

中国货币政策实施效果评价研究

梁筱晨¹ 侯县平¹ 周远东¹

1 成都信息工程大学 中国成都 610100

DOI: 10.12238/ems.v7i2.11621

[摘要] 为对我国宏观经济重要调控手段货币政策的实施效果进行评价, 本文以存款准备金制度、货币供给量及稳定物价为研究对象并基于其传导路径建立 VAR 模型。实证发现, 存款准备金政策能够对货币供给量及物价水平产生影响, 其中大型金融机构存款准备金率影响效果更为明显, 此外货币供给量也能影响物价水平, 但这些影响均存在一定的时滞效应。

[关键词] 存款准备金率, 货币供给量, 居民消费价格指数, VAR 模型

1 引言

1984年, 为打破财政政策占据国家经济主导地位的局面, 中国人民银行正式行使中央银行职能, 自此, 货币政策开始逐步发挥作用并不断对其框架进行完善。我国货币政策框架主要包括货币政策工具、目标、规则和传导渠道四个部分, 其中货币政策目标又分为操作目标、中介目标和最终目标。一般而言, 货币政策工具通过操作目标作用于中介目标, 进而实现最终目标。在当前国际环境日趋复杂的情况下, 货币政策作为我国宏观经济调控的主要手段, 确保其有效性和实施效果至关重要。

与国内相比, 国外货币政策发展较早, 因此其早期实证成果也更为丰富。但是随着我国货币政策的不断发展, 国内学者逐渐意识到国外的相关研究并非完全适用于我国的实际情况, 因此国内学者开始对我国货币政策展开研究。目前来看, 国内研究大多集中于探讨货币供给量^[1, 2]和利率^[3, 4]是否能够作为中介目标并且对货币政策的评价大多也是基于中介目标来进行的^[5]。尚未发现有研究同时考虑货币政策工具、中介目标和最终目标三者之间的关系。因此, 本文选择存款准备金制度、货币供给量以及稳定物价作为研究对象, 以其传导途径为线索, 通过建立 VAR 模型, 来探究我国货币政策工具实施效果, 以期为我国货币政策体系的完善提供相应的理论和实践支持。

2 数据选择与说明

本文所有变量的数据均来源于 Choice 金融终端, 时间跨度为 2010 年 1 月至 2024 年 3 月, 每个变量包含 171 个月度数据。

2.1 存款准备金制度

本文以大型金融机构存款准备金率 R1 以及中小金融机

构存款准备金率 R2 两个变量来代表我国存款准备金制度。在样本时间内, 我国存款准备金率共经历 36 次调整且调整时间无规律。故将每个月按 1-10 号、11-20 号、21 号及以后分别划分为月初、月中和月末三段。若调整日在月初, 则将调整后的比率作为当月存款准备金率; 若调整日在月中, 则将当月涉及所有比率的平均值作为当月存款准备金率; 若调整日在月末, 则从下月开始使用该存款准备金率。

2.2 货币供给量

我国货币供给量由流通中的现金 M0、狭义货币 M1 和广义货币 M2 等构成, 其中 M2 代表人民币的真实购买能力, 能够充分反映我国流通中货币总量的变化, 因此本文选用 M2 的同比增长率来代表我国货币供给量。

2.3 物价稳定

居民消费价格指数 (CPI) 反映了居民家庭一般所购买消费品和服务的价格水平变动情况, 能够较为全面地体现物价水平的变化。因此, 本文选用 CPI 的同比增长率来代表我国物价水平。

3 实证分析

3.1 ADF 单位根检验

VAR 模型要求所有变量均平稳, 因此本文使用 ADF 法对 CPI、M2、R1 和 R2 进行检验。根据 ADF 检验结果, 若变量的 ADF 值大于其在三种显著水平下的临界值且 P 值大于 0.05, 则该变量非平稳, 反之平稳。因此由表 1 可知, 在四组变量中 CPI 和 M2 非平稳, R1 和 R2 平稳。为将非平稳序列转化为平稳序列, 本文对 CPI 和 M2 进行一阶差分, 得到 DCPI、DM2。同时, 由于 VAR 要求变量满足同阶单整条件, 因此也对 R1 和 R2 进行一阶差分, 得到 DR1 和 DR2。对差分后的 DCPI、DM2、DR1 和 DR2 进行 ADF 检验后可得其均为平稳序列。

表 1 ADF 单位根检验结果

变量	ADF 值	P 值	1%	5%	10%	检验结果
CPI	-2.2022	0.2064	-3.4720	-2.8797	-2.5765	非平稳
DCPI	-5.9206	0.0000	-4.0172	-3.4385	-3.1436	平稳
M2	2.1375	0.9923	-2.5786	-1.9427	-1.6155	非平稳
DM2	-13.535	0.0000	-4.0133	-3.4366	-3.1425	平稳
R1	-3.7618	0.0210	-4.0139	-3.4370	-3.1426	平稳
DR1	-4.1934	0.0057	-4.0139	-3.4370	-3.1426	平稳
R2	-3.7740	0.0203	-4.0136	-3.4368	-3.1425	平稳
DR2	-7.7891	0.0000	-4.0136	-3.4368	-3.1425	平稳

注: 1%、5%、10%代表显著性水平, D 表示一阶差分分子。

3.2 VAR 模型建立及分析

由于变量 DCPI、DM2、DR1 和 DR2 均能保证一阶平稳即满足同阶单整条件, 因此可基于此建立 VAR 模型。

3.2.1 滞后阶数确定

确定 VAR 模型滞后阶数对于确保其回归残差不存在自相关非常重要。根据表 2 的检验结果可以确定模型最优滞后阶数为 1 阶, 因此本文建立 VAR (1) 模型。

表 2 VAR 模型滞后阶数确定

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	2886.1290	NA	4.14e-21	-35.5818	-35.2411	-35.5509*
1	2905.4050	37.3609	3.98e-21*	-35.6223*	-35.5056*	-35.4675

注: 包含*最多的阶数可确定为最优滞后阶数。

3.2.2 VAR 模型建立及稳定性检验

根据模型参数估计结果, 其中以 DCPI 为因变量的模型对应参数见下表 3, 可得对应 VAR 模型为:

$$DCPI_t = 0.000186 - 0.073626DCPI_{t-1} - 0.040766DM2_{t-1} + 0.364597DR1_{t-1} - 0.094543DR2_{t-1}$$

表3 以DCPI为因变量的VAR模型建立结果

	DCPI (-1)	DM2 (-1)	DR1 (-1)	DR2 (-1)	C
DCPI	-0.073626 (0.07879) [-0.93447]	-0.040766 (0.05314) [-0.76715]	0.364597 (0.24666) [1.47815]	-0.094543 (0.17186) [-0.55013]	0.000186 (0.00040) [0.46246]

此外，该VAR(1)模型通过模型稳定性检验，因此可说明模型有效性并基于此进行后续分析。

3.2.3 脉冲响应

在VAR的基础上，可采用脉冲响应分析模型中各变量受到当期和未知期的影响，本文部分脉冲响应结果如图1。首先，对DCPI而言，当其受到自身冲击时会产生一个显著正效应，这种正效应快速减小并在第二期转为负效应后逐渐趋于0；当受到DM2冲击时，DCPI呈现负效应并在第二期达到最大后逐渐趋于0；当受到DR1冲击时，DCPI呈现正效应并在第二期达到最大后逐渐趋于0；当受到DR2冲击时，DCPI有相应但相对较弱，在第一期呈现负效应后逐渐增大至第二期达到最大，而后逐渐回归于0并在第三期产生正效应。其次，对于DM2而言，当受到DR1冲击时，DM2呈现正效应并在第二期达到最大后逐渐趋于0；当受到DR2冲击时，DM2呈现正效应并在第二期达到最大值后开始下降，而后在第三期出现负效应。综合来看，在短期内，DCPI对其自身的影响最强烈，DR1对DCPI的影响强于DM2和DR2，而相比于DR1和DR2对DCPI的影响而言，两者对DM2的影响更加强烈。

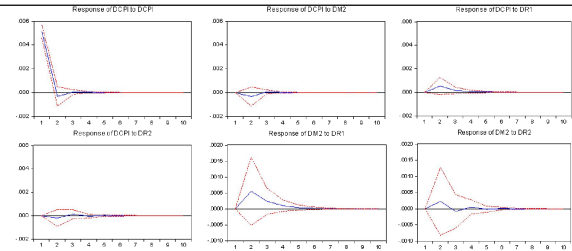


图1 脉冲响应结果

3.2.4 方差分解

本文分别对DCPI和DM2进行方差分解作为脉冲响应的补充分析，分解结果见表4和表5。从方差分解结果来看，对DCPI的波动解释强度最大的是其自身，其次是DR1、DM2，解释强度最小的为DR2。而对DM2而言，排除其自身和DCPI的波动，DR1的波动对其的解释能力大于DR2。综合来看，方差分解结果与脉冲响应结果呈现一致性，能够说明模型结果的稳定性，因此本文所构建VAR(1)可以很好地解释变量之间的相关关系。

表4 DCPI和DM2方差分解结果

预测期	DCPI				DM2			
	DCPI	DM2	DR1	DR2	DCPI	DM2	DR1	DR2
1	100.0000	0.00000	0.00000	0.00000	0.73668	99.26332	0.00000	0.00000
2	98.35945	0.40599	1.08922	0.14533	1.38715	97.98591	0.53445	0.09249
3	98.18451	0.42421	1.17606	0.21523	1.38801	97.84552	0.63275	0.10376
4	98.16348	0.42471	1.18857	0.22325	1.38883	97.85201	0.65010	0.10906
5	98.15803	0.42469	1.19178	0.22550	1.38927	97.84875	0.65247	0.10950
6	98.15740	0.42472	1.19212	0.22576	1.38928	97.84805	0.65300	0.10967
7	98.15724	0.42472	1.19221	0.22583	1.38929	97.84796	0.65307	0.10969
8	98.15722	0.42472	1.19222	0.22584	1.38929	97.84793	0.65308	0.10969
9	98.15721	0.42472	1.19223	0.22584	1.38929	97.84793	0.65308	0.10969
10	98.15721	0.42472	1.19223	0.22584	1.38929	97.84793	0.65308	0.10969

4 结论与建议

本文以2010年1月到2024年3月的大型金融机构存款准备金率R1、中小金融机构存款准备金率R2、居民消费指数同比增长率CPI及广义货币供给量同比增长率M2四组变量为基础，在将其进行一阶差分后，采用VAR(1)模型进行实证分析。相关结果表明：一方面，R1和R2均能在一定程度上对M2产生影响，其中R1的影响程度大于R2，并且两者对于M2的影响均在第二期达到最大值，这说明金融市场对货币政策的反应存在一定滞后性。当央行调整存款准备金率时，金融市场可能需要一段时间来解读并适应，在此期间商业银行可能还会继续放贷，从而使M2保持在较高水平；另一方面，M2的变化能够在一定程度上对CPI的变化产生影响，这种影响同样在第二期达到最大，这可能是货币流通速度变化、消费者行为调整、利率影响以及预期和心理因素等原因综合作用的结果。

综合来看，存款准备金制度作为中央银行的货币政策工具，通过调整金融机构存款准备金率能在一定程度上影响中介目标货币供给量从而帮助实现最终目标稳定物价，其中大型金融机构存款准备金率相比于中小金融机构存款准备金率作用效果更强，且货币政策工具对于中介目标以及两者对于

最终目标的影响均具有一定的时滞效应。因此对于中央银行而言，想要仅通过调节存款准备金率来实现货币供给量的调控以及物价水平的稳定仍存在一定困难，还需要和其他货币政策工具或财政政策工具进行协调与配合使用。并且由于金融市场对存款准备金率变化即货币政策调整的反应具有一定的时滞效应，因此相关部门在制定货币政策时还应考虑到这一点，留给市场足够的反应时间。

[参考文献]

[1]刘明志. 货币供给量和利率作为货币政策中介目标的适用性[J]. 金融研究, 2006(1): 51-63.
 [2]范从来, 张宏亮. 货币供给量作为货币政策中介目标的有效性研究[J]. 金融论坛, 2022(3): 3-12.
 [3]曾令华, 李红光. 论货币供给量作为我国货币政策中介目标的有效性[J]. 中南财经政法大学学报, 2007(2): 62-68.
 [4]李成, 吕昊昊. 中国货币政策调控方式转型: 理论逻辑与实证检验[J]. 现代经济探讨, 2019(11): 1-12.
 [5]孙小英. 不同中介目标下我国货币政策的效果评价: 基于开放经济DSGE模型的分析[J]. 内蒙古财经大学学报, 2023, 21(4): 92-100.