

# 货币政策效果解析

——非对称效应的成因和机制

曹永琴 著

 商务印书馆  
The Commercial Press

2011年·北京

图书在版编目(CIP)数据

货币政策效果解析:非对称效应的成因和机制/曹永琴著.—北京:商务印书馆,2011  
ISBN 978-7-100-08436-9

I. ①货… II. ①曹… III. ①货币政策—经济效果—研究 IV. ①F821.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 126050 号

所有权利保留。

未经许可,不得以任何方式使用。

货币政策效果解析  
——非对称效应的成因和机制  
曹永琴 著

---

商务印书馆出版  
(北京王府井大街36号 邮政编码100710)  
商务印书馆发行  
印刷厂印刷  
ISBN 978-7-100-08436-9

---

2011年 月第1版 开本 880×1230 1/32  
2011年 月北京第 次印刷 印张  
定价: 元

# 目 录

1 绪论 .....	1
1.1 研究主题 .....	1
1.2 研究背景与问题 .....	6
1.3 研究目的与意义 .....	8
1.4 研究方法 .....	12
1.5 核心概念界定 .....	13
1.6 本书创新与局限 .....	18
2 货币政策非对称性效应:相关文献与研究进展 .....	22
2.1 货币政策非对称效应的理论渊源 .....	22
2.2 货币政策非对称效应的实证研究和证据 .....	24
2.3 货币政策非对称效应的形成机理 .....	59
2.4 应对货币政策非对称性的政策建议 .....	78
2.5 本章小结 .....	80
3 中国紧缩性和扩张性货币政策的非对称效应 .....	83
3.1 中国货币政策非对称效应的研究现状 .....	83
3.2 变量选择和数据说明 .....	85
3.3 计量模型和检验方法 .....	91
3.4 实证检验结果及分析 .....	97

## 货币政策效果解析

3.5	货币政策非对称性效应的证据 .....	115
3.6	本章小结 .....	126
4	货币政策非对称效应的直接形成机制 .....	127
4.1	货币政策非对称效应形成机理初探 .....	127
4.2	名义价格的非对称调整机制 .....	130
4.3	非对称菜单成本在货币政策非对称效应形成中的作用 .....	140
4.4	货币政策非对称效应直接形成机制的实证检验 ..	150
4.5	本章小结 .....	158
5	货币政策非对称效应的间接形成机制 .....	161
5.1	货币政策在不同维度上均表现出了非对称效应 ..	161
5.2	货币政策非对称效应形成机理的研究脉络 .....	163
5.3	价格粘性机制与货币政策非对称效应 .....	167
5.4	不确定环境中的金融加速器模型 .....	176
5.5	经济系统中的部门最优策略 .....	207
5.6	经济系统的一般均衡 .....	215
5.7	金融加速器对货币政策非对称效应的放大机制 ..	220
5.8	货币政策非对称效应放大机制的仿真试验 .....	223
5.9	本章小结 .....	236
6	中国货币政策区域非对称效应的实证研究 .....	239
6.1	货币政策区域非对称性研究现状 .....	239
6.2	八大经济区划分的由来 .....	242
6.3	数据来源与分类说明 .....	246
6.4	模型构建和实证检验 .....	248

6.5	货币政策效应区域非对称性成因分析 .....	261
6.6	本章小结 .....	267
7	中国货币政策产业非对称效应的实证研究 .....	269
7.1	货币政策产业非对称效应研究现状 .....	269
7.2	指标和研究方法说明 .....	273
7.3	实证结果及分析 .....	277
7.4	货币政策产业非对称效应原因分析 .....	291
7.5	本章小结 .....	295
8	结论、启示及展望 .....	299
8.1	全书主要结论 .....	299
8.2	政策启示 .....	313
8.3	未来研究方向 .....	319
	参考文献 .....	321
	后记 .....	338

# 1 绪论

## 1.1 研究主题

2008年金融危机后的三年里,人们深深感受到了金融的力量。美国是2008年世界经济危机的发源地,而华尔街又是本次美国经济危机的源头。华尔街充斥着无尽的贪欲,通过不断创造出复杂的金融工具规避监管。华尔街金融机构在利益的驱使下不断放大次贷,通过变本加厉的金融杠杆创造出了类似 MBS、CDO 和 CDS 等令人眼花缭乱的金融商品,这类以低质量、高风险次级贷款为基础资产的商品在监管匮乏的情况下令次贷市场日益膨胀。脆弱的金融链条难免断裂,一场由次贷危机引发的全球经济危机造成巨额财富瞬间蒸发,破产和失业迅速在全世界弥漫。人们在憎恨华尔街之余,也开始敬畏金融的力量。各国政府对这场肆虐全球的金融风暴展开行动,无论是发达国家还是发展中国家,此时此刻史无前例地团结在一起,扩张性货币政策成为击退金融风暴的英雄。世界各国开足马力印钞,经济从萧条和绝望的悬崖边被硬生生地拉了回来,金融危机似乎已经解决了——人们仿佛已经掌握了货币政策的神奇力量。

## 货币政策效果解析

然而,人们至今未能熟练地驾驭货币政策。狂热地大印钞之后,物价开始上涨,但失业依然严重,“滞涨”自然成为令人担忧的大事。如何再次运用货币政策来应对滞涨?各国政策此时却一筹莫展——凯恩斯曾经研究过,货币政策在“流动性陷阱”阶段是失效的。在经历了多次经济周期之后,学者们和政府官员都发现:货币政策并不是解决一切经济问题的万灵药。货币政策有时候效果很明显,有时候却徒劳无功;政策在有的地区效果很好,但在另一些地区却百无一用;政策对某些行业(如银行、地产、钢铁等)作用很明显,但对另一些行业(如烟草、影视、医疗等)几乎没有效果;此外,因为企业在规模、赢利能力和信誉等方面差异很大,货币政策对企业的影响力也存在差异。譬如,紧缩性货币政策可能限制企业借款的能力,但大型企业一般信誉较高,可以通过在国内外发行债券的方式融资,而中小型企业却只能接受较少的贷款或者较高的利率。上述所有方面都表明,货币政策发挥作用受到环境制约,尽管货币政策对经济的作用存在一定的规律性,但这种作用不是简单线性的,而具有一种“非对称”的特性。一个简单的例子能充分说明这种特性,中央银行加息1%可能使得GDP增长1%,但降息1%却会使GDP增长率降低1%以上。总之,因为经济周期、地域、行业和企业属性不同,货币政策对经济的作用效果存在显著的差异。本书重点研究货币政策非对称特性产生的原因和机制,以期为人们更深入地了解和掌握货币政策运行规律提供参考,增强中央银行对货币政策的驾驭能力,提高货币政策的实施效果。

建立统一的货币政策非对称研究分析框架是本书最大的贡

献。货币政策非对称效应理论是 20 世纪 90 年代以来货币政策领域蓬勃发展的重要研究方向,但目前缺乏对货币政策非对称效应形成机理的系统研究,相关理论研究匮乏,因此本书研究货币政策更为关注的是货币政策非对称效应的形成机理,这也是本书选题的由来。本书将菜单成本引入货币政策分析框架,回答了为什么紧缩性货币政策比扩张性货币政策更有效的问题。本书进一步将菜单成本与现任美联储主席伯南克开创的金融加速器理论融合起来,发现金融摩擦在不同经济阶段、区域、产业和企业间的差异使得货币政策效应在这四个维度上呈现出了非对称性。上述研究在本书中分别称为直接和间接的货币政策形成机制。

本书在新凯恩斯框架内构建菜单成本模型和金融加速器模型,以分析中国货币政策非对称效应的形成机理。经典的货币政策非对称效应是指,相同幅度负向货币冲击引起的产出下降大于正向货币冲击引致的产出增加。随着货币政策理论的深入,货币政策非对称效应研究拓展到了时间(经济周期不同阶段)、区域、产业和企业四个维度。本书沿着货币政策传导渠道,建立了不确定环境中随机动态一般均衡模型,能够在统一的框架内解释四个维度上货币政策非对称效应形成机理。核心结论是,价格粘性是货币政策非对称效应存在的前提,金融加速器在此基础上放大了货币政策非对称效应。

本书通过构建菜单成本模型分析价格粘性的成因,进而考察货币政策非对称效应的直接形成机理。货币政策非对称效应的主要成因是非对称的价格传导机制,这与企业面临不确定冲

## 货币政策效果解析

击时的最优定价决策密切相关。当经济受到不确定货币供给冲击时,企业通过比较菜单成本与扭曲成本决定均衡产量和价格。如果菜单成本小于扭曲成本,企业将调价不调产;又如果菜单成本大于扭曲成本,企业将调产不调价;这就是价格粘性的成因。更进一步,由于存在着降价刚性,企业降价比涨价需承受更大的菜单成本。从货币政策的价格传导渠道来看,在预期通货膨胀率趋势为正的环境中,当面临正向货币供给冲击时,企业更倾向于调整价格而非产量;当面临负向货币冲击时,企业会更多地调整产量而不是价格;这就是货币政策非对称效应的直接形成机制。如果以货币政策对产出的影响作为衡量货币政策有效性的标准,那么紧缩性货币政策比扩张性货币政策更加有效。

货币政策冲击通过不完全信贷市场传导之后,金融加速器会加剧货币政策非对称效应。货币政策非对称效应产生于非对称的价格粘性,而放大于金融加速器,主要原因在于金融加速器会放大和加速外生扰动对整个经济系统的冲击。货币冲击经过金融加速器传导会导致外源融资升水、信贷规模和产出大幅波动,在货币政策非对称效应直接形成机制的基础上,金融加速器会放大货币冲击对产出的非对称影响。同时,金融摩擦在货币政策非对称效应的间接形成机制中发挥着核心作用。由于金融加速器机制的作用,金融摩擦与货币政策效应非对称程度之间具有非线性关系。融资杠杆与融资升水之间以及金融摩擦与金融加速数之间为正向关系,这两类正向关系决定了金融摩擦与货币政策效应非对称程度之间的正向关系。与不存在金融摩擦的信贷市场环境相比,相同程度的货币政策冲击对产出的影响

更大,所以正负向货币政策导致的产出变化的差距更大,这就是货币政策非对称效应的间接形成机制。

金融摩擦随着具体时间、区域、产业和企业而变,在不同金融摩擦下金融加速器功效差异导致货币政策非对称效应在这四个维度上表现形式和程度亦有所不同。一般而言,金融摩擦越大,金融加速器的功效越强,货币政策非对称效应越显著。在金融摩擦较大的经济环境中货币政策的实施效果比金融摩擦较小环境中的货币政策效果显著。一是在时间维度上,金融摩擦在金融体系不成熟时期比较小,金融市场发展初期一国经济受货币政策的影响更大;在经济繁荣阶段小于衰退阶段,经济衰退期货币政策的效果强于繁荣期货币政策效果。二是在区域层面上,欠发达地区经济受信贷约束更强,金融摩擦也较大;金融发达地区的货币政策效果弱于金融欠发达地区的货币政策效果。三是在产业层面上,有形资产比重低的劳动密集型产业由于贷款抵押资产价值低,面临较强的金融约束,货币政策对低有形资产比重产业的作用效果强于高有形资产比重产业。四是在企业层面上,中小型企业受到较强的信贷约束,货币政策对中小型企业的影响强于大型企业。总之,货币政策非对称效应在不同维度上的形成原因都可以通过金融摩擦的差异来解释。

综上所述,菜单成本模型和金融加速器模型能够揭示货币政策非对称效应的形成机理,从而可以在一个统一的理论框架下解释货币政策在时间、区域、产业和企业四个维度上表现出的非对称性效应。只有掌握货币政策非对称效应形成机理,中央银行才能科学地制定和实施有效的货币政策。

## 1.2 研究背景与问题

在全球金融市场整合不断推进的背景下,金融问题在一国经济发展中越来越突出,如何利用货币政策才能最有效地调控宏观经济成为各国中央银行面临的历史难题。中央银行在调控宏观经济时大多凭借经验来确定货币政策的执行力度,但却碰到了一些难解之谜,例如为什么同样力度的政策却未能达到过去那样的调控效果?为什么等量加息和降息对经济冲击幅度不同?为什么某些地方对货币政策“过敏”而另一些地方“麻木”?为什么货币政策一紧经济就过冷而一松经济就过热?经济学家为这些现实问题上下求索,最后将答案归结到货币政策的非对称效应。然而,为什么货币政策会出现非对称效应?政策随哪些具体条件而变,又是如何变化的?这正是本书要回答的问题。

20世纪20年代以前,大多数经济学家认为货币政策效应是相对稳定的,紧缩性与扩张性货币政策的作用效果是对称的,即货币供应量与产出是线性关系。只要中央银行凭借过去经验制定和实施货币政策,就能够像固定程序那样达到预期的效果。然而,现实却一再讽刺这样幼稚的想法。美国大萧条的爆发,扩张性货币政策对经济复苏几乎没有产生什么影响的事实使学者们开始朦胧地感到,紧缩性货币政策似乎更为有效。事实上,在金融市场迅速发展的态势下,货币政策的传导机制和政策效应已经发生了巨大的变化。货币政策中间目标与最终目标之间不再服从简单的线性关系,货币政策的制定和实施变得更加复杂,

且政策效果也更难以预测。

货币政策非对称效应首先是在实证研究中被发现的。从国外文献可以看出,货币政策非对称效应的存在得到了各国数据的实证支持。实证研究主要集中在五个方面。一是紧缩性货币政策与扩张性货币政策对产出的非对称影响;二是不同操作工具和中间目标对货币政策反应的非对称性;三是不同通货膨胀下货币政策效应的非对称性;四是不同经济周期阶段的非对称性;五是不同区域间的非对称性。学者们从主体预期的非对称性、价格调整的非对称性、传导渠道的非对称性以及经济结构的非对称性来探究货币政策非对称效应的形成机理。毫无例外,中国不但存在货币政策非对称效应,而且有着自己特殊的表现形式和形成机理。

货币政策非对称理论试图探究货币政策对经济的非对称性影响,寻求非对称性的生成原因和传导机制。具体来讲,货币政策在不同环境中,为什么会对不同地区、行业、群体产生非对称冲击,这种非对称影响是否有规律?中央银行如何利用这些规律来改善货币政策实施效果?为了寻找答案,需要将货币政策非对称效应研究的逻辑按照理论问题出现的先后次序展开。

第一,如何测度货币政策?这是货币政策效应非对称理论研究的起点。巴罗和拉什(Barro & Rush, 1980)、米什金(Mishkin, 1982)和科弗(Cover, 1992)分别采用不同的货币供给方程测度货币政策冲击,科弗(1992)和森达(Senda, 2001)进一步研究了正负货币政策冲击对产出的影响,所以测度货币政策是研究货币政策非对称效应的逻辑起点。

## 货币政策效果解析

第二,是否存在货币政策非对称效应?其表现形式是什么?货币政策非对称效应是货币经济学理论中最近发展起来的内容,也是目前货币经济学家们关注的重点。20世纪30年代,美国大萧条激发了人们对货币政策非对称效应的关注,但是直到20世纪90年代后期货币政策效应非对称性问题才引起学界的广泛关注。众多学者的研究证实了货币政策非对称效应在各国都广泛存在。(Cover, 1992; DeLong & Summers, 1988) 1998年的通货紧缩促使中国学者们开始思考中国货币政策效应的非对称性问题,不过得到了两类相反的结论:一是中国扩张性货币政策比紧缩性货币政策更为有效(黄先开和邓述慧, 2000; 冯春平, 2002);二是紧缩性货币政策更为有效(陆军和舒元, 2002; 刘金全, 2002)。

第三,货币政策非对称效应的形成机理是什么?关于货币政策非对称效应形成机理目前仍缺乏统一的分析框架。当前的文献主要集中于实证研究,极少对货币政策非对称效应形成机理进行理论建模和仿真分析。因而在一个统一的理论框架内分析货币政策非对称效应的形成机理是货币政策非对称效应理论面临的重大问题。

## 1.3 研究目的与意义

### 1.3.1 理论意义

货币政策非对称效应理论是货币经济学的理论前沿。20

世纪 90 年代以来,货币政策效应非对称性理论蓬勃发展,学者们的研究已经证实货币政策非对称效应在很多国家都存在;但理论分歧仍然较多,例如,正向还是负向货币政策更为有效?是否存在区域非对称效应?产生货币政策非对称效应的原因和机理是什么?这些问题至今尚无定论。目前文献主要限于实证研究,对货币政策非对称效应形成机理研究缺乏理论支持,也没有统一的理论框架来解释货币政策在时间、区域、产业和行业层面上呈现出的非对称效应。本书将降价刚性引入菜单成本模型来解释价格粘性的形成,进而研究货币政策非对称效应的形成机理。在价格粘性形成货币政策非对称效应的基础上,将资本品的双重属性、价格粘性形成机制(分解为阶段性定价和调整时滞两部分)、投资滞后和高昂验证成本引入 BGG 框架,以金融摩擦为主线,从资产负债表渠道入手,分析货币政策冲击对经济的非对称影响,分析金融摩擦在货币政策时间、区域、产业和企业非对称效应形成机制中的作用。最后,对随机动态一般均衡理论进行仿真,并利用中国数据进行实证研究,以对比检验理论模型仿真结果。

从货币政策非对称效应理论的发展现状来看,目前国内外关于货币政策非对称效应的理论研究较少、实证偏多,而在一个理论框架内系统地探讨货币政策非对称效应形成机理的研究更是少之又少。因此,系统深入地研究货币政策非对称效应形成机理具有重要的理论价值,期望本书的工作能够挖掘货币政策效应非对称理论的研究深度,为中国学者深入研究中国货币政策非对称效应提供参考。

### 1.3.2 现实意义

怎样才能在不确定环境中增强货币政策的实施效果<sup>①</sup>是理论工作者和政策当局面临的难题。因为各地区、行业和企业在不同的经济阶段对货币政策的敏感程度存在差异,所以中央银行很难准确估计货币政策对宏观经济的影响程度,进而难以拿捏货币政策的调控力度。

货币政策通过金融市场间接引导经济主体的决策来达到宏观调控的目标,但调控效果取决于微观主体对货币政策冲击的反应程度。企业面临货币政策冲击时,既可以调整产量也可以调整价格。如果企业完全以调整产量的方式应对冲击,则意味着货币政策效果最大——凯恩斯水平线情况;反之,如果企业完全以调价的方式应对冲击,则意味着货币政策无效——卢卡斯垂线情况。企业调产不调价的冲击应对方式表明货币政策不会引起物价的变化,由此产生了价格粘性。价格粘性的主要原因在于企业按照菜单成本与扭曲成本孰小的原则最小化冲击所产生的调整成本。价格粘性越大,货币政策效果就越强,因而价格粘性是货币政策有效性的前提条件。价格粘性理论为中央银行

---

<sup>①</sup> 在现实中,人们往往以双重标准来评价货币政策的执行效果。在经济过热阶段,能否平抑通货膨胀是货币政策有效性的标准——此时物价是唯一的测度指标;在经济低迷阶段,能否拉动经济增长是货币政策有效性的标准——此时 GDP、GNP 或失业率是主要测度指标。双重标准的存在表明货币政策目标并不单一,这既增加了中央银行政策实施难度,又增加了评价中央银行绩效的难度。

制定和实施货币政策提供了理论支持。更进一步,因为降价菜单成本高于涨价菜单成本,所以企业存在降价刚性;在宏观上表现为通货膨胀趋势长期存在。所以,紧缩性货币政策通常会压缩社会总产出,而扩张性货币政策通常助长通货膨胀,由此产生的货币政策非对称效应增加了中央银行宏观调控的难度。因为紧缩性货币政策意在控制经济过热阶段的通货膨胀,而中央银行升息或紧缩银根却可能减少总供给而达不到稳定物价的目标;扩张性货币政策意在刺激总需求来拉动总供给,但是中央银行降息或增加货币供给却可能引起需求拉动型通货膨胀而达不到刺激产出的目的。

中央银行难以把握政策力度的根源在于经济主体对政策反应程度的不确定性。货币政策在经济繁荣期的效果比紧缩期弱,对金融市场发达地区的影响力小于欠发达地区,对有形资本比重高、资本密集型行业的影响力小于无形资本比重高、劳动密集型行业,对大型企业的影响力小于中小型企业。正是因为货币政策冲击效果不具有线性可加性,所以很难准确预测货币政策效果,中央银行难以拿捏货币政策执行力度,一般通过微调及随未来经济走势灵活改变实施力度的方式调控宏观经济。

只有科学认识货币政策非对称效应的形成和强化机理,把握货币政策效果随条件而变的规律,才能提高货币政策的有效性。尤其是在经济全球化的当今,中国金融市场不再是与世隔绝的“孤岛”,国际金融市场的变化加大了中央行政策执行的复杂度和难度。保证国民经济快速稳定增长,保障区域之间的金融发展均衡,推动重点行业发展实现经济结构和经济增长方

式双重转变,鼓励中小企业健康发展是中央银行面临的艰巨任务,货币政策非对称效应形成机理的理论研究对于增强货币政策实施效果、提高中央银行宏观调控能力具有历史紧迫性。

### 1.4 研究方法

实证分析与规范分析是经济分析的基本方法。这两种方法的划分揭示了经济学本身发展的一般规律,但在实际运用过程中二者往往紧密联系。实证分析中包含一些价值的判断,而规范分析又建立在对实际运行过程了解的基础上。本书试图从两种方法联系的角度入手,在研究中国货币政策非对称效应存在性和形成机理的基础上,回答“是什么”,并提出“该怎样”的对策建议。

理论联系实践是学术研究的基本原则,本书的展开严格遵循从实践中来到实践中去的研究逻辑。首先,用科学的货币政策测度方法研究中国货币政策非对称效应存在性的问题,得到中国货币政策存在显著非对称效应的论断;这是下一步研究得以展开的基础。其次,用规范分析的方法探究货币政策非对称效应的形成机理,完成“实践到理论”的过程。在新凯恩斯框架内构建菜单成本模型和金融加速器模型,通过抽象的模型解释在价格粘性下货币政策效应如何表现出非对称性,以及在金融摩擦的作用下如何通过金融加速器机制使货币政策在四个层面上表现出了非对称效应,并对货币政策非对称效应的价格传导机制和金融加速器机制进行了仿真分析。最后,又用实证分析