

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 27720141152740

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国货币政策效果：“价格之谜”现象？

China's Monetary Policy Effects: “Price Puzzle”?

龚腾达

指导教师姓名：张宇 助理教授

专 业 名 称：西 方 经 济 学

论文提交日期：2017 年 4 月

论文答辩时间：2017 年 4 月

学位授予日期：2017 年 6 月

答辩委员会主席：_____

评 阅 人：_____

2017 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

我国货币政策效果：“价格之谜”现象？

摘要：考虑到央行的冲销干预等相关因素能够显著的影响到我国货币政策的独立性，本文利用 2000 年 1 月至 2015 年 12 月的国际大宗商品价格指数、美国联邦基金利率和我国工业增加值定基指数、消费者价格定基指数、外汇储备、基础货币以及美元兑人民币汇率数据，采用短期非递归约束形式的 SVAR 模型对我国 5 个主要的货币政策工具的政策效果进行了实证研究。结果显示，金融机构人民币贷款总额和广义货币供应量 M2 的正向结构冲击在 10% 的显著性水平下均能够引起产出水平和物价水平短期内的显著上升，与多数学者的研究结果一致。7 天银行间同业拆借利率的加权平均、一年期贷款基准利率和法定存款准备金率的正向结构冲击在 10% 的显著性水平下均能够引起产出水平和物价水平短期内的显著下跌。与多数学者的研究结果不同，它们的政策效果并未表现出显著的“价格之谜”现象。子样本的实证分析、滞后阶数和变量选取的敏感性分析均显示该结果是稳健的。

此外，本文还利用 2000 年 1 月至 2015 年 12 月的有关数据，采用已有研究广泛使用的短期递归约束形式的 SVAR 模型（没有纳入央行的冲销干预等相关因素）对 7 天银行间同业拆借利率的加权平均、一年期贷款基准利率和法定存款准备金率的政策效果重新进行了实证研究。结果显示，它们的政策效果在 10% 的显著性水平下几乎都呈现出显著的“价格之谜”现象，与多数学者的研究结果一致。这不仅说明我国货币政策效果的“价格之谜”现象与本文研究的时间段无关，而且还表明该现象可能与央行的冲销干预等相关因素有关，外汇储备的结构冲击效果也有力的支持了这一论断。

本文的这些研究不仅丰富了我国货币政策效果的已有研究，而且为解释我国货币政策效果的“价格之谜”现象提供了新的实证证据，尤其是为 Sun（2015b）所提出的我国货币政策效果的“价格之谜”现象源于央行的冲销干预等相关因素的假说提供了有力论据。

关键字：外汇占款；冲销干预；“价格之谜”

China's Monetary Policy Effects: "Price Puzzle"?

Abstract: This paper employed a non-recursive SVAR model, which incorporated the fact that the China's monetary policy is significantly affected by the sterilizing operations of its central bank, to study the policy effects of China's 5 main monetary policy instruments including the interbank interest rate (7 days weighted average), benchmark lending rate (1 year), required reserve ratio, total loans of RMB in financial institutions and money supply M2 by using the data of primary commodity price index, US federal funds rate and China's value-added industrial production index, consumer price index, foreign reserves, base money and RMB exchange rate against US dollar during the period from Jan, 2000 to Dec, 2015. The results indicated that the 5 policy instruments are all effective. Both of the positive shocks of total loans and M2 can cause value-added industrial production and consumer price to increase within short time at 10% significance level. More importantly, all the positive shocks of interbank interest rate, benchmark lending rate and required reserve ratio can cause them to decrease within short time with no "price puzzle" at 10% significance level, which is almost the opposite of the results of many other empirical studies about China's monetary policy effects.

To do the robustness check, this paper redid the relevant parts by choosing different lag orders of the SVAR model, choosing different variables and using the subsample data. All the results are consistent with the original. In addition, this paper also employed a recursive SVAR model excluding the variables of foreign reserves, base money and RMB exchange rate against US dollar, which is widely used by many other related empirical studies, to study China's monetary policy effects using the relevant data of the same period. The results indicated that almost all the monetary policy effects of interbank interest rate, benchmark lending rate and required reserve ratio exhibit "price puzzle" at 10% significance level, which is consistent with the results of many other empirical studies about China's monetary policy effects. Such results suggested that the "price puzzle" of these monetary policy instruments has nothing to do with the research period but with the sterilizing operations of the central bank, which is also supported by the effects of the positive shock of foreign reserves.

This paper contributes to the literature by presenting a new empirical evidence which indicated that the "price puzzle" of China's monetary policy effects is possible due to the impact of the sterilizing operations of its central bank on the monetary policy instruments as Sun (2015b) suggested.

Key words: funds outstanding for foreign exchange; sterilizing operations; "price puzzle"

目 录

第一章 引言	1
第二章 研究背景	4
2.1 央行主要的货币政策工具.....	4
2.1.1 数量型货币政策工具	5
2.1.2 价格型货币政策工具	6
2.1.3 法定存款准备金率	7
2.2 汇率制度与外汇操作以及冲销干预.....	8
2.2.1 汇率制度与汇率改革	8
2.2.2 外汇操作与外汇占款	9
2.2.3 冲销干预	11
第三章 文献综述	12
3.1 货币政策效果研究概述.....	12
3.1.1 外国货币政策效果研究概述.....	12
3.1.2 我国货币政策效果研究概述.....	14
3.2 “价格之谜”现象研究概述	16
3.3 外汇占款与冲销干预研究概述.....	19
第四章 实证模型与数据	21
4.1 实证模型设置.....	21
4.1.1 结构向量自回归模型.....	21
4.1.2 短期约束条件的设定	23
4.2 数据选择与处理.....	27

第五章 实证结果 34

5.1 平稳性检验和协整检验结果..... 34

5.2 基准模型的实证结果..... 38

第六章 稳健性检验 48

6.1 滞后阶数的敏感性分析..... 48

6.2 子样本的实证分析..... 50

6.3 变量选取的敏感性分析..... 55

第七章 结论 61

参考文献 63

附录 A 66

附录 B..... 74

Table of Contents

Chapter 1 Introduction	1
Chapter 2 Research Background.....	4
2.1 The main monetary policy instruments of PBOC.....	4
2.1.1 Quantitative instruments.....	5
2.1.2 Price instruments	6
2.1.3 Required reserve ratio.....	7
2.2 Exchange rate regime, exchange interventions and sterilizing operations.....	8
2.2.1 Exchange rate regime and its reforms	8
2.2.2 Exchange interventions and funds outstanding for foreign exchange	9
2.2.3 Sterilizing operations.....	11
Chapter 3 Literature Review.....	12
3.1 Monetary policy effects.....	12
3.1.1 Monetary policy effects of foreign countries	12
3.1.2 China's Monetary policy effects	14
3.2 “Price puzzle”	16
3.3 Funds outstanding for foreign exchange and sterilizing operations	19
Chapter 4 Empirical Model and Data	21
4.1 Empirical model setup	21
4.1.1 SVAR model.....	21
4.1.2 Identification design.....	23
4.2 Data and primary treatments	27
Chapter 5 Basic Empirical Results	34
5.1 Results of stationarity tests and cointegration tests.....	34
5.2 Empirical results of benchmark models	38
Chapter 6 Robustness Check	48
6.1 Sensitivity analysis of the lag order	48
6.2 Empirical results of the subsample data	50

6.3 Sensitivity analysis of variables' selection	55
Chapter 7 Conclusions	61
References	63
Appendix A.....	66
Appendix B.....	74

第一章 引言

自 1984 年央行正式成立以来,我国货币政策管理体制经历了诸多改革,尤其是自 1998 年取消贷款规模控制以来,货币政策调控方式已经由直接调控转向间接调控。与此同时,利率市场化也取得了诸多成果。1999 年实现了银行间市场利率(包括银行间同业拆借利率和银行间债券质押式回购利率)、国债发行利率和政策性金融债发行利率的市场化。2000 年以来,央行又陆续放松了对金融机构贷款利率和存款利率的管制乃至全面放开(存款利率下限目前尚未全面放开)。此外,汇率改革自 2005 年以来也取得了实质性进展,人民币汇率制度不再是盯住单一美元的固定汇率制度,而是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,汇率波动范围正在逐步扩大。可以说,我国的货币政策管理体制日臻完善,利率和汇率的市场化程度也有了显著的提高。

在这样的制度背景下,我国货币政策的传导渠道尤其是利率渠道应该变得更加通畅,相关的货币政策工具也应该能够对宏观经济产生合理的显著影响。然而,近年来很多学者的研究结果却显示,我国货币政策工具中的利率工具(名义值,包括银行间市场利率和贷款基准利率)的政策效果呈现出显著的或较长时间的“价格之谜”现象(袁伟彦和李文溥, 2010; Sun et al., 2010; 吕光明, 2012; He et al., 2013; Sun, 2015b)。法定存款准备金率的政策效果也呈现出类似的现象(Sun, 2015b)。甚至银行贷款和广义货币供应量 M2 也有可能呈现出显著的“价格之谜”现象(Fernald et al., 2014)。这里所说的“价格之谜”现象是指紧缩性货币政策引起了物价水平短期内的不降反升。

对此,很多学者参考国外学者的相关研究(Sims, 1992; Barth and Ramey, 2001; Bernanke et al., 2005),对我国货币政策效果的“价格之谜”现象进行了深入研究,但是仍然没能很好的解释该现象。比如蒋海和储著贞(2011)参考 Sims(1992)的做法,将通胀先导指标商品零售价格加入到实证模型中,依旧没能消除“价格之谜”现象。他们据此指出我国货币政策传导可能存在成本渠道,从而使得利率工具的政策效果呈现出“价格之谜”现象,并且通过实证研究证实了成本渠道的存在。其他学者的有关实证研究也证实了成本渠道的存在(彭方平和连玉君, 2010; 齐杨和柳欣, 2011)。不过,齐杨和柳欣(2011)的实证结果也表明,成本渠道只能部分的抵消利率的提高所导致的物价下跌效应,因此利率的提高并不会引发通胀水平的上升。王艺明和蔡昌达(2012)更是通过构建纳入成本渠道的动态随机一般均衡模

型对我国利率工具的“价格之谜”现象进行了实证研究，发现成本渠道并不能解释我国利率工具的“价格之谜”现象。考虑到央行在调整货币政策时可能参考了大量的宏观数据，He 等（2013）采用 Bernanke 等（2005）创建的 FAVAR 模型对我国的货币政策效果进行了实证研究，结果显示我国利率工具的政策效果依旧呈现出显著的或较长时间的“价格之谜”现象。综上所述，我国货币政策效果的“价格之谜”现象目前尚未找到确切答案，有待进一步研究。

有关我国货币政策效果的“价格之谜”现象，还有另外一种可能的解释，是由 Sun（2015b）于近期提出的。她认为我国货币政策效果的“价格之谜”现象可能源于模型误设，尤其是没有将央行的冲销干预等相关因素纳入到实证模型中（Sun，2015b）。央行的冲销干预源于外汇占款增加导致的基础货币的过度投放。为了管控通货膨胀，央行经常采用各种货币政策工具来进行冲销干预，收回多余的基础货币或控制货币供应量的过快增长。这些冲销干预工具主要包括人民币公开市场操作（如正回购和发行央行票据）、法定存款准备金率、存贷款基准利率以及“窗口指导”等（何慧刚，2007；余明，2009；Sun，2015b）。因而，银行间市场利率、存贷款基准利率以及法定存款准备金率乃至金融机构人民币贷款总量（受到“窗口指导”的直接影响）都会受到央行的冲销干预或外汇占款的影响。据此，Sun（2015b）将这些货币政策工具的变动分解为以下三个部分：（1）对实体宏观经济波动（如产出和物价水平的波动）的政策性反应；（2）流动性管理部分，尤其是对央行的冲销干预等相关因素的反应；（3）自身的结构冲击。更重要的是，Sun（2015b）认为仅仅将（1）从我国货币政策工具的变动信息中剔除是不能够有效的识别出它们自身的结构冲击的，很有可能得出错误的货币政策效果如“价格之谜”现象，因此还需要将（2）从其中剔除才能准确的识别出它们自身的结构冲击，得到正确的货币政策效果。这为我国货币政策效果的“价格之谜”现象提供了另一种可能的解释。实际上，很多学者的有关研究也在一定程度上支持了这一假说。

这些学者的研究结果表明，央行的冲销干预不仅影响到了我国货币政策的独立性，而且是不完全的，导致了通货膨胀仍然会受到外汇占款增加的影响。比如何慧刚（2007）和余明（2009）的研究结果表明，银行间市场利率、存贷款基准利率和法定存款准备金率甚至金融机构人民币贷款总量均会受到央行冲销干预的直接影响，因而央行的冲销干预制约着我国货币政策的独立性。方先明等（2006）的研究结果则显示外汇占款没有被全部收回，央行的冲销干预并不能完全控制住外汇占款增加所带来的通胀压力。朱孟楠和刘林（2010）的研究结果也表明央行的冲销干预并不完全。此外，外汇占款也被证实能够显著的影响到通胀水平（方先明等，2006；朱孟楠和赵茜，2012）。因此，央行的冲销干预虽然收回了部分外汇占款（基础货币），但是并不完全，外汇占款的增加仍有可能引发通货膨胀。

上述这些研究成果表明：一方面，央行的货币政策受到冲销干预的显著影响，货币政策工具的变动包含着冲销干预或外汇占款的信息，尤其是银行间市场利率、法定存款准备金率和存贷款基准利率。另一方面，央行的冲销干预并不完全，外汇占款的增加仍有可能引起通货膨胀。更重要的是，央行采取的冲销干预操作反映在货币政策上，正是“紧缩性货币政策”。这样一来，外汇占款的增加便很有可能导致“紧缩性货币政策”和通货膨胀同时出现，也就是所谓的“价格之谜”现象。因此，在研究我国货币政策效果时如果不考虑央行的冲销干预等相关因素，便很有可能会出现“价格之谜”现象。反之，如果考虑到了央行的冲销干预等相关因素，我国货币政策效果的“价格之谜”现象就很可能消失。

以上正是本文的研究动机。本文将通过构建纳入央行的冲销干预等相关因素（外汇占款、基础货币和人民币汇率）的 SVAR 模型、利用 2000 年 1 月至 2015 年 12 月的有关数据对我国货币政策效果进行实证研究，重新检验下我国主要的货币政策工具的政策效果是否存在显著的“价格之谜”现象，尤其是银行间市场利率、贷款基准利率和法定存款准备金率的政策效果。这项研究不仅可以丰富我国货币政策效果的已有研究，而且可以用来验证 Sun(2015b) 针对我国货币政策效果的“价格之谜”现象所提出的假说，为解释我国货币政策效果的“价格之谜”现象提供新的实证证据。

以下是本文的结构安排。第一章是引言，主要介绍本文的研究动机、目的和意义。第二章是研究背景，主要介绍我国主要的货币政策工具、人民币汇率制度与央行的外汇操作以及冲销干预情况。第三章是文献综述，主要是回顾国内外学者有关货币政策效果和“价格之谜”现象的研究以及有关我国外汇占款与央行的冲销干预的研究。第四章是实证模型和数据，主要介绍本文实证研究中所采用的结构向量自回归模型的基本知识和短期约束条件的设定。第五章是实证结果，主要介绍我国（5 个）主要的货币政策工具的政策效果的实证结果。第六章是稳健性检验，主要是检验第五章得出的银行间市场利率（7 天银行间同业拆借利率的加权平均）、（一年期）贷款基准利率和法定存款准备金率的政策效果（没有呈现出显著的“价格之谜”现象）的稳健性。第七章是结论，主要是总结全文并指出本文研究的不足和未来可能的研究方向。

第二章 研究背景

2.1 央行主要的货币政策工具

自 1984 年央行正式成立以来,我国的货币政策工具经历了较大的体制转变。1998 年之前,我国的货币政策工具以计划手段为主,贷款规模控制是最主要的货币政策工具(卢庆杰, 2007)。1998 年,央行正式取消了对国有商业银行的信贷规模控制,采用单一的广义货币供应量 M2 作为货币政策的中介目标,货币政策由直接调控向间接调控转变。虽然央行自此正式取消了贷款规模控制,但是贷款规模控制依旧存在,主要表现为“窗口指导”(Sun, 2013)。有学者甚至认为我国的货币政策中介变量实际上有两个,除了广义货币供应量 M2 之外,还有贷款规模(盛松成和吴培新, 2008)。

另一方面,一度停止的人民币公开市场操作于 1998 年恢复交易,1999 年以来已经成为央行吞吐基础货币的主要货币政策工具(卢庆杰, 2007),目前是央行货币政策日常操作的主要工具之一。央行的另一个公开市场操作外汇操作(也称外汇市场干预)自 1994 年以来一直以保持汇率稳定为直接目的,也是我国主要的货币政策工具之一(郭红兵和陈平, 2012)。

此外,为了适应货币政策调控方式由直接调控转向间接调控,属于中央银行贷款范畴的再贷款、再贴现政策也进行了较大调整。1998 年以前,再贷款一直是央行一项重要的货币政策工具,从属于贷款规模控制(卢庆杰, 2007)。1998 年以后,再贷款所占基础货币的比重逐步下降,新增再贷款主要用于促进信贷结构调整。自此,再贷款不再是央行调控流动性(基础货币)的主要渠道且再贷款利率也很少进行调整(郭红兵和陈平, 2012)。至于再贴现,虽然央行 1998 年以来对再贴现和贴现利率生成机制进行了改革,使得再贴现利率成为央行一项独立的基准利率,但是再贴现率很少调整,影响有限(郭红兵和陈平, 2012)。因而,再贷款和再贴现均不再是央行主要的货币政策工具。

最后,法定存款准备金率和存贷款基准利率一直以来都是央行主要的货币政策工具之一,调整次数也较为频繁。虽然伴随着利率市场化改革的深化,商业银行实际执行的存贷款利率的浮动区间越来越大乃至全面放开,但是存贷款基准利率依旧能够显著的影响到商业银行存贷款业务(Sun, 2015b)。需要补充说明的是,央行于 2013 年创设了新的货币政策工具“短期流动性调节工具”作为公开市场日常操作的必要补充,在银行体系流动性出现临时性波动

时相机使用。从央行的交易公告来看，2013 年 11 月至 2015 年 12 月共交易了 10 次，使用频率极低。不过，2016 年以来每月都有使用，使用频率大幅提高。

综上所述，1998 年以来我国主要的货币政策工具包括贷款规模控制、广义货币供应量 M2、公开市场操作（人民币操作和外汇操作）、法定存款准备金率和存贷款基准利率。由于人民币公开市场操作的债券交易（包括发行央行票据）能够有效的影响到银行间市场利率（如银行间同业拆借利率和银行间债券质押式回购利率），银行间市场利率常被看作是公开市场操作的代理变量作为央行主要的货币政策工具之一（郭红兵和陈平，2012；He et al., 2013；Sun, 2015b）。

从分类上看，贷款规模和广义货币供应量 M2 属于数量型货币政策工具，银行间市场利率和存贷款基准利率属于价格型货币政策工具，而法定存款准备率则可以同时影响到贷款规模、货币供应量 M2 和银行间市场利率。下面将简要介绍下这五个主要的货币政策工具及其近年来的数量变化情况。外汇操作及其相关问题将在第二节中具体介绍。

2.1.1 数量型货币政策工具

央行数量型货币政策工具主要有贷款规模和广义货币供应量 M2。这里的贷款规模是指金融机构人民币贷款总额。虽然 1998 年央行正式取消了贷款规模控制，但是由于我国金融市场不够发达，贷款融资仍然是实体经济主要的融资渠道（卢庆杰，2007）。实际上，贷款规模的变动可以显著的引起广义货币供应量 M2 的变动（盛松成和吴培新，2008）。央行通过调整法定存款准备金率、存贷款基准利率和银行间市场利率来间接调控贷款规模。甚至有些时候，央行也通过“窗口指导”等行政手段来直接调控贷款规模。

广义货币供应量 M2 等于狭义货币供应量 M1（狭义货币供应量 M1 等于流通中的现金 M0 与活期存款之和）加上准货币（定期存款、储蓄存款和其他存款）。因此，M2 是有别于贷款规模的。实际上，M2 的变动并不能够显著的引起贷款规模的变动（盛松成和吴培新，2008）。虽然 M2 不断增强的内生性和不稳定的流通速度等导致其实际可控性下降，但是 M2 与国内生产总值和物价之间的相关性较好（李春琦和王文龙，2007），依旧是合适的货币政策调控目标（莫万贵和王立元，2008）。作为央行货币政策的中介变量，M2 也常被看作是央行主要的货币政策工具之一。央行每年都会公开发布 M2 的目标增长率，并通过其他货币政策工具甚至行政手段来实现其目标增长率（He et al., 2013）。

图 1 是 2000 年 1 月至 2015 年 12 月金融机构人民币贷款总量（月末余额）和广义货币供应量 M2（月末余额）的环比增长率情况（这些数据均取自 CEIC 中国数据库，都进行了

季节调整，有关数据处理的具体情况详见 4.2 节)。从图中可以明显的看出，金融机构人民币贷款总量和 M2 的月度环比增长率具有较强的同步性，基本上是同涨同跌，样本内的相关系数高达 0.55。受到全球金融危机的影响，二者也都在 2008 年 10 月后出现了长达半年以上的较大幅度的增长。不过，二者也是有区别的，在某些时间点上它们的变化方向甚至是完全相反的。

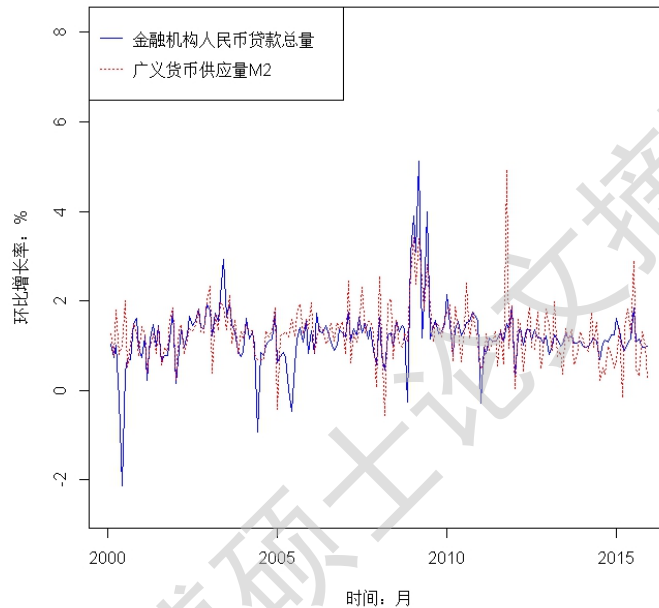


图 1 金融机构人民币贷款总额和广义货币供应量 M2

2.1.2 价格型货币政策工具

央行价格型货币政策工具主要包括存贷款基准利率和银行间市场利率。存贷款基准利率由央行直接设定，是影响商业银行存贷款业务的核心利率。虽然利率市场化在不断深化，但是央行的存贷款基准利率尤其是一年期存贷款基准利率，依旧是各类商业银行设定各自存贷款利率的重要参考指标 (He et al., 2013; Sun, 2015b)。

银行间市场利率包括银行间同业拆借利率和银行间债券质押式回购利率，受到央行的人民币公开市场操作（回购交易和现券交易以及发行中央银行票据）的显著影响，是传达央行货币政策日常操作信号的主要渠道。其中 7 天银行间同业拆借利率的加权平均值和 7 天银行间债券质押式回购利率的加权平均值常被看作是银行间市场利率的标杆 (郑挺国和刘金全, 2010; 郭红兵和陈平, 2012; He et al., 2013)。

图 2 是 2000 年 1 月至 2015 年 12 月存贷款基准利率和银行间市场利率的历史走势图。其中存贷款基准利率选取的是一年期存贷款基准利率，银行间市场利率选取的是 7 天银行间

同业拆借利率的加权平均值和 7 天银行间债券质押式回购利率的加权平均值（这些数据均取自 CEIC 中国数据库）。很明显，一年期存款基准利率和一年期贷款基准利率几乎是同涨同跌，而且幅度也十分一致，样本内的相关系数高达 0.93。受到全球金融危机的影响，原本紧缩的货币政策 2008 年 10 月后立即转为宽松的货币政策，一年期存贷款基准利率三个月后分别快速下降到 2.25% 和 5.31%，并且一直持续到 2010 年 10 月才又开始逐步提高。同样的，7 天银行间同业拆借利率的加权平均值也和 7 天银行间债券质押式回购利率的加权平均值呈现出几乎完全一致的涨跌走势，样本内的相关系数高达 0.99。二者的走势大体上也与一年期存贷款基准利率保持一致。2008 年 10 月后，二者随着一年期存贷款基准利率快速下跌。不过，二者相对于一年期存贷款基准利率来说，波动幅度和频率都要大很多。

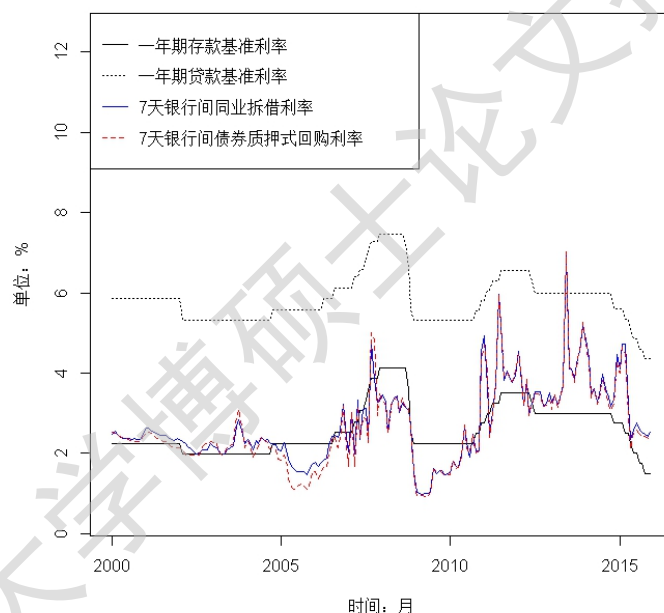


图 2 存贷款基准利率和银行间市场利率

2.1.3 法定存款准备金率

金融机构按照法律规定向中央银行缴纳的法定存款准备金占其存款总额的比例就是法定存款准备金率。央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。在我国，法定存款准备金率时常进行调整（具体参见图 3，数据取自 CEIC 中国数据库）。2006 年以来，由于商业银行购买央行票据的意愿不足，央行频繁的提高法定存款准备金率来应对基础货币的过快增长（Sun, 2015b）。法定存款准备金率从 2006 年 6 月的 7.5%，提高到了 2008 年 6 月的 17.5%，期间连续提高 18 次。不过，为了应对突如其来的全球金融危机，央行不得不在 2008 年 9 月开始下调法定存款准备金率至 15%，并

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库