

# 测定货币政策有效性的方法探究<sup>y</sup>

郭 晔

(厦门大学 宏观经济研究中心, 福建 厦门 361005)

〔摘要〕本文认为, 测定货币政策的有效性分成两个递进的层次: 测定效应和衡量效率。其中, 货币政策的效应, 关键在于测定预期的或系统的货币政策是否产生真实效应。进一步地, 选取何种衡量货币政策效率的方法则是基于上一测定的结果而定。鉴于此, 本文认为目前中国货币政策有效性的测定思路和方法略显混乱, 更准确且动态地测定中国货币政策的有效性关键在于两类判断: 第一, 预期到的或按某种规则设计的货币政策对真实经济是否有效。第二, 货币政策的时滞结构和波动性如何。

〔关键词〕货币政策; 有效性; 时滞结构

中图分类号: F821.0 文献标识码: A 文章编号: 1008-4096(2006)06-0040-05

是否只有“未预期到”的货币政策对真实经济产生效应? 货币政策的效率如何动态地衡量? 如何测定货币政策的时滞长短和时滞结构? .....种种问题令货币政策的有效性看似难于把握。

本文认为就货币政策有效性而言, 应该细分成两个层次: 效应和效率。从早期对货币政策有效性持质疑态度到近期寻求遵循某种规则的“最优”货币政策, 从测定货币政策的“效应”到衡量其“效率”, 当前探究货币政策有效性的思路和方法从以下多个相互关联、互为递进的层面展开。

## 一、测定系统的货币政策之“效应”

新古典二分法将“货币”的作用视为两期: 短期非中性、长期中性 (Friedman & Schwartz 1963), 货币政策被视为短期平抑经济波动的工具; 七八十年代理性预期学派以及著名的“卢卡斯批判”的兴起, 人们开始意识到“预期”对货币政策实施效果具有决定作用, 似乎只有未预期到的货币政策才对真实经济起作用。然而, 在货币政策的实践中, 近年来许多国家似乎都在积极地寻求某种“最优”的货币政策, 这是否意味着预期到的、按规则设计的货币政策对真实经济仍然产生效应?

时至今日, 尽管大多数学者已经从实证数据的论证中取得基本的共识: 货币政策具有真实效应, 至少短期内有真实效应 (Bemanke and Blinder 1992, Christiano, Eichenbaum and Evans 1994)。但是, 新古典主义经济学与新凯恩斯主义经济学仍保有各自的观点, 只是将争论焦点放在: 一方面, 新古典主义经济学坚持认为只有未预期到的货币政策才产生效应, 可以预期到的货币政策是无效的。另一方面, 新凯恩斯主义经济学在继承凯恩斯主义的思想——短期存在价格刚性的基础上, 认为在短期内不仅未预期到的货币政策, 甚至包括预期到的货币政策都对真实经济产生效应。

于是, 测定货币政策的“效应”正经历着更高层面的讨论: 未预期到的货币政策和预期到的货币政策各自的效应。在过去的几十年中, 以 Lucas (1972)<sup>[1]</sup>、Sargent & Wallace (1975)<sup>[2]</sup> 和 Barro (1977)<sup>[3]</sup> 为代表的观点——只有“未预期”的货币冲击才对真实产出的效应占据着主导。直到 90 年代, Bemanke, Gertler & Watson (1997) 开拓性地提出在七八十年代的石油价格上涨引发“滞涨”的冲击中, 真实产出的波动并非仅由油价上升所致, 对油价上升做出内在反应的系统的货币政策在其中也起到了很大的作用。<sup>[4]</sup> 在此之后, 不少学者均致力于测定未预期到的或系统的货币政策对经济的真

<sup>y</sup> 收稿日期: 2006-09-16

基金项目: 本研究得到教育部重大项目《转轨期中国宏观政策的有效性分析: 中国的经验》(05JJD790025) 的资助。

作者简介: 郭 晔 (1977-), 女, 江西上犹人, 博士、副教授, 研究方向为宏观经济学、金融制度、行为金融。

实效性。Hoover & Jordà (2001) 测定出系统的货币政策同样具有真实效应，他们指出传统的以 Lucas (1972) 为代表的观点是将模型设置于一个卢卡斯经济之中，即

$$y_t = \alpha (p_t - p_t^e) + \varepsilon_t, \alpha > 0$$

$$p_t = m_t - y_t, p_t^e = E(p_t | \Omega_{t-1})$$

显然，只有未预期到的价格变动  $(p_t - p_t^e)$  才会令产出发生变化，这样的设置无疑只有未预期到的货币冲击才会影响真实产出，系统的货币政策无效。倘若将模型设置于一个非卢卡斯经济之中：

$$y_t = \lambda m_t + (1 + \lambda) \alpha (p_t - p_t^e) + \varepsilon$$

情形则得以改变，系统的货币政策对真实产出可能产生效应，关键在于  $\lambda$  的值。<sup>[5]</sup> 于是，在一个非卢卡斯经济的基础上，Hoover & Jordà 展开对系统的货币政策真实效应的测量，结果表明  $\lambda$  值为 0.57，系统的货币政策具有真实效应。Gottschalk & Höppner (2001) 针对欧元区国家中可预期到的货币政策效应进行测定，结果显示在过去 20 多年中这些国家的系统的货币政策均具有真实效应，并且，与需求冲击和供给冲击分别对应设计的系统的货币政策，对真实产出发生不同的效应——对应于需求冲击而设计的货币政策对真实产出具有反周期的效应，相反，对应于供给冲击而设计的货币政策对真实产出具有顺周期的效应。<sup>[6]</sup> 与此同时，Tremosa-Balcells & Pons-Novell (2001) 发现系统的货币政策的效应具有国别的不对称性，在欧元区的不同国家中同样的货币政策对真实经济的效应却强弱有别。<sup>[7]</sup>

由此可见，关于系统的货币政策是否具有真实效应的答案关键取决于：第一，如何建立符合现实经济状况的 AD-AS 模型；第二，如何分离出未预期的和预期到的货币政策。当然，对货币政策是否具有效应的测定，仍处于判断货币政策实施效果的初级阶段。不少文献得出的肯定结果，使得测定货币政策实施效果的操作进入更高的层次——既然可以预期到的甚至是按一定规律设计的货币政策对真实经济都产生效应，那么，货币当局是不是应该在一定时期内基于特定的目标设计所谓“最优”货币政策，使效应达到最佳？

## 二、测定“效率”：以最优货币政策为基准

在货币政策有效性的初级测定中，测定的结果只能反映如 M1、M2、短期利率等货币政策操作变量和实际产出之间是否存在相关关系，相关系数为多大等，却无法测定政策“效率”如何。当然，在测定“效率”之前，必须首先确定的是判断“效率”的参照系，即最优或最有效的涵义是什么？之后，在最优货币政策的基础上，比较实际货币政策和最优货币政策的“缺口”，以此衡量政策的效率。

### 1. 货币政策效率的直接测定：比较最优规则值与实际规则值

以稳定经济为目标的货币政策，一方面抑制价格的波动，另一方面平抑产出的波动。于是，其最优货币政策被设计为是使通货膨胀和实际产出对其目标值的偏离最小的政策，即以最小化其损失函数为标准。因此，利用最优控制的方法可以设计最优货币政策。假设中央银行面临着这样一种寻求最优化的情形：

$$\min L = \min E_t [\lambda (\pi_t + \pi_t^T)^2 + (y_t - y_t^T)^2], \lambda > 0 \quad (1)$$

$$s.t. \quad y_t - y_t^T = -\phi \tilde{r}_t - \omega (\pi_t - \pi_t^T) + d, \quad \omega > 0, \phi > 0 \quad (2)$$

$$\pi_t - \pi_t^T = \gamma (y_t - y_t^T) + s, \quad \gamma > 0 \quad (3)$$

其中，方程 (1) 表示货币当局的目标函数，即最小化损失。 $y_t^T$  和  $\pi_t^T$  分别代表目标产出率和目标通货膨胀率， $\lambda$  表示中央银行在平抑产出波动和价格波动之间的权衡系数， $\lambda$  越大则表明中央银行越关注通货膨胀的偏离情况。方程 (2) 和 (3) 分别表示 AD-AS 曲线，用以描述实施货币政策的宏观经济运行状况， $\omega$  表示 AD 曲线的斜率， $d$  代表需求冲击， $\tilde{r}_t$  表示货币政策变量， $\gamma$  则表示 AS 曲线的斜率， $s$  代表供给冲击。

求解最优化的结果是： $\tilde{r}_t = a^* d + b^* s$ ，其中， $a^* = \frac{1}{\phi}$ ， $b^* = \frac{\lambda \gamma - \omega}{\phi (1 + \lambda \gamma^2)}$ 。于是， $\tilde{r}_t = a^* d + b^* s$  即是中央银行的最优货币政策。需要特别指出的是，央行的最优政策表现为完全平抑来自需求方面

的冲击采取,而对于平抑来自供给方面的冲击则取决于各种因素的影响。显然,  $\tilde{r}$  将作为测定货币政策效率的基准值。

直观地,衡量货币政策的效率,最简单的思想是将最优政策变量值  $\tilde{r}^*$  与实际货币政策变量值  $\tilde{r}^y$  相比较,以确定实际货币政策的效率。<sup>[8]</sup>

尽管这一方法直观且符合逻辑,然而,这种测定方法的弊端比较突出:

其一,必须以是一个非常恰当的最优货币政策的建立为前提。

其二,由于最优货币政策值中包含了中央银行的偏好因子  $\lambda$ , 体现为  $b^*$ , 所以具有非常强的主观性,难于量化、难于比较。

其三,属于一种静态的比较方法,更适合于在某一特定时期内测定货币政策的有效性,对于动态地测定货币政策的效率不适用。

值得一提的是,这种直接比较的方法往往可以用来衡量最优货币政策下央行的偏好因子  $\lambda$ 。由  $b = b^*$  可以推导出  $\lambda = \lambda(\omega, \phi, \gamma, b)$ 。

## 2. 基于最优货币政策的效率的间接测定

分析至此,显然将货币政策的最优规则值与实际货币政策规则值的比较,因为有央行的主观偏好因子而显得过于复杂,且存在有失偏颇的可能性。鉴于此, Krause (2004) 以测定欧洲中央银行的货币政策效率为目的,提出了“间接”测定最优政策与实际政策的“缺口”的方法,其核心思想为:避开直接比较货币政策规则的最优值和实际值,而是从宏观经济的实际表现中分离出货币政策的作用,分析在实际货币政策作用下宏观经济的表现,并且将之与在最优货币政策作用下宏观经济的表现相比较,据此判断货币政策的有效性程度。<sup>[8]</sup>

然而,其中的难点在于如何准确地衡量“最优货币政策作用下宏观经济的表现”。Krause (2004) 给出了一种可以解决的方法,如前面的分析 ( $\alpha^* = \frac{1}{\phi}$ ) 可知,货币政策对于平抑经济短期波动的重点在于完全平抑需求方面的冲击,运用冲击分解方法可以达到上述的效果。假定经济中供给冲击为零,货币政策的作用就是尽可能地消除需求冲击,即尽可能使  $M_i = \lambda_i \text{Var}(\pi | s_i = 0) + \text{Var}(y_i | s_i = 0)$  最小化,实现最优的货币政策。并且,最近两个时期货币政策的表现比较即可以用  $\Delta M = M_1 - M_2$  来测量,如果  $\Delta M$  大于零,表示后一个时期的货币政策比前一个时期的货币政策更接近于最优货币政策;反之  $\Delta M$  小于零,表明前一个时期的货币政策更接近最优货币政策。

同时,以  $O_i = \lambda_i \text{Var}(\pi_i) + \text{Var}(y_i)$  代表宏观经济在需求冲击和供给冲击下的现实表现,用  $\Delta O = O_1 - O_2$  表示最近两个时期宏观经济的现实表现,如果  $\Delta O$  大于零,则表示后一时期的宏观经济向好。最后,用  $Q$  来间接衡量货币政策的效率:  $Q = \frac{\Delta M}{|\Delta O|}$ 。测定的结果可能出现三种情形: ①如果

②如果  $Q < 0$  则表明货币政策效率在递减; ③如果  $Q < -1$ , 表明货币政策无效。

较之前一种方法,这种方法最大的优势表现在,一方面,它能较好地动态测度货币政策效率。另一方面,分析更加地客观,用宏观经济的数据进行计量分析,没有受到主观因子的过多影响。但是,该方法仍然存在一些限制:

第一,  $\lambda$  是依据最优货币政策规则下衡量出来的,因此其中已经蕴含了一个重要的假设前提,即央行根据各时期不同的经济状况理性地选择自己的偏好;

其二,与直接比较法类似地,这种方法亦是假定中央银行的最优规则是将通货膨胀目标与经济增长目标同时考虑。

第三,此方法运用的基础是构建一个能够较好地拟合现实经济的 AD-AS 模型,并且要从 AD-AS 模型中运用冲击分解屏蔽供给方面的冲击,从而测定货币政策稳定经济的有效性。

<sup>y</sup> 可以假定实际的货币政策变量  $\tilde{r} = a + bs$  将它代入用以描述宏观经济运行的方程 (2) 和 (3) 中,得到实际的  $a$  和  $b$  值。

### 三、测定广义的有效性: 货币政策的时滞

较长的外部时滞决定了货币政策发生效应需要一定的时间, 因此, 衡量外部时滞的长短、结构及其波动性是进一步检验和补充上述对于货币政策有效性的思路和方法。然而, 自 Friedman 在 1960年提出对货币政策时滞的关注之后, 测量政策的时滞并未引起足够的关注, 注意力几乎都放在测定货币政策的“效应”方面。其中关键的原因是对货币政策“时滞”的理解不够, 以及缺乏令人信服的计量统计方法。

Nachane & Lakshmi (2001) 认为货币政策的外部时滞具有结构特征, 包括以下三类的时滞: 一类是冲击时滞, 即从货币政策的实施到经济开始发生效应的时滞; 二类是峰值时滞, 即从货币政策的实施到对经济发生最大效应时的时滞; 三类是累积时滞, 即从货币政策的实施到对经济发生的效应完全消失为止的时滞。这三类时滞构成了货币政策的“时滞结构”。<sup>[9]</sup>更确切地说, 衡量货币政策的时滞, 既包括了货币政策时滞的长短, 又包含着测定其中三类时滞的结构, 而以往关于时滞的实证分析常常只关注其中的某一类。同时, 时滞的长短并非每一期都不变, 其波动性在相当程度上则是动态地体现着政策的“有效性”。

Kim & McMillin (2003) 再次强调货币政策的时滞结构, 指出时滞结构的不确定性使得测定货币政策的有效性可能产生不同的结果, 以往运用 VAR 方法测定有效性时, 将时滞结构视为对称的, 然而, 若假定时滞具有非对称性, 货币政策有效性的测定结果将大大改变。更具体地, Nachane & Lakshmi (2001) 指出对于时滞的讨论应该区分不同的货币政策传导机制, 利率途径、信贷途径、资产价格途径和汇率途径等均具有各自不同的时滞长短和结构。

应该说, 衡量货币政策时滞, 能够使货币政策效应的测定更加准确和有效, 更丰富了动态地测定货币政策有效性的方法, 此其一。其二, 时滞的相对长短可以从另一层面判断一定时期起主导作用的货币政策传导机制, 譬如货币政策的资产价格传导途径一般来说时滞较长, 比较而言, 货币政策的信贷传导途径时滞可能较短。其三, 特别是对于不发达金融市场的国家而言, 货币政策的时滞很可能较长、波动较大且结构较复杂, 因此相对准确地测定出货币政策时滞, 判断出主导货币政策传导机制, 对于衡量货币政策的实施效果、不断提高政策的有效性意义重大。

### 四、更准确地判断中国货币政策的有效性

归结起来, 笔者以为, 对于准确地把握货币政策有效性的思路和方法, 从古典主义和凯恩斯主义经济学的争论至今, 已形成了一系列的变迁路径。

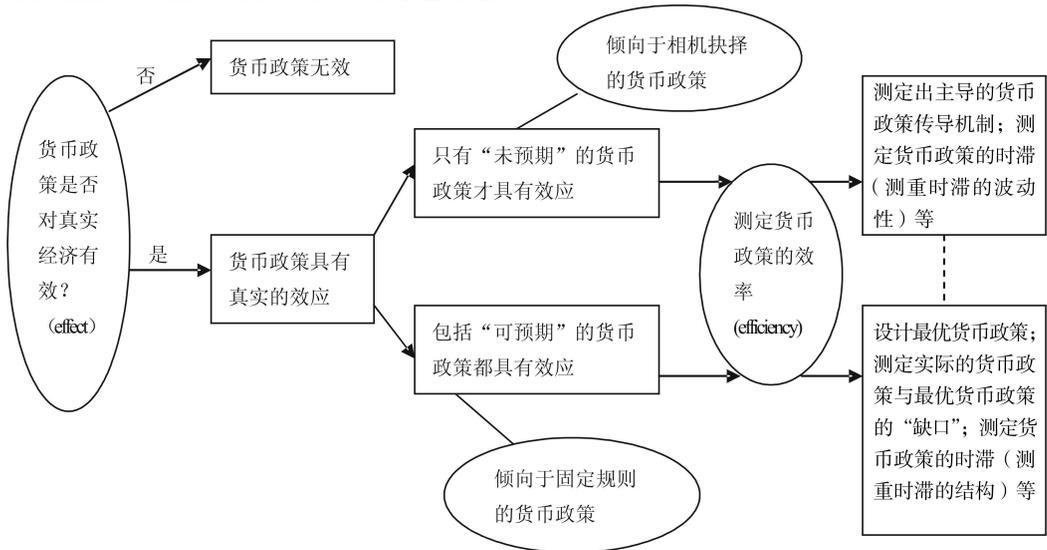


图 1 测定货币政策有效性的思路与方法变迁

注: 图中的虚线连接表示两部分并非完全地隔离开。

综观目前国内已有的讨论货币政策有效性的代表性文献, 主要从以下几方面展开:

其一,对货币政策“效应”的检验,吴军(2002,2004)在判断M1、M2、CR(贷款规模)和GDP之间是否存在相关关系的基础上,测定出中国的货币政策具有真实的效应。黄开先、邓述惠(2000)和陆军、舒元(2002)均运用两步OLS考察货币政策对真实产出的影响,结果显示未预期的和预期到的货币政策都具有真实效应。

其二,测定货币政策传导的主导机制。蒋瑛琨等(2005)、周英章、蒋振声(2002)和李斌(2001)等学者对究竟是货币渠道还是信贷渠道起主要作用做出了解释,同时,赵进文、闵捷(2005)和万解秋、徐涛(2001)指出货币政策的传导机制存在着不对称效应。

其三,测定货币当局有无选择和实施最优的货币政策。若无,如何选择和实施适当的货币政策,以实现宏观经济目标。最典型的是对最优货币政策规则的讨论,谢平、罗雄(2002)以泰勒规则展开讨论:将中国货币政策中利率的实际值与泰勒规则值进行比较;刘斌(2003)和卞志村、管征(2005)比较了各种货币政策规则在中国的运用;常玉春(2004)在求解满足央行宏观调控目标所需货币供应量增长率的最优规则值,再通过规则值与实际值的简单比较,判断货币政策操作的效率。

其四,测定货币政策的时滞长短。郝雁(2004)、卞志村(2004)和麦元勋、田晔(2004)等均运用方差分解和脉冲响应函数的方法对货币政策的时滞进行了实证分析。

然而,笔者认为,就目前已有的测定思路和方法而言略显混乱,简单地将西方的测定方法拼凑起来运用,却忽略了各自运用的前提和基础。意欲更准确地判断中国货币政策的实施效果,关键在于两类判断:

第一,判断系统的货币政策对真实经济是否有效,判断的结果直接决定了测定中国货币政策有效性的方法侧重。尽管国内大多数文献表明货币非中性,但是在未预期到的和系统的货币政策各自的效应方面讨论仍过于单薄,并且,出于对建立的AD-AS模型是否符合现实经济状况,以及分离出未预期到的和预期到的货币政策的方法是否合适等方面的质疑,已有的测定过程和结果尚不能完全令人信服。

判断的结果若否,则现行的相机抉择的决策方式优于固定规则,更进一步地,测定货币政策的有效性,侧重于测定主导的货币政策传导机制、测定货币政策的时滞长短和波动性。若是,意味着经过某种规则设计的货币政策也具有真实效应,那么选择固定规则或最优规则设计的货币政策或许更为明智,因为相机抉择的货币政策可能对经济产生较大的反向作用,导致较大的波动性。于是,对应于测定货币政策的有效性,应侧重于寻求设计最优的货币政策,并通过衡量实际的货币政策与最优的货币政策的缺口来测定政策的效率。同时,在时滞的测量方面应更倾向于掌握时滞的结构。

第二,试运用更合适的计量方法、更全面地衡量政策的时滞,判断货币政策的时滞长短、结构和波动性。已有的关于时滞的讨论,方法重复且完全忽略时滞的波动性,将各期的时滞长短视为同一平均水平。

若货币政策的时滞长且波动性大,现行的相机抉择方式便值得再推敲,依据现实经济条件和货币当局的最终目标而设计稳健且积极的货币政策,可能是更优的选择。相应地,政策的有效性则通过测定实际的货币政策与设计的最优货币政策的缺口,以及时滞结构与波动性来实现。

## 参考文献:

- [1] 卞志村.我国货币政策外部时滞的经验分析[J].数量经济技术经济研究,2004(3).
- [2] 卞志村,管征.最优货币政策规则的前瞻性视角分析[J].金融研究,2005(9).
- [3] 常玉春.货币供应量作为我国货币政策中介目标的有效性及其检验[J].世界经济文汇,2004(5).
- [4] 郝雁.对中国货币政策效应时滞的实证分析[J].南开经济研究,2004(3).
- [5] 黄开先,邓述惠.货币政策中性与非对称性的实证研究[J].管理科学学报,2000(6).
- [6] 蒋瑛琨,刘艳武,赵振全.货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析——兼论货币政策中介目标的选择[J].金融研究,2005(5).
- [7] 刘斌.最优货币规则的选择及在我国的运用[J].经济研究,2003(9).
- [8] 陆军,舒元.货币政策无效性命题在中国的实证研究[J].经济研究,2002(3).
- [9] 麦元勋,田晔.我国货币政策效应时滞的实证研究[J].商业研究,2004(5).

(责任编辑:王秀中)