

重大管理评论

China Management Review

2014年 第1辑



经济科学出版社

重大管理评论

China Management Review

第1辑

经济科学出版社

2014年

图书在版编目 (CIP) 数据

重大管理评论. 第1辑 / 刘星主编. -- 北京: 经济科学出版社, 2014.5

ISBN 978-7-5141-4633-2

I. ①重… II. ①刘… III. ①企业管理 - 文集 IV. ①F270-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 096564 号

责任编辑: 文远怀

责任印制: 邱 天

重大管理评论 (2014 年第 1 辑)

刘星 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191537

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: <http://jjkxcbs.tmall.com>

北京万友印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 14.5 印张 275 000 字

2014 年 5 月第 1 版 2014 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5141-4633-2 定价 30.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



Association
of MBAs

《重大管理评论》学术委员会

(按姓氏拼音字母排序)

陈 晓	清华大学
贾建民	香港中文大学
李书行	台湾大学
李新春	中山大学
刘 星	重庆大学
陆正飞	北京大学
吕长江	复旦大学
姚树洁	英国 诺丁汉大学
张宗益	西南财经大学
赵曙明	南京大学
周冠男	台湾政治大学

重大管理评论

2014 年第 1 辑

目 录

- 1 中国货币政策与资产定价实证分析
姚树洁 罗 丹
- 25 股利管制保护投资者利益了吗
吕长江 邵 帅
- 50 好的约束机制一定意味着高的会计信息质量吗
陈 晓 吴少凡 贾 宁
- 74 转型环境下企业内外部双元能力对绩效的影响研究
李 垣 蔡昊雯
- 98 双源采购下的供应风险防范：直接采购与期权合约
马士华 殷 哲
- 122 价值差在国际股票市场具有预测力吗
Robin K. Chou Yu-Ru Huang Kuan-Cheng Ko Shinn-Juh Lin
- 167 附录

CONTENTS

- 1 Empirical Analysis on China's Monetary Policy and Asset Pricing
Shujie Yao Dan Luo
- 25 The Effect of the Sticky Knowledge on the Economic Growth in China: Based
on Spatial Econometrics Models Using Chinese Provincial Data
Changjiang Lu Shuai Shao
- 50 Do Better Constraint Mechanism Implies Higher Accounting Information
Quality
Xiao Chen Shaofan Wu Ning Jia
- 74 Effects of Internal and External Dual Capability on Performance under the
Transition Environment
Li Yuan Cai Haowen
- 98 Supply Risk Mitigating under Dual-Sourcing: Direct Procurement and Option
Zhe Yin Shihua Ma
- 122 The Predictability of the Value Spread in International Stock Markets
Robin K. Chou Yu-Ru Huang Kuan-Cheng Ko Shinn-Juh Lin
- 167 Appendix

中国货币政策与资产定价实证分析

姚树洁 罗 丹^①

摘 要：本文使用2005年6月至2012年2月的月度数据，应用约翰森基于向量回归（VAR）的协整方法以及格兰杰因果检验研究了中国货币政策以及资产定价之间的动态关系。约翰森的协整方法主要是为了检验二者间的长期关系，而格兰杰因果检验则是为了识别变量间因果关系的方向性。通过实证分析，我们发现货币政策对短期资产价格影响不大，这表明中国投资者可能存在“非理性”和“投机性”行为。当货币政策紧缩时，中国的投资者不是立刻撤资，而是更加急于涌入市场购买房屋或股票。这种看似非理性的投机行为源于中国各种特殊的社会和经济因素，包括缺乏投资渠道，市场不完善，文化传统，城市化以及人口结构的变化。这个研究结果有两个重要的政策性含义。第一，中国央行已经不使用也不应该使用单一的利率机制来保持宏观经济的稳定；第二，为避免大的资产泡沫的形成及其带来的灾难性的后果，央行应同时使用货币和非货币政策。

关键字：货币政策；资产定价；利率；银行准备金率；中国

^① 姚树洁，诺丁汉大学当代中国学院经济学教授、院长，西安交通大学特聘讲座教授，重庆大学客座教授。罗丹，诺丁汉大学当代中国学院经济学讲师。本文得到国家自然科学基金资助（71132006）。

一、简介

从 20 世纪 90 年代开始,大多数发达国家的货币政策都通过利率调节来实现,其主要用于控制通货膨胀。中国的主要货币政策工具不仅包括利率,还包括货币供应量以及银行准备金率等。

为应对当前金融危机,中国与 20 国集团其它成员国应共同努力。为刺激经济增长,在 2008 年 10 月,中国宣布了价值四万亿元的救市计划。同时,政府也鼓励银行增加贷款。在 2009 年和 2010 年,银行新增贷款达到了 95 亿元和 79.5 亿元。如此大规模的资本注入对于中国实现其既定的 GDP 增长起到了决定性的作用。但同时,流动性过剩也刺激了房价以及总体通胀水平的增长。

继 2009 年上涨 50%之后,北京、上海、广州以及深圳(四个一线城市)的房价在 2010 年平均继续上涨 24%~42%。平均而言,上海、北京、深圳的新建住宅价格已经达到每平方米 22000~24000 元。而广州也达到了近 14000 元/每平方米。在 2010 年 11 月,消费者价格指数(CPI)也增长了 5.1%,达到了近 28 月来的新高(EIU Views Wire, 2010)。这些变化迫使政府果断地采取了行动,将货币政策从“适度宽松”调整到了“谨慎”(Dyer and Waldmeir, 2010)。银行存款准备金率也连续上调了 11 次,在 2011 年 6 月达到 21.5%。与此同时,银行一年期存贷款利率也被连续上调五次,在 2011 年 7 月分别达到 3.3%和 6.56%(Yao, 2011)。

2008 年到 2010 年间房价的不断上涨(或者是 2006 年到 2007 年间股票价格的上涨)不仅仅是由于流动性过剩引起的。正如 Yao 和 Luo (2009)文中所指出的,消费者的非理性以及投机性的行为也起到了一定的作用。由于对收益和损失的不对称反应,当价格上涨时,投资者倾向于承担更多的风险,而当价格下跌时,投资者会变得过于谨慎。

本文旨在研究资产定价以及货币政策之间的长期关系,同时检验当对资产价格上涨时,中国的投资者是否会表现出非理性的投机行为。为了解答上述问题,本文使用 2005 年 6 月至 2012 年 2 月的数据并应用了一系列的计量模型。该研究的理论基础主要取决于货币与资产价格间的动态和长期的关系。

科伊吾(Koivu, 2008)、劳伦斯和迈罗(Laurens and Maino, 2007)以及梅罗塔(Mehrotra, 2007)提出,中国的利率政策的作用是温和的。但这是

否意味着利率无法影响资产定价呢？中国的央行——中国人民银行密切关注广义货币量 M2 的供应。其指出，近年来快速增长的 M2 并不是导致房价以及消费者价格指数（CPI）不断上涨的原因。这些理论是否成立还有待我们的实证结果的检验。

本文的其余部分安排如下：第二部分主要介绍中国货币政策的发展；第三部分回顾有关货币政策以及资产定价的相关文献；第四部分讨论本文使用的计量方法以及数据来源；第五部分讨论实证的结果；最后第六部分总结全文并提出适当的政策性建议。

二、中国货币政策的发展

《中华人民共和国人民银行法》第 5 条指出，中国的货币政策的目标是保持物价稳定并促进经济增长（中国人民银行，2003）。然而有学者指出，上述的两个目标从本质上来讲就是矛盾的（谢和袁，2003；戴，2002）。

虽然中国人民银行的主要职责是控制通胀，但政府更为重要的目标则是刺激增长（Geiger, 2008; Zhang, 2010; Shu and Ng, 2010）。当流动性过剩时，高速的经济增长不一定会带来高通货膨胀。这也正符合中国在世界金融危机前的情形（Zhang, 2010），然而，如果高速的经济增长是由结构性变动带来的流动性过剩引起的，通胀的压力会随之而增长，这也是中国在世界金融危机过后出现的情况。

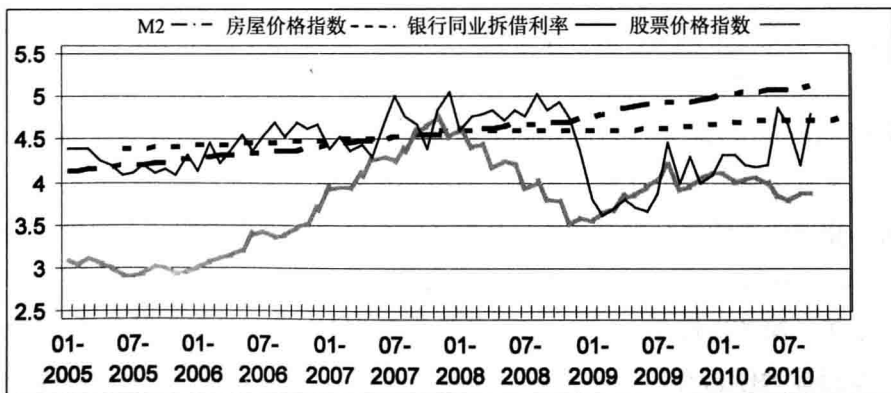


图 1 M2、股票价格指数、房屋价格指数以及银行同业拆借利率的变动
(2008 年 1 月 = 100, 所有的数值均以自然对数形式衡量)

来源：房屋价格指数：国家统计局；股票价格指数：上海证券交易所统计月报，深圳证券交易所统计月报；M2 以及银行间拆借利率：DataStream。

图 1 描述了两大资产价格指数（房地产以及股票价格指数）以及两个主要货币工具——广义货币供应量（M2）以及银行同业拆借利率的变动。所有的数值都是以指数以及自然对数的形式来衡量的（以 2008 年 1 月为基准=100）。很明显，银行间拆借利率与其它变量的变动没有趋同性。而 M2 似乎是在数据期间引起变动的主要驱动力。

中国货币政策的发展可以分为四个阶段。第一阶段是从 1949 年到 1984 年，当时中国人民银行还是国家的央行和唯一的商业银行（Luo 和 Yao，2010）。而事实上，中国人民银行扮演的就是政府的一个会计机构（谢和罗，2002）。财政部（MOF）收集的税收和其它收入构成了国家的财政收入。国家计委（SPC）随之决定如何使用这些收入。而中国人民银行就是一个中介，从财政部取得资金然后根据国家计委的指示将资金分派到其它机构。

第二阶段从 1984 年开始，其以政府采取了一些列的改革措施试图将中国垄断的银行体系转变成一个非集中化的，竞争性的以及以利润为导向的系统为标至（Yao et al., 2007）。从此，中国人民银行被正式更名为央行。其核心作用是辅助中国实现市场经济的转型。然而，直到 1993 年，中国才第一次明确的提出了其货币政策目标。在当时，其制定的中期目标主要是控制货币流通量以及信贷增长（Laurens and Maino, 2007）。

因此，1993 年也标志着中国的货币政策发展进入了第三个阶段。中国共产党中央委员会（中共中央）通过了“关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定”并且第一次宣布货币政策的最终目标是通过调整货币供应量以实现货币的稳定（Geiger, 2008）。这一阶段的发展持续了大约五年直到 1998 年，信贷配额制度被彻底废除。这期间的重大改革主要有：1994 年货币供应公告制度的建立；1996 年银行同业拆借利率上限的废除以及货币政策中期目标的明确。从此之后，对广义货币量 M2 的控制正式成为中国人民银行制定的中期目标。相比原有的银行信贷系统，其被证明可以更加准确的预测未来价格的变动（Yu, 1997; Laurens and Maino, 2007; Porter and Xu, 2009）。

发展的第四阶段是以 1998 年国务院公布“保持货币稳定并促进经济增长”的政策目标为标志的（Laurens and Maino, 2007）。表 1 总结了 1998 年到 2010 年间通胀率和货币供应量增长的数据。可以看出，除了起始以及 2008~2009 年金融危机阶段，货币供应量的增长和通货膨胀率基本保持了一致的稳定关

系。同时,中国人民银行还引入了一系列的货币政策工具,例如存款准备金率以及公开市场调节(OMO),以辅助其将货币政策从直接控制向间接市场化调节机制的转变(Geiger, 2008)。

表1 目标和实际货币供应量增长率(1995~2010年第二季度)

	M1 (%)			M2 (%)			通货膨胀率
	目标	实际	偏差	目标	实际	偏差	
1998	17	11.9	-5.1	17	15.3	-1.7	-1.4
1999	14	17.7	3.7	16	14.7	-1.3	0.4
2000	16	16.0	0.0	16	12.3	-3.7	0.7
2001	15	12.7	-2.3	16	14.4	-1.1	-0.8
2002	13	16.8	3.8	13	16.8	3.8	1.2
2003	16	18.7	2.7	16	19.6	3.6	3.9
2004	17	13.6	-3.4	17	14.6	-2.4	1.8
2005	15	11.8	-3.2	15	17.6	2.6	1.5
2006	14	17.5	3.5	14	16.9	2.9	4.8
2007	16	21.0	5.0	16	16.7	0.7	5.9
2008	16	9.1	-6.9	16	17.8	1.8	0.7
2009	17	32.4	15.4	17	27.7	10.7	2.6
2010	17	21.2	4.2	17	19.7	2.7	3.3
2011	16	7.9	-8.1	16	13.6	-2.4	5.4

注释: 偏差=实际增长率-目标增长率。通货膨胀率由消费者价格指数(CPI)来衡量。

来源: Geiger, 2008; 中国人民银行, 货币政策执行报告, <http://www.pbc.gov.cn/publish/zhengcehuobisi/591/index.html>。

货币政策可以被定义为货币当局所使用的,用来控制货币供给以及通货膨胀的策略。货币政策的基本要素是官方利率,其可以通过通过一系列的传导机制从而影响宏观经济的稳定以及经济增长。如图2所示,假设通货膨胀率超过了某个既定的目标值,央行就很可能通过提高利率从而实行紧缩性的货币政策。

在一个完全开放的市场,任何对于基准利率的调整都会直接影响再融资成本从而导致其它市场利率的变化,例如房贷和银行存款利率。同时,政府政策的变化也直接决定未来经济发展的方向。这会直接影响市场的预期和信心,最终作用于资产价格以及汇率。消费者和投资者往往会随之调整消费和投资策略,从而直接影响到市场的总需求和总供给。因此,消费的收缩以及信贷业务需求的减少会导致实体经济的总体放缓从而使通胀压力得以缓解。而当货币供应量不足时,则会出现与上述相反的情况。通过与中期目标相互作用,货币政策决定了名义或实际的货物和服务的价值,并最终影响到经济的总需求。

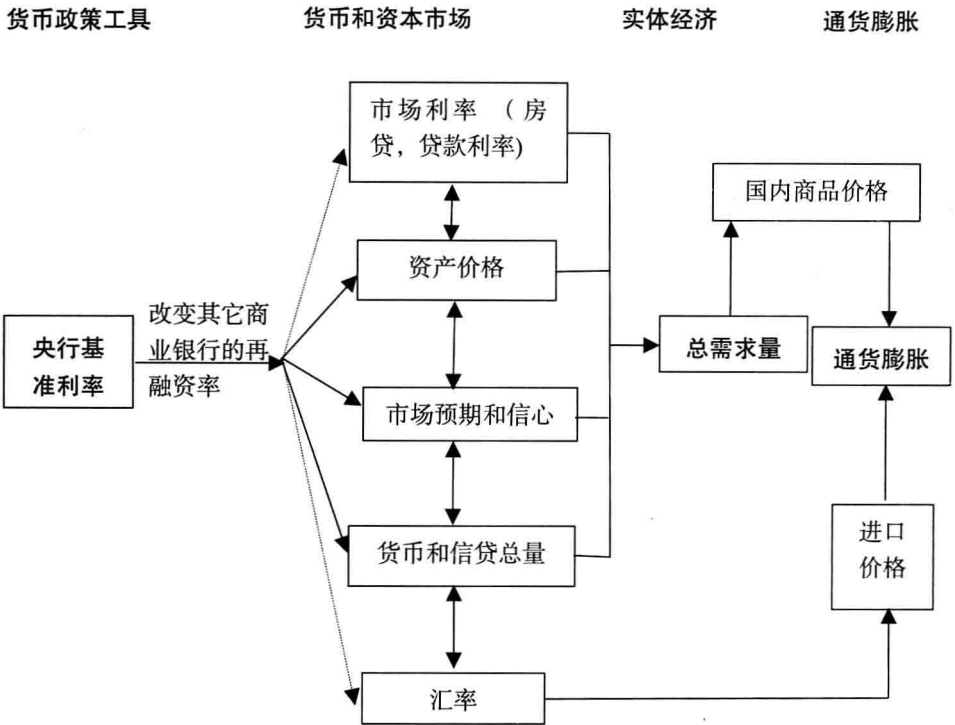


图2 货币政策的传导机制——传统模式

来源：英格兰银行：www.bankofengland.co.uk。

在中国，利率调整并不能有效地影响实体经济。这主要由于：第一，利率体制还没有完全自由化（Laurens and Maino，2007）。尽管越来越多地开始依靠公开市场业务调整，银行的存贷款利率在很大程度上还是受控于央行（Porter and Xu，2009）。在2004年10月，中国人民银行取消了贷款利率的上限但保留了对存款利率上限以及贷款利率下限的控制。第二，中国的银行业依然受控于四大国有银行，具有明显的寡头垄断特征（Geiger，2008）。第三，有超过60%的银行贷款都被大型国有企业所吸收。其仰仗行业的垄断地位赚取巨额的利润，因此对利率的变化不是非常敏感（Dickinson and Liu，2007）。如图2的虚线表示，由于缺乏竞争和流动性的普遍不足，基准利率的调整可能无法被有效的传导到某些细分市场（Wang 和 Zhang，2002）。第四，即使早在20世纪90年代初期就建立了公司债券和股票市场，银行贷款依然是中国企业主要的资金来源，尤其对国有企业而言。第五，中国消费者特殊的消费习惯也降低了利率作为货币政策工具的有效性（Yue 和 Zhou，2007）。由于中国人普遍

有较高的储蓄率,因此他们的消费行为也难以受利率变化的直接影响。

上述的这些因素决定了中国的货币政策不能依靠单一的利率调整来实现。因此,央行采取了一系列的政策性工具以控制货币的供应量(Feyzioglu et al., 2009)。同时,也采纳了一系列的非央行的货币政策工具以辅助其实现最终的货币政策目标(Geiger, 2008)。

三、文献回顾

源于美国的信用危机迫使许多主要工业化国家采取了一系列的货币政策以应对危机。这同时也激发了学者对于货币政策对宏观经济管理有效性的研究。在美国以及其它主要西方发达国家,以通货膨胀为目标的货币政策往往是通过调整利率来实现的。然而,由于房地产行业日益增加的重要性,在制定货币政策时,是否应该将房屋价格的变化也考虑进去,这在西方引起了激烈的辩论(Taylor, 2007; Bordo and Jeanne, 2002; Lansing, 2003)。

尽管房价的变化可以通过财富效应,托宾q效应和资产的杠杆效应影响到整体的经济。而学者普遍认为,利率的调整必须以宏观经济趋势为导向而不应考虑房价的变动(Taylor, 2007; 冯, 2010; Bernanke and Gertler, 2000)。这主要是为了防止道德风险以确保投资者对自己的投资决策负责。此外,相关学者指出,央行也不应由于惧怕将经济推向衰退而主动采取措施以防止或者抑制资产泡沫的形成(Lansing, 2003)。相反,决策者应该采取适当的策略以有效地应对资产泡沫可能带来的后果(Greenspan, 2004)。

有关中国货币政策的研究的历史相对比较短。它们可以大致被归为三类。第一类研究主要是回顾中国货币政策的发展史(Laurens and Maino, 2007; Koivu, 2008; Geiger, 2008; Zhang, 2010)。与西方不同的是,中国并不依赖单一的货币政策工具以实现其政策目标。相反,其同时使用一系列的政策性工具。刘和张(Liu and Zhang, 2007)、格杰(Geiger, 2008)、波特和徐(Porter and Xu, 2009)指出,中国通过混合使用一系列的政策性工具实际上可以更为有效的控制通货膨胀。然而,这也导致了一定的扭曲。例如,由于使用混合型的货币工具,其妨碍了利率渠道的正常运作,从而导致利率对实体经济的影响相对疲软(Koivu, 2008)。因此,利率的进一步自由化是有必要的。其可以使市场利率更加有效地反映市场的流动性以及风险的变化(Yue and Zhou,

2007; Porter and Xu, 2009; Zhang, 2009)。

第二类研究主要是使用泰勒定律、麦卡勒姆规则以及其它国际公认的测量准则来检验中国货币政策的适用性。研究发现,标准的泰勒定律无法完全反映中国实际的利率变化,尤其是在1996年以前(Liu and Zhang, 2007)。根据泰勒定律推算的利率与实际利率的偏差主要是由延迟的政策性反应所导致的(谢和罗, 2002)。由于中国已经正式宣布,其货币政策目标是,广义货币供应量M2,麦卡勒姆规则应该更适合中国的实际情况(Burdekin and Siklos, 2008; Mehrotra and Fung, 2010)。科伊吾等(Koivu et al., 2008)证实了规则的一致性,尤其是在预测与通货膨胀相关的信息方面。而劳伦斯和迈罗(2007)则指出,央行只能满足基础货币, M1 的供给目标而无法实现广义的货币目标。这也引起了人们对央行货币政策目标可控性的怀疑。张(Zhang, 2009)指出,货币供给与通货膨胀之间的联系实际上在不断地减弱。这些研究结果似乎表明,政府正在试图将货币政策向以价钱为导向的方向转变以应对中国向市场经济的转型。此外,还有一些研究发现,货币政策与产出缺口呈现逆周期性,而与通胀缺口呈现亲周期性变动(Mehrotra and Fung, 2010; Shu and Ng, 2010)。这些证据也与中国人民银行“双重法律授权”的性质相一致。

第三类研究主要是针对中国货币政策与资产定价间的关系。很多研究都证实二者间存在响应的、尽管较弱的关系(杨和王, 2006; 赵和高, 2009; 冯, 2010; Koivu, 2010)。这种关系主要是由中国房地产市场以及股票市场的成熟性以及四大国有银行对金融体系的垄断控制造成的。近期的房地产市场暴涨使一些学者建议将房价的变动考虑到中国货币政策的制定中去(赵和高, 2009)。然而,由于中国房价的高度波动性,其充其量只能做一个参考变量,而不能直接作为货币政策目标(冯, 2010)。

之前的研究对于我们的研究提供了很多重要的见解。然而其鲜有人研究资产泡沫和货币政策间的关系。本文旨在填补这个研究缺口。以往的研究往往只是证明货币政策和资产定价间存在一定的关系,而本文的研究更注重时间性、方向性以及反映的强度性。对于货币政策变量的选择,我们不仅仅局限于单一的货币政策工具,例如M2。本文将会选取一系列央行所采用的货币政策工具。同时,对于资产价格,我们将同时选取房地产价格指数以及股票价格指数。这主要是由这两种资产的不同性质所决定的。其性质的不同可能会直接影响其对货币政策变化的反映。本文的研究结果将有助于识别市场的非规律性行为,因此具有非常重要的政策性含义。

四、数 据

与美国不同的是,中国没有一个像联邦储备率一样的明确的政策性基准利率。货币供应量 M2 被普遍地当作货币政策的中期目标。然而其增长率可能会大幅偏离既定目标而并不会直接导致高的通货膨胀率(如图 3 所示)。

作为一个间接货币政策工具,市场化的利率在近年已经变得越来越重要(Laurens and Maino, 2007)。因此在本文的检验中,M2 和其它几个银行利率均会被作为货币政策的替代工具。

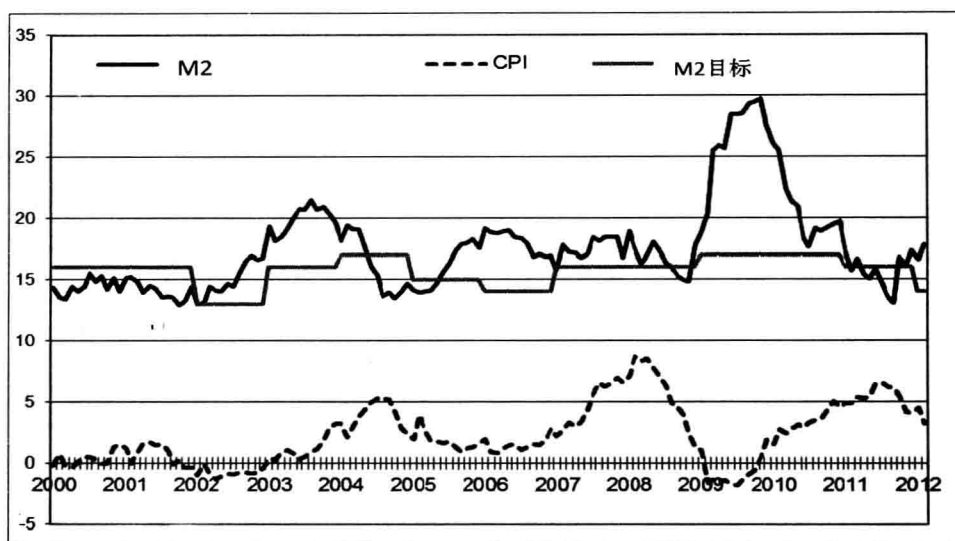
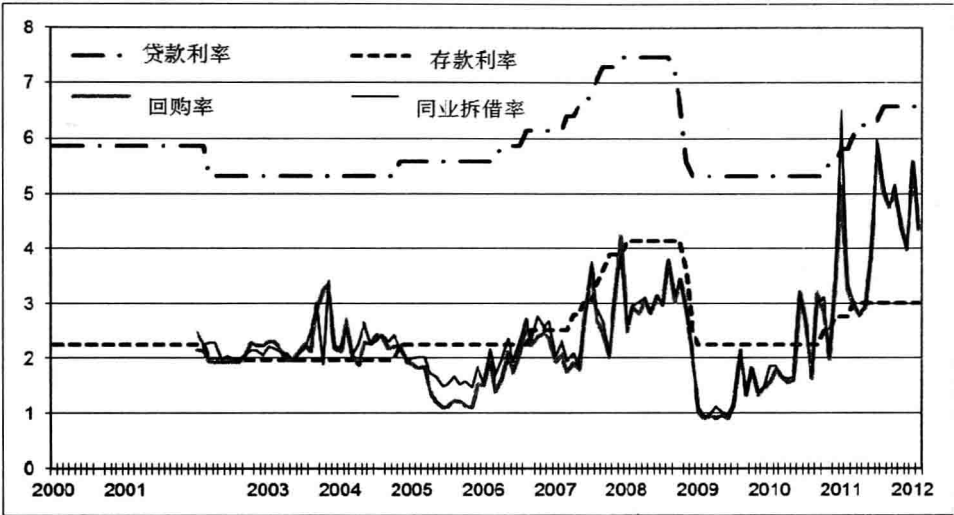


图3 目标和实际 M2 月度供应量增长率(2000 年 1 月~2012 年 2 月)

来源: Thomson DataStream.

一年期银行贷款利率是由中国人民银行直接决定的,其也被认作是官方基准利率。对于市场化的利率,我们选取了 7 天回购利率和银行同业拆借利率。这主要因为在对其它金融产品的定价中,二者被广泛地使用(Porter and Xu, 2009; 赵和高, 2009)。

图 4 描述了各种利率的变化趋势以及其间的相关性。可以看出,两个市场化的利率是高度相关的。而官方基准利率对其的影响非常有限。这也表明,中国利率市场化的改革还远未完成。



相关性	存款利率	贷款利率	银行同业拆借率	回购率
存款利率	1			
贷款利率	0.930022	1		
银行同业拆借率	0.511491	0.491364	1	
回购率	0.510676	0.484339	0.974082	1

图 4 银行存款、贷款、同业拆借以及回购率间相关性检验

来源：Thomson DataStream。

控制银行贷款增量是另一种货币政策工具。其目的是检验政府是否通过使用所谓的“窗口指导”来影响银行的业务（Koivu, 10）。政府经常性的同时使用基于价格（如利率）和数量（如流动性和 M2）的两种政策性工具以实现其货币政策目标（谢和李, 010）。为了研究这些政策性工具对资产价格的影响，本文构建了一个综合性的指数 R&L，以衡量利率和银行准备金率的双重影响。新的变量是通过使用主成分法将银行实际贷款利率和存款准备金率结合构建的。

而资产价格则是由股票价格指数和房地产价格指数来衡量的。股票价格指数是将上证指数和深证指数根据其市值加权平均得到的。而大部分之前的研究都仅仅选取了上证指数为代表，如科伊吾（Koivu, 2010）。同时，由于上海证券交易所和深圳证券交易所的上市公司以及投资者的性质是不同的，本文也对两个市场分别进行了研究比对。对于房地产价格指数，由于 70 个大中城市房屋价格指数只有 2005 年以后的数据，而 35 个大中城市房屋价格指数是季度

的数据,同时也只有 2005 到 2008 年 6 月的数据,与赵和高(2009)一致,本文选也取了另一个指数——国房景气指数,以衡量房屋价格的变化。

除了 M2 以外,其它的变量都选取的是从 2005 年 6 月到 2012 年 2 月的数据。大部分的数据来自 Thomson Data Stream。而剩余的数据由中国统计年鉴、中国人民银行统计年鉴(2000~2011),中国货币政策执行报告(中国人民银行,季报,2000~2012)以及上海和深圳证券交易所统计年报和月报补足。

五、方法和结果

为检测资产价格和各种货币政策工具之间是否存在有意义的协整性关系,我们同时进行了增广迪基—富勒检验(Augmented Dickey-Fuller test, ADF)和菲利普斯—佩龙(Phillips-Perron test, PP test)检验。时间滞后长度我们是根据三个信息准则 AIC、SC 以及 HQ 来综合决定的。检验的结果证明所有的时间序列都是(同阶)单整序列,而其一阶差分序列都是平稳的。

表 2 约翰森的协整检验

序列		Eigenvalue	Statistics	P-value	Cointegration Vectors
房地产价格指数与货币政策工具变量：					
M2	None*	0.1089	24.2552	0.0067	2***
	At most 1	0.0552	8.0012	0.0047	
同业拆借利率	None*	0.1527	30.5918	0.0006	2***
	At most 1	0.0731	8.8751	0.0029	
R&L	None*	0.2209	44.8619	0.0000	2***
	At most 1	0.0663	9.6703	0.0019	
综合股票价格指数与货币政策工具变量：					
M2	None*	0.0870	19.3572	0.0367	2***
	At most 1	0.0491	6.8914	0.0087	
同业拆借利率	None*	0.0944	19.3119	0.0372	2***
	At most 1	0.0625	7.6130	0.0058	
R&L	None *	0.0949	18.8151	0.0437	2**
	At most 1	0.0340	4.8498	0.0276	

注:***、**、*代表显著性是 1%、5%和 10%。M2=货币供给; R&L=由主成分法构建的银行贷款利率和存款准备金率综合指数。