

学校编码：10384
学号：15420091151682

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于货币状况指数的中国货币政策有效性分析

**Analysis of China's Monetary Policy Effectiveness
Based on the Monetary Conditions Index**

姜超

指导教师姓名：杨 灿教授

专 业 名 称：统计学

论文提交日期：2012 年 4 月 1 日

论文答辩时间：

学位授予日期：

答辩委员会主席：__

评阅人：__

2012 年 4 月

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

近十几年来,中国经济在保持高速增长的同时也处于较高的波动水平。随着改革的深化,出现了各种矛盾和问题,宏观方面的货币政策面临着一系列的压力。货币政策的有效性决定了中央银行能否通过各种货币政策抵御外部和内在的冲击,为经济运行提供一个良好的货币环境。本文尝试运用货币状况指数(MCIs)研究货币政策的有效性。货币状况是研究宏观经济的重要参考之一,随着中国经济结构以及货币政策的调整,货币状况对中国经济的影响日益加强。传统的货币状况指数涵盖利率和汇率两个因素。我国经历了汇率政策的转型,近几年又频繁使用利率、存款准备金等货币政策调节国家经济,通过货币状况指数可以向公众传达明确的货币政策信号。因此,选择研究我国货币状况指数,对分析宏观经济走势和货币政策有重要意义。

本文首先分析了货币有效性的内涵,回顾了1993年以来的货币政策,并从定性的角度评价中国货币政策的有效性。再进而借鉴研究者对货币状况指数的已有研究,通过分析货币政策的传导机制,尝试在传统的货币状况指数的基础上扩展其概念,加入新的变量,通过较为科学的广义脉冲响应函数方法确定变量的权重,构建中国的实际货币状况指数和名义货币状况指数。依据所收集和整理的数据,运用实证方法,量化各个变量对货币政策松紧程度的贡献率,测算货币政策对物价稳定和经济增长影响的有效性和滞后程度。基于这些分析,得出的结论是:货币状况指数能为货币当局提供一个全面反映货币政策松紧状况的量化指标,为预测分析中国宏观经济走势和制定能够促进经济平稳快速增长的货币政策提供依据。为了更好的发挥货币政策的有效性,我国应着力理顺货币政策的传导渠道,深化金融市场改革。

关键词: 货币政策; 货币状况指数; 有效性

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

In the last decade, China's economy maintains rapid growth and great fluctuation. With the deepening of reform, there have been various contradictions and problems, and the macroeconomic monetary policy faces a lot of pressure. Whether the central bank can resist external and internal shocks with monetary policy, and thus provide a good monetary environment for the economic operation is decided by the effectiveness of the monetary policy. In this paper, based on the monetary conditions index (MCIs), I attempt to study the effectiveness of monetary policy. Monetary conditions is one of the important reference on the macro economy. With the adjustment of economic structures and monetary policy, monetary conditions' influence on China's economy is increasing. Traditional monetary conditions index covering interest rates and exchange rates, which is an important basis for the coordination of monetary policy and exchange rate policy. China has experienced a transformation of the exchange rate policy in recent years, using interest rates, reserve and other monetary policy to regulate the national economy frequently, so the monetary conditions index can convey a clear monetary policy signals to the public. Therefore, the study of monetary conditions index is of great significance for analysis of macroeconomic trends and monetary policy.

This paper analyzes the connotation of the effectiveness of monetary and reviews the monetary policy since 1993. Through the analysis of monetary policy transmission mechanism, I try to add a new variable in the traditional monetary conditions index and use generalized impulse response function method to determine the weights of the variables. Based on the collection and collation of data, using empirical methods to quantify the contribution rate of each variable on the degree of tightness of monetary policy, I estimate of the influence of monetary policy to price stability and economic growth and degree of lag. Based on these analyzes, we can conclude that: the monetary conditions index is a quantitative indicators of monetary policy tightness

situation for monetary authorities, and it will provide the basis for predicting China's macroeconomic trends and the development. In order to better play to the effectiveness of monetary policy, China should makes efforts to rationalize the transmission channels of monetary policy, and deepen the reform of financial markets.

Keywords: Monetary policy; Monetary condition indexes; Effectiveness

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第 1 章 导论	1
1.1 选题的背景、目的与意义	1
1.2 文献综述	3
1.3 研究内容与方法	6
第 2 章 货币政策有效性的内涵	8
2.1 传统理论中的货币政策有效性	8
2.2 重新审视货币政策有效性的内涵	9
第 3 章 关于中国货币政策有效性的定性分析	9
3.1 近年来我国货币政策的运行轨迹	11
3.2 我国金融体系现状及经济转轨期货币政策面临的挑战	14
3.3 我国货币政策有效性的总体分析与评价	15
第 4 章 货币状况指数与货币政策有效性分析	22
4.1 货币状况指数的引入	22
4.2 变量的选择	23
4.3 权重的确定	24
4.4 中国货币状况指数的构建	25
4.5 基于 MCI _s 的货币政策有效性检验	36
第 5 章 提高我国货币政策有效性的政策建议	41
5.1 将货币状况指数作为货币政策参考指标	41
5.2 理顺货币政策传导渠道	42
5.3 加强金融体系建设	43
5.4 本文所做的工作与不足之处	44
参考文献	45
致谢	49

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter1 Introduction.....	1
1.1 The Background,Purpose and Meaning of the Topics.....	1
1.2 Literature Review	3
1.3 Research Contents and Methods	6
Chapter2 The Connotation of the Effectiveness of Monetary Policy ..	8
2.1 The Effectiveness of Monetary Policy in the Traditional Theory	8
2.2 Re-examine the Connotatin of the Effectiveness of Monetary Policy in China	9
Chapter3 Qualitative Analysis on the Effectiveness of Monetary Policy in China	9
3.1 The trajectory of China’s Monetary Policy	11
3.2 Status of China’s Financial System and the Challenge of Monetary Policy	14
3.3 The Overall Analysis and Evaluation of the Effectiveness of Monetary Policy in China	15
Chapter4 MCIs and the Analysis of Effectiveness of Monetary Policy in China	22
4.1 The Introduction of the Monetary Conditions Index	22
4.2 Selection of Variables.....	23
4.3 Determining the Weights.....	24
4.4 Monetary Conditions Index of China	25
4.5 The Effectiveness of Monetary Policy Based on MCIs.....	36
Chapter5 The Recommendations to Improve the Effectiveness of Monetary Policy	41
5.1 The Introduction of MCIs as a Monetary Policy Reference	41

5.2 Rationalize the Monetary Policy Transmission Channels.....	42
5.3 Strengthen the Financial System Construction.....	43
5.4 Work Done in this Paper and the Inadequate	44
Refernces.....	45
Acknowledgements	49

厦门大学博硕士论文摘要库

第 1 章 导论

1.1 选题的背景、目的与意义

货币政策是中央银行为达到货币政策目标而采取的手段，在过去较长时期内，中国货币政策以直接调控为主，即采取信贷规模、现金计划等工具，1998 年以后，主要采取间接货币政策工具调控货币供应总量。经济转型期，我国货币政策工具越来越灵活多样，货币政策能应对国内外多变的宏观经济形势，采取较为灵活的政策组合实现经济的内外均衡，这也体现了货币政策规则和制度的完善。

1993 年至 1996 年，经济发展的速度加快，市场化程度也迅速提高，通货膨胀的压力较大，中央银行实行了适度从紧的货币政策，于 1993 年和 1995 年分别两次提高银行存贷款利率。经过宏观经济的调控，国内通货膨胀得到了抑制，物价明显回落，为了促进国民经济发展，中央银行在 1996 年两次下调存贷款利率，成功实现了经济的“软着陆”。

1997 年到 2002 年这段时间，中国面临着内需不足和亚洲金融危机的双重压力，央行实行的“稳健”的货币政策实质是通过多次降低存贷款利率和存款准备金率来增加货币供应量。但这一时期依旧出现了货币供应量增长缓慢、经济增长和物价水平较低的现象，货币政策并没有表现出良好的效果。

2003 年以来，中国的经济形势再次发生了变化，出现了通货膨胀压力加大、固定资产投资增长过快、人民币升值等一系列问题。面对这些问题，央行实际上执行的是适度从紧的货币政策。尤其是进入 2007 年后，经济过热和通货膨胀是中国经济最迫切需要解决的问题，从紧的货币政策呼之欲出，央行年内 10 次提高法定存款准备金率，但是实际的调控效果却不明显。2008 年以来，中国经济遭受国内外的冲击，经济形势复杂多变，经济增长明显放缓，央行在下半年适当放松了货币政策，五次下调金融机构存贷款基准利率，四次下调存款准备金率。2010 年，我国 CPI 和房地产价格的上扬，使得我国经济又隐现通货膨胀压力，央行频繁使用政策工具，两年内提高法定存款准备金率 12 次，大型金融机构的法定存款准备金率达到 21.5% 的历史最高点。但是这一系列的措施并没有起到预

期的调控目标，我国 CPI 和房价依然在高位徘徊。

货币的操作规范有两大基本类型：“相机抉择 (discretion)”和按“规则 (rule)”行事，理论界对于这两种操作规范究竟哪种更为有效存在着广泛的争论^[1]。纵观中国近十几年来的货币政策，央行主要实行的是相机抉择的货币政策，但是由于这种操作存在着“时间非一致性” (Kydland, Prescott, 1977)^[2]，政策传导渠道中的“梗阻”和“渗漏” (裴平等, 2003) 效应仍然存在，这使得现实所呈现的政策效果与政策意图常常出现动态不一致的滞后现象^[3]。另外，相机抉择的货币政策还会降低货币当局的威信，使得政策信号失灵。

在这种情况下，本文将要研究的问题是：货币政策对政策目标是否有效？货币政策实施效果如何？对这些问题的解答不仅能从理论上对政策效果的争议做一个阶段性的判断，还能为现实中特别是后金融危机背景下，更加灵活有效的制定货币政策提供参考性的依据。在我国货币政策操作的实践中，1998 年央行转为以货币供给量作为货币政策的中介目标，至此货币政策的基本操作模式为直接控制货币供给量的适度增长以抑制通货膨胀，我国近几年来货币政策的实施效果表明，以货币供给量为中介目标治理通货膨胀的效果与预期效果相差很远。在无法找到更合理的中介目标前，选择合适的复合指标作为货币政策操作的中介变量，可以弥补中介目标的缺陷^[4]。另外，在 2005 年 7 月人民币汇率制度改革之前，中国的货币政策框架有两个名义支点，一是维持汇率稳定，二是保持货币供应量的适度增长，在此期间，汇率作为我国货币政策的名义锚，这种操作模式对于稳定我国物价水平起到了积极作用，但同时也存在着人民币外汇占款增加、扭曲存贷款利率以及准财政赤字等潜在风险 (陈雨露等, 2004)，而这实际上构成了 2005 年 7 月人民币汇率制度改革的内在基础^[5]。而随着人民币汇率制度改革，失去了汇率这一名义锚，汇率对国内价格的传递效应却显著增加 (王晋斌等, 2009)，央行基于稳定币值的目标必须对汇率变动给予更多关注^[6]。因此为了进一步较好地稳定我国的物价水平，可借鉴国外中央银行普遍采用的“货币状况指数” (Monetary Conditions Index, MCIs) 作为中介变量，以获得一个全面反映货币政策松紧程度与有效性的定量指标。

1.2 文献综述

评价货币政策的有效性关键在于衡量操作目标与经济变量之间的相关程度，货币政策能否熨平经济的波动，以实现稳定物价的同时保持经济较快增长^[7]。随着金融创新的快速发展，货币供应量与货币政策目标的相关性逐步降低，各国的货币当局越来越多的采用通货膨胀目标、广义货币供应量以及汇率等作为货币政策的调控目标，货币状况指数这一概念正是在这种背景下被加拿大银行提出。除了资产价格和信贷渠道以外，传统凯恩斯主义经济学认为利率和汇率也会影响国内产出，利率的传导机制是当货币当局紧缩货币政策后，实际利率上升，投资和消费额下降，最终导致总需求和总产出下降；汇率的传导机制是货币当局紧缩货币政策后，本币升值，国内进口增加，出口减少，净出口下降，也导致总产出下降^[8]。基于此，自 20 世纪 90 年代以来，多个国家的中央银行已运用估算的货币状况指数作为政策立场指示器，甚至是货币政策的操作目标。如加拿大银行、新西兰储备银行，明确把货币状况指数作为货币政策操作目标，瑞典与挪威的中央银行把货币状况指数作为货币政策立场指示器，此外，IMF 及 OECD 等国际组织以及 J. P. Morgan 等金融机构也构建了一些国家的货币状况指数，以作为对相关国家总体货币环境进行判断的参考指标。

标准的“货币状况指数”是利率与汇率相对于基期变化的加权和，是一个纳入了利率与汇率对货币环境影响的综合指数，其权重反映了利率和汇率对产出或者通货膨胀的相对影响。Freedman 最早系统的论述了货币状况指数，他在《货币状况指数在加拿大的政策指示器作用》（1994）中阐述，作为利率与汇率加权构成的一个综合指数，货币状况指数纳入了货币政策影响经济的利率和汇率这两个主渠道；在小型开放经济中，这种指数作为货币政策的操作目标要优于仅以利率或者仅以汇率作为操作目标；指出加拿大应采用 MCIs 代替短期利率作为货币政策操作目标^[9]。

Dennis (1997) 的研究表明，新西兰的宏观经济走势与货币状况指数变化趋势相吻合^[10]。Batini 和 Turnbull (2002) 考虑到经济变量的时滞，运用多方程估计，构建了英国的动态货币状况指数 (Dynamic Monetary Condition Index)，其计量

结果证实货币状况指数与产出和通货膨胀都有很强的相关关系,可以作为预测未来通货膨胀的一个先导指数^[11]。Hataiseree(2003)计算了泰国的货币状况指数^[12]; Kesriyeli 和 Kocaker(1999)构建了土耳其的货币状况指数,发现土耳其的货币状况指数上升却伴随着较高的经济增长率和通货膨胀率;但他们认为其原因并非是货币状况指数不能正确反映货币环境的“松紧”,而在于其他因素影响了货币政策的效果^[13]。

也有研究表明 MCI 作为货币政策操作目标的效用并不明显。Stefan Gerlach 和 Frank Smets(2000)提到:根据澳大利亚的经验,以通货膨胀为目标,使用 MCI 作为操作目标并没有起到预期的效果, MCI 只能作为参考目标^[14]。

Hataiseree(1998)对此作了更为深入的分析,并最终得出结论:在以通货膨胀为目标的货币政策框架下, MCI 可以被用作操作目标;在以货币供应量为目标的框架下, MCI 可以被用作指示器,在中央银行制定货币政策时作为参考^[15]。在此研究的基础上,又有经济学家(Baill, 1999)建议:在开放经济的条件下,一国基于 MCI 制定货币政策,用 MCI 校正通货膨胀率与目标通货膨胀率、经济增长率与潜在经济增长率之间的偏离^[16]。

Gerlach 和 Smets(2000)估算了澳大利亚、加拿大和新西兰等国中央银行对汇率变动的反应,结果反映了 MCI 的运用效果在各个国家的不同,变量的权重在各个国家也有较大的差异,因此不应片面强调汇率或利率单个变量的作用,变量发挥的综合效果取决于各国经济结构的特点^[14]。

还有学者对模型的内在缺陷进行了研究。Siklos 和 Pierrel(2000)指出模型中很难反映出汇率和利率对于总需求和通货膨胀影响的时滞往往不一致的问题^[17]。Batini 和 Nicoletta(2002)也认为,模型中不同变量对通货膨胀的影响速度是不同的,并且变量的权重通常需要经过经验预测,而不能通过直接观察得出,此外,从波动识别的角度讲,不同波动的冲击会对汇率进而对货币政策产生不同的影响,这使得 MCI 对汇率波动来源的鉴别更加复杂^[11]。

国内对这一问题的研究包括:陈雨露、边卫红(2003)最早对 MCI 进行了介

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 for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库