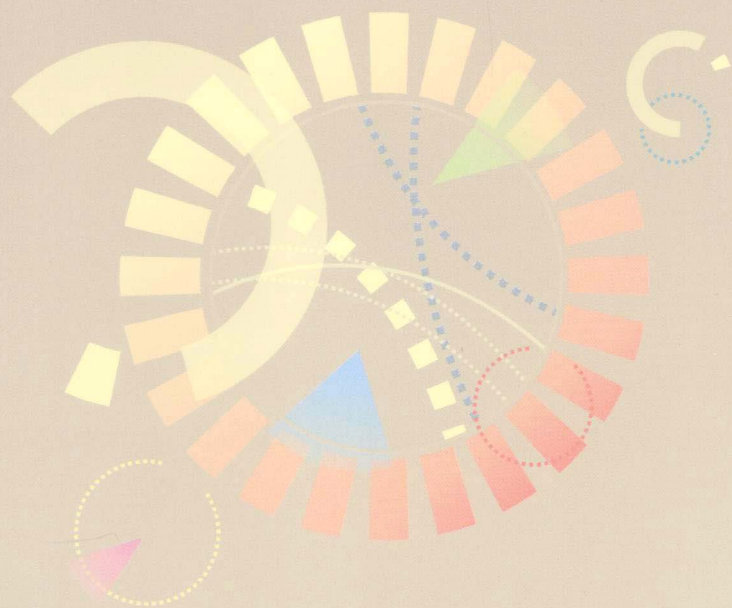


中国货币政策绩效研究

——基于社会福利角度的考察

赵 伟◎著



复旦大学出版社

中国货币政策绩效研究

——基于社会福利角度的考察

赵 伟 著



復旦大學出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策绩效研究——基于社会福利角度的考察/赵伟著. —上海:
复旦大学出版社, 2013. 7
ISBN 978-7-309-09710-8

I. 中… II. 赵… III. 货币政策-研究-中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 094936 号

中国货币政策绩效研究——基于社会福利角度的考察

赵伟著

责任编辑/张如意

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

上海春秋印刷厂

开本 787×960 1/16 印张 11.75 字数 161 千

2013 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-09710-8/F·1931

定价: 25.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

前言

PREFACE

近年来,我国货币政策绩效研究的关注点,逐步由对宏观调控意义上货币政策短期效应的广泛关注,转变为加大对货币政策框架具体内容等更加微观层面的考察,所借用的研究工具也越来越科学,研究思路也越加完善。但总的来看,现有文献对我国货币政策在增进社会公众福利、维护宏观经济稳定上应尽的贡献和绩效研究方面,仍显不足,尤其是量化分析方面,更是少之又少。

本书基于社会福利角度将“货币政策绩效”界定为:货币当局通过一系列货币政策操作或自身体制改革(货币政策框架具体内容的优化),在社会福利水平的增进(社会福利损失的降低)等方面取得的绩效。通过理论建模与最优化求解过程,我们可以得到最优货币政策反应函数的表达式,以及最优货币操作下通货膨胀率与产出缺口率的函数表达式。我们将实现了社会福利最大化(社会福利损失最小)的货币政策操作界定为最优货币政策操作,并以此为基准提供了两种度量我国货币政策绩效的思路:基于最优货币政策反应函数的度量与基于社会福利损失函数的度量。

其中,基于最优货币政策反应函数的货币政策绩效考察,将现实货币政策偏离最优货币政策操作的大小和幅度作为对货币政策绩效的度量。基于社会福利损失函数的货币政策绩

效考察,以最优货币操作下的社会福利损失水平为基准,将现实货币政策操作导致的社会福利损失水平偏离最优社会福利损失水平的程度,作为对货币政策绩效的度量。

在基准模型的基础上,本书进一步对我国货币政策工具的最优选择问题展开理论探讨。研究结果显示:①货币当局在对货币政策工具进行选择时需要参考的五个变量分别是来自货币需求层面的冲击、来自商品需求层面的冲击、货币需求相对产出的弹性、货币需求相对名义利率的弹性和总需求相对名义利率水平的弹性;②货币政策工具的最优选择与社会福利损失函数中通货膨胀的厌恶系数、商品市场供给层面的诸变量(包括商品市场供给层面的冲击、供给曲线的斜率等)无关。当经济体所承受的冲击主要来自商品需求层面、货币需求主要来自商品市场、利率政策调节对总需求的作用效果较小时,货币当局采用数量型货币政策工具更有利于维护公众的社会福利;反之,则货币当局采用价格型货币政策工具更有利于维护公众的社会福利。

考虑到基准模型经修正后组成的宏观经济动态系统中含有变量之间的同期及滞后关系,我们采用了S-VAR模型进行参数估计。实证结果显示,2008年下半年以来,我国货币政策在对冲需求冲击层面的有效性较前期有了一定程度的提高,或与近年来我国货币政策框架的不断优化有一定关联。

在对我国货币政策工具最优选择展开的实证研究中,我们发现实证研究的结果与理论推演的结论是一致的。在样本区间内的多数时段,我国来自货币市场层面的需求冲击远大于来自商品市场层面的需求冲击,价格型货币政策操作较之数量型货币政策操作在增进社会福利方面效果较优。

Introduction

In this thesis, based on the view of social welfare, the “monetary policy efficiency” is defined as the achieved efficiency in the promotion of social welfare (the reduction of social welfare loss) through a series of monetary policy operation or self-reform (the optimization of the specific content of the monetary policy framework) by monetary authorities. The monetary policy operations, which have reached the social welfare maximum, were defined as the optimal monetary policy operations. And on this basis, two measurments are provided in order to measure the monetary policy efficiency of our country. One is based on the optimal monetary policy reaction function, and the other one is based on the social welfare loss function.

In the investigation of monetary policy efficiency based on optimal monetary policy reaction function, actual monetary policy operations’s deviation value and the range from the optimal monetary policy operations are set as the measurement of monetary policy efficiency. In the investigation of monetary policy efficiency based on social welfare loss function, loss of social welfare’s (which actual

monetary policy operations have caused) deviation extent from loss of optimal social welfare are set as the measurement of monetary policy efficiency.

On the basis of baseline model, in this thesis, the optimal choice issues of monetary policy are to be further discussed. According to our research, the optimal monetary policy instrument is connected with the shocks on economies mainly from commodity demand or money demand, money demand mainly from the commodity markets or money markets, and relatively elastic coefficient of aggregate demand to nominal interest rates, and has nothing to do with the inflation aversion coefficient of social welfare function, and the various dimensions of commodity market supply variables (Including the supply shocks of commodity market, the slope of the aggregate supply, etc). Quantitative instruments could be superior in maintaining social welfare when the economy is exposed to shocks mainly from commodity demand, money demand mainly from commodity markets and the effects of interest rate policy on aggregate demand is weak. On the contrary, interest rate policy instrument should be employed.

Considering the relationship of the same period and the lag between variables of the macroeconomic dynamic system after amending the baseline model, the S-VAR model is employed to estimate the parameters. The empirical results show that, the efficiency of actual monetary policy operations in terms of enhancing the social welfare of our country is

>>>>>
progressive in recent years.

In the empirical analysis of optimal choice of monetary policy tools of our country, most of the sample interval time, the impact of demand from money market is much larger than that from the commodity demand, and in the promotion of social welfare the interest rate policy is more dominant than quantitative instruments.

CONTENTS 目录

前言	I
Introduction	III
第一章 绪论	001
第一节 问题的提出	001
第二节 基本概念与研究边界	003
一、基本概念	003
二、研究边界	006
第三节 结构安排与研究框架	006
一、结构安排	006
二、研究框架	008
第二章 货币政策绩效研究的文献述评	009
第一节 货币政策绩效研究文献综述	009
一、货币中性、非中性与货币政策绩效	009
二、货币政策传导机制与货币政策绩效	016
三、货币政策框架优化与货币政策绩效	019
第二节 货币政策绩效研究文献评述	026
一、货币政策绩效研究的三个层面	026
二、货币政策绩效研究的常用方法	027

三、中国货币政策绩效研究的启示	030
第三节 本章小结	031
第三章 我国货币政策的基本职责与货币政策绩效研究的参考标准	033
第一节 我国货币政策框架的基本内容	033
一、我国货币政策的最终目标	033
二、我国货币政策的中介目标	035
三、我国货币政策的常用工具	040
第二节 我国货币政策的“政策菜单”选择	047
一、菲利普斯曲线理论对我国货币政策绩效研究的启示	047
二、泰勒曲线理论对我国货币政策绩效研究的启示	055
第三节 我国货币政策绩效考察的参考标准	062
一、货币政策绩效的重新界定	062
二、我国货币政策绩效水平的测算思路与解析	063
第四节 本章小结	065
第四章 我国货币政策绩效考察的理论模型	067
第一节 社会福利损失函数	067
一、常见的社会福利损失函数形式	067
二、本书采用的社会福利损失函数形式及解析	070
第二节 开放经济条件下的总供给-总需求模型	071
一、开放经济条件下的总供给函数	071
二、开放经济条件下的总需求函数	073

第三节	最优状态下的货币政策操作	076
一、基准模型的设定		076
二、最优状态下的货币政策操作及解析		076
第四节	基于社会福利角度的货币政策绩效考察	078
一、货币政策绩效考察的指标体系		078
二、货币政策绩效度量的图示解析		081
第五节	本章小结	084

第五章 我国货币政策工具选择的理论探讨 086

第一节	“普勒规则”的提出及发展	086
第二节	“普勒规则”的基本研究思路	088
一、未考虑随机冲击时价格型与数量型货币 工具的比较		088
二、考虑随机冲击时价格型与数量型货币 工具的比较		090
第三节	货币政策工具最优选择的理论探讨	092
一、基于本书基准模型的理论模型构建		093
二、货币政策工具最优选择的参考条件		094
第四节	本章小结	097

第六章 我国货币政策绩效的实证研究 098

第一节	数据采集及初步处理	098
一、数据采集		098
二、初步处理		109
第二节	基准模型的经验实证	112
一、通胀厌恶系数 λ 的确定		112
二、总供给-总需求-货币需求方程的估计		112
第三节	基于社会福利角度的我国货币政策	

绩效度量	118
一、我国最优状态下的货币政策操作	118
二、基于社会福利损失函数的我国货币政策 绩效考察	120
第四节 我国货币政策工具最优选择的实证研究	126
一、我国货币政策工具选择的参考条件	126
二、我国货币政策工具最优选择的分析	128
第五节 本章小结	129
第七章 结论与展望	131
第一节 结论	131
一、货币政策工具的最优选择与供给层面的 要素无关	131
二、近年来我国货币政策在增进社会福利上的 绩效有所提高	132
三、价格型工具将在我国货币操作中扮演越加 重要的角色	132
第二节 本书研究的不足与进一步的研究展望	133
一、本书研究的不足	133
二、进一步的研究展望	134
附录	135
附录 1 2013 年中国人民银行公开市场业务 一级交易商名单	135
附录 2 人民币存款准备金率历次调整	137
附录 3 人民币现行利率表	139
附录 4 金融机构超额存款准备金率历史数据	140
附录 5 我国通货膨胀指标的比较与分析	142
附录 6 实证研究所需原始数据汇总	147

>>>>>

参考文献	152
后记	164

图目录

CONTENTS

图 1.3.1	本书的研究框架	008
图 2.2.1	货币政策绩效研究的常用方法	027
图 3.1.1	新增外汇占款、公开市场货币净投放、 法定存款准备金率	042
图 3.1.2	金融机构贷款基准利率、再贷款与再贴现利率、 SHIBOR 利率	044
图 3.1.3	大型中资银行人民币法定存款准备金率与 超额准备金率	045
图 3.2.1	我国改革开放以来失业率与通货膨胀率的走势	050
图 3.2.2	我国“通胀-失业”型菲利普斯曲线	050
图 3.2.3	我国产出缺口率与 CPI 通胀率季度数据的散点图	053
图 3.2.4	我国产出缺口率与通货膨胀率的动态相关系数	054
图 3.2.5	不同冲击形式下的货币政策绩效	059
图 3.2.6	供给冲击、货币政策与泰勒曲线	060
图 3.2.7	需求冲击、泰勒曲线与货币政策绩效	060
图 3.2.8	泰勒曲线与货币政策操作最优边界	062
图 3.3.1	社会福利损失函数的几何描述	064
图 3.3.2	现实货币政策操作与社会福利损失	065
图 4.4.1	货币政策绩效的几何描述：基于最优货币政策 反应函数的度量	082
图 4.4.2	基于社会福利损失函数的货币政策绩效度量	083

图 5.2.1	未考虑随机冲击的情况下价格型与数量型货币政策 工具的比较	089
图 5.2.2	考虑了随机冲击的情况下价格型与数量型货币政策 工具的比较	091
图 6.1.1	我国 CPI 指数、RPI 指数和 PPI 指数走势	100
图 6.1.2	中国与美国 PPI 走势比较	101
图 6.1.3	中国 CPI 通胀率	102
图 6.1.4	外国产出缺口率	106
图 6.1.5	人民币实际有效汇率	107
图 6.1.6	银行间同业拆借利率与平均利率	108
图 6.1.7	货币供给量 M2 及其增速	109
图 6.1.8	实证研究所需数据的直方图	111
图 6.3.1	我国最优货币操作与现实货币操作	119
图 6.3.2	中国对外贸易依存度(进出口总额/GDP)	121
图 6.3.3	中国外汇储备额(亿美元)	121
图 6.3.4	人民币名义汇率(人民币兑美元中间价)	122
图 6.3.5	人民币实际有效汇率指数	122
图 6.3.6	最优货币政策操作下的 CPI 通胀率	123
图 6.3.7	最优货币政策操作下的产出缺口率	123
图 6.4.1	商品市场需求冲击与货币市场需求冲击	127
图 6.4.2	我国货币政策工具的最优选择	128

CONTENTS 表目录

表 2.1.1	货币政策的一般传导机制	017
表 3.1.1	货币政策中介目标与主要宏观经济指标的相关性	039
表 3.1.2	公开市场短期流动性调节工具参与机构	043
表 6.1.1	我国主要通货膨胀指标的分析与比较	099
表 6.1.2	实证研究所需数据的统计描述	110
表 6.1.3	实证研究所需数据的单位根检验	112
表 6.2.1	(6.2.6)式非标准 VAR 模型的参数估计结果	116
表 6.2.2	(6.2.6)式非标准 VAR 模型的残差协方差矩阵	118
表 6.3.1	基于社会福利损失函数的我国货币政策绩效 考察 I	124
表 6.3.2	基于社会福利损失函数的我国货币政策绩效 考察 II	125

1

第一章

绪 论

第一节 问题的提出

货币政策绩效研究是货币经济学研究中的重要内容,也是宏观经济预测与货币政策调控的重要参考。正如 Bernanke *et al.* (1992) 所谈到的,货币政策能否对实体经济产生影响,如果能产生影响,那么是通过怎样的作用机制产生效果,是宏观经济研究中两个最重要也是最具争议性的议题。

对于货币政策有效性问题的思考早在至少 18 世纪就已经开始了 (King, 1986), 譬如坎蒂隆在 1755 年出版的《商业性质概论》中,从货币发行和配给的时间和空间等角度进行分析,指出货币量的增加将导致不同商品和要素价格上涨速度不一样,因此货币对经济的作用是不确定的,取决于货币供给在时间和空间上的分配结构。后续研究中,不同经济学流派纷纷提出自己的货币观,并各成体系。

借助于迅速发展并日渐完善的计量经济学工具,近几十年来诸多文献聚焦于考察货币政策调节对其他宏观经济变量的作用效果,主要包括作用机制、作用大小及作用时滞等,重点考察的宏观经济变量包括实际产出水平、物价水平、利率、汇率、国际收支平衡等。其中,货币政策变量的选择主要包括货币供给量、利率、非借入准备金率等;实际产出的指标通常选择实际 GDP 或实际工业产值等;物价水平指标通常选择 CPI 通胀率或者 GDP 平减指数等,利率、汇率与国际收支平衡等分