

# 中国货币政策有效性问题研究

文 李 婷

**摘要** 货币政策作为宏观经济的调控手段,其是否具有有效性对宏观经济的运行及其走势有着深远的影响。本文试图通过构建计量模型,分析货币供给、经济增长和物价水平三者之间的深层关系,检验货币政策实施的效果,结论表明我国货币政策非完全有效,并针对效力不佳的原因提出解决措施。

**关键词** 货币政策 有效性 实证分析

## 一、引言

货币政策目标体系可以分为两种,一是多目标体系,包括经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡;二是单一目标体系,即只盯住通货膨胀。周小川曾表示中国目前的货币政策属于多目标体系。宋国青认为“相对于当前的经济增长速度,CPI仍然偏高,难以期望货币政策显著放松”,所以稳定通胀仍是中央银行制定货币政策的主要目标。《金融业发展和改革“十二五”规划》提出,“十二五”期间要优化货币政策目标体系,更加突出价格稳定目标,关注更广泛意义的整体价格水平稳定。因此对于我国的货币政策,其效力是否有效的发挥要着重看其是否能使物价稳定并促进经济发展。

货币政策的首要目标是稳定物

价,而我国目前的通货膨胀压力还是相当大的,通货膨胀导致物价的上涨,不仅影响了人们的生活水平,加剧了社会紧张程度,在一定程度上也影响了我国的经济的发展。政府一直在用积极的经济政策加以调控,近期通胀压力有所缓解,但长期通胀形势依然严峻。从2010年初一直到2011年8月CPI涨幅一直处于上升态势,中央银行先后5次上调基准利率、13次上调存款准备金率,但收效不大,即使之后CPI有所下降,同2010年之前相比仍然较高。截至2011年7月末,CPI涨幅已达6.5%,为2008年7月以来的最高水平。随着物价水平持续攀升,人民自身生活质量下降,也威胁着我国低收入阶层的基本生活水平,同时对中国经济持续稳健的增长有着不利影响,因此,这一经济现象逐渐引起社会各阶层的广泛关注。为抑制经济过热与通货膨胀,我国在2010至2012年之间大量使用货币政策手段,从2008年底之后,存款准备金率和人民币存款利率有大幅上升调整。尽管我国不断采取紧缩政策,货币供应量大幅减少,但对我国通货膨胀的有效控制和预期依然存在一定的差距,调控经济的效果明显不强。

所以找出问题的根源,提高我国货币政策的有效性,已经成为当前我

国经济领域所面临的一个重要问题。因此本文希望能找到现有货币政策有效性不佳的原因并提出更加合理有效调节宏观经济的方法。

## 二、货币政策有效性讨论综述

国内部分学者认为,中国货币政策是有效的。胡艳艳,耿菲(2010)选取货币供应量、信贷总量、利率、产出以及物价指标为变量,从实证的角度肯定了货币供应量作为中介目标的合理性,而随着市场经济的发展,贷款规模已不能真实反映经济的运行状况,信贷渠道对产出和价格水平的贡献在逐步削弱。并得出货币供应量在短期内影响物价、长期内影响产出的结论。张兵(2010)以中国历年统计数据为依据,把财政政策和货币政策与通货膨胀水平作为一个系统建立计量经济模型,结果显示货币供应量对通货膨胀具有较强的解释作用,货币供应量依然是中央银行调控通货膨胀的合适目标变量。宋保庆(2012)采用HP滤波法从物价稳定角度对货币政策有效性进行分析,表明货币供应量M1和M2对物价的影响都十分明显,且货币供应量M1对物价的影响程度显著大于货币供应量M2对物价的影响程度。总体而言,货币政策是相对有效的,确定货币供给量的目标具有实际意义。

同时也有部分学者认为,中国货

币政策调节宏观经济的效果难以显现。徐爽(2007)认为在人民币升值的大背景下,货币政策调节很难实现物价稳定。陈新平(2008)阐述了自2007年以来,中央银行多次上调存贷款利率及存款准备金率,但通货膨胀问题并未得到根本解决。所以说在“新兴”加“转轨”的经济体制特征下,货币政策调控经济运行有其一定的局限性。王智强(2010)用随机前沿模型分析中国财政政策和货币政策的效率水平以及对整体目标的影响,发现财政政策的效率边界水平高于货币政策的效率边界,采用财政政策实现经济目标更有效,而货币政策更多应当起到辅助性的作用。刘伟(2011)认为现阶段我国的通胀成因较为复杂,加之我国货币政策选择约束条件的特殊性,使得以反通胀为主要目标的紧缩性货币政策失效。中国人民银行长春中心支行课题组(2012)认为我国现行的CPI指标编制体系存在一系列的问题与缺陷,因此中央银行应当建立合理的CPI先行指标体系并将其作为货币政策操作的辅助参考指标,以此提高货币政策的有效性。白暴力、白瑞雪(2012)认为对于要治理由微观机制导致的价格总水平上涨,货币政策是失效的。

从国内的研究来看,关于货币政策有效性的探讨的过程中产生了很多宝贵的研究成果,为后来人的进一步深入思考该问题拓宽了思路。但是货币政策对宏观经济变量的影响大小在学术界还是没有一致的定论,所以还需要我们对这个问题进行更深一步的研究。还有,此前的研究中定性分析多于定量分析,因此,本文主要从实证分析的角度出发来对我国当前货币政策的有效性进行探析,利用历史数据来检验我国货币政策的有效性,从而得出结论。

三、测度货币政策效果的实证研究

#### (一)变量的选择

货币政策常用的金融中介指标是货币供给量和利率,所以要分析和论证我国货币政策的有效性主要集中在对货币供给量或利率的选择上。由于我国从1998年以来主要选择货币供给量为我国货币政策的中介目标,货币供应量有M0、M1、M2三个层次指标,其中M2代表现实中的流动性,可以全面地反映货币存量的变动状况,因此本文选择M2作为货币供应量。通货膨胀可以由居民消费物价指数(CPI)测度。产出一般应采用GDP来度量,但由于我国只公布了GDP季度数据,将其处理转化成月度数据影响分析的客观性和准确性,故本文借鉴了以前学者的做法,以工业增加值增长率的数量来衡量GDP增长率(%)作为产出变动的度量指标。

本文选用了2008年1月至2012年8月关于GDP(%)、M2、CPI的相关月度数据,为去除异方差,分别对各变量取自然对数,得到lngdp,lnm2,lnncpi。

#### (二)变量平稳性检验

对各变量进行单位根检验以确定变量的平稳性。本文使用E-views6.0通过ADF检验对变量序列进行平稳性检验,结果是货币供给量lnm2、国内生产总值lngdp和消费物价指数lnncpi测试值在1%、5%、10%的显著水平下均大于相应的临界值,所以原序列为非平稳序列,在检验二阶差分后序列的ADF检验值在5%、10%的显著水平下均小于相应的临界值,拒绝单位根假设,此时说明二阶差分后的序列是平稳的。各变量都是二阶单整I(2)序列,基于ADF检验我们可进行协整分析。

#### (三)协整检验

协整的基本思想是两个(或两个以上)的时间序列是非平稳的,但它们的某种组合却表现出平稳性,则这些变量之间存在长期稳定关系,即协

整关系。通过上述单位根检验得,本文所分析的原始经济数据并非平稳的,但各变量均为二阶单整I(2)时间序列,具有相同单整阶数的非平稳时间序列之间的某种线性组合可能是平稳的,因此lngdp、lnm2和lnncpi时间序列之间可能存在长期稳定的均衡关系,即协整关系。可以对变量进行多变量协整检验,结果表明在5%显著水平下,货币供给,经济增长与价格之间存在协整关系,满足建立VAR模型的条件。

#### (四)格兰杰因果检验

为了进一步检验lngdp、lnm2和lnncpi之间是否存在因果关系,客观准确地说明变量之间的相互影响,我们可以进行格兰杰因果关系检验,检验表明,对于lngdp和lnm2而言,在5%的显著性水平下,lnm2不是lngdp的Granger原因,说明货币供给量的变动不能引起产出的波动,我国货币政策对产出影响效果差,无法有效支持我国经济增长,中央银行如果希望仅仅通过货币政策控制货币供应量实现中国经济的持续增长,是不能达到预期目标的。滞后1-4期,lngdp不是lnm2的Granger原因,也就是说产出的变动不可以引起货币供给量的变动,体现了我国货币发行与实体经济发展的合理资金需要不甚相符,存在着一定的不合理。

对于lnncpi和lnm2来说,lnm2是lnncpi的Granger原因,表明货币供给量的变动会引起物价的波动,但随着滞后期增加,通过M2预测未来CPI的效果越来越不明显,所以要想通过M2预测未来物价水平CPI,最好是通过短期的实体经济运行中货币供应量来预测。lnncpi是lnm2的Granger原因,物价的变化会引起货币供给量的波动。所以我们认为货币供给量具有一定的内生性,它在一定程度上受到物价水平的影响。通过分析可知:我国货币政策要达到保持物价稳定同时促进经济平稳较快

发展的目标,关注并满足实体经济发展的合理资金需要,才能收到好的效果。

#### (五)脉冲响应分析

在实际应用中,由于VAR模型是一种非理论性的模型,它无需对变量做任何先验性的约束,因此在作VAR模型时,常常不很关注一个变量对另一个变量影响系数的大小,而是分析当一个误差项发生变化时或者说模型受到某种冲击时对系统的动态影响,这就是脉冲响应函数分析。脉冲响应函数刻画在扰动和标准偏差的大小影响的现值的内生变量的影响未来的价值。实线表示受冲击后被冲击对象的走势,两侧的虚线表示走势的两倍标准误差。

从图1中可以看出:CPI对于M2变化一个单位标准差的冲击,先是产生一个负的价格效应,而后经过一个小波动后,在滞后期为14期时,M2对CPI的冲击逐渐转为正向响应,这说明在一定的滞后期后,货币供应量的波动能引起物价水平的同向波动,货币供应量对物价水平可以产生长时间的持续影响。对于CPI变动一个单位标准差的冲击,M2产生了负向响应。这说明当物价水平发生变化时,中央银行会采取方向相反的调控政策控制货币供应量,并以此影响物价水平向反向变化。比如当我国在这段时期物价上涨,中央银行就会采取紧缩的货币政策,尽量减少通货膨胀,使物价水平不断下降。我们可以得出结论,我国在长期采用货币政策稳定物价并抑制通货膨胀的方法是有效的。但是由于时滞的存在,短期的效果不明显。

图2中,对于M2增长率一个单位标准差的冲击,GDP增长率变化在前8期呈现负向影响,这可能与随着M2的增加,市场加大了未来对中央银行收紧流动性的预期,一定程度降低了投资积极性,随着时间推移,这种影响逐渐转为正向直至GDP稳

定。从长远来看,货币供应量的变化对GDP没有影响,即货币长期中立,中央银行通过控制货币供应量来对实体经济进行调控的效果不会很好。

#### 四、货币政策失效的原因

以上模型针对国内的货币政策有效性进行了实证分析,可以验证我国从2008年1月至2012年8月这段时期的货币政策虽然有效,但是并不理想。结合我国目前的经济分析,本文梳理出货币政策效果不佳的几个主要原因。

##### (一)货币政策机制传导不畅

在我国货币政策的传导机制中,信贷传导机制占据主要地位,货币供应量是其最重要的经济变量。但我国目前市场经济尚不完善,利率市场化尚未完成,货币政策机制并不畅通,使货币供应量作为中介目标的传导受到一定阻碍,其作为我国货币政策中介目标的有效性有所降低。同时我国微观经济主体对利率缺乏敏感性,企业成本存在外部化问题,对中央银行加息敏感度低,也导致我国信贷传导机制失效,货币政策对此治理无效。微观行为的价格总水平效应不能仅仅依靠管理好纸币发行数量来治理,这样的货币政策会给商业银行经营带来困难从而对实体经济带来负面影响。

##### (二)通货膨胀成因复杂性

通过单位根检验发现,在控制其他变量的情况下,货币供应量、GDP和CPI在5%的显著水平下均是二阶单整的,它们之间存在协整关系和长期均衡关系,通货膨胀受到货币供应和经济增长的长期影响,它在短期内是不能立即消除

的,经济增长对通货膨胀的影响也具有一定的滞后性,这表明反通胀的货币政策完全的发挥其效力需要作长远的准备,不能一蹴而就。对于目前的中国经济情况来看,市场经济体制尚未健全和完善,经济建设面临着极为复杂的问题与矛盾,而这些问题和矛盾是由众多高度复杂的因素共同作用的结果。货币政策着眼于短期、主要在短期内发挥作用,因此治理通货膨胀的货币政策效果必然不佳。更何况不能仅仅将通货膨胀归为一种货币现象,目前通货膨胀可能由非需求因素引发,如国际能源价格上涨带来滞性的物价上涨压力、能源资源下游行业成本增加和价格上涨,我国货币当局巨额外汇储备引发的流动性过剩、重大自然灾害和突发事件引发的局部价格过快上涨等问题,单纯依靠货币政策治理通货膨胀并促进经济增长明显不会收到良好的效果。

##### (三)其他综合原因

金融市场的发展导致货币的内生性不断增强,从而使我国货币政策调控效果不佳,中央银行对货币数量的控制能力大大削弱,很大程度影响了货币政策的有效性。

我国的中央银行同发达国家的

图1 M2与CPI脉冲响应函数示意图

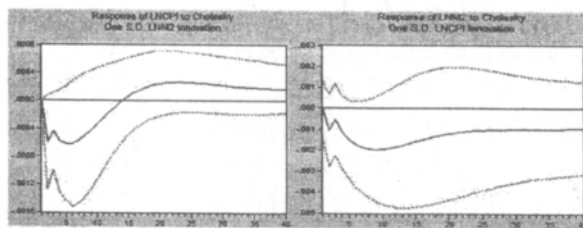
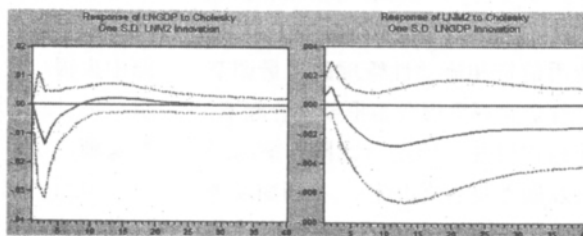


图2 M2与GDP脉冲响应函数示意图



中央银行相比独立性较差。从中国人民银行的政治地位上分析,它隶属于国务院,由国务院领导进行宏观调控,这说明中央银行的独立性是不够的,政府如要弥补巨额的财政赤字便可以向中央银行透支或借款,从而导致了财政赤字货币化的局面,更加降低了中央银行的独立性。

我国尚未建立规范的货币政策信息公开制度,中央银行也较少发布对将来经济金融运行情况的预测分析报告,货币金融数据的编制与分析也做不到及时、有效、真实、保质保量的公开,公众对数据的可获得性差,使得公众对未来经济走向预期不准确,降低了货币政策与其他政策的效力。

## 五、相关政策建议

### (一)完善货币政策传导机制

利率目标适合运用于市场经济比较健全且利率与货币需求相关性较强的国家,货币供应量目标则主要运用于市场经济体系不太发达、利率与货币需求及货币供给相关性较弱的国家。尽管我国货币供应量的效力减弱,但是当前情况还不能摒弃货币供应量这个传统的中介目标,货币当局应该在不断完善货币供应量目标的同时,加快利率市场化的进程,进一步发挥利率杠杆在调节总需求、管理通胀预期中的作用。促进货币政策目标的有效实现,或可以在统一的利率政策的基础上采取差别利率政策从而对经济有导向作用。也可以随着经济发展,在条件成熟的情况下将货币政策的调控手段转向利率、汇率的价格型工具,增强利率和汇率的联动效应。综合运用利率、存款准备金率、公开市场操作等价格和数量工具,进一步完善货币政策工具,把货币信贷和流动性管理的总量调节与健全宏观审慎政策框架结合起来,积极探索并构建适合我国国情的经济发展需要的货币体系,与当前经济的发展基调相适应,及时调整并优化

信贷投放结构,使信贷投向和规模符合经济增长的需要。

### (二)实行政策组合

我国现阶段通货膨胀成因的复杂性影响了货币政策的有效性,我国存在输入型通胀和成本推动物价共同上涨的特点,而紧缩性货币政策很难解决这类通胀,甚至在一定程度上可能加剧通胀,同时国际经济形势的变化也会对国内经济产生重要影响,研究货币政策扼制通货膨胀的效果不能不充分考虑汇率因素。因此政府在继续优化货币政策外,还需充分结合并利用财政政策、产业政策以及汇率政策等多种措施,加强各项政策之间的相互协调,尽量互补不足,发挥政策之间的综合效应,化解经济运行中的主要矛盾。

(三)加强中央银行的独立性,提高货币政策的前瞻性、规范性和透明度

我国货币当局在制定货币政策时应该把握时效性与前瞻性,对货币供应量进行有力的控制,降低货币供应的内生性。充分考虑公众对货币供应量的心理预期以及市场对货币需求的预测,完善货币政策工具,以使我国货币政策发挥它应有的经济调控作用。

最重要的是加强我国中央银行的独立性,从制度上提高我国人民银行的地位。减少政府对中央银行的干预,使中央行政策的确定取决于市场因素的比重加大。加大中央银行对金融业的监管力度,规范货币政策的实施。

货币政策的透明性有利于提高货币政策的有效性。为了提高我国货币政策的有效性,货币当局可以主动公开陈述并解释货币政策、公开披露中央银行业绩、公开经济预测和经济目标,使公众确信既定经济政策必然实施。

最后,我们也看到中国经济发展的诸多问题和弊端,要注意到中

国特色社会主义制度在促进经济发展方面所具有的优越性,解决中国的经济问题不可能只依靠西方经济理论,必须紧密结合中国的基本国情和所处的历史阶段来分析,探索出一条符合中国经济建设规律的经济增长之路。■

## 参考文献:

- 魏克赛尔.利息与价格[M].蔡受百等译.上海:商务印书馆,1982
- 胡艳艳,耿菲.中国货币政策效应时滞的实证分析[J].中南财经政法大学研究生学报,2010(6)
- 张兵.中国财政政策和货币政策的通货膨胀效应分析[J].广西经济管理干部学院学报,2010(4)
- 宋保庆.从物价稳定看我国货币政策的有效性[J].河北金融,2012(4)
- 徐爽,姚长辉.人民币升值预期、物价稳定与热钱扼制的三元和谐[J].金融研究,2007(10)
- 陈新平.治理通货膨胀:货币政策的制约因素及成因分析[J].云南财经大学学报,2008(5)
- 王智强.中国财政政策和货币政策效率研究——基于随机前沿模型的实证分析[J].经济学动态,2010(8)
- 刘伟.我国现阶段反通胀的货币政策究竟遇到了怎么样的困境[J].经济学动态,2010(9)
- 中国人民银行长春中心支行课题组.基于CPI视角的货币政策有效性研究[J].吉林金融研究,2012(1)
- 白暴力,白瑞雪.价格总水平上涨的微观机制分析——兼论货币政策的失效[J].经济纵横,2012(1)
- (李婷,1989年生,天津人,天津财经大学硕士。研究方向:货币银行)