

马理, 赵淼, 何梦泽, “社会融资规模是恰当的货币政策中介目标变量吗? ——基于 SVAR 模型的数据分析与传导效果检验”, 《金融理论与实践》, 2015 (3)

社会融资规模是恰当的货币政策中介目标变量吗? *

——基于 SVAR 模型的数据分析与传导效果检验

马理, 赵淼, 何梦泽

(武汉大学 金融系, 湖北 武汉 430072)

摘要: 在常规使用的货币供应量与利率的基础上, 将社会融资规模添加进货币政策的中介目标变量体系, 在理论界与实务界是一个有争议的研究课题。本文基于中国的宏观经济数据, 运用结构向量自回归 (SVAR) 的技术方法, 实证检验并评估比较了社会融资规模、货币供应量与市场利率等中介目标变量, 对货币政策操作工具的脉冲响应以及对物价水平与经济产出的影响。结论显示, 社会融资规模、货币供应量、市场利率与经济变量的相关性都比较好; 但是社会融资规模对操作工具的脉冲响应更加稳定, 冲击效果更大; 市场利率对最终目标的影响更加显著。而且在经济异质型地区, 各中介目标变量体现出了差异化的传导效果。为了达到精确调控的目标, 货币政策中介目标变量应相互协调并与其他宏观政策配合使用。

关键词: 社会融资规模; 中介目标变量; 传导效果 **中图分类号:** F822 **文献标识码:** A

Is Aggregate Financing Scale the Perfect Intermediate Target of Monetary Policy? ----Empirical Analysis Basing on the SVAR Model

MA Li, ZHAO Miao, HE Mengze

(Department of Finance, Wuhan University, 430072)

Abstract: The intermediate target of monetary policy is a key link of monetary policy transmission, so selecting the appropriate intermediate target variables will fully benefit the policy intentions made by the central bank and achieve better effect of monetary policy transmission. The paper which based on China's macroeconomic data, using SVAR model, empirically analyzes the impacts of the money supply, aggregate financing scales, market interest rates and other intermediate target variables to price level and economic output. The empirical results show that different intermediate target variables will have different effects to the ultimate goals of monetary policy in the context of heterogeneous economic environment; In order to achieve precise control of the targets, monetary policy should be used in conjunction with other macroeconomic policies.

Keywords: Aggregate Financing Scales; Intermediate Target; Transmission Effect

一、引言

针对特定的经济环境与经济目标, 选择恰当的货币政策中介目标变量, 是我国近年来在货币政策实践与理论领域非常重要的一个研究课题。长期以来, 我国主要使用货币供应量与利率作为货币政策的中介目标变量。货币供应量作为中介目标变量可以让央行的货币政策具有很强的主动性, 但是其不足则是计划色彩较浓, 而且没有充分考虑货币供应量的漏出效应与市场资金的需求状况; 近年来利率在我国货币政策中介目标体系中的重要性在不断上升, 但是整体来看目前其传导效果仍然不是非常理想, 而且市场主体的敏

* 国家社科基金重大项目 (12&ZD046) “完善宏观金融调控体系研究——基于针对性、灵活性和前瞻性的视角”以及教育部人文社会科学研究规划基金 (13YJA790083) “后金融危机时代公开市场操作的新动向与传导机理研究”的阶段性成果。

收稿日期:

作者简介: 马理 (1972-), 男, 汉, 山东临朐人, 武汉大学金融系, 教授、博士生导师, 研究方向为货币政策与银行管理; 赵淼 (1991-), 女, 汉, 湖北武汉人, 武汉大学金融系研究生, 研究方向为货币政策与银行管理; 何梦泽 (1991-), 女, 汉, 湖北襄阳人, 武汉大学金融系研究生, 研究方向为货币政策与银行管理。

感性不强。因此,2010年12月中央经济工作会议提出了“保持合理的融资规模”的要求,2011年4月中国人民银行开始发布社会融资规模相关统计数据,并试图将其作为新的货币政策中介目标变量纳入到金融监控体系。2012年的全国金融工作会议,进一步强调要保持合理的社会融资规模,坚持金融服务实体经济的本质要求。目前,社会融资规模正在成为我国货币政策中介目标体系中的重要变量,但是社会融资规模的可测性、可控性、相关性以及传导效果,仍然存在着较大的争议。

一般认为,完整的货币政策传导路径包含三个关键节点,即货币政策操作工具、货币政策中介目标以及货币政策最终目标。其中,货币政策的中介目标是货币政策传导路径中“上承下达”的一个重要环节,中央银行通过调整操作工具来实现中介目标,并通过中介目标的变动来引导最终目标的实现。所以,选择恰当的中介目标变量,有利于充分传达中央银行的政策意图,达到较好的货币政策传导效果。有效的中介目标变量必须满足可测性、可控性与相关性的特征,因此在异质性的经济环境下,研究货币政策中介目标变量选择的正确性与传导的有效性具有十分重要的现实意义。

货币经济学指出,货币政策的中介目标分为近期中介目标与远期中介目标,前者包括基础货币与短期利率,后者包括货币供应量与远期利率。关于其传导的有效性,国外的学者们做了丰富的研究,Louis和Martin(2011)^[1]指出在经济发展一体化的前提下应积极改革,采用除了通货膨胀之外更广泛的政策目标,构建更复杂与更精确的中介目标体系。Carcia(2002)^[2]等利用马尔科夫区制转换模型,将经济状态划分为繁荣期与萧条期,研究了不同经济状态下货币政策中介目标体系的有效性。Chih-Hsiang Chang(2009)^[3]等使用1993年至2008年间的季度数据,研究了货币供应量在此期间对中国实际产出和通货膨胀的影响,发现实际GDP增长与货币供给量的冲击呈正向关系,通胀受货币供给量的冲击后响应十分积极,这说明中国保持稳健的货币增长率是恰当的。XI Jun-yang与HE Yun-song(2010)^[4]运用DSGE模型发现货币供应量的变化对社会福利损失的影响大于利率波动引起的福利损失,所以货币政策中介目标应当从货币供应量转变为利率。Petre(2012)^[5]基于美国数据,使用小波检验的方法分析了货币供应量与产出之间的关系,发现它们在经济大萧条时期会有更强烈的关联,而在经济平稳发展过程中这种关系相对较弱。在多种目标与多种工具的选取上,Blanchard等人(2013)^[6]认为,可以考虑将汇率纳入央行政策目标组合之中,对于金融市场高度一体化的经济体而言,央行很可能无法盯住汇率,原因是资本流动会做出即期反应,但对有着更大金融摩擦及市场分割程度更高的经济体而言,央行可以考虑建立一个扩大的货币政策目标管理框架,其中政策利率用于稳通胀,外汇干预则用于稳汇率。

在早期,我国学者主要关注与研究货币供应量作为中介目标的影响,蒋瑛琨(2005)^[7]等对中国1992年至2004年的货币政策传导机制进行了实证分析,得出由于对最终目标影响稳定的中介变量更易于调控,因此就货币政策中介目标的选择而言,M1优于M2,M2优于贷款。李正辉等(2012)^[8]使用货币政策传导过程中的非对称性构建LSTAR模型,发现Divisa加权的货币供应量作为货币政策中介目标比不加权的更为有效。近年来,学者们开始关注社会融资规模在中介目标体系中的作用。盛松成(2012)^[9]认为我国的货币政策能有效影响社会融资规模,社会融资规模也对经济增长、物价水平、投资消费等实体经济指标产生较大影响。徐国祥和郑雯(2013)^[10]建立了包括利率、汇率、股票和社会融资规模四个金融变量的SVAR模型,发现中国金融状况指数对经济景气指数中的一致指数以及对通货膨胀均具有先导性和强相关性,可作为其他宏观经济指标的线性指标。牛润盛(2013)^[11]通过MSVAR模型研究认为社会融资规模更适合作为货币政策的中间目标。王铭利(2014)^[12]通过对社会融资规模的可控性进行检验,发现社会融资规模与基础货币之间存在着协整关系,央行可以通过调控基础货币的投放实现对社会融资规模的控制,且社会融资规模符合可控性要求。郭丽虹、张祥建(2014)^[13]考察了社会融资规模及融资结构对实体经济的影响,认为社会融资规模的增加显著促进了实体经济发展,但不同的社会融资结构对实体经济的影响有所不同。

在货币供应量与社会融资总规模之外,经济学家们也对市场利率在我国货币政策传导路径中的作用进行了研究。刘明志(2006)^[14]指出在利率形成机制尚不完善、银行间利率变动与经济景气变化之间的互动关系不强的情况下,银行间利率作为货币政策中介目标有待商榷。盛松成和吴培新(2008)^[15]利用经济金融月度数据,运用VAR模型研究发现M2作为货币政策的重要指标,对经济变量的解释能力远高于其他货币政策,但是从未来的发展模式看来,利率和汇率的市场化改革是货币政策中介目标体系改革的前提。冯涛、乔笙等(2006)^[16]认为货币供给与利率之间存在着相互作用、相互影响的内生联动效应,货币供应量与理论调控目标间存在冲突,央行可以考虑在特定时期优择其一作为中介目标,但从长远看,实现市场化

的间接调控必须加快利率市场化步伐。于慧君和邱长溶（2008）^[17]认为由于绝大多数金融资产的利率仍受到中央银行的管制，虽然同业拆借利率和国债回购利率均已放开，然而其影响有限，所以利率作为货币政策中介目标的条件尚未成熟。蔡彤娟（2014）^[18]等人从利率作用机制的效率出发，发现货币供应量作为我国货币政策的中介目标在现阶段具有一定优势，但随着利率市场化改革的推进、金融工具的发展，利率作为我国货币政策中介目标的条件在不断成熟。

以往学者的研究成就不容忽视，但是他们的不足之处在于大多侧重于讨论某一种中介目标变量对实体经济的影响，尽管也有对比分析不同中介目标变量的影响效果的文献，但由于没有在同一个模型框架下展开研究，因此得到的相关结果尚不能让读者十分信服。相对于以往文献，本文进行了改进，其创新主要体现在：使用 SVAR 模型构建了一个三层级模型，第一层级是货币政策操作工具，第二层级是货币政策中介目标，第三层级是货币政策最终目标，将常用的中介目标变量如货币供应量、社会融资规模与市场利率放在一个统一的模型框架下进行效果检验，从而在相同的技术背景下对比分析不同中介目标变量的不同传导效果；并将大陆 31 个省级面板数据划分为发达地区、次发达地区和不发达地区，使用数据检验证明了在异质型经济环境下货币政策的不同传导效果，并基于此提出相应的政策建议。

二、模型设定、数据来源与稳定性检验

（一）理论基础与实证模型

传统的货币理论中，中央银行首先是利用货币政策操作工具来实现货币政策中介目标，然后通过中介目标的变动来引导货币政策最终目标的实现。基于此，本文构造了一个三层级的货币政策传导的实证模型，第一层级是以存准率和央票操作为代表的货币政策操作工具；第二层级是以货币供应量、社会融资总规模和同业拆放利率为代表的货币政策中介目标；第三层级是以经济产出与物价水平为代表的货币政策最终目标。我们的论证逻辑是首先研究第一层级的货币政策操作工具对第二层级的货币政策中介目标的影响，然后再研究第二层级的货币政策中介目标对第三层级的货币政策最终目标的影响。我们尝试在一个统一的实证模型框架下，比较货币供应量、社会融资总规模和市场利率作为中介目标变量在货币政策传导路径中的效果差异，通过严格的统计技术来研究不同的货币政策中介目标变量对货币政策最终目标的影响。

在技术上，本文采用 Blanchard 和 Quah（1989）提出的基于向量自回归的长期约束的结构方法即 SVAR 模型进行研究分析。SVAR 模型的长处是善于捕捉系统内各个变量之间的即时的结构相关性，并将重要的变量间的结构性关联从随机扰动向量的方差-协方差矩阵中甄别出来。含有 k 个变量的 p 阶结构向量自回归模型的一般矩阵形式表示如式（1）：

$$B_0 y_t = \Gamma_1 y_{t-1} + \Gamma_2 y_{t-2} + \dots + \Gamma_p y_{t-p} + u_t \quad (1)$$

本文设置 $y_t = (RR_t, CR_t, M2_t, FSIZE_t, SHIBOR_t, GDP_t, CPI_t)$ ，该变量包含第一层级的货币政策操作工具（代表变量为存准率 RR 与央票利率 CR ），第二层级的货币政策中介目标（代表变量为货币供应量 $M2$ 、社会融资总规模 $FSIZE$ 以及市场利率 $SHIBOR$ ），第三层级的货币政策最终目标（代表变量为经济产出 GDP 与物价水平 CPI ）； B_0 是对角线元素均为 1 的系数矩阵，表示短期约束； Γ_i 是待估系数矩阵； u_t 为协方差矩阵为单位矩阵的白噪声向量，表示作用在各变量上的结构式冲击残差。

（二）数据来源

自 1984 年，中国人民银行按存款种类规定法定存款准备金率之后，存准率调整成为了我国的一种常规货币政策调整工具，在最近的十年间，中国人民银行调整存款准备金比率共计 39 次，年均调整将近 4 次^①。同时，在存款准备金比率调整之外，中国人民银行开始通过频繁的公开市场操作来调节流动性与引导市场利率波动，目前我国的公开市场操作进入了常态化操作的状态，一般是每周进行两次。我们在研究中使用存款准备金比率调整与央票操作作为货币政策操作工具的代表^②。存准率与央票操作的数据均来自于中国人

^① 指 2003 年 9 月至 2012 年 5 月。本文暂未考虑 2014 年 4 月与 6 月的两次“定向降准”，以及 2015 年 2 月 4 日的降准，原因是这几次调整至今时间过于短暂，数据不充分，政策效果尚难在统计检验中完全体现出来。

^② 在我国，很长一段时间内以国债为标的证券的公开市场操作无法有效的大规模展开。原因主要是：国债的利率期限结构不

民银行网站公开资料，其中央票数据选择发行量最大交易最为活跃的 3 月期央票，从 2012 年之后，由于央票相关数据的缺失，我们选取 91 天回购利率代替央票利率数据，因为两者不论是期限还是作用上都大体相同。在市场利率数据的选取上，采用交易量大且市场性较好的 7 天利率，因为目前在实践中，大部分国家仍基本上使用短期利率作为中介目标。由于省级 GDP 数据的缺失，我们用工业企业增加值增速来代替经济产出，物价则用居民价格消费指数替代。以上数据来源于中经网数据库，数据样本期为 2003 年 7 月到 2013 年 6 月。

（三）经济区域划分

为进一步对比研究不同变量作为中介目标所产生的不同的区域效应，我们参考熊启跃和张依茹^[9]利用聚类分析对我国经济区域进行划分的相关结果，将样本中的 31 个省份根据经济发展的程度划分为三个区域：经济发达地区、经济次发达地区和经济欠发达地区，具体划分如下表：

表 1：样本省份的经济区域划分

经济发达地区	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东
经济次发达地区	河北、辽宁、安徽、福建、江西、河南、湖北、湖南、广西、四川、新疆、山西、重庆
经济欠发达地区	内蒙古、吉林、黑龙江、海南、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏

（四）平稳性检验

为避免季节波动对分析的影响，我们首先利用 X12 法对所有指标进行了季节调整，然后检验了各时间序列的平稳性（存准率表示为 RR、央票利率表示为 CR、货币供应量增量表示为 M2、社会融资总规模增量表示为 FSIZE、同业拆放利率表示为 SHIBOR；经济发达地区的 CPI 和 GDP、经济次发达地区的 CPI 和 GDP、经济欠发达地区的 CPI 和 GDP 则分别表示为 CPI_H、GDP_H、CPI_M、GDP_M、CPI_L、GDP_L）。表 2 的结果显示，M2 是平稳序列不需再做差分，而其他变量则都在一阶差分后平稳。

表 2：各变量的 ADF 检验结果

检验变量	ADF 检验值	检验形式 (C,T,P)	Prob.
ΔRR	-3.471799	(c,0,1)	0.0145**
ΔCR	-5.987776	(c,0,0)	0.0000*
M2	-5.368385	(c,0,0)	0.0001*
$\Delta FSIZE$	-9.251337	(c,0,1)	0.0000*
$\Delta SHIBOR$	-3.694325	(c,0,0)	0.0082*
ΔCPI_H	-3.882140	(c,0,2)	0.0052*
ΔCPI_M	-3.591467	(c,0,0)	0.0106**
ΔCPI_L	-3.053368	(c,0,0)	0.0389**
ΔGDP_H	-5.774064	(c,0,0)	0.0000*
ΔGDP_M	-5.987715	(c,0,0)	0.0000*
ΔGDP_L	-6.698401	(c,0,0)	0.0000*

注：①检验形式 (C,T,P) 中的 C、T、P 分别表示模型中的常数项、时间趋势项和滞后阶数。

②*表示在 1% 显著水平下平稳，**表示在 5% 显著性水平下平稳，***表示在 10% 显著性水平下平稳。

三、实证结果

（一）中介目标变量对货币政策操作工具的脉冲响应

1. 存款准备金率的冲击效果

图 1 的数据显示，存准率 1 个标准差的正向冲击对货币供应量的影响在第 2 期达到峰值，为 -0.0047 个单位，然后陡然上升，在第 7 期达到最大正值 0.00343，此后影响逐渐弱化；对社会融资规模的影响在第 2

合理、国债市场不发达、商业银行由于流动性过剩更愿意将国债持有到期并兑付获取投资利得。于是国债“沉淀”在商业银行的资产结构中，难以成为央行公开市场操作的对象。近年来，央票作为国债的一种替代，正在调节流动性、引导市场利率波动等方面发挥着较大的作用。

期达到最大负影响值，为-0.10766，然后迅速上升在第3期达到最大影响值0.176662；对市场利率的影响在第2期达到最大影响值0.00156，然后逐渐下降直至第5期达到最大负影响值-0.00131。数据检验的结果显示出两个特点：首先，各中介变量对存准率的响应速度都非常迅速，均在第2期达到首次冲击的极值，然后迅速变动形成反方向的极值，货币政策效果大约都在15期之后趋于平缓，说明存准率调整的货币政策明显的对所有的中介目标都产生了影响；其次，中介目标变量对存准率的响应幅度最大的是社会融资总规模，响应幅度最小的是市场利率，这说明作为一类典型的数量型货币政策工具，存准率调整更容易影响货币的“量”，而不是货币的“价”。

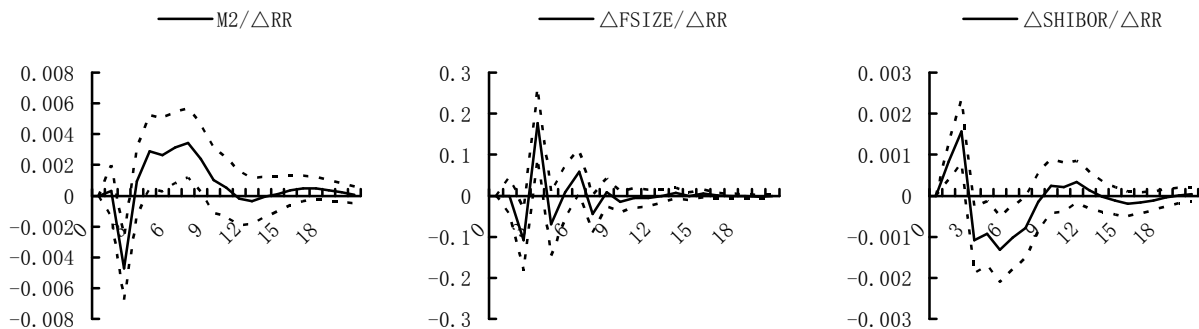


图1 中介目标变量对货币政策（存款准备金调整）的脉冲响应

2. 央票操作的冲击效果

数据显示，1标准差的央票利率的正向冲击对货币供应量的影响在第2期达到峰值，响应值为-0.00573，此后一直为负响应值，慢慢趋近于零。对社会融资规模的影响在第2期达到最大负影响值-0.009986后迅速上升，第3期达到响应峰值0.119012，此后一直在正负值之间反复波动。对于市场利率，在第1期便达到最大响应值0.001772，之后逐渐下降趋近于零。央票操作是一种类似于公开市场操作的货币政策手段，它能对市场流动性与利率产生影响，因此在图2的3幅子图中均体现出明显的波动。但是数据显示，央票操作对社会融资规模的冲击效果在第12期后就基本趋于零，相对市场利率的冲击效果持续时间要短，而且市场利率作为中介变量对央票利率的响应速度快于货币供应量与社会融资规模两个变量。这说明目前我国，央票更多体现出价格型货币政策操作工具的特点，它可能的更迅速的传导路径是，央行先通过央票操作改变央票利率，然后央票利率作为一种基准利率，引导市场利率的走势，因此数据显示作为中介目标的市场利率会较另两个变量反应速度更加敏感。

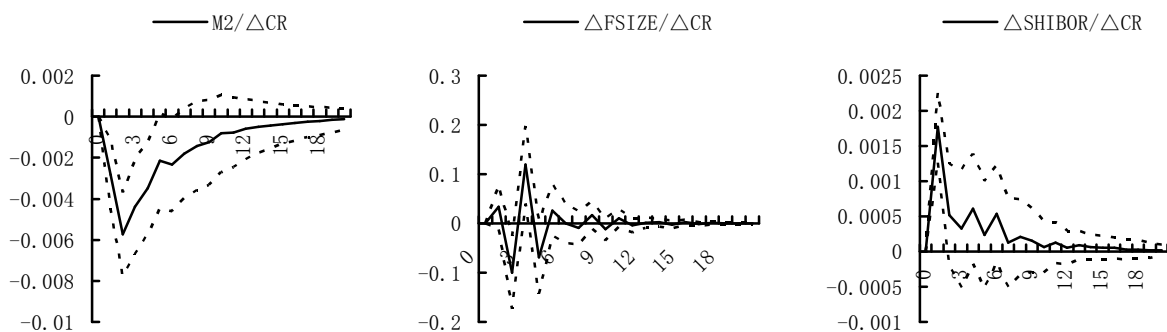


图2 中介目标变量对货币政策（央票操作）的脉冲响应

(二) 中介目标变量对货币政策最终目标的影响

1. 各区域经济增长对货币供应量的脉冲响应函数

图3的数据显示，对于发达地区，货币供应量1标准差的正向冲击对经济增长在第2期达到最大响应值，为0.010077，然后迅速的下降到第5期达到最大负值-0.00385，此后影响逐渐弱化；对于次发达地区的影响同样在第2期达到最大响应值，为0.009206，然后逐渐下降，到第8期达到最大负响应值-0.00198；

对于欠发达地区，对货币供应量的最大响应值则出现在第3期，为0.00855，然后迅速下降，直到第7期达到最小响应值-0.00218。三个地区的经济增长对货币供应量都形成了正向的响应，且持续时间也基本相同，说明货币供应量对不同地区都产生了有益的影响。

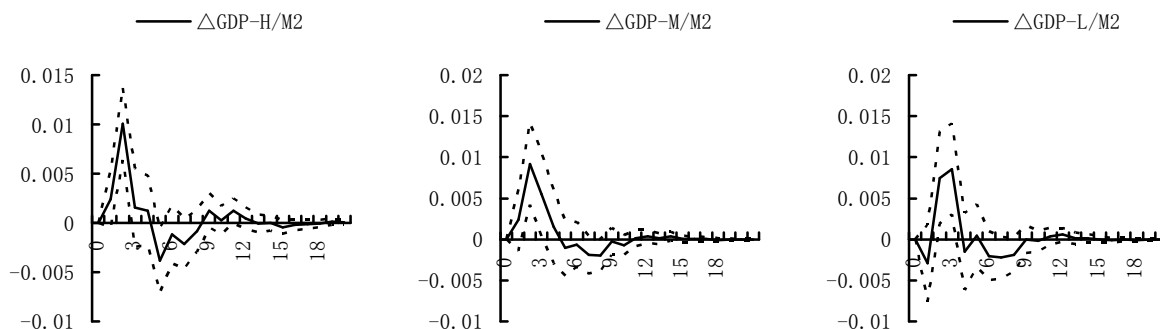


图3 经济增长对中介目标（货币供应量）的脉冲响应

2.各区域经济增长对社会融资规模的脉冲响应函数

图4的数据显示，1标准差社会融资规模增长带来的冲击使发达地区的经济增长在第2期达到了最大的负响应值-0.00828，经过较大的波动后在第4期达到峰值0.005703，随后继续波动然后影响逐渐趋于0；对于经济次发达地区，1标准差社会融资规模变化对经济增长的影响同样在第2期达到最大的负响应值-0.00877，并且在下一个时期迅速上升到峰值0.000694；在经济欠发达地区，社会融资规模对经济增长的影响同样在第2期达到最大响应值-0.00545，随后在第4期迅速上升到达峰值0.005111，在第5期后影响逐渐趋近于0。各地区经济增长对存准率的响应速度基本相同，但社会融资规模的增加对经济增长的刺激效果一开始并不一致，特别是对于欠发达地区与另外两者一开始受到的作用方向完全相反；另外社会融资总规模对发达地区与次发达地区影响的持续期要长于对欠发达地区的影响。

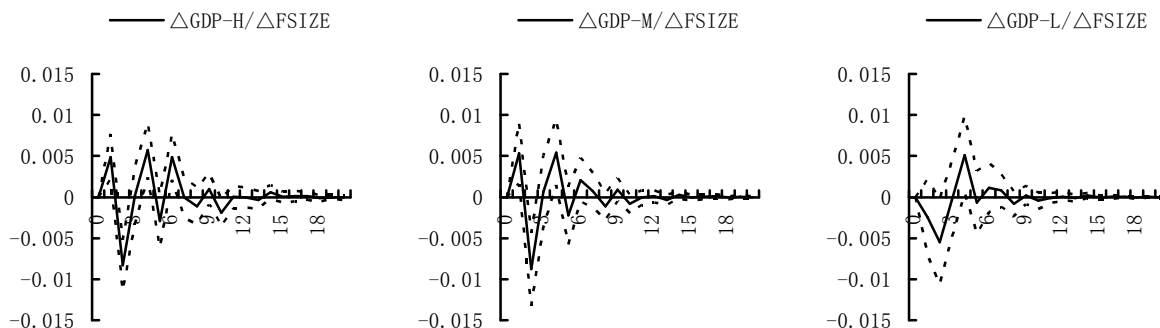


图4 经济增长对中介目标（社会融资规模）的脉冲响应

3.各区域经济增长对市场利率的脉冲响应函数

对比图5的三幅图的数据我们得到，对于经济发达地区，市场利率1个标准差的正向冲击对经济增长的影响在第2期达到峰值0.00362，然后迅速下降到第2期引起经济增长最大响应，响应值为-0.00722个单位；对于经济次发达地区，响应值也在第2期达到最大，但是该值为正数0.009253，然后迅速下降，在下一期降为最大负值-0.0069，此后缓慢增加直至趋近于零；在经济欠发达地区，在第2期达到最大响应值0.009938，然后在下一期变成最大负响应值-0.00587。数据结果表明，市场利率的冲击对于三个地区的作用时滞相同，都在第2期达到冲击效果的最大值；同时货币政策效果在欠发达地区持续时间不长，第9期便趋于平缓，而发达地区与次发达地区的政策效果可以持续到第18期左右。

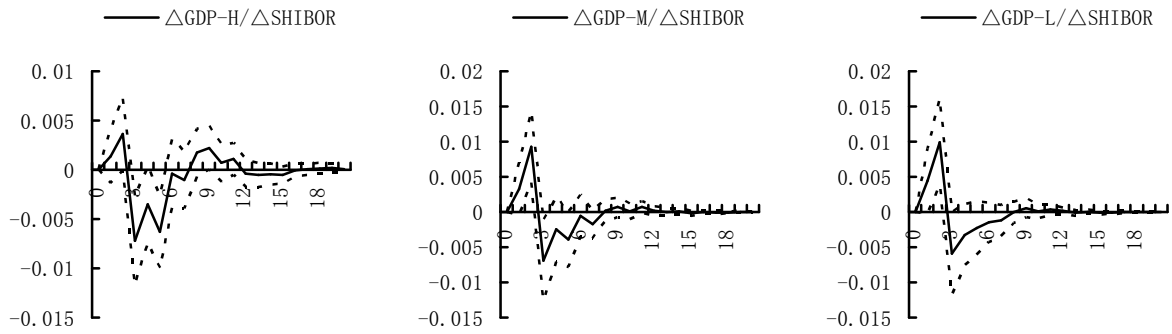


图5 经济增长对中介目标（市场利率）的脉冲响应

4. 各区域物价水平对货币供应量的脉冲响应函数

图6的数据显示，货币供应量1个标准差的正向冲击对发达地区的物价水平在第1期便达到最大的负响应负值-0.00116，此后在第4期达到0.003385个单位的最大正值，然后逐渐下降直至收敛至0点；次发达地区的物价水平同样在第1期就达到最大负值-0.0016，此后快速上升，在第3期达到最大响应值0.004476；对于欠发达地区，同样在第1期响应值为最大负值-0.00102，然后在第3期达到最大响应值0.003653。数据检验结果表明，货币供应量的冲击对三个地区和全国的影响都是相似的，但是经济次发达地区达到冲击峰值的时滞较另外两者稍微多一个时期；其次，次发达地区物价水平对货币供应量的响应幅度最大，最小的是发达地区。

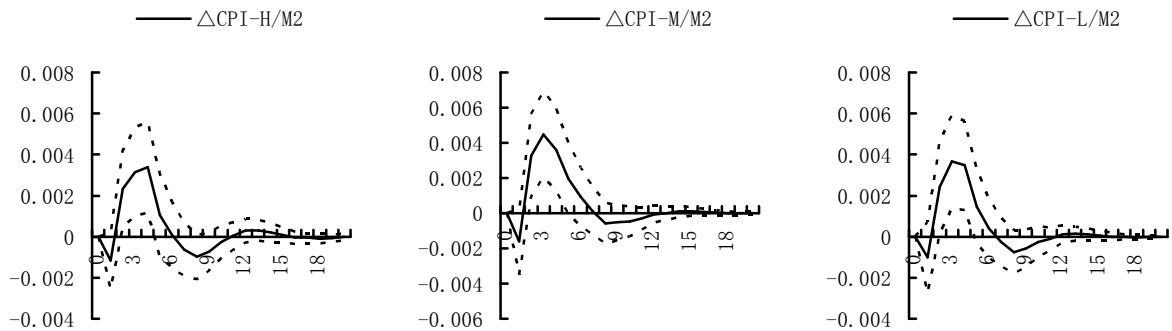


图6 物价水平对中介目标（货币供应量）的脉冲响应

5. 各区域物价水平对社会融资规模的脉冲响应函数

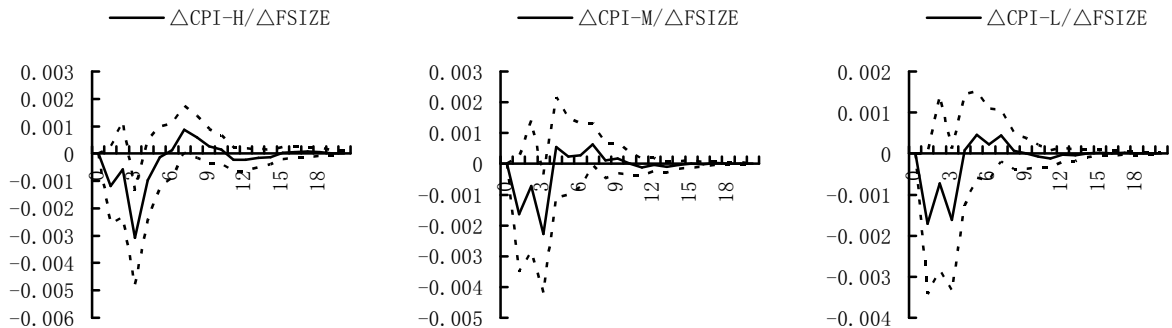


图7 物价水平对中介目标（社会融资规模）的脉冲响应

数据显示，社会融资规模对经济发达地区的冲击使其物价水平在第3期达到最大响应值-0.00308，随后响应值逐渐上升在第6期转变为正数，此后慢慢趋近于0；次发达地区也在第3期达到最大响应值-0.00228，

然后快速上升到第 4 期的峰值 0.000556，此后在 0 附近徘徊；欠发达地区物价水平对社会融资规模的脉冲响应在第 1 期便达到最大响应值-0.0017，然后向 0 点收敛。整体看来，社会融资规模的脉冲冲击效果的趋势相似，但各区域间存在着差异，欠发达地区的物价水平对社会融资规模的响应速度最快，在第 1 期便达到首次冲击的极值；另外，经济发达地区的物价水平受到社会融资规模变动影响最大，经济欠发达地区受影响最小。

6. 各区域物价水平对市场利率的脉冲响应函数

图 8 显示，对经济发达地区，市场利率一个标准差的正向冲击使物价水平增长在第 2 期达到最大响应值 0.004669 个单位，之后响应值下降，第 5 期开始转负，并在第 7 期达到最大负值-0.00167；对于经济次发达地区，在第 1 期便达到了最大响应值 0.004942，下降至第 5 期开始转负后逐渐收敛于 0；欠发达地区同样于第 2 期达到 0.003294 的最大响应值，然后缓慢转负后又收敛于 0。对比数据可知，经济次发达地区的物价水平对市场利率的响应速度稍快于另外两个变量一期，但对经济发达地区作用时间明显长于另外两个地区；另外，市场利率的增加对物价水平的刺激在次发达地区亦最为明显，发达地区次之，对欠发达地区的经济拉动则略逊一筹。

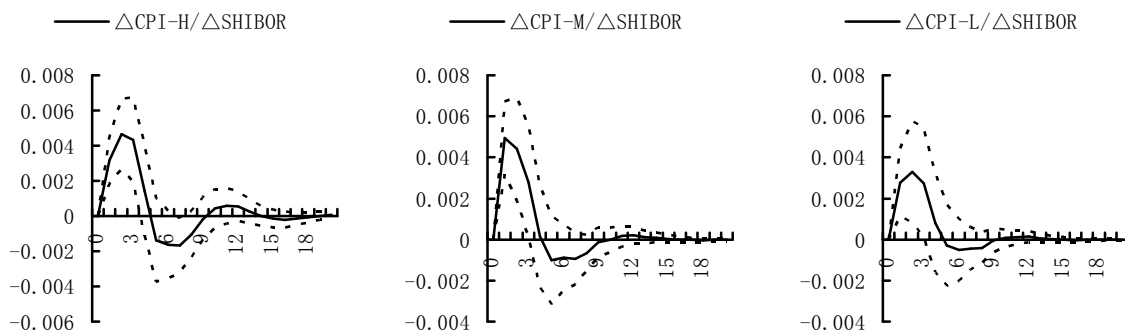


图 8 物价水平对中介目标（市场利率）的脉冲响应

（三）异质型经济环境对中介目标的脉冲响应

我们将以上 6 组货币政策的冲击效果按三组地区分类综合进行进一步的比较，得到图 9 至图 11。其中 SHOCK1 代表经济变量对中介目标货币供应量（M2）的脉冲响应；SHOCK2 代表经济变量对中介目标社会融资总规模（FSIZE）的脉冲响应；SHOCK3 代表经济变量对中介目标市场利率（SHIBOR）的脉冲响应。每一组图的第一幅表示物价水平的波动，第二幅图表示经济增长的波动。

1. 发达地区的脉冲响应

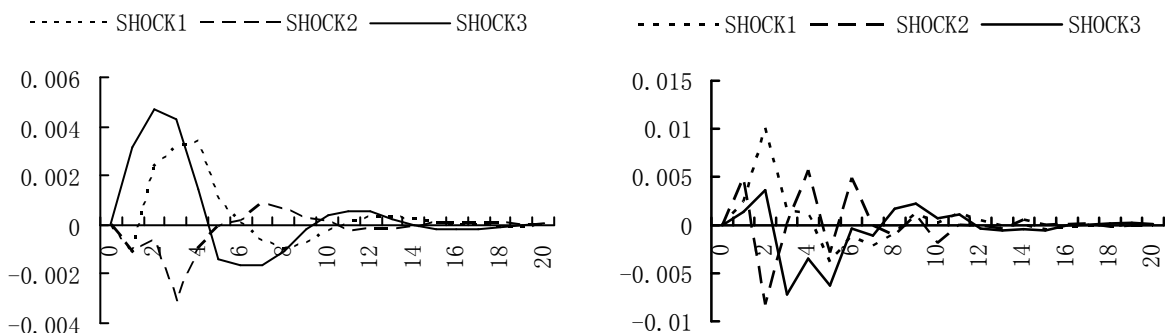


图 9 不同中介目标对发达地区脉冲响应对比图

图 9 显示了经济发达地区物价水平和经济增长对不同中介目标的脉冲响应对比图，可以直观的发现在经济发达地区，市场利率波动对物价水平影响最大，而货币供应量对经济增长的影响最大。同时，通过计算得到物价水平与市场利率的相关系数为-0.78544，与货币供应量的相关系数为 0.057868，社会融资规模的最弱，仅有 0.005952，也就是说发达地区的物价水平对市场利率的波动有最显著的反应，货币供应量次之，

而社会融资规模最为缓和；而发达地区的经济增长率同样对市场利率的变化最为敏感，货币供应量次之，社会融资规模产生的影响最微弱，经济增长率与市场利率的相关系数为-0.36983，远高于货币供应量的-0.07664 与社会融资规模的-0.01888。

2.次发达地区对不同中介目标的脉冲响应函数

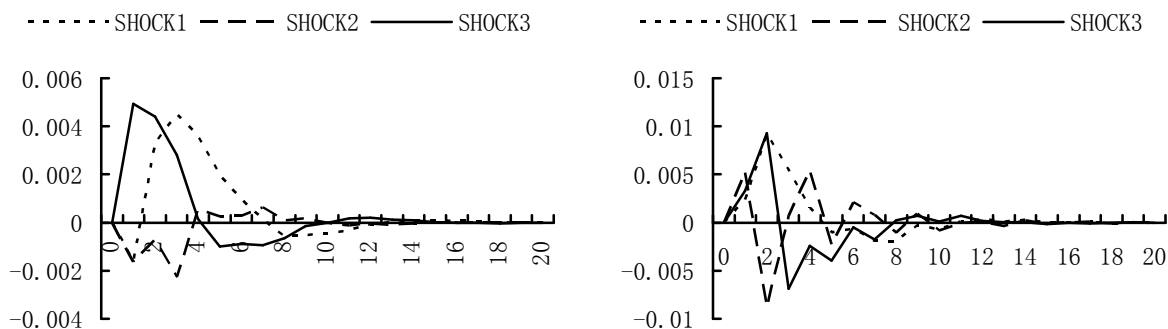


图 10 不同中介目标对次发达地区脉冲响应对比图

图 10 显示了经济次发达地区物价水平和经济增长对不同中介目标的脉冲响应对比图。分析相关数据可知，物价水平对货币供应量和市场利率变化的最大响应值明显大于社会融资规模，且社会融资规模与物价水平的相关性较另外两者微弱许多。与经济发达地区相似，经济次发达地区不论是物价水平还是经济产出受到市场利率的影响都更大，相关系数分别为-1.27613 和-0.90693，货币供应量次之，相关系数分别为 0.018538 和-0.09591，社会融资规模的影响最微弱，相关系数分别为 0.003399 和-0.02251。

3.欠发达地区对不同中介目标的脉冲响应函数

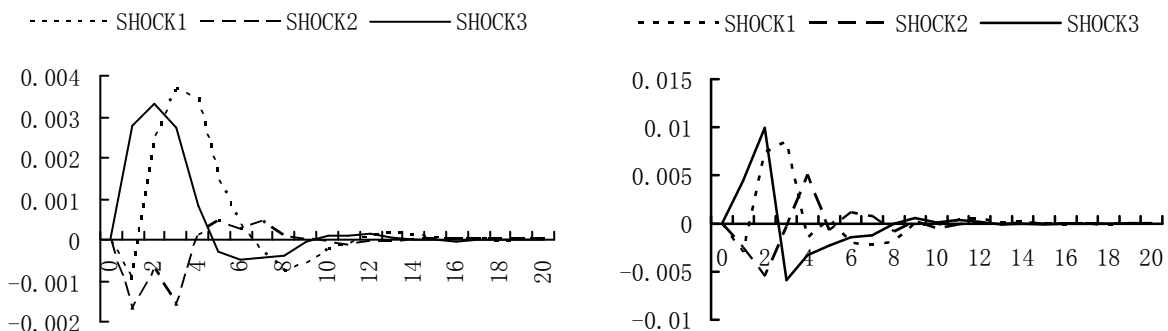


图 11 不同中介目标对欠发达地区脉冲响应对比图

图 11 显示了经济欠发达地区物价水平和经济增长对不同中介目标的脉冲响应对比图。经济欠发达地区的物价水平对货币供应量的响应值最大，市场利率次之，社会融资规模微弱，且要小很多；经济增长水平则受市场利率冲击的最大响应值最大，与货币供应量差不多，且均稍长于社会融资规模。相关数据显示，欠发达地区的物价水平对货币供应量的相关系数为-0.01272，与社会融资规模的相关系数为 0.003694，而与市场利率的相关系数为-0.74411。该地区经济产出对货币供应量、社会融资规模和市场利率的相关系数则分别为 0.099896、0.005291 和-1.25769。以上三组图显示出中介目标变量在异质型经济地区产生了差异化的影响效果。

四、结论与建议

货币政策的中介目标是货币政策传导路径中“上承下达”的一个重要环节，中央银行通过调整操作工具来实现中介目标，并通过中介目标的变动来引导最终目标的实现。所以，选择恰当的中介目标变量，有利于充分传达中央银行的政策意图，达到较好的货币政策传导效果。本文使用结构向量自回归模型（SVAR）的技术方法，对中国近年来常用的货币政策中介目标变量（社会融资规模、货币供应量、市场利率等）的

传导效果进行了比较与实证检验。

实证结果显示：目前看来，三个中介目标变量各有千秋。货币供应量、社会融资总规模与市场利率都能对货币政策操作工具做出响应，并对货币政策最终目标产生有益的影响，这说明三个变量在相关性方面都有比较好的表现效果；但是从可控性方面来说，社会融资规模作为中介目标相对于货币供应量与市场利率的脉冲响应更加稳定，冲击效果也更大；从可测性来看，市场利率作为中介目标对最终目标的影响较另外两个变量更加显著。且不论是从受到冲击后达到政策效果的时滞还是与最终目标的相关度方面在三个不同地区都有着更好的显示数据，这说明在经济异质型地区，中介目标变量体现出了不同的传导效果。

针对以上实证结论，结合我国当前的实际经济背景，我们提出以下政策主张：

首先，从操作工具对中介目标的影响来看，现阶段数量型目标变量的表现优于价格型目标变量，其中社会融资规模不论是从响应效果还是作用时滞方面都具有优势，因此目前仍然可以继续使用社会融资总规模作为货币政策的中介目标变量。

其次，从中介目标对最终目标的影响来看，价格型目标变量要优于数量型目标变量，市场利率作为中介目标对最终目标的冲击效应不论是在发达地区、次发达地区还是欠发达地区都是最显著的，因此应当进一步加大市场利率作为中介目标变量的使用力度。

最后，研究结果表明社会融资规模和市场利率等中介变量在可控性和可测性上都具有各自的相对优势，但是这种优势并不绝对，所以多种货币政策中介目标变量应当相互协同起来使用，同时还要努力的关注货币政策与其他宏观调控政策如财政政策与税收政策的联动。

参考文献

- [1]Kasekende, Louis, Martin Brownbridge. Post-crisis Monetary Policy Frameworks in sub-Saharan Africa[J].African Development Review, 2011,NO.2:190-201.
- [2]Caria R, Schaller H. Are the effects of monetary policy asymmetric[J].Economic Inquiry, 2002, NO.1:102-119.
- [3]Chang,C.H, Chan,K.C, Fung,H.G .Effect of Money Supply on Real Output and Price in China[J].China & World Economy, 2009,NO.2:35-44.
- [4]Xi Jun-yang, He Yun_song . The Welfare Losses of China's Monetary Policy and the Selection of Intermediate Target: A New Keynesian DSGE Model[J].Journal of Finance and Economics,2010,NO.2: 89-98.
- [5]Petre Caraiani. Money and output: New evidence based one wavelet coherence[J].Economics Letters, 2012, NO.3:547-550.
- [6] Olivier Blanchard,Giovanni Dell' Ariccia and Paolo Mauro. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular[R]. IMF Staff Discussion Note, 2013.
- [7]蒋瑛琨,刘艳武,赵振全.货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析——兼论货币政策中介目标的选择[J].金融研究,2005,(5):70—79.
- [8]李正辉,蒋赞,李超.DIVISIA 加权货币供应量作为货币政策中介目标有效性研究——基于 LSTAR 模型的实证分析[J].数量经济技术经济研究,2012,(3) :102—127.
- [9]盛松成.社会融资规模与货币政策传导[J]. 金融研究,2012, (10) :1—14.
- [10]徐国祥,郑雯.中国金融状况指数的构建及预测能力研究[J].统计研究,2013(8) :17—24.
- [11]牛润盛.金融脱媒背景下社会融资规模的工具选择[J].金融监管研究,2013(9) :46—61.
- [12]王铭利.社会融资规模的可控性研究[J].金融理论与实践,2014(6) :62—66.
- [13]郭丽虹, 张祥建, 徐龙炳.社会融资规模和融资结构对实体经济的影响研究[J].国际金融研究, 2014(6) :66—74.
- [14]刘明志.货币供应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.
- [15]盛松成,吴培新.中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标, 两调控对象”模式研究[J].经济研究,2008,(10) :37—51.
- [16]冯涛,乔笙,苑为.双重调控下的货币政策绩效研究[J].金融研究,2006,(2) :44—51.
- [17]于慧君,邱长溶.目前利率作为货币政策中介目标的条件尚未成熟[J].经济研究参考,2008,(12) :18—19.
- [18]蔡彤娟,张晓延,杨崇兵.利率市场化改革背景下我国货币政策中介目标的选择[J].宏观经济研究, 2014,(10) :85—98.
- [19]熊启跃,张依茹.货币政策信贷渠道的经济区域效应研究 :基于我国 31 个省际面板数据的经验证据[J].投资研究,2012,(7) :78—89.