

中国货币政策传导机制探析

中国货币政策传导机制探析

ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCECHUANDAO JIZHI TANXI

盛朝晖 著



ZHONGGUO HUOBİ ZHENGCECHUANDAO JIZHI TANXI



经济科学出版社
Economic Science Press

中国货币政策传导机制探析

盛朝晖 著



经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策传导机制探析/盛朝晖著. —北京:
经济科学出版社, 2010. 10

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0111 - 9

I. ①中… II. ①盛… III. ①货币政策 - 研究 -
中国 IV. ①F882. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 221419 号

责任编辑: 段小青

责任校对: 杨 海

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

中国货币政策传导机制探析

盛朝晖 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京九州迅驰传媒文化有限公司印装

880 × 1230 32 开 8 印张 000000 字

2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0111 - 9 定价: 20. 00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

序 言

金融是现代经济的核心。在现代经济体系中，金融业早已从最初单一的银行中介发展成为拥有多元化金融机构、多类型金融市场、多样化金融工具和多功能金融产品的综合体系，其规模亦不断扩张，影响力日益增强。而且，在当前经济全球化纵深发展的背景下，伴随着生产要素跨国境、跨市场、跨行业的流动，金融体系还在不断地裂变、聚集，金融深度和广度不断拓展，涌现出新兴行业。在这个仍处于扩张状态的金融体系中，货币政策的地位和作用也越发重要。

货币政策可以说是金融体系的主轴。中央银行通过运用各种政策工具，使金融机构、金融市场、金融工具和金融产品围绕这个主轴，作用于实体经济的过程，则是货币政策传导机制。货币政策传导机制顺畅与否，传导效率高低成为货币政策发挥作用的关键环节。因此，加强货币政策传导机制理论研究，探讨货币政策通过何种路径、何种方式影响实体经济，评估其影响力度大小，分析影响货币政策传导机制的各种因素，对于发挥货币政策在宏观调控中的作用具有重要的现实意义和理论价值。盛朝晖博士的《中国货币政策传导机制探析》一书在这些方面进行了一些有益探索和研究。

该书在总结国内外货币政策传导机制理论研究的基础上，对我国货币政策的贷款渠道、货币供应量渠道、利率渠道、资本市场渠

道和汇率渠道的传导效应进行了数量分析,并分别从货币政策传导主体和客体的视角,就货币政策框架、利率、汇率、商业银行制度及经营行为、资本市场、经济运行周期和地区经济发展差异等方面对影响我国货币政策传导机制的因素进行了较为深入的研究。该书还对美国、英国、日本、德国和欧洲中央银行货币政策传导机制进行了比较分析,并结合后金融危机时期西方国家中央银行大量运用非常规的数量型货币政策工具这一现实情况,分析了货币政策传导机制出现的一些新变化,从中得出借鉴和启示。最后提出完善货币政策框架、改善货币政策操作、推进金融体制改革、加强货币政策与其他政策协调配合等方面的相关政策建议。

盛朝晖博士 1989 年毕业于安徽财经大学金融系,后又在中国人民银行研究生部攻读货币银行学专业,分别于 1992 年和 2006 年获得经济学硕士和博士学位。他先后在中国人民银行营业管理部的计划资金、调查统计和金融研究等部门工作,并长期从事政策研究,具有较强的理论研究水平和较丰富的实践经验。研究成果曾多次在中国金融学会学术论文和中国人民银行总行重点研究课题评比中获奖,并获得过北京市哲学社会科学优秀成果奖。

与国内已有的货币政策传导机制理论研究书籍相比,该书与当前金融改革和发展的现实情况结合得较为紧密。书中不仅对货币政策传导机制作了一般性的分析,而且对近年来我国商业银行股份制改造、利率市场化、汇率形成机制等金融改革对货币政策传导机制带来的影响也进行了较深入的分析。同时,还结合后危机时期西方主要国家的危机救助政策,分析了货币政策传导机制出现的一些新变化。此外,还针对我国地区经济发展差异很大,统一的货币政策在不同地区传导具有较大差异性这一情况,以总部经济发达的北京地区为例,进行了较深入的案例研究。当然,如果书中能够对金融改革等制度性因素以及后危机时期量化宽松政策对货币政策传导机

制的影响作进一步分析，那么研究成果会更加详尽扎实，这也算是我对作者今后研究提出的希望吧。

作为一名长期从事金融理论研究的工作者，我亲历了我国金融业从小到大、从弱到强取得巨大成就的这一历史进程，并参与了改革开放以来我国许多金融理论的研究和讨论，致力于中国金融理论的创新、发展与繁荣，我对当前金融理论的欣欣向荣局面感到由衷的欣慰。希望广大金融理论研究人员和从事实际工作的同志们进一步努力，推进我国金融理论研究向更高水平迈进。



2010年10月

内容提要

货币政策传导机制是指中央银行为实现货币政策目标,运用货币政策工具,作用于各种经济金融变量,最终影响实体经济活动的过程,是中央银行宏观调控的关键环节。进入新世纪以来,随着我国社会主义市场经济体制改革的不断深入,货币政策在宏观调控的作用越来越重要,同时,货币政策也面临不少新的挑战,其中,货币政策传导机制不畅,传导效率不高成为制约货币政策发挥作用的重要因素。因此,加强货币政策传导机制理论研究,探讨货币供给通过何种路径、何种方式影响实体经济以及影响力度大小,分析影响货币政策传导机制的各种因素,对疏通货币政策传导机制,提高货币政策传导效率具有重要的现实意义和理论价值,本书尝试在此方面进行一些探索和研究。

本书运用理论研究、实证研究和比较研究等方法,循着货币非中性——货币政策传导机制的一般理论——中国货币政策传导机制现状——影响中国货币政策传导机制的主要因素——西方国家货币政策传导机制比较及其启示——提高中国货币政策传导效率的建议这一逻辑主线展开分析研究。全文共分六章,分别是:货币政策传导机制理论综述、中国货币政策传导机制的演进及主要渠道效应分析、中国货币政策传导机制影响因素研究(基于调控主体和客体视角)、西方国家货币政策传导机制比较,提高我国货币政策传导效率的建议。

第一章对国内外货币政策传导理论文献和发展动态进行了梳理,为后文论述作铺垫。首先从货币中性与非中性理论入手,回顾和分析各学派关于货币对经济活动有无实质影响的观点,认为尽管对于货币影响经济的方式和程度还存在分歧,但在货币短期非中性的认识上却基本一致,这成为本书立论的理论基础。其次对国外货币政策传导机制理论如有关利率传导机制、资产结构调整传导机制、货币供应量传导机制、信用供给渠道传导机制和预期传导机制等进行了综述,并回顾总结了国内关于货币政策传导机制理论的研究成果。通过对国内外关于货币政策传导机制理论的比较研究,认为货币政策传导机制是一个复杂的过程,它有多种渠道,不同的传导渠道产生效应是不同的,究竟哪一种方式更为有效,则与选择的货币政策工具、一国的金融结构和金融市场发展水平、企业融资构成等多种因素有关。同时,对国内不同时期研究重点进行了回顾。如果说国外研究注重从宏观和抽象角度分析问题,国内研究则更侧重于中国的具体问题,笔者将其归纳为货币政策传导机制与实体经济的关系、货币政策传导主要渠道、货币政策目标、货币政策传导有效性、货币政策规则、影响货币政策传导机制的因素、提高货币政策传导效率措施等方面。

第二章分析了中国货币政策传导机制的演进及不同渠道的传导效应。按照我国货币政策体系的发展历史,货币政策传导机制的演进大致可分为三个阶段。第一阶段从新中国成立到1978年,我国实行计划经济体制,货币政策体系尚处于雏形阶段,货币政策传导机制简单直接;第二阶段从1979~1998年,货币政策体系逐步发展,货币政策对宏观经济的调控从以直接为主逐步向以间接为主转变,货币政策传导工具、环节、渠道增加,货币政策传导机制灵活性和效率得到提高;第三阶段从1998年迄今,中央银行实行市场化取向为主的间接调控方式,货币政策体系得到了丰富和进一步发

展,货币政策传导机制主要依托金融市场,以货币市场为操作平台,以各种间接政策工具为手段,以基础货币为主要操作目标,传导货币政策意图,货币政策传导机制的市场化、间接化程度进一步提高。在总结我国货币政策传导机制的基础上,运用向量自回归方法(VAR),对1998~2009年我国货币政策传导的贷款渠道、货币供应量渠道、利率渠道、资本市场渠道和汇率渠道进行了计量分析,得出主要结论是:信贷和信用渠道在货币政策传导机制中发挥主要作用,但信贷渠道作用更为明显;利率传导渠道的作用在短期内较明显,但从较长时期看不显著;资本市场在货币政策传导中的效应开始显现,但资本市场的财富效应对物价的影响要大于对实体经济的生长的影响;汇率机制在货币政策传导中表现出一定程度的不确定性。

第三章从传导主体——中央银行的视角,对影响我国货币政策传导机制的主要因素进行了研究,主要从货币政策框架、利率机制和汇率机制等方面展开。关于货币政策框架对货币政策传导机制的影响,首先运用货币政策不一致性理论,分析了中国货币政策不一致性特点及其对货币政策传导机制的影响;其次分析了在金融改革不断深化、金融市场不断发展的情况下,从可控性、可测性以及相关性等方面,对货币供应量作为中介目标的条件进行了分析,并运用普尔分析模型,分别比较了2000年以来以货币供应量和利率作为中介目标对产出方差的影响,认为总体上虽然仍可将货币供应量作为中介目标,但利率作为中介目标也有一定现实基础,在此基础上,探讨货币供应量作为中介目标对货币政策传导机制的影响;接着,分析了以数量型为主的操作工具在货币政策传导机制中的作用,认为具有一定的被动性,最后分析了货币政策透明度对货币政策传导机制的影响。关于利率机制对货币政策传导的影响分析,认为由于存在二元利率体系结构、长期利率管制形成的负面影响、利

率传导机制缺乏有效基础等原因,制约了利率传导机制作用的发挥。我国利率传导机制的不完全性主要表现在三个方面,一是利率体系和结构分布尚没有完全按市场化确定,利率传导机制的价格基础较弱。二是利率弹性较低,影响了利率传导效应。三是公开市场操作面临对冲过多流动性和调节货币市场利率的双重目标,影响了利率机制的作用。在分析汇率对货币政策传导机制的影响方面,从M-F模型出发,认为我国在目前有管理的浮动汇率制以及资本不完全流动条件下,为维护汇率水平,利率工具受到了限制,货币供应量的内生性增强、干扰了货币政策调控目标。

第四章从货币政策传导客体——商业银行、资本市场、实体经济运行、区域经济差异等方面对影响我国货币政策传导机制的因素进行了研究。关于商业银行对货币政策传导机制的影响,主要从治理结构和经营行为等方面分析,认为由于现代商业银行治理结构尚未实现从“形似”向“神似”的转变,影响货币政策有效传导的一些因素仍然存在,同时商业银行现有的地域分布、内部管理、集中授信管理体系,以及信贷资产从表内向表外转换等金融创新行为都不利于货币政策的有效传导。关于资本市场对货币政策的传导机制影响,认为随着资本市场的发展,资本市场吸纳了大量的货币资金,资本市场上资金流动的规模、频率都会影响到货币供应总量和结构的变化,削弱货币供应量作为货币政策的中介目标所应具有的优势,同时,资产价格波动也会削弱货币政策工具的作用。关于实体经济运行对货币政策传导机制的影响,认为经济运行的周期性,特别是经济运行的下行周期,造成有效需求不足,同时,实体经济结构与金融结构的不对称性、供求结构不平衡、金融生态不完善使中央银行货币政策的信贷传导渠道受阻。并通过建立跨期收入—消费—储蓄模型,分析影响居民消费行为的因素及其对货币政策传导的不利影响。关于区域经济差异对货币政策传导的影响,着重从

东、中、西部在经济发展水平、金融资源分布、市场体系发育程度等方面进行了分析,认为各具特色的经济体系和发展水平的高低决定了各地区在经济周期上存在差异,货币政策的调控效果也相应有一定的反差,统一的货币政策效应很难得到保证。同时,还以总部经济发达的北京地区为例,就地区经济发展差异对货币政策传导的影响进行了案例研究。

第五章是西方主要国家货币政策传导机制的比较及借鉴。由于国外已有众多文献对西方主要国家货币政策作用于实体经济的传导过程作过详尽研究,本书重点从货币政策框架角度,对美国、英国、日本、德国和欧洲中央银行货币传导机制进行了比较分析,并结合后金融危机时期,由于受流动性陷阱的约束,以短期利率为代表的价格型货币政策工具受到限制,众多非常规、新的数量型价格工具被大量运用,简要分析了这一变化对货币政策传导机制带来的影响。在总结西方发达国家货币政策传导机制的基础上,得出几点结论,一是货币政策最终目标基本趋同,二是中间目标一般走过了一条从利率到货币供给量,再到汇率、利率和通货膨胀率的路径,货币供给量指标将逐渐退化为监控指标,三是短期利率成为各国央行最主要的操作目标,公开市场操作是各国中央银行的最主要货币政策工具。通过比较分析,认为货币政策框架的选择是由各国特定的金融制度、金融结构和市场成熟程度决定的,成熟完善的市场体系是提高货币政策传导效率的重要保证,较高的货币政策透明度和中央银行的独立性可以提高货币政策的有效性。

第六章是提高我国货币政策传导效率的建议。在前文分析的基础上,从进一步完善货币政策框架和疏通货币政策传导渠道两个角度,提出了提高货币政策传导效率的建议。主要是:坚持稳定币值的货币政策目标;完善以货币供应量为主要指标的中间目标体系;努力改善货币政策操作,提高政策有效性;构建完善的中央银行信

息支持系统；提高货币政策透明度；增强货币政策的独立性；深化商业银行改革；进一步发展金融市场，完善金融市场体系；稳步推进利率市场化，改进人民币汇率形成机制；构建货币政策传导的微观基础；改善金融生态环境；切实加强货币政策与其他政策的协调配合。

货币政策传导机制是个常研常新的命题，国内外学界进行了大量的研究，留下了深厚的、闪烁智慧光芒的理论，给后人以深刻的启迪。在已有的研究基础上，笔者通过对国内学者研究货币政策传导机制成果进行分类综述，运用计量分析方法对国内货币传导渠道数量特征进行了探讨，借鉴货币政策不一致性理论和普尔模型分析中国货币政策框架，以及结合北京地区总部经济特点，研究货币政策传导机制区域差异，力图能有所新意。但由于笔者学识有限，难免疏漏，还请多方批评指正。

Abstract

Monetary policy transmission mechanism is the process that the central bank implements monetary policy instruments to influence entity economy and achieve its object, and also the key link of the central bank macroeconomic control. Since the block and the low efficiency of the monetary policy transmission mechanism now have become the major factor which influence the role of monetary policy in China, to make further study on the theory of monetary policy transmission mechanism, discuss the way in which the monetary supply effect the entity economy and its strength, analyze the ingredients which counteract the monetary policy transmit, are induce to dredge the channels of monetary policy transmission, and have realistic significance and theoretic value. This paper tries to make study on these issues.

The book is composed of six chapters: the summary on the theory of monetary policy transmission mechanism, the evolvement and the effects of the Chinese monetary policy transmission mechanism, the analysis of the factors affecting in China—from the perspective of the transmission subject and from the perspective of the transmission object, the comparative analysis on the monetary policy transmission mechanism of major western countries, proposals for improving the efficiency of the monetary policy transmission.

Chapter one summarizes the literatures of the monetary policy transmission. Beginning with the discussion of neutral money and non-neutral money, the paper takes the theory that money is non-neutral during short time as the base of the paper. Then sums up the western and domestic major issue on monetary policy transmission mechanism, the western monetary economic schools regard monetary policy transmission as a complicated process, it has several channels, mainly, the interest rate transmission mechanism, the asset structure adjustment transmission mechanism, the monetary supply transmission mechanism, the credit supply transmission mechanism, the expectation transmission mechanism, and etc, the role of these mechanism are related with the policy instruments, the financial structure, the level of financial market and other factors. The domestic researches emphasis on the concrete problem in China, the paper retrospects the keynote by time, and concludes the following aspects: the relationship between monetary policy and entity economy, the major transmission channels, the monetary policy and the rules, the efficiency of transmission, the major factors affecting the transmission and the proposal.

Chapter two analyzes the evolvement and the effects of the Chinese monetary policy transmission mechanism. The evolvement of monetary policy transmission mechanism can be divided three periods, mainly from 1994 to 1978, from 1994 to 1998, and from 1998 to now. After the description the character of monetary policy transmission mechanism at each stage, it makes use of econometric analysis to estimate the effects of different monetary policy transmission channels at present stage. The credit channel and monetary supply channel play major role in monetary policy transmission mechanism, the interest rate channel plays its role to

a certain degree, It can contral the overheating economy in the short term, but it seems weak in the long run, the role of the capital market channel begins to emerge, but the effect on prices is stonger than that of output, and the foreign exchange rate transmission mechanism seems to be uncertain.

Chapter three makes a further study on the factors which influence monetary policy transmission mechanism in China from the perspective of transmission subject. It addresses the impact of the monetary policy framework, the interest rate mechanism, the foreign exchange rate mechanism. As regard to the monetary policy framework, it concludes that the dynamic inconsistency of monetary goal, the out of control of monetary mediate indicator of the limit role of monetary policy instrument, and inadequacy of policy transparence baffle the transmission smoothly. Then it analyzes the defect of interest rate and foreign exchange rate system, these defect also hinder the transmission.

From the perspective of transmission object, chapter four keeps on discussing the influence of the commercial banks' actions, the capital market, the entity economy and the economic difference between different areas exerting on monetary policy transmission mechanism in China. Concerning the commercial banks' actions, it makes out the unreasonable corporative governance structure, the management and operation of commercial banks and etc counteract the transmission. Then, it regards that the acuity fluctuation of asset price weakens the role of the monetary mediate indicator and instruments, the economic cycle, especially the low stage of cycle may bring insufficiency of affordable consumption, the imbalance of entity and financial structure, and the faultiness of financial ecology impede the monetary transmission. At the end of the

chapter, it researches the difference between the east, middle and west areas in China, and concludes the consolidate monetary policy may have conflict with different districts. Furthermore, it makes case study on Beijing headquarter economy to interpret this issue.

Chapter five makes comparative analysis on the monetary transmission mechanism of some major western countries and areas, and analyzes some changes in monetary transmission mechanism after implementing quantitative easing policy during post-financial crisis, then gets some inspiration. Firstly, the final objects of these countries are the same. Secondly, the intermediate targets experience from the interest rate to monetary supply, then to the exchange rate, interest rate and inflation. Thirdly, the short term rates become the major operation target, and the open market operation is the most important instruments.

On the bases of above researches, chapter six brings some proposals to improve the efficiency of monetary policy transmission mechanism from the point of consummating monetary policy framework and dredging monetary policy transmission channels. They are: to persist in the goal of stabilizing the money value, consummate the monetary mediate indicator system, improve the monetary policy operation, establish the information support system, reinforce the policy transparency, keep on commercial bank reforms, make more effort to develop financial market, steadily push interest rate reform, ameliorate the form mechanism of foreign exchange rate, improve the financial ecology, make better coordination with the other policy and etc.

The book tries to make more comprehensive summary on the domestic research in the major aspects affecting monetary policy transmission mechanism/make use of econometric analysis to estimate the effects of

different monetary policy transmission channels from Q1. 1998 - Q4. 2009, and analyze the different reasons. draw lessons from the dynamic inconsistency theory, and make case study on the base of Beijing head-quarter economy. By virtue of these works, the paper wishes to make some innovations. Because of limited knowledge, the paper must have some mistakes and omissions, criticism and corrections are welcomed.