

我国货币政策工具 实施效果的实证分析

文 杨志敏

摘要 货币政策工具选择的不同对我国经济发展产生不同的影响,进而影响货币政策最终目标的实现。为了我国经济的稳定发展,对我国货币政策工具进行研究是很有必要的。本文选取 2006—2011 年的月度数据,进行单位根检验、协整检验,建立脉冲响应函数,深入分析货币政策工具实施效果。研究发现存款准备金率的前期影响较大,持续时间较长;利率效果较迅速、较明显;公开市场业务即期影响较大,影响持续时间较短。文章最后对提高货币政策工具的有效性提出了建议。

关键词 货币政策工具 存款准备金率 利率 公开市场业务

一、引言

近年来,随着经济形势的不断变化,我国中央银行频繁调整货币政策。1997—2002 年间实施稳健的货币政策,2003 年后货币政策为稳中适度从紧。2008 年中央银行货币政策去掉适度,变为从紧,中央银行紧缩的态度更加明确。2008 年 10 月存款准备金率、利率齐下,发出明确政策信号,货币政策又开始从松。2010 年起货币政策明显从紧,法定存款准备金率和利率齐升,存款准备金率提高 11 次,2011 年 6 月提高至 21.5% 历史高点;1 年期定期利率提高 5 次,2011 年 7 月提高至 3.5%。2012

年货币政策适度放松,存款准备金率、利率降低数次。

在实施货币政策时,中央银行主要使用存款准备金率工具,而较少选择利率和其他货币政策工具,中央银行的这种选择偏好引起了人们的广泛关注。这些货币政策工具的调控效果与货币政策的调控目标是否一致?对于不同的货币政策工具,其实施所产生的实施效果究竟如何?本文以此为出发点,通过相关数据进行实证检验,分析近年来我国货币政策工具的实施效果,并对提高货币政策工具的有效性提出了几点建议,以期能完善货币政策调控机制,增强宏观调控的效果。

二、文献综述

在经济运行过程中,随着经济形势的变化,货币政策当局往往会使用一些货币政策工具来应对这些变化。对这些货币政策工具的运用情况,许多学者进行了深入的理论研究和实证分析。

徐诺金(2008)认为在传统货币政策工具理论中,存款准备金率由于影响巨大,不宜频繁使用。但由于我国目前的货币供给机制是外源型创造机制,以外汇占款为绝对份额,且外汇收支顺差有增无减。提高存款准备金率可以对冲流动性过剩而对银行流动性影响不大,因此,存款准备金率工具在我国可频繁使用。

熊奕(2010)比较了不同货币政策工具给中央银行带来的成本,发现使用不同的货币政策工具的成本存在显著差异。提高存款准备金率、利率,发行央行票据都会增加中央银行的成本,相对而言,利率的成本较为突出,提高存款准备金率的成本较小。

林松(2011)也从成本方面进行了研究,认为中央银行统一提高利率的情况下,无论是国有企业或是民营企业,它们的融资成本都会增加。因此,在实行紧缩性的货币政策时,从自身的经济利益考虑,商业银行、国有企业都会对提高利率的货币政策工具的使用产生抵触情绪。这种抵触情绪会对中央银行选择何种货币政策工具产生影响。

在实证分析方面,耿强、樊京京(2009)选取时间为 2000 年 1 月至 2008 年 3 月的样本数据,变量选取总工业增加值、准备金率、法定准备金率、再贴现率、一年贷款基准利率、广义货币供给、商品零售价格指数等,进行平稳性检验,进行脉冲响应。分析认为,要实现物价的稳定,又不剧烈的影响产出,基准利率是个比较有效的工具;存款准备金率对物价产生效果的滞后期过长,中短期内物价仍会上涨;再贴现率短期内影响比较明显,但中长期内作用失效。

但是也有不同的结论。中国人民银行南昌中心支行课题组(2011)在社会融资规模视角下研究货币政策工具的有效性,采用 2003 年 1 月至 2010 年 12 月的月度数据,分别用利率、存款准备金率、央行票据对社会融资规模(债券融资、股票融资)作格兰杰因果关系检验、协整检验、脉冲响应分析。研究发现:利率对贷款的影响程度最大,对债券融资、股票融资的影响程度较小;存款准备金率只适合于短期调控,不适宜用于长期调控;央行票据在用于调控债券融资、股票融资方面是较好的货币政策

工具。

徐晓伟,王伟(2012)将突发冲击和货币政策工具纳入到统一的分析框架中,借助DSGE模型研究不同的货币政策工具应对突发冲击的效果。当政府的目标在于抑制经济过热、防止经济大起大落时,价格型工具在应对来自供给方面的冲击更为有效,而数量型工具在应对来自于市场需求方面的冲击更为有效。在应对通货膨胀方面,数量型工具要显著优于价格型工具。

上述文献从不同的角度研究了货币政策工具选择问题。在阅读相关文献之后,本文主要从实证方面分析2006年至2011年我国货币政策工具的实施效果,对相关数据进行单位根检验、协整检验,建立脉冲响应函数,得出相关结论,并对完善货币政策工具有效性提出了建议。

三、实证检验

在过去很长一段时期内,中国货币政策以直接调控为主,即采取信贷规模、现金计划等工具。1998年之后,取消了贷款规模控制,由直接调控转变为间接调控。现阶段,中国的货币政策工具主要有存款准备金率、公开市场业务、再贴现率、利率政策、汇率政策等。本文讨论的货币政策工具主要是存款准备金、利率、公开市场业务。

本文所选取样本数据的时间为:2006—2011年的月度数据,数据来源于国家统计局官方网站、中国人民银行官方网站、中国债券信息网。选择大型金融机构法定存款准备金率CL、一年期定期存款利率LL、公开市场业务OM(公开市场业务包括发行央行票据和正回购、逆回购)作为货币政策工具的解释变量指标。货币供应量和信贷额是货币政策的中介目标,物价稳定是货币政策的最终目标,所以选择消费者物价指数CPI、货币供应量M2、信贷额XD作为货币政策工具的被解释变量。

(一)数据平稳性检验——单位根检验

在设定向量自回归模型(VAR)时要进行数据的平稳性检验。对所有序列进行单位根检验,采用方法是ADF检验,运用AIC和SC准则来确定滞后阶数。为消除时间序列的异方差,各个变量均取自然对数以后进行实证分析。使用Eviews软件进行检验,结果如表一所示。

由表一单位根检验可知,在5%的显著性水平下,变量公开市场业务OM的ADF统计量绝对值大于5%的临界值的绝对值,拒绝原假设,即序列不存在单位根,表明公开市场业务OM是平稳的;其他变量的ADF统计量绝对值均小于5%的临界值的绝对值,接受原假设,序列存在单位根,其他变量都是非平稳的。在1%的显著性水平下,所有变量的ADF统计量绝对值均小于1%的临界值的绝对值,接受原假设,序列存在单位根,所有变量都是非平稳的,而其一阶差分的ADF统计量绝对值均大于相应的临界值的绝对值,拒绝原假设,表明所有变量的一阶差分都不存在单位根,是平稳序列,即表示这些变量是单整I(1)序列。因此可以使用协整检验研究各变量间的长

期动态均衡关系。

(二)协整检验

时间序列中,每一个序列单独来说可能是非平稳的,但这些序列的某种线性组合却可能不存在随时间变化的性质,即这些非平稳变量之间存在长期稳定的均衡关系,即协整关系。本文使用Johansen协整检验分析这些变量的长期动态均衡关系。

对存款准备金率与消费者物价指数、货币供应量、信贷额作协整检验,在5%的显著性水平下,存款准备金率、消费者物价指数、货币供应量和信贷额至少存在4个协整方程。

对利率与消费者物价指数、货币供应量、信贷额作协整检验,在5%的显著性水平下,利率、消费者物价指数、货币供应量和信贷额至少存在4个协整方程。

对公开市场业务与消费者物价指数、货币供应量、信贷额作协整检验,在5%的显著性水平下,公开市场业务、消费者物价指数、货币供应量和信贷额至少存在4个协整方程。

以上协整检验表明,存款准备金率、利率、公开市场业务与消费者物价指数、货币供应量、信贷额各个数据之间具有长期的均衡关系,可以进行脉冲响应函数分析。

表一 各变量单位根检验

变量	检验形式(c,t,k)	ADF 检验值	5%临界值	1%临界值	P 值	检验结果
LNCL	(1,1,10)	-0.555432	-3.493692	-4.133838	0.9777	非平稳
DLNCL	(1,0,10)	-6.098881	-2.916566	-3.557472	0.0000	平稳
LNLL	(0,0,7)	-0.746902	-1.946878	-2.607686	0.3883	非平稳
DLNLL	(0,0,7)	-7.091566	-1.946996	-2.608490	0.0000	平稳
LNOM	(0,0,10)	-2.006379	-1.946996	-2.608490	0.0438	非平稳
DLNOM	(1,1,10)	-10.54261	-3.495295	-4.137279	0.0000	平稳
LNCPI	(1,0,10)	-1.497806	-2.915522	-3.555023	0.5273	非平稳
DLNCPI	(0,0,10)	-6.677702	-1.946996	-2.608490	0.0000	平稳
LNLM2	(1,1,7)	-2.085669	-3.493692	-4.133838	0.5420	非平稳
DLNLM2	(1,0,7)	-7.344167	-2.916566	-3.557472	0.0000	平稳
LNXD	(0,0,10)	-0.601452	-1.947119	-2.609324	0.4521	非平稳
DLNXD	(0,0,10)	-9.532266	-1.947119	-2.609324	0.0000	平稳

注:滞后阶数根据AIC原则确定,D表示一阶差分。检验形式中,第一个数表示截距项,“1”是指有截距项,“0”是指无截距项;第二个数表示趋势项,“1”是指有趋势项,“0”是指无趋势项;第三个数是指滞后阶数。

(三)脉冲响应分析

脉冲响应分析用于衡量模型受到某种冲击时对系统的动态影响,能够比较直接的刻画出变量之间的动态交互作用。以下是基于存在协整关系的变量建立向量自回归(VAR)模型,考察 CPI、M2、XD 分别面对 CL、LL、OM 冲击下的脉冲响应结果。

如图一所示,对 CPI 的影响中,存款准备金率 CL 对 CPI 的当期几乎没有影响,对 CPI 的正向冲击第二期达到高峰,之后影响逐渐弱化,在第四期达到第二个小高峰,随后影响消退;利率 LL 对 CPI 的脉冲响应有较大的纵向截距,表明 LL 对 CPI 的当期影响较大,影响保持正向略有波动,第六期后影响基本消失;公开市场业务 OM 对 CPI 的当期影响较小,前两期有负向冲击,之后转为正向冲击,影响都较小,第六期后影响基本消失。对 M2 的影响中,存率 CL 对 M2 当期产生正向冲击,第二期之后影响迅速转为负向影响,第三期时负向影响最大,随后影响逐渐减弱,持续到第七期消失;利率 LL 对 M2 具有负向冲击,在第三期达到高峰,随后影响减弱,持续到第六期;公开市场业务 OM 对 M2 的即期正向影响最大,之后迅速转为负向,第二期达到负向的最大影响,之后负向影响小幅波动,第六期后影响消除。对信贷额的影响中,存率 CL 对信贷额 XD 的即期影响为正,第二期至第四期影响为负,之后正向小幅波动至第八期后影响消退;利率 LL 对信贷额 XD 即期影响为负效应,之后迅速转为正效应,然后迅速回落,第三期为负向高峰,后又迅速转为正向,第四期为正向高峰,第五期后影响基本消退;公开市场业务 OM 对信贷额 XD 产生即期正向影响后,影响迅速转为负向,第二期为负向最大影响,之后影响消退,第三期后基本消除。

存款准备金率 CL 对 M2、XD 产生即期影响,对 CPI 第二期影响较

大,对 CPI、M2、XD 影响时间相对较长;利率 LL 对 CPI、M2、XD 当期影响都较大,影响时间较短,对 CPI、M2、XD 的影响持续到第六期后基本消除;公开市场业务 OM 对 CPI、M2、XD 都有即期影响,且会出现方向转变现象,影响时间较短,对 CPI、M2 影响时间为 6 期,对 XD 影响持续到第 4 期后消失。

四、实证检验的结论分析

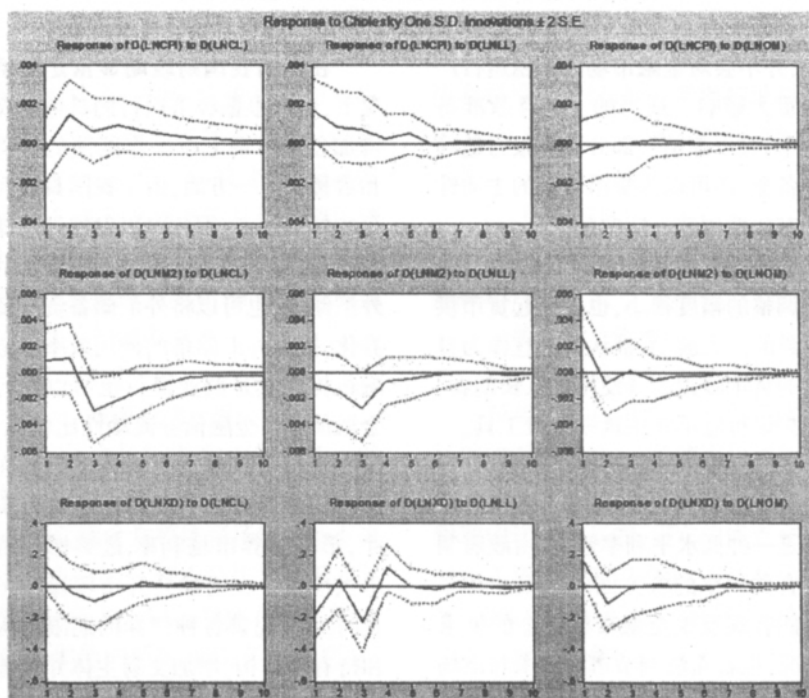
在本文研究的货币政策工具中,从脉冲响应图可以看出,存款准备金率的实施效果前期比较明显,对市场的影响较大,且对 M2、XD 会出现过度调整现象,因此不宜频繁的使用。但是,准备金率具有强制性,中央银行在运用该工具的时候面临的阻力较小。相对于其他货币政策工具,准备金率操作成本相对低廉,支付的利息低于央行票据的利息和利率。在人民币升值压力、外资流入猛烈、流动性过剩等问题突出的情况下,选择存款准备金率工具频繁使用有一定的合理性。中国现在正处于经济转型

和快速发展的时期,必须处理好保持币值稳定和促进经济发展的双重目标。在紧缩的货币政策时期,中央银行选择必须既能稳定物价,抑制通货膨胀,又能使国有企业为代表的国有经济体从商业银行获得足够的资金。在这种情况下,存款准备金率是一种理想的选择。

利率是效果较迅速、较明显的货币政策工具,且过度调整现象较存款准备金率少。但实施紧缩的货币政策时,提高利率不仅会增加企业的融资成本和提高企业的融资难度,增加政府地方债利息,吸引国际热钱,还会对在经济发展中起重要拉动作用的房地产市场产生重大冲击。因此,就目前中国的具体经济情况而言,在实践中较少使用。

公开市场业务对货币政策目标的即期影响较大,但之后影响迅速消退,影响持续时间较短。主要原因是中央银行发行的票据在发行数量、品种和期限结构上不能满足货币政策操作的需要,金融市场不够发达,信

图一 CL、LL、OM冲击下的CPI、M2、XD脉冲响应结果



用制度不够完善,中央银行没有把公开市场业务作为货币政策工具的重点使用。但也正因为公开市场业务产生的即期影响作用较大,负面效应比较小,不会对经济、金融产生强烈的震动,在以后可以进行经常性、连续性的操作来调整市场。

五、提高货币政策工具有效性的政策建议

选取什么样的货币工具才能真正达到调控目的,提高货币政策工具运用效果,是研究货币政策工具的重点。在货币政策工具的运用上,各种货币政策工具应相互协调配合。一方面,分工上要有所侧重。存款准备金、利率主要用于调剂市场流动性的长期头寸;而中央银行票据主要用于调节市场上的短期头寸。另一方面,总量调控和结构调整的配合。存款准备金、利率侧重于总量上的调控;公开市场业务主要用于结构性调整。

(一)法定存款准备金率的使用

由于提高存款准备金率对金融市场的冲击较大,目前一些发达国家一般已不再将其作为常规性的货币政策工具。然而,目前中国市场上存在持续的、不断积累的流动性过剩时,提高存款准备金率恰好对症下药,并不会对金融市场的平稳运行产生重大影响。适当的上调存款准备金率,可以冻结一部分商业银行超额准备金,还可以为货币政策的主动性和有效性创造一定空间。

但存款准备金率由于威力大,即使调整的幅度很小,也会引起货币供应量的巨大波动,被认为不宜作为日常的货币政策工具使用。从长期看,中央银行应不常用这一政策工具。

(二)推进利率市场化进程

我国目前所实行的利率管理体制是一种低水平利率管制,由政府制定有关利率的各方面的政策。利率不能客观反映金融市场资金的供求状况,也就无法调节市场供求和参与者行为,难以有效传导货币政

策。同时,随着全球经济金融一体化程度的加深,加快了我国对外开放的步伐和推进了人民币国际化进程,国内外的资本流动以及来自国际金融市场的波动都将会对我国金融市场产生不同程度的冲击。要完善我国的货币政策工具,必须加快利率市场化进程。

一方面,正确把握利率市场化与金融业开放的关系。在推进利率市场化改革时,注意掌握开放的力度和节奏。在未来的金融格局中,通过加快利率市场化的进程,实现金融宏观调控由数量型向价格型转换,最终达到影响公众预期的信号型调控,从而达到提高货币政策有效性的目的。另一方面,要发展金融市场。资本市场上的各种债券利率、商业银行利率与货币市场的同业拆借利率、公开市场操作利率之间要形成合理的比例关系。要逐步建立、完善利用货币政策工具引导市场利率的制度体系,理顺货币政策传导机制。在完善的利率市场化体系下,中央银行的货币政策信号能够通过灵敏而有弹性的利率体系传导,从而加大货币政策工具的灵活性,提高货币政策的有效性。

(三)加快发展公开市场业务

在当前我国财政略显富足的情况下,可以根据经济运行的具体情况增加公开市场上可操作国债的种类和数量。另一方面,由于我国具有大量的外汇储备,因此可以发展外汇储备券,这样不仅可以对冲不断增加的外汇储备,也可以将外汇储备资产证券化,提高外汇储备的使用效率。金融机构尤其是商业银行也可以发行金融债券,金融债券流动性比较强,中央银行可以通过回购或逆回购在银行间债券市场上控制商业银行头寸,影响债券市场利率,最终影响货币供应量。在增加公开市场操作工具时,也应完善各种债券的期限结构和持有者结构,增加交易主体并完善市场制度建设、完善市场监管。让更

广泛的投资者以各种形式进入货币市场,不同的市场参与者带来不同的信息,使市场的运行更有效率,使中央银行公开市场操作能有的放矢,成为货币政策调整的有效工具。

总之,在制定货币政策时,应根据调控的目标灵活地选择货币政策工具,根据宏观经济运行态势,科学运用存款准备金、利率及公开市场业务货币政策工具,只有这样才能达到预期效果。■

参考文献:

- 徐诺金. 当前货币政策操作空间分析[J]. 中国金融, 2008(15)
- 熊奕. 对我国央行货币政策工具成本的估计与比较[J]. 浙江社会科学, 2010(2)
- 林松. 当前我国中央银行货币政策工具选择偏好分析[J]. 商业时代, 2011(35)
- 耿强 樊京京. 不同货币政策工具的实施效果实证分析——基于中国数据的VAR检验[J]. 当代财经, 2009(3)
- 中国人民银行南昌中心支行课题组. 社会融资规模视角下货币政策工具的有效性研究[J]. 海南金融, 2011(9)
- 李成, 马文涛, 王彬. 通货膨胀预期、货币政策工具选择与宏观经济稳定[J]. 经济学(季刊), 2010(10)
- 徐晓伟, 王伟. 应对突发冲击的货币政策工具选择——基于动态随机一般均衡模型的分析[J]. 上海金融, 2012(2)
- 赵伟, 朱永行, 王宇雯. 中国货币政策工具选择研究[J]. 国际金融研究, 2011(8)
- Dean Croushore. Money and Banking[M]. 中国市场出版社, 2008
- (杨志敏, 1988年生, 天津宝坻人, 天津财经大学金融硕士研究生。研究方向: 货币银行学)