

货币政策稳定化 作用机制的演进：理论综述

白钦先 赖溟溟*

摘要：从经济体被观察到具有潜在的不稳定性而要求微调，到因行动主义稳定化政策妨碍了有效率经济波动而重提自发纠正机制，再到粘性价格框架下货币政策稳定化作用的复兴，对于经济周期波动及其相应的稳定化政策的系统研究几乎成为20世纪经济学发展的全部。从目前的研究来看，尽管基于短期目标的货币政策稳定化作用机制的合意性因操作过程中存在着问题而备受质疑，但是对于可信稳定化政策寻找与强化已经成为经济学家和中央银行的工作重点。从这一意义上讲，关于货币政策稳定化作用机制的研究不仅没有结束，也许才刚刚开始。

关键词：稳定化政策 政策行动主义 理性预期 资产泡沫

货币政策稳定化作用机制的发展演进是一个复杂的过程，之所以复杂，就在于同一问题被具有相互竞争、相互冲突的传统理论所阐释，并且相伴而生出不同的、甚至是完全对立的政策建议。因此，对与之相关的理论、范式、研究纲领或研究传统的理解和评价应该是研究起点，正如布赖恩·斯诺登等（1998）所言，“只有在存在真正替代物并可供比较的情况下方能进行有效的批评和赞赏。”

一、稳定化政策的涵义

“稳定化政策”（Stabilization Policy）一词出现于20世纪30年代大危机之后。由于20世纪30年代爆发的世界性经济大危机差点摧毁了资本主义和民主制度，让世界上所有国家的政府都深刻地认识到，由完全独立分布的随机性冲击反复出现造成的经济周期波动是跨时期无效率的。为了抑制无效波动，帮助经济体应对非政策冲击以提高福利水平，理解经济周期并相应采取稳定化政策成为宏观经济学研究的核心问题。

根据《帕尔格雷夫经济学大辞典》，稳定化政策指“政府的政策工具对于变动中的宏观经济形势作出深思熟虑的反应，以便实现稳定的经济目标”。因此，稳定化目标的实现与否主要体现在三个指标上：产出、失业和通货膨胀。随着宏观经济形势的变化以及宏观经济理论的发展，稳定化政策的涵义也随之发生一定程度的变化，或者说出现了两个基本方向的拓展：

第一，稳定化目标的拓展，主要表现在两个层面：首先，区分出不同时间维度的货币政策稳定化目标，即从短期看，货币非中性，因此稳定产出、就业以及实现通货膨胀和产出的平衡；而从长期看，货币政策中性，稳定化目标只有一个：价格水平。其次，引入金融安全目标。在20世纪80年代之后，随着经济、金融自由化、一体化、全球化趋势的不断深化，金融市场在金融体系中的份额乃至在推动经济发展中的作用不断提高，与之相伴的是金融市场波动甚至危机不断出现，由于金融危机与经济衰退之间可能存在因果关系（即危机使衰退恶化），因此宏观经济学家们和各国政府当局不约而同地将目光更多地投向了金融市场，如何稳定金融市场乃至整个金融体系，实现金融可持续发展已经成为当前宏观经济学研究的一个重要主题，稳定金融市场

* 白钦先，辽宁大学经济学院金融系，邮政编码：110036；赖溟溟，辽宁大学经济学院金融系，邮政编码：110036，电子邮箱：Laimingning2004@163.com。

本文为国家社会科学基金重点项目“科学发展观视角下中国金融体制结构失衡调整对策的重点研究”（07AJY014）的阶段性成果。

布赖恩·斯诺登等：《现代宏观经济学指南》，中文版，27页，北京，商务印书馆，1998。

参见国际货币基金组织（2002）。

更是成为各国中央银行的“第五目标”。

第二,稳定化机制的拓展。传统的稳定化政策更多地基于古典经济周期的波动态势,主要着眼于使用财政政策工具实现产出水平的调整。而20世纪70年代以后,古典经济周期已经让位于增长周期,传统的稳定化机制已经发生了变化,货币政策逐渐取代财政政策成为稳定化政策的核心工具,并且通过赋予产出和通货膨胀不同的权重,来平抑经济周期性波动。

二、稳定化政策是合意的吗?

对于稳定化政策的研究,始于凯恩斯,或者更为准确地说,凯恩斯关于稳定化政策的结论是由早期一些学者在对《就业、利息和货币通论》(以下简称《通论》)进行解读的过程中总结出来的。例如,根据 Hicks (1944)的研究,稳定化政策之所以必要是因为流动性偏好和工资向下刚性相互作用的结果。具体而言,由于存在着流动性偏好,总需求的变化会造成货币实际需求或者货币流通速度的相应改变,实现充分就业所必需的实际货币量也会发生变动。如果工资是完全弹性的,即使是在货币名义供给固定的情况下,通过变动工资和价格,使实际货币供应量发生必要的改变,也能实现充分就业。但在凯恩斯主义的工资假定下,通过价格进行调整仅在需求上升的情况下出现,而在需求下降的情况下,工资刚性阻止了实际货币供应量的增加以及利率的下降。因此,如果名义货币供给是固定的,初始均衡会被以较低产出和就业非自愿减少为特征的新的均衡所取代。当然,这种新的均衡并不是因为实际工资变化造成名义需求和供给关系变化而产生,仅仅是由于实际货币供给不足造成的。上述分析表明,无法保证价格与产出大致稳定的固定货币供给将导致经济体的极不稳定,失业和经济停滞与通货膨胀会交替出现。但是,这种不稳定可能很容易被合意的稳定化政策所消除。货币政策能够改变名义货币供给来适应总需求冲击造成的实际需求变动;财政政策通过支出与税收渠道,也能够抵消这些冲击的影响。但是,凯恩斯主义者更多地强调使用财政政策作为经济体维持充分就业水平的主要工具,原因主要有二:第一,在变动利率影响需求的过程中存在着较大的不确定性以及货币政策的滞后效应;第二,在需求冲击产生较大影响的经济体中,财政政策的影响会大于货币政策的影响 (Modigliani, 1977)。

在《通论》出版后的二十多年里,凯恩斯体系有了长足的发展,特别是著名的“菲利普斯曲线”的提出,使得凯恩斯主义通过稳定化政策抵消持续货币需求失衡的结论不仅没有被削弱,反而因政策当局具有了选择失业率的能力而有所增强,出现了所谓的“政策行动主义”(Policy Activism)。简单地说,政策行动主义是指,在相信经济体是内在不稳定的,经济周期以及随之产生的失业波动是经济体受到冲击产生的非均衡现象的前提下,应该主动采用稳定化政策消除这些影响,使产出和失业在任何时候都保持在接近完全就业水平上。具体而言,就是利用短期失业与通货膨胀之间此消彼长的关系,以忍受较高通货膨胀为代价,实现较低的失业率,实现通货膨胀和失业之间长期的替代关系。

第二次世界大战之后,出于战时经济管制的惯性或者是对战后经济衰退的担心,大多数工业化国家接受了这种政策行动主义的观点:通过积极的总需求管理,消除任何的短缺与过度,借此获得宏观经济学的“圣杯”——价格稳定条件下的持续经济增长。1950 - 1973年世界经济的高速增长并接近充分就业的“黄金时代”似乎验证了凯恩斯主义的承诺,但是这种成功被证明是短暂的。在20世纪70年代两次石油价格冲击而引发的世界性通货膨胀与全球性衰退后,行动主义的稳定化政策的主导地位走到了尽头。正如托宾(1996)

众所周知,货币政策的传统目标主要包括四个:稳定物价、充分就业、经济增长和平衡国际收支。近些年来更多地使用“金融安全目标”一词,实际上在这一目标中,金融市场的稳定是核心要素。为了突出这一点,本文使用“稳定金融市场”而不是“金融安全”。这里,所谓金融市场稳定应该被定义如下:(1)不存在资产价格泡沫;(2)阻止或者减缓系统性的、重大的缺乏流动性问题(包括缺乏资金流动性和缺乏市场流动性);(3)阻止金融机构系统性的、重大的支付危机。

Modigliani(1977)将其称为希克斯机制(Hicksian Mechanism)。

当然,在这种情况下,为了保持价格水平稳定,也可能需要反周期货币政策。

这一机制的效果受到系统内各种系数的影响。例如,货币需求的利率弹性越大,利率对总需求的敏感性越小,经济体就越不稳定。另外,较大的乘数也会加大不稳定性。

主要表现在两个方面:从理论层面上看,菲利普斯曲线填补了凯恩斯主义所谓“遗漏的方程”,解释了货币数量的变化与总价格水平之间的关系;从政策层面上看,描述了扩张性货币政策和紧缩性货币政策有效的条件。

行动主义的稳定化政策实际上包括货币政策和财政政策两个方面。但是,财政政策分析不在本文的分析范围之内,因此,本文中的行动主义稳定化政策主要指货币政策。

所说的,“……大滞胀引导经济学家和公众迎接了反凯恩斯革命的到来”,促使经济学家修改关于反周期宏观经济政策有效性的看法(Flood, 1982),进而展开了一场关于稳定政策的持久且激烈的争论与反思,结果是“政策消极主义”(Policy Passivism)出现,即认为经济体本来就是稳定的,经济的周期性波动是经济系统自我调整的反应,货币当局运用货币政策调整宏观经济的努力破坏了这种自我调整机制,稳定化政策成为了不稳定的根源。因此,只要决策者对经济的运行自由放任,经济就会自动趋于均衡状态。

以货币主义为代表的政策消极主义者对于凯恩斯主义的行动主义稳定化政策的攻击从一开始就不是针对凯恩斯主义框架本身,而是这一框架是否能够推导出稳定化政策是必需的。按照 Modigliani(1977)的归纳,货币主义的攻击主要体现在两个层面:第一,对希克斯机制的稳定化能力进行了评价。货币主义认为,尽管流动性偏好是对货币理论的重要贡献,但在实践中,货币需求和货币流通速度对于利率的敏感度是非常小的(Friedman, 1969),甚至于在实证上是不能确定的。同时,按照 Friedman(1957)提出的消费函数理论,对收入暂时性失衡的回应提高了短期边际储蓄倾向,从而形成了较小的短期乘数。因此,虽然需求冲击可能沿着凯恩斯描述的方向起作用,但希克斯机制的影响非常小,而且短暂;反而是货币的变化会对货币收入产生较大且持久的影响。其次,对工资刚性和菲利普斯曲线提出质疑。按照 Friedman的分析,抛开表面现象,工资实际上是完全弹性的,因此不存在非自愿性失业。与之相反的证据,包括菲利普斯曲线,都是源于没有区分价格变化和未预期价格变化而产生的统计假象。因此,以适应性预期为给定条件,弗里德曼推导出附加预期的菲利普斯曲线描述通货膨胀、失业或者就业与过去通货膨胀之间关系,从而得出“并不是过度就业造成通货膨胀,而是通货膨胀(未预期的部分)造成了过度的就业”的结论。这实际上表明,不论短期菲利普斯曲线的形状如何,长期菲利普斯曲线一定是垂直的。基于以上种种分析,弗里德曼指出,在长期内,中央银行可以系统地影响的唯一宏观经济变量是通货膨胀率。在足够长的时期内,货币政策一般不可能用来降低失业率,因此行动主义的稳定化政策实际上并不是必需的,稳定化政策也是“非稳定”的。

很显然,尽管货币主义对于凯恩斯主义稳定化政策的批评直接而且尖锐,但它与凯恩斯主义所具有的一个共同的特点实际上削弱了其批评的效力,这就是二者为分析所建立的宏观经济模型都不是建立在微观基础之上的,而是基于消费、投资等总量水平变动的假设。20世纪70年代以卢卡斯、萨金特等人为代表的新古典经济学的出现,直接挑战了这一建模原则,建立了所谓的“政策理性主义”(Policy Rationality),从而进一步强化了稳定化政策的不合意性。具体而言,卢卡斯认为宏观经济变量变动会影响微观经济个体的决策行为,进而改变了宏观经济变量之间固有的关系,使宏观经济政策分析产生偏差。因此,以他为代表的新的古典经济学派主张经济人和企业在预算和技术约束下做出使自身福利最大化的决策(Espinosa - Vega and Russell, 1997),也就是说,根据微观经济原则推导出经济人的行为特征。以微观经济分析为基础,新古典主

转引自布赖恩·斯诺登、霍华德·文:《与经济学大师对话——阐释现代宏观经济学》,中文版,5页,北京,北京大学出版社,2000。

对于这场争论, Friedman(1968)曾作出经典描述,“……在经济政策的主要目标方面存在着广泛共识,这些目标包括高就业、价格稳定和快速增长。而这些目标是否相容?如果不相容,那么能够选择以及应当选择放弃哪些?在这些方面经济学家之间的一致性要差一些。而为了达到这几个目标,不同政策工具能够起到以及应当起到什么作用?在这一方面经济学家之间的一致性最差。”

例如,杨小凯(2003)指出,经济波动具有提高生产率的含义,它与以失业为代价来换取充分利用专业化分工的好处有关,在这一个意义上,与其说经济波动是市场的失败,不如说它是市场的成功。

实际上, Modigliani(1977)归纳出了三个方面,即除了文中提及的两个层面以外,还有一个层面是宏观理性预期革命。而由于理性预期革命不仅对凯恩斯主义的行动主义稳定化政策提出质疑,同时也质疑了货币学派的“政策消极主义”。因此,文中将在后面单独加以论述,这里仅涉及前两个层面。

依据是在稳定货币供给的条件下,对影响希克斯机制稳定能力的系数值以及对冲击响应的规模和持久性的不同实证评估。

短期菲利普斯曲线的形状取决于预期价格变化与实际价格变化之间的关系以及劳动力供给对于可预期的实际工资的弹性等等。

尽管货币主义与凯恩斯主义使用相同的建模框架,但是货币主义更强调价格弹性在动态分析中的作用。

对于货币政策的最优控制模式的质疑也同样对行动主义稳定化政策造成极大的影响。例如, Lucas(1976)指出,在火箭和组成经济的人之间存在着重要的差异,人会试图理解和预测其“控制者(决策者)”的行为,而火箭不会。因此,最优控制方法如果不考虑公众为未来的预期会随着政策变化而变化,其对政策的引导可能毫无用处。公众对于未来的预期,包括对未来政策行动的预期是很重要的,因为它们会影响当前的经济行为。

义将经济波动作为跨期优化经济主体决策的结果,而理性预期的形成在这一过程中发挥着重要的作用。从根本上说,理性预期假说首先假定,弗里德曼模型中的工人是理性预期的,从这一假定出发,得出以下重要推论:(1)作为波动的来源,价格预期错误是不可能避免的,但可能仅仅是短暂的、随机的,特别是并不存在失业率持续高于自然率;(2)任何试图对于经济体的稳定都是完全无效的;(3)没有任何一个政府能够成功地找到抵消冲击的方法。由于私人部门考虑的是任何预期到的冲击,政府只有在所获得的信息优于公众的情况下,才能够发挥作用,而根据理性预期的定义这是不可能的。综合上述结论,稳定化政策最可能产生的是更不稳定的冲击。

作为新古典主义的直接继承者,真实经济周期理论同样没有为稳定化政策提供任何合理性。在这类模型中,货币是完全中性的,因此货币政策制定者的影响力是不显著的。在任何情况下,都没有任何理由试图稳定经济体。正如 Mankiw (1989)所说的,“由于真实经济周期模型把经济周期波动描述成变化着的瓦尔拉斯均衡,因而表明这些波动是有效率的。给定居民的偏好和社会技术的可能性,就业、产出和消费水平都不可能改善。政府改变私有市场配置的企图,例如稳定就业的政策,造成的最好情形是无效率,甚至可能是有害的,因为这些政策妨碍了看不见的手。”

除了理论质疑以外,从实践的层面上也找到了证明政策行动主义范式并不是合意的有力证据。Okun (1972)对“政策行动主义范式”的具体特征做过经典的描述,“在行动主义范式中,通过对名义 GNP 的完美控制实现稳定化”,具体而言,主要包括以下五个特点:第一,政策制定者们有能力完美地预测对商品和服务的私人需求以及供给的变动;第二,政策制定者们可以完美地预测当前货币政策和财政政策的变动对于未来的影响;第三,政策制定者们控制着能够显著影响名义 GNP 增长的工具;第四,改变政策工具是没有任何成本的;第五,使用政策工具实现稳定化目标并不会面对任何政治约束。很明显,这一范式本身与现实存在着冲突,这一冲突的最重要表现在于货币政策效应的滞后以及相关预测问题。正如 Gordon (1983)所指出的,行动主义的稳定化政策成功与否取决于经济结构(包括滞后调整的模式)、影响经济体的冲击的性质、所选工具的合意性以及设定工具水平的长短,甚至于简化经济体的稳定也需要认识经济体宏观目标之间过去、现在与未来的关系,这都涉及到基本预测问题。成功的稳定化政策要求按照预测时采取相应的政策回应,而这对于一个具有多重目标和多种工具的复杂经济体而言,几乎是不可能完成的工作。

综上所述,20世纪70-80年代对于行动主义稳定化政策的反思所能得到的唯一确定的结论是,对于任何一种观点都没有简单而绝对的支持。尽管如此,这场反思的实际影响是巨大的,直接推进并深刻地影响着西方国家的宏观经济政策实践及其变革。这种变革主要体现在两个方面:第一,由于凯恩斯所倡导的反周期财政政策因专注于以相当“短期性的前冲”取得精确的稳定目标,给自身留下极小的周旋余地,对控制损害几近束手无力(Brown, 2001),以及改变财政支出或者税收的提议通常要经过缓慢而繁琐的立法程序,并且财政政策的乘数效应较小,因此,仅仅在深度衰退的极端情况下使用财政政策(Fischer, 1993),更多的时候使用货币政策作为稳定化政策,同时强调“微调”是不可能的,而“粗调”是合意的;第二,以 Lucas (1972)提出的“理性预期”为核心的理性主义稳定化政策相信,尽管稳定化政策试图系统地抵消总需求冲击产生的影响,但由于公众通常能够正确地预期到这些政策,进而这些政策被证明是无效的(Sargent and Wallace, 1975),因此最优稳定化政策是着眼于长期锚住预期的通货膨胀目标制度。

尽管在过去的十多年中,理性主义稳定化政策一直被不断地和深入地解释和强调,但是近来的一些研究表明,支撑其合理性的某些前提假设实际上并不合理。简单地说,实际的经济人理性要比高度简化最优模型中的假定复杂得多。因此在现实经济生活中,存在着较大程度的名义工资和价格惯性是合理的,也就是说经济人的理性预期与价格和工资的名义惯性是相容的,而完全弹性的价格纠正模型并不能合意地复制有关经济波动的大量程序化事实。而如果价格和名义工资惯性存在,那么产出波动将不再是自动地由供给产生的,而仍然是源于需求面的变化。由此,新凯恩斯主义提出,由于粘性价格的调整成本是固有的,即使是适度的

如果上述结果不成立的话,则意味着连续预期错误之间显著序列相关,而这与理性预期的假定相悖。

Mankiw, N. G., 1989. "Real Business Cycles: a New Keynesian Perspective" *Journal of Economic Perspectives*, Vol 3 (3), pp. 79 - 90

另外,财政政策在全球化条件下似乎失去了效率:根据开放经济的 M - F 模型,在弹性汇率制度的合理假设下,财政政策远不如货币政策有效(De Grauwe, 1997);一些公共融资的债务数量极大地缩小了利用财政政策进行宏观调控的空间,例如欧盟的财政政策由于公共融资的“稳定增长”,已经被完全的“中性化”(Arestis, McCauley and Sawyer, 2001)。

通货膨胀仍然可能产生较大程度的相对价格失真与资源的无效配置,因此,短期稳定化政策是合意的。

综上所述,从经济体被观察到具有潜在的不稳定性而要求“微调”,到20世纪80-90年代基于“行动主义稳定化政策会导致有效率经济波动变得不稳定”这一观点提出自发纠正机制,再到粘性价格框架下稳定化政策的再度复兴,在过去的几十年中,宏观经济学中关于稳定化政策的基本论断已经发生了数次变化。但从目前的复兴来看,更多地体现在应用层面,即“可信稳定化政策的寻找与强化”,而非“理论分析框架的突破”(Cotis, 2004)。

三、基于短期稳定化目标的货币政策是合意的吗?

在凯恩斯主义的鼎盛时期,行动主义的稳定化政策已经实现了不容置疑的胜利。大多数宏观经济学家都同意Walter(1968)的观点,“……我们现在接受政府必须采取政策保持高水平且稳定的就业和增长,而这是市场机制单独无法实现的。但是,在这一时期,收入税的频繁改变成为稳定化的核心工具,货币政策被放在了不起眼的地方,仅仅用于维持低且稳定的长期利率水平,进而实现刺激潜在产出增长的目标。

同时,宏观经济学家们也反对使用积极的货币政策作为稳定化工具。例如,弗里德曼提出反对的两点原因:第一,对于其时间控制和滞后处理的不可知论;第二,害怕货币政策造成经济不稳定。同时,积极的货币政策稳定化作用的成功还依赖于自然率是一种有用指标的假定。在这种假定下,调整与经济体自然率有关的总需求成为短期稳定化政策的焦点。从与20世纪60年代晚期和70年代的大通胀有关的某种政策错误中,可以看出在失业缺口(产出缺口)实时规模或者传递的信号被“误读”时采用积极的反周期货币政策所产生的问题(Ophanides and Williams, 2004)。从1969年末出现的经济衰退开始,随着失业率的上升和对于自然失业率的估计,政策制定者得出经济体正在走向严重衰退的判断。基于这一判断,货币政策当局采用了积极的政策措施:增加货币性扩张的力度,促进失业率下降。但是,基于自然率的回顾指标,可以很清楚地看到这一政策产生了严重的偏差。1971-1973年的扩张性政策将总需求推至经济的潜在水平之上,导致了通货膨胀的上升。类似的错误同样出现在1975年的经济衰退之后,也导致了通货膨胀的上升。

正如Mishkin(2002)所指出的,使用货币政策稳定产出缺口存在着三个基本问题:第一,潜在产出水平具有的极大不确定性影响了对于产出缺口规模的判断,因而对于产出缺口的关注会使中央银行陷入困难的境地。第二,货币政策关注产出波动会对中央银行的可信性产生不合意的结果。对于产出波动的关注使经济行为主体相信货币当局努力消除任何低于潜在产出的产出下降,结果企业和工人很可能提高价格和工资,因为他们明白为了阻止失业,货币当局将通过扩张性货币政策来适应这种上升。结果,自我实现的均衡出现了,工资和价格上升,货币政策适应这种上升,导致工资和价格进一步上升,以此类推,出现较高产出波动与较高通货膨胀组成的新均衡。第三,对产出缺口的关注使中央银行和公众、市场以及政治家之间的交流

Woodford(2003)基于粘性框架,对适度通货膨胀的福利成本进行系统且详尽的阐述。

尽管稳定化政策的复兴与早期新古典经济学派的政策建议相去甚远,但是其分析的基本框架还是根据Kydland和Prescott提出的一般动态均衡分析,也就是说,新凯恩斯主义模型的微观基础源于真实经济周期理论——无限消费者、企业跨期优化以及完全理性,因此其仍然保有新古典经济学的鲜明印记。当然,二者也存在着区别,新凯恩斯主义模型假定产品市场的不完全竞争和迟滞定价。

由于当时的政策理论要求总福利函数最大化,这意味着:(1)与实际GNP和潜在GNP之间产出缺口的绝对值负相关;(2)与通货膨胀率负相关;(3)与潜在GNP增长率正相关。而这种最大化的实现面临着两个约束条件:第一,通货膨胀率与产出缺口的代数值(Algebraic Size)负相关;第二,一国国家收支不能有巨额逆差。基于上述种种情况,财政政策成为稳定化的核心工具。

实际上,这些理由的背后是弗里德曼的“货币经济具有内在稳定性”的观点。同时,由于该观点并不是基于理论模型而是基于实证分析得出的,因此Stein和Nagatani(1969)提出,控制货币供给的稳定化政策本身也并不能稳定一个并不稳定的货币增长体系;Taylor(1972)也对此提出质疑,指出这一观点是建立在“不合理货币供给假定”之上的,也就是净公共债务与货币存量的比是固定的。

根据Friedman(1968, p. 10)的观点,“自然率本身会随着时间的变化而变化”。因此,衡量自然率的指标通常包括两种:第一,实时指标(Real-time Measure),即随着时间的变化计算得出的;第二,回顾指标(Retrospective Measure),是指目前的估计值。详见Ophanides和Williams(2002, 2004)以及Ophanides和Norden(2002)。

实际上,在20世纪70年代,美联储确实陷入过这种困境。Arthur Bum在过低估计产出缺口的情况下,又在制定货币政策时赋予产出缺口过高的权重,原因是他错误地认为经济已经陷入衰退(即产出缺口是负数)。正是由于美联储过分追求扩张性货币政策,导致了美国20世纪70年代出现了严重的通货膨胀。

过程复杂化,甚至妨碍这种交流。当货币当局通过表明其正试图缩小产出缺口来解释其货币政策行为时,公众最可能关注短期因素(除了工作还是工作),而不是长期因素(控制通货膨胀)。结果,可能出现对中央银行更大的政治压力,从而落入时间不一致陷阱中,即扩张性货币政策不仅没有创造就业,反而导致通货膨胀。

尽管对货币政策关注产出缺口存在着各种批评,但是并没有学者认为中央银行应该放弃对产出缺口的关注。在2002年,由堪萨斯城联邦储备银行发起召开的主题为“稳定化政策反思”的学术会议上,Svensson(2002)的两个观点引起广泛的认同:第一,中央银行应该放弃对以泰勒规则为代表的工具规则的追求,转向弹性通货膨胀目标规则;第二,通过调整实现长期通货膨胀目标的速度,将产出稳定化目标引入弹性通货膨胀目标制度。实际上,这意味着货币政策的稳定化作用成功的关键是要采用长期的观点,或者说只有着眼于长期稳定的货币政策才能有效地发挥作用(Issing, 2002; Ortiz, 2002; Yamaguchi, 2002; Dodge, 2002)。Romer等(2002)则进一步指出,只有当美联储认识到不存在产出-通货膨胀之间的长期替代关系,转而追求价格稳定目标时,货币政策才能产生良好的效果,一如美联储在20世纪50年代、60年代早期以及1979年之后所做的。

四、资产泡沫存在条件下合意的货币政策稳定化作用机制的选择

近些年来,无论是发达国家抑或是发展中国家,资产泡沫及其破裂已经成为宏观经济波动的重要因素。针对这种情况,中央银行应该如何应对资产价格波动成为一个极其重要的问题。关于这一问题主要存在着两种截然不同的观点:一种观点是,货币政策对于偏离基本价值的股票价格进行对称的响应(Cecchetti et al, 2000),也就是说,当泡沫出现后,在其明显增大和膨胀时应该采用紧缩性的货币政策。另一种观点是,货币政策应该不对称地响应股价上升,即在股市繁荣期,采取中性的货币政策;而当股市下行拐点出现时,采取扩张的货币政策。

Bernanke和Gertler(1999)是研究货币政策是否要稳定股票市场这一问题的最早文献。按照他们的观点,如果股价被非基本经济因素推高,并且股票价值的变化对经济体产生显著影响,那么货币政策就应该关注股价。为了进一步说明这一点,他们模拟了由基本价值和泡沫确定股价的动态新凯恩斯主义模型。结果显示,将股价引入泰勒规则并不能帮助降低产出和通货膨胀的波动。相反如果实际资产价格上涨既包含了利润因素(profit fundamentals)中的未知繁荣,又包含了未知泡沫,那么包含着股价的泰勒规则所导致的产出增长和通货膨胀的波动性大于仅仅着眼于通货膨胀和产出缺口的货币政策规则。因此,他们明确支持货币政策只关注通货膨胀和产出缺口。

而Blanchard(2000)指出,尽管Bernanke和Gertler(1999)的分析非常合理,但如果投资依赖于泡沫,当产出处于自然水平时,投资的上升就只能在消费同等程度下降的条件下才会出现。因此,Bernanke和Gertler(1999)提出的弹性通货膨胀制度虽然可以削弱泡沫对通货膨胀的影响,但却不能解决产出的潜在变动。股价泡沫造成支出减少,投资增加,从而造成过度的资本累积。如果泡沫破裂,过度的资本累积将妨碍企业投资,从而影响了经济增长。

与Blanchard(2000)相类似,Bordo和Jeanne(2001)也指出,当股票市场泡沫出现时,“……如果泡沫破裂的风险很大,并且货币当局能够以较低的成本解决它,那么紧缩性货币政策将是最优的”。为了证明这一观点,他们使用一个与动态新凯恩斯模型相类似的两期模型进行说明。根据他们的模型,借款人的借贷能力依赖于其拥有的抵押品价值与债务量之间的比率。如果这一比率较低,那么借款人受到信用约束,经济活动将开始下滑。具体而言,在第一期,借款人的借款依据是他们判断第二期生产率和利润将较高(也就是出现“新经济”)的主观概率(Subjective Probability)。如果借款人认为这一概率很高,就会更多地借款。在第二期,实际生产率被认知,资产价格和借款人的抵押品价值将随之进行调整。如果生产率被证明是很低的,资

中央银行让公众清楚地了解其对于产出波动的关注是非常重要的,这就是为什么中央银行并不努力地快速实现其通货膨胀目标。近些年,中央银行试图在18个月或者2年之内实现这一目标。

这两种观点与Greenspan提出的两个假说密切相关:假说1是指,由于过度乐观造成股价偏离经济基本面,从而被迅速推高;假说2则认为新信息技术持久地提高了劳动生产率,因此较高的股价具有合理性。

他们认为经济的高涨(萧条)与股价推高(降低)相关。理由是资产价格的上升可以通过财富效应增加消费以及通过资产负债效应增加投资,消费与投资的增加使总需求上升,进而推动了产出增长,甚至出现通货膨胀。股价下跌后的相关机制恰好相反,导致产出增长减速以及通货膨胀水平降低。

产价格和抵押品价值就会下跌。如果资产价格跌得足够大,且第一期累积的债务足够多,那么信用紧缩就会发生,第二期的产出下降。因此,Bordo和 Jeanne (2001)认为,如果中央银行判断出借款人在第一期过于乐观,即借款人对于第二期出现“新经济”的主观概率不合理地高,就应该收紧货币政策,以减少第一期的债务累积,进而降低第二期出现信用紧缩和经济衰退的可能性。

Cecchetti等(2000)在对 Bemanke和 Gertler(1999)的模型进行模拟之后,发现将偏离基本价值的股价引入包含着产出缺口和通货膨胀的泰勒规则可以减低产出缺口和通货膨胀的波动。但他们也同意,如果中央银行无法区分内生变量变动的潜在根源,那么在制定货币政策时最好忽略某些变量。由于股价和资产价格通常包含着对于制定货币政策非常有用且不应该被忽略的信息,因此中央银行应该合理地估计“资产价格的偏离”。

Bullard和 Schaling(2002)进一步分析了与 Bemanke和 Gertler(1999)相类似的动态随机一般均衡模型,在没有金融加速器效应的条件下研究通货膨胀目标、产出和股票价值的含义,得出的结论是,货币政策响应股票价格上涨可能是反生产率的,理由是这种响应影响了货币政策制定者最小化通货膨胀和产出波动的能力。因此,在制定货币政策时应该忽略股票市场。而 Cogley(1999)提出,任何试图弄破泡沫的做法都可能造成经济体的不稳定,因此货币政策可能产生类似于泡沫破裂时的不稳定。Goodfriend(2002)的结论与 Cogley(1999)类似,他指出资产价格变动与实际短期利率之间无条件相关性的方向与规模并不稳定,因此原则上,利率对股价进行响应的方向以及规模可能在实践上很难辨别。Filardo(2001)则通过建立小规模宏观经济模型进行各种模拟,分析货币政策在经济体存在资产泡沫时的作用。他发现,如果资产价格在确定产出和通货膨胀中的作用并非是不确定的,那么货币政策就应该对资产价格进行响应;但如果货币当局并不能确定股价的宏观经济结果,那么就应该让货币政策保持中性。

综上所述,尽管基于实践的角度,稳定化政策的责任已经转移到中央银行货币政策控制之上(Feldstein, 1997),但是随着各国经济开放性与一体化程度的不断提高,货币政策稳定化作用机制也变得更为复杂。从这种意义上而言,货币政策稳定化作用研究仍然具有特殊的意义,它不仅没有结束,也许才刚刚开始。

参考文献:

1. 布赖恩·斯诺登、霍华德·文、彼得·温纳齐克:《现代宏观经济学指南》,中文版,北京,商务印书馆,1998。
2. 布赖恩·斯诺登、霍华德·文:《与经济学大师对话——阐释现代宏观经济学》,北京,北京大学出版社,2000。
3. 国际货币基金组织:《世界经济展望——衰退与复苏》,中文版,北京,中国金融出版社,2002。
4. 杨小凯:《经济学:新兴古典与古典框架》,北京,社会科学文献出版社,2003。
5. Arestis, P.; McCauley, K and Sawyer, M., 2001. "An Alternative Stability Pact for the European Union" *Cambridge Journal of Economics*, Vol 25(1), pp. 113 - 130
6. Bemanke, B. and Gertler, M., 1999. "Monetary Policy and Asset Price Volatility," in A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: New Challenges for Monetary Policy Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 77 - 128
7. Bemanke, B. and Gertler, M., 2001. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?" *American Economic Review*, Vol (2), pp. 253 - 257.
8. Blanchard, O., 2000. "Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy: Comments on Jinushi et al and on Bemanke," in Alan S. Posen and Ryoichi Mikitani, eds., *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to the US Experience*. Institute for International Economics, Washington D. C.
9. Bordo, M. and Jeanne, E., 2002. "Boom - busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy." NBER Working Paper, No. 8966
10. Brown, G., 2001. "The Conditions for High and Stable Growth and Employment" *The Economic Journal*, Vol 15, pp. 30 - 44.
11. Bullard, J. B. and Schaling, E., 2002. "Why the Fed Should Ignore the Stock Market?" *FRB of St Louis Economic Review*, Vol 84(2), pp. 35 - 41.
12. Cecchetti, S. G.; Genberg, H.; Lipsky, J. and Wadhvani, S., 2000. *Asset Prices and Central Bank Policy*. CEPR Press
13. Cogley, T., 1999. "Should the Fed Take Deliberate Steps to Deflate Asset Price Bubbles?" *FRBSF Economic Review*, Vol 1, pp. 42 - 52
14. Cotis, Jean - Philippe, 2004. "Recent Developments in Macroeconomic Analysis: Reviving the Case for Stabilisation Policies" *Economic Internationale*, Vol 100(4), pp. 85 - 89.
15. Espinosa - Vega, M. A. and Russell, S., 1997. "History and Theory of the NAIRU: A Critical Review." *Economic Review*,

Bemanke和 Gertler(2001)对此的解释是,Cecchetti等(2000)在估计政策规则时,并没有考虑泡沫的概率特性(Probabilistic Nature)或者非泡沫冲击推高资产价格的概率。

为了证明这一观点,Cogley(1999)以20世纪30年代美国的“大危机”为例证进行说明。

Vol 82(2), pp. 4 - 22

16. De Grauwe, P., 1997. *The Economics of Monetary Integration* Oxford: Oxford University Press
17. Dodge, D. A., 2002. "Overview," in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 421 - 429.
18. Feldstein, M., 1997. "The Council of Economic Advisers: From Stabilization to Resource Allocation" *American Economic Review*, Vol 87(2), pp. 99 - 102
19. Filardo, A., 2000. "Monetary Policy and Asset Prices" *Federal Reserve Bank of Kansas City Review*, Vol 85, pp. 11 - 37.
20. Fischer, S., 1999. "The Role of Macroeconomic Factors in Growth" *Journal of Monetary Economics*, Vol 32(3), pp. 485 - 512
21. Flood, Robert P., 1982. "Activist Policy in the Open Economy" *American Economic Review*, Vol 72(2), pp. 51 - 55.
22. Friedman, M., 1957. *A Theory of the Consumption Function* Princeton University Press
23. Friedman, M., 1968. "The Role of Monetary Policy" *American Economic Review*, Vol 58(1), pp. 1 - 17.
24. Friedman, M., 1969. "The Optimum Quantity of Money," in Milton Friedman and Michael Bordo, eds., *Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Press, pp. 1 - 50.
25. Goodfriend, M., 2002. "Interest Rate Policy Should not React Directly to Asset Prices?" in William Hunter, George Kaufman and Michael Pomerleano, eds., *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies* The MIT Press
26. Gordon, R. J., 1983. "Using Monetary Control to Dampen the Business Cycle: a New Set of First Principles" *NBER Working Paper*, No 1210
27. Hicks, J. R., 1944. "The Inter-relations of Shifts in Demand: Comment" *Review of Economic Studies*, Vol 12(1), pp. 71 - 78
28. Issing, O., 2002. "Monetary Policy in a Changing Economic Environment," in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 183 - 205.
29. Lucas, Robert E Jr., 1972. "Econometric Testing of the Natural Rate Hypothesis," in O. Eckstein, ed., *The Econometrics of Price Determination*, Board of Governors of the Federal Reserve System and Social Science Research Council Washington, D. C., pp. 50 - 59.
30. Mankiw, N. G., 1989. "Real Business Cycles: a New Keynesian Perspective" *Journal of Economic Perspectives*, Vol 3(3), pp. 79 - 90.
31. Mishkin, F. A., 2002. "Overview," in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 439 - 446
32. Modigliani, F., 1977. "The Monetarist Controversy or, Should We Forsake Stabilization Policy?" *American Economic Review*, Vol 67(2), pp. 1 - 19.
33. Okun, A., 1972. "Fiscal - monetary Policy Activism: Some Analytical Issues" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 2(1), pp. 123 - 172
34. Ophanides, A. and William s, J. C., 2002. "Robust Monetary Policy Rules with Unknown Natural Rates" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 33, pp. 63 - 146
35. Ophanides, A. and William s, J. C., 2004. "The Decline of Activist Satbilization Policy: Natural Rate Misperceptions, Learning and Expectations" *ECB Working Paper*, No 337.
36. Ophanides, A. and Norden, S Van, 2002. "The Unreliability of Output - gap Estimates in Real Time" *The Review Economics and Statistics*, Vol 84(4), pp. 569 - 583
37. Ortiz, G., 2002. "Monetary Policy in a Changing Economic Environment: the Latin American Experience," in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 207 - 239.
38. Romer, C. D. and Romer, D. H., 2002. "The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy," in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 33 - 100.
39. Sargent, T. J. and Wallace, N., 1975. "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule" *Journal of Political Economy*, Vol 83, pp. 241 - 254.
40. Stein, J. L. and Nagatani, K., 1969. "Stabilization Policy in a Growing Economy." *The Review of Economic Studies*, Vol 36(2), pp. 165 - 183.
41. Svensson, Lars E O., 2002. "Monetary Policy and Real Stabilization," in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 178 - 329.
42. Taylor, J. B., 1972. "Stabilization Policy in a Growing Economy: A Comment" *Review of Economic Studies*, Vol 39(4), pp. 515 - 519.
43. Walter W. H., 1968. *Perspectives on Economic Growth* Rondon House Press
44. Woodford, M., 2003. *Interest and Price: Foundations of a Theory of Monetary Policy* Princeton University Press
45. Yamaguchi, Yutaka, 2002. "Monetary Policy in a Changing Economic Environment" in *A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy* Jackson Hole, Wyoming, August 29 - 31, 2002, pp. 260 - 271.

(责任编辑:陈永清)