

现代金融研究丛书

YUQI ZUOYONGYU

预期作用于

金融宏观调控的效率

JINRONG HONGGUAN TIAOKONG DE XIAOLÜ



中国金融出版社

CHINA FINANCIAL PUBLISHING HOUSE

中共四川省委党校研究生学位课题资助项目成果
现代金融研究丛书

预期作用于金融宏观调控的效率

江世银 著

 中国金融出版社

责任编辑：孔德蕴 王素娟

责任校对：孙蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

预期作用于金融宏观调控的效率 (Yuqi Zuoyongyu Jinrong Hongguan Tiaokong de Xiaolü) /江世银著. —北京：中国金融出版社，2010. 10

(现代金融研究丛书)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5688 - 0

I. ①预… II. ①江… III. ①金融—宏观调控—研究—中国
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 201475 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)63272190, 66070804 (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

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 13.25

字数 240 千

版次 2010 年 10 月第 1 版

印次 2010 年 10 月第 1 次印刷

印数 1 - 2000

定价 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5688 - 0/F. 5248

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

预期是指经济行为当事人在作出行动决策之前对未来经济形势或某一经济变量所作的判断、估计或预测，对金融宏观调控效率具有重要的作用和影响。中国过去由于实行计划经济，几乎不存在预期问题。改革开放以来，随着经济不确定性因素的增加和信息的不完全性，预期问题逐渐凸显，并由此影响金融宏观调控的效率。江世银博士选择预期作用于金融宏观调控的效率进行研究，对于提升政府进行金融宏观调控决策的科学性，减少调控政策失误，不断提高预期作用于金融宏观调控效率的水平，保持国民经济的持续、协调、健康发展，都具有重要的理论意义和现实意义。

江世银同志毕业于中国人民大学国民经济管理系，获经济学博士学位，先后在西南财经大学中国金融研究中心和中央财经大学金融学院博士后流动站做过博士后研究，具有宏观经济学和金融学的学术研究背景。他现为四川省学术和技术带头人、中共四川省委党校教授、享受国务院政府特殊津贴专家。该同志长期进行预期理论和应用问题的研究，已取得了较为丰富的研究成果。他曾在商务印书馆出版过《中国资本市场预期》（2005）、在经济科学出版社出版过《预期理论史考察——从理性预期到孔明预期》（2008），在《经济学动态》、《财贸经济》、《金融研究》等期刊发表过有关预期理论和应用的许多成果。在此基础上，他又写出了新作《预期作用于金融宏观调控的效率》。他的这部著作既不是纯理论分析，也不是纯应用分析，而是包含中国金融宏观调控预期模型的既有理论探索又有应用研究的实证分析。它是理论经济学、金融学、管理学、心理学、社会学和数量经济学等多学科并以金融学和管理学为主的综合研究。此书主要解决了前人较少解决的预期作用于金融宏观调控的效率问题，其主要学术创新表现在：第一，运用金融效率理论，深刻分析影响预期作用于金融宏观调控效率的因素，建立效率的解释结构模型。特别是借鉴理性预期学派、行为金融学派所取得的成就并结合中国的实际，建立崭新的预期作用于金融宏观调控的效率数学模型。第二，运用预期理论、宏观调控理论和行为金融学理论，借助已有的评价指标并结合金融宏观调控效率测定方法建立时间预期法、预期作用率法、投资者预期指数法、投资者信心指数法、消费者信心指数法和格兰杰因果检验法等评价方法及相应的评价指标体系。第三，提出减少中国金融宏观调控中不良预期对效率的作用并具有可操作性的相关经济政策。通过预期作用于金融宏观调控效率决定因素模型的建立与研究，丰富和发展预期学派理论，

实现该研究领域在理论上的突破与创新。

这部著作的学术亮点在于：不仅可以形成、丰富和发展具有中国特色的预期理论和宏观调控理论，而且可以通过制定恰当的宏观经济政策引导人们的正确预期，克服它的消极影响，发挥它的积极作用。这不仅具有重大的现实意义，而且也正是其应用价值所在。随着现代货币信用经济的发展，其应用价值越得以体现，其前景也就越广阔。研究预期作用于金融宏观调控的效率也可以为正在加快发展的国家建立何种宏观经济管理体制和模式，更好地提高金融宏观调控的效率提供借鉴。

此书选题具有重要的学术意义和研究价值，研究成果已达到本学科领域先进水平。全书观点正确，论述理论联系实际，中心明确，条理层次清晰，逻辑性强，所用资料翔实，数据准确，结论可信，具有可操作性。根据江世银同志在本书中所进行的创新性研究，我欣然为之作序，向同行推荐，这本书值得一读。

曾康霖于西南财经大学中国金融研究中心

2010年9月10日

目 录

第一章 导论	1
第一节 问题的提出——研究预期作用于金融宏观 调控效率的目的和意义	1
第二节 相关文献回顾	3
第三节 研究的思路、框架和方法	9
第二章 宏观调控与金融宏观调控	12
第一节 宏观调控	12
第二节 金融宏观调控	16
第三节 金融宏观调控的历史分析（1992—2008 年）	27
第三章 金融宏观调控的效率	42
第一节 效率与金融效率	42
第二节 金融宏观调控效率	45
第三节 金融宏观调控效率的衡量标准和尺度	48
第四节 金融宏观调控效率的值域	52
第四章 金融宏观调控中的预期及其传导机制	58
第一节 预期	58
第二节 预期在金融宏观调控中的产生与发展	63
第三节 预期对金融宏观调控作用的传导机制	65
第四节 预期在金融宏观调控中的作用及其特征	70
第五节 金融宏观调控中的各种预期	77
第五章 预期作用于金融宏观调控的效率分析	88
第一节 预期作用于金融宏观调控的效率	88
第二节 预期对金融宏观调控效率的作用和影响	105
第三节 预期作用于金融宏观调控效率的历史分析	117
第四节 金融宏观调控低效或失效的预期原因分析	125
第六章 预期作用于金融宏观调控效率的检验和测定	131
第一节 前人对预期作用于金融宏观调控效率的检验	131
第二节 预期作用于金融宏观调控效率的测度方法	136
第三节 预期作用于金融宏观调控效率的模型建立与完善	142
第四节 预期作用于金融宏观调控效率的测度指标体系选择	145

第五节	预期对金融宏观调控作用效率的一般检验	147
第六节	预期对金融宏观调控作用效率的测定	157
第七章	提高预期对金融宏观调控作用效率的对策建议	173
第一节	正确引导预期来调控宏观经济的运行	173
第二节	正确引导预期以增强货币政策的实施效应	177
第三节	正确引导预期以增强货币政策的可信度	180
第四节	保持金融宏观调控政策的稳定性、连续性与可预期性	185
第八章	结束语	189
第一节	基本结论	189
第二节	本书的特色与创新之处	190
第三节	有待进一步研究的问题	190
参考文献		192
后记		202

图表目录

图 2-1	货币政策工具和货币政策目标	26
图 3-1	金融宏观调控效率高低的坐标定位（经济增长率与 通货膨胀率）	55
图 3-2	金融宏观调控效率高低的坐标定位（经济增长率与 失业率）	56
图 3-3	金融宏观调控效率高低的坐标定位（经济增长率与 通货膨胀率、失业率）	56
图 4-1	预期的形成关联	60
图 4-2	预期的形成过程	60
图 4-3	预期的传导机制	65
图 4-4	预期对扩张性金融宏观调控的作用	68
图 4-5	预期对紧缩性金融宏观调控的作用	69
图 4-6	开放经济条件下预期对金融宏观调控的作用和影响	69
图 4-7	投资膨胀预期与投资紧缩预期	82
图 5-1	货币主义学派的货币扩张效应	94
图 5-2	理性预期下的货币政策效应	96
图 5-3	新凯恩斯学派的扩张性政策引起的短期效应 （对预期之外的扩张性政策的反应）	98
图 5-4	新凯恩斯学派的扩张性政策引起的短期效应 （对预期之内的扩张性政策的反应）	98

图 5-5	金融宏观调控的效率与货币政策的效果	102
图 5-6	金融宏观调控效率因 IS 曲线斜率而异	103
图 5-7	预期作用于金融宏观调控的效率	104
图 5-8	预期对货币政策实施效应的影响	107
图 5-9	预期对货币供给量 M_1 和 M_2 的流通速度 V_1 和 V_2 的影响	108
图 5-10	预期对狭义货币 M_1 和广义货币 M_2 的乘数的影响	111
图 5-11	银行信贷余额和资本市场筹资余额比较	113
图 6-1	乐百氏信心指数和消费者价格指数	132
图 6-2	1992—2009 年中国金融宏观调控效率	156
图 6-3	预期对货币供给量 M_0 、 M_1 、 M_2 流通速度的变化率	164
图 6-4	深证投资者预期指数	169
图 6-5	上证投资者预期指数	170
表 2-1	1992 年以来中国的城镇失业率、通货膨胀率 和 GDP 增长率的变化情况	20
表 2-2	1992—1997 年的金融宏观调控	30
表 2-3	1996—1999 年的 7 次调息（一年期利率水平）	32
表 2-4	1993 年以来的货币供给量增长率变化	33
表 2-5	1998—2003 年的金融宏观调控	35
表 2-6	宏观总量平衡时期的金融宏观调控	36
表 2-7	2004 年以来的货币供给量增长率变化	37
表 2-8	2004—2008 年的金融宏观调控	37
表 2-9	宏观总量平衡时期的金融宏观调控下的消费者预期指数、 信心指数和满意指数	38
表 2-10	美国次贷危机影响下的金融宏观调控	40
表 3-1	金融宏观调控效率的成本与收益框架	52
表 3-2	中国金融宏观调控效率的有效值域	54
表 5-1	金融宏观调控效率问题的学派观点	88
表 5-2	1992 年以来的中国货币供给量增长情况	109
表 5-3	1992 年以来的中国货币供给量操作偏离情况	110
表 5-4	1992 年以来广义货币（ M_2 ）和名义利率、实际利率的 变化	112
表 5-5	1992 年以来预期影响下的中国资本市场变化情况	114
表 6-1	1992 年以来的预期对全社会固定资产投资的影响情况	148
表 6-2	1992 年以来的中国股票市场筹融资变化情况	149

表 6-3	1992 年以来的社会消费品零售总额变化	151
表 6-4	1992 年以来的城乡居民储蓄变化	153
表 6-5	预期与实际通货膨胀率之间的 Granger 因果关系检验	154
表 6-6	预期与实际通货紧缩率之间的 Granger 因果关系检验	154
表 6-7	中国潜在产出与潜在经济增长率的估算结果	155
表 6-8	预期与产出的 Granger 影响关系	156
表 6-9	1992 年以来中国 CE 、 P_{CE} 、 E_{CE} 和 B_{CER} 的变动	158
表 6-10	1992 年以来预期作用于投资、消费、实际 GDP 的变化 情况	159
表 6-11	产出与货币供给量之间的 Granger 影响关系	160
表 6-12	1992 年以来预期变化对居民储蓄变动的影响	161
表 6-13	1992 年以来的预期对通货膨胀的影响	162
表 6-14	1992 年以来的预期对货币流通速度的影响	163
表 6-15	中国 7 天期银行间同业拆借利率的实际值与规则值	165
表 6-16	1998—2000 年部分上市公司 FEGV 占市值的比例	167
表 6-17	1992 年以来加息或降息的金融宏观调控对股票 市场效率的作用和影响	171

第一章 导 论

第一节 问题的提出——研究预期作用于金融宏观调控效率的目的和意义

一、研究预期作用于金融宏观调控效率的目的

预期作为一种心理行为倾向，已广泛地存在于日常生活中，并对整个社会生活，甚至政治活动产生着深刻的影响。预期尤其对宏观调控会产生不同的作用和影响。正确的预期有利于宏观调控等经济活动的顺利进行。不正确的预期则会对整个宏观调控活动产生消极影响，甚至影响它的成功。在某种情况下，它甚至还是能否成功、能否达到预期目标的关键。这是因为金融活动本身存在风险，金融体系呈现出不稳定性、脆弱性等特征。金融的快速发展可能导致资本融通的低速和阻滞，从而使市场经济运行出现低效率。在此情况下，国家对金融的宏观调控势在必行。但是，这些金融宏观调控有时也有可能失效。这就出现了在宏观调控中的预期作用的效率问题。

预期作用于金融宏观调控的效率问题，是关于金融宏观调控作用过程和渠道及其作用程度和效果的重要问题，涉及经济金融的多个方面，也是在有效实施宏观调控中需要研究的一个重要理论课题。影响金融宏观调控效率的因素有很多，其中，预期是一个重要的因素。市场经济越是发展，越是需要宏观调控，也就越是有预期因素的作用和影响。伴随着经济市场化和经济货币化程度提高的金融宏观调控，必然会引起利益的调整，全社会预期会发生不同的变化。面对一个适应新的经济生活的全过程，人们会出现一个心态调整期，因而，金融宏观调控乏力或存在调控与反调控的矛盾现象。这就需要研究预期对金融宏观调控效率的作用和影响。

从理论上分析，金融宏观调控的变化对社会经济景气和社会福利可能带来不同的效果。但由于经济运行非常复杂，实际结果常常与最初的设想之间存在很大差异，有时甚至是相反的结果。在不考虑其他因素影响的情况下，预期起到了重要的作用。即使在完全确定的环境之下，进行金融宏观调控有时也要付出相当大的成本。无成本的收益是不存在的，只是成本的大小不同而已。除了日常的管理成本外，这里所指的还包括政策设计成本、政策调整成本、监

督成本、摩擦与冲突成本以及纠偏成本等。有效的金融宏观调控可能会获得较好的收益，而无效的或低效的金融宏观调控可能达不到预期的宏观调控目标，甚至会给人们带来灾难性的损失。进行预期作用于金融宏观调控效率研究的目的就是要降低调控成本，获得最大的收益。不仅如此，研究预期作用于金融宏观调控的效率也可以为正在加快发展的国家建立何种宏观经济管理体制和模式、如何更好地提高金融宏观调控的效率提供一些借鉴。正如有的学者所说的，“对未来政策变化的预期，是建立发展中国家宏观经济模式和设计宏观改革政策时所必须经常考虑的一个方面”^①。

从实践来看，几乎所有的市场经济国家都进行了包括金融宏观调控在内的宏观调控。有的国家的金融宏观调控效率较高，能够较为顺利地达到预期的目的；而有的国家的金融宏观调控效率很低，有的甚至完全失效。这就需要借鉴金融宏观调控效率高的国家的先进经验，吸取金融宏观调控效率低或无效的国家的失败教训，不断地提高预期作用于金融宏观调控的效率。例如，美国进行的金融宏观调控政策通常是让人们预期到的，很少搞突然袭击，使人们对政策有某种与经济变化趋势相一致的预期，这样的金融宏观调控效率就高，值得借鉴。

二、研究预期作用于金融宏观调控效率的意义

研究预期作用于金融宏观调控的效率具有重大的理论意义和现实意义。这不仅可以形成、丰富和发展具有中国特色的预期理论和宏观调控理论，而且可以通过制定恰当的宏观经济政策引导人们的正确预期，克服它的消极影响，发挥它的积极作用。这一研究的主要意义在于：深刻揭示预期作用于金融宏观调控的效率问题，丰富和发展预期学派理论，形成有中国特色的预期学派理论和宏观调控理论；研究预期作用于金融宏观调控的效率，为政府制定切实可行的宏观经济政策，以此为提高金融宏观调控的效率服务；正确引导人们的观念更新，使人们具有理性的投资行为和消费倾向，从而提高金融宏观调控的效率。这不仅具有重大的现实意义，而且也正是其应用价值所在。随着现代货币信用经济的发展和金融宏观调控的实施，其应用价值越来越得以体现，其前景也就更加广阔。

本书试图借鉴发达国家的预期作用于金融宏观调控效率的评价理论和方法，结合中国的具体实际，从战略的高度，系统地提出一套适合中国特色的预期作用于金融宏观调控效率的评价理论和方法，建立科学的预警机制，设计高效率的调控模式。这对于提升政府进行金融宏观调控决策的科学性、减少调控政策

^① 王雪标：《随机增长模型中的政策与风险研究》，6页，大连，东北财经大学出版社，2008。

失误、不断提高预期作用于金融宏观调控效率的水平和保持国民经济的持续、快速和健康发展,都具有重要的理论意义和现实意义。本书力争在理论与方法上实现此研究领域的突破与创新,在实践上能推进和深化金融宏观调控改革。

第二节 相关文献回顾

一、国外研究状况

预期 (Expectation) 是指经济行为当事人在作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 (Judgment)、估计 (Forecast) 或预测 (Prediction)。预期已经历了静态预期 (Statical Expectations)、外推型预期 (Extrapolative Expectations)、适应性预期 (Adaptive Expectations) 和理性预期 (Rational Expectations) 等不同的发展阶段。各种不同预期对经济活动的影响是不同的。凯恩斯学派、货币主义学派、理性预期学派和新凯恩斯学派都提出了它们的看法。对于预期问题,美国形成了以卢卡斯 (Robert Lucas) 为首的理性预期学派 (the School of Rational Expectation)。他继承凯恩斯预期问题的研究并向纵深方向发展,由此获得 1995 年的诺贝尔经济学奖。1972 年,卢卡斯在《预期与货币中性》中认为,通货膨胀和实际产出之间存在有用的替代。在一个经济行为人不具备完全信息的世界里,未被预期到的货币变动只有暂时的效果。^①以卢卡斯为首的理性预期学派提出了只有在政府实行随机性的货币政策时才会有短期的实际效果。宏观调控政策的变化会使得经济当事人随着经济环境的变化调整他们的预期和行为决策,从而使政策的变化改变模型的参数,利用既定的模型无法准确地预测政策变化后的经济后果。理性预期学派所提出的预期不仅对宏观调控的效率,而且对金融宏观调控的效率都有较为深入系统的研究,为政府宏观调控政策的实施提供了理论依据。当今,西方金融学界又深入分析了预期对人们金融行为的影响,逐渐形成了行为金融学派 (the School of Behavioral Finance),高度重视预期问题的作用,提出了有效市场假说 (Efficient Market Hypothesis, EMH) (Fama, 1965)。直到今天,在研究资本市场效率时,人们仍将其奉为经典。

此外,在预期对经济活动的影响方面,还有哈里森和克雷普斯 (Harrison, Kreps, 1978, 1987) 对不同预期条件下进行投资所导致的投资预期收益的研究,格罗斯曼和斯蒂格利茨 (Grossman, Stiglitz, 1976, 1980) 所进行的拥有不同信息交易者投资的理性预期分析,布兰查德和沃森 (Blanchard, Watson, 1982)

① Lucas R. E. Jr., Expectations and the Neutrality of Money, Journal of Economic Theory, April, 1972.

进行的预期推动资本市场泡沫化的探索,雷格斯和里日尔(Raines, Leather, 1994)的投资预期心理活动效率分析,欧文(Owen, L., 1996)的投资紧缩预期研究和克鲁格曼(Krugman, 2001)的流动性陷阱研究等。

特别值得一提的是,世纪之交,由于受亚洲金融危机的影响,各国的金融宏观调控效率不是很高,政府往往很难达到预期的目的,因此,不少学者对预期作用于金融宏观调控的效率进行了研究。柯克伦(Cochrane, 1998)认为,预期的货币冲击对产出产生一定的影响。他的研究结论是,产出随着识别假定的改变而发生很大的变化,预期—未预期识别假定对于产出效果非常重要,预期的货币对产出作用模型确实影响对产出效果的估计,这种估计与脉冲反应函数相比更短小。柯克伦还计算出货币冲击对产出的影响大小。1998年,多恩布什(Downbush)和费希尔(Fisher)以美国为例,认为通货膨胀预期使预期实际利率下降,企业投资预期上升,进而投资增加,总需求曲线上移。不仅如此,当政府进行金融宏观调控时,厂商和工人还在工资制定中运用通货膨胀预期,再通过成本加成定价使产品价格上升,总供给曲线也上移。^①这充分说明了预期在金融宏观调控中对效率的作用和影响。夏龙·卡支刻(Sharon Kozicki)和P. A. 厅斯雷(P. A. Tinsley, 2000)在《预期通货膨胀期限结构》一文中运用美国50年短期月度数据,通过预期通货膨胀期限结构的方法预测短期CPI数据。他们认为,“预期通货膨胀期限结构是评价货币政策可信度的重要工具,是检验市场主体对债务真实成本变化的反应有效方法,是评估预期通货膨胀对货币政策行动反应的重要手段”^②。可见,预期是影响金融宏观调控的重要因素。

可以说,西方预期问题研究基本上是跟上了经济发展需要的。但是,它们对预期作用于金融宏观调控效率的研究是很不深入的,没有指出预期对金融宏观调控作用的传导机制,特别是没有分析预期是怎样的、在多大程度上影响金融宏观调控效率的,也没有提出一个有效的对策,更缺乏系统的数学模型和实证应用分析。

二、国内研究状况

金融宏观调控是宏观调控的重要组成部分。研究金融宏观调控的效率具有十分重要的指导作用。中国过去由于实行计划经济,几乎不存在预期问题。改革开放以来,随着经济不确定性因素的增加和信息的不完全性,预期问题逐渐产生,对此问题的研究也随之进行。在政府进行宏观调控时,往往难以达到预期的目标,尤其是金融宏观调控的效率不高。正因为如此,在这方面,国内许

① 多恩布什和费希尔:《宏观经济学》,429页,北京,中国人民大学出版社,1998。

② 叶青:《预期通货膨胀期限结构双因素模型研究》,载《经济科学》,2006(1),101页。

多学者都在宏观经济领域进行了大量有益的探索,对宏观调控的效率作了初探性研究。其中,比较有代表性的是汪翔(1989)、李拉亚(1991,1994)、杨玉生(1996)、陈学彬(1997)、史纹青和申海波(2000)、徐龙炳(2001)、陆军与舒元(2002)、李春琦(2003)、江世银和郑健明(2005)、沈军与崔建军和徐亚平(2006)、于辉(2007)和谭旭东(2008)等人的研究。

中国学者初期研究经济效率和金融宏观调控效率时,通常将预期作为一个方面来加以分析。不仅如此,他们多半是结合中国通货膨胀或通货紧缩实际进行研究的,取得了较好的成果。特别是在预期对货币政策实施效果的分析方面,管理学界和金融、经济学界已获得了较为深入的认识。如在进行通货膨胀的黏性预期理论研究中,有的学者不仅提出了“Sticky Expectation”概念(李拉亚,1991),而且建立了相应的数学模型,提出了有针对性的解决对策。在货币政策有效性方面,陈学彬(1997)认为,中央银行具有信息优势,而公众的预期形成与中央银行的决策规则之间是相互决定的,因而“央行有必要在公众预期形成之前采取公布通胀或货币控制目标等方法披露信息”^①,其目的是为了提高金融宏观调控的效率。他还认为,金融运行是一个由中央银行、商业银行和居民三方参与的宏观金融博弈平衡,在当时的经济环境下要特别注意商业银行的不良资产对货币政策的威胁。当银行不良资产比重大幅上升,使其面临流动性的困境时,如果中央银行不增加基础货币的投放来提高银行的流动性,金融系统面临的风险就会增大;如果中央银行增加基础货币投放,只会引发或加剧通货膨胀,因此,根本出路不在于中央银行应该更加重视金融稳定还是更加重视价格稳定,而在于降低不良资产的比重。只有这样,金融宏观调控效率才有可能得到提高。

进入21世纪,随着金融宏观调控实践的深入,理论界在研究金融宏观调控效率时,通常是利用货币政策的制定和实施来进行的。在政府制定和实施货币政策中,他们结合利率、汇率、投资和消费等因素研究了全社会的预期是如何产生、形成和修正的,又是如何影响金融宏观调控效率的。2000年,史纹青^②通过通货膨胀对预期进行了度量,对难以进行量化分析的预期因素借助货币、物价、预期之间的关系,间接地测量预期的变动。他的研究揭示了预期对金融宏观调控效率高低的作用和影响,提出了其解决的对策。这就是政府在金融宏观调控中需要引导预期来为之服务,不断提高金融宏观调控的效率。申海波^③研究了各种预期理论在资本市场中的运用,由此提出了解决中国资本市场预期问题

① 陈学彬:《银行不良资产与金融风险 and 通货膨胀关系的博弈分析》,载《经济研究》,1997(7)。

② 史纹青:《中国通货膨胀问题研究》,125~126页,北京,中国财政经济出版社,2000。

③ 申海波:《预期理论与资本市场》,上海,上海财经大学出版社,2000。

的对策。

2001年,徐龙炳研究了货币政策的度量问题,认为它是目前货币政策研究的前沿问题。由于其最终目标之间常常存在着矛盾冲突,这就增加了货币政策搭配的难度及调节的复杂性,所以,对货币政策效果进行科学评价有助于提高政策搭配的效果。他建立了中国货币政策效果评价模型,探讨了变量的选择、模型的设定及模型的识别。他结合不同阶段的模型,从不同的角度分析了货币政策的冲击对经济的影响,综合这些研究结论,由此提出了今后中国货币政策的制定和实施建议。^①

随着金融宏观调控实践的不断深入,理论界在研究金融宏观调控效率时开始进行货币政策实施效应的检验。他们企图通过检验来证实预期对货币政策实施效应的大小。2002年,陆军与舒元对中国货币政策的实证检验表明了中国预期到的货币政策对产出有正的影响,而未预期到的货币冲击对产出存在非对称影响的迹象。为了提高金融宏观调控的效率,政府应该特别注重预期的因素。王增力^②在《提高货币政策运行效率的对策思考》中认为,“如何提高货币政策运行效率,推动经济的健康发展,是当今对我国经济实现宏观调控的一道难题。”他还认为,“由于社会保障不健全,不确定性因素逐渐增加以及失业率上升等原因,居民的收入预期悲观,消费谨慎,从而使得利率杠杆的调节作用失灵。要加强对社会保障制度的宣传和知识普及工作,引导居民的消费预期。”

2003年,高辉在他的硕士学位论文《中国货币政策效果检验与利率市场化建模研究》中使用格兰杰因果关系检验与协整检验的结果说明了样本期内采用的货币政策工具:信贷、货币供应量 M_0 、汇率对价格、消费、股价、GDP、储蓄存款的作用是显著的,而利率工具的作用是很小的。对于投资,样本期内采用的货币政策工具:信贷、货币供应量 M_1 以及存贷款利率引导是显著的。对于净出口,信贷、货币供应量对其几乎没有引导作用,而利率(市场化利率、存款利率)、汇率的引导作用却是显著的。他还对变量间的动态特性应用 VEC 模型进行了冲击响应分析。从最终作出的基于协整向量的误差修正模型的冲击响应曲线可以看出,所有货币政策工具变量对宏观经济变量的冲击在短期内均较微弱,从长期来看,冲击均有不同程度的增强。因此,他认为,中国在 1993—2002 年实施的货币政策对实体经济的效果是显著的,尤其是采用的信贷、货币供应量、汇率货币政策工具对引导价格、消费、储蓄、GDP、股价的作用是非常明显的,但同时我们也应看到利率工具除了对投资、净出口有较强的作用外,

① 徐龙炳:《货币政策效果的度量——中国货币政策效果的定量评价》,上海,复旦大学出版社,2001。

② 王增力:《提高货币政策运行效率的对策思考》,载《学习月刊》,2002(11)。

对价格、消费、储蓄、GDP、股价作用很微弱。由于我国目前仍存在较大程度的利率管制,形成机理的非市场性决定了管制利率的调节容易滞后于宏观经济的变动,调节幅度不够灵活,货币政策的传导效率大打折扣。

在进行资本市场的效率研究中,有的分析了预期的作用类型(江世银,2005);在进行货币政策作用的传导机制探索中,有的分析了预期作用的传导效率(郑健明,2005),等等。2005年,郑健明根据预期对有效性的影响方式的不同,将预期分为两类。一类是周期性预期。这类预期在短期内加剧产出和价格的波动,但在长期内却是“中性”的。另一类是制度和结构预期。这类预期强化了居民的未来支出预期并弱化其收入预期,抑制了有效需求的扩张。他还对中国1984—2004年的货币政策的有效性进行了实证分析。

2006年,沈军^①研究了二元视角下的金融效率并对中国的金融效率进行了实证分析。他对中国宏观金融效率进行了计量分析。他认为,中国金融的低效率已成为中国经济持续增长的阻碍,提高金融效率已成为中国金融发展的关键。不过,他几乎没有对预期如何影响这种效率进行研究。同年,崔建军^②进行了中国货币政策有效性问题研究。他建立了中国货币政策有效性的理论模式并进行了验证,分析了影响中国货币政策有效性的因素,对提高中国货币政策进行了若干思考。

随着货币政策有效性研究的深入,2006年,徐亚平^③则从货币政策透明性角度进行了金融宏观调控效率的研究。他认为,在“时间不一致性”中,由于经济行为主体能够使用所有可获得的信息形成与经济系统相一致的、无偏的估计,货币政策是否透明对货币政策的有效性是没有影响的。但是,当考虑到经济行为主体对经济运行结果和经济运行过程的不凑合认知时,货币政策的透明性对于促进经济行为主体的学习过程,稳定和引导公众的通货膨胀预期,进而提高货币政策的有效性都起着至关重要的作用。

2007年,于辉^④进行了中国货币政策效率分析。她从货币政策运行环境、最终目标、中介目标、工具选择实施、传导机制和开放经济条件下的货币政策等方面进行了有效性分析。她系统地探讨了在中国特定的金融环境下影响货币政策有效性的主要因素和环节,对货币供给量与产出之间的关系进行了实证检验,由此提出了很有针对性地提高中国货币政策有效性的基本途径。

① 沈军:《金融效率论——二元视角下的理论分析与中国实证研究》,北京,经济科学出版社,2006。

② 崔建军:《中国货币政策有效性问题研究》,北京,中国金融出版社,2006。

③ 徐亚平:《货币政策有效性与货币政策透明制度的兴起》,载《经济研究》,2006(6),24页。

④ 于辉:《中国货币政策效率分析》,北京,中国经济出版社,2007。

2008年,谭旭东^①从政策时间不一致性角度对中国货币政策的有效性进行了研究。他对政策时间不一致性理论模型进行了修正,并用于分析中国货币政策的有效性。他的研究结论是中国货币政策的有效性与政策的可信性之间密切相关。随着货币政策可信性的提高,其有效性也相应地得到了提高。为了提高金融宏观调控的效率,实行有规则、透明度高和连贯性强的货币政策有利于人们形成正确的预期,这是非常重要的。

三、国内外预期理论研究的启示

从上述文献回顾可以看出,预期已越来越引起人们的注意。在提出实施什么样的金融宏观调控政策时,人们仅仅把预期作为一个方面,还没有放到应有的高度来认识。他们的研究还带有介绍西方预期理论的性质。对于国内的研究而言,这些研究还不够深入,特别是与中国金融宏观调控结合得还十分不够。要么是仅从金融宏观调控的效率方面,要么是仅从预期对整个宏观调控的效率方面进行单方面的研究。这些研究往往将预期作为影响宏观调控难以达到预期目标的原因之一,不仅缺乏中国的金融宏观调控预期模型,而且尚未提出有效的适应中国预期的货币政策(金融宏观调控政策)。他们对预期作用于金融宏观调控效率的研究是很不深入的,没有指出预期对金融宏观调控作用的传导机制,特别是没有分析预期是怎样、在多大程度上影响金融宏观调控效率的,更缺乏系统的数学模型和实证应用分析。本书也正是基于此而进行研究的。尽管如此,这些成果对于研究预期作用于金融宏观调控的效率还是有一些启示的。

(一) 西方预期理论对研究预期作用于金融宏观调控效率的启示

西方预期理论既有局限性的一面,又有可供参考利用的一面。在研究预期作用于金融宏观调控效率时,我们应正确地对待和利用西方预期理论中的积极方面。尽管各种预期理论有严格的假设和适用条件,但在它们的理论体系中也有可供积极借鉴和利用的一面。例如,相比之下,卢卡斯的理性预期理论则更能接近实际一些。卢卡斯把它作为国家管理经济的一种工具,主张合理地运用国民期待来引导人们形成正确的预期。所以,对西方的预期理论,我们要用既否定又肯定的态度来研究预期作用于金融宏观调控效率的实践,而不能完全拒之门外,既要看到其不现实的、缺乏可操作性的一面,又要看到其积极合理的一面。在运用中,取其精华,弃其糟粕,正确地利用顺向预期与逆向预期来适时调节人们的预期行为,促使预期行为合理化,为提高金融宏观调控的效率服务。

^① 谭旭东:《中国货币政策的有效性——基于政策时间不一致性的分析》,载《经济研究》,2008(9),46页。