

学校编码: 10384

分类号 \_\_\_\_\_ 密级 \_\_\_\_\_

学号: 15620061151012

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于金融产品创新视角的货币政策  
效应研究

A Study on Monetary Policy Effects: A Financial  
Product Innovation Perspective

闫 琳

指导教师姓名: 朱 孟 楠 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩日期: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 摘 要

金融产品创新、金融衍生品的泛滥所造成的货币政策调控困境是困扰货币当局的紧迫课题。进入上世纪九十年代后,美国、日本等金融产品创新最发达的国家(特别是日本)货币政策最终目标屡屡不能实现,正是金融产品创新削弱货币政策有效性的最好佐证。如何应对金融产品创新浪潮对货币政策有效性的挑战和冲击,已成为理论界和各国央行的紧迫课题之一。

论文以美国次贷危机的金融产品创新视角为背景,尝试就金融创新中的金融产品创新进行全面深入分析,并探讨金融产品创新影响货币政策的系统理论框架,并实证研究金融产品创新对我国货币政策效应的影响,这是本文的主要贡献。

论文首先界定金融产品创新的内涵,归纳出我国的金融产品创新的特点;然后从分析金融产品创新对货币供给和货币需求的影响入手,阐述了其对货币政策中介目标和货币政策传导机制的影响机理,由此得出:金融产品创新使得金融当局控制货币的能力大大降低,削弱了货币政策的效应。为了验证这一结论,本文选取我国居民消费物价指数 CPI、国内生产总值 GDP、货币供应量  $M_1$  ( $M_2$ )、金融机构各项贷款余额 TL、金融产品创新 FPI 等变量,运用 ADF 单根检验、向量自回归 VAR、脉冲响应、方差分解等计量方法,实证研究了金融产品创新对我国货币政策中介目标的选择和货币政策传导机制有效性的影响。

实证结果表明,金融产品创新与货币供给量和贷款余额等中介指标之间具有协整关系,金融产品创新的单位冲击对经济增长、物价水平、货币供给量、贷款余额都具有长期影响,并且都会趋于平稳。在信贷传导机制作用下,金融产品创新有助于货币政策最终目标——物价稳定 and 经济增长;但是在以货币供应量  $M_1$  为中介目标的货币传导渠道下,金融产品创新则弱化了货币政策的效应。在此基础上,本文给出相关政策建议。

**关键词:** 金融产品创新; 货币政策; 实证分析

厦门大学博硕士学位论文摘要库



## ABSTRACT

Financial product innovation and the flood of financial derivatives have resulted in monetary policy dilemma, which has been an urgent problem to monetary authorities. After entering 1990's, in America and Japan that financial product innovation is most developed, monetary policy ultimate objective can not realize repeatedly (especially in Japan), which is just the best evidence of monetary policy validity weakened by financial product innovation. How to exclude or diminish the problem of financial product innovation in order to maintain the validity of monetary policy has been a realistic and urgent central topic to central banks of different countries.

Taking financial product innovation in US subprime mortgage crisis as a background, this paper tried to give a deep analysis to financial product innovation, establish a systematic theoretical frame to explain how financial product innovation affects monetary policy and do an empirical study on how financial product innovation affects monetary policy in China. This is the main contribution of this paper.

First of all, this paper defined the connotation of financial product innovation, summarized the features of financial products innovation of our country; And starting with analyzing the effect of financial product innovation on money supply and demand, this paper elaborated the influence on the intermediate index and transmission mechanism of monetary policy, concluding that: financial product innovation reduces the ability of monetary authorities to control the currency and weakened the validity of monetary policy. In order to verify this conclusion, the paper selected six variables: the consumer price index CPI, gross domestic product GDP, money supply  $M_1$  ( $M_2$ ), financial institutions loan balance TL and financial product innovation variables FPI. And it used ADF unit root test, vector autoregressive VAR, impulse response, variance decomposition methods to do empirical research, which focused on the effect of financial product innovation on monetary policy intermediate target selection and monetary policy transmission mechanism validity.

Empirical results show that there was cointegration relationship between financial product innovation and the money supply and loans, and financial product innovation had a long-term impact on economic growth, price levels, money supply and loans. And the long-term impact was smooth. Under the transmission mechanism of credit, financial product innovation contributed to the ultimate goal of monetary policy: price stability and economic growth; but under the  $M_1$  transmission mechanism, the financial product innovation weakened the effects of monetary policy.

**Keywords:** Financial Product Innovation ; Monetary Policy; Empirical Study

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>第一章 导 论</b> .....                     | <b>1</b>  |
| <b>第一节 研究背景与研究意义</b> .....               | <b>1</b>  |
| 一、研究背景 .....                             | 1         |
| 二、研究的理论意义和实践意义 .....                     | 2         |
| <b>第二节 国内外研究现状及理论综述</b> .....            | <b>3</b>  |
| 一、金融产品创新的文献回顾 .....                      | 3         |
| 二、金融创新对货币政策影响的研究文献回顾 .....               | 6         |
| <b>第三节 已有研究的局限性和本文的研究思路</b> .....        | <b>8</b>  |
| 一、已有研究的不足 .....                          | 8         |
| 二、本文的结构与研究方法 .....                       | 8         |
| 三、本文的创新与不足 .....                         | 9         |
| <b>第二章 金融产品创新的概念界定及其对货币政策的影响分析</b> ..... | <b>10</b> |
| <b>第一节 金融产品创新内涵界定</b> .....              | <b>10</b> |
| 一、创新与金融创新 .....                          | 10        |
| 二、金融产品创新 .....                           | 10        |
| <b>第二节 我国金融产品创新的现实特点</b> .....           | <b>11</b> |
| 一、金融产品创新的特点 .....                        | 11        |
| 二、我国金融产品创新的现实特点 .....                    | 12        |
| <b>第三节 金融产品创新对货币供求与货币政策的影响分析</b> .....   | <b>14</b> |
| 一、金融产品创新对货币供给的影响 .....                   | 14        |
| 二、金融产品创新对货币需求的影响 .....                   | 18        |
| 三、金融产品创新对货币政策传导机制的影响 .....               | 21        |
| <b>第三章 金融产品创新与我国货币政策效应的实证研究</b> .....    | <b>24</b> |
| <b>第一节 实证方法与数据说明</b> .....               | <b>24</b> |
| 一、实证方法说明 .....                           | 24        |

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| 二、实证数据的来源与选取说明.....             | 24        |
| <b>第二节 实证研究与结论.....</b>         | <b>26</b> |
| 一、单位根的 ADF 检验.....              | 26        |
| 二、Johanson 协整检验.....            | 27        |
| 三、向量自回归 VAR 模型.....             | 29        |
| 四、脉冲响应函数.....                   | 32        |
| 五、方差分解.....                     | 34        |
| 六、结论.....                       | 37        |
| <b>第四章 政策建议与进一步研究方向.....</b>    | <b>38</b> |
| <b>第一节 政策建议.....</b>            | <b>38</b> |
| 一、应加强对金融产品创新及其对货币政策效应影响的研究..... | 38        |
| 二、面对金融产品创新需要调整货币政策机制.....       | 39        |
| <b>第二节 进一步研究方向.....</b>         | <b>41</b> |
| <b>附    录.....</b>              | <b>42</b> |
| <b>参考文献.....</b>                | <b>48</b> |
| <b>后    记.....</b>              | <b>52</b> |

# Contents

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Chapter one : Introduction .....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>First quarter : Background and Significance of Research .....</b>              | <b>1</b>  |
| Part 1 Background.....  | 1         |
| Part 2 Theoretical and Practical Significance .....                               | 2         |
| <b>Second quarter: Review of Researches and Theories .....</b>                    | <b>3</b>  |
| Part 1 Review of researches on Financial Product Innovation.....                  | 3         |
| Part 2 Review of the Effects of Financial Innovation on Monetary Policy .....     | 6         |
| <b>Third quarter: Limitations of Present Studies and Thinking and Methods ...</b> | <b>8</b>  |
| Part 1 Limitations of Present Study .....   | 8         |
| Part 2 Structure and Methods.....   | 8         |
| Part 3 Contributions and Limitations .....  | 9         |
| <b>Chapter two : Definition of Financial Product Innovation and the</b>           |           |
| <b>Effects on Monetary Policy .....</b>   | <b>10</b> |
| <b>First quarter: Definition of Financial Product Innovation .....</b>            | <b>10</b> |
| Part 1 Innovation and Financial Innovation.....                                   | 10        |
| Part 2 Financial Product Innovation .....   | 10        |
| <b>Second quarter: Features of Financial Product Innovation in China.....</b>     | <b>11</b> |
| Part 1 Features of Financial Product Innovation .....                             | 11        |
| Part 2 Features of Financial Product Innovation in China.....                     | 12        |
| <b>Third quarter: the Effects of Financial Product Innovation on Monetary</b>     |           |
| <b>Policy.....</b>  | <b>14</b> |
| Part 1 the Effects on Money Supply .....  | 14        |
| Part 2 the Effects on Money Demand.....   | 18        |
| Part 3 the Effects on Transmission Mechanism of Monetary Policy.....              | 21        |
| <b>Chapter three: Empirical Research .....</b>                                    | <b>24</b> |
| <b>First quarter : Methods and Data Description.....</b>                          | <b>24</b> |

|  |   |           |
|--|---|-----------|
| Part 1   | Methods .....                                   | 24        |
| Part 2   | Data Source and Selection .....                 | 24        |
| <b>Second quarter: Empirical Research and Conclusions .....</b>    |   | <b>26</b> |
| Part 1   | ADF Unit Root Test .....                        | 26        |
| Part 2   | Johanson Cointegration Test.....                | 27        |
| Part 3   | Vector Autoregressive VAR.....                  | 29        |
| Part 4   | Impulse Response .....                          | 32        |
| Part 5   | Variance Decomposition .....                    | 34        |
| Part 6   | Conclutions .....                               | 37        |
| <b>Chapter four: Policy Suggestions and Further Research .....</b> |   | <b>38</b> |
| <b>First quarter : Policy Suggestions .....</b>                    |   | <b>38</b> |
| Part 1   | Further Research .....                          | 38        |
| Part 2   | Adjustment on Mechanism of Monetary Policy..... | 39        |
| <b>Second quarter: Further Research.....</b>                       |   | <b>41</b> |
| <b>Appendix.....</b>   |   | <b>42</b> |
| <b>Reference.....</b>  |   | <b>48</b> |
| <b>Postscript .....</b>  |   | <b>52</b> |

# 第一章 导论

## 第一节 研究背景与研究意义

### 一、研究背景

1973 年布雷顿森林体系崩溃后，美元和黄金的彻底脱钩，历史步入了一个完全没有外部约束的主权信用货币本位制——美元本位制国际货币体系；资本主义步入了“虚拟资本主义”时代，国家之间争夺的焦点从独占生产物质产品的资源与市场转向国际资本，争夺的焦点是控制国际资本的流向（王建，2008）<sup>[1]</sup>。这是理解当今全球经济金融的核心问题，也是此次全球金融危机爆发的时代大背景。美元本位制国际货币体系下，美元的过度发行导致了全球流动性过剩，商业银行可贷资金多，可贷对象少，于是竞相放宽房贷标准，大胆创新贷款品种，如无首付、只付息贷款、可调整利率贷款等。从 2001 到 2006 年，美国抵押贷款增长 30%，次贷增长 200%。其中 2005~2006 年发放的住房抵押贷款中有 50% 具备上述“创新”特征（金季，2007）<sup>[2]</sup>。如此，许多不符合条件的人也得到了次级贷款。这种金融创新使得没有足够金融知识和风险意识的贷款人盲目贷款，为以后的信贷危机埋下“定时炸弹”。

金融产品创新飞速发展的结果是金融衍生品极度扩张。20 世纪 80 年代，金融衍生产品交易刚刚起步，规模很小。但由于金融衍生品多利用资金杠杆，在市场景气阶段回报率惊人，而为了追求高额利润和卖点，华尔街投行创造出层出不穷的金融衍生品，如住宅抵押贷款支持证券(MBS)、担保债务凭证(CDO)、信用违约互换工具(CDS)等<sup>①</sup>。金融衍生品的本质是一种风险对冲工具，用来为股票、债券、抵押贷款等其他投资提供“保险”，如利率期货、股指期货等与实体经济联系紧密的基础金融衍生品具有风险转嫁功能，有利于实体经济。金融衍生品既有分散风险的功能，也有放大风险的作用，是把“双刃剑”。这些过度创新和复杂的金融衍生品与实体经济脱离较大而被“股神”巴菲特称为“大规模金融杀伤

<sup>①</sup> 2002 年，金融衍生品交易的市场规模膨胀到 106 万亿美元，2004 年规模为 258 万亿美元，到 2007 年已达到了近 600 万亿美元。金融衍生品的价值是美国 GDP 的 40 倍之多。数字资料来自 IMF 的报告。

性武器”，潜在威胁足以“致命”。但是由于格林斯潘及其主导的美联储的支持、疏于监管和政策失误，致使金融衍生品泛滥。又因为美国华尔街投资银行的证券业务、商业银行的信贷业务和保险公司的保险业务相互交织、风险交叉传递；由于金融自由化下各国金融的不断开放，美国金融机构通过这些衍生工具把风险撒向全世界，所以一旦危机的第一块骨牌倒下，就会不断出现逐级放大的连锁反应，引爆了一次以衍生品为主要传导渠道的全面的全球金融危机（黄飞鸣，2009）<sup>[3]</sup>。

格林斯潘对金融衍生工具如此推崇，以致当它们初现“魔鬼面孔”、美国议员和华尔街人士提出监管意见时，他坚决支持，对金融衍生工具的放任自流，不惜废除监管权力。如1998年，长期资本管理公司（LTCM）因衍生品投资而陷入破产境地，引起一场金融风暴。但在格林斯潘施压下，美国国会仍然宣布冻结商品期货交易委员会6个月监管权力。1999年，美联储施压美国国会永久性废除商品期货交易委员会对金融衍生品的监管权。致使金融衍生品过度繁荣的还有美联储错误的金融调控政策。正如“格林斯潘对策（Greenspan Put）”所言，当资产价格下跌的时候，格林斯潘就会立即出手，但是当资产价格上涨的时候，他却坐视不管。这些进一步鼓励了华尔街的贪婪，而让金融衍生品市场越滚越大，最终把美国乃至世界卷入其中。因此，面对金融产品创新，缺少监管的放纵和美联储错误的货币政策是这场全球金融危机的直接内在原因。

## 二、研究的理论意义和实践意义

不断涌现的金融产品创新，从根本上模糊了不同融资方式之间的界限，不少金融工具使外部投资者能介入企业经营。从这个意义上说，新型金融产品的出现与运用给企业带来了信用、流动性方面的好处，使金融交易市场的分工进一步专业化，其内生交易费用也进一步减少，从而增加总体福利水平（杨小凯，张永生，2000）<sup>[4]</sup>。金融产品创新可以提高人们参与交易活动的交易效率、降低交易风险，进而达到优化资源配置的效果。而有学者则认为，从全社会的角度来看，以绕开监管或避税为唯一目的的金融活动是零和博弈，甚至是负和博弈，本质上不过是财富在不同博弈体之间的转移，只能增加实现监管目标的总成本，进而认为金融产品创新没有社会价值或者是负的社会价值。两种观点何者为优，未有定论。

但针对金融产品创新理论的专门探讨则是金融创新领域研究不断深入的必



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库