

我国货币政策传导机制的变迁、效应及疏导建议

顾铭德¹, 汪其昌², 王 晟¹

(1. 中国人民银行上海分行 上海 200120; 2. 上海社会科学院 上海 200020)

摘 要: 本文从货币政策传导机制的一般分析框架入手, 对我国货币政策传导机制的现状进行了分析, 重点分析了影响我国货币政策传导机制顺利运行的原因, 并提出了若干疏导货币政策传导机制的建议。

关键词: 货币政策; 传导机制; 金融改革

中图分类号: F821.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)11-0003-08

一、货币政策传导机制的一般分析框架

货币政策是中央银行为实现既定的经济目标, 通过运用各种工具调节货币供给和利率, 进而影响宏观经济方针和措施的总和, 是由货币政策工具、操作目标、中间目标和最终目标组成的一个体系。为把握和分析我国转轨经济中货币政策传导机制的变迁和作用过程, 我们以图 1 作为一般分析框架。

从图 1 我们首先可以看出货币政策是通过一系列微观主体和经济变量传导作用于货币政策

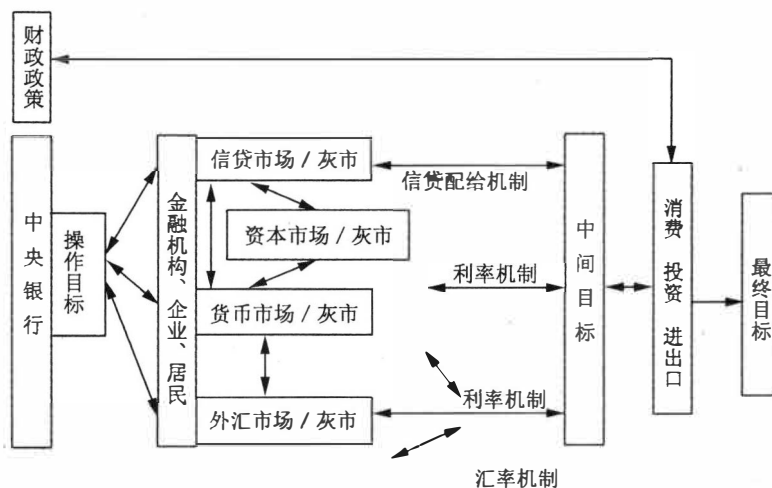


图 1 货币政策传导机制

收稿日期: 2002-08-23

作者简介: 顾铭德(1954—), 男, 上海市人, 中国人民银行上海分行调查统计处副研究员;

汪其昌(1963—), 男, 湖南株州人, 上海社会科学院博士生;

王 晟(1973—), 男, 安徽怀远人, 中国人民银行上海分行调查统计处经济师。

最终目标的。微观经济主体的相互传导过程是：中央银行 \leftrightarrow 金融中介(银行和非银行金融机构)、企业和居民 \leftrightarrow 企业和居民的投资、消费和进出口 \leftrightarrow 最终产出的商品和劳务；经济变量的传导过程是：中央货币政策工具(再贷款、法定准备金率、再贴现率、公开市场操作、窗口指导等等) \leftrightarrow 操作目标(基础货币、利率等) \leftrightarrow 中间目标(货币供应量、贷款和利率) \leftrightarrow 最终目标(物价稳定、充分就业、经济增长、国际收支平衡)。各个微观主体的行为选择决定了经济变量的传导是否顺畅和政策是否有效。央行要使自己的政策意图顺利传导，就必须让各个微观主体参与约束(即各微观主体参与央行的调控所得净收益必须不低于不参与也能得到的净收益)，并且激励相容(即所有微观主体参与者追求自身利益的客观效果与央行的宏观目标一致)。

其次，为较好地分析我国转轨时期货币政策传导机制变化，我们没有按所有权期限划分为货币市场和资本市场，而是按标的物分为信贷市场、货币市场、资本市场和外汇市场。货币政策传导中的货币结构(M_0 、 M_1 、 M_2)和各层次货币供应量是各微观主体根据信贷机制和价格机制(利率和汇率)在信贷市场、货币市场、资本市场和外汇市场上进行交易而产生的，不同的制度安排和不同的风险收益率决定了各微观主体的不同的行为选择，一般在价格的引导下，各微观主体出于获利动机导致信贷市场、货币市场、资本市场和外汇市场的相互连接，各个市场有不同的子市场，如货币市场有票据市场、同业拆借市场、债券市场等等，各个市场有不同的金融工具或金融资产。金融资产分为货币资产(现金、各类存款)和非货币资产(各种股票、债券等)，各类非货币性资产是对货币资产的替代。货币资产和非货币资产都具有货币的同质性，但有不同的流动性、风险性和收益率，流动性愈强如现金、存款，则风险愈低，收益也愈低。因此各类金融资产既具有可替代性又具有不完全替代性，从而保持充分的流动性。如果市场竞争不充分、金融资产的品种和数量不多、价格的市场化程度不高以及存在管制，则会产生灰市、逆向选择和道德风险，央行的货币政策传导就要受到阻滞。各个市场产生的货币供应量要最终作用于投资、消费和进出口并导致有效产出才能达到货币政策最终目标。

另外，货币政策传导存在时滞，从启动货币操作工具到最终目标，中间有许多环节和变量。货币政策要与财政政策相互配合作用于企业、居民消费、投资和进出口，才能有效趋于最终目标。

二、我国货币政策传导机制的变迁及其效应

1. 信贷市场是我国货币政策传导的主渠道，但信贷机构结构的不平衡导致货币政策传导的不平衡。

1998—2001年我国广义货币分别增长15.4%、14.7%、14%和14.4%(2001年含股民保证金存款)，分别比同期国内生产总值(GDP)增长率与消费物价指数(CPI)增长率之和高出5.4、8.4、9.5和6.4个百分点， M_2 与GDP之比，1998—2001年分别为1.31、1.46、1.52和1.64，其比例之高居世界各国之前列。我国金融机构各项贷款余额与 M_2 之比，1998—2001年分别为82.8%、78.2%、73.8%和70.9%，可见信贷市场是我国货币政策传导的主渠道。但在信贷市场上，我国货币政策传导机构的结构极其不均衡。一是四大国有商业银行和三大政策性银行居于垄断地位，从表1可以看出，国有银行占金融机构各项贷款余额之比在70%以上，国有银行贷款占 M_2 之比达50%以上。如果加上国有控股银行和其他国有非银行金融机构，国家控制的信贷资源应该更多。二是我国信贷服务机构的人口覆盖率和企业覆盖率小，目前我国千人平均有0.0574家银行分支机构，美国、德国和意大利分别为0.2711、0.5364和0.4180，我国千户企业平均有0.01家银行，上述各国分别为1.05、1.10和1.81(宋立，2002)。考虑到我国占垄断地位的国有银行都是分支行制，且信贷权限高度集中，银行密度与贷款的相关度更低。即使剔除经济发展阶段之因素，与国外差距也很大。三是经济结构与金融结构不对称，非国有经济占70%的产值，只占有30%的信贷资源，国有经济只有30%的产值，却占有了70%的信贷资源。2000年上

半年国有经济投资和非国有经济投资分别增长 12.1%和 7.9%,2001 年同期分别增长 17.9%和 7.5%,相差 10%多(刘国光、王洛林、李京文,2002)。四是地区结构不对称,本来金融机构绝大多数集中在大中城市和东部地区,而中小城市和中西部金融机构很少。最近几年,国有银行的基层分支机构在农村和中小城市纷纷撤并,县级机构仅为存款机构,无贷款权,地方中小金融机构的发展没有及时跟上,农村“三金”正在停办整顿。中小城市和农村的贷款余额和增加额贷款满足率较低。上述原因造成了货币政策传导的极不平衡,妨碍了货币政策作用的正常发挥。

表 1 国有银行占各项贷款余额和 M_2 之比

单位:%

年 份	1998	1999	2000	2001
国有银行占金融机构各项贷款余额之比	79.1	78.62	76.88	71.3
国有银行贷款占 M_2 之比	65.5	61.84	56.15	50.58

2. 外部环境的变化和内部约束的增强使国有商业银行的信贷行为发生很大变化,信贷传导产生了复杂的效应。

国有银行的产权结构与国有企业高度同构,在没有成本——利润考核和利益追求一致的情况下,国有商业银行将贷款绝大部分投向了国有企业。随着经济结构转换和企业效益日益低下以及买方市场的形成,国有企业的债权大多成了银行不良贷款,东南亚金融危机和加入 WTO 使政府强化了风险意识,加强了对国有银行的质量监管,令其限期降低不良贷款比率,国有企业和银行都加强了市场化改革。国有商业银行在信贷投放中面临着风险防范和促进经济增长的两难选择。从总行到各支行并无内在的利润驱动动机,只是追求完成考核指标,这些指标都基本上与费用挂钩而不与利润挂钩。再加上各家国有银行提供的信贷品种、价格和服务基本相同,存贷款利率基本固定,在优质信贷市场一定的情况下,占有市场份额大意味风险小利润大,造成了极为激烈的信贷竞争,由于这种非充分竞争形成了信贷紧缩,从而加剧了通货紧缩,背离了央行的货币政策意图。

信贷传导可以产生两种效应。一种效应是积极的,为以后的货币政策传导打下了一定的良好的微观基础。这种积极效应首先表现为有利于淘汰没有市场的产品和企业,把资金投向优势企业和产业,有利于经济结构调整和企业的组织结构调整,加快了产业结构调整的步伐;其次表现为国有银行资产结构和质量有了改善,1999 年、2001 年四大国有银行信贷资产占资产总额分别为 81.9%、78.1%,证券占资产总额分别为 4.7%、17%,2001 年不良贷款余额下降了 3.8%,资产结构的改善为积极响应央行的货币政策信号提供了一定的资产负债组合调整空间;最后是四大国有银行的“惜贷”,将多余的头寸购买国债和金融债券,归还再贷款,为支持积极的财政政策创造了条件,客观上加快了货币市场的建设,为央行灵活运用公开市场业务奠定了良好的基础。另一种效应是加剧了信贷服务机构分布的不平衡和货币政策传导的结构性矛盾。首先表现为客观上导致了货币政策在中小城市和农村的梗滞;其次表现为信贷投放向大城市和大企业及效益好的企业集中,对中小企业支持明显弱化,甚至出现了“马太效应”,与此同时,一些大企业的巨额不良贷款已成为“人质”,在考核指标高压下,许多基层行采取了借新还旧、修改企业财务报表以提高企业信用等级来放贷收息、将并没有现金流的企业信用贷款转换为抵押或担保贷款等手段来换取不良贷款余额和比例下降,在高度集中的信贷市场上,几乎都是担保和抵押贷款,相当多的企业是连环互保,抵押市场又缺乏流动性。这样信贷集中投放与新的不良贷款风险集中并存,又妨碍了货币政策作用的正常发挥。如果不加警惕、长此以往,有可能重蹈日本或韩国的覆辙——大企业与大银行恶性互动的金融风险。

3. 国有商业银行信贷行为的变化优化了信贷传导结构,货币政策的信贷传导不再严重依赖国有商业银行。

从图 1 可以看出,在信贷市场上,货币政策的信贷配给传导有三个环节,并且是互动的。第一个环节是央行向金融机构信贷配给,第二个环节是金融机构向企业、居民配给,第三个环节是企业、居民将信贷资金用于投资、消费和进出口业务,从而最终产出商品和劳务。从第一个环节看,由于买方市场,通货紧缩,国有银行加强了风险防范和信贷管理,惜贷慎贷,资金宽裕,甚至用存款归还再贷款,或从货币市场取得资金,都改变了多年对再贷款的依赖和配给,同时央行得以增加了对三家政策性银行、股份制银行和城乡信用社等其他金融机构的再贷款配给,批准了更多的金融机构参与银行间债券市场和同业拆借市场,以解决一些金融机构的支付危机,增加流动性和信用扩张能力。在第二个环节中,尽管有些资金进入了股市,但是市场化的信贷配给,配给了企业居民的投资、消费和进出口业务,较之以前的行政配给还是一个很大的进步。在第三个环节中,除作用于实质经济外,也有些资金进入了股市。值得注意的是,从货币需求的角度看,信贷紧缩的倒逼机制——逆向传导机制改变了国有独资商业银行严重依赖再贷款的局面,从而也给了其他银行和非银行金融机构一个市场扩张的机会和空间,在一定程度上弥补了国有银行留下的市场空白;从货币供给的角度看,正是信贷紧缩的倒逼机制逐渐打破了货币市场、信贷市场和资本市场的一些壁垒,让货币性资产和非货币性资产大大加强了流动性,从而让国有独资商业银行以外的金融机构大大扩张了信用创造能力,这种适度信用放松机制——正向传导机制保证了货币供应量和贷款增长与经济发展基本相适应。这种新情况削弱了国有银行对信贷渠道的垄断,优化了信贷传导结构,促进了货币市场的发展,有利于稳健的货币政策传导,信贷结构的调整一定程度上缓解了信贷紧缩,促进了经济结构的调整和经济增长。这样央行有可能逐步通过市场化的手段进行调控,以适应货币政策传导途径及其作用机制的转变,建立新的货币政策体系。

在这种新机制的影响下:一是国有独资商业银行新增贷款增速和贷款市场份额下降,其他金融机新增贷款增速和市场份额快速上升。如 2001 年,国有独资商业银行贷款增加 6412 亿元,同比少增 1498 亿元,增长 9.4%;股份制商业银行贷款增加 3035 亿元,同比多增 763 亿元,增长 36%。在新增贷款中,国有独资商业银行占 49.7%,比 2000 年末下降 9.6 个百分点,股份制商业银行占 23.5%,比 2000 年末提高 6.5 个百分点。这种结构的变化趋势基本上是正常合理的。二是农村信贷结构得到调整,1998—2001 年中央银行对农村信用社再贷款限额累计增加 812 亿元。2001 年农村信用社新增贷款 1395 亿元,同比多增 90 亿元,其中农业贷款新增 803 亿元,占 57.6%。三是各银行个人消费信贷得到迅速发展。2001 年末消费信贷余额为 6990 亿元,比 1997 年增加了 6818 亿元,增长了 40 倍,消费信贷占各项信贷的比例由不足 0.3% 上升到 6%,据推算 1 元消费信贷带动 1.5 元的商品消费,则 1998—2001 年的消费信贷分别带动了 400 亿元、1400 亿元、4300 亿元和 4100 亿元的消费需求,扩大了投资乘数效应,带动了房产、教育等相关产业的发展。

4. 通货紧缩、信贷紧缩和信贷传导结构的变化成就了货币市场的发展,由单一的信贷传导转向了货币传导,利率有了初步的市场化,但下游梗阻,不能传导到实体经济。

我国原来在很长一段时间内,只重视资本市场,而忽视了货币市场。正是在通货紧缩、信贷紧缩的情况下,我国同业拆借市场、银行间债券市场和票据市场得到了快速发展。从货币政策传导角度看,已初步形成从中央银行到货币市场,到金融机构,再到企业居民的传导体系,初步建立从政策工具到操作目标,到中介目标,再到最终目标的间接传导机制。

(1)在以货币供应量为中介目标的政策框架下,中央银行在货币市场上灵活运用公开市场业务发行和调控基础货币,保持了基础货币和货币供应量稳定增长。2001 年人民币公开市场操作 54 个交易日,累计投放基础货币 8253 亿元,累计回笼基础货币 8529 亿元,虽然年末净回笼基础货币仅为 276 亿元,但年度中间操作幅度变化很大。2001 年的公开市场操作可分为三个阶段:年初,为对冲元旦春节期间季节性现金投放而造成的商业银行流动性减少,1 月份,通过逆回购

操作投放基础货币 734 亿元;2 月至 5 月的操作主要针对外汇占款大幅增加,通过正回购回笼基础货币,以保持基础货币总量平衡增长;6 月份以后,人民币公开市场的操作方向改为投放基础货币,当月投放 301 亿元,到年末累计净投放基础货币 1842 亿元,从而促使货币供给量增幅回升至目标区间。货币市场已成为基础货币发行的主渠道,占 50% 以上。但从事后看,通过货币政策对经济的拉动作用还不够明显,主要还是被动的宏观经济运行的结果。

(2) 随着货币市场的发展和短期融资功能的不断加强,金融机构对货币市场的认识不断深化,重视程度不断提高,各交易主体在货币市场的业务正逐渐由头寸调剂转向在头寸调剂基础上的资产管理,而且有越来越多的金融机构亲身实践,相继开展结算代理行和双边报价行的业务。

(3) 利率虽然已有了一定的市场化,但由于不是各微观主体自由交易的结果,因此还不能起到应有的传导效果。同业拆借市场、银行间债券市场的交易主体这两年显著增多,同业拆借市场的利率在不超超额准备金利率的基础上,可根据市场资金供求状况自行确定拆借利率并定期公布,为利率市场化创造了条件;银行间债券的发行利率和买卖价格都已由市场决定,中央银行公开市场操作利率已成为货币市场的基准利率,与银行间拆借和回购利率相关程度不断增强,2000 年、2001 年货币市场利率都是通过公开市场操作利率引导走低。2001 年银行间债券市场回购加权平均利率年末为 2.15%,比年初下降 0.37%,同业拆借加权平均利率年末为 2.39%。利率在中央银行与金融机构之间、在货币市场上各交易主体之间的传导作用在加强,也有一定程度的市场化。但由于货币市场的交易主体没有或很少有企业和居民直接参与,货币市场的子市场除同业拆借市场和银行间债券市场有些打通外,有些利率如再贴现利率、同业拆借利率和存贷款利率依然受到一定的管制,不能直接打通,导致各金融机构竞相抓存款,偿还再贷款,参与同业拆借市场和银行间债券市场调剂头寸。货币市场工具占商业银行的资产比例较低,债券市场的交易品种就是国债和政策性金融债券,很少企业债券,而且期限不搭配,长期居多,中短期少,货币市场承担了部分资本市场的功能,这样债券利率不能影响企业居民的自发性支出。所以货币市场形成的利率不完全是市场利率,货币市场短期利率的变动无法直接影响金融机构的存贷款水平及其他金融资产收益率水平,反而受股市的影响,货币市场及其利率尽管在上游有了初步疏通,但在下游阻滞,因此尚不能将资金直接传导到实体经济。

5. 货币资金在四大市场的流动性明显增强,为货币政策的货币传导机制的深化创造了契机,但不能形成有效投资品需求和消费需求,造成货币传导的扭曲。

由于央行管制的放松,允许更多的银行和非银行金融机构参与货币市场和资本市场,更多的非货币性金融资产参与交易,使得原来各自分割的货币市场、资本市场、信贷市场和外汇市场的直接和间接的联系明显增强。货币市场与信贷市场连接的通道是同业拆借、票据市场、银行间债券市场和公开市场业务中影响金融机构的头寸;信贷市场与资本市场的通道是券商、证券投资基金的质押贷款,企业和居民在金融机构获得的信贷资金;货币市场与资本市场的通道是保险公司、证券公司、基金管理公司参与银行间债券市场、交易所债券市场和同业拆借市场;外汇市场与资本市场没有直接的联系,与货币市场和信贷市场有直接的联系,与货币市场的通道是央行购进各外汇银行的外汇并通过公开市场业务吞吐基础货币,与信贷市场的联系是企业居民以外汇存单进行人民币质押贷款,企业进行本外币打包押汇贷款。商业银行的资金载体和清算功能客观上起到了间接沟通货币市场和资本市场的作用,如货币资金在股票市场的进出和股票市场交易中资本所有权的转移,都要通过银行对资金的划拨来实现。而资本市场交易量的增减,会从企业存款和同业存款两个方面影响商业银行的资金头寸,进而在一定程度上增减商业银行在同业拆借市场的交易量。同样,在储蓄利率下降和开征储蓄利息所得税的情况下,储蓄存款向股票市场分流,商业银行为平衡资金头寸,也会增加在同业拆借和银行间债券市场的资金融入量。这样各金融机构、企业和居民可以直接间接参与四大市场,本外币资金相关互动。

从货币政策传导角度看:(1)参与货币政策传导的微观主体和作用对象扩大了,加强了他们之间的关联度,信用链条变得长而复杂。(2)参与媒介非货币性金融资产的货币增多了,随着证券行情和政策的变化,各微观主体投资非货币性金融资产的货币需求也随之变动, M_0 、 M_1 、 M_2 不同层次的货币转换和规模变动频繁,流动性明显增强,从1998—2001年 M_1/M_2 之比分别为37.3、38.2、39.5、60.8,但流通速度趋缓,1998—2001年分别为0.76、0.68、0.66、0.60。这说明非货币性金融资产已成为一种吸纳货币资金的经济活动,货币资产与非货币金融资产之间交易相当活跃,货币供应量的增减不单纯取决于央行的意愿和行为,也意味着在实际经济领域中发挥作用的货币供给量的减少。这导致了货币供应量的不稳定,加大了传导时滞的不确定性。(3)货币供应量与商品和劳务价格以及金融资产价格之间的对应关系弱化和复杂化。从表2可以看出贷款增长率与 M_2 增长率、物价上涨率与GDP增长率存在不一致性。同时又出现下列矛盾局面:一方面是货币供应量不断增加、货币市场利率相应逐步下降、银行资金充裕、信贷增长幅度较大、股市连创新高(或股指下跌)和证券交易保证金持续攀升;但另一方面物价依然下跌、固定资产投资疲软、就业压力继续增加。由于货币市场金融资产价格的变化不能直接传导到实体经济,反而将资金直接从货币市场或从信贷市场间接大量进入股票市场。由此产生的一个问题是股票市场的信息是否有效?从理论上讲,股票市场有可能通过股票价格来尽可能充分揭示信息,同时改变企业的资本结构、债务结构来影响企业治理结构,从而提供有效的激励机制,由此,股票市场作为货币政策传导环节在传导机制中有二个方面的作用:其一是公众在其中进行财富调整,从而有可能改变企业治理结构;其二是资本市场的运行通过价格和各种结构性比率以反映宏观经济运行态势和企业经营状况以及投资变化。但由于种种原因,我国的股票市场的价格是无效的。因此,当股市行情看涨时,金融机构、企业和居民将从货币市场和信贷市场取得大量资金进入资本市场,社会信用迅速膨胀;而一旦股市行情下跌,将大量资金套牢,极易导致社会信用链条中断。这样金融资产价格的变化一方面造成了金融体系不稳定,另一方面造成了货币政策不能在其他市场顺利传导。

表2 GDP增长率、贷款增长率与 M_2 增长率和物价上涨率 单位:%

时间	GDP增长率	物价上涨率	M_2 增长率	贷款增长率
1998年	7.8	-0.8	11.8	15.5
1999年	7.1	-1.4	17.67	12.4
2000年	8	0.4	15.62	23.9
2001年	7.3	0.7	15.52	11.6

三、疏导货币政策传导机制的建议

1. 改革和完善货币政策信贷传导的主体,形成竞争性的信贷传导主体。

(1)改革国有商业银行的内部管理体制和机制。目前的首要任务是按照成本—利润的内在联系,建立责、权、利相结合的考核办法,同时按照风险效益原则,适当和有区别地下放经营管理权限,改变按行政级别一刀切的模式。只有建立科学合理的管理考核办法,才能使各级行从理性和利润最大化原则出发,既采取有效措施防范风险,又能积极开展信贷业务。其次,必须对现行信贷经营管理思路进行调整,必须以风险调整后的资本收益率为标准来分析存贷款业务和客户价值,调整信贷业务流程,实施以经营效益为核心的收益导向战略。新的信贷评估办法应以现金流预测为核心,加强对企业的核心竞争力、行业发展趋势、企业战略管理和市场竞争行为等方面的分析,培育优质信贷市场,从而解决信贷和风险同时集中的问题。最后,从长期看要对国有银行进行股份制改造,建立有效的公司治理结构。

(2)要大力发展和完善地方性中小金融机构,打破国有商业银行的垄断地位,建立多元化的

信贷传导渠道。首先,应该对非国有金融机构开放市场,以增加金融体系中的竞争。一是国有独资商业银行从农村和县城的撤离可以与城市商业银行向县城和农村的深入结合起来。城市商业银行可以通过接收国有商业银行从农村和县城撤离后留下的营业牌照、优质人员和固定资产等建立新的分支机构,向郊区和附近农村地区延伸,发展成为地区性商业银行,以扩大资金规模、覆盖范围和回旋余地,适应市管县体制,发挥中心城市对于周边地区的辐射和带动作用。同时增加基层商业银行的数量,提高其竞争力,以弥补国有银行撤离后形成的金融服务空缺。二是目前没有商业银行、经济发展比较好、已具备条件的县和县级市,可以视具体情况,利用国有商业银行遗留的机构、优质人员和金融业务许可组建地方性商业银行。尤其是前一阶段地方性金融机构发展比较缓慢的地区,可以尽快发展地方性商业银行和城市信用社,以提高当地银行业竞争程度,促进地方金融体系的完善,为货币政策的信贷渠道传导建立更多的“毛细血管”。其次,对现有中小金融机构进行经营机制转换,消除地方政府干预,促其实行真正的商业化经营,尤其是农村信用社要明确产权关系,办成农民自己的银行,大力推广小额农户贷款。再者,对地方性中小金融机构应该降低一定的营业税和所得税,以鼓励其努力增加对中小企业的信贷支持。最后,建立地区性的货币市场,让更多的中小金融机构进入货币市场,拓宽其融资渠道,增强信贷扩张能力。

(3)货币政策的传导要关注外资银行。“入世”后外资银行被允许经营外汇和人民币业务,最近两年也进入了同业拆借市场和银行间债券市场,已成为我国货币政策传导的渠道。随着业务的扩大,其传导渠道的影响也有所扩大,应加强对外资银行与货币政策机制问题的研究和监控。

2. 积极发展消费信贷,发挥信贷传导对内需的拉动作用。

消费信贷对经济增长有双重作用:一方面通过最终消费品需求,扩大消费需求拉动经济增长;另一方面刺激投资,扩大投资乘数效应,带动经济增长。我国居民消费贷款占居民储蓄存款余额之比2000年为6.6%,2001年为9.4%,占各项贷款余额的比例也很低,发展消费贷款有很大空间。为大力发展消费信贷,首先我们应该建立全国个人信用联合征信体系,因为这是银行评估借款人、实施信贷监管以及控制消费信贷风险的基本制度。其次,在消费信贷品种上应该重点发展住房、汽车等耐用消费品贷款,因为这些耐用消费品相对来说产业链条长,同时面临国外金融机构的竞争压力。最后,各银行还应该改进消费金融服务,如完善信用卡功能,鼓励居民用卡消费等。建立与消费信贷的配套措施,如减轻税费,鼓励消费者借贷消费,健全有关法律法规切实维护借贷双方权益,建立消费品抵押二级市场,提高流动性等,都将为消费信贷的快速、健康发展提供有力的支持。

3. 加快发展货币市场,规范资本市场,疏通货币市场和资本市场与实体经济的传导渠道,形成对投资和消费的有效需求。

(1)加快发展货币市场和利率的市场化,疏通非货币金融资产价格在上游的传导渠道。首先,扩大在信贷市场、货币市场和资本市场的交易主体,准许更多的中小金融机构进入同业拆借市场和银行间债券市场,准许更多的企业和居民进入银行间债券市场。如果条件不成熟,应建立货币市场经纪人制度,开展和推广市场代理业务,即货币市场的交易主体可以为暂时还不能入市的中小金融机构代理市场交易。建立做市商制度,集中原本零散的交易需求、保持报价的连续性和交易的连续性。扩大商业票据签发主体,发展票据专营机构,实现票据业务各环节的有机结合,形成票据贴现、承兑、背书转让、转贴现和再转贴现的良性互动。其次,增加货币市场交易品种。在债券市场上增加短期债券品种,丰富固定利率债券品种,如零息、贴现和浮动期限债券,发展资产证券化债券,增加企业债交易,发展国债投资基金,广泛吸引社会投资者,打通银行间债券市场和交易所债券市场。在票据市场上,推广商业承兑汇票,尝试本票业务和其他交易品种。最后,打破各子市场壁垒。一是让各交易主体同时参与多个子市场;二是建立规范统一的债券市场,让银行间债券市场、交易所债券市场和凭证式债券市场连通起来,加强同业拆借市场和银行间债券

市场联动性;三是取消再贴现和拆借利率的限制,让货币市场的利率由金融市场决定。

(2)逐步建立与货币市场和资本市场发展相适应的传导机制。首先,应该积极关注非货币性金融资产的价格变化对货币需求和货币供应量的影响。非货币性金融资产价格难以判断其合理价格水平,而且产品市场与金融市场、商品与服务价格和非货币性金融资产价格的变化存在非一致性,有时甚至产生很大背离,货币市场和信贷市场与资本市场之间隐含着流动性风险、价格风险和系统性风险。在利率取代货币供应量作为中间目标不成熟的情况下,央行应把非货币性金融资产价格纳入辅助监测目标,建立危机预警指标体系,根据市场走向和非货币性资产价格的变化作出相应的判断,找出货币政策可以发挥作用的环节来对症下药。其次,疏通货币市场和资本市场与实体经济的流通渠道,提高利率对非货币性金融资产价格对实体经济的传导效应。如前所述,应该在货币市场形成市场化的利率和合理利率结构并逐步打破信贷市场、货币市场和资本市场之间资金自由流动的制度壁垒,避免暗流和黑箱操作,同时制定必要的规定以保持资金正常流动的秩序。另外,还应该加快银行和企业的市场化改革,建立对价格变化有灵敏反应的微观基础,进一步完善政策机制,加强监管,如股权融资资格的确认方式由净资产收益率改为募集资金项目收益率,对没有将资金投向实体经济的公司进行严厉处罚,促使上市公司将募股和配股资金真正投向实体经济。最后,进行微调,以减少货币政策传导时滞的不确定性。

4. 进一步加强货币政策与汇率政策的协调。

可以进一步放宽人民币汇率每日波动幅度的限制,也就是说考虑放弃单一盯住美元的汇率体系,建立盯住特别提款权的汇率体系,因为欧元启动后,特别提款权有美元、欧元、英镑和日元组成,况且英镑终将加入欧元,可使人民币的对外价值相对稳定。可以考虑提高外汇指定银行结算周转余额上限比例,发挥银行蓄水池的功能,扩大企业在经常项目下保留现汇的比例,降低企业的汇率风险和经营成本,增强市场竞争力,同时减少央行被动投放基础货币的压力。

参考文献:

- [1]宋立.我国货币政策信贷传导存在的问题及其解决思路[J].管理世界,2002,(2).
- [2]刘国光,王洛林,李京文.中国经济形势分析与预测[M].北京:社会科学文献出版社,2002.
- [3]武剑.储蓄、投资和经济增长[J].经济研究,1999,(11).
- [4]中国人民银行货币政策司.中国消费信贷报告[N].金融时报,2002-03-22.
- [5]魏革军.中国货币政策传导机制研究[M].北京:中国金融出版社,2001.
- [6]中国人民银行.货币政策执行报告[N].金融时报,2002-03-17.

The Changing of China Monetary Policy Transmission Mechanism, Its Effects and Leading Suggestion

GU Ming-de¹, WANG Qi-chang², WANG sheng¹

(1. Department of Investigation and Statistics, Shanghai Branch, People's Bank of China, Shanghai 200120, China 2. Shanghai Academy of Social Sciences, Shanghai 200020, China)

Abstract: Starting from common analysis structure of monetary policy transmission mechanism, the paper analyses the actuality of Chins's monetary policy transmission mechanism, putting special emphasis on the causes affecting its smooth running, and offers some suggestions to lead it.

Key words: monetary policy; transmission mechanism; finance reform