

中央银行学与货币政策

对外经济贸易大学金融学院
郭红玉

对外经济贸易大学

第五章 中央银行货币政策理论发展

对外经济贸易大学

CONTENTS

01 凯恩斯流动偏好理论

1.1 凯恩斯流动性偏好理论 1.2 凯恩斯货币利率决定理论

02 弗里德曼现代货币数量论

2.1 弗里德曼的货币需求函数 2.2 持久性假说对货币需求函数的解释
2.3 弗里德曼的利率理论(三效应理论)

03 理性预期与菲利普斯曲线

3.1 菲利普斯曲线的政策意义 3.2 适应性预期与菲利普斯曲线
3.3 理性预期与菲利普斯曲线

04 价格粘性与货币非中性

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

4.2 经济滞胀的原因

CONTENTS

05 货币政策反思

5.1 货币政策规则：泰勒规则

5.2 货币政策反思之一：反思利率规则

5.3 货币政策反思之二：宏观审慎政策

凯恩斯流动性偏好理论

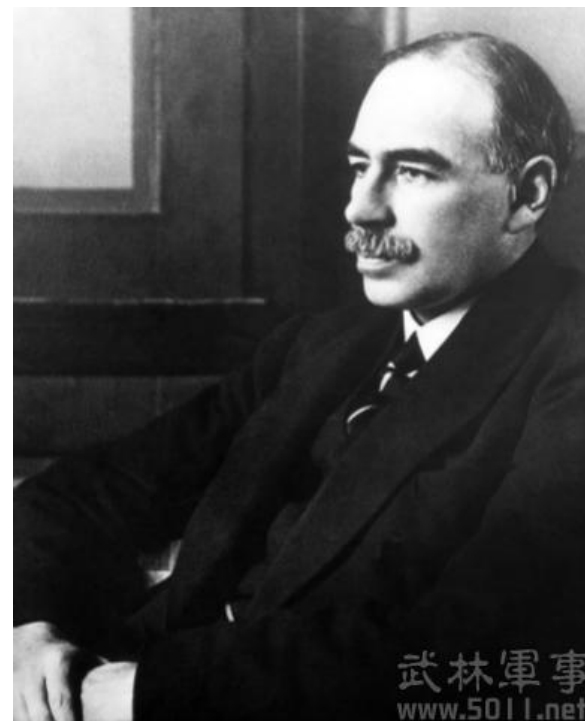
1

对外经济贸易大学

1.1 凯恩斯流动性偏好理论

总述

- 《货币、利息、就业通论》(1936年)奠定了中央银行宏观调控的理论基础。
- 凯恩斯提出了流动性偏好理论，认为利率是由货币供求决定的。

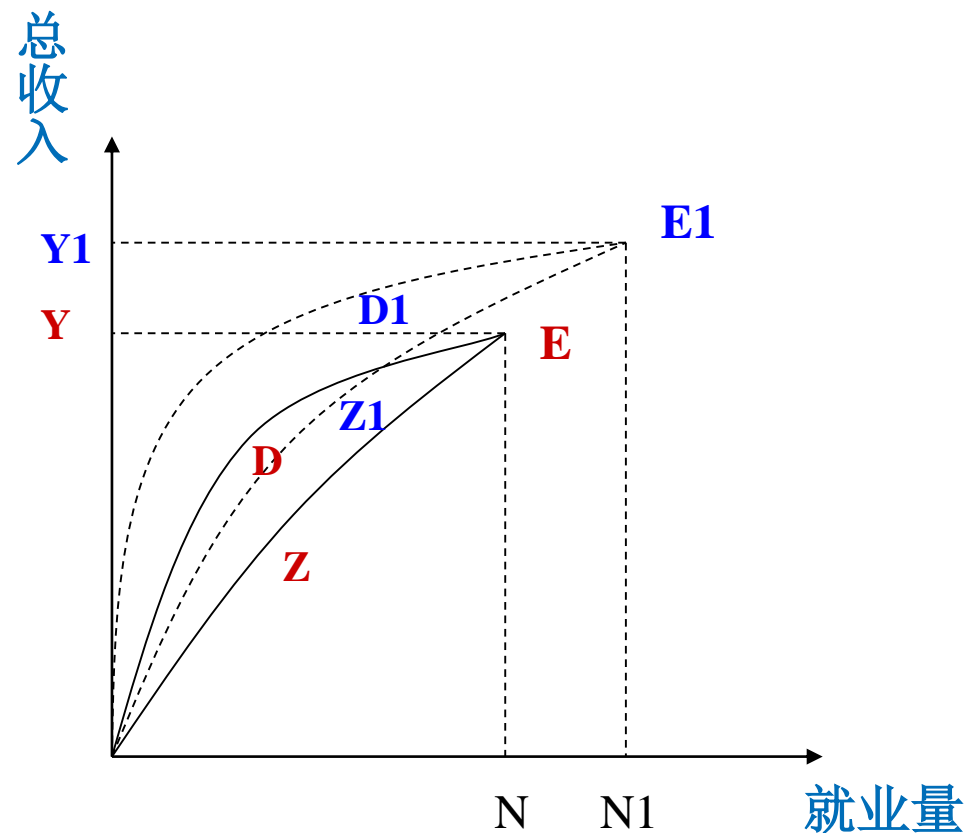


1.1 凯恩斯流动性偏好理论

总述

凯恩斯就业理论认为**有效需求决定就业**

- 总供给函数 $Z = \phi(N)$
- 总需求函数 $D = f(N)$
- $D > Z$ 是扩大就业量的条件
- $D = Z$ 时的总需求为有效需求，此时，生产者利润最大，可实现充分就业。





1.1 凯恩斯流动性偏好理论

总述

有效需求不足的原因

- 总供给函数决定于生产要素的成本和正常利润
- 总需求 D 是由消费支出 C 和投资支出 I 两部分构成。
- 由于消费倾向下降和资本边际回报率下降，故而出现有效需求不足。
- 为扩大投资需求，可以通过降低利率刺激投资
- 因此，关键的问题是降低利率



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

总述

古典利率理论降低利率的途径

- 古典利率理论认为，利率由储蓄和投资决定，故降低利率的途径有三个：
 1. 减少投资
 2. 增加储蓄
 3. 既减少投资，又增加储蓄
- 第一、第三种方式与降低利率的目的冲突；第二种方式增加储蓄降低利率，会使投资乘数缩小，抵消投资增加产生的效果。



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

凯恩斯流动偏好理论的观点

产生流动性偏好的原因

- 市场经济的不确定性
- 非理性预期
- 货币是链接现在与未来的纽带



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

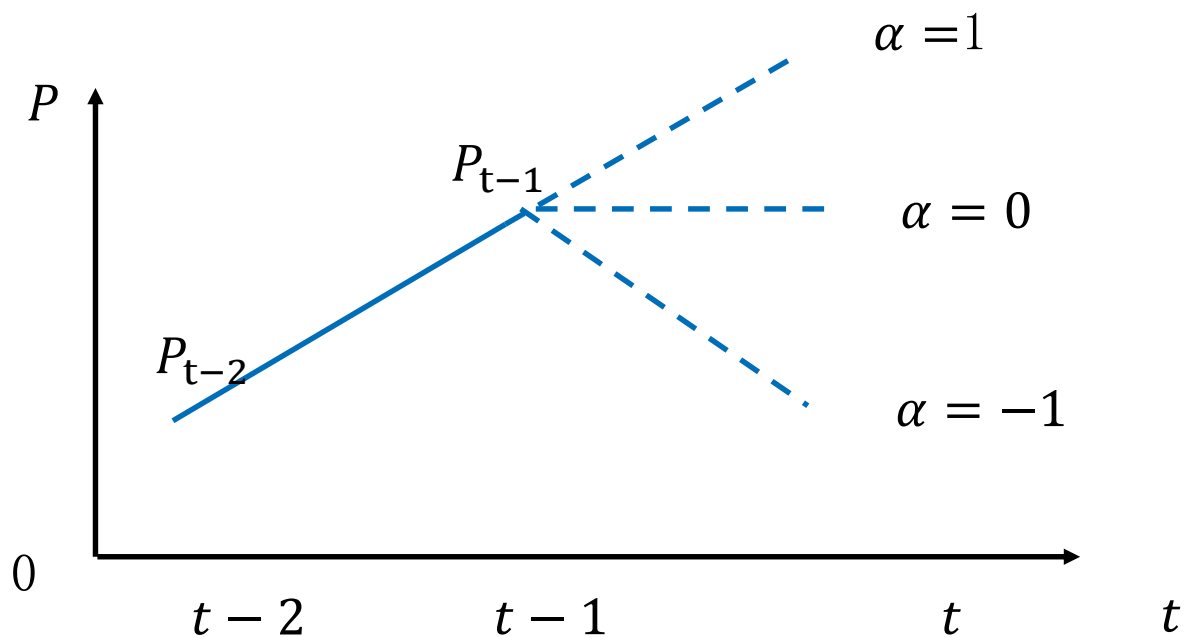
非理性预期

- 非理性预期也称外插型预期。凯恩斯认为，经济形势的变幻不定，使得预期是非理性的，容易波动的
 - $P_t^* = P_{t-1} + \alpha(P_{t-1} - P_{t-2})$
- 上式中 P_{t-2} 为 $t - 2$ 年的物价水平； α 为 t 年前 2 年的平均物价水平变动率
- 外插预期假说比静态预期假说有所进步，显示人们对某年通货膨胀率的预期不仅以上一年的实际通货膨胀率为依据，还考虑到过去若干年通货膨胀率的变动趋势。

1.1 凯恩斯流动性偏好理论

非理性预期

- 如果 $\alpha = 0$, 则当期预期通货膨胀率等于上一年实际通货膨胀率, 这与静态预期形成机制相同。如果 $0 < \alpha \leq 1$, 则表明当期预期通货膨胀率高于上一年实际通货膨胀率。





1.1 凯恩斯流动性偏好理论

非理性预期的特征

- 预期形成缺乏可靠的基础，易受情绪支配
- 预期是一个外生变量
- 预期不受有关经济变量和政策变量的影响



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

货币交易需求和预防需求的特征

1. 相对稳定，可以预计
2. 货币主要充当交易的媒介，发挥流通手段职能
3. 对利率不敏感
4. 第是收入的递增函数： $M_1 = L_1(Y)$



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

货币交易需求和预防需求的特征

1. 货币需求难以预测
2. 对利率极为敏感
3. 现行利率的递减函数： $M_2 = L_2(r)$

货币总需求的函数式是： $M = L_2(Y) + L_2(r)$



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

货币供给由中央银行决定

- 中央银行通过存款准备金率和贴现条件决定货币供给
- 例子：英格兰银行通过控制英格兰银行券数量和再贴现率调控支票存款



1.1 凯恩斯流动性偏好理论

结论

- 中央银行通过调控货币政策来影响利率，进而影响产出和就业

1.1 凯恩斯流动性偏好理论

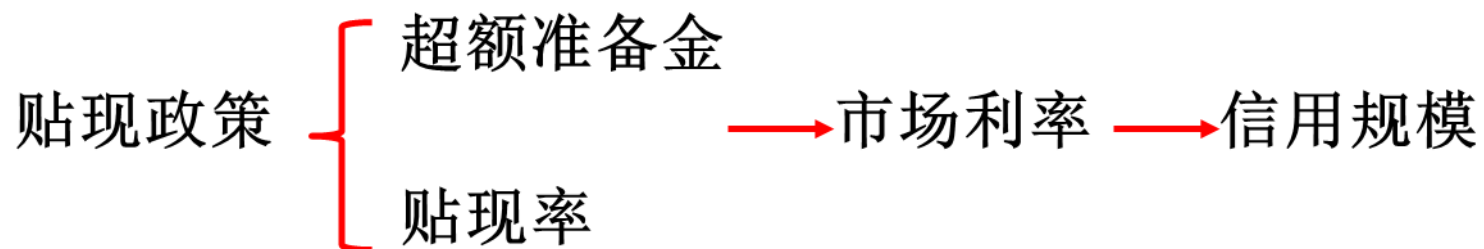
总结

- 凯恩斯指出，储蓄和投资是两个独立的变量：储蓄是由边际消费倾向决定，投资是由利率(i)和资本边际效率(MEC)决定的。如果MEC大于 i ，则企业会选择投资，反之，则不会进行投资，那么，便会出现有效需求不足。
- 由于流动性偏好的存在，利率不会产生自动向下的动力，唯有中央银行增大货币供给，降低利率才有可能刺激的投资。
- 市场利率由货币供求决定，因而中央银行可以采取相机抉择的政策。

1.1 凯恩斯流动性偏好理论

凯恩斯相机抉择货币政策

- 相机抉择货币政策(discretionary monetary policy) 又称权衡性货币政策
- 相机抉择货币政策确立了宏观调控的理论基础。二战后的实践刺激了美国等国家经济增长，但不良后果是60-70年代的滞胀。



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

总述

- 新古典学派的均衡利息论认为：利息是等待的收益，是对延期消费而提供资本的报酬，由实物市场上储蓄与投资的对比关系决定的，储蓄（资本的供给）与投资（资本的需求）的均衡决定利率的具体水平。
- 凯恩斯认为：利息是放弃流动性偏好的报酬，利率的高低取决于货币市场上的流动偏好与货币数量之间的对比关系。利率是一种“纯货币的现象”。



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利息产生的原因

- 利息取决于人们获取收入之后的时间偏好选择和流动性选择

1.2 凯恩斯货币决定利率理论

时间偏好选择

- 时间偏好选择将总收入分成现实的消费量和储蓄量
- 时间偏好的选择主要受消费倾向的制约
- 在货币收入一定时，决定消费多少的是主观的动机
- 储蓄动机的存在使边际消费倾向递减，边际储蓄倾向递增。
- 凯恩斯认为，这是一条重要的心理规律：“这条规律是我的书里（指《通论》）提出的有效需求理论的最根本的原则”。



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

流动偏好的选择

- 流动偏好的选择决定储蓄的方式
 - 储蓄的方式有两种：货币与债券。
 - 储蓄形式的选择，是对手持货币保持流动性带来的效用与购买债券生息取利带来的效用权衡之后作出的。

1.2 凯恩斯货币决定利率理论

储蓄与贮钱

- 传统理论的**错误**，在于“把利息看作是等待本身之报酬，而不看作是不贮钱的报酬。”在凯恩斯看来，**储蓄与贮钱是两个不同的概念**
- **储蓄**是指收入中不消费的或叫延期消费的部分，储蓄与否由时间偏好的选择决定
- **贮钱**是指“实际持有现款”，储蓄是否采用贮钱的形式则由流动偏好的选择决定。
- **贮钱形式的储蓄**，有流动性但没有利息收入；**债券形式的储蓄**，有利息收入但失去流动性

1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利息和利息率

- “所谓利息，乃是在一特定时期之内放弃周转灵活性之报酬。盖利率只是一个比例，其分母为一特定量货币，其分子为在一特定时期中，放弃对此货币之控制权，换取债券票，能够得的报酬。”
- 在流动偏好的选择中，利率是一个关键变量：
 1. 利率的高低直接影响债券的市场价格，从而影响人们的储蓄形式
 2. 利率的高低直接影响贮钱的机会成本



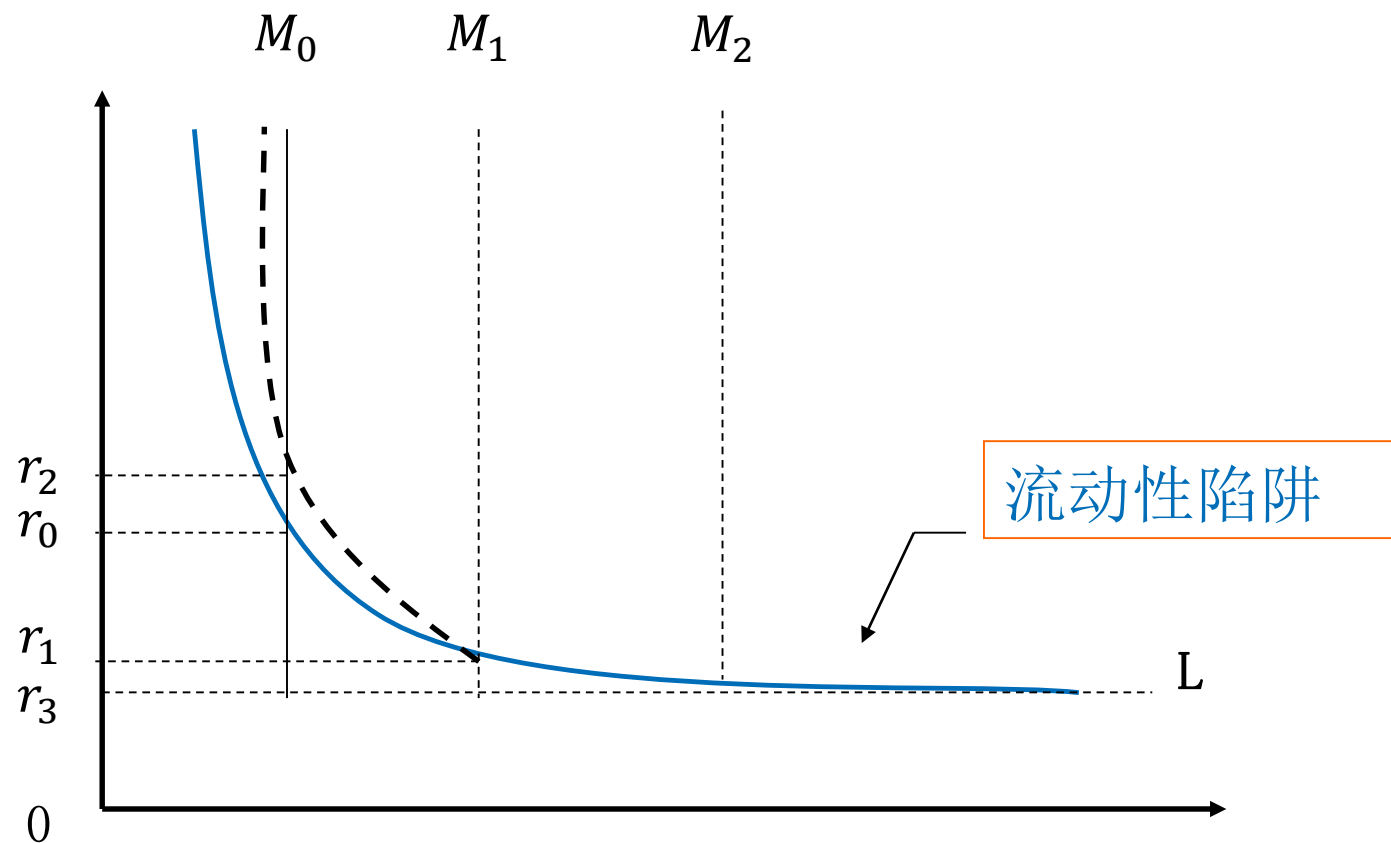
1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率决定因素与形成机制

- 凯恩斯把利息定义为是对放弃流动偏好的报酬，是一种纯货币现象
- 凯恩斯扬弃了由商品市场上的供求即储蓄与投资的均衡决定利率的传统观点，认为利率是由货币市场上货币的供求所决定，货币数量与灵活偏好是决定实际利率的两大因素。

1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率决定机制



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

货币供求变动对利率的影响

1. 当经济处于平衡阶段，人们的流动性偏好不变，货币供应量增加，货币市场供大于求结果致使利率下降： L 不变， OM_0 增加到 OM_1 ，供给曲线右移为 M_1 ，利率由 i_0 下降为 i_1 。
2. 当经济发生波动时，人们持币的欲望加强，货币需求加大： L_0 曲线向上推移至 L_1 ，若此时货币供给量不变，即 M_0 不变，利率由 i_0 上升为 i_2 。
3. 假设货币供给与货币需求两方面同时发生变化，利率的变动则取决于货币供求变动的幅度。



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率的作用与利率政策

1. 传统理论认为利率具有自动调节资本供求的功能，使投资与储蓄趋于均衡。
2. 凯恩斯强调利率的作用是：
 - 在既定收入水平下，消费倾向决定储蓄量的选择
 - 利率高低决定储蓄形式的选择
 - 资本边际效率与利率的对比决定投资

1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率与储蓄和投资的关系

- 利率通过与资本边际效率的对比关系影响投资
- 如果利率上升的同时资本边际效率也上升，且上升幅度大于或等于利率上升幅度，则高利率不会抑制投资。只有当利率高于资本边际效率，投资者的盈利动机不能实现时，高利率才阻碍投资：故单纯的利率波动不能直接引起投资量的增减



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率与储蓄和投资的关系

- 利率只对储蓄形式的选择有决定作用，即影响人们选择货币还是债券，因此利率的波动只引起货币需求的变动，而不直接影响储蓄水平的变动
- 在消费倾向不变的情况下，直接制约储蓄水平的是收入的大小而不是利率的高低



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率在经济体系中的作用

- 从**微观角度**说，利率与资本边际效率之比对**企业和个人**的投资决策起决定性作用
- 利率的高低对人们储蓄形式的选择有决定作用，进而影响**货币需求**的变动



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率在经济体系中的作用

- 从**宏观角度**看，利率对总储蓄量、总消费量、总投资量都有重要作用。
- 作为总量分析的创始人，**凯恩斯首次从宏观经济学的角度来论证利率对于储蓄量和投资量的重要作用。**

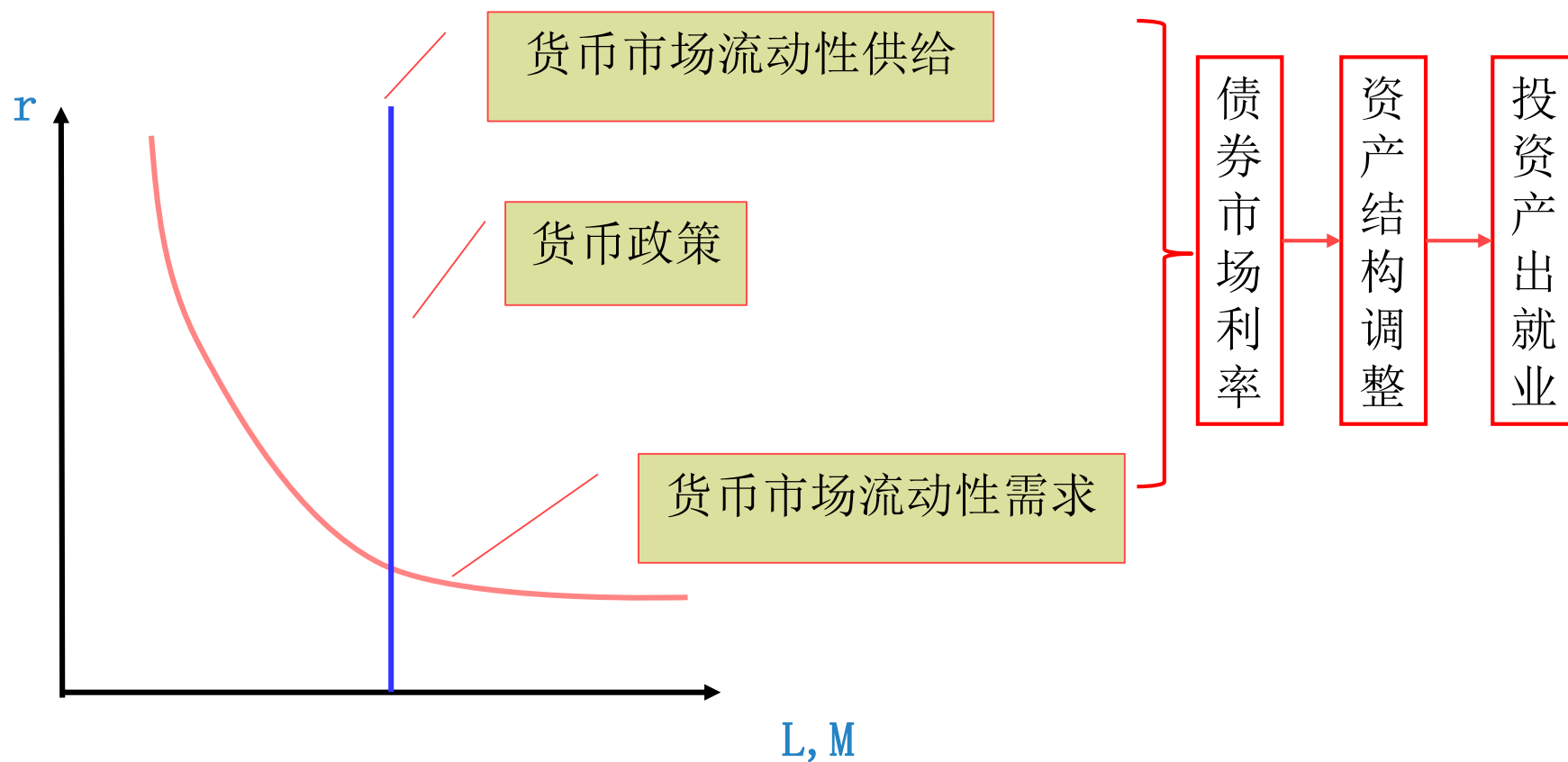
1.2 凯恩斯货币决定利率理论

利率水平与有效需求

- 高利率阻碍投资，造成投资需求不足(资本边际效率在长期内呈递减的趋势)
- 高利率使投资减少，导致收入下降，从而减低储蓄能力，抵消高利率对储蓄意愿的刺激，实际总储蓄量反而下降；
- 收入减少的结果将造成消费水平的下降
- 因此，降低利率是提高有效需求的主要措施之一

1.2 凯恩斯货币决定利率理论

凯恩斯的利率传导机制



1.2 凯恩斯货币决定利率理论

财政政策是扩大有效需求的直接手段

- 货币政策的局限性：“流动性陷阱”使货币利率的下降有限度，当利率降到一定水平以后，由于人们的预期作用，货币的投机需求无限大，投入再多的货币也只能落入货币投机需求的“陷阱”之中，此时货币利率会出现绝对的刚性。
- 在非常时期，仅靠扩张性的货币政策是不能完全奏效的，要提高有效需求，还必须运用扩张性的财政政策和奖出限入的外贸政策。

弗里德曼现代货币数量论

2

对外经济贸易大学

- 在20世纪50-60年代后，西方出现了通膨胀与失业同时发生的情况，凯恩斯政府干预政策陷入两难。
- 以弗里德曼为代表的货币数量论提出了不同的主张。



2.1 弗里德曼的货币需求函数

基本观点

- 弗里德曼认为：货币需求函数主要研究影响货币的因素而不是与就业的关系。
- 弗里德曼强调了货币贮藏手段职能，这意味着货币需求问题是一个资产组合问题。
- 但他认为人们资产选择的范围更大，不仅包括金融资产，也包括耐用消费品等。

2.1 弗里德曼的货币需求函数

弗里德曼货币需求函数表达式

- 弗里德曼认为，如果略去Y和W在个人间分配中的影响，把M和Y分别看作按人口平均的货币持有量和实际收入，W是非人力财富在总财富中的一部分，其货币需求函数就能适用于整个社会。

$$\frac{M}{P} = f(Y, W; r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dp}{dt}; U)$$

$$\frac{M}{P} = f(Y, i)$$

$$\frac{M}{P} = aY^b i^c$$

$$\ln \frac{M}{P} = \ln a + b \ln Y + c \ln i$$



2.1 弗里德曼的货币需求函数

影响货币需求的因素

1. 收入或财富的变化

- 用长期收入来代表财富总额
- 财富可分为人力财富和非人力财富两类。用 W 表示非人力财富占总财富的比率，即来自财产的收入占总收入的比率

2.1 弗里德曼的货币需求函数

影响货币需求的因素

1. 收入或财富的变化

- 人力财富是指个人获得收入的能力，包括一切先天的和后天的才能与技术，其大小与接受教育的程度紧密相关
- 非人力财富是指物质性财富，如房屋、生产资料、耐用消费品等各种财产。从统计角度看，只有少数人（如企业主）才拥有一定量的非人力财富，而大多数人（如各类受雇者）只拥有人力财富
- 一般说来，人力财富给人们带来的收入是不稳定的，很难转化为非人力财富

2.1 弗里德曼的货币需求函数

影响货币需求的因素

2. 持有货币的机会成本

- 持有货币的机会成本是指“货币与其他资产的预期报酬率”，包括：
 - 货币的名义报酬率(用 r_m 表示)，通常为零。
 - 其他资产的名义报酬率不为零，包括：
 - 预期的固定收益的报酬率(r_b 用表示)
 - 预期的非固定收益的报酬率(用 b_e 表示)
 - 预期的商品价格变动率，即物价变动率 $\frac{1}{p} \frac{dp}{dt}$

2.1 弗里德曼的货币需求函数

影响货币需求的因素

2. 持有货币的机会成本

- 进一步地，研究者在大量经验数据的基础上建立了幂函数曲线的回归方程。
- 等号两边取对数后则为线性方程
- 其中a,b,c为回归分析决定的常数

$$\ln \frac{M}{P} = \ln a + b \ln Y + c \ln i$$

2.1 弗里德曼的货币需求函数

影响货币需求的因素

- 弗里德曼货币需求函数的实证结果 $\ln \frac{M}{P} = 3.003 + 1.394 \ln Y - 0.155 \ln i$
 $r^2 = 0.99$
- $r^2 = 0.99$ 表明99%的实际货币需求变动率可以用产出和利率变动率来解释
- 实际货币需求的收入弹性为1.394
- 实际货币需求的利率弹性为-0.155
- “需求方面的研究都显示，货币需要量对利率变动相当无弹性”

弗里德曼：《货币数量论：一种新的表述》，《最适货币论文集》，中华书局，1974年版，第74页



2.1 弗里德曼的货币需求函数

关于货币需求的概念

请同学们回顾：现金余额说中的 k ,凯恩斯的流动性偏好选择，以及弗里德曼的资产选择，更好地理解“货币需求”的概念（以及存量分析局限性）

- 货币需求：在总财富一定的情况下，以货币方式保有财富的比例或意愿。

2.2 持久性假说对货币需求函数的解释

- 弗里德曼建立了持久性收入假说理论，可以更进一步地解释货币需求函数的实证结果。
- 弗里德曼在消费理论中提出“持久性收入”的概念，并用来解释其货币需求函数。
- 弗里德曼认为，要用实证研究方法确定影响货币需求的主要因素，持久性收入对货币需求的重要作用就可以用实证方法得以证明。

2.2 持久性假说对货币需求函数的解释

1. 持久性收入的概念

- 人们的收入分为暂时性收入和持久性收入
- 持久收入，是指消费者可以预期到的长期收入，即预期在较长时期中（3年以上）可以维持的稳定的收入流量。
- 暂时性收入是指瞬间的、非连续性的、带有偶然性质的现期收入

2.2 持久性假说对货币需求函数的解释

1. 持久性收入的概念

- 持久性收入包括劳动收入，也包括财产收入。货币需求解释变量中的四种资产——货币、债券、股票和非人力财富的总和即是人们持有的财富总额，其数值大致可以用恒久性收入作为代表性指标。
- 弗里德曼的消费理论认为，理性的消费者为了实现效应最大化，不是根据现期的暂时性收入，而是根据长期中能保持的收入水平即持久收入水平来作出消费决策的。

2.2 持久性假说对货币需求函数的解释

2. 持久收入的消费需求函数

- 假设： C_t 为现期消费支出， c 为边际消费倾向， YP_t 为现期持久收入， Y_t 为现期收入， Y_{t-1} 为前期收入， k 为加权数，取决于人们对未来收入的预期。则：
- 消费需求函数： $C_t = c \times YP_t$
- 持久收入的估算公式： $YP_t = KY_t + (1 - k)Y_{t-1}$
- 则持久收入的消费需求函数为：

$$C_t = c \times YP_t = cKY_t + c(1 - k)Y_{t-1}$$

2.2 持久性假说对货币需求函数的解释

3. 持久收入假说解释货币需求函数是稳定的

- 与凯恩斯认为边际消费倾向下降的假设不同，库兹涅兹对1869-1933数据的实证研究证实：边际消费倾向是上升的，而弗里德曼实证研究的结果表明边际消费倾向的值是稳定的：持久性消费/持久性收入 ≈ 0.88
- 因此，货币需求函数是稳定的，即货币需求也是稳定的。

$$\ln \frac{M}{P} = 3.003 + 1.394 \ln Y - 0.155 \ln i$$

$$r^2 = 0.99$$

2.2 持久性假说对货币需求函数的解释

3. 持久收入假说解释货币需求函数是稳定的

- 因此，凯恩斯建立在边际消费倾向下降的假设前提下，运用货币政策刺激有效需求以扩大投资实现充分就业的政策主张是行不通的。长期实行“相机抉择”、“逆风向调整”的货币政策是经济滞胀的原因。
- 因此，弗里德曼主张：只有切实坚决地实施单一规则，才能有效地稳定货币，克服货币政策的摇摆性和失误，赢得公众对货币政策的信任，真正为经济社会提供稳定的货币环境。



2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

弗里德曼的三效应理论得出了与凯恩斯不同的结论：即货币供给增加，只能在短期内使利率下降，经过一段时间后，利率将回升至原来水平之上。

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

1. 流动性效应(即资产组合调整效应)

- 由于货币需求是稳定的，当货币供给增加大于实际货币需求时，人们就将调整资产组合的结构，刺激非货币金融资产即有价证券的需求，从而导致利率下降。



2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

2. 收入与物价效应

- 资产结构调整也可能导致消费需求增加，商品价格上涨，传导至利率水平上升。
- 无论消费需求增加，还是投资需求增加，都可能拉动国民经济的收入水平上升，货币需求随之增加。于是，货币需求曲线向右上方移动，利率水平上升。

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

3. 价格预期效应(即费雪效应)

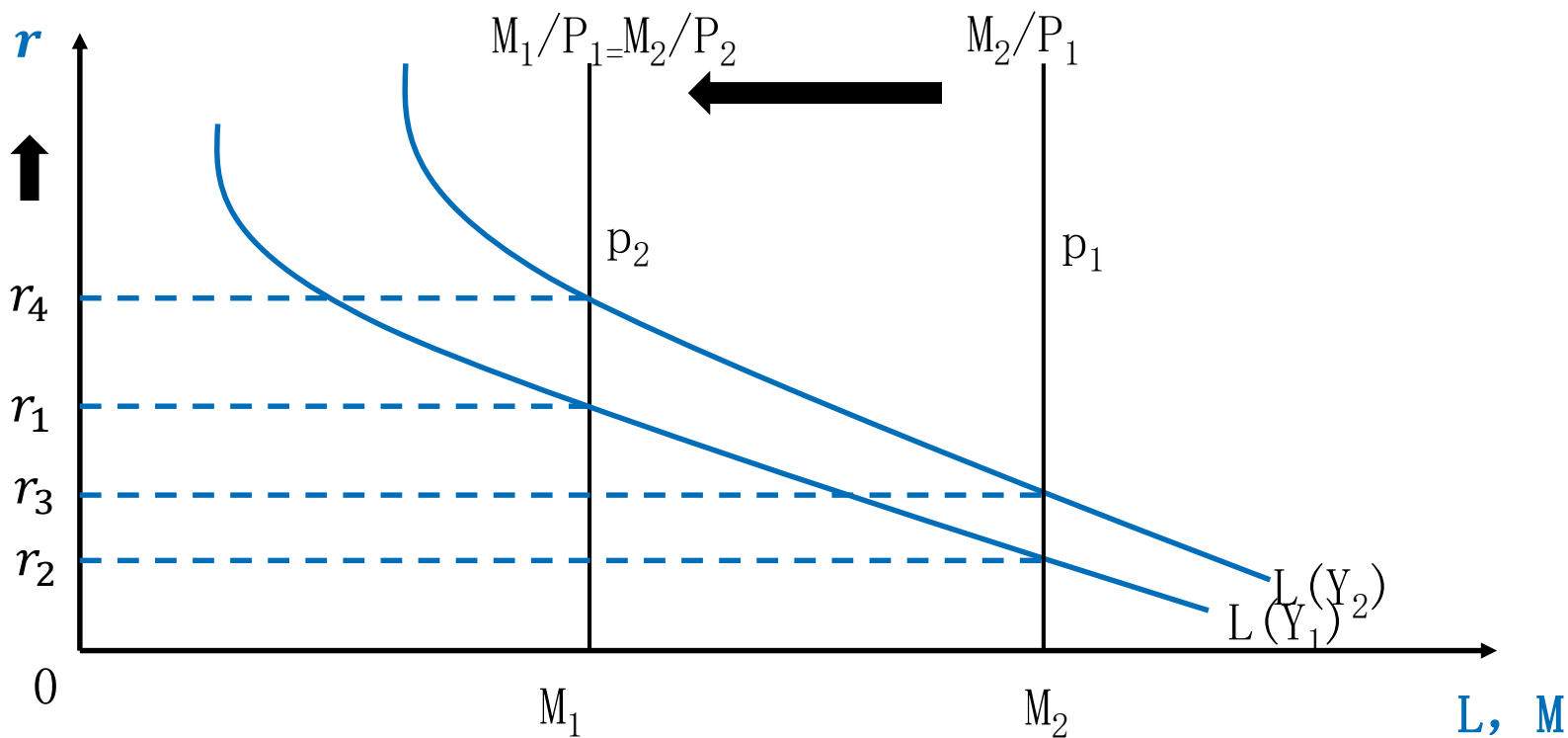
- 货币供给增加导致价格水平上涨，形成通货膨胀预期，人们预期未来价格水平会更高，借款人要求更高的利率以补偿通货膨胀的损失，贷款人因为预期投资回报率较高也同意支付较高利率。因此，最初为降低利率而增加货币供给，结果可能使利率上升到一个更高的水平。

费雪效应： 名义利率=实际利率+通货膨胀预期

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

3. 价格预期效应(即费雪效应)

横轴表示货币供给(M)和货币需求(L)，纵轴表示利率(r)



2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

流动性效应

- 在短期内，当 M_1 增加到 M_2 ，物价水平尚未提高， $\frac{M_2}{P_2}$ 大于 $\frac{M_1}{P_1}$ ，人们实际货币余额超过实际货币需求，于是开始购买债券，利率下降， r_1 下降到 r_2 。

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

收入与物价效应

- 支出和收入增加的结果($y_2 > y_1$), 导致货币需求增加, 货币需求曲线 $L(y_1)$ 右移 $L(y_2)$, r_2 回升到 r_3 。
- 由于货币供给增加导致物价上涨, 物价从 P_1 上涨到 P_2 , 实际货币余额又回到原来水平, 即 $\frac{M_2}{P_2} = \frac{M_1}{P_1}$, 反而不能满足增加了的货币需求, 导致利率从 r_3 上升到 r_4 。

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

费雪效应

- 在物价业已上升的情况下，由于人们对未来的物价走势产生了继续上涨的预期，所以，利率将随着预期的作用进一步上升到 r_4 以上的水平。

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

4. 弗里德曼的政策主张

1. 货币需求函数是稳定的

- 货币需求函数的特点表明其动向是可以预测的。货币需求量是少数变量的函数，而货币供给量则可以在相当短的时期内发生急剧的变化，因此，供需不平衡主要发生在供给方面。
- 弗里德曼提出了货币供给模型，对美国1881—1960年货币状况考察结果认为，美国货币供应量86%由基础货币导致，而法定准备金率 D/R 和 现金比率 D/C 变动的影响只占到9%和3%。

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

4. 弗里德曼的政策主张

2. 货币政策短期有效、长期无效

- 货币供给增加引起资产结构调整，虽然不一定引起利率变动，但调整会引起各种资产相对收益率的变动，从而引起生产、就业和收入的变化。
- 但在长期中，人们的各种预期误差会得到修正，货币供给只能影响物价水平。其他就业、产出、收入、实际利率等均决定于实际因素

2.3 弗里德曼的利率理论（三效应理论）

4. 弗里德曼的政策主张

3. 货币政策建议

- 第一，实施“单一规则”的货币政策，保持货币政策的单一性、长期性和稳定性，以赢得公众信任；
- 第二，货币政策主要的控制目标是货币供应量。货币供应量增长率的确立，应与经济增长率大体相适应，一经确定不能随意变动。

货币数量论的困境：金融创新导致 M_2 越来越难以预测，反而增加了货币政策随意性，干预主义盛行，经济繁荣与衰退交替。



参考教材

- 李健编著，《当代西方货币金融学说》，高等教育出版社，2006版
- 盛松成、施兵超、陈建安，《现代货币经济学》，中国金融出版社，2012年版

理性预期与菲利普斯曲线

3

对外经济贸易大学

3.1 菲利普斯曲线

菲利普斯曲线的政策意义

- 1958年，伦敦政治经济学院菲利普斯根据英国1861—1913年间失业率和货币工资变动率的经验统计资料，提出了一条用以表示失业率和货币工资变动率之间交替关系的曲线。
- 菲利普斯曲线表明：当失业率较低时，货币工资增长率较高；当失业率较高时，货币工资增长率较低，甚至是负数。其函数关系是：

$$y + a = -bx^c$$

- y 是货币工资变动率， x 是失业率， a, b, c 是常数

3.1 菲利普斯曲线

菲利普斯曲线的政策意义

- 1960年，美国经济学家萨缪尔森和索洛将该曲线进行修正，并命名为“菲利普斯曲线”，以便更适用于美国的经济情况。其理论贡献主要在两个方面。

萨缪尔森（Samuelson）和索洛（Solow）是新古典综合学派的代表人物，其他代表人物还有汉森（Hansen）和托宾（Tobin）等。他们将以价格分析为核心的新古典学派和以总量分析为核心的宏观经济理论结合在一起，形成新古典综合的观点和政策主张。上述等人的研究博大精深，内容丰富，其他各种称谓还有：美国剑桥学派；美国凯恩斯主义，后凯恩斯主流经济学派等。

3.1 菲利普斯曲线

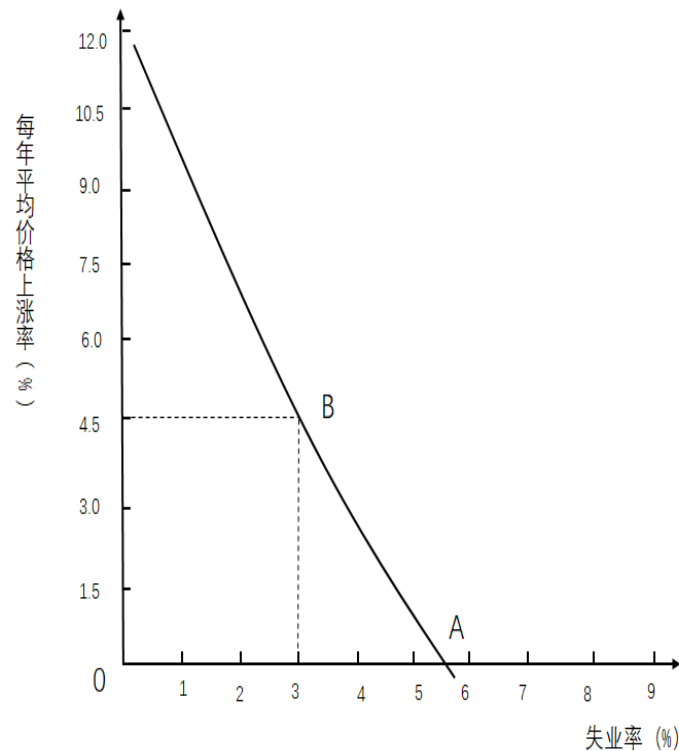
萨缪尔森和索洛关于菲利普斯曲线的新解释

1. 以物价水平的上升率替代货币工资上升率，从而使菲利普斯曲线直接反应通货膨胀与失业率之间的逆向关系。
2. 第二，将菲利普斯曲线应用于政策分析
 - 二人在《关于反通货膨胀政策的分析》一文中指出，菲利普斯曲线上的每一个点都表示一定的通货膨胀与一定的失业率的组合，政府当局可以根据适用本国的菲利普斯曲线来选择较为合适的某种组合，以作为制定经济政策的依据。
 - 他们认为，菲利普斯曲线可供政策制定者“在不同程度的失业和价格稳定性之间作出抉择的菜单”

3.1 菲利普斯曲线

菲利普斯曲线的形状和含义

- A点表示为了达到物价稳定的目的，必须有5%-6%的失业率，这是为保持0失业率的代价。
- B点表示为将失业率限制在3%，平均物价水平不得不每年上升4%-5%。



萨缪尔森和索洛根据1933-1958年美国有关数据得出的菲利普斯曲线形状。

3.1 菲利普斯曲线

菲利普斯曲线的政策意义

- 政府当局可以利用菲利普斯曲线，根据不同时期的不同情况，分别制定和实行不同的经济政策，以使失业率和通货膨胀率同时控制在可以接受的范围。
- 当失业率或通货膨胀率超过人们可以接受的范围时，政府可以根据菲利普斯曲线实行扩张的或紧缩的财政金融政策，以较高的失业率换取较低通货膨胀率，或者以较高的通货膨胀率换取较低的失业率。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

1. 适应性预期 (Adaptive expectations)

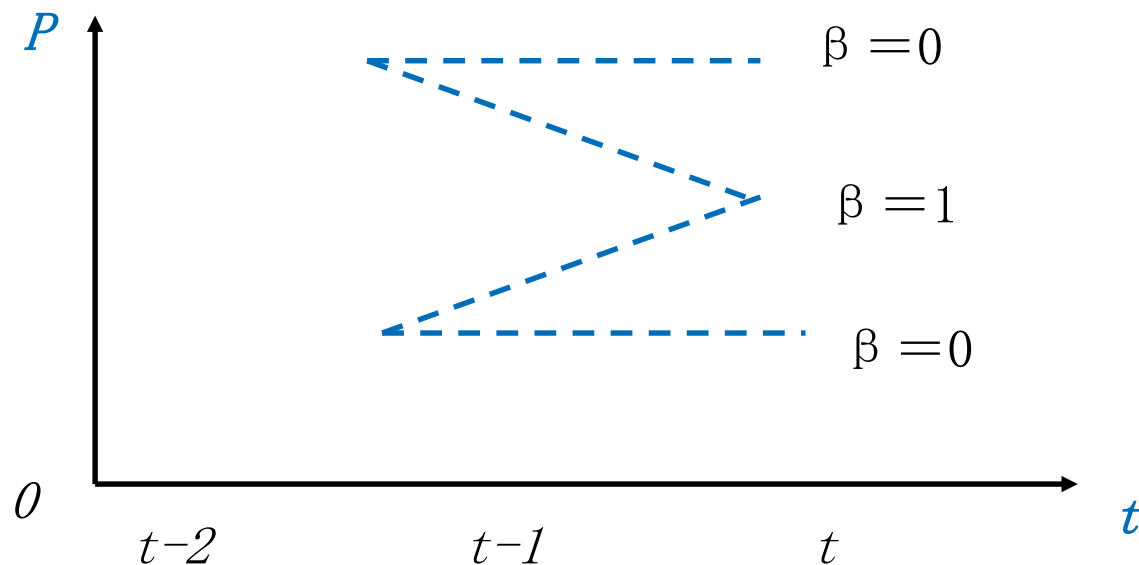
适应性预期是在信息不充分时，根据过去预期的偏离程度，凭自己的经验或记忆，结合客观情况的变化而不断地调整、修正对未来的预期，去适应已经变化了的经济形势，故适应性预期是被动预期。

- $P_t^* = P_{t-1}^* + \beta(P_{t-1} - P_{t-1}^*)$, 或:
- $P_t^* = \beta P_{t-1} + (1 - \beta) P_{t-1}^*$, 其中: β 为适应性预期的调整系数。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

1. 适应性预期 (Adaptive expectations)

- 前期预期价格高于实际价格时，现期预期价格下降；前期预期价格低于实际价格时，现期预期价格上升。



3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

1. 适应性预期 (Adaptive expectations)

- 适应性预期的特点是：
 1. 对现期价格的预期考虑到前期实际价格与预期价格的差距，形成反馈型预期机制。
 2. 人们具有根据过去经验修正误差的能力。
- 适应预期有一个纠错机制，但在讨论预期形成时主要还是受过去经验和经济变化的影响，忽略了政策等其他方面的信息来源，人们处于被动地位。由此产生了理性预期。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

2. 弗里德曼：短期成立，长期不成立

- 在20世纪60年代之前，菲利普斯曲线为大多数经济学家认可，并成为政府制定和推行宏观经济政策的理论基础。
- 但是，在20世纪60年代之后，菲利普斯曲线出变了两种情况：一是在形状上越来越陡峭；二是在70年代之后，菲利普斯曲线揭示的通货膨胀率与失业率反向关系的稳定性下降，出现了二者同时较高的经济现象。
- 弗里德曼和费尔普斯（E.S.Phelps）同时运用适应性预期和自然失业率解释了这一现象。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

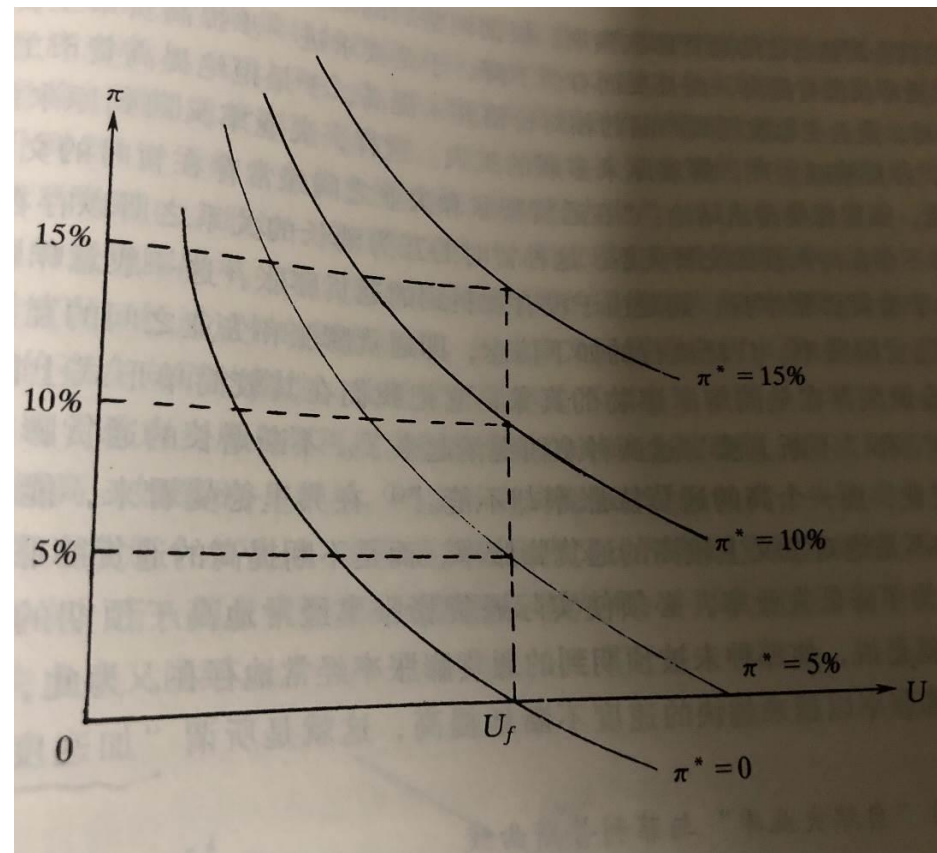
2. 弗里德曼：短期成立，长期不成立

- 弗里德曼认为，菲利普斯曲线提出的反向关系，只在人们没有进行预期调整的短时期存在。只要人们对未来通货膨胀率做出预期，且预期又是变化的，则菲利普斯曲线就绝不会是稳定的。
- 弗里德曼认为，影响失业率的是实际工资水平，其中间环节就是预期通货膨胀率。在每一种通货膨胀率水平上，都有与之相对应的菲利普斯曲线。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

2. 弗里德曼：短期成立，长期不成立

- 例如，图中横轴 U 表示失业率，纵轴 π 表示实际的通货膨胀率。
- 当政府实施扩张性货币政策，使公众形成5%的通胀预期时，工人就会要求货币工资上涨5%，企业随之将价格也提高到5%，此时实际工资没有增加，就业和产出也不会随之增加。但是，菲利普斯曲线则从 $\pi^* = 0$ 处上移到 $\pi^* = 5\%$ 。如果继续实施扩张性政策，通货膨胀预期不断上升，菲利普斯曲线也将不断上移。



3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

2. 弗里德曼：短期成立，长期不成立 货币幻觉(Money illusion)

- 货币幻觉是美国经济学家欧文·费雪(Fisher)于1928年提出来的，指货币政策的通货膨胀效应：即人们只是对货币的名义价值做出反应，而忽视其实际购买力变化的一种心理错觉。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

2. 弗里德曼：短期成立，长期不成立

货币幻觉与货币非中性

- 适应性预期理论认为，货币在短期非中性，在长期中性。
- 在实施扩张型政策的初期，人们的预期通胀率低于实际通胀率，工人会人为增加的货币工资是实际收入的增加，从而增加劳动力供给；企业主也会认为价格上涨是需求扩大，从而增加投资和产出。失业率降低。
- 当人们意识到实际通胀率超过其预期时，就会调整通货膨胀率预期，工人会要求更高的工资，而企业主则会拒绝并减少劳动力供给。

3.2 适应性预期与菲利普斯曲线

2. 弗里德曼：短期成立，长期不成立

- 弗里德曼还提出“自然失业率”的概念，进一步说明，只有当人们没有来得及形成通货膨胀预期时，通货膨胀率与失业率的反向关系才存在。一旦当人们调整了自己的预期，二者的关系就不存在或不稳定了。
- 为了降低失业率，政府就需要不断扩大货币供给，使实际的通货膨胀率以越来越快的速度超过预期的通货膨胀率，才能在短期内改善就业，但长期中则形成了“加速度”的通货膨胀。
- 因此，凯恩斯相机抉择的宏观调控政策就只能在短期有效，长期则是通货膨胀与失业率双双高企的滞胀局面。
- 再一次论证了实施“单一规则”货币政策的必要性。

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

- 在上个世纪60-70年代，通胀高企（10%以上）和糟糕的就业状况同时存在。
- 1970年代，卢卡斯（Robert Lucas）和萨金特(Thomas Sargent)教授等利用理性预期分析了预期对于货币政策有效性的影响，对被预期到的货币政策有效性提出了质疑。

Robert E. Lucas Jr. USA
University of Chicago



3.3 理性预期与菲利普斯曲线

理性预期 (Rational Expectations)

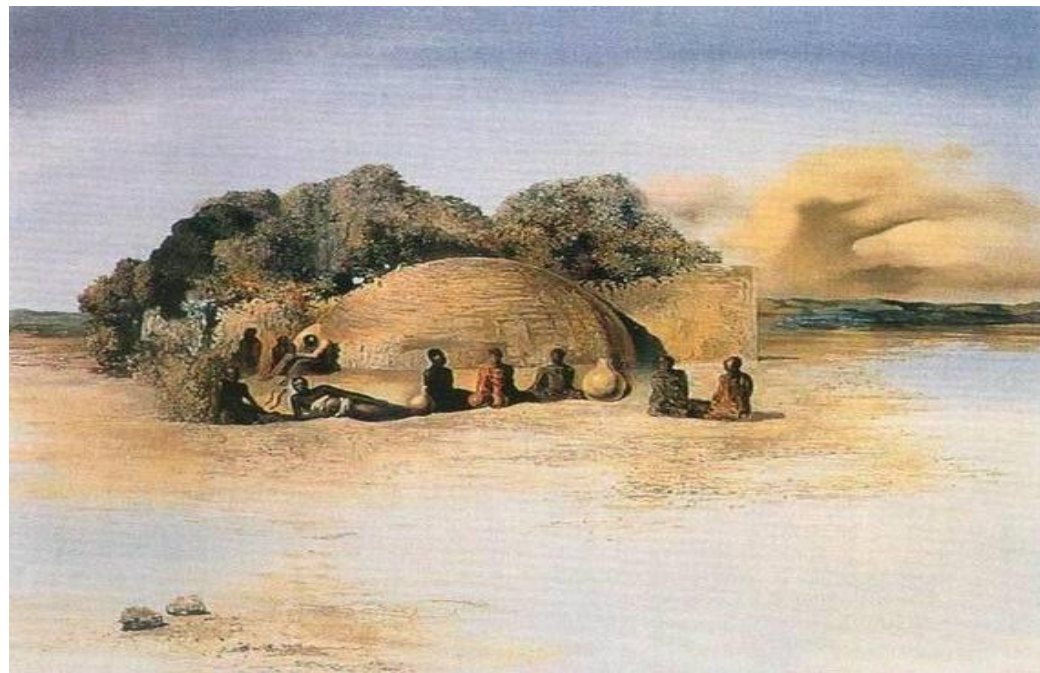
- 是指人们预先充分掌握了一切可利用的信息，经过周密的思考和判断，形成切合未来实际的预期。
- “它假定单个经济单位在形成预期时使用了一切有关的、可以获得的信息，并且对这些信息进行理智的整理”。
- 因此，所谓理性预期，即给定模型的变量等于其条件期望
- $P_t^* = P_t$

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

理性预期的特点

- 尽可能最有效地利用全部可以利用的信息，对政策的变化经济主体有预期能力；
- 不排除不确定因素的随机干扰会使预期值偏离实际值，但人们能够及时发现和纠正，因此，理性预期不会犯系统性错误。

“任何政策都只能暂时瞒过所有的人或永远瞒过个别人，而决不能永远瞒过所有的人。”——卢卡斯



3.3 理性预期与菲利普斯曲线

理性预期与货币中性

- 货币幻觉是美国经济学家欧文·费雪于1928年提出来的，是指货币政策的通货膨胀效应，即人们只是对货币的名义价值做出反应，而忽视其实际购买力变化的一种心理错觉。
- 由于理性预期，“货币幻觉”不存在，货币是中性的，货币当局只能影响名义变量而不能影响实际变量。

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

理性预期与菲利普斯曲线

- 理性预期学派认为，由于理性预期的存在，菲利普斯曲线甚至在短期内也是不存在的。
 1. 由于通货膨胀发生后实际工资并不降低，雇主就不会增雇工人，失业率在短期内也不会下降。
 2. 如果政府长期实施通货膨胀政策，在公众的理性预期作用下，不但失业率不会下降，反而会加速通货膨胀。

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

卢卡斯-拉宾供给函数

$$y_t - y_n = \alpha(p_t - p_t^e) + e_t$$

$y_t - y_n$ 为实际产出率与自然产出率之差, $p_t - p_t^e$ 为实际通货膨胀率与预期通货膨胀率之差, 为自变量。

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

菲利普斯曲线在短期也不成立

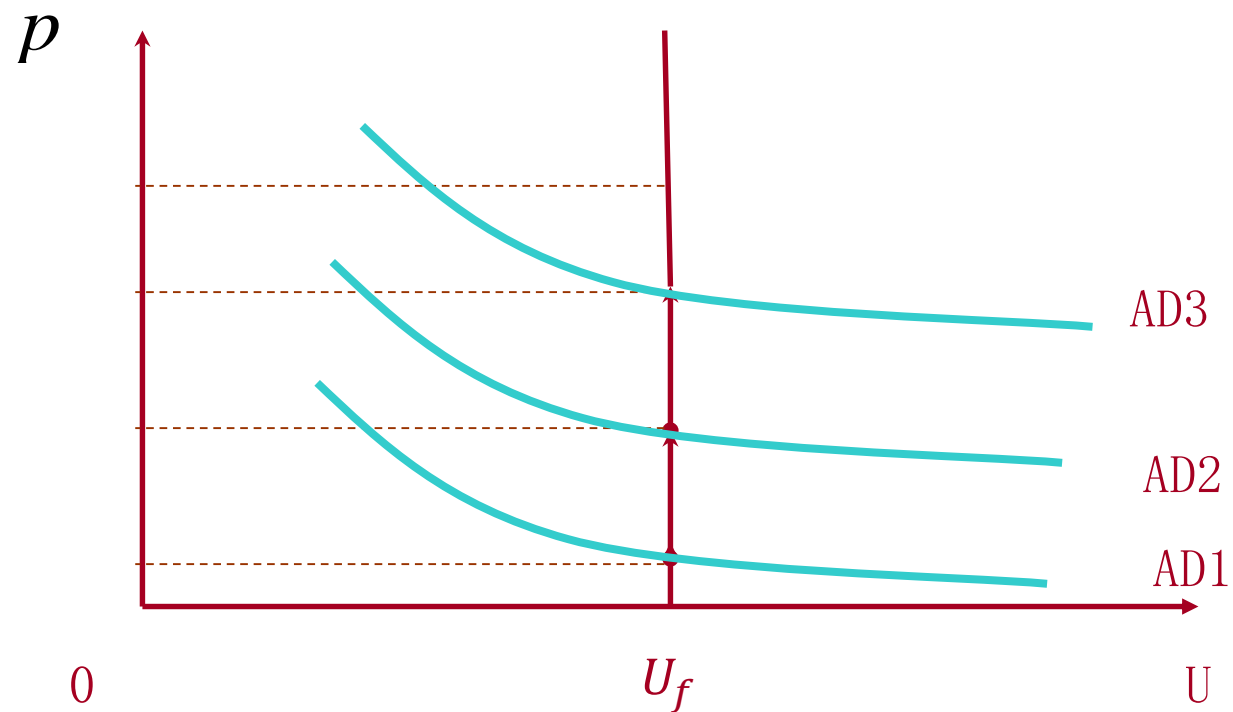
- 公式表明，供给的数量变化是由价格变动诱发的，只有相对实际价格发生有力的变化时，才会提供超常的工资和产出。
- 如果政策是可预期的，则总产出水平不变，因为

$$p_t - p_t^e = 0$$

- 因此，可预期的政策不能对实际经济运行产生效果。
- 菲利普斯曲线在短期内也是与自然失业率相适应的垂直线。

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

垂直的菲利普斯曲线





3.3 理性预期与菲利普斯曲线

强调预期的重要性

1. 只有未预期到的货币政策能够刺激产出，同时价格上涨。
2. 预期到的货币政策只能引起价格上涨，不能刺激产出。
3. 如果公众预期的政策扩张程度大于实际实施的政策扩张程度，会引起价格上涨，但产出下降。

3.3 理性预期与菲利普斯曲线

政策意义

1. 由于政策制定者无法完全掌握公众预期及其变动轨迹，因此，对政策的产出效果难以预测。
2. 而出其不意地相机抉择的货币政策会给经济带来更大的扰动。
3. 货币政策主要影响的是价格水平，中央应该按“规则”行事，关注预期之中的货币政策，制定规则，保持物价水平的稳定

价格粘性与货币非中性

4

对外经济贸易大学

- 新古典宏观经济学认为，在理性预期、工资和价格具有完全弹性的假设前提下，货币供给增长将导致价格水平的同比例增长，而对实际工资、实际产出和就业量没有实质性的促进作用，此时，货币政策是中性的。即预期到的货币政策短期无效；未预期到的货币政策长期无效。
- 货币政策的发令枪一响，人们会直接就站到终点线上（货币工资和物价一步到位）。

政府真的无所作为吗？

- 新凯恩斯学派代表人物众多，内容丰富，影响深远。
 - 哈佛大学的曼昆(N.Greogory Mankiw)和萨默斯(Lawrence Summers);
 - 麻省理工学院的布兰查德(Olivier Blanchard)和罗默(David Romer);
 - 斯坦福大学的斯蒂格利茨(Joseph Stiglitz)
 - 普林斯顿大学的伯南克(B.Bernanke)等。

曼昆：美国最有才华的青年经济学家之一。29岁成为哈佛大学教授；对凯恩斯主义经济学最大贡献是菜单成本理论。《小菜单成本与大经济周期：一个垄断的宏观经济模型》已成为经典文献
成名著作是1992年出版的《宏观经济学》



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

- 工资粘性和价格粘性为宏观调控理论提供了微观基础：即使公众能够形成理性预期，但由于存在“市场的不完全”、公众获取信息的有限性等一些非市场因素阻碍价格或工资自由调整，就会产生工资粘性和价格粘性（stickiness）
- 工资和价格具有粘性意味着经济单位无法按照货币供给数量或名义需求的变化进行自由调整，供求不能迅速调整到使市场出清的状态。因而，货币中性的观点就不能或不能完全成立。货币政策就能够对经济运行发挥作用。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

名义工资粘性的原因

名义工资粘性：名义工资不随总需求的变化而变化。其原因是：

- 长期合同论
- 交错调整工资论



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

名义工资粘性的原因

- 长期合同论

在现代经济体系中，工人工资不是在当期交易的市场上决定的，而通常是以较长期的合同确定的。

与合同工资的长期性（美多为3年）相比，货币当局调整货币供给则比较频繁，并使得货币政策在短期内具有真实效应

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

名义工资粘性的原因

- 交错调整工资论
 - 签订合同的时间是交错的。交错合同不能使货币工资同时调整，原有合同的存在也会降低到期合同工资的调整幅度，从而阻止工资水平的快速提高。
 - 政府针对经济扰动所制定的货币政策，虽然不能影响到到期合同的实际工资，但可以影响合同未到期工人的实际工资，进而影响产出。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

实际工资粘性的原因

实际工资粘性：实际工资与需求的变化没有相关性。其原因是：

- 隐性合同论
- 效率工资论
- 失业滞后论

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

实际工资粘性的原因

- 隐性合同论
 - 假设：工人是风险厌恶者，厂商是风险中性者，从长期看，劳动合同实际上是一个保险合同交易。
 - 工资=劳动边际收益产品+（隐含的）净保险
 - 如果工资小于劳动边际收益产品时，净保险为负，即为工人为得到稳定收入而支付的保险费。

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

实际工资粘性的原因

- 隐性合同论
 - 隐性合同使工人获得稳定收入，安心工作。
 - 当有效需求不足时，可以选择降低效率（也降低工资），或解雇工人。当厂商选择解雇工人而不是降低工资水平时，保险负担由外部救济金负担，由此导致非自愿失业。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

1. 劳动力市场的工资粘性与货币非中性

实际工资粘性的原因

- 进一步地，新凯恩斯学派的效率工资论和失业滞后论从劳动力市场角度解释了实际工资粘性的原因。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

名义价格粘性的原因

- 菜单成本理论
- 交错价格调整

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

- 菜单成本理论
 - 经济学认为，在完全市场中，单个厂商是价格接受者，在不完全市场中，厂商凭借垄断地位可以通过价格调整来改变利润状况。但是，价格调整会产生两类成本：**顾客流失成本和菜单成本**。
 - **菜单成本**：指调整价格时所花费的成本，包括研究和确定新价格的成本、重新编印价目表的成本、通知销售点更换价格标签的成本。菜单成本使企业不愿意经常地变动价格。

曼昆：《小的菜单成本和大的经济周期：垄断的宏观经济模型》，（美）《经济学》季刊，1985年第5期



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

- 交错价格调整
 - 因为价格调整会导致部分顾客流失，在信息不完全的市场上，某些企业会倾向于观察之后再决定调整价格。因此，价格水平上涨是一个渐次缓慢的过程。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

实际价格粘性的原因

实际价格粘性：是指各类产品之间的相对价格比有粘性。其原因是：

- 投入产出表理论
- 厂商信誉论
- 需求非对称论
- 寡头理论

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

实际价格粘性的原因

- 投入产出表理论
 - 里昂契夫的投入产出表揭示了现代工业错综复杂的技术关联关系。（举例：组装汽车对电力的直接消耗和间接消耗，对煤炭的间接消耗）
 - 任何一个企业很难预测所有生产链条上产品的需求价格弹性，因此，需求变化对单个产品价格的影响在错综复杂的投入产出链之间的传递就比较缓慢，从而是价格水平的总体上升慢于货币供给的冲击，从而形成价格粘性。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

实际价格粘性的原因

- 厂商信誉论
 - 优质高价的理念使即使在经济衰退时，厂商也愿意调整产量而不是降低价格。



4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

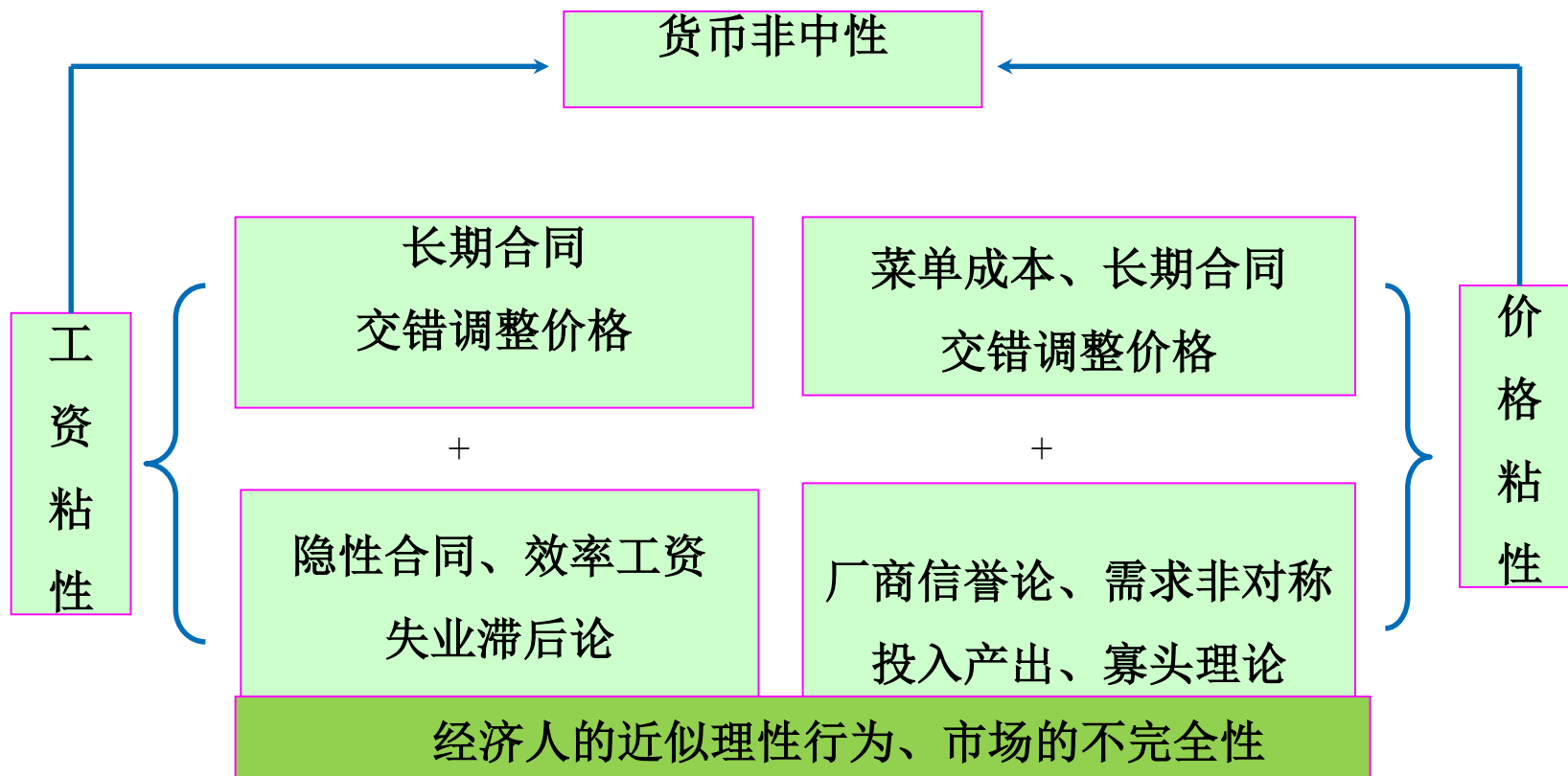
2. 产品市场的价格粘性与货币非中性

实际价格粘性的原因

- 寡头理论
 - 寡头企业通过限制价格制造行业进入壁垒，当竞争对手退出后，又可能提高价格获取垄断利润。
 - 因此，寡头企业的垄断价格对需求冲击反映不敏感，形成价格粘性。

4.1 工资粘性、价格粘性与货币非中性

总结：货币非中性为宏观调控理论提供了微观基础



4.2 经济滞胀的原因

- 韦斯、萨默斯、布兰查德、斯蒂格里茨等人在经济主体效用最大化和理性预期的基础上推导实际出工资粘性。运用劳动市场理论论证了非自愿失业的存在，从另一个角度解释了经济滞胀的原因。
- 代表性的理论：效率工资论和失业滞后论

4.2 经济滞胀的原因

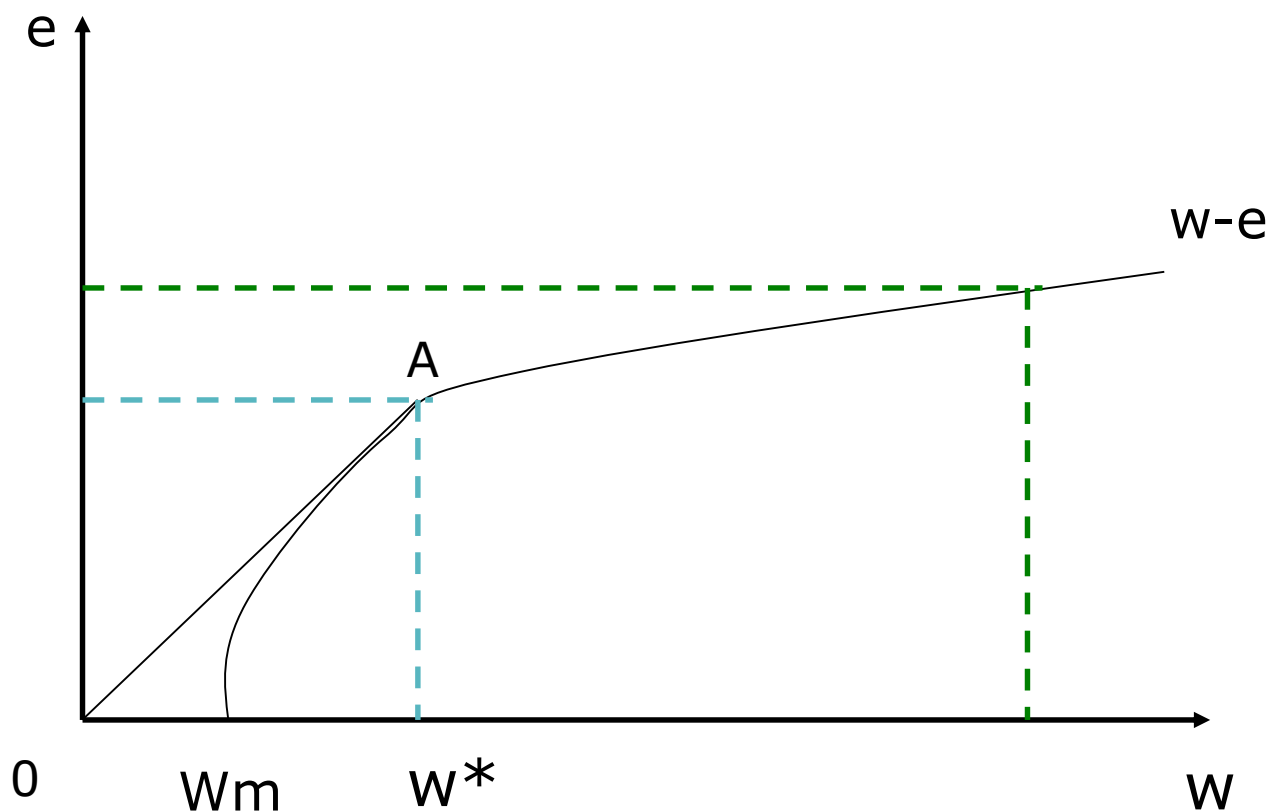
效率工资论

- 效率工资是指能使效率达到最大的最优工资水平。
- 逆向选择模型认为，在完全信息的劳动市场上，企业会设定不同的工资水平招聘具有不同效率的工人；
- 但在非完全信息的劳动市场上，企业则只能用相同的工资水平招聘所有的工人。

4.2 经济滞胀的原因

效率工资论

效率-工资关系图



- w : 工资水平
- e : 工人的平均效率;
- $w - e$: 工资效率曲线。
- 工资-效率图的特征
 1. 工资水平不能从零点开始, 工资和水平下降到很低水平时, 效率即为零。
 2. A点时企业的工资效率最大, 是企业最优工资水平, 即效率工资。

4.2 经济滞胀的原因

效率工资论

效率-工资关系图揭示的关系：

- 在企业给出的工资水平与应聘工人的平均效率之间存在着一个同方向变化的关系：平均效率随着工资水平的上升而上升，随着工资水平的下降而下降。
- 这是因为，由于信息不对称，企业无法甄别效力最高的工人，如果降低工资结果往往是高效率工人最先离开，工人队伍平均效率下降；反之，平均效率上升。

4.2 经济滞胀的原因

效率工资论

- 效率工资与非自愿失业
 1. 效率工资低于市场出清时的均衡工资情况
 - 来自于劳动力市场的约束，均衡工资水平发挥作用，实现充分就业；
 2. 效率工资高于市场出清时的均衡工资情况
 - 企业不再受劳动力市场的约束，由此形成非自愿失业（即愿意接受现有工资的工人依然没有就业机会）。
 - 高于均衡工资水平的效率工资提高了产品成本，推高了物价水平，于是，高通胀与失业率同时发生。

4.2 经济滞胀的原因

失业滞后论

- 萨默斯和布兰查德利用局内人-局外人模型分析了实际失业和均衡失业之间的关系。
- 他们认为：工资谈判由在职员工即“局内人”控制，他们谈判的工资目标是：使得预期的就业水平恰好就等于全体“局内人”的数量。
- 局内人模型： $n = n_{-1} + [m - E(m)]$
 - n 为就业量， n_{-1} 为上期就业量， $[m - E(m)]$ 为货币冲击

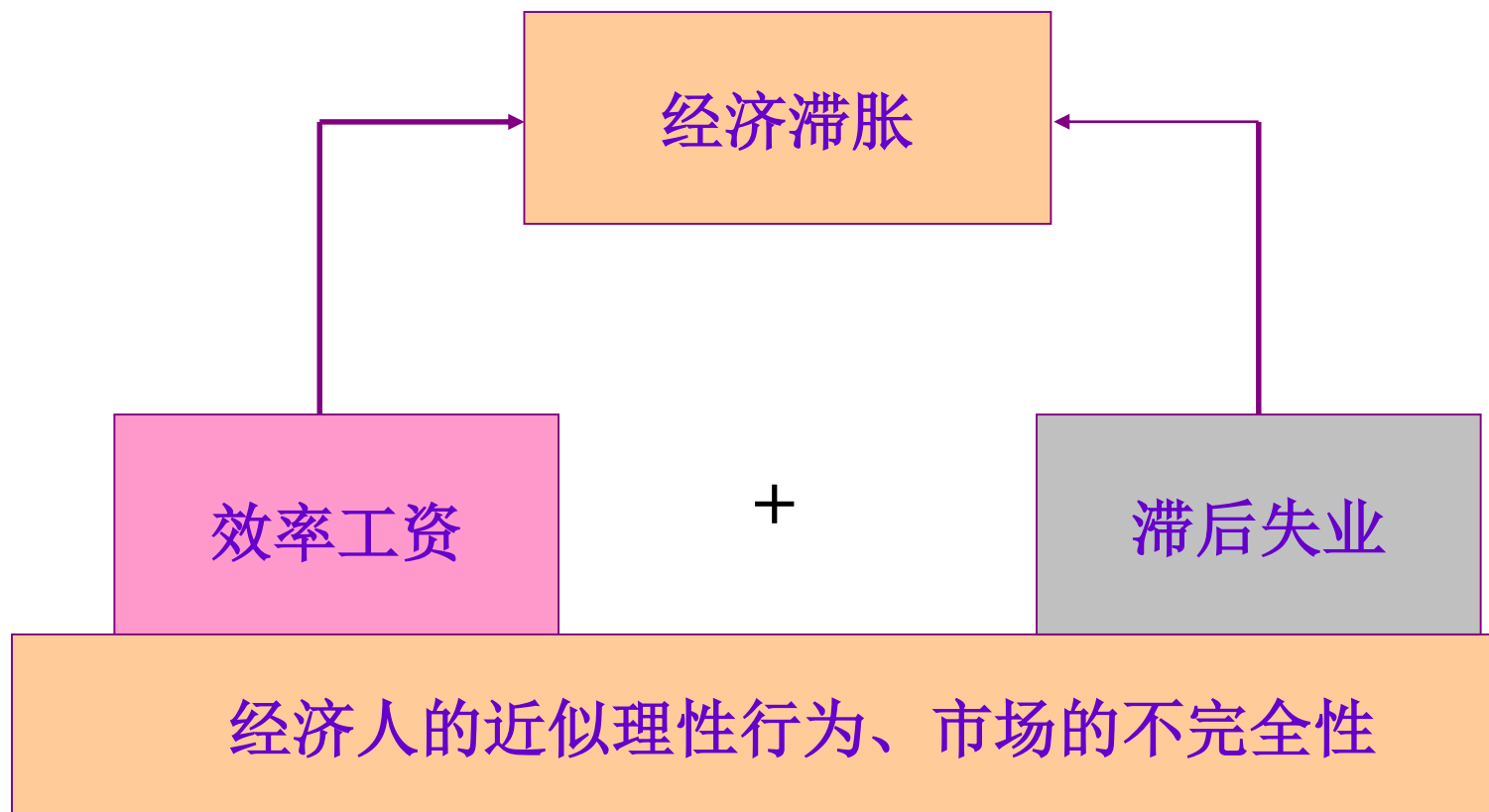
4.2 经济滞胀的原因

失业滞后论

- 局内人模型： $n = n_{-1} + [m - E(m)]$
 - 只有当经济中出现未预期到的货币供给冲击时，愿意接受较低工资的“局外人”才能被雇佣，实际就业量随之增加。
 - 但冲击过后，就业量并不会回到长期均衡状态，仍停留在变动后的实际就业量状态，并一直持续到下一个冲击到来。即当经济中没有货币冲击时，均衡就业等于上期的实际就业量，并不具有回到任何固定的均衡就业水平的倾向。
 - **结论：货币是非中性的**，货币数量变动会导致实际就业量的变动，但由于局内人的作用，就业量的调整滞后。

4.2 经济滞胀的原因

总结



本章结论：货币政策有效

- 20世纪80年代，群星璀璨的一批年轻经济学家在**不完全竞争、不完善市场、不对称信息、相对价格粘性和“非市场出清”**的假设前提下，论证了货币非中性，完善了宏观经济学的理论基础，也解释了新古典综合派不能解释的滞胀现象。
- 他们的结论是：**政府的干预是有效的，但政府干预应该是温和的、适度和有原则的。**
- 如今，曾经年轻的经济学家们已渐渐老去，危机后的世界呼唤新的理论。

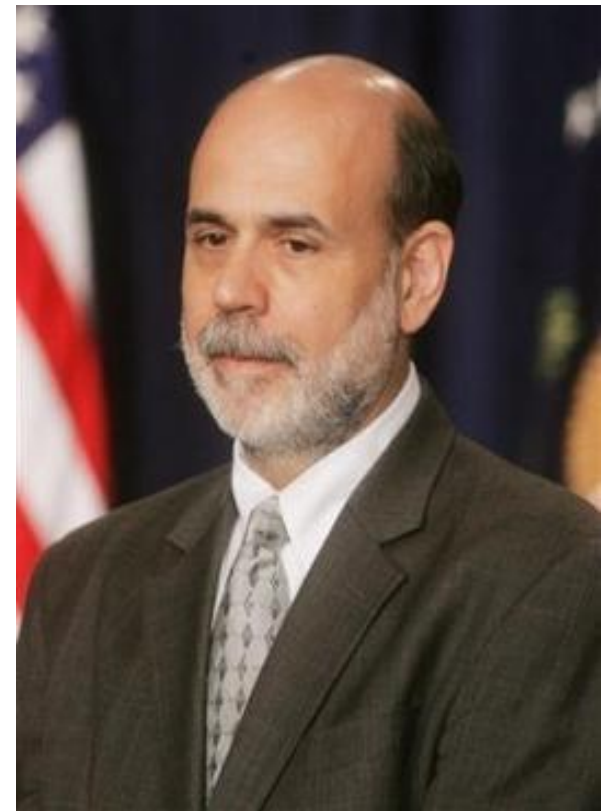
货币政策反思

5

对外经济贸易大学

美联储主席（2006） 本·伯南克

- 1975年获得哈佛大学经济学学士学位，1979年获得麻省理工学院博士学位。原普林斯顿大学教授。长期关注大萧条和通货紧缩问题的研究。
就任美联储主席后的主要观点：
 1. 2005年初：美国经常账户逆差不是美国过度消费的结果，而是世界其他国家过分节俭的结果。“世界正在遭受储蓄过剩煎熬”。
 2. 坚定地支持设立通货膨胀目标。



2007年，由美国次贷危机引发全球金融危机的反思。



5.1 货币政策规则：泰勒规则

- 泰勒规则是次贷危机前常规性货币政策的理论基础。
- 1990年代，美国通过预算平衡案，削弱了财政政策的需求管理作用，货币政策成为宏观调控的主要工具。美联储决定放弃实行了十余年的数量型规则，采用调整实际利率作为对经济实施宏观调控的主要手段。“泰勒规则”应运而生。



5.1 货币政策规则：泰勒规则

泰勒规则 (Taylor's Rule) 基本形式

- 1992年11月，泰勒规则在Carnegie Rochester Conference on Public Policy上提出

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*)$$

- 其中， i_t 表示美联储应该选择的利率水平，也叫做理论联邦基金利率， r^* 表示实际均衡利率；
- $(\pi_t - \pi^*)$ 表示实际通胀率与目标通胀率之差；
- $(y_t - y^*)$ 表示实际GDP与潜在产出之间的偏离，即产出缺口
- α 和 β 是大于零的政策系数，不同的取值表明美联储对不同指标的重视程度

5.1 货币政策规则：泰勒规则

泰勒规则 (Taylor's Rule) 基本形式

- 泰勒根据美国数据对主要指标和系数赋值：
- 货币政策通胀目标 π^* 和美国实际均衡利率为 r^* , 均为2%; α 和 β 均为0.5

$$i_t = 2 + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*)$$

$$i_t - \pi_t = 2 + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y^*)$$

- 政策含义

如果美国名义通货膨胀率为2%，产出缺口为零，那么，美联储最终的调控结果就是：名义利率保持到4%的水平，则实际利率保持到2%的水平。

5.1 货币政策规则：泰勒规则

泰勒规则 (Taylor's Rule)

- 泰勒规则是在传统货币数量论（费雪通货膨胀效应）、凯恩斯流动性偏好理论和弗里德曼的货币数量论基础上发展起来的。
- 泰勒公式内容简洁清晰，可以有效的解释1987-1992年间美国联邦基金利率的变动

泰勒规则与联邦基金利率变动比较：1987-1992

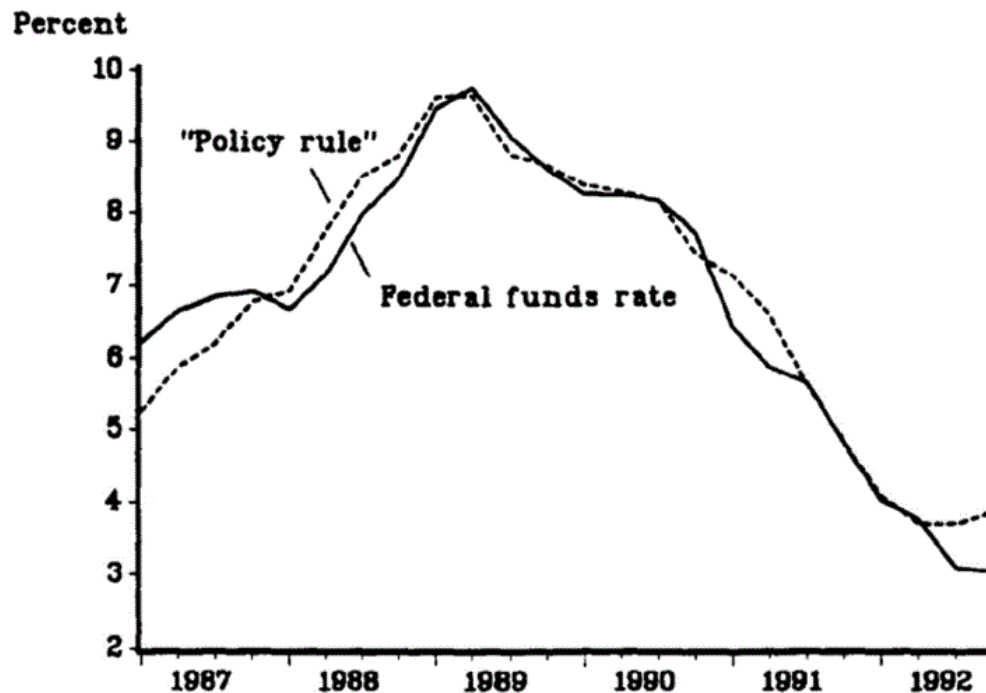


Figure 1. Federal funds rate and example policy rule.

5.1 货币政策规则：泰勒规则

泰勒规则 (Taylor's Rule)

- 泰勒规则一经提出，就受到了美联储关注；泰勒被请到美联储访问，向货币政策委员会解释这个规则，并根据要求调整参数，制作多个“版本”。
- 泰勒规则被赋予具有普遍意义的“规则”，成为央行常规（价格型）货币政策操作理论依据。
- 在1990年代到21世纪初期的“大缓和”时代，有27个国家央行采用了基于泰勒规则的利率规则。
- 但是，2003年-2005年美联储背离了泰勒规则，酿成资产泡沫和次贷危机。

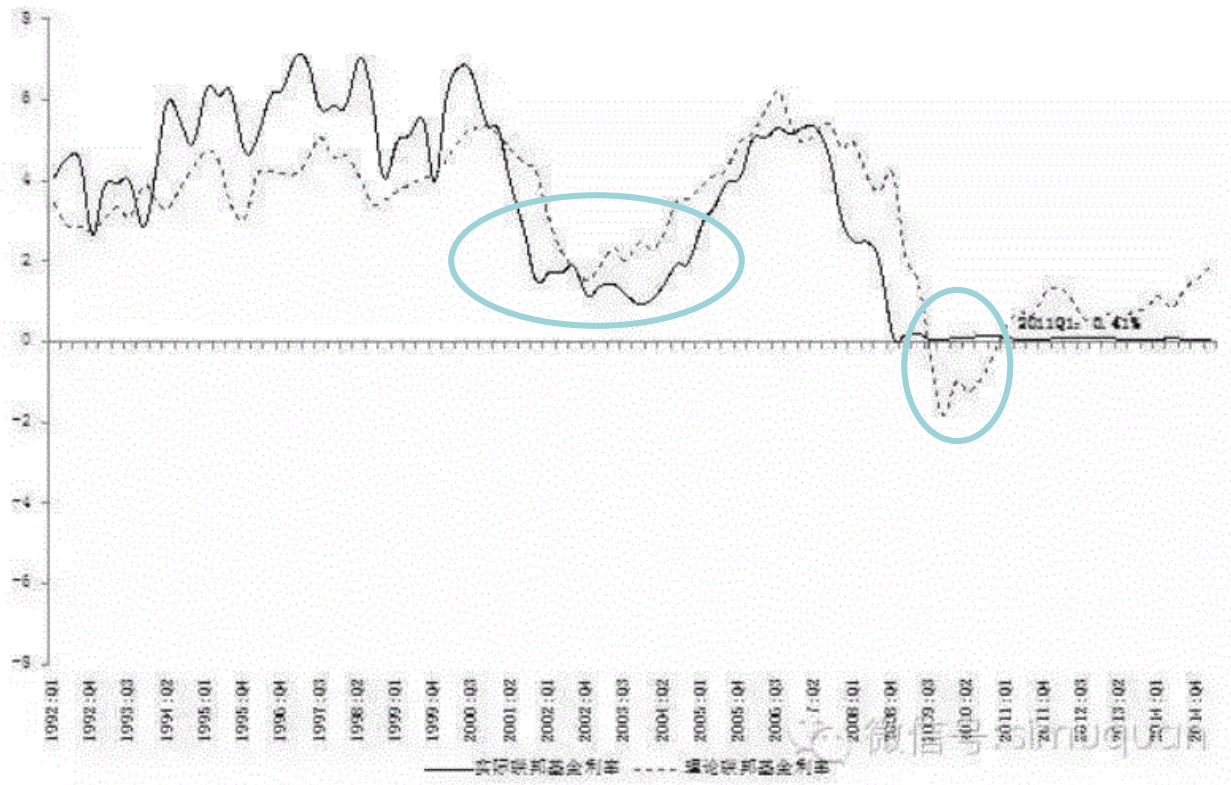
推荐文献：何帆，《泰勒规则、伯南克规则和耶伦规则：美联储加息决策机制分析》

5.1 货币政策规则：泰勒规则

泰勒规则 (Taylor's Rule)

- 2003年-2005年美联储对泰勒规则的背离

1992-2014年的泰勒规则与联邦基金利率走势





5.1 货币政策规则：泰勒规则

对泰勒规则的反思

- 怎样调整政策参数？
- 规则本身有局限性吗？



5.2 货币政策规则：反思利率规则

2008年全球金融危机的特点：

在实现物价稳定单一目标时，仍然发生了大危机！

- 危机之后，管理者和学者进行了深刻的反思，产生了丰富的思想共识和新的政策实践

5.2 货币政策规则：反思利率规则

1. 泰勒规则没有关注资产价格

- 根据泰勒利率规则，央行对基准利率的调整和对金融市场的预期管理，是把通货膨胀率（CPI）作为最核心的观察指标。
- 但利率规则的传导机制是资产组合的调整，特别是次贷危机以来，“央行资产负债表政策”和“资产组合再平衡渠道”是美联储和主要工业化国家央行货币政策的主要工具和传导渠道，而其基准利率的确定却主要根据商品市场决定的CPI来调整，甚至不把金融市场投资品的价格指数包括在判断与决策范围内。
- 因此，以泰勒规则为主要理论基础的货币政策无法对金融市场活动做出清楚判断与决策。



5.2 货币政策规则：反思利率规则

2. CPI的可靠性

- CPI在美国从创立到现在有近百年历史，但是对这个指数的争论与质疑从来没有停止过。
- 消费品物价指数（CPI, Consumer Price Index）也称零售物价指数或生活费用指数，是衡量家庭和个人消费的商品和劳务价格水平变化的指标。

5.2 货币政策规则：反思利率规则

2. CPI的可靠性

- CPI：一篮子消费品的计算方法
 - 关键：篮子内容的选择和比重的确定
 - 举例：选择一个典型消费者的消费篮子，确定一个基期
 - 假设一个典型消费者的消费篮子包括购买5个苹果和2个橘子，令基期为2010年，则2017年的CPI为：

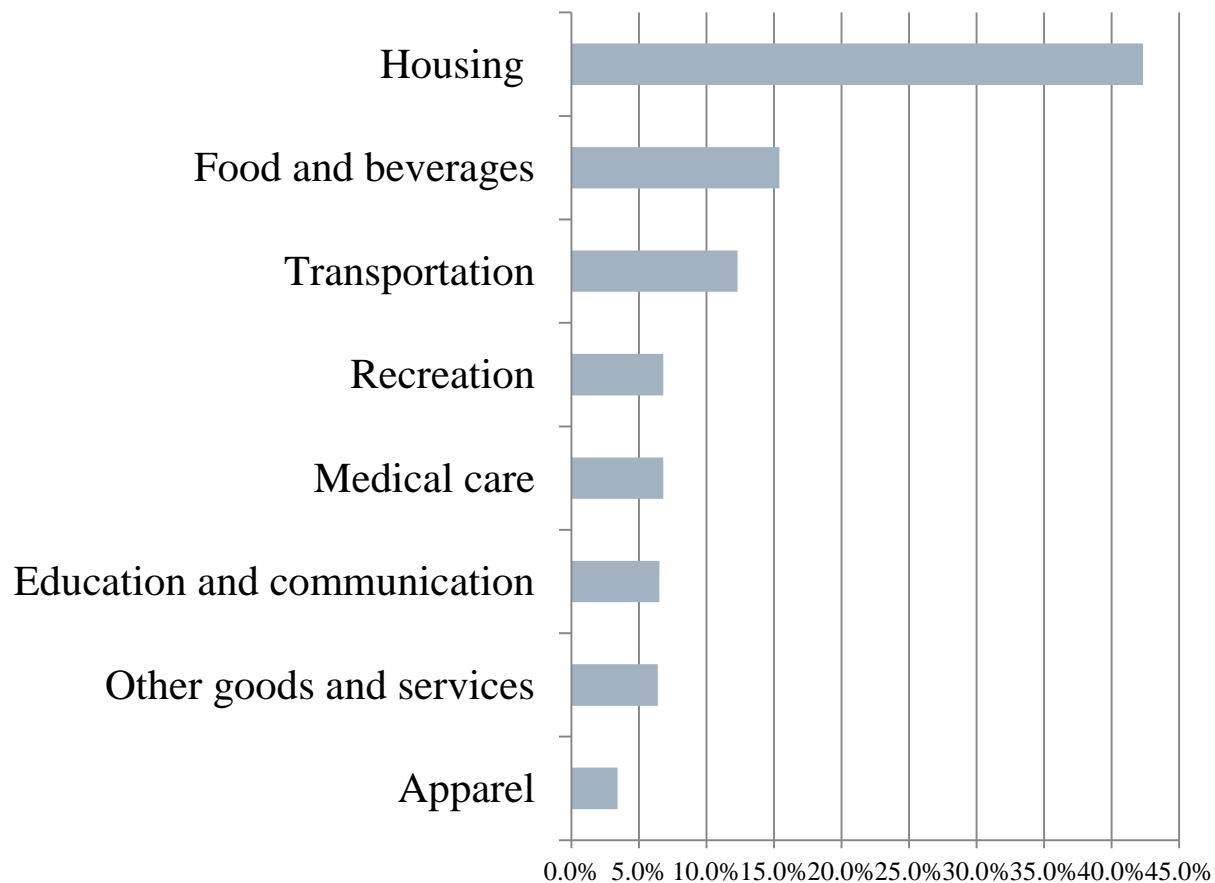
$$\text{CPI} = \frac{(5 \times 2017 \text{ 年苹果价格}) + (2 \times 2017 \text{ 年橘子价格})}{(5 \times 2010 \text{ 年苹果价格}) + (2 \times 2010 \text{ 年橘子价格})}$$

5.2 货币政策规则：反思利率规则

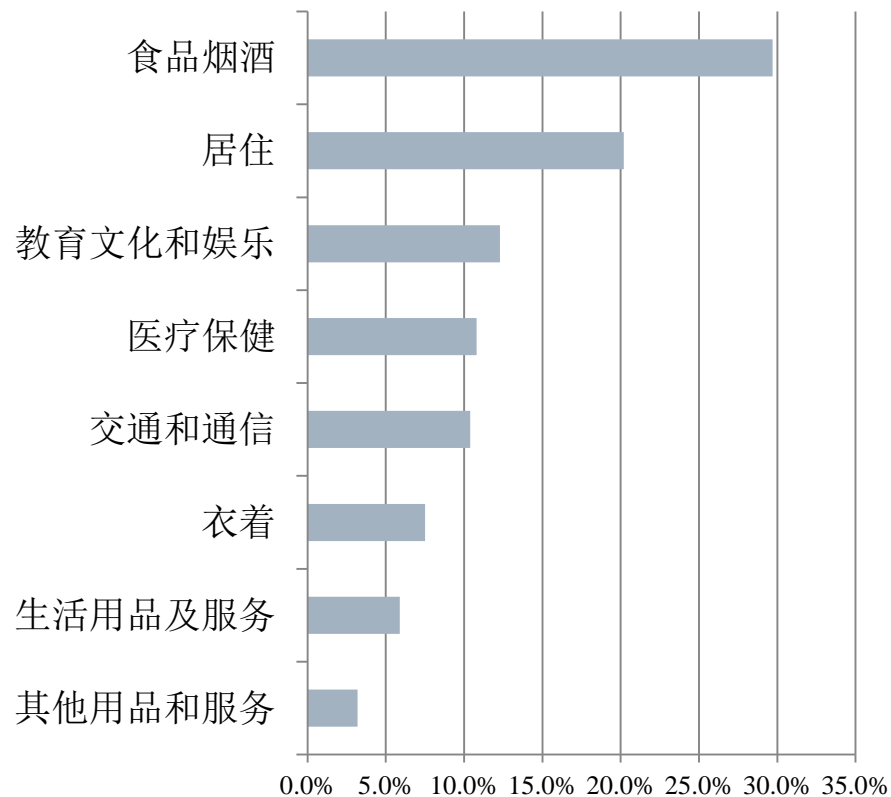
2. CPI的可靠性

- 中美CPI消费篮子的构成差异

美国CPI消费篮子构成（2015）



中国CPI消费篮子构成（2016）



5.2 货币政策规则：反思利率规则

2. CPI的可靠性

- CPI测算的困难
 - 要保证CPI 符合现实经济生活或结果公正是非常困难的；这个指数本身就是一种利益分配机制，触及到各种各样的利益关系，增加了对CPI 测算的困难。
 - 如果基准利率依赖于这种人为打造的CPI作为决策依据，那么，这可能导致货币政策的功能弱化或失灵。

5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

- 2009年初，BIS提出用宏观审慎的概念，提出：“大而不能倒”、顺周期、监管不足、标准不高等问题。
- 2016年8月31日，IMF、FSB和BIS联合发布了《有关宏观审慎政策要素：国际经验与教训》的报告，对宏观审慎政策进行了定义：宏观审慎政策利用审慎工具来防范系统性风险，从而降低金融危机发生的频率及其影响程度。



5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

宏观审慎政策的特征

- 首先，请同学们回顾第三章和第四章讲信用货币创造原理。
 - 贷款创造存款，资产创造负债。
 - 贷款业务在前，存款规模是事后的结果。
 - 从信用创造原理上讲，货币数量的变化是信贷业务扩张或收缩的结果，因此，货币政策的观测指标（ M_2 和利率）是事后结果，货币政侧重事后调节。

5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

宏观审慎政策的特征

- 其次，了解中国宏观审慎评估考核指标

| 7个方面 | 14大指标 |
|---------|---|
| 资本和杠杆情况 | 资本充足率（80分）、杠杆率（20分） |
| 资产负债情况 | 广义信贷（60分）、委托信贷（15分）、同业负债（25分） |
| 流动性 | 流动性覆盖率（40分）、净稳定资金比率（40分）、遵守准备金制度情况（20分） |
| 定价行为 | 利率定价（100分） |
| 资产质量 | 不良贷款率（50分）、拨备覆盖率（50分） |
| 跨境融资风险 | 跨境融资风险加权资产余额（100分） |
| 信贷政策执行 | 信贷政策评估结果（40分）、信贷政策执行情况（30分）、央行资金运用情况（40分） |



5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

宏观审慎政策的特征

1. 关注资产方，有一定前瞻性

- 货币政策关注资产负债表负债方，通过调整存款规模来实现政策目标，虽然强调预期管理，但事实上比较困难。
- 宏观审慎政策主要关注资产方，决策者则拥有许多非公开信息，有一定的前瞻性。

5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

宏观审慎政策的特征

1. 关注资产方，有一定前瞻性

宏观审慎政策

存款公司概况

| 资 产 | 负 债 |
|---|--|
| 国外净资产 (NFA) 国内净资产(NDA) 国内净信贷 (NDC) 对政府净债权 (NDCG) 对私有部门的债权 (CPS) 其他项目净值 (OIN) | 广义货币 (M2) 狭义货币 (M1) 流通中现金 (CY) 活期存款 (DD) 准货币 (QM) 定期存款和储蓄存款 (YD) 外汇存款 (FC) |

货币政策



5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

宏观审慎政策的特征

2. 利用规则界定信用创造可能性边界

- 货币政策通过市场价格机制来调节 M_2 ，宏观审慎政策则通过设定规则来实现。货币政策通过利率变化来控制信用扩张的速度，宏观审慎政策则通过限制借款人和金融机构杠杆来保证信用创造在可能性边界内。

5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

宏观审慎政策的局限性

- 宏观审慎政策是2008年国际金融危机后，货币当局加强金融监管，防范系统性金融风险的主要措施。
- 如同货币政策有其局限性一样，宏观审慎政策的局限性体现在：
 1. 监管办法的针对性较强，不仅每个工具的影响范围有限而且容易规避，容易导致监管套利
 2. 宏观审慎政策在政策目标上往往取决于社会公共决策等



5.3 货币政策规则：宏观审慎政策

双支柱宏观调控框架

- 因此，各国货币当局均将货币政策与宏观审慎政策共同构成一国的宏观调控体系。
- 2017年，中共十九大提出“构建货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架”。