

# 货币政策规则

## 行为经济学范式

肖本华 著



# 货币政策规则

——行为经济学范式

肖本华 著



 上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

货币政策规则:行为经济学范式/肖本华著. —上海:上海财经大学出版社, 2012. 12

ISBN 978-7-5642-1504-0/F · 1504

I. ①货… II. ①肖… III. ①货币政策-研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 251369 号

□ 责任编辑 台啸天

□ 封面设计 钱宇辰

□ 责任校对 王从远 林佳依

HUOBIZHENGCE GUIZE

**货币政策规则**

——行为经济学范式

肖本华 著

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

上海华教印务有限公司印刷

上海春秋印刷厂装订

2012 年 12 月第 1 版 2012 年 12 月第 1 次印刷

---

710mm×960mm 1/16 15 印张 267 千字

定价: 32.00 元

本书受到教育部人文社科青年基金项目(09YJC790187)、博士后基金第48批面上项目(20100480539)、博士后第四批特别基金资助(201104238)、2011年中央财政支持地方高校专项资金和上海金融学院资助。

# 内容摘要

2007 年以来,一场以美国次级债危机引发的“百年一遇”的金融风暴席卷全球,由危机引发了对许多经济理论问题的激烈争论,其中包括对“新货币共识”的争论。危机前理论界所形成的“新货币共识”认为:在货币政策操作中,规则优于相机抉择;保持稳定的低通货膨胀是中央银行的首要目标,通货膨胀目标制优于其他货币政策目标规则;货币政策应重视政策利率工具的使用,具体操作中可以或明或暗地通过利用一种透明且可预测的规则,如泰勒规则。20 世纪 80 年代以来,包括美联储在内的许多国家的央行开始按上述理论来操作本国的货币政策,并取得了很好的效果,出现了高增长和低通胀并存的“大缓和”时期。

2008 年国际金融危机后,在总结危机发生原因时,越来越多的经济学家认为危机前主要经济体尤其是美国的货币难辞其咎,因此在后危机时代掀起了反思货币政策的热潮。危机后在货币政策理论研究方面取得了许多新进展,如提出完善通货膨胀目标制、金融摩擦应置于货币政策分析的前沿和核心、重新认识货币政策与金融稳定之间的关系等。

在反思中,有些经济学家认为,“新货币共识”理论之所以在实践中遇到困难,主要在于它们建立在刚性的理性人基础上,与现实有一定的差距。相反,在行为经济学范式下以异质社会人的假设为基础研究货币政策规则可能会对实际货币政策操作更有理论指导意义。虽然国内外一些经济学家在该范式下开始研究货币政策规则问题,但系统研究还是空白,因此本书在现有相关研究的基础上,尝试在行为经济学范式下构建比较系统的货币政策规则理论体系,应该是有一定的理论和实践意义的。

预期的性质是整个宏观经济理论研究的重要基础。本书首先对通货膨胀预期的性质进行研究,认为通货膨胀预期是有限理性和异质性的。这一论证为在行为经济学范式下货币政策规则研究奠定了坚实的理论基础。

建立在完全理性预期假设上的巴罗和戈登货币政策动态不一致性理论认为,相机抉择会导致通货膨胀与产出偏差,而货币政策规则则可以降低这些偏差,因此规则

优于相机抉择。本书在有限理性假设下对巴罗和戈登模型进行了修正,证明了即使在有限理性下货币政策规则仍然优于相机抉择,并且对 1984 年以来我国货币政策操作的规则和相机抉择问题进行了探讨,指出了我国货币政策操作中相机抉择的色彩比较浓厚。

本书通过构建行为经济学范式下的宏观经济模型对通胀目标制、价格水平目标制、通货膨胀和价格混合目标制三种目标规则进行比较,认为通货膨胀和价格混合目标制是最优的,但可操作性不强,选择通货膨胀目标制还是价格水平目标制应考虑通货膨胀预期、通货膨胀惯性及对外经济开放度等因素。在有限理性下,价格稳定与金融稳定这两种目标并不是统一的,有时甚至是相互矛盾的,货币政策应考虑金融稳定目标。后危机时代,应进一步完善通货膨胀目标制,将金融稳定纳入货币政策框架,加强货币政策与宏观审慎监管政策的协调。

本书还根据行为经济学相关理论,基于货币政策作用的非对称性和货币政策目标损失函数的非对称性等理论假设,对泰勒规则进行了研究,认为泰勒规则在考虑价格稳定的同时还应兼顾金融稳定,其形式应是非线性;在泡沫时期可以考虑采取包含货币因素的利率规则。

# 目 录

|                                           |        |
|-------------------------------------------|--------|
| 内容摘要 .....                                | ( 1 )  |
| <b>1 导论</b> .....                         | ( 1 )  |
| 1.1 研究背景与研究意义 .....                       | ( 1 )  |
| 1.2 研究思路、研究方法 with 结构安排 .....             | ( 8 )  |
| 1.3 主要概念的界定 .....                         | ( 11 ) |
| 1.4 本书的主要创新与局限性 .....                     | ( 13 ) |
| <b>2 主流经济学范式下的货币政策规则研究述评</b> .....        | ( 16 ) |
| 2.1 货币政策规则与相机抉择之争 .....                   | ( 16 ) |
| 2.2 货币政策目标规则的研究 .....                     | ( 23 ) |
| 2.3 货币政策工具规则的研究 .....                     | ( 30 ) |
| 2.4 主流经济学范式下国内关于货币政策规则的研究 .....           | ( 40 ) |
| 2.5 对危机前货币政策规则研究的评析 .....                 | ( 44 ) |
| 2.6 后危机时代货币政策理论研究的新进展 .....               | ( 49 ) |
| <b>3 行为经济学及在行为经济学范式下的货币政策规则研究述评</b> ..... | ( 57 ) |
| 3.1 行为经济学的产生与发展 .....                     | ( 57 ) |
| 3.2 行为经济学的主要理论基础——前景理论与不一致时间偏好理论 .....    | ( 62 ) |
| 3.3 行为经济学范式下的货币政策规则研究述评 .....             | ( 73 ) |
| <b>4 通胀预期的有限理性与异质性研究</b> .....            | ( 90 ) |
| 4.1 国外关于通胀预期的有限理性与异质性研究 .....             | ( 90 ) |
| 4.2 我国通货膨胀预期的有限理性实证研究 .....               | ( 97 ) |

|     |                                    |       |
|-----|------------------------------------|-------|
| 4.3 | 我国通货膨胀预期的异质性实证研究 .....             | (108) |
| 5   | 行为经济学范式下的货币政策规则与相机抉择之争 .....       | (117) |
| 5.1 | 对巴罗和戈登模型的修正 .....                  | (117) |
| 5.2 | 基于修正的巴罗和戈登模型下的货币政策规则与相机抉择之争 .....  | (123) |
| 5.3 | 危机前我国的货币政策操作:1984~2007 年 .....     | (130) |
| 5.4 | 后危机时代我国的货币政策操作:2008~2012 年 .....   | (145) |
| 6   | 行为经济学范式下的货币政策目标规则研究 .....          | (152) |
| 6.1 | 行为经济学范式下的三种货币政策目标制的比较分析 .....      | (152) |
| 6.2 | 行为经济学范式下货币政策的价格稳定目标和金融稳定目标研究 ..... | (160) |
| 6.3 | 后危机时代我国的货币政策目标规则研究 .....           | (176) |
| 7   | 行为经济学范式下的货币政策工具规则研究 .....          | (188) |
| 7.1 | 泰勒规则的多重共线性与潜在产出的计量问题及解决方法 .....    | (188) |
| 7.2 | 泰勒规则的非线性问题 .....                   | (194) |
| 7.3 | 资产价格波动下的货币政策工具规则研究 .....           | (203) |
|     | 参考文献 .....                         | (212) |
|     | 后记 .....                           | (225) |

## 图表目录

|        |                                             |       |
|--------|---------------------------------------------|-------|
| 图 1.1  | 本书的研究思路 .....                               | ( 8 ) |
| 表 2.1  | 美国的基础货币增长 .....                             | (38)  |
| 图 3.1  | 期望效用函数理论 .....                              | (64)  |
| 图 3.2  | 期望值理论 .....                                 | (64)  |
| 图 3.3  | 一个假设的价值函数 .....                             | (67)  |
| 图 3.4  | 一个假定的概率权重函数 .....                           | (68)  |
| 表 4.1  | 美国通胀预期的有限理性实证研究结果 .....                     | (93)  |
| 表 4.2  | 处理通货膨胀的近似理性的经济成本 .....                      | (95)  |
| 表 4.3  | 我国 2003 年第 3 季度至 2011 年第 2 季度未来物价预期指数 ..... | (98)  |
| 图 4.1  | 我国 1995~2004 年通货膨胀预期的认知偏差的时间序列 .....        | (100) |
| 图 4.2  | 我国 1994 年 1 月~2004 年 12 月的居民消费价格指数 .....    | (103) |
| 图 4.3  | 我国 1994 年 1 月~2004 年 12 月的预期通货膨胀率 .....     | (103) |
| 表 4.4  | 1994 年 1 月~2004 年 12 月模型有关经济变量平稳性检验 .....   | (104) |
| 表 4.5  | 分割点为 1997 年 2 月的检验结果 .....                  | (105) |
| 表 4.6  | 假设 3 检验结果 .....                             | (106) |
| 表 4.7  | 1994 年 1 月~1997 年 2 月通胀预期对部分价格指数的锚定 .....   | (107) |
| 表 4.8  | 1997 年 3 月~2004 年 12 月通胀预期对部分价格指数的锚定 .....  | (107) |
| 表 4.9  | 《居民储蓄问卷调查系统》中群体的划分 .....                    | (109) |
| 图 4.4  | 各类群体的通货膨胀率的条件标准差 .....                      | (110) |
| 图 4.5  | 2001 年 1 月~2008 年 10 月我国城市居民的预期通货膨胀率 .....  | (111) |
| 图 4.6  | 2001 年 1 月~2008 年 10 月我国农村居民的预期通货膨胀率 .....  | (111) |
| 表 4.10 | 平稳性检验 .....                                 | (112) |
| 表 4.11 | 城市居民通货膨胀预期锚定效应检验结果 .....                    | (113) |
| 表 4.12 | 各变量平稳性分析 .....                              | (113) |

|        |                                               |       |
|--------|-----------------------------------------------|-------|
| 表 4.13 | 农村居民通货膨胀预期锚定效应检验结果 .....                      | (114) |
| 表 4.14 | 各机构对我国 2007 年 4 季度~2008 年 3 季度的 CPI 的预测 ..... | (116) |
| 表 5.1  | 相机抉择和规则下的中央银行目标损失函数值分析 .....                  | (128) |
| 表 5.2  | 1984~1991 年我国的货币供应增长率.....                    | (131) |
| 表 5.3  | 1992~1997 年我国的货币供应增长率.....                    | (133) |
| 表 5.4  | 1998~2002 年我国货币供应增长率的目标值和实际值.....             | (134) |
| 表 5.5  | 2003~2007 年我国货币供应量的增长率.....                   | (136) |
| 图 5.1  | 货币政策规则性成分对通货膨胀的影响 .....                       | (143) |
| 图 5.2  | 正向相机抉择成分对通货膨胀的影响 .....                        | (143) |
| 图 5.3  | 负向相机抉择成分对通货膨胀的影响 .....                        | (143) |
| 表 5.6  | 规则性和相机抉择性成分对通货膨胀影响的预测方差分解 .....               | (144) |
| 表 5.7  | 2008 年我国的货币政策操作.....                          | (146) |
| 表 5.8  | 2010 年 10 月~2011 年 7 月我国的货币政策操作 .....         | (147) |
| 表 5.9  | 2011 年 11 月~2012 年 7 月我国的货币政策操作 .....         | (148) |
| 表 5.10 | 2002 年以来我国的社会融资规模 .....                       | (149) |
| 表 6.1  | 基准值 .....                                     | (156) |
| 表 6.2  | 基准值下的三种货币政策目标规则损失函数值 .....                    | (156) |
| 表 6.3  | 不同通货膨胀惰性下的目标损失函数值 .....                       | (157) |
| 表 6.4  | 不同产出稳定比重下的目标损失函数值 .....                       | (158) |
| 表 6.5  | 2000~2005 年美国商业银行几类主要贷款结构的变化.....             | (167) |
| 表 6.6  | 2001~2005 年美国次级贷款占住房抵押贷款之比.....               | (167) |
| 表 6.7  | 应对房地产泡沫的宏观政策效应分析 .....                        | (175) |
| 图 6.1  | 应对房地产热潮的宏观政策组合 .....                          | (174) |
| 表 6.8  | 我国货币政策目标规则实证研究结果 .....                        | (177) |
| 图 6.2  | 我国金融机构贷款增长率与同期国内生产总值增长率之比 .....               | (182) |
| 表 6.9  | 金融机构贷款与上证综合指数的 Granger 检验结果 .....             | (182) |
| 表 6.10 | 金融机构中长期贷款与商品房销售平均价格的 Granger 检验结果<br>.....    | (182) |
| 图 6.3  | 商品房平均销售价格对金融机构中长期贷款的脉冲响应 .....                | (183) |
| 表 6.11 | 各年 M2、GDP、CPI 增长情况 .....                      | (183) |
| 表 6.12 | 货币增长与信贷扩张的 Granger 检验结果 .....                 | (184) |

|        |                                                  |       |
|--------|--------------------------------------------------|-------|
| 图 6.4  | 1993~2005 年我国外汇占款占基础货币的比例.....                   | (185) |
| 表 6.13 | 各年货币乘数及其三大影响因素变化 .....                           | (185) |
| 表 6.14 | 我国 2007 年 1 月~2007 年 9 月的实际存贷款利率.....            | (186) |
| 表 6.15 | 2006 年 8 月~2007 年 11 月我国存贷利差情况 .....             | (187) |
| 表 7.1  | 平稳性检验结果 .....                                    | (192) |
| 表 7.2  | 分割点为 1997 年 3 月的检验结果 .....                       | (193) |
| 表 7.3  | 货币政策作用的非对称性检验 .....                              | (197) |
| 表 7.4  | 我国金融结构人民币贷款 1 年期基准年利率调整情况 .....                  | (201) |
| 表 7.5  | 非线性形式泰勒规则的门槛效应检验 .....                           | (202) |
| 表 7.6  | 双门限模型的估计结果 .....                                 | (202) |
| 表 7.7  | 近期来我国利率调整与股市反应情况 .....                           | (204) |
| 表 7.8  | 2007 年 3~9 月我国的商品房平均销售价格与 5 年期贷款利率 .....         | (206) |
| 表 7.9  | 银行信贷与资产泡沫 .....                                  | (207) |
| 表 7.10 | 1993~2004 我国 1 年期贷款利率与贷款变动额相关系数表 .....           | (208) |
| 表 7.11 | 我国 2007 年 1 月~2007 年 12 月的同业拆借利率拟合值与实际值<br>..... | (210) |

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

#### (1) 格林斯潘走下神坛

2008 年国际金融危机前,全球经济出现了较长时期的高增长和低通胀的良好局面,1987 年 8 月至 2006 年 1 月任美联储主席的格林斯潘当时被认为为这一成绩作出了巨大贡献。在格林斯潘任期内,面对纽约股灾、亚洲金融危机、科技股泡沫破灭以及“9·11”恐怖袭击事件等一系列重大危机时,格林斯潘运用所谓中性货币政策使美国股市出现了前所未有的大牛市。这段时期,失业率低至 5.5%,通货膨胀率在 3% 以下,传统经济学认为难以两全的低失业率和低通货膨胀率竟然同时出现。

当时,格林斯潘的货币政策受到各界一致好评。美国政府、美国老百姓、美国华尔街都说他是有史以来最伟大的中央银行家。美国的一家媒体曾在 1996 年总统大选时说道:“谁当总统都无所谓,只要让格林斯潘当联储主席就行。”2002 年,他的声誉达到顶峰之时,他赴英国领受“爵士”封号。他最忠实的拥趸——前英国首相戈登·布朗——曾证实,称格林斯潘得到这项嘉奖是因为他促进了“经济稳定”。

2008 年爆发的华尔街金融风暴彻底改变了这一切,将格林斯潘拉下神坛。从 2006 年下半年发端的美国次级债危机,进入 2007 年 8 月后骤然形成席卷全球金融市场的金融风暴,在危机中不断传出美国的金融机构破产和出现巨额亏损的信息。2007 年 4 月,美国第二大次级房贷公司新世纪金融公司(New Century Financial)申

请破产保护;2007年8月,美国房地产投资信托公司(American Home Mortgage)申请破产保护;2007年10月,美国第五大投资银行——贝尔斯登由于次级债问题濒临破产,在美联储的支持下被摩根大通收购。进入2008年危机进一步加深,先是美国的房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)两家机构因净损失累计达到149亿美元,<sup>[1]</sup>不得不由美国政府接管,不久美国第四大投资银行的雷曼兄弟宣布破产,第三大投资银行美林证券以约440亿美元被美国银行收购,美国五大投资银行中幸存的高盛和摩根士丹利向美联储提出申请,转为银行控股公司,至此,美国的五大投资银行都已成为历史。次贷危机爆发以来,美国最大的保险公司美国国际集团(AIG)受信贷违约掉期等业务累计亏损已高达250亿美元,不得不向美联储申请400亿美元短期贷款,以避免评级调降。2008年9月25日华盛顿互惠银行被美国联邦存款保险公司(FDIC)接管,成为美国历史上倒闭的最大规模储蓄银行。

雷曼兄弟倒闭后,全球金融市场呈现大幅下挫之势,股票指数表现得尤为明显。虽然政府干预力度不断加大,如2008年10月7日美国国会通过了7000亿美元的救市方案,但金融市场剧烈动荡形势依旧。标准普尔500指数在9月22日至10月10日下跌了约25%,道一琼斯指数四年来首度跌破万点,摩根士丹利资本国际世界指数同期的跌幅超过了28%。2008年10月6日,全球股市基本都经历了“黑色星期一”,巴黎CAC40股指低开低走,较前一交易日暴跌9.04%,创股指历史最大单日跌幅;德国法兰克福DAX指数下跌7.07%;伦敦股市也大幅收低,《金融时报》100种股票平均价格指数跌至四年来最低点,跌幅高达7.29%,加拿大股市跌11%。与此同时,新兴市场资产价格也出现了大幅度下跌,以本币计跌幅约为24%。

金融界反思此次华尔街金融风暴时,格林斯潘被列入了次贷危机“罪魁祸首”。世界银行高级副行长、首席经济学家林毅夫在接受采访时表示,金融危机之所以发展到目前阶段,与美国政府没有很好处理2001年互联网泡沫破灭有关。对格林斯潘的批判主要集中在货币政策与金融监管政策,尤其是任期内的宽松货币政策。在2001年至2003年,美联储为了减轻互联网泡沫破灭对经济的影响而降息太多,随后的加息步伐又太慢。低利率刺激了抵押贷款和过度消费,造成了房地产泡沫的膨胀。

## (2) 危机后发达国家深陷“流动性陷阱”

流动性陷阱是由凯恩斯首先提出的,指当利率水平十分低下时,进一步降低政策利率无法改变市场利率,也无法激起企业的投资欲望、个人的消费欲望,进一步宽松

[1] 截至2008年9月的统计数据。

货币政策并不能刺激经济活动。在现代社会,无论是利率政策还是流动性政策,均可能在极端货币环境下,失去乘数效应,失去对经济的杠杆刺激作用。从 20 世纪 90 年代日本经济泡沫破灭开始算起,日本已在此陷阱中挣扎了 20 余年。日本名义利率在 1999 年下降至零,但物价进入通货紧缩状态,日本央行此后已无法通过减息降低实际利率,经济陷入二十余年的长期低迷,失业率持续上行。

为应对此次国际金融危机,2008 年 10 月全球主要央行掀起了一致降息的货币政策行动,美联储、加拿大银行、英格兰银行、欧洲央行、瑞典银行、瑞士国民银行六大主要中央银行“联合”发表降息声明,同时将利率下调 50 个基点,掀开了史无前例的协调降息的序幕,向市场表明了共同应对金融危机的决心。2008 年 12 月 16 日,美联储宣布将联邦基金利率即商业银行间隔夜拆借利率从 1% 降至历史最低点——0~0.25% 区间,并且于 2012 年 3 月 14 日宣布将 0~0.25% 的超低利率维持到 2014 年年末不变。2012 年 7 月 5 日,欧洲央行将欧元区基准利率从 1% 下调 25 个基点至 0.75%,并首次将隔夜存款利率降到零。日本央行(BOJ)在 2012 年 2 月 14 日决定维持基准利率在 0~0.1% 不变。这些说明,在后危机时代,全球主要经济体相继步入了零利率时代。

在降息的同时,全球主要经济体还采取了量化宽松货币政策。但降息和量化宽松货币政策的效果并不尽如人意,至今欧美等发达国家仍然深陷“流动性陷阱”。2012 年第 1 季度美国实际 GDP 首次估测值按年率计算增长 2.2%,这一增幅低于市场此前普遍预测的 2.5%,环比 2011 年 4 季度下降 0.8 个百分点,经济增速明显放缓。美国通胀率从 2012 年开始也在逐步下降,较长时间在美国的目标通胀率 2% 以下。从 2012 年第 1 季度欧元区 13 个国家公布的当季 GDP 同比增长数据来看,其中经济衰退的有 6 个国家(希腊、西班牙、意大利、葡萄牙、荷兰、塞浦路斯),占比高达 46.15%,这 6 国 GDP 同比平均增速为 -2.13%,而经济增长的 7 个国家平均增长仅为 1.83%。与此同时,欧元区失业率长期居高不下,2012 年 3 月达到 10.9%,创下历史新高。根据希腊统计局 2012 年 7 月 12 日公布的数据,希腊 4 月失业率为 22.5%,较 6 月上升 0.5 个百分点,较上年同期上升 6.3 个百分点,创纪录新高。希腊 15 岁至 24 岁公民中,超过半数没有就业。

### (3) 后危机时代我国货币政策面临通胀与金融稳定的双重挑战

一是通货膨胀的挑战。从 2003 年至今,我国的通胀形势发生了多次变化,对如何提高货币政策应对通胀的前瞻性和灵活性方面构成较大挑战。2003~2006 年是低通胀阶段,CPI 年均上涨率是 2.1%。但是到了 2007 年,开始转入高通胀阶段。

2007年我国通胀率上升到4.8%，2008年上半年，我国居民消费价格总水平上涨7.9%，为抑制通货膨胀，2008年以来我国不断加大从紧货币政策的力度。在2008年9月之前连续地提高法定存款准备金率和存贷款利率，同时央行的对冲力度也不断加大，在这些从紧的货币政策措施及其他相关措施的作用下，我国的通胀率开始有所下降，2008年8月CPI同比上涨4.9%。始料不及的是，在国际金融危机的影响下，我国通胀形势很快发生了转变，而货币政策却缺乏前瞻性，没有及时改变操作方向。从2008年第2季度开始，我国经济增长速度和通货膨胀率不断下滑，但是直到2008年9月才开始改变货币政策操作方向。中国人民银行2008年9月15日宣布，下调人民币贷款基准利率和中小金融机构人民币存款准备金率；从2008年9月16日起，下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点；从2008年9月25日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调1个百分点。2010年，由于危机后国内积极的财政政策和过度宽松货币政策的影响，我国又出现了明显的通货膨胀。为降低通胀压力，2010年，中国人民银行两次上调存贷款基准利率各25个基点，6次上调金融机构存款准备金率。但是随着欧债危机的蔓延，我国的通胀压力迅速释放，经济下行压力加大，因此在2012年6月，中国人民银行正式下调金融机构人民币存贷款基准利率，其中，金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.25个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整，这是自2008年以来的首次降息。距2012年6月降息还不足一个月，2012年7月5日，中国人民银行宣布下调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，一年期存款基准利率下调0.25个百分点；一年期贷款基准利率下调0.31个百分点。由此可见，与2008年国际危机前相比，后危机时代我国通胀形势多变，加大了对货币政策的挑战。

二是金融稳定的挑战。后危机时代，我国的金融稳定面临国内外货币政策的严峻冲击。2008年后，面对国际金融危机下严峻复杂的经济形势，我国政府采取了十分果断的决策，积极的财政政策和宽松货币政策迅速开启。尽管这有效遏止了经济增长明显下滑态势，但造成金融风险（地方融资平台坏账、房地产价格高企）的滋生。随着欧债危机给我国所带来的经济下行压力加大，2012年中央经济工作会议上提出“稳增长、控物价、调结构”，“稳增长”被提到首位。在这一背景下，货币政策虽然定调为稳健，但实际为宽松货币政策。这次的宽松货币政策能否吸取2008年和2009年过度宽松的教训，对于防止我国房地产价格反弹和维护金融稳定具有至关重要的意义。同时，后危机时代主要经济体推行的量化宽松货币政策也严重影响到我国的金

融稳定。美国次级债危机发生至今,美国和日本等全球主要经济体继续推行量化宽松货币政策,美国在 2011 年 6 月第二轮量化宽松政策将要到期时又在跃跃欲试推出第三轮量化宽松货币政策,日本在 2011 年 3 月 11 日的大地震发生后也进一步加大了量化宽松货币政策的力度。量化宽松货币政策使得美元和日元继续保持极低的利率和贬值的趋势,迫使美元和日元持有者采取行动规避风险,经济增长显著而且具有人民币升值预期的中国首当其冲,最容易成为热钱冲击的对象。在追求高风险和高收益基础上,具有敏感性、波动性、虚拟性、投机性与短期性等特征的热钱,在一国进出通常会导致该国产价格急剧波动,威胁该国的金融稳定。因此,后危机时代美国、日本等主要经济体继续推行量化宽松货币政策所导致的大规模热钱涌入也会对中国金融稳定构成严重的威胁。

### 1.1.2 研究目的和研究意义

针对当前国内和国外经济出现的新形势,货币政策该如何操作? 主流经济学的货币政策理论是否能够提供满意的答案? 关于这方面的争论已成为当前理论研究的热点。

综观 20 世纪 70 年代以来的关于货币政策操作的理论研究,主要取得的成果有以下几点:一是大部分经济学家认为在货币政策操作中,规则优于相机抉择。这主要归功于时间非一致性理论的提出。基德兰德和普雷斯科特(Kydland & Prescott, 1977)首次将“时间非一致性”的概念引入了宏观经济学。<sup>〔1〕</sup> 巴罗和戈登(Barro & Gordon, 1983)最早将这一概念引入货币政策的研究,他们认为,时间非一致性的存在导致初始的政策承诺是不可信的,对于货币政策而言,如果中央银行采用相机抉择的货币政策,则低通胀的政策承诺是不可信的。<sup>〔2〕</sup> 自基德兰德和普雷斯科特的论文发表之后,学术界关于规则和相机抉择的讨论出现了一边倒的倾向:大多数人都支持货币政策规则而不是相机抉择。

二是比较推崇通货膨胀目标制与泰勒规则。斯文森(Svensson, 1997)认为具体的货币政策规则可以分为目标规则和工具规则。<sup>〔3〕</sup> 在目标规则方面大部分经济学

---

〔1〕 Kydland, F. and E. Prescott. Rules rather than Discretion; The Inconsistency of Optimal Plans[J]. *Journal of Political Economy*. 1977, Vol. 85:473—490.

〔2〕 Barro, R. J. and D. B. Gordon. Rules, Discretion and Reputation in a model of Monetary Policy[Z]. NBER Working Paper. 1983, No. 1079.

〔3〕 Lars E. O. Svensson. Optimal Inflation Targets, “Conservative” Central Banks, and Linear Inflation Contracts[J]. *The American Economic Review*. 1997, Vol. 87:213—245.

家推崇通胀目标制尤其是有弹性的通胀目标制。不论是何种形式的通胀目标制都保持低通胀放在首位,其主要的理论依据是认为经济增长和通货膨胀在长期内不存在替代关系。斯文森(Svensson,1999)在一个小型开放经济模型中,考察了面对几种不同冲击的最优货币政策,其结论是弹性的、盯住CPI的通货膨胀目标制不仅在约束CPI通货膨胀率的变动上非常有效,而且能够稳定产出和实际汇率的波动。<sup>〔1〕</sup>在工具规则方面比较认可的是泰勒规则。泰勒规则采取线性形式,相对于产出的偏离,给予通货膨胀的偏离更大的反应系数。克拉里达、加利和格特勒(Clarida, Gali & Gertler, 1999)对美国、日本和德国的货币政策反应函数进行了比较分析,结果表明,在布雷顿森林体系解体之后,这三个国家的央行都通过提高利率控制通货膨胀,而执行政策时无一例外地遵从了简单(或扩展的)泰勒规则。<sup>〔2〕</sup>

20世纪80年代以来,越来越多国家的央行开始按上述理论来操作本国的货币政策,并取得了很好的效果。如20世纪70年代末,沃尔克在执掌美联储之后,采取坚决的反通胀政策,结果只付出了较小程度的经济衰退就将美国当时的通胀率从两位数下降到个位数。格林斯潘时期的美联储被学术界认为采取了隐性的通货膨胀目标制,结果在他的任期之内出现了较长的经济繁荣,期间只出现了两次轻微的中度衰退。后危机时代,还能够完全按上述理论指导货币政策操作吗?从各国实际的货币政策操作来看,很少国家完全按上述理论操作本国的货币政策。如在2008年上半年,根据当时各国的通货膨胀形势,在通货膨胀目标制下应采取加息以抑制通胀,但由于金融市场的动荡以及害怕金融市场的动荡影响实体经济的发展,出现较大程度的衰退,各国并没有把物价稳定放在首要位置,考虑得更多的是金融市场稳定和经济增长。同时开始有部分经济学家对格林斯潘时期的货币政策实践进行反思,思考其当初的货币政策操作是否妥当,如世界银行前负责经济发展的高级副行长兼首席经济学家、诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨就指出,美国次级债危机与美联储前主席格林斯潘在任时实行的政策有关,他认为有句话用在格林斯潘身上很合适:斯人已去,遗害犹在。<sup>〔3〕</sup>许多格林斯潘的批评者认为,他在任期的初期阶段将利率定得太

〔1〕 Lars E. O. Svensson. Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule[J]. *Journal of Monetary Economics*, 1999, Vol. 43: 607—654.

〔2〕 Clarida, Richard, Jordi Gali & Mark Gertler. The science of monetary policy: a new keynesian perspective[J]. *Journal of Economic Literature*, 1999, Vol. 37: 1661—1707.

〔3〕 新华网,2007年8月23日,斯蒂格利茨:美国次贷危机与格林斯潘有关, [http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-08/23/content\\_6589991.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2007-08/23/content_6589991.htm).