



上海市社会科学

博士文库



货币政策效果的度量

——中国货币政策效果的定量评价

徐龙炳 著

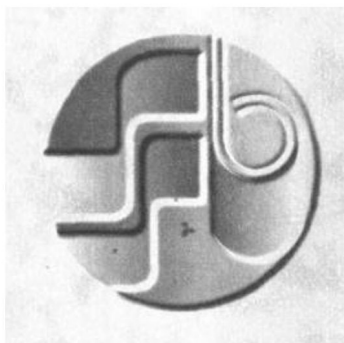
复旦大学出版社

上海市社会科学博士文库

货币政策效果的度量

——中国货币政策效果的定量评价

徐龙炳 著



复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币政策效果的度量:中国货币政策效果的定量评价/
徐龙炳著. —上海:复旦大学出版社, 2001. 12
(上海市社会科学博士文库)
ISBN 7-309-03019-2

I. 货… II. 徐… III. 货币政策-经济效果-经济评价-
中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 074335 号

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65642892(编辑部)

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

经销 新华书店上海发行所

印刷 江苏丹阳市教育印刷厂

开本 850×1168 1/32

印张 5.375 插页 1

字数 125 千

版次 2001 年 12 月第一版 2001 年 12 月第一次印刷

定价 9.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社发行部调换。

版权所有 侵权必究

内 容 提 要

货币政策效果的度量是目前货币政策研究的前沿课题。对货币政策效果作出科学的衡量不仅关系到评价过去的货币政策是否适当，而且也关系到当前与未来一定时期能否正确地进行政策选择。本书正是在消化、吸收国外货币政策效果评价研究成果的基础上，将最新的经济计量学方法运用于中国实践，并结合中国货币政策实施的经验提出一些可供研究的新问题，应用VAR、VECM、脉冲反应函数等实证研究中国货币政策的数量性效果，从定量的角度对中国货币政策的效果进行较全面的评价，以期政策的制定和评估提供参考。

上海市社会科学博士文库编辑委员会

主任委员 金炳华

副主任委员 尹继佐

委 员 (以姓氏笔画为序)

王邦佐 王荣华 王铁仙

方明伦 朱敏彦 杨德广

张仲礼 陈 昕 何勤华

秦绍德 奚洁人 谈 敏

序

货币政策是政府的银行——中央银行通过采用一定的手段或方式,调节货币供应,进而影响经济,并达到期望目标的行为。货币政策能否实现其预定的目标,关键在于货币政策能否影响产出、投资、消费等真实经济变量,此即货币政策是否有效的问题。

货币政策是否有效,这一直是西方货币理论中争论得最激烈,也是最引人关注的问题之一。根据现有的文献资料,可以看到,早期有关货币政策是否有效的争论都围绕着两个基本问题而展开,那就是货币当局能否有效地控制货币,以及货币与产出之间是否具有稳定的联系。凡认为货币政策有效者,都认为货币政策能通过变动货币供给使产出等发生相应变化,而持“货币政策无效论”观点者,都认为货币政策虽能影响货币供给,但货币供给变动并不能系统影响产出。进入 20 世纪 70 年代以后,新古典学派和新凯恩斯主义学派又分别以信息不对称和工资、价格粘性等现实存在为出发点,对货币政策有效性问题作了实证分析和理论探讨,结果是各执一端,前者认为货币政策不能有效影响产出等真实经济变量,后者则认为货币政策可以影响产出。有关货币政策是否有效的争论至今仍无定论。但西方经济学家在探讨货币政策有效性时所提出的一些见解和使用的研究方法及工具,却为货币政策理论的发展作出了许多重要的贡献,也为我们研究中国货币政策效果问题提供了有益的借鉴。

KKJ36/07

中国目前正处在经济转轨时期,对中国货币政策效果作何评价,要取决于对其作实证分析的结果,即对中国货币政策效果的定量评价。这是一项有关货币政策理论的前沿课题,研究这一问题需要有理论探索的勇气。

徐龙炳博士运用 VAR、VECM 以及脉冲反应函数等当前比较先进的研究方法工具,对中国改革开放以来的不同阶段的货币政策数量效果作了全面的实证分析和评价,提出了不少有见地的观点,例如,由于 M_1 和 M_2 的年度指标和季度指标对经济影响的程度不同,应将 M_1 和 M_2 对经济的影响分别作论证,才能更好地反映货币政策的效果;由于时滞因素对货币政策效果的预期有影响,因而制定货币政策时,要充分考虑前阶段货币政策的持续影响,并在操作货币政策时,要有一定的提前量;货币供给增加将对未来货币供给产生持续的影响,我国货币供给的内生性逐步增加;货币政策的中间变量应选择 M_1 较好等。这些观点和结论,不是建立在对一种理论的逻辑演绎基础上的,而是产生于应用先进的计量方法对现实情况进行仔细地分析和论证的基础上的,有较强的说服力。

由于对货币政策效果的度量研究是一项非常复杂而又艰难的工作,目前作为世界性的前沿课题,仍处在探索过程中,特别是对中国货币政策效果的度量研究,由于各种原因,至今仍显得非常薄弱。而我们所面临的经济形势和客观环境,又迫切需要我们在这一研究上取得有价值的突破性的成果,找出影响货币政策效果的原因和途径,把握货币政策作用于经济发展的规律,这既是建设有中国特色的社会主义金融理论的需要,也是制定良好的货币政策和提高我国货币政策效果实践的需要。徐龙炳博士的这本专著问

世,在我看来,对于推动我国对货币政策效果度量这一问题研究的深入发展是有重要作用的,也弥补了我国在这一研究领域的部分空缺之处和薄弱之处。我相信关心这一问题研究的同仁、专家和学者们一定会对书中运用的研究方法及其研究结果发生兴趣,也许会提出一些不同的看法,甚至批评。倘若能由此而产生更多的有关著作和论文,那我国就有可能在对这一前沿问题的研究方面取得丰硕的成果。我们期待着。

戴国强

2000年11月20日于上海财经大学

本书摘要

本书选择中国货币政策效果的定量评价为题主要基于三个方面的原因。

其一,货币政策效果的度量是目前货币政策研究的前沿课题。对货币政策效果作出科学的衡量不仅关系到评价过去货币政策是否适当,而且也关系到当前与未来一定时期能否正确地进行政策选择。货币政策的真实效果是什么?货币政策冲击发生之后,如何度量真实、名义变量的变化?中央银行货币政策是否已经达到预期目标?如何刻画中央银行货币政策目标实现的程度?回答这些问题就必须对货币政策的效果进行定量分析。由于货币政策最终目标之间常常存在着矛盾冲突,这就增加了货币政策搭配的难度及调节的复杂性,对货币政策效果进行科学评价有助于提高政策搭配的效果。

其二,VAR方法的引入为货币政策效果的研究与评价提供了可操作的方法,国外最新的研究成果为本书的研究提供了可借鉴的经验。在过去的20多年中,由于经济理论、经济计量理论的发展以及经济环境的变化,宏观经济计量模型经历了巨大的变化。Lucas(1976)对在宏观经济政策制定中使用大型宏观经济计量模型提出批评,奠定了现代科学的宏观经济计量和政策评价的基础。Sims(1980)首次提出用VAR方法来研究货币政策,对宏观经济计量中应用VAR方法产生了极大的影响。随后众多学者积极探索

VAR 方法在货币政策效果度量的实践中所遇到的各种问题,使得度量货币政策效果的方法日渐成熟。

其三,虽然国内关于货币政策效果评价的文献不少,但是多从定性角度去阐述,所选择的定量分析方法也存在着诸多值得商榷之处。定性分析的最大缺点在于其不精确。许多问题,如货币政策是否对经济发展产生影响,其影响力有多大;不同的货币政策对经济变量的作用程度如何;在经济高涨以及经济萧条时期货币政策对经济的影响力是否有差别,差别有多少;货币政策与其他宏观调控政策是否一致或冲突,其关联性如何等都极具现实意义,必须通过定量分析才能全面精确地进行评价。

鉴于此,作者认为选择中国货币政策效果的定量评价为题,既具有重要的理论意义,又具有重要的现实意义。精确度量货币政策作用于经济的效果,无论是对于政策的制定还是对于宏观经济理论的选择都十分重要。

关于货币政策效果度量的探索主要分为两大类。

第一类,按照弗里德曼和施瓦兹(Friedman and Schartz, 1963a)研究的范式,Romer 和 Romer(1989)再次引进 Narrative Approach 研究货币政策的效果,判定货币政策的执行情况。

第二类,利用中央银行操作的先验信息,结合 VAR 估计技术来研究基于基本数据的政策指标,这是目前度量货币政策效果的重点。VAR 模型被广泛地应用于货币政策效果的实证研究中,其优点是不需要对经济结构模型作出完整的设定,就能够刻画货币与产出以及其他变量所构成的时间序列的主要特性,估计结构方程所构成的系统。如果从考虑识别货币政策冲击的角度来看,脉冲反应函数较好地反映了讨论货币政策效果的基本的、共同的观

点。VAR 方法在研究货币政策效果的问题上显示了其强大的生命力,提供了可供操作的实用方法。

Sims(1980)首先提出用 VAR 方法来研究货币政策,相对于大型联立方程模型,建立了只有 6 个变量的模型; Christiano、Eichenbaum 和 Evans(1994a, 1996)根据基金账户的流动评估货币政策冲击对于不同经济部门借贷活动的影响,探讨了度量货币政策外生冲击的两个一般策略; Bagliano 和 Favero(1997)对应用 VAR 模型分析美国货币政策传导机制作出评价; Evans 和 Kuttner(1998)利用联邦基金远期利率来讨论 VAR 模型反映货币政策对经济活动的影响能力; Bernanke 和 Mihov(1998b)提出了应用半结构 VAR 方法对货币政策进行评价和度量; Christiano、Eichenbaum 和 Evans(1998a)研究得出货币政策冲击对货币基数和 M_1 仅有微弱的同期影响,其主要影响在于表明未来货币供给的运动方向; Pesaran 和 Smith(1998)综述了协整 VAR 与基于自回归分布滞后建模、联立方程组建模的关系,强调用经济理论补充说明统计信息的重要性; Garratt、Lee、Pesaran 和 Shin(1999)将 Structural Cointegrating VAR 应用于宏观经济计量建模,并与其他方法进行比较。

本书正是在消化、吸收国外货币政策效果评价研究成果的基础上,将最新的经济计量学方法运用于中国实践,并结合中国货币政策实施的经验提出一些可供研究的新问题,例如,如何选择变量、如何建立评价模型、如何反映不同时期的货币政策冲击对于经济活动的影响等。本书将应用 VAR、VECM、脉冲反应函数等实证研究中国货币政策的数量性效果,从定量的角度对中国货币政策的效果进行较全面的评价,以期为政策的制定和评估提供参考。

本书共五章,各章主要内容如下。

第一章为货币政策效果评价概述,讨论了货币政策目标,货币政策的有效性问题的,比较了凯恩斯学派、货币学派、理性预期学派以及宏观金融博弈理论对于货币政策数量性效果的论述,综述了定量研究货币政策效果的主要文献并作出评价。

第二章分阶段分析中国货币政策的执行情况,着重讨论1984—1999年以来中国货币政策的执行效果,分析治理整顿阶段的货币政策、实行软着陆阶段的货币政策、1997年开始实行的扩张性货币政策及1999年的货币政策,从而对不同阶段的货币政策目标以及货币政策效果作出总体分析。

第三章讨论货币冲击对产出的影响与VAR系统,详细分析评价货币政策效果的VAR方法的统计基础以及在货币政策效果评价中的具体应用、货币政策指标在建模中的选取等。

第四章首先讨论货币供给的内生性、外生性问题;其次讨论货币政策冲击与产出之间因果关系的各种情形,然后实证分析货币与产出之间关系。

第五章建立中国货币政策效果评价模型。首先探讨变量的选择、模型的设定以及模型的识别;其次结合不同阶段的模型,从不同的角度实证分析货币政策冲击对经济的影响;最后综合以上研究成果对今后我国货币政策的制定提出建议。

关键词: 货币政策效果, 定量评价, VAR, 脉冲反应函数

ABSTRACT

The topic of this Ph. D. dissertation was chosen based on the following reasons:

First, quantifying the effects of monetary policy is at the frontier of monetary policy research. Measuring monetary policy accurately can not only evaluate the previous policy, but also select proper policy at present or in the future. What is the real effects of monetary policy? How the changes of real and nominal variables to monetary shocks are measured? Has the central bank's monetary policy achieved its goals? In order to answer these questions, the effects of monetary policy must be quantified.

Second, the latest research findings provide us with experiences for studying monetary policy. VAR (Vector Autoregression) and its applications in macro-econometrics make quantifying the effects of monetary policy possible. In the past 20 years, macroeconomic models have undergone great changes with the development of economic and econometric theory. Lucas(1976) criticized large-scale Simultaneous Equation Models in macroeconomic policy-making, which laid the foundation of modern scientific macroeconometrics and policy evaluating. Sims(1980) presented the first analysis of monetary policy in VAR models and was followed by a lot of researchers on this topic. VAR becomes popular in measuring monetary policy.

Third, there are many papers on evaluating monetary policy of China, but most of them are qualitative. The disadvantage of qualitative analysis is not precise. Many problems, such as what degree monetary policy affects the economy; how differently monetary policy instruments influence economic variables; whether there is any difference between the effects of monetary shocks in depressions or in booms; whether monetary policy coincides with other macroeconomic policies, and what is the correlation between them is. Such problems are important in policy evaluation and could be solved completely by quantifying methods.

So quantifying China's monetary policy has theoretic and practical significance. Accurate measurement of the monetary policy effects is essential, both for good policy-making and for choosing among alternative macroeconomic theories.

Recent attempts on the measurement of monetary policy have largely fallen into two general categories:

First, following the example of Friedman and Schwartz (1963a), Romer and Romer (1989) reintroduced the 'narrative approach' to the study of monetary policy, based on a reading of the minutes of the Federal Open Market Committee.

The second general strategy for measuring monetary policy stance—which is the focus of the present research—is to use prior information about central bank operating procedures, in conjunction with VAR estimation techniques. VAR models are widely used in the empirical analysis of monetary policy issues. This methodology has undoubtedly the merit avoiding the need for a complete specification of a structural model of the

economy. VAR models show great vitality in monetary policy research.

Sims'(1980) critique generated considerable influence on the use of vector autoregressive models in macroeconomic analysis; Christiano, Eichenbaum and Evans(1994a, 1996) used the Flow of Funds accounts to assess the impact of a monetary policy shock on the borrowing and lending activities of different sectors of the economy, and studied two measures of exogenous shocks to monetary policy; Bagliano and Favero (1997) evaluated VAR models designed to analyze the monetary policy transmission mechanism in the United States; Evans and Kuttner(1998) presented three findings on VARs' ability to describe monetary policy by using Fed funds futures rates; Bermanke and Mihov(1998b) developed a Semi-Structural VAR approach to evaluate measures of monetary policy based on reserve market indicators, and to measure innovations in monetary policy and their macroeconomic effects; Christiano, Eichenbaum and Evans(1998a) found that a monetary policy shock had only a small contemporaneous effect on the monetary base and M1, and its primary effect was to signal future movements in the money supply; Pesaran and Smith (1998) used a number of recent developments on the analysis of Cointegrating Vector Autoregressions to examine their links to the older structural modeling traditions using Autoregressive Distributed Lag(ARDL) and Simultaneous Equations Models(SEMs), and emphasized the importance of using judgment and economic theory to supplement the statistical information; Garratt, Lee, Pesaran and Shin(1999) discussed the 'Structural Cointegrating VAR' approach to macroeconomic modeling and compared it to other approaches currently followed on the literature.

On the basis of what have got on the measurement of monetary policy, this dissertation uses the newest econometric approaches to quantify the effects of monetary policy of China. In conjunction with the practical experience of China's monetary policy, this dissertation puts up some problems, such as how to select variables, how to construct models, and how to show different monetary shocks on the economy. VAR, VECM (Vector Error Correction Model) and impulse respond functions estimation techniques are used in this dissertation to study the effects of China's monetary policy in order to provide reference to the policy-making and policy assessment.

This dissertation is made up of five chapters:

Chapter 1 summaries the methods to measure monetary policy effects. Monetary policy goals and the effectiveness of monetary policy are discussed. The quantity effects of monetary policy are compared among Keynesian, Monetarism, Rational Expectation Schools' Theories and Game Theory. The literature of monetary policy evaluation is reviewed and assessed.

Chapter 2 studies China's monetary policy in different stages, focusing on monetary policy impacts on the economy from 1984 to 1999.

Chapter 3 describes the effects of money shocks on output and VAR system, analyzes the statistical background of VAR approach and its applications to the assessment of monetary policy, and discusses how to choose monetary policy indicators in the measurement of monetary policy.

Chapter 4 first presents the exogenous and endogenous problems of money supply, then examines the causality between money and output.

Chapter 5 constructs the evaluating model of monetary policy of China. First, variables selection, model specification and identification are discussed; second, the effects of China's monetary policy shocks on the economy at different stages are evaluated; last, several suggestions on policy-making are put forward.

KEYWORDS: Monetary Policy Effects, Measurement, VAR, Impulse Respond Function