

中国宏观金融调控 体系研究

——基于针对性、灵活性、前瞻性和协调性的视角

黄宪

主编

 人民出版社

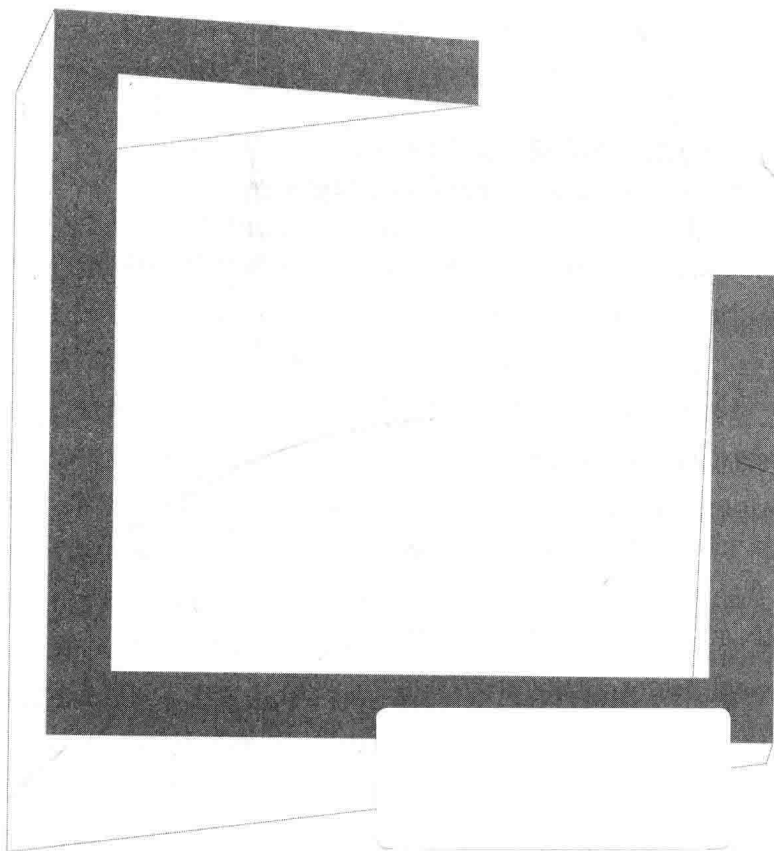
国家社会科学基金重大项目的最终成果（项目批准号：12&ZD046）

中国宏观金融调控 体系研究

——基于针对性、灵活性、前瞻性和协调性的视角

黄宪

主编



人民出版社

责任编辑:卢 典

图书在版编目(CIP)数据

中国宏观金融调控体系研究:基于针对性、灵活性、前瞻性和协调性的视角/
黄宪主编. —北京:人民出版社,2018.7

ISBN 978-7-01-019343-4

I. ①中… II. ①黄… III. ①金融调控—研究—中国 IV. ①F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 097164 号

中国宏观金融调控体系研究

——基于针对性、灵活性、前瞻性和协调性的视角

ZHONGGUO HONGGUAN JINRONG TIAOKONG TIXI YANJIU

——JIYU ZHENDUIXING、LINGHUOXING、QIANZHANXING HE XIETIAOXING DE SHIJIAO

黄 宪 主编

人 民 出 版 社 出版发行

(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

环球东方(北京)印务有限公司印刷 新华书店经销

2018 年 7 月第 1 版 2018 年 7 月北京第 1 次印刷

开本:787 毫米×1092 毫米 1/16 印张:25.75

字数:562 千字

ISBN 978-7-01-019343-4 定价:68.00 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 65288539



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

作者简介

黄宪，博士，1954年生，现任武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师，武汉大学“金融发展与政策研究中心”主任。享受国务院特殊政府津贴，入选“珞珈杰出学者”。

研究领域：货币金融理论、金融中介理论和金融风险管理。

研究成果：迄今主持并完成国家哲学社会科学基金项目重大项目1项、面上项目1项，国家自然科学基金重点项目（国际合作）1项、面上项目3项，国家教育部科学基金项目1项，其他省部级科研项目3项。共发表金融专业论文60余篇（在国际SSCI期刊上发表5篇），出版著作5部，先后获得国家哲学社会科学研究奖三等奖2次、国家教育部优秀教材二等奖1次、教育部“宝钢基金优秀教师奖”和省市政府社会科学奖多次。

社会兼职情况：现担任中国金融学会理事会常务理事和中国金融学会学术委员会委员；中国国际金融学会理事会常务理事和中国国际金融学会学术委员会委员；中国城市金融学会常务理事；湖北省金融学会理事会常务理事和金融学会学术委员会委员。

国外研修经历：2011年6月—9月，在美国耶鲁大学经济系和西顿霍尔大学商学院做高级访问学者；2000年9月—2001年4月，在英国诺森堡纽卡斯尔商学院做研究学者；1996年—1997年，在香港浸会大学和香港理工大学商学院做讲座教授；1990年4月—1991年7月，在美国西顿霍尔大学商学院做访问学者。在此期间，分别在这些国家和地区较系统地考察了美联储、英格兰银行、香港金融管局等金融管理机构，花旗银行、美国银行、标准—普尔评级公司、巴克莱银行、劳合银行、汇丰银行、中银香港集团等国际大型商业银行，纽约证券交易所、伦敦证券交易所等，中国银行纽约分行、银联国际美国分公司、中国银行伦敦分行等。

内 容 简 介

经过四十年改革开放的探索实践，我国的宏观金融调控体系初步形成，所取得的成绩有目共睹。然而近年来，伴随着我国经济总体运行进入经济转型阶段以及国际经济利益格局的巨大改变，中国经济发展中长期存在的一些深层次的矛盾日益凸显，新的问题逐步滋生，主要体现为：经济发展不平衡、不协调、不可持续；遭受持续的外部压力的冲击；自身不断强大后的定位等。加快经济增长方式转变，推进经济结构战略性调整，处理好我国快速融入经济全球化与国内经济平衡发展的关系，成为我国当前经济发展面临的最紧迫的任务。要实现国家经济发展的战略目标，我国宏观金融管理必须要做到调控的“针对性、灵活性、前瞻性和协调性”。而在这些方面，我国宏观金融调控暴露出很多不足和问题，有些甚至是很严重的。因此，宏观金融调控的进一步深化改革也自然成为我国经济转型成功的保障。

本书首先系统总结了以经典货币政策理论为核心的宏观金融调控理论的范式及演变，考察了 2008 年金融危机后非常规货币政策的理论地位以及宏观金融调控工具的实施和效果。然后根据“针对性、灵活性、前瞻性和协调性”的原则，分别从以货币政策为代表的宏观金融调控的最终目标、中介目标、操作工具的创新和传导渠道的变化四个方面给予了深入的理论研究和机理分析，系统总结了四十年来我国宏观金融调控的特点、规律和效果。最后根据金融环境变化，从客观的学术视角对如何完善宏观金融调控体系的设计进行了展望，并提出了政策建议。

责任编辑：卢 典

封面设计：九 五

前 言

经过三十多年改革开放的探索实践,我国的宏观金融调控体系初步形成,对中国经济的高速增长起到极为重要的保障作用,特别是在遭遇 20 世纪 90 年代亚洲金融危机和 2008 年美国次贷问题引发的全球金融经济危机中,我国宏观金融调控体系发挥了积极和重要的作用,所取得的成绩有目共睹、不容置疑。对我国宏观金融调控体系的特点和优势,需要我国学术界和实务界共同努力,进行理论的提炼和总结。

然而近年来,伴随着我国经济总体运行进入“新常态”以及国际经济利益格局的巨大改变,中国经济发展中长期存在的一些深层次的矛盾日益凸显,新的问题逐步滋生,它们主要体现为经济发展不平衡、不协调、不可持续。加快经济增长方式转变,推进经济结构战略性调整,处理好我国快速融入经济全球化与国内经济平衡发展的关系,成为我国当前经济发展最为紧迫的任务。要实现国家经济发展战略目标,我国宏观金融管理必须要做到调控的“针对性、灵活性、前瞻性和协调性”,而在这些方面,我国宏观金融调控暴露出很多不足和问题,有些甚至是很严重的。因此,宏观金融调控的进一步深化改革也自然成为我国经济转型成功的保障。

这本专著首先系统总结了以货币政策理论为核心的宏观金融调控理论范式的演变,专门考察了 2008 年金融危机后的非常规货币政策的理论地位。然后根据上述“四性”原则,分别从以货币政策为代表的宏观金融调控的最终目标和中介目标、宏观金融调控的操作工具创新和传导渠道变化,系统分析和总结了我国宏观金融调控的特点、规律和效果,金融环境变化,并对完善宏观金融调控体系的设计进行了展望,并从客观的学术视角对完善我国宏观金融调控体系提出了我们的政策建议。

在系统深入研究的基础上形成的这本专著具有以下三个特点:

第一,对我国宏观金融调控的特点、规律和效果进行长时间跨度的评估和总结。中国经济的增长模式一直在国内外存在争议,“中国经济崩溃论”的预言多次出现。然而中国却保持了近 30 年的快速增长。国内外学术界开始重视中国经济高速增长的内生因素和其自身规律,“中国模式”的提法也越来越频繁。然而,在这些提炼和总结当中,对中国以中央银行货币政策为核心的宏观金融调控的深入分析还显得不够。本研究对我国中央银行货币政策为核心的宏观金融调控的力度、节奏、强度、反转的把握进行了近 30 年长时间跨度的系统梳理、提炼和总结,刻画了宏观金融调控的基本特点和规律,并运用实证研究检验了其效果,给

出了客观的描述和评价,为我国下一步如何扬长避短的深化改革提供了参考基础。

第二,丰富了新时期下如何完善我国宏观金融调控体系的理论基础。本书在客观分析宏观经济转型和微观金融运行基础变化对宏观金融调控带来的冲击和影响下,以系统性的理论为引领,深入研究和揭示金融宏观调控目标、调控工具、传导机制之间的内在联系。特别关注和研究中国经济转型期宏观金融调控的问题,将“中国模式”中的特有因素纳入分析模型和分析框架,揭示中国经济转型过程中宏观金融调控的一般性和特殊性,从而丰富了经济转型期完善我国宏观金融调控体系的理论基础,有较高的理论价值。

第三,在全面分析基础上提出了构建和完善具有针对性、灵活性、前瞻性和协调性的宏观金融调控体系。本书响应国家提出的“金融为实体经济服务”的明确指向,审视和发掘我国宏观金融调控体系的优势和缺陷,重点研究了我国“金融超发展”“金融脱实向虚”和“小微企业融资难”等现象严重的几个代表性问题,探究适应新环境的宏观金融调控体系的合理内核和基本框架,提出完善我国经济转型期宏观金融调控体系的政策建议,这对促进我国宏观金融调控体系的完善和调控效率的提高具有较强的现实意义。

目 录

第一篇 中央银行实施货币政策相关理论的演变

第一章 货币政策理论范式的历史演变	3
第二章 当代主流货币政策理论范式的应用效果与局限性	9
第一节 当代主流货币政策理论范式的应用效果	9
第二节 当代主流货币政策理论范式的局限性	10
第三章 金融危机以来非常规货币政策的理论地位	14
第一节 非常规货币政策的主要要点及逻辑	14
第二节 非常规货币政策的理论地位评价	17
第三节 非常规货币政策的潜在问题	18
第四节 对货币政策理论范式演变趋势的展望	20

第二篇 世纪迭代期中央银行货币政策 目标面临的问题和调整

第四章 货币政策的最终目标	25
第一节 作为最终目标之一的通货膨胀	25
第二节 资产价格波动与货币政策最终目标	39
第五章 对货币政策中介目标有效性的思考和再设计	48
第一节 修正的货币供应量 M2 作为货币政策中介目标	48
第二节 利率、简单加总 M2 与 Divisia M2 作为中介目标有效性的国际比较	57
第三节 社会融资规模作为货币政策中介目标的可控性研究	63

第三篇 中央银行货币政策操作工具创新和 传导渠道变化的机理

第六章 危机后货币政策操作工具的创新和机理	75
第一节 非常规货币政策操作的理论前沿追踪	75
第二节 非常规量化宽松货币政策的典型操作——“扭曲操作”和“定向调控”	86
第三节 中央银行的沟通工具和规则技巧	94
第七章 央行货币政策传导渠道的变化及效果分析	111
第一节 货币政策传导渠道的变化	111
第二节 货币政策的效应外溢变化	141

第四篇 基于针对性、灵活性、前瞻性和协调性 对中国货币政策效果的评估

第八章 我国央行货币政策的力度与节奏	177
第一节 对实施数量型和价格型货币政策工具的统计描述	177
第二节 对实施价格型货币政策工具的统计描述	182
第九章 我国央行实施货币政策大跨度期间的效果分析	186
第一节 大跨度期间的分析视角及方法	186
第二节 不同经济状态的分析视角和调控效果	190
第十章 对定向货币政策结构性效应的评估	193
第一节 金融对产业的资本配置效应	193
第二节 货币政策的产业结构效应	208
第十一章 我国中央银行对预期的运用及效果	219
第一节 通货膨胀预期在货币政策调控中角色的探寻	219
第二节 通货膨胀预期视角下货币政策的非对称效应研究	230
第三节 加入预期因素后货币政策时滞的测度和分析	239

第五篇 我国金融环境变化与完善宏观 金融调控体系的设计展望

第十二章 我国金融环境变化	249
---------------------	-----

第一节 中国“金融超发展”了吗.....	249
第二节 我国小微企业贷款融资难、融资贵与宏观金融调控	280
第三节 金融业竞争与不同银行信贷业务边界的移动	295
第四节 转型背景下中国国际经贸联系和对外直接投资结构的演化	313
第五节 “钱荒”和“股灾”所暴露的我国宏观金融调控体系的滞后	327
第六节 金融监管当局的逆周期资本缓冲政策与货币政策的冲突与协调	334
第十三章 金融危机以来国际货币政策的协调	358
第一节 国际货币政策协调的理论分析	358
第二节 金融危机后国际货币政策协调的效果和趋势	363
第十四章 适应大环境变化,完善我国宏观金融调控体系	367
第一节 我国宏观金融调控的历史性进步和存在的主要问题	367
第二节 “他山之石,可以攻玉”:英格兰银行与金融监管机构的离聚变革及启示 ...	369
第三节 完善我国宏观金融调控体系的思路和政策建议	376
参考文献.....	384
后 记.....	403

货币理论范式的历史演变

第一篇

中央银行实施货币政策相关理论的演变

第一章

货币政策理论范式的历史演变

作为开篇,本书首先对货币政策理论范式进行反思和展开讨论,因为对以货币政策为核心的宏观金融调控的描述和评价,离不开后面支持它们的各种学派和理论。

2008年以来,席卷全球的金融危机和主要经济体中央银行针对危机所采取的一系列非常规货币政策,引发了宏观经济学领域的巨大争论,众多的经济学家从各种视角对危机以前多年来构建的、日臻完善的货币政策理论框架以及危机后的非常规货币政策进行了反思和争论。归纳起来,对货币政策理论框架的反思主要围绕如下两个方面的问题展开:其一,自凯恩斯以来多年发展和完善起来的现代货币政策理论体系是否具有普适性和合理性,为何构建在这一理论体系基础之上的货币政策模型未能对本次危机做出有效的事前预测?其二,进一步地,构建在这一理论体系基础之上的常规性货币政策体系为何对危机的发生和蔓延显得软弱无力,从而不得不采取大规模的非常规货币政策以谋求危机之后的经济复苏?而对非常规货币政策的争论则主要体现在如下两个方面:其一,从操作层面来看,各主要经济体中央银行所实施的一系列非常规货币政策措施,如量化宽松(Quantitative Easing)政策、预期的前瞻性指引(Expectation Forward Guidance)政策等是否有效,这对主流的货币政策理论体系提出了哪些新的挑战。其二,在理论逻辑上,指导这些货币政策的理论框架是否合理,危机之下的非常规货币政策理论究竟是对现有货币政策理论框架逻辑的延伸,抑或本身就是一种突破现有货币政策理论框架的创新。

尽管这些针对现代货币政策理论和非常规货币政策的反思和争论往往表现为流派之争(如在美国,历史悠久的以著名的哈佛、MIT等为代表的“咸水派”和以芝加哥大学、明尼苏达大学等为代表的“淡水派”之间的争论^{①②})、理论的理念之争[如注重对经济数据实证分析

① 罗伯特·霍尔(Robert Hall)于1976年以“咸水学派”和“淡水学派”对美国主流经济学家进行划分。“咸水学派”主要以哈佛大学、耶鲁大学、斯坦福大学、哥伦比亚大学、普林斯顿大学、麻省理工学院、加州伯克利大学等位于美国东岸和西岸的大学为典型代表,这些学校的经济学家学术理念主要倾向于凯恩斯主义,强调政府干预的必要性;而“淡水学派”主要以芝加哥大学、明尼苏达大学、罗彻斯特大学、卡内基-梅隆大学等位于美国中部五大湖区的大学为代表,这些学校的经济学家的学术理念更接近于新古典经济学理论,强调自由竞争市场的核心作用,反对政府干预。

② 对金融危机以来两派经济学家争论的综合性归纳,可参见D. Wójcik, N. Kreston & S. McGill, “Freshwater, Saltwater, and Deepwater: Efficient Market Hypothesis versus Behavioral Finance”, 2012, *Working Paper in Employment Work and Finance*, Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2008788.

的西姆斯(Sims)和强调理性预期假设、注重理论模型预测分析的伯南克(Bernanke)等关于动态随机一般均衡(DSGE)模型预测有效性的争论^①],反映出危机发生背景之下经济学家对20世纪80年代以来的货币政策理论体系的科学性产生了深刻怀疑。同时,这也意味着经济学家对危机发生以前在货币政策领域所达成的一些共识出现了严重的分歧。

从科学哲学的角度看,当一个成熟的学科领域在某些问题面前表现出巨大的理论分歧状态时,可能是该学科范式陷入危机的表现。^②但是,现有的反思和争论中,很少有从学科范式(paradigm)演进和更替的角度,对现代主流货币政策理论框架进行科学的评价。正如宏观经济学历史上所展示的那样,重大经济危机往往会催生重大的理论范式革命。面对百年一遇的大危机,我们有必要追问:当今时代出现的重大危机和各国针对危机采取的一系列新做法,对现代主流的货币政策理论范式而言,是否会造成科学哲学意义上的科学革命?这将意味着理论范式的新老更替,还是只会在常规科学层面促进现有理论范式的进一步成熟?这是否意味着新问题和新做法将被现有理论范式所吸纳?所以,有必要从货币政策理论范式的历史演变视角进行深入系统的分析。

尽管在20世纪30年代以前,经济学家们也有大量的关于经济短期波动和货币不稳定等问题的讨论,这些讨论中也确实包含着很多深刻的洞见,但也夹杂着大量的混乱(A great deal of confusion)^③。因此,从科学哲学的视角来看,在凯恩斯主义以前的整个宏观经济学理论发展阶段,都只能算是“前科学”阶段,这一时期的宏观经济学研究缺乏统一的学科范式。^④众所周知,现代宏观经济学起源于凯恩斯的宏观经济学革命时期,旨在有效熨平短期经济波动的货币政策理论框架的建立也主要发源于此。因此,20世纪30年代大萧条背景下的凯恩斯宏观经济学形成时期,既是现代宏观经济学的诞生阶段,也是货币政策理论从“前科学”阶段向具有统一研究范式的“常规科学”收敛的阶段。

从凯恩斯宏观经济学革命时期的货币政策理论框架产生到现代货币政策理论框架的建立,中间经历了一系列重大的理论演变过程。从认识论的角度看,这种理论演变过程反映出经济学家对经济现象背后的规律逐渐深入的认识过程;从理论演变的背景来看,这种理论演变的过程也与世界宏观经济问题的变迁有着密不可分的关系;但从学科范式更替演变的角度看,范式的革命源自常规科学的危机,而这种危机的来源之一就是理论预测与现实观测值

① 这种争论目前主要从两个层面展开:其一,传统的“淡水学派”与“咸水学派”经济学家之间对DSGE的模型设定方面的争论,一个典型争议可参见:V. V. Chari, P. J. Kehoe & E. R. McGrattan, “New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis”, *NBER Working Paper No. 14313*, 2008。其二,绝大多数经济学家都格外重视DSGE等强调理性预期核心作用的复杂数理模型对货币政策的指导作用,但以Sims为代表的注重对经济数据进行实证分析的经济学家对此持质疑态度,早在1996年西姆斯(Sims)就这种学术理念差异进行过系统的阐述。在2007年的金融危机全面爆发前夕,西姆斯(Sims)仍然强调这种理念差异背后的意义。可参见:http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm。

② T. Kuhn, *The Structure of Science Revolution*, The University of Chicago Press, 1962.

③ O. J. Blanchard, “What Do We Know About Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not”, *Quarterly Journal of Economics*, 115 (4), pp. 1375-1409, 2000.

④ T. Kuhn, *The Structure of Science Revolution*, The University of Chicago Press, 1962.

的严重偏离。^① 在宏观经济学里,这种重要的理论预测与现实观测值的不一致,突出表现为出人意料的重大经济危机的发生。因此,重大经济危机往往会引发宏观经济学学科范式的危机,并可能导致范式革命。^② 归纳起来,自凯恩斯宏观经济学体系形成以来,被当今世界主要经济体中央银行奉为主臬的货币政策理论范式,主要经历了三大转变过程。每一次重大转变的背后,都体现出经济学家对当时世界经济现实的新的深刻理解,并相应地改变了经济学家看待宏观经济现象的“世界观”。因此,只有深入分析凯恩斯宏观经济学以来货币政策理论范式三次重大转变背后的客观规律,才能对 2008 年金融危机以来的非常规货币政策的理论地位做出科学客观的评价。

一、货币政策理论范式的形成期

正如前文所述,货币政策理论乃至整个宏观经济研究范式的转变,与当时宏观经济的时代背景密不可分。1929—1933 年的经济大萧条及萧条后的经济复苏,需要经济学理论的解释和指导解决,凯恩斯主义宏观经济学应运而生。在这一时期,整个宏观经济学最重要的使命就是解释危机并为未来防范危机做出理论指导。在此背景下,凯恩斯在其有效需求理论的基础上提出了旨在熨平经济短期波动的货币政策理论框架。这一阶段的货币政策理论范式主要有如下几个特点^③:从研究视角(或者说货币政策的目标)来看,货币政策的目的是为了熨平经济波动、防止大危机的重现;从参照基准来看,其实是为达到总产出最大化和尽可能高的就业水平;而其分析工具主要从心理学规律出发,以总量供求分析来揭示货币政策的作用机制。

在凯恩斯看来,货币需求受到三大心理动机(交易动机、预防动机与投机动机)影响,是利率和即期收入的函数。因此,货币政策可以视为总需求管理的有效工具,在达到充分就业之前,增加货币供应量可以降低利率,而利率降低可通过投资来刺激总需求,进而达到充分就业的目的,但货币政策操作会遭遇流动性陷阱(Liquidity Trap)的问题^④。因此,就凯恩斯总需求管理理论而言,货币政策只是一种更为次要的、为配合财政政策而存在的宏观经济政策,其主要作用是保持低利率以刺激投资并保证财政刺激政策的有效性。这一阶段货币政策理论的核心内容表现为:肯定货币政策在增加有效需求方面的巨大作用,同时也特别强调货币政策由于存在“流动性陷阱”而具有明显的局限性。所以,既要防止货币政策不当操作,

① T. Kuhn, *The Structure of Science Revolution*, The University of Chicago Press, 1962.

② 通过深入分析自然科学理论的演变过程,库恩(Kuhn, 1962)认为,解决范式危机的方式一般有如下三种:其一,通过现有范式在常规科学层面取得的研究进展,最终处理危机;其二,出现新的替补范式,研究者们为接受这个新范式而持续斗争,最终以新范式者成功解决危机并被广泛接受而终结旧范式;其三,引发危机的问题无法被常规科学层面的进展所解决,该问题只能留待后人解决。因此,范式危机的出现不是必然会催生新的范式。

③ 库恩(Kuhn, 1962)并没有明确给出“范式”内涵的定义,即使 20 世纪 80 年代以后,他也仅以“科学共同体”的“词典”来对“范式”进行类比定义。为便于直观分析,这里参照钱颖一对“经济学范式”内涵的归纳,从视角(Perspective)、参照系(Reference or Benchmark)、分析工具(Analysis Tools)三个方面分析不同演变阶段的货币政策理论范式要点。具体可参见钱颖一:《理解现代经济学》,载《经济社会比较》2002 年第 2 期,第 1—12 页。

④ [美]约翰·梅纳德·凯恩斯:《就业、利息和货币通论》,高鸿业译,商务印书馆 1999 年版。

以防止其变为助长经济危机的帮凶;同时,货币政策也要被动地进行调整,以适应财政政策对经济衰退的干预。此后,萨缪尔森(Samuelson)和索洛(Solow)进一步发展了菲利普斯曲线,认为就业与通胀存在着权衡(Trade-off),央行可用短期高通胀的代价来提高就业水平,进而为“逆风向调节”的相机抉择货币政策提供了坚实的理论基础^①。在这些理论的指导下,中央银行认为通过相机抉择操作,拥有极大的反经济周期的政策操作空间。这是货币政策理论框架发展的第一个阶段,在这一时期,短期的高通货膨胀率更多的是为达到较高的经济产出和就业水平的政策工具,而非货币政策最终关注的政策目标。

二、货币政策理论范式的嬗变期

凯恩斯主义宏观经济学的政策药方,在某种程度上对西方发达经济体 20 世纪 70 年代的滞胀起到了推波助澜的作用,且在面临滞胀时又显得束手无策。20 世纪 70 年代全球经济陷入滞胀,凯恩斯主义货币政策理论在应对滞胀时的失灵为货币主义学派货币政策理论的形成和发展提供了现实的基础和理论发展机遇。货币主义学派在 20 世纪 70 年代受到空前重视,在很大程度上改写了凯恩斯主义的货币政策理论范式,这一时期的货币政策理论范式主要有如下特征:首先,从分析视角看,这一时期的货币政策主要目标仍然是从总量层面防止经济波动;其次,从理论框架的参照系来看,货币主义的理论范式以低通胀下的经济达到潜在产出水平(失业率达到自然失业率水平)为基准;最后,这一时期的分析采用以总供求曲线下的历史经验数据统计研究为主的分析方法。

货币政策理论范式的这种转变,主要归因于货币主义学派与凯恩斯主义学派对货币需求函数以及对菲利普斯曲线的不同理解和解释。首先,凯恩斯主认为居民对货币的需求受三大心理动机的影响,是即期收入和利率的函数。由于个体对未来利率预期的不确定,因而货币需求是易变不稳定的。为保持货币供求的均衡避免宏观经济波动,央行的货币政策应相机而行;而货币主义经济学家则认为,货币需求主要由恒久性收入决定,是一个相对稳定的函数。因此,货币供给数量的变动会对宏观经济产出带来较大的影响,相机抉择的货币政策是经济波动的来源,而非宏观经济的稳定器。相应地,他们强调货币政策按照规则(弗里德曼给出的是货币供应量根据长期经济增长率而增长的“简单规则”)而非相机抉择,这对稳定宏观经济有着至关重要的作用。另外,随着非加速通货膨胀性失业率(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU)概念的提出和被经济学界的普遍认可^②,政府在长期内无法通过持续实施高通货膨胀政策来降低失业率的观点,开始被宏观经济学家们广

^① P. A. Samuelson & R. M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", *The American Economic Review*, Vol. 50, No. 2, Papers and Proceedings of the Seventy-second Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1960), pp. 177-194.

^② E. S. Phelps, "Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment over Time", *Economica*, 2; 3, pp. 22-44, 1967; E. S. Phelps, "Money-Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium", *Journal of Political Economy*, Part 2, 76, pp. 678-711, 1968; M. Friedman, "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58, pp. 1-17, 1968.

泛接受。此后,“通货膨胀是一种货币现象”的论断成了经济学界的一个基本常识,同时,政府相机抉择地干预经济以长期推高经济增长率于潜在产出水平之上的可能性,在理论上也被证明难以奏效。这是现代货币政策理论范式形成后的第一次嬗变。

值得注意的是,与凯恩斯主义的货币政策理论框架不同的是,货币主义的货币政策理论框架其主要目的是为解决通胀以及在此基础上熨平宏观经济波动,而非主要用于防范或解决类似于20世纪30年代的大萧条。

三、现代货币政策理论范式的成熟期

当以弗里德曼为代表的货币主义学派对凯恩斯主义的货币理论提出挑战并加以修正时,以卢卡斯为代表的新古典综合派的经济学家从经验检验和理论一致性两个角度对凯恩斯主义的宏观经济理论提出了批评和质疑。卢卡斯提出的著名的“卢卡斯批判(Lucas's Critique)”是对当时主流宏观经济学的一次革命性颠覆。^①以卢卡斯和萨金特等为代表的理性预期学派严格地将经济主体的理性预期行为纳入宏观经济学分析的框架中,他们与同时期的基德兰德(Kydland)、普雷斯科特(Prescott)等新古典综合派学者们一起,陆续开发出一套动态的宏观经济分析方法,在为宏观经济学分析提供微观基础的同时,彻底改写了整个现代宏观经济学的研究范式。

对于货币政策理论框架而言,这也是一次颠覆性的范式革命。随着“潜在产出水平”和“自然失业率”等概念的提出,最终由基德兰德(Kydland)和普雷斯科特(Prescott)等从理论上证明以相机抉择政策来人为地持续推动经济是不可行的^②。对此理论范式的进一步发展包括巴洛(Barro)、高登(Gordon)、罗格夫(Rogoff)、泰勒(Taylor)、斯文林(Svensson)等。^③这一时期的货币政策理论范式的主要特点是:第一,从分析视角来看,与凯恩斯主义及货币主义的货币政策理论不同,基德兰德(Kydland)和普雷斯科特(Prescott)等新古典主义经济学家开始使用关注通胀和产出的社会福利函数来为货币政策设定严格的政策目标^④,而且,他们对这一问题的分析,是将公众的理性预期放在核心位置。为实现社会福利的最优化目标,货币当局的行为不仅需要考虑到当期的社会福利最大化,还需要考虑公众的理性预期行为

① R. Lucas, "Econometric Policy Evaluation: A Critique", *The Philips Curve and Labor Markets, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 1, pp. 19-46, 1976.

② F. E. Kydland & E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3, pp. 473-492, 1977.

③ R. J. Barro & D. B. Gordon, "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, Issue 1, pp. 101-121, 1983; K. Rogoff, "The Optimal Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, No. 4, pp. 1169-1189, 1985; J. B. Taylor, "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214, 1993; L. E. O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1111-1146, 1997.

④ 当然,从经济总量层面来看,社会福利函数的设定也确实蕴含着通胀与失业率权衡关系不成立、总产出达到潜在产出水平时经济达到最优的含义,这与货币主义的观点是一致的,但以代表性个体的理性预期假设为出发点来分析这一问题,其分析逻辑与货币主义者有着本质的不同。