael Kiley, Jinill Kim, Hong Li, Eduardo Loyo, Bennett McCallum, Rick Mishkin, Athanasios Orphanides, David Romer, Julio Rotemberg, Juha Seppala, Jon Steinsson, Brad Strum, Lars Svensson 和 Marco Vega，他们对书稿的不同章节进行了评论，以及 Gauti Eggertsson, Marc Giannoni, Hong Li, Eduardo Loyo 和 Brad Strum，他们为本项研究提供了帮助。我在哈佛的学生当中，特别应该提到 Yves Nosbuch，因为他找出了很多排印错误。

我还要感谢国家科学基金会通过向国家经济研究局的一系列拨款对本项研究的支持，感谢 John Simon Guggenheim 纪念基金会和普林斯顿大学经济政策研究中心，它们在我休假期间对我的支持使得我可以计划并开始本书的创作。最后，我要感谢 Peter Dougherty，他对这样一个看起来随时都有可能无法得出结论的项目抱有着持久的热情。

但我最最要感谢的是 Argia 对我所持的信念，她像 Hyginus 一样勇敢而忠诚。

目 录

第 1 章 货币规则的回归	(1)
1.1 价格稳定的重要性	(3)
1.1.1 走向新“新古典综合”	(4)
1.1.2 微观基础与政策分析	(7)
1.2 政策承诺的重要性	(9)
1.2.1 管理预期的中央银行	(10)
1.2.2 传统最优控制的缺陷	(12)
1.3 不控制货币总量的货币政策	(16)
1.3.1 实施利率政策	(17)
1.3.2 无现金经济中的货币政策	(20)
1.4 利率规则	(24)
1.4.1 当前的建议	(25)
1.4.2 对利率规则的一般性批评	(28)
1.4.3 新威克塞尔货币理论	(31)
1.5 本书的计划	(35)
第一篇 分析框架	(43)
第 2 章 利率规则下的价格水平决定	(45)
2.1 无现金经济中的价格水平决定	(46)

2.1.1	具有名义资产的资产定价模型	(47)
2.1.2	威克塞尔政策制度	(53)
2.2	其他利率规则	(60)
2.2.1	外生利率目标	(61)
2.2.2	泰勒规则和确定性	(63)
2.2.3	对通货膨胀变化的惯性反应	(66)
2.3	具有货币摩擦的价格水平决定	(71)
2.3.1	具有交易摩擦的模型	(72)
2.3.2	重新考虑利率规则	(73)
2.3.3	与以货币增长为目标的比较	(74)
2.3.4	不可分离效用的后果	(78)
2.4	自我实现的通货膨胀和通货紧缩	(85)
2.4.1	局部确定下的全局多样性	(86)
2.4.2	预防通货紧缩陷阱的政策	(91)
2.4.3	阻止通货膨胀恐慌的政策	(93)
第3章	具有名义刚性的最优化模型	(102)
3.1	基本的黏性价格模型	(105)
3.1.1	定价和内生产出	(105)
3.1.2	提前固定价格的后果	(112)
3.1.3	新古典菲利普斯曲线	(114)
3.1.4	战略互补的来源	(118)
3.2	具有交错定价的通货膨胀动态	(125)
3.2.1	卡尔沃定价模型	(127)
3.2.2	新凯恩斯主义菲利普斯曲线	(133)
3.2.3	名义扰动的持续实际影响	(134)
3.2.4	名义支出增长率中持续性的后果	(139)
3.2.5	部门不对称的后果	(141)
3.3	名义扰动对通货膨胀的滞后效应	(145)
3.3.1	具有滞后价格变动的交错定价	(147)
3.3.2	对过去通货膨胀指数化的后果	(150)
3.4	名义工资黏性的后果	(155)
3.4.1	交错工资设定模型	(156)
3.4.2	黏性工资和名义扰动的实际效应	(160)
第4章	分析货币政策的新威克塞尔框架	(175)
4.1	一个货币政策效果的基准模型	(176)
4.1.1	非线性均衡条件	(176)
4.1.2	一个对数线性化的近似模型	(178)
4.2	利率规则和价格的稳定性	(180)
4.2.1	自然利率	(181)
4.2.2	均衡的确定性条件	(184)

4.2.3	学习动态机制下的稳定性	(190)
4.2.4	通货膨胀的决定因素	(200)
4.2.5	通过承诺泰勒规则来保证通货膨胀的稳定性	(207)
4.2.6	通货膨胀目标制	(209)
4.3	货币和总需求	(212)
4.3.1	一个最优化的 IS-LM 模型	(212)
4.3.2	实际余额效应	(214)
4.4	价格稳定的财政要求	(221)
第 5 章	对货币政策的动态反应	(233)
5.1	货币政策的滞后效应	(234)
5.1.1	前定支出的后果	(235)
5.1.2	私人支出的习惯持续	(241)
5.2	一些小的定量模型	(244)
5.2.1	罗特伯格-伍德福德模型	(244)
5.2.2	更多复杂的变形	(250)
5.3	货币政策和投资动态	(254)
5.3.1	黏性价格下的投资需求	(255)
5.3.2	存在内生资本的最优价格设定	(258)
5.3.3	与新威克塞尔基准模型的比较	(260)
5.3.4	资本和自然利率	(268)
第二篇	最优政策	(277)
第 6 章	通货膨胀稳定化与福利	(279)
6.1	损失函数的近似与最优政策	(281)
6.2	基于效用的福利准则	(286)
6.2.1	产出缺口的稳定性与福利	(286)
6.2.2	通货膨胀与相对价格扭曲	(289)
6.3	价格稳定性	(294)
6.3.1	有效自然产出率的情形	(295)
6.3.2	自然产出率轻微低效率的后果	(298)
6.3.3	特别提示	(301)
6.4	基本分析的扩展	(304)
6.4.1	交易摩擦	(304)
6.4.2	零利息率下界	(309)
6.4.3	不对称扰动	(314)
6.4.4	黏性工资与黏性价格	(320)
6.4.5	时变的税收楔子或费用加成	(325)
6.5	较大扭曲的情形	(329)
第 7 章	对政策规则承诺的获益	(341)
7.1	从长期看最优的通货膨胀目标	(344)

7.1.1	相机抉择政策的通货膨胀偏误	(344)
7.1.2	基本分析的拓展	(349)
7.2	对扰动的最优反应	(355)
7.2.1	成本推动冲击	(356)
7.2.2	自然利息率的波动	(366)
7.3	最优的简单政策规则	(370)
7.3.1	最优的非惯性计划	(372)
7.3.2	最优泰勒规则	(374)
7.4	最优状态依存工具路径作为一种政策规则	(377)
7.5	对一种最优目标规则的承诺	(380)
7.5.1	稳健的最优目标规则	(380)
7.5.2	目标规则的实施	(384)
第8章	最优货币政策规则	(392)
8.1	一般线性二次框架	(393)
8.1.1	最优状态依存路径	(394)
8.1.2	政策规则的各种备选形式	(398)
8.1.3	各种冲击下的稳健性	(401)
8.1.4	强健最优规则的存在性	(403)
8.1.5	最优工具规则	(407)
8.2	最优通胀目标规则	(410)
8.2.1	一个具有通胀惯性的模型	(411)
8.2.2	一个同时具有工资黏性和价格黏性的模型	(414)
8.2.3	一个具有习惯持续的模型	(416)
8.2.4	先决的支出和定价决策	(417)
8.2.5	小型数量模型下的最优政策	(420)
8.3	最优利率规则	(426)
8.3.1	新威克塞尔基本模型中的最优规则	(426)
8.3.2	通胀惯性的后果	(432)
8.3.3	先决的支出和定价决策	(442)
8.3.4	非完全信息下的最优政策	(444)
8.4	对当前流行的政策建议的一些思考	(446)
8.4.1	泰勒规则	(446)
8.4.2	通货膨胀预测盯住制	(452)
附 录		(461)
附录 A	第2章附录	(461)
A.1	命题 2.1 的证明	(461)
A.2	命题 2.2 的证明	(462)
A.3	对数线性化与均衡的确定性	(463)
A.4	命题 2.3 的证明	(467)
A.5	命题 2.4 的证明	(469)

A. 6	命题 2.5 的证明	(469)
A. 7	命题 2.7 的证明	(470)
A. 8	命题 2.8 的证明	(471)
A. 9	命题 2.9 的证明	(472)
A. 10	命题 2.10 的证明	(473)
A. 11	命题 2.11 的证明	(474)
A. 12	命题 2.12 的证明	(475)
A. 13	命题 2.13 的证明	(476)
A. 14	命题 2.14 的证明	(476)
A. 15	命题 2.15 的证明	(477)
A. 16	具有备择时点协定的货币摩擦	(478)
A. 17	施密特-葛罗布和乌利贝模型的例子	(482)
附录 B	第 3 章附录	(483)
B. 1	非 CES 需求与可变加成	(483)
B. 2	命题 3.3 的证明	(484)
B. 3	命题 3.4 的证明	(485)
B. 4	命题 3.5 的证明	(487)
B. 5	命题 3.6 的证明	(488)
B. 6	命题 3.7 的证明	(489)
B. 7	命题 3.8 的证明	(491)
附录 C	第 4 章附录	(493)
C. 1	小型线性模型中均衡的确定性: 一些有用的结论	(493)
C. 2	命题 4.3 的证明	(498)
C. 3	命题 4.4 的证明	(499)
C. 4	命题 4.5 的证明	(501)
C. 5	命题 4.6 的证明	(502)
C. 6	命题 4.7 的证明	(503)
C. 7	命题 4.9 的证明	(504)
C. 8	命题 4.11 的证明	(505)
附录 D	第 5 章附录	(506)
D. 1	对习惯持续模型的另一种解释	(506)
D. 2	命题 5.1 的证明	(507)
D. 3	命题 5.2 的证明	(509)
附录 E	第 6 章附录	(509)
E. 1	命题 6.1 的证明	(509)
E. 2	命题 6.3 的证明	(512)
E. 3	命题 6.6 的证明	(513)
E. 4	命题 6.7 的证明	(514)
E. 5	命题 6.9 的证明	(516)
E. 6	命题 6.10 的证明	(518)

E.7	命题 6.11 的证明	(520)
E.8	命题 6.12 的证明	(521)
附录 F	第 7 章附录	(522)
F.1	命题 7.6 的证明	(522)
F.2	命题 7.9 的证明	(523)
F.3	命题 7.10 的证明	(524)
F.4	最优非惯性计划	(525)
F.5	命题 7.15 的证明	(526)
F.6	命题 7.16 的证明	(526)
附录 G	第 8 章附录	(527)
G.1	假设 8.3 与假设 8.4	(527)
G.2	假设 8.5	(529)
G.3	一些技术性引理	(530)
G.4	命题 8.5 的证明	(531)
G.5	命题 8.6 的证明	(532)
G.6	命题 8.7 的证明	(533)
G.7	命题 8.8 的证明	(536)
G.8	命题 8.9 的证明	(538)
G.9	命题 8.10 的证明	(543)
G.10	命题 8.11 的证明	(545)
参考文献		(551)
索引		(571)
译后记		(610)

第 1 章 货币规则的回归

如果我们对于未来的价格体系有充分加以调节的能力的话，那么毫无疑问，最理想的局面……将是在不干预各种商品相对价格之必然变动的前提下，使货币价格的一般平均水平……保持完全稳定不变。

然而，这种调节为什么未能被包含在政策实践的范围之内呢？……以关税、国家补贴、出口奖励等方式试图部分地改变〔相对价格〕的自然秩序的做法，几乎不可避免地会造成社会效益的损失。这些做法必然被认为是违背情理的。另一方面，所谓绝对价格——货币价格——经最后分析，纯属习惯问题，它取决于对价格标准的选择，而这是我们力所能及的。

——克努特·威克塞尔（Knut Wicksell），《利息与价格》，1898，第 4 页。

在过去的一个世纪里，全球的货币体系经历了显著的变革。20 世纪之初，实践家们认为，货币单位的意义必须由其可兑换成一定数量贵重金属的性质加以保证。关于货币政策的争论往往只涉及金本位制和银本位制的相对优势或复本位制的可能性。然而世事流转，世界上的货币已经越来越完全地受控于各国中央银行的“管理”。自 70 年代初固定汇率的布雷顿森林体系解体之后，世界上的货币与任何实际商品的最后一丝联系也被抛弃了。如今我们生活在纯粹“法定”记账单位的世界中，每个记账单位的价值唯一地取决于对其负责的中央银行的相应政策。

这一变革同时也带来机遇与挑战。一方面，黄金或其他贵重金属市场的反复无常不再会造成货币购买力的变动，以及由此产生的对经济活动形式的破坏。正如一个世纪之前的货币改革家克努特·威克塞尔所提出的，货币的购买力无需受

制于任何“自然的”市场力量，而应该是政府调控的固有对象。原则上，这一认识应该能带来价值标准的更高的稳定性，从而促进契约行为和市场交易。同时，在法定货币体系下，世界各国中央银行的责任相比较于它们的任务仅为维持其货币对黄金的可兑换性之时更为复杂，而中央银行这项新的特权应该如何最佳利用，却无法立刻彰显。实际上，在实行新体制的最初十年中，很多工业化国家的政策都受到持续通货膨胀趋势的困扰，使得在 80 年代出现了一些要求回归到商品本位制的呼声。

这种回归被证明是不必要的。相反，80 年代以后，主要工业化国家的中央银行将通货膨胀拉回到较低且稳定的水平方面做得相当成功，而这也未见得对其他政策目标造成了任何永久性的代价。例如，在通货膨胀稳定之后的美国，实际 GDP 的增长一直高于平均水平，且更趋稳定。略显反常的是，在宏观经济稳定性得以改善的这一时期，与之同时发生的却是中央银行致力于宏观经济稳定的雄心从某种意义而言有所降低。世界各国的中央银行更为明确地致力于相对更为直截了当的通货膨胀控制目标，并且发现这样一来不仅较以往经验所示能够更容易地控制通货膨胀，而且价格的稳定性为实际经济行为创造了更可靠的基础。

于是，当新世纪来临时，大家正在逐渐形成的一项新的共识是，货币政策应该由明确的货币规则所规定，旨在确保价值标准的稳定性，而非纯粹以相机抉择为基础，以随时服务于看似最为紧迫之目的。不过新的货币规则也并非如金本位规则一样盲目机械——后者给出了一个世纪以前的传统货币的定义。相反，对于那些能充分认识行为后果并为之负责，且根据成效审慎选择政策的机构而言，新的货币规则将成为系统性操作的原理所在。的确，根据当前这种基于规则的政策制定方式，被强调更多的是对合意的经济后果做出明确承诺，例如通货膨胀率目标，而不是中央银行认为可能有助于监控该目标实施效果的某些特定的技术指标。

本项研究试图为这种基于规则的货币政策模式提供理论基础。发展出这样一套理论是一项很紧迫的任务，因为只有当中央银行对其所作所为能够提供清晰明确的理由，我所描述的这样一种基于规则的货币政策才是可行的。因此有必要使中央银行知道怎样进行系统性的操作才能实现其目标——此时的目标是由一些远非中央银行所能直接控制的变量所定义。也有必要使中央银行能够就系统性承诺的性质与公众进行沟通——此时类似货币兑换实物承诺中的硬性约束已经不复存在。正如我下文将会解释的，可靠的货币政策的优势很大程度上取决于私人部门在从事经济活动时能否理解和信任此项政策。

毋庸置疑的是，在过去的十年中，世界各国的中央银行对于其货币政策操作方式的自觉意识已经有了显著的提高，就其行为及所依据的考虑因素与公众已经进行了更为清楚的沟通。在这一方面尤其重要的一项进展是，在 20 世纪 90 年代“通货膨胀目标制”作为货币政策的操作方式^[1]被世界各国很多的中央银行所采纳。如我随后所详细讨论的，这一方式（最好的例证来自英格兰银行、加拿大银行、新西兰储备银行和瑞典银行的创新家们的实践）的特点不仅在于对明确的目标做出公开承诺，而且承诺在针对如何实现这一目标的系统性决策框架之内对中央银行的政策行为做出解释。这导致中央银行就解释当前状况与未来前景方面与

公众之间的沟通得以大幅改善，特别是通过公布详尽的《通货膨胀报告》。双方的沟通还包括就政策行为的商议程序进行相当明晰的讨论，有时甚至发表一些预测模型，而这些预测在商议过程中起到重要作用。因而这些国家的中央银行发现需要一套清楚的理论来指明如何以最佳的方式实现其目标，并且对于激励这一问题的思考发挥了重要作用。

事实上，中央银行为了获得更系统性的政策操作方法而提出的概念性框架，很大程度上是在缺乏货币经济学学术文献指导的条件下而发展起来的，这一局面直到最近才有所改变。确实，在实践中人们感兴趣的关于政策操作的主要问题——中央银行应该怎样决定隔夜利率的合适水平？货币政策应该怎样应对各种类型的无法预期的扰动？——在最近几十年已经不再被认为是学术研究的合适主题，原因包括卢卡斯（Lucas, 1976）对政策评价的传统计量方法的犀利批评，基德兰德和普雷斯科特（Kydland and Prescott, 1977）对传统的最优控制方法应用于经济政策操作问题的批评，以及新一代具有更严格的微观经济基础波动数量模型（“实际经济周期理论”）的发展认为货币政策对于经济福利而言没有意义。

然而，本书将会详细讨论的最新进展，已经在相当程度上改变了这一图景。本项研究试图表明，我们能够运用现代宏观经济理论工具——充分考虑私人部门预期内生性的跨期均衡建模——来分析最优利率设定问题，使之既能够认真对待银行家们所关心的问题，同时又把对传统政策评价实践的“新古典”批评考虑在内。循此途径所发展出来的一种理论，将能够为货币政策操作的系统性方法提供根基，而这正是当前许多中央银行孜孜以求的。我将阐述这一理论的基本要素，在本章中，我将首先回顾这一理论的一些关键特征，以便从第2章开始进行更系统性的展开。

1.1 价格稳定的重要性

基于规则的货币政策新模式的一个显著特征是对一项特定的政策目标给予更多的强调：维持低且稳定的通货膨胀率。在那些具有明确通货膨胀目标的国家中，这一点最为明显。但它似乎也能刻画近年来美国的货币政策特征。过去的十年间，美国的通货膨胀率取得了不同寻常的稳定，许多计量研究的证据表明美联储对通货膨胀变动的反应更为强烈。（参见1.4.1节对近年来美国政策的深入讨论。）

然而从经济理论的角度而言，这种强调的理由并非一目了然。标准的一般均衡模型——以及最早一代经济波动数量均衡模型，即20世纪80年代的实际经济周期模型——认为价格的绝对水平应该与资源配置无关，后者仅取决于相对价格。传统的凯恩斯（Keynes）宏观经济计量模型的观点当然是相反的：工资和价格增长率的变化与经济活动和就业的实质性变化是相关的。然而此种所谓“菲利普斯（Phillips）曲线”关系的存在，其表达的含义往往是：货币政策应该被用于帮助实现产出或就业目标，而并非提倡价格的稳定性。

本项研究则支持关于货币政策合理目标的另一种观点。通过货币政策来稳定

的一项被恰当定义的价格指数实际上是一个值得为之努力的——至少在一阶近似的程度上——重要目标，它也理应成为货币政策的主要目标。但支持的理由并非如通货膨胀目标制的拥护者们有时所认为的那样，在于通货膨胀率的变动没有实际效应。相反，恰恰因为一般价格水平的不稳定会造成相当的实际扭曲——从而导致总就业和总产出以及经济活动部门构成的无效率变动——所以价格稳定才是重要的。

此外，尽管货币政策的变动存在可预测的实际效应，但这并不意味着政策的制定必须主要依赖于对政策的产出或就业效应的计算，因为作为各种类型的实际扰动的结果，有效率的实际经济活动的总水平和部门构成也是随时间变化的。市场机制承担着一项艰巨的计算任务——在多数情况下是相当精确的——使得资源配置随时间变动以应对生产和消费机会的变化。基于此，就业和产出相对于某一平滑趋势的时序变化之本身并不能说明市场运行的失灵。而一般价格水平的不稳定性却是实际资源配置无效率的一个好的指示器——如果我们使用了合适的价格指数——因为价格朝同一方向变动的一般趋势（不论是相对于过去值上升或下降）既是资源配置系统性不均衡的原因，也是其症状。

上述概括性见解从各个方面而论都是尝试对在凯恩斯革命之前的货币经济学家当中很具影响力的某项观点进行复兴。该观点由著名的瑞典经济理论家克努特·威克塞尔在 20 世纪初进行了最好的表述，同时做出贡献的还有他的追随者——两次世界大战期间兴起的“斯德哥尔摩（Stockholm）学派”（例如埃里克·林达尔（Erik Lindahl）和贡纳尔·缪尔达尔（Gunnar Myrdal）），以及受到威克塞尔著作影响的弗里德里希·哈耶克（Friedrich Hayek）等人。然而，这些学者发展各自的观点时并未受益于现代一般均衡理论^[2]或宏观经济计量建模技术，因此威克塞尔理论能否为现代央行的银行家所必须倚重的政策数量分析——并且考虑到当前公众对政策决策的正当性诉求越来越高，这种分析显得更为关键——提供基础，是值得担心的。本书正是试图为上述观点提供理论基础，使之既能够在概念推演上满足现代经济学的严格标准，又能够在形式上符合经济时间序列分析的需要。

1.1.1 走向新“新古典综合”

本书所提倡的货币政策模式立足于对经济波动的分析，特别是对过去几年货币传导机制的分析。^[3]本书所分析的模型在两个关键方面与最初两代均衡经济周期模型——即卢卡斯（1972）开创的新古典模型和基德兰德和普雷斯科特（1982）以及朗和普洛瑟（Long and Plosser, 1983）开创的实际经济周期（RBC）模型——有所不同。这两代模型最早对经济短期波动进行了严格的跨期一般均衡分析，但是这些模型所包含的要素都不足以使它们适用于货币政策分析。卢卡斯模型尽管允许未被预期到的货币政策变动（被刻画成是货币供给增长率的随机变动）具有实际效应，但该模型认为货币政策的任何实际效应必须完全是暂时的，并且只要货币扰动对名义总支出的影响能够在事前被预测，它们就不具有任何实

际效应。然而在第3章中我们将看到，能够识别出的货币政策冲击效应的向量自回归（VAR）证据与这些预测结论是很不一致的。相反，尽管这些对名义总支出产生的效应至少在6个月之前就能根据联邦基金利率被预测到，但是它们对实际经济活动产生的（滞后程度类似的）效应仍然是相当大的，并且会持续好几个季度，而且在实证上的这一失败对货币政策分析而言并非不重要。只有未被预期到的货币政策才具有实际效应这一结论直接导致萨金特和华莱士（Sargent and Wallaces, 1975）得出一个令人生疑的结论：使用货币政策来稳定实际经济活动的任何尝试都必然无效。

20世纪80年代的RBC模型则是从一个颇为不同的视角来看待经济活动短期波动的典型特性，但是这一脉的古典模型同样没有为旨在稳定经济的货币政策留有任何余地，因为在这些模型中，实际变量的演变和任何名义变量都是完全独立的。因而当涉及实际经济波动时，货币政策（至少隐含地）被认为是没有任何意义的。因为来自VAR研究的实证证据和央行银行家的实践经验都无法支持这一观点，我也就不愿意使用这类模型来讨论合意的货币政策规则的特性。

第3章至第5章对最近的文献进行了回顾，并从中说明如何能够发展出这样一类模型，使它们既具有严格的跨期最优化行为基础，同时又能对货币扰动的实际效应进行更贴近现实的分析。这些模型也将表明，系统的货币政策能够从根本上改变整个经济对各种实际扰动做出反应的方式，这也正是我们对经济所做出的预测，从而对于本书所关心的问题而言具有重大意义。VAR模型通常并不能表明实际经济的波动中很大一部分应该归因于货币政策冲击——即央行利率政策的纯随机部分。此外在任何情形下，我们并不需要了解这类货币政策冲击的效应是什么，因为不管从什么角度而言都应该尽最大可能消除这类冲击（即使得货币政策可预测）。（在此处，我之所以要讨论我所主张的模型对这类冲击效应的证据的解释能力，恰恰是因为货币政策效应的这一方面能够基于相对较弱因而更足信的识别假设在实证上被识别。）另外，我非常感兴趣的是怎样从模型中得出不同的系统性货币政策决定实际扰动效应的不同方式。对中央银行而言，在实践中具有重要性的问题永远不是“这个月我们是否应该制造一些随机噪声”，而是“这个月的新闻是否说明调整利率水平是有必要的？”要思考这一问题，我们就需要了解不同类型的货币政策应对外生扰动的不同结果。

在我所主张的模型中要得到关于系统性货币政策的有价值结论，关键因素在于假定价格和/或工资并非连续调整，而是至少在短期内（几个月或甚至一年）稳定在一个过去的合意水平上。然而这一假定并不意味着我们需要接受作为60年代凯恩斯宏观经济计量模型核心的那些工资和价格调整的刻板的模型。那些模型假定价格或工资根据市场非均衡的某些测度标准而机械地变动，而在我的模型中，人们最优地制定价格或工资，即根据制定者当时所能获得的信息，价格和工资符合制定者的最优利益。在下一轮重新考虑制定价格之前（或新制定的价格生效之前）存在一个间隔期，我们把它看作是一项制度事实，就如同可行的生产技术。当然，这一事实所产生的约束将会被制定价格的决策者考虑在内。因此我们假定的价格“黏性”隐含着当人们考虑重新制定价格时，他们会采取前瞻性（forward-looking）的方式，根据对未来需求和成本条件的预期来制定价格，而非