

● 财政与金融

# 我国名义利率调整机制与货币政策“流动性陷阱”检验

刘金全, 张 营

(吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012)

**摘要:** 货币政策的“流动性陷阱”是名义利率接近零水平时出现的货币政策弱效现象。近年来我国名义利率水平出现了比较显著的波动性, 我们需要利用具有随机系数的货币需求函数来估计货币需求的动态弹性系数, 从名义利率的弹性轨迹上判断利率政策的作用效果。实证检验发现我国目前没有出现显著的货币政策“流动性陷阱”, 在本轮宏观经济调控过程中, 名义利率仍然是重要的货币政策工具。

**关键词:** 货币政策; 名义利率; 流动性陷阱

**中图分类号:** F820.3

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1007-2101(2009)02-0063-04

## 一、引言

货币政策的有效性对于宏观经济调控和经济发展至关重要。货币政策的有效性主要体现在, 货币政策的传导机制经过各种中介工具和中间渠道传导以后, 最终能够对于实际经济产生预期的影响, 即货币政策能够影响经济中的就业和产出等实际经济变量。如果货币政策在短期内有效, 则意味着“古典两分”和“货币变量中性”等重要理论命题在经济运行中并不成立, 因此需要从这些命题的理论假设和经济环境中寻求货币政策有效性的具体途径和作用效果 (Walsh, 1998)。

在货币政策是否有效的理论和实证研究中, 一种货币政策失效的典型情况引起了广泛注意, 即著名的“流动性陷阱”(liquidity trap)假说。“流动性陷阱”假说认为, 货币政策主要是通过利率变量作为中介传导工具, 进而对经济中的实际经济变量产生影响。但是, 在流动性偏好假设下, 当名义利率降至某种水平及其以下时, 由于储蓄的利息收入太低, 导致几乎所有经济个体都宁愿持有现金, 而不愿持有债券等有息票据, 此时货币供给变化无法影响实际经济 (Fuhrer and Brian, 1997)。“流动性陷阱”假说意味着名义利率处于较低水平时, 货币需求的利

率弹性趋于无穷, 从而导致货币政策无效。

在20世纪30年代初的大萧条以后, 西方大多数国家一直处于通货膨胀状态中, 名义利率均明显高于零水平, 因此检验“流动性陷阱”存在的研究比较少。从20世纪90年代开始, 日本经济持续低迷, 名义利率接近于零水平, 物价指数持续偏低, 各项经济政策效果也不尽如人意。日本等国家的经济现实又促使“流动性陷阱”成为了货币经济学研究中的重点问题。Fuhrer和Brian(1997)的研究认为, 随着短期名义利率接近零, 日本经济已经处于“流动性陷阱”。Krugman(1998, 2000)也认为“流动性陷阱”并不是神话, 它确实发生了。Sato(2008)通过实证检验进一步证实了美国在1933-1940年和日本在1996-2001年发生了“流动性陷阱”。但也有学者对此观点持谨慎态度, Orphanides(2004)研究认为美国20世纪30年代的历史经验并不能完全支持货币政策无效和经济处于“流动性陷阱”的论断。

对比日本经济陷入“流动性陷阱”的过程, 一些研究者对我国货币政策及操作也产生了足够的警觉 (吴群刚、胡鞍钢, 2000年)。因为从1996年以来, 我国中央银行已经多次调低人民币利率, 使其明显趋于零水平, 我国经济中也出现了“流动性陷阱”必要条件。刘宪法(1999)通过观察20世纪90年代末我

收稿日期: 2008-11-20

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地2005年度重大项目(05JJD790078)

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, 研究方向为宏观经济学; 张营(1985-), 女, 吉林长春人, 吉林大学数量经济学专业博士研究生, 研究方向为宏观经济学。

国经济中出现的种种“迹象”后也认为我国陷入了与日本经济相类似的通货紧缩和“流动性陷阱”的困境。虽然我国通货膨胀率和名义利率从2006年开始出现攀升,并且货币政策开始向紧缩转变,但是对此间货币政策是否出现“流动性陷阱”的判断仍然十分重要。

由于“流动性陷阱”是货币政策弱效或者无效的重要情形,直接关系到宏观经济调控的政策工具选择,因此我们必须对此给出清楚的实证判断。于是,我们将通过利用具有时变系数的货币需求函数估计来识别名义利率调整效果,借此对我国货币政策的有效性与“流动性陷阱”进行检验,以便为我国货币政策操作提供有益的建议。

## 二、货币政策作用机制的随机系数模型

我们需要通过估计货币需求函数来描述名义利率作用机制和检验“流动性陷阱”假说。一般情形下,影响经济个体持有货币数量的主要因素有:收入水平或者财富水平(表示交易需求),持有货币的便利性和安全性,持有货币的机会成本等。由此可见,货币需求函数中的主要解释变量是收入水平和名义利率,因此利用实际货币余额表示的需求函数是:

$$M_t^d/P_t = M_t^d(Y_t, r_t), M_t^d(Y, r)/Y > 0, M_t^d(Y, r)/r < 0 \quad (1)$$

式(1)中 $M_t^d$ 表示货币需求, $P$ 表示价格水平, $Y$ 表示名义收入, $r$ 表示名义利率,偏导数表示变量的影响方向。货币需求与收入同向、与利率反向变动。对上述货币需求函数进行一阶线性形式替代,可以得到对数线性货币需求函数:

$$\ln m_t = a_0 + a_1 \ln r_t + a_2 \ln Y_t + m_t, t=1, 2, L, T \quad (2)$$

其中 $m_t = M_t/P_t$ 为实际货币存量, $m_t$ 为随机误差, $T$ 是样本数量。我们采用1年期储蓄存款利率表示名义利率。由于我国名义利率序列缺乏连续变化,因此采用对应的H-P滤波成分代替,这样可以使得数据变得具有平滑性和趋势性。我们利用实际GDP表示实际收入序列 $Y_t$ 。由于模型中采用对数变量形式,因此可以通过参数估计来估计货币需求的利率弹性,即回归方程(2)的系数 $a_1$ 。

图1给出了我国实际GDP增长率和M1增长率的时序路径,图2给出了1年期名义利率及其H-P滤波值,横坐标为时间,纵坐标为百分数。数据范围为1990年第一季度至2007年第四季度,数据来源为《中国经济景气月报》。从两图中可以判断出上述变量的时间变化趋势和特征。具体来说,从图1中可以看

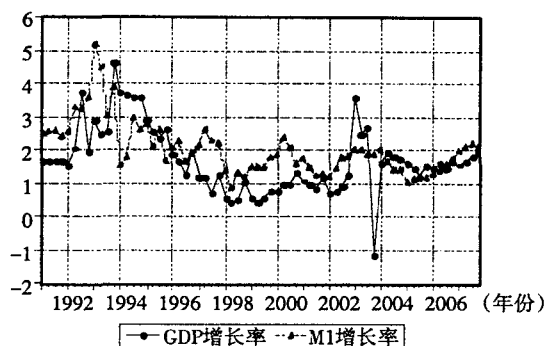


图1 实际GDP增长率和M1增长率的时序路径

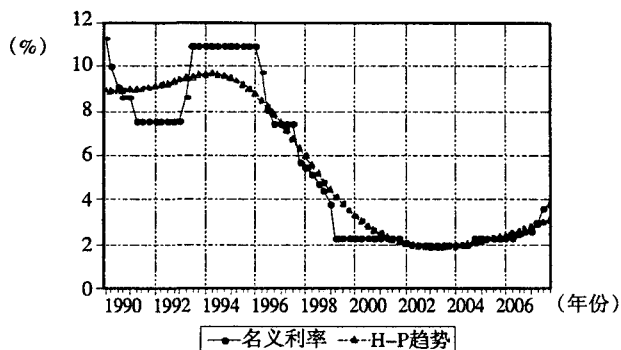


图2 名义利率及其H-P趋势

出,我国经济自2000年后连续几年实现平稳快速增长,货币供给增长率也稳中有升。从图2中可以看出,我国名义利率从20世纪90年代后期开始持续下滑,这与我国货币供给增长率的持续降低有关,而进入2000年后,我国名义利率一直维持在2%左右,从2000-2006年的7年时间里,1年期储蓄存款利率仅调整了3次,而在之后的2007年,我国的名义利率就调整了6次,从3月份的2.79%提高到12月份末的4.14%,提高了1.35个百分点。2008年,我国明确提出实行紧缩性货币政策,这是自1997年亚洲经济危机以来我国首次提出“从紧”的货币政策。在实际利率趋于均衡利率的过程中,货币政策在平抑经济过快增长、缓解通货膨胀压力和控制资产泡沫方面的效用将得到充分体现。

回归方程(2)具有固定系数,所估计的利率弹性是一个期间的常数值,不具有时间动态性。为了更好地识别利率弹性的动态轨迹,我们采用下述时变参数模型(Swamy and Tavlas, 1995):

$$\ln m_t = b_0 + b_1 \ln r_t + b_2 \ln Y_t, t=1, 2, L, T \quad (3)$$

模型(3)具有随着时间变化的系数,它较固定参数模型(2)有如下改进:首先,常数项 $b_0$ 不仅包含实际货币中的截距,也含有其他潜在变量对于 $\ln m_t$ 的影响,也包含着随机误差成分;其次,动态系数 $b_{1t}$ 和 $b_{2t}$ 不仅体现了利率和产出变量对于实际货币余

额的直接影响,也包含其他省略变量和随机误差的影响。因此,时变参数模型能够更好地解释利率和产出对实际货币需求的影响。

无论是利用固定参数模型还是时变参数模型,“流动性陷阱”存在与否的迹象就体现在利率弹性系数的大小上,如果随着名义利率的降低,利率弹性的绝对值增加明显,则意味着出现了“流动性陷阱”,否则,将拒绝“流动性陷阱”显著出现。

(一)固定利率弹性和平均弹性检验

我们首先给出模型(3)的估计方程为(利用状态空间模型估计):

$$b_{0t}=0.9993b_{0t-1}, b_{1t}=0.9779b_{1t-1}, b_{2t}=1.0031b_{2t-1} \quad (4)$$

方程(4)中的调整系数都在1%的水平下显著。利用模型(3)和估计方程(4),我们可以从总体上估计和判断利率弹性的显著性。对于模型(2),直接采用普通最小二乘法估计;对于模型(3),利用正态分布假设检验时变系数均值的显著性,即检验 $(\hat{a}, b_{0t})/T$ 、 $(\hat{a}, b_{1t})/T$ 和 $(\hat{a}, b_{2t})/T$ 的显著性。

表1给出了固定系数和时变系数模型的估计结果,\*号表示在1%的水平下参数估计显著。从表1的结果可知,无论是利率弹性,还是产出弹性都是显著的,这说明利率和产出对数在解释货币需求时,都具有显著的解释能力。此时无论是名义利率政策,还是需求扩张政策,都对货币需求产生了显著的反馈作用。

表1 “流动性陷阱”估计检验

模型	常数	利率	GDP
固定系数	4.414(8.335)*	-0.507(-11.773)*	0.669(12.969)*
时变系数	8.295(34.634)*	-0.180(-5.650)*	0.275(12.617)*

注:对固定系数来说,括号内表示对应的t-统计量;对时变系数来说,括号内表示z-统计量。

对比固定系数和时变系数模型的估计,我们发现在考察的样本区间内,常数项的估计值从4.414提高到8.295,这说明由常数项表示的基础货币需求有所升高;对应的利率弹性估计也有所提高,这说明由利率弹性表示的持币机会成本也增大了。同时,产出弹性从固定的0.669降低为平均0.275的水平,出现这种降低趋势的原因是货币交易动机降低,对应着目前经济运行阶段的名义需求不足。另外,由于时变系数模型中利率弹性的平均值(绝对值)低于固定系数模型的利率弹性,因此没有出现随着名义利率降低,利率弹性(绝对值)显著变大的迹象,

这意味着没有出现显著的“流动性陷阱”迹象。

(二)利率时变弹性轨迹分析

为了比较不同名义利率水平下的利率弹性,我们将名义利率的时间变化轨迹和时变利率弹性系统的估计综合在一起,得到图3。

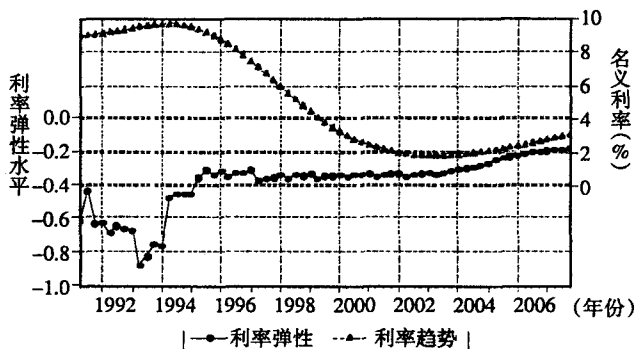


图3 名义利率及利率弹性轨迹

从图3中可以看出,随着名义利率(右坐标轴尺度,单位为百分数)从10%降低到2%,利率弹性水平(绝对值)(左坐标轴尺度,单位为尺度乘以100%)不仅没有增加,而且由原来的0.62逐渐降低到0.18。这样的利率弹性变化轨迹,与出现“流动性陷阱”时利率弹性显著变大,甚至趋于无穷的推断存在极大的反差,这说明我国利率弹性仍然处于弱弹性的范围内。因此,根据上述统计检验结果,我们可以判断,我国经济运行无论是在低名义利率区间还是在高名义利率区间,都没有出现显著的“流动性陷阱”现象,这说明在货币政策工具选择中,名义利率政策仍然可以继续起到调控需求的作用,仍然是当前控制通货膨胀上升和保持经济稳定增长的重要政策方式。

三、“流动性陷阱”的检验结论和政策启示

对于我国经济运行中是否出现“流动性陷阱”的检验和讨论主要出于三个基本原因。一是我国经济运行中确实出现“流动性陷阱”成立的条件,例如具有代表性的名义利率连续降低、价格水平的轻微紧缩和货币流通速度下降等,使得货币政策操作过程中对“流动性陷阱”十分警觉;二是在有效需求不足的情形下,凯恩斯需求管理的政策分析工具IS-LM曲线机制又引起了高度重视,于是IS-LM曲线中可能出现的极端情形,例如“流动性陷阱”自然被纳入到政策分析的范围内;三是日本经济持续十多年的低迷和萧条,对日本经济陷入“流动性陷阱”的原因及其影响给我国经济政策制定和操作提供了重要启示。

通过上述分析表明,我国经济并未出现“流动

性陷阱”,其主要原因有如下三个方面。一是如果经济处于“流动性陷阱”,那么名义利率水平必然很低。但是,名义利率水平较低却并不一定意味着经济一定处于“流动性陷阱”。目前我国名义利率并未降至到绝对低的水平,2%以上的名义利率仍然是不可忽视的持有货币的机会成本。二是“流动性陷阱”形成的直接原因是货币供给直接被经济个体持有,既不流通以形成消费需求,也不投资以形成投资需求,这种持有是“停滞性”地将货币退出了名义经济领域。但是现实经济中这种货币持有形式十分少见,只有被忘却却在某个角落中的货币才属于这种情形。目前持续增长的有息储蓄和日益拓宽的投资渠道中的货币,都没有成为“流动性陷阱”中的“货币持有”方式。三是事实上的“流动性陷阱”大都在未出现之前,就被一些积极的货币政策“解脱出来”。Krugman(1998)将“流动性陷阱”的根源归结为“政府信用问题”,即经济个体认为暂时的货币扩张不会得以持续,因此将货币暂时持有以待银根收缩、利率上升时用以获得更高预期利润。因此,他建议利用持续可信的货币扩张,通过诱导适度的通货膨胀将经济脱离“流动性陷阱”。Evans and Honkapohja(2005)也认为单靠财政政策无法促使经济走出“流动性陷阱”,只有依靠信贷规模扩张和增强货币流动性才能够降低经济个体的货币持有,进而促使货币持有金融消费和投资领域。显然,我国经济目前出现了显著的通货膨胀,而且名义利率作为通货膨胀风险的对冲工具仍然存在上调压力。因此,我们货币政策操作过程中的“流动性陷阱”在尚未出现时就已经开始远离,这意味着名义利率仍然是宏观调控中有效的名义需求管理工具,应该结合具体的宏观调控目标对利率进行调整和干预。

#### 参考文献:

- [1]吴群刚,胡鞍钢.通货紧缩与流动性陷阱的宏观经济分析[J].金融研究,2000,(1).
- [2]刘宪法.“日本陷阱”与当前中国宏观经济现实[J].经济研究,1999,(8).
- [3]Evans G. W. and Honkapohja S., 2005. Policy interaction, Expectations and the liquidity trap, *Review of Economic Dynamics* 8, 303-323.
- [4]Fuhrer, J. C. and Brian, F. M., 1997. Monetary policy when interest rates are bounded at zero. *Review of Economics and Statistics* 79, 573-585.
- [5]Hondroyannis, G., Swamy, P. A. V. B. and Tavlas, G. S., 2000. Is the Japanese economy in a liquidity trap? *Economics Letters* 66, 17-23.
- [6]Krugman, P., 1998. It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-205.
- [7]Krugman, P., 2000. Thinking about the liquidity trap, *Journal of the Japanese and International Economies* 14, 221-237.
- [8]Orphanides, A., 2004. Monetary policy in deflation, the liquidity trap in history and practice, *North American Journal of Economics and Finance* 15, 101-124.
- [9]Sato, K., 2008. The liquidity trap: Japan, 1996-2001 versus the united states, 1933-1940, *Journal of Asian Economics* 19, 155-169.
- [10]Swamy, P. A. V. B. and Tavlas, G. S., 1995. Random coefficient models: Theory and applications. *Journal of Economic Surveys* 9, 165-196.
- [11]Walsh, C. E., 1998. *Monetary Theory and Policy*, CM: MIT Press.

责任编辑:武玲玲  
责任校对:何 军

## China's Nominal Interest Rate Adjustment Mechanism and "Liquidity Trap" Test of Monetary Policies

Liu Jinquan, Zhang Ying

**Abstract:** "Liquidity trap" of the monetary policy refers to the weak effect of monetary policy when the nominal interest rate is near zero. In recent years, China's nominal interest rate has experienced drastic vibrations. We have to use the monetary demand function with random coefficient to estimate the dynamic elastic coefficient. By judging the elasticity of nominal interest rate, we can tell the effect of the interest rate policies. The empirical test shows that currently in China there is no "liquidity trap" of monetary policies so in this process of macro-economic control nominal interest rate is still one of the major tools of monetary policy.

**Key words:** monetary policy; nominal interest rate; liquidity trap