

我国货币政策传统凯恩斯非对称性的实证检验

□ 张小宇

摘要: 本文利用我国货币供给的月度数据, 分别采用估计货币供给回归方程以及 H-P 滤波的方法, 对非预期货币供给冲击进行了识别。并进一步采用 Cover (1992) 检验货币政策非对称性的方法对我国正向货币冲击与反向货币冲击对实际产出的作用效果进行了检验。结果发现, 利用 H-P 滤波方法得到的货币冲击对实际产出的作用效果存在明显的非对称性, 反向货币冲击的实际效应明显大于正向货币冲击的实际效应, 说明我国货币政策存在明显的传统凯恩斯非对称性。而利用估计货币供给回归方程得到的两组货币冲击对实际产出的非对称效应并不十分明显。

关键词: 货币政策; 货币冲击; 非对称性

货币政策对产出的实际效应一直以来都是经济学家们争论的焦点。随着研究的深入, 经济学界已经达成共识, 即认为货币政策在长期是中性的。也就是说从长期的角度来看, 货币政策只能影响价格水平, 对实际产出没有实际效应。然而对货币政策短期效应的认识还存在争议, 从各国的实证检验结果来看, 也存在不同结论。但多数检验结果认为货币政策在短期是非中性的, 并且货币政策的作

用效果受货币冲击方向的影响。反向货币冲击比正向货币冲击具有更大的实际效应。货币政策的上述非对称特征被称为传统凯恩斯非对称性。本文利用我国 1998 年 1 月至 2006 年 6 月的月度数据检验我国货币政策传统凯恩斯非对称性。

一、传统凯恩斯非对称性的理论模型

凯恩斯主义认为, 在价格粘性和工资向下刚性的假设下, 总供给曲线是一条在充分就业水平垂直, 而在低于充分就业水平向右上方倾斜的曲线。而总需求曲线则是向右下方倾斜的曲线。货币供给冲击通过影响曲线影响总需求曲线, 进而影响实际产出和就业。当出现正向货币冲击后, 总需求曲线向上平移, 但由于总供给曲线在充分就业水平是一条垂直的直线, 因而总需求曲线上移不会影响实际产出, 只能影响价格水平, 即正向货币冲击不具有实际效应。当出现反向货币冲击后, 总需求曲线向下平移, 实际产出低于充分就业的产出。可见, 反向货币冲击具有实际效应。我们将上述货币政策的非对称性称为传统凯恩斯非对称性, 是一种极端的情况。通常情况下, 传统凯恩斯非对称性指的是货币冲击在方向上的非对称

范发展具有重要的现实意义。同时为构建股指期货交易的风险监管制度, 国家在 2007 年正式颁布实施了《期货交易管理条例》。它第一次从法律层面对金融期货作了明确定位。这意味着中国从制度层面为金融期货的推出清除了障碍。为贯彻实施《条例》, 中国证监会按照依法行政和提高执法效能的总体要求, 对《条例》配套的规章进行了全面的修改和完善。同时根据《条例》规定以及加强期货市场基础制度、强化监管和配合金融期货推出的需要, 制定了相应的管理办法。与《条例》颁布实施的同时, 《期货交易所管理办法》和《期货公司管理办法》同时推出。目前我国的股指期货市场风险监管制度已经初步建立起来, 有效的抑制了股指期货市场带给现货市场的风险, 促进期货市场的进步发展。

(二) 合理设计股指期货合约

如果从国际金融衍生市场的发展历史来看, 合理设计的股指期货合约产品 是市场健康快速发展的保证。一般来说股指期货合约的设计应该符合有利于套期保值、提高市场流动性和防止市场操纵等等原则。所以在我国股指期货合约的设计原则上, 我们应根据国际经验与我国期货市场的现实情况进行有针对性的保证金水平、涨跌停板和持仓限量等条款的设计。目前我国股指期货市场存在着两点问题。一是股指期货的入市门槛太低。一般来说保证金的收取是以最小交易单位为一手计算, 这种保证金的水平虽然将大量的散户拒之于门外, 但由于股指期货的高杠杆效应, 仍

然会将部分资金量充沛的个人投资者引入期货市场, 此类个人投资者的风险承受能力低下, 并且其追涨杀跌的非理性化的操作策略只会增加股指期货市场的风险; 二是股指期货的手续费较高。按现在的合约规定, 每手股指期货交易会收取 30 元的手续费, 但是这种费用在国际上却属于相对较高的水平, 直接交易成本的提高, 不但不利于维护广大投资者的权益, 而且同时也有碍于市场的流动性。因此应该在股指期货合约的设计上, 一方面应对现有的股指期货合约的条款进行修订和完善, 减少市场操纵者利用合约设计中的不足之处, 实施市场操纵的可能性; 另一方面尽快推出新的股指期货合约来满足不同层次投资者的偏好, 增加股指期货市场的吸引力。

(三) 建立健全的市场监管机制

目前我国期货市场监管工作中缺乏行业自律管理这个环节, 这导致了风险监控方面出现盲区, 也相应的增加了政府监管和交易所监管的难度。股指期货对风险控制的要求更高, 所以必须尽快建立自律性期货行业的内部沟通, 运用行业力量来降低股指期货市场的风险, 才能是现货市场不能承担相应的风险。所以建立跨部门、跨市场的联合监督机构是非常必要的, 因为它不但有利于股票市场和指数期货市场监管信息共享, 而且有利于风险控制决策、措施及步骤的一致。还要改进监管方式, 提高监管水平。我国期货市场一直是行政监管为主, 但法律监管具有力度大、管理规范好对市场的冲击力较小等

优点, 因此将会成为股指期货风险监控的主要方式。

(四) 建立完善的法规体系

为保证股指期货交易安全运作, 必须建立严密的法规与监管体系, 健全交易者行为, 防范股指期货的风险, 保证股指期货市场的公平竞争和平稳运行, 才不会给现货市场带来风险。对于国外指数期货, 均有严密的法规与监管体系。我国目前期货交易已形成统一监管体系, 形成了证监会一期货交易所二级监管模式, 而股指期货也可沿用二级监管模式便于风险管理。在法规体系上, 可根据股指期货的特征对《期货市场管理暂行条例》的有关内容进行修改, 使股指期货交易规范发展, 防范市场操纵和防范市场风险, 以更高法律效率的、更加完善的法规体系作保证。

近年来, 随着我国金融市场改革开放的不断深入, 利率和汇率的市场化使得各金融机构对期货等风险管理工具的需求日益强烈。与此同时, 我国上市公司质量不断提高, 券商和期货公司内控日益规范, 机构投资者力量日渐壮大, 证券、期货市场的法律法规环境更加完善, 资本市场进入一个新的发展时期, 这些都为股指期货市场创造了良好的条件。虽然股指期货市场由于某些原因能够给现货市场带来风险, 但是如果我国出台相应的政策法规, 并且实施对应策略是可以避免的。所以加强监管制度, 会使股指期货市场和现货市场有着良好健康快速的发展。

(作者单位: 浙江工商大学杭州商学院)

性,即认为反向货币冲击对实际产出的作用效果比正向货币冲击对实际产出的作用效果要大。

二、检验货币政策非对称性的实证方法

本文将估计两个方程。首先估计货币供给方程,通过对货币供给方程的估计,我们可以识别出非预期货币供给冲击。然后将估计出的这些货币供给冲击放入总产出方程中,检验货币政策的非对称性。

Cover(1992)用于检验货币政策非对称性的方法可以总结如下:

首先估计货币供给方程:

$$\Delta m_t = \Phi(L) \Delta m_{t-1} + \Theta x_{t-1} + \epsilon_t \quad (1)$$

其中, Δ 是一阶差分算子, m_t 是度量货币政策的变量, $\Phi(L)$ 是滞后算子多项式, Θ 是参数向量, x_{t-1} 是可能影响内生货币政策的外生变量(如失业率、产出的变化、政府预算盈余、以及利息率和通货膨胀等)。将估计出来的残差序列 ϵ_t 作为非预期货币冲击并且定义正向货币冲击和反向货币冲击为:

$$\epsilon_t^+ = \max(0, \epsilon_t), \quad \epsilon_t^- = \min(0, \epsilon_t) \quad (2)$$

识别非预期货币冲击还有另外一种方法,该方法不需要估计货币供给方程,而是将货币增长率序列直接进行H-P滤波分解。

识别出正向和反向货币冲击以后,通过估计下面的产出方程可以检验货币政策的非对称性。

$$\Delta y_t = \psi z_t + \beta^+ \epsilon_t^+ + \beta^- \epsilon_t^- + \xi_t \quad (3)$$

其中, y_t 表示实际总产出, ψ 是参数向量, z_t 是一组先决变量向量(包括滞后的产出变化、滞后的短期债券利率等)。

通过对参数 β^+ 和 β^- 施加各种约束,可以检验货币政策的非对称性。

三、货币政策非对称性的计量检验

本文使用的数据为1998年1月到2006年6月的月度数据,由于我国GDP数据没有月度数据,我们用工业增加值序列作为总产出序列,并利用消费价格指数,将名义产出转换为实际产出;货币供给增长率用 M_1 的对数差分表示。本文货币供给方程采用Barro和Rush(1980)识别非预期货币冲击时采用的形式,解释变量包括货币供给增长率(用货币供给 M_1 的对数差分表示)的滞后值,利率的差分及其滞后值,以及产出增长率的差分及其滞后值。先决变量的滞后阶数按照AIC准则进行选取。利率使用银行间61-90天同业拆借加权平均利率。本文分别采用普通最小二乘估计OLS和估计含有PDI的多项式分布滞后模型的方法对货币供给方程进行估计,结果分别列于表1的第2-4列和第5-7列。

表1 货币供给方程估计结果

变量	参数	标准差	统计量	参数	标准差	统计量
C	0.0132	0.0035	3.821*	0.0132	0.0034	3.866*
GM_{t-1}	-0.3004	0.1029	-2.918*	-3.003	0.1024	-2.934*
GM_{t-2}	-0.0518	0.1270	-0.408	-0.5330	0.1258	-0.423
GM_{t-3}	0.2564	0.1003	2.556*	0.2549	0.0992	2.571*
GM_{t-4}	-0.1632	0.0943	-1.732	-0.1635	0.0937	-1.745
dr_{t-1}	-0.3728	0.1843	-2.022*	-0.3730	0.1833	-2.035*
dr_{t-2}	-0.6600	0.2309	-2.859*	-0.6500	0.2174	-2.990*
dr_{t-3}	-0.5336	0.2331	-2.289*	-0.5433	0.2205	-2.464*
dr_{t-4}	-0.1100	0.1798	-0.293	-0.0527	0.1787	-0.294
dy_{t-1}	-0.0849	0.0269	3.156*	0.0847	0.0267	3.170*
R ² 统计量	0.3395		R ² 统计差		0.3394	
AC统计量	-5.1130		AC统计量		-5.1334	
对数似然值	257.98		对数似然值		257.97	
F统计量	4.9677		F统计量		5.6490	
DW统计量	2.7311		DW统计量		2.0311	

注: C为常数项, GM_t 表示货币供给 M_1 的对数差分, dr_t 表示利率差分, dy_t 表示产出的对数差分, *号表示对应的参数的统计量在5%显著性水平上是显著的。

从上表可以看出,采用普通最小二乘法和含PDI的分布滞后模型的估计方法对货币供给方程进行估计,其估计结果没有显著性差异。从上述两个方程中我们可以得到两组残差序列作为非预期货币冲击,利用(2)式的定义,我们还可以分别得到两组正向货币冲击和反向货币冲击。另外,为了增强本文结论的稳健性,我们还采用H-P滤波的方法,对货币供给 M_1 的增长率序列进行序列分解,将其周期成分作为非预期货币冲击,得到另一组货币冲击数据。

识别出货币冲击以后,可以估计产出方程,进而可以检验货币政策的非对称性。本文产出方程采用Campbell和Mankiw(1987)给出的形式,解释变量包括产出的滞后值,正向和反向货币冲击,以及利率和利率的滞后值。我们分别利用上面得到的三组货币冲击估计产出方程,估计结果分别列于表2的第2-4列。

表2 产出方程估计结果

	普通最小二乘 (OLS)	分布滞后模型 (HDL)	H-P滤波
C	0.03699 (0.0187)**	0.03763 (0.0169)**	0.026439 (0.0740)*
dy_{t-1}	-0.231653 (0.0157)**	-0.23284 (0.0151)**	-0.320834 (0.0013)***
dy_{t-2}	-0.38541 (0.0001)***	-0.38557 (0.0001)***	-0.346846 (0.0002)***
ZXCJ	-0.177394 (0.8706)	-0.21904 (0.8408)	1.461643 (0.0988)*
FXCJ	1.922572 (0.0678)*	1.97252 (0.0611)*	1.969704 (0.0121)**
dr_t	-2.261033 (0.0072)***	-2.26929 (0.0069)***	-2.27331 (0.0038)***
Dr_{t-1}	-0.8433 (0.3197)	-0.86215 (0.3089)	-0.81184 (0.3050)
R ²	0.34281	0.34391	0.41737
F统计量	7.82452	7.86283	10.7454
DW统计量	1.90189	1.90291	1.75533

注: dy_t 表示产出增长率,用工业增加值的对数差分表示,括号内数字表示对应的参数统计量的概率值,*号、**号和***号分别代表对应参数的统计量在10%、5%和1%的显著性水平上是显著的。

从上表可以看出,用普通最小二乘法(OLS)与用分布滞后模型估计的货币冲击对产出的作用效果没有显著不同,正向货币冲击和反向货币冲击在5%的显著性水平上都不显著,反向货币冲击在10%的显著性水平上是显著的,而正向货币冲击完全不显著,并且系数是负的,说明正向货币冲击对实际产出没用实际效应,而反向货币冲击的系数为正,说明反向货币冲击对实际产出存在弱的实际效应,货币冲击在10%的显著性水平上存在非对称性。用H-P滤波方法获得的货币冲击对产出的实际效应更加明显,其中,正向货币冲击在10%的显著性水平上是显著的,而反向货币冲击在5%的显著性水平上是显著的。并且反向货币冲击的系数大于正向货币冲击的系数,说明货币政策明显地存在方向上的非对称性,即存在传统凯恩斯非对称性。

四、结论

本文利用三种方法识别出我国货币政策的正向冲击和反向冲击(对应着扩张性货币政策和紧缩性货币政策),并进行了非对称效应的计量检验,利用H-P滤波方法发现我国现阶段货币冲击存在传统凯恩斯非对称性。紧缩性货币政策具有显著降低实际产出的作用,而扩张性货币政策对实际产出的扩张作用并不明显。但我国货币政策的非对称效应并没有美国等发达国家那么明显,利用普通最小二乘回归与分布滞后模型回归得到的货币冲击的系数在5%的显著性水平上都不显著,之所以非对称性不明显,可能是由于我国银行信贷缺乏信用约束导致的。

(作者单位:吉林大学军需科技学院)