

中国是否存在货币政策非对称性？

——基于当前货币政策无效性的探讨

徐茂魁 陈 丰 吴应宁*

摘要：美国金融危机爆发以来，中国经济受到负面影响，为了改善经济不断下行的局面，中国实施宽松的货币政策。在传统的西方货币政策非对称性理论中，扩张性货币政策在经济萧条的流动性陷阱中无效，但是，由于金融体系和货币体系的百年发展，流动性陷阱的条件已经改变。本文通过理论和实证分析论证了由于中国货币政策传导渠道和传导环境的特殊性，当前扩张性货币政策对实体经济有明显的拉动作用。

关键词：货币政策非对称性 流动性陷阱 利率 货币的投机需求 有效需求

一、引言

在西方货币理论中，凯恩斯最早对货币政策的非对称性进行论述。他利用“流动性陷阱”阐述了在经济萧条时期，当扩张性货币政策导致利率降到最低时，人们仍然手持现金不进行投资，货币的流动性过剩与实体经济领域的紧缩相伴随。由于人们的货币投机需求无限大，因此扩张性的货币政策使得投放到实体经济中的货币都被人们持有在手中，并不购买债券，使得利率出现下降的刚性，不能有效促进投资需求，扩张性货币政策在经济危机中无效。从凯恩斯发表《就业利息和货币通论》一书提出了流动性陷阱的预言到今天已经过去一个世纪了。由于次贷危机的爆发，美国出现了百年一遇的大萧条，全球经济紧随其后也出现了不同程度的危机。为了治理全球性的经济萧条，全球各国货币当局联手采取宽松的货币政策，降低利率，放松银行信贷，试图复苏经济。中国政府为刺激经济增长采取了积极的财政政策和扩张性的货币政策，中国人民银行通过信贷渠道向市场投放了大量的人民币，并在2009年上半年新增贷款7.37万亿，至6月末，人民币贷款余额为37.7万亿元，同比增长34.4%，增速比上年同期高20.2个百分点。金融机构贷款利率继续下降，从2008年9月至12月5次降息，2009年6月份非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率为4.98%，比年初下降0.58个百分点。许多经济学家预测由于扩张性的货币政策并没有拉动实体经济，中国经济还会再次陷入低谷。但是，实践证明，中国此轮扩张性货币政策成功地拉动了中国经济发展的引擎，带动中国经济最先从世界经济发展的低谷中走出，从中国这一轮扩张性货币政策的实际效果来看，中国货币政策对经济增长效果十分明显。2009年上半年，在扩张性货币政策的带动下，中国经济已经逐渐度过萧条时期，开始不断回暖升温。2009年上半年国内生产总值（GDP）为14万亿元，同比增长7.1%；其中，最终消费、资本形成、货物和服务净出口分别拉动GDP增长3.8、6.2和-2.9个百分点。虽然由全球贸易保护主义引起的国外需求形势依然严峻，但是中国国内的居民消费需求和投资需求已经被明显拉动。在居民消费需求方面，2009年上半年，社会消费品零售总额同比增长15.0%，扣除价格因素后实际增长16.6%，比上年同期快3.7个百分点，处于近十年来的相对较高水平。而在工业企业生产方面，据中国人民银行5000户工业企业调查显示，2009年第2季度企业总体经营景气指数为12.1%，比第1季度上升4.6个百分点，结束了自2008年第3季度以来逐季下滑的势头。可见，中国扩张性货币政策在经济萧条时期对中国经济有着明显的带动作用。凯恩斯所提出的由于“流动性陷阱”而产生的货币政策非对称性对解释中国现实是有局限性的。

* 徐茂魁，中国人民大学经济学院，邮政编码：100872；陈丰，中国人民大学经济学院，邮政编码：100872，电子信箱：chenfengwell@sina.com.cn；吴应宁，中国人民大学经济学院，邮政编码：100872。

本文从凯恩斯“流动性陷阱”发生的假设条件出发,结合中国货币政策操作的实践,否定了中国货币政策在经济萧条时期的完全无效性理论,通过理论和实证证明了由于中国货币政策操作环境与凯恩斯及其西方货币理论的假设条件不相符合,导致中国扩张性货币政策在萧条时期有很大的效果。

二、货币政策非对称性理论综述

针对美国 1930 年左右大萧条时期货币政策的无效性,凯恩斯首先提出了“流动性陷阱”理论,在流动性陷阱中,也就是在经济萧条时期,扩张性货币政策对经济发展无效。Friedman 和 Schwartz(1963)对 1930 年左右大萧条时期美国的货币政策进行分析,认为由于当时出现了大量的流动性限制,虽然在扩张性货币政策影响下货币供应量增多了,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。货币政策的非对称性理论通过对大萧条时期的分析得到了初步的描述,其在很大程度上取决于在经济危机时货币政策对经济增长是否有效。Kashyap 等(1993)、Bemanke 和 Gertler(1995)认为在经济萧条时期,由于投资需求利率弹性、价格弹性和信贷供给弹性的非对称性导致企业面对通货紧缩政策受到更多的信贷约束,使得货币政策出现非对称性。Okina, Shirakawa 和 Shiratsuka(2001)认为在经济萧条时期,由于投资者悲观预期强于乐观预期,风险规避者多于风险偏好者,因此,投资者心理预期的非对称性导致了货币政策的非对称性。Paul Krugman 等(1998)对经济危机时期货币政策的非对称性重新进行思考。他们认为,达到流动性陷阱的临界点时,人们不一定仅仅窖藏货币,也可以将钱存入银行,进行储蓄,造成流动性陷阱。这时,货币需求演变成对储蓄存款的需求,这里的货币需求并不仅仅包括投机性的货币需求同时也包括预防性的货币需求。另外,他认为由于纸币的无限量供应,即使名义利率由货币当局调整至零,由于通货膨胀严重,实际利率也不可能是零。20 世纪 90 年代以来,随着计量经济学的发展,货币政策有效性和非对称性的实证分析逐渐展开。Cover(1992)运用两步 OLS 法,采用美国 1951 - 1987 年的季度数据证明了紧缩的货币政策比扩张的货币政策对经济更有影响力。Karras(1996)对 18 个欧洲国家 1953 - 1990 年的数据进行实证分析,也得到了相似的结论。Kim 等(2002)运用浮动法对美联储的数据进行分析,得出结论认为 1979 年以前美国货币政策具有显著的非线性特征,即效果不对称。

时至今日,有大量的国内学者沿用西方货币政策非对称性理论和计量方法直接对中国的数据进行理论和实证分析,得出相似的结论。然而,由于中国是以银行为主导的金融体系,与欧美国家以市场为主导的金融体系相区别,因此,中国的货币政策在传导渠道、传导效果上与美国等发达国家的货币政策有显著不同,是否能照搬其理论模型和实证方法对中国的货币政策效果进行非对称分析值得商榷。中国货币政策传导机制与西方有着显著的不同,货币政策传导机制的直接性和时滞性明显高于发达国家。针对中国货币政策无效性问题,陆军和舒元(2002)采用两步 OLS 方法对中国货币政策对实际产出的影响进行实证分析,证明了在中国预期到的与未预期到的货币都影响产出,从而拒绝了货币政策无效性命题(PIP)。冯春平(2002)运用滚动 VAR 方法考察了 1980 - 2001 年间的货币冲击对 GDP 季度值的影响,发现货币冲击对产出的中短期影响逐渐下降,稍长期的影响也在后期降低。针对中国货币政策传导的非对称问题,刘金全(2002)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,运用 H - P 滤波和向量自回归的 VAR 模型方法对货币政策的有效性和非对称性进行分析,证明了紧缩性货币政策对实际产出的作用强于扩张性货币政策对产出的作用,中国的货币政策效果也呈现出一定程度的非对称性。赵进文和闵捷(2005)运用 LSTR 模型和 LM 检验统计量证明了在 1993 年第 1 季度至 2004 年第 2 季度期间,我国货币政策操作在效果上表现出明显的非对称性,具有很强的非线性特征,从而得出了紧缩性货币政策与扩张性货币政策在抑制经济过热和治理经济衰退的效果上存在极大差异的结论。

三、中国货币政策非对称性的实证研究

本文选取了 1996 年 1 月 - 2009 年 6 月的月度数据作为样本区间。2008 年下半年到 2009 年 6 月,中国经济受世界经济萧条影响进入下行区间,中国的货币政策也从紧缩性货币政策迅速转变为扩张性货币政策,为了细致考察这个时间段的扩张性货币政策的实际效果,本文选用月度数据为观测样本。1999 - 2008 年的数据来源于相关各期《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》和《中国人民银行统计季报》,而 2009 年 1 - 6 月的数据来源于“中经网数据库系统”。

本文以货币供应量 $M2$ 作为我国货币政策传导的货币渠道代表变量。以金融机构各项贷款月末数 CR

作为我国货币政策传导的信用渠道代表变量。选取社会消费零售总额 (用 C 表示) 作为货币政策的消费效应, 由于居民消费支出缺乏月度数据, 而社会消费品零售总额表示各种经济类型的批发零售贸易业、餐饮业、制造业和其他行业对城乡居民和社会集团的消费品零售额和农民对非农业居民零售额的总和, 因此, 可以近似的代表居民消费支出的变化。另外, 对于货币政策的投资效应衡量指标本文以国家统计局公布的城镇固定资产投资完成额累计数据为依据, 将每年从 1 月到 12 月累计数据进行差分, 得到相应每月城镇固定资产投资完成额 (用 I 表示)。将 $M2$ 、 CR 、 C 、 I 除以当月的商品销售价格指数, 利用 $X-12$ 方法进行了季节调整, 并作对数处理。由于 GDP 为季度变量, 而工业生产的增长是中国整个经济增长的一个关键推动因素, 一直为政府与货币当局所重视。因此, 本文选用每月工业企业增加值增速 (TI) 代替 GDP 作为检验货币政策有效性的代表变量, 利用 $X-12$ 方法对其进行季节调整, 随后将其取对数处理。本文利用国家统计局公布的每月居民消费价格指数 (上年同月 = 100) 取对数并差分得到通货膨胀率序列, 将其作为货币政策的最终目标置于 VAR 中。

(一) 对经济周期不同时期中国货币政策不对称性的实证研究

为了显示在经济周期的不同阶段变量的相关关系, 我们利用时间序列的趋势分解方法 Hodrick - Prescott 处理 (Hodrick and Prescott, 1980), 在时间序列中, 该方法把经济周期看成是宏观经济对某一缓慢变动路径的一种偏离, 将经济周期和货币政策状态识别出来, 将单调变化的趋势和经济周期的起伏分离开来。H - P 滤波的二次形式可以有效地规避在单调线性趋势中出现的状态转变, 通过 H - P 滤波将时间序列分离为趋势变量和波动变量两个序列, 可以有效避免单纯采取差分方法破坏了序列的某些特征。在检验货币冲击效果时, 我们利用二元离散选择模型进行估计和检验, 二元离散选择模型的使用是对于具有 Markov 转移概率的阶段转移模型的直接推广。这种方法不仅可以说明货币政策的影响方向, 而且可以说明货币政策产生效果的可能性。

我们用 H - P 滤波方法将 $M2$ 、 CR 、 TI 、 C 和 I 分解为波动序列 $M2_t$ 、 CR_t 、 TI_t 、 C_t 、 I_t 和趋势序列 $(HPM2)_t$ 、 $(HPCR)_t$ 、 $(HPTI)_t$ 、 $(HPC)_t$ 和 $(HPI)_t$ 。然后分别将 $M2_t$ 、 CR_t 以 0 为分界线进行分段, 当 $M2_t$ 、 $CR_t > 0$, 对应数值为 $(M2)_t^+$ 、 $(CR)_t^+$, 这时, 货币政策为扩张性货币政策, 用函数 $\max\{M2_t, 0\}$ 、 $\max\{CR_t, 0\}$ 表示, 这样我们通过 \max 函数可以把 $(M2)_t^+$ 、 $(CR)_t^+$ 从 $M2_t$ 、 CR_t 找出; 反之, 当 $M2_t$ 、 $CR_t < 0$, 为紧缩性货币政策, 用函数 $\min\{M2_t, 0\}$ 、 $\min\{CR_t, 0\}$ 表示, 同理, 我们通过 \min 函数可以把 $(M2)_t^-$ 、 $(CR)_t^-$ 从 $M2_t$ 、 CR_t 中找出。我们进一步假设当 $TI_t > 0$, 工业增长, 经济处于上升过程, 我们取概率函数自变量 $SY_t = 1$; 同样, 我们假设当 $TI_t < 0$, 工业衰退, 经济处于下降过程, 我们取概率函数自变量 $SY_t = 0$ 。在经济上升时期 ($TI_t > 0$) 和下降时期 ($TI_t < 0$) 我们分别以固定资产投资变化率 I 、 $M2_t$ 和 CR_t 为解释变量进行二元选择模型估计。

以货币供应量变化度为解释变量的二元选择模型:

$$P(SY_t = 1) = F[\beta_0 + \beta_1 \cdot I_t + \beta_2 \cdot \max\{M2_t, 0\} + \beta_3 \cdot \min\{M2_t, 0\}] \quad (1)$$

$$P(SY_t = 0) = 1 - F[\beta_0 + \beta_1 \cdot I_t + \beta_2 \cdot \max\{M2_t, 0\} + \beta_3 \cdot \min\{M2_t, 0\}] \quad (2)$$

以商业银行贷款余额为解释变量的二元选择模型:

$$P(SY_t = 1) = F[\beta_0 + \beta_1 \cdot I_t + \beta_2 \cdot \max\{CR_t, 0\} + \beta_3 \cdot \min\{CR_t, 0\}] \quad (3)$$

$$P(SY_t = 0) = 1 - F[\beta_0 + \beta_1 \cdot I_t + \beta_2 \cdot \max\{CR_t, 0\} + \beta_3 \cdot \min\{CR_t, 0\}] \quad (4)$$

其中, F 分布函数是一个连续函数, 并且是单调递增的, 我们选择常用的 Logit 模型作为二元选择模型, 其分布函数 F 表示式为 $e^x / (1 + e^x)$ 。可以得到 β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 的系数, 见表 1。

表 1 β_0 、 β_1 、 β_2 、 β_3 系数表

	0	1	2	3
以 $M2_t$ 为解释变量	1.923877	-0.488339	2.414405	-21.01412
以 CR_t 为解释变量	1.532778	-0.440865	12.76207	-22.59455

二元选择模型中估计的系数不能被解释成对因变量的边际影响, 只能从符号上判断: 如果为正, 表明解释变量越大, 因变量取 1 的概率越大; 反之, 如果系数为负, 表明相应的概率越小。从表 1 可以看出, 无论以 $M2_t$ 还是以 CR_t 为解释变量, 扩张性货币政策指标 $\max\{CR_t, 0\}$ 的系数都为正, 说明扩张性货币政策能有效促进经济增长; 而紧缩性货币政策指标 $\min\{CR_t, 0\}$ 的系数为负, 说明紧缩性货币政策有效遏止经济过

度膨胀。为了反映扩张性货币政策和紧缩性货币政策对经济增长的不对称效果,由 $E(y/x_j) / x_j = f(-x_j)$ 给出 x_j 的条件概率的边际影响,其中 f 是 F 的密度函数, f 依赖于 x 中的所有回归项的值。我们将系数代入二元选择模型,求出 $M2_t$ 、 CR_t 对经济的影响程度。

(1)式和(2)式中经济收缩和膨胀期不同方向货币政策的影响效果:

$$P(SY_t = 1) = F[1.923877 + (-0.488339) \cdot I_t + 2.414405 \cdot \max\{M2_t, 0\} + (-21.01412) \cdot \min\{M2_t, 0\}] \quad (5)$$

$$P(SY_t = 0) = 1 - F[1.923877 + (-0.488339) \cdot I_t + 2.414405 \cdot \max\{M2_t, 0\} + (-21.01412) \cdot \min\{M2_t, 0\}] \quad (6)$$

(3)式和(4)式中经济收缩和膨胀期不同方向货币政策的影响效果:

$$P(SY_t = 1) = F[1.532778 + (-0.440865) \cdot I_t + 12.76207 \cdot \max\{CR_t, 0\} + (-22.59455) \cdot \min\{CR_t, 0\}] \quad (7)$$

$$P(SY_t = 0) = 1 - F[1.532778 + (-0.440865) \cdot I_t + 12.76207 \cdot \max\{CR_t, 0\} + (-22.59455) \cdot \min\{CR_t, 0\}] \quad (8)$$

在经济周期的不同阶段两种货币政策效果不同,我们将紧缩性货币政策与扩张性货币政策边际影响值相减,即将模型 1 的 $P(SY_t = 1) - P(SY_t = 0)$ 而得图 1, 而将模型 2 的 $P(SY_t = 1) - P(SY_t = 0)$ 而得图 2。在图 1、图 2 中,横轴表示时间变量,纵轴表示货币政策在每一时期的综合效果,当数值在 0 之上意味着,国家对经济主要采取紧缩政策,在 0 之下意味着,国家采取扩张性货币政策,离 0 越远则意味着货币政策效果越明显。由于图 1 和图 2 在很大程度上是拟合的,我们从图 1 可以看出,中国货币政策也呈现不对称性。1996 - 2005 年,我国紧缩性货币政策的效果一直明显高于扩张性货币政策的效果,尤其是 1996 年我国紧缩性货币政策对经济过度膨胀的治理达到最高点,而后逐渐下降。1998 年我国经济受亚洲金融危机的影响出现衰退,但由于中国经济体制和金融市场的完善,导致我国扩张性货币政策的效果不明显。从 1998 年开始,我国开始对经济体制和金融体制进行一系列改革,大力发展资本市场,扩张性货币政策效果在显著回升。2006 年 6 月,由于中国经济过热,逐渐出现了流动性过剩,我国开始实行紧缩性货币政策,从 2006 年 6 月开始一直不断地小幅上调存款准备金率,对实体经济有明显的负效应。到 2008 年 6 月,受美国金融危机的影响,中国逐渐调整货币政策方向,加大货币供应量投放力度,放松银行信贷,扩张性货币政策效果显著。因此,从图 1、图 2 可以看出,虽然从 1996 年开始,我国货币政策在经济周期不同时期有严重的不对称性,但是,随着我国经济和金融体制改革的深入,这种不对称性在逐步减轻。

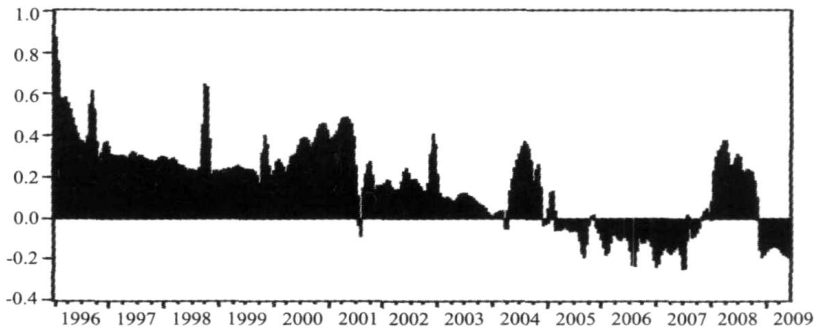


图 1 以货币供应量为解释变量的货币政策影响效果

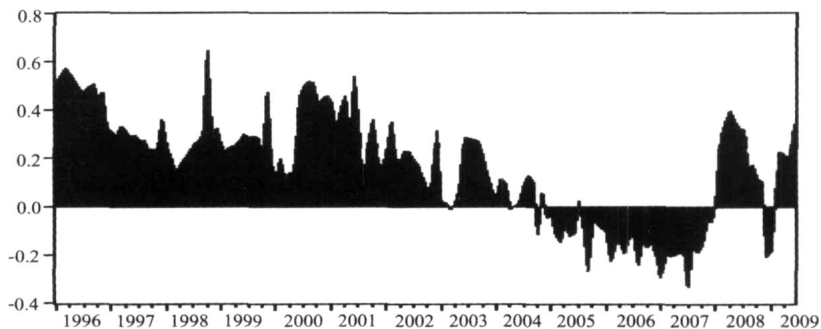


图 2 以银行贷款余额为解释变量的货币政策影响效果

(二)对中国货币政策效果特殊性的实证研究

从以上实证研究,我们发现以银行贷款余额为解释变量的货币政策对实体经济有显著影响,但是,我们上面所使用的方法主要从短期影响效果的角度作实证分析。那么,是否从长期来看,以银行贷款余额为解释变量的扩张性货币政策比以货币供应量为解释变量的货币政策有更长久、更持续的影响呢,是否会对实体经济产生持久有效的影响呢?我们沿用以上的 $M2_t$ 、 CR_t 以及 TI_t 、 C_t 和 I_t (都由 H - P方法的波动项而得)的数据,建立向量自回归 (VAR)模型。将 VAR模型进行单位根检验,取 2阶滞后,从图 3可以得到该模型所有单位根都落在单位圆内,因此该模型稳定。

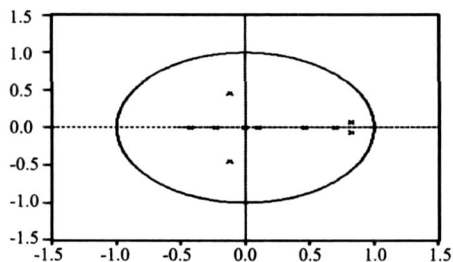


图 3 VAR模型的单位根检验

为了验证中国货币政策的传递主要是通过银行放宽信贷渠道进行的,而且银行信贷主要投向房地产等固定资产,这里的银行信贷和固定资产投资应该有很强的相关关系,因此我们对该模型进行 Johansen协整检验。正如表 2所示,我们对该模型所有序列进行协整检验时,发现其至少有两个协整向量。然而进一步,当我们将货币供应量、银行信贷和固定资产投资完成额三个序列进行协整检验时,发现只有 1个协整向量。最后,我们对工业增长率、银行信贷和固定资产投资进行协整检验的时候发现至少两个协整向量。因此,从该检验我们可以看出,当国家对银行信贷条件进行调整时,作出相应调整最明显的就是社会固定资产投资完成额。也就是说,当国家调整货币供应量时,其需要通过银行贷款渠道才能对固定资产投资产生影响,货币供应量的变化与固定资产投资并没有直接联系。从工业增长率、银行信贷和固定资产投资三者的协整关系,我们可以推断出国家主要通过信贷渠道直接影响固定资产投资,进而影响整个工业增长速度。而且,从中国的消费与其他变量并无协整关系我们可以推断出,中国的货币政策拉动消费的效果并不明显。因此,正如前面分析所示,中国的货币政策相对于西方国家的货币政策操作渠道有其特殊性,主要表现在货币政策作用的直接性,其不是通过货币供应量等间接渠道对实体经济发生影响,而是由地方政府带动并主导直接通过银行放款支持固定资产投资,进而拉动实体经济的扩张。

表 2 VAR模型的 Johansen 协整检验

M2 _t 、CR _t 、TI _t 、C _t 、I _t 的协整检验			
	特征根	迹统计量	最大特征值统计量
0个协整向量	0.436706	179.6442*	90.11078*
至少 1个协整向量	0.260589	89.53340*	47.39853*
至少 2个协整向量	0.131276	20.04035	22.09452
M2 _t 、CR _t 、I _t 的协整检验			
	特征根	迹统计量	最大特征值统计量
0个协整向量	0.345955	83.03947*	67.50816*
至少 1个协整向量	0.071890	15.53131	11.86212
TI _t 、CR _t 、I _t 的协整检验			
	特征根	迹统计量	最大特征值统计量
0个协整向量	0.409891	128.9720*	83.86433*
至少 1个协整向量	0.229880	45.10764*	41.53222*
至少 2个协整向量	0.022236	3.575417	3.575417

注: *表示在 5%的显著性水平下拒绝原假设。

为了进一步证明,银行信贷余额的变化对固定资产投资或经济增长是否有长期影响,我们采用脉冲响应函数方法 (RF)对银行贷款余额的误差项实施冲击,分析其对该系统的固定资产投资完成额和工业经济增长率的动态影响。图 4、图 5、图 6分别表示银行信贷余额结构冲击下固定资产投资完成额、工业增长率和消

费的响应函数。横轴表示冲击作用的滞后期数(单位为月),纵轴表示响应指标的变化,实线表示脉冲响应函数,虚线表示正负两倍标准差偏离带。从图 4 可以看出,给银行信贷一个正的冲击,其对固定资产投资完成额最初起明显的促进作用,但随后就不断下降,到 4 个月后,该冲击效应逐渐消失。从图 5,我们可以看出银行信贷余额开始对工业增长率是有明显促进作用的,然后也是逐渐下降,最后在 4 个月后,已经不能有效拉动工业增长了。从图 6 我们看出,银行信贷余额对消费的影响在一定的滞后期有明显而长久的负效应。因此,我们可以证明前面所说的中国货币政策的又一特殊性,也就是虽然在短时期内,中国地方政府依靠银行信贷余额可以有效拉动投资和消费,进而推动经济增长,但从长久来看,对消费而言却有明显的负效应,而对固定资产投资和工业增长率并无明显作用。

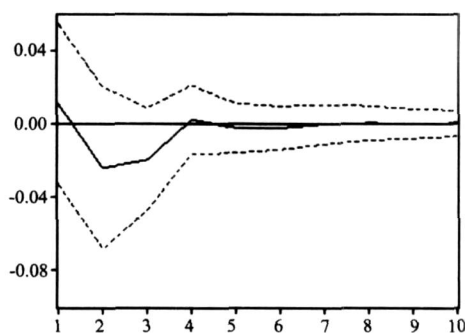


图 4 银行信贷余额结构冲击引起的固定资产投资完成额的响应函数

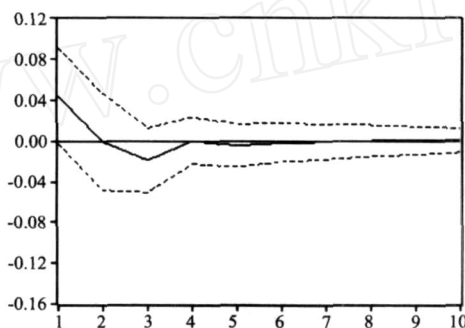


图 5 银行信贷余额结构冲击引起的工业增长率的响应函数

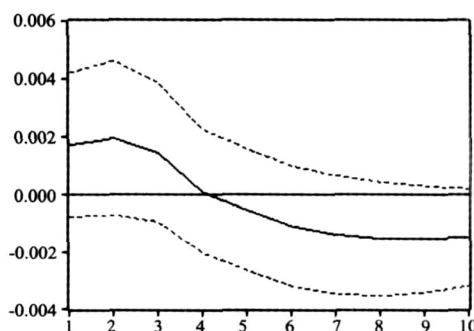


图 6 银行信贷余额结构冲击引起的消费的响应函数

因此,通过实证,我们得到了如下结论:一方面,中国货币政策也存在非对称性问题,即货币政策对经济萧条时期的扩张效应弱于经济膨胀时期的紧缩效应,中国货币政策存在一定程度的不对称性。另一方面,由于中国融资体制一直是由地方政府进行投资拉动,因此,通过地方政府从商业银行直接发放贷款对房地产等固定资产进行投资的融资模式和融资结构能够促进经济增长。

四、转轨时期中国货币政策有效性的理论解释

从我们的实证分析可以看出,中国货币政策在经济萧条时期虽然也有一定程度的不对称性,但是对经济增长的拉动作用却是十分明显的。与凯恩斯提出流动性陷阱的假设不同,我国货币政策的操作环境和货币

政策实施途径有着很深的历史特殊性。首先,正如前面所述,由于凯恩斯所描述的流动性陷阱发生在金本位制度、不兑换纸币或管理通货的国家,这些国家货币供给相对稳定、货币价值长期不变,利率主要是由货币需求也就是货币的投机需求决定的,这个时候利率可以说是内生的,即由市场上的货币需求变化决定。但是,由于我国利率市场化改革尚未完成,金融市场上的利率由中央银行统一制定,因此,利率有很强的外生性,不能正常反映社会资金供求关系的变化。这与凯恩斯在流动性陷阱上的理论假设有很强的不一致性,在凯恩斯所提出的流动性陷阱下,人们的货币投机需求影响利率进而影响投资需求;但是在中国,利率并不是内生地由人们的货币投机需求决定的,即使人们不购买债券,将货币存入银行,货币的内生性投机需求非常大,货币当局依然可以调低利率,影响投资需求。

其次,积极财政政策的促进作用。在凯恩斯流动性陷阱中忽略了财政政策和货币政策交替使用的背景:那时的货币政策手段比较单一,操作工具也比较少,而现在全球各国都崇尚财政政策和货币政策相互配合的机制,尤其在危机时期,都开始实施积极的财政政策,这对于解决流动性陷阱难题功不可没。金融危机中,中国政府更是扩大投资规模,拉动社会投资;同时加快资金拨付进度,加快铁路等重大基础设施建设,增强经济发展后劲;增加财政补助规模,通过一系列“家电下乡”等创新性财政补贴方式促进提高城乡居民收入;通过国有银行放宽信贷支持中小企业发展的税收优惠政策,完善担保体系建设,尤其帮助在金融危机中遭受反倾销等贸易制裁从而影响资金情况的出口型中小企业融资。正如凯恩斯所言,在流动性陷阱中,积极的财政政策有着很明显的促进作用。而中国此轮政府拉动型的积极财政政策对于克服流动性陷阱同样有重要作用。

再次,中国地方政府带动的投资需求可以有效地克服流动性陷阱。在欧美等拥有成熟市场经济体制的国家中,地方政府和中央政府之间有比较清晰的界定,地方政府对金融宏观调控的影响并不明显。但是,我国各级地方政府在地方经济发展方面具有特殊重要的地位:首先地方政府是区域经济资源的最大“所有者”,它既拥有一批地方国有企业,而且还控制着相当大比例的土地、矿产等自然资源;其次它是区域资源的分配者,决定着地方财政和自然资源的分配;地方政府还是市场秩序的建立者和维护者,可以通过各种方式参与制定经济运行的“游戏规则”,通过间接方式干预当地民营企业正常的生产经营活动。正是由于地方政府在地方经济发展中的这种“领头羊”地位,决定了它对货币政策传导具有不可忽视的影响。原因在于地方政府的利益毕竟同民营经济的利益有很强的不一致性,具体来说,地方政府在投资的过程中,并不像凯恩斯在流动性陷阱中所描述的,投资决策取决于利率和资本边际效率的比较,它们更关心当地经济增长的总体利益。因此在经济萧条时期,由于货币当局实施了扩张性货币政策并放宽信贷条件,地方政府掌握了大量的银行贷款,它们比民营经济具有更加强烈的投资冲动,为了能使当地经济摆脱困境,它们更能够挺身而出,投资于公共设施或基础设施,从而带动一系列产业的发展。如今,针对金融危机,它们通过加强信贷政策与财政政策、产业政策协调配合,加强对十大重点产业调整和振兴的金融支持,推出了“家电下乡”、“汽车下乡”等政策的金融配套服务。同时加快对“三农”、中小企业、就业、助学、灾后重建、消费等关系国计民生的基础产业的信贷支持工作,加大对产业转移、自主创新、区域经济协调发展的融资支持,通过有序地调整贷款方向和数量来把握实体经济的运行。因此,中国扩张性货币政策带来的投资效应相对于凯恩斯在流动性陷阱中描述的传导机制效应更加直接和有力,更能引导经济从低谷走出。

最后,为了加快经济发展速度,我国与许多新兴发展中国家一样一直注重发展银行主导型的融资模式,在企业融资的构成中,银行贷款仍占绝对比重,这与欧美以资本市场为主导的融资模式显著不同。银行主导型融资不完全依赖金融市场提供的间接指标如利率、风险等来发放贷款,具有很大的政策性和指导性。虽然随着我国金融市场化的改革和我国资本市场的有序发展,以利率、汇率、金融资产价格等为主的货币传导渠道的作用在日益加深,但传统的信用传导渠道的影响并未就此削弱。在银行主导型的融资模式下,我国货币政策传导的信贷渠道是通过银行贷款完成的,具体传导途径如下:当货币当局实行扩张性或紧缩性的货币政策,导致银行体系的可贷资金增加或减少,使得依赖于银行贷款的借款者增加或减少投资支出,最终使产出上升或下降。可以看出,银行主导型的融资模式使得货币政策变得更加直接,富有主动性。在经济萧条时期,可以直接通过银行扩大信贷来对企业家注入所需资本,拉动投资需求。中国的银行往往加大对中长期贷款的投资力度,主要投向基础设施行业、租赁和商务服务业、房地产业。2009年上半年,中国主要金融机构投向基础设施行业、租赁和商务服务业的中长期贷款分别为 1.6万亿元人民币和 4246亿元人民币,占新增中长期贷款的比重分别为 51.6%和 13.7%,比上年同期分别高 3.8和 7.7个百分点;而投向房地产业的中长期贷款为 3501亿元人民币,占新增中长期贷款的比重为 11.3%,比上年同期低 7.9个百分点。这说明在

金融危机时期,中国以银行为主导的投融资体制可以随着经济政策的变化有效投向国民经济必需部门,更好地拉动中国经济的引擎。但是,在凯恩斯的流动性陷阱假设中,企业家往往根据利率和资本边际效率的比较来自选择贷款,货币当局唯一能做的是通过调整货币供给来引导利率变动,间接地刺激投资需求。但是否产生投资还是依赖于企业家自身对实体经济的预期,而在中国,货币当局可以直接控制银行体系的贷款数量和规模,进而决定对企业家的贷款量,因此,具有很强的直接性和自主性。

参考文献:

1. 冯春平, 2002:《货币供给对产出与价格影响的变动性》,《金融研究》第7期。
2. 刘金全, 2002:《货币政策作用的有效性和非对称性研究》,《管理世界》第3期。
3. 陆军、舒元, 2002:《货币政策无效性命题在中国的实证研究》,《经济研究》第3期。
4. 赵进文、闵捷, 2005:《央行货币政策操作效果非对称性实证研究》,《经济研究》第2期。
5. 中国人民银行, 2009:《中国货币政策执行报告》第2季度。
6. Bemanke, Ben, and Mark Gertler 1995. " Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission " *Journal of Economic Perspectives*, 10: 27 - 48
7. Cover, James Peery 1992. " Asymmetric Effects of Positive and Negative Money - Supply Shocks " *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (4): 1261 - 1282
8. Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz 1963. *A Monetary History of the United States, 1867 - 1960*, 1 - 106. Princeton University Press
9. Hodrick, R. , and E. C. Prescott 1980. " Post - war U. S Business Cycles: An Empirical Investigation " *Mimeo*, Pittsburgh: Carnegie - Mellon University: 200 - 210.
10. Karras, G 1996. " Are the Output Effect of Monetary Policy Asymmetric? Evidence from a Sample of European Countries " *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 58: 267 - 268
11. Kashyap, A. K. , J. C. Stein, and D. W. Wilcox 1994. " Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance " *The American Economic Review*, 83 (1): 78 - 98
12. Kim, D. H. , D. R. Osborn, and M. Sensier 2002. " Nonlinearity in the Fed 's Monetary Policy Rule " *CGBCR Discussion Paper* 018: 1 - 36
13. Krugman, Paul R. , Kathryn M. Dominguez, and Kenneth Rogoff 1998. " It 's Back: Japan 's Slump and the Return of the Liquidity Trap. " *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 137 - 204.
14. Okina, Kunio, Masaaki Shirakawa, and Shigenori Shiratsuka 2001. " Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan Experience in the Late 1980 and the Lessons " *Bank of Japan, Monetary and Economic Studies*, 19, S - 1 (February): 395 - 450.

Is China 's Monetary Policy Asymmetric?

A Research Based on the Theory of Monetary Policy 's Ineffectiveness

Xu Maokui, Chen Feng, and Wu Yingning

(Renmin University of China)

Abstract: After U. S sub - prime crisis, China 's economy is negatively affected. In order to promote the economic growth, China 's government implement the expansionary monetary policy. In the traditional theory of monetary policy, expansionary monetary policy in the liquidity trap is invalid. However, with the development of the financial system and monetary system for 100 years, the conditions in liquidity trap have changed. This paper uses theoretical and empirical analyses to prove that the current expansionary monetary policy has played a significant role in promoting real economic development, due to China 's particular monetary policy transmission channels and environment.

Key Words: Asymmetry of Monetary Policy; Liquidity Trap; Interest Rate; Effective Demand

JEL Classification: E52

(责任编辑:刘明宇)