

# 欧元区中央银行资产负债表政策传导渠道 有效性分析<sup>\*</sup>

张靖佳

**内容提要:**本文运用因素增广向量自回归模型,研究了欧元区中央银行资产负债表政策的传导渠道有效性。在此基础上,比较了我国结构性货币政策与欧元区中央银行资产负债表政策传导渠道的异同。研究发现:(1)从资产组合重新配置渠道来看,欧元区的资产组合重新配置渠道使投资者更倾向于持有国债等安全资产;而中国结构性货币政策则相反,使投资者持有更多风险资产。虽然二者的传导渠道都是有效的,但其作用迥异。(2)从对实体经济影响来看,欧元区中央银行资产负债表政策并未推高CPI,但中国结构性货币政策使CPI不断上升。同时,欧元区和中国的政策对投资类变量的影响具有相似性,都推高了固定资产投资,但对工业产出的刺激能力有限。(3)从对就业等指标的影响来看,相对欧元区来说,短期内我国政策对就业的影响虽然更有效,但长期来看政策效果没有持续性。我国结构性货币政策应关注实体经济的流动性与CPI之间的平衡,同时关注政策对投资者偏好的引导,控制投资者对风险资产的需求。

**关键词:**欧元区中央银行 资产负债表政策 资产组合 配置渠道 实体经济

## 一、引言

自2007年8月开始,欧洲央行为应对全球金融危机带来的银行间市场流动性稀缺,推出了一系列中央银行资产负债表政策,即“信贷强化支持”政策(Trichet,2009)。作为继美国之后第二个实施中央银行资产负债表政策的经济体,欧元区的金融市场和实体经济对该政策的反应一直受到学者们的关注(Pisani-Ferry & Posen,2010;Stolz & Wedow,2010)。根据既有研究,欧元区“信贷强化支持”政策主要通过资产组合重新配置渠道进行传导(Fratzscher et al,2014;Beirne et al,2011)。<sup>①</sup>然而,既有研究所采用的方法受制于宏观的局限性和选择的随意性,难以避免Bernanke et al(2005)所指出的传统实证方法中由于变量选择的局限性所导致的三个问题:(1)由于中央银行和私人部门的一些信息没有反映在实证模型中,因此对政策工具的评估有失

偏颇;(2)诸如实际经济活动的广义经济概念的具体时间序列选择通常是随意的;(3)只能观察到包含在实证模型中变量的反应,而这些变量仅是研究和政策制定所关心变量的一小部分。既有研究表明,因素增广向量自回归(FAVAR)不仅能分析传统货币政策的传导渠道,也在分析中央银行资产负债表政策等领域得到了有效的应用。Dahlhaus et al(2014)运用Bernanke et al(2005)的方法分析了美国量化宽松政策对加拿大宏观经济的跨国影响;Girardin & Moussa(2009)在结构模型的基础上,运用修正的FAVAR模型分析了日本2001—2006年量化宽松政策的传导渠道有效性。因此,我们选择FAVAR方法研究欧洲央行和中国人民银行资产负债表政策在传导渠道有效性方面的差异。

从中央银行资产负债表政策传导渠道的含义来看,资产组合重新配置渠道主要是指,当货币是其他金融资产的不完全替代品时,中央银行资产负

<sup>\*</sup> 张靖佳,南开大学APEC研究中心,邮政编码:300071,电子邮箱:vanillajia@163.com。感谢天津市哲学社会科学规划项目(TJYY15-007)和2016年度基本科研业务费专项资金项目(63162114)的支持。感谢匿名审稿专家的修改意见,文责自负。

债表政策会带来大量的货币供应,进而会促使投资者重新配置其资产组合,使非货币资产的价格上升、风险溢价乃至收益率下降,从而使私人的资产组合风险降低。由于投资者在既定总风险水平下最大化其目标收益,因此愿意持有更多风险资产(Bernanke & Reinhart, 2004)。因此,既有研究对这一渠道的考察主要是10年期国债收益率和股票价格对该政策的反应(Oda & Ueda, 2005; Takeda et al, 2005; Borio & Disyatat, 2010)。在此基础上,中央银行资产负债表政策还会对其他实体经济变量产生影响,包括通胀率、工资率和就业率等。由于欧元区的物价稳定和充分就业是重要的货币政策最终目标,因此中央银行资产负债表政策对这些实体经济变量的影响也是至关重要的。本文基于FAVAR方法,运用宏观经济变量所提取出的主成分来分析欧元区中央银行资产负债表政策的资产组合重新配置渠道有效性,弥补了既有研究中所遗漏的宏观经济变量信息,以此更加深入地考察该

政策的有效性。

在考察欧元区中央银行资产负债表政策的有效性时,我们首先需要选择该政策的代理变量。根据既有研究(Trichet, 2009),“信贷强化支持”政策包括两个方面五种工具。第一个方面是流动性管理方法,共包括四种工具:固定利率全面配给、抵押资产列表扩充、再融资展期以及提供外币再融资。第二个方面是直接购买证券,包括担保债券购买计划(CBPP)和证券市场计划(SMP),主要工具及推出时间见表1。考虑到工具种类的繁多、工具运用时间的差异以及数据的可得性,很难将每种工具的规模作为“信贷强化支持”政策的代理变量。根据Bernanke(2009)和Bernanke & Reinhart(2004),中央银行总资产与名义GDP之比可以作为中央银行资产负债表政策规模的代理变量。因此,为了更加全面地考察“信贷强化支持”政策的一揽子工具所带来的影响,本文选择欧洲央行资产负债表中2007—2010年总资产规模作为代理变量。

表1 欧洲央行“信贷强化支持”政策主要工具一览表

开始时间	主要工具	目标
2007.12	中央银行流动性互换	为欧元区金融机构提供美元流动性
2008.03	再融资展期(6个月期)	为存款机构提供短期融资渠道
2008.10	固定利率全面配给信贷	在银行间市场交易出现问题时保证货币政策传导渠道有效性
	抵押资产列表扩充	在金融危机时期放松对银行的流动性约束
2009.05	再融资展期(1年期)	提供更长期的、成本更低的央行信贷
2009.06	担保债券购买计划(CBPP)	为银行提供更长期的融资渠道,以应对银行资产和负债的期限错配
2010.05	证券市场计划(SMP)	防止非正常的市场分割和流动性稀缺
2010.06	欧洲金融稳定便利	稳定欧元区金融市场

资料来源:根据欧洲央行网站中“The ECB’s Enhanced Credit Support”和“The ECB’s Non-Standard Measures-Impact and Phasing-out”提供的信息整理而得。

欧元区与我国都是银行主导的金融市场,其央行在金融危机中也都是以应对外部冲击为主。我国央行为应对后危机时代所呈现的“全球量化宽松政策退出危机”,自2012年以来出台了一系列中央银行资产负债表政策(表2),并在很大程度上借鉴了欧洲央行的政策(刘澜飏等,2014;陈磊、侯鹏,2011;刘克崧、翟晨曦,2011)。因此,研究欧洲央行资产负债表政策的传导渠道对我国实施结构性货币政策更有借鉴意义。我国的资产负债表政策主要包括两大方面。一方面,旨在解决我国银行市场中流动性不足,包括再贷款政策、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款工具

(PSL)等。其中,抵押补充贷款政策与英国的“融资换贷款”政策和欧元区的抵押资产列表扩充政策(钟正生,2014),都是央行将银行贷款纳入央行的合格抵押品框架,解决商业银行有价证券过少和再贷款信用风险问题。此外,央行在实施抵押补充贷款政策时会针对不同扶持力度的行业贷款制定差异化的利率,从而实现央行对行业的结构化流动性管理。另一方面,中央银行资产负债表政策旨在为特定的行业和特定类型的金融机构进行“定向”流动性供给,包括对“三农”、小微企业等领域的再贷款政策,针对扶持“三农”的金融机构降低存款准备金率要求,为符合央行宏观审慎政策的银行“定向”投

放流动性的相应政策等。这些旨在为金融机构以及银行间市场提供流动性的政策,与欧元区“信贷

强化支持”政策工具的目标和方式较为类似,在传导渠道上也与欧元区相似。

表2 中国人民银行资产负债表主要政策工具一览表

政策	时间	目标	资料来源
再贷款政策创新	2012年始	引导金融机构改进对旅游业和水利改革发展的金融支持和服务;积极引导信贷资源投向小型微型企业、“三农”、保障性住房、战略性新兴产业等重点领域和薄弱环节;严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款	2012年1季度货币政策执行报告
公开市场操作创新	2013年初	创设公开市场短期流动性调节工具(SLO),作为常规公开市场操作(正/逆回购)的补充,更加灵活地调节市场流动性	2013年1季度货币政策执行报告
准备金率政策创新	2012年始	通过对“三农金融事业部”实施差别化存款准备金率的办法,实现央行对所扶植行业的结构化流动性管理	2013年1季度货币政策执行报告
常备借贷便利	2013年初	借鉴美联储的贴现窗口、欧央行的边际贷款便利、英格兰银行的操作性常备便利等,央行实施了常备借贷便利(SLF),旨在满足金融机构期限较长的大额流动性需求	2013年1季度货币政策执行报告
中期借贷便利	2014年9月	中期借贷便利(MLF)是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具,对象为符合审慎管理要求的商业银行、政策性银行,采取质押方式发放,并提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品	2014年3季度货币政策执行报告
抵押补充贷款	2014年9月	抵押补充贷款(PSL)为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度	2014年3季度货币政策执行报告

资料来源:根据我国各年货币政策执行报告信息整理。

基于此,本文从两方面补充了既有研究的不足:(1)运用FAVAR模型分析欧洲央行资产负债表政策的传导渠道及对实体经济的影响,这一方法有效解决了传统实证方法对变量选取的随意性和对部分重要宏观经济信息的遗漏问题。在既有对欧洲央行资产负债表政策的分析中,尚未有运用FAVAR方法进行检验的研究,更未有研究揭示该政策对实体经济变量的影响。目前,欧洲央行资产负债表政策的分析主要限于对金融市场的影响(Fratzsch et al, 2014)。(2)将欧洲央行资产负债表纳入FAVAR分析框架,通过将欧洲央行总资产作为货币政策冲击来刻画欧元区中央银行资产负债表政策对宏观经济变量的影响,并根据脉冲响应判断该政策传导渠道的有效性。

## 二、文献述评

既有研究表明,“资产组合重新配置渠道”是中央银行资产负债表政策的重要传导渠道。其中,货币政策“资产组合重新配置渠道”最早由凯恩斯主义者(Tobin, 1969)和货币主义者(Brunner & Meltzer, 1973)提出。而中央银行资产负债表政策的资产组合重新配置渠道最早由Bernanke & Reinhart(2004)针对日本广义量化宽松政策提出。理

论上,资产组合重新配置渠道有效的必要条件是“公开市场操作无关命题”<sup>②</sup>(Eggertsson & Woodford, 2003)的两个前提假设无效,即不满足:(1)收入的边际效用不依赖于金融资产价格;(2)当期的央行扩张性货币政策不影响人们对未来货币、财政政策的预期。假设(1)不成立意味着在经济面临零利率约束时,央行增加实际货币供给会改变代表性主体的效用,从而促使人们调整其资产组合,改变货币持有量。如果央行通过购买短期国债来达到货币扩张的目的,那么该渠道无效,其原因是在零利率约束下,短期国债对货币几乎是完全替代品,人们对二者的偏好无差异(Ugai, 2007; McCallum, 2001)。因此,面临零利率约束时,央行公开市场操作应选择货币的不完全替代品进行操作,这样才能保证资产重新配置渠道的有效性。

学者们对资产组合重新配置渠道所影响的不完全替代的金融资产收益风险溢价有两种不同观点。一种观点认为,该渠道通过基础货币供给改变不同金融资产的供求关系,从而提高风险资产的价格,并降低其风险溢价。Oda & Ueda(2005)为了检验2001—2003年日本中央银行资产负债表政策的资产组合重新配置渠道的影响,将日本央行的准备金余额和其直接购买的日本长期国债作为解释变量,

对收益率曲线中的风险溢价因素进行回归分析。研究发现,日本3年期、5年期和10年期的国债收益率与日本央行准备金余额之间的关系不显著,因此认为资产组合重新配置效应不存在。Kimura & Small(2006)在资产定价模型(CAPM)基础上,通过金融资产的供求变化来检验资产组合重新配置渠道。该研究对2001—2004年日本量化宽松政策进行研究,以私人金融资产收益的变动为被解释变量,以日本央行的准备金余额为解释变量,发现高质量企业债券的信贷利差显著降低。另一些学者对美国量化宽松政策的资产组合重新配置渠道进行研究,发现该政策显著降低了美国国债收益率。这说明投资者为了降低资产组合的风险,应增持具有逆周期收益特征的证券,比如日本国债。Barroso(2016)发现美国量化宽松政策的资产组合重新配置渠道使美国投资者持有更多新兴市场国家的外国资产。Saito & Hogen(2014)分析了2013年4月日本量化宽松政策的资产组合重新配置渠道,发现该政策增加了股票、互惠基金和公司债券等风险资产的投资,同时降低了对日本国债的投资。Joyce et al(2014)研究了英格兰银行的量化宽松政策对本国保险公司和养老基金投资行为的影响,发现该政策的资产组合重新配置渠道使投资者更倾向于持有公司债券等风险资产,而减少持有金边债券等安全资产。

另一种观点从流动性溢价角度来解释资产组合重新配置渠道对不完全替代金融资产的影响。由于货币和债权、资产之间存在流动性差异,因此用另外两种资产交换货币会增加私人部门的流动性(Yates, 2003)。基础货币供给通过增加经济中的流动性缓解流动性约束,降低流动性溢价,使资金从存款机构流向投资机构,从而刺激投资(Kiyotaki & Moore, 2001)。Takeda et al(2005)从日本国债的流动性溢价角度对2001—2005年日本量化宽松政策的资产组合重新配置渠道进行研究,发现在2001年3月日本央行实施量化宽松政策时,流动性溢价显著降低。Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen(2012)对美联储购买长期国债和长期债券的有效性进行了分析,认为美国量化宽松政策增加了投资者所持证券的流动性,从而提高了债券的流动性溢价。Fratzschler et al(2014)从流动性溢价角度,运用面板数据对欧洲央行非传统货币政策的跨国资产重新配置渠道进行分析,发现该政策能有效提振股票资产价格,降低债券市场分割。

从已有研究看,不论是从风险溢价还是流动性溢价角度,资产组合重新配置渠道的存在性和其效应的规模都存在争议。

### 三、计量模型设定与数据说明

#### (一)引入中央银行资产负债表政策指标的FAVAR模型

根据Bernanke et al(2005),假设 $Y_t$ 是 $w \times 1$ 阶可观测因素向量,能够影响宏观经济运行情况。 $Y_t$ 所包含的宏观经济变量与传统VAR模型一致。 $X_t$ 为 $n \times 1$ 阶经济变量向量,与因素向量 $F_t$ 和 $Y_t$ 相关。其中, $F_t$ 是不可观测的因素向量,反映在大量宏观经济变量中,为 $\tau \times 1$ 阶( $n > \tau$ ); $Y_t$ 是可观测的因素向量,为 $w \times 1$ 阶。假设 $(F_t, Y_t)$ 的动态方程为:

$$\begin{bmatrix} F_t \\ Y_t \end{bmatrix} = \Phi(L) \begin{bmatrix} F_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + v_t \quad (1)$$

其中, $\Phi(L)$ 为有限 $d$ 阶分布滞后多项式<sup>③</sup>;  $v_t$ 为均值为0,协方差矩阵为 $Q$ 的误差项<sup>④</sup>。

由于(1)式中含有无法直接观测到的变量 $F_t$ ,因此不能对(1)式直接进行估计,而应先将这些不能直接观测到的变量估计出来。根据经济学变量之间的相互联系,不可观测因素 $F_t$ 和可观测因素 $Y_t$ 都反映在一系列宏观经济变量的时间序列中。假设反映信息的时间序列 $X_t$ 为 $n \times 1$ 阶向量, $X_t$ 与 $F_t$ 和 $Y_t$ 的关系式为:

$$X_t = K^F F_t + K^Y Y_t + \epsilon_t \quad (2)$$

其中, $K^F$ 、 $K^Y$ 分别为 $n \times \tau$ 和 $n \times w$ 阶的矩阵,误差项 $\epsilon_t$ 为均值为0的 $n \times 1$ 阶向量。根据Bernanke et al(2005),需要运用主成分分析法提取时间序列信息集 $X_t$ 。在不断提取主成分之后,最后得到的主成分之间不存在相互关联,这意味着所有经济变量反映的信息都涵盖在了相互独立的主成分之中。

由于主成分分析法对变量之间的相关性要求相对宽松,因此本文运用Stock & Watson(2005)的两步主成分方法:第一步对(2)式中的 $F_t$ 和 $Y_t$ 提取主成分,得到新的信息集 $\hat{X}_t$ ;第二步在运用标准VAR方法估计FAVAR模型(1)式时,用不可观测变量的估计值 $\hat{F}_t = \lambda(\hat{X}_t - K^Y Y_t)$ 替换 $F_t$ ,其中 $\lambda$ 为 $1 - \tau$ 阶滞后多项式,Stock & Watson(2005)称其为“动态因子载荷”。该滞后多项式反映了第一步提取的主成分对不可观测因素 $F_t$ 的解释程度。通过估计最终得到 $Y_t$ 、 $F_t$ 与 $\hat{X}_t$ 的脉冲响应函数。

为了考察欧洲央行资产负债表政策的资产重新配置渠道,本文根据既有研究(Bernanke, 2009; Bernanke & Reinhart, 2004),在FAVAR模型中以“欧洲央行总资产/名义GDP”作为唯一的可观测变量,即将其作为中央银行资产负债表政策规模的代理变量。

## (二)数据选择与处理

根据Bernanke et al(2005)和Stock & Watson(2005)的FAVAR模型估计方法,我们将美、欧宏观经济变量分为“缓慢变动”和“快速变动”两类,以此将货币政策冲击与可观测到的实体经济冲击进行区分。首先,根据宏观经济变量的变化特征,前述文献认为相对于金融市场变量,实体经济变量具有粘性,变动缓慢。假设诸如产出、就业等变化较慢的变量在货币政策和金融市场冲击发生的一个月内不受影响,而在受到供给、需求等实体经济变动的“缓慢冲击”时发生变化。相应地,诸如股票收益和利率等“快速变动”变量除受到“缓慢”冲击和货币政策冲击的影响之外,还受到对金融市场的“快速冲击”影响(Stock & Watson, 2005)。这一划分变量类别的方式对FAVAR模型准确施加相应类型冲击十分重要。

本文选取了90个欧元区宏观经济变量的月度数据。样本时间区间为2002年11月到2011年11月。欧洲央行2008年10月宣布实施为期12个月的“信贷强化支持政策”(ECB, 2009)。在2009年10月之后,该政策停止。根据Bernanke et al(2005)的研究,FAVAR的时间区间选择只要包含所需研究的政策冲击时间段即可,因此本文选择2002年11月至2011年11月作为研究样本区间,其数据来源为Wind、IFS、EIU Country Data以及Bloomberg数据库。欧元区的“缓慢变动”变量包括工业产出、产能利用率、就业、消费者价格等66个变量;“快速变动”变量包括批发商零售额、建造支出、货币供应量、利率和中央银行资产负债表指标等25个变量。其中,中央银行资产负债表指标与其他变量同为月度数据。为了构造该指标,本文选取欧洲央行总资产规模月度数据,同时对名义GDP的季度数据进行处理,利用Stata将其转化为月度数据。根据Bernanke et al(2005)所运用的方法,本文首先用X12方法对存在季节趋势的数据进行季节调整,在此基础上检验了季节调后数据的异方差性和平稳性,对存在异方差的季节调后数据取对数,之后对存在单位根的数据进行差分。同时,根据既有FA-

VAR研究对数据的处理方法(Bernanke et al, 2005; Shibamoto, 2007; Ahmadi, 2009),在以中央银行资产负债表政策类货币政策工具变量作为政策冲击变量时均取其季调后的原时间序列,以保证中央银行资产负债表政策冲击所表示的宽松政策含义。

本文运用Matlab软件进行FAVAR分析。根据Bernanke et al(2005),我们首先分别对欧元区的宏观经济数据提取4个主成分:CPI、失业率、政策利率和中央银行资产负债表政策指标,之后运用主成分分析方法将上述大量宏观经济变量中所包含的信息提取到相应主成分中,令这些主成分能够反映经济表象背后的不可观测因素,而不是单纯表示其本身反映出来的信息。在此基础上,将中央银行资产负债表政策指标作为唯一的可观测变量,考察其对国债收益率、股票价格、通胀率和其他实体经济变量的影响。

## 四、实证分析与稳健性检验

### (一)主要脉冲结果分析

图1是运用FAVAR方法得到的欧元区各主要宏观经济变量对欧洲央行资产负债表政策的脉冲响应结果,其中,根据既有文献,该政策的资产组合重新配置渠道有效性由长期国债(10年期国债)收益率和股票价格的脉冲响应来解释,对实体经济的影响由CPI、工业产出、产能利用率以及建造支出等变量的脉冲响应来解释。此外,与就业率相关的实体经济变量对该政策的反应由工资和就业率来解释。

首先,从资产组合重新配置渠道有效性来看,欧洲央行资产负债表政策有效降低了10年期国债收益率。与此同时,该政策使股票价格显著下降。根据这一结果,发现欧洲央行“信贷强化支持”政策使投资者更多地持有安全资产,即长期国债,而放弃股票等风险资产,从而造成10年期国债收益率的降低和股票价格的下降。这一结果与2008—2011年美国量化宽松政策对国债收益率的影响(Gagnon et al, 2011; Wright, 2011)以及2001—2006年日本量化宽松政策对金融资产价格的影响(Oda & Ueda, 2005)一致,即欧洲央行资产负债表政策的资产组合重新配置渠道有效。

其次,从对实体经济的影响来看,在欧元区中央银行资产负债表政策冲击下,广义货币供应量M2和CPI都显著下降,同时伴随着工业产出的下降。

与此同时,与投资相关的建造指标在微弱下降后重新上升,而产能利用率在3个月内出现上升反应,在3个月后恢复均衡水平。一方面,这一结果说明在该政策冲击下,欧元区并没有呈现CPI高企的局面,这是由于“信贷强化支持”政策主要针对银行系

统提供流动性,以弥补金融体系中出现的流动性陷阱,因此并未有大量剩余资金流入实体经济,反而是投资者和私人部门受到金融危机的冲击后,出现了购买力和工业产出等方面的收缩。另一方面,该政策通过信号渠道向金融市场注入更多的流动性,有

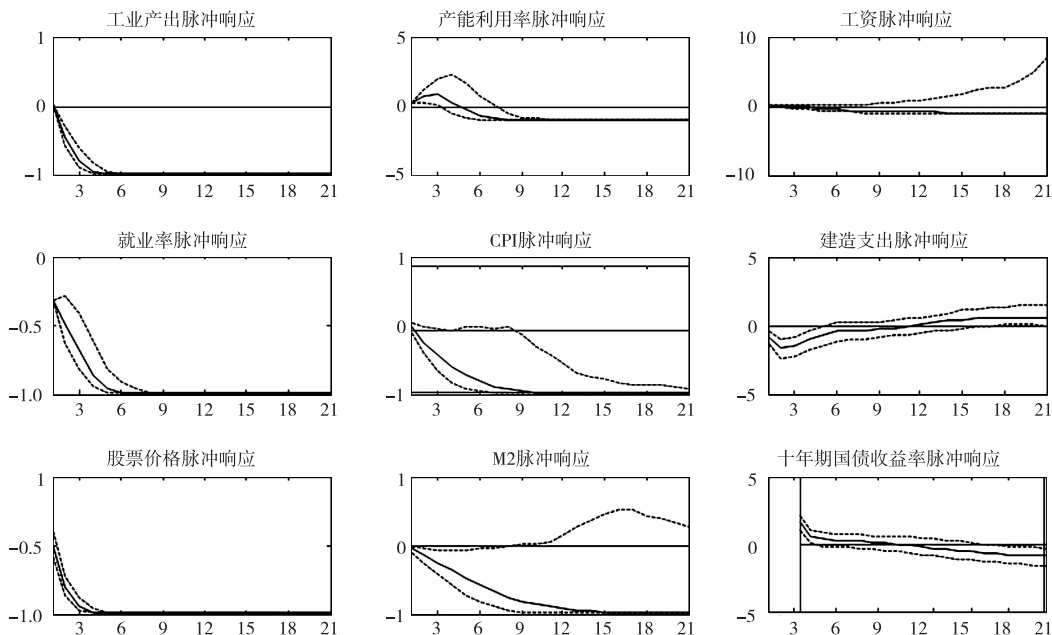


图1 欧元区宏观经济变量对中央银行资产负债表政策的脉冲响应

注:图中所有政策冲击为正。

助于金融机构为投资提供更多的支持,从而在短期内促进投资,因此建造支出和产能利用率都出现上升的反应。然而,这种政策冲击具有时效性,因此产能利用率在6个月左右恢复到均衡水平,政策效果消失。

最后,从与就业相关的实体经济变量反应来看,中央银行资产负债表政策使就业率和工资都有所下降。这一方面说明中央银行资产负债表政策对就业等货币政策最终目标的影响并不尽如人意;另一方面也是由于与就业相关的指标受到金融危机的直接冲击。因此即使实施中央银行资产负债表政策,也难以在短期内有效提高就业率和工资。

## (二) 稳健性检验

为增强模型结果的稳健性,根据 Shibamoto (2007) 中的方法,我们重新划分了“缓慢变动”变量和“快速变动”变量对 FAVAR 模型进行稳健性检验。根据 Bernanke & Mihov (1998) 对非金融和金融变量的定义,非金融变量相对金融变量变动较慢,因此将全部非金融变量划分为“缓慢变动”变量,将金融变量划分为“快速变动”变量。重新划分的缓慢

变动变量包括欧元区工业产出、产能利用率、批发商零售额、建造支出、就业、消费价格等 74 个变量;快速变动变量包括股票市场价格指数、货币供应量、利率和资产负债表指标等 16 个变量。

与图 1 中的主结果对比可知,重新划分“缓慢变动”和“快速变动”变量使脉冲响应结果更加明显。其中,解释资产组合重新配置渠道有效性的 10 年期国债收益率和股票价格依然下降,解释实体经济变量反应的广义货币供应量、CPI 和工业产出出现了更加明显的下降,与投资相关的宏观经济变量结果仍与主结果一致,与就业相关的就业率和工资也呈下降状态。这说明 FAVAR 的主结果具有稳健性,并且相应的中央银行资产负债表政策传导渠道有效性结果具有稳健性。

## 五、我国中央银行资产负债表政策的资产组合重新配置渠道

2012 年开始,我国央行为了更有效地进行经济结构调整,出台了一系列针对特定领域和企业类型的结构性货币政策。其中,2013 年出台的常备借贷



便利(SLF)借鉴了欧洲央行资产负债表政策中的边际贷款便利工具,其资产重新配置渠道也具有一定的相似性。然而,由于我国中央银行资产负债表政策实施的时间较短,并且我国细分的宏观经济变量数据缺失,无法运用 FAVAR 模型对我国中央银行

资产负债表政策的传导渠道有效性进行估计。但通过对中国人民银行公布的 2013 年 6—12 月 SLF 工具规模和我国宏观经济变量的统计描述,能够在一定程度上分析我国中央银行资产负债表政策的资产重新配置渠道以及对实体经济的影响。

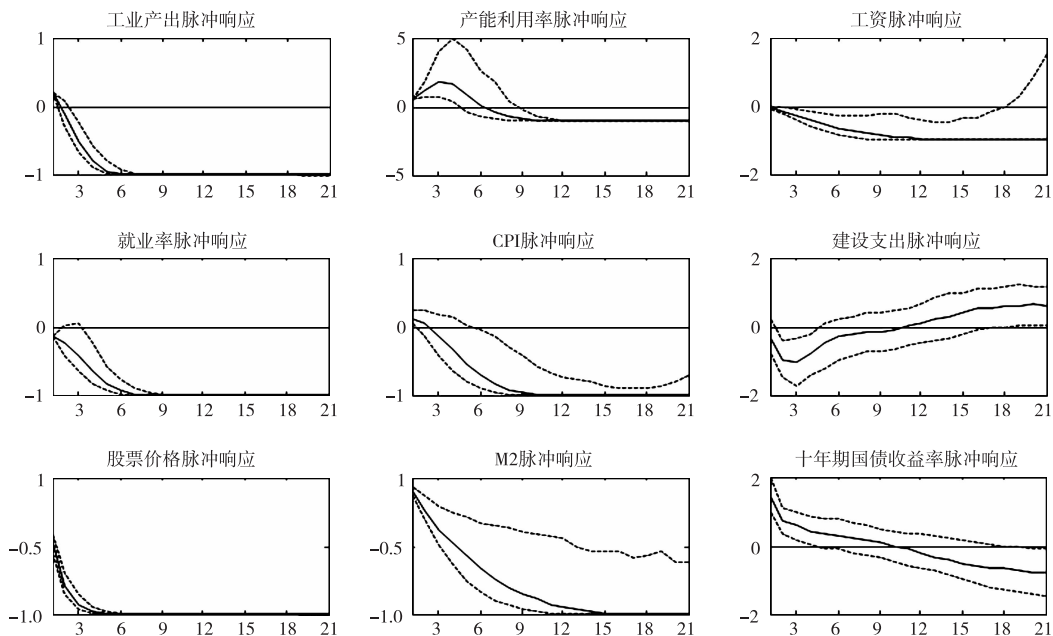


图 2 欧元区宏观变量对中央银行资产负债表政策的脉冲响应:稳健性

注:图中所有政策冲击为正。

参照欧元区资产重新配置渠道所考察的宏观经济变量,我们分析了我国 2013 年下半年常备借贷便利(SLF)规模与 10 年期国债收益率和股票价格指数之间的关系(图 3)。从图 3 可知,随着我国 SLF 规模的上升,10 年期国债收益率不降反增,而股票价格在 6 个月内呈明显的上升状态。这说明我国 SLF 与欧元区中央银行资产负债表政策的资产重新配置渠道有所差异,我国 SLF 促使投资者持有更多的风险资产(股票),而欧元区中央银行资产负债表政策促使投资者持有更多的安全资产(国债)。

图 4 显示了我国 2013 年下半年常备借贷便利(SLF)规模与我国广义货币供给量(M2)和 CPI 之间的关系。随着我国 SLF 工具规模的增加,货币供应量显著上升,但 CPI 只在政策实施最初的 4 个月之内大幅上升,之后逐渐下降。与欧元区中央银行资产负债表政策的影响相比,我国结构性货币政策对广义货币供应量和 CPI 的影响更显著。这一方面是由于我国上述政策使银行直接增加了对“三农”和小微企业等特定扶持类型企业的放款规模,

从而增加了广义货币供应量;另一方面是由于这些特定类型的企业与实体经济生产直接相关,因此流动性更加顺利地进入实体经济。而欧元区中央银行资产负债表政策旨在解决银行间市场的流动性问题,对货币供应量和 CPI 的传导并不显著。

图 5 展示了我国 2013 年下半年常备借贷便利(SLF)规模与我国投资类宏观指标之间的关系,考察该政策的信号渠道对我国投资相关指标的影响。

从图 5 可知,该政策对固定资产投资具有显著正向影响,但对工业生产指标(工业增加值)的影响仅持续了 3 个月。这说明我国结构性货币政策对促进固定资产投资更加有效,而对工业生产的影响不具有持续性。这与前文欧洲央行信号渠道对投资类指标的影响具有高度的相似性。

最后,图 6 展示了我国 2013 年下半年常备借贷便利(SLF)规模与我国就业指标之间的关系。从图 6 可知,该政策对就业的正向影响具有一定季节性,并且以 3 个月左右为周期。这说明我国 SLF 对就业的影响比欧元区更有效,其中原因之一是我国结

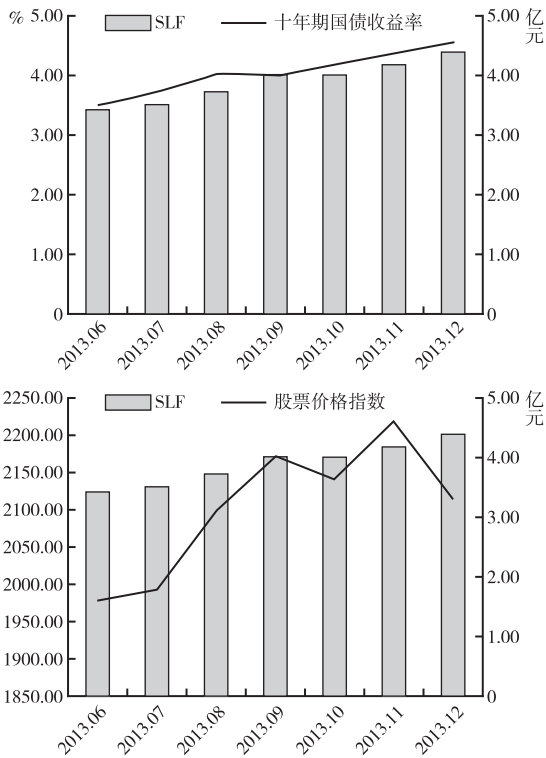


图3 中国结构性货币政策的资产重新配置渠道

数据来源:根据中国人民银行公开信息以及Wind数据库整理。

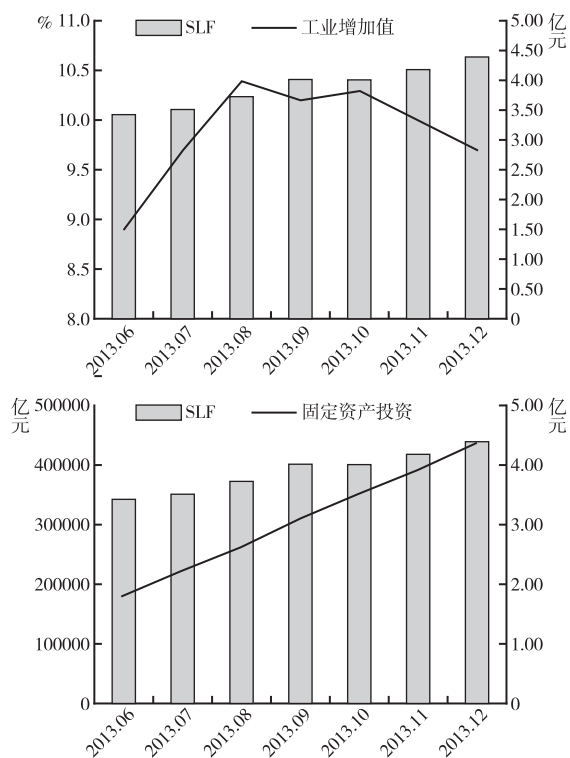


图5 中国结构性货币政策的信号渠道(投资类指标)

数据来源:根据中国人民银行公开信息以及Wind数据库整理。

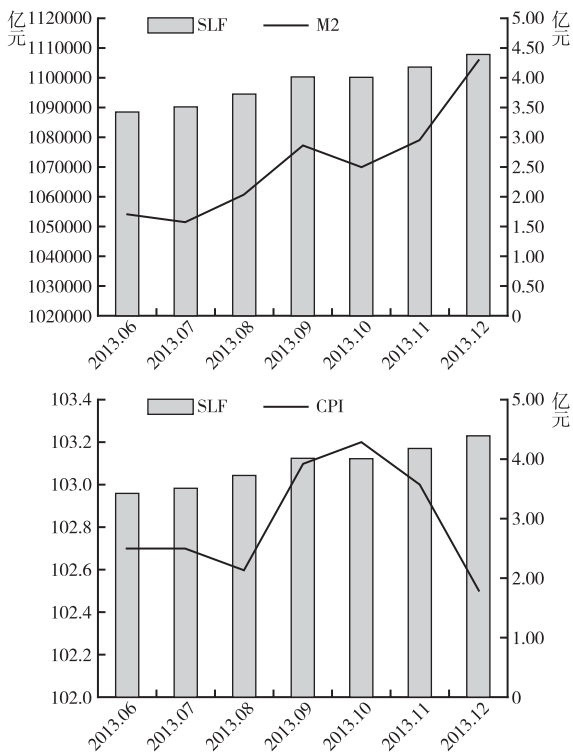


图4 中国结构性货币政策的信号渠道(M2,CPI)

数据来源:根据中国人民银行公开信息以及Wind数据库整理。

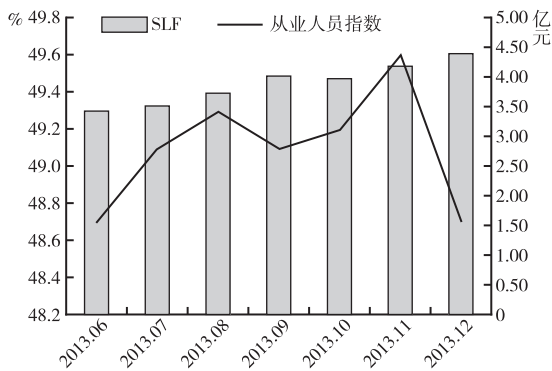


图6 中国结构性货币政策对就业的影响

数据来源:根据中国人民银行公开信息以及Wind数据库整理。

结构性货币政策释放的流动性更有效地流入实体经济,促进了实体经济对就业的需求。

## 六、结论与政策建议

本文运用因素增广向量自回归模型,研究了欧元区中央银行资产负债表政策的传导渠道有效性。在此基础上,通过统计描述分析了我国结构性货币政策与欧元区中央银行资产负债表政策传导渠道的



异同。研究发现:(1)从资产组合重新配置渠道来看,欧元区中央银行资产负债表政策能够有效降低10年期国债收益率,但对股票价格没有支撑作用,这说明该政策的资产组合重新配置渠道使投资者更加倾向于持有国债等安全资产;而中国结构性货币政策则相反,虽然无法降低十年期国债收益率,但有效提高了股票价格,这说明该政策使投资者持有更多风险资产。虽然二者的传导渠道都是有效的,但其作用迥异。(2)从信号渠道来看,欧元区中央银行资产负债表政策并未推高CPI,但中国结构性货币政策使CPI不断上升。这一方面是由于欧元区在实施政策时对CPI的控制力度更大,另一方面是我国结构性货币政策能够通过特定扶持领域和企业的贷款扩张对实体经济有效释放流动性,而欧元区流动性仅解决银行间市场问题,并未大量注入实体经济。同时,欧元区和中国的政策对投资类变量的影响具有相似性,都推高了固定资产投资,但对工业产出的刺激能力有限。(3)从对就业等指标的影响来看,相对欧元区来说,短期内我国政策对就业的影响虽更有效,但长期来看政策效果不具有持续性。

基于此,我国在实施结构性货币政策时,应关注几个重要问题。首先,应关注该政策对实体经济的流动性注入与通胀率之间的平衡。虽然我国结构性货币政策的初衷是通过引导流动性的结构性变化来促进需扶持领域和企业的融资能力,但在此过程中不可避免地会面临实体经济中流动性大幅增加的局 面,从而推高我国的通胀率。在这方面,我国有必要借鉴欧洲央行在实施政策过程中对银行所需流动性所进行的压力测试及控制方法,以保证通胀率变化的可控性。其次,应关注政策对投资者偏好的引导。由于我国股票市场并非完善的金融市场,因此股票等风险资产对投资者仍具有很大的逐利诱惑,在我国宽松货币政策刺激下,这种吸引力更加明显。而我国结构性货币政策对投资者的资产组合配置效应呈现偏向风险资产的情况,对金融市场乃至实体经济都是具有很大的潜在风险的。在后危机时代,由于发达国家量化宽松政策退出使新兴市场国家出现国际资本外流,因此我国经济面临低速运行的局面。在这种情况下,投资风险资产所蕴含的风险是不容小觑的。因此,我国结构性货币政策需要考虑如何运用资产组合重新配置渠道对市场的投资偏好进行有效引导。

#### 注:

①根据 Bernanke & Reinhart(2004),在低利率环境下,央行

可以采取三种不同的方式:(1)前瞻性指引,即政府承诺在相当一段时间内维持低利率水平;(2)改变央行资产负债表组成;(3)改变央行资产负债表规模。其中后两种合称为央行资产负债表政策。2013年7月4日欧洲央行治理委员会宣布欧洲央行利率将在相当一段时间内维持低水平,这就是欧洲央行的前瞻性指引(Praet, 2015)。而欧元区的“信贷强化支持”政策包含了欧洲央行资产负债表规模和组成的变化。

②公开市场操作无关的命题是指,在零利率条件下,增加基础货币供给或改变央行资产负债表组成对经济均衡不会产生任何影响。

③由于FAVAR模型从传统VAR模型衍生而来,因此Bernanke et al(2005)假设FAVAR模型的系数矩阵为有限阶分布滞后多项式,与传统VAR模型的结构相似,只是该系数矩阵中不仅包含传统VAR模型中可观测变量受到其滞后变量的影响程度,还包括不可观测变量与可观测变量的相互影响,从而区别于传统VAR模型的系数矩阵。

④根据Bernanke et al(2005),误差项的协方差矩阵与传统VAR模型的设定一致。

#### 参考文献:

- 陈磊 侯鹏,2011:《量化宽松,流动性溢出与新兴市场通货膨胀》,《财经科学》第10期。
- 刘克茵 翟晨曦,2011:《调整五大战略,应对美量化宽松政策》,《管理世界》第4期。
- 刘澜颀 贾飙 张靖佳,2014:《美国广义量化宽松政策退出路径分析:一个中央银行资产负债表视角》,《经济学动态》第11期。
- 钟正生,2014:《央行抵押补充贷款对商业银行影响几何》,《华尔街见闻》研究报告。
- Ahmadi, P. A. (2009), “Financial shocks, monetary policy, and business cycles: evidence from a structural time varying Bayesian FAVAR”, Job Market Paper.
- Barroso, J. (2016), “Quantitative easing and United States investor portfolio rebalancing towards foreign assets”, Banco Central Do Brasil Working Paper.
- Beirne, J. et al(2011), “The impact of the Euro system’s covered bond purchase program on the primary & secondary markets”, ECB Occasional Paper Series.
- Bernanke, B. & I. Mihov(1998), “Measuring monetary policy”, *Quarterly Journal of Economics* 113(1):869—902.
- Bernanke, B. & V. Reinhart (2004), “Conducting monetary policy at very low short-term interest rates”, *American Economic Review* 94(2):85—90.
- Bernanke, B. et al(2005), “Measuring the effects of monetary policy: A factor-augmented vector autoregressive(FAVAR) approach”, *Quarterly Journal of Economics* 120(1):387—422.
- Bernanke, B. (2009), “The Federal Reserve’s balance sheet”,

- Speech at the Federal Reserve Bank of Richmond.
- Borio, C. & P. Disyatat(2010), "Unconventional monetary policies: An appraisal", *Manchester School* 78(1):53-89.
- Brunner, K. & A. Meltzer(1973), "Mr. Hicks and the 'monetarists'", *Economica* 40(157):44-59.
- Cihak, M. et al(2009), "Euro area monetary policy in uncharted waters", IMF Working Paper 09/185.
- Dahlhaus, T. et al(2014), "International transmission channels of U. S. quantitative easing: Evidence from Canada", Bank of Canada Working Paper No. 2014-43.
- Draghi, M. (2015), "Euro area economic outlook, the ECB's monetary policy and current policy challenges", Lima Conference Working Paper.
- Eggertsson, G. & M. Woodford(2003), "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Paper on Economic Activity* 2003(1):139-211.
- Fratzscher, M. et al(2014), "ECB unconventional monetary policy actions: Market impact, international spillovers and transmission channels", IMF Working Paper.
- Gagnon, J. et al(2011), "Large-scale asset purchases by the Federal Reserve: Did they work?", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 441.
- Girardin, E. & Z. Moussa(2009), "The effectiveness of quantitative easing in Japan: New evidence from a structural factor-augmented VAR", Working Paper.
- Joyce, M. et al(2014), "Institutional investor portfolio allocation quantitative easing and the global financial crisis", Bank of England Working Paper No. 510.
- Kimura, T. & D. Small(2006), "Quantitative monetary easing and risk in financial asset markets", *The B. E. Journal of Macroeconomics* 6(1):138-200.
- Kiyotaki, N. & J. Moore(2001), "Liquidity, business cycles, and monetary policy", mimeo, London School of Economics.
- Krishnamurthy, A. & A. Vissing-Jorgensen(2011), "The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy", *Brookings Papers on Economic Activity* 2011(2): 215-265.
- McCallum, B. T. (2001), "Japanese monetary policy again", Shadow Open Market Committee.
- Meyer, L. H. (2001), "Does money matter?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 83(6):1-15.
- Oda, N. & K. Ueda (2005), "The effects of the bank of Japan's zero interest rate commitment and quantitative monetary easing on the yield curve: A macro-finance approach", Bank of Japan Working Paper No. 05-E-6.
- Peersman, G. (2011), "Macroeconomic effects of unconventional monetary policy measures in the Euro area", ECB Working Paper 1397.
- Pisani-Ferry, J. & A. S. Posen(2010), "From convoy to parting ways? Post-crisis divergence between European and US macro-economic policies", Bruegel-PIIE Conference Paper.
- Praet, P. (2015), "The ECB's asset purchase programme: The impact so far", *Luxembourg*, 9 Sept.
- Saito, M. & Y. Hogen(2014), "Portfolio rebalancing following the Bank of Japan's government bond purchases: Empirical analysis using data on bank loans and investment flows", BOJ Reports and Research Papers.
- Schoenmaker, D. (2008), "The trilemma of financial stability", CFS-IMF Conference Paper.
- Stolz, S. M. & M. Wedow(2010), "Extraordinary measures in extraordinary times, public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", ECB Working Paper No. 117.
- Takeda, Y. et al(2005), "Heterogeneity of expectation formation and macro-economic policy", Ch. 8, Toyo Keizai Shimposha.
- Tobin, J. (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit, and Banking* 1(1):15-29.
- Trichet, J. - C. (2009), "The ECB's enhanced credit support", CESifo Working Paper No. 2833.
- Ugai, H. (2007), "Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses", *Monetary and Economic Studies* 25(1):1-47.
- Wright, J. H. (2011), "What does monetary policy do to long time interest rates at the lower zero bound?", NBER Working Paper No. 17154.
- Yates, T. (2003), "Monetary policy and the zero bound to nominal interest rates", *Bank of England Quarterly Bulletin* 43(1):27-37.

(责任编辑:陈建青)