

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

 转型时代的中国财经战略论丛 

财政金融政策与中国宏观经济波动

张成思 著



中国财经出版传媒集团

 经济科学出版社
Economic Science Press

“十三五”国家重点出版物出版规划项目

★ 转型时代的中国财经战略论丛 ▲

财政金融政策与中国宏观经济波动

张成思 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

财政金融政策与中国宏观经济波动/张成思著. —北京:
经济科学出版社, 2018. 12

(转型时代的中国财经战略论丛)

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0020 - 3

I. ①财… II. ①张… III. ①财政政策 - 关系 - 经济
波动 - 研究 - 中国②货币政策 - 关系 - 经济波动 - 研究 -
中国 IV. ①F124. 8②F812. 0③F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 281556 号

责任编辑: 申先菊 周建林

责任校对: 曹育伟

责任印制: 王世伟

财政金融政策与中国宏观经济波动

张成思 著

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

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印刷

710 × 1000 16 开 23 印张 360 000 字

2018 年 12 月第 1 版 2018 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0020 - 3 定价: 68.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))



前言

转型时代的中国财经战略论丛

近年来,世界各国的宏观经济波动性特征都出现了明显的结构性变化,特别是20世纪90年代以来,世界各国的经济增长率与通货膨胀率的波动性与之前相比都出现明显的下降,这种下降是否与宏观调控政策特别是财政货币政策有联系以及有多大程度的联系,成为学术界与宏观决策层关注的焦点。

宏观经济波动性大幅下降的现象,学术界称之为“大稳定”(Great Moderation)。较早关注到这一问题的是Kim(1999)、Blanchard和Simon(2001)等对于美国经济波动性问题的研究。此后越来越多的文献深入研究这一问题。经过不同的分析和研究,大部分文献认为货币政策的改进是宏观经济波动性减缓的原因,当然,也有研究认为出现“大稳定”的原因除了更有效的货币政策外,还要归功于更加温和的经济冲击、改善的存货管理方法和金融创新等。

从全球视角来审视“大稳定”现象,大多数研究认为所有国家的宏观经济都经历了由不稳定到稳定的过程。而与此同时,中国经济周期波动性特征也出现了引人瞩目的动态变化,特别是自迈入21世纪后,中国的经济周期波动也呈现出新的特征,具体表现为峰位降低、谷位上升、由古典型波动转换为增长型波动,平均位势上升和波幅减小。很多学者对我国经济周期波动性的原因也进行了长期不懈的探索和研究,并从不同侧面对中国经济周期波动的特征进行了颇有裨益的深入分析。

尽管已有文献对中国宏观经济波动性的变化及其原因进行了相应研究,但是研究框架未能涵盖代表性的财政政策与货币政策变量。更重要的是,对中国而言,宏观经济波动性的变化还蕴含了大量具有鲜明中国特色的典型事实,诸如中国经济转型前后的结构性变化、内部动因与外

生冲击并存、行业潮涌下的经济周期波动等。因此，基于既有理论对财政货币政策与宏观经济波动性关系进行拓展研究，是本书希望解决的重要问题。

本书循序渐进地从财政货币政策与宏观经济变量的关系、经济周期的测度和宏观经济波动以及宏观政策与通货膨胀波动性关系等不同视角，对财政货币政策与宏观经济波动性的联系进行分层、深入地开展探索性研究，以期形成理解中国宏观经济波动性变化的参考依据。为了避免2008年金融危机造成的结构性突变对本书研究结果的影响，在实证分析过程中将研究样本主要聚焦于2008年之前。

本书受到中国人民大学2018年度“中央高校建设世界一流大学（学科）和特色发展引导专项资金”支持。

目 录

转型时代的中国财经战略论丛

第一篇 财政货币政策与宏观经济波动的关联

第一章 财政货币政策与宏观经济指标的因果关系初探	3
第一节 中国宏观经济发展历程概要	3
第二节 国内外研究现状简述	6
第三节 理论分析框架	12
第四节 数据说明与典型事实	14
第五节 格兰杰检验结果分析	37
第六节 小结与启示	48
第二章 货币政策与宏观经济波动关系的理论基础：货币政策传导机制	52
第一节 货币政策传导机制简述	52
第二节 理论研究进展与评述	55
第三节 货币政策传导机制的传统渠道	59
第四节 货币政策的金融市场传导机制	79
第五节 全球新型金融危机后的货币政策变化	82
第六节 货币政策传导机制的全景视角分析	87
第七节 小结与启示	90

第三章 中国货币政策传导机制的变迁及其有效性分析	92
第一节 中国货币政策简述	92
第二节 国内外研究现状	95
第三节 中国货币政策传导机制的发展与转变	101
第四节 中国货币政策传导机制转变前后的有效性比较	128
第五节 小结与启示	133
第四章 供给冲击与中国的财政政策	136
第一节 国内外研究状况简述	136
第二节 分析框架	139
第三节 数据描述与典型事实	141
第四节 向量自回归模型检验结果：长期影响与短期影响	145
第五节 小结与启示	154

第二篇 经济周期与宏观经济波动

第五章 缺口测算、经济周期与政策启示	159
第一节 经济周期的理论发展	159
第二节 数据描述与分析	161
第三节 模型设定与估计方法	163
第四节 实证检验	166
第五节 启示与反思	170
第六节 小结	172
第六章 随机波动与经济周期平稳化	175
第一节 中国经济增长与波动情况简述	175
第二节 数据描述与分析	177
第三节 随机波动模型	179
第四节 未知断点检验	181

第五节 启示与反思	184
第六节 小结	186
第七章 货币政策与经济周期波动	188
第一节 中国经济周期波动性特征简述	188
第二节 数据描述与分析	191
第三节 经济周期波动性特征转变：内生断点识别	193
第四节 结构向量自回归模型与反事实对比实验分析	196
第五节 小结与启示	203
第八章 贸易开放与经济波动	206
第一节 我国贸易开放历程简述	206
第二节 国内外研究现状简述	209
第三节 理论框架分析	215
第四节 数据、典型事实与现状分析	218
第五节 动态面板模型及检验结果	239
第六节 小结与启示	241
第九章 强制性技术变迁、不平衡增长与中国经济周期模型	243
第一节 中国经济周期问题概述	243
第二节 基本背景	245
第三节 理论模型	250
第四节 实证分析	258
第五节 小结与启示	262

第三篇 通货膨胀与宏观经济

第十章 外生冲击、货币政策与通货膨胀惯性	267
第一节 中国通货膨胀动态路径变化简介	267
第二节 数据、模型与估计方法	270

第三节	未知断点结构性转变检验	273
第四节	通货膨胀惯性转变动因：对比仿真分析	276
第五节	小结与启示	282
第十一章	货币政策与通货膨胀波动性	285
第一节	通货膨胀波动性问题概述	285
第二节	数据描述与分析	287
第三节	随机波动模型	290
第四节	结构性断点检验	292
第五节	反事实对比实验分析	293
第六节	研究结论与建议	297
第十二章	省际贸易开放与通货膨胀波动性	299
第一节	我国通货膨胀与省际经济状况简述	299
第二节	国内外研究现状简述	301
第三节	数据准备	309
第四节	实证分析	313
第五节	小结与启示	323
附录 A	第一章部分字母缩写示意	325
附录 B	第八章部分字母缩写示意	327
参考文献		328

第一篇 财政货币政策与宏观经济波动的关联

本篇包括四章：第一章探究了财政货币政策与宏观经济指标的因果关系；第二章阐述了货币政策与宏观经济波动关系的理论基础：货币政策传导机制；第三章主要介绍了中国货币政策传导机制的变迁；第四章通过实证分析阐释供给冲击与中国财政政策的关系。

第一章 财政货币政策与宏观经济指标的因果关系初探

本章从分析国内外探究经济波动构成及其原因的文献出发,以中国各类宏观经济变量的描述性分析为基础,发现大部分经济变量的增长率在 2000 年以后得到了较大的增加,但其波动性不断下降;同时对 1998 年之后更加主动的宏观经济政策进行考察,发现在 2000 年以后货币政策工具和财政政策工具的内容更加丰富,反应更加灵活。在此基础上,本章构建了包含政策相关变量和经济变量的 VAR 模型,重点分析宏观经济政策与各经济变量之间的格兰杰检验结果,从中得出结论,即中国不断改善的货币政策不是通货膨胀率、真实 GDP 增长率、出口量增长率和真实有效汇率指数变化率及其波动性等的格兰杰因果关系的原假设可以被拒绝,也就是说货币政策相关变量是通货膨胀率及波动性的格兰杰原因,与此同时,部分变量的历史表现也是制定和调整宏观经济政策的重要参考标准。

第一节 中国宏观经济发展历程概要

1978 年改革开放至今已经整整 40 年,在这 40 年的发展中,中国从计划经济转换为具有中国特色的社会主义市场经济,市场这只“无形的手”在政府行为中扮演的角色越来越重要。1990 年,中国成立深圳证券交易所和上海证券交易所,拉开了中国资本市场发展的帷幕;1993 年,中国剥离中农工建四大国有银行的政策性业务,并成立专门的政策性银行,使得银行借贷更加市场化;1994 年,中国实行汇率制度改革,放弃“双轨制”,实行以市场为基础的、有管理的单一浮动汇率制度;

2005 年,上市公司实行“股权分置改革”,为上市公司的健康发展和维护中小投资者利益奠定了基础;2008 年,全球金融危机爆发,中国财政投放 4 万亿元促使企业进行投资,为之后的通货膨胀埋下伏笔。在这一系列市场化策略下,刘树成(2003)提出,我国经济周期波动性特征在近年来呈现出“高位—平缓”的新轨迹,特别是 2000 年以来,真实 GDP 增长率的波动幅度与此前相比明显趋缓。在图 1-1 中,可以看到真实 GDP 的增长率自 2000 年以来波动趋势明显趋缓,但是在 2008 年金融危机的冲击下,其下降幅度较大,主要是受到人民币汇率上升和出口下降的影响所致,但是之后在中国政府一系列的政策刺激下,中国经济又回归到原来的发展水平。



图 1-1 中国真实 GDP 增长率 (1990 年第 1 季度至 2012 年第 4 季度)

资料来源: Wind 资讯数据库。

1990~2011 年,中国经历了两次具有重大冲击性的金融危机:一次是发生于 1997 年的亚洲金融危机,另一次则是在全球引起巨大反响的发生于 2008 年的全球金融危机。1985~1997 年,中国实行“双紧”的财政政策与货币政策,银行系统通过收回贷款,压缩新贷款,减少货币供给量,使社会总需求在短时间内迅速收缩,稳定了物价总水平。而财政部门通过增收减支,并增加其在中央银行的存款,减少了货币正常流通量,压缩了市场需求,从而抑制了经济过热的现象,使中国经济成功实现了“软着陆”。1993~1997 年,市场调控手段被更多地应用,中央政府为治理当时混乱的金融秩序,摒弃了以前的行政调控方式,开始

更多地应用利率、存款准备金率和公开市场操作等货币政策工具。在1997年亚洲金融危机的影响下,我国宏观调控的主要目标变为摆脱经济萧条、促进经济增长和降低失业率。所以1998~2004年,我国实行了“双松”的宏观经济政策,包括稳健的货币政策和积极的财政政策,两者产生积极的政策引导效应,使中国经济走出萧条。

然而在“双松”政策实施6年后,中国经济出现局部过热、投资过旺的现象,结构性失衡问题凸显。在此情况下,中国政府采取了“双稳”的宏观经济政策,使中国在2004~2008年的国内生产总值增长率达到年均10.8%的水平。2008年下半年,全球金融危机对中国的经济产生了极为显著的抑制效应,特别是在中国严重依赖出口和投资的情况下,许多宏观经济变量都出现了负增长现象。以“保增长、促稳定”为目标,中央政府采取了积极的财政政策和适度宽松的货币政策,使得中国成功走出了经济衰退。而为了应对随之而来的通货膨胀压力,中央政府在2011年确定将适度宽松的货币政策调整为稳健的货币政策,从而在保持经济稳定增长的情况下,提高消费者的真实购买力,推动内需增长成为中国经济增长的主要动力。

为探讨中国经济波动与宏观经济政策之间的关系,经济学者从国家经济波动的原因出发,采取不同的方法对两者之间的关系进行了分析。陈建斌和郁芳(2007)基于政策当局的损失函数,认为自1996年以来,尤其是2000年以来,中国的宏观经济调控绩效较为理想,成功地使国民经济在平稳的轨道上保持高速运行,基本上实现了“高增长、低通货膨胀”的宏观经济调控目标,政策损失越来越小。刘霞辉(2004)、刘涛(2005)、徐凌超(2011)和张勇(2012)则从需求的另一层面——货币政策出发,分别从信贷资产质量、货币供给量和非自愿超额准备金率与宏观经济波动关系的角度进行了研究,指出货币政策对经济周期波动性特征发生转变有显著影响。

从实践角度看,宏观经济政策在世界各国维持经济平稳增长、保持物价稳定和保持币值稳定等方面发挥着重要的作用。但是由于不同国家的政治体制、经济模式以及经济发展阶段不尽相同,所以各自选择的宏观经济政策可能存在很大的差异,从而使政策与经济波动之间的紧密程度出现有较大的差别。本章将从国内外两个视角出发,对相关文献进行整理综述,并结合中国实际情况有选择性地对相关研究进行评述。

在此基础上,本章结合中国宏观经济变量在 20 世纪 90 年代至 2012 年的变化情况进行进一步的探讨,选择合适的经济变量,从描述性统计分析和 VAR 模型分析两个方面进行探讨。首先,计算经济变量在 2000 年前后时间段的平均值和标准差,结合中国实行的财政政策和货币政策,对比分析经济变量与宏观经济政策工具的一致性和有效性;其次,选择货币主义理论模型构建宏观经济政策和真实 GDP 增长率之间的 VAR 模型,同时探讨宏观经济政策与其他经济变量之间的格兰杰因果关系。

第二节 国内外研究现状简述

一、国外研究现状简述

在国外,宏观经济波动性的理论研究更为全面和完整,本章从美国、英国、OECD (Organization for Economic Cooperation and Development, 经济合作与发展组织) 国家组、G7 国家组和发展中国家 5 个不同组别出发,分析宏观经济波动出现“大稳定”的原因。因为已有研究中对美国和英国有较多的分析,因此这里把这两个国家单独列出来进行归纳,尽管二者都属于 OECD 国家组和 G7 国家组成员。

1. 关于美国经济波动性的研究

美国经济波动性的动态变化和减弱的原因一直是学术界关注的焦点,下面的研究将从美国 GDP、通货膨胀率和整体宏观经济 3 个方面分析美国经济波动性的转折点和波动减弱的原因。Kim (1999) 和 Stiroh (2006) 通过构造马可夫转换模型,指出 1984 年 1 月是真实 GDP 增长率达到稳定的转折点。Ahmed (2004) 和 Kim (2008) 在 VAR 模型、频域模型和反事实实验的基础上指出,“好运气”是 GDP 增长率波动性减弱的主要原因。在“好运气”这种主流思想之外,Blanchard (2001) 和 Stock (2002) 认为,与减少的可识别冲击相比,美联储对通货膨胀采取的积极措施为产出波动性的减弱作出了更大的贡献。此外,McConnell (2000)、Kahn (2002) 和 Davis (2008) 通过研究 20 世纪 80 年代

真实 GDP 增长率的波动状况,指出存货投资,特别是耐用品的投资对美国经济的“大稳定”起了最为主要的作用。Nákov 和 Pescatori (2007) 则通过使用包含石油生产部门的 DSCG 模型,肯定了实际冲击的减小(非石油)和货币政策的改善都可以用来解释美国 GDP 增长率出现稳定的现象。在探究通货膨胀率波动性减弱的问题上,大部分研究认为,改善的货币政策是通货膨胀率稳定的原因。Kahn (2002)、Ahmed (2004) 和 Cogley (2005) 分别使用 DSCG 模型、频域模型和 VAR 模型进行分析,认为在解释消费者价格指数波动性减弱这一现象时,改善的货币政策是其首要原因,特别是美联储长期通货膨胀率目标的稳定性。同时,Clark 和 Terry (2009) 从能源价格的通货膨胀率出发,建立 VAR 模型,发现从 1975 年开始美国能源价格的变化对核心通货膨胀率的影响迅速下滑;即使在 1985 年之后针对能源价格的政策逐渐减少,能源价格的通货膨胀率仍然呈现出下降趋势。在总体经济表现方面,一些研究认为,“好运气”是产生“大稳定”的主要原因。Benati 和 Mumtaz (2007) 使用 VAR 模型对 GDP 和货币政策变量进行研究,发现“好运气”是产生“大稳定”的主要原因。另外一些研究则表明,货币政策的改善是产生“大稳定”的主要原因。Warnock (2000)、Boivin (2006) 和 Taylor (2008) 通过讨论周期性波动,指出当局应该在未来不断改善政策,因为改善的货币政策是周期性波动减弱的主要原因。而 Dynan 等 (2005) 通过探究金融创新对消费开支、住房投资和企业固定投资的影响,以及这些影响与实体经济的关系,认为出现“大稳定”的原因除了更加温和的经济冲击、改善的存货管理方法和更有效的货币政策外,金融创新也是不可或缺的重要原因。

而在确定美国“大稳定”是否已经结束的问题上,不同的研究有不同的看法。一方面,Canarella 等 (2010) 认为,美国的“大稳定”始于 1983 年,但是在金融危机时,能源价格的冲击和住房价格的冲击导致了“大稳定”在 2007 年的终结。另一方面,Morley (2009) 认为,与石油价格、生产力和存货有关的经济冲击的减少可以成为解释“大稳定”现象产生的主要原因,而且这些冲击的减少反映了生产性质和信息技术的永久性变化,这就意味着“大稳定”继续存在。而 McConnell 等 (1999) 认为,“大稳定”是否能够持续取决于哪种因素是“大稳定”产生的主要原因。如果是改善的货币政策和更弱的经济冲击,那么这种

“大稳定”就会持续到“好运气”或者“好政策”结束的时候；相反，如果是结构性的变化平滑了经济和政策冲击的传导机制，那么这种“大稳定”将会成为美国经济增长的一个永久特征。

2. 关于英国经济波动性的研究

在涉及英国经济波动性减弱的原因上，Batini（2005）和 Canarella（2010）认为，20 世纪 90 年代和 21 世纪初英国良好的经济表现应该归功于 20 世纪 70 年代后期开始的全面政策改革的高潮，特别是通货膨胀目标制度的引入。Benati（2004，2008）通过构建 SVAR 模型对 GDP 物价平减指数的通货膨胀率、3 月期的名义利率和货币总量的增长率进行模拟，发现通货膨胀目标值对抑制通货膨胀的作用十分有限，而且还降低了产出增长率，因此认为“好运气”是形成“大稳定”的主要原因。

3. 关于 OECD 国家经济波动性的研究

在 OECD 国家作为一组的相关研究中，主流经济学派认为，改善的政策是宏观经济波动性降低的主要原因，同时其他因素也对“大稳定”现象的产生起到了一定的作用。Dalsgaard 和 Elmeskov（2002）回顾了 OECD 国家在过去 40 年中有关经济周期的典型事实，发现大多数 OECD 国家在过去 20 年中有了更加稳定的经济周期，主要反映在证券重要性的减小和更加稳定的私人消费。研究还指出，有效的宏观经济政策和服务份额的增加减弱了周期性的变动和结构性的变化，而现阶段政策制定者的主要任务是妥善处理私人部门的金融深化问题和随之而来的资产价格变动问题。Kent 等（2005）通过对 20 个 OECD 国家的产出波动进行分析发现，减少产品市场的监管和加强货币政策机制有利于减少产出的波动性。

4. 关于 G7 国家经济波动性的研究

涉及 G7 集团（西方七国集团首脑会议）国家的“大稳定”时期，许多学者则着重于研究是否存在结构性突破的问题。Smith 和 Summers（2009）通过分析美国、澳大利亚、德国、日本和英国的产出数据发现，这些国家 GDP 增长率的波动性经历了相似的减弱和增加阶段，表明经济并不存在结构上的突破。但是，Fang 等（2008）以加拿大、日本、英国和美国 4 个国家 1957 ~ 2006 年的经济数据为研究基础，通过使用修正的 ICSS（Iterative Cumulative Sums of Squares，迭代累积平方和）算法来探究产出增长率的无条件方差的结构性变化点，结果显示这