

后凯恩斯主义内生货币供给理论的发展

——分析方法与理论模型

芦 东 陈学彬

摘要：后凯恩斯主义的内生货币理论打破了货币供给前提，提出中央银行既没有能力控制基础货币，也不愿去控制基础货币。他们认为货币的供给是内生的，即由信用驱使、需求决定的，与商业银行和企业的利润最大化行为有关。结合最新的实证研究对后凯恩斯主义的内生货币理论进行了系统的评介，并认为其将与宏观经济、开放经济相结合向更广、更深的方向发展。

关键词：内生货币供给 后凯恩斯学派 结构主义 水平主义

自从 19 世纪中期的“通货学派”和“银行学派”之争以来，货币纯理论研究中的货币供给内生性和外生性的争论就没有停止过。经济学界至今没有在这个领域达成一致：以新古典综合为代表的主流经济学家认为货币供给是外生的，而后凯恩斯主义者则打破了他们的逻辑前提，他们的内生货币供给理论受到越来越多的重视。

后凯恩斯主义学派最近 20 年在内生货币供给理论方面做出了有影响的研究。介绍他们内生货币供给理论的分析方法和理论模型，对于我国的理论研究和实践应用具有重要的意义。国内学者虽然对该学派货币供给理论有过介绍，但是他们的介绍多停留在简单陈述其核心观点的层面上。张颖（2002）对后凯恩斯学派的观点做了全面的介绍，但是没有涉及具体理论模型和实证研究的结论。于化龙、王培瑛（2003）仅仅论述到 20 世纪 90 年代该学派的理论进展，没有涉及最近 10 年的理论新发展和实证研究。本文首次结合最新的实证研究对后凯恩斯主义内生货币供给理论在近 20 年的发展做出系统的评介，并对其发展趋势做一些总结。

一、后凯恩斯主义内生货币分析方法

货币是经济机制的润滑剂。货币的产生究竟是中央银行的意愿还是经济机制正常运作下的副产品，触及到货币外生性和内生性的争论。后凯恩斯主义经济学者认为货币供给是内生的，是信用驱使、需求决定的（Pollin, 1991）。

传统的货币乘数分析方法认为货币供给是由基础货币扩张形成的，即 $M = B \cdot m$ 。其中 B 为基础货

币， m 为货币乘数，由于中央银行可以通过公开市场操作控制基础货币 B ，而货币乘数又是稳定的，因此货币供应量由中央银行决定。这种分析方法认为中央银行有能力调整基础货币 B ，从而改变货币供应量 M ，但后凯恩斯主义者认为中央银行没有这种能力。首先，Dow（1999）指出中央银行知道事后的基础货币，但是要控制事前基础货币非常困难，因为很难预料到市场资金的流动。其次，Moore（1988）认为即使中央银行能预计准确，它也常常无法通过公开市场的操作实现对基础货币的控制。Moore（1988）引入了商业银行和中央银行的行为关系分析，证明了这个结论。最后，Moore（1988）总结 20 世纪 80 年代的经验发现，任何对基础货币的控制都将刺激金融创新，通过这些新的金融工具来规避管制。商业银行可以通过种种方式获得需要的准备金，而不必通过中央银行。

后凯恩斯主义者同时又论证，即使中央银行有能力控制基础货币，他们也不愿意去控制基础货币。首先，Strongin（1995）指出若中央银行固定了基础货币，则来自对准备金需求的任何冲击都将被短期利率的升高而吸收，由于银行体系流动性需求加大，加上对准备金的需求完全缺乏弹性，这样将导致短期利率的剧烈波动，从而影响到其他期限的利率，并对经济产生不利影响，中央银行不愿意看到这种情况发生。Strongin（1995）通过对伦敦银行间市场的实证研究验证了这一论断。其次，Moore（1988）认为中央银行控制基础货币与一些金融制度的安排不一致。例如商业银行面对贷款承诺，同时又无法得到支持这些贷款需求的准备金的时候，中央银行必须满足

或者在一定程度上满足商业银行的准备金需要。在美国,未使用的商业贷款承诺占 M_1 的一半。第三,Howells (1997)指出,准备金一旦被中央银行严格控制,商业银行便会出于对准备金不足的风险的考虑而持有超额准备金,这部分钱在大多数国家中是不生息的,这相当于对所有金融机构征一笔税,损失社会的福利。中央银行不愿意这样的情况发生。最后,Moore (1988)强调了中央银行有维持本国金融体系稳定的任务,当发生系统性的流动性缺乏时,将产生严重的支付困难和债务通缩,为防止这种情况出现,中央银行必须一直提供流动性给金融体系。

综上分析,Fontana (2000)指出,商业银行和企业的行为共同决定了货币的供给,而中央银行则被动地提供货币。信用货币是通过商业银行的贷款而产生的,银行贷款创造了银行存款,而商业银行根据日益成熟的负债管理,去寻找需要的存款准备金。贷款的供给是由商业银行决定的,贷款的需求是由企业和个人决定的,中央银行不能控制贷款量,这个量是由经济主体(商业银行、企业和个人)利益最大化的行为决定的。

同时,Howells (1997)也指出,不能因为我们研究的是货币就忘记了经济学中关于最大化行为的研究范式。例如存款利率 r_D 越高,公众就会出于最大化自己投资组合的要求,增加对存款的需求,而不愿意持有通货。贷款利率 r_L 越低,企业和个人的贷款需求就会更大。因此 Moore (1988)得出结论:商业银行的存款利率 r_D 和贷款利率 r_L 对货币存量的变化起着重要的作用。

二、完全竞争银行业假定下后凯恩斯主义者内生性货币的理论模型

在这个部分,本文将在 Bernanke 和 Blinder (1988)的模型框架下介绍后凯恩斯主义者的理论模型,这个模型是建立在第一部分分析方法的基础上的,是对货币内生性的深入研究。进一步的假定有六个:

假定 1:商业银行是利润最大化的追求者,他们会选择最优的存款 D 、贷款 L 和准备金 R 来最大化利润。并且假定没有超额准备金,即商业银行保留法定的最小的准备金。

假定 2:银行业市场是完全竞争的,即存在大量的规模较小的商业银行。

假定 3:存款是付息的,记为 r_D ,公众的存款需求与 r_D 有关。公众的行为假定是其追求资产组合价值的最大化。

假定 4:三种资产为货币、债券、贷款,并且三者是不完全替代的。

假定 5:研究一个封闭的国家,不考虑国际金融市场。

假定 6:中央银行的货币政策工具是短期利率,即 r_B 。

根据 Bernanke 和 Blinder (1988)的模型,基于商业银行的利润最大化行为假定,每个商业银行都在边际成本上定价,假定管理存款和贷款的边际成本分别为 γ_D 、 γ_L ,则存款利率和贷款利率分别为:

$$r_L = r_B + \gamma_L \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$r_D = r_B (1 - \alpha) - \gamma_D \quad \dots\dots\dots (2)$$

货币市场均衡方程为:

$$R = \alpha D^h(y, r_B, r_D) \quad \dots\dots\dots (3)$$

商品信贷市场方程为:

$$I(r_B, r_L) + G = S(y, r_B, r_D) \quad \dots\dots\dots (4)$$

Wray (1992)指出,货币内生化的过程可以在一个包括政府、中央银行、商业银行、企业四个主体的模型中来描述如下:当一个有利的冲击进入经济体中时,比如说是石油价格的下降,或者是人们对未来期望的提高,将带来经济体中企业对于投资需求 I 的增加,由于假定贷款和债券是不完全替代的,有一部分投资需求需要通过银行信贷的方式来满足,所以对贷款 L 的需求增加。完全竞争的银行业市场必然会在 $r_L = r_B + \gamma_L$ 的水平下满足贷款的需求,即银行的贷款供给增加,通过 (4) 式使得 S 增加,即对存款的需求增加,进而通过 (3) 式使得商业银行的准备金需求增加。当单个商业银行面临准备金不足时,它可以通过同业拆借市场满足临时的准备金需要,但是当这个冲击是系统性的时候,也就是说在整个银行业都面临流动性缺乏的时候,他们只有找最后贷款人——中央银行寻找准备金。由第一部分和本部分的假设可知,中央银行要通过适应性供应准备金 R 的数量,达到稳定短期利率的目标。Pollin (1991)指出,关于中央银行是完全供给准备金还是部分供给准备金,也就是说维持短期利率完全稳定还是允许其在一定程度上由市场自主决定,便形成了后凯恩斯主义货币经济学者中最重要的两派观点:水平主义和结构主义。

水平主义者认为中央银行在 r_B 上完全满足商业银行的准备金需求,即准备金供给曲线水平,这样企业的贷款需求能够完全满足。Moore (1988)指出中央银行总是必须满足商业银行对于准备金和通货的需求,以保持货币金融体系的流动性。根据凯恩斯乘数效应,下一期的收入 y 会增加,失业率下降;但是 R 增加后,货币供应量增加,当期的通货膨胀率会升高。Howells (1997)指出水平主义的隐含假设其实是中央政府在菲利普斯曲线上相机抉择的时候

更看重下一期的充分就业目标的实现。

结构主义者认为中央银行部分提供给商业银行准备金,即准备金供给曲线向上倾斜。商业银行对准备金的剩余需求导致他们在货币市场上发行新的金融工具进行负债管理,这些负债管理的行为会对短期利率 r_B 有向上拉的压力, r_B 会升高一个微小的幅度,因为 $r_L = r_B + \gamma_L$,所以 r_L 会升高,通过(3)式挤出一部分投资需求,这样 y 降低,下一期失业率会升高一些。由于 $r_D = r_B(1 - \alpha) - \gamma_D$, r_D 也升高,这时就需要通过(3)式分析存款需求对 r_B 、 r_D 的敏感性,以分析货币供应量的变化方向和变化数量。Bernanke和Mihov(1998)指出,由于存款一般对 r_D 的敏感性更强,因此 r_D 升高后带来的存款的增加多于因为 r_B 增加而减少的货币(替代效应,因为公众要追求资产组合价值的最大化)。因此内生货币机制表明货币供应量虽然升高,但是不如水平主义的幅度大,也就是说通货膨胀率得到了一定的控制。Hannsgen(2003)认为,结构主义的隐含假设是中央政府在菲利普斯曲线上选择目标,既要控制失业率,又不能让通货膨胀率过高。

后凯恩斯主义者 Fontana 和 Venturino(2003)在一篇系统性分析货币供给内生性的文章中指出:水平主义者和结构主义者的观点在关于货币供给内生性这一本质问题上是一致的,两者分歧的关键在于对中央银行在货币市场和商业银行在信贷市场各自的行为分析上,水平主义者强调一国中央银行在货币市场的主动地位和商业银行在信贷市场的被动地位,因此中央银行总能源源不断地为市场提供流动性;而结构主义者则在流动性偏好理论的基础上坚持认为一国中央银行、商业银行和企业出于不同的流动性偏好和平衡其资产负债表的需要,各自的行为是相互制约的。由于两者不同的分析视角和前提假定导致了其对货币创造过程的不同理解,进而在各自的模型中导出了不同的货币供给曲线。Fontana和Venturino(2003)从时间动态学上建立一个更具系统性的框架,将水平主义和结构主义的观点统一起来。

三、最近的实证研究和发展趋势

货币内生性的实证检验方法有两种,一种是案例分析,另一种是基于 Granger 因果关系的统计学检验。在案例分析方面,Hannsgen(2003)研究了近20年来瑞士、德国、澳大利亚、美国、英国这五个工业化国家中央银行对货币供应量的控制行为,得出一些结论:没有一个案例能够支持中央银行能成功控制基础货币;五国的中央银行都未能实现控制短期(月

度或季度)货币供应量的目标;尽管从长期来看,比如说一年,一些国家达到了控制货币供应量的目标,但是往往由于衰退的发生或者由于汇率达到不能忍受的水平而放弃该目标。这些案例分析支持了后凯恩斯主义货币内生性的理论。

在使用计量经济学方法研究货币内生性方面,许多学者基于 Granger 因果关系用向量自回归(VAR)的方法研究了货币政策和宏观经济的关系。Bernanke 和 Blinder(1992)用 VAR 的方法给出了水平的准备金供给曲线。Strongin(1995)等人用 VAR 方法继续深入研究,实证的数据支持货币的内生性,特别支持结构主义向上倾斜的准备金供给曲线和信贷供给曲线,并指出政府的货币政策应该以短期利率作为控制目标,货币政策对产出的影响非常大。尽管他们在准备金供给曲线是水平主义还是结构主义所描述的形状方面还存在争议,但是他们的实证研究都支持了后凯恩斯主义货币内生性的观点。也有一些经济学家如 Rudebusch(1998)对 VAR 的方法提出了质疑,但是 Bernanke 和 Mihov(1998)回应了这些质疑并发展了 VAR 的方法,进而得出了支持货币内生性的结论。

后凯恩斯内生货币的理论研究目前仍然在不断地发展和完善,出现了流动性偏好的观点,并且开始结合开放经济研究不同国家内生货币供给的相互作用。另一个饶有兴趣的领域是内生货币与宏观经济其他变量诸如总产出、通货膨胀率、汇率等的关系,这些都是后凯恩斯货币经济学研究的前沿领域。

参考文献:

1. Bernanke, Ben S. and Blinder, Alan S., 1988. "Credit, Money, and Aggregate Demand." *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2, pp. 435 - 439.
2. Bernanke, Ben S. and Blinder, Alan S., 1992. "The Federal Funds Rate and The Channels of Monetary Transmission." *American Economic Review*, Vol. 82, No. 4, pp. 901 - 921.
3. Bernanke, Ben and Mihov, Ilian, 1998. "Measuring Monetary Policy." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 3, pp. 869 - 902.
4. Dow, S. C. and Smithin, J., 1999. "The Structure of Financial Markets and The First Principles of Monetary Economics." *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 46 pp. 72 - 90.
5. Fontana, G. and Venturino, Ezio, 2003. "Endogenous Money: An Analytical Approach." *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 50, No. 4, September.
6. Fontana, G., 2000. "Post Keynesians and Circuitists on Money and Uncertainty: An Attempt at Generality." *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23, pp. 27 - 48.
7. Hannsgen, 2003. "Three Essays On Endogenous Money." A Dissertation, Graduate School of the University of Notre Dame

(以下文献略)

(作者单位:复旦大学金融研究院 200433 上海)
(责任编辑:刘成奎)