

基地名称：中国都市经济研究基地

依托单位：北京大学

项目类别：北京市哲学社会科学“十一五”规划研究基地项目

我国货币政策最终目标框架的现实选择^①

长期以来，新凯恩斯主义和新古典经济学家们对于货币政策的有效性问题的分歧。双方既坚持各自的基本立场，又相互借鉴对方的分析方法。尽管卢卡斯(Lucas, Robert E. Jr.)和巴罗(Robert J. Barro)等新古典主义经济学家始终质疑新凯恩斯主义关于政府干预政策(包括财政政策和货币政策)的有效性，并在理论界获得很大程度的认可，但在实践中，新凯恩斯主义货币政策主张的运用不仅没有减少，反而逐渐成为各国金融宏观调控体系中最重要政策依据。为进一步巩固货币政策有效性的根本论点，新凯恩斯主义学者也接纳了“卢卡斯批评”(Lucas critique)(Lucas R., 1976)的观点，不断完善开放经济条件下货币政策最终目标的微观理论基础。

深入研究开放经济条件下货币政策的最终目标框架，对我国经济的长期平稳较快发展具有重要的现实意义。本文运用新凯恩斯主义一般均衡模型，选取更具有代表意义的效用函数形式，并结合我国当前的现实情况，对我国货币政策最终目标框架设计进行了论证，提出了相应的政策建议。

一、货币政策最终目标分析框架的形成

各国学者对货币政策的理解一直分歧较大。新古典学派对于货币政策的有效性始终抱有怀疑态度。首先，上世纪60年代和70年代，他们就对预期自我实现(self-fulfilling)条件下货币政策的实施效果提出疑问。Sargent和Wallace(1975)等人从多重均衡和价格决定的不唯一性等角度，论证了货币政策的无效性。其次，卢卡斯(1972)发现，只有未被预期到的货币政策才会对实际经济产生短期的影响。另外，真实经济周期理论也认为，实际经济波动与名义变量之间几乎没有关系，因此，货币政策对实际经济基本上没有影响(Kayland & Prescott, 1982; Long & Plosser, 1983)。上述理论的支持者都认为不要对货币政策的收效过于乐观，因而也无需讨论货币政策最终目标。

新凯恩斯主义经济学家们通过价格粘性模型等，深入分析货币政策的微观经济基础，并运用一般动态均衡理论等，论证了货币政策的有效性，提出了货币政策最终目标的基本框架。但是，长期以来，宏观经济学界对产出(就业)、通胀以及汇率在货币政策最终目标中的作用意见不一。直到近10年来，西方发达国家对通货膨胀目标制的认可度才逐渐提高。根据纯粹的通货膨胀目标制，一国货币政策的唯一目标是使通胀率与目标通胀率之差最小；灵活的通胀目标制则在通胀目标之外，加上产出缺口，货币政策既要使通胀率与其目标之差最小，也要使产出缺口与其目标之差最小，通常将通胀项前的权重设定得大于产出缺口项前的权重。在通胀目标制下，仅考虑通胀和产出缺口，其他经济变量(比如，汇率、资产价格、消费、贸易条件等)不作为货币政策最终目标单列，货币政策对这些变量的反应仅限于这些变量对通胀和产出缺口的影响范围之内；如果汇率和资产价格等变量的变化没有影响到当前或未来的通胀和产出缺口，按照通货膨胀目标制理论，则可以任其波动，货币政策不必做出反应。在货币政策实践中，英国、瑞典、新西兰等国家的货币当局已宣布正式采用通货膨胀目标制。

近年来，新凯恩斯主义学者对货币政策最终目标的论证作了进一步完善，分析脉络逐步清晰。突出地体现在以下几个方面：一是将货币政策最终目标的理论建立在对企业生产定价和消费者决策行为的微观分析基础之上。二是在论证货币政策对实体经济的影响时，强调模型与数

^① 本研究是教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“我国货币政策体系与传导机制研究”(08JZD0015)的阶段性成果。本文研究得到北京市哲学社会科学研究基地“北京大学中国都市经济研究基地”资助。

据的动态拟合效果。例如，基于对宏观经济时间序列数据的向量自回归 (VAR) 分析表明，美国联邦基金利率对名义总支出具有非常显著的影响。即使是在半年前已经被预期到的情况下，利率变化的影响仍会在未来持续几个季度。三是在一般均衡的分析框架内，将代表代理人 (Representative Agent) 的效用最大化作为评判政策目标合理性的依据，使得代表代理人经济福利最大化的货币政策目标函数，就是货币政策的最终目标。四是在推导货币政策最终目标时对代表代理人效用函数进行恰当的二次化，即对代表代理人的效用函数进行二次逼近。这种近似方法与 Linear-Quadratic (LQ) 优化控制框架相一致，易于与文献中大量有关最优货币政策的研究进行比较。

二、开放经济货币政策最终目标微观基础分析及其所涉及的经济关系

本文对上述新凯恩斯主义理论的结构和模型进行了重新梳理和推导。采用完全竞争劳动力市场假设，并选取与 Woodford (2003) 和 CGG (Clarida, Gali, & Gertler, 2002) 不同的更具代表性的代表代理人效用函数，结论更有广泛意义。

1. 模型分析

在两国经济模型中，本国 (H) 和外国 (F) 的家庭数量分别为 $1-\gamma$ 和 γ ，家庭用 z 代表，两国的偏好和技术都相同，在国内外金融市场上可交易所有必要的 Arrow-Debreu 证券。本国消费指数 C_t 包含国内产品消费 C_{Ht} 和国外产品消费 C_{Ft} ， $C_t \equiv C_{Ht}^{1-\gamma} C_{Ft}^\gamma$ 。消费物价指数 $P_t = k^{-1} P_{Ht}^{1-\gamma} P_{Ft}^\gamma$ ，其中 P_{Ht} 和 P_{Ft} 分别是国内和国外商品的本地价格， $k = (1-\gamma)^{1-\gamma} \gamma^\gamma$ 。用 P_{Ht}^* 和 P_{Ft}^* 分别代表国内和国外商品的外币价格，用 C_{Ht}^* 和 C_{Ft}^* 分别代表国内和国外商品的国外消费。商品的生产包括中间产品和最终产品两个环节，中间产品生产企业在 $[0, 1]$ 之间，用 j 表示，即 $j \in [0, 1]$ 。按照 Dixit & Stiglitz (1977)，企业 j 的劳动投入是 $H(j)$ 与各家庭所提供的劳动 $H(z)$ 之间的关系是：

$$H_t(j) = \left(\frac{1}{1-\gamma} \int_{z=0}^{1-\gamma} H_t(z)^\frac{\theta-1}{\theta} dz \right)^\frac{\theta}{\theta-1}$$

中间产品企业 j 产出是 $Y(j)$ ，产出与投入之间的生产函数是：

$$Y_t(j) = A_t (H_t(j))^\chi$$

最终商品生产企业采用 CES 技术，生产所需的投入是分布于 $[0, 1]$ 的中间产品企业所生产的中间产品，产出是最终产品 Y ，投入产出之间的生产函数是：

$$Y_t = \left[\int_{j=0}^1 Y_t(j)^\frac{\theta-1}{\theta} dj \right]^\frac{\theta}{\theta-1}$$

代表代理人的效用函数为：

$$E_t \left\{ \sum_{s=t}^{\infty} \beta^{s-t} [u(C_s; \xi_s) - \int_{j=0}^1 v(H_s(j); \eta_s) dj] \right\}$$

效用最大化的跨期收入约束条件为：

$$\sum_{s=t}^{\infty} E_t Q_{t,s} [P_s C_s + \frac{i_s - i_s^m}{1+i_s} M_s] = W_t + \sum_{s=t}^{\infty} E_t Q_{t,s} [\int_{j=0}^1 w_s(j) H_s(j) dj + \int_{j=0}^1 \Pi_s(j) dj - T_s]$$

其中， $H_s(j)$ 是中间企业 j 的劳动投入， ξ_s 和 η_s 分别是对消费偏好和劳动付出偏好的随机干扰， M_s 是第 s 期末的货币持有量， W_s 是第 s 期初的金融资产持有量 (满足 No Ponzi

Schemes 条件), $\int_{j=0}^1 w_s(j)H_s(j)dj$ 是第 s 期工资收入, $\int_{j=0}^1 \Pi_s(j)dj$ 是第 s 期利润分红收入, T_s 是第 s 期缴纳的税金, $P_s C_s$ 是第 s 期的实际消费与价格水平之乘积, $Q_{s,s+1}$ 是随机贴现因子。无风险利率 i_s 和持有货币的利率 i_s^m 满足无套利条件。由效用最大化的一阶条件、一价定律、市场均衡条件和贸易条件的定义 $S_t = P_{Ft} / P_{Ht}$, 可推出 $C_t = P_{Ht} Y_t / P_t = k S_t^{-\gamma} Y_t$ 。在相关均衡状态逼近展开后, 效用函数的形式变为:

$$U_t = -\frac{k\bar{Y}u_c}{2} \left\{ (\sigma^{-1} + \omega)(\hat{Y}_t - \hat{Y}_t^n)^2 + (\theta^{-1} + \omega) \text{var}_j \hat{Y}_t(j) \right\} + t.i.p. + O(\|\hat{Y}, \xi, \eta\|^3) \quad (1)$$

其中, \bar{Y} 由 $v_y(\bar{Y}; 0) / [u_c(k\bar{Y}; 0)k] = 1$ 决定,

$$\omega = \frac{\partial \log v_y}{\partial \log y} \Big|_{y=\bar{y}, \eta=0}, q_t = -\frac{v_{y\eta}\eta}{\bar{Y}v_{yy}} \Big|_{y=\bar{y}, \eta=0},$$

$$\hat{Y}_t^n = \log(Y_t^n / \bar{Y}) = (g_t \sigma^{-1} + q_t \omega) / (\omega + \sigma^{-1}) - \gamma \hat{S}_t (1 - \sigma^{-1}) / (\omega + \sigma^{-1}),$$

$$\hat{Y}_t = \log(Y_t / \bar{Y}), \hat{S}_t = \log S_t.$$

由最终商品生产企业对中间商品 j 的需求关系得出以下关系:

$$\text{var}_j \hat{Y}_t(j) = \theta^2 \text{var}_j \log P_{Ht}(j) \equiv \theta^2 \Omega_{Ht} \quad (2)$$

推导 Phillips 曲线的企业粘性定价模型来自 Calvo (1983)。生产中间产品的企业每期一部分产品价格不变, 这部分产品的数量占产品总数的 $0 < \alpha < 1$; 另外一部分产品价格会被调整, 这部分产品的数量占产品总数的 $0 < 1 - \alpha < 1$ 。根据 Woodford (2003), 推导出价格方差与本国物价通胀率的关系:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \Omega_{Ht} = \frac{\alpha}{(1-\alpha)(1-\alpha\beta)} \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \pi_{Ht}^2 + t.i.p. + O(\|\Omega_{H,-1}^{1/2}, \xi, \eta\|^3)$$

将上式代入 (1), 效用函数与通胀率 (本国商品价格变化率) 和产出缺口的关系为:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U_t = -\Xi \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t L_t + t.i.p. + O(\|\Omega_{H,-1}^{1/2}, \hat{Y}, \xi, \eta\|^3)$$

其中, 货币政策的损失函数 L_t 为:

$$\pi_{Ht}^2 + (\kappa / \theta) (\hat{Y}_t - \hat{Y}_t^n)^2 \quad (3)$$

$\kappa = (1-\alpha)(1-\alpha\beta)(\omega + \sigma^{-1}) / [(1+\theta\omega)\alpha]$ 。由此可见, 货币政策最终目标包括国内商品价格的变化率和产出缺口两部分并分别赋予特定的权重, 这一目标与代表代理人效用最大化一致。

以上分析有两项不同于以往研究的发现:

一是得出了产出缺口在企业边际成本之外与部门企业间资源配置扭曲之间的联系。产出缺口除了与企业边际成本有联系以外, 还与企业间资源配置的扭曲程度相关, 即:

$$\hat{Y}_t - \hat{Y}_t^n = \frac{E_j \log mc_t(j)}{\omega + \sigma^{-1}} + \frac{\omega(\theta-1)}{2(\omega + \sigma^{-1})\theta} \text{var}_j \hat{Y}_t(j) \quad (4)$$

产出缺口既包括了经济总量的内容, 也包括了经济结构的内容; 前者体现为等式 (4) 中的边际成本项, 后者表现为等式 (4) 中企业产出的方差项。

二是给出了贸易条件与本国产出之间的替代关系, 体现了国际经济竞争中各国之间的利益对抗性对本国货币政策的影响。开放经济条件下, 贸易条件集中体现了本国居民福利受国外因素的影响。贸易条件是国外产品的本币价格与国内产品的本币价格之比, 贸易条件恶化意味着国外产品相对本国产品变贵了。关于贸易条件的结论来自 (3), 在其他状况不变的情况下, 贸易条件恶化相当于本国产出下降, 两者之间的替代关系是:

$$d\hat{Y}_t = -\frac{(1-\sigma^{-1})\gamma}{\omega + \sigma^{-1}} d\hat{S}_t \quad (5)$$

2. 微观基础分析及其所涉及的经济关系

通过模型的推导，我们发现了一些重要宏观经济变量之间的关系。主要包括以下四个方面：

第一，消费总量和劳动总量与福利的关系。对福利影响最直接的总量是消费和劳动。我们发现，货币政策将产出缺口作为目标，缩小产出缺口实际上协调了消费和劳动的关系，由此增加福利。在本文特定的模型环境中，等式（4）将产出缺口分解，其中 $E_j \log mc_t(j)k$ 对应的企业的真实（real）边际成本；企业真实边际成本与劳动边际负效用绝对值和消费边际效用之比正相关。若产出缺口为零，企业的真实边际成本在福利最大化的均衡状态为 1（其对数为零），消费的边际效用和劳动的边际负效用满足福利最大化的条件 $v_y = u_c k S^{-\gamma}$ 。这也许是静态经济中最重要的总量关系，这一最优条件与价格机制（或者其它任何市场或非市场的激励机制）无关，直接从福利最大化得出。如果劳动总量和消费总量都不足，消费所带来的边际效用大而劳动的边际负效用小，真实边际成本低于 1，增加劳动和消费导致福利提高。相反，如果劳动和消费都过度，消费所带来的边际效用小而劳动的边际负效用大，真实边际成本大于 1，减少劳动和消费可以进一步改善福利。

第二，企业间的资源配置与福利的关系。货币政策缩小产出缺口和通胀（本国商品价格变化率）缺口，实际上也是在调整企业间资源配置的结构性扭曲，由此增加福利。我们发现，通胀（本国商品价格变化率）（见等式（3））和产出缺口的一部分（见等式（4））都对应企业产出之间的方差 $Var_j \hat{Y}_t(j)$ 。在本文特定的模型环境中，企业的技术和面对的市场条件相同，在福利最大化状态下，企业的产出水平相等。由于企业价格调整存在粘性，不同的企业可能定价和产出水平不同，带来企业和部门之间的资源配置偏离最优状态。

第三，贸易条件与福利的关系。货币政策将产出缺口作为目标，协调消费和劳动的关系以增加福利，是在一定的贸易条件下进行的。在福利最大化状态下，产出缺口为零，企业的真实边际成本为 1（其对数为零），贸易条件是福利最大化条件 $v_y = u_c k S^{-\gamma}$ 的一部分。外国商品价格上涨带来的贸易条件恶化使本国企业边际成本上升，均衡产出和就业下降。我们发现，在全球化背景下国家之间的利益冲突，集中体现在贸易条件方面。在其他状况不变的情况下，贸易条件恶化相当于本国产出下降，两者之间呈现负相关的线性关系（见等式（5））。贸易条件恶化给本国福利带来的负面影响，相当于本国产出一定程度的减少所带来的负面影响。相反，本国贸易条件恶化意味着外国贸易条件改善，这相当于外国产出一定程度的增加对外国福利所带来的正面影响。

第四，当期目标与未来目标的关系。货币政策的最终目标不仅包含当期的目标，而且包含未来的目标，货币政策的实施是在对当前目标和未来目标不断权衡过程中逐步完成的。在宏观变量（通胀和产出缺口）层面，货币政策的选择既在当期通胀和当期产出缺口之间，又在当期通胀产出目标与未来通胀产出目标之间。短期的通胀和产出水平与中长期的通胀和产出水平相关；由于货币传导机制的时滞性，货币政策对短期和中长期通胀和产出目标的影响程度不同。在总量和结构性变量层面，我们认为，货币政策关注当前的总量失衡，需要兼顾中长期的结构平衡。

三、对近期我国货币政策取向的建议

我国货币政策最终目标分析既要有微观理论基础，又要结合我国的具体情况。与上述微观基础分析相联系，我们提出短期内我国货币政策取向的政策建议。

1. 我国货币政策最终目标分析的独特性

我国货币政策最终目标分析的独特性可从总量、结构、外部因素和动态性四个方面加以描述。在金融危机爆发的背景之下，这四个方面体现了我国现阶段经济发展的一些基本特征。

总量方面：在金融危机的背景下，我国经济短期内迫切需要解决的是在总量方面的矛盾，迫切需要突破的是在总量方面面临的制约。短期内货币政策最终目标当中直接反映经济总量与福利关系的目标更为重要。具体来说，我国每年新增就业人口数量庞大（2008 年城镇就业人员新增加 1113 万人），必须保持一定的经济增长速度才能避免出现大量的失业（2008 年当年的经济增速为 9.0%）。理论上讲，增加劳务和消费可以增加福利，劳动者劳务付出增加导致边际负效用上升，消费增加使边际效用下降，这些因素导致均衡的实际工资水平提高。但实际上，在劳动和消费之间有生产-交换-分配等环节。在金融危机以前，外需对我国经济十分重要，2003 年到 2007 年经济增长速度一直在 11%以上。随着金融危机的爆发，外需的迅速消退使依靠国外市场需求获得较高经济增长速度的做法难以持续。要进一步提高经济增长速度，投资依然是内需增加的主要支撑。2009 年 1-10 月份，城镇固定资产投资 150710 亿元，同比增长 33.1%，比上年同期加快 5.9 个百分点。在当前许多行业产能过剩现象突出的情况下，投资不谨慎可能会加重产能过剩的严重程度。我国经济能否在总量上发展得快一些，关键不是生产能力，主要是市场对最终产品的持续需求。突破了市场总规模方面的制约，我国经济增长就能在不过度依赖投资的情况下增长得快一些。

结构方面：我国经济当中的结构性问题虽已积累到难以被忽视的程度，但面对金融危机所带来的经济衰退，短期内解决总量问题的迫切性更大，更何况结构性问题很大程度上也是由总量问题带来的。短期内我国货币政策最终目标中反映结构性问题与福利关系的目标权重可以小些。在我们所面临的结构性问题中，最突出的是产业结构不合理问题。某些产业存在和发展的理由主要不是商业上的考虑，而是社会效益和就业方面的考虑。由于存在就业压力，不合理的产能暂时还难以全部淘汰。不改变我国过度依赖投资的经济增长模式，产业调整就难以完全按照商业化原则进行。在来自就业方面的持续压力之下，结构性问题的解决将是一个较长的过程。

外部因素方面：开放经济条件下，我国货币政策有效实施的前提是平稳合理的贸易条件。贸易条件综合反映了我国经济发展的外部制约因素，这些因素包括：外部市场萎缩，贸易保护主义抬头，外商直接投资减少，能源和原材料价格波动加剧，全球气候变化和知识产权保护等。金融危机爆发以来，我国贸易条件恶化的趋势有所缓解，短期内未必构成最严重的问题；但是，贸易条件恶化的中长期趋势并没有根本扭转。2003 年以来，我国贸易条件整体趋于恶化，其中工业制成品的贸易条件逐步趋于平稳，但初级产品进口的价格大幅上涨，导致整体贸易条件的明显恶化。根据国家海关总署的数据，2008 年我国初级产品进口推动进口价格总指数上涨超过 40%，对进口价格总指数上涨的贡献度大于 70%。贸易条件恶化增加了我国企业生产的边际成本，伴随而来的是企业生产和就业的规模受到限制。贸易条件恶化挤压了我国经济增长和实现充分就业的潜在空间，可以完全抵消甚至大于货币政策优化对社会福利的贡献。

动态方面：金融危机爆发以来，外部经济环境迅速向不利方向转变，而国内消费尚不足以成为内需增长的引擎。在短期反周期任务加重，政策实施的空间被挤压的情况下，货币政策的重心不得不向短期目标倾斜，同时兼顾中长期目标。具体说，一方面，尽可能采用有利于中长期经济增长的措施来解决短期问题，避免出台不利于解决结构性问题的措施，另一方面，致力于中长期目标的各项政策须尽可能缓解短期面临的反周期任务，有利于提高短期政策的有效性。

西方发达国家与我国情况不同。在消费总量和劳动总量之间关系基本平衡的情况下，西方发达国家面临的主要是短期的结构性问题，比如，来自价格粘性的结构性问题。与此相适应，这些国家的货币政策最终目标框架赋予产出缺口较小权重，而将较大的权重赋予通胀缺口。我们认为，这一目标框架当前未必适应我国的实际情况。我国经济当前面临的总量问题较结构性问题更为紧迫，增加就业依然是最亟待解决的问题，而结构性问题（与发达国家不同）主要不是短期问题，要在中长期内逐步解决。产出缺口相比通胀率（国内商品价格的变化率）更多地反映总量问题，而两者背后都体现结构性问题。我国经济中现实存在的结构性问题比模型中的价格粘性问题复杂，基于价格粘性所推出的菲利普斯曲线有可能高估了物价与产出之间的替代关系。再有，我国居民储蓄行为对实际利率不敏感，但劳动供给对工资增长却比较敏感，用模

型的语言，这意味着较大的消费跨期替代弹性 σ 和较小的劳动替代弹性 ω 。根据（3）和（4），不难得出产出缺口前权重较大的结论。

2. 我国货币政策最终目标的现实选择

面对后危机和危机后的经济形势，我国货币政策最终目标的合理抉择尤其须在以下四方面具体结合我国的实际情况：

第一，前面结合我国情况得出的赋予产出缺口更大权重的结论，在当前形势下，具体体现在货币政策未来的取向上，就是在今后两三年内我国货币政策促增长的任务依然重于反通胀的任务。为更好地实现金融危机背景下反周期的金融宏观调控目标，短期内我们不得不优先解决更为迫切的问题。只要存在可持续的需求，短期内提高产出水平、拉动就业仍是政策目标的重点。自2008年9月份以来，我国央行适当调减公开市场操作力度，四次有区别地下调存款准备金率，合计调减2—4个百分点。五次下调存贷款基准利率，一年期存贷款利率分别累计下调1.62和1.89个百分点，我国经济已开始出现企稳回暖迹象，但基础尚不牢固。适度宽松货币政策趋向短期内不宜改变。

第二，货币政策在以产出缺口为重要目标的同时，不能过高估计潜在的经济增长和在资源有效配置条件下能够提供的就业岗位。尽管增加就业对福利的贡献最为直接的，一味增加就业并非没有代价；随着经济逐渐复苏，货币政策决策者越来越需要考虑为增加就业所付出的代价。美国上世纪“大萧条”之后长期执行促进就业的经济政策，将失业率目标定得过低，最终导致对经济的刺激政策效力降低，通货膨胀上升，出现了70年代的滞胀。以美国市场经济的规模、体制和战后在全球经济中的地位，尚不足以完全实现理想的就业目标；长期实施过高的就业增加计划，可能导致未来失业的增加。目前我国每年城镇新超过千万个就业岗位，是在一种特定的体制背景下实现的，存在一定的隐患，具体包括：一是地方政府财政收支的软约束。二是货币政策的财政化。三是企业缺乏可持续发展的理念。四是制度性歧视现象突出。总之，将就业和经济增长目标定得过高，短期内虽然有可能实现，但在微观机制没有理顺的情况下，代价却是资源配置被扭曲，不可持续的投资项目增加，将来为恢复资源的有效配置而进行调整可能要付出昂贵的成本。

第三，我国货币政策当前处于特殊时期，既不能进一步扩张信贷，又不能在经济回暖基础不巩固情况下实行紧缩政策。结合我国的具体情况，实现经济平稳较快增长和拉动就业，货币政策提供充裕的流动性只是必要条件，还需要将货币政策传导到实体经济中去，调动对资源的合理利用，增加实体经济对货币信贷的需求。金融危机爆发以来，美国和中国在这方面所面对的形势截然不同。中国的金融部门受危机直接影响不大，主要是通过受到冲击的实体经济间接地对金融部门产生了不利影响。中国问题的关键是实体经济出现了货币信贷需求下降的现象。如果这一趋势没有得到扭转，实体经济部门对货币信贷需求没有增加，单单为金融部门提供流动性，从货币和信贷的供应方面做文章，解决不了我国当前的问题。与我国情况不同，美国的金融危机起源于金融部门，由金融部门蔓延到实体经济。美国流动性短缺并非由于实体经济对货币的需求减少，而是由于金融系统对货币的供给下降。因此，美国出台的政策主要是向金融机构注入资本和流动性，增加对实体经济的货币供给。

第四，我国货币政策的传导机制主要依靠信贷渠道，利率市场化尚未实现，大多数企业的利率融资成本自金融危机爆发以来下降有限。信贷总量扩张通过金融机构的配给和行政部门对项目的审核而实现。在行政化而非市场化的货币政策实施过程中，对民营经济部门的制度性歧视被强化了，中小企业融资难的问题没有得到改善。相反，结构性的问题却被进一步突出了，重复建设，盲目投资和由此带来的产能过剩现象难以根除。为此，我们须积极推进金融体系的市场化改革，完善和强化市场化的货币传导机制——以利率作为主要操作工具通过金融市场传导货币政策，切实解决货币传导机制过程中存在的微观问题，通过降低融资成本刺激实体经济对资本积累的合理需求，将行政性的因素排除在外，逐步消除非理性投资冲动所带来的结构性问题。

四、结论

本文运用新凯恩斯主义模型，结合我国当前情况，对我国货币政策最终目标设计进行了论

证。为在金融危机背景下实现就业目标，我们建议，我国货币政策最终目标短期内使产出缺口目标的权重大于通胀的权重。这不同于西方各国赋予通胀较大权重的做法。

在分析金融危机对中美两国实体经济和金融部门不同影响的基础上，我们发现，为加快经济回暖、拉动就业和缩小产出缺口，我国货币政策当前的现实选择既不是进一步扩张信贷，也不是在经济回暖基础不巩固情况下实行紧缩政策，而是在保持货币信贷供给平稳增长的情况下，加强对实体经济部门的支持，使实体经济部门对货币和信贷的需求增加。

我们建议加快经济金融体制改革的步伐，为逐步解决经济运行存在的深层次问题和提高货币政策有效性创造更好的条件，化解由于投资行政化、信贷投放财政化和货币政策传导的非市场化所带来的问题，消除对民营经济部门的制度性歧视，使得民营经济部门（尤其是中小企业）能在拉动就业和促进经济增长方面发挥更大的作用。

最后，考虑外部经济环境的变化（尤其是外需的萎缩），我们建议避免将就业目标和潜在经济增长目标定得过高。追求过高的就业目标和经济增速，或许能够在短期内得以实现，但是实现这些过高的目标可能带来结构性扭曲，将资源集中在一些不该集中的领域和行业，将以资源配置使用的长期无效率为代价，短期的就业增加可能以未来调整时的大量失业为代价。综合考虑福利得失的动态特征，我们建议始终将就业目标和潜在经济增长目标定在可持续的合理水平。

参考文献：

1. Calvo, G. (1983). Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework. *Journal of Monetary Economics*, 12, pp. 983-998.
2. Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2002). A Simple Framework for International Monetary Policy Analysis. *Journal of Monetary Economics*, 49, pp. 879-904.
3. Dixit, A. K., & Stiglitz, J. E. (1977, June). Monopolistic Competition and Optimum Product Diversity. *American Economic Review*, No.67, pp. 297-308.
4. Friedman, M.B. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58(1), 页 1-17.
5. Kayland, E. F., & Prescott, E. C. (1982). Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, 50, pp. 1345-1370.
6. Long, J. B., & Plosser, C. I. (1983). Real Business Cycles. *Journal of Political Economy*, 91, pp. 39-69.
7. Lucas, R. E. (1972). Expectation and Money Neutrality. *Journal of Monetary Economics*, 4, pp. 103-124.
8. Lucas, R. (1976). Econometric Policy Evaluation:A Critique. In K.Brunner, & A. H. Meltzer, *The Phillips Curve and Labor Markets* (Vol. 1, pp. 19-46). Amsterdam: North-Holland.
9. Sargent, T. J., & Wallace, N. (1975). Rational Expectations,the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, 83, pp. 241-254.
10. Woodford, M. (2007). Globalization and Monetary Control. NBER Working Paper , 13329.
11. Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.

（作者：刘伟 中国都市经济研究基地 首席专家 教授
李连发 中国都市经济研究基地 研究人员 副教授）