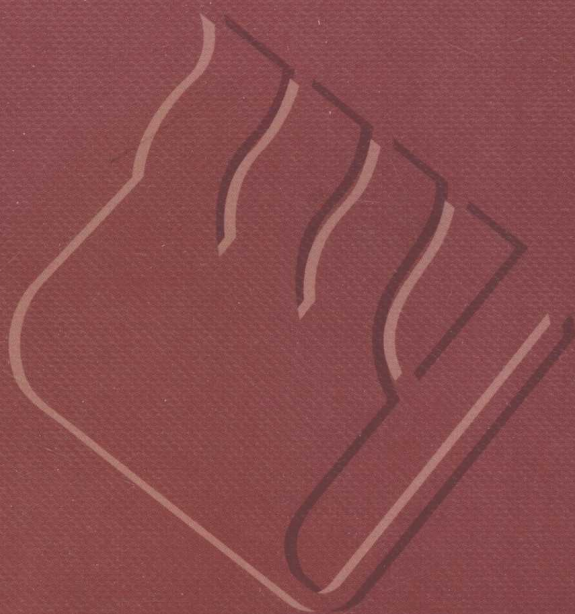


深圳证券交易所第二届会员研究成果评选

获奖研究报告

张育军 主编



1999



中国金融出版社

ZHONGGUO RENMIN YINHANG
JINRONG YANJIU ZHONGDIAN KETI
HUOJIANG BAOGAO

中国人民银行金融研究重点课题

获奖报告 2007

中国人民银行研究局(所) 编

 中国金融出版社

责任编辑：李 融

责任校对：孙 蕊

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国人民银行金融研究重点课题获奖报告. 2007 (Zhongguo Renmin Yinhang Jinrong Yanjiu Zhongdian Ketu Huojian Baogao. 2007) / 中国人民银行研究局 (所) 编. —北京: 中国金融出版社, 2008. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4814 - 4

I. 中… II. 中… III. 金融—研究报告—中国—2007 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 142952 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 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, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 42.75

字数 809 千

版次 2008 年 10 月第 1 版

印次 2008 年 10 月第 1 次印刷

定价 110.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4814 - 4/F. 4374

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

中国人民银行 2007 年度重点研究课题 评审委员会名单

评审委员会主任：易 纲

评审委员会委员：易 纲 副行长

李 超 办公厅

张晓慧 货币政策司

穆怀朋 金融市场司

张 新 金融稳定局

唐思宁 调查统计司

胡正衡 会计财务司

金 琦 国际司

韩 平 人事司

唐 旭 反洗钱局

焦瑾璞 研究局

汪小亚 研究局

刘 萍 金融研究所

谢 平 中央汇金投资公司

吴晓求 中国人民大学

前 言

2007年，中国人民银行继续执行稳健的货币政策，通过市场化手段加强总量控制、优化信贷结构、完善货币政策传导机制，保持金融稳定运行，促进经济平稳较快发展。

2007年，我国经济处于较快增长时期。国内外宏观经济金融形势复杂多变，需要深入研究的问题层出不穷，对研究工作提出了新的挑战。中国人民银行研究系统群策群力、开拓进取，进一步把握形势、深入推进特色研究，积极为宏观决策探索更为有效的途径和措施。

2007年，中国人民银行研究机构加强对货币信贷政策和汇率改革效应的跟踪调研，以及对重点行业、产业和地区信贷资金结构的监测分析，把改善地方金融生态作为完善货币政策传导机制的基础课题工作，对货币政策的制定、实施、传导发挥了重要作用。

2007年，中国人民银行各级研究机构共完成中国人民银行金融研究重点课题75项，课题内容涉及货币政策与宏观调控、金融改革与发展、金融稳定与风险防范、金融服务与中央银行管理、国际金融与外汇管理、区域经济与金融等六个领域。

为更好地促进人民银行系统研究工作的开展，鼓励更多学术性、政策性和实践性成果的出现，中国人民银行重点课题成果评审委员会对2007年75项重点课题进行了匿名评审，其中一等奖5名、二等奖10名、三等奖15名、表彰奖15名。现决定对获得一、二、三等奖的课题成果按获奖名次集结公开出版发行（三等奖中两项重点课题由于不适合公开发表，现总计28篇成果）。由于篇幅所限，多数课题成果被压缩，但每一课题成果的完整性都没有受到影响。

这些课题成果的取得是课题组成员精诚合作、辛勤劳动、创造性地开展工作的结果。让我们大家携手共进，多出成果、多出精品，为实现“十一五”时期人民银行研究工作的新突破共同努力。

中国人民银行研究局（所）

2008年5月12日

目 录

货币政策分析模型的比较研究	中国人民银行研究局课题组 (1)
中央银行治理: 理论、实践与变革	中国人民银行办公厅课题组 (32)
国际短期资本流动监管: 理论与实证	中国人民银行海口中心支行课题组 (53)
中国“放贷人条例”立法研究	中国人民银行研究局课题组 (88)
中国期货指数宏观经济预警功能研究	中国人民银行郑州中心支行课题组 (111)
海峡两岸金融市场比较与对接研究	中国人民银行福州中心支行课题组 (147)
资本充足率、经济资本管理与货币政策传导	中国人民银行西安分行课题组 (174)
保持香港国际金融中心地位研究	中国人民银行国际司课题组 (192)
多种形式的国际小额信贷组织	中国人民银行研究局课题组 (217)
总部经济对货币政策传导机制影响研究	中国人民银行营业管理部课题组 (241)
山西票号经营管理模式研究	中国人民银行太原中心支行课题组 (263)
流动性过剩的形成机制与货币政策工具效应研究	中国人民银行济南分行课题组 (285)
全球经济失衡与国际货币体系改革	中国人民银行国际司课题组 (313)
不完全信息博弈下的激励性规制及其绩效 ——农村信用社改革绩效研究	中国人民银行成都分行课题组 (328)
我国储蓄结构研究	中国人民银行郑州培训学院课题组 (356)
征信过程中被征信人信息保护问题研究	中国人民银行青岛市中心支行课题组 (375)

中国的流动性过剩问题及其对价格体系的影响

..... 中国人民银行上海总部课题组 (400)

国家战略视角下的上海国际金融中心建设问题研究

..... 中国人民银行上海总部课题组 (425)

资产价格波动的非对称性效应、金融稳定与货币政策

..... 中国人民银行研究局课题组 (444)

民间金融与民营经济和区域经济发展研究

..... 中国人民银行杭州中心支行课题组 (469)

中国贸易条件研究 中国人民银行研究局课题组 (488)

农村民间融资利率的定价和监测指标体系研究

..... 中国人民银行南昌中心支行课题组 (511)

本币升值背景下的利率政策 中国人民银行研究局课题组 (540)

中国存款保险制度立法研究

..... 中国人民银行条法司、金融稳定局课题组 (562)

农村信用社管理体制与法人治理结构问题研究

..... 中国人民银行货币政策司课题组 (591)

人民银行人才成长规律与成长环境研究 中国人民银行人事司课题组 (616)

现代企业制度下国有企业财务管理模式研究

..... 中国人民银行直属企业事务管理委员会课题组 (635)

信用评级及其规范发展研究 中国人民银行征信管理局课题组 (655)

货币政策分析模型的 比较研究

中国人民银行研究局课题组

课题主持人：刘 斌

课题组成员：王志红 刘越飞

随着经济理论与计算机技术的飞速发展，模型在货币政策分析中日益成为不可缺少的工具之一，模型对实际经济现象的刻画及其模拟计算结果在货币政策决策中也日益起着举足轻重的支持作用，可以说，模型目前已经成为发达国家及一些发展中国家中央银行进行货币政策分析与决策以及经验交流的一种共同语言。

一、货币政策分析关注的问题

总的来讲，货币政策分析主要关注的方面包括三部分：一是货币政策能做什么。货币或货币政策变化对经济是否能产生影响？这种影响是长期的还是短期的？影响程度如何？影响的持续性和动态性具有什么样的特征？二是货币政策怎样做。货币或货币政策变化是怎样对经济产生影响的？传导的途径是什么？三是货币政策应该做什么。为了实现最终目标，货币政策的最优或次优选择是什么？这些最优或次优选择是否可行？

前两个方面的研究属于实证性分析的研究范畴，后一个方面的研究属于规范性分析的研究范畴。在本课题的研究中，我们着重于第一个方面的研究，间接涉及第二个方面的研究。

1. 货币的存在性及其作用

在利用模型进行货币政策分析时，首先需要研究的问题是：货币是如何引入到模型中的？货币存在的理论基础及经济解释意义是什么？货币在模型中的作用以及它与经济的相互联系表现在哪些方面？

2. 货币与经济的关系

这包括货币与经济的长期关系和短期关系两方面的研究。其中，长期关系的研究主要包括：经济的长期均衡状态是如何刻画的？货币或货币政策的变化是否对长期均衡状态产生影响？即是否对经济产生长期影响？短期关系的研究主要包括：货币或货币政策的变化是否是经济波动的一个重要因素？这种影响的持续性

是持久的还是暂时的？经济从非均衡状态向均衡状态的调整机制是什么？

3. 货币冲击的识别及其对经济的影响

由于经济系统时刻受到各种冲击的影响，实际观察到的经济运行结果是各种冲击作用下的综合反应，因而中央银行要分析货币政策的有效性，必须分析货币政策变化会对经济产生什么样的冲击及冲击会对经济产生什么影响，即必须对货币冲击进行识别并研究其对经济的影响。

二、一些理论模型的相关研究结果

总体来看，货币政策分析模型可以分为两类，即非优化模型和优化模型。非优化模型是在一定的理论假设基础上加上人们的经验提出的一种模型，这类模型一般不涉及经济主体决策的优化问题，它采用的理论模型框架基本上是部分均衡模型。即便是某些模型采用了一般均衡模型的框架，但在模型的设定、预期的处理、动态特性的描述等方面仍具有随意性，缺乏微观理论基础。而优化模型则在一般均衡理论的基础上，利用动态优化方法对各经济主体的跨期优化问题进行详细的描述，得到经济主体在资源约束、技术约束及信息约束等条件下的最优决策行为，再加上市场出清等条件得到整个模型，因而此类模型具有坚实的微观理论基础和良好的整体框架。从近年来的情况看，优化模型日益受到理论界和应用界的重视。

（一）非优化模型中的货币及其作用

不同学派提出的非优化模型种类很多，这里仅考虑两类典型模型，即传统的凯恩斯模型和货币学派模型，并着重考察货币在其中的作用。

1. 传统凯恩斯模型中的货币及其作用

传统的凯恩斯模型可以用 IS-LM 曲线来刻画，模型主要是通过货币需求来引入货币的，LM 曲线是联系货币与经济的一个重要关系式。在价格水平固定的情况下，该模型得到如下的结论：货币供给的增加（减少），导致名义利率的减少（增加），在价格水平固定的情况下，导致实际利率的减少（增加），从而导致产出的增加（减少）。因此，凯恩斯的总需求管理政策在此得到了充分的体现，即在短期可通过适当地调整货币政策或财政政策来达到稳定产出的目的。但如果货币需求关于利率的弹性无穷大或投资对利率没有弹性，那么，货币的变化对产出不产生影响。

实际上，凯恩斯在最初的假设中更加强调的是工资的刚性，而工资的刚性将对总供给产生影响，因此说凯恩斯模型没有考虑总供给的变化是不太符合实际的，只不过凯恩斯更加强调总需求的管理。如果假设物价水平是变化的，但工资水平是固定的，并且产出的供给状况与实际工资的变化有关，即在模型中增加非

利普斯曲线。在这些假设条件下,可得到如下的结论:货币的变化不仅对总需求产生影响,而且由于工资的刚性还对总供给产生影响,而总需求与总供给之间的缺口将对价格水平产生影响。

凯恩斯模型的一个关键假设是货币供应量是外生变量,因此,LM 曲线是联系货币与经济的一个重要关系式。从近二十年的实践来看,中央银行对货币供应量的可控性已越来越差,中央银行更加注重的是对利率的调控,因而 Romer (2000) 指出,假设货币供应量是外生变量是不太合适的,较为实际而合理的假设是利率是外生的。在该假设下,由于此时货币供应量是内生变量,故 LM 曲线不再显得重要,其仅仅是决定货币数量的一个方程式。但这并不是说货币不重要,因为货币的变化不仅表现为量的变化,而且表现为货币价格的变化,货币价格的变化同样会对经济产生影响。

2. 货币学派模型中的货币及其作用

传统的凯恩斯模型似乎给人一种感觉,只要采取积极的总需求管理政策,就能使产出达到控制的水平,这引起了人们对此问题的极大争论。因为在长期内,当货币的变化导致工资与价格发生同比例的变化时,产出水平是不变的,即在长期内非利普斯曲线是垂直的,货币的变化并不对产出产生影响。另外,在假定货币供给是外生的情况下,通过这三个方程只能确定三个变量,而方程中有四个内生变量,凯恩斯通过使工资变量外生化的方式来达到确定其他三个变量的目的。这给人们提出一个问题,即工资是如何确定的。实际上,工资水平是与价格水平密切相关的,价格水平的变化将迟早会对工资水平产生影响,故此,凯恩斯模型中假定工资的刚性仅仅适用于短期分析。基于以上考虑,货币学派对工资的确定进行进一步探讨,Laidler (1976) 提出的模型对货币学派的主要观点进行了较好的阐述。与凯恩斯模型比较,货币学派模型有以下特点:一是在 IS 曲线中,该模型使用的是实际利率,并且该实际利率是事前的 (Ex ante) 实际利率,它等于名义利率减去预期的通胀率。二是该模型使用的预期是自适应预期。三是模型中工资的确定由前期价格的预期来确定。

货币学派模型主要得到以下结论:货币增长率的变化在短期内将对产出产生影响,但随着产出的变化,通胀率将发生变化,工资也将发生变化,在长期内当工资和价格的变化程度相同时,产出最终恢复到初始的水平。因此,弗里德曼指出,虽然货币与产出的关系非常密切,但凯恩斯的需求管理政策(这里指持续的货币增长变化)不会对产出产生长期影响,货币的变化将最终体现到价格的变化上。同时弗里德曼认为,正是由于货币增长率的不规则变化将对经济波动产生影响,因而其主张采用固定的货币供应量增长率。

（二）优化模型中的货币及其作用

非优化模型虽然能描述经济现象，但其在模型的设定、预期的处理、动态特性的描述等方面具有随意性，缺乏微观理论基础。优化模型试图从理论上对经济主体的行为决策进行刻画，因而近年来日益受到重视。

1. Lucas 理性预期模型中的货币及其作用

严格来说，Lucas 理性预期模型并不是完全的优化模型，但该模型关于总供给和预期的刻画颇具特色。Lucas 模型中假定有多个竞争的商品市场，对于每个市场，商品的供给决定于该市场的价格与预期总价格水平的差异，并且模型中采用理性预期。利用该模型可得到以下结论：在理性预期模型中，只有非预期的货币政策变化对实体经济产生影响，而预期的货币政策变化对实体经济不产生影响。此即著名的货币政策无效论。但无论是预期的还是非预期的货币政策变化，都将对价格产生影响。另外，货币政策的变化在短期内除了对产出及价格的水平产生影响外，还对产出及价格的波动幅度产生影响。

2. MIU 模型中的货币及其作用

MIU (Money in the Utility) 模型最早由 Sidrauski (1967) 提出，其核心假设是直接将货币引入效用函数。对于该假设，有几种解释：一是货币作为交易媒介能减少交易费用，为人们提供更多的服务流，从而提高人们的效用水平。二是实际货币余额可以看成是一种耐用消费品，既然是消费品，那么引入效用函数也就很自然。三是 Brock (1975) 给出的一种解释。Brock 指出，交易费用的存在使人们消耗了工作时间，而货币的存在能节省人们的交易时间，即 Brock 假设的购买时间，从而提高人们的效用水平。Brock 提出的模型实际上是购买时间模型的雏形，该模型为货币直接引入效用函数提供了一种更为直观的解释。McCallum - Goodfriend (1987) 和 Croushore (1993) 进一步拓展和完善了购买时间模型，特别是 Croushore 证明，购买时间模型与 MIU 模型是等价的，从而为这两种模型今后在货币经济学中的广泛使用奠定了理论基础。

MIU 模型通过一定的假设将货币引入效用函数中，从而在典型经济人优化决策的基础上建立了货币与经济的相互联系。另外，MIU 模型的其他主要假设条件是：(1) 价格是弹性的。(2) 市场是连续出清的。(3) 信息是完全的。

在通常的参数设定下，MIU 模型得到如下的结论：货币或货币增长率的变化在长期对实体经济没有影响，呈现出中性或超中性的特点，但在短期对实体经济有影响。而货币或货币增长率的变化无论在长期还是在短期均对通胀率产生影响。即使在一定的参数条件下，货币是非中性的，但总的来看，货币的非中性效应并不显著。另外，与生产率冲击等实际冲击的影响效果相比，货币冲击对实体经济波动的影响微乎其微，其主要对通胀率等名义变量的波动产生影响。

3. CIA 模型中的货币及其作用

针对 MIU 模型的不直观性特点, 现金先行 (Cash in Advance, CIA) 模型为货币的引入提供了一种解释。CIA 模型最早由 Grandmont - Younes (1972) 和 Lucas (1980) 提出, 在 CIA 模型中, 货币可以不直接放入效应函数中, 但在实际经济中某些交易的进行必须受到以现金作为交易媒介的约束, 因而 CIA 模型为货币直接引入经济提出了一种较为直观的理论解释。CIA 模型的主要倡导者有 Lucas - Stokey (1983, 1987)、Abel (1985)、Svensson (1985)、Hartley (1988)、Cooley - Hansen (1989, 1991)、McCallum (1990a)、Salyer (1991)、Cooley (1995) 及 Boianovsky (2002) 等学者。他们对 CIA 模型进行了拓展, 对原来 CIA 模型中的约束条件 (消费品的交易须以现金作为交易媒介) 进一步放宽, 指出并不是所有的消费品交易均须以现金作为交易媒介, 而且某些投资品也存在着以现金作为交易媒介的约束条件, 从而对货币的存在及其作用进行了较好的解释。这些模型还对不确定经济环境下该约束条件的影响进行了深入分析, 使 CIA 模型更能解释实际观察的现象。

利用 CIA 模型可得到以下结论: 在长期, 货币的增加将导致就业、产出、消费及资本等实体经济变量的下降, 货币与这些实际变量呈负相关关系, 货币是非中性的, 但货币的非中性效应并不显著。在短期, 由于预期增长率的增加, 通胀率在初期的增长超过货币增长率, 这将使实际货币余额下降。在 CIA 约束条件的作用下, 实际货币余额的下降将使消费下降。同时, 通胀率的上升将使人们倾向于闲暇的选择, 从而使就业和产出下降。与 MIU 模型比较可以看出, 产出、消费及就业在短期的下降幅度明显增大。而货币增长率的变化无论在长期还是在短期均对通胀率产生影响。

4. 实际经济周期模型中的货币及其作用

实际经济周期学派的典型代表是 Kydland 和 Prescott, 他们在市场连续出清、价格为弹性及信息完全的假设条件下, 利用动态优化方法, 得到了不确定环境下经济主体的最优决策行为方程, 并且, 他们指出生产率冲击是经济波动的主要根源。虽然 RBC 学派的结论值得学者们进一步研究, 但 RBC 学派对不确定环境下跨期优化决策的处理方法引起了后来学者们的极大推崇。

关于跨期优化决策的处理方法, RBC 模型并不是最早的使用者, 因为 Ramsey 早在 1928 年对最优增长路径的研究中就已经使用该方法, MIU 模型和 CIA 模型在其最初的雏形中也使用了该方法, 但 RBC 模型使用该方法的特色在于, 将此方法推广到不确定环境下情况, 即在假设经济受到生产率冲击的情况下使用该方法。尽管 RBC 模型中最初假设经济仅仅受到生产率冲击, 但这给人们很大启发, 人们在后来将确定性情况下的 MIU 模型和 CIA 模型推广到随机情况时, 对经济受到的各种冲击描述也更加详细。同时, 人们在对 RBC 模型进一步推广时,

特别是如何将货币引入到 RBC 模型中,也受到 MIU 模型和 CIA 模型的启发。目前将货币引入 RBC 模型中主要有三种方式:一是按照 MIU 模型的处理方法,将货币直接引入到效用函数;二是按照 CIA 模型的处理方法,施加 CIA 约束条件;三是按照 King - Plosser (1984) 的处理方法,将持有货币给人们带来的服务流作为生产的一个重要中间投入品。无论是哪种方式,在弹性价格及完全信息的情况下,RBC 模型得出的一般结论是:货币变化对实体经济的影响很小,生产率变化是实体经济波动的主要根源。货币变化主要对通胀率等名义变量产生影响。

(三) 新凯恩斯模型中的货币及其作用

虽然货币变化在短期会对实体经济产生影响已经是理论和实证上的共识,但货币变化对实体经济作用的机制和持续性仍然是理论和实证争论的焦点。从前面的理性预期模型、MIU 模型、CIA 模型及 RBC 模型等模型可以看出,由于在模型中假设价格是弹性的,因而货币变化之所以在短期对实体经济产生影响,主要源于经济主体关于货币的预期误差,即货币的非预期变化。并且,这些模型的模拟结果表明,货币的非预期变化对经济的影响主要体现在当期,作用的持续性非常短,这与实际现象不太相吻合。因此,为进一步探讨货币变化对实体经济作用的机制和持续性,学者们提出一些新的模型,典型代表是近二十年来日益拓展的新凯恩斯模型。在传统的凯恩斯模型中,一个重要假设是工资或价格的粘性,但该假设缺乏微观理论基础。新凯恩斯模型是传统凯恩斯模型的拓展,其最突出的特点是在优化的基础上对行为方程进行了刻画,特别是对传统的菲利普斯曲线进行了重大改进。在交错定价、工资或价格存在调整成本的理论基础上,其对工资粘性和价格粘性进行了进一步分析,并研究了垄断竞争及不完全信息对定价的影响,从而给菲利普斯曲线赋予了更多的微观经济理论含义。新凯恩斯模型的形式很多,从对粘性的描述大致可以分为三类,一是存在工资粘性的模型,二是存在价格粘性的模型,三是同时存在工资和价格粘性的模型。

工资粘性分两种情况,一是名义工资粘性,二是实际工资粘性。关于名义工资粘性,Taylor (1980)、Ball - Mankiw - Romer (1988)、Mankiw (1988)、Benassy (1995) 及 Ascari (2000) 等学者对此进行了深入的研究,特别是在存在多期名义合同工资的情况下,考察了货币的变化对产出和通胀率的影响。而 Buiter - Jewitt (1981)、Fuhrer - Moore (1995) 及 Roberts (1995, 1997) 等学者对实际工资粘性进行了深入研究,他们在假设实际合同工资的情况下,研究了存在实际工资粘性的情况下货币的变化对产出和通胀率的影响。

存在工资粘性的模型得出的分析结果与 Lucas 理性预期模型不尽相同。在 Lucas 理性预期模型中,由于假设价格是弹性的,因而货币的变化对经济的影响持续性非常短,仅仅为 1 期;而在存在名义工资粘性的模型中,由于名义工

资粘性的作用,货币的变化对经济的影响具有一定的持续性,特别是在采用 Fuhrer - Moore 模型中实际合同工资的假设情况下,货币的变化对经济的影响将具有更长的持续性。因此,工资粘性不仅为货币的变化对实体经济的影响提供了解释,而且在适当的合同期限假设下为这种影响的持续性提供了解释。

工资粘性为货币变化对经济的影响及影响的持续性提供了一个解释途径,同样,价格粘性也为货币的变化对经济的影响提供了一个解释途径。关于该方面的研究, Rotemberg (1982)、Calvo (1983)、Ball - Romer (1990)、Mankiw - Romer (1991)、Rotemberg - Woodford (1992, 1997)、Yun (1996)、King - Watson (1996)、Clarida - Gali - Gertler (1999)、Gali - Gertler (1999)、McCallum - Nelson (1999)、King (2000)、Chari - Kehoe - McGrattan (2000)、Ireland (2001)、Kiley (2002) 及 Gali (2002) 等学者的研究成果非常突出。他们同样得出结论:在存在价格粘性的情况下,货币的变化对经济波动的影响将具有更长的持续性。

Erceg - Henderson - Levin (2000) 和 Huand - Liu (2002) 在同时存在工资和价格粘性的情况下对货币与经济的关系进行了深入的研究并得出下面的结论,两种粘性同时存在的情况与任何一种粘性存在的情况相比,货币变化对经济的影响具有更长的持续性。

总的来看,新凯恩斯模型得到的一般结论是:货币的变化在长期对实体经济没有影响,呈现出中性或超中性的特点,但在短期对实体经济有影响。而货币的变化无论在长期还是在短期均对通胀率产生影响。并且在存在价格或工资粘性的情况下,货币的变化对经济波动的影响将具有更长的持续性。

(四) 混合性模型中的货币及其作用

从前面介绍的各种优化模型可以看到以下两个突出特点:一是在总需求方程 (IS 曲线) 中,当期产出决定于预期的产出,而与滞后期的产出无关,也就是说,与传统的 IS 曲线表现出的后顾性 (Backward - looking) 特点不同,IS 曲线表现出前瞻性 (Forward - looking) 的特点。二是在总供给方程 (菲利普斯曲线) 中,虽然在引入价格或名义工资的粘性后,当期价格水平不仅决定于滞后期的价格水平,而且还决定于预期的价格水平,但当期通胀率 (价格水平的变化率) 仅仅决定于预期的通胀率,因而与传统的菲利普斯曲线表现出的后顾性特点不同,菲利普斯曲线也表现出前瞻性的特点^①。如果采用理性预期的假设,那么这两方面的前瞻性将使经济的动态特性表现出一定的独到之处。从前面的分析可以

^① 一个例外是,在存在实际工资粘性的 Fuhrer - Moore (1995) 模型中,当期通胀率同时决定于滞后期的通胀率和预期的通胀率,此时菲利普斯曲线表现出前瞻性的特点。

看出,若在当期经济中受到一个非预料到的暂时冲击(如货币冲击),该冲击对产出和通胀率的影响在当期立刻会体现出来,并且影响的最大幅度也体现在当期。但是,这一点与实际中观察到的现象并不吻合,因为实际中冲击对经济的影响往往是渐进的,即在冲击发生一段时间后,冲击对经济的影响才表现出来,并逐步达到影响的最大幅度,然后影响效果再渐渐消失。基于以上情况,为了更好地描述经济的动态特性,近年来混合性模型(Hybrid Model)逐步受到人们的重视,其优越性也日益显示出来。

混合性模型结合了优化模型与非优化模型的优点,兼顾了前瞻性和后顾性模型的特征,它既注重经济行为的微观理论基础,同时也注重模型与实际数据的拟合性,因而能更好地描述经济的动态特性。从IS曲线和菲利普斯曲线来看,混合性模型在考虑预期变量影响的同时,也考虑滞后变量的影响,而且,混合性模型在方程中加入滞后变量的方式也有一定的特色。传统的计量经济模型在方程中加入滞后变量时常常具有一定的随意性,而混合性模型是在原有的优化方程基础上进行扩展,力图从微观理论上对加入的滞后变量进行解释,从而使改进的优化模型在刻画经济的动态特性时更加完美。

在混合性模型的IS曲线中,当期产出将同时决定于预期的产出和滞后期的产出。关于产出的滞后项,理论解释主要有以下典型观点:其一,从不同类型的消费者的行为决策来解释。Amato - Laubach (2002)等学者将消费者分为两类:第一类消费者按照优化模型的结果来进行消费决策,第二类消费者仅仅根据其一般性的经验(Rule - of - Thumb)来进行消费决策。第二类消费者的消费通常具有后顾性的特点。正是第二类消费者的存在,使得IS曲线体现出混合性的特点。其二,从消费习惯的形成(Habit Formation in Consumption)来解释。每个消费者虽然也在优化的基础上进行消费决策,但每个消费者进行消费决策时需要考虑消费习惯的影响,而消费习惯的形成是与历史的消费水平有关的,因此消费习惯的形成和影响也可以对IS曲线中的滞后项进行解释。关于消费习惯的描述,有两种方式,一是Carroll - Overland - Weil (2000)、Fuhrer (2000)及Amato - Laubach (2001)等提出的内生性习惯(Internal Habit),即每个消费者的消费习惯只与自己过去的消费水平有关;二是Abel (1990)和Smets - Wouters (2002a)等提出的外生性习惯(External Habit),即每个消费者的消费习惯与整个经济过去的总消费水平有关。无论哪种方式,最终得到的IS曲线均体现出混合性的特点。

同样,在混合性模型的菲利普斯曲线中,当期通胀率也同时决定于预期的通胀率和滞后期的通胀率。对于滞后期通胀率的出现,有以下几种解释:(1)Fuhrer - Moore (1995)及Roberts (1995, 1997)等学者假设存在实际工资的粘性,从而使通胀率表现出一定的粘性,并使其不仅依赖于预期的通胀率,而

且还依赖于滞后期的通胀率。(2) Galí - Gertler (1999)、Amato - Laubach (2002) 及 Steinsson (2002) 等学者将厂商分为两类, 第一类厂商采用 Calvo 的定价策略来对产品定价, 第二类厂商在不完全信息等约束条件下, 参照第一类厂商上一期的定价方式来对当期的产品定价。这两类厂商的不同定价方式, 使当期通胀率同时决定于预期的通胀率和滞后期的通胀率。(3) Christiano - Eichenbaum - Evans (2001) 及 Smets - Wouters (2002b) 等学者同样也采用 Calvo 的定价策略来对产品定价, 但假设厂商在维持其价格水平时采用盯住历史通胀率的方法, 同样他们得到具有混合性特点的菲利普斯曲线。

混合性模型得出的一般结论是: 货币的变化在长期对实体经济没有影响, 但在短期内对实体经济有影响, 而货币的变化无论在长期还是在短期均对通胀率产生影响, 并且货币变化对经济的影响呈现出渐进变化的特点, 在经过一定的时间后, 影响效果达到最高值。

(五) 不完全信息模型中的货币及其作用

1. Mankiw 粘性信息模型中的货币及其作用

新凯恩斯模型通过对价格粘性或工资粘性的理论阐释, 详细分析了货币与经济的关系, 但其在刻画货币变化对经济的动态影响方面并不十分完美, 该模型计算模拟得到的经济动态特性与实际观察到的数据特性并不完全吻合。混合性模型在新凯恩斯模型的基础上, 结合后顾性模型的特点, 对新凯恩斯模型进行了扩展, 从而使模型在理论及实证方面均得到了有机的结合。可以看出, 这些模型都有一个共同的假设, 即价格或工资存在着粘性。那么一个问题是, 是否必须通过价格或工资粘性来解释货币与经济的动态关系? 如果放弃该假设, 即在弹性价格或工资的假设下, 能否采用其他的途径解释货币与经济的动态关系? Mankiw - Reis (2002) 提出的粘性信息 (Sticky Information) 模型在这方面作了很好的尝试。在 Mankiw - Reis 的粘性信息模型中, 价格是弹性的, 但经济主体获取的信息是不完全相同或者信息获得的时间是不完全相同的, 从而使信息体现出一定的粘性, 这种信息的不完全性同样可以用来解释货币与经济的动态关系。

Mankiw - Reis 通过模拟计算发现, 粘性价格模型和粘性信息模型的动态特性不尽相同。当货币发生变化时, 两种模型中的产出变化特征基本相似, 但通胀率却呈现出不同的变化特征。在粘性价格模型中, 通胀率的变化呈现出单调性的特征, 如随着货币供应量的增加, 通胀率立即在当期上升, 然后再逐步下降返回到初始的均衡状态; 而在粘性信息模型中, 通胀率的变化呈现出渐变的特征, 即, 随着货币供应量的增加, 通胀率缓慢上升并达到最高点, 然后逐步返回到初始的均衡状态。因此, 粘性信息模型的模拟结果与实际观察到的通胀率变化特征基本一致, 信息粘性的假设也能较好地刻画经济的动态特征。

2. LPM 模型中的货币及其作用

从传统的凯恩斯模型可以看出,若中央银行增加货币供应量,则短期名义利率在短期内将下降,即短期货币供应量与短期名义利率呈现负相关的关系,凯恩斯称此现象为流动性效应(Liquidity Effect),实际中也经常观察到这种流动性效应。而从前面的MIU模型、CIA模型、实际经济周期模型、新凯恩斯模型等模型的模拟结果来看,随着货币供应量的增加,短期名义利率在短期内并不是下降,而是上升。在这些模型中,信息是完全的,从而中央银行增加货币供应量的举措,将通过预期的通胀率立刻反映出来,使其呈现出上升趋势^①,在短期内实际利率不变的情况下,由Fisher方程式(名义利率等于实际利率加预期的通胀率)可以得出,短期名义利率将上升。因此,如何刻画流动性效应,人们提出了另一类不完全信息模型,即有限参与模型(Limited Participation Models, LPM)。该模型最早由Lucas(1990)提出,随后在Fuerst(1992)、Christiano - Eichenbaum(1992, 1995)、King - Watson(1996)、Carlstrom - Fuerst(1997)、Hamilton(1997)、Nam - Cooley(1998)、Christiano - Eichenbaum - Evans(1997, 1998, 2001)及Dhar - Millard(2000a, b)等学者的推动下得到广泛运用。

LPM模型着重从不同经济主体所获取的信息特征来研究货币与经济的关系,其主要特点表现在以下两个方面:一是该模型对经济主体的分类更加细致。该模型将金融部门进一步划分为商业银行和中央银行,而且其对不同经济主体的信息集的结构进行了较为详细的描述,特别是由于信息的不对称,居民在当期得到的金融市场信息不同,从而影响了这些经济主体的行为决策。二是假设短期名义利率的长期变化趋势仍由Fisher方程式决定,但该模型仍考虑流动性效应。

在LPM模型中,短期内随着货币供应量的增加,短期名义利率将上升,而凯恩斯指出的流动性效应能够体现出来。LPM模型对流动性效应的刻画,在于各经济主体的信息不对称,即居民在当期不能获取金融市场的信息,因此在当期进行消费及资产组合的决策时不能充分考虑当期金融市场的变化。商业银行(中央银行和商业银行)及厂商由于具有信息方面的优势,在获取当期金融市场信息的情况下能够对金融市场中的流动性进行充分调节,这将对短期名义利率产生影响。具体来说,当中央银行在短期通过对商业银行注入流动性,从而使货币供应量增加时,短期内货币市场中的资金供给增加,但是居民由于缺乏当期的金融市场信息,其对资金的需求保持在原来的状态,因此,短期内货币市场有过多

^① 虽然在新凯恩斯模型中,价格体现出粘性的特征,但通胀率却没有粘性的特征,因此,随着货币供应量的增加,预期的通胀率将立刻增加。