

美联储利率承诺的宏观经济效应*

潘 敏 严春晓

内容摘要：作为金融危机后美联储非常规货币政策的重要手段之一，利率承诺对美国宏观经济变化的影响颇受关注。本文选取美国 2001 年 1 月至 2011 年 8 月的月度数据，以 2008 年 12 月为分界点，采用 VAR 模型实证检验了美联储非常规货币政策实施前后利率承诺政策对金融市场和实体经济的影响。研究表明：（1）零利率承诺缩短了金融市场对基准利率变动响应的时滞，但作用持续期明显缩短，其中股票市场和商业房地产市场的响应尤为明显；（2）零利率承诺政策有利于提升消费者信心，并抑制通货紧缩；（3）零利率承诺措施对实体经济的影响要大于对金融市场的影响。

关键词：利率承诺 实体经济 金融市场 VAR 模型

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

引 言

为应对次贷危机所引发的全球性金融危机，美联储积极配合美国政府的救市计划，采取了一系列史无前例的非常规货币政策来挽救金融市场和实体经济。迄今为止，美国已经实施了两轮量化宽松货币政策。第一轮始于 2008 年 11 月，到 2010 年 4 月结束，总计购买政府支持企业债券及相关抵押贷款支持证券 1.725 万亿美元；第二轮从 2010 年 11 月至 2011 年 6 月，美联储从市场购入 6000 亿美元中长期国债。同时，美联储连续 10 次降息，将联邦基金目标利率范围确定在 0-0.25% 之间。利率承诺政策作为非常规货币政策的重要手段之一，一直贯穿着这两轮宽松政策。2008 年 12 月 16 日，美联储承诺在未来一段时间内将联邦基金利率维持在接近于零的水平。此后

美联储严格实行“逢例会，必承诺”的战略方针，只是在政策的实施期限上有所变动。利率承诺措施实施的目的在于通过明确承诺零利率政策的执行期限，影响公众对未来利率走向的判断，降低中长期利率。其宏观经济效应则体现为时间轴效应（policy duration effect），即央行承诺在一个较长时期内保证维持零利率以影响公众的利率预期，降低当前的长期利率水平，从而达到提高资产价格、促进消费和生产的目；此外，在量化宽松政策基础上，通过利率承诺影响公众对未来政策走向的判断，提高通胀预期，缓解市场流动性和通胀紧缩压力，促进金融市场稳定。

20 世纪 90 年代后期，在亚洲金融危机爆发后，日本中央银行实施了包括利率承诺在内的大规模的量化宽松政策，但由于日本央行未能坚守承诺，其利率承诺政策多次中断，效果也不甚理想。本次金融危机中，美联储

作者简介：潘敏，武汉大学经济发展研究中心、武汉大学经济与管理学院金融系教授、博士生导师；严春晓，武汉大学中国中部发展研究院博士研究生。

* 基金项目：本文为 2010 年教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“逆周期宏观调控政策与中国经济平衡增长研究”（课题批准号：10JJD790003）以及 2009 年武汉大学自主科研项目（人文社会科学）“经济复苏背景下非常规货币政策退出机制研究”的阶段成果。

利率承诺政策实施以来, 美国经济复苏虽然面临诸多复杂因素的影响, 如近期的欧洲主权债务危机, 但整体上呈现弱复苏的态势。图 1 和图 2 描述了危机发生以来美国失业率月环比及通货膨胀率的变化趋势。图 1 显示, 美国失业率的月环比从 2008 年 11 月开始逐步下降, 到 2009 年 11 月为负值, 此后基本处于持平状态。这表明, 失业率虽然仍居高不下, 但其恶化的趋势得到控制, 以 2008 年 11 月为转折点, 就业情况有一定程度的缓解。图 2 显示的通货膨胀率变化趋势表明, 尽管其数据系列呈现不规则的上下波动特性, 但从趋势线来看, 通货紧缩从 2009 年 11 月开始得到了一定的缓解。

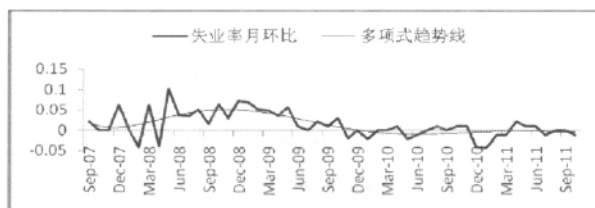


图 1 美国失业率月环比走势图

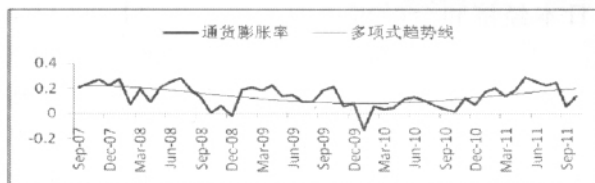


图 2 美国通货膨胀率走势图

危机后美国经济缓慢复苏的态势表明, 包括利率承诺在内的美联储两轮量化宽松政策可能发挥了一定的作用, 但在整个量化宽松政策体系发挥作用的过程中, 利率承诺政策是否有效? 是否达到了预期的效果? 显然, 这是一个需要实证检验的问题。而对这一问题的回答不仅有利于从理论上探明利率承诺政策的有效性, 而且, 也有利于对美联储非常规货币政策的前瞻性把握。这正是本文的目的所在。

本文选取美国 2001 年 1 月至 2011 年 8 月期间相关变量的月度数据, 采用 VAR 模型实证检验了利率变动对金融市场和实体经济的影响, 并以 2008 年 12 月为分界点, 通过对比前后两个时间样本的实证结果考察了美联储利

率承诺政策的宏观经济效应。研究表明: (1) 零利率承诺缩短了金融市场对基准利率变动响应的时滞, 但作用持续期明显缩短, 其中股票市场和商业房地产市场尤为明显; (2) 零利率承诺政策有利于提升消费者信心, 并抑制通货紧缩; (3) 零利率承诺措施对实体经济的影响要大于对金融市场的影响。

本文以下部分结构如下: 第一部分对利率承诺政策宏观经济效应的理论及实证研究文献进行简要回顾; 第二部分在合理选取指标的基础上, 构建了检验利率承诺对金融市场和实体经济影响的 VAR 模型; 第三部分通过 VAR 模型的脉冲响应和方差分解分析, 对比分析利率承诺前后美联储基准利率变化对金融市场和实体经济相关变量的动态影响及影响程度; 第四部分是实证研究的相关结论及政策含义。

一、利率承诺宏观经济效应的理论分析

利率承诺措施作为非常规货币政策的手段之一, 往往运用于基准利率已经接近零水平的情况下。在宏观经济遭受金融危机或其他因素冲击而陷入通货紧缩时, 传统的以基准利率为中介的常规性货币政策可能会因经济陷入“流动性陷阱”而失效。此时, 央行可能会通过扩张资产负债表规模(数量宽松)或改变央行资产负债表结构(信贷宽松)等非常规货币政策来缓解市场流动性压力, 以降低利率, 刺激投资和消费。但是, 在利率下调受名义利率不能为负的制约下, 非常规量化宽松货币政策的效果非常有限。在此背景下, 央行通过向公众承诺短期利率在未来一段时间内将维持在较低水平来影响公众的利率预期, 有利于进一步缓解市场流动性紧缩。Krugman (1998, 2000) 首次提出了零利率环境下预期管理的重要性, 认为宽松货币政策的实施受到零利率边界的制约并不能有效缓解市场流动性, 只有通过影响公众对未来政策走向的判断提高通胀预期, 才能降低实际利率, 刺激消费, 从而实现经济的复

通货膨胀率为根据美国劳工部公布的核心消费者物价指数计算的月环比。

2008 年 12 月为美联储首次作出利率承诺的月份。

苏。此后，Eggertss and Woodford (2003) 基于新凯恩斯主义的理论框架再次验证了这一观点，认为对宽松货币政策的执行期限进行承诺可以刺激总需求，缓解通缩压力。同样，Bernanke (2004) 也认为，长期资本的价格不仅受到当前短期利率的影响，还与短期利率未来预期水平息息相关，因此可以通过改变市场参与者对短期利率的预期水平来影响资产价格，降低长期利率。Woodford (2005) 对央行沟通与货币政策的有效性进行了探讨，认为央行在执行货币政策的过程中，应该考虑如何更有效的控制私人部门对未来经济形势的预期。在货币政策的声明中如果能够使用尽量清晰的沟通策略，那么即使在流动性陷阱下，实际经济变量以及代理人未来预期的可控性也会得到加强。

Fujiki, Okina and Shiratsuka (2001) 认为，利率承诺政策是通过时间轴效应来缓解市场流动性的。货币当局对政策利率的调整通常能够直接影响短期利率，但是对于中、长期利率而言，影响则较为间接。这是因为决定长期利率的关键不在于宽松性货币政策执行的力度，而在于其执行的期限。时间轴效应的核心是通过承诺宽松性货币政策的实施期限，从而来改变公众预期，影响中、长期利率水平。

Ugai (2007) 在 Reifschneider and Williams (2000) 的基础上对利率承诺政策的作用机制进行了较为形象的描述。如图 3 所示，横轴表示时间（季度），纵轴表示基准利率（%）。央行为应对经济衰退从 0 期开始下调短期名义利率，到第 4 季度短期名义利率已经降至零水平，但市场流动性紧缩状况仍未得到有效缓解。假设名义利率可以为负，那么央行会进一步下调利率直至流动性趋于宽松。图 3 中虚线 AC、CE、EF 描述了这一过程，从第 4 季度到第 8 季度，名义利率从零下降至 -2%。经济形势在第 8 季度趋于好转，央行开始逐步加息，直至第 16 季度利率恢复到 2% 的水平。但由于零利率边界的约束，三角形部分 BCD 所代表的流动性宽松是无法实现的。因此央行在第 4 季度采取利率承诺措施，向公

包括量化宽松承诺政策和零利率承诺政策。

众承诺零利率会维持到第 16 季度，相当于用第 12-20 季度的流动性宽松来填补第 4-12 季度的流动性短缺（即借用平行四边形 EDGF 弥补三角形 BCD）。如果央行承诺具有可信度，那么公众将会形成低利率预期，从而导致短期实际利率和长期利率下降，有效缓解流动性紧缩。图 3 中实线 AB、BG、GF 描述了利率承诺措施下的利率走向。

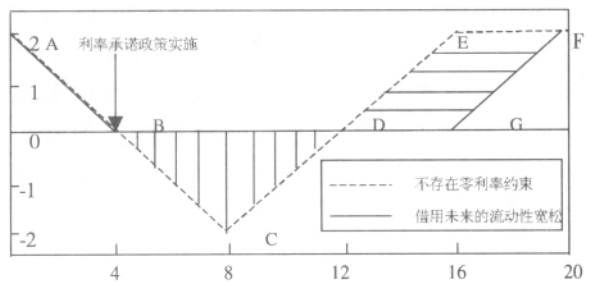


图 3 零利率约束下的承诺效应分析

有关量化宽松货币政策下利率承诺政策宏观经济效应的经验证据大多来自于对日本中央银行在 1999 年 2 月实施零利率政策之后的日本经济和金融市场的考察。Fujiki and Shiratsuka (2002) 针对日本央行 1999 年 2 月至 2000 年 8 月期间所实施的零利率政策以及利率承诺政策，测量了其隐含的远期利率，并得出结论认为改变市场预期是政策发挥作用的主要渠道之一。Okina and Shiratsuka (2004) 基于扩展的 Nelson-Siegel 模型进一步量化了日本央行在 1998 年 4 月至 2003 年 2 月期间实施的货币承诺政策的效果，认为时间轴效应能够显著地稳定市场利率预期，但未能扭转通缩预期。Ugai (2007) 对日本央行 2001 年 4 月至 2006 年 4 月期间所实施的量化宽松货币政策效果的实证检验进行了全面性地总结，认为扩张基础货币以及改变央行资产负债表所带来的资产再平衡效应没有政策承诺所带来的时间轴效应显著。Jouchi, Shigenori and Yuki (2010) 运用时变参数向量自回归模型检验了日本央行的货币政策承诺效应，认为政策承诺有助于改变私人部门的预期，但对价格及产出的影响不显著，无法消除导致经济体下滑的结构性障碍。

二、变量、数据及实证模型

前述表明,非常规量化宽松货币政策下利率承诺政策的目的在于通过利率承诺机制来改变公众的短期利率预期,以影响资产价格,刺激消费和投资,最终促进宏观经济的复苏。因此,其宏观经济效应将最终体现在金融市场资产价格和实体经济的宏观经济变量两个方面。基于此,本文采用 VAR 模型从金融市场和实体经济两个方面来检验美联储利率承诺政策的宏观经济效果。

(一) 变量的选取与数据资料

为检验美联储利率承诺政策对金融市场和实体经济的影响,本文选取 2001 年 1 月至 2011 年 8 月作为样本区间,采用月度数据,并以 2008 年 12 月为时间区分点分别考察利率承诺措施实施前后基准利率的变动对金融市场及实体经济产生的影响。基准利率选取联邦基金有效利率 (FFR),数据来源于美联储网站。

金融市场层面,本文采取泰德利差、股票价格以及房产价格来反映货币市场和资本市场的运行状况。泰德利差 (TED) 为 3 个月美国国债收益率与美元 LIBOR 之间的息差,数据来源于美联储网站及彭博数据库。该指标主要反映了货币市场的风险程度,同时,由于货币市场参与者主要是机构投资者,其流动性状况反映了机构投资者对市场的预期。息差扩大被视为交易对手风险上升,银行拆借意愿下滑,货币市场流动性压力增加;息差减小,则表明交易对手风险下降,银行拆借意愿上升,货币市场流动性压力减小。股票价格和房地产价格作为资产价格的代表,反映了投资者对市场未来的预期。股票价格采用标普 500 指数,数据来源于路易斯联储。关于房地产价格指标,一般来说包括商业不动产价格和住房价格。在美国,个人和机构进行房地产投资的主要途径是各类房地产信托投资基金所持有的投资性物业,包括写字楼、商业中心等,而住房更多地

被视为一种消费性支出,并不具备投资属性。纽约交易所以及纳斯达克市场在行业分类中都把不动产划分到金融行业,因此商业不动产价格相比住宅价格更符合本文的研究目的。具体指标采用穆迪投资者服务公司编制的商业不动产综合价格指数 (Moody's CPPI),该指标涵盖公寓、零售业、商业办公等主要物业类型,涉及核心区域及非核心区域,能够及时准确地反映美国整体商业房地产市场的价格变化,数据来源于麻省理工大学不动产研究中心。

实体经济层面,本文从就业、物价水平以及消费者信心三个方面来考察利率承诺政策的实体经济效应。具体指标为美国劳工部公布的失业率 (UR)、核心消费者物价指数 (CPI) 以及美国谘商局编制的消费者信心指数 (CCI),均为季节调整后数据。其中,消费者信心指数综合反映并量化了消费者对当前经济形势、经济前景以及消费心理状态的主观感受,是预测经济走势和消费趋向的一个先行指标。

所有变量除 TED 以外,均进行对数平滑处理。在进行 VAR 模型分析之前,需要检验有关变量是否存在单位根。本文采用 ADF 方法,分别对各变量的水平值和差分进行检验,结果显示 TED 为 $I(0)$ 序列,其他变量均为 $I(1)$ 序列。

(二) 实证模型

我们采用 VAR 模型来检验利率承诺政策实施前后基准利率变动对金融市场和实体经济所产生的影响。VAR 模型是一种数据驱动建模的方法,通常用于预测相关时间序列系统和研究随机扰动对变量系统的动态影响。其特点在于不需要提供变量之间动态关系的严格定义,直接将系统中每一个变量作为所有内生变量的滞后值的函数来构建模型。由于模型包含的所有变量都视为内生变量,避免了区分内生变量和外生变量以及识别模型等复杂问题,从而解决了以回归分析为基础的研究方法可能存在的内生性问题。滞后 p 阶的不含外生变量的 VAR 模

纽约交易所将住房建筑划分到家庭消费品,而纳斯达克将其划分到资本货物也即工业产品行业,这一点与中国不同。

该数据中有负值,故不能采用对数化处理。

型可以表示如下：

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + \mu_t \quad t=1, 2, \dots, T$$

其中， y_t 是 k 维内生变量向量， A_1, \dots, A_p 为被估计的 $k \times k$ 维系数矩阵， T 为样本个数。 μ_t 是 k 维随机扰动向量，其同期的元素可以彼此相关，但不与自身的滞后值相关，且不与等式右边的变量相关。

根据本文的研究目的，我们分别构建 VAR-F 模型和 VAR-R 模型。前者检验基准利率的变动对金融市场的影响，包含变量 FFR、TED、S&P500 及 MCPPI；后者检验基准利率的变动对实体经济的影响，包含变量 FFR、UR、CPI 及 CCI，同时以 2008 年 12 月为界点，分别构建利率承诺政策实施前 VAR 模型和实施后 VAR 模型，即 VAR-F1、VAR-F2 以及 VAR-R1、VAR-R2 模型。关于 VAR 模型最优滞后阶数的选择，EViews6.0 提供了五条信息准则。郑妍妍（2010）认为，如果 VAR 模型的目标在于较高的预测精度时，应采用 Akaike 准则和 FPE 准则作为模型阶数选择的依据；如果目标是得到滞后阶数的精确估计，应采用 Schwarz 准则和 HQC 准则。由于本文的目的在于脉冲响应函数和方差分解函数分析，滞后阶数的高估和低估都会带来特征信息的损失，从而降低系数估计的精度，因此本文选择 Schwarz 准则和 HQC 准则作为判断最优滞后阶数的依据。

三、基准利率变动对金融市场及实体经济影响的实证分析

（一）基准利率变动对金融市场及实体经济影响的动态效应分析

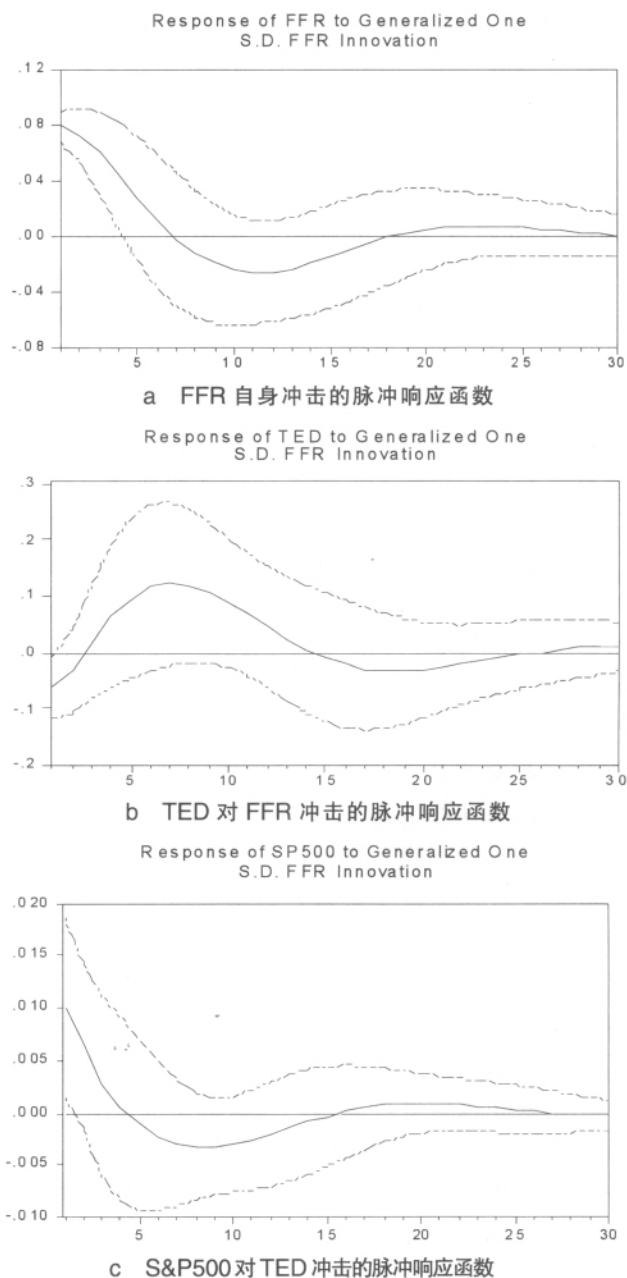
基于 VAR-F1、VAR-F2、VAR-R1 以及 VAR-R2 模型，本文采取脉冲响应分析方法考察基准利率冲击对金融市场和实体经济造成的影响，并通过对比利率承诺前后各变量的响应函数来分析承诺政策的效果。脉冲响应函数描述的是 VAR 模型中的一个内生变量的冲击给其他内生变量所带来的影响。其描述的是，在扰动项上加一个标准差大小的冲击对内生变量

累积脉冲响应函数未给出。

的当期值和未来值的影响。各变量对 FFR 冲击的脉冲响应函数如图 4-图 7 所示。图中横轴表示滞后期间数（月），纵轴表示被解释变量的变化情况，实线表示脉冲响应函数，虚线表示两个标准差偏离带。

1. 基准利率变动对金融市场影响的动态效应分析

图 4a-图 4d、图 5a-图 5d 显示的金融市场相关变量在利率承诺政策实施前后对基准利率冲击的脉冲响应函数。



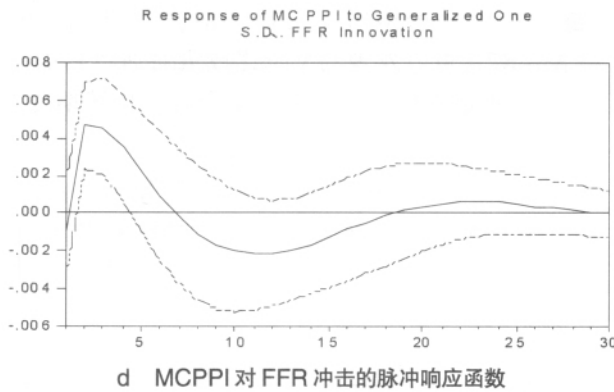


图4 利率承诺前对金融市场的影响

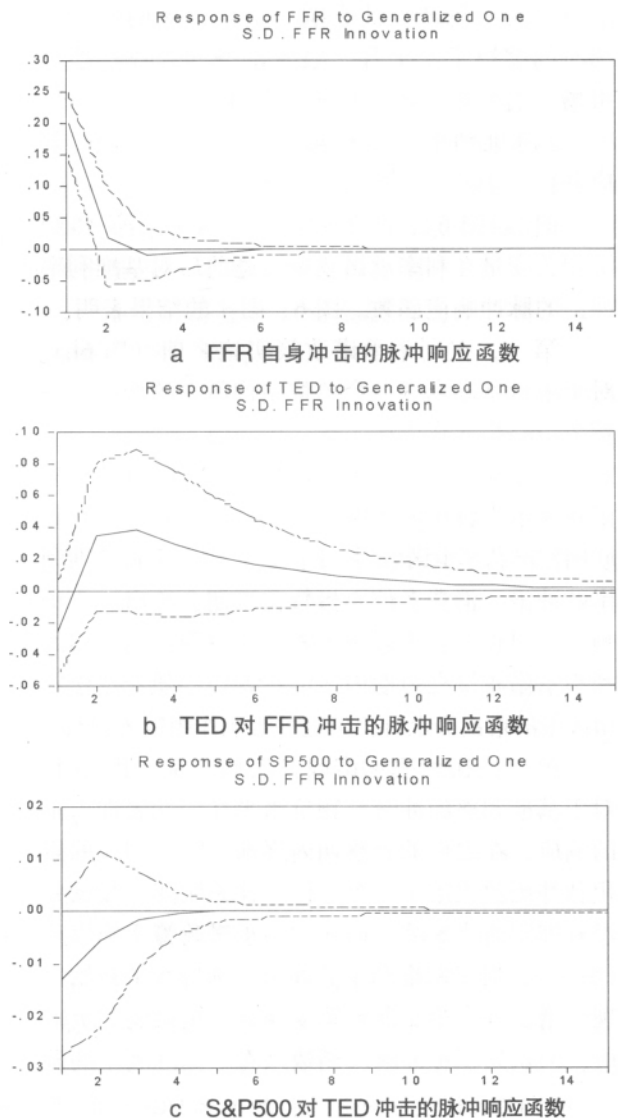
从图4我们可以得到以下结论：

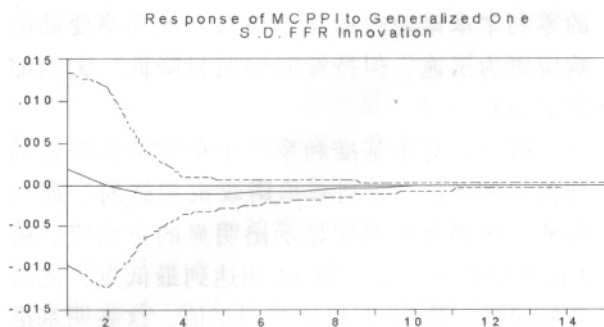
第一，在利率承诺政策实施前（图4b），对于来自基准利率一个单位结构新息的冲击，泰德利差开始呈现上升的趋势，从第7期开始回落，直到第14期以后变为负值，而相应的累积脉冲响应系数收敛于一个正值。这说明，在整个观察期内，基准利率的调整引起泰德利差正向变动的滞后期为3个月，作用的持续长度为11个月。在利率承诺政策实施之后（图5b），对于来自基准利率一个单位结构新息的冲击，泰德利差给出正的响应，第3期达到顶峰值，之后逐步降低。同时累积脉冲响应函数显示，基准利率与泰德利差之间呈正相关。在整个观察期内，基准利率的调整引起泰德利差正向变动的滞后期为2个月，作用的持续长度为10个月。因此，与利率承诺政策实施之前相比，泰德利差显示正响应的速度稍有下降，持续时间略为缩短。这说明美联储利率承诺并没有使基准利率的变动更有效地影响泰德利差，货币市场的压力没有得到进一步缓解。与利率承诺之前相比，基准利率的变动对货币市场的影响力度略微降低。

第二，在利率承诺政策实施之前（图4c），对于来自基准利率一个单位结构新息的冲击，股票价格在当期开始明显负增长，在第8期达到负的最低点，然后逐渐上升，到第16期变为正值。可以观察到，基准利率的变动与股票价格之间总体呈现负相关，也即宽松货币政策能够提高股票价格，滞后期为4个月，作用的持续期为12个月。而在利率承诺政策实施以后（图5c），虽然股票价格对基准利率变动的响应为负，但持续期仅为4个月。这反映了美联储

的零利率承诺使得股票价格对基准利率变动的响应更为迅速，但持续时间明显降低，大约缩短了2/3。

第三，对于基准利率一个单位结构新息的冲击（图4d），在利率承诺政策实施前，商业房地产价格在前两期显示出明显的正响应，第3期开始明显下降，第12期达到最低点，之后开始回升，第19期以后变为正值。这表明基准利率变动对商业房地产价格产生了负向影响，滞后期为7个月，持续期为12个月。而在利率承诺政策实施之后（图5d），商业房地产价格对于基准利率冲击从第2期开始显示负响应，持续了8期以后变为零。这说明，美联储的零利率承诺使商业房地产对基准利率的变动反应更加迅速，但作用持续期更短。





d MCPPI对FFR冲击的脉冲响应函数
图5 利率承诺后对金融市场的影响

总体来说，美联储零利率承诺使金融市场对基准利率的变动作出更为快速的响应，其中股票市场和商业房地产市场较为明显，较利率承诺前分别提早了3个月和5个月。从作用持续期来看，零利率承诺削弱了基准利率的变动对金融市场产生的影响。货币市场的反应持续时间缩短了1个月，股票市场和商业房地产市场分别缩短了8个月和5个月。

2. 基准利率变动对实体经济影响的动态效应分析

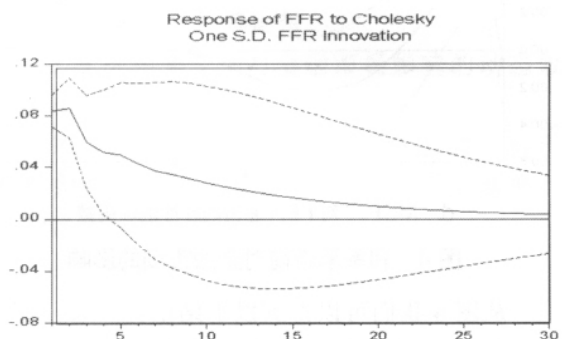
图6a-图6d、图7a-图7d显示的是实体经济相关变量在利率承诺政策实施前后对基准利率冲击的脉冲响应函数。图6、图7的结果表明：

第一，在利率承诺政策实施之前（图6b），对于来自基准利率一个单位结构新息的冲击，消费者信心指数在当期出现一个正值，然后经历了短暂的波动，衰减为零，而相应的累积脉冲响应函数显示出较小的正响应。同时可以看出，在美联储作出利率承诺以后（图7b），对于来自基准利率的冲击，消费者信心指数在当期会给出一个负响应，但长期看来影响为零。这说明，美联储的利率承诺政策在短期内使消费者信心随着宽松货币政策的推出而上升，但这种影响作用极为短暂。

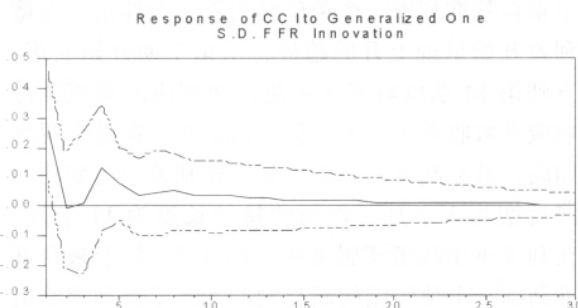
第二，在利率承诺政策实施之前（图6c），对于基准利率的冲击，物价水平在当期表现出正的响应，在之后的观察期内逐渐下降。相应的累积脉冲函数收敛于一个正值，这说明降息政策并没有抑制通货紧缩。而在利率承诺政策实施以后（图7c），对于基准利率的冲击，物价水平开始出现负增长，在第2期至第9期显示出微弱的负响应，但从累积脉冲响应函数来看，基准利率的调

对TED而言是正响应，对SP500和MCPPI而言是负响应。

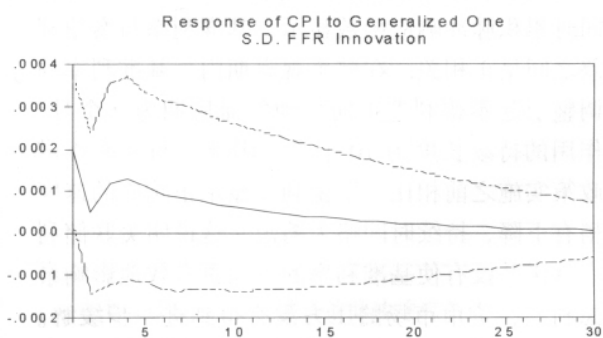
整对物价影响作用不明显。对比VAR-R1和VAR-R2，可以发现利率承诺政策对通货紧缩有一定的抑制作用，滞后期为1个月，持续期为7个月。



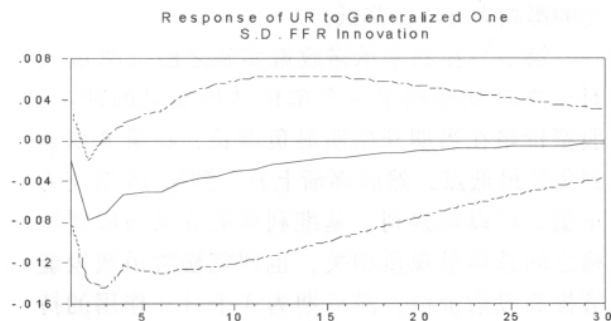
a FFR自身冲击的脉冲响应函数



b CCI对FFR冲击的脉冲响应函数



c CPI对TED冲击的脉冲响应函数



d UR对FFR冲击的脉冲响应函数

图6 利率承诺前对实体经济的影响

第三，对比 VAR-R1 和 VAR-R2 模型，可以发现失业率对基准利率冲击都表现出负的反应，同时累积脉冲响应函数都收敛于一个负值。这说明二者呈负相关，也就是说降息并没有缓解就业紧张。而在利率承诺政策实施后，失业率所表现出的负响应衰减得更快，并且从长期来看，影响程度更小。

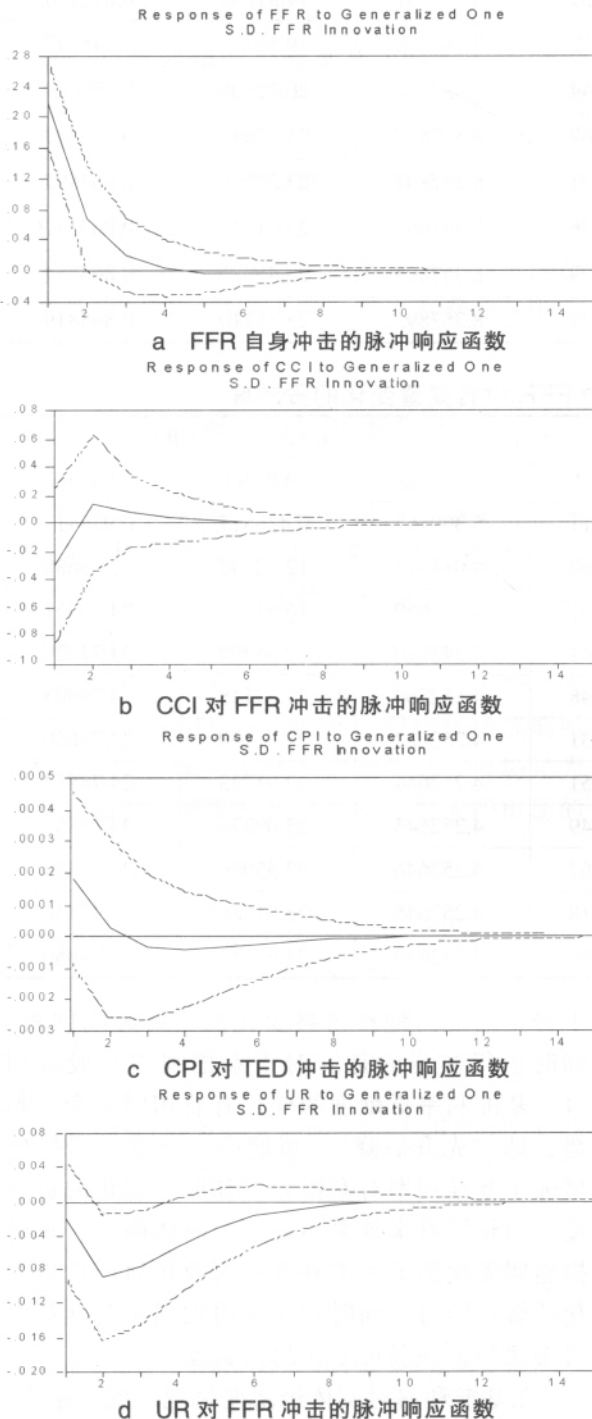


图7 利率承诺后对实体经济的影响

总体而言，美联储利率承诺政策对实体经济起到了一定的积极作用。消费者信心指数对利率变动的响应从承诺前的正向变为承诺后的“先负后正”，尽管负向影响只持续了两期，但也反映了利率承诺政策在短期内可以改善消费者对当前及未来经济形势的预期。物价水平的响应与消费者信心指数的变化类似，只是在承诺后该响应变为“先正后负”。这说明利率承诺政策使得基准利率的变动对物价有较弱的抑制作用，滞后期为1个月，持续期为7个月。相比于消费者信心指数和物价水平，失业率在承诺前后对利率变化的响应并没有方向上的变化，也就是说降息政策并没有降低失业率。造成这种现象的原因很可能是因为名义利率的下降并没有引起实际利率的下降。只有在通胀预期上升，或者通胀预期水平下降的幅度小于名义利率下降幅度的情况下，名义利率的下降才能带来实际利率的下降，进而影响实体经济，增加就业。但是在零利率承诺政策实施后，基准利率对就业产生负面影响所持续的时间在承诺后明显缩短，这反映利率承诺措施对就业水平起到了一定程度的积极作用。

(二) 基准利率对金融市场及实体经济影响的贡献度分析

脉冲响应函数描述了一个变量的冲击给其他变量带来的影响，而方差分解则是通过分析每一个结构冲击对其他内生变量变化的贡献度，进一步评价不同结构冲击的重要性。基于此，我们采用方差分解方法考察利率承诺政策实施前后基准利率对其他内生变量变化的贡献度。结果如表1和表2所示。

1. 基准利率对金融市场变化的贡献度分析

表1显示的是基准利率对VAR模型中金融市场各变量变化的贡献度。结果表明，从横向比较来看，在利率承诺政策实施之前，基准利率对商业房地产价格变化的贡献率大于对其他两个变量变化的贡献率，尤其是对股价变动的贡献率。这与实际情况相吻合，2001年互联网泡沫破灭和“9·11”恐怖袭击使美国经济结束了长达十年的繁荣期，进入衰退期。然而随着股价的下跌，房地产市场却一片繁华。美联储连续13次降息促进了房地产市场的快速

表 1 VAR-F1 及 VAR-F2 模型中 FFR 对各变量变化的贡献度

预测期	TED		S&P500		MCPPI	
	VAR-F1	VAR-F2	VAR-F1	VAR-F2	VAR-F1	VAR-F2
1	5.261842	9.088166	5.678770	8.690524	0.569105	0.361778
3	2.789434	12.09583	7.510669	8.362256	20.82697	0.456595
5	6.803267	13.40941	7.301946	8.357749	22.53017	0.703055
7	14.53697	13.73851	7.764959	8.357797	19.91631	0.812174
9	20.41599	13.83489	8.618953	8.357860	19.56223	0.848777
10	21.92676	13.85395	8.987644	8.357874	20.25808	0.856249
12	22.69389	13.87056	9.413562	8.357887	22.12542	0.862817
14	22.21692	13.87578	9.499251	8.357891	23.34588	0.864892
16	21.97275	13.87742	9.475626	8.357892	23.61143	0.865547
18	22.22603	13.87794	9.489729	8.357893	23.45026	0.865754
20	22.60936	13.87810	9.548742	8.357893	23.35210	0.865819

表 2 VAR-R1 及 VAR-R2 模型中 FFR 对各变量变化的贡献度

预测期	CCI		CPI		UR	
	VAR-R1	VAR-R2	VAR-R1	VAR-R2	VAR-R1	VAR-R2
1	9.953211	3.575662	5.388811	5.399167	0.486517	0.978412
3	9.310510	4.542778	6.741290	4.014471	12.32147	20.89688
5	11.40075	4.604033	9.809861	4.179659	16.51509	24.46351
7	11.62742	4.605383	11.28641	4.242720	19.51300	24.77729
10	12.03416	4.605346	12.64248	4.252360	21.64148	24.78905
12	12.18565	4.605344	13.14731	4.252622	22.41760	24.78860
14	12.27680	4.605344	13.46851	4.252644	22.91723	24.78852
15	12.31112	4.605344	13.58449	4.252645	23.09374	24.78851
17	12.36027	4.605344	13.75267	4.252646	23.35006	24.78850
19	12.39250	4.605344	13.86218	4.252646	23.51588	24.78850
20	12.40412	4.605344	13.90166	4.252646	23.57557	24.78850

发展，也为次贷危机的爆发埋下了隐患。而在利率承诺政策实施后，基准利率对泰德利差变动的贡献度明显大于其他两个变量变动的贡献度，从第 5 期开始基本保持在 13% 左右。这说明利率承诺措施提高了基准利率对货币市场运行状况的解释能力。然后从纵向对比来看，基准利率对商业房地产价格变动的贡献率在利率承诺措施实施前后变化也是最为明显。利率承诺前，该贡献度一直呈上升趋势，从第 14 期开始保持在 23% 左右。而在承诺后，该贡献度仅为 0.8%。这说明利率承诺措施使基准利率

不再是商业房地产价格变化的主要影响因素。同时值得注意的是，对于泰德利差和股价而言，基准利率贡献度的变化有着相同的变化趋势，即“先升后降”。短期内，利率承诺措施增强了基准利率对泰德利差和股价变化的贡献度，但长期看来效果不显著。总体而言，承诺措施明显削弱了基准利率对商业房地产价格变化的解释能力，同时在短期内加强了基准利率对泰德利差和股价变化的贡献度。

2. 基准利率对实体经济变量变动的贡献度
表 2 显示的是基准利率对 VAR 模型中实

体经济变量变动的贡献度。表 2 显示,从横向比较来看,无论是在承诺政策实施前还是实施后,基准利率对失业率变动的贡献度明显大于对其他两个变量的贡献度。这说明基准利率是失业率变动的主要影响因素。从纵向比较来看,除失业率以外,基准利率对消费者信心指数变动以及物价水平变动的贡献度在美联储实施利率承诺措施后显著下降。基准利率对消费者信心指数变动的贡献度从 12% 左右下降到 4.6% 左右,而基准利率对物价水平变动的贡献度则从 13% 左右下降到 4.25% 左右。基准利率对失业率变动的贡献度在利率承诺措施实施后有一定程度的上升。总体而言,利率承诺措施的实施使基准利率对于消费者信心指数和物价水平变动的贡献度下降,对失业率变化的贡献度上升。

四、结论及政策含义

本文在对利率承诺经济效应的相关理论和经验研究进行综述的基础上,通过构建 VAR 模型,实证检验了美联储利率承诺政策对金融市场和实体经济的影响。实证结果表明:

1. 美联储零利率承诺缩短了金融市场对基准利率变动作出反应的时滞,但作用持续期明显缩短,其中股票市场和商业房地产市场尤为明显。同时,基准利率作为商业房地产市场的

影响因素,在利率承诺政策实施后,其影响程度大幅下降。

2. 零利率承诺政策对实体经济起到了一定的积极作用,使消费者信心指数以及消费者物价指数对基准利率变动的响应发生了方向上的改变,意味着宽松的货币政策能够提升消费者信心,并抑制通货紧缩。另外,降息政策虽然未能有效降低失业率,但这种负面影响所持续的时间在利率承诺后明显缩短。

3. 零利率承诺措施对实体经济的影响要大于对金融市场的影响,这反映了货币政策从金融市场传导到实体经济的环节较之利率承诺政策实施前更为通畅。

本文的研究结果表明,美联储零利率承诺对美国经济复苏起到了一定的推动作用,但总体而言,这种影响不具备持续性。从政策本身来看,美联储所作出的利率承诺属于非约束性承诺,没有与任何经济条件挂钩,并且在第一阶段和第二阶段没有明确给出零利率政策的实施期限,这决定了承诺政策具有一定的模糊性,从而影响了其对宏观经济产生的影响。从外部环境看来,目前复杂的世界经济形势,尤其是欧洲主权债务危机愈演愈烈,为美国经济复苏带来了新的不确定性,一定程度上削弱了美联储货币政策的有效性。

(责任编辑 汪川)

参考文献:

- [1] 李宏瑾, 项卫星. 中央银行基准利率、公开市场操作与间接货币调控——对央票操作及其基准利率作用的实证分析[J]. 财贸经济, 2010 (4): 13-19
- [2] 马红霞, 孙雪芬. 金融危机期间美联储货币政策效果研究——基于货币市场的实证分析 [J]. 世界经济研究, 2011 (2): 8-12
- [3] 潘敏, 缪海斌. 非常规货币政策退出的时机与策略[J]. 经济学动态, 2010 (6): 88-92
- [4] 郑妍妍. 脉冲响应函数理论及其在宏观经济中的应用[D]. 博士学位论文, 南开大学, 2010

从约束条件方面来看,利率承诺分为两种形式,一种是将利率政策的实施期限与特定的经济形势挂钩,即约束性承诺,也就是说当某个经济指标或经济条件得到满足后,利率政策将会退出;另一种则不给出约束条件,只对政策实施期限进行承诺,即为非约束性承诺。

根据美联储承诺的零利率政策实施期限来划分:第一阶段,2008年12月至2009年1月的两次例会均为“一段时间”;第二阶段,2009年3月至2011年6月的19次例会中变为“相当长的一段时间”;第三阶段,2011年8月至2011年11月的3次例会中则为“2013年中期以前”。

- [4] Bernanke, B. S. and Reinhart V. R. Conducting Monetary Policy at Very Low Short-term Interest Rates [J]. *The American Economic Review*, 2004,94 (2): 85-90
- [5] Eggertsson, G. and Woodford, M. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003 (1): 139-211
- [6] Fujiki, H., Okina, K. and Shiratsuka, S. Monetary Policy under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists[J]. *Monetary and Economic Studies*, 2001,19 (1): 89-130
- [7] Fujiki, H., and Shiratsuka, S. Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999-2000: Evidence from Japan's Money Market Data[J]. *Monetary and Economic Studies*, 2002,20 (1): 1-31
- [8] Krugman, P. It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap [J]. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, 29 (2): 137-206
- [9] Krugman, P. Thinking about the Liquidity Trap [J]. *Journal of the Japanese and International Economies*, 2000, 14 (4): 221-237
- [10] Nakajima, J., Shiratsuka, S. and Teranishi, Y. The Effects of Monetary Policy Commitment: Evidence from Time-varying Parameter VAR Analysis[R]. *IMES Discussion Papers No. 2010-E-6*, 2010
- [11] Okina, K. and Shiratsuka, S. Policy Commitment and Expectation Formation: Japan's Experience under Zero Interest Rates. *North American Journal of Economics and Finance*, 2004a,15 (1): 75-100
- [12] Reifschneider, D. and Williams, J. C. Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2000,32 (4): 936-966
- [13] Ugai, H. Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses [J]. *Monetary and Economic Studies*, 2007,25 (1): 1-48
- [14] Woodford, M. Central-bank Communication and Policy Effectiveness[R]. *NBER Working Papers No.11898*, 2005

Abstract: As a part of the Fed's unconventional monetary policy, the commitment to maintain the federal funds rate at low levels has played an important role in stimulating the recovery in the United States. Taking December 2008 as the cutoff point, this paper examines the effects of the federal funds rate on the financial market and the real economy from January 2001 to August 2011 by using vector auto-regression model. The results show that: (1) the commitment makes the impact of the federal funds rate on financial market become more rapid within shorter time, especially on stock market and commercial real estate market; (2) the commitment plays an important role in boosting consumer confidence and combating deflation; (3) the effects of the commitment on real economy is greater than that on financial markets. This study will help us further understand the Fed's interest rate policy and unconventional monetary policy.

Keywords: Interest Rate Commitment; Real Economy; Financial Market; Vector Auto-regression Model