

货币政策对金融稳定影响机制的迁移性检验

刘金全, 刘达禹

(吉林大学 数量经济研究中心, 长春 130012)

摘要: 从宏观审慎监测的视角出发, 本文采用主成分分析法拟合了宏观金融稳定指数, 并使用 STR 模型对样本期间内货币政策对金融稳定影响机制的迁移性进行了检验。研究发现, 在样本期间内货币政策对金融稳定的影响机制发生了结构性迁移, 结构迁移时段恰好为美国次贷危机爆发期间; 货币政策与金融稳定指数间具有显著的正相关关系, 但在国际金融危机前后呈现出明显的非对称特性; 相比于国际金融危机之前, 宏观金融稳定指数在危机过后对货币政策的反应更为敏感。

关键词: 金融稳定; 货币政策; 宏观审慎监管; STR 模型

中图分类号: F38

文献标识码: A

对金融机构实施风险监测的主要目的是控制其承担的系统性金融风险, 从而减小金融危机爆发的可能性。作为金融监管的核心, 审慎监管主要包括微观审慎监管与宏观审慎监管两个部分, 是一种以指标监测为前提, 旨在维护金融体系的平稳运行, 进而进行风险治理的监管理念。然而, 微观审慎监管在对金融风险治理上存在以下三方面弊端。第一, 放大了经济周期与经济波动对金融稳定的影响, 过分强调对单个银行资本风险的控制; 就单个银行而言, 资本风险的可控性在很大程度上取决于宏观经济景气, 这会直接导致在经济繁荣期时资本风险权重偏低, 信贷扩张在实体经济与金融市场的共同作用下, 也将进一步放大经济周期与经济波动的作用, 进而使微观审慎监管呈现出典型的顺周期特征。第二, 微观审慎监管无法

规制金融体系的“协同谬误”(fallacy of composition), 即微观审慎监管在对个体金融机构进行风险监测之时, 并未考虑整个体系的风险聚敛程度, 它无法监测金融体系的联合风险是否处于可控范围。第三, 随着全球金融深化进程的不断加快, 许多影子银行机构融入到信贷市场之中, 同时又游离于金融监管之外, 这使得微观审慎监管本身就存在规制漏洞 (Metrick, 2012; Pozsar et al., 2010; Stafford, 2009a; Shin, 2009)。

近年来, 为弥补微观审慎监管的弊端, 宏观审慎监管越发受到各国政府和央行的重视。这不仅强化了宏观审慎监管在我国金融风险监测中的重要性, 同时也对我国货币政策的选择提出了新的要求。因此, 从宏观审慎的视角出发监测金融体系稳定性, 进而探究货币政策变动对金融稳定的影

收稿日期: 2014-05-08

作者简介: 刘金全 (1964-), 男, 黑龙江密山人, 吉林大学数量经济研究中心教授, 博士生导师, 经济学博士, 研究方向: 数量经济; 刘达禹 (1988-), 男, 长春人, 吉林大学数量经济研究中心博士研究生, 研究方向: 数量经济。

基金项目: 国家社会科学基金重大项目“‘十二五’期间我国经济周期波动态势与宏观经济调控模式研究”, 项目编号: 10ZD&006。

响机制,能够对我国未来一定时期内的金融风险监测和货币政策选择提供重要的理论支持。

一、货币政策选择与宏观金融稳定的关联性

以往各国中央银行通常把稳定物价作为货币政策的核心目标,货币政策的选择高度依赖于前期的通胀水平,体现出较强的“相机抉择”特性。然而,这种货币政策规则并未考虑货币供给变动对金融稳定的影响。近年来,世界各地金融危机频发,微观审慎监管失灵,使得各国央行开始重视货币政策选择对宏观金融稳定的影响。曾省存(2010)将“宏观审慎监管”划分为两个层次:第一个层次是指在制定货币政策时要兼顾物价水平和资产价格,保持二者的长期协同稳定。第二个层次是指当资产价格受经济周期的影响偏离真实价值时,利用宏观审慎工具对系统性金融风险加以识别,进而采取宏观调控手段缓解金融风险的顺周期特性。

目前,有关货币政策选择对宏观金融稳定影响的研究正在深入进行,主要观点包括权衡观点(Trade-off)、协同观点(Synergies)和新环境假设(New environment hypothesis)。权衡观点是指为实现物价稳定而采取的货币政策并不一定有利于金融体系稳定,价格稳定与金融稳定之间存在着平衡关系(Mishkin, 2000; Fisher, 1933)。Borio和White(2004)指出,由于以往的货币政策未将金融稳定作为调控目标,因此在使用紧缩的货币政策调控通胀时也会造成信贷萎缩,这会打破信贷市场平衡,对金融稳定形成冲击。Angeloni和Faia(2009)的研究结果表明银行系统存在固有的经营风险,货币政策不能只关注通货膨胀和产出,还需要注意资产价格和杠杆水平的变动。Caruana(2011)对金融周期与经济周期的频率进行对比并指出,当二者处于相同区间时进行货币政策调控可以同时实现控制通胀和维持金融稳定。

尽管权衡理论认为使用货币政策调控物价水平与促进金融稳定间存在一定程度上的权衡取舍,但在通常情况下二者又高度耦合。于是,协同观点应运而生,协同观点指出:为实现物价稳定的货币政策同样可以促进金融稳定,这主要是因为高通胀状态往往是由货币供给过剩引起的,而货币供给过剩同时又会过度投资和资产泡沫等现象,这些都是金融脆弱的主导诱因(Issing, 2003)。

Borio和Lowe(2002)指出通货膨胀与金融稳定具有高度的依存关系,其中稳定的资产价格和信贷规模有利于经济增长与物价水平的长期稳定。Herrero和Pedro(2003)使用多国面板数据模型,研究了货币政策选择与银行业危机的关联性,研究结果表明央行为稳定物价采取的紧缩性货币政策有助于降低银行业危机发生的概率。

20世纪90年代以来,世界各国宏观经济运行呈现出一些典型的新特征,主要包括短期产出波动降低、通货膨胀波动降低、信贷规模激增和资产价格剧烈波动。此外,受美国次贷危机和国际金融一体化的共同影响,世界各地金融危机频发,波及范围也更为广泛(Borio和White, 2004)。因此,在国际经济形势巨变的情形下,各国央行的货币政策选择也逐步由以稳定物价为导向的“相机抉择型”货币政策,向“规则型”货币政策发生转变,新环境假设受到了各国货币当局的普遍认可。新环境假设强调在信贷扩张迅速的新经济环境下,央行应重新审视货币政策与金融稳定间的关联性,二者间的作用关系可能发生了本质改变。这一理论还认为目前世界各地金融危机频发,中央银行在进行货币政策选择时不仅应关注物价水平,同时还要兼顾其对金融稳定的影响。Cao J和Chollete(2013)从长期均衡的视角进行研究,指出“相机抉择型”货币政策仅具有短期调控作用,然而在长期,物价水平与金融稳定间存在着一定程度上的权衡取舍。

通过回顾以往相关研究可以看出随着全球信贷水平的不断扩张,货币政策与金融稳定间的关联机制也发生了结构性改变。以稳定物价水平为单一导向的货币政策已无法实现货币当局的多重宏观调控目标,维持金融体系平稳发展已经成为央行货币政策选择的重要依据。因此,本文采用非线性模型刻画货币政策对金融稳定影响机制的转变,并从维护宏观金融稳定的视角出发,为我国未来一定时期内的货币政策选择提供合理的经验证据。

二、STR模型介绍

STR模型的基本形式如下:

$$y = X_l \alpha + X_n \phi_1 [1 - F(s_t, \lambda, c)] x_t + X_n \phi_2 F(s_t, \lambda, c) + \mu \quad (1)$$

其中 $y = (y_1, y_2, \dots, y_t)'$ 为滞后因变量, $X_l =$

$(x_{l,1}, x_{l,2}, \dots, x_{l,m})$, $x_{l,j} = (x_{l,j1}, x_{l,j2}, \dots, x_{l,jt})'$, 为模型的线性主部, 参数 $\alpha = (\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_m)'$ 则是对应的线性回归系数; $X_{nl} = (x_{nl,1}, x_{nl,2}, \dots, x_{nl,n})$, $x_{nl,j} = (x_{nl,j1}, x_{nl,j2}, \dots, x_{nl,jt})'$, 代表模型的非线性部分, 由外生解释变量和因变量的自身滞后组成, 参数 $\phi_i = (\phi_{i,1}, \phi_{i,2}, \dots, \phi_{i,n})$, $i = 1, 2$ 是非线性部分的回归系数; $\mu_i \sim N(0, \sigma^2)$ 是模型的随机扰动项; $F(s_i, \lambda, c)$ 是转移函数, 它是时变参数 s_i 的有界函数, λ 为斜率系数, $c = (c_1, c_2, \dots, c_k)$ 代表位置转移向量。STR 模型的具体形式取决于其采用的转移函数。常用的转移函数有逻辑型和指数型两类, 其中逻辑型转移函数可表示为:

$$F(s_i, \lambda, c) = \{1 + \exp[-\lambda \prod_{k=1}^K (s_i - c_k)]\}^{-1} \quad (2)$$

此时模型是 LSTR 模型, 当 $K = 1$ 时, 为 LSTR1 形式, 当 $K = 2$ 时为 LSTR2 形式。这里的参数 λ 的取值决定了机制转换速度, λ 取值越大, 模型的迁移速度就越快。当 $\lambda \rightarrow \infty$ 时, 模型的转变将在瞬间完成。此外, 在 LSTR1 模型中, 当 $s_i \rightarrow -\infty$ 时, $F(s_i, \lambda, c) \rightarrow 0$, 当 $s_i \rightarrow \infty$ 时, $F(s_i, \lambda, c) \rightarrow 1$, 转移函数是状态参数 s_i 的单调函数。因此, 模型在两种状态间的迁移与 s_i 的取值呈单调变动关系。

与逻辑型转移函数不同, 指数型转移函数可

表示为:

$$F(s_i, \lambda, c) = 1 - \exp[-\lambda (s_i - c)^2] \quad (3)$$

此时模型是 ESTR 模型, 在这里指数转移函数关于 $s_i = c$ 对称, ESTR 模型将根据状态参数 s_i 与位置参数 c 的接近程度将转移函数划分为两种不同区制。因此, 模型在两种状态间的迁移随 s_i 取值的不同呈现出轴对称特性。

在建立 STR 模型时要进行参数的非线性检验, 因为只有当变量间不存在显著的线性关系时才应采用非线性模型进行参数估计。非线性检验的主要思想是将转移函数 $F(s_i, \lambda, c)$ 进行三阶泰勒展开, 把模型转化为线性形式, 随后对线性模型进行参数估计, 并假设所有展开项的系数全部为 0, 进而进行假设检验。如果检验结果拒绝原假设, 则表明非线性部分对模型拟合具有显著影响, 否则无需建立 STR 模型。

非线性检验通过后就需要对 STR 模型进行选择, 主要包括对转移变量和模型形式的选择。其中可选取的转移变量一般是因变量或自变量的自身滞后以及趋势变量, 转移变量的使用原则是选取非线性假设中 t 值最大 (P 值最小) 的转移变量。在模型形式的选择上, 本文参照 Lütkepohl 和 Krätzig (2004) 的做法, 给出如下的检验标准:

表 1 STR 模型的模型形式设定检验

原假设	χ^2 统计量	F 分布统计量
$H_{04}: \beta_3 = 0$	$\frac{T(SSR_0 - SSR_1)}{SSR_0}: \chi^2(n)$	$\frac{(SSR_0 - SSR_1)/n}{SSR_1/[T - (m + 4n)]} \sim F[n, T - (m + 4n)]$
$H_{03}: \beta_2 = 0 \mid \beta_3 = 0$	$\frac{T(SSR_0 - SSR_1)}{SSR_0}: \chi^2(n)$	$\frac{(SSR_0 - SSR_1)/n}{SSR_1/[T - (m + 3n)]} \sim F[n, T - (m + 3n)]$
$H_{02}: \beta_1 = 0 \mid \beta_2 = \beta_3 = 0$	$\frac{T(SSR_0 - SSR_1)}{SSR_0}: \chi^2(n)$	$\frac{(SSR_0 - SSR_1)/n}{SSR_1/[T - (m + 2n)]} \sim F[n, T - (m + 2n)]$

模型的检验顺序为: 首先检验 H_{04} , 随后检验 H_{03} , 最后检验 H_{02} ; 模型选取原则为: 当 H_{03} 的 F 统计量最大时, 选取 LSTR2 模型, 否则选取 LSTR1 模型。模型及转移变量选定后就需要对参数进行估计, 初值通常采用格点搜索法进行选择, 本文中 λ 的初值搜索范围设定在 0-100 之间。初值选取后, 本文采用 Gauss-Newton 算法进行迭代,

进而得到收敛的参数估计。

三、我国货币政策对金融稳定影响的实证检验

(一) 数据的选取及分析

本文旨在从宏观审慎的视角出发监测我国金融体系的稳定性, 因此将延续万晓莉 (2009) 的做法, 对人民币各项存款同比增长率, 各项贷款同

比增长率和存贷比率的月度数据进行主成分拟合,进而计算金融稳定指数;同时采用主成分均值加0.5倍标准差作为金融稳定警戒线,并使用广义货币供给M2同比增长率的月度数据作为货币政策的代理变量,所有的数据均来源于中经统计网宏观月度库(/http://db.cei.gov.cn/),样本期间为2004年1月至2013年12月。

图1和图2刻画了样本期间内我国金融稳定指数、金融稳定警戒水平和M2同比增长率的走势,可以看出2008年以前尽管金融稳定指数与M2同比增长率的总体走势较为接近,但是M2同比增长率的波动幅度要显著高于金融稳定指数。这主要是因为在这一时期内,我国宏观经济飞速发展,金融体系也较为稳定(金融稳定指数均位于警戒水平下方),货币政策选择的重点致力于控制通货膨胀,体现出较为明显的“相机抉择”特性。在2008年之后金融稳定指数与M2同比增长率无论在整体走势还是波动水平上都高度耦合,这主要是因为受美国次贷危机的影响,我国金融体系也受到了强烈冲击,资本市场表现低迷引起了公众投资恐慌,资本在短期内大量地从金融市场转向银

行部门,整个金融体系的脆弱性急速上升。因此,货币当局改变了以往的货币政策方针,将金融稳定视为货币政策调控的重要目标,首先采取积极的货币政策稳定银行体系,为其提供充足的资金缓冲;当金融体系回到较为安全的状态后,又逐步放缓货币供给增速,在确保稳定物价的基础上兼顾金融稳定。

总体而言,2008年以后我国金融稳定指数与货币政策的依存关系显著增强,这表明美国次贷危机过后,随着货币当局对金融稳定重视程度的不断提高,货币政策选择对金融稳定的影响也发生了结构性改变。此外,就货币政策的变动而言,国际金融危机过后,货币政策的延续性显著增强,这表现为相邻期间内的波动幅度显著低于样本前期,意味着当政府将金融稳定纳入货币政策调控目标体系后,加强了对公众预期的重视,使货币当局在确保宏观调控目标实现的前提下尽量保持货币政策的延续性,强化政府承诺公信力的作用。因此,货币政策也逐步由“相机抉择型”向“规则型”发生转变,这不仅会使投资者建立良好的政策预期,同时也有利于金融体系的长期稳定。

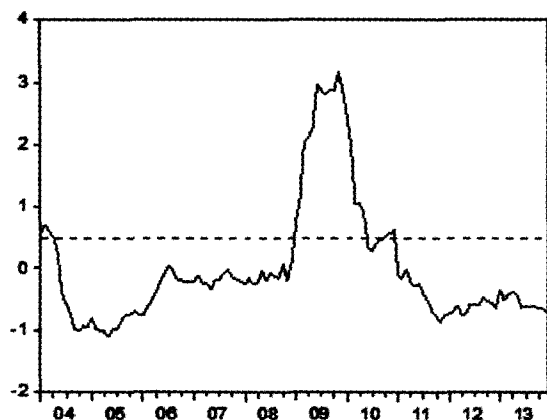


图1 金融稳定指数及警戒水平

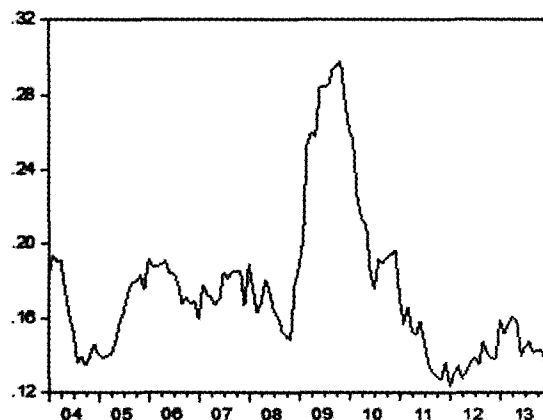


图2 M2同比增长率

(二) 关于货币政策迁移机制的检验

在建立STR模型之前要确定模型的线性主部,由于本文仅考虑货币政策对金融稳定的影响,仅需要确定线性方程中因变量的自身滞后阶数。表2给出了含有1至4阶因变量滞后的线性模型估计结果,通过表2可以看出当分布滞后模型中引入多期因变量自身滞后项时,会导致多重共线性,这会使变量的显著水平受到严重影响。此外,相比于一阶分布滞后模型,高阶分布滞后模型并不能显著降

低线性方程的AIC值与SC值。因此,可选取一阶分布滞后模型作为STR模型的线性主部,这样既可以避免多重共线性,同时又不会使拟合优度显著降低。实际上,由于分布滞后模型中引入了因变量的自身滞后项,这本身就可能引发模型残差的序列相关性。所以,仅从参数估计方法的角度而言,STR模型使用的迭代算法也要比OLS估计更为合理。

线性主部确定后就要对STR模型的形式进行

选择，参照表 1 给出的 F 统计量和相应的模型选取 准则，具体计算结果如下：

表 2 线性主部回归结果

变量	一阶滞后		二阶滞后		三阶滞后		四阶滞后	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
C	-1.293	0.000	-1.194	0.000	-1.145	0.000	-1.016	0.000
M2	7.340	0.000	6.778	0.000	6.504	0.000	5.778	0.000
F(-1)	0.708	0.000	0.913	0.000	0.890	0.000	0.877	0.000
F(-2)			-0.190	0.017	-0.039	0.762	-0.050	0.685
F(-3)					-0.123	0.131	0.159	0.203
F(-4)							-0.241	0.004
AIC	-0.459		-0.487		-0.482		-0.532	
SC	-0.387		-0.393		-0.363		-0.389	
R ²	0.965		0.967		0.967		0.969	

注：F 代表金融稳定指数。

表 3 模型形式选择结果

转换变量	F 统计量取值				模型选择
	F	F4	F3	F2	
F(-3)	2.6	0.01	3.6	4.0	LSTR1
F(-4)	5.4	0.20	3.6	12.2	LSTR1
M2(-1)	15.8	0.62	28.9	14.5	LSTR2
TREND	10.7	1.56	7.8	21.3	LSTR1

观察表 3 可以看出，除使用 M2(-1) 作为转移变量时模型形式选择 LSTR2 外，使用其他变量作为转移变量时，模型形式均为 LSTR1，这表明，使用 LSTR1 模型进行非线性估计更为合理。此外，由于使用趋势变量（TREND）作为转移变量时，F2 取值最大，因此本文将以趋势变量作为转移变量，并采用 LSTR1 模型进行参数估计。

表 3 列示了非线性检验的 F 统计量计算结果，

表 4 LSTR 模型估计结果

变量		初始值	标准差	P 值	估计值	标准差	P 值
线性	C	-1.97	0.18	0.000	-1.97	0.19	0.000
	M2	10.13	0.97	0.000	10.18	0.99	0.000
	F(-1)	0.49	0.05	0.000	0.49	0.05	0.000
非线性	γ	19.00			21.94	15.68	0.164
	C1	51.00			52.04	2.37	0.000
	M2	1.71	0.249	0.000	1.70	0.26	0.000
R ² :0.975							

表 4 给出了 LSTR 模型的参数估计结果，方程拟合优度为 0.975，高于线性分布滞后模型，表明使用 LSTR 模型进行参数估计是有效的。此外，由于本文采用 LSTR1 模型进行参数估计，因此对公式（1）进行整理，可以得到非线性方程的直观表达形式：

$$f = C + \alpha f_{-1} + \phi_1 M_2(1 - F) + \phi_2 M_2 F$$

$$= C + \alpha f_{-1} + \phi_1 M_2 + (\phi_2 - \phi_1) M_2 F \quad (4)$$

其中， $F = 1 + \exp[1 - \lambda(s_t - c_1)]^{-1}$ 。在线性主部中，M2 的系数为 10.18 并在 1% 的显著水平

下拒绝原假设，这说明我国宽松的货币政策会引发金融脆弱。此外， λ, c_1 的估计值分别为 21.94 和 52.04，较高的 λ 系数表明模型非线性部分在两个区制间的迁移历时较短，而趋势转移参数的估计值为 52（第五十二期），说明模型是以 2008 年 4 月为中心而产生的区制转变。

图 3 是转移函数在样本期间内的走势图，观察图 3 可以看出 2008 年以前转移函数取值基本为 0，模型仅具有线性主部，同时 M2 的估计系数显著为正，这表明在此期间内宏观金融稳定指数与货币

政策间存在稳定的依存关系,以控制物价为导向的紧缩性货币政策有利于金融体系稳定,这一点也与 Borio 和 Lowe (2002) 的观点相吻合。随后,受美国次贷危机的影响,转移函数以 2008 年 4 月为中心发生了结构性迁移。在此期间内,宏观金融稳定指数与货币政策间的作用关系体现出明显的非线性特征,然而整个过程历时较短(仅为十个月左右)。这表明我国货币当局对金融危机做出了及时有效的应对,迅速调整货币政策导向,将金融稳定纳入货币政策调控目标体系,并在短暂的调整后就形成了较为稳定的调控机制。最后,状态迁移后的转移函数表明,国际金融危机过后,金融稳定与货币政策间的关联机制达到了新的均衡状态;同时 $\phi_2 - \phi_1$ 的系数为正则说明状态迁移完成后,

金融稳定指数受货币政策的影响更为强烈。这主要是因为国际金融危机爆发后,我国政府加强了宏观审慎监管力度,积极应对系统性金融风险,并对货币供给总量进行控制,将维持金融稳定视为货币政策调控的重要目标,具体表现为:2008 - 2009 年,当金融市场低迷,信贷严重萎缩,公众投资不足,银行存款比例急剧上升之时,货币当局采取积极的货币政策,为整个银行体系提供充足的资金缓冲,以避免行业挤兑风险的发生;2010 年后,当金融稳定指数再度回到警戒线下方时,货币当局又逐渐减缓货币供给增速,我国采取稳健的货币政策,在稳定物价水平的同时,将宏观金融稳定指数控制在相对安全的区域。

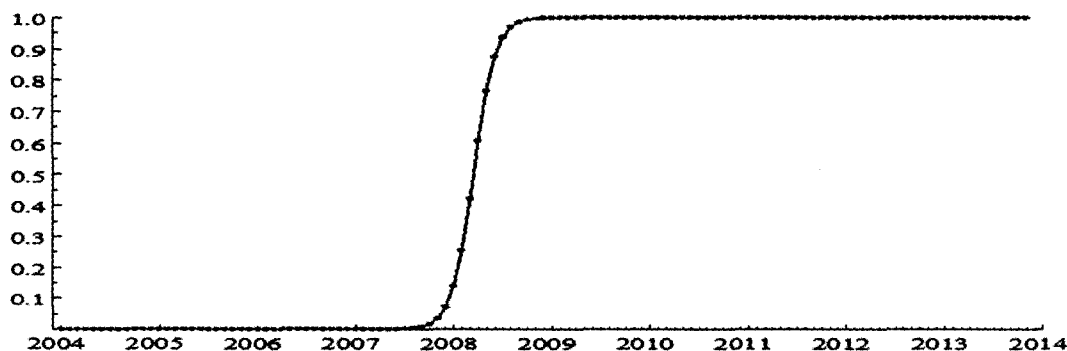


图3 转移函数走势图

四、结论与展望

本文采用主成分分析法从总量测度拟合出我国金融体系稳定指数,使用 STR 模型对宏观审慎监测框架下我国货币政策对金融稳定的影响机制进行了迁移性检验,主要得出以下结论:第一,在样本期间内,货币政策对金融稳定的影响发生了结构性迁移,结构迁移时段恰好为次贷危机爆发期间;第二,全样本期间内,货币政策与金融稳定间均呈现出显著的正相关特性,只不过是国际金融危机前后存在一定程度的非对称性,这意味着采用货币政策对金融稳定进行调控是一种有效的宏观调控措施;第三,相比于国际金融危机之前,国际金融危机过后宏观金融稳定指数对货币政策的反应更为敏感,这表明国际金融危机过后,央行在制定货币政策时更加重视货币政策选择对金融稳定的影响,货币政策调控目标已经由以往单一

的“物价稳定”目标逐步地向维持“物价稳定”,“金融稳定”和宏观经济平稳运行的多元化目标体系进行转变。

一直以来,“相机抉择型”和“规则型”货币政策都是货币当局进行宏观调控的重要手段。“相机抉择型”货币政策强调货币政策应根据宏观调控目标而制定,它凸显了货币政策的短期作用。其中,在对短期物价水平波动进行调控时应用的最为广泛。而“规则型”货币政策是指政府在制定货币政策前进行公开的承诺,只要宏观经济总体形式不发生结构性突变,货币政策就会在微调的基础上保持一贯的延续性,并为公众树立良好的政策预期。国际金融危机过后,我国政府将金融稳定视为货币政策调控的重要目标,货币政策选择已经逐渐由“相机抉择型”向“规则型”发生转变。我国今后一定时期内的货币政策选择,是在保持货币政策延续性和维持物价稳定的前提下兼顾

金融稳定。因此，货币当局及有关部门应引起高度重视，平衡货币政策的三重宏观调控目标，采取相对稳健的货币政策为公众树立良好的投资预期，保持货币政策的延续性，同时把维持金融体系长期稳定提高至新的战略高度。

参考文献：

- [1] Angeloni I, Faia E. A tale of two policies: Prudential regulation and monetary policy with fragile banks[R]. Kiel working paper, 2009.
- [2] Borio C E V, Lowe P W. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus[J]. 2002.
- [3] Borio C E V, White W. Whither monetary and financial stability? the implications of evolving policy regimes [M]. Bank for International Settlements, 2004.
- [4] Cao J, Chollete L. Monetary policy and financial stability in the long run[R]. Norges Bank, 2013.
- [5] Caruana J. Financial and real sector interactions: Enter the sovereign ex machina[C]//speech delivered at the CAFRAL/BIS Conference on “Financial sector regulation for growth, equity and stability in the post - crisis world”, Mumbai, 2011, 15.
- [6] Coval J, Jurek J, Stafford E. The economics of structured finance[J]. The Journal of Economic Perspectives, 2009: 3 - 26.
- [7] Fisher I. The debt - deflation theory of great depressions[J]. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 1933: 337 - 357.
- [8] Herrero A G, Del Rio P. Financial stability and the design of monetary policy[J]. communications, 2003, 33.
- [9] Issing O. Monetary and financial stability: Is there a trade - off? [J]. BIS Papers, 2003, 18: 16 - 23.
- [10] Misati R N, Nyamongo E M. Financial liberalization, financial fragility and economic growth in Sub - Saharan Africa[J]. Journal of Financial Stability, 2012, 8(3): 150 - 160.
- [11] Mishkin F S. Financial stability and the Macroeconomy [J]. 2000.
- [12] Pozsar Z, Adrian T, Ashcraft A. Shadow banking[R]. Staff Report, Federal Reserve Bank of New York, 2010.
- [13] Shin H S. Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis[J]. The Journal of Economic Perspectives, 2009: 101 - 120.
- [14] 万晓莉. 中国 1987 - 2006 年金融体系脆弱性的判断与测度[J]. 金融研究, 2009(6): 80 - 93.
- [15] 曾省存. 金融监管顺周期性问题浅析[D]. 北京: 中国社会科学院研究生院, 2010.

A Migration Test of Influence Mechanism of Monetary Policy on Financial Stability

LIU Jin - quan, LIU Da - yu

(Quantitative Economics Research Center of Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: The research fits a macro - financial - stability index using PCA method from the angle of macro - prudential regulation and then makes a migration test of influence mechanism of monetary policy on financial stability by STR model. We come to several conclusions through the study: the influence mechanism of monetary policy on financial stability has structurally changed within the period of subprime crisis; there is a prominent positive correlation relationship between monetary policy and macro - financial - stability index, but it appears obviously unsymmetrical before and after financial crisis; after financial crisis, the reaction of financial stability index to monetary policy is more sensitive.

Key words: financial stability; monetary policy; macro - prudential regulation; STR - Model

(责任编辑：关立新)