

# 理论有效性与实施有效性： 西方货币政策有效性理论述评

方阳娥 张慕瀕

**摘要：**货币政策有效性包含两层含义：理论有效性与实施有效性。凯恩斯认为，货币政策在正常情况下是理论有效的，但在经济危机期间，货币政策是无效的；大多数新古典综合经济学家认为货币政策是理论有效和实施有效的；货币主义肯定了货币政策的理论有效性，但坚持认为货币政策是实施无效的；新古典宏观经济学家从根本上否认了货币政策的理论有效性；新凯恩斯主义和新新古典综合经济学家同时肯定了货币政策的理论有效性和实施有效性。目前，经济学界的基本共识是：货币政策在短期对实际经济活动具有重要而持续的影响，货币政策是有效的；但是，货币政策的长期效果体现在物价水平的变动上。

**关键词：**货币政策 理论有效性 实施有效性 基本共识

对于货币经济学而言，货币政策的有效性问题的始终是一个长盛不衰的研究主题。随着我国经济市场化改革的不断深入，货币政策在国家宏观经济调控中处于越来越重要的地位，我国货币政策的有效性日益成为学者们关注的重要问题。对货币政策有效性的内涵做出明确界定，并对西方有关货币政策有效性的观点进行区分和梳理，同时指出目前在理论界形成的基本共识，对我国货币政策的操作实践无疑具有重要的指导意义。

## 一、货币政策有效性内涵的界定

不同学者在研究货币政策有效性问题时，由于强调的重点不同，对货币政策有效性的界定存在不同程度的差异。

巴曙松(2000)认为，关于货币政策有效性的研究，“就是指货币政策能否立足于特定的经济金融环境，运用特定的政策工具与政策手段选择，通过不同的传导机制，影响现实经济金融运行，引导社会资金的合理流动，提高资源配置的有效性，顺利实现其预定的调控目标。”这种对货币政策有效性的界定强调的是货币政策的实施方面，事实上已经假定了货币政策本质上能够对经济产生实质性的影响，关键在于货币政策当局如何适时、适度地选择货币政策

工具和手段调控经济以实现其预定的调控目标。

李春琦(2003)认为，“货币政策有效性的一种意义是指货币供应量的变动是否有能力引起总需求和总收入水平的变动”；“在更加广泛的意义上，货币政策有效性存在程度上的区别，它取决于货币政策对产出和通货膨胀所造成影响的大小。”也就是说，货币政策的有效性是指货币政策是否能够对产出等真实经济变量产生实质性影响以及影响程度的大小，强调的是货币政策从理论上而言的影响能力和强度问题。对货币政策有效性的如此界定忽略了货币政策当局实施货币政策的能力问题，即使货币政策在理论上确实能对实体经济运行产生强大的影响，但货币政策当局是否有能力利用货币政策的这种影响力实现其宏观经济目标，同样是货币政策有效性研究必须面对的问题。

谢平和廖强(1998)认为，在西方货币理论文献中，“货币政策有效性问题特指货币政策能否影响产出等真实经济变量，而与能否促进经济增长并无必然联系。货币政策是否有效取决于三个条件：第一，货币能够影响产出；第二，货币与产出之间存在稳定联系；第三，货币当局能够控制货币。”汪红驹(2003)也认为，货币政策的有效性从属于短期宏观经济波动理论，货币政策有效性的研究包括三

## 二、凯恩斯及新古典综合经济学家的货币政策有效性理论

西方学术界对经济波动和货币政策有效性进行全面系统的理论分析是从凯恩斯的《就业、利息与货币通论》出版开始的。

### (一) 凯恩斯关于货币政策有效性的观点

凯恩斯认为,在存在经济失业的情况下,由于名义(货币)工资具有向下调整的刚性,如果没有有效需求(社会意愿消费和意愿投资的总和)的足够增长,依靠市场机制并不能使经济立即恢复充分就业状态,而可能较长时间处于低于充分就业的均衡状态。

凯恩斯指出,由于边际消费倾向小于1,就业量的增加带来的产出增加并不能被相应的消费增加所全部吸收,如果作为有效需求重要构成部分的投资没有相应增加,就意味着部分产出由于没有对应的需求而难以出售,就业量的增加就无法实现。所以,根据凯恩斯的有效需求理论,整个社会意愿的投资数量对总就业量和总产出具有决定性的作用,因此,货币政策能否促进产出和就业增长,取决于货币政策能否有效地刺激意愿投资进而有效需求的增长。投资数量取决于利息率与资本边际效率之间的对比关系,资本的边际效率则取决于资本资产的供给价格和它的预期收益,利息率由货币市场上反映货币数量与利息率之间关系的流动性偏好曲线和货币供应量决定。在凯恩斯的理论体系中,货币数量的改变(货币政策)主要是通过对利息率的作用而对有效需求(进而产出和就业)的数量发生影响的,这种影响的数量或程度(货币政策是否有效性)取决于人们的流动性偏好、资本的边际效率、消费倾向、工资和价格可变程度。

凯恩斯认为,在充分考虑了影响资本边际效率的长期预期状态在短期内改变的重要性之后,“仍然有理由把利息率当作至少在正常条件下能影响投资的重大因素,虽然并不是决定性的因素。”在正常条件下,一方面,影响资本边际效率的长期预期状态比较稳定;另一方面,人们的流动性偏好还未达到绝对的水平,货币需求具有有限的利率弹性,货币供应量的增加能够引起利息率的下降,从而能够刺激投资的增长。所以,凯恩斯认为货币政策在正常条件下是有效性的(理论有效),货币政策可以通过改变利率来影响投资和有效需求,进而对产出和就业

个层次:第一,“货币对实体经济有没有影响?”如果货币供给变化导致真实宏观经济变量(如实际产出)的变化,则认为货币(政策)是有效的;第二,“货币(政策)是如何影响真实经济变量的?”即货币政策的传导机制问题;第三,“货币当局(中央银行)如何选择和实施适当的货币政策,才能够实现宏观经济目标?”即货币政策实践问题。这两种对货币政策有效性问题的概括是比较全面和准确的。

从根本上说,货币政策有效性至少包括两层含义:第一,货币政策能否对产出、就业等实际经济变量产生影响以及影响的程度如何;第二,货币当局是否有能力通过运用货币政策引导经济运行以达到既定的宏观经济目标。第一层含义是指货币政策对实际经济运行的作用力问题,即货币政策能否以及在多大程度上对产出、就业等实际经济变量产生影响(好的影响或坏的影响)的问题,这可以概括为货币政策的理论有效性问题,是货币政策有效性的基础。如果货币政策确实能对经济中的真实变量(产出和就业)产生重要影响,那么货币政策在理论上是有效的,我们将其称作货币政策的理论有效;如果货币政策根本不能对经济运行中的实际变量产生影响,或者这种影响小得微不足道,那么,货币政策的有效性就无从谈起,货币政策是理论无效的。第二层含义是以第一层含义为基础的,即如果货币政策对产出、就业等实际经济变量确实具有强而有力的影响(货币政策是理论有效的),那么货币当局在既有的知识范围内,是否有能力利用货币政策的影响力引导经济运行以达到既定的宏观经济目标?这可以概括为货币政策的实施有效性问题。如果理论和经验证据都表明货币政策对实际经济变量具有重要影响,货币当局也能利用货币政策的效力实现既定的宏观经济目标,那么货币政策是实施有效的;反之,如果货币政策虽然具有理论上的有效性,但货币当局根本无力利用货币政策的这种效力引导经济按预期的轨道运行,货币政策是实施无效的,货币政策的有效性也只是一句空话,没有实际意义。

麦卡伦(1999)认为,1973年以来,对货币经济学的学术思考和货币政策的实践都发生了显著变化,而在这些变化中,经济理论和实证证据都发挥了重要作用。这里主要从理论发展的角度,结合货币政策有效性的两层含义,对有关货币政策有效性问题的文献进行梳理,并说明目前理论界在此问题上的基本共识。

产生重要影响。但是,在严重的经济危机时期,依赖货币供应量的扩张来刺激就业和产出的货币政策可能是无效的,因为,在经济危机时期,投资者对未来具有悲观预期,由长期预期状态决定的资本边际效率达到了极低的水平,如果利息率不能降到充分低于资本边际效率的程度,投资者并不会增加投资;与此同时,利息率却不能无限制的降低,而是存在一个极限水平,因为,“当利息率已经降低到某种水平时,流动性偏好几乎变为绝对的,其含义为:几乎每个人都宁愿持有现款,而不愿持有债券,因为,债券所能得到的利息率太低。在这一场合,货币当局会失掉它对利息率的有效控制。”这就是所谓的“流动性陷阱”。所以,在经济危机时期,扩张性货币政策刺激产出和就业增长的能力极为有限(理论无效),货币当局难以单纯运用货币政策实现既定的宏观经济目标(实施无效)。

凯恩斯肯定了正常条件下货币政策是有效的,但他同时指出,货币政策作用的发挥具有太多不确定性,特别是在经济危机时期,凯恩斯首先对仅仅用货币政策来控制利息率的成功程度表示怀疑,但他特别强调的是各种资本边际效率的市场估计值可能具有过分大的波动性,以至利息率任何可能实现的改变都不足以抵消这些波动。其中的政策含义是,在经济危机时期,用货币政策刺激就业和产出存在诸多不确定性因素,货币政策难以对实际经济产生影响,货币政策是无效的。

## (二)新古典综合学派关于货币政策有效性的观点

直到20世纪70年代中期,新古典综合学派都是宏观经济学的主流,大多数经济学家都接受和使用这一分析框架。新古典综合经济学家从货币需求和货币供给两方面发展了凯恩斯的货币理论,在此基础上,形成了关于货币政策有效性的基本观点。

在新古典综合经济学家看来,货币需求函数具有不稳定性。货币需求是收入和利率的函数,货币需求并不是收入水平的稳定函数,货币供应量的变动是通过其对利率的改变间接作用于产出和就业的,由于短期内收入是相当稳定的,因而短期内利率成为决定货币需求量的主要因素。在充满不确定性的货币经济中,由于利率经常变动,货币需求也是经常变动的。由于利率的不确定性,使货币流通速度也变得不确定。货币供应量与名义收入(产出)之间不存在古典货币数量论所说的那种稳定的联系,货币供应量和收入水平之间的关系是松散的,“不时发生

相当重大的变化”。使得依靠货币供应量的变动实施的货币政策效果具有不确定性。

从货币供给来看,由于货币供应量具有内生性,中央银行只能对作为货币供应量构成部分的基础货币具有完全的控制能力,对货币总量只有部分的控制能力,中央银行在实施货币政策时,不仅要调整货币数量,更要重视对利率的调节。在新古典综合理论体系中,利率依然是货币政策影响产出和就业的主要渠道。

至少20世纪60年代早期以前的凯恩斯主义者并不认为货币政策对产出波动进而经济周期是紧要的。在此期间,对货币政策无效的信念来源于三个经验事实:第一,大萧条期间美国国库券利率降到极低的水平。早期的凯恩斯主义认为货币政策通过影响名义利率来影响投资支出,进而影响总需求。他们认为,大萧条期间的低利率表明当时的货币政策是宽松的,货币政策不能解释美国历史上发生的最严重的经济紧缩,他们得出结论,改变货币供应并不能产生产出效应,即货币政策是不重要的;第二,早期的实证研究发现名义利率波动和投资支出之间没有联系,因为早期的凯恩斯主义认为利率与投资的联系是货币供应变动影响总需求的渠道,既然两者的联系很弱,也促使早期的凯恩斯主义者得出货币供应变动没有产出效应的结论;第三,对商业人员的调查显示其关于物质资本投资的决策并不受市场利率的影响。所以,对20世纪60年代早期之前的新古典综合经济学家而言,至少在危机时期,扩张性货币政策是无效的(理论无效),中央银行不能指望单纯利用扩大货币供应量的政策刺激产出和就业的增长。

1960年,萨缪尔森和索罗把“菲利普斯曲线”移植到美国并加以改进,名义工资变动率是失业水平与以往通货膨胀率的函数,因而名义工资必然滞后于货币存量及当前价格水平的调整;另外,价格是根据标准生产条件下单位产品的生产成本加成确定的,价格不直接对需求变动做出反应,但能够充分地反映工资等投入品价格的变动。在这种“工资-价格”调整机制下,名义工资和价格具有粘性,货币存量的变动立即引起总需求和产出的同向变动,却不会引起名义工资和价格的等幅变动,结果是真实货币余额和产出的持续同向变动,货币是非中性的,货币政策被认为有效(理论有效)。货币政策能对产出和就业等真实经济变量产生持续而强大

的影响。

尽管新古典综合理论在经验上取得了很大成功,但是,随着 20 世纪 60 年代后期通货膨胀的加剧,“经验上的成功及其理论基础越来越广泛地产生了问题”<sup>⑩</sup>,更严重的是 20 世纪 70 年代中期成本冲击带来的“滞胀”问题,面对保持稳定增长和低通货膨胀不可兼得的局面,以及“工资-价格”调整机制微观经济基础的缺乏,新古典综合理论陷入了全面的困境。

### 三、货币主义关于货币政策“理论有效”和“实施无效”的观点

“货币主义是这样一种观点:货币数量对经济活动和物价水平具有重大的影响;达到货币政策目标的最好办法是,制订货币供应量的增长率指标。”<sup>⑪</sup>

货币主义者从坚持货币长期中性的古典立场出发,认为货币供给增加最终将导致价格水平的同比例上升,但是,价格水平的上升只能通过名义总支出的增加才能实现,因此,货币供给的增加必然导致支出的增加。货币主义者通过提供货币供给的变化伴随着支出价值变化的统计证据,宣称存在货币政策更加重要的明显证据。货币主义关于货币政策有效性的观点可概括为“理论有效”和“实施无效”两个方面。

#### (一) 货币主义关于货币政策“理论有效”的理论和经验证据

货币主义首先从理论上证明了货币需求函数稳定性。弗里德曼认为<sup>⑫</sup>,货币需求的利率弹性很低,由于经济存在一定的价格粘性,货币供应量的变化在短期能够对实际经济活动产生重要影响,利率只是货币政策发挥作用的众多渠道中的一个。

弗里德曼认为,不仅各种金融资产是货币的替代物,商品也是货币的替代物,利率对货币需求函数的影响取决于利率变动对各种金融资产相对收益的影响,也取决于利率变动对货币需求函数中各项机会成本的影响。弗里德曼认为,利率变动在引起其他资产预期回报率变动时,货币的预期回报率会相应发生同向变动,二者抵消后,货币需求函数中各项机会成本保持相对不变,货币需求对利率不敏感。另外,弗里德曼认为货币需求的随机波动很小,所以,货币需求函数是稳定的,货币流通速度是可以预测的,货币供应量的变化,会对总支出产生直接影响。货币需求函数进而货币流通速度的稳定性,使

得货币主义者认为,在货币供应量变动和收入水平变动之间存在着密切联系,“它通常只发生温和的变动”<sup>⑬</sup>。

除了从理论上论证了货币政策能对实际经济活动产生重要影响(从而货币政策理论有效)外,弗里德曼及其合作者还提供了大量经验证据证明货币政策确实具有如此的影响力。他们认为,大萧条期间的货币政策并不是松的,由于大量的银行破产和由此引起的货币供应减少,在美国历史上引起了规模空前的紧缩,从来没有比那个时期更紧的货币政策,大萧条并不能作为此间货币政策无效的证明

#### (二) 货币主义关于货币政策“实施无效”的观点及其政策主张

尽管货币主义者肯定了货币政策对现实经济活动具有强大的影响力,但同时认为货币政策当局没有能力利用货币政策的这种影响力实现其预定的宏观经济目标,相机抉择的货币政策难以完成稳定短期性需求波动的任务。

由于货币政策效应存在长而多变的时滞,具有有限知识水平和认知能力的货币政策制定者难以及时准确地获得关于现实经济运行的信息资料,也难以准确地把握经济运行的周期阶段,反周期性的货币政策行动很难选择合适的时机和力度,主动性的货币政策常常会使经济波动更加剧烈,经济的波动主要是由不稳定的货币因素造成的,货币政策的初衷往往与现实相悖,因此,尽管货币政策对经济能产生强有力的影响,但不适于用来作为灵活的反周期政策,货币政策当局不仅不能利用主动性的货币政策实现其稳定产出和就业的目标,而且,这种企图利用主动性货币政策稳定经济的努力本身正是经济不稳定的根本原因,对货币主义者而言,货币政策是“实施无效”的。

货币主义者在分析中,将预期随时间的调整作为经济向竞争性均衡位置调整过程中的一个重要方面加以考虑。经验的菲利普斯曲线使新古典综合经济学家认为,在预计只会产生较小通货膨胀后果的范围内,没有必要担心政策将产出推到了潜在产出水平之上,而且,如果产出随后回到与潜在产出相一致的水平,则只会产生短暂的通货膨胀。相反,弗里德曼认为如果将统计性的菲利普斯曲线看作反映了失业与通货膨胀之间稳定不变的联系,则意味着货币在长期的非中性。他提出,不同水平的就业和通货膨胀之间的短期交替关系依赖于人们预期的通货

膨胀率,由历史数据中表现的稳定关系只是反映了价格稳定时期通货膨胀预期的相对稳定性。如果膨胀性的政策带来了经常性的通货膨胀,通货膨胀预期最终会跟上实际通货膨胀率,从而移动菲利普斯曲线,以至持续的高通货膨胀率并不能获得比维持价格稳定所能得到的更高的就业。在长期,不存在通货膨胀和就业之间的交替变动关系,失业率将保持在由偏好和技术等真实因素决定的“自然率”水平。作为就业暂时增加的代价,总需求刺激只能带来通货膨胀的持续上升。而且,一旦通货膨胀预期上升,菲利普斯曲线会出现不利的移动,如果不经历一个失业率高于其自然率的痛苦时期,就不能将通货膨胀降到人们预期的通货膨胀之下。所以,货币政策应该用来维持一个长期的低通货膨胀率。<sup>⑭</sup>

一方面,由于货币政策“实施无效”,另一方面,需求管理的货币政策会带来通货膨胀的后果,并引进菲利普斯曲线的不利移动,所以,货币主义者坚持认为货币政策当局应该实行稳定的货币增长率政策,避免由货币因素引起的经济波动,这样有助于在长期形成稳定的物价水平,经济中的波动完全由货币以外的因素决定,经济中的不稳定性将会很小。另外,货币当局关于稳定货币增长的承诺也有助于消除要求短期货币刺激的政治压力,消除相机抉择货币政策的非预期性效应对投资者的不确定性。然而,货币主义“无为而治”的稳定货币增长的政策主张在实践中却没有很好的表现,实际上,如今基本上没有中央银行把货币总量作为指导货币政策的重要指标。

#### 四、新古典宏观经济学家关于货币政策无效的命题

通常把建立在理性预期基础上的货币经济周期理论和真实经济周期理论称为新古典宏观经济学,因为它们都坚持价格完全灵活性、市场出清和完全竞争的古典假设。新古典宏观经济学家认为具有理性预期的经济主体能够根据所掌握的有限信息做出最优决策,由此可以得出通货膨胀与失业之间的交替关系不能成立,货币是中性的。

##### (一) 理性预期的货币经济周期理论与货币政策的无效性命题

理性预期经济学家坚持市场同时出清、完全竞争和理性预期假设,认为观察到的货币变动的经济效果起因于生产者对整体经济状态的不完全信息,

而不是由于工资和价格不能立即调整以出清市场。

卢卡斯(1972)将理性预期和动态最优化引入整体经济的货币模型中,建立了著名的货币经济周期理论。卢卡斯(1973)通过对多个国家短期菲利普斯曲线斜率的考察,发现菲利普斯曲线斜率与名义总量波动的相对值存在正相关关系,如果总量的波动性增加,可观察到的价格上涨极有可能是总体价格水平上涨的结果,于是实际经济的反应变小,总量货币意外变动对经济的实质影响也变小。

卢卡斯模型的基本结论是:货币可预测的变动或者已经宣布的变化对实际经济没有什么影响,货币供给长期的变动将产生实质性的影响,而货币供给在短期内的波动至多只能被部分地预测到,所以就无法对就业和产出产生实质性的影响。萨金特和华莱士(1975)进一步展示了卢卡斯模型的含义,既然只有未预测到的货币变动有实质性影响,那么使货币供给产生系统的、可预测变动的政策就不会有任何实际效果。

然而,即使未预期到的货币政策能够影响产出,但是如果货币政策当局的信息不比公众更多,未预期到的货币变动就会与其他冲击不相关,这无疑增加了经济中的噪声,使私人部门的信号筛选变得更加困难,经济主体无法实现其个人最优结果,降低了价格体系的配置效率。如果政策制定者拥有更多关于经济实际运行状态的信息,只需把信息公开给公众,经济主体根据信息进行的理性选择行为会抵消其他冲击的影响消极。

所以,对货币经济周期理论家而言:系统性货币政策是理论无效的,而非系统性(意外)货币政策则至少是实施无效的。

##### (二) 真实经济周期理论及其货币政策无效性命题

真实经济周期理论指出,经济周期根本不意味着市场机制的任何失败,相反,那是对外生的随时间变动的生产机会的有效率反应。在解释经济的周期波动时,大多数真实经济周期模型显示货币政策实质上对经济没有影响,无论是好的还是坏的影响,该理论宣称19世纪货币理论中的古典二分法即使在短期也成立,货币政策是理论无效的。

真实经济周期理论把经济波动的原因归结为对经济持续的实际(供给方)冲击。实际冲击包括大规模的随机的技术进步或生产率的波动,这种波动导致相对价格波动,而理性的经济主体通过改变他们的劳动供给和消费来对相对价格波动做出最优反

应,从而引起产出和就业的周期波动。由于真实经济周期理论假定了较高的劳动供给弹性,不可逆的随机的技术进步或生产率的冲击通过劳动供给的跨时替代足以产生实际所观察的周期波动。在真实经济周期理论中,经济的波动是潜在产出水平本身的波动,而不是如凯恩斯主义、货币主义和货币经济周期理论认为的,经济波动是实际产出对经济的潜在产出水平的偏离,因此,对真实经济周期理论而言,经济波动的结果是帕累托最优的,经济波动不足以构成政府干预的理由。

早期的真实经济周期理论即使原则上不排除货币对产出的影响,但也至少认为这种影响小得可以忽略,因此,大多数真实经济周期模型都不涉及货币因素。有代表性的涉及货币因素的真实经济周期模型是金和普罗瑟(1984)的货币内生性模型,金和普罗瑟在研究中发现,表示银行部门负债的内部货币与美国产出之间的相关程度,高于联储负债(外部货币)与产出的相关性,他们认为, $M_1$ 、 $M_2$ 等广义总量与产出间的相关关系很大程度上来自于银行部门对经济干扰的内生反应,而非货币政策措施的结果。库利和汉森(1989)考察了通货膨胀税效应,相对于经济的波动而言,这种通货膨胀税效应是非常有限。

在货币政策的有效性问题上,相对于货币经济周期理论而言,真实经济周期理论更进了一步,完全回到了古典的二分法,经济中的产出和就业完全由货币以外的真实因素决定,货币供应量的变动对产出和就业没有任何影响,货币政策是理论无效的。

新古典宏观经济学强调经济主体的理性预期和跨时一般均衡分析方法,从而为宏观经济学理论提供了微观经济基础,在方法论上是一个巨大的进步,但是由于其过分强调古典的价格灵活性和市场出清假设,显然与经济现实不符,其在此基础上得出的货币政策无效的结论也是难以成立的。

## 五、新凯恩斯主义及新新古典综合派的货币政策有效论<sup>⑮</sup>

从20世纪60年代后期开始,以新古典综合为代表的传统凯恩斯主义理论不断受到来自经验和理论上的严峻挑战,新凯恩斯主义宏观经济学正是在坚持凯恩斯主义基本见解的同时,回应上述挑战的过程中发展起来的。

### (一)新凯恩斯主义的货币政策有效论

新凯恩斯主义吸收了货币主义关于货币对经济

波动至关重要的观点,认为由于经济体系本身的不完全性,工资和价格是缓慢调整的——存在名义粘性,货币供应量的变动对经济具有重要而持续的实质性影响,货币政策是理论有效的;另外,由于经济体系本身的不完全性,经济中实际产出和就业的波动具有非均衡性质,商品市场上的生产过剩和劳动市场上的非自愿失业是经常存在的,新凯恩斯主义主张政府运用货币政策(以及财政政策)对经济进行一定程度的干预,以弥补市场机制本身的不足,所以,对新凯恩斯主义而言,货币政策也是实施有效的。

从货币政策有效性的角度来看,新凯恩斯主义在两个方面取得了重要进展:第一,扩展了货币政策向实体经济传导的渠道,强调信贷传导渠道的重要作用;第二,在吸收理性预期和最优化思想的基础上,从不完全竞争、相对价格粘性、交错定价等市场真实缺陷方面详尽论证了工资-价格调整的粘性机制,为工资-价格调整机制提供了微观解释,为货币政策有效论奠定了坚实基础。

#### 1. 货币政策的信贷传导渠道

新凯恩斯主义在接受传统凯恩斯主义货币政策利率传导渠道的同时,主张货币政策还通过银行信贷渠道影响实体经济,即:货币供给( $M$ ) - 银行贷款量( $L$ ) - 投资( $I$ ) - 总产出( $Y$ )。货币政策的信贷传导理论包括均衡信贷配给理论和CC-LM模型。

斯蒂格利茨和韦斯(1981)在非对称信息和非完全竞争的基础上提出了均衡信贷配给理论。由于借贷市场中的信息不完备导致的逆向选择效应和激励效应,使得银行期望报酬最大化的利率并不是使借款市场出清的利率,当银行面对借款的超额需求时,银行是在期望报酬最大化的利率水平采用数量调整或数量配给而不是调整利率以使贷款的提供与需求相等。斯蒂格利茨和韦斯指出:“在一个配给均衡中,货币政策在改变资金供给方面会取得成功,它会通过影响信贷的可获得性而非利率机制来影响投资水平。”所以,即使利率水平不变,货币当局也可以通过货币供应量的变动影响银行的贷款供给能力而影响投资水平,从而影响产出和就业。

伯南克和布林德(1988)将金融资产分为货币、债券和银行贷款三类,并假定借款人和贷款人依据利率高低在债券和借款这两种信贷工具间选择,提出了对IS-LM模型进行修正后的CC-LM模型,CC曲线会因货币因素及信贷市场的变化而发生移动(传统的IS曲线则不会有这种移动),结果,货币

政策的实施不仅引起 LM 曲线的移动,同时还导致 CC 曲线的同向移动,货币政策的作用被放大。

新凯恩斯主义的信贷理论扩展了货币政策向实体经济传导的渠道,强调货币政策通过影响资金需求者的财务状况和受信能力以及资金提供者的借款意愿和借款能力而影响市场上的借贷数量和投资、消费数量,进而对总需求和总产出产生重要而持续的影响,从而进一步从理论上肯定了货币政策的重要作用,支持了货币政策有效论。

## 2. 货币政策有效的微观基础:粘性工资 - 价格机制

新凯恩斯主义坚持认为总需求波动是总体经济周期性波动的中心原因,这一主张能够成立的基本前提是工资和价格粘性的存在,在寻求工资和价格粘性微观基础的过程中,新凯恩斯主义特别强调不完全信息和不完全竞争的作用。

新凯恩斯主义经济学家首先对工资粘性引发产出波动的机制进行了分析,费希尔(1977)和泰勒(1980)分别提出了引入理性预期的工资交错调整模型,费希尔和泰勒的交错工资调整模型都显示:如果名义工资对经济中的冲击反应迟钝,则即使在理性预期假设下,对各种总需求冲击进行系统性反应的货币政策是一个有力的稳定经济的工具,货币政策不仅是理论有效的,也是实施有效的。

20 世纪 80 年代,新凯恩斯主义经济学家将研究重点转向了对商品市场名义价格粘性的分析,通过将垄断竞争与价格调整障碍相结合,为商品市场名义价格粘性提供了微观解释,并显示,由于价格调整的微小障碍使得名义价格具有粘性,总需求冲击可以引发产出的巨大波动。

曼昆等人分析指出:由于垄断势力的存在,各厂商面临一条向下倾斜的需求曲线,在均衡条件下,单个厂商降低价格会产生两种效应:直接增加对该厂商产品的需求;略微降低了平均物价水平,增加了实际货币余额,实际货币余额的增加扩大了总收入,经济扩张又增加对所有厂商产品的需求,这表明单个价格下降具有总需求的外部性,降价的社会收益大于对降价厂商的收益。所以,在不完全竞争条件下,价格偏离最优水平导致的利润损失具有二阶性质,如果这种偏离不大,价格粘性对代表性厂商造成的利润损失会很小;而价格偏离最优水平的宏观经济影响却具有一阶性质,当名义价格不变时,货币变动会导致真实总需求从而真实产出的一阶等幅变动,

相应地,社会福利也跟着—阶等幅变动。如果存在价格调整的成本——“菜单成本”,即使这种成本很小,也会造成名义价格粘性,因为,在面对需求冲击时,尽管从社会角度看调整价格是合意的,但厂商在做出价格决策时只考虑对自己的收益而不考虑其价格变动的外部性,所以保持价格不变对单个厂商可能是最优的。不完全竞争意味着,对应着名义货币的增加,由于调整价格存在成本,调整相对价格的动机可能很弱,这将阻止价格水平的上升,结果总需求增加,由于垄断势力的存在,价格最初高于边际成本,厂商在不调整价格的情况下增加产出会增加其利润,从而产出上升,垄断造成的福利损失下降,货币政策具有强大的真实效应,货币政策是有效的。

除了从市场的不完全性研究价格粘性的微观基础外,许多新凯恩斯主义者还从动态的角度研究了价格如何被重新调整以及货币的实际影响将持续多久,形成了状态依赖定价规则和时间依赖定价规则两种定价理论。泰勒(1998)对有关工资和价格调整行为的经验研究文献做了精彩的综述,明确指出,在现实中没有价格调整或工资调整是同时进行的,价格调整和工资调整在时间上都是交错的。经验研究提供了工资和价格交错调整的特征,表明名义粘性的持续存在,货币政策应该是有效的。

## (二) 新新古典综合学派的货币政策有效论

新凯恩斯主义经济学家通过强调不完全竞争和价格调整的障碍,为经济中的名义和真实粘性提供了坚实的微观经济基础,从而为货币政策的理论有效和实施有效提供了可信的理论基础,但是,大多数新凯恩斯主义的宏观经济模型都是静态的,尽管状态依赖定价规则和时间依赖定价规则强调了价格调整的动态特征,但是,这种价格动态并未融入完整的宏观经济模型,新凯恩斯主义理论只能从理论上判断货币政策的真实效应及其持续性,而不能从理论模型中反映和模拟货币政策引起的各真实经济变量的动态反应模式,也不能将从现实经济数据中获得的经济动态特征与模型的预言相比较,为了弥补新凯恩斯主义理论上述的不足,在 20 世纪 90 年代出现了将新凯恩斯主义理论与新古典宏观经济学的理性预期和动态一般均衡分析方法相结合的趋势,并被称为新新古典综合。所有的新新古典综合(NNS)模型都融合了新古典宏观经济学和新凯恩斯主义的核心要素,运用一般均衡理论和跨时动态最优化方法及理性预期工具,试图从方法论上彻底将微观经

济学与宏观经济学统一起来。

新新古典综合经济学家吸收了新凯恩斯主义不完全竞争和名义粘性的观点,从厂商最优定价行为中推导出总体价格水平缓慢调整的行为方程。由于价格水平只能缓慢调整而具有明显的粘性特点,在新新古典综合模型中,货币政策对产出和就业等真实经济变量具有强大而持续的影响力,货币政策是理论有效的;同时,由于名义粘性的存在,经济在面临不利的总需求冲击时,产出和就业不能自动恢复到长期均衡状态,货币当局可以利用货币政策来加速经济的调整过程,货币政策是实施有效的。

关于货币政策对真实经济活动的影响,古德弗伦德和金(1997)提供了两种相互补充的思考方法,即总需求方法和加成税方法。总需求方法承袭了凯恩斯主义的理论思想,货币数量的变化会改变总需求进而引起总供给变化。在给定价格粘性条件下,货币政策的变化通过改变实际利率而改变消费者最优消费选择条件,总消费进而总需求适应货币政策而变化,各个厂商产品的需求曲线发生移动,面临价格调整成本的垄断竞争厂商通过改变供给数量而不是价格来适应需求的变化。从平均加成的角度来思考货币政策的作用,首先要注意到在一给定需求决定的产出水平下,垄断竞争厂商基于成本最小化来决定对要素投入的需求,就劳动而言,成本最小化的一阶条件要求真实工资等于真实边际成本与劳动边际产品的乘积,而真实边际成本是平均加成的倒数,平均加成的存在使真实工资和劳动的边际产品并不相等,平均加成作用就像是厂商在劳动投入上支付的一种隐性税,更高的加成提高了劳动投入的隐性税,从而会降低真实经济活动。在需求决定产出和价格粘性条件下,货币政策的松紧变化会引起不能调整价格的厂商平均加成的变化,扩张性货币政策会降低平均加成,相当于降低劳动投入上的隐性税(也相当于市场竞争程度的提高),从而产出增加。对于可以调整价格的厂商,其价格调整一方面要保持其价格跟上总体价格水平的变化,另一方面要使厂商的平均加成与意愿加成相一致,在货币政策扩张的条件下,能够调整价格的厂商会重新制定一个更高的价格水平。所以,加成具有两方面的作用:作为定价决策的指示器,加成处于通货膨胀演变的核心地位;作为生产中的隐性税,加成在就业和产出波动中扮演着中心角色。

云(Yun,1996)、金和沃尔曼(1998)以及加利(Gali,

2002)分别在一个稍有不同的新新古典综合模型中,通过模型参数赋值,模拟了产出、通货膨胀等变量对货币冲击的反应,两者都发现货币冲击对产出具有强大而持续的影响,但是,在长期,货币冲击完全反映在价格水平的变动(通货膨胀)上。

古德弗伦德和金(1997)总结了新新古典综合关于货币政策作用的主要结论:(1)新新古典综合模型认为,由于个别价格和一般价格水平的缓慢调速,货币政策行动能对实际经济活动产生重要影响,这种影响能持续几年。(2)即使考虑到调整价格的成本,新新古典综合模型也认为在长期基本不存在通货膨胀和实际经济活动之间的交替关系。(3)从消除通货膨胀而提高交易效率和降低相对价格扭曲中可以获得巨大收益。(4)在理解货币政策效果时,政策的可信性扮演着重要角色。这四个观点与许多国家中央银行的公开声明是相一致的。

## 六、国外经济学界在货币政策有效性问题上的基本共识

卡尔·瓦什(2001)在回顾了有关文献后,总结了关于货币、价格与产出关系的两个基本共识:第一,在长期,货币增长率与通货膨胀从本质上表现出的相关系数为1;货币增长或通货膨胀与实际产出增长的相关系数很可能接近于零,尽管该系数可能在低通货膨胀率时会略微为正,而在高通货膨胀率时为负。第二,经验研究文献关于货币短期效应取得的共识为,外生的货币政策冲击会产生实际经济活动的驼峰状变动,效应峰值出现在若干季度的时滞之后(有的估计为两或三年),并随后消失。

泰勒(Taylor,1998)也肯定了货币冲击在短期影响产出而在长期影响通货膨胀的特征,同时总结了货币、真实产出和通货膨胀关系的另外三个特征事实:第一,货币冲击对真实产出具有持续的效应——持续的扩散效应超过最初的效应;第二,真实产出与未来通货膨胀之间存在正相关关系,即真实产出格兰杰因果(正向)导致通货膨胀;第三,通货膨胀与未来真实产出之间存在负相关关系,即通货膨胀格兰杰因果(负向)导致真实产出变动。

也就是说,国外经济学界认为,货币政策在短期对实际经济活动具有重要而持续的影响,货币政策是有效的;但是,货币政策的长期效果体现在物价水平的变动上,不能利用货币政策追求长期的经济增长目标(特别是超出经济潜在生产能力的增长目



标)。

### 注释:

巴曙松:《中国货币政策有效性的经济学分析》,1页,北京,经济科学出版社,2000。

李春琦:《中国货币政策有效性分析》,2页,上海,上海财经大学出版社,2003。

谢平、廖强:《当代西方货币政策有效性理论述评》,载《金融研究》,1998(4)。

汪红驹:《中国货币政策有效性研究》,7页,北京,中国人民大学出版社,2003。

格林沃尔德和斯蒂格利茨肯定了凯恩斯强调投资对理解经济波动特别重要的观点。Greenwald, Bruce and Stiglitz, Joseph E., 1987. "Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics." Oxford Economic Papers, Vol. 39, pp. 119 - 132.

约翰·梅纳德·凯恩斯:《就业、利息与货币通论》,中文版,167、213页,北京,商务印书馆,2002。

爱德华·夏皮罗:《宏观经济分析》,739页,北京,中国社会科学出版社,1985。

Mishkin, Frederic S. 《货币、银行和金融市场经济学》,英文版,639~640页,北京,北京大学出版社,2002。另外,托宾指出,凯恩斯《就业、利息与货币通论》出版后的15或20年里,许多经济学家(特别是英国的经济学家)利用《通论》的权威性来驳斥或贬低货币在宏观经济中的重要性。他们的主要依据有两点:第一,显而易见,在30年代,投资和储蓄对利率的反应都不敏感;第二,观察表明,在同一时期,利率对货币供应量反应也很迟钝。见托宾:《通向繁荣的政策》,中文版,9页,北京,经济科学出版社,1997。

奥利维尔·琼·布兰查德:《新古典综合》,见《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第3卷,北京,经济科学出版社,1996。

①菲利浦·卡甘:《货币主义》,见《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第3卷,北京,经济科学出版社,1996。

②米尔顿·弗里德曼:《货币数量论:一种重新表述》,见《弗里德曼文萃》,中文版,北京,首都经贸大学出版社,2001。

③Friedman, Milton, 1968. "The Role of Monetary Policy." American Economic Review, Vol. 58, p. 1 - 19. 又见米尔顿·弗里德曼:《货币政策的作用》,载《弗里德曼文萃》,中文版,北京,首都经贸大学出版社,2001。

④要详细了解新凯恩斯主义经济学的主要内容,可参见冯金华:《新凯恩斯主义经济学》,武汉,武汉大学出版社,1997。王健:《新凯恩斯主义经济学》,北京,经济科学出版社,1997。这里仅从新凯恩斯主义货币政策有效论的角度对相关理论观点进行述评。

⑤Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew, 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." American Economic Review, Vol. 71, pp. 393 - 410. 另外可参见斯蒂格利茨、韦斯:《不完备信息市场中的信贷配给》,见《阿克洛夫、斯彭斯和斯蒂格利茨论文精选》,中文版,北京,商务印书馆,2002。

⑥参见奥利维尔·琼·布兰查德:《为什么货币影响产出》,见《货币经济学手册》,中文版,第2卷,北京,经济科学出版社,2002。

### 参考文献:

1. 颜鹏飞、张彬 主编:《凯恩斯主义经济政策述评》,武汉,武汉大学出版社,1997。

2. 小罗伯特·E·卢卡斯:《经济周期理论研究》,中文版,

北京,商务印书馆,2000。

3. 郭晔:《货币政策信贷传导途径的最新争论及其启示》,载《经济学动态》,2000(7)。

4. 卡尔·瓦什:《货币理论与政策》,中文版,北京,中国人民大学出版社,2001。

5. Bernanke, Ben S. and Blinder, Alan S., 1988. "Credit, Money, and Aggregate Demand." American Economic Review, Vol. 78, pp. 435 - 439.

6. Cooley, Thomas F. and Hansen, Gary D., 1989. "The Inflation Tax in a Real Business Cycle Model." American Economic Review, Vol. 79, pp. 733 - 748.

7. Galí, Jordi, 2002. "New Perspectives on Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle." NBER Working Paper, No. 8767, February.

8. Godfriend, Marvin and King, Robert G., 1997. "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy." NBER Macroeconomics Annual 1997, pp. 231 - 282.

9. King, Robert G. and Wolman, Alexander L., 1988. "What Should the Monetary Authority Do When Prices Are Sticky?" in John B. Taylor, ed., Monetary Policy Rules. Chicago: University of Chicago Press, pp. 349 - 398.

10. King, Robert G. and Plosser, Charles I., 1984. "Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle Economy." American Economic Review, Vol. 74, pp. 363 - 380.

11. Lucas, Robert E. Jr. 1972. "Expectation and the Neutrality of Money." Journal of Economic Theory, 4, pp. 103 - 124. 又见小罗伯特·E·卢卡斯:《经济周期理论研究》,中文版,北京,商务印书馆,2000。

12. Lucas, Robert E. Jr., 1973. "Some International Evidence on Output - Inflation Tradeoffs." American Economic Review, Vol. 63, pp. 326 - 334. 又见小罗伯特·E·卢卡斯:《经济周期理论研究》,中文版,北京,商务印书馆,2000。

13. Mankiw, N. Gregory, 1985. "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly." Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, pp. 529 - 537.

14. McCallum, Bennett T., 1999. "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: the Roles of Theory and Evidence." NBER Working Paper, No. 7088, April.

15. Samuelson, Paul. and Solow, Robert, 1960. "Analytical Aspects of Anti Inflation Policy." American Economic Review, Vol. 50, pp. 177 - 194.

16. Sargent, Thomas J. and Wallace, Neil, 1975. "'Rational' Expectation, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule." Journal of Political Economy, Vol. 83, pp. 241 - 254.

17. Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew, 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." American Economic Review, Vol. 71, pp. 393 - 410. 另外可参见斯蒂格利茨、韦斯:《不完备信息市场中的信贷配给》,见《阿克洛夫、斯彭斯和斯蒂格利茨论文精选》,中文版,北京,商务印书馆,2002。

18. Taylor John B., 1998. "Staggered Price and Wage Setting in Macroeconomics." NBER Working Paper, No. 6754, October.

19. Yun, Tack, 1996. "Nominal Price Rigidity, Money Supply Endogeneity, and Business Cycles." Journal of Monetary Economics, Vol. 37, pp. 345 - 370.

(作者单位:南京大学商学院 南京 210093)

(责任编辑:N、Q)