

暨南金融文库 · 博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

有限理性行为与中央银行 宏观调控绩效

YOUXIAN LIXING XINGWEI YU ZHONGYANG YINHANG
HONGGUAN TIAOKONG JIXIAO

黄荣哲 著

 中国金融出版社

暨南金融文库·博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

有限理性行为与中央银行 宏观调控绩效

黄荣哲 著



中国金融出版社

责任编辑：戴早红

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

有限理性行为与中央银行宏观调控绩效 (Youxian Lixing Xingwei yu Zhongyang Yinhang Hongguan Tiaokong Jixiao) / 黄荣哲著. — 北京：中国金融出版社，2012. 1

(暨南金融文库·博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6122 - 8

I. ①有… II. ①黄… III. ①中国人民银行—金融宏观调控—经济效果—研究 IV. ①F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 199076 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

尺寸 170 毫米 × 228 毫米

印张 16.75

字数 239 千

版次 2012 年 1 月第 1 版

印次 2012 年 1 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6122 - 8/F. 5682

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

暨南大学金融研究所和
金融系经费资助

序

金融作为现代经济运行的神经中枢，其体系结构及运行质量对一国经济发展和居民生活的影响越来越重要。相应地，金融学作为经济学科桂冠上一颗最耀眼的明珠，已经成为上至国家领袖、下至平民百姓的必修课程。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨和发展模式的转型，金融体制的改革与发展成为这个过程中重要的核心环节。这既需要我们认识并顺应经济系统和金融体系的演进理性，又需要决策者的调控与规制建设。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，暨南大学开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨南大学在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿、张元元等一批在经济学和金融学界颇有名望的专家学者。

伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的金融学科不断成长、不断壮大。暨南大学金融学科点历史悠久，其前身是1925年创办的银行理财学。1978年暨南大学复办后即受香港中国银行集团委托在国内率先开办了国际金融专业，并于1979年开始招收本科生，此后又陆续设置货币银行学专业、证券投资学专业、保险学专业，1998年根据教育部的统一要求并



称为金融学专业。1983年开始招收硕士研究生,1998年获博士学位授予权,1999年开始接收博士后进站科研人员,2003~2006年连续被评为广东省重点学科,2003年成为广东省名牌专业,货币银行学课程和国际金融学课程先后于2003年和2006年被评为广东省精品课程,2005年校金融研究所被评为广东省人文社科重点研究基地,2007年被评为国家重点学科,为学校金融学科的进一步发展提供了新的、更高的平台。暨南大学金融学科点自建立以来,始终全面贯彻党的教育方针,坚持“从严治校,从严治教,从严治学”的办学思想,从侨校的特色出发,不断深化科研与教学改革,在科研管理、课程体系、教学管理、教学手段等方面为造就适应经济发展的高素质金融人才进行了有益的探索。经过二十多年的建设和发展,本学科在学术队伍、科学研究、人才培养、学术交流、为政府决策提供咨询服务、为地方经济及企业发展提供服务等各方面都取得了显著成就,学术水平和研究成果在全国有着重要影响,在全国金融学科中具有较强的影响力,在华南居于领先地位,被《金融时报》誉为“华南地区金融教学科研的一个重要基地”。

金融学在近三十年来发展迅猛,正在形成宏观金融理论和微观金融理论并行发展的趋势。一方面,金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂,传统的金融基础理论可能面临着深刻的挑战,需要重新思考和研究这些基础性理论。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:比如以规范研究与实证研究相结合,研究我国货币政策问题,包括货币政策的目标、货币政策传导机制、货币政策效应等;研究我国实体经济与金融市场发展是否协调,金融市场、金融技术的发展如何促进或制约实体经济的发展,从而为金融市场建设提供政策决策支持。

另一方面,金融研究越来越呈现出微观化的趋势。具体到我国金融学当前的发展,存在如下一些重要研究方向:例如,从制

度缺陷入手研究投资学和金融资产定价问题；从金融制度层面研究金融机构的成本、效率和风险问题，进行制度创新；又例如，法和金融结合的研究，使得金融体系的形成与发展具有突破性进展，深化了金融学研究的内涵，拓展了金融学研究的外延等。也就是研究新兴市场的理论，将心理学、社会学、法学等多学科的研究成果纳入金融学的研究框架中，从而形成新的金融理论。相关研究在国内尚处于起步阶段，还需要结合中国经济金融发展的实际，深入地进行大量的基础理论和实证研究。

与此同时，从金融学研究方法的发展趋势来看，呈现出数理分析化和交叉性两大主要趋势。数理分析化趋势以理工领域的最新发展很快应用到金融领域为标志；交叉性趋势则以制度分析、行为分析和心理分析在金融领域的广泛应用为标志。另外，工程与实验方法也被引入金融学，金融工程与金融实验得以快速发展。

暨南大学金融学人在全方位、多层次地研究与探索。为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水，为了反映暨南园金融学科的建设水平，为了记录暨南人面对改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济金融发展、粤港澳经济金融繁荣所作的贡献，我们特此设立了《暨南金融文库·博士论丛》并予以出版。该文库涉及国际金融与金融产业组织、资本市场与公司金融、微观金融理论与实证、现代金融理论与政策等方面的内容，结合金融全球化和我国金融开放改革的实际，在探索中国货币、金融理论体系和政策体系方面出版了一批研究成果。力争在国际金融理论、华人华侨资本与国别金融、国际金融热点和前沿问题的研究方面，结合中国实际，探索中国涉外金融理论、制度及运作问题；力争从微观层面研究资本市场运行规律，研究资本市场定价、交易成本、流动性与资产定价之间的理论与经验关系，为规范与发展我国证券市



场提供重要的理论与实证依据；力争在上市公司的竞争优势、长期绩效和成长能力方面，为推动我国上市公司的持续健康发展提供重要的理论和经验依据。

暨南大学校长 胡 军
2009 年 2 月

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究问题的提出及意义.....	1
1.2 研究的思路与方法.....	4
1.3 本书的结构安排.....	6
1.4 本书的创新以及有待进一步探讨的空间.....	7
2 文献综述	9
2.1 不同理性假设的一般性政策含义.....	9
2.2 有限理性假设对于中央银行宏观调控政策的意义	20
3 体制（结构）、行为与中央银行传统政策目标的“X 效率”	43
3.1 体制（结构）、行为和绩效的分析框架	43
3.2 中央银行传统政策目标的“X 效率”	53
3.3 财政政策“X 效率”对中央银行传统政策目标的影响	63
4 房地产市场对中央银行金融稳定目标的影响	79
4.1 房地产泡沫的有限理性判断	79
4.2 房地产市场的有限理性主体与金融稳定目标	88



5 股票市场中央银行金融稳定目标的影响	111
5.1 股票市场的非理性繁荣	111
5.2 股票市场与中央银行目标的争论	114
5.3 有限理性行为、非对称的股市效应及其 对中央银行目标的影响	120
5.4 股市的混沌与不可预测性及其对中央银行 目标的影响	131
6 信贷市场对中央银行金融稳定目标的影响	145
6.1 有限理性的商业信贷市场与金融稳定目标	145
6.2 有限理性的再贷款与金融稳定目标	154
7 有限理性行为对中央银行政策优化的影响	169
7.1 传统二次损失函数与中央银行政策优化	169
7.2 有限理性假设下的损失函数	172
8 有限理性行为对宏观决策柔性管理价值的影响	194
8.1 宏观政策的投入与产出	194
8.2 实物期权方法与宏观决策的价值	206
8.3 有限理性影响宏观决策柔性管理价值的途径	216
9 结论与建议	219
参考文献	230
后 记	255

1 绪 论

1.1 研究问题的提出及意义

自 Adam Smith (1776) 以来的古典、新古典经济理论学者都在反复地强调着一个共同的特征, 即“经济人”(Economic Man) 能够自动地对市场价格信号作出理性的反应, 竞争的价格能够自动地调节市场供求, 所有市场都会自动地实现供求均衡的状态。政府干预经济不仅是不必要的, 而且是有损社会福利的。这里隐含地假定公众是信息占优的。理性预期学派认为, “聪明才智寓于广大民众之中, 而非集中在华盛顿”, 完全理性 (Complete Rationality) 的公众能对包括财政和货币政策在内的所有政府干预行为作出正确的预期, 并采取有效行动抵消政策干预的影响, 政府采取的任何主动性政策都是无效的。虽然理性预期学派不排除现实生活当中的不确定因素, 也不排斥不确定因素的随机干扰将会使人们的预期偏离预测变量的实际值, 暂时和偶然的误差不可避免, 但是它强调人们一旦发现错误就能够立即作出正确反应以纠正原先的失误, 人们的预测不会出现系统性错误。所以, 完全理性假设只是政策失效的充分非必要条件。即便是意料之外的宏观经济政策, 也只能是短期有效的, 政府不可能永远采取出人意料的行动。政府利用这种政策的时间越长, 生产者的反应就越小。目前, 中国正处在经济体制的转型阶段。随着改革开放的不断深入发展和社会主义市场经济体制的建立, 人们的价值观念、思维和经济决策方式等也都发生了很大的变化。人们已经逐渐地意识到市场经济赋予独立经济主体自主选择 and 决策的自由。只要一种经济活动对当事人有利, 只要政府没有政策和法律限制, 人们就会自觉地、积极地从事这种经济活动。从社会发展的总趋势来看, 理性因素将逐步排斥非理性因

素。结合中国人民银行宏观调控政策在这些年来的实践来看,市场经济条件下的“理性经济人”正在使当局的宏观经济政策渐渐失效。如果采用理性预期学派的理论来解释政策失效的问题,似乎也是合情合理的。

但是,人们也注意到,简单地假定公众为信息占优的一方或者“聪明才智寓于广大民众之中,而非集中在华盛顿”都过于偏激。首先,公共选择学派明确地告诉人们,政府或者政治家也是“理性经济人”,在决策过程当中也会考虑成本和收益。既然双方都是“理性经济人”,政府在信息收集和处理方面就未必会输给公众。其次,公众和政府究竟能不能对市场信息作出正确的反应也还是个问题。“Allais 悖论”和“Ellsberg 悖论”对那些以理性预期为基础的传统经济理论来说无疑是形成了巨大的冲击。^①再次,现实社会毕竟不是“原子型”的社会。

① “Allais 悖论”是由 Maurice Allais (1953a) 首先发现和提出的。该悖论假设现有四种彩票 A、B、C、D,其中获奖收入与获奖概率分布情况如下表所示。通过调查发现,很多人认为 $A > B$ 且 $D > C$ 。彩票 A 可以稳当地取得 100 万元资金,而彩票 B 还要冒一文不得的风险, A 比 B 好;彩票 D 得 120 万元的可能性仅比彩票 C 得 100 万元的可能性小 1%,而且 120 万元与 100 万元相差不多, D 比 C 好。设效用函数为 U,则有如下结果。

彩票	A	B			C		D	
资金(万元)	100	120	100	0	100	0	120	0
获奖概率(%)	100	10	89	1	11	89	10	90

$$U(A) = U(100) = 100(\text{万元})$$

$$U(B) = 0.1 \times U(120) + 0.89 \times U(100) + 0.01 \times U(0) = 101(\text{万元})$$

$$U(C) = 0.11 \times U(100) + 0.89 \times U(0) = 11(\text{万元})$$

$$U(D) = 0.1 \times U(120) + 0.9 \times U(0) = 12(\text{万元})$$

$U(A) < U(B)$, $U(C) < U(D)$ 。这显然与调查结果相矛盾。“Allais 悖论”实质上推翻了完全理性假设的“独立性公理”。

“Ellsberg 悖论”是由 Daniel Ellsberg (1961) 首先发现和提出的。该悖论假设袋中有红、蓝、绿三种颜色的球共 300 个,其中红球 100 个。现有四种形式的赌博:摸出一个球, A:如果是红色球,得 1 000 元; B:如果是蓝色球,得 1 000 元; C:如果不是红色球,得 1 000 元; D:如果不是蓝色球,得 1 000 元。通过调查,很多人认为 $A > B$ 且 $D > C$ 。若 F 表示摸出红色球的事件, G 表示摸出蓝色球的事件, FC 表示摸出的不是红色球, GC 表示摸出的不是蓝色球。

$$U(A) = P(F) \times U(1\,000) + [1 - P(F)] \times U(0)$$

$$U(B) = P(G) \times U(1\,000) + [1 - P(G)] \times U(0)$$

$$U(C) = P(FC) \times U(1\,000) + [1 - P(FC)] \times U(0) = [1 - P(F)] \times U(1\,000) + P(F) \times U(0)$$

$$U(D) = P(GC) \times U(1\,000) + [1 - P(GC)] \times U(0) = [1 - P(G)] \times U(1\,000) + P(G) \times U(0)$$

因为 A 优于 B,即 $[P(F) - P(G)] \times U(1\,000) > [P(F) - P(G)] \times U(0)$; C 优于 D,即 $[P(F) - P(G)] \times U(1\,000) < [P(F) - P(G)] \times U(0)$ 。这里所存在的矛盾也很明显。“Ellsberg 悖论”揭示出人们在不确定与风险状态下决策时试图避免不确定性的强烈心理倾向。

公众存在个体差异，在分散决策条件下，个体理性并不一定能够带来集体理性。例如，市场并非是在真空当中运行的，它们只是更为宽泛的社会制度结构的一部分。市场运行本身就带有大量的难以通过市场价格反映和调整的外部性。在博弈论的“囚徒困境”当中，每一个人都有“严格占优”的个人策略，即不管别人做什么，自我目标这一策略必须达到自利最大化。然而，博弈结果却是每个人自利最大化的目标都不可能得到满足。此外，Mancur Olson（1965）的“选择性的激励”机制在大集团当中未必有效。当“搭便车”者达到一定数量时，集体行动将陷入瘫痪。Garrett Hardin（1968）的“公共地悲剧”模型说明，比“搭便车”更严重的是“理性经济人”有时不仅不会为集体出力，反而会损害集体的利益。George Akerlof（1970）的“柠檬市场”揭示的则是不对称信息条件下由个体理性引出的“劣胜优汰”。换句话说，即使宏观经济政策能够影响个体决策和行为，也未必可以达到影响公众整体决策和行为的目标。完全理性假设只是政策失效的充分非必要条件。最后，在古典经济学和新古典经济学当中，逻辑取代了历史时间。关于时间问题的讨论往往都被排除掉了，而只是假定公众能够迅速作出反应。事实上，由于经济问题的处理讲究时效性，公众和政府都不能无限期地等待完全信息的产生、编辑和评价，人们有时不得不在很短的时间内进行决策。在这种情况下，如果说政策失效是与人们的某种理性决策和行为有关的话，那也应当是与有限理性（Bounded Rationality）或者非理性（Irrationality）等现实因素有关，而不是仅仅与完全理性相关联。特别是在2006~2007年，过热的宏观经济、快速攀升的房地产价格和股票市场等几乎都让中国人民银行紧缩性的宏观调控努力（包括提高住房贷款的首付比率、频繁上调存贷款基准利率、存款准备金比率和发行大量的中央银行票据等）成效不大。

很明显，现实社会当中的公众和政府可能会在不同的时间和环境状态下分别表现出理性、有限理性和非理性的特征。更重要的是，包括居民个体、居民整体和政府在内的所有市场经济主体在理性、有限理性和非理性决策及其程度方面存在较大的差异。政府和公众能够相互辨认同方决策状态的期望值比较低。就宏观调控问题而言，有限理性和非理性极有可能成为引发政策无效的重要原因之一，而不是像理性预期学派那

样，仅仅使用完全理性预期来解释政策无效的现实。对于政策失效的分析，应该从“黑板经济学”向“现实人的经济学”转变。所以，本书尝试着从有限理性的角度来探讨宏观调控政策的绩效问题^①，尤其是中央银行宏观调控的绩效问题，以便能够从更多的角度来审视中央银行的政策，进而提出更加贴近现实经济生活的对策和建议。

1.2 研究的思路与方法

1.2.1 研究的思路

首先，在抽象的“原子型”的社会当中，“理性经济人”个体的决策和行为与全体社会成员的利益是完全一致的。政策手段对个体行为的影响也会同样地出现在全体社会成员的身上。然而，在现实社会当中，公众个体之间以及政府不同部门之间是有差异的。而且在代议制和民主集中制的原则下，政府各个部门的宏观经济政策只能是代表部分居民或者集团的利益，而不是代表所有居民和集团的利益。更重要的是，个体理性不一定能够直接推导集体理性。市场主体的损失函数可能各不相同。对于部分社会成员来说，看似有效的宏观调控政策未必能够在全体社会成员当中引发相同的反应。不同市场主体的有限理性行为应该是引发经济波动和降低中央银行宏观调控绩效的重要原因之一，即行为影响绩效。

其次，中央银行宏观调控的绩效也会通过反馈机制影响市场主体的有限理性行为，尤其是绩效很低的宏观调控政策往往向其他市场主体发出错误信号，反过来进一步增强信念的异质性，强化市场主体的非理性行为，即绩效影响行为。

因此，本书尝试着将产业经济学的“结构—行为—绩效”（Struc-

^① 绩效在管理学当中通常包含效率、效果和满意度等多个层次的内容。以企业为例，绩效评价体系可以包括人均产量（效率指标）、人均利润率（经济效益指标）、客户投诉率（满意度指标）、专利数量（创新能力指标）、就业贡献率（社会效益指标）、工业废水排放量（社会效益指标）等多个营利性或非营利性的指标。

ture – Conduct – Performance) 范式扩展为“体制—行为—绩效”(System – Conduct – Performance) 范式, 并重点阐述了中国经济转型时期(S) 各种市场主体的有限理性行为(C) 与中央银行宏观调控绩效(P) 之间的交互式关系。由于行为(C) 与绩效(P) 之间的关系是本书的研究重点, 所以本书从简化问题的角度出发, 将体制(S) 视为外生变量。于是, 本书的分析框架就可以简明扼要地用图 1-1 来说明。其中, 关于政策反应与政策协调等行为如何影响中央银行宏观调控绩效的内容, 主要分布于本书第 3 章至第 6 章; 而关于政策优化行为如何影响中央银行宏观调控绩效的分析, 则安排在第 7 章至第 8 章。

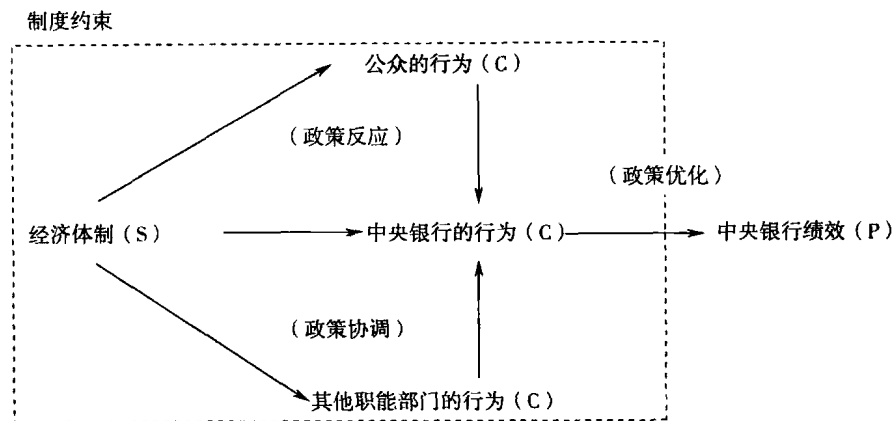


图 1-1 有限理性行为与中央银行绩效之间关系的基本分析框架

1.2.2 研究方法

1. 本书坚持理论联系实际的基本原则, 既借鉴 Herbert Simon、Harvey Leibenstein、Richard Thaler、Daniel Kahneman 和 Amos Tversky 等国外专家学者的理论成果, 也注重研究的本土化, 更多地吸收国内学者研究成果的精华, 并在此基础上进行理论拓展和延伸, 力求创新与发展。首先, 本书借助“体制(结构)—行为—绩效”的分析框架, 肯定了行为与绩效之间的交互式关系。其次, 本书在回顾了国内外宏观调控的实践和经验的基础上, 将“X 低效率”、“展望理论”(Prospect Theory)

和“心理账户”（Mental Account）等行为经济学的理论广泛地应用于宏观经济研究，尤其是公众、政府和中央银行自身的行为对于中央银行宏观调控绩效的影响。

2. 本书采用现代经济学和金融学研究过程当中常用的各种方法来分析中国经济的现实状况，适当运用数理模型和计量模型等技术工具，并借助翔实的、有说服力的统计数据，清楚明确地表达文章的观点和主张。本书充分运用 DEA 方法、VAR 模型、混沌现象的检验方法以及各种图形化的数理模型，分析行为因素对于中央银行宏观调控绩效的影响。

1.3 本书的结构安排

本书的基本结构可以划分为四个大板块（见表 1-1）。（1）板块 1 是绪论和理论综述，即第 1 章至第 2 章。第 1 章是绪论，主要介绍本书的研究意义、思路和方法等基本情况；第 2 章是理论综述，主要介绍不同理性假设下的一般政策含义以及有限理性假设下中央银行宏观调控方面的研究概况。（2）板块 2 是关于政策反应与政策协调等行为如何影响中央银行宏观调控绩效的内容，即第 3 章至第 6 章。第 3 章首先以 SCP 范式的扩展研究为基础，主要讨论经济体制、宏观经济行为与中央银行宏观调控绩效之间的相互关系，然后在假定经济体制为外生因素的情况下，通过中央银行和财政部门在调控传统目标方面的“X 效率”实证，来说明中央银行和财政部门的有限理性行为确实降低了中央银行宏观调控的绩效水平；第 4 章至第 6 章分别以房地产市场、股票市场和信贷市场为例，着重分析了有限理性行为对中央银行非传统政策目标（金融稳定目标）的影响。（3）板块 3 是关于政策优化行为如何影响中央银行宏观调控绩效的分析，即第 7 章至第 8 章。第 7 章以福利损失函数为例，研究了有限理性行为对中央银行政策优化的影响；第 8 章主要分析有限理性行为对宏观柔性管理价值的影响。（4）板块 4 是结论和建议，即第 9 章。第 9 章对全书的观点进行总结，并提出几点政策建议。

表 1-1 论文基本结构的四个大板块

板块 1	绪论、理论综述	第 1 章至第 2 章
板块 2	政策反应与政策协调等行为如何影响中央银行宏观调控绩效	第 3 章至第 6 章
板块 3	政策优化行为如何影响中央银行宏观调控绩效	第 7 章至第 8 章
板块 4	结论、建议	第 9 章

1.4 本书的创新以及有待进一步探讨的空间

1.4.1 本书的创新之处

本书试图在以下几个方面进行理论和实证的创新性讨论：

1. 本书将产业经济学的“结构—行为—绩效”范式扩展为“体制—行为—绩效”范式，并重点阐述了中国经济转型时期（S）各种市场主体的有限理性行为（C）和中央银行宏观调控绩效（P）之间的交互式关系。得知不仅体制与行为会影响中央银行宏观调控绩效，而且中央银行宏观调控绩效本身也会反过来影响体制与行为的调整。

2. 本书借助数据包络分析法（Data Envelopment Analysis, DEA）来探讨宏观经济政策综合效率方面的某些问题，既可以简化正在讨论当中的问题（如 DEA 可以同时处理多个“输入”与多个“输出”，而不需要事先设定宏观经济政策的传导机制，即研究者不需要过分地关注“生产函数”这样一个处于“输入”与“输出”之间的“黑箱”），也能够更加客观地反映各个指标的权重，尽量排除了诸如层次分析法（Analytic Hierarchy Process, AHP）等涉及过多主观判断以及向量自回归（Vector Autoregression, VAR）和结构向量自回归（Structure Vector Autoregression, SVAR）等分析方法在变量权重方面不明确的问题。

3. 在完全理性的假设条件下，以往的大多数文献在研究最优货币政策的时候主要关注政府政策函数与损失函数的切点。在此基础上，本书尝试使用行为经济学的“展望理论”和“心理账户”来改造传统的损失函数，从而以一种新的视角来阐述中央银行宏观调控绩效的问题。

4. 本书从有限理性的视角，研究中央银行政策目标是否应该包含