

□ 财经前沿

我国货币政策宏观调控效应的时变特征

邓 创 席旭文

【摘 要】 通过建立时变参数向量自回归模型, 分析我国实际同业拆借利率、实际贷款利率和实际利率缺口对通货膨胀率、产出缺口和失业变化率的冲击影响, 以此考察我国货币政策宏观经济调控效果的时变特征。分析结果表明, 我国货币政策对失业率的调控效果没有明显的时变特征, 但对通货膨胀和经济波动的冲击影响却呈现出明显的弱化趋势。相比之下, 实际利率缺口对目标变量的逆风向调控效果最为显著, 实际贷款利率冲击次之。这些研究结果为进一步推进我国利率市场化改革、提高货币政策宏观调控的前瞻性和有效性提供了有益的经验参考和政策启示。

【关键词】 货币政策; 产出缺口; 通货膨胀率; 失业率; 时变特征; TVP-VAR 模型

【基金项目】 国家社会科学基金青年项目 (11CJL012, 12CJY109); 吉林大学杰出青年基金 B 类项目 (2011QG028); 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目 (13JJD79011)

【收稿日期】 2013-10-11

【作者简介】 邓 创, 吉林大学数量经济研究中心暨商学院副教授, 经济学博士; 席旭文, 吉林大学商学院硕士研究生。(长春 130012)

一、前 言

20 世纪 90 年代中期以来, 我国货币政策在宏观经济调控中的地位日益凸显, 中央银行频繁地利用货币政策工具特别是利率进行调控以应对经济环境的各种变化。然而, 随着经济环境的日益复杂化以及我国对外开放水平的不断提高, 货币政策的传导机制、政策工具的选择甚至是调控目标都在发生改变。因此, 如何检验和正确评价我国货币政策随时间变化的宏观调控效果是一个复杂的课题, 也是进一步提高我国宏观经济调控政策有效性所亟待突破的关键问题。

从现有文献来看, 已有许多学者对我国货币政策宏观调控效应进行了大量的研究。例如刘斌建立向量自回归模型在蒙特卡洛随机模拟的基础上对我国货币政策冲击进行了冲击响应分析^[1]; 刘金全等分别从利率和货币供给增长率的角度对我国货币政策有效性和非对称性进行了系列分析和检验^[2-3]; 石柱鲜和邓创从自然利率的视角对我国利率政策产出效应和价格效应的非对称性特征进行了研究^[4]; 乔发栋和吴冰洋用 SVAR 模型检验了我国货币政策冲击效应^[5]。尽管这些研究得到了许多有关我国货币政策决策的有益启示, 但大多采用传统 VAR 模型等方法在模型系数和随机扰动方差不变的假设下展开分析, 无法考察政策效应的时变特征。

近年来, 国外一些学者在结构向量自回归模型的基础上, 放松模型系数和扰动项方差非时变的约束, 建立时变参数向量自回归模型 (TVP-VAR) 用于分析经济中的时变问题。例如 Prim-

iceri 利用该模型分析了美国利率政策冲击对失业与通货膨胀的时变影响。^[6] Benati 利用这一方法对英国经济进行了实证分析, TVP-VAR 模型在对英国的实证分析中同样体现出良好效果。^[7] D'Agostino *et al.* 建立由通货膨胀率、失业率和利率组成的三变量 TVP-VAR 模型再次对美国经济进行分析和预测, 结果表明 TVP-VAR 模型的预测效果比传统 VAR 模型更加精确。^[8] 日本学者 Nakajima *et al.* 建立了一个包含通货膨胀率、工业产值、短期利率和货币供给量的四变量 TVP-VAR 模型, 对日本零利率时期和量化宽松时期经济结构的时变性进行了分析, 研究表明, 与其他 VAR 模型相比, TVP-VAR 模型更加适用于日本的宏观经济数据。^[9]

事实上, 我国自上个世纪 90 年代中期以来, 宏观经济呈现出周期延长和振幅变小的客观规律; 加之在对外贸易和金融开放程度不断提高的背景下, 国外经济波动和政策冲击的传导途径越来越复杂, 我国货币政策宏观调控的难度日益增大, 调控效果也必然随着经济环境和政策工具的变化而表现出显著的差异。因此, 在整个样本期间内运用传统的固定系数模型无法考察货币政策宏观调控效应的时变特征, 得到的分析结果可能存在偏差。而时变参数向量自回归模型继承了传统 VAR 模型的优点, 同时又可以有效捕捉经济中的结构性变化, 用于分析货币政策宏观调控效应的时变特征具有明显的优越性。近年来, 我国已有一些学者将这一模型应用到经济分析领域, 但用于对我国货币政策特别是利率政策宏观调控效应的时变特征进行分析的研究较少。作为对现有研究的有益补充, 本文将在简要介绍 TVP-VAR 模型的基础上, 尝试建立由利率、产出缺口、通货膨胀和失业变化率构成的四变量时变参数向量自回归模型, 分析近年来我国货币政策宏观调控效果的时变特征, 通过比较实际同业拆借利率、实际贷款利率和实际利率缺口三者 in 宏观经济调控效果上的差异, 为进一步提高我国货币政策决策的科学性和有效性提供有用的经验参考和政策建议。

二、模型、数据及参数估计

(一) TVP-VAR 模型

时变参数向量自回归模型 (TVP-VAR) 是一种扩展的 VAR 模型。为便于描述模型结构, 我们首先引入一个典型的结构 VAR 模型:

$$Ay_t = F_1 y_{t-1} + \cdots + F_s y_{t-s} + \mu_t, \quad t = s+1, \cdots, n \quad (1)$$

上式中 y_t 是 $k \times 1$ 维可观测向量, $A, F_1, \cdots, F_s$ 均为 $k \times k$ 维的系数矩阵, μ_t 为 $k \times 1$ 维的信息向量, 假设 $\mu_t \sim N(0, \Sigma\Sigma')$, 其中:

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & \ddots & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ 0 & \cdots & 0 & \sigma_k \end{bmatrix}, \quad A = \begin{bmatrix} 1 & 0 & \cdots & 0 \\ a_{21} & \ddots & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ a_{k1} & \cdots & a_{k,k-1} & 1 \end{bmatrix}$$

这里假定 A_t 为下三角矩阵是为了保证 VAR 系统递归识别的同时减少待估参数个数。若进一步将 $A^{-1}F_i$ 记作 $B_i, i = 1, \cdots, s$, 模型 (1) 可简写为如下形式:

$$y_t = B_1 y_{t-1} + \cdots + B_s y_{t-s} + A^{-1} \Sigma \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(0, I_k) \quad (2)$$

以上描述的 SVAR 模型中的参数是非时变的, 接下来我们针对模型参数进行动态扩展, 并将 B 中元素进行堆叠得到 $k^2 s \times 1$ 维向量 β , 即可得到 TVP-VAR 模型的基本形式如下:

$$y_t = (I_k \otimes (y'_{t-1}, \cdots, y'_{t-s})) \beta + A_t^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t, \quad t = s+1, \cdots, n \quad (3)$$

为减少模型的待估参数,可进一步将下三角矩阵 A_t 中非 0 和 1 的元素堆叠为一列向量,即 $a_t = (a_{21,t}, a_{31,t}, a_{32,t}, a_{41,t}, \dots, a_{k,k-1,t})$, 并假定各参数服从如下的随机游走过程:

$$\begin{aligned} \beta_{t+1} &= \beta_t + \mu_{\beta}, \\ a_{t+1} &= a_t + \mu_{a}, \\ h_{t+1} &= h_t + \mu_{h}, \end{aligned} \quad \begin{pmatrix} \varepsilon_t \\ \mu_{\beta} \\ \mu_a \\ \mu_h \end{pmatrix} \sim N \left(0, \begin{pmatrix} I & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \Sigma_{\beta} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \Sigma_a & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \Sigma_h \end{pmatrix} \right), \quad t = s+1, \dots, n \quad (4)$$

其中, $h_t = (h_{1t}, \dots, h_{kt})$, $h_{it} = \log \sigma_{it}^2$, $i = 1, \dots, k$ 。假设 $\beta_{s+1} \sim N(\mu_{\beta_0}, \Sigma_{\beta_0})$, $a_{s+1} \sim N(\mu_{a_0}, \Sigma_{a_0})$, $h_{s+1} \sim N(\mu_{h_0}, \Sigma_{h_0})$, 各扰动项的协方差矩阵 Σ_{β} 、 Σ_a 和 Σ_h 为对角矩阵。

可以看到扩展后的 TVP-VAR 模型中,系数向量 β_t 、矩阵 A_t (或向量 a_t) 和协方差矩阵 Σ_t (或向量 h_t) 都是时变的,这正是 TVP-VAR 模型的基本假定和重要特征:时变系数可以捕捉模型滞后结构的时变特性和其他可能的非线性特征,随时间变化的协方差矩阵则可以捕捉可能出现的异方差和模型变量联立关系的非线性特征,因而无论是来自传导途径的改变还是来自冲击大小的改变都能得到响应。上述 TVP-VAR 模型可利用贝叶斯推断下的马尔科夫蒙特卡洛 (MCMC) 方法进行估计,具体步骤可参考 Primiceri 和 Nakajima *et al.* 等^[6,9], 本文不再赘述。

(二) 数据选取

接下来,本文选取通货膨胀率、产出缺口、失业变化率(增长率)和利率四个指标,构建四变量时变参数向量自回归模型,以此来分析近年来我国货币政策宏观调控效果的时变特征。

为了比较不同传导渠道下货币政策宏观调控效果的差异,本文分别采用 7 天期实际同业拆借利率、一年期实际贷款利率和实际利率缺口作为利率指标,建立三个结构一致的 TVP-VAR 模型进行比较分析。选用这些指标的依据在于,同业拆借利率是反映我国货币市场供需状态的重要指标,也是目前许多学者用以分析我国市场利率的常用指标;而实际贷款利率则是我国利率政策调整的重要信号,其调整幅度和频率不仅反映了我国利率政策的基本走向,也表明了我国货币政策宏观调控的力度与决心。因此,比较同业拆借利率和实际贷款利率对宏观经济目标变量的冲击效果,不仅有助于全面评价我国利率政策的宏观调控效果,而且可以通过考察我国货币市场反应与政策调控意图之间的偏差,为进一步完善我国利率政策市场传导机制提供有用的经验依据。

选取实际利率缺口作为第三个模型中的利率指标,这一思路源自于近年来许多国内外学者关于自然利率的研究。他们的研究表明,自然利率是弹性价格下的理想利率水平,将实际利率维持在自然利率水平是实现稳定的通货膨胀、消除宏观经济波动的必要条件和有效途径。实际利率缺口(实际利率与自然利率之间的偏差)不仅有助于我们更好地理解宏观经济波动态势,而且可以合理衡量货币政策的立场和松紧程度,因而是货币政策制定和效果评价的一个有用“指示器”。^[4] 本文将实际利率缺口和实际同业拆借利率、实际贷款利率在统一的模型设定下进行对比分析,一方面可以验证实际利率缺口在货币政策评价中的有用性,另一方面则可以跳出传统视角,从“自然率”的角度对我国货币政策宏观调控效应进行分析,为提高我国货币政策决策的有效性和科学性提供更多的有益启示。

为保证数据的平稳性,本文所使用的通货膨胀率为季度通货膨胀率,失业变化率则通过对年度城镇登记失业率进行二次插值转换为季度数据后计算为季度增长率。同业拆借利率为 7 天期同业拆借利率的季度内加权平均值,一年期实际贷款利率和实际同业拆借利率均为相应名义利率减去年度通货膨胀率所得;产出缺口(实际产出与潜在产出的对数差)和实际利率缺口(实际利率与自然利率之差)利用邓创等所使用的多变量状态空间模型估计所得。^[10] 原始数据来源于中国

人民银行和国家统计局官方网站, 样本范围为 1996 年第 1 季度至 2012 年第 1 季度。

(三) 模型参数估计结果

我们根据 VAR 模型中滞后长度的判定结果, 选用二阶滞后结构建立上述时变参数向量自回归模型, 在 MATLAB 7.0 中对模型进行了 10000 次 MCMC 抽样模拟。表 1 描述了分别包含同业拆借利率 (模型一)、实际贷款利率 (模型二) 和实际利率缺口 (模型三) 的三个模型中部分参数后验分布的均值、标准差、Geweke 收敛诊断值以及无效影响因子 (inefficiency factors)。

表 1 模型部分参数估计结果

参数	模型一			模型二			模型三		
	均值 (标准差)	Geweke 诊断值	无效影 响因子	均值 (标准差)	Geweke 诊断值	无效影 响因子	均值 (标准差)	Geweke 诊断值	无效影 响因子
$(\Sigma_{\beta})_1$	1.4655 (0.5602)	0.377	33.78	1.4472 (0.5942)	0.382	42.83	1.5035 (0.6194)	0.224	40.26
$(\Sigma_{\beta})_2$	0.3531 (0.1027)	0.692	14.73	0.3689 (0.1061)	0.421	13.27	0.3707 (0.1057)	0.505	14.63
$(\Sigma_a)_1$	0.0967 (0.0433)	0.221	41.05	0.0940 (0.0407)	0.703	55.05	0.0993 (0.0450)	0.097	39.78
$(\Sigma_a)_2$	0.0802 (0.0282)	0.004	33.38	0.0831 (0.0310)	0.362	25.48	0.0832 (0.0336)	0.573	33.93
$(\Sigma_h)_1$	0.1386 (0.0726)	0.517	49.70	0.1425 (0.0813)	0.325	55.91	0.1476 (0.0733)	0.281	61.02
$(\Sigma_h)_2$	0.1203 (0.0620)	0.009	56.96	0.1204 (0.0552)	0.071	46.84	0.1279 (0.0652)	0.697	38.78

Geweke 收敛诊断值用于测定预模拟得到的马尔科夫链是否收敛于后验分布, 而无效影响因子则表示后验样本均值的方差和不相关序列样本均值的方差的比率, 两者均为判断 MCMC 链模拟效果的重要依据。根据表 1 中给出的估计结果可知, 在 5% 的显著性水平 (临界值为 1.96) 下, 三个模型均没有拒绝参数收敛于后验分布的原假设。另一方面, 所有参数估计结果的无效影响因子都比较小, 其中最大的为 61.02 (模型三中的 $(\Sigma_h)_1$), 这表明我们至少可以得到 $10000/61.02 \approx 164$ 个不相关样本, 因而对于后验推断而言是足够的。

对比不同模型的参数估计结果可以发现, 三个模型中参数后验分布的均值较为接近, 说明不同利率工具的选取对于模型构建而言并不存在明显差异, 因而可以忽略模型设置差异的干扰, 在统一的框架下对不同利率指标的影响效果进行比较分析。

三、我国货币政策调控效果的脉冲响应分析

本部分将在上述 TVP-VAR 模型估计结果的基础上进一步利用脉冲响应函数分析货币政策冲击对目标变量在不同时点的影响动态。为了考察货币政策宏观调控效果的时变特征, 我们选取了 1998 年第 2 季度、2003 年第 2 季度和 2011 年第 2 季度作为代表性的观察点, 依次对实际同业拆借利率、一年期实际贷款利率和实际利率缺口的调控效果展开分析, 初始冲击的大小设定为样本期间内结构性冲击随机波动的平均值。

(一) 实际同业拆借利率的时变冲击

基于实际同业拆借利率、季度通货膨胀率、产出缺口和失业变化率的四变量 TVP-VAR 模型, 我们得到了图 1 所示的脉冲响应结果。其中图 1(a) — (c) 依次描述了实际同业拆借利率对通货膨胀率、产出缺口和失业变化率在不同时点的冲击动态。

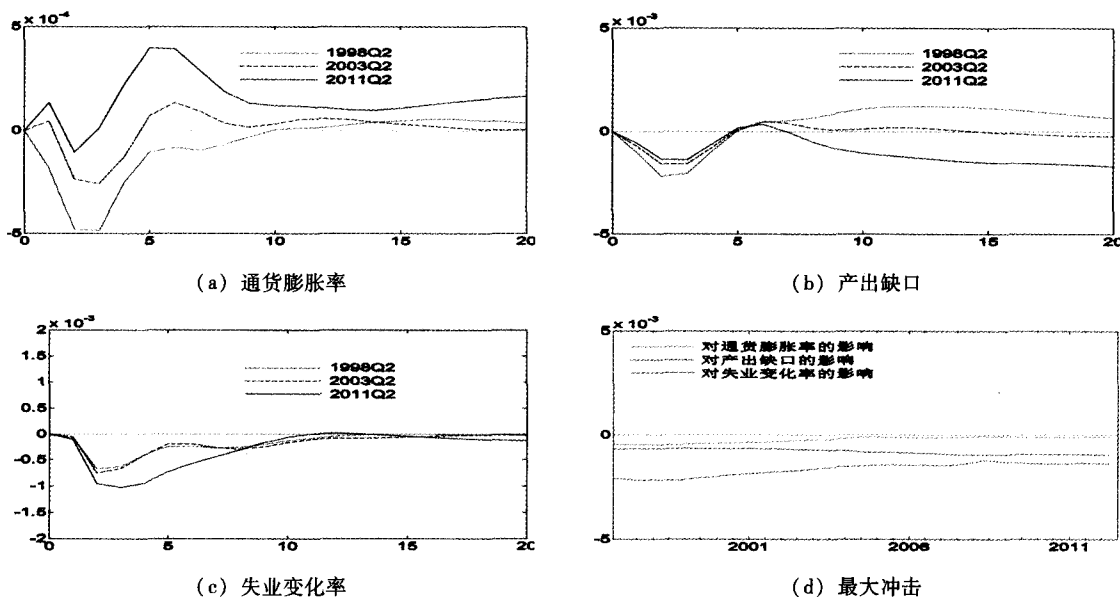


图 1 实际同业拆借利率的冲击动态

从图 1 (a) 可以看出, 在 1998 年 2 季度、2003 年 2 季度和 2011 年 2 季度三个时点上, 实际同业拆借利率对通货膨胀的冲击效果表现出明显递减的趋势。1998 年 2 季度, 实际同业拆借利率一开始便对通货膨胀产生了逆向调控效果并在第 2 季度达到最大; 而 2003 年 2 季度和 2011 年 2 季度, 实际同业拆借利率对通货膨胀率一开始并没有产生逆风向调控效果, 尽管同样在第 2 季度转向达到了最大的逆向调控效果, 但持续时间较短。可见, 从三个时点来看, 同业拆借利率对通货膨胀率的反风向调控效果无论是从调控大小还是从持续时间上来看都表现出递减趋势。从图 1 (b) 所示的实际同业拆借利率对产出缺口的冲击影响来看, 三个时点的政策冲击也都在第 2 季度达到最大调控效果, 并且其最大调控效果从 1998 年到 2011 年同样表现出递减的趋势。而从政策冲击对失业变化率的影响来看 (图 1 (c)), 三个时点上实际同业拆借利率对失业变化率一开始均产生了负向影响并在 2 个季度后达到最大, 说明随着利率的提高, 失业率反而以更小的变化率增长, 可见实际同业拆借利率并没有对失业率产生逆风向的调控效果。

为了进一步考察样本期内同业拆借利率冲击对宏观经济目标变量影响的时变规律, 我们考察所有时点的负向最大影响 (根据三个时点的最大冲击选择第 2 季度的冲击值), 如图 1 (d) 所示。1996 年第 1 季度以来, 实际同业拆借利率对通货膨胀率的反向调控效果表现出持续递减的趋势, 到 2005 年以后这一反向调控效果开始变得十分微弱; 相比之下, 对于产出缺口的反向调控效果更为明显, 但同样表现出逐渐减小的趋势; 而同业拆借利率对于失业变化率的冲击为负并且在 2003 年以来表现出不断扩大的势头。可见近 20 年来我国实际同业拆借利率的变化对通货膨胀和经济波动起到了逆风向的调控效果, 但对失业变化率却表现出顺风向的冲击影响。

(二) 实际贷款利率的时变冲击

类似地, 我们考察三个时点上实际贷款利率对通货膨胀率、产出缺口和失业变化率的冲击影响, 如图2(a)一(c)所示。

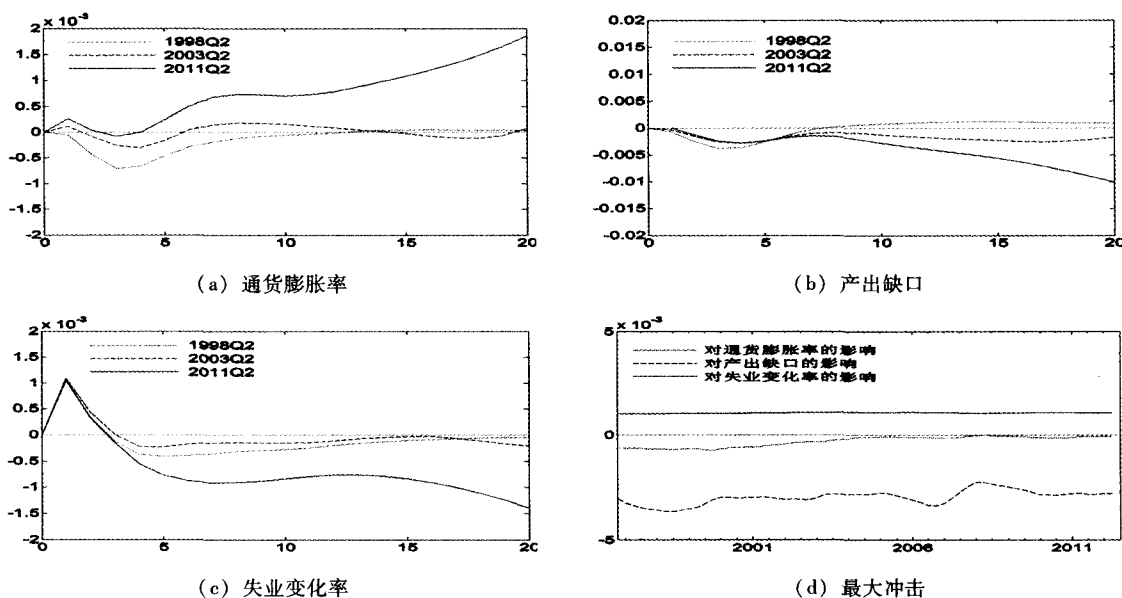


图2 实际贷款利率的冲击动态

从图2(a)可以看到, 实际贷款利率对通货膨胀率的反向调节在三个时点均存在1个季度的滞后, 相比而言, 1998年的调控效果较为明显, 2003年次之, 而2011年则几乎没有起到反向调节的作用。从三个时点政策冲击对产出缺口的影响来看(图2(b)所示), 实际贷款利率冲击在1个季度之后也都产生了反向的调控效果并于3个季度后达到最大。2003年2季度和2011年2季度的最大调控效果基本一致, 而1998年3季度的最大调控效果明显比前两个时点大。从实际贷款利率对失业变化率的冲击影响来看(图2(c)所示), 利率政策在一开始便对失业变化率产生了逆风向调节效果, 且三个时点的冲击影响都于1个季度后达到最大值, 最大调控效果也基本一致。

我们进一步研究整个样本区间内实际贷款利率冲击对宏观经济目标变量影响的时变规律, 对于通货膨胀率和产出缺口, 我们考察所有时点的负向最大影响, 即3个季度后的冲击影响; 而对于失业变化率, 则考察所有时点在1个季度后的正向最大冲击影响, 如图2(d)所示。在1996年1季度到2012年1季度之间, 实际贷款利率对通货膨胀率的反向调控效果表现出持续递减的趋势, 2005年以来这一调控效果同样变得十分微弱; 相比之下, 实际贷款利率对产出缺口的反向调控效果要明显得多, 直到2008年才有所减弱; 实际贷款利率对于失业变化率的反向调控效果比较明显, 并且在整个样本区间内没有表现出明显的时变特征。

(三) 实际利率缺口的时变冲击

如前所述, 实际利率缺口反映了实际利率对自然利率水平的偏离, 可以用于对货币政策的松紧程度进行衡量。因此以实际利率缺口作为模型中的利率指标, 可以考察三个时点货币政策状态变化对目标变量的影响动态, 如图3所示。

从图3(a)来看, 实际利率缺口冲击对通货膨胀率在三个时点都表现出明显的反向调控效

果并且均在3个季度后达到极小值。1998年2季度,利率政策在一开始就产生了反向的调控效果,而2003年2季度和2011年2季度,政策冲击均在1个季度后才开始产生反向调控效果;和1998年2季度相比,2003年2季度和2011年2季度的最大调控效果明显减弱。从图3(b)来看,实际利率缺口冲击在一开始就对产出缺口产生了反向调控效果,三个时点均在3个季度后达到极小值,并且1998年2季度的最大调控效果也比另外两个时点更强。从图3(c)中政策冲击对失业变化率的影响来看,三个时点的政策冲击影响比较一致,即在一开始就对失业变化率产生了正向的冲击影响并且均在1个季度后达到极大值。

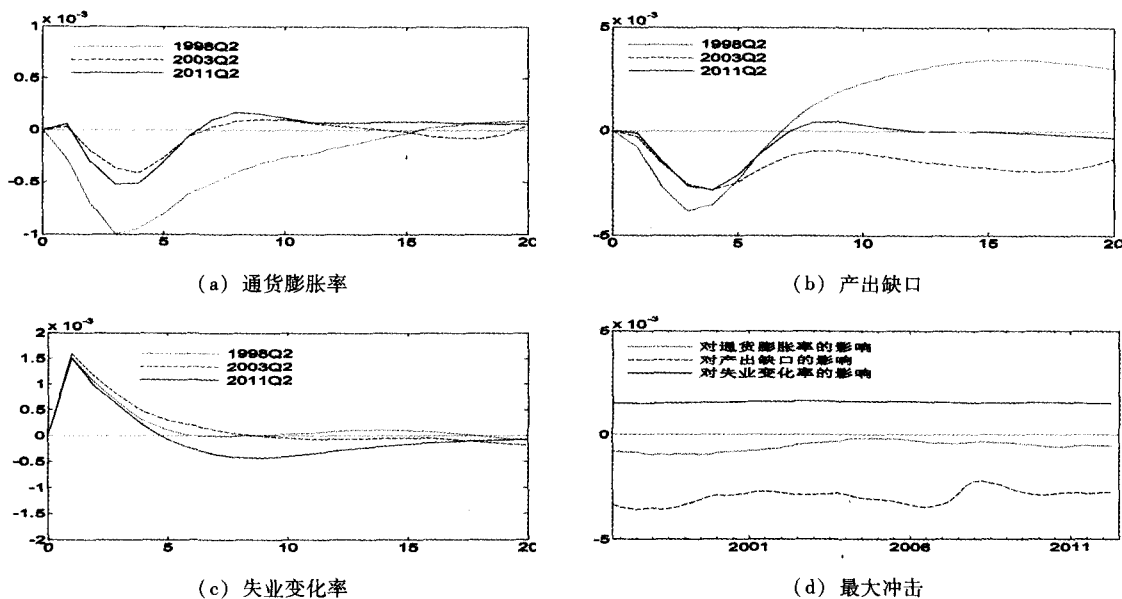


图3 实际利率缺口的冲击动态

同样我们考察样本期间内实际利率缺口冲击对宏观经济目标变量影响的时变规律,如图3(d)所示。对于通货膨胀率和产出缺口,我们考察3个季度后的负向最大冲击影响;而对于失业变化率,则考察1个季度后的正向最大影响。我们发现,与实际贷款利率冲击类似,实际利率缺口对通货膨胀率的逆向调控效果同样表现出持续递减的趋势,但2005年以后其反向调控效果要比实际贷款利率更为明显;实际利率缺口对于产出缺口的反向调控效果明显优于对通货膨胀的调控效果,并且总体上没有表现出持续上升或者下降的趋势;实际利率缺口对失业变化率的最大冲击也比实际贷款利率更大一些,但这一最大冲击在样本期内同样没有发生明显变化。

(四) 三种利率指标的对比分析与政策启示

基于统一的 TVP-VAR 模型设定,前文已利用脉冲响应函数分别考察了实际同业拆借利率、实际贷款利率和实际利率缺口对宏观经济目标变量的影响动态。对比三个模型得到的脉冲响应结果,我们可以得到以下重要结论与政策启示:

首先,无论是从实际同业拆借利率、实际贷款利率还是实际利率缺口来看,货币政策均对通货膨胀率和产出缺口产生了逆风向的冲击影响,但最大调控效果与持续时间均表现出逐渐减弱的趋势;相比之下,近年来我国货币政策对产出缺口的调控效果要优于对通货膨胀的调控效果,即政策调控的产出效应大于价格效应。货币政策宏观调控效果特别是对通货膨胀的调控效果出现弱化趋势,一方面说明我国近年来宏观经济环境和外部冲击更趋复杂化,名义活性不断增强,货币

政策宏观调控的难度不断加大;另一方面也意味着我国货币政策决策在市场灵敏性、中介目标的选取及传导渠道建设方面都有待进一步加强,仅仅依靠货币政策难以应对复杂的市场环境和多元化的外部冲击。因此有必要在进一步完善货币政策传导机制、提高货币政策前瞻性和有效性的同时,协调运用货币政策、财政政策及其他行政干预措施,充分发挥各种政策组合的合力效应。

其次,尽管我国长期以来宏观经济政策都是以控制通货膨胀和促进经济增长为主要导向,在一定程度上忽略了充分就业的目标,但实际贷款利率和实际利率缺口均对失业变化率产生了明显的逆风向调控效果,并且除了持续时间上存在一定差异以外,货币政策对失业变化率的冲击影响基本不存在明显的时变特征。其可能原因一方面在于失业率并非是我国货币政策的首要调控目标,货币政策通过改变经济增长环境而对就业产生间接影响;另一方面本文使用的失业率数据为城镇登记失业率,这一统计数据仅仅将那些到就业服务机构求职登记的无工作者视为失业人员,不仅低估了真实的失业程度,而且也忽略了更多的失业率影响因素。事实上,经济波动过程中,企业生产规模变动引起的就业变化首先冲击的是技术程度较低的临时工和进城务工人员,这部分就业波动在城镇登记失业率数据中很难得到准确反映。然而不管如何,本文的结果仍然表明我国利率政策冲击对失业变化率具有逆风向的调节作用,这表明货币政策通过冲击实体经济进而影响就业的传导途径是有效的。因此,在制定货币政策对通货膨胀和经济波动进行调控的过程中,须重视其可能对失业率产生的负面效果,当然一个首要的问题是对失业率的统计方案与调查范围进行修订,为加强对就业目标的监管和调控提供依据。

第三,实际贷款利率对目标变量的调控效果明显优于实际同业拆借利率。后者不但对失业变化率没有起到反风向调节的作用,而且对通货膨胀与经济波动的逆风向调控效果也远不如实际贷款利率明显。其可能原因之一是我国货币市场反应与政策调控意图之间存在较大的偏差。以紧缩性货币政策冲击为例,当经济处于过热状态或者通货膨胀迅速上升时,提高实际贷款利率可以抑制投资需求、降低经济增长速度进而引起失业变化率的提高;而实际同业拆借利率的变化则是货币供需状态的市场反映,上升的实际同业拆借利率可能是由货币需求增加所致,此时的投资和生产活动均处于上升期,失业变化率也趋于减小,因而并非是紧缩货币政策的体现。另一个重要的原因是信贷渠道仍然是我国目前最主要的货币政策传导渠道。在我国货币政策市场化程度较低的情况下,央行通过公开市场业务等基本政策工具调节货币供给的间接方式对宏观经济最终目标进行调控,缺乏完整有效的传导途径,可控性较差;而实际存贷款利率的变动则通过直接影响企业投资和居民消费行为对社会总需求进行调节,尽管非市场化利率下的信贷传导途径扭曲了金融市场的价格形成体系,但对宏观经济最终目标却产生了更为明显的效果。因此,目前一方面应该恰当把握货币供给量与宏观经济目标变量之间的关系,充分发挥信贷传导渠道在货币政策调控中的重要作用,根据宏观经济环境的变化及时、正确地制定利率政策;另一方面则应进一步深化利率市场化改革,增强货币政策传导机制的市场化程度,以提高货币政策决策的灵敏性和有效性。

最后,实际利率缺口可以作为货币政策决策的重要参考依据。对比实际贷款利率和实际利率缺口的冲击效果来看,实际利率缺口冲击和实际贷款利率一样对通货膨胀、产出缺口和失业变化率产生了明显的逆风向调控效果,而且相对而言更为显著。石柱鲜和邓创的研究表明,实际利率缺口与产出缺口和通货膨胀之间存在密切的联动关系,可以用于对货币政策状态进行合理划分,因而是货币政策决策的一个重要参考依据。^[4]本文的研究结果也再次证实,相比于同业拆借利率和实际贷款利率,实际利率缺口冲击对宏观经济目标变量的调控是最为有效的。因此,在货币政策制定过程中,以实际利率缺口作为参照基准,实际上体现了盯住宏观经济最终目标的思想,不仅可以避免我国当前货币政策传导机制中货币渠道和利率渠道不通畅的问题,而且有助于提高货

币政策宏观调控的有效性、兼顾实现经济平稳增长和稳定通货膨胀的双重目标。

四、结 论

本文通过建立时变参数向量自回归模型,利用马尔科夫蒙特卡洛方法分析了我国实际同业拆借利率、实际贷款利率和实际利率缺口对通货膨胀率、产出缺口和失业变化率的冲击影响,以此考察 1996 年以来我国货币政策宏观经济调控效果的时变特征。利用脉冲响应函数对货币政策冲击的模拟结果表明,我国货币政策对通货膨胀率和产出缺口产生了逆风向的冲击影响,但最大调控效果以及持续时间均表现出逐渐减弱的趋势;相比之下,货币政策对产出缺口的调控效果要优于对通货膨胀的调控效果。从对失业变化率的影响来看,除了同业拆借利率以外,实际贷款利率和实际利率缺口均产生了反风向的调控效果,且不存在明显的时变特征。

根据我们对模型结果的对比分析,本文得到了以下有益的政策启示:1)我国市场环境和外部冲击日益复杂、名义活性不断增强,单一宏观经济政策难以达到预期的调控效果,有必要在进一步改善利率政策市场传导机制、提高利率政策前瞻性和有效性的同时,协调运用各种宏观经济调控手段,发挥政策组合效力。2)我国利率政策通过冲击实体经济进而影响就业的传导途径是有效的,因而在制定货币政策对通货膨胀和经济波动进行调控的过程中,须重视其可能对失业率产生的负面效果,加强对就业目标的监管与调控。3)目前我国货币政策市场化程度不高,信贷渠道仍然是主要的政策传导渠道,因此在根据观经济环境的变化及时、正确地制定利率政策、充分发挥信贷渠道的作用的同时,应进一步完善我国金融市场体系,增强货币政策传导机制的市场化程度,以提高货币政策决策的灵敏性和有效性。4)实际利率缺口与产出缺口、通货膨胀等宏观经济变量有着密切的联动关系,以实际利率缺口作为货币政策决策的参照基准,实际上体现了盯住宏观经济最终目标的思想,有助于提高货币政策宏观调控的有效性、兼顾实现经济平稳增长和稳定通货膨胀的双重目标。

[参考文献]

- [1] 刘斌:《货币政策冲击的识别及我国货币政策有效性的实证分析》,《金融研究》,2001 年 7 期。
- [2] 刘金全:《货币政策作用的有效性和非对称性研究》,《管理世界》,2002 年 3 期。
- [3] 刘金全、刘兆波:《我国货币政策作用非对称性和波动性的实证检验》,《管理科学学报》,2003 年 6 期。
- [4] 石柱鲜、邓创:《基于自然利率的货币政策效应非对称性研究》,《中国软科学》,2005 年 9 期。
- [5] 乔发栋、吴冰洋:《基于 SVAR 模型的货币政策冲击效应检验》,《经济问题》,2011 年 10 期。
- [6] Primiceri G E. Time varying structural vector autoregression and monetary policy. *Review of Economics Studies*, 2005, 72 (3): 821-852.
- [7] Benati L. The "Great Moderation" in the United Kingdom. ECB Working Paper No. 769, 2007.
- [8] D'Agostino A, Gambetti L, Giannone D. Macroeconomic forecasting and structural change. CEPR Discussion Papers No. 7542, 2009.
- [9] Nakajima J, Kasuya M, Watanabe T. Bayesian analysis of time-varying parameter vector autoregressive model for the Japanese economy and monetary policy. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2011, 25 (3): 225-245.
- [10] 邓创、吴泰岳、石柱鲜:《我国潜在产出、自然利率和与均衡汇率的联合估计及其应用》,《数理统计与管理》,2012 年 3 期。

[责任编辑:赵东奎]