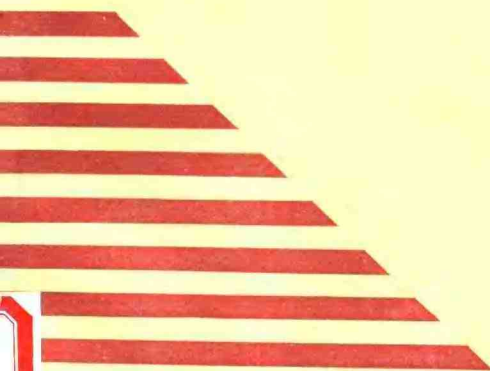


莫迪利亚尼论文选

A series of approximately ten horizontal red stripes of varying lengths, arranged in a descending staircase pattern from the top left towards the center of the cover.

MODILYANI LUNWENXUAN

商 务 印 书 馆



中财 80024002

莫迪利亚尼论文选

林少官 译

中央财政金融学院图书馆藏

总号 414738

书号

F-097.12/18

商务印书馆

1993年·北京

MÒDILYĀNÍ LÚNWÉN XUǎN

莫迪利亚尼论文选

林少宫 译

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街36号 邮政编码 100710)

新华书店总店北京发行所发行

河北三河县艺苑印刷厂印刷

ISBN 7-100-01203-1/F · 143

1993年7月第1版

开本 850×1168 1/32

1993年7月北京第1次印刷

字数 300千

印数 0—1300册

印张 12¹/₂

定价: 8.20元

译者前言

F. 莫迪利亚尼系美国麻萨诸塞州理工学院经济系及斯隆管理学院经济学与财政学教授，一生著述甚丰。其主要作品有 1980 年 MIT 出版社出版的莫迪利亚尼论文集三大卷，收入了他自 1944 至 1977 年间发表的科学研究论文 45 篇，共约 1500 页。大致划分为：第一卷宏观经济学，论述货币、利息率、投资、工资与价格等问题；第二卷储蓄的生命周期假说，其理论形成、统计检验、政策含义与应用；第三卷财政理论及其他，讨论公司财政、政府财政与国际财政中的争议。非专业性杂志报刊文章均不包括在三卷之内。另外作者编著或与人合著三本有关宏观经济管理方面的书，并负责设计(1969)大型美国宏观经济计量模型——MPS 模型。1978 年后继续发表财政金融方面的重要论文多篇，并于 1989 年再次收集整理成莫迪利亚尼论文集第四、五两卷出版。

莫迪利亚尼的主要研究兴趣在于探讨和理顺所谓凯恩斯革命的真实、恒久的贡献。其方法是：(1)把《通论》的基本论点纳入以经济单位的效用最大化行为为基础的传统经济学方法论；(2)用经验数据去估计和检验由凯恩斯理论导致的结构方程；(3)将研究结果应用于政策决策，检验是否有效。他的这种研究方法几乎贯穿于他的每一研究课题和每一篇重要的研究论文里，并且事实表明这种方法已获得丰硕的成果。

1985 年瑞典皇家科学院为表彰莫迪利亚尼在储蓄理论和公司财政两方面的卓越贡献而授予他诺贝尔经济学奖。从莫迪利亚尼的科学研究体系看，他在这两方面的贡献乃是他研究凯恩斯经

济学的“副”产品。可以认为，凯恩斯体系的四个支柱：(1)消费函数，(2)投资函数，(3)货币(及其他存款方式)的供与求，和(4)决定工资与价格的机制中，起基本作用的是消费和投资，是他理论的重要来源。正是他对凯恩斯消费函数的不懈研究产生了他的储蓄的生命周期假说，对凯恩斯投资函数的兴趣导致了公司财政理论研究中的莫迪利亚尼—米勒(M—M)定理的出现。

为了协调凯恩斯理论中的消费行为的短期波动和库兹涅茨所测算的长期稳定性，并解释如何由短期过渡到长期的收入—消费关系，莫迪利亚尼早在1949年就提出了相对收入假说(RIH)，利用美国收入和储蓄的年数据，在一定的经济增长率的假设下，同时估计短期和长期消费倾向，用以说明消费行为中的棘轮效应。从理论分析到经验检验，其结果都是令人称羡的。由于储蓄=收入—消费，随着对消费行为的深入研究，便同时形成了一套基于经济单位的效用最大化行为的储蓄理论——生命周期假说。按照传统的观点，储蓄率被认为主要与收入水平有关，而由生命周期模型得出的结论则是储蓄率与收入水平无关，而主要决定于收入的增长率和人口结构的变化。这一异乎寻常的发现，解开了许多不解之谜，诸如美国黑人的储蓄率高于白人；储蓄率在意大利、法国高于在美国、加拿大；经济增长越慢，财富收入比越高，等等。

在研究不确定世界里的投资行为方面，莫迪利亚尼提出必须用厂商的市场价值最大化概念来代替利润最大化概念。他和米勒合作研究得到的M—M定理表明，在完善的市场条件下，厂商——债券加股本——的市场价值只依赖于它的资产所产生的收入川流量，因而不受债券在厂商的财务结构中所占份额(负债股本率和红利支付率)的影响。这又与传统看法大相径庭。传统上认为：债券所占份额越大，资本成本越低。由于成本与市场价值的反比关系，故厂商的市场价值越高。然而，历史事实表明M—M定

理得到了经验数据的广泛支持：莫迪利亚尼之所以获得诺贝尔经济学奖，是因为他的理论能很好地解释现实。

本书选译“三卷”中的8篇论文和作者的诺贝尔奖演讲词，按“三卷”的论文顺序编排。唯1976年作者在美国经济学会发表的学会主席演讲词“货币学派的争论或我们是否应该放弃稳定政策？”例外。该文一方面对其全部论文起到了提纲挈领的作用，另一方面也代表了他对研究凯恩斯经济学所持的观点，故列为本书的首篇。诺贝尔奖演讲词则有回顾与前瞻之效，故作为末篇。其余7篇包括论述生命周期假说基本理论的“效用分析与(总量)消费函数”及其有代表性的经验论证论文“储蓄的生命周期假说与储蓄率的国与国之间的差异”，对公司财政理论的最原始论述“资本成本，公司财政与投资理论”等等。本书作为莫迪利亚尼代表作的中译本，在内容选择上曾征求过作者本人的意见。限于篇幅，未能将他所建议的有代表性的重要论文一一译出。

通观“三卷”，作者的研究领域基本上属于宏观经济范围，尤其集中在财政理论方面(从某种意义上说，生命周期假说是关于家庭的财政理论)，故其实际应用范围不免受到社会经济体制差异的限制。诚如作者本人所说，他研究的对象是私有资本主义经济。即令如此，如果他的理论用于解释市场经济数据而每次都获得灵验的话，则最感惊异的将是他自己。因此，我们在研读他的作品时，不可能将他的理论直接为我们所用。然而，他的研究方法三部曲却可理解为：(1)寻找宏观经济学的微观基础，(2)完善经济计量方法，(3)理论研究的目的在于应用，这些是很值得我们借鉴的。

莫迪利亚尼的论文有一定的广度和深度，比较难读。译者水平有限，不免有错译的地方，尚祈读者不吝指正。

目 录

弗朗科·莫迪利亚尼自传	1
一 货币学派的争论或我们是否应该放弃稳定政策?	6
1. 凯恩斯学派对稳定政策的辩护	7
2. 货币主义学派的攻击	11
3. 货币主义的陈诉有多少真实性?	15
4. 稳定政策的业绩: 起稳定作用抑或起破坏稳定作用	23
5. 供给冲击的出现与 1974—1976 年的插曲	28
6. 结论	34
注释	35
二 流动性偏好及利息与货币理论	37
第一部分	37
1. 引言	37
2. 三个可供选择的宏观静态系统	38
3. 凯恩斯理论的重新考虑	41
4. 对货币的交易需求	41
5. 货币作为资产的需求	42
6. 货币需求: 结论	45
7. 货币市场与利息率的短期均衡	47
8. 储蓄, 投资与 IS 函数	49
9. 货币市场与货币均衡的决定因子	52
10. 凯恩斯理论的动态模型与均衡的稳定性	54
11. 实际均衡的决定因素	57
12. 就业不足的均衡与流动性偏好	58
13. 货币数量论的逻辑连贯性和货币与实质经济学的两分法	60
14. 流动性偏好及弹性工资假设下的利息率决定因素	63

15. 僵硬与弹性工资下的流动偏好	65
16. 两种极限情形	66
17. 初步结论	68
第二部分	69
18. 对凯恩斯理论中工资僵硬性假设的一般评注	69
19. 勒纳的利息率理论	71
20. 希克斯的理论——利息率与证券投资成本	74
21. 是储蓄与投资, 还是现金供给与对现金的需求?——结论	78
后记	80
注释	82
 三 效用分析与消费函数: 横截面数据的一种解释(F. 莫迪 利亚尼与 R. 布伦伯格)	87
引言	87
第一部分 理论基础	88
I.1 效用分析与储蓄动机	88
I.2 进一步的假设及其含义	91
第二部分 理论和经验证据的含义	95
II.1 个人消费函数与横截面消费—收入关系	95
II.2 平稳与非平稳横截面中的均衡收入—资产—年龄关系和 消费—收入关系	97
II.3 横截面消费与收入关系的再释义	101
II.4 关于平稳横截面储蓄率的定常性的见证	110
II.5 个人储蓄, 资产与年龄	114
II.6 不确定性, 储蓄与资产构成	117
II.7 结论	118
附录 使模型适应于数量检验的一些建议及进一步的经验证据	120
注释	124
 四 效用分析与总量消费函数: 统一的释义 (F. 莫迪利亚 尼与 R. 布伦伯格)	134
第一部分 微观经济学基础	134
I.1 引言	134

I.2 微观经济消费决策的效用分析	136
第二部分 总量函数	140
II.1 在一个稳态经济中的总量消费函数和储蓄行为	140
II.2 短期消费函数与储蓄率的周期行为	152
第三部分 假设的放宽	162
III.1 价格水平的变动与庇古效应	162
III.2 放宽其他简化假设的后果	172
第四部分 经验验证	191
IV.1 待检验的函数	191
IV.2 重新解释杜森伯里—莫迪利亚尼函数	193
IV.3 汉伯格检验	195
IV.4 对进一步检验的建议	199
附录1 公式(2.8)的证明	204
附录2 $k_c(M, N, p)$ 的估值	206
注释	208
五 储蓄的生命周期假说与储蓄率的国与国之间的差异	218
1. 引言	218
2. 霍撒克方法论及其结果的评述	220
3. 重复进行对私人储蓄的基本检验	225
4. 识别问题: 储蓄, 投资与增长率之间的交互作用	227
5. 基本假设的改良: 生产率增长, 人口增长与年龄结构	230
6. 若干进一步的检验	236
注释	247
参考文献	252
六 资本成本, 公司财政与投资理论 (F.莫迪利亚尼与 M.米勒)	255
I. 证券估价、杠杆作用与资本成本	259
II. 投资理论的分析及其含义	280
III. 结论	287
注释	288
参考文献	294

七 采用“100+ %”工资指数调整法的开放经济管理 (F. 莫 迪利亚尼与 T. 帕多阿—斯基奥帕)	297
1. 引言	297
2. 封闭经济	301
3. 开放经济	316
4. 结论	333
注释	338
八 在不同支付体系下的国际资本转移和国内波动的传 播	340
1. 引言	340
2. 在不同支付体系下的资本转移与国内稳定	342
3. 其他支付系统对波动传播的涵义	348
4. 对政策措施的推断	350
5. 结论	351
注释	352
参考文献	354
九 生命周期、个人节俭与国民财富	356
引言	356
I. 前奏	356
II. 生命周期假说	359
III. 政策含义	380
参考文献	383
人名对照表	389

弗朗科·莫迪利亚尼自传

我出生于意大利罗马，父亲恩里科·莫迪利亚尼，母亲奥尔加·弗拉谢尔。父亲当时是罗马城里的一位主要儿科医生，母亲是一位义务社会工作者。

幼年时，我在学校的成绩虽不优异但也不错。后来，在1932年，我突遭重大不幸。父亲由于动手术而身亡。我顿时意识到我是多么地热爱和敬仰他，对于13岁的我来说，好象我的整个世界都崩溃了。在此意外不幸之后的3年里，我的在校成绩时好时坏，直到我转到罗马最好的利切奥·维斯科蒂中学受到有益的鞭策而似乎茁壮起来了，使我有勇气决定在利切奥跳班——跳过最后一年，通过了规定的难度大的考试，在17岁（比标准年龄早两年）时就进入了罗马大学。

家人希望我步父亲的后尘，从事医学专业。为此我烦恼过一阵，但因我每看到病人的疾痛和血极难忍受而终于违不从命。于是，我选择了在意大利出路广阔的法律专业。在我二年级的时候，我决定参加由学生机构 I Littoriali della Cultura 主办的经济学领域的全国性比赛。出我意外，我竟获头奖。虽然我现在不一定能说那第一篇论文是对经济学的什么重大贡献，但它显然建立了我现在对经济学的兴趣。可惜，在法西斯主义统治下，这个领域的教学是沉闷的，只是在我自己认识的几位好经济学家特别是里卡多·巴奇的指导下，我才开始自学英国和意大利的经典著作。

Littoriali 这个学生组织曾使我接触一些年轻的反法西斯主义者，我反对该政体的立场就从那时开始。我与未婚妻塞雷纳·卡

拉比和她非凡的父亲长期不懈的反法西斯主义者朱利奥的相处，也有助于此。1938年颁布意大利种族法，我受未婚妻及其家人的邀约，和他们在巴黎团聚，并于1939年5月与塞雷纳完婚。我就学于巴黎大学，但觉得那里的教学平庸无味徒然浪费时间。于是，我把时间花在自学并在圣吉纳维夫图书馆写作论文。1939年6月我短期回到罗马讨论我的论文并从罗马大学获得法学博士学位。此后不久，眼看欧洲即将卷入血战的漩涡，我便申请前往美国的移民签证，并于1939年8月，就在第二次世界大战开始的前几天，抵达纽约。

形势逐渐明朗，我们在美国的逗留将是长期的了，我立即开始考虑怎样才能最好地发展我对经济学的志趣。我极幸运获得社会研究新学校的政治与社会科学的研究院教授会所授予的免学费奖学金，该校是一所新建的机构，旨在给三个法西斯独裁政权的欧洲学界受害者以栖身之处。这样，1939年秋，我开始了一种习常的生活：晚间6时至10时学习，而白天工作——以售卖欧洲书籍养家糊口（不久长子安德烈出世）。我努力工作，然而我记得那是一个激动人心的时期，我正在发现我对经济学的强烈爱好，对此我感谢一些良师，包括阿道夫·洛，尤其是雅各布·马沙克，我对他的感恩非语言所能形容。他帮助我打下经济学和经济计量学方面的牢靠根基以及一些数学基础；向我介绍当时的重大问题；并且以令人难忘的亲切态度经常给我鼓励。特别是我从他那里学到了理论与经验分析的溶合，这些能够被检验的理论以及用理论来指导经验工作——这些刻画了我尔后工作的大部分。马沙克还通过邀我参加1940—1941年前后在纽约碰头的一个非正式研讨班，为我今后的发展提供经验。这个班的成员包括亚伯拉罕·沃尔德，贾林·库普曼斯和奥斯卡·兰格等人。

马沙克于1941年离开新学校而进入芝加哥大学工作，我认为

我的正式学习就此结束。我找到我的第一个教学工作：在新泽西女子学院任讲师。我的第一篇用英文发表的文章“流动性偏好和利息与货币理论”（载于《经济计量学刊》第12卷，第1期，1944年1月）约在两年后问世，该文基本上就是我的博士论文，而且我认为它是我的主要贡献之一。在马沙克研讨班上的讨论以及与阿巴·勒纳连续辩论的基础上，该文旨在把当时一般被认为是与过去总决裂的凯恩斯“革命”和经典经济学的主流统一起来。

1942年我成为巴德学院经济学与统计学的一名讲师，该学院是当时哥伦比亚大学的一所有住宅的学院，我开始赏识美国学院校园生活的无与伦比的素质，尤其是与第一流学生们的亲密无间的交往。1944年，我作为一名讲师回到新学校，也作为世界事务研究所的一名副研究员，在该研究所我与汉斯·内瑟合作负责一个科研项目，其成果最后发表在《国民收入与国际贸易》上。在此期间，我还作出储蓄研究方面的第一个贡献，以后被称为杜森伯里—莫迪利亚尼假说。

1948年秋，由于已经获得芝加哥大学的有声望的政治经济学奖学金并得到作为研究顾问参加考尔斯经济研究委员会的机会（该委员会在当时是其研究领域的领先机构），我离开纽约。我到达芝加哥不久以后，接受了伊利诺伊州立大学的一个诱人的职务——作为一个研究项目“期望与商业波动”的主持人。然而，1949—1950学年全年我留在芝加哥，参与考尔斯委员会的活动，使我受益匪浅，该委员会的研究人员和访问学者有马沙克、库普曼斯、阿罗、西蒙，当时委员会的专业正在吸取两种重要的变革，其一是，围绕着由冯纽曼和摩根斯顿创始的在不确定情形下的选择理论，另一是集中于由哈维尔莫启发的对非实验观测的统计推断。

我在伊利诺伊州立大学的工作因内部纠纷仅持续到1952年为

止。在那段短暂的时间里，我结识了一位出色的年轻研究生理查德·布伦伯格。我们的通力合作为尔后成为储蓄生命周期假说的理论奠定了基础。该假说在1953年和1954年的两篇论文中作了详尽的叙述，一篇是关于个人行为，另一篇则关于总量储蓄。在两人离开伊利诺伊州立大学以后，布伦伯格去约翰·霍普金斯(John Hopkins)大学完成其博士学位，而我则供职于卡内基理工学院，即现在的卡内基-梅隆大学。那篇“总量”论文到1980年才在我的《论文集》里发表，这是因为受布伦伯格于1955年猝亡之打击，我无心承担发表于标准专业杂志之一所要求的那种修订和浓缩工作。

我在卡内基理工学院的一段时间的工作(持续到1960年)是极为多产的。除了完成两篇奠定生命周期假说的基本论文外，我还与米勒合著了一本有关最优生产平滑问题的书，并且合写了两篇论述财务结构和股利政策对厂商的市场价值的影响的文章。我还与E. 格伦伯格一起发表了一篇当经纪人对预测有反应时社会事件的可预测性的论文。所有这些文章都在某种程度上说明在我研究“期望与商业波动”期间所开始播下的种子已结成硕果。

1960年，我任麻省理工学院访问教授，其后在西北大学任教一年又回到麻省理工学院，此后就一直留在那里。我得到了这个无与伦比的学院和同僚们的支持，我就致力于早时在宏观经济学方面发展起来的兴趣，包括对货币学派论点的批评，货币机制的概括和对生命周期假说的经验检验。我还把研究的兴趣扩展到新的领域，特别是国际财政与国际支付系统，通货膨胀的影响与治理，广泛进行指数调整的开放经济社会中的稳定政策，以及扩展到财政学的各种领域，诸如信用配给，利率的期限结构和投机资产的估价。

在60年代晚期，我还肩负着设计一个大规模的美国经济模型

*MPS**的主要责任，该模型由联邦储备银行资助并至今由它利用。最后，我曾积极参与关于意大利和美国的经济政策的辩论，最近则集中于巨大公共赤字的不良效应的辩论。

* *MPS* 是 MIT, Pennsylvania 和 Social Science Research Council 之缩写。

——译者

一 货币学派的争论或我们是否 应该放弃稳定政策？*

近年来，特别是当前的经济萧条开始降临以来，经济学专家和外行的公众已听到有关“货币学派和凯恩斯学派”或“货币主义学派和财政主义学派”之间的激烈论战的大量报导。一般认为，这两个“学派”的主要分歧在于：总量经济活动的主要决定因素究竟是货币供给量还是财政变量，什么是稳定政策的最佳工具。

我的中心论题是，这种看法远非事实真相。争战涉及的问题还有更为深远的实际含意。其实，在货币主义领袖和非货币主义领袖之间并无严重的分析上的分歧。人们曾经引用过M. 弗里德曼的话：“现在我们都是凯恩斯学派”，对此我准备确切地回答：“我们都是货币主义学派”——如果货币主义是指在产出和价格的决定中货币存量起着重要作用的话。的确，在这个意义上，早已成为货币主义学派的人大有人在，其中包括 J. M. 凯恩斯和我本人，我写于1944年和1963年的论文可以证实这一点。

实际上，货币学派的显著特点以及它和非货币主义的分歧的实际焦点，与其说是货币主义，毋宁说是稳定政策所应该扮演的角色。非货币主义者承认，使用着一种难以捉摸的货币的私有企业经济，需要保持稳定并且能够保持稳定，因而应该通过适当的货币

* 系1976年9月17日在新泽西州大西洋城召开的美国经济学会第89次会议上的学会主席演说词。我要感谢对本文构思做出了贡献的人很多，不能在此一一列举。但我想提出两位我毕生的合作者艾伯特·安多和查尔斯·霍尔特，我对他们感恩特大。另外，理查德·科恩、鲁迪格·多恩布施和本杰明·弗里德曼对本文的初稿提出了宝贵的意见，以及藏维·莫德斯特完成了文中的模拟和其他计算，在此表示感谢。

和财政政策使之稳定。而我认为这就是《通论》的基本而实际的要旨。与此相对照,货币学派的观点是:并不真正需要稳定经济;即使有这种必要也是办不到的,因为稳定政策多半会增加而不是减少不稳定性;因此,我相信有一些货币主义者甚至要坚持认为,即使在稳定政策利大于弊的罕见情况下,也不应该授予政府必要的权力。

我之所以要论述这一论争,是因为近来货币主义的蔓延,一方面以其朴素而肤浅的形式流传,另一方面又对经济政策的实务产生越来越大的影响。稍后我将叙述,这种影响在过去三年的经济动荡中至少起到了某种推波助澜的作用。

下面我打算先回顾有关需要有稳定政策的一些主要论点,也就是,如果没有这种政策就会出现不稳定的局面。然后,研究关于执行稳定政策会带来所谓破坏稳定效应的争论。我们主要考虑传统式的干扰即需求冲击所产生的不稳定性。但在结束本文之前,我们对较新式的干扰即供给冲击所引起的困难问题,亦将给予某些考虑。

1. 凯恩斯学派对稳定政策的辩护

A. 通论

正如《通论》的早期注释者(例如1944年约翰·希克斯和本文作者)所阐明的,凯恩斯的奇异结论——需要有稳定政策,是流动性偏好和完全的工资下降僵硬性相互作用的结果。前一概念是对传统货币理论的一个基本贡献,而后一概念是关于劳动市场机制的一个非正统的假设。

由于流动性偏好,总量需求的变化——可大致定义为导致市场结算或均衡利率变化的任何事件——将在货币的真实需求或流