

doi:10.3969/j.issn.1674-8131.2012.01.007

# 中国 IS—LM 曲线的特殊性探讨\*

## ——基于投机性货币需求扩展的理论分析与计量检验

叶志鹏<sup>1</sup>, 徐莉莉<sup>2</sup>, 鲍潇颖<sup>1</sup>

(1. 浙江工商大学 经济系, 杭州 310018; 2. 浙江农林大学 天目学院, 杭州 311300)

**摘要:**通过对凯恩斯投机性货币需求理论二元货币市场结构的扩展, 重构我国的 IS—LM 模型, 得出 IS、LM 曲线斜率均为负的假定; 利用 1990—2008 年统计数据, 对我国 IS—LM 曲线进行计量检验, 结果支持我国 LM 曲线斜率为负的假定。我国 LM 曲线向左上方倾斜的主要原因有三: 一是主要采取调节存款准备金率或者直接调节利率的方式对货币供应量进行调控, 而非通过债券市场调节货币供应; 二是金融市场结构不是简单的货币、债券二元市场结构, 还包括股市、楼市等; 三是利率低市场化。研究表明, 我国的财政政策比货币政策更能增进产出水平。应加快债券市场发展, 完善央行调控货币供应的工具体系, 维护币值稳定, 抑制楼市及股市投机现象, 并继续推进利率市场化和国有企业改革。

**关键词:** IS—LM 模型; 凯恩斯货币需求理论; 利率市场化; 投机性货币; 债券市场; 财政政策; 货币政策; 货币供应调控; 二元金融市场结构

中图分类号: F015; F810; F820

文献标志码: A

文章编号: 1674-8131(2012)01-0044-08

# Discussion on Special Characteristics of IS—LM Curve of China

## —Theoretical Analysis and Quantitative Test Based on the Extension of Speculative Monetary Demand

YE Zhi-peng<sup>1</sup>, XU Li-li<sup>2</sup>, BAO Xiao-ying<sup>1</sup>

(1. Department of Economics, Zhejiang Gongshang University, Zhejiang Hangzhou 310018, China;

2. Tianmu College, Zhejiang Agriculture and Forestry University, Zhejiang Hangzhou 311300, China)

**Abstract:** By extending the dual monetary market structure of Keynesians speculative monetary demand theory, China's IS-LM Model is restructured, the assumption which the slope of both IS curve and LM curve is negative is arrived at. Based on statistical data from 1990—2008, the China's IS-LM curve is quantitatively tested, the results support the assumption of negative slope of China's LM curve. The reason for that China's LM curve is inclined to left upward side is that domestic monetary supply quantity is mainly controlled by adjusting savings preparation requirement ratio or direct adjustment of interest rate but not by the approach of treasury

\* 收稿日期: 2011-11-09; 修回日期: 2011-12-18

基金项目: 浙江省大学生科技创新活动计划(新苗人才计划)项目(2011R408011)

浙江工商大学 2010 年度大学生科技创新(重点)项目(1050XJ1710108)

感谢浙江工商大学经济学院孙敬水、陆云航、刘彤老师以及金融学院陈小蕴老师给本文提出的有益评论。

**作者简介:** 叶志鹏, 男, 浙江衢州人; 墨湖经济研究社研究员, 浙江工商大学经济系, 主要从事货币金融、产业经济研究; Tel: 15088601708, E-mail: newturn@126.com。

徐莉莉, 女, 浙江衢州人; 浙江农林大学天目学院市场营销系。

鲍潇颖, 女, 浙江义乌人; 浙江工商大学国际经济与贸易系。

bond market, that the financial market is not simple dual market structure of money and bonds but includes stock market, real estate and so on, and that interest rate is adjusted by marketization. The research shows that China's financial policy can increase more output level than monetary policy, China should accelerate bond market development, perfect instrument system of central government's adjusting monetary supply, maintain the stability of money, restrict speculation of stock market and real estate market and continue to boost the reform of interest rate marketization and state-owned enterprises.

**Key words:** IS—LM Model; Keynesians monetary demand theory; interest rate marketization; speculative money; bond market; fiscal policy; monetary policy; monetary supply regulation; dual financial market structure

## 一、引言

IS—LM 模型由希克斯(Hicks, 1937)提出,并由汉森、莫迪利安尼、克莱茵、帕廷金等人逐步完善,在宏观经济分析领域中一直有着十分重要的地位(张晓晶,2002)。IS—LM 模型以凯恩斯货币需求理论为理论依据,描述了利率与国民收入水平之间的关系。IS—LM 模型很好地将货币市场与产品市场相结合,适用于分析财政政策和货币政策运用的时机与效果,因而常被作为宏观经济学与宏观政策制定的核心分析工具。

然而,经典的 IS—LM 模型并非完美无缺。自模型提出以来,对它的批评就一直广泛存在(Taylor, 1995),并且出现了对经典 IS—LM 模型进行各种改造的学说(Bernanke et al, 1988; Meltzer, 1995),甚至出现了很多替代性的分析框架(King, 1993)<sup>①</sup>。对 IS—LM 模型的批评可分为两种形式,一种是对模型的完全抛弃与替代,另一种则是基于原有模型基础之上的改造,本文的分析属于后者。

2000 年以来国内学术界对 IS—LM 模型的研究文献逐渐增多。关于我国 IS—LM 曲线的研究主要集中在以下三个方面:对 IS—LM 模型的宏观政策效果分析、对 IS—LM 模型的修正与扩展、对 IS—LM 曲线的估算与形状探讨。

高铁梅等(2001,2002)运用可变参数模型描述了我国 IS—LM 模型的动态特征,并对财政与货币政策的传导机制进行深入分析。段宗志(2003)提出投资对利率反应不敏感、边际消费倾向低、消费水平不足等因素制约我国宏观经济政策效果。贺俊等(2002)认为目前难以比较财政政策与货币政策的作用大小;司春林等(2002)认为频繁改变制度会增加政策的不确定性,而财政政策比货币政策更能刺激产出;李文娟(2005)则认为由于模型中一些

变量具有政策性,因此应该实行双稳健的财政货币政策。

张晓晶(2002)通过分析金融创新对交易频率、实际投资的利率弹性、金融投资的利率弹性这 3 个渠道的影响,将金融创新变量纳入 IS—LM 模型;陈永新(2005)对 IS—LM 模型进行扩展,针对不同汇率制度下的货币政策效应进行分析;申树斌(2009)则把资产价格(托宾 Q)引入 IS—LM 模型,探讨资产价格与宏观经济的相互影响。但这些文献并未从凯恩斯货币需求理论的角度对 IS—LM 模型进行重构。

与此同时,针对我国 IS—LM 模型估算的研究逐渐出现(陈长彬等,2004;曹镇富,2009),但估算的结果却出现不一致的现象。其中,曾宪久(2001)认为 IS、LM 两条曲线均落在正常区间之内,且 IS 曲线的斜率要大于 LM 曲线的斜率;与此相反,胡海鸥(2001)则认为由于我国货币供给和利率变动方式的特殊,我国的 LM 曲线的倾斜方式与经典理论相反,是向左上方倾斜的。争论的焦点集中于 LM 曲线的形状上,另外一种观点则认为 LM 曲线形状难以确定(任太增,2000;李殊等,2002)。值得注意的是,认为我国 LM 曲线向左上方倾斜的观点与经典 IS—LM 模型不相一致。虽然胡海鸥(2001)首先提出我国 LM 曲线斜率为负,并强调在凯恩斯货币需求理论中,国债市场对于投机性货币需求的重要意义,但遗憾的是,其并未对我国 LM 斜率为负作出模型上的解释与修正,也未进行相关计量检验。

IS—LM 模型是基于凯恩斯货币需求理论之上的,虽然凯恩斯货币需求理论分别被鲍莫尔、惠伦、托宾模型修正(杨小勇等,2007),但这 3 个模型仍有许多问题。基于股市楼市投机与货币供应( $M_2$ )

<sup>①</sup>国际学术界对 IS—LM 模型的各种改造的文献综述,请读者参阅方福前发表于《科学与研究》2004 年 8 期的《IS—LM 模型的新发展》一文。

存在负向作用的考虑(邓永亮等,2010),同时考虑到债券市场与股市楼市在我国存在完全不同的投资特征以及货币需求函数表现为低利率弹性的特征(高云峰等,2006),本文对投机性货币需求进行扩展,将投机股市与楼市的金融资产纳入凯恩斯投机性货币需求模型,在此基础上对 IS—LM 模型进行重构,进而利用最新统计数据进行计量检验,并重点讨论我国财政政策与货币政策的有效性问题的。

## 二、我国 IS—LM 模型的构建

### 1. 模型假设

(1)在 IS—LM 模型的构建中,我们探讨的是三部门经济,即  $Y = C + I + G$ , 社会总产出由消费、投资与政府支出构成。

(2)将凯恩斯投机性货币需求理论中的二元货币市场结构扩展为四元货币市场结构。把投机性需求细分为国债市场投机需求、股市投机需求和楼市投机需求,即分析四元金融市场:货币、债券、股票与商品房。进行扩展的理由是:由于目前中国金融市场结构发育较不完善,股市与楼市在更大程度上表现出投机需求(邓永亮等,2010),加之近几年的楼市与 2008 年金融危机之前的股市都表现出明显的泡沫性,而我国货币需求函数表现出高收入弹性和低利率弹性特征(高云峰等,2006),因此结合我国实际对投机性货币需求进行扩展是必要的。

(3)在凯恩斯货币需求理论中,假定投机性货币需求为负,即利率下降导致债券价格上升,进而民众手中持有更多货币用于投机。然而,当前的宏观经济复杂得多,我国每次实施利率下降的扩张性货币政策,几乎都伴随着股市楼市的同步升温,利率与投机性货币需求呈现高度正相关已得到经验证明(见后文)。因此,本文假定国债投机需求系数为负,股市投机性需求系数与楼市投机性需求系数为正。

### 2. IS 曲线的推导

IS 曲线反映的是实体经济领域的均衡。其中包含了消费函数和投资函数,均衡条件为投资等于储蓄,即  $I = S$ 。根据经典 IS 模型推导方法,将投资函数与消费函数通过总支出函数进行综合,便可推导出 IS 曲线。即:

$$Y = (C_0 + b_0 + G)/(1 - c) - b \times i/(1 - c) \quad (1)$$

其中,设  $A = C_0 + b_0 + G$ ,  $A$  为自主性支出,则:

$$Y = A/(1 - c) - b \times i/(1 - c) \quad (2)$$

### 3. LM 曲线的推导

在传统凯恩斯货币需求理论中,货币需求被分为交易性货币需求、谨慎性货币需求与投机性货币需求,其中,谨慎性需求可以归于交易需求中。因此,货币需求可分为交易需求与投机需求两种,而我们将投机性需求扩展成国债市场投机需求、股市投机需求与楼市投机需求 3 种。LM 曲线推导如下:

假定交易性货币需求是收入的线性函数,则交易性货币需求为:

$$L_1(Y) = kY \quad (3)$$

假定国债市场投机需求、股市投机需求与楼市投机需求函数均为线性函数。根据模型假设可得:

$$\text{国债市场投机需求 } L_2(i) = -h_1 i$$

$$\text{股市投机需求 } L_3(i) = h_2 i$$

$$\text{楼市投机需求 } L_4(i) = h_3 i$$

则,投机性货币需求:

$$L_5(i) = L_2(i) + L_3(i) + L_4(i) \\ = (-h_1 + h_2 + h_3)i \quad (4)$$

其中,  $h_1 > 0, h_2 > 0, h_3 > 0$

当货币供给与货币需求相等时,货币市场达到均衡。我们假定货币供应为外生变量,即  $M_d/P$ 。其中,  $M_d$  为名义货币供给,  $P$  为当期价格指数。根据方程(3)、(4),我们可以推出 LM 曲线:

$$M_d/P = L_1(Y) + L_5(i) \\ = kY + (-h_1 + h_2 + h_3)i \quad (5)$$

因此推导出利率与收入的关系:

$$Y = M_d/kP + (-h_1 + h_2 + h_3)i/k \quad (6)$$

### 4. 扩展后的 IS—LM 模型

根据式(2)和式(6),我们得到扩展投机性货币需求后的 IS—LM 模型:

$$\begin{cases} Y = A/(1 - c) - b \times i/(1 - c) \\ Y = M_d/kP + (-h_1 + h_2 + h_3)i/k \end{cases} \quad (7)$$

改进后的 IS—LM 模型仍处于  $i - Y$  空间中,只是多了  $h_2$  与  $h_3$  两个新增解释变量,而正是由于这两个新增解释变量的引入,改变了 IS—LM 模型的原貌。

## 三、我国 IS—LM 模型的特殊性讨论

我们看到,在式(2)中,利率  $i$  的系数为  $-b/(1$

-c), 由于  $c < 1$ , 因此, 系数小于 0, 所以, IS 曲线斜率为负, 向左上方倾斜。而在式(6)中, 利率  $i$  的系数为  $(-h_1 + h_2 + h_3)/k$ , 需要进一步的讨论:

当  $-h_1 + h_2 + h_3 < 0$ , 即  $h_1 > h_2 + h_3$  时, 利率  $i$  的系数为负。在这种情况下, IS—LM 曲线呈现出传统的左右交叉形状, 如图 1 所示; 当  $-h_1 + h_2 + h_3 > 0$ , 即  $h_1 < h_2 + h_3$  时, 利率  $i$  的系数为正。在这种情况下, IS—LM 曲线将呈现出与传统曲线形状完全不同的结果, 如图 2 所示。

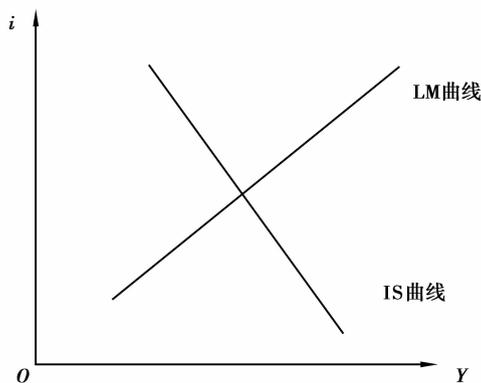


图 1 当  $h_1 > h_2 + h_3$  时, 利率  $i$  的系数为负情况下的 IS—LM 曲线

从我国宏观经济形势来看, 图 2 所示的 IS—LM 曲线更符合我国实际情形。在我国, 由于金融市场发育尚未完善, 投机行为盛行, 当央行实施宽松货

币政策时, 往往导致大量闲置资金涌入股市和楼市进行投机, 抬高股指与房价, 制造大量经济泡沫。2002 年至 2010 年在以宽松货币政策为主旋律的宏观调控背景下, 全国房价猛涨, 大城市的房价平均水平甚至接近 2 万元/平方, 股指更是上涨至 6 000 点左右, 之后受到金融危机的影响才大幅回落, 泡沫破灭。而 2009 与 2010 年持续的宽松货币政策更使得楼市与股市产生新一轮的泡沫。如图 3 所示, 我国 1997—2008 年实际利率变动与房地产投资额变动之间呈现明显的负相关性, 回归结果表明, 拟合度  $R\text{-square} = 0.7083$ , 相关系数为  $-0.8416$ , 表现为强负相关性。

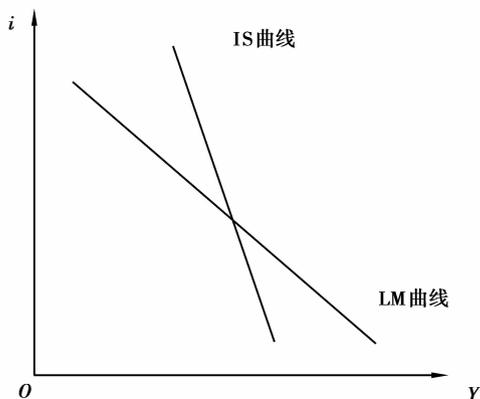


图 2 当  $h_1 < h_2 + h_3$  时, 利率  $i$  的系数为负情况下的 IS—LM 曲线

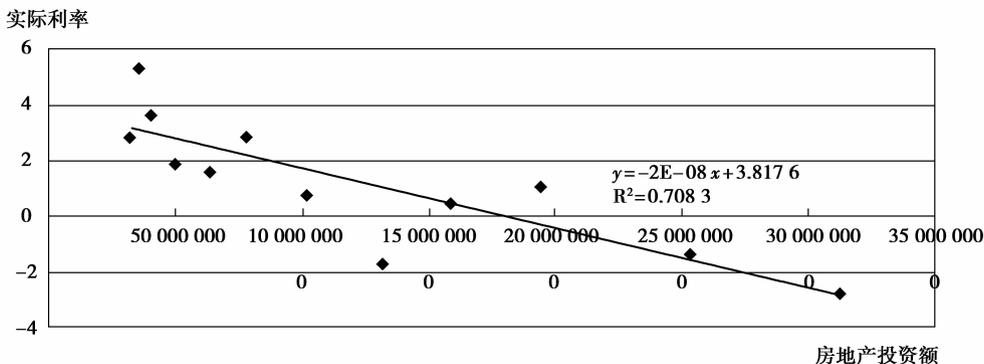


图 3 1997—2008 年我国实际利率变动与房地产投资额变动散点图

不仅楼市如此, 我国股市更是表现为极强的投机性。由于我国股票市场制度不健全、公众是股票市场最大投资主体、上市公司实施低派息政策等原因, 共同导致我国股市具有极强的投机性, 并且还有学者通过实证检验证明我国股市对  $M_2$  具有负向作用(邓永

亮等, 2010)。在我国, 与股票和房地产等“只买涨、不买跌”的炒作性金融资产不同, 债券资产的投资特征表现为“低价买进、高价卖出”, 而这正是在凯恩斯投机性货币需求理论中只包含债券资产的原因。现实中, 由于股市楼市等投机性需求与债券形成反

向抑制作用,使得货币政策在一定程度上失灵,而经典凯恩斯投机性货币需求理论对此是缺乏解释力的。总而言之,由于我国投机性金融市场的欠发达,导致了我国 LM 曲线斜率为负的特征。

#### 四、我国 IS—LM 模型的计量检验

通过对传统凯恩斯货币需求函数的改造,构建了中国特殊的 IS—LM 模型,并结合我国宏观经济的实际运行情况作出了 IS 曲线、LM 曲线倾斜均为负的假定,而 LM 斜率为负的假定与经典 LM 曲线不相一致,因此有必要进行实证检验。下面将利用 1998 年至 2008 年《中国统计年鉴》数据对这一假定进行计量检验。

##### 1. 计量样本与参数的选取

根据式(6)  $Y = M_d/kP + (-h_1 + h_2 + h_3)i/k$ ,我

们可以将  $Y$  视作因变量,即被解释变量;将  $M_d/P$  与  $i$  视作自变量,即解释变量,由此进行二元回归方程拟合。因此,我们需要的数据有  $Y$ 、 $M_d$ 、 $P$  与  $i$ ,其中  $Y$  为社会总产出,用实际 GDP 变量来表示; $M_d$  为货币供应量,用狭义货币供应量  $M_1$  来表示; $P$  为价格指数,用消费者价格指数来表示; $i$  为历年利率,由于利率可由多种利率形式来表示,比如活定期存贷款利率、银行间同业拆借利率等,综合考虑利率自由浮动度、数据可搜集性等因素,我们选择一年期存款利率<sup>①</sup>扣除物价波动因素后的利率水平作为我们的利率变量。

经查阅《中国统计年鉴》《中国金融统计年鉴》(1991—2009),扣除物价波动因素,获得如表 1 所示的变量数据表:

表 1 1990—2008 年物价指数、实际 GDP、实际利率、实际货币供应量数据表

年份	物价指数 $P$ /%	实际总产出 $Y$ /亿元	名义利率 $i$ /%	实际利率 $i$ /%	$M_1$ /亿元	$M_1/P$ /亿元
1990	3.1	18 106.52	9.36	6.26	6 950.7	6 741.71
1991	3.4	21 065.28	7.56	4.16	8 633.3	8 349.42
1992	6.4	25 304.02	7.56	1.16	11 731.5	11 025.85
1993	14.7	30 805.51	10.08	-4.62	16 280.4	14 193.90
1994	24.1	38 837.92	10.08	-14.02	20 540.7	16 551.73
1995	17.1	51 916.08	10.08	-7.02	23 987.1	20 484.29
1996	8.3	65 721.69	8.33	0.03	28 514.8	26 329.46
1997	2.8	76 822.02	5.67	2.87	34 826.3	33 877.72
1998	-0.8	85 082.94	4.59	5.39	38 953.7	39 267.84
1999	-1.4	90 950.36	2.25	3.65	45 837.2	46 488.03
2000	0.4	98 819.28	2.25	1.85	53 147.2	52 935.46
2001	0.7	108 892.90	2.25	1.55	59 871.6	59 455.41
2002	-0.8	121 303.10	1.98	2.78	70 881.8	71 453.43
2003	1.2	134 212.20	1.98	0.78	84 118.6	83 121.15
2004	3.9	153 877.10	2.25	-1.65	95 969.7	92 367.37
2005	1.8	179 977.80	2.25	0.45	107 278.8	105 381.90
2006	1.5	208 791.60	2.52	1.02	126 035.1	124 172.50
2007	4.8	245 520.60	3.47	-1.34	152 560.1	145 572.60
2008	5.9	283 918.80	3.06	-2.84	166 217.1	156 956.70

①在本文的利率变量选择中,参考了高铁梅、王金明发表于《金融研究》2001年第3期《我国货币政策传导机制的动态研究》一文中的利率选择方式,即选择一年期存款利率作为利率变量。

## 2. 检验结果与分析

我们将 LM 曲线方程假定为:

$$Y = a + bM/P + ci + u$$

其中  $u$  为随机误差项。

运用 Least Squared 计量模型估计法,对 LM 曲线进行回归拟合。回归方程:

$$Y = 11\ 967.61 - 132.732\ 3i + 1.626\ 051M/P$$

$$T = (3.997\ 638) \quad (-0.330\ 416) \quad (40.552\ 85)$$

$$R^2 = 0.990\ 370 \quad \text{adj } R^2 = 0.989\ 166$$

$$F = 822.742\ 7 \quad P(F) = 0.000\ 00$$

$$DW = 0.641\ 014$$

上述计量结果的参数通过经济意义检验(即符号检验),得出  $M/P$  系数为正与事实相符,而利率  $i$  系数为负,即利率与国民产出呈负相关性,则表明与经典 LM 曲线模型不符的结论。LM 曲线回归方程的拟合优度、方程的显著性均通过检验。同时,由表 2 和表 3 可知,计量模型通过异方差和多重共线性检验。

表 2 对变量异方差检验(White 检验)

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.424 391	Prob. F(5,13)	0.279 5
Obs * R-squared	6.724 852	Prob. Chi-Square(5)	0.241 9
Scaled explained SS	3.622 936	Prob. Chi-Square(5)	0.604 9

表 3 对变量进行多重共线性检验

	Y	I	M
Y	1.000 000	-0.023 938	0.995 140
I	-0.023 938	1.000 000	-0.015 910
M	0.995 140	-0.015 910	1.000 000

通过进一步对 IS 曲线进行回归分析可知,IS 曲线斜率大于 LM 曲线斜率,因此 IS 曲线相比而言更为陡峭。由此可以描绘出具有中国特色的 IS—LM 曲线形状。

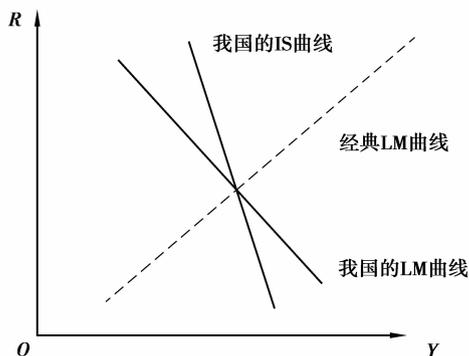


图 4 中国特殊的 IS—LM 曲线

## 3. 模型解释

在凯恩斯货币需求理论中,货币需求主要由

投机性货币需求与非投机性货币需求两部分构成。一般而言,随着收入的增加,非投机性货币需求也随之增加,这是国内外学术界公认的事实。而对于投机性货币需求,利率的降低对投机性货币需求的作用并不明确,西方发达国家往往呈现出反向关系,在我国则呈现出正向关系,即利率降低,公众持有的投机性货币也随之降低,货币大量流入股市楼市进行投机。通过对比我国与西方发达国家的金融市场结构特征,可将原因主要归结为以下三点:

### (1) 央行调节货币供应量的方式不同

我国央行与西方发达国家的央行采用不同的调节货币供应量方式,在一定程度上造成了我国正向的投机性货币需求函数。在西方发达国家,央行(如美联储等)主要采用买卖国债的方式对国内货币供应量进行调节。例如,美联储购买大量国债增加供给后,其市场利率便会因此下降,而因美联储的高价购买国债使得公众纷纷卖出国债,所以当期利率上升、国债价格下跌时资金纷纷进入债市用于赚取其中的价差。在这个过程中,利率的下降导致公众持有更多投机性货币以伺机投机,从而其投机性货币需求函数必然是负函数,即 LM 曲线向右上方倾斜。

然而,我国债券市场受到信用评级的限制而规模较小,国债市场较不发达,而地方债券市场更是

尚未形成。央行主要采取调节存款准备金率或者直接调节利率的方式对国内货币供应量进行调控,而较少通过公开市场操作业务即买卖国债来调节市场的货币供应量。当然,之所以较少采用买卖国债的调控方式与我国债券市场的不成熟与较窄的购买对象有一定的关系。因此,当央行通过直接减息来增加货币供应时,我国债券市场的利率水平在短期内并没有太大的波动,而又由于利率的降低使得储蓄存款减少,进而刺激大量资金进入债市进行保值(此时,公众预期债券价格将会上涨),国债价格便会上升,从而公众的投机性货币需求便会减少。这样,我国的投机性需求函数便会呈现出一种正函数的情形。

### (2) 金融市场结构的不同

凯恩斯货币需求理论的一个重要假设前提便是货币、债券二元金融市场结构,即公众在存款与购买债券两种投机方式之间进行选择。然而,我国目前的金融市场结构却不是简单的二元市场结构,诸如股票市场、楼市,甚至古董市场都可以包含进来。本文通过对凯恩斯投机需求理论模型的扩展发现,当股市楼市正向投机需求系数大于债券负向投机需求系数时,LM 曲线则向左上方倾斜。

市场利率降低导致公众减少银行存款持有的推理与我国近年来的宏观形势非常吻合。当面临长期通胀压力时,公众会寻求股市楼市等投机性市场进行保值增值;而当利率下降时,资金筹措成本降低,这势必促使社会闲散资金涌入楼市股市等投机性市场。2002 年至今,我国楼市与股市的泡沫正是与宽松的财政政策与货币政策相伴而生的,这也验证了我们的假说。

### (3) 利率市场化低

此外,还有一个影响投机性货币需求函数正负关系的因素便是利率的市场化程度。林毅夫等(1999)认为,由于我国在改革开放前选择了优先发展重工业的战略,使得我国宏观环境与微观经济基础都得到了不同程度的扭曲,其中的一项便是人为地压低市场利率以保证资本的筹措。在改革开放后,我国采用了以比较优势为基础的发展战略,进而逐步改善之前的汇率、利率等宏观经济环境。然而,由于国有企业改革尚未到位,阻碍我国利率市场化进程的因素尚未完全排除。

现实情形是,我国商业银行系统并未完全放开利率,其中最突出的一个现象是中小企业贷款难,贷款仍然主要集中在国有大中型企业。因此,市场利率仍难以完全发挥其价格信号的作用。高云峰等(2006)通过 1994—2005 年数据的协整分析证明了货币需求函数表现出高收入弹性和低利率弹性,而利率的外生性削弱了货币需求对利率的调节作用。当利率降低时,新增贷款基本上流向了国有企业导致市场的投机性货币需求并不会因此而增加,反而会减少,从而加剧了我国投机性货币需求函数的右下方倾斜程度。例如,2009 年银行系统高达 10 万亿的信贷主要集中在国有大中型企业,而其中大部分资金最终涌入了楼市和股市,频频制造各地“地王”的奇迹。

## 五、结论与政策建议

通过对凯恩斯货币需求理论模型的扩展,我们分析得出我国 IS 曲线与 LM 曲线斜率均为负的假定。进而通过运用 1990 年至 2008 年的统计数据及 OLS 计量模型对这一假定进行检验。检验结果表明,我国 LM 曲线斜率为负,呈现出向左上方倾斜的形状,从而形成具有中国特色的双负斜率的 IS—LM 模型。在双负斜率 IS—LM 模型得到检验之后,我们又结合我国宏观经济发展状况对其进行解释,将原因概括成以下三点:缺乏债券市场调节的央行货币供应结构、多元投机市场结构和利率低市场化。最后,我们将根据我国特殊的 IS—LM 模型,指出其对宏观经济政策的指导意义。

事实证明,IS—LM 模型在各国的宏观经济分析中都是一个行之有效的分析方法,而我国特殊的 IS—LM 模型增加了宏观经济政策调控的难度,只有建立宏观经济政策赖以发挥作用的基础,将负斜率的 LM 曲线转为正斜率,形成经典 IS—LM 曲线才能更好地发挥国家宏观调控职能。因此,我们的研究结果具有以下几点宏观经济政策指导意义:

第一,目前,财政政策比货币政策更能增进产出水平。尽管对 LM 曲线的理解不同,但本文结果仍支持了司春林等(2002)的研究结论。如图 4 所示,由于 IS 曲线与 LM 曲线均为负函数,而 IS 曲线又相对陡峭,因此扩张性的财政政策能起到降低利率、增进总产出的效果,且作用弹性大于货币政策;而扩张性货币政策则会起到提高利率、减少总产出

的效果。由于政府投资对利率不敏感,扩张性货币政策往往使得民间资本融资问题并未得到相应的缓解,民间融资的长期滞后进一步加剧资金供求紧张,推高实际利率水平。

第二,要加快债券市场发展,完善央行调控货币供应的工具体系。较于我国,西方发达经济体的货币政策较多表现为公开市场操作业务,如美联储2010年实施的两次量化宽松货币政策。债券市场的发展有利于央行增强对货币供应的调控能力,央行更多地利用公开市场操作业务进行货币供应调控有利于公众形成良好的投资时机预期,便于宏观经济政策调控。货币政策要通过投机性货币需求作用于利率,才能影响国民收入,因而增加公众的国债持有,培育投机性货币需求,是提高我国货币政策效果的重要方面(胡海鸥,2002)。

第三,应维护币值稳定,抑制楼市股市投机现象。不恰当的扩张性货币政策使得币值缩水,从而降低真实投资回报率,由此导致的楼市股市投机风潮将进一步影响货币政策的有效性。币值的不稳定还将造成降低储蓄意愿,影响资本积累,引导资金涌入不恰当的投机市场,从而制造大量经济泡沫,影响宏观经济平稳运行。因此,币值的稳定,将通胀率维持在低位有利于抑制楼市股市的投机现象,进而使得 LM 曲线斜率由负转正。

第四,要继续推进利率市场化和国有企业改革。不断推进与完善国有企业改革,促使其在市场中成为自负盈亏的投资主体,进而形成一个对利率变动敏感的投资市场,使利率更好地充当资产价格信号,如此才能提高宏观经济政策实施的有效性。

#### 参考文献:

邓永亮,李薇.2010.货币需求、储蓄存款与股市投机性[J].湖北经济学院学报(3):45-51.

段宗志.2003.IS—LM 模型与制约当前我国宏观经济政策效果的的因素分析[J].统计研究(9):60-63.

高铁梅,王金明.2001.我国货币政策传导机制的动态分析[J].金融研究(3):50-58.

高云峰,董邦国.2006.中国货币需求稳定性的实证研究——基于1994—2005年的协整分析[J].财经问题研究(6):82-89.

贺俊,等.2002.IS—LM 模型与财政货币政策的有效性[J].华东经济管理(6):41-42.

胡海鸥.2001.中国特色的 IS—LM 曲线与宏观政策效应[J].上海经济研究(9):71-75.

胡海鸥.2002.培育投机性货币需求:提高我国货币政策效果的重要一环[J].上海金融(5):20-22.

李文娟.2005.从 IS—LM 模型分析我国“双稳健”的货币政策和财政政策[J].湖北社会科学(7):87-88.

林毅夫,蔡昉,李周.1994.中国的奇迹:发展战略和经济改革[M].上海:上海人民出版社,上海三联出版社.

司春林,王安宇,袁庆丰.2002.中国 IS—LM 模型及其政策含义[J].管理科学学报(1):46-54.

杨小勇,唐艳.2007.投机性货币需求的决定[J].经济理论与经济管理,(3):49-52.

曾宪久.2001.中国的 IS—LM 模型与货币政策传导[J].经济学家(2):64-70.

张晓晶.2002.加入金融创新的 IS—LM 模型[J].经济研究(10):9-15.

BERNANKE B S, ALAN B. 1988. Credit, Money and Aggregate Demand[J]. American Economic Review,78(2):435-39.

HICKS J R. 1937. Mr Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation[J]. Econometrica,5(2):147-159.

TAYLOR, J B. 1995. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework [ J ]. Journal of Economic Perspectives,9(4):11-26.

(编辑:夏冬;校对:段文娟)