

从信用传导途径看中国货币政策的有效性

黄飞鸣

(河南科技大学 工商学院, 河南 洛阳 471003)

摘要: 货币政策的有效性很大程度上取决于其传导途径的通畅。在中国利率非市场化、金融市场存在缺陷和银行贷款对绝大多数企业是不可替代的资金来源的条件下, 银行贷款传导信用渠道成了我国货币政策传导的主渠道。信用传导途径不畅导致中国近年货币政策作用效果不明显, 因此, 需要改善信用传导渠道阻滞的经济环境, 进而发挥货币政策的有效性。

关键词: 货币政策的有效性; 信用传导途径; 银行贷款渠道

中图分类号: F821.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)09-0024-07

一、货币政策有效性及货币政策传导渠道的理论分歧

自1970年代以来, 关于货币政策有效性在西方两个主流学派——新古典经济学派和新凯恩斯学派之间存在理论分歧, 前者从市场出清、理性预期等基本假设出发, 推导出了货币政策无效的结论; 后者基于非均衡或非市场出清的假设, 推导出货币政策有效的结果。而以弗里德曼为代表的货币主义则认为货币政策短期有效、长期无效。但是现实中, 各国都把货币政策作为调控经济运行主要政策之一, 这就是说各国当局的实践结果在某种程度上支持了货币政策的有效性。

货币政策的有效性与否取决于货币政策的传导机制是否灵活、畅通, 因此货币政策传导机制成为货币政策理论研究的核心问题之一。货币政策的利率传导渠道由凯恩斯在其1936年出版的《就业货币利息通论》中提出, 并为其追随者所推崇, 现已成为当今世界各国制定和执行货币政策的首选, 从欧洲中央银行最近的调息计划、日本货币当局的零利息政策、美国联储近年的升息、降息频繁操作以及我国自1993年实施宏观调控以来先连续五次调高利率、后连续七次调低利率的政策实施可充分说明。此外, 货币政策的传导渠道还基于资本自由流动和浮动汇率制度的汇率传导渠道, 基于信用可获得性和信用配额假说的信用传导渠道, 随着资本市场的发展, 货币政策的资本市场尤其是股票市场传导也引起经济学家们的关注。

由于我国资本项目存在管制, 人民币汇率实质上实行的是钉住美元的汇率制度, 货币政策的汇率渠道无法实现。尽管我国资本市场历经10年, 有了一定程度的发展, 但距离完善成熟的资本市场还较远, 货币政策的资本市场传导作用发挥受到限制。从利率传导渠道来看我国近年货币政策的作用效果, 有人得出了货币政策弱效, 甚至无效的结论, 对此, 凯恩斯学派早已有了解释: 货币政策对付经济繁荣时的通货膨胀十分有效, 而治理经济衰退时的通货紧缩效果不理想。关于货币政策的效果, 我国理论界也给出诸多解释: 万解秋、徐涛(2001)从我国货币供给具有较

收稿日期: 2002-05-31

作者简介: 黄飞鸣(1973-), 男, 河南商丘人, 河南科技大学工商学院讲师。

强的内生性来说明货币政策在治理通货膨胀和通货紧缩的效果上存在不对称性,货币政策的有效性在治理通货紧缩时比治理通货膨胀更为低下。石建民(2001)从我国股票市场发展扩张,通过财富效应、资产组合效应和交易效应增加了对货币的需求,但由于货币供给没考虑股票市场的货币需求效应,从而影响货币政策目标的实现。夏斌和廖强(2001)则从货币供应量目标失效的角度解释我国近年货币政策的低效。货币政策的利率传导渠道、汇率传导渠道和资本市场传导渠道均是以完善的金融市场作为假定前提,如果金融市场存在缺陷(信息不对称),这将使信用在货币政策传导中的独具功能得以显现。谢平和廖强(1997)曾对这一理论进行过详尽述评,希望能改进我国货币政策操作的有效性。但是从近年货币政策实施情况及效果来看,信用传导理论尚未引起有关部门的重视。

二、货币政策的信用传导机制分析

1950年代,西方社会普遍的通货膨胀使人们对凯恩斯的赤字财政政策产生了怀疑,同时也激发了对货币政策有效性问题的重新探讨,信用可得性理论(Credit availability doctrine)就在此背景下应运而生。信用可得性理论是 Robert. Roosa 在其《利率与中央银行》一文中提出,大致勾勒出信用传导机制的轮廓。由于其信贷配额假定的合理性缺乏令人信服的论证,没有被人们关注。1970年代中期信息经济学的发展,信息不对称理论的运用有力地支持了信用传导理论。国外大量的实证研究(Tobin, 1978; Stiglitz, Wess, 1981; Friedman, 1982; Bernanke, Blinder, 1988; Gertler, 1988; Melter, 1995; Bernanke, Gertler, 1995)也对该理论起到推动作用。信用传导机制说认为:(1)由于不对称信息和其他摩擦因素的存在,干扰了金融市场的调节功能,出现了外部筹资的资金成本与内部筹资的机会成本之间加大的“外在融资溢价”现象,它代表净损失成本;(2)货币政策不仅影响一般利率水平,而且影响外在融资溢价的大小;(3)外在融资溢价的变化比单独利率的变化能够更好地解释货币政策的效应。

Bernanke 和 Gertler(1995)总结提出了信用传导的两个主要途径:银行贷款渠道(Banking lending channel)和资产负债表渠道(Balance sheet channel)。银行贷款渠道是一种典型的信用传导机制理论。这种观点认为,在信息不对称环境下,商业银行的资产业务与负债业务有不对称性,银行因为特殊的信息优势而具有独特的政策传导功能。换言之,银行贷款与其它金融资产(如债券)不是完全替代的,特定类型的借款人的融资需求只能通过银行贷款得以满足,这样通过银行贷款的增减变化可改变外在融资溢价进而对实体经济运行产生影响。具体传导机制为:央行实施货币政策使银行准备金增减→银行贷款量增减→投资增减→总产出增减。通过这条途径即便存在凯恩斯流动性陷阱,以致于传统的利率传导机制根本无效,货币政策仍可继续发挥作用。资产负债表渠道又称净财富额渠道(Net wealth channel)从不同货币政策态势对特定借款人资产负债状况或由净资产决定的金融地位的影响角度解释信用在传导过程中的独特作用。认为货币政策对经济运行的影响可以经由特定借款人受信能力的制约而得以强化。由于借贷市场上信息的不对称,蕴藏着逆向选择和道德风险,会给贷款人(如银行)带来风险,因此,银行授信采取抵押和担保的方式,以借款人的财富净值为基准。具体传导可表述为:货币政策操作使利率升降,影响潜在借款人(企业或居民)的资产负债表质量或财富净值(现金流量和资本价值)的大小,从而影响其可获得银行贷款的能力和信用可获得性的水平高低,进而影响企业的投资支出和居民的消费支出,最终影响产出。资产负债表渠道不以中央银行能够影响银行贷款供给为前提,并且既影响投资又作用消费,因而适用范围更加广泛。尽管该传导途径与银行贷款途径都需要满足货币政策有效性及贷款与其他金融资产的不完全替代性两个基本前提,但与银行贷款渠道相比,资产负债表渠道更需要利率渠道、资本市场渠道的传导机制、尤其是股票市场的财富效应和托宾的q值效应才能发挥作用,因此需要以发达完善的金融市场和借贷双方对利率高度敏感为

前提条件。

从我国货币政策实践来看,真正意义上的货币政策是从1984年中国人民银行确立为中央银行才有的,一直到1998年国家宏观经济管理主要依靠货币政策,期间中央银行通过对贷款规模的控制来实施政策意图,实现政策目标,应该说信用渠道,更准确地说银行贷款渠道是最主要的传导途径。尽管1993年央行开始逐渐将货币政策的中介目标由传统的贷款规模转向货币供应量,并于1998年取消信贷计划,但是贷款规模管理却长时期是我国主要的货币政策操作手段。

由于我国利率的非市场化,企业对资金需求的利率缺乏弹性,银行对资金供给的利率弹性也不大,因此,通过利率影响资金需求的效果很弱。鉴于目前我国资本市场不发达,绝大多数企业通过股票或债券融资尚不可能,不可替代的银行贷款仍是企业资金来源的主要渠道,也考虑到中国金融市场开放和外资金融机构的进驻,我国银行要维持其现有的市场份额,需要通过贷款进一步搞好银企关系,银行与企业共同面临提升竞争力等因素,银行贷款传导途径对中国具有十分重要的现实意义。

三、对中国货币政策信用传导渠道的分析

1. 1998年以前中国货币政策信用传导渠道的有效性分析

我国近年的货币政策集中在利率的调整上,在1996、1997年三次降息的基础上,1998、1999年又四次为适当扩大货币供应量主动降息,幅度之大、频率之高极为罕见,1998、1999年两次下调存款准备金率,改变再贴现利率生成机制,但是政策效果不十分理想。对此在理论上国内外专家学者从不同角度给予了解释说明,主流的观点认为是利率传导机制存在多种制约因素而造成传导不畅,因此主张利率市场化来提高货币政策的有效性。这是一个发展方向,但是对利率市场化的进程需慎重对待,许多国家实行利率市场化的实践和大量的实证研究表明,利率市场化会因为利率的不规则波动而加剧银行体系的脆弱性,甚至引发银行危机。Asli Demirg-Kunt和Enrica Detragiache(1998)利用经验数据模型,对26个危机实践实证分析,证实了的确存在利率市场化带来银行脆弱性,加大危机发生的概率。黄金老(2001)认为利率市场化将给商业银行带来系统性的阶段性风险和非系统性的恒久性风险,因此,利率传导机制对货币政策的有效性的制约将不会在短期内消除。与发达国家基本完善的市场体系相反,我国正处于一个由封闭的计划经济体系转向开放市场经济体系的过度阶段,市场机制不健全,货币金融资产与非货币金融资产、金融资产与实物资产之间的联系不紧密,反馈不灵敏,金融体系与实际经济体系各行为主体和运行环节之间协调性差,缺乏互动性,因而利率传导机制的资产结构调整效应与财富变动效应,无法与其在发达市场中的作用相提并论,真正发挥货币政策传导机制功能的,恰恰是信用传导机制。与传统的利率传导机制相比,信用传导机制理论更加突出了金融市场缺陷对货币政策传导机制的影响,因而其有效性都取决于现实经济中金融市场的缺陷程度究竟有多深。

从信用传导机制分析,我国长期存在特殊的资金供给体制,决定了四大专业银行几乎垄断了企业的资金来源,为防止信贷失控、经济过度膨胀,中央银行制定信贷计划控制贷款规模,贷款规模管理是主要的货币政策操作手段,货币政策传导机制为:中央银行→贷款规模→商业银行(专业银行)→贷款配给→企业→政策目标。从理论上讲,当局只要控制住贷款规模,就能够控制企业,进而控制资金流向,实现政策目标。但是,由于产权关系上国有企业与国有银行的一致性,银行的信贷配给呈非均衡状态,国有企业的银行信用可获得性大与其他性质的企业,导致国有银行积累了大量不良贷款,成为我国目前最大的金融风险隐患。虽然如此,对于我国投资推动型的增长来说,银行贷款仍然功不可没。尽管存在一些由于我国体制不合理所造成的问题,总的来说在财政政策作用有限,国家宏观经济管理主要依靠货币政策的背景下,银行贷款传导途径的货币政策是十分有效的。王振山、王志强(2000)采用协整检验及Granger因果检验法,从实证的角

度出发,对我国货币政策传导途径进行分析研究,得出无论是在 1980 年代还是在 1990 年代,信用传导渠道都是我国货币政策的主要传导途径的结论。

2. 1998 年后中国货币政策信用传导渠道的弱效性分析

1998 年国内外经济形势的变化,促使我国货币政策目标由治理过度需求引发的通货膨胀转变到对付需求不足造成的通货紧缩,尽管当局采取了取消贷款规模、大幅度下调利率、两次下调存款准备金率、调低准备金存款利率、调整信贷政策和再贷款政策、加强对商业银行的“窗口指导”等多项扩张性货币政策措施,为企业资金需求和银行资金供给提供了宽松的环境,但是银行贷款的增长幅度远小于过去,也小于同期存款的增长,存款余额与贷款余额之间的差额在不断扩大,截止到 2001 年底已达 3.13 万亿元人民币。1998 年取消贷款规模后,货币政策信用传导机制发挥作用的一个重要前提——中央银行能够通过准备金操作影响贷款的供给能力降低了,这可从中央银行对商业银行的负债减少、商业银行的资产中国债比重增加和贷款比重相应减少中反映出来(见表 1)。实行资产负债比例管理和风险管理,要求商业银行降低多年积累的不良贷款比例,因此,商业银行对信贷工作提出了贷款质量终身负责制和新增贷款不良比率为零的指标要求。一般而言,风险资本比例控制的引入会削弱中央银行扩张银行贷款供给的能力,货币政策经由银行借贷机制传导的效力也将大大降低(Kashyap 和 Stein,1994)。因为一旦银行达到法定风险资本比例的底限,宽松的货币政策也无法促使银行增加贷款,而只能造成不受风险资本比例要求约束的有价证券持有额上升,此时即便并非所有银行均受法定风险资本比例约束,由于锁定效应的存在,即客户往往无法从任意银行融资,而必须依赖其业务往来银行的贷款。

表 1 中央银行资产变动与商业银行债权的变化

单位:%

时期	项目	央行资产增长率	商业银行债权在央行资产结构中的变化	
			比重	同比增长率
1994-03		41.05	65.20	39.36
1994-06		45.42	62.47	36.62
1994-09		38.27	60.18	21.59
1994-12		27.84	59.78	8.76
1995-03		25.69	57.44	10.72
1995-06		18.78	56.00	6.47
1995-09		18.44	55.01	8.26
1995-12		17.97	55.81	10.14
1996-03		18.39	53.97	11.23
1996-06		18.85	51.58	9.47
1996-09		18.12	50.17	7.74
1996-12		28.33	54.86	26.13
1997-03		32.98	48.34	19.02
1997-06		35.52	46.06	12.03
1997-09		33.33	45.56	21.09
1997-12		18.69	45.71	-1.11
1998-03		10.25	45.08	2.83
1998-06		7.06	43.87	1.97
1998-09		-2.52	39.28	-15.97
1998-12		-0.46	41.76	-9.05
1999-03		-2.16	40.10	-12.98
1999-06		-2.01	39.35	-12.12

资料来源:《中国人民银行统计季报》1999 年第 3 期。

虽然 1998 年以来央行出台一系列增加货币供给,扩大信贷规模和内需的货币政策,但是由于以下原因形成了银行“惜贷”的信贷紧缩现象(樊纲,1999;钱小安,2000)(见表 2)。(1)国有银

行高比例的不良资产,限制了其风险的承担能力;(2)资产负债比例管理指标和金融风险管理的要求,也使国有银行强化了信贷人员的责任、提高了贷款的条件;(3)国有企业负债率高、信贷风险大、银行不愿对其增加贷款;(4)非国有企业由于产权歧视、成本约束等原因,银行不敢对其贷款。近年金融机构的整合中,中小金融机构数量的减少又加重了这一信贷紧缩现象。具体表现为金融机构存款增长大于贷款增长、存贷差额日益增大,信贷规模扩大不多,储蓄转化为投资存在障碍,货币政策对投资需求的启动作用不大等。通过信用传导机制,信贷紧缩导致企业投资支出减少,抵消了降息的货币政策效果和政府投资的积极财政政策效果,民间投资难以启动。为了促使金融机构将其过高的流动性资金转化成现实的社会信用供给量,央行先后出台了一系列货币政策,如开放了同业拆借市场,多次下调了再贷款利率、再贴现利率及存款准备金利率,扩大了对中小企业贷款利率浮动幅度,建立了贷款担保基金,并出台了股票质押贷款政策等,这些货币政策为金融机构将其过多的流动性转化为社会信用供给创造了有利条件,短期内使企业与居民的信用可得性和流动性水平得以提高,有助于货币政策的预期目标的实现。但是,中央银行制定的上述政策措施,在实质经济投资收益预期不看好,或者说远低于证券投资收益的情况下,企业和银行都没有动力增加对实质经济的投资和贷款;相反,新增货币供应和贷款大多通过合法或违规的途径流入股市,源源不断的资金供应使股市从1999年5月到2001年6月两年多来屡创新高,证券投资的高收益预期变为现实。货币政策信用传导渠道出现障碍,银行贷款规模增长幅度回落,甚至有些年份出现了负增长(樊纲,1999),并且在有限的贷款增长中,大多投入到证券市场虚拟经济中,而不是实际项目、实质经济。这种非均衡性的信贷资金配置和结构性信贷抑制势必造成货币政策效果低弱。

表2 大型企业借款同比增长率

单位:%

项 目	1997	1998	1999	2000	2001-09
短期借款	17.4	6.7	4.5	-8.2	-1.4
长期借款	20.5	7.5	4.3	-10.1	-8.4
上市公司借款	16.5	11.6	6.1	-3.1	-1.2
非上市公司借款	22.8	6.9	1.7	-13.4	-17.4

资料来源:统计司5000户企业监测数据。

四、改善货币政策信用传导机制发挥作用的环境

从近年货币政策实施效果来看,中央银行到商业银行这一上游传导是畅通的,问题出在商业银行到企业和公众这一下游传导过程中,信用传导渠道不畅,这也是商业银行、企业和公众共同作用的结果。因此,改变约束商业银行、企业和公众惜贷行为的环境因素,调整其对未来的预期,主动增加贷款和投资,克服信用紧缩趋势,进一步发挥信用传导机制的作用效果,对中国经济的发展有重要的现实意义。

1. 从商业银行的角度考虑

首先,彻底剥离国有独资商业银行的不良贷款,减轻国有银行增加贷款的风险压力。1999年我国成立信达、东方、长城和华融四家金融资产管理公司,分别处置建、中、农、工四家国有独资银行13000多亿元不良贷款,目的是改善国有银行的资产质量,提高国有银行的竞争力。但是已经剥离的不良贷款仍然计算到各家国有银行的头上,这不利于国有银行轻装上阵,也有违设立金融资产管理公司的初衷。从2000年11月20日由国务院正式颁布实施《金融资产管理公司条例》第三十二条规定看,金融资产管理公司处置不良贷款的最终损失,由财政部提出解决方案,报国务院批准执行。这实际上表明将由中央财政承担金融资产管理公司的最终损失。既然如此,就彻底剥离国有银行的不不良贷款,由国家(通过金融资产管理公司)承担这部分债务,对能回收来

的不良贷款由国家统一调配使用,或用于增加国有银行的资本金,或作他用。只有这样,才能从根本上减轻国有银行增加贷款的风险压力。

其次,商业银行转变经营观念,勿以企业所有制性质、规模大小来抉择贷款的发放。面向市场的商业化运作的银行,追逐盈利是其经营的根本,不管贷款客户所有制性质如何、规模多大,银行必须保证在贷款能够偿还的前提下,获取最大的利息收入。

第三,银行适当放宽信贷标准、贷款条件,对原有贷款的国有企业在严格贷款管理的情况下,适量追加贷款投入,以避免落入“减少信贷投入→企业缺资金,亏损倒闭→形成不良贷款”的陷阱(钱小安,2000)中。

第四,创造出适合中小企业的信贷产品,如贷款限额、备用贷款承诺、循环贷款、搭桥贷款、资产支撑贷款、票据融资、贴息贷款、信用卡透支和金融租赁等,解决对银行信贷资金不具有可替代性的银行贷款依赖者——中小企业扩展的资金瓶颈约束。这对以中小企业为主的非公有制经济在国民经济贡献比例占70%的现实情况下,意义尤其重大。

第五,建立和完善银行内部控制制度,通过银行自律机制,提高经营管理效率。银行在放宽贷款标准、增加贷款投入的同时,应严格内部控制,防范贷款质量恶化、信贷风险生成,进而实现银行经营目标。

2. 从企业和公众角度分析

要想发挥货币政策的银行贷款传导机制,必须影响企业和公众的投资与消费。由于消费具有稳定性,增加投资拉动经济增长是关键,而要使企业和公众增加投资,必须规范投资环境,尤其是改善实质经济的投资环境,改变人们对未来的投资收益预期。为此需要改变证券投资预期收益与实质经济投资预期收益的偏差。

首先,应当规范证券市场投资行为,限制上市公司、国有企业、国家控股企业炒卖股票,规定一个具体的、较低的股票投资比例,以防珍贵的资金在股市中“空转”,吹大经济泡沫。

其次,开征证券投资收益税,降低投资证券的收益率;同时,变生产型增值税为消费型增值税,调低内资企业所得税,使内外资企业税收待遇相同。

第三,加快投融资体制改革步伐,取消抑制投资的行政审批程序,放宽民间投资的准入范围,国有经济按照“有进有退,有所为有所不为”原则,从一般竞争性领域退出,国家或政府避免与民争利,规范和引导民间投资增长。

第四,为了刺激最终消费的增长,应尽快完善社会保障体系的建设,降低人们的风险偏好;尽快完成“费”改“税”,切实减轻农民负担,启动农村市场需求,增强农民的自主投资能力。

此外,发挥货币政策的信用传导机制的作用,还需要做到:第一,深化国有企业和国有银行体制改革,培养优良的信贷文化,克服体制缺陷所带来的信贷风险;第二,建立和完善社会信用体系和信贷担保体系,为银行发放贷款提供支持系统,减少信用风险;第三,鼓励企业兼并重组,扩大规模经济效益,提升市场竞争力,为银行信贷资产良性循环,创建良好的微观经济基础。

参考文献:

- [1]Tobin James(1978). Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism [J]. Southern Economic Journal, 44(1): 421-431.
- [2]Stiglitz Joseph E and Weiss Andreu(1981). Credit rationing in markets with imperfect information [J]. American Economic Review, 71(3): 393-410.
- [3]Friedman Milton(1982). Monetary Policy: Theory and Practice [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 14: 98-118.
- [4]Bermanke B. S. and Blinder Alan S. (1988). Is it Money or Credit, or both, or neither? Credit Money and aggregate Demand [J]. The American Economic Review, 78(5): 435-439.

- [5]Gertler Mark(1988). Structure and aggregate economic activity;an overview [J]. Journal of Money, Credit and Banking, 20(3): 559—589.
- [6]Mertler Alan H. (1995). Monetary, Credit and Transmission Processes: A Monetarist Perspective [J]. Journal of Economic Perspectives, 9(4): 49—72.
- [7]Bernanke Ben S. and Mark Gertler(1995). Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission [R]. NBER Working Paper 5146.
- [8]Asli Demirg-Kunt and Enrica Detragiache(1998). Financial Liberalization and Financial Fragility [Z]. BIS, 1997, Principles for the Management of Interest Risk, Sep.
- [9]Kashyap, J. Stein(1994). Monetary Policy and Bank Lending [A]. Mankiew, G. eds. , Monetary Policy: 221—263, the University of Chicago Press.
- [10]谢平, 廖强. 西方货币政策信用传导理论述评[J]. 金融研究, 1997, (11).
- [11]樊纲. 克服信贷萎缩与银行体系改革[J]. 经济研究, 1999, (1).
- [12]钱小安. “信贷紧缩——不良贷款”陷阱的形成及其治理[J]. 金融研究, 2000, (5).
- [13]王振山, 王志强. 我国货币政策传导途径的实证研究[J]. 财经问题研究, 2000, (12).
- [14]万解秋, 徐涛. 货币供给的内生性与货币政策效果[J]. 经济研究, 2001, (3).
- [15]石建民. 股票市场、货币需求与总量经济: 一般均衡分析[J]. 经济研究, 2001, (5).
- [16]夏斌, 廖强. 货币供应量已不宜作为当前我国货币政策的中介目标[J]. 经济研究, 2001, (8).
- [17]黄金老. 利率市场化与商业银行风险控制[J]. 经济研究, 2001, (1).

On the Effectiveness of China's Monetary Policies from Credit Transmission Channel

HUANG Fei-ming

(School of Business, Henan Science and Technology University, Luoyang 471003, China)

Abstract: The effectiveness of monetary policy depends to a large extent on whether or not its transmission channel keeps going. The interest rate channel and capital market channel of the monetary policy transmission will not play the role in the near future, but the bank credit channel plays the main channel of monetary policy transmission, under the condition that interest rate isn't market-oriented, and that there exist defects in the financial market, and that bank loan is an insubstitutable source of fund for most enterprises. It is the blocked credit channel that leads to the inconspicuous effect of the recent Chinese monetary policy, so it is necessary to improve the economic environment that blocks the credit channel in order to bring the validity of monetary policy into play.

Key words: effectiveness of monetary policy; credit channel of transmission; bank loan channel of transmission