

# 我国货币政策规则稳健性研究：不确定性视角<sup>1</sup>

王增武<sup>2</sup> 李兵<sup>3</sup> 冀炳<sup>3</sup>

(2、中国社会科学院金融研究所；3、广西大学)

《经济与管理》2011年第2期

**内容提要：**本文从两个方面研究我国货币政策规则的稳健性特征：一是我国货币政策规则的统计特征和调整模式，结论表明我们货币政策调整规则基本符合调整频率低、每次调整幅度小、反转调整次数少且在长时间静止之后再行反转调整的稳健性特征；二是在 Taylor 规则框架下分别从数据不确定性、参数不确定性和状态不确定性等方面解释了我国货币政策规则的稳健性特征。除此之外，声誉不确定性也是导致我国货币政策规则稳健性特征的主要原因之一。

**关键词：**货币政策，风险，不确定性，Taylor 规则。

**JEL 分类号：**C22, E43, G18。

---

<sup>1</sup> 基金项目：中国社科院金融所重点课题资助，中国社科院国情调研重点项目资助。

<sup>2</sup> 通讯作者：王增武，中国社会科学院金融所助理研究员，理学博士。通讯地址：北京市东城区建国门内大街5号中国社科院金融所，邮编：100732。E-mail: zwwang@amss.ac.cn, wzwifb@cass.org.cn.

**“不确定性不仅仅是货币政策调整中的一个重要特征，更是一个确定性特征。”**

**——格林斯潘（2004）**

**“不确定性——关于经济状态、经济结构以及公众对政策调整和经济发展的反馈  
——是货币政策制定过程中所需要面对的一个普遍存在的现象。”**

**——伯南克（2007）**

**“过去十年间，金融市场中的诸多震荡行情都是由不确定性引起的。”**

**——特里谢（2008）**

## 一、引言

货币政策工具亦称货币政策手段，是指货币政策当局在执行货币政策时，所能直接操作并直接作用或影响货币供应量的措施或手段。在货币政策目标既定之后必须选择适当的货币政策工具，通过货币政策工具的启动、中介指标的调节和作用，最终影响整个国民经济，实现货币政策目标。

社会主义市场经济的建立和金融业的蓬勃发展，对我们货币政策的目标、中央银行的宏观调控机制提出了更新、更高的要求。为保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长，我国中央银行宏观调控必须从直接性调控为主向间接性调控为主转变。《中国人民银行法》规定了中国人民银行为有效地执行货币政策，可以灵活、适时地选择多方面的货币政策工具，主要包括利率政策、存款准备金、公开市场业务和其他货币政策工具等。其中，中国人民银行又将存款准备金归为利率政策的一种。

利率政策是我国货币政策的重要组成部分，也是货币政策实施的主要手段之一。目前，中国人民银行采用的利率工具主要有：其一，调整中央银行基准利率，包括再贷款利率、再贴现利率、法定存款准备金利率和超额存款准备金利率等。其二，调整金融机构法定存贷款利率。其三，制定金融机构存贷款利率的浮动范围。其四，制定相关政策并对各类利率结构和档次进行调整等。

中国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。外汇公开市场操作于1994年3月启动，人民币公开市场操作于1998年5月26日恢复交易，规模逐步扩大。1999年以来，公开市场操作已成为中国人民银行货币政策日常操作

的重要工具，对于调控货币供应量、调节商业银行流动性水平、引导货币市场利率走势发挥了积极的作用。从交易品种看，中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据等三个方面。

纵观近年来可量化货币政策规则的走势，可以发现他们呈现出了调整频率低、每次调整幅度小、反转调整次数少且在长时间静止之后再行进行反转调整的三个基本特征，与货币政策稳健性特征（Lowe and Ellis,1999）的三个主要特征基本相符。迄今为止，国内外学术界对货币政策规则的稳健性尚无统一明确的定义，不同的文献根据各自考察的目的不同和采用的研究方法不同而对货币政策稳健性给出了不同的定义。虽然在实践中经常提到稳健的货币政策，但对稳健的货币政策在货币政策决策和操作中所预示的具体含义，目前学术界并没有给出一致的阐述。从广泛的意义上来看，稳健的货币政策规则就是要求货币政策规则具有一定的抗干扰能力，使其面对各种不确定性依然能够起到稳定经济的作用。

有关货币政策稳健性的不确定性研究可追溯到 Brainard（1967），该文利用贝叶斯方法，首次研究了货币政策传导机制中政策乘数（宏观经济模型参数）不确定性对最优政策规则的影响。由此拉开了从不确定性视角研究货币政策规则稳健性的序幕。Dennis（2005）将影响货币政策规则稳健的不确定性因素归纳为三种主要类型：

第一，数据不确定性。以 GDP 数据为例，Orphanide（2001）对影响货币政策稳健性的数据不确定性进行了深入细致的研究，结果表明用初次公布数据和修正后数据计算出的最优货币政策规则完全不同。特别地，有时也会产生错误。Aoki（2003）的实证结果进一步佐证了上述结论。

第二，参数不确定性。Brainard（1967）首次研究了不确定性，确切地说参数不确定性，对货币政策规则稳健性的影响。然而，近期的研究成果则表明参数不确定性有可能并不是导致货币政策稳健性的一个成因，因为有些参数不确定性可能导致稳健的货币政策，而有些则可能导致激进的货币政策，相关文献可参见 Rudebusch（2001）。Zhao(2007)也在一定条件下研究了参数不确定性对货币政策规则的影响。

第三，状态不确定性或模型不确定性。Knight（1921）首次提出了状态不确

定性的概念，并对不确定性和传统的风险概念进行了区分：风险（risk）表示决策者可以确定状态空间中各状态的可能性，但无法确定未来发生的状态；不确定性（uncertainty）表示决策者不仅无法确定未来各状态发生的可能性，更无法确定未来发生的状态<sup>3</sup>。简言之，不确定性是更高级的风险。Sargent（1999）提出了处理模型不确定性的稳健控制（Robust Control）方法。

张屹山和张代强（2009）的综述文章在国内首次从参数不确定性和模型不确定性对货币政策规则稳健性的研究进行系统性的梳理和适当的简评，以期为国内的货币政策研究提供全新的研究视角。本文从不确定性视角研究我国货币政策规则的稳健性问题，安排如下：第二节，从统计特征和调整模式两个方面来陈述我国货币政策规则的稳健性特征；第三节，在 Taylor 规则框架下从数据不确定性、参数不确定性和状态不确定性讨论了货币政策稳健性的形成原因。另外，我们还从声誉不确定性讨论了货币政策的稳健性问题；第四节为简短结论。

## 二、我国货币政策规则稳健性的主要特征

建国初期，受通货膨胀严重影响，我国的存贷款基准利率居高不下。1949年8月10日，中国人民银行一年期储蓄存款利率为252%，1950年4月10日调整为156%，同年10月20日再次下调为至34.8%，之后继续下调，并于1971年10月1日回归至3.24%的正常水平。由此至1979年4月1日，中国人民银行从未调整利率水平。1980年至1985年间，中国人民银行在1980年4月1日和1982年4月1日两次调整一年期储蓄存款利率水平。1985年以后，随着改革开放进程不断深化，中国人民银行根据市场需求进行利率政策的调整。所以，本文的分析样本是1985年以来我国一年期定存利率水平（简记“存款利率”）、短期贷款利率水平（简记“贷款利率”）、法定存款准备金率（简称“法定准备金”）、超额存款准备金率（简称“超额准备金”）、再贷款利率、再贴现利率和一年期央票利率水平（简记“央票利率”）等的基本走势<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 以概率论中传统的抛硬币为例，如果掷一枚均匀硬币，则我们很容易就可以判断正面和反面出现的可能性均为1/2，这是所谓的“风险”；但如果掷一枚非均匀硬币，且非均匀的程度未知，则我们很难判断正面和反面出现的可能性，这就是所谓的“不确定性”。

<sup>4</sup> 为保持文章的自封性，除一年期定存利率和短期贷款利率外，我们首先回顾相关货币政策规则的基本概念。存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金，金融机构按规定向中央银行缴纳的存款准备金占其存款总额的比例就是存款准备率。存款准备金制度的初始作用是保证存款的支付和清算，之后才逐渐演变为货币政策工具，中央银行通过调整法定存款准备金率，影响金融机构的信贷资金供应能力，从而间接调控货币供应量。1998年，中国人民银行进行存款准备金改革，一次性将存款准备金率从13%下调到8%。通常，称上述定义的存款准备金率为法定存款准备金率。商业银行及存款性金融机

## （一）货币政策规则的直观展示

无论是存贷款利率的运行态势，还是其他货币政策调控手段的基本走势，2000 年以前中国货币政策的调整幅度和调整密集度远低于 2000 年以后的相应调整。进入二十一世纪以来，中国货币政策频繁高幅调整的可能原因有三：其一，2001 年 12 月 10 日中国正式加入世界贸易组织，成为其第 43 个成员国，逐步融入了国际经济与贸易发展，外部冲击对中国的货币政策调整构成了重要影响。其二，2005 年 7 月 21 日，中国开始实行以市场供需为基础、参考一篮子货币进行调整、有管制的浮动汇率制度，并使人民币汇率升值了 2.1%，将汇率市场化改革向前推进了一步。其三，2008 年前后，国内的高通胀对中国的货币政策调整形成挑战，国际市场上全球金融危机的初露迷端及后期的全面爆发不仅对其发源地美国构成了巨大冲击，同时也影响了出口导向型经济发展模式的中国经济，全球经济加速下滑。

为应对复杂多变的国际国内经济形势，中国人民银行灵活调整货币政策（参见图 1），第一，自 2003 年 5 月 27 日至 2010 年 4 月 13 日，中国人民银行共计调整一年期央票利率水平 111 次，平均调整时间不足 23 天，位居调整频率之首。第二，2006 年 7 月至 2008 年 6 月两年间，中国人民银行连续 18 次调高法定存款准备金率，位居连续调整时间之首。造成这一现象的主要原因在于当时国内的通货膨胀居高不下且资产价格大幅飙升。第三，再贴现和一年期再贷款利率的调整频次较少，但每次调整的幅度较大。如自 2005 年 3 月以来，中国人民银行仅于 2008 年 1 月 1 日、2008 年 11 月 27 日和 2008 年 12 月 23 日分三次调整再贴现和再贷款利率，2008 年 11 月 27 日中国人民银行深幅下调再贴现和一年期再贷款利率 135 个基点和 128 个基点。

---

构在中央银行存款账户上的实际准备金超过法定存款准备金率的部分称为超额存款准备金率，其数量受法定存款准备金率的限制。再贷款利率表示商业银行等金融机构向中国人民银行贷款时中国人民银行执行的利率。再贴现相对于贴现而言，商业银行在票据未到期以前将票据卖给中国人民银行，得到中国人民银行的贷款，称为再贴现。中国人民银行在对商业银行办理贴现贷款中所收取的利息率，称为再贴现率。央行票据即中国人民银行票据，是中国人民银行为调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其本质是中央银行债权。

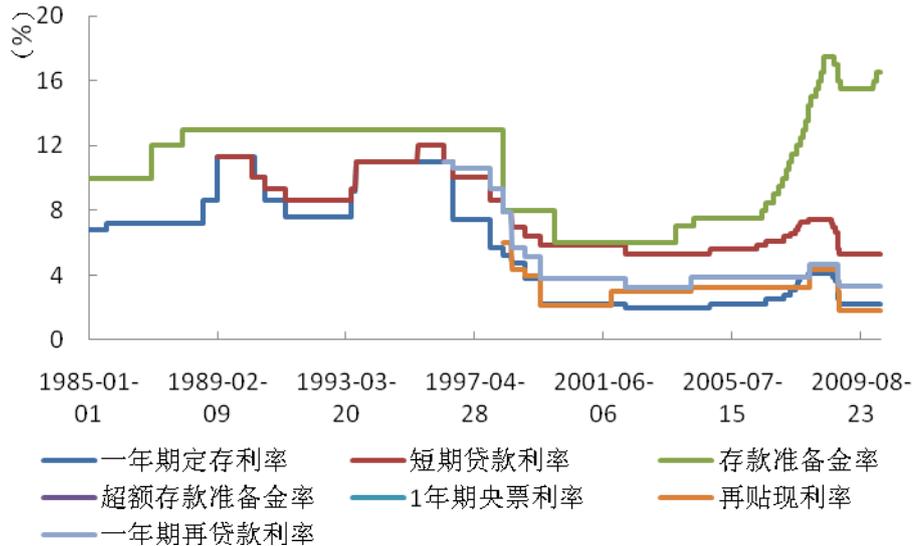


图 1 1985 年以来利率政策规则的变化趋势

注：短期贷款利率是指六个月到 1 年之间的贷款利率；存款准备金率是指大型存款类金融机构的存款准备金率；超额存款准备金率是指金融结构的超额存款准备金率。

数据来源：WIND 资讯。

## （二）货币政策规则的统计特征

就统计结果中的标准差和由最大值和最小值之差形成的“离差”表现而言（参见表 1），标准差的波动范围在 0.85% 至 3.46% 之间，离差的波动范围为 2.73% 到 11.50%，两个区间左端点和右端点的取值同时分别是法定存款准备金率和一年期央票利率的相应取值，前者取值较小的主要原因在于虽然一年期央票利率的调整次数最多，但每次调整的幅度较小；后者取值较大的主要原因在于受连续 18 次上调和基数较大两个因素影响。再者，一年期定存利率的标准差和离差水平仅次于法定存款准备金率，主要原因在于受九十年代后期高通胀下的高基准利率影响。进入二十一世纪以来，一年期定存利率的波动范围较小，最低为 1.98%，最高为 4.14%，由此得到的离差水平为 2.16%，远低于 1985 年以来的离差水平。

偏度衡量随机变量围绕其均值的非对称性，峰度度量凸起和平坦程度。由二者的概率意义知，法定存款准备金率的分布函数具有长的左拖尾，其余货币政策规则的分布函数均具有长的右拖尾；超额存款准备金率凸起程度接近于标准正态分布，再贴现利率的突起程度大于标准正态分布，其他所有货币政策规则的突起程度均小于标准正态分布。

表 1 中国人民银行货币政策规则的基本统计结果

单位：%

| 统计指标     | 均值    | 中值    | 最大值   | 最小值  | 标准差  | 偏度    | 峰度   |
|----------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|
| 货币政策规则   |       |       |       |      |      |       |      |
| 存款利率     | 5.41  | 4.01  | 11.34 | 1.98 | 2.98 | 0.60  | 1.96 |
| 贷款利率     | 7.76  | 6.98  | 12.06 | 5.31 | 2.02 | 0.68  | 2.18 |
| 法定存款准备金率 | 12.44 | 12.50 | 17.50 | 6.00 | 3.46 | -0.17 | 1.75 |
| 超额存款准备金率 | 4.09  | 3.75  | 7.90  | 1.55 | 1.68 | 0.61  | 2.56 |
| 一年期央票利率  | 2.75  | 2.80  | 4.06  | 1.33 | 0.85 | 0.05  | 1.82 |
| 再贴现利率    | 3.41  | 3.11  | 6.03  | 1.80 | 1.12 | 0.88  | 3.63 |
| 再贷款利率    | 5.54  | 3.87  | 10.98 | 3.24 | 2.77 | 1.04  | 2.49 |

数据来源：作者据 EViews 计算而得。

### （三）货币政策规则的调整模式

由货币政策规则的定义及其实际操作来看，超额存款准备金率的高低受法定存款准备金率的大小控制，且按一定频率（如每季）公布超额存款准备金率。随着超额存款准备金率的变化，中国人民银行利用央行票据调控市场中的流动性。除间歇期外，央行票据一旦发行，其发行频率是固定的，如每周，期间只是对央行票据的利率略作调整。所以，在讨论货币政策规则的调整模式时，我们不对超额存款准备金率和央行票据的调整模式予以讨论，因为二者的调整模式具有明显的规律性特征。

由表 2 和附表 1 我们可以看出，中国货币政策规则调整与稳健性货币政策规则调整的三大特征完全吻合：

首先，中国人民银行谨慎调整货币政策规则。虽然市场中每时每刻都有不同的信息冲击央行的货币政策，但中国人民银行并不轻易调整货币政策。从相邻两次调整之间的时间间隔来看，所有调整中相邻两次调整之间的日历日天数基本在 300 天以上，如再贴现利率所有调整之间的时间间隔为 357 天。短期贷款利率相邻两次调整之间的时间间隔为 234 天，定存利率的相应指标取值为 316 天。从相邻两次的调整幅度来看，所有调整中相邻两次调整之间的绝对调整幅度在 55 个基点到 90 个基点之间波动，左端点和右端点分别由短期贷款利率和一年期定存利率录得。进入二十一世纪以来，货币政策规则的调整模式日趋稳健，如一年期定存利率相邻两次调整之间的时间价格和绝对调整幅度分别为 268 天和 33 个基点。

其次，中国人民银行谨慎对待货币政策的反转调整。货币政策规则调整对央行货币政策的执行力和声誉都有较大的影响，所以中国人民银行在对货币政策规则进行反转调整之前，都有很长一段时间的寂静期。这也从另一侧面表明，中国人民银行对待货币政策反转调整的态度是非常谨慎的。中国人民银行在2010年的加息态度便是适例，自2010年初以来，加息的预期和呼声时有迭起，但直到2010年10月15日才上调存贷款基准利率25个基点。在考察的货币政策规则样本中，除再贷款利率的反转调整时间间隔小于连续调整和所有调整的时间间隔外，其他所有货币政策规则的反转调整时间间隔远大于连续调整和所有调整的时间间隔。从连续调整时间间隔与反转调整时间间隔之间的比值来看，除前述的再贷款利率和再贴现利率外，其他所有货币政策规则二者之间的比值均小于1/2。对定期存款而言，其比值仅为37%。另外，反转调整的绝对幅度也明显高于所有调整和连续调整的相应取值，如定存利率的反转调整幅度高于所有调整幅度14个基点。

最后，在每次反转调整之后，中国人民银行通常会进行多次连续小幅调整。在货币政策规则研究中，通常采用自相关系数来衡量货币政策滞后调整的相关性。由表2可以看出，随着滞后阶数的不断增加，其相关系数也不断减小。对存贷款利率而言，一般是在七次连续调整后再进行反转调整；受法定准备金率连续18次上调影响，其反转调整速度滞后十阶左右；再贷款和再贴现的反转调整滞后阶数较小，分别为二阶和五阶。

表2 中国人民银行货币政策规则的自相关检验

| 滞后阶数<br>货币规则 | 1    | 2     | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     | 8     | 9     | 10    |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 定存利率         | 0.90 | 0.74  | 0.61  | 0.53  | 0.45  | 0.31  | 0.14  | -0.01 | -0.10 | -0.16 |
| 贷款利率         | 0.87 | 0.72  | 0.57  | 0.45  | 0.34  | 0.22  | 0.12  | -0.01 | -0.10 | -0.17 |
| 法定准备金        | 0.91 | 0.81  | 0.75  | 0.67  | 0.55  | 0.43  | 0.31  | 0.20  | 0.09  | -0.01 |
| 再贴现利率        | 0.25 | -0.04 | -0.24 | -0.10 | -0.07 | -0.12 | 0.08  | 0.16  | 0.08  | -0.19 |
| 再贷款利率        | 0.78 | 0.51  | 0.26  | 0.04  | -0.08 | -0.21 | -0.25 | -0.28 | -0.27 | -0.24 |

数据来源：作者据 EViews 计算而得。

### 三、我国货币政策规则稳健性的不确定性解释

美国学者 Taylor 在 1993 年用一个简单直观的货币政策规则来描述货币政策的制定规则，即著名的“Taylor 规则”：

$$r_t = \bar{r} + \pi_t + \alpha(\pi_t - \bar{\pi}) + \beta y_t,$$

其中  $\bar{r}$  为均衡利率水平,  $\pi_t$  为前四季度通胀率的平均值,  $\bar{\pi}$  为均衡通胀水平,  $y_t$  为产出缺口, 即

$$\pi_t = (\pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \pi_{t-3} + \pi_{t-4}) / 4,$$

$$y_t = 100 \frac{(Y - \bar{Y})}{\bar{Y}},$$

其中  $Y$  为真实 GDP,  $\bar{Y}$  为潜在 GDP。

关于 Taylor 规则在中国适应性的检验文章较多, 具体如卞志村 (2007) 及其引用的诸多参考文献, 而最优模型的讨论并非本文的重点, 本文只是通过具体模型来说明不确定性对最优货币政策的影响。所以, 以下我们默认以 Taylor 规则作为中国货币政策调整的基准, 回归分析选取的数据范围是 1993 年 1 月至 2010 年 6 月的季度 CPI 和 GDP, 产出缺口用最简单的算术平均法计算, 则上述 Taylor 准则的示意回归方程为

$$r_t = -0.15 + \pi_t - 0.72 \times (\pi_t - 4.47) + 0.17 y_t。$$

### (一) 数据不确定性

以国内生产总值 (GDP) 为例, 其不确定性主要体现在两个方面:

其一, GDP 初步核算与最终值之间的核算误差 (参见图 2), 除 2009 年四季度 GDP 的初步核算值略高于最终值 0.06 亿外, 其他各季度 GDP 的初步核算值均低于最终值。在最终值高于初步核算值的季度里, 误差范围在 2002 亿到 23363 亿之间变化不等, 在考察的 40 个季度里有 14 个季度的最终值与核算值之差在 1 万亿以上;

其二, 潜在 GDP 的计算方法多种多样, 如数据包络分析法、线性趋势法、滤波方法、状态空间模型和生产函数法等, 不同的计算将会得到不同的潜在 GDP, 从而得到不同的产出缺口数据, 这也会推导出不同的货币政策规则。

假定 2010 年第三季度的 CPI 保持二季度的表现不变, 即为 2.93%, 在 GDP 初步核算值和最终值之间的差异、潜在 GDP 计算方法的差异这两个因素作用下, 假定产出缺口在 3% 到 5% 之间变化不等, 则由上述 Taylor 规则计算出来的最优

利率水平则在 1.2% 和 1.5% 之间变化。这表明，决策部门则需要在数据不确定性情形下做出最优货币政策的选择。

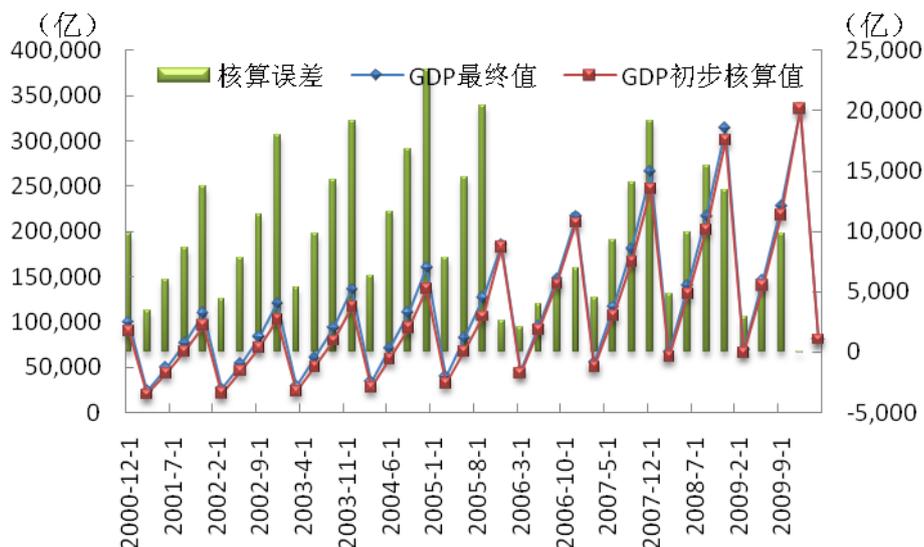


图 2 2000 年 12 月以来我国 GDP 季度数据时序图

注：核算误差=GDP 最终值-GDP 初步核算值。

数据来源：国家统计局。

## (二) 参数不确定性

在对 Taylor 规则进行回归分析时，所有的回归系数都是由历史数据得到的。然而，由历史数据估计的回归系数并不能完全代表未来市场的走势。所以在用 Taylor 规则描述未来市场情形时，需要对回归系数进行一定的调整，如设置回归系数  $\alpha$  的波动区间上限和下限分别为  $\underline{\alpha}$  和  $\bar{\alpha}$ 。假定其他条件不变，将波动区间上限和波动区间下限代入 Taylor 规则，由此也的利率水平也是一个波动区间，而非确定值，这就是由参数不确定性引起的最优货币政策的不确定性。

假定 2010 年第三季度的所有数据表现不变，即产出缺口和 CPI 的取值分别为 3.74% 和 2.93%，回归系数  $\beta$  保持不变，回归系数  $\alpha$  的波动区间为 0.6 到 0.8，则由 Taylor 规则计算出来的利率波动区间为 [1.08%, 1.67%]。

## (三) 状态不确定性

传统的 Taylor 规则是确定性方程，即方程中不含有随机因素。为刻画金融市场中的不确定性，可在 Taylor 规则中加入随机项，即用标准正态分布  $\varepsilon$  刻画真实利率与回归结果之间的残差。此时，传统的 Taylor 规则将演变为：

$$r_t = -0.15 + \pi_t - 0.72 \times (\pi_t - 4.47) + 0.17 y_t + \varepsilon,$$

其中  $\varepsilon$  为客观概率  $P$  下的标准正态分布。

事实上，决策者有时很难确定市场中的唯一客观概率，只能确定与客观概率相近的那些概率测度集。给定概率测度  $P$ ，与  $P$  绝对连续的概率测度集  $\Delta$  为

$$\Delta(P, \phi) = \left\{ Q : E_Q \left[ \ln \left( \frac{dQ}{dP} \right) \right] \leq \phi^2 \right\}, \phi > 0.$$

特别地，当概率空间中的参考概率为正态分布，即  $P$  服从正态分布  $N(\mu, \sigma^2)$  时，对  $\Delta(P, \phi)$  中的任一元素  $Q$  而言，存在  $\nu \in R$ ，使得  $Q$  服从正态分布  $N(\mu - \nu, \sigma^2)$ 。可以证明，上述概率集合同构于如下集合

$$\Delta(\phi) = \left\{ \nu : \frac{1}{2} \nu^2 \sigma^{-2} \leq \phi^2 \right\}, \phi > 0$$

其中  $\phi$  取值大小决定了市场中不确定性程度的高低。

这表明，如果我们将 Taylor 规则推广到不确定性且无法确定状态空间的唯一客观概率测度时，客观概率测度下正态分布的均值发生了位移，通常称之为“均值不确定性”。此时，用不确定性状态下的 Taylor 规则对基准利率进行拟合时，其波动幅度将随市场中不确定性程度（ $\phi$ ）取值的变化而变化。

#### （四）声誉不确定性

在当前的利率管制环境中，利率调整对股票市场调整起到正反两个方面的促进作用：一方面，利率变动影响存款收益率，进而影响资金流向和流量，最终必然会影响到证券市场的资金供求和股票价格。利率上升，证券市场资金供应减少，股票价格下降；反之，利率下降，证券市场资金供应增加，股票价格将上升。另一方面，利率变动会影响企业的借款成本，进而影响到企业的盈利情况，最终会影响股票价格。中央银行调高贷款利率会加重企业利息负担，从而减少企业的盈利，进而减少企业的股票分红派息，受利率提高和股票分红派息的降低的双重影

响，股票价格必然会下降。相反，中央银行调低贷款利率，将减少企业利息负担，降低企业生产经营成本，提高企业盈利能力，使企业可以增加供股票的分红派息，受利率的降低和股票分红派息的增加的双重影响，股票价格将大幅上升。特别是那些负债率比较高，而且主要靠银行贷款从事生产经营的企业（例如房地产企业），这种影响更为显著。

表 3 罗列了 1993 年 5 月 15 日以来 15 次利率调整后第二个交易日股价的变动情况，在 5 次存款利率下调中有 3 次股票市场小幅上涨，2 次小幅下跌；在 8 次存款利率上调中有除 1 次下跌外，其余 7 次均上涨且均在金融危机爆发前后发生。有关存款准备金调整后股票市场表现的基本情况参见附表 2，自 2003 年以来的 27 次存款准备金调整中分别有 23 次上调和 4 次下调，在 23 次上调中有 10 次股票市场上涨，有 13 次股票市场下调；4 次存款准备金率下调对股票市场影响的结果表现为 1 次股票市场上扬和 3 次股票市场回落。

如果默认央行货币政策调整的初衷在于通过调高基准利率和存款准备金率来抑制股市上涨，调低基准利率和存款准备金率来促进股票市场上涨，则对中央银行而言，基准利率调整的满意度为 36.25% ( $= (3/5+1/8) / 2$ )，存款准备金率调整的满意度为 40.76% ( $= (13/23+1/4) / 2$ )。外部冲击影响是造成货币政策调整难达预期的一个主要原因，如 2008 年金融危机冲击影响下出口企业的盈利能力下滑，而其融资成本又不断增加，部分企业可能弃“实”投“虚”，即放弃经营实体经济转而投资虚拟经济，推动了股票价格上涨。然而，由此给中央银行带来的声誉风险则是巨大的，从而导致中央银行谨慎调整货币政策。

**表 3 央行历次调整利率时间及调整后股市表现一览**

| 调整时间       | 存款基准利率  |         |          | 贷款基准利率  |         |          | 公布第二个交易日股市表现 |         |         |
|------------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|--------------|---------|---------|
|            | 调整前 (%) | 调整后 (%) | 调整幅度 (%) | 调整前 (%) | 调整后 (%) | 调整幅度 (%) | 开盘价          | 收盘价     | 涨跌幅 (%) |
| 2008-12-23 | 2.52    | 2.25    | -0.27    | 5.58    | 5.31    | -0.27    | 1990.05      | 1897.22 | -4.55   |
| 2008-11-27 | 3.60    | 2.52    | -1.08    | 6.66    | 5.58    | -1.08    | 2012.69      | 1917.86 | 1.05    |
| 2008-10-30 | 3.87    | 3.60    | -0.27    | 6.93    | 6.66    | -0.27    | 1732.77      | 1763.61 | 2.55    |
| 2008-10-9  | 4.14    | 3.87    | -0.27    | 7.20    | 6.93    | -0.27    | 2125.57      | 2074.58 | -0.84   |
| 2008-9-16  | 4.14    | 4.14    | 0.00     | 7.47    | 7.20    | -0.27    | 2049.81      | 1986.64 | -4.47   |
| 2007-12-21 | 3.87    | 4.14    | 0.27     | 7.29    | 7.47    | 0.18     | 5017.19      | 5101.78 | 1.15    |
| 2007-9-15  | 3.6     | 3.87    | 0.27     | 7.02    | 7.29    | 0.27     | 5309.06      | 5421.39 | 2.06    |
| 2007-8-22  | 3.33    | 3.6     | 0.27     | 6.84    | 7.02    | 0.18     | 4876.35      | 4980.08 | 0.5     |
| 2007-7-21  | 3.06    | 3.33    | 0.27     | 6.57    | 6.84    | 0.27     | 4091.24      | 4213.36 | 3.81    |

|            |      |      |       |      |      |       |         |         |       |
|------------|------|------|-------|------|------|-------|---------|---------|-------|
| 2007-5-19  | 2.79 | 3.06 | 0.27  | 6.39 | 6.57 | 0.18  | 3902.35 | 4072.22 | 1.04  |
| 2007-3-18  | 2.52 | 2.79 | 0.27  | 6.12 | 6.39 | 0.27  | 2864.26 | 3014.44 | 2.87  |
| 2006-8-19  | 2.25 | 2.52 | 0.27  | 5.85 | 6.12 | 0.27  | 1565.46 | 1601.15 | 0.2   |
| 2006-4-28  | 2.25 | 2.25 | 0     | 5.58 | 5.85 | 0.27  | 1403.52 | 1440.22 | 1.66  |
| 2004-10-29 | 1.98 | 2.25 | 0.27  | 5.31 | 5.58 | 0.27  | 1316.60 | 1320.54 | -1.58 |
| 2002-2-21  | 2.25 | 1.98 | -0.27 | 5.85 | 5.31 | -0.54 | 1540.49 | 1530.28 | 1.57  |

数据来源：央行网站、Wind 资讯和作者计算。

## 四、简短结论

本文从两个方面研究我国货币政策规则的稳健性特征：一是我国货币政策规则的统计特征和调整模式，结论表明我们货币政策调整规则基本符合调整频率低、每次调整幅度小、反转调整次数少且在长时间静止之后再行反转调整的稳健性特征；二是在 Taylor 规则框架下分别讨论数据不确定性、参数不确定性和状态不确定性对货币政策规则调整的影响。除此之外，我们还从声誉不确定性角度讨论了货币政策规则的稳健性特征。

当前，我国央行并未公布最优货币政策的选取规则，所以本文第三部分的研究只是一个模拟仿真研究，主要目的在于说明不确定性容易引起货币最优货币政策规则的波动，从而导致央行谨慎调整货币政策规则。事实上，文中研究结果可能并不足以对中国货币政策规则的制定起到真正的指导作用。但是，由于金融市场的起伏不定，尤其这次全球金融危机的爆发，更是使决策层注意到了不确定性因素对宏观经济政策制定的影响，格林斯潘、伯南克和特里谢分别对此进行了详尽的阐述。在经济全球化的今天，市场中的不确定性因素越来越多，为促进国内金融市场又好又快发展，在不失货币政策规则调整稳健性的基础之上如何提高货币政策规则调整的灵活度和稳健性，这是监管部门需要认真面对的，也是我们未来进一步研究的主攻方向。

参考文献:

卞志村、毛泽盛 (2007): 通货膨胀目标制: 理论、实践及在中国的检验, 《金融研究》, 第9期。

张屹山、张代强 (2009): 货币政策规则的稳健性, 《宁波大学学报(人文科学版)》, 第2期。

Aoki, K. (2003): “On the Optimal Monetary Policy Response to Noisy Indicators”, *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 501-523.

Bernanke, B.S. (2007): “Monetary Policy under Uncertainty”, *At the 32<sup>nd</sup> Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St.Louis*.

Brainard, W. (1967): “Uncertainty and the Effectiveness of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 57(2), 411-425.

Dennis, R. (2005): “Uncertainty and Monetary Policy”, *FRBSF Economic letters*, 2005-33.

Greenspan, A.(2004): “Risk and Uncertainty in Monetary Policy”, *American Economic Review*, 94(2), 33-40.

Knight, F. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Houghton Mifflin Co.

Orphanides, A. (2001): “Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data”, *American Economic Review*, 4, 964-985.

Philip, L. and Luci, E. (1997): “The Smoothing of Official Interest Rates”, *In: Monetary Policy and Inflation Targeting, meeting papers*.

Rudebusch, G. (2001): “Is the Fes Too Timid? Monetary Policy in an Uncertain World”, *Review of Economics and Statistics*, 83(2), 203-217.

Sargent, T. (1999): “Comment: Policy Rules for Open Economics”, *In Monetary Policy Rules, ed. John Taylor. Chicago: University of Chicago Press*.

Trichet, J. (2008): “Undervalued Risk and Uncertainty: Some Thoughts on the Market Turmoil”, *Speech at the Fifth ECB Central Banking Conference*.

Zhao, M. (2007): “Monetary Policy under Misspecified Expectations”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, 31(4), 1278-1299.

附表 1 中国人民银行货币政策规则的调整模式

| 货币政策规则   | 样本区间       | 相邻两次调整之间的时间间隔（单位：天） |     |      |     |      |     | 连续调整均值/反转调整均值（单位：%） | 相邻两次调整之间的绝对调整幅度均值（单位：基点） |      |      |
|----------|------------|---------------------|-----|------|-----|------|-----|---------------------|--------------------------|------|------|
|          |            | 所有调整                |     | 连续调整 |     | 反转调整 |     |                     | 所有调整                     | 连续调整 | 反转调整 |
|          |            | 均值                  | 中值  | 均值   | 中值  | 均值   | 中值  |                     |                          |      |      |
| 一年期定存利率  | 85.8-08.12 | 316                 | 153 | 261  | 172 | 698  | 755 | 37                  | 90                       | 87   | 104  |
| 短期贷款利率   | 89.2-08.12 | 234                 | 153 | 185  | 113 | 492  | 305 | 37                  | 55                       | 45   | 61   |
| 法定存款准备金率 | 85.1-10.2  | 307                 | 45  | 151  | 41  | 1408 | 894 | 11                  | 82                       | 58   | 175  |
| 再贴现利率    | 98.3-08.12 | 357                 | 185 | 345  | 185 | 578  | 578 | 59                  | 77                       | 58   | 108  |
| 再贷款利率    | 96.5-08.12 | 330                 | 174 | 377  | 163 | 214  | 214 | 177                 | 75                       | 63   | 86   |

注：（1）所有调整是指观察期内的所有调整；连续调整是指观察期内的上调周期或下调周期；反转调整是指观察期内上（下）调周期和下（上）降周期的转折阶段。

（2）绝对调整幅度表示调整幅度的绝对值，如某日央行一年期定存利率由 2.25% 下调到 1.98%，即其下调幅度为 -0.27%，其绝对调整幅度则为 0.27%。

数据来源：作者计算。

附表 2 央行历次调整存款准备金时间及调整后股市表现一览

| 次数 | 时间         | 调整前<br>(%) | 调整后<br>(%) | 调整幅度<br>(%) | 次日股市表现(沪指) |         |            |
|----|------------|------------|------------|-------------|------------|---------|------------|
|    |            |            |            |             | 开盘         | 收盘      | 涨跌幅<br>(%) |
| 33 | 2010-5-10  | 16.50      | 17.00      | 0.50        | 2745.6     | 2647.57 | -1.90      |
| 32 | 2010-2-2   | 16.00      | 16.50      | 0.50        | 3053.5     | 3051.94 | -0.28      |
| 31 | 2010-1-12  | 15.50 (大)  | 16.00      | 0.50        | 3204.98    | 3172.66 | -3.09      |
|    |            | 13.50 (中小) | 不调整        | -           |            |         |            |
| 30 | 2008-12-25 | 16.00 (大)  | 15.50      | -0.50       | 1952.91    | 1851.51 | -0.05      |
|    |            | 14.00 (中小) | 13.50      | -0.50       |            |         |            |
| 29 | 2008-12-5  | 17.00 (大)  | 16.00      | -1.00       | 2049.16    | 2090.77 | 3.57       |
|    |            | 16.00 (中小) | 14.00      | -2.00       |            |         |            |
| 28 | 2008-10-15 | 17.50 (大)  | 17.00      | -0.50       | 1916.13    | 1906.94 | -4.25      |
|    |            | 16.50 (中小) | 16.00      | -0.50       |            |         |            |
| 27 | 2008-9-25  | 17.50 (大)  | 17.50      | -           | 2304.12    | 2293.28 | -0.16      |
|    |            | 17.50 (中小) | 16.50      | -1.00       |            |         |            |
| 26 | 2008-6-7   | 16.50      | 17.50      | 1.00        | 3202.11    | 3072.33 | -7.73      |
| 25 | 2008-5-20  | 16.00      | 16.50      | 0.50        | 3601.55    | 3443.16 | -4.48      |
| 24 | 2008-4-25  | 15.50      | 16.00      | 0.50        | 3286.41    | 3222.74 | -2.09      |
| 23 | 2008-3-18  | 15.00      | 15.50      | 0.50        | 3746.05    | 3761.6  | 2.53       |
| 22 | 2008-1-25  | 14.50      | 15.00      | 0.50        | 5235.91    | 5151.63 | -2.63      |
| 21 | 2007-12-25 | 13.50      | 14.50      | 1.00        | 5233.17    | 5201.18 | -0.63      |
| 20 | 2007-11-26 | 13.00      | 13.50      | 0.50        | 5239.34    | 5158.12 | -2.40      |
| 19 | 2007-10-25 | 12.50      | 13.00      | 0.50        | 5934.77    | 6030.09 | 2.15       |
| 18 | 2007-9-25  | 12.00      | 12.50      | 0.50        | 5381.19    | 5277.18 | -2.16      |
| 17 | 2007-8-15  | 11.50      | 12.00      | 0.50        | 4875.51    | 4869.88 | -0.07      |
| 16 | 2007-6-5   | 11.00      | 11.50      | 0.50        | 3902.35    | 4072.23 | 1.04       |
| 15 | 2007-5-15  | 10.50      | 11.00      | 0.50        | 3784.27    | 3841.27 | 2.17       |
| 14 | 2007-4-16  | 10.00      | 10.50      | 0.50        | 3287.68    | 3323.59 | 0.13       |
| 13 | 2007-2-25  | 9.50       | 10.00      | 0.50        | 2999       | 3040    | 1.4        |
| 12 | 2007-1-15  | 9.00       | 9.50       | 0.50        | 2668       | 2641    | -2.74      |
| 11 | 2006-11-15 | 8.50       | 9.00       | 0.50        | 1853       | 1886    | 1.07       |
| 10 | 2006-8-15  | 8.00       | 8.50       | 0.50        | 1648       | 1665    | 0.04       |
| 9  | 2006-7-5   | 7.50       | 8.00       | 0.50        | 1559       | 1586    | 0.75       |
| 8  | 2004-4-25  | 7.00       | 7.50       | 0.50        | 1633.27    | 1635.5  | 0.14       |
| 7  | 2003-9-21  | 6.00       | 7.00       | 1.00        | 1392.9     | 1381.44 | -0.71      |
| 6  | 1999-11-21 | 8.00       | 6.00       | -2.00       | 1468.22    | 1464.59 | -0.26      |
| 5  | 1998-3-21  | 13.00      | 8.00       | -5.00       | 1186.56    | 1179.87 | -0.64      |
| 4  | 1988-9     | 12.00      | 13.00      | 1.00        | -          | -       | -          |

|   |      |                         |       |      |   |   |   |
|---|------|-------------------------|-------|------|---|---|---|
| 3 | 1987 | 10.00                   | 12.00 | 2.00 | — | — | — |
| 2 | 1985 | 统一为 10%                 | —     | —    | — | — | — |
| 1 | 1984 | 企业 20%，农村<br>25%，储蓄 40% | —     | —    | — | — | — |

注：表中“大”为大型金融机构，“中小”为中小金融机构，“企业”为企业存款，“农村”为农村存款，“储蓄”为储蓄存款。

数据来源：作者整理。