题目：中国货币政策不确定性对信贷收支的影响

改写：

1 引言

信贷收支是指以商业银行为代表的存款性金融机构以及信托公司为代表的部分非存款性金融机构作为主体，进行信用标的资金的吸纳和调度的经济活动。自宏观经济学诞生之日起，有关于信贷收支的相关讨论从未停息。而究其根本，原因可以概括为两个方面，一是其涉及的问题覆盖面极广，既有利率，收入，投资，消费等宏观因素的研究，又有企业，金融机构资产负债管理，现金流通等微观问题的探讨；二是其涉及的问题意义重大，内涵深刻，其中有关资金流转，调控治理等方面更是触及了金融学的核心命题。时至今日，有关信贷收支的问题依旧值得人们研讨，深思。

政策不确定性是近十年间的另一个具有较高关注度的热点问题。“不确定性”在很多语境下与“风险”一词是同意的，而经济政策的不确定性指的是一个经济体所制定的经济政策的不稳定，不明确，突出了不确定性中的波动，不可预测的特点。在货币政策理论当中，对这种不确定性的讨论也是渊源颇深的，那便是历时长达百年的“单一规则”和“相机抉择”之争。至于何种政策具有更好的效果，历史上也曾有多个国家的货币当局进行了试验，但现实经济的复杂和发展演化速度之快，并没有提供充足时间带给各个国家和学者一个众口同调的满意答案，这了问题目前而言更像是一个度的问题，也就是大部分国家选择了既有一定的规则，又要保持“相机抉择”的做法。

不论是信贷收支还是货币政策不确定性问题的研究，对于我国现阶段都是不可避免的。近年来，整体经济环境呈现下行趋势，经济增长放缓，物价和就业等压力逐步增大，国内外局势日趋紧张。在经济发展步入新阶段的情况，如何合理地制定政策顺应时代，助力发展，并解决已经存在的问题和风险的重要性毋庸置疑。其中，对不确定性效应的研究就是有效把握货币政策的一大关键。

相对来说，经济政策不确定性的整体宏观经济效应是更为难以论证的，现有研究中更多的方式是以政策不确定性的视角来对某一领域来进行局部的分析阐释，包括利率，股票市场，大宗商品市场以及政策有效性的分析等。本文研究的点是货币政策不确定性对信贷收支的影响，属于比较典型的经济学因果分析判断的研究类型，采用了两种模型对长期和短期货币政策不确定性效应进行了简单模拟，从而对相关问题做出归纳和论述。

2 文献综述（理论基础）

从本文的研究对象出发，相关的文献著作分为两个大类，依次是对信贷收支经典理论的阐述以及对货币政策不确定性和其他经济政策不确定性的研究。除理论机制层面外，本文还涉及到对两种向量自回归模型，并对其简要介绍。

2.1 信贷收支理论

信贷是商品经济发展到一定阶段后的必然产物，也是货币发挥支付手段职能的重要表现。信贷交易最原始的形态表现为高利贷。马克思曾指出“榨取贫苦小生产者的高利贷是和榨取富裕大地主的高利贷携手并进的。”这句话表明了在人类经济社会的发展当中信贷始终参与到各个不同社会阶层经济生活并在当中活跃着。信贷活动到了21世纪后仍然作为现代信用的重要组成部分，其表现形式日益多样化，在推动经济增长，调控社会部门资金余缺等方面发挥着不可替代的作用。

信贷伴随着利息的产生，从17世纪开始经济学家开始越发关注利息的问题，包括其产生原理和价格机制。关于利息的价格即利率具有代表性的成果按时间先后主要有维克赛尔的自然利率学说，凯恩斯的流动性偏好理论，剑桥学派的可贷资金理论等，并且通过IS-LM模型将实物市场和货币市场通过信贷渠道作为桥梁联系在了一起。

信贷利率是信贷市场均衡的价格，决定了信贷收支的状态。在古典经济学和凯恩斯主义盛行的时期，利率的概念还较为狭窄，内涵是类似于信贷利率的名义利率。在对名义利率的研究基础上，凯恩斯在其著作《就业、利息和货币通论》提出货币需求理论，推动信贷市场进一步成为货币当局贯彻货币政策意图的入口。

2.2 经济政策不确定性理论

在2007-2009年全球性金融危机以及其后Basell III 协议推出后，国际上对不确定性问题的研究逐渐兴起。较早对金融危机期间不确定性冲击原理进行系统性分析的是Stock和Watson(2012)，吸引了更多学者关注此类问题，并将许多金融领域前沿模型引入宏观经济研究当中。ustiniano和Primiceri( 2008) 首先运用 DSGE 模型研究了波动率冲击对宏观经济的影响。

不确定性的研究主要分为三类：经济不确定性，政策不确定性，其中政策又分为财政政策和货币政策。Fernandez- Villaverde 等( 2015) 研究了美国财政政策不确定性对实体经济的影响。Born和Pfeifer ( 2014) 研究了财政政策、货币政策、生产率和特定投资技术等不确定性对美国经济的影响。Pastor和 Veronesi(2013) 在一般均衡框架中，分析了政策不确定性与股票价格、风险溢价的关系。以上研究从多种角度围绕着各类不确定性对美国经济从危机到恢复的不同时期经济金融体系的影响。

本文主要关注的是货币政策不确定性，并且值得注意的是在中国经济面临转型的十字路口上货币政策调控体系的特殊性。国内文献当中，刘金全等 (2019)，徐宁和丁一兵 (2020)等指出在经济发展时期与经济发展程度不一样的情况下，货币政策在宏观经济调控方面所发挥的效能有一定差异，一些学者对特定时期或制度环境下的货币政策宏观调控效果进行了尝试性分析，如孟宪春等 (2019) 得出“零利率”、“新常态”、和“脱实向虚”等宏观经济特定阶段和发展背景下，货币政策的量价调控效果优劣势不同等结论。周波和叶龙生 (2019) 采用实证分析的方式评估了数量型货币政策对金融创新、通货膨胀、宏观经济调控目标的达成等或许产生的影响，然后针对货币政策转型的原因与作用实施了深入分析。邓创和徐曼 (2014) 运用主成分分析法构建我国金融形势指数，并进一步运用 TVP-VAR 模型详细剖析了金融周期变化对宏观经济所产生的各个层面的影响。羿建华和孙健 (2016) 通过选取真实利率、股票价格、房地产价格、货币供给、汇率及信贷规模等因素，然后利用HP滤波算法、动态因子模型、B-B峰谷判定法、总需求方程、VAR模型对金融周期进行了测算并对结果进行了比较。

2.3 TVP-VAR模型，VEC模型

TVP-VAR模型是时变的VAR模型，其特点是在扰动项部分加入了时变参数用于描述变量间关系随时间变化，更有利于表现出研究问题受随机波动冲击的特征。

根据传统VAR模型推广的时变参数VAR模型即TVP—VAR模型为：



其中，At，βt，δt均是随时间变化的参数，假设A中对角线下方元素为at，因此，根据以上设定此处有at，βt，σt三种待估参数，由于在时变模型中每个时间节点上的参数都不同，为了减少估计参数的个数，参考Primiceri(2005)的做法，取ht=ln(σt)，假设At，βt，ht均服从一阶随机游走的过程：



其中每种参数都可根据各个参数初始值和分布情况进行迭代来估计时间节点的参数值。

VEC模型的基本思想是引入一个反映均衡关系的趋势项作为解释变量，从而消除一部分数据的不平稳。对标准VAR模型进行一阶差分后：



此时如果yt-1的系数矩阵的秩r不为0，则存在协整关系。令这个系数矩阵为两个k\*r阶矩阵α，βT的乘积即αβT：



其中，βTyt-1即是趋势项，α是调整速度。VEC模型的估计和检验方法与VAR模型类似，参考Davidson和Mackinnon(1993)。

2.4 文献评述

首先对信贷收支相关理论的发展进行简要概括。关于这部分内容，近年来国内外直接对此进行讨论的文献已经比较少见，大部分已经作为经济学经典理论被广为接受，并作为理论研究的基本假设前提和工具。对政策不确定性的研究目前国内外均有大量的成果和范例，既有研究经济政策与宏观环境关联的研究，也有以此为切入点进行宏观效应分析和政策评价的研究，运用的模型和参数估计、检验手法也是种类繁多。本文中采取了一种较为新颖的分析视角，分短期和长期两种情况分别使用TVP-VAR和VEC模型以发挥两模型中时变参数的时效性和协整关系中数据长期均衡的特点，从而更好地进行模拟和分析问题。