

新货币主义经济学研究进展^{*}

任力 朱东波 洪喆

内容提要:新货币主义经济学是新近出现的一个经济学流派。它是在扩展基准模型的基础上,抓住现代货币与金融复杂化的核心特征,从交易摩擦的角度进行的理论创新,对菲利普斯曲线、价格粘性、银行体系、资产价格及其流动性、金融危机等问题做出新的解释。本文将新货币主义经济学与其他三种货币经济学从理论基础、金融中介、经济政策等方面进行的比较研究表明,要从特定的历史时代与经济背景来看待不同的货币经济学说及其政策主张。

关键词:新货币主义经济学 新货币经济学 弗里德曼货币经济学 新凯恩斯主义货币经济学

肇始于2008年的全球金融危机不仅是一场金融及实体经济的危机,也是西方货币经济学理论创新的一次契机。新的时代呼唤新的思想。近年来,以Williamson和Wright为主要代表的一个新的货币经济学派逐步形成,他们自称为新货币主义经济学(New Monetarist Economics),2010年他们正式提出“新货币主义经济学”这一概念是该学派形成的标志。新货币主义经济学在文献中也常简称为“新货币主义”(New Monetarist或New Monetarism)。这一学派名称的由来,是因为与弗里德曼货币经济学在强调货币重要性方面是一致的,尽管他们在某些重要议题上存在较大的思想差异。该理论不同于以Sargent & Wallace(1981)、Wallace(1981)、Fama(1983)、Cowen & Kroszner(1987)等人提出的基于货币职能理论与法律限制学派为内容的新货币经济学(New Monetary Economics,缩写为NME)。新货币主义经济学强调从交易摩擦、金融中介的角度,对诸如菲利普斯曲线、价格粘性、银行体系、金融危机等宏观经济学中的重要主题提出新的解释。本文的研究目的是分析新货币主义经济学的最新理论进展,并将其与其他货币经济学理论进行比较研究。

一、理论起源

新货币主义经济学的产生最早可追溯到20世纪70年代于明尼阿波利斯联邦储备银行举办的主题为“货币经济学模型”的会议。到了20世纪80年代,更多货币经济学研究成果出现,这一时期主要是指出了弗里德曼货币经济学和旧凯恩斯主义经济学缺乏理论基础等问题。进入21世纪,信息技术在金融中的广泛运用,经济发展对金融创新的促进以及金融系统复杂化,成为催生新货币经济学的现实背景。那么什么是新货币主义经济学呢?归纳Williamson & Wright(2010)的论述,新货币主义经济学具有五个特点:(1)具有接近现实的微观基础,这一特点要求宏观经济学及货币经济学的理论与政策建立在微观基础之上,且在理论逻辑上保持一致性。(2)突出货币的重要性,通过在交易摩擦建模中引入货币角色来理解货币现象及货币政策。(3)突出金融中介的重要性,银行或者非银行等金融中介是微观基础的重要载体,不同的金融中介其特点也不一致。(4)货币或金融中介的交易摩擦的建模需要在现实基础上进行抽象,力求简洁并且能够反映具体操作的实践特征。(5)原则上具有一个基础的理论框架,采取

^{*} 任力、朱东波、洪喆,厦门大学经济学院,邮政编码:361005,电子邮箱:renli@xmu.edu.cn, zdb_csu@126.com, hongzhe1989@qq.com。基金项目:国家社会科学规划项目(13BJL092);中央高校基本科研业务费项目(2013221011);中国博士后基金特别资助项目(2013T60633)。感谢匿名审稿人的修改建议,文责自负。

相同或者相近的假设和技术方法,用于在处理不同问题时能确保理论上的完善性、系统性、严格性。当然,具体建模时,这些原则并不是绝对的。其中,通过对交易摩擦建模来揭示现代货币与金融复杂化现象是新货币主义经济学的核心。

新货币主义经济学的突出特点是强调基准模型的作用。按照货币与商品可分性与否,新货币主义经济学基准模型的思想演变可分为三个阶段:第一阶段,是由 Kiyotaki & Wright(1993)所构建的基准模型的初级版本。模型中假定货币与商品均是不可分的,当事人是随机的,这一阶段搜寻模型的运用较好地体现了货币在减少交易摩擦中扮演的重要角色。第二阶段,以 Trejos & Wright(1995)与 Shi(1995)的研究为标志。与第一阶段相比,假设货币仍是不可分的,但放松对商品的假设,认为商品是可分的,将价格内生化的,以揭示法定货币与商品货币的不同特点。第二阶段还有一个明显不同于第一阶段之处在于均衡价格并不是有效的,即经济均衡时当事人不能获取足够的货币量满足其效用。相比于第一阶段的价格非内生决定,第二阶段的模型有明显的改进之处,但仍然假定货币不可分以致该模型不适合于实证研究以及政策分析。第三阶段,以 Lagos & Wright(2005)模型为标志。模型进一步放松货币不可分的假设,不考虑货币在代理者之间分布。第三阶段的模型被一些新货币主义经济学者发展成为一个新货币主义基准模型,并以此模型为基础,扩展到对货币经济学中的多个主题进行研究。下面我们来分析一下该模型的基本思想。

Lagos & Wright(2005)假设市场由带有等量商品、无限期存货的同质当事人组成,并且假定交易在两个阶段进行:阶段1中,当事人在分散市场(decentralized market,用DM代表)中进行交易,他们之间不能观察到对方之前如何做交易活动,也就是说,交易双方对对方商品、货币数量均不了解。由于交易在分散市场进行,随机相遇的甲、乙两个当事人有四种可能结果:当事人相互满足各自消费的双边匹配(a double coincidence);其中一方消费得到满足的单边匹配(a single coincidence);双方互不满足需求(此时不会发生交易)。另外,在分散市场交易中,当双边匹配时,使用对称纳什谈判方法,而当单边匹配时则采取广义纳什谈判法。在阶段2中,交易双方是在集中市场进行(centralized market,用CM表示)交易,交易进行中没有摩擦。类似DM上

的假设,由于存在不完全信息,交易双方均不能观察对方详细情况。在集中市场进行交易时,商品个别化不会产生双边匹配问题,交易与具体商品种类无关,因此可将集中市场商品视为一个总商品。

Lagos & Wright(2005)的基准模型的贡献在于:(1)克服了大多数货币经济学研究中存在的两个问题——货币模型过度简化以致无法反映货币要素的特点;货币角色不明确无法体现货币的空间、时间或信息方面的功能。(2)在传统的搜寻与匹配模型的基础上,假定当事人具有同质性、偏好一致性、交易双方完全无交集,并引入了货币持有分布的效用函数拟线性,克服了传统搜寻模型中货币持有分布的内生性问题。(3)不同于旧货币主义及新凯恩斯主义忽视货币在市场交易中的作用和货币减少交易摩擦的作用的情况,新货币主义在对货币的处理上,借助搜寻与匹配模型中的“空间分离”的概念,使得货币成为必要的交易过程中的关键摩擦,通过在搜寻与匹配模型中运用需求机制,使货币成为重要的交易媒介,提高了货币资源配置效率。(4)新货币主义经济学从现实出发对交易中的摩擦进行建模,将其理论建立于搜寻博弈的基础上,将交换中介加入函数以探讨交换中介在均衡中的作用,突出了交换中介的重要性,与传统的货币模型未能考察货币在交易过程中的机制相比具有进步意义。新货币主义经济学基准模型可通过被放松原有假设等方式来进行分析,具有可扩展应用的特点。

二、理论内容

新货币主义经济学在扩展基准模型的基础上,对现代经济学的菲利普斯曲线、价格粘性、银行体系、资产价格及其流动性、金融危机及其货币政策、凯恩斯无效率、弗里德曼规则最优性等理论做出了新的解释。

(一)新货币主义菲利普斯曲线

Wong(2011)提出了一个基于劳动力搜寻与市场分割的新货币主义经济学模型。该模型通过对市场分割及劳动力市场摩擦进行建模,得到了短期、长期的通货膨胀率与失业率之间的权衡关系。模型的核心观点是,模型中流动性效应来源于市场分割的存在。短期中,货币政策的流动性效应表现为货币增长的短期冲击可以增加企业的流动性,以支付更多的劳动力以及能够付出更多努力来搜寻劳动力,这在市场分割的帮助下通过从消费者手中重新分配

流动性得以实现。这种流动性使短期内失业率下降,产出水平上升。与此同时,货币增长的短期冲击使名义利率降低,均衡通货膨胀水平上升,由此可以得到一条新货币主义的菲利普斯曲线。虽然失业与通货膨胀之间呈负相关关系,但这并不能被解释为结构意义上的通货膨胀与失业之间权衡的存在。通货膨胀的上升本身并不会导致实际失业的下降。相反,它们均是由经济体基础因素决定的内生变量。具体地说,货币增长的短期冲击将导致名义利率的下降,但在长期中,货币增长变成永久性的时候,这种重新分配流动性的能力不太可能持续,因为经济主体有更长的时间来使流动性扭曲中性化。因此,长期来看,货币增长冲击并不能影响名义利率,名义利率主要受通货膨胀影响,即费雪效应起主导作用,货币增长的永久冲击减少了整个经济体的流动性,特别是企业的流动性。从而,企业雇佣劳动力的集约边际(intensive margin)及广延边际(extensive margin)均下降,经济体的失业率反而上升了。由于通货膨胀经常沿货币增长的方向移动,因此短期内的失业与通货膨胀之间的负相关关系在长期中转化成正相关。概括地说,Wong(2011)提出的新货币主义经济学的菲利普斯曲线模型预测货币增长的暂时冲击效应在长期将会发生逆转,该模型从流动性角度,结合劳动力搜寻与市场分割模型说明了短期内失业与通货膨胀之间呈现负相关,而长期内失业与通货膨胀的关系转为正相关。该模型为通货膨胀与失业之间关系的再认识提供了新的视角,并为政策建议提供了理论支撑。事实上,Wong的理论研究与美国经验数据显示的通货膨胀与失业间的关系正好保持一致。

(二) 搜寻摩擦与价格粘性

对于价格粘性,学术研究中要么直接假定价格为粘性,要么从实证角度论证价格粘性的存在性,这两种做法缺乏严格的微观基础。新货币主义经济学的贡献在于提出价格粘性是由产品市场中的搜寻摩擦产生的,这为价格粘性提供了一个强劲的微观基础。Head et al(2010)运用搜寻模型分析了价格粘性的微观基础问题,研究发现货币是中性的。在价格调整的具体机制上,他们假设在交易时期 t 中,分散市场中的价格分布由连续的累积分布函数 F_t 给出,其区间为 $(\underline{p}_t, \bar{p}_t)$, 其中 $\underline{p}_t < \bar{p}_t$ 。均衡时的状态确定了价格分布,但他们没有给出单个卖方的具体价格。事实上,每个卖方对分布区间的上下限之内

的任何价格水平均无差异,卖方给出的价格偏低或者偏高这两种情况下,卖方获得的总利润并不发生改变。当货币供应量从 M_t 增加至 M_{t+1} 时,均衡价格分布移动至 $(\underline{p}_{t+1}, \bar{p}_{t+1})$, 此时部分卖方将改变价格,而非全部。如果时间 t 的卖方价格 p_t 在时间 $t+1$ 的价格分布区间 $(\underline{p}_{t+1}, \bar{p}_{t+1})$ 之外,卖方将调整其价格。但是如果 p_t 在 $(\underline{p}_{t+1}, \bar{p}_{t+1})$ 区间内部,卖方将没有必要调整其价格。从而卖方在面对总体价格水平的持续变动时不需要经常变动价格,即使价格变动没有成本时也是如此。卖方可以在特定价格区间范围内,理性地忽视总体价格水平及货币政策的变动。粘性价格具有理论上的合理性,但是货币在这种情况下是中性的。如果中央银行发行新货币,价格区间会迅速充分地对此进行反应,但实际扩张并没有发生。因此,名义价格粘性并不必然能够使中央银行干预政策合理化。这一研究比传统粘性价格理论具有更好的微观基础和理论逻辑。

Head et al(2010)的研究发现不同于其他价格粘性模型研究的结论,为粘性价格研究提供一个新的经济学视角。该模型能够对个体价格调整的动态特征、平均价格持续时间、价格调整幅度、高通货膨胀时的价格调整频率和幅度等给出新颖的解释。从文献史来看,Head et al(2010)将 Burdett & Judd(1983)的研究扩展至动态一般均衡货币模型,遵循了 Lagos & Wright(2005)新货币主义基准模型的分析框架,假设存在分散市场和集中市场,当事人可以任意选择在哪个市场进行交易,Head et al(2010)的创新在于两点:(1)区分了分散市场与集中市场的功能,指出它们的不同之处在于分散市场存在信息摩擦、搜寻摩擦,使得分散市场交易仅能用货币作为交易中介,而集中市场则可以使用货币与信贷等。(2)不同于 Lagos & Wright(2005)的新货币主义基准模型中价格由卖方决定的机制,而是认为分散市场的价格由买卖双方讨价还价决定。

(三) 交易摩擦与银行体系

在 Williamson & Wright(2010)、Nosal & Rocheteau(2011)等新货币主义经济学基准模型方法基础上,Gu et al(2013)以当事人交易过程及促进交易的机构为研究重点,构建了基于新货币主义的银行模型,该模型具有四个特点:(1)货币发挥作用的原因在于交易摩擦。新货币主义银行模型考察了交易过程,阐明了货币以交易媒介的形式出现是内生且必

要的,其作用在于克服由摩擦产生的物物交易的困难,提供了对市场交易过程新的理解,清晰地揭示了货币发挥作用的原因在于交易摩擦。(2)银行存在的必要性。模型揭示了特定当事人如何接受存款、进行投资、放贷等类似银行的职能,通过论证银行中介机构不存在情况下配置的无效性,证实了银行等存在的必要性。另外模型充分考虑了银行的如下特征:银行可以吸收存款与进行投资;银行负债用于支持第三方的交易;两种情况都是源于有限承诺。对此,其他经济学模型要么仅考虑其一,要么均未考虑。新货币主义的银行体系研究从理论上论证了银行的必要性,认为没有银行职能的最优资产组合可能是次级的。(3)银行是内生的,是对承诺的一种回应。关于银行体系研究的其他文献多是基于信息摩擦而展开的,包括逆向选择、道德风险以及调查成本等。如 Leland et al(1977)、Boyd & Prescott(1986)将银行视为信息共享的联合体, Diamond(1984)、Williamson(1986)将银行视为利用规模收入提供信息的指定监视器,与基于信息摩擦的文献不同,新货币主义银行模型不但关注金融市场中存在信息摩擦,而且把研究重点更多地置于承诺问题,并以此逐步拓展至对一系列的交易资产、信贷安排及金融中介体系的分析。承诺问题至关重要的主要原因是,银行的作用涉及资源的跨期配置,而这取决于经济主体能否兑现自己的义务。在模型中,银行被视为相对可靠的经济主体,有更强烈的激励兑现自身的承诺,从而能够使银行存款充当支付手段的角色(如支票及活期存款支持的借记卡的内部货币)。银行体系的出现也是为了克服借贷过程中的承诺及执行问题,该过程同样是内生的。(4)新货币主义银行模型框架为分析信贷市场也提供了新的视角。Gu et al(2011)采取同新货币主义银行模型完全相同的模型设定与环境,研究了信贷市场,运用纳什谈判、瓦尔拉斯价格等,研究了分散均衡问题,鉴于信用情况自我实现特点,市场要么随时间定向波动,要么随机波动。

(四)流动性、金融摩擦与金融危机

Williamson(2012)基于 Lagos & Wright(2005)模型,结合金融中介理论,提出了一个关于公共流动性与私人流动性的模型,该模型中政府提供的是货币及政府债券两种资产。货币由中央银行发行,而债券则是财政当局的负债,中央银行的行动通常受财政当局行为的限制,最优货币政策取决于货币系统

的运行成本。

首先,Williamson(2012)仅考虑公共流动性。在其模型中,由货币当局设定政策,税收被动变化,货币系统运营没有成本,银行的作用在于,当个体的流动性需求不确定时,确保流动性能够得到有效分配。当模型达到均衡状态时,存在四种可能性:(1)在流动性陷阱的均衡下,名义利率为零,额外储备由银行持有,公开市场操作相对于均衡数量及价格在边际上是不相关的。(2)在弗里德曼规则均衡下,货币发行增长率保持不变,这种均衡状态不仅能够实现资源的最优化配置,而且还不存在银行系统,所有的交易均采用现金支付,但这在现实世界中并非最优的金融安排。(3)在充足的带息资产均衡下,非货币交易中的交易是有效的,带息资产不产生流动性溢价,公开市场操作会有明确效果,政府债券的公开市场购买提高的价格水平与货币注入的数量成比例,并且实际利率不受影响。(4)在稀缺的带息资产均衡下,带息资产会产生流动性溢价,反映在实际利率水平低于时间偏好率上,公开市场购买导致价格水平的成比例上升,不影响实际货币存量,公共流动性会更为稀缺,实际利率下跌,此时存在一个公开市场购买的去流动性效应,即与资产稀缺及流动性溢价相关的货币非中性。可见,前两种均衡都不涉及金融危机问题,而后两种均衡可能会引起金融危机。

其次,Williamson(2012)将非被动性的财政政策、货币系统的运行成本、私人流动性资产的生产逐步包含在模型中,研究金融摩擦如何影响金融危机,并提出2008年发生的金融危机具有三个明显标志:安全资产市场的利率水平下滑、风险债务与无风险债务之间利差的扩大以及信贷市场活动水平的降低,并认为私人流动性下降导致了金融危机。而造成私人流动性下降的因素包括:由于企业破产可能性上升或抵押物价值下滑等导致的企业家互相之间确认成本的提高;投资项目预期回报率下降;提供私人流动资产的风险上升。这些因素将导致贷款下滑、利差上升、违约率提高。多种因素综合作用下产生的均衡是风险溢价升高、贷款数量及实际利率下滑的稀缺的带息资产均衡。相比以往的金融危机对实体经济所产生的负面影响主要来源于零售支付活动的混乱,金融危机中并不存在此类支付,而主要是源自影子银行体系中流动资产的短缺。

最后,Williamson(2012)在政策上提出,为缓解流动资产短缺的现象,政府有时需要制定相关政策

进行干预,但采取的干预手段却不能够按照传统的大水漫灌的方式进行。因为短缺资产并非现金,而是带息资产。中央银行需要通过在公开市场上出售政府债务来缓解此类资产的短缺,由此带来的后果是实际利率的提高以及通货膨胀率的降低。这显然不同于旧凯恩斯主义所开出的药方。为了应对金融危机,政府应该缓解带息资产的稀缺程度,因此,此时的缓解行为主要涉及提高实际利率,通过政府债券的公开市场出售来实现。若是遇到像大萧条时期所涉及现金的流动性稀缺问题,需要中央银行在公开市场购买带息政府债务来加以缓解。该模型在“捕捉”危机时从风险资产以及无风险资产市场利率下降角度出发,借此来描述危机原因,抓住危机发生的直接诱因与对策,为金融危机与货币政策实践提供了合理的解释。

(五) 资产价格及其流动性

近年来,场外交易市场快速发展,抵押支持证券、公司债券、互换及其他衍生品等新的交易资产不断出现。新货币主义经济学也运用搜寻与协商模型来研究市场摩擦及政策影响等对上述新型交易资产的价格及其流动性的影响。归结起来,新货币主义经济学相关包括以下三个方面:

1. 资产交易过程中收益率和流动性如何决定资产价格。Lester et al(2012)所提出的新货币主义研究框架可以看作是基准模型的多元资产版本。在模型中,由于信息不对称,交易市场存在摩擦,买卖双方对于资产价值的确认只能通过资产的可辨认性来确认,由于资产的可辨认性影响资产流动性的大小,模型通过可辨认性将流动性内生,允许经济主体对信息获取的能力进行投资,这正是模型的新颖之处。当更多的卖方能够识别某种特定资产时,该资产的流动性上升,提高了交易过程的有效性,买方对资产的需求增加,价格相应地上升。当资产的价值更高时,卖方愿意为辨别资产的质量高低进行更多的投资。在模型中纳入流动性的情况下,资产价格并不仅仅取决于其回报率,还有交易服务带来的“流动性溢价”。流动性溢价表现为资产的价格超过其基础价格的部分,即资产带来的现金流量的现值。交易越困难,流动性溢价越大。在考虑存在股权与法定货币两种资产的情况下,该模型能够应用于考察货币政策与资产价格的联系。在信息内生的情形中,通货膨胀降低了对货币的需求,增加了对资产的需求,提高了资产的市场价格及对获得信息的激励。

因此,通货膨胀能够提升资产的流动性。该模型的一个应用是考察现金交易的比例内生化的情形,通过将交易过程内生,信息结构等基本因素的微小变化将对交易类型、流动性、资产价格、福利等方面产生影响。

2. 资产可靠性与流动性之间的关系。Venkateswaran & Wright(2013)讨论了这一问题。资源的跨期配置受有限承诺的阻碍,而资产可以作为抵押品为信贷活动提供担保,为信用交易提供支撑。但是问题的关键在于如果违约的话,可以收回多大比例的抵押资产,即资产可靠性如何,它直接影响资产的流动性。若资产可靠性上升,通货膨胀增加,根据蒙代尔一托宾效应,高通货膨胀下,投资者由于持有货币成本上升,将降低其现金支付余额,增加投资等。因此,在合理区间内的通货膨胀能够增加产出、就业率、投资、住房价格及数量、股票市场的价格等,非流动资产的名义回报也随通货膨胀一对一地上升,而部分流动资产的名义回报上升程度较低,从而通货膨胀降低了债券、资本与住房的实际回报,资产价格的上涨推进经济繁荣,在此情况下,福利水平也有所增加。但资产可靠性具有一定界限,进一步上升将导致资产泡沫的破裂,从而引发经济衰退。

3. 信贷违约强制执行的效率对资产价格、信贷约束及总体流动性的影响。Li & Li(2013)在模型中引入了银行体系和一种资产。该研究发现,如果银行能够无成本强制贷款的归还,那么资产价格将定为资产红利的现值。而在有限执行的情况下,如果信贷约束发挥作用的话,资产要求的价格将高于其基础价值。此类流动性溢价来源于信贷配给机制下贷款的边际收益高于借贷成本。伴随着执行效率的提高,信贷配给标准越严厉,流动性溢价水平越高。信贷约束的放松能够提高贷款一价值比,同时降低资产的价格。而当被排除出信贷市场的成本足够大,从而使得贷款一价值比的上升成为主要效应时,总的流动性和产出将伴随资产运作方式的进步而不断增加。

(六) 其他宏观经济学主题

新货币主义经济学除了对上述菲利普斯曲线、粘性价格等方面有理论创新之外,还在凯恩斯无效率、弗里德曼规则两个领域有新的理论发现,这表明该理论有较好的发展前景。

1. 凯恩斯式无效率论(Keynesian Inefficiency)。Williamson(2013)运用一个货币一劳动力搜寻模型对

凯恩斯式确定性及最优政策进行研究发现了这一思想,将凯恩斯式无效率定义为由于总需求不足而导致的劳动力、资本品、自然资源等资源未充分利用,从而未能达到经济体潜在的产出水平。这种无效率主要来源于在分散化交易中经济主体难以就交易结果达成一致。若将生产及销售均视为一个匹配的过程,可以将货币交易包含其中,并得以考察货币及财政政策对资源分配的影响。研究还发现,泰勒规则并不能消除不确定性,也无法产生最优的均衡配置。

2. 弗里德曼规则非最优论。弗里德曼规则本意是指货币发行增长率需要保持一个不变速度,经济当事人对通货膨胀形成稳定预期。在这一规则下,买方在价格接受机制下得到的剩余低于社会剩余,他们的搜寻强度水平较低。Hiraguchi & Kobayashi(2013)通过引入内生的搜寻强度与既定定价机制扩展了 Lagos & Wright(2005)提出的新货币主义基准模型。根据这一模型,在既定价格前提下,通货膨胀的微小变动增加了买者的个人收益与匹配强度,继而增加了社会福利。这表明,从新货币主义视角来看,对弗里德曼规则的适度偏离,通货膨胀率的微小变化,能够提高买方的剩余及搜寻强度,从而提高产出及福利水平,因此,弗里德曼规则仍有改进空间,即其并非最优选择。

三、理论比较

货币问题及其不同的理论流派的解释几乎贯穿着整部经济学说史,形成了一片货币经济学的理论丛林。除了前面提及的新货币主义经济学与新货币经济学之外,主流经济学中处于竞争地位的还有两种货币经济学说:一是现代货币主义,主要是由弗里德曼创立的货币学派,本文中采用 Lothian(2009)所说的弗里德曼货币经济学这一提法;二是新凯恩斯主义货币经济学,该派侧重于从新凯恩斯主义角度研究货币理论与政策,与新货币主义经济学之间具有千丝万缕的联系。本部分将新货币主义经济学与其他三种货币经济学理论从理论基础、价格粘性、政策主张等方面进行比较分析,进一步揭示新货币主义相对于其他货币经济学的特点。

(一) 理论基础

弗里德曼货币经济学的理论基础是现代货币数量论。弗里德曼强调货币收入或名义收入变化的主要原因在于货币数量论中货币存量的变化。弗里德曼(Friedman, 1988)的研究表明,实际货币量与收

入之比与股票价格之间呈现负相关,且负相关源于替代效应。弗里德曼 Friedman(1975)也重视短期与长期中名义货币与实际货币的数量变化。弗里德曼货币经济学更多地强调经验分析,对微观基础的分析不是他的研究重点。新货币经济学(NME)的理论基础有两个方面:一是货币的价值职能与交换职能的分离理论,这主要是 Fama(1983)的思想,货币职能需要由不同的载体承担;二是货币的法律限制观,按照 Hall(1982)的观点,货币是规制的产物,如果金融部门没有政府参与,货币不会存在,货币数量论仅仅在特定的制度安排下才是有效的,而 Wallace(1983)指出不同的制度框架会导致现有的货币理论分析完全无效。新凯恩斯主义货币经济学的理论基础是垄断竞争和价格粘性,基于这两点,才有货币非中性论与市场波动论。新凯恩斯主义非常强调价格粘性这一微观基础,整个理论体系建立在以粘性价格为代表的微观基础之上。而新货币主义经济学以交易过程中的搜寻及匹配为微观基础,这一点同新凯恩斯主义强调微观基础相似,但新货币主义经济学的微观基础更有说服力。事实上,新货币主义并不赞成新凯恩斯主义货币经济学价格粘性这一微观基础,而是通过引入货币的作用,解决由有限承诺及不完全记录引发的需求的双重巧合问题,这样货币在经济机制中的作用与现实更为吻合,对策措施也更具有现实操作性。可见,这四种货币经济学的理论基础是不一样的,弗里德曼货币经济学强调货币需求,需要考虑股票、债券等非货币资产收益率;新货币经济学理论侧重于货币职能及法律限制的作用;新凯恩斯主义则从微观企业的市场结构与价格变动的特点来搭建理论体系;新货币主义则在微观基础上走得更远,引入了搜寻与博弈论的思想。

(二) 价格粘性

所谓价格粘性,是指短期内价格水平的调整慢于市场供求关系的变化,即价格调整存在滞后性。在弗里德曼货币经济学中,价格粘性在短期非中性方面发挥了重要影响,但对货币政策却并不太重要。新货币经济学没有涉及价格粘性的问题。新凯恩斯主义货币经济学中,把名义粘性作为经济体系核心的扭曲因素,并以此作为宏观经济政策制定的基础。价格粘性存在的原因在于菜单成本论、隐含合同论、效率工资论以及局内人—局外人模型,由于短期内价格粘性的存在,货币在短期内是非中性的,因此相机抉择的宏观经济政策在短期内是有

作用的。新货币主义经济学与新凯恩斯主义货币经济学在价格粘性理论上存在严重分歧,部分在于新凯恩斯主义仅关注导致短期价格扭曲的名义粘性,并以此作为政策基础,而新货币主义则探索价格粘性内在的微观基础,认为价格粘性具有合理性及普遍性,价格粘性是内生于经济体系的一种结果,并不足以构成货币非中性的证据或能够为政策提供理论支撑。

(三) 菲利普斯曲线

弗里德曼货币经济学认为,中央银行应以稳定价格的货币发行控制为重点,存在短期的菲利普斯曲线权衡,但不存在长期的菲利普斯曲线权衡;应通过市场机制,而不用政府进行过多干预调控。新货币主义经济学不涉及菲利普斯曲线的问题,Wallace(1983)提出,通过实施法律限制,可以主动控制货币量,维护物价稳定,货币数量论仅仅在某种特定制度即数量关系的管制下才能够成立,否则货币数量论、货币流动性偏好理论都将失去意义。新凯恩斯主义货币经济学认为存在短期的菲利普斯曲线,在产出和通货膨胀之间进行权衡,但长期上这种交替关系是不存在的,近年来新凯恩斯主义经济学注重于货币政策目标的实现问题,Walsh(2003)对加入滞后通货膨胀的凯恩斯主义菲利普斯曲线估计显示,钉住通货膨胀目标优于保持价格水平稳定目标;Salemi(2006)用前瞻性新凯恩斯主义模型估计了美国1965—2001年的货币政策,显示通货膨胀目标比产出缺口目标更重要。新货币主义经济学继承了弗里德曼货币经济学的部分观点,认为短期内失业与通货膨胀之间呈现负相关,但也承认长期内失业与通货膨胀的关系转为正相关。在原因方面,新货币主义视角的菲利普斯曲线理论认为,模型中流动性效应来源于市场分割的存在,而新凯恩斯主义则强调菜单成本等原因。

(四) 金融中介

如何认识金融中介是实施货币政策及理解其有效性的关键。弗里德曼货币经济学通常将部分资产归类为货币,其他资产归类为非货币,除了货币的供给者以外,很少考虑金融中介的作用,也较少涉及货币的微观基础问题。新货币主义经济学理论认为,银行像其他公司一样,提供实际服务,银行资产组合并不影响实际物品总体均衡的细节。并且,记账单位的价格水平不会受到影响。新凯恩斯主义货币经济学则更加强调信贷市场以及金融中介所起的作用,认

为信贷市场以及金融中介存在的原因在于不完全信息,不完全信息的存在导致资本市场的完全以及信息成本的增加,进而激励金融中介的产生。由于银行与金融中介不可能搜集所投资项目的完全信息,也就是说即使金融中介等存在,资本市场仍带有不完全信息的特点。在金融中介理论的研究上,新货币主义经济学所做的分析要深刻得多。与弗里德曼货币经济学相比,新货币主义整体注重金融中介与中央银行之间的相互作用,即外部货币与内部货币的问题,弗里德曼的关注焦点始终在于中央银行。与新凯恩斯主义相比,后者认为货币和金融摩擦对货币政策的重要性微不足道,而新货币主义则将搜寻与匹配模型拓展至资本市场,承认正是资本市场成了搜寻与博弈理论应用的天然场所,许多资产(如抵押支持证券等)的交易是需要消耗搜寻与匹配成本的,交易过程需要经过讨价还价的协商博弈过程才能够达成交易结果。此外,新货币主义经济学还注重信贷与银行体系、支付与清算安排对于金融中介的影响。新货币主义经济学的研究为揭示现代货币及金融体系的运行机制提供了新的视角,使之更趋近于现实。总的来说,新货币主义经济学对金融中介建模提供了坚实的理论基础,揭示金融中介在提高社会福利水平、促进货币政策的传导机理等方面具有的创新意义。

(五) 经济政策

四种货币经济学在经济政策方面的比较,在五个问题上具有一定的分歧:(1)如何认识货币的重要性,新货币主义经济学、弗里德曼货币经济学、新凯恩斯主义货币经济学都承认货币的重要性,但新货币主义经济学却是一门主张“没有货币的货币经济学”,但该学派承认法律限制是个客观事实,货币是无法取消的,四种理论都认同货币政策对经济具有实质影响。(2)如何认识中央银行的作用。尽管四者都明确中央银行的重要作用,但侧重点不一,弗里德曼认为中央银行的职能在于严控货币总量增长率,新货币主义经济学理论体系下中央银行从事成本高于收益的金融中介业务或者对金融中介实行法律限制,新凯恩斯主义下的中央银行具有垄断力,它有规制金融机构的权力,具有决定资产负债表、贷款给私人部门、决定存贷款利率的权力。新货币主义经济学下,中央银行在现代经济中具有重要作用,管理公开市场操作,还能在理论上较好揭示金融摩擦怎样影响交易行为。(3)如何认识金融中介的作用,新货币经

济学未涉及金融中介的理论;新凯恩斯主义虽重视金融中介却轻视金融摩擦的作用;新货币主义经济学与弗里德曼货币经济学之间存在很大差异,前者认为银行在配置公共流动性与私人流动性中起着重要作用,而后者忽略了银行等金融中介在资源配置效率中的作用。(4)核心观点方面存在不同。弗里德曼主张宏观上坚持严格的货币总量增长率目标,实行单一规则的货币政策;新货币主义主张取消货币,但存在法律限制无法取消的情况下,需要实施金融控制,对货币基础以及银行和相关金融中介实施必要的管制;新凯恩斯主义主张政府需要采取相机抉择的政策行动,政府实行最优货币政策与信贷配给政策;新货币主义突出中央银行的公开市场操作,包括买卖政府债务等来调剂资产的余缺。(5)相机抉择或政策规则方面,弗里德曼货币经济学与新货币主义经济学同意政策规则,但弗里德曼反对相机抉择的货币政策及微调经济的政策工具,而新凯恩斯主义主张实行相机抉择的货币政策,新货币经济学则反对使用相机抉择或者政策规划,认为这些是导致经济不稳定之源。

以上我们将新货币主义经济学与其他三种货币经济学从理论基础、价格粘性、菲利普斯曲线、金融中介、经济政策等方面进行了比较分析。就其政策效果来说,很难说哪种理论与政策更好,哪种理论不好应该被抛弃。我们认为,要从特定的历史时代与经济背景来看待不同的货币经济学说及其政策主张。首先,弗里德曼货币经济学产生于20世纪50—60年代。在经济大萧条之后,凯恩斯主义学派取得了经济学正统地位,美英等国家推行扩张性经济政策而导致长时间的通货膨胀,最终引发20世纪60—70年代实践上的滞胀危机以及理论上的“凯恩斯主义理论危机”。弗里德曼货币经济学源于二战后凯恩斯主义应对“滞胀”危机的无力。其次,新货币经济学产生的理论背景在于“哈恩难题”(Hahn Problem)。20世纪60年代,英国经济学家哈恩(Hahn, 1966)对帕廷金的“实际余额效应”(Patinkin, 1965)理论提出质疑:为什么现实中没有内在价值的纸币在与其他商品和劳务交换时会具有正的价值?而货币均衡理论成立的关键是,货币必须具有正的价格。这两者之间的矛盾即有名的“哈恩难题”。20世纪80年代出现的新货币经济学派,跨出运用一般均衡理论求解货币价值的问题,探讨“货币为什么会存在”的全新的思路求解“哈恩难题”。新货币经济学派“法律限制”(Le-

gal Restrictions)理论的代表人物、美国经济学家Wallace(1983)批评传统货币理论体系是一种建立在先验接受货币及其价值存在基础上的理论体系,货币在经济中的特殊地位并非自然演进的结果,而是政府的法律限制所为。这是新货币经济学理论产生的理论背景。再次,20世纪70年代为应对上述“凯恩斯主义理论危机”,新凯恩斯主义货币经济学产生了。Phelps & Taylor(1977)等引入理性预期以及不完全竞争等观点,以此重建凯恩斯主义的微观基础,并将此理论体系称为新凯恩斯主义,其中专门研究新凯恩斯主义理论基础之上的货币理论及其政策的领域叫新凯恩斯主义货币经济学。最后,作为本文研究核心的新货币主义经济学产生的现实背景是2007年美国次贷危机引发的并随后波及全球的金融危机,其理论背景在于其他经济学在应对次贷危机中无力表现导致产生了新货币主义经济学。可见,四种货币经济学,由于产生于不同的历史背景,服务于不同的时代特征。这是理解他们理论差异的一个重要根源。新货币主义经济学紧紧抓住了金融创新,金融工具及衍生品层出不穷的现实,具有更强的现实基础。

四、小结

本文介绍了新货币主义经济学产生的背景和其基准模型,并就其对菲利普斯曲线、价格粘性、银行体系、资产价格及其流动性、金融危机等的分析进行了阐述,并将新货币主义经济学与其他三种货币经济学从理论基础、价格粘性、菲利普斯曲线、金融中介、经济政策等方面进行了比较研究,下面将其理论特点小结如下:

第一,新货币主义着重从微观交易的角度来考察货币的作用。引入货币使得新货币主义基准模型更贴近于现实,也更能模拟现实经济,提出的政策建议相较于货币主义、新凯恩斯主义更具有现实性。使用可供选择的分散市场和集中市场来代替家庭,这样不仅应对了货币分布问题,还能够处理其他经济学问题,而且还减少了同主流经济学以及那些认为货币主义缺乏微观基础的学派之间的分歧。

第二,新货币主义经济学致力于对交易摩擦建模,从而为货币交易及其他宏观主体提供合理而有效的微观基础,并由此延伸至对信贷、银行及资本市场交易的考察。新货币主义经济学模型能够回答中央银行的必要性及角色、中央银行货币政策的选择

依据及有效性、中央银行货币政策工具的效用等基本问题。新货币主义学派的经济学者所建立的经济模型使我们对货币克服交易过程中的摩擦、提高交易效率的作用有了更深入的认识,同时也让我们深入了解货币政策如何影响社会分配及福利的具体机制。

第三,四种货币经济学的理论异同,反映了不同货币经济学是信奉经济自由主义还是国家干预主义的问题。弗里德曼货币经济学与新货币经济学属于自由主义,他们信奉自由竞争和市场机制,主张最小程度的政府干预。新货币经济学甚至否认垄断货币发行的合理性,主张实行自由放任的货币金融制度。新凯恩斯主义认为,当经济体面临持续性的强大负面冲击之时,因为市场的自我调整过程是缓慢而痛苦的,对于宏观总量波动的政策干预是非常必要的,政府需要采取相机抉择的政策行动。新货币主义经济学对新凯恩斯主义的宏观需求管理政策进行了批判,否定了此类政策的有效性,主张实行规则政策。

第四,新货币主义方法建立在货币理论及金融中介与支付理论的基础之上,代表着近年来货币经济学在理论与实践方面的重要进步。未来新货币主义需要与其他货币经济学取长补短,促进理论创新与发展:一是从互联网金融等新金融现象来构建金融中介理论;二是建立起基于法律限制下的新货币主义经济学理论体系。

新货币主义经济学为货币交易提供微观基础上的合理性及社会有效性,并延伸至对信贷、金融中介及资本市场交易等的考察,回答了关于中央银行的必要性及角色、金融中介的作用等问题,提高了对货币政策影响社会分配及福利的具体机制的理解。对中国经济政策具有以下启示:

首先,根据新货币主义对菲利普斯曲线的研究结果,通货膨胀与失业之间短期内呈现负相关关系,而长期则呈现正相关关系。因此,尽管短期内适度的通货膨胀可能提高产出、投资与部分消费,但长期内仍需适当地控制通货膨胀。

其次,新货币主义学派认为,最优货币政策有赖于货币系统中的运行成本,如防伪设计、印刷货币、消灭破旧货币等直接成本,非法商品及服务的交易、逃税和盗窃等间接社会成本。因此,我国在制定具体货币政策时,为提高其有效性,有必要考虑其可能产生的运行成本。

再次,新货币主义经济学认为中央银行与金融中介在提高社会福利方面扮演重要角色。我国金融中介体系结构仍有待进一步深化改革,政府应实行“松紧有度”的差异化政策,在控制央行的根本地位同时,适当放松对金融中介等市场的管制,进一步刺激其拉动我国经济增长、提高社会福利的作用。

最后,当市场出现流动性短缺现象,政府应着手进行干预,但干预手段应增发带息资产等非货币。中央银行需要通过在公开市场上出售政府债务来缓解此类资产的短缺,进而提高实际利率,降低通货膨胀率。新货币主义对市场流动性短缺现象的分析为我国如何应对该问题提供了新视角。

参考文献:

- 江晴 颜鹏飞,2003:《新货币经济学与“哈恩难题”》,《经济学动态》第11期。
- Boyd, J. & E. Prescott (1986), “Financial intermediary coalitions”, *Journal of Economic Theory* 38(2):211-232.
- Burdett, K. & K. Judd (1983), “Equilibrium price dispersion”, *Econometrica* 51(4):955-969.
- Brunner, K. & A. Meltzer (1985), “The ‘new monetary economics’, fiscal issues, and unemployment”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 23(1):1-12.
- Clarida, R., J. Gali & M. Gertler (1999), “The science of monetary policy: A new Keynesian perspective”, *Journal of Economic Literature* 37(4):1661-1707.
- Cowen, T. & R. Kroszner (1987), “The development of the new monetary economics”, *Journal of Political Economy* 95(3):567-590.
- Diamond, D. W. (1984), “Financial intermediation and delegated monitoring”, *Review of Economic Studies* 51(3):393-414.
- Fama, E. (1983), “Financial intermediation and price level control”, *Journal of Monetary Economics* 12(1):7-28.
- Friedman, M. (1975), *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics*, University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1977), “Nobel lecture: Inflation and unemployment”, *Journal of Political Economy* 85(3):451-472.
- Friedman, M. (1988), “Money and the stock market”, *Journal of Political Economy* 96(2):221-245.
- Gu, C., F. Mattesini, C. Monnet & R. Wright (2011), “Endogenous credit cycles”, *Social Science Electronic Publishing* 121(5):940-965.
- Gu, C., F. Mattesini, C. Monnet & R. Wright (2013), “Banking: A new monetarist approach”, *Review of Economic Studies* 80(2):636-662.
- Hahn, F. H. (1966), “Equilibrium dynamics with heterogeneous capital goods”, *Quarterly Journal of Economics* 80(4):633-

646.

- Hall, R. E. (1982), "Monetary trends in the United States and the United Kingdom: A review from the perspective of new development in monetary economics", *Journal Economics Literature* 20(4):1552—1556.
- Head, A., L. Q. Liu, G. Menzio & R. Wright (2010), "Equilibrium price dispersion and rigidity: A new monetarist approach", PIER Working Paper, No. 10—034.
- Hiraguchi, R. & K. Kobayashi (2013), "On the optimality of the Friedman rule in a new monetarist model", CIGS Working Paper Series, No. WP13—005(E).
- Hülsmann, J. G. (2003), "New Keynesian monetary views: A comment", *Quarterly Journal of Austrian Economics* 6(4): 73—76.
- Kiyotaki, N. & R. Wright (1993), "A search-theoretic approach to monetary economics", *American Economic Review* 83(1): 63—77.
- Lagos, R. & R. Wright (2005), "A unified framework for monetary theory and policy analysis", *Journal of Political Economy* 113(3):463—484.
- Leland, H. E. & D. H. Pyle (1977), "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", *Journal of Finance* 32(2):371—387.
- Lester, B., A. Postlewaite & R. Wright (2012), "Information, liquidity, asset prices, and monetary policy", *Review of Economic Studies* 79(3):1209—1238.
- Li, Y. S. & Y. Li (2013), "Liquidity and asset prices: A new monetarist approach", *Journal of Monetary Economics* 60(4):426—438.
- Lothian, J. R. (2009), "Milton Friedman's monetary economics and the quantity-theory tradition", *Journal of International Money and Finance* 28(7):1086—1096.
- Nosal, E. & G. Rocheteau (2011), *Money, Payments, and Liquidity*, MIT Press.
- Patinkin, D. (1965), *Money, Interest, and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory*, 2nd ed, Harper & Row.
- Phelps, E. S. & J. B. Taylor (1977), "Stabilizing powers of monetary policy under rational expectations", *Journal of Political Economy* 85(1):303—330.
- Salemi, M. K. (2006), "Econometric policy evaluation and inverse control", *Journal of Money, Credit, and Banking* 38(7):1737—1764.
- Sargent, T. & N. Wallace (1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3):1—17.
- Sargent, T. & N. Wallace (1982), "The real bills doctrine versus the quantity theory: A reconsideration", *Journal of Political Economy* 90(6):1212—1236.
- Shi, S. (1995), "Money and prices: A model of search and bargaining", *Journal of Economic Theory* 67(2):467—496.
- Trejos, A. & R. Wright (1995), "Search, bargaining, money, and prices", *Journal of Political Economy* 103(1):118—141.
- Venkateswaran, V. & R. Wright (2013), "Pledgability and liquidity: A new monetarist model of financial and macroeconomic activity", NBER Working Paper, No. 19009.
- Wallace, N. (1981), "A Modigliani-Miller theorem for open market operations", *American Economic Review* 71(3): 267—274.
- Wallace, N. (1983), "A legal restrictions theory of the demand for 'money' and the role of monetary policy", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 7(1):1—7.
- Walsh, C. E. (2003), "Speed limit policies: The output gap and optimal monetary policy", *American Economic Review* 93(1):265—278.
- Wärneryd, K. (1990), "Legal restrictions and monetary evolution", *Journal of Economic Behavior & Organization* 13(1):117—124.
- Williamson, S. D. (1986), "Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing", *Journal of Monetary Economics* 18(2):159—179.
- Williamson, S. D. (2008), "New Keynesian economics: A monetary perspective", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 94(3):197—218.
- Williamson, S. D. & R. Wright (2010), "New monetarist economics: Methods", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 92(4):265—302.
- Williamson, S. D. (2012), "Liquidity, monetary policy, and the financial crisis: A new monetarist approach", *American Economic Review* 102(6):2570—2605.
- Williamson, S. D. (2013), "Keynesian Inefficiency and Optimal Policy: A New Monetarist Approach", FRB of St. Louis Working Paper, No. 2014—009A.
- Wong, T. N. (2011), "A new-monetarist Phillips curve", *SSRN Electronic Journal*, DOI: 10.2139/ssrn.1954233.

(责任编辑:刘新波)