



货币政策的 预期传导机制研究

邝 雄/著



科学出版社

货币政策的预期传导机制研究

卞 雄 著

本书得到国家自然科学基金地区科学基金项目“信息锚定的预期形成机制对货币政策宏观调控有效性影响研究”（项目编号：71463012）、海南自然科学基金面上项目（项目编号：20167250）、河北省社会科学基金项目（项目编号：HB15YJ051）、海南大学科研启动项目（项目编号：kyqd1526）、海南大学中西部计划学科重点领域建设项目（项目编号：ZXBJH-XK021）的资助

科 学 出 版 社
北 京

内 容 简 介

本书提出货币政策以预期作为传导中介的新传导机制,并围绕货币政策预期传导机制这一研究命题,对预期影响国民经济的作用机制、预期传导机制的传导过程和目标体系、预期中介变量的相关性和可控性、预期的形成机制和货币政策引导预期的有效性、预期传导机制的搭配使用等问题展开较为深入的探讨。本书的研究丰富了货币政策传导机制的研究视角,对预期形成机制的研究也具有参考价值。

本书适合作为对货币政策和预期研究感兴趣的专业研究人士,以及想了解货币政策作用过程的专家学者,包括大学教师、研究机构科研人员、研究生或高年级本科生、金融行业工作者等的学习和参考资料。

图书在版编目(CIP)数据

货币政策的预期传导机制研究 / 邝雄著. —北京: 科学出版社, 2016
ISBN 978-7-03-048789-6

I. ①货… II. ①邝… III. ①货币政策—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 131852 号

责任编辑: 陈 亮 / 责任校对: 张凤琴

责任印制: 徐晓晨 / 封面设计: 无极书装

科学出版社 出版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码: 100717

<http://www.sciencep.com>

北京京华虎彩印刷有限公司 印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2016 年 6 月 第 一 版 开本: 720×1000 1/16

2016 年 6 月 第一次印刷 印张: 11 1/4

字数: 223 000

定价: 62.00 元

(如有印装质量问题, 我社负责调换)

前 言

行为经济学的研究已经渗透到经济学研究的各个领域，行为金融学、行为组织学、行为博弈论、行为公共经济学及行为发展经济学等行为经济学和各个传统经济学学科相互融合形成的新经济学分支正在蓬勃发展。从本质上来看，所有的经济现象都是人们的经济行为和决策的表现，从心理、信息、行为、决策的角度，剖析人们的经济行为，能够为经济规律和经济理论找到最根本的答案。利用新的行为研究方法，突破理性经济人的假设，从微观主体实际行为的研究着手，对原有理论进行修正或深化，以更好地解释和指导实践，是经济学研究的一个发展方向，宏观经济领域的研究也是如此。

宏观经济学从创立之初就重视对行为的研究，凯恩斯对宏观经济问题的讨论就源于其提出的三大心理规律。寻找宏观经济学的微观基础，从微观主体行为出发，通过各经济主体间的相互作用，以此探讨个体经济行为涌现出的宏观经济现象是当前宏观经济学研究的主流。许多宏观经济问题正尝试放宽理性经济人的假设，从行为心理的角度去解释观察到的宏观经济现象，如储蓄不足与偏好的时间不一致性、政策有效性与有限理性预期、工资刚性与公平互惠偏好和前景理论、价格黏性和拇指法则、菲利普斯曲线与货币幻觉和讨价还价的信息忽略、资本市场过度波动与羊群行为和信息传染、收入分配差距与身份认同等。建立在有限理性或非理性微观基础上构建的新行为宏观经济理论正在逐步确立，这些研究将给宏观经济学的研究开辟新的天地。新的研究问题需要新的研究方法，近些年行为经济学的研究方法也在不断地发展和完善之中，实验经济学、行为博弈论、系统科学和基于主体的复杂适应系统模拟、遗传生物学和演化经济学、社会网络模型和网络博弈等这些理论、方法和工具将为行为宏观经济学的研究提供有力的支撑。未来宏观经济学的研究有可能会出现不同于建立在理性和一般均衡假设基础上，主要以数理建模及数值模拟 [以动态随机一般均衡 (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) 模型为代表] 或计量经济学实证为研究手段，而是建立在有

限理性或非理性和非均衡假设基础上，以实验、博弈建模、复杂系统模拟为研究手段，与当前主流宏观经济学研究范式不一样的行为宏观经济学研究范式。

本书的内容从研究领域上可视为对行为宏观经济学研究的一次尝试，在行为宏观经济的诸多研究问题中，本书选取预期与货币政策有效性这一问题进行探讨。之所以选择这个研究主题，是因为预期与政策有效性之间的关系一直是宏观经济学极其重要又争论不休的话题，从最早瑞典学派的提出，再到凯恩斯与弗里德曼，然后到理性预期学派和新凯恩斯主义——“预期是理性还是非理性行为”及“政策在预期行为下是有效还是无效”——不同学者有不同的看法，至今仍然没有一个统一的认识，新的从学习动态角度的研究也正在发展之中。除了学术理论上的热议，预期在现在国家的宏观调控实践中也是一个热门的话题，“管理预期”及“引导预期”的字眼近些年频频出现在新闻和媒体对于宏观经济政策的报道中，尤其是在货币政策领域，中国人民银行每实施一次存款准备金率的调整或利率水平的调整，媒体都会大肆进行报道和解读，这几年货币政策的调整也往往带有微撞、连续、预判的特征。这样的政策实施操作体现了中国人民银行引导预期的政策意图。尽管管理预期已经在政策实践中得到了重视，但对于许多问题的认识还并不十分清晰。例如，管理预期或引导预期对宏观调控政策的有效性具体有怎么样的影响？管理预期一定有效吗，为什么要进行预期管理？如何进行预期管理？国家对预期进行有效引导了吗？对这些问题的解答还缺乏理论支撑，理论上的缺失有可能就会造成国家在政策实施管理预期实践上存在一定的盲目性。

基于对行为宏观经济领域理论的发展和管理预期问题在学术上和现实中的重要性，本书在预期与政策有效性研究问题上提出了“货币政策的预期传导机制”这一研究命题，并围绕公众价格预期的形成及其对货币政策有效性影响的主线，依据层层递进的逻辑关系，逐步展开对相关内容的研究。研究内容之间的逻辑结构关系如下：首先，探讨预期对国民经济的作用。在明确预期对国民经济的作用机制后，分析预期对货币政策的作用，提出货币政策的预期传导机制命题，并对其可行性进行论述和实证。其次，针对货币政策预期传导机制的核心问题，从社会学习和个体学习两个维度展开对公众预期形成机制，以及货币政策引导预期相关具体问题的研究。最后，讨论货币政策预期传导机制与其他货币政策传导机制，以及管理预期的宏观经济政策的搭配使用问题，提出优化货币政策预期传导机制的建议。

在章节结构安排上，本书共 8 章：第 1 章为导论部分；第 2 章对货币政策的传导机制理论进行回顾；第 3 章论述价格预期对国民经济的作用机制；第 4 章在第 3 章论述的基础上，提出以价格预期作为传导中介的货币政策传导机制问题，论证货币政策价格预期传导机制的可行性，并对价格预期中介变量的相关性和可控性进行实证检验；第 5 章针对第 4 章的预期可控性问题，研究社会

学习的预期形成机制，并在这个模型基础上探讨预期形成的共识性和收敛速度，以及中央银行如何有效引导预期等问题；第 6 章进一步研究个体学习维度的预期形成机制，提出了一个锚定心理影响的预期形成机制模型，并把此模型与其他预期模型进行比较分析，最后再实证检验这种锚定预期的存在性，讨论通胀目标制货币政策的作用机制和政策有效性；第 7 章展开对货币政策预期传导机制与货币政策其他传导机制的搭配使用，以及货币政策预期引导机制与其他宏观经济政策管理预期的搭配使用问题的研究；第 8 章结合前边章节的所有内容，对货币政策传导机制的问题和特点进行总结，提出货币政策通过预期进行政策传导的优化及政策建议。

由于预期是一个复杂的系统，政策与预期之间又是多系统多层次多方向的复杂作用关系，要阐述好其中的因果逻辑关系并不容易。本书在此只是做了一次初步的探究，书中难免存在不足和粗浅之处，更多的内容还有待进一步深入地挖掘和完善。唯希望通过此书抛砖引玉，同时得到各界专家学者的批评指正，以促进宏观经济领域对预期行为和政策研究的进一步发展。

邝 雄

海南大学经济与管理学院

2016 年 2 月

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景	1
1.2 基本概念界定	2
1.3 国内外研究进展	3
1.4 本章小结	18
第 2 章 货币政策传导机制理论回顾	19
2.1 货币政策的多种传导途径	19
2.2 货币政策的目标体系	25
2.3 本章小结	31
第 3 章 预期对国民经济的作用机制分析	33
3.1 预期影响国民经济的研究进展	33
3.2 价格预期与居民决策	34
3.3 价格预期与厂商决策	40
3.4 价格预期对经济总需求的作用机制	45
3.5 价格预期影响中国经济的两点启示	47
3.6 本章小结	48
第 4 章 货币政策价格预期传导机制的可行性探究	49
4.1 价格预期传导机制的可行性分析	49
4.2 价格预期与宏观经济变量的相关性检验	53
4.3 中国价格预期的可控性检验	67
4.4 本章小结	80
第 5 章 社会学习的预期形成机制与引导预期有效性	81
5.1 预期形成机制的研究进展	81

5.2	德格鲁特的社会影响模型	83
5.3	社会影响的价格预期形成机制	85
5.4	社会影响的价格预期形成机制模拟	91
5.5	中央银行引导预期的有效性模拟	97
5.6	稳健性检验	102
5.7	本章小结	103
第6章	信息锚定的预期形成机制与通胀目标制有效性	105
6.1	锚定心理简介及研究进展	106
6.2	信息锚定的预期形成机制	107
6.3	锚定心理预期模型与其他预期模型的关系	109
6.4	锚定心理的实证检验	111
6.5	通胀目标制的作用机制和政策有效性	119
6.6	本章小结	120
第7章	货币政策预期传导机制的搭配使用问题	122
7.1	货币政策预期传导机制与其他传导机制的搭配使用	122
7.2	货币政策预期传导机制与其他政策管理预期的搭配使用	127
7.3	本章小结	135
第8章	货币政策预期传导机制的优化及政策建议	137
8.1	货币政策预期传导机制的特点	137
8.2	货币政策预期传导机制存在的问题	138
8.3	对中国货币政策预期传导机制的政策建议	139
8.4	关于预期传导机制的研究展望	142
	参考文献	143
	附录A 价格预期可控性检验赋值情况表	151
	附录B 社会学习预期形成机制与引导预期有效性模拟程序	159
	主要变量和参数索引	171

第1章 导 论

1.1 研究背景

“历史不会重复自己,但会押着同样的韵脚。”莱因哈特和罗格夫在其著作《这次不一样? 800年金融荒唐史》中利用海量的数据对五大洲 66个国家 800多年的金融危机史做了全面的研究,他们发现古往今来不管是通货膨胀、货币贬值、资产价格破灭造成的危机,还是银行、外债和国内债务违约引起的货币危机,每次危机都表现出“这次不一样”的综合症,即“在金融危机的历史上,人们一再看到的是当人们预期到某件事发生时,它最终真的会发生。……但是确切的时机很难猜测,看起来像是马上就要发生危机,有时可能还需要多年才能引爆。……在危机发生前,所有红灯都在闪烁报警。但直到‘事件’发生,许多金融领袖以及许多学者还在说:‘这次不一样’”。为什么每次在危机来临之前人们总要抱着“这次不一样”的幻想,而后信心又如“一阵青烟随即崩溃”呢?为什么过往类似的经验教训还会使人们犯“两次甚或多次被同一块石头绊倒”的错误?为什么明明是“预期到的最终会崩溃的结局”人们最终还是不可避免地让它发生?在 800 多年的金融荒唐史里边,预期神秘地影响着人的行为并发挥着神奇的作用。

由于经济中不确定性的存在及人们获取信息的有限性,预期在人们的经济活动中始终扮演着极其重要的角色,它对人们消费和投资行为的决策,以及资产定价、货币需求和通货膨胀等经济问题都具有巨大影响。中国的经济问题同样与人的预期行为休戚相关:消费内需不足可能来自于人们对房地产的价格预期与未来收入预期的忧虑;投资过热问题取决于企业对预期收益率与预期利率的成本收益分析;人民币汇率升值面临的两难困境与国际资本对人民币汇率升值的预期与热钱流入的因素有关;股票价格的大起大落受人们对经济景气与政府政策预期的影响;物价上涨与民众通货膨胀预期具有相互作用、互为因果的联系……由于预期之于经济的重要性,政府在进行国民经济调控时也注意加强对公众预期的合理引导。例如,中国人民银行在货币政策执行过程中,会进行公告操作,即通过各种媒体渠道向公众传达政策意图,定期发布《货币政策执行报告》及《公开市场业

务交易公告》等方面的政策信息，其实质就是通过政策透明度的提高来引导公众预期实现货币政策的调控目标；中国人民银行近些年在存款准备金率和存贷款利率上的平滑渐进调整，每一次的调整都向市场发送宏观经济形势和货币政策变动的信号，突出货币政策的预调、微调对公众预期引导的前瞻性渐进调控模式的特点；面对金融危机的冲击，政府及时出台和公布四万亿元的财政政策，目的之一就是稳定市场信心，避免公众形成消极的预期造成经济增长放缓和较大的经济波动；为控制房价而实行的房市限购令，政府在每年政策制定和操作上通过媒体明确向市场传达的态度，旨在稳定公众房价上涨的预期以实现房价调控目标；等等。管理或引导公众预期正在逐渐成为政府宏观调控的一个重要内容，作为宏观调控政策之一的货币政策尤其如此。货币政策预期管理的重要性使一些问题的研究成为必要，如预期在货币政策的传导机制中具有怎么样的作用？引导预期会有什么样的效果？如何进行预期管理以最大限度地发挥货币政策的有效性？……对这些问题的探索就构成了本书的研究内容。

1.2 基本概念界定

本书以货币政策的预期传导机制为研究对象，在展开具体研究分析之前，有必要对几个重要的概念进行明确的界定。

1.2.1 “预期”概念的界定

“预期”（expectation）不管是在经济形势分析报告、心理学研究文献还是新闻媒体的报道文章中都被提及，其概念在民间闲谈、大众传媒和政策研究中也具有很大的差异，在不同学科、不同理论、不同文献中的释义也不尽相同，作为估计（estimation）、判断（judgment）、打算（intention）、期望（hope）、预测（forecast）、规划（programming）及计划（plan）等的近义词，预期概念的使用显得过于宽泛，缺乏严谨的科学定义。作为经济学研究范畴的预期概念最早由瑞典学派的魏克赛尔于1889年提出，但他只是指出了人们对未来经济看法之于经济决策的重要性，并没有给预期下一个明确的定义。而事实上，直到理性预期学派出现之前，西方经济学者虽然已经使用了预期概念，但都没有把预期作为一个专门的内容加以研究，预期的概念也显得含糊不清。

“预期”的科学含义是指什么？从经济学角度来看，人们出于切身利益的考虑，在做出经济决策之前会对未来的经济形势或经济变量先做出估计或判断，这种对未来形势或经济变量做出估计或判断的经济行为就是预期行为。具体而言，预期是指“经济行为人对于经济变量（如价格、利率、利润及收入等）在未来的变动方向和变动幅度的一种事前估计。预期在经济学中具有狭义和广义之分：狭

义的预期是指人们对未来商品市场价格波动的预测；广义的预期是指人们在自己做出行动决策之前对未来经济形势或某一经济变量所作的主观判断、估计或预测”（江世银，2007）。

1.2.2 “政策有效性”概念的界定

“政策有效性”在政策（尤其是货币政策）的研究中是一个经常被提到的概念，也有用“政策效率”或是“政策效应”的近似说法，但尽管经常被使用，却很少有人给“政策有效性”做一个明确的定义。巴曙松（2000）把货币政策有效性称之为“货币政策的预定政策目标与实际运行效果之间的偏差”。这种说法指出了“政策有效性”的实质，即政策有效性是相对于政策目标或是政府或社会的效用而言的（政策目标实际就是效用函数最大化的一种表述）。政策目标选择的不同，或是效用函数选取的不同，政策有效性实现的情况就不一样，如果政策实施与想要实现的政策目标接近，或是能够显著改进效用水平，我们就说这种政策的有效性高。本书的“政策有效性”概念是建立在中央银行的政策目标和社会的效用函数上的，包括两个方面：一方面是指货币政策实施后，是否能实现有效调节总需求的政策目标；另一方面是指货币政策实施是否能达到对社会福利损失的改进。其中，第二个方面的概念实质上是第一个概念的深化，是在产出调节目标上加进了物价稳定目标。

此外，还需界定清楚的两个概念是“引导预期的政策有效性”和“引导预期的有效性”。这两个概念在本书中不是同一概念，前者指的是引导预期后的货币政策有效性的变化，后者指的是是否对预期进行了有效或可控的引导。这两个概念在本书的研究中都会被使用，“引导预期的政策有效性”会在研究货币政策的有效性时用到，“引导预期的有效性”会在研究预期的可控性问题和预期的形成机制中用到，在此先做说明。

1.3 国内外研究进展

1.3.1 国外研究进展

国外学者对预期的研究由来已久，从最早瑞典学派对预期概念的提出到理性预期学派对预期作用的重视，再到现在对学习动态的研究，学者对预期及其作用的研究是在不同阶段随着与预期相关内容讨论的深入而逐步推进的，在这方面积累了许多有价值的研究成果。本书围绕预期及其对宏观经济的影响的主线，大致沿着时间的脉络，分四个部分对国外学者的文献进行综述。

1. 早期学者的预期有效理论

预期的重要性很早就被瑞典学派认识到,其创始人魏克赛尔在 1889 年出版的《利息与价格》中阐述利息率的变动造成物价的累积变动过程时最早提出了预期概念,他认为当实际利息率低于自然利息率时,投资、生产、收入和物价会向上运动,资本家会形成对投资前景良好的预期,进而扩大投资,使生产和物价进一步上升,产生“累积过程”(魏克赛尔,2009)。资本家对经济的预期对经济中生产和物价的累积特征是有重大影响的。米尔达尔在 1939 年出版的《货币均衡论》中提出了关于“事前”和“事后”计算概念,他认为“事前的计算,不是属于已实现的结果的问题,而是推动动态过程向前发展的预期、计算与计划的问题”,他强调预期对于事前计算与预测的重要性及对经济决策的影响(米尔达尔,2009)。林达尔在其 1939 年出版的《货币和资本理论的研究》中讨论价格决定问题时,提出了“完全预见”与“不完全预见”的有关经济个体预期的两个概念,并分别探讨了在两种不同的预见前提下价格的决定形式及经济主体的行为表现,这是对预期影响经济行为进行的系统分析(林达尔,2009)。瑞典学派将预期更多地看做人们的主观心理活动,但他们没有说明预期的形成机制,预期在他们的分析中没有内生为经济系统的一个决定性因素。

凯恩斯确立了预期在经济分析中的地位,在 1935 年出版的《就业、利息与货币通论》中凯恩斯对就业水平、货币需求、投资水平及经济周期的考察都是基于对预期的考察而进行的(凯恩斯,2009)。凯恩斯把预期分为“短期预期”和“长期预期”两类,并对两种预期的地位和作用分别做了阐述。他认为“我们通常的行事法则总是:根据当前的情况,然后再引申到将来,只有在或多或少地有具体理由将来会有变化时,才对引申做出修正”。通过对预期可变性——信心状态受“动物精神”驱动容易发生变化的分析,凯恩斯把受不稳定预期利润率影响的投资决策作为经济中产生波动的重要原因,预期对经济影响的重要性开始受到关注。把预期和不确定性带到经济理论研究的核心位置是凯恩斯对经济理论发展的一大贡献,但同瑞典学派一样,他没有对预期的形成机制进行探究,这种先验性的“非理性预期”论受到了以货币主义之父弗里德曼为首的经济学家的批判,并引发了经济学家对预期形成机制的探究。

凯恩斯之后, Metzler (1941) 在分析存货周期的稳定性时引入了外推式预期的预期形成方式,即未来的预期不仅以经济变量的过去水平为基础,而且还要考虑经济变量在上一期与前一期相比较的变动幅度来进行调整。这种预期是对原来静态预期形成方式的突破,不再把价格看做固定不变的,而是认为其会随着过去经济运行的趋势而进行相应变动。在此基础上, Cagan (1956) 和 Nerlove (1958) 先后提出了适应性预期的预期形成机制,认为预期的价格变化率是按照实际发生

的价格变化率与当时预期的变化率之间的差额的一定比例,每个时期重新修订的,并把这种预期模式应用于货币数量均衡、菲利普斯曲线等宏观经济的研究中。外推式预期和适应性预期只考虑过去经验和经济变量变化的影响,忽略了其他方面的信息,其形成方式无法排除系统性预测误差,与人们对于理性的逻辑认识不相符合,这种不合理性受到了很多学者的质疑,从而导致了理性预期假说的出现。

2. 理性预期与政策中性

理性预期的概念最早由 Muth (1961) 提出,指经济当事人是理性的,在对经济进行未来预期时,会充分利用所有一切能够获得的信息对经济进行积极的前瞻性预测,不会出现系统性的偏差,即就平均意义而言,经济主体对未来的预测总是正确的。用数学语言来描述理性预期,就是经济当事人对一些经济变量的主观心理预期为这些变量的条件数学期望,预期是经济变量未来真值的无偏估计。Lucas (1972, 1973, 1975) 建立了著名的卢卡斯孤岛模型,提出了附加预期的卢卡斯总供给曲线,并利用 Muth (1961) 提出的理性预期假说,假设所有的预期都符合理性预期假设,将预期形成机制内生到宏观经济模型中,由此形成了与传统凯恩斯主义理论截然不同的理性预期学派。之后,预期被广泛引入宏观经济模型的分析中,并展开了对政策中性及其稳健性命题的讨论。按照理性预期学派的观点,经济中的实际产量取决于总供给的自然率水平及实际价格对价格预期的反应,只有未预期到的需求和供给冲击才能产生真实产出效应。在经济主体是理性的条件下,它们会利用有关政府政策规则的知识来形成对未来价格的预期,因此不管政府选择什么样的经济政策,它都不可能欺骗经济当事人产生错误的价格预测,所以需求管理政策是无用的,不会对真实产出产生影响(赵春玲和胡建渊, 2007)。

政策中性命题可以在一系列的假设下成立,但其稳健性证明是依存于模型而设定的。在 Sargent 和 Wallace (1975) 与 Woglom (1979) 的文章中,政策规则引入了同期性信息——现期利率。在此种政策规则下,由于现期利率的瞬时可观察性提供了一些关于现期扰动的信息,产出离差确实依存于政策系数,可以通过完善预期政策变化去影响产出行为,因此在这种规则设定下政策就是非中性的。Fair (1978) 批评了理性预期模型,他的批评集中考虑了供给函数。他认为产出函数由劳动供给决定,而劳动供给通过工人消费与闲暇的跨期替代决策行为又依存于利率,从而在总供给函数中引入了利率变量。利率引入总供给函数的模型设定推导的结果是政策中性命题的直接崩溃。Fischer (1977) 和 Taylor (1979) 从劳动工资价格黏性的角度去讨论政策中性的稳健性,他们都建立了工资交叠模型,假设工资合同由两期交互制定和执行,工资是黏性调整的。在工资黏性的模型设定下,尽管经济主体是理性预期的,由于货币当局决定的货币冲击变化要比工资谈判的频率高,因此货币政策在短期内能够作用于产出行为,但在长期内没有影

响,从而政策在工资黏性的模型中短期内表现为非中性。同样从价格黏性的角度, McCallum (1980) 提出了不同的结论, 他用一个定价方程代替了卢卡斯的总供给函数, 在这个定价方程中, 价格在不受现期需求与供给条件影响的意义上暂时是黏性的, 并且通过预期项来确定。通过对定价方程的模型推导, McCallum (1980) 在文章中表明, 尽管价格有暂时的刚性, 政策中性的命题仍然可以应用。上述文章中对政策中性的讨论都是基于产出是关于固定的自然率产出水平的稳定化为标准的, Barro (1976) 认为产出的适宜参照水平不是基于自然率的产出水平, 而是他称之为“充分信息”的产出水平, 即不存在预测误差时将会出现的产出水平。当把目标函数改为产出稳定化在充分信息水平的产出时, 通过修正总供给函数得到的模型所推导的政策非中性命题不再成立, 产出与充分信息产出的离差只依存于价格干扰, 政策中性命题普遍存在。

3. 预期与货币政策选择

与政策中性命题紧密相连的一个命题是最优政策的选择问题: 如果政策是中性的, 最优政策应该遵循什么样的规则, 如果政策是非中性的, 最优的政策又如何确定? Poole (1970) 针对此提出了货币工具问题, 即货币当局应该选择何种货币工具作为货币政策的中介目标。通过一个简单的随机性 IS-LM 模型的证明, Poole (1970) 认为, 如果政策目标是提高产出的稳定性, 则盯住名义利率与盯住名义货币供给量之间的选择取决于影响经济的风险来源的类型。如果随机扰动来自于真实的需求冲击, 则盯住货币供给量的政策规则更好, 因为此规则下利率可以对需求冲击做出调整, 把产出从扰动中隔离出来; 如果随机扰动来自于货币冲击, 则优先的政策规则是盯住利率, 因为此规则可以使货币供给通过调整吸收货币冲击, 使产出不受扰动的影响。

政策工具的选择问题在理性预期的理论框架下也逐渐被强调, 并出现了与传统凯恩斯主义不一样的结论。Sargent 和 Wallace (1975) 证明了在理性预期条件下, 当货币当局选择盯住名义利率的货币规则时, 会导致出现一个不确定的平均价格水平, 所以这种货币政策工具选择并不可行。Kydland 和 Prescott (1977) 首次提出了政策实施的动态不一致问题, 即一项经济政策决策在初始时点是最优的计划, 但在后来所考虑的一些时刻就不再是最优性的, 出现了时间不一致性。Kydland 和 Prescott (1977) 指出, 尽管存在一致认可、固定的目标函数, 且政策制定者了解他们决策的效应的时滞和强度, 经济主体的预期是理性的, 那种在不同时刻企图选择最优决策的相机抉择政策不会使目标函数实现最大化。时间不一致问题给最优政策制定带来了挑战, 并引发了学者就政策规则与相机抉择之间相对优点及政府信誉问题的讨论。Barro 和 Gordon (1983a, 1983b) 考虑了政策制定者在制定政策规则时面临的激励与政治约束问题。他们认为采取相机抉择政策

规则的货币当局有动机去发行更多的货币以产生非预期的通货膨胀, 尽管这些意料之外的通胀可以带来一些好处, 但在人们理性预期下, 政策制定者的动机和行为将会被认识到, 这种政策带来的好处不会持久, 最终的结果只会是较高的均衡货币和价格的增长率。因此, 在货币政策中在政策制定者和经济个体的重复交互作用下, 实施承诺(规则)的货币政策比起相机抉择的货币政策会产生更好的结果, 良好的声誉对货币当局实施货币政策具有相当重要的作用。Backus 和 Driffill (1985a, 1985b) 在 Barro 和 Gordon 模型的基础上, 引入了博弈论的声誉模型, 旨在论证通过政府和私人部分的重复博弈, 政府政策可信性的缺失和私人部分在工资需求上不妥协的行为策略会增加反通货膨胀的产出损失。Clarida 等(1999) 引入了新凯恩斯主义的视角, 假设短期名义价格刚性, 把预期引入模型的分析中, 分别讨论了在没有承诺的条件下及有承诺的情况下最优货币政策的制定和表现问题。Chari 等(1998) 与 Albanesi 等(2003) 提出了预期陷阱的概念。他们指出公众为了保护其免受通货膨胀的损失而采取的防御性行为是造成预期陷阱的驱动力, 并利用事实和模型阐明相机抉择的货币政策会使没有承诺的货币当局陷入两类预期陷阱: 第一类预期陷阱是当经济主体形成货币政策会对非基础性影响的冲击做出反应的预期时, 如果预期是自我实现的, 则非基础性的冲击也会成为影响经济冲击的一部分; 第二类预期陷阱是当主体预期货币政策对基础性冲击反应过度, 则预期会扩大基础性冲击对经济影响的波动性, 使一个真实冲击造成通货膨胀率的持久性改变。为了消除预期陷阱出现的可能性, 防止高通胀的复发, 他们主张货币当局对未来实施的货币政策做出承诺, 这可以通过建立一些机制约束来实现, 方法之一就是提高货币政策透明度。

政策的透明度对货币政策的有效性具有重要影响, 这是因为政策的透明化可以消除政策制定者和公众之间的信息不对称, 提高货币当局政策的可信性, 合理引导公众预期, 使货币政策目标能够顺利实现。自 20 世纪 90 年代以来, 越来越多的国家把提高政策透明度作为一项重要的制度选择, 伴随着对中央银行独立性和责任制的讨论, 货币政策的透明度也受到越来越多学者们的关注。Eijffinger 和 Hoebrechts (2002) 探讨了政策透明度与中央银行责任制的问题, 通过模型的分析表明, 以公开相关信息的方式增加透明度减少了中央银行偏好的不确定性。尽管透明度的增加会使地区的独立性变小, 却会增加中央银行的独立性, 这会带来更低的预期通胀率和更小的产出波动稳定性, 使货币政策可信性和灵活性之间的天平偏向可信性的方向。Geraats (2002) 对货币政策透明度的后果做了全面的评述, 他认为除了货币政策透明度是提高中央银行独立性和责任制的必要组成部分外, 透明度还可以消除货币政策制定者和经济主体之间存在的信息不对称, 具有减少不确定性的效应。此外, 透明度还具有激励效应, 能使处在信息优势一方的中央银行通过发信号和建立声誉的方式影响私人部门的通胀预期, 通过私人部门

的反馈行为实现其较低通货膨胀的目的。为了从实证的角度阐明货币政策透明度是否对经济产生作用, Eijffinger 和 Geraats (2006) 与 Demertzis 和 Hallett (2007) 从政治透明度、经济透明度、程序透明度、政策透明度和操作透明度五个维度建立了货币政策透明度指数, 并利用这个指数对九个主要中央银行的透明度程度进行了量化评价。在此基础上, 进一步对政策透明度和经济变量的相关关系进行研究。Demertzis 和 Hallett (2007) 的实证结果表明, 政策透明度不能影响通货膨胀和产出的平均水平, 但能够减小通货膨胀和产出缺口的波动性。Eijffinger 和 Geraats (2006) 检验的结果是, 1998 年以来具有更大政治透明度的中央银行的国家经济在后边的五年表现出更不稳定的通胀率和更高的失业率的倾向, 但他们同时指出由于透明度的动态性, 加上样本量太小和其他因素影响, 以横截面数据实证检验的结果可能会产生误导性的结论。关于政策透明度有效性的研究还需要进一步的研究, 但作为货币政策操作管理预期的一种方法, 政策透明度正在受到政策制定者越来越多的重视。

4. 预期与学习理论的最新研究进展

理性预期关于个人预期的形成与新古典经济理论中理性经济人的假设在逻辑上是一致的, 经济学家可以像用最优化方法处理其他经济决策一样, 使用标准的选择工具处理获得知识和信息的过程, 因此许多学者接受了理性预期假说。但由于理性预期假定经济主体知道产生数据的真实经济模型, 也隐含假定经济行为人与人之间的预期的协调, 夸大了人的理性, 并没有得到现实经验检验的支持, 再加上理性预期模型出现的多重均衡结果带来的理论分析的困境, 理性预期因此受到了不少学者的质疑, 宏观经济学需要更加符合现实和可行的预期理论改进理性预期理论的不足和指导实践, 由此也就产生了学者近期对“学习动态”问题的研究。从学习动态角度研究预期理论的基本思想是: 预期是通过人们的学习过程形成的, 通过对人们学习过程的研究, 可以提供关于理性预期如何实现的有限理性模型, 同时通过对学习过程收敛性的分析, 可以作为具有多重理性均衡的模型的一种选择机制 (Evans and Honkapohja, 1999)。学者对不同类型的学习模型的研究, 以及不同方法工具的应用, 形成了关于预期的学习理论的百花齐放的局面。Frydman 和 Phelps (1983) 对个人信念和经济学家模型预测之间一致性程度的现实性表示怀疑, 认为理性预期特别在分析扰动的短期影响时是无法令人满意的。在理性预期前提下, Frydman 考察了理性学习的可能性, 即在正确定义的模型基础上进行参数估计, 个体根据对给定模型的了解和参数估计形成理性预期。循着学习动态的思路, 有些学者假定预期遵循某种学习规则用于替代理性预期的假定, 并探讨这些有限理性的学习规则达到理性预期均衡的可能性: Tomsend (1978, 1983) 在蛛网模型的环境中提出了以贝叶斯更新为基础的理性学习模型; Nyarko (1997)

提出了一个同时属于推断和适应的框架，行为人有信念等级，且其行动与贝叶斯更新一致，这一框架给出了收敛于包括蛛网模型在内的真实模型的纳什均衡条件；Evans 和 Honkapohja (1996, 2001, 2005, 2008) 假设行为人采用统计学和计量经济学的学习规则，利用线性回归模型来估计要求的参数和预测感兴趣的变量，系统地论述了这种学习规则收敛到理性预期均衡及均衡的稳定性条件，并探讨了这些适应性的预期规则与经济周期和经济政策等经济现象的关系；Arifovic (1994)、Beltratti 等 (1996)、Duffy 和 McNelis (2001) 等使用基因算法、神经网络工具从人工智能的角度来模拟人的学习和预期过程，在此基础上展开对蛛网模型和经济增长模型的讨论；等等。

学习理论在行为经济学领域学者进行了更为广泛和深入的研究，这么多种类型的学习理论为预期形成机制的研究提供了丰富的营养。Brenner (2006) 对经济学的个体学习模型进行了全面的综述，他把学习模型按照学习过程大致分为两大类：一类是无意识学习模型，主要指强化学习；另一类是认知学习，包括基于惯例的学习和信念学习。强化学习被认为是人与其他动物都具有的一种简单学习方式，它的基本思想是：如果一个行动导致了负的产出，那么该行动会被弱化而在未来使用的频率降低；如果一个行动导致了正的产出，则该行动会被个体强化而在将来使用频率上升。强化学习适合于描述那些个体没有意识到他们正在学习的自然学习过程，这种学习类型的模型主要包括 Bush 和 Mosteller (1955) 构建的 Bush-Mosteller 模型、Arthur (1991) 的参数化学习机、Roth 和 Erev (1995) 的 Roth-Erev 模型。基于惯例的学习是一种有意识的学习过程，一般指人们在处理未知问题的场景时，会仔细观察他人的行动和结果，然后模仿别人的行为。这种学习类型的模型包括 Grosskopf (2003) 的学习导向理论、Herrnstein 和 Prelec (1991) 的改善学习模型、Börgers 和 Sarin (2000) 的满意模型、Schlag (1998) 和 Morales (2003) 的模仿模型等。信念学习是指个体的一种积极的有意识学习过程，在这种学习过程中，个体构建其关于状态、动态性及环境相互关联的心智模型。这种类型的学习模型也是多种多样，主要包括：Brown (1951) 提出的虚拟博弈；优化学习运算法则，如贝叶斯学习模型 (Jordan, 1991) 和最小二乘学习模型 (Bray, 1982)；人工智能和机器学习模型，如遗传算法 (Bäck, 1996)；分类系统和神经网络及心理学引发的模型，如规则学习模型 (Stahl, 2000) 和随机信念学习模型 (Brenner, 2004)。在上述按照学习过程某一特征构建的学习模型基础上，还有一些模型把不同学习类型的模型进行了组合，这样的组合模型包括 Camerer 和 Ho (1999) 的经历-权重吸引模型 (experience-weighted, EWA) 与 Brenner (1999) 的变动-模仿-决策模型 (Variation-imitation-decision, VID)。

除了个体学习模型，近些年来随着网络博弈研究的兴起，对个人所处社会网络关系中的社会学习方式，以及信息的网络传播模式的研究也在如火如荼地进