

我国货币政策效果非对称性研究 *

—来自 1996~2009 年的经验证据

杨 恩

[摘 要]本文基于 VAR 模型对我国货币政策产出效应和价格效应的非对称性进行了实证研究。研究结果表明:我国货币政策效果的确存在非对称性。在短期内,紧缩性货币政策效果要优于扩张性货币政策;在中长期内,扩张性货币政策效果更持久;而在长期内,无论是扩张性货币政策还是紧缩性货币政策对产出和物价都没有影响。

关键词: 货币政策非对称性 VAR 模型 脉冲响应函数 方差分解

JEL 分类号: E23 E31 E52

引 言

二十世纪三十年代以前,人们普遍认为市场机制是完美无缺的,货币政策在经济繁荣时期可以有效抑制通货膨胀,在经济萧条时期也可以有效促进经济增长。然而,在 1929~1933 年的“大萧条”期间,美联储扩张性货币政策却收效甚微。1936 年,凯恩斯在其著作《就业、利息和货币通论》中提出了流动性陷阱,认为“大萧条”时期美联储扩张性货币政策使美国经济陷入了流动性陷阱,货币政策失效。20 世纪 60~70 年代,货币主义学派(弗里德曼等)对“大萧条”时期美国货币供应量进行了研究,结果发现在“大萧条”时期美国货币供应量并不是扩张的,反而是收缩的。因此,货币政策并没有失效。近几十年来,随着经济危机频频爆发,货币政策已经成为中央银行进行宏观调控的重要手段,货币政策非对称性问题也日益受到经济学家们的广泛关注。

货币政策非对称性是指货币政策在不同的经济周期具有不同的效果。国外学者对货币政策研究几乎都得出了一致的结论:紧缩性货币政策的效果要优于扩张性货币政策。当然,国外学者的研究是基于发达市场经济体制和成熟的金融市场体系。他们的研究结论是否对我国具有借鉴意义,还有待进一步检验。

近年来,国内学者也渐渐开始关注货币政策非对称性问题,但是由于计量方法、计量模型和数据基础不同,研究结论也存在一定程度差异。因此,本文对我国货币政策效果非对称性进行了进一步的实证研究。

一、文献综述

自从国外学者发现货币政策存在非对称性以来,学者们纷纷对货币政策非对称性进行了研究。Cover(1992)较早检验了正向和负向货币供给冲击对产出影响是否存在非对称性,结果发现正向货币供给冲击对产出没有影响,而负向货币供给冲击对产出有影响。Weise(1999)利用非线性向量自回归模型分析了产出、物价和货币供给三者之间关系,研究发现当初始产出增长水平低时,货币供给冲击具有较强的产出效应和较弱的价格效应,正向和负向供给冲击效果几乎是对称的,但

* 杨 恩,西南财经大学金融学院硕士研究生。

是一些证据表明,不同程度的货币供给冲击具有非对称性。Arden, Cook, Holly and Turner(2000)将投资、消费价格平减指数和住房价格同时引入英国宏观经济模型中,实证研究了货币政策对英国经济活动的非对称性影响,结果表明货币冲击对产出和通货膨胀的短期效果与货币冲击方向和经济所处的初始状况有关,当产出接近充分就业时,扩张性货币政策对通胀的效果要比经济衰退时效果更显著。Sendsa(2001)研究了货币政策非对称性的原因,发现市场价格调整的非对称性(价格粘性)是货币政策非对称性的主要原因。Garcia and Schaller(2002)利用汉密尔顿马尔可夫转换模型,检验了货币政策在经济繁荣和经济衰退时期是否存在非对称性,实证分析表明货币政策在经济衰退时期的产出增长效应比经济繁荣时更好。Kaufmann(2002)通过建立单因素模型,利用马尔可夫链蒙特卡罗模拟方法,对奥地利货币政策效果是否存在非对称性问题进行了贝叶斯分析,结果表明当经济增长低于平均水平时,货币政策效果存在显著的非对称性,而当经济增长等于或高于平均水平时,货币政策效果非对称性不显著。Florio(2004)对美国、日本和意大利货币政策效果非对称性实证研究文献进行了历史回顾,并在此基础上分析了货币政策效果非对称性的原因。紧接着 Florio(2005)对意大利 1982~1998 年期间货币政策产出效应非对称性进行了进一步检验,结果表明正负货币冲击对产出的影响存在非对称性,负向冲击对实际产出增长的影响更大。Ravn and Sola(2004)对战后美国货币政策效果非对称性进行了实证分析,研究发现当使用 M_1 作为货币政策测度指标时,货币政策效果非对称性结论模拟两可,而当使用联邦基金利率作为货币政策测度指标时,只有负向货币冲击才是有效的。

在国外学者研究的基础上,国内学者也对货币政策非对称性问题给予了极大关注。黄先开和邓述慧(2000)对我国 1980~1997 年名义货币增长率、实际国内生产总值增长率和一年期贷款利率之间的相互关系进行了研究,结果表明不论是预期的货币供给冲击,还是非预期的货币供给冲击,对产出的影响均非中性。货币供给 M_1 的冲击对产出的影响具有对称性,而货币供给 M_2 的冲击对产出的影响具有非对称性,并且正向货币供给冲击对经济增长具有明显的促进作用,而负向货币供给冲击虽对经济增长有一定的抑制作用,但与正向货币冲击相比,其强度在统计意义上要弱很多。刘金全(2002)对扩张性货币政策和紧缩性货币政策的产出效应进行了检验,发现在我国经济运行当中,紧缩性货币政策对于经济的减速作用要大于扩张性货币政策对于经济的加速作用。因此,在经济收缩阶段应该实行稳健性货币政策来规避金融风险 and 防范通货膨胀,采用积极财政政策刺激投资需求和消费需求,以保持经济的快速稳定增长。冯春平(2002)通过将正负货币冲击引入产出与价格方程,对正负货币冲击的影响是否存在不对称性进行实证检验,结果发现货币冲击对价格有明显的不对称影响,即正向货币冲击导致价格的上涨要明显大于等量的负向冲击。正向货币冲击总体上对产出有显著的影响,但这一影响不是很稳定,而负向冲击对产出影响较弱,不对称性现象并不显著。陈德伟、徐琼和孙崎岖(2003)运用预测方差分解法对我国 1993~2001 年货币政策作用的非对称性问题进行实证研究,结果表明我国货币冲击的紧缩效应大于扩张效应,紧缩性货币政策能够有效地抑制经济的过热增长,而扩张性货币政策却无法显著摆脱经济的恶性衰退。赵进文和闵捷(2005)采用 LSTR 模型和 LM 检验统计量,对我国货币政策效应进行了深入细致的研究,结果表明在 1993 年第 1 季度至 2004 年第 2 季度期间,无论是以货币供应量作为我国货币政策的度量指标,还是以利率作为我国货币政策的度量指标,其操作效果均呈现出明显的非对称性,具有很强的非线性特征。石柱鲜和邓创(2005)通过对我国自然利率的定量估计,采用脉冲响应函数模拟了 GDP 偏移率与通货膨胀对紧缩与扩张性货币政策冲击的动态反应,发现与扩张性货币政策相比,我国紧缩性货币政策具有较强的产出效应和较弱的价格效应。曹小衡、张敬庭和刘雪燕(2008)使用 LSTVAR 模型的脉冲响应函数分析了货币政策效果的非对称性,结果表明对产出而言,在经济衰退时期,负向货币冲击的效应稍大于正向货币冲击,但二者之间不存在显著的

非对称;而在经济繁荣期,正向货币冲击的效应远远大于负向冲击,二者之间不存在明显的非对称。对价格序列而言,通货膨胀期和通货紧缩期的正向货币冲击的效应都较负向冲击明显。

纵观现有的研究文献,存在以下不足:第一,几乎所有文献都以2007年以前的数据作为研究基础展开分析,而2007年以后,我国宏观经济发生了显著变化,先后经历了通货膨胀和金融危机,已有文献的研究结论是否仍然成立需要进一步检验。第二,由于我国宏观经济指标只有季度统计数据,大多数文献为了增加样本数,将季度数据经过处理转换为月度数据,数据准确性难以保证,研究结论也值得怀疑。第三,已有文献几乎都采用单变量研究模型,而现实经济活动中影响宏观经济变量因素有很多,如果不控制其他主要变量对研究变量的干扰,研究结论往往不准确,甚至是错误的。第四,大多数文献通过估计货币供给函数残差来模拟货币政策取向,但是有关我国货币供给函数学术界还没有达成统一认识。因此,货币供给函数残差能否很好衡量货币政策取向存在不确定性。

二、研究变量、方法和数据

(一)研究变量选择

1. 因变量选择

货币政策目标是指一国中央银行实施货币政策所要达到的目的。货币政策目标在货币政策体系中居于极其重要地位,它是一国宏观经济总体目标在金融政策方面的具体化,也是实现宏观经济目标的前提和保证。通常,一国中央银行所要达到的宏观经济目标有四个:经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡。每个国家由于各自国情不同,对这四个目标的侧重点也不一样。西方国家一般将控制通货膨胀,保持物价稳定作为货币政策首要目标,即实行通货膨胀目标制。即使是同一个国家,在不同的时期货币政策目标也不同。一般而言,在通货膨胀时期,各国往往将物价稳定作为货币政策首要目标,而在通货紧缩时期又将经济增长作为货币政策的首要目标。我国中央银行规定的货币政策目标是保持货币币值稳定,以此促进经济增长。我国货币政策首要目标看似是控制通货膨胀,但由于我国是世界上最大的发展中国家,国内面临着很多棘手而又亟待解决的问题,这些问题的解决必须依赖于经济增长。因此,实质上,我国货币政策首要目标一直以来都是促进经济增长,在实现经济增长的基础上,控制通货膨胀和通货紧缩。充分就业与经济增长存在正向关系,当经济繁荣时失业率较低,而当经济萧条时失业率较高。因此,在实现经济增长目标的同时也就能实现较为充分的就业。在国际收支方面,我国经常账户和资本账户保持“双顺差”,外汇储备节节攀升。短时期内,我国中央银行并没有把维持国际收支平衡作为货币政策主要目标。因此,本文研究把我国货币政策目标定位于促进经济增长和保持物价稳定。我们选择GDP增长率作为经济增长的代表变量,全国居民消费价格指数(CPI)作为物价的代表变量。

2. 自变量选择

本文的研究目的是要检验我国货币政策效果非对称性,在货币政策代表变量的选择上,不同的研究文献采用了不同的代表变量,这些代表变量主要有:广义货币供应量(M_2)、狭义货币供应量(M_1)、基础货币(M_0)和市场利率(R)。一般而言,广义货币供应量对我国实体经济影响最为直接,狭义货币供应量次之,而基础货币则需要通过金融市场发挥作用,对实体影响较为间接和迟缓。我国市场化利率只有国债利率、银行同业拆借利率、回购利率等。但是这些利率的市场化程度也不高,经常受到政府政策的人为干扰,而且,这些市场利率对实体经济影响范围十分有限。在现有的研究中,也有少部分文献采用一年期存贷利率作为货币政策代表变量,而我国商业银行一年期存贷利率是由中央银行确定的,即使在贷款利率确定上商业银行有一定的决定权,但也要受到浮动

幅度的限制。因此,本文认为利率不宜作为我国货币政策代表变量,而选择货币供应量 M_2 作为我国货币政策代表变量效果更好。

3. 控制变量选择

GDP 和 CPI 作为我国重要的宏观经济变量,影响因素很多也很复杂。如果采用单变量模型来研究货币政策效果的非对称性,而忽略其他重要经济变量的影响。那么,研究结论的可信度将大打折扣,甚至错误。影响 GDP 的因素主要有投资、消费和出口,因此,在研究货币政策产出效应的非对称性时,选择全社会固定资产投资(I)、居民人均可支配收入(C)和出口额(EX)作为控制变量。影响消费物价水平的因素从需求来看主要有居民平均可支配收入和存款利率。因此,在研究货币政策价格效应的非对称性时,选择居民人均可支配收入(C)和一年期存款利率(R)作为控制变量。

(二)研究方法介绍

自 1980 年 Sims 将向量自回归(VAR)模型引入到经济学研究以来,VAR 模型在经济学中得到了广泛应用。VAR 模型把系统内每一个变量作为系统中所有内生变量滞后值的函数来构造模型。因此,该模型可以动态地分析系统内各变量相关关系和动态预测各变量之间的相互影响。

VAR 简化式模型的一般形式:

$$y_t = \Lambda_1 y_{t-1} + \Lambda_2 y_{t-2} + \cdots + \Lambda_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad t=1, 2, \cdots, T$$

$$\text{或 } \Lambda(L)y_t = \varepsilon_t \quad (1)$$

其中, $\Lambda(L) = I_k - \Lambda_1 L - \Lambda_2 L^2 - \cdots - \Lambda_p L^p$ 为滞后算子。 y_t 是 k 维内生变量列向量, p 是滞后阶数, T 是样本个数。 $k \times k$ 维矩阵 $\Lambda_1, \Lambda_2, \cdots, \Lambda_p$ 是待估计的系数矩阵。 ε_t 是 k 维扰动列向量,它们相互之间可以同期相关,但不与自己的滞后值相关,且不与等式右边的变量相关。

假设 Ω 是 ε_t 的协方差矩阵,是一个 $(k \times k)$ 的正定矩阵。当系数矩阵 Λ_p 可逆时,在(1)式两边分别左乘 Λ_p 的逆矩阵 Λ_p^{-1} ,可得:

$$y_t = \Lambda_p^{-1} \varepsilon_t \quad t=1, 2, \cdots, T$$

利用广义最小二乘法可以求出 Ω 的估计量,进而求出系数矩阵。

利用 VAR 模型研究经济问题时,我们常常更加关心一个内生变量对其他变量冲击的响应情况,而忽略了变量之间的相关关系。因此,估计完 VAR 模型后,我们可以分析某变量冲击对经济系统的动态影响,这种分析方法称为脉冲响应函数(IRF)。

为了得到正交化的脉冲响应函数,需要将正定协方差矩阵 Ω 进行 Cholesky 分解: $\Omega = GQG'$ 。其中 G 为下三角形矩阵, Q 为主对角线上元素为正的对角矩阵,且 Q 是唯一的。

令 $\mu_t = G^{-1} \varepsilon_t$, 则 $\varepsilon_t = G\mu_t$ 。

$$y_t = \Lambda_p^{-1} \varepsilon_t = \Lambda_p^{-1} G\mu_t \quad t=1, 2, \cdots, T$$

再令 $\Lambda_p^{-1} G\mu_t = I_k + \Lambda_1 L + \Lambda_2 L^2 + \cdots$, 则

$$y_t = I_k + \Lambda_1 L + \Lambda_2 L^2 + \cdots \quad t=1, 2, \cdots, T$$

y_t 的第 i 个变量 y_{it} 可以写成:

$$y_{it} = \sum_{j=1}^k (a_{ij}^0 \varepsilon_{jt} + a_{ij}^1 \varepsilon_{jt-1} + a_{ij}^2 \varepsilon_{jt-2} + \cdots) \quad t=1, 2, \cdots, T$$

$a_{ij}^0, a_{ij}^1, a_{ij}^2, \cdots$ 是由 y_j 的脉冲引起的 y_i 的响应函数, $\sum_{q=0}^{\infty} a_{ij}^q$ 为积累响应函数。 A_q 的第 i 行 j 列元素

可以表示为: $a_{ij}^q = \frac{\partial y_{i,t+q}}{\partial \varepsilon_{jt}}$ 表示在 t 时期,其他变量和滞后变量不变的情况下, $y_{i,t+q}$ 对 y_{jt} 一个冲击的反映。

在实证分析中,除了需要考查一个变量冲击对其他变量的影响外,通常还需要研究一个变量

对其他变量相对重要程度,这就需要进行方差分解。方差分解通过分析每一个冲击对内生变量变化的贡献度来进一步评价不同结构性冲击的相对重要程度。其过程本文不再叙述,可以参考相关教材。

在研究货币政策非对称性问题时,怎样衡量紧缩性货币政策和扩张性货币政策显得非常重要。大多数文献通过估计货币供给函数残差来衡量货币政策取向。但是,有关中央银行货币供给函数,学术界还没有形成统一认识。因此,在估计中央银行货币供给函数时,不同的文献使用了不同的变量。供给函数残差是否能很好模拟中央银行货币政策取向值得怀疑。在通货膨胀时期,中央银行往往会减缓基础货币供给,进而使广义货币供给量增长率下降,而在经济衰退时期,中央银行往往增加基础货币供给,使广义货币供应量增长率上升。因此,可以根据每个时期广义货币供给量增长率偏离其长期趋势的方向来判断中央银行货币政策取向。本文采用 H-P 滤波法对 M_2 增长率时间序列进行处理,分离出长期趋势和循环周期成分。

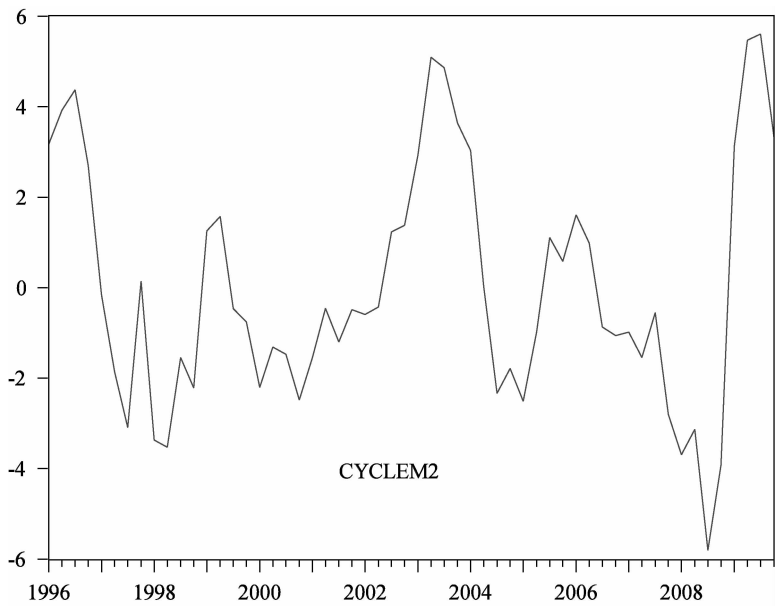


图 1 M_2 增长率的循环周期成分(H-P 滤波法)

$$\begin{cases} \mu^+ = \max(cycle m2, 0) \\ \mu^- = -\max(cycle m2, 0) \end{cases}$$

μ^+ 代表扩张性货币政策,而 μ^- 代表紧缩性货币政策。图 1 较好拟合了我国中央银行货币政策取向。2006 年至 2008 年上半年,我国经济趋热,出现温和通货膨胀,中央银行迅速采取措施,不断调高基准利率和发行央票,广义货币供应量增长率不断下降;2008 年下半年,受美国次贷危机和随后引发的金融危机影响,我国出口急剧下降,GDP 增长率大幅度下降,为此,中央银行不断下调基准利率和增加基础货币供给,广义货币供给量增长率大幅度上升。

完整的 VAR 模型应该是个系统,而本文研究的目的只是研究货币政策冲击对产出和物价的影响。因此,本文根据研究目的只列出了所要研究的两个子模型,模型(1)和模型(2)。

$$CPI_t = \sum_{i=1}^p \alpha_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_i C_{t-i} + \sum_{i=1}^p \chi_i R_{t-i} + \sum_{i=1}^p \theta_i \mu^+ + \sum_{i=1}^p \rho_i \mu^- + \varepsilon_t \quad t=1,2,\cdots,T \tag{1}$$

$$GDP_t = \sum_{j=1}^q \delta_j CPI_{t-j} + \sum_{j=1}^q \phi_j C_{t-j} + \sum_{j=1}^q \varphi_j I_{t-j} + \sum_{j=1}^q \gamma_j EX_{t-j} + \sum_{j=1}^q \sigma_j \mu^* + \sum_{j=1}^p \omega_j \mu^- + \varepsilon_t \quad t=1,2,\cdots,T \quad (2)$$

(三)数据说明

为了对我国货币政策非对称性问题进行较为全面的分析，本文选取我国 1996~2009 年 GDP 增长率、CPI、出口增长率、居民人均可支配收入增长率、一年期存款率、全社会固定资产投资增长率和货币供应量(M₂)增长率的季度数据作为本文研究的数据基础。由于我国 GDP 只有季度统计数据,所以本文所有数据均为季度数据。本文并没有为了增加样本数而将季度数据转换为月度数据,这样可以保证数据准确性和研究结果可信性。所有数据来自中经网统计数据库,本文实证分析软件采用 Eviews6.0。

三、实证分析

(一)货币政策价格效应的非对称性分析

对 VAR 模型估计值时,需要确定模型变量滞后阶数,通常可以用 AIC 法则和 SC 法则。本文在对 VAR 模型滞后结构进行检验时,发现滞后 2 期的 AIC 值和 SC 值最小。因此,在估计模型(1)时,选择滞后 2 期的 VAR 模型。用 Eviews6.0 软件对模型(1)进行处理可得:

表 1 模型(1)估计结果

变量参数	α_1	α_2	β_1	β_2	χ_1
参数估计值	1.19	-0.33	-0.03	0.06	1.02
T 检验值	(8.07)***	(-2.22)**	(-0.68)	(1.25)	(1.97)*
变量参数	χ_2	θ_1	θ_2	ρ_1	ρ_2
参数估计值	-1.01	0.02	0.13	-0.26	0.08
T 检验值	(-2.29)**	(0.16)	(0.84)	(-1.73)*	(0.59)

注:***表示在 1%显著性水平下显著,**表示在 5%的显著性水平下显著,*表在 10%显著性水平下显著。

从表 1 中可以发现,扩张性货币政策在给定的显著性水平下对 CPI 影响不显著,而在 10%的显著性水平下,滞后 1 期的紧缩性货币政策对 CPI 影响显著,滞后 2 期的紧缩性货币政策冲击对 CPI 影响不显著。因此,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 CPI 的影响存在非对称性。短期内紧缩性货币政策对 CPI 影响更显著。

图 2 是 CPI 对扩张性货币政策冲击的脉冲响应情况。扩张性货币政策冲击在 1 个季度内对

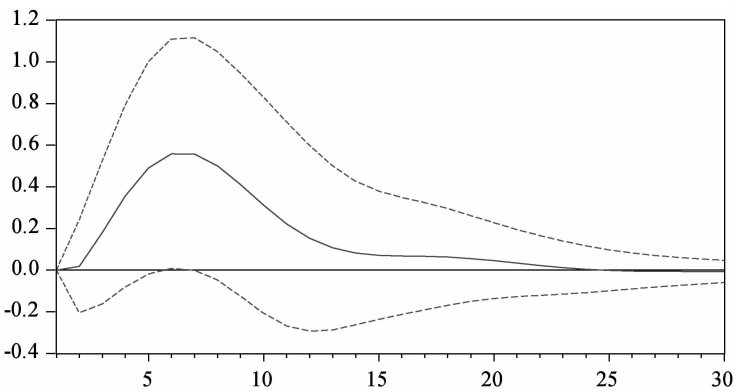


图 2 CPI 对 μ^+ 冲击的响应

CPI 几乎没有任何影响;从第 2 个季度开始扩张性货币政策冲击对 CPI 影响程度逐渐扩大,在第 6 个季度扩张性货币政策冲击对 CPI 影响程度最大,货币供应量增长率每增加 1%,CPI 提高 0.5%;随后这种影响逐渐减弱并收敛于 0。

图 3 是 CPI 对紧缩性货币政策冲击的脉冲响应情况。紧缩性货币政策冲击在第 1 个季度内就对 CPI 造成了一定程度影响;随后,影响程度逐渐扩大,在第 4 个季度紧缩性货币政策冲击对 CPI 的影响程度最大,货币供应量每下降 1% CPI 下降 0.4%;之后,影响程度逐渐减弱并收敛于 0。

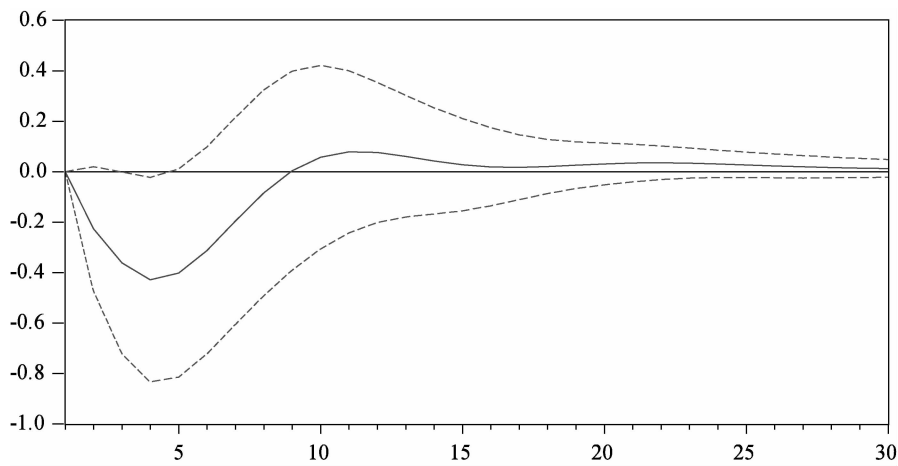


图 3 CPI 对 μ 冲击的响应

对比图 2 和图 3 可以得出:从短期来看,紧缩性货币政策对 CPI 影响更加迅速有力,并且紧缩性货币政策对 CPI 的影响比扩张性货币政策提早 1 个季度;从中长期来看,扩张性货币政策对 CPI 的影响更加持久;而长期而言,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 CPI 的影响都收敛于 0。

因此,紧缩性货币政策和扩张性货币政策对物价影响存在非对称性。短期内,紧缩性货币政策对 CPI 的影响更显著;中长期内,扩张性货币政策对 CPI 影响更持久;而长期来看,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 CPI 没有影响。

为了进一步验证研究结论可信性,我们对 CPI 进行方差分解(如表 2)。 μ^+ 对 CPI 方差贡献率在 10%左右,而 μ 对 CPI 方差的贡献率达到了 24%。这也证明了我国扩张性货币政策和紧缩性货币政策对物价的冲击存在非对称性,而且紧缩性货币政策对 CPI 的影响更显著。

(二)货币政策产出效应的非对称性分析

在估计 VAR 模型(2)时,仍然用 AIC 法则和 SC 法则来确定 VAR 模型的滞后阶数。经过检验发现,当滞后 2 期时 AIC 值最小。因此,对模型(2)进行估计时,采用滞后 2 期的 VAR 模型。由于模型中参数比较多而且我们主要关心扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 GDP 的动态影响。因此,在此省略参数估计结果。

GDP 对扩张性货币政策冲击脉冲响应如图 4 所示,从图 4 中可以得出:扩张性货币政策在第一个季度就对 GDP 产生了影响;之后,影响逐渐扩大,在第 6 个季度影响程度达到最大,货币供应量每增加 1%,GDP 增长率提高 0.2%;随后,扩张性货币政策对 GDP 的影响逐渐减弱并趋近于 0。

图 5 是 GDP 对紧缩性货币政策冲击的脉冲响应情况。紧缩性货币政策在第一个季度就对 GDP 产生了影响;随后,影响逐渐扩大,在第 5 个季度影响程度达到最大,货币供应了增长率每下降 1%,GDP 增长率下降 0.4%;之后,紧缩性货币政策对 GDP 的影响逐渐减弱并最终趋近于 0。

比较图 4 和图 5 可以发现,从短期来看,紧缩性货币政策对 GDP 影响比扩张性货币政策迅速

有力,紧缩性货币政策对 GDP 的影响在 5 个季度得到最大,而扩张性货币政策对 GDP 影响在第 6 个季度达到最大;从中长期来看,扩张性货币政策对 GDP 的影响更持久;而长期而言,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 GDP 没有影响。

因此,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 GDP 的影响存在非对称性。短期内,紧缩性货币政策对 GDP 的影响更显著;中长期内,扩张性货币政策对 GDP 影响更持久;长期来看,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对 GDP 没有影响。

表 2 CPI 方差分解

<i>Period</i>	<i>S.E.</i>	<i>CPI</i>	<i>C</i>	<i>R</i>	μ^+	μ^-
1	0.829514	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.349281	95.56722	0.165770	1.438581	2.811353	0.017079
3	1.675074	88.57983	2.088717	1.653572	6.488282	1.189595
4	1.889668	77.93042	6.035808	1.309791	10.23833	4.485657
5	2.063818	66.44681	10.29225	1.473576	12.37811	9.409255
6	2.223015	57.29437	13.18871	2.453728	12.64758	14.41562
7	2.359574	51.43467	14.44685	3.840978	11.91555	18.36195
8	2.461565	48.10176	14.67546	5.162003	11.06383	20.99695
9	2.527195	46.26204	14.50042	6.182929	10.49684	22.55777
10	2.564071	45.22232	14.27015	6.872424	10.24622	23.38888
11	2.582908	44.62521	14.10310	7.297241	10.18880	23.78565
12	2.592502	44.29562	14.00313	7.547522	10.19895	23.95479
13	2.598037	44.12729	13.94353	7.698963	10.20975	24.02046
14	2.601828	44.04025	13.90359	7.802049	10.20606	24.04805
15	2.604739	43.97942	13.87340	7.885280	10.19399	24.06792
16	2.607134	43.91838	13.84876	7.961756	10.18034	24.09077
17	2.609223	43.85331	13.82766	8.034723	10.16822	24.11608
18	2.611099	43.79044	13.80973	8.102008	10.15950	24.13832
19	2.612753	43.73595	13.79592	8.159787	10.15607	24.15228
20	2.614138	43.69198	13.78756	8.205312	10.15897	24.15618

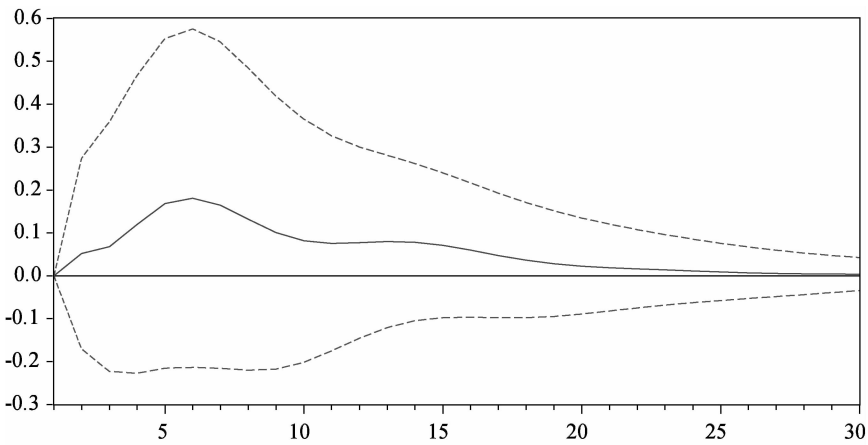


图 4 GDP 对 μ^+ 冲的响应

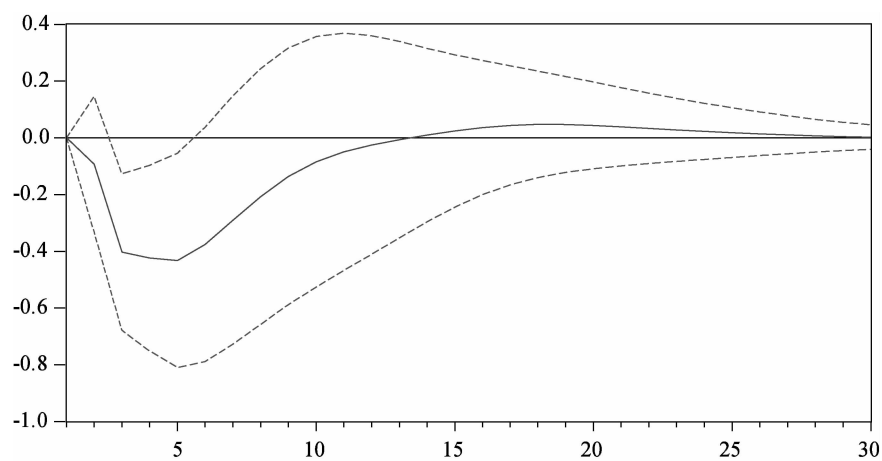


图 5 GDP 对 μ 冲击的响应

为了进一步检验以上结论的稳健性,我们 μ^+ 对 GDP 进行方差分解(如表 3)。扩张性货币政策冲击对 GDP 方差贡献率在 5%左右,而紧缩性货币政策冲击 μ^- 对 GDP 的方差贡献率为 25%。因此,紧缩性货币政策和扩张性货币政策对 GDP 影响存在非对称性,且紧缩性货币政策对 GDP 影响更大。该结论与脉冲响应函数分析的结论是一致的。

表 3 GDP 方差分解

Period	S.E.	GDP	C	EX	I	μ^+	μ^-
1	0.809087	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.014051	96.99771	1.096682	0.000229	0.804645	0.262192	0.838538
3	1.238048	85.01539	1.822738	0.033159	1.503017	0.475824	11.14987
4	1.417575	76.54322	1.711633	0.335032	2.885571	1.074682	17.44986
5	1.553151	68.96456	1.615607	0.625569	4.438175	2.072217	22.28387
6	1.646743	63.53685	1.507483	0.764942	6.104112	3.050115	25.03649
7	1.704393	59.99986	1.431252	0.761873	7.756586	3.776142	26.27429
8	1.738909	57.77240	1.383029	0.733626	9.248387	4.202088	26.66047
9	1.760754	56.35037	1.351847	0.775989	10.49393	4.426030	26.60184
10	1.776338	55.38544	1.330564	0.891562	11.46832	4.560082	26.36403
11	1.788494	54.69417	1.316476	1.025185	12.20364	4.676724	26.08381
12	1.798353	54.18114	1.309864	1.130101	12.75019	4.810102	25.81860
13	1.806456	53.79092	1.311395	1.194394	13.15226	4.962115	25.58892
14	1.813079	53.49127	1.320262	1.228353	13.44329	5.111767	25.40505
15	1.818373	53.26277	1.333935	1.245720	13.64855	5.234230	25.27479
16	1.822484	53.08986	1.349205	1.255423	13.78812	5.317827	25.19956
17	1.825597	52.95825	1.363490	1.261486	13.87892	5.366665	25.17119
18	1.827905	52.85684	1.375457	1.265155	13.93546	5.392409	25.17468
19	1.829576	1.829576	1.384851	1.266750	13.96964	5.405912	25.19426
20	1.830759	52.71908	1.391972	1.266746	13.99018	5.413930	25.21809

(三) 货币政策非对称性原因分析

1. 经济主体预期在不同经济周期存在差异。

自卢卡斯等将理性预期引入经济学分析以来,预期在人们经济生活中的作用越来越重要。因此,在我国经济出现复苏时,中央银行特别重视通货膨胀预期。一般而言,经济主体在经济繁荣时期,对经济形势预期都较为乐观,而在经济萧条时期,经济主体预期较为悲观。在经济萧条时期,当中央银行实施扩张性货币政策时,由于经济形势不确定性,即使市场利率很低,企业投资资金成本较低,但是由于企业短期内的悲观预期,企业往往不会选择在此时投资。对消费者而言,对就业和收入不确定性悲观预期,往往会节制当期消费,而选择更多的储蓄;而在经济繁荣时,人们预期往往较为乐观,当中央银行实施紧缩性货币政策时,理性的经济主体就会立即修正先前的乐观预期,未来经济不确定和风险增大,经济主体渐渐变得悲观起来,会立即减少经济活动,这对产出和物价的影响较大。

2. 金融机构对扩张性货币政策和紧缩性货币政策反应存在差异。

在经济繁荣时期,紧缩性货币政策往往导致市场利率上升,银行信贷收缩。随着利率的上升,银行贷款风险逐渐增大,银行为了控制经营风险,开始惜贷。同时中央银行对商业银行信贷控制和监管力度加大。这些都导致社会资金供给短期内急剧缩减,社会投资和消费大幅下降,对产出和物价的影响幅度较大。在经济萧条时期,扩张性货币政策往往使市场利率维持在较低的位置,中央银行也会积极鼓励商业银行对企业和个人贷款。但是,作为利润最大化的市场经济主体,在贷款选择方面要综合权衡贷款的收益和风险。由于经济前景的不确定性,银行往往对贷款的审核会更加严格,信贷释放的力度并没有想象的那么大。总之,紧缩性货币政策下商业银行信贷收缩的程度要大于扩张性货币政策下商业银行信贷扩张程度。因此,紧缩性货币政策短期内效果比扩张性货币政策明显。

3. 流动性陷阱。

回顾我国中央银行利率调整历史,我们可以发现,一直以来我国的实际利率都是非常低的,有些年份甚至是负数。在经济萧条时期,我国名义利率在 2.25% 左右,而实际利率几乎接近于 0,使得经济陷入了流动性陷阱。即使中央银行采取激进的扩张性货币政策,人们仍然宁愿以货币的形式保有自己的资产,而不是选择扩大投资和消费。流动性陷阱的存在使扩张性货币政策失效。

四、结论及启示

本文通过建立 VAR 模型对我国货币政策对产出和物价影响的非对称性问题进行了研究。通过估计 VAR 模型、脉冲响应函数分析和方差分解得出:扩张性货币政策和紧缩性货币政策对我国 GDP 和 CPI 的影响存在非对称性。在短期内,紧缩性货币政策对我国 GDP 和 CPI 的影响更加显著;在中长期内,扩张性货币政策对产出和物价的影响更加持久;就长期而言,扩张性货币政策和紧缩性货币政策对我国 GDP 和 CPI 没有影响。这也支持了货币政策在短期有效,而长期无效的观点。

当然,虽然紧缩性货币政策在短期内效果比扩张性货币政策好,但并不能证明扩张性货币政策短期无效。因此,在当前金融危机的大环境下,实施扩张性货币政策仍然是十分必要的。本文研究也得出了扩张性货币政策对物价影响更加持久。因此,选择适当的扩张性货币政策退出时机又显得十分重要,否则,将会带来通货膨胀隐患。

另外,本文也从另一个侧面说明,在经济萧条时期,实施积极的财政政策和稳健的货币政策往往可以一定程度上避免扩张性货币政策带来的通货膨胀隐患。但是,纵观世界上所有国家,在治理

这次金融危机中,往往都同时实施积极的财政政策和扩张性的货币政策,这无疑给世界经济埋下了一颗定时炸弹。当世界经济渐渐复苏时,对扩张性货币政策退出的呼声也越来越高。中国作为这次金融危机中经济最早复苏的国家,提前考虑扩张性货币政策退出时机将有助于防止后危机时代的通货膨胀。

参考文献

- 曹家和(2004):《货币政策效应的非对称性与紧缩时期我国货币政策中介目标的可行性研究》,《中国软科学》,第4期。
- 曹小衡,张敬庭,刘雪燕(2008):《中国货币政策效果非对称性—基于AS-AD模型的研究》,《山西大学学报(哲学社会科学版)》,第3期。
- 陈德伟,徐琼,孙崎岖(2003):《我国货币政策效果的非对称性实证研究》,《数量经济技术经济研究》,第5期。
- 丁文丽(2006):《转型时期中国货币政策效力区域非对称性实证研究—基于VAR模型的经验分析》,《经济科学》,第6期。
- 冯春平(2002):《正负货币冲击影响的不对称性研究》,《经济科学》,第3期。
- 高铁梅(2006):《计量经济方法与建模——Eviews应用及实例》,清华大学出版社。
- 黄先开,邓述慧(2000):《货币政策中性与非对称性的实证研究》,《管理科学学报》,第6期。
- 刘斌(2001):《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》,第7期。
- 刘金全(2002):《货币政策作用的有效性和非对称性研究》,《管理世界》,第3期。
- 刘玄,王剑(2006):《货币政策传导地区差异:实证检验和政策含义》,《财经研究》,第5期。
- 陆军,舒元(2002):《货币政策无效性命题在中国的实证研究》,《经济研究》,第3期。
- 石柱鲜,邓创(2005):《基于自然利率的货币政策效应非对称性研究》,《中国软科学》,第9期。
- 闫红波,王国林(2008):《我国货币政策产业效应的非对称性研究—来自制造业的实证》,《数量经济技术经济研究》,第5期。
- 严太华,黄华良(2005):《我国货币政策的非对称性问题研究》,《经济问题》,第8期。
- 袁永德,邓晓兰,陈宁(2006):《我国货币供应量影响因素的实证分析—兼论货币管理与国库现金管理之间的协调》,《财经理论与实践》,第9期。
- 赵进文,闵捷(2005):《央行货币政策操作效果非对称性实证研究》,《经济研究》,第2期。
- Arden, R., S. Cook, S. Holly and P. Turner (2000): "The Asymmetric Effects of Monetary Policy: some results from a macroeconomic model", *The Manchester school*, 68, 419-441.
- Carlino, G. and R. DeFina (1998): "The Differential Regional Effects of Monetary Policy", *The Review of Economics and Statistics*, 80, 572-587.
- Chio, W. (1999): "Asymmetric Monetary Effects on Interest Rates across Monetary Policy Stances", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 31, 386-416.
- Cover, P. (1992): "Asymmetric Effects Of Positive and Negative Money Supply Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, 107, 1262-1283.
- Florio, A. (2004): "The Asymmetric Effects Of Monetary Policy", *Journal Of Economic Surveys*, 118, 409-416.
- Florio, A. (2005): "Asymmetric Monetary Policy: empirical evidence for Italy", *Applied Economics*, 37, 751-764.
- Garcir, R. and H. Schaller (2002): "Are The Effects of Monetary Policy Asymmetric", *Economic Inquiry*, 40, 102-119.
- Grier, K., O. Henry, N. Olekalns and K. Shield (2004): "The Asymmetric Effects of Uncertainty on Inflation and output Growth", *Journal of Applied Econometrics*, 19, 551-565.
- Kaufmann, S. (2002): "Is There an Asymmetric Effect of Monetary Policy Over Time? A Bayesian analysis using Austrian data", *Empirical Economics*, 27, 277-297.
- Ravn, M. and M. Sola (2004): "Asymmetric Effects of Monetary Policy in the United States", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86, 41-60.
- Sendsa, T. (2001): "Asymmetric Effects of Money Supply Shocks and Trend Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, 33, 65-89.
- Weise, C. (1999): "The Asymmetric Effects of Monetary Policy: A Nonlinear Vector Autoregression Approach", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 31, 85-108.

(责任编辑:周莉萍)