


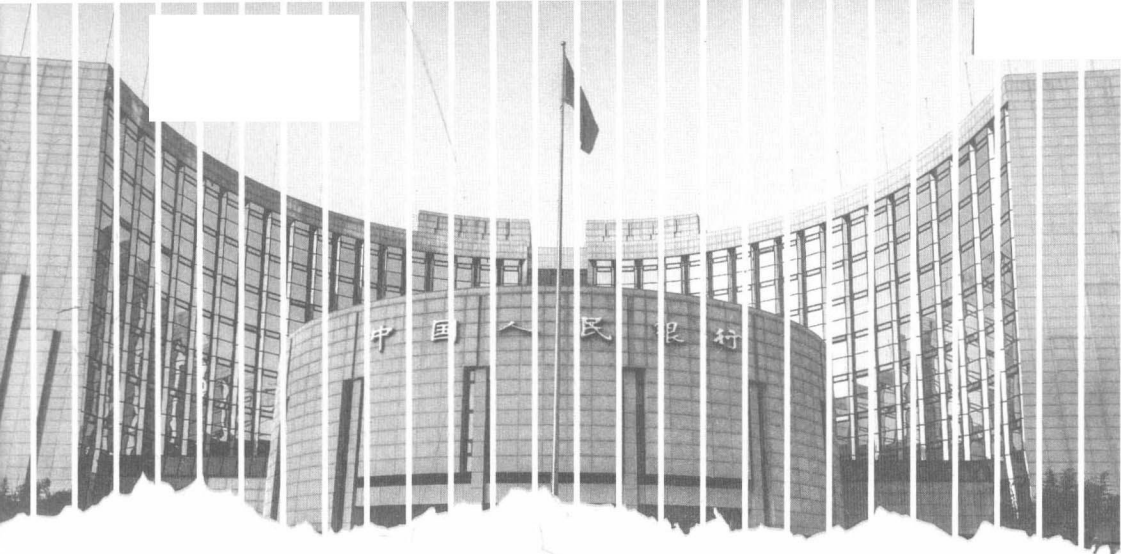


结构性冲击下 货币政策识别变量波动研究

STRUCTURAL DISTURBANCES ON FLUCTUATIONS OF
MONETARY POLICY DISTINGUISHING VARIABLES

朱磊◎著

 经济日报出版社



结构性冲击下 货币政策识别变量波动研究

STRUCTURAL DISTURBANCES ON FLUCTUATIONS OF
MONETARY POLICY DISTINGUISHING VARIABLES

朱磊◎著

 经济日报出版社

图书在版编目(CIP)数据

结构性冲击下货币政策识别变量波动研究 / 朱磊著. —北京:经济日报出版社, 2014. 1

ISBN 978 - 7 - 80257 - 595 - 0

I. ①结… II. ①朱… III. ①货币政策 - 研究 - 中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 318074 号

结构性冲击下货币政策识别变量波动研究

著 者	朱 磊
责任编辑	胡子清 黄 刚
责任校对	余 果
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京西城区右安门内大街 65 号
邮政编码	100054
电 话	编辑部 63584556 发行部 63538621
网 址	www.edpbook.com.cn
E-mail	jjrb58@sina.com
经 销	全国新华书店
印 刷	三河市华东印刷有限公司
开 本	710 × 1000mm 16 开
印 张	11.5
字 数	120
版 次	2014 年 7 月第一版
印 次	2014 年 7 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 80257 - 595 - 0
定 价	30.00 元

版权所有 盗版必究

序^①

何佳

(香港中文大学、清华大学教授)

当前中国经济正处在一个重要的转型阶段，中国金融的改革和发展对推动经济结构转型负有重大的历史使命。一般认为，中国金融体系的主要矛盾是由于金融体系的市场化程度不够造成的。但是，仅仅依靠市场化的解决方案是否足够呢？在理论上，我们可以问：如果现在放开所有的管制，把金融资产定价完全交给市场，是否就一定会形成一个完善的定价机制？中国资本市场的二级市场应该说是市场化程度很高，但是中国股票的投资者依然面临很高的风险，其投资回报率也低于其他风险较低资产的投资回报率，金融资产的风险和收益并不匹配。这说明，中国金融体系的定价机制是有一定问题的，也说明仅仅靠市场化是不够的。

应该说，相对于中国金融体系的其他组成部分，中国资本市场的市场化程度是最高的，但是仍面临很多长期不能解决的问题。我们究竟应该如何去理解这个现象，从而提出比较系统的中国金融体系改革与发展方案？笔者尝试用金融学分析的基本方法和原理来探讨中国金融体系面临的问题。

一、定价体系与套利机会

所谓套利机会，简单地说，是指两个未来现金流完全相同的金融资产的当前价格不一样，投资者可以买低卖高，从而实现零投入、无风险的收益。一般认为，在一个发育得比较好的金融体系，套利机会几乎是不存在的，即使存在也是短暂的；但是在新兴市场，这种套利机会可能会存在相当长的时间。所谓定价体系，抽象地说是存在一个定价因子，通过这个因子可以给所有的资产统一定价，而资产回报率和这个因子的相关性就是这个资产的系统风险。粗略地说，就是不同的资产价格间有一个横向的关系，这个关系可以简单地被理解为风险和收益之

^① 该序的主体部分源于作者《金融改革发展中的套利》，刊登于《中国金融》2014年第3期。

间的关系。

可以证明，定价体系存在的充分必要条件就是没有套利机会，这被称为金融学的基本原理。也就是说，尽管我们采取市场化的解决方案，放开对金融体系和金融资产价格的管制，但是只要有套利机会存在，我们仍然不能建立一个定价体系。中国股票投资者面临的高风险低回报，是定价体系存在问题的明显例子，这也说明了套利机会的存在。投资界对金融产品类别的划分，一个重要的标准就是风险和收益之间的关系。新兴市场的股票被认为是另类投资产品。中国的股票价格就是在一个存在不少长期套利机会的环境里形成的，其价格显然不完全依赖基本面，这也就是大家常说的中国股市不是中国经济晴雨表的主要原因。

二、正视金融改革中的不相容性和渐进性套利

从相容性来判别套利机会，能够更好地分析在中国渐进性改革中出现的问题，更好地把握中国金融体系的发展和改革。有学者在1979年证明了金融体系是否有套利机会取决于这个体系的定价相容性。也就是说，这个金融体系的定价机制是否可以扩展到一个更大的金融体系上去。套利机会的存在和金融体系的相容性互为充分必要条件。这个结论提供了一个重要的判断套利机会是否存在的方法：如果在某个局部范围建立的定价体系不能够扩展到更大的范围，那么就可以判定套利机会肯定存在。因此，对于回答在中国是否存在套利机会，我们也许可以问：A股的定价体系是否与包含A股及B股的定价体系相容？A股的定价体系是否与包含A股及H股的定价体系相容？银行存款收益是否与包含银行存款收益及银行理财产品收益和信托产品收益的体系相容？在岸人民币产品定价体系与包含在岸及离岸人民币产品定价体系是否相容？不相容是显然的。当然即使存在种种不相容性，由于各种限制，也许大部分人不能获得由此产生的套利机会，但是有理由相信，少数有办法的人总是可以获取这种机会的，这就已经足够形成套利机会了。

这个套利机会和定价体系相容性的充分必要条件也告诉我们，金融的相关问题都是具有全局性的，从而也是具有开放性的。因而金融国际化的特点从理论上得到了验证。从某种意义上讲，金融体系的问题没有真正地局部均衡，金融体系的局部均衡和一般均衡相连，不仅要考虑所有已经在交易的资产，也要考虑那些现在不能交易、但是将来可能通过资产证券化交易的资产，因此金融的证券化特点也得到了验证。

对于我们所考虑的中国金融改革与发展来说，这个套利机会和定价体系相容性的充分必要条件也是很有启示的：局部地区的或者某个行业的金融改革必须从全局着眼。建立一个金融试验区和建立一个加工贸易区或者一个科技园完全是两个不同的问题。前者必须考虑和整个金融体系相容性的问题，后者可能只是一个

局部问题。如果不考虑和整个金融体系相容的问题。一个金融试验区的建立，很可能就是仅仅提供又一个套利的机会，并没有起到推动中国金融改革和发展的作用。对目前正在深圳前海和上海自贸区推进的金融改革，我们既要强调试验区内所做的改革和全球金融体系的相容性，同时也要关注由此可能带来的试验区内外套利机会。

由于金融的相关问题都是全局性的问题，中国的金融改革和发展理应由最近成立的中央全面深化改革领导小组统筹。目前，金融监管部门也纷纷成立全面深化改革领导小组。这些小组必须考虑本部门的改革和整个金融体系改革的相容性，所谓全面深化，最重要的就是要体现这个相容性。

三、利用渐进改革的套利

一般大家讨论比较多的是监管套利和机制套利。其实在中国更主要的可能还是渐进性改革套利。目前大家普遍认为，我们存在的分配严重不均是由于改革不到位造成的，因此必须坚持改革，并且要加大改革力度。一般来讲，改革尤其是渐进性改革通常会造成各种相容性被打破，从而不可避免地产生套利机会，进一步拉大分配不均。而改革的每一步推进，都会提出所谓相容性的问题，通过观察35年渐进改革的过程，人们可以在每一个时刻、每一个改革步骤实施的前后提出金融体系是否相容的问题，并且寻找相应的套利机会。

中国在岸金融体系内，政府主导的金融体系也是逐步搭建的：逐步推出了各类金融市场和金融产品，如股票市场的建设按照主板、中小板、创业板、新三板的顺序推进；金融衍生品按照先场内后场外的顺序推进；由于利率和汇率市场化也是按照逐步推进的原则，从而相应的与利率和汇率挂钩的各类产品也是逐步推进的。在中国渐进性改革的道路中，逐步形成了中国的金融体系以及金融监管体系。中国的金融监管体系分为三大板块：一是中央高度集中的银行、证券和保险体系，分别由三个行业监管部门监管；二是地方的准金融，包括小额贷款公司、典当行和地方政府融资平台等，主要由地方政府监管；三是离岸金融体系——香港金融体系，由香港的金管局和其他监管机构监管。前两部分合起来可以成为中国在岸金融体系，这个体系和香港这个中国离岸金融体系的互动是最具有中国特色的。这三大板块的竞争和合作推动了整个中国金融业的发展。但是这三大板块的分割可能造成互相不兼容，从而产生套利机会，进而影响定价体系的建立。

从宏观上讲，中国必须要进行改革，也需要坚持渐进性改革的路径。但是，我们也必须承认和正视不相容性以及由此产生的套利机会问题，同时要容忍问题的存在并且使不良影响最小化。基于上述金融学的基本原理，中国金融发展和改革应该在对金融体系采取市场化改革方案的同时，也对产生套利机会的制度和体制予以关注并进行必要的改革。

作为中国金融发展和改革的关键部门，正处于中国金融发展和改革的大背景下，中国人民银行适时地推出了“社会融资总规模”这一概念。在当前渐进式改革过程中各类套利、“影子银行”规模激增、传统的银行信贷在金融体系中地位下降等情况下，如何增强央行的独立性，如何提高央行宏观调控的有效性，成为当前十分重要而迫切的议题。朱磊同志对央行货币政策领域着力甚深，近年来围绕“社会融资规模”这一概念并扩展开去，潜心研究我国当前的宏观调控相关问题，具有较强的理论意义和现实意义，希望未来不断将这一领域的研究推向深入，并将其置于当前中国金融发展和改革之中进行更为深入的探讨。

目 录

摘 要	(1)
ABSTRACT	(4)
第一章 绪 论	(8)
1.1 问题的提出	(8)
1.2 相关概念及内涵界定	(10)
1.3 研究目的和拟解决的关键问题	(11)
1.4 研究方法和主要内容	(12)
1.5 技术路线及创新点	(13)
第二章 文献综述	(16)
2.1 货币政策相关理论研究	(16)
2.2 计量模型相关理论	(26)
2.3 本章小结	(34)
第三章 恒久性和短暂性冲击下货币政策识别变量波动研究	(35)
3.1 研究方法——SVAR 模型 Blanchard & Quah 分解法	(35)
3.2 模型设定	(37)
3.3 货币政策识别变量的选取	(38)
3.4 SVAR 模型实证结果	(59)
3.5 本章小结	(72)
第四章 货币政策识别变量结构性冲击源研究	(74)
4.1 货币政策识别变量内生冲击源	(74)

结构性冲击下货币政策识别变量波动研究

4.2 货币政策识别变量资产价格冲击源	(89)
4.3 货币政策识别变量外部冲击源	(95)
4.4 本章小结	(110)
第五章 结构性冲击下宏观政策搭配研究	(113)
5.1 货币政策识别变量宏观政策冲击源	(113)
5.2 实证结论	(116)
5.3 本章小结	(128)
第六章 受控和非受控货币政策识别变量有效性研究	(130)
6.1 现有研究	(132)
6.2 建模备选变量	(133)
6.3 货币政策识别变量有效性研究	(134)
6.4 本章小结	(144)
第七章 货币政策识别变量微观传导效率研究	(146)
7.1 现有研究	(147)
7.2 提出假说	(148)
7.3 实证检验	(149)
7.4 实证结论	(151)
7.5 本章小结	(158)
第八章 主要研究结论	(161)
参考文献	(164)
致 谢	(175)

结构性冲击下货币政策识别变量波动研究

摘 要

21 世纪初以来, 全球经济增长幅、全球货币流动性呈周期性波动, 波幅较此前有所放大。与此同时, 中国经济基本保持持续快速增长, 对外开放步伐稳步加大, 逐步成为全球经济增长的新引擎。受全球货币流动性松紧交替的影响, 人民币汇率升值预期时松时紧。近年来, 在外贸顺差和短期资本流入双重驱动下, 我国结售汇顺差迅速扩大, 外汇占款急剧攀升, 引起外汇储备快速增长、基础货币被动投放, 我国货币供应量在整体攀升的趋势下波动加剧, 有关于“货币超发”和货币发行加剧经济波动的诊断开始重新出现。

自 1996 年以来, 我国采用广义货币供应量作为货币政策的中介目标。2011 年, 我国首次推出“社会融资规模”这一概念, 并提出“未来在继续参考货币供应量前提下, 兼顾考量社会融资规模指标”。社会融资规模作为国际货币基金组织推荐成员国编制的信用和债务总量指标, 将成为与广义货币供应量同等重要的货币政策制定依据。因此, 有必要对这一指标进行系统化研究。2012 年, 中国人民银行推出社会融资规模时间序列历史数据, 为该领域的量化分析提供了可能。此前, 国内货币政策研究领域较多采用货币供应量(包括各层次的货币供应量)作为研究对象。本书提出“货币政策识别变量”这一概念, 即能够体现货币政策调控方向、程度的指标, 并体现各类内生、外生冲击效果的货币政策表征变量。在对备选指标进行相关性比较分析后, 本书同时选择社会融资规模和广义货币供应量作为我国货币政策识别变量, 纳入本书相关研究中。

当前我国呈周期性波动的货币政策识别变量所受到的结构性冲击效应如何, 冲击源于哪些因素? 在考虑进预期因素之后, 冲击效应是否产生变化? 适度的货币政策, 界定为在货币政策操作工具的选择上是合适的, 选择的时机是适宜的, 调控的力度也是适当的。货币政策决策部门同时选取社会融资规模和广义货币供应量作为参考指标, 是否对货币政策适度调控决策的制定产生影响? 两类指标的

有效性是否存在差异？同时参考两类货币政策识别变量对货币政策微观传导效率是否产生影响？此外，在高效率的微观传导机制下，银行在信贷资源配置中是否更看重企业投资效率、财务状况，这一结论在货币政策松紧转换时依然成立，是否受到企业产权、政府干预等因素影响且在两类货币政策识别变量下均成立？

自 Sims (1980, 1986) 推出向量自回归模型（即 VAR model）和结构性向量自回归模型（即 SVAR model）以来，VAR、SVAR 模型逐步成为较为重要的宏观经济领域研究的计量模型。以 Blanchard、Bermanke 为代表的学者将这一模型运用于货币政策研究领域，尤其是货币政策传导机制的研究领域。本书采用 SVAR 模型对我国货币政策识别变量受到的结构性冲击进行正交分解，并研究预期、非预期前提下冲击效应的平稳性，在此基础上研究引起货币政策识别变量周期性波动的波动源，以及探讨在同时参考两类货币政策识别变量的情况下适度的货币政策决策的制定以及宏观政策搭配等问题。本书主要结论如下：

一是社会融资规模具有充当货币政策识别变量以及货币政策中介目标的特性。社会融资规模与货币政策最终目标具有一定的相关性，但可控性较差、货币政策调控时滞较长，且政策冲击比广义货币供应量更具有波动性，为分析、预测以及政策制定增加难度。在现有的“一行三会”的金融监管机构设置、货币政策操作工具的选择、货币政策传导机制以及利率市场化进程下，中央银行缺乏对直接融资的政策影响力，进而缺乏对社会融资规模的调控手段。

二是社会融资规模对于短暂性冲击不敏感，能够较好地决策制定服务。本书采用 SVAR 模型对货币政策识别变量受到的结构性冲击分解为恒久性冲击和短暂性冲击。社会融资规模 1 期恒久性冲击解释力度达 98% 以上，短暂性冲击的解释力度仅为 2%；广义货币供应量 1 期恒久性冲击的解释力度达 67%，此后迅速减少至 62%。

三是考虑进预期因素的货币政策识别变量的主要冲击源和冲击源的稳定性出现了变化，主要冲击源和冲击源解释力度的稳定性均发生了变化。社会融资规模波动中，预期、非预期波动主要来自于短暂性冲击，非预期变动受到的恒久性冲击于后期有所上升；广义货币供应量中，预期波动主要来源于短暂性冲击，而非预期波动则主要来源于恒久性冲击。

四是同时参考社会融资规模和广义货币供应量两类指标时，央行做出适度性货币政策调控（包括时机、强弱以及政策工具的选择）决策需要考虑更多因素。同时参考两类货币政策识别变量，在选择政策出台时机、调控政策措施的选择、政策调控力度、调控对象以及宏观政策搭配以及微观传导效率等，应充分考虑到两类指标间的差异及其对宏观经济调控的差异。

五是在需求冲击下，外贸因素是我国货币政策识别变量重要的冲击源之一。

此外，社会融资规模受到的外部冲击主要来自于欧元区货币政策“溢出”和美国失业率所体现的外部需求冲击，人民币汇率预期产生的冲击效应稳步增强。危机后，国际大宗商品价格对我国货币政策识别变量的冲击效应较此前明显增强。

六是同时参考两类货币政策识别变量，适度性货币政策决策的制定应充分考虑到不同调控目标下宏观政策搭配。如，假设宏观调控以经济增长为目标，在以社会融资规模作为货币政策识别变量（中介目标）时，财政政策作为货币政策的政策搭配最好选择调节财政预算支出，会对社会融资规模产生恒久性冲击；在以广义货币供应量作为货币政策识别（中介目标）时，财政政策作为政策搭配最好选择调节预算收入。

七是两类货币政策识别变量对通货膨胀调控在短期内有效，长期内无效；预期货币政策识别变量的调控效果更为明显。采用 HP 滤波，将货币政策识别变量过滤为趋势性和周期性两部分，前者为预期货币政策识别变量，后者为非预期货币政策识别变量。广义货币供应量在调控初期，通货膨胀与货币供应量间出现负向反常关系，即“中国之谜”，但在社会融资规模调节中并不存在。广义货币供应量对固定资产投资的调控效果明显，且未预期的广义货币供应量的调节力度更强。两类货币政策识别变量对消费调控力度有限，两者对外贸进出口能够产生长期影响。

八是社会融资规模的微观传导效率略高于广义货币供应量。处在相对静态的货币政策紧缩状态下，社会融资规模体现出较高的微观传导效率，投资效率高的企业的融资较高，表明紧缩的货币政策对其影响较少；当货币政策从宽松向紧缩转换时，广义货币供应量体现出较高的微观传导效率，投资效率高的企业仍能够获得较高的融资率，表明货币政策的调整对其融资能力影响较小。两类货币政策识别变量冲击下，国有企业受到货币政策调整的影响较小，政府干预能够影响到微观企业获得信贷的难易程度。

关键词：货币政策识别变量，SVAR 模型，结构性冲击，社会融资规模，货币政策微观传导

STRUCTURAL DISTURBANCES ON FLUCTUATIONS OF MONETARY POLICY DISTINGUISHING VARIABLES

ABSTRACT

Since the very beginning of the 21st century, there has been observed a more fierce cyclical fluctuation of global economic growth and worldwide liquidity. Meanwhile the China's economy has maintained sustained and rapid growth. As the reform and opening-up into depth, China has gradually become the new engine of global economic growth. The exchange rate of RMB appreciation expectation was closely related to the tightness of global liquidity. Under the double influence of foreign trade surplus and short-term capital inflow, there has seen a rapid growth of surplus of foreign exchange settlement and sales and Position for Forex Purchase, causing a fast growing of foreign exchange reserve and passive issuance of basic currency. Under the overall rising trend, the fluctuation of China's money supply has been more frequent and fierce.

Since 1996, broad money supply (M_2) has been used as intermediate target of China's monetary policy. In 2011, China first put forward the concept of "social financing scale", and specified social financing scale would be taken into account under the premise that money supply was still the first consideration.

As a recommended aggregate indicator of credit and debt by IMF, social financing scale will become a policy-making basis as important as broad money supply (M_2); which calls for necessity of research. People's Bank of China began to publish historic time series data of social financing scale in 2012, which provided the possibility of quantitative analysis. Previously, domestic monetary policy more research using money supply (including all levels of monetary supply) as the research object.

This paper put forward the concept of "monetary policy distinguishing variables",

which indicates the degree and direction of monetary policy as well as the result of endogenous and exogenous disturbances. After correlation analysis on alternative indicators, social financing scale and broad money supply are selected as monetary policy distinguishing variables in research.

What's the consequence and source of structural disturbances on cyclical fluctuated monetary policy distinguishing variables. Whether there is any variation in disturbances effect, when anticipation factors are taken into consideration? Moderate monetary policy indicates that the policy operation tools, timing, and regulation strength are all appropriate. While monetary policy decision-making departments take social financing scale and broad money supply as reference indicators, whether there is any influence on moderate monetary policy. In addition, whether there is impact on monetary policy micro-transmission efficiency, while referring to two kinds of monetary policy distinguishing variables. Under an efficient micro-transmission mechanism, banks give more consideration to companies' investment and financial situation. The above conclusion still holds when there are switches of monetary policy, and is not affected by factors such as enterprise property rights and government intervention.

After put forward by Sim (1980, 1986), VAR and SVAR have become important macro econometric model. Scholars represented by Blanchard Bernanke, applied the model to monetary policy research field, especially the research of monetary policy transmission. Based on SVAR model, this paper uses orthogonal decomposition to research the structural disturbances on monetary policy distinguishing variables, and the stationarity of disturbances. Based on the above analysis, this paper focus on the source of cyclical fluctuation of monetary policy distinguishing variables and how to make moderate monetary policy and macroeconomic coordination. The main collusion are as follows:

1. Social financing scale has the characteristic of being identify variable and intermediate target of monetary policy. Compared with broad money supply, though there is correlation between social financing scale and the ultimate goal of monetary policy, its controllability, regulation time lag, and policy disturbances are more fluctuating. In the existing situation of "one bank and three commissions" financial regulation structure, selection of monetary policy operation tools, monetary policy transmission mechanism, and interest rates marketization, The central bank lacks policy influences on direct financing, and then lacks the regulation measures on Social financing scale.

2. Social financing scale is insensitive to transitory disturbance, thus helps to poli-

cy making. Using SVAR model, this paper divides structural disturbances into permanent and transitory disturbances. Permanent disturbance has an explanatory power of 98% on social financing scale (T1), while transitory disturbance is only 2%. Broad money supply has an explanatory power of 67% on social financing scale (T1), afterwards rapidly decreases to 62%.

3. While anticipation factors are taken in account, the monetary policy distinguishing variables' main disturbances sources and the explanatory stability of them would both change as main disturbances sources and stability of them change. In the fluctuation of social financing scale, anticipated and unanticipated fluctuations mainly come from transitory disturbances, while unanticipated fluctuation would rise after permanent disturbances. In the fluctuation of broad money supply, anticipated fluctuation mainly comes from transitory disturbances, while unanticipated fluctuation mainly comes from permanent disturbances.

4. With reference to society financing scale and board money supply, PBC should consider more when make decision of moderate monetary policy (including timing, strength and the choice of policy instrument). While making decision of the timing of policy, regulation measures, regulation power, regulation objective, macroeconomic coordination, and micro - transmission efficiency, PBS should take into full account the differences between the two kinds of indicators and their different influences on macroeconomic regulation.

5. Foreign trade is one of the most important disturbance sources for monetary policy distinguishing variables under demand shock. In addition, the external shock of society financing scale is mainly from the external demand shock from monetary policy "spillover" in eruozone and American unemployment rate. The shock effect from RMB exchange rate expectation is steadily enhanced. After the crises, International commodity prices have more shock impact on monetary policy distinguishing variables than before.

6. With reference to these two monetary policy distinguishing variables, PBC should should take into full account of policy combination for different macroeconomic objectives when making decision for moderate monetary policy. Using society financing scale as monetary policy distinguishing variable, If the macroeconomic objectives is economy growth, the best choice is adjusting fiscal budget expenditure go with monetary policy which could have long - lasting impact on society financing scale. Using broad monetary supply as monetary policy distinguishing variable, the best choice is adjusting

fiscal budget income.

7. Social financing scale is more efficient in micro – transmission than broad money supply. Under the relatively static tight monetary policy, social financing scale is high efficiency in micro – transmission. Enterprises of more efficient investment have more financing which implies tight monetary policy has less impact on them. When monetary policy from easy to tight, broad money supply is high efficiency in micro – transmission and enterprises of more efficient investment still have more financing, which implies adjustment of monetary policy have only a small effect on financing capacity. Under disturbance of these two monetary policy distinguishing variables, SMEs are less affected by monetary policy adjustment. Moreover, government intervention can influence the financing capacity of enterprises.

Keywords: monetary policy distinguishing variables, SVAR model, structural shock, social financing scale, monetary policy micro – transmission

第一章 绪 论

1.1 问题的提出

21 世纪初以来,全球经济增长呈现周期性波动态势,波动幅度较此前有所放大。全球货币流动性松紧转换更为频繁,跨境资金流动规模急剧攀升,逐利资本的投机行为助推全球能源、资产价格泡沫膨胀。与此同时,21 世纪初以来,中国经济基本保持持续快速增长,对外开放步伐逐步加大,外贸进出口占 GDP 的比重稳步上升,外商直接投资规模逐年攀升。中国逐步成为全球经济增长的新引擎。同时,我国经济周期性波动的特征也更为明显。受全球流动性泛滥的影响,人民币升值压力一度居高不下。在来自外贸顺差和短期资本流入的双重驱动下,国内银行结售汇顺差迅速扩大,外汇占款急剧攀升,引起外汇储备的快速增长以及基础货币的被动投放,我国货币供应量波动加剧。

自 1996 年以来,广义货币供应量成为中国货币政策的中介目标,具有相关性、可控性、可测性等特点。中央银行通过货币政策操作工具作用于货币供应量,同时货币供应量经由信贷渠道、利率渠道等货币政策传导机制作用于实体经济,以体现“稳定物价,并以此促进经济增长”的货币政策调控意图,达到国家的宏观调控目标。

2011 年初,中国人民银行在货币政策执行报告中首次提到“社会融资规模”这一概念。金融“十二五”规划中提出,未来在继续参考货币供应量前提下,兼顾考量社会融资规模指标。社会融资规模是国际货币基金组织推荐成员国编制的信用和债务总量指标,主要包括各类贷款、银行承兑汇票、债券以及股票等金融资产,将成为与广义货币供应量同等重要的货币政策制定依据。因此,研究界有必要对社会融资规模这一指标进行系统研究。2012 年,中国人民银行公布了社会融资规模的时间序列数据,使得实证研究成为可能。

为了研究需要,本书提出“货币政策识别变量”这一概念,即能够体现货币政策调控方向、程度的指标。在对备选的指标进行相关性比较分析后,本书同