

# 货币政策作用的有效性和非对称性研究<sup>\*</sup>

□刘金全

货币政策的非对称性主要是指货币政策在经济周期的不同阶段具有不同的作用效果。通过对货币政策状态(扩张性和紧缩性)的度量,我们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。

## 一、引言

在货币政策有效性的前提下,人们曾经认为紧缩货币政策(tight monetary policy)具有降低经济增长速度的作用,扩张性货币政策(easy monetary policy)具有提高经济增长速度的作用。但是,如果以某种定量指标度量货币政策,那么相同幅度的货币收缩和货币扩张,却对经济增长具有不同的影响。一般认为,在经济收缩阶段扩张性货币政策对经济的加速作用小于在经济扩张阶段紧缩性货币政策对经济的减速作用。例如,美国曾经在1988~1989年间实行了紧缩性货币政策,经济对此出现了增速放慢的明显反应。随后在1990年货币政策开始松动,但经济增长速度对此没有出现明显的加快反应。货币政策对于经济增长速度的影响,不仅依赖货币政策的方向和强度,而且依赖经济周期的具体阶段,这种货币政策对实际产出不同的作用机制和作用效果,被称为货币政策作用的非对称性。

哈佛大学著名经济学家汉森(Hansen, 1941, 71 页)曾言到:“货币武器确实可以有效地用来制止经济扩张。”这说明在经济扩张期间,紧缩性货币政策可以有效地降低经济过热增长;汉森同时也注意到(Hansen, 1941, 82 页):“20 世纪 30 年代的经济萧条所提供的充分证据表明,恢复经济增长仅仅依靠廉价的货币扩张是不充分的。”这说明在经济萧条期间,扩张性货币政策没有起到有效的刺激经济增长的作用。在 20 世纪 60 年代, Friedman 和 Schwartz (1963) 等对美国的货币政策和货币作用进行了全面的分析研究,也对货币政策的非对称性给予了理论分析和实证检验上的关注,特别是重新反思了美国等西方国家“经济大萧条”期间经济政策的失误。他们认为,在当时的经济收缩阶段,表面上似乎宽松或者积极的货币政策对于复苏经济没有起到显著作用。另外,在模型技术和统计检验等方面,一些研究者(如 Cover, 1992)很早就已经开始研究经济行为和经济政策的非对称性,近来的研究已经将这些非对称性同经济模型的非线性结构和经济行为的非线性调整联系起来(刘金全、范剑青, 2001)。

<sup>\*</sup> 国家自然科学基金项目(79900025)、社会科学基金项目(00CJY003)和教育部重大课题项目(2000ZDXM790009)资助。

在我国改革开放后的 20 多年当中,不仅经济运行经历了大约 4~5 个完整的经济周期波动,而且货币政策的实施也经历了松动—紧缩—松动等周期性变化,已经利用过多种主要经济政策对经济运行进行了反周期或者顺周期的宏观调控。近年来,宏观调控倾向于采取稳健性的货币政策和积极的财政政策,央行连续降低人民币和外币存款利率以后,货币供给和流动性已经出现了明显的松动;增速较快的财政支出和基本建设投资,确实已经从投资需求源头上带动和促进了经济增长。在目前经济周期处于回升阶段的情形下,我国经济政策的操作面临着方向性上的选择。是继续实行顺周期的扩张性政策,还是实行稳健性的反周期政策,这不仅依赖于我们对于经济周期阶段性的判断,而且也依赖对于经济政策,特别是货币政策作用机制的判断。在我国经济运行当中,货币政策是否也具有一定程度的非对称性,这将是同宏观经济决策密切相关的重要问题,也是一个需要加以检验的实证问题。通过理论上分析货币政策非对称性的成因,实证检验非对称性的存在程度,判断货币政策对实际产出、价格水平和就业形势等的具体作用,分析一些与刺激有效需求、缓解通货紧缩和增加劳动就业等目标相符的货币政策规则和方式,对保持我国经济快速稳定发展是大有裨益的。

判断和检验货币政策的非对称性,必然要涉及到三个主要方面的问题。第一个问题是如何描述或者度量货币政策的形式,也就是需要说明什么是紧缩性货币政策,什么是扩张性货币政策。在一般的实证检验中,经常使用货币供给增长率的变化表示货币政策的强度(Johnson, 1962),也有使用联邦基金利率的变化度量货币政策的方向(Bernanke 和 Blinder, 1992),也有使用政策制定者的陈述或者表白来编制货币政策指数,来描述货币政策状态的(Morgan, 1993)。第二个问题是如何判断经济周期的阶段性,也就是需要判断经济是收缩的,还是扩张的。由于判断宏观经济运行状态的指标主要是实际产出增长率、通货膨胀率

和失业率等少数指标,因此判断经济周期状态和转变点的统计方法较多,并且一些统计部门也定期公布经济运行状态,例如公布各种景气指数等。因此,对于经济周期阶段性的判断容易形成共识,周期阶段性判断相对来说容易一些。第三个问题主要涉及到货币政策的作用目标、传导中介和传导机制。货币政策是否有效、是否产生非对称作用,主要是指它对实际经济活动的影响,这是货币政策理论研究的核心。通过对这三个基本问题的研究,不仅可分析判断货币政策是否具有非对称作用,而且可从中分析产生货币政策非对称性的原因,以及一些主要货币政策规则的相关启示。

在本文当中,除了使用上述描述货币政策状态的基本方法以外,我们还使用了一些新的货币政策度量标志。例如,使用了货币供给增长率与趋势水平的偏离、利率与趋势水平的偏离等来作为货币政策紧缩或者松动的标志。另外,在统计检验上我们使用了月度数据,其原因主要是季度数据太少,不足以进行充分的统计检验。使用月度数据可以更为灵敏地反应货币政策的变化和非对称作用。本文针对我国宏观经济运行和货币政策的具体情形,在理论上尝试地分析了货币政策非对称性形成的原因,主要着眼于清除货币的传导障碍和增强名义经济活力,避免出现货币政策的“流动性陷阱”,在经济收缩期间可以有效地利用货币政策减缓通货紧缩压力,进而达到从名义角度刺激有效需求的目的。

在本文第二节,我们结合货币政策的具体传导机制,给出检验货币政策非对称性的计量模型,并且分析具体的检验结果;在第三节中,将从理论上分析产生货币政策非对称性的主要原因,并且给出相应的货币政策启示。

## 二、货币政策的传导机制 和非对称性检验

判断货币政策是否具有非对称性,首先必须判断货币政策的阶段性。为此,我们需要采用一些变量或者指标来表示货币政策的状况。为此,

我们采用下述统计方法和模型对货币政策效果进行估计和检验。

### 1. 使用货币供给增长率检验非对称性

表示货币政策状态最常用的指标的是货币供给增长率。Cover(1992)曾经使用了美国的季度数据,估计了生产率的正向和反向冲击对于实际产出增长率的影响,我们利用类似的方法估计发生在货币供给增长率上的正向和反向冲击对于实际产出增长率的影响,以此判断货币政策是否具有显著效果。

首先我们对  $M_1$  (对于  $M_0$  增长率序列可以类似处理) 的月度增长率  $GM_{1t}$  进行 H—P 滤波 (Hodrick 和 Prescott, 1980), 将 H—P 滤波作为序列当中的趋势水平。H—P 滤波的二次形式可以有效地避免线性趋势中出现的状态转变 (regime switching)。  $M_1$  序列减去 H—P 滤波便是货币增长率当中的偏离成分, 表示为  $\Delta GM_{1t}$ 。当  $\Delta GM_{1t} > 0$  时, 对应数值表示为  $\Delta(GM)^+$ , 由于此时货币增速与趋势水平相比具有扩张趋势, 因此表示货币政策是松动的; 当  $\Delta GM_{1t} < 0$  时, 对应数值表示为  $\Delta(GM)^-$ , 由于此时货币增速与趋势水平相比具有收缩趋势, 因此表示货币政策是紧缩的。

获得货币冲击序列  $\Delta GM_{1t}$ , 并可以分解为  $\Delta(GM)^+$  和  $\Delta(GM)^-$ , 以后, 将实际 GDP 增长率 (月度同比增长率)  $GY_t$  基于常数、线性趋势项  $T$ 、货币扩张程度  $\Delta(GM)^+$  和收缩货币程度  $\Delta(GM)^-$  的当期及各期滞后值进行回归, 具体回归方程可表示为:

$$GY_t = \alpha_1 + \beta_1 \times T + \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \Delta(GM)^+_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{2i} \Delta(GM)^-_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{3i} GY_{t-i} + \epsilon_{1t}$$

在上述模型中, 正向货币冲击的系数和  $\sum_{i=1}^n \gamma_{1i}$  表示扩张性货币冲击作用。当  $\sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \neq 0$  时, 扩张性政策具有实际效果; 反向货币冲击系数和  $\sum_{i=1}^n \gamma_{2i}$  表示紧缩性货币冲击作用。当  $\sum_{i=1}^n \gamma_{2i} \neq 0$  时, 紧缩性政策具有实际效果。这时可通过回归系数之间的约束检验, 判断

货币政策是否存在非对称作用。货币政策对称性的原假设和备选假设分别为:

$$H_0: \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} = \sum_{i=1}^n \gamma_{2i}; H_1: \sum_{i=1}^n \gamma_{1i} \neq \sum_{i=1}^n \gamma_{2i}$$

如果检验拒绝原假设  $H_0$ , 则认为存在货币政策的非对称作用; 特别是当  $|\gamma_{1i}| < |\gamma_{2i}|$  时, 表示滞后  $i$  期以后的紧缩性货币政策具有更强的实际影响; 当  $|\sum_{i=1}^n \gamma_{1i}| < |\sum_{i=1}^n \gamma_{2i}|$  时, 表示紧缩性货币政策总体上具有更为显著的实际作用。

在实际估计当中, 由于需要剔除产出增长率当中的趋势水平, 也可以考虑对产出增长率序列进行 H—P 滤波。图 1 给出了 1990 年 1 月至 2001 年 2 月期间实际 GDP 和  $M_1$  的月度同比增长率 (数据来源为《中国人民银行统计月报》等, 并进行了季度数据的月度分解), 图 2 给出了它们经过 H—P 滤波之后的波动成分。

从图中可以看出, 实际 GDP 和  $M_1$  在增长率

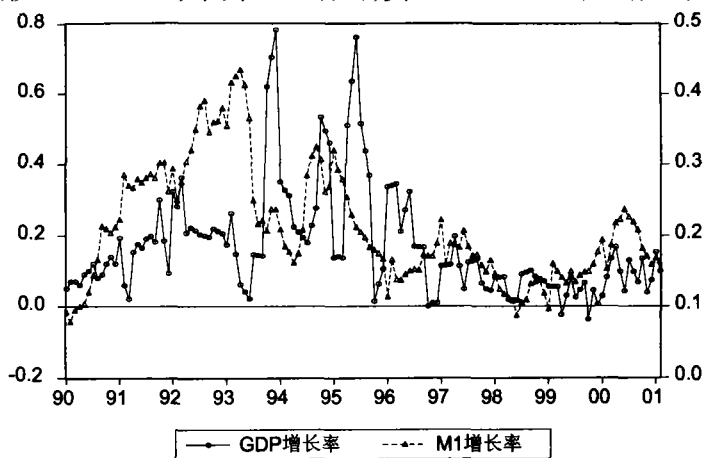


图 1 实际 GDP 增长率和  $M_1$  增长率

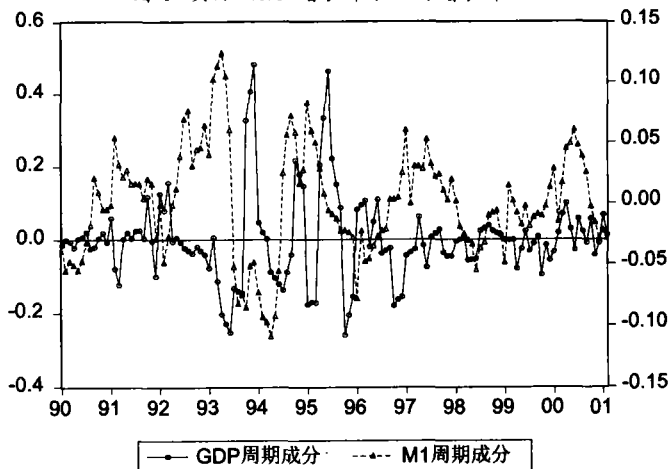


图 2 实际 GDP 和  $M_1$  的波动成分

表1 货币政策(存量变化率)作用检验

变量	货币	系数和	F-统计量	显著性概率
$\Delta(GM)^+_t$	$M_0$	1.962	6.710	0.011*
	$M_1$	2.459	3.730	0.031*
$\Delta(GM)^-_t$	$M_0$	-2.682	4.874	0.030*
	$M_1$	-3.485	15.223	0.00**
$\Delta(GM)^+_t$ $-\Delta(GM)^-_t$	$M_0$	4.654	6.911	0.01**
	$M_1$	5.944	18.05	0.00**

上具有相似的变化模式,它们之间存在一定程度的相关性;它们的波动成分之间相关性较低,名义经济和实际经济出现了一定程度的两分性。

对检验货币政策非对称作用的线性模型进行参数估计,通过比较各阶模型的  $R^2$  值和信息准则,我们选取  $n=12$ ;为了更好地体现货币政策扰动对实际产出的影响,我们舍弃了实际 GDP 增长率的自回归项,即选取  $p=0$ 。通过计算可以得到表 1 的检验结果。

利用\*号和\*\*号分别表示在 1% 和 5% 的显著性水平下拒绝原假设(下同),即认为紧缩性或者扩张性货币政策作用显著。在表 1 的检验结果当中,无论是扩张性货币政策,还是紧缩性货币政策,它们在 12 个月的期间内,均具有显著的政策作用效果。 $M_0$  和  $M_1$  当中的扩张性和紧缩性效果具有相同的作用方向(由系数和的符号表示),但是它们系数的显著性具有一定的差别。对于对称性假设  $H_0$  的检验,均在 1% 的显著性下拒绝原假设,这说明货币政策作用存在统计上显著的非对称性。

在判断货币政策存在显著的非对称的情况下,可以进一步利用回归方程进行货币冲击的滞后效果分析,在时刻  $t$  发生的单位货币正向冲击,经过  $k$  个阶段以后对实际产出增长率的作用为(下述函数被称为正向冲击和反向冲击的冲击反应函数,类似的结果可以在结构 VAR 模型当中进行):

$$f_+(k) = \partial(GY_{t+k}) / \partial[\Delta(GM)^+_t] = \gamma_{1k};$$

$$f_-(k) = \partial(GY_{t+k}) / \partial[\Delta(GM)^-_t] = \gamma_{2k};$$

$$k = 0, 1, 2, \dots, n$$

取滞后阶数为:  $k=12$ , 即考虑一年之内的货币冲击影响,可以得到下述图 3 和图 4 的货币政策非对称性、紧缩性和扩张性的作用路径。

图 3 给出了  $M_0$  序列当中扩张性和紧缩性的作用效果路径。显然,图中显示的非对称性作用随着货币政策的作用时滞在发生着变化。从表示非对称性的柱形图上看,滞后 1 个月和 2 个月时,紧缩性政策的作用高于扩张性作用,这说明紧缩性政策的传导比较迅速。在 6~8 期间,扩张性作用大于紧缩性作用,并且扩张性作用是单调递增的,同样在 6~8 个月内达到峰值;在 8 个月以后,紧缩性作用又开始起到主导作用,但是非对称性程度不如初期阶段明显;图 4 给出了  $M_1$  序列当中扩张性和紧缩性的作用效果路径,所体现的非对称性模式同  $M_1$  基本类似,只是在幅度上有所

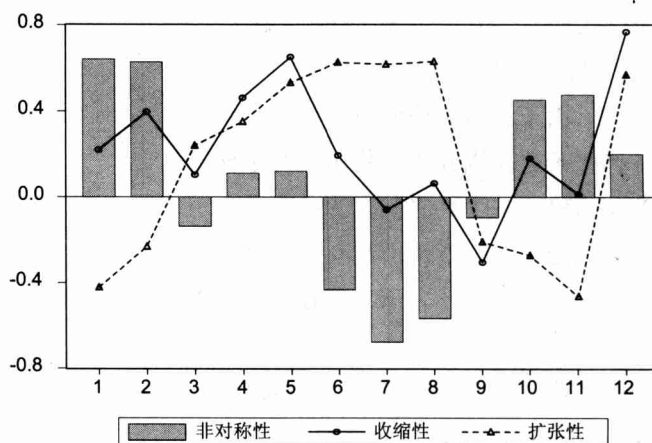


图3  $M_0$  的正向和反向影响

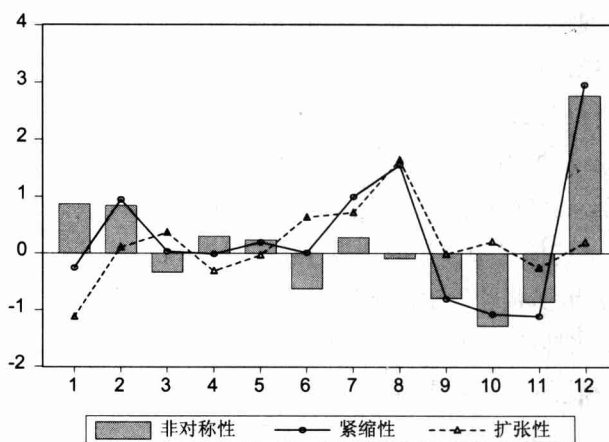


图4  $M_1$  的正向和反向影响

下降,这是因为  $M_0$  具有更强的流动性,传导过程当中障碍较少的原因。

## 2. 使用利率变量检验货币政策作用的非对称性

需要注意到,并不是所有货币增长率上的变化都代表着货币政策的变化,由此可能产生一定程度的误导。例如,有时较低增长的  $M_2$  和  $M_3$  主要反应的是大量资产向具有较高收益的股票和债券转移,并未体现货币政策的紧缩性。Bernanke 和 Blinder(1992) 一直提倡使用联邦基金利率来识别货币政策状态,这是因为政策制定者在近 30 年当中经常采取“钉住”和“非钉住”利率的策略,利率的变动已经成为了货币政策变动的标志。但是,我们认为,直接采用利率度量货币政策状态也会产生一定的问题,并不是所有利率的变化都对应着或者反映出货币政策的变化。例如,如果经济增长迅速而导致货币需求增加,进而促使市场利率上升的话,那么即使政策制定者并未采取紧缩性政策,他们也将对利率向上进行调整;与此类似,如果出现比较严重的通货膨胀,政策指定者也会对利率进行向上调整,以便减轻通货膨胀上升带来的货币需求压力,这并未意味着政策制定者在采取积极的政策收缩。如此观点表明,在利率的变动当中,除了代表货币政策的变动以外,还受到实际产出和通货膨胀的影响,因此需要采取适当的方法,剔除这些因素的作用,以便从利率变动中识别出货币政策的状态。

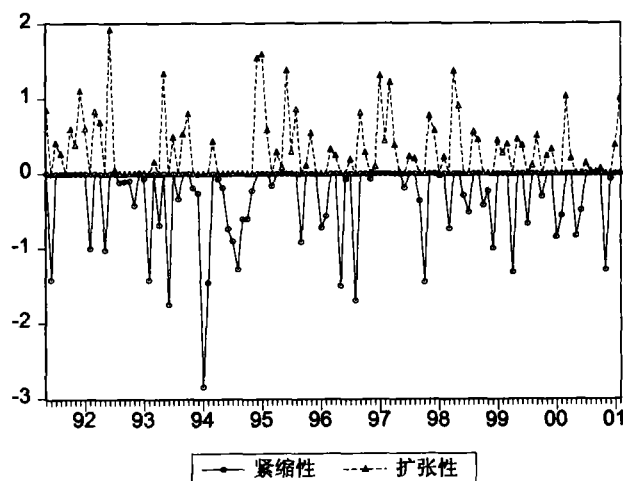
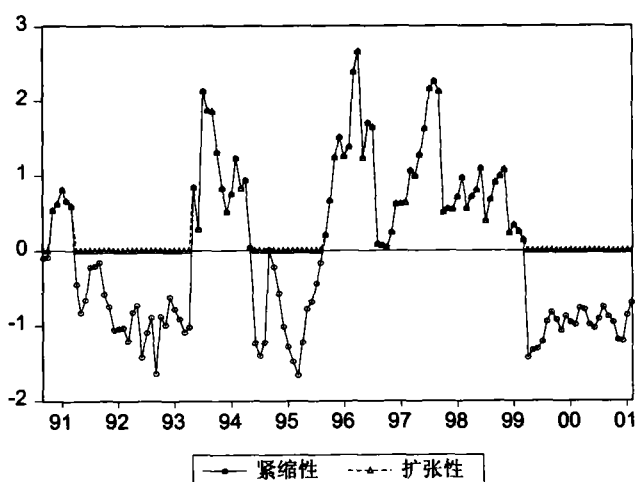
我国名义利率的粘性较大,并且出现的变化都是跳跃性变化,这时利用实际利率更能有效地反应出利率当中的货币政策变化。为了进行对比分析,我们也给出了利用名义利率进行度量的分析结果。下面我们首先利用二阶段回归方法来估计实际利率政策当中的货币政策变化(估计名义利率的时候,可以在回归项当中引入通货膨胀率作为解释变量)。

在第一阶段,将实际利率的水平值 ( $RI_t$ ) 基于自回归项、产出增长率当前值和滞后值,以及常数和趋势项进行回归,回归方程为:

$$RI_t = \alpha_2 + \beta_2 \times T + \sum_{i=1}^p \gamma_{3i} RI_{t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_{4i} GY_{t-i} + \varepsilon_{2t}$$

这时实际利率当中无法利用产出增长率解释的部分,即回归方程的残差序列,代表着货币政策的状态。正的残差值表示实际利率超出由产出和自回归项能够预测的数量,表示实际利率增加,代表着紧缩性货币政策;负的残差值表示实际利率超出由产出和自回归项能够预测的数量,表示实际利率降低,代表着扩张性货币政策。

图 5 和图 6 给出了第一阶段估计出来的、体现在实际(名义)利率变动当中的货币政策扩张和紧缩程度。从名义利率角度来看,货币政策的阶段性变化比较明显,从 1995 年至 1998 年曾经反复出现过货币紧缩过程,但从 1999 年初期开始形



成了明显的货币扩张过程;从实际利率角度来看,货币政策波动频率明显加大,主要是因为在考察的数据范围内,曾经出现了通货膨胀到通货紧缩的转变,通货膨胀对实际利率的影响十分显著,这导致货币政策的主要目标是抑制通货膨胀。因此,图6反映得更为确切的是货币政策对价格,而不是对产出变化的反应过程。

在非对称性检验的第二阶段,将实际产出增长率基于自回归项、常数和趋势项、第一阶段得到正的或负的残差项(实际利率情形下表示为 $RI^+$ 和 $RI^-$ ;名义利率情形下表示为 $NI^+$ 和 $NI^-$ )进行回归,估计下述回归方程:

$$GY_t = \alpha_3 + \beta_3 \times T + \sum_{i=1}^m \gamma_{5i} \Delta(RI)^+_{t-i} + \sum_{i=1}^m \gamma_{6i} \Delta(RI)^-_{t-i} + \epsilon_{3t}$$

同利用货币供给增长率衡量货币政策状态的情形类似,货币政策对于实际产出的累积作用效果是利用实际(名义)利率紧缩性和扩张性变量的回归系数和来衡量的。由于实际(名义)利率与实际产出变化方向相反,因此一般情形下,扩张性利率变量的系数和估计应该是负的。模型的参数估计符号同这样的判断基本相符。

表2是针对名义利率进行第二阶段估计和检验的结果。从中可以看出,无论是紧缩性货币政策和扩张性货币政策,还是它们之间的非对称性,在统计检验上都是不显著的,这说明利用名义利率的变化来度量货币政策状态,还无法反应出货币政策作用的本质特征。名义利率仅仅调控了货币需求和供给,对实际产出作用尚不明显,因此名义利率当中体现的货币政策状态,不仅不具有非对称性影响,而且在整体上体现出一定的货币中性特征。

对于实际利率进行类似的估计和检验,可以得到表3的结果。这时在整个样本区间内,反映在实际利率波动当中的货币政策状态,无论是紧缩性的,还是扩张性的,都具有显著的实际效果,并且它们之间存在显著的差异,体现出非对称性。由于实际利率变化当中蕴涵着价格水平的变动,而价格水平变动是同总需求相关的,因此实际利率也同实际产出密切相关,进而导致实际利率体现的货币政策状态具有显著的实际作用效果。

表2 货币政策(名义利率)作用检验

变量	系数和	F统计量	显著性概率
$\Delta(NI)^+_t$	-0.072	0.083	0.774
$\Delta(NI)^-_t$	0.059	0.443	0.508
$\Delta(NI)^+_t - \Delta(NI)^-_t$	0.131	0.177	0.675

表3 货币政策(实际利率)作用检验

变量	系数和	F统计量	显著性概率
$\Delta(NI)^+_t$	-0.698	33.83	0.000**
$\Delta(NI)^-_t$	0.506	10.87	0.001**
$\Delta(NI)^+_t - \Delta(NI)^-_t$	0.860	23.51	0.000**

类似地,我们需要分析实际产出增长率对于名义(实际)利率当中正向或者反向冲击的反应函数。图7给出了名义利率当中货币政策状态单位变化导致的实际产出波动程度。从中可以看出,在初始阶段,扩张性货币政策几乎没有产生影响,而紧缩性政策却具有微弱反向影响;随着货币政策的实施,紧缩性政策一

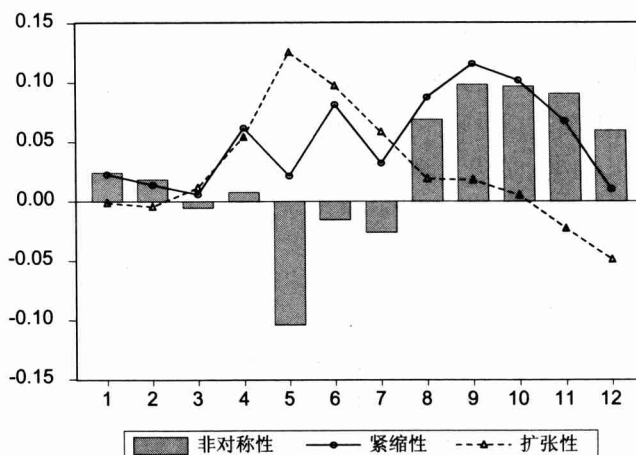


图7 名义利率下货币政策作用

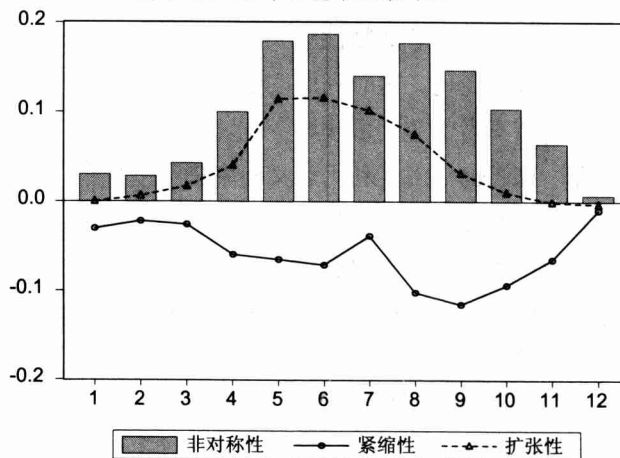


图8 实际利率下货币政策作用

直处于上升状态,而扩张性政策体现出一定的波动性;紧缩性和扩张性的非对称性在8个月以后体现得比较充分,达到10%左右;图8给出了利用实际利率度量的货币政策状态对于实际产出增长率的影响,图8是一个十分典型的货币政策非对称性作用的图形,从图中可以看出紧缩性政策从一开始就起到了平稳经济增长的作用,并且在3~9个月期间达到作用的高峰状态。紧缩性的作用和非对称性可以持续12个月左右。

综合上述分析,无论是使用累积货币供给增长率,还是使用实际(名义)利率波动来度量货币政策状态,我们都发现了货币政策的有效性和非对称性,并且产生的非对称性模式基本相同。这说明检验结论相对于我们使用的度量方法来说,具有一定的稳健性。

判断和分析我国货币政策的非对称效果,还应该继续使用政策描述法,例如C.D. Romer和D.H. Romer(1989)就非常赞成使用这种比较原始的方法,即通过政策制定者自身的陈述来描述货币政策状态。使用这种方法需要阅读和记录货币政策制定者的一些报告和陈述,并且根据这些报告和陈述来确定货币政策的阶段性。例如可以将货币政策分为5类:强紧缩、紧缩、中性、扩张、强扩张,并且分别用2、1、0、-1、-2等虚拟变量表示,然后直接利用第二阶段方法估计货币政策作用。由于我国对于货币政策具有明确记录的操作过程比较短,使用这样的“政策指数方法”判断货币政策状态具有相当的主观色彩。我们正在积极积累数据,并且进行尝试性检验和分析。

### 三、货币政策非对称效果的理论解释和经济政策启示

上面我们通过使用两种度量货币政策的方法和两种统计检验方法,为我国现阶段货币政策的非对称性提供了一些证据。在我们分析的样本区间内,出现了紧缩性货币政策和扩张性货币政策的交替。检验结果表明,紧缩性货币政策对实际产出具有显著的降低作用,强于扩张性货币政策

对于产出的促进作用,这样的基本结论为进一步研究货币政策的非对称作用提供了经验基础。

下面我们首先论述对货币政策非对称性的一般认识,然后具体分析我国经济出现货币政策非对称性的原因和相关的货币政策启示。

#### 1. 非对称性的理论和实证冲突

在20世纪20年代初期以前,人们一直认为货币政策的作用是对称的,并且对称性是十分完美的。经济学家理想地认为政策制定者就像操纵电梯一样,可以均匀地提高和降低经济活动的幅度。通过提高利率和限制货币需求,联邦储备可以降低经济增长;同样,通过降低利率和刺激货币需求,联邦储备可以刺激经济增长。在1924年和1927年,当美国经济出现轻微萧条的时候,联邦储备就是利用扩张性货币政策,使得经济出现了好转,从而使人们增强了对扩张性货币政策效应的信心(Hansen, 1941)。但是这种“对称性”的完美并没有继续持续下去,接着出现的“大萧条”马上动摇了人们对扩张性货币政策效果的信赖,这时许多经济学家开始相信,只有当经济处于过热期间的紧缩性货币政策是有效的。在1929年美国开始衰退之后,虽然短期名义利率迅速下降到1%以下,甚至接近零水平。但是就在“如此扩张”的货币政策下,经济衰退的趋势仍然持续到1934年才得以遏制。过后人们在总结经济政策操作经验时,均认为这个阶段的扩张性货币政策是徒劳的。于是,经济“大萧条”付出的代价和获得的教训,促使人们产生了“非对称”这个衡量货币政策不同作用机制的概念。它表明,即使紧缩性货币政策能够有效地抑制经济过热增长,扩张性货币政策也无法摆脱经济的恶性衰退。

货币政策的非对称性被发现和部分地证实之后,美联储在制定货币政策时给予了非对称性高度重视(Johnson, 1962)。在经济出现衰退迹象以后,一直慎重地采用扩张性货币政策,避免在达不到刺激经济复苏的预期目的时,却导致出现通货膨胀,将经济进一步拖入“滞胀”的泥潭。但是,在20世纪60和70年代期间,Friedman和Schwartz



(1963)等人对“大萧条”期间货币政策的失误进行了重新审视和检验,他们的结论促使一些经济学家对于货币政策非对称的认识出现了动摇。因为Friedman和Schwartz的分析表明,1930年左右美国的货币政策虽然表面上是扩张的,但实际上却是紧缩的,当时出现了大量的流动性限制,货币总量虽然放大,但是大多沉淀下来,并没有形成有效的投资需求和消费需求。因此,他们认为“大萧条”期间的货币政策实质上不是扩张的,因此当时的经济现实说明的不是“扩张性货币政策无效”,而是“紧缩性货币政策对于刺激经济增长的无效”,这自然是十分正常的。这样的发现同人们希望得出的结论存在逻辑上的冲突。因为在经济收缩期间实行紧缩性货币政策,它显然能够加剧经济收缩,这是紧缩性货币政策有效性的体现,基本上同“扩张性货币政策是否具有扩张作用”的检验对象无关。因此,即使Friedman和Schwartz的检验改变了人们对于“大萧条”期间货币政策方向上的认识,但仍然没有给出支持货币政策对称性的直接证据,这时货币政策的非对称性假设继续存在,并且一直被政策理论所关注。类似于本文的理论研究和实证研究已经指出了一些关于扩张政策效用弱于紧缩政策效用的理由(Morgan, 1993)。

## 2. 货币政策非对称性的原因

近年来的研究为解释非对称性提出了一些新的理由,主要有以下三点。第一点是由于经济周期不同阶段,经济行为主体预期形成和作用方式不同,导致了货币政策作用的非对称性;第二点是存在银行和资本市场上的各种信贷约束,这些信贷约束只有当货币政策紧缩时,才能够成为紧约束,并且发挥实际作用;第三点是经济当中存在各种名义粘性和实际粘性,例如价格粘性和工资刚性等,使得价格在经济扩张期间向上变化的灵活性高于经济收缩期间向下变动的灵活性。下面我们简单地论述这些原因。

(1) 预期机制和方式的不同将导致经济的整体运行状态发生变化,从而促使货币政策作用方

向和强度发生了改变。大量企业和消费者对未来利润预期和经济形势的置信程度,在经济周期的不同阶段发生不同的变化。如果企业和消费者在经济繁荣时刻的乐观情绪比经济处于萧条时期的悲观程度低,或者企业和消费者在经济萧条期间投资和消费更为谨慎,则可能产生货币政策的非对称性。这些心理因素的形成可能归因于经济行为主体的风险态度,即他们大多数是风险厌恶,而不是风险偏好的。

经济行为主体的悲观情绪如何妨碍扩张性政策的实际作用是容易理解的。如果企业对他们的商业前景持有悲观预期,那么即使在较低的利率水平下,企业也没有增加贷款和扩大投资的诱惑。类似地,如果就业前景十分黯淡,则预期收入无法保证,那么即使在较低的利率水平下,也无法刺激信贷消费,经济增长也就失去了消费扩张形成的动力。

即使乐观和悲观预期对于货币政策的作用相同,也可能由于经济周期的阶段性变化是非对称的,导致政策作用的非对称性。例如,经济周期阶段性当中繁荣出现的时期多于衰退出现的时期,这样在经济衰退期间,人们对于一些本来微小的危机容易产生过分的恐惧,从而对于货币增长率、利率和价格等变化的敏感程度大为降低,使得这些货币政策的主要工具失去以往的弹性,出现了效果弱化现象。1992年,美联储主席Greenspan曾经指出:“企业和消费者较为低迷的信念是导致实际经济对宽松货币政策反应迟缓的主要原因”。经济行为主体预期机制和方式的非对称调整,是一个被人们普遍接受的导致货币政策非对称性效果的原因。

(2) 货币政策非对称性的另一个原因可能是信贷约束和信贷需求的交互作用。如果紧缩性政策导致银行惜贷,则信贷约束便会起到限制经济快速增长的作用。当市场利率较高时,银行不愿向高风险的贷款者借贷,银行就可以利用货币供给的紧缩性来实现惜贷、进而规避风险的目的,这使得紧缩性货币政策导致信用约束。当紧缩性货



币政策导致市场利率上升时,银行的资金成本也随着储蓄利率的提高而增大,其必须通过提高贷款利率将资金成本转移给贷款者。但是这种成本的转移并不是等价的,因为较高的贷款利率促使贷款者负债增加,也因此增加了银行资产风险。一旦当银行对于高风险的借贷者进行信贷配给时,便形成了一定程度的信贷约束。如此信贷约束和信贷需求之间的矛盾,将促使货币政策效果发生改变。通过驱动市场利率上升,紧缩性货币政策加强了信贷约束,在经济规模扩大和信贷需求扩张时,信贷约束能够有效地抑制货币供给膨胀,进一步增强紧缩性政策的效果。与此对应,虽然扩张性货币政策通过较低的市场利率等条件放宽了信贷约束。但是,增速缓慢或者规模降低的经济减少了信贷总量需求,即使宽松的信贷约束也无法实现增加企业和消费者的信贷总量和消费总量。换句话说,如果在货币政策宽松之前信贷约束不是紧约束,那么即使放宽信贷约束也是无效的。

据此推断,只有当政策是紧缩性的,并且信贷需求旺盛时,紧缩性货币政策将具有比扩张性货币政策更显著的实际作用。而这种情形是现实经济当中经常出现的。从信贷约束角度解释货币政策的非对称性具有一定的说服力,应该在实证检验当中进一步挖掘这方面的证据。

(3) 对货币政策非对称性的另一种解释涉及到价格水平的相对波动性。如果价格的下降时期比上升时期缺乏波动性的话,货币政策将对实际产出形成非对称性影响。在这种情况下,紧缩性政策会在价格微小变化的情形下导致产出下降,它能够形成数量调整;扩张性政策会在产出的微小变化的情形下导致价格上升,它能够形成名义调整。

出现价格粘性的假设前提是企业的价格调整具有一定的成本,即所谓的“菜单”成本。企业连续地向预期的出清价格水平进行调整,不仅总的调整成本将十分巨大,并且带来显著的社会福利损失。因此企业需要根据市场需求等因素,制定一个预期价格水平,然后根据需求情况和通货膨

胀情况,决定是否进行数量调整和名义调整。

在出现趋势化通货膨胀的情形下,如果货币政策在一定程度上是比较宽松的,这将导致名义需求增加,使得企业制定的初始价格水平低于市场的一般价格水平,这时企业希望他们的单独价格能够与一般价格水平保持一致,并且名义调整的成本可以由价格上升的利润增加所弥补,因此企业的主要动机将是提高价格水平,而不是增加产出。名义调整将削弱扩张性货币政策的实际效果;当出现货币政策紧缩时,名义需求降低导致企业产品需求下降,企业初始制定的预期价格可能高于市场出清价格,此时如果降低价格,不仅出现调整成本,而且增加利润损失,因此需求降低和价格调整成本的共同作用,将促使企业宁愿降低产出,而不愿意降低价格。这时出现的数量调整,增强了紧缩性货币政策的实际效果。

上述几种货币政策非对称性的成因,大都是导致我国经济运行出现货币政策非对称性的共性原因。但是,由于我国经济现阶段特殊的市场和制度条件,使得这些因素的作用并没有完全体现出来,因此我们检验到的非对称性程度远不如美国等国家的程度明显。例如,我国现阶段没有出现明显的价格粘性,因为轻微的通货紧缩表明,即使在出现需求紧缩性的情形下,一些企业仍然进行着大量的名义调整,例如电视行业的企业为了保持市场份额而盲目地进行价格大战等;在货币扩张的情形下,即使出现了名义需求增加,即使在通货紧缩的情形下,也没有诱发显著的数量调整。例如房地产等行业在需求回升的情形下首先选择的是提高价格,而非提高存货的供给。这些原因都直接导致了我国货币政策扩张性的低效。

如果我国货币政策存在非对称性,那么它带来的直接政策启示就是目前实行积极货币扩张将具有微弱的政策效果,因为我国经济运行正处于一个高位徘徊时期。货币政策的非对称性也是我国经济运行“刹车容易,启动难”现象(刘树成,2000年)从名义需求管理上解释的有力证据。因此,现阶段以实行积极财政政策为(下转第59页)

Studies, April 1991, 58(2), pp. 195~209.

(3) Barro, R. J., "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 1991, 100, pp. 407~43.

(4) Demetriades, P. O. and Hussain, K. A., "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries", *Journal of Development Economics*, 1996, 51(3), 313~28.

(5) Devereux, Michael B. and Smith, Gregor W., "International Risk Sharing and Economic Growth", *International Economic Review*, August 1991, 35(4), pp. 535~5.

(6) Fry, M. J., *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1988.

(7) Goldsmith, Raymond W., *Financial structure and development*, New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

(8) King, Robert G. and Levine, Ross., "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, August 1993a, 108(3), pp. 717~38.

(9) King, Robert G. and Levine, Ross., "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, December 1993(b), 32(3), pp. 513~42.

(10) Klein, Michael and Giovanni Olivei, "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth", Working Paper 7384, <http://www.nber.org/papers/w7384>.

(11) Levine, Ross., "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, June 1997, pp. 688~726.

(12) Levine, Ross., "Morman Loyaza and Thorsten Beck, Financial Intermediation and Growth Causality and Causes", Mimeo, University of Virginia, 1999.

(13) McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: The Brookings Institution, 1973.

(14) Pagano, M., "Financial Market and Growth: An

overview", *European Economic Review*, 1993, 37, pp. 613~22.

(15) Roubini, N. and X. Sala-i-Martin, "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, 1991, 39, pp. 5~30.

(16) Rousseau, P. L. and Sylla, R., "Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth", *Working Paper*, 1999, 7448, <http://www.nber.org/papers/w7448>.

(17) Saint-Paul, G., "Technological change, Financial markets and Economic Developments", *European Economic Review*, 1992, 36, pp. 763~81.

(18) Sims, Christopher A., James H., "Stock and Mark W. Watson, Inference in Time Series Models with Some Unit Roots", *Econometrica*, 1990, 58, pp. 113~44.

(19) S. M. Ahmed, M. I. Ansari, "Financial Sector Development and Economic Growth: the South-Asian Experience", *Journal of Asian Economics*, 9(3), 1998.

(20) Toda, Hiro Y., and Peter C. B. Phillips, "Vector Autoregressions and causality", *Econometrica*, 1993, 61, pp. 1367~1393.

(21) 段宾、张瑞:《中国资本、资本效率、工资水平和技术进步状况的历史分析》,《中国经济史研究》,1993年第4期。

(22) 胡小平:《中小企业融资》,经济管理出版社,2000年。

(23) 谈儒勇:《中国的金融发展与经济增长关系的实证研究》,《经济研究》1999年,第10期。

(24) 谢平:《中国金融资产结构分析》,《经济研究》,1992年第11期。

(25) 徐滇庆:《WTO与国有金融体制改革》,北大中国经济研究中心讨论稿,2000。

(26) 易纲:《中国金融资产结构分析及政策含义》,《经济研究》,1996年第12期。

(27) 张军扩:《“七五”期间经济效益的综合分析》,《经济研究》,1991年第4期。

(28) 《中国金融体制改革的回顾与展望》,北大中国经济研究中心,2000。

(上接第51页)代表的顺周期政策具有一定的政策理论支持。

货币政策的非对称性一定来源于经济现实当中的某种非对称性,但我们目前还没有一个名义上或者实际上准确的理论和实证标准,因此在实践当中并没有因为“扩张性货币政策对于促进经济增长作为微弱”,而放弃采用积极的货币政策。值得注意的是,当2001年初美国经济出现萧条迹象的时候,美联储马上开始采取连续降低利率的扩张性措施,这种似乎重演20世纪30年代政策操作模式的政策调控,在新的市场条件和经济规模下,仍具有深刻的含义和背景,值得我们深思。

(作者单位:吉林大学数量经济研究中心;责任编辑:蒋东生)

#### 参考文献

(1) 刘金全、范剑青:《中国经济波动的非对称性和相关性研

究》,《经济研究》,2001年第5期。

(2) 刘树成:《论中国经济增长与波动的新态势》,《中国社会科学》,2000年第1期。

(3) Bernanke, B., and Blinder, A., 1992, "The federal funds rate and the channels of monetary transmission", *American Economic Review*, September: 901~921.

(4) Cover, J. P., 1992, "Asymmetric effects of positive and negative money - supply shocks", *Quarterly Journal of Economics*, November: 1261~1282.

(5) Friedman, M., and Schwartz, A. J., 1963, *A monetary history of the United States, 1867~1960*, Princeton: Princeton University Press.

(6) Hansen, A. H., 1941, *Fiscal Policy and Business Cycles*, New York: W. W. Norton and Company.

(7) Hodrick, R. J., and Prescott, E. C., 1980, "Post-war U.S. business cycles: an empirical investigation", *Working Paper*, Carnegie University.

(8) Johnson, H. G., 1962, "Monetary theory and policy", *American Economic Review*, 52(3), June: 335~384.

(9) Morgan, D., 1993, "Asymmetry effects of monetary policy", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas, second quarter: 21~33.

(10) Romer, C. D., and Romer, D. H., 1989, "Does monetary policy matter? A New test in the spirit of Friedman and Schwarz", in Blanchard, O. J. and Fisher, S., eds. *NBER Macroeconomic Annual*, 121~180.

## FORUM ON BUSINESS MANAGEMENT

- A Case Study of China' Listed Companies' Entrust for Financing...by *Chen Xiangyong and Ding Ying*  
Power, Clashes and Cooperation: a Case Study of the "Channeling" Behavior of China' s Business-  
es..... by *Zhuang Guijun and Zhou Xiaolian*  
Board Composition and its Function ..... by *Zhao Zengyao*  
The Change in the Supply Chain , and the Evolution of Enterprises' Organizational Forms  
..... by *Yuan Chunxiao*

## BRIEF REVIEWS

- Discussion about the Traditional Manufacturing Industry Rebuilt by Information Technology  
..... by *Ge Yuejing*  
An Attempt to Analyze the Coal Industry Position in China's Energy Resources.....by *Chen Zhiqiang*  
Letting Natural Person's Ownership Become a Reality -- Reconstructing China' s Supervision and  
Management System of State - owned Capital ..... by *Liang Zuchen*  
Thought on Making Full Use of Listed Companies' "Shell" Resources to Promot Regional Economy  
Development.....by *Shan Fuchun*  
A Study of the Attribute Synthetic Identifying Approach of High - tech Products and the Application  
thereto..... by *Wang Hongqi and Hu Yunquan*  
Economic Globalization and China's Accounting Reform..... by *Wu Zhongxin and Du Jing*

## A BOOK REVIEW

- Review on A Very Readable Economic Theory.....by *Liu Fuyuan*

## ABSTRACTS IN ENGLISH

### Studies of the Effectiveness and Asymmetry of Monetary Policy in China's Economy

by *Liu Jinquan*

Monetary policy has different impacts on economic activities in business cycle. This is noted by the asymmetry of monetary policy. We find in China's economy, tight monetary policy slow the economy in the boom more than easy monetary policy accelerates the economy in the recession. In the recession period of business cycle, we should take the robust monetary policy to avoid the financial risk and prevent the inflation, and take the active fiscal policy to stimulus investment demand and consumption demand, and keep the rapid and stable economic growth.

### The Causes of and Danger from the Village Government's Debts

by *He Xuefeng and Wang Ximing*

In the present rectification of village - and township level administrations, their debts have become the hardest nut to crack. The most ironic is that the causes of these debts lie in nothing but he crux in this village administration. These debts are new phenomena that have appeared since 1990s, at the beginning of which, in order to solve the general problem of the village authorities' incompetence and