


FINANCIAL INSTITUTION
— AND —
MONETARY TRANSMISSION MECHANISM

金融制度与 货币政策传导机制



张洪武\著

 中国金融出版社

金融制度与货币 政策传导机制

张洪武 著



中国金融出版社

责任编辑:毛春明

责任校对:刘明

责任印制:张莉

图书在版编目(CIP)数据

金融制度与货币政策传导机制(Jinrong Zhidu yu Huobi Zhengce Chuandao Jizhi)/张洪武著. —北京:中国金融出版社,2005.10

ISBN 7-5049-3838-6

I. 金... II. 张... III. 金融体制—影响—货币政策—研究 IV. ①F830.2②F821.0

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第115818号

出版

发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里3号

市场开发部 (010)63272190,66070804(传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832,63365686(传真)

读者服务部 (010)66070833,82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河印务有限公司(瑞丰)

尺寸 148毫米×210毫米

印张 7.5

字数 210千

版次 2005年12月第1版

印次 2005年12月第1次印刷

定价 20.00元

如出现印装错误本社负责调换

序

1997年下半年开始，受亚洲金融危机和国内经济多年积累矛盾的双重影响，我国国内和国外需求出现急剧下降，经济增长速度放缓，中央银行货币政策操作遇到了前所未有的挑战。

面对严峻的国内外经济形势，为阻止需求和物价水平的继续下降，防止出现经济衰退，在积极财政政策的配合下，我国及时采取了稳健的货币政策：中央银行连续8次大幅度降息、取消贷款规模限制、合并和降低准备金等。但是，这些货币政策实施的效果似乎并没有很快显现出来，无论是投资还是消费，总体上都没有出现明显的回升，货币供应量和经济的增长速度减慢，市场价格持续下降，通货紧缩情况严重。

于是，经济金融理论界和实际操作部门对中央银行货币政策的松紧、商业银行的贷款行为以至于中央银行货币政策的传导机制及其有效性提出了诸多质疑，称中央银行的货币政策传导发生“阻滞”。货币政策传导机制及其有效性也因此成为理论界和实务界关注的焦点，国内外学者结合中国实际情况对这一问题进行了形式多样的分析和研究，取得了一定的研究成果。

货币政策传导机制，是研究货币政策及其工具如何通过各种金融变量对实体经济产生作用这一课题的。换句话说，货币政策传导机制是研究货币政策如何通过利率、汇率、资产价格等渠道，经过金融部门、金融市场，作用于投资、消费和进出口三个变量，进而影响实体经济，发挥其调节宏观经济的功能。

货币政策传导机制是货币政策理论的核心问题，同时又是

一个相当复杂和至关重要的问题，其复杂性主要体现在两个方面：一是货币政策传导从货币政策工具开始经由货币政策中介目标从而对最终目标产生影响的整个过程所涉及的变量较多，主要包括货币政策工具中的公开市场操作、再贴现率和法定准备金率，中介目标中的准备金、货币供应量、基础货币和利率，最终目标中的经济增长、物价稳定、就业充分和国际收支平衡，而这些变量之间既相互联系又存在着某种矛盾；二是货币政策传导具有很强的时空性和动态性，经济环境、金融运行主体和客体、金融结构、制度安排、宏观政策预期以及金融服务技术等都会对货币政策传导机制及传导效应产生影响。这就需要我们根据情况的变化和时空的推移，对货币政策传导机制的一般和特殊，做出逻辑的、动态的解释。

货币政策传导机制的重要性也主要体现在两个方面：其一，货币政策传导机制的状况是中央银行制定和执行货币政策的理论基础，中央银行只有比较清楚地知道货币政策传导的主要渠道、传导时滞等情况，才可能制定出科学合理的货币政策；其二，货币政策传导机制的状况决定着货币政策的实施效果，传导机制是否通畅对货币政策效果的影响很大。

基于货币政策传导机制的复杂性和重要性，国内外学者对其进行了广泛而深入的研究。从国际范围看，研究货币政策传导机制的主要方法有：（1）理论模型分析法。经常见到的货币政策传导的理论模型有凯恩斯主义的 IS—LM 模型、弗里德曼的货币需求模型、BCG 模型以及风险评估模型（VAR）等。这种分析方法通常是在一系列严格的假设条件下，通过严密的理论推导，分析货币政策的变化如何对经济变量产生影响，研究其内在的逻辑机理，得出的结论具有一般性的特点。（2）渠道效应分析法。国内外关于货币政策传导的理论观点归结起来，可以区分为两种不同的渠道，即：“货币渠道”和“信贷渠道”，前者又可细分为“利率渠道”、“汇率渠道”以及由此引申出的“金融资产价格渠道”，后者又具体分为“资

产负债表渠道”和“银行贷款渠道”。这种分析方法主要考察各渠道在货币政策传导中的地位、作用及效果。国内许多学者运用这一分析方法进行了不少实证分析。(3) 结构分析法。金融结构既包括各种金融资产流量和存量的数量结构,也包括金融资产价格结构。在现代信用经济下,金融结构反映了金融发展总体概况和金融深化程度。金融结构能在很大程度上反映货币政策传导的路径、方向,以及各类金融资产间的传导关系。由于我国正处于经济转轨过程之中,金融结构变化较大,国内学者愈来愈多地注意从金融结构的角度分析研究货币政策传导问题。

目前虽然国内关于货币政策传导机制的论著较多,但大多是基于西方比较成熟的理论结合我国的实际情况所作的实证分析,研究思路大多比较直接,研究成果也比较零散,从金融制度的层面对货币政策传导问题的研究却不多见。张洪武同学是我指导的博士生,他的这本《金融制度与货币政策传导机制》,是在他的博士论文的基础上,根据答辩委员会委员李扬、王广谦等著名学者所提出的修改意见,进一步修改完善而成的。这本书在总结、归纳前人已有研究成果的基础上另辟蹊径,立足于中国从计划经济向市场经济过渡这一经济体制背景,从金融制度这个基础和根本的层面对货币政策传导机制进行了比较全面和深刻的研究。

总体看来,该书取得了一些有着重要理论和实践价值的研究成果:(1) 通过企业管理制度、银行和金融市场及它们对企业控制与管理的功能作用等金融体系的关键要素的比较,分析了德国和英国两个有代表性的国家金融体系的特征,指出金融体系的制度性差异及对货币政策传导的影响;(2) 对货币政策的影响范围、松紧尺度、传导过程等现有货币政策传导机制理论尚不能很好解释的几个问题进行了比较透彻的阐释;(3) 寻求新兴市场经济国家和地区货币政策传导的共同规律,阐释了影响新兴市场经济国家和地区货币政策传导的因素,主

要包括：政府干预、金融市场发展的深度与多样性、金融机构之间的竞争、金融合同的期限长短、资本流动等；（4）分析了我国货币政策传导出现阻梗的制度成因并提出了解决方案，着重从改革和完善我国金融体系的角度，提出疏通货币政策渠道的建议。总之，该书对于构建适应社会主义市场经济的金融制度和高效的货币政策调控体系具有重要意义，也弥补了我国在这一研究领域的一些空缺。

作为张洪武博士的导师，我对该同学的成长过程比较熟悉，他1988年考入东北财经大学，攻读财政学；1992年本科毕业时，因成绩优秀被学校保送继续攻读财政学硕士学位；1995年毕业后分配到国家宏观经济管理部门工作。现在回忆起来，1998年底当他提出要报考我的博士生时，我曾表示出一定的担忧，主要是考虑该同学一直读的是财政学专业，对金融方面涉猎不多，加上他是在职人员，不会有在校生那么多充足的学习时间，担心他难以在较短的时间里转换到金融学领域并顺利完成学业。但是，从他诚恳的态度、在校期间的突出表现、在国家宏观经济管理部门工作进行宏观研究的便利条件等方面考虑，我最终还是同意他报考。经过认真准备，他1999年顺利通过了入学考试。入学后，他抓紧一切业余时间，刻苦扎实地学习，利用自己所能接触到的宏观经济信息，开始尝试写一些金融方面的文章，探讨金融方面的问题。从他给我看过的稿子和平时上课时的表现，我逐渐发现该同学有了很大变化，能够利用自己所学的专业知识和接触到的信息，对当时出现的金融和经济现象、问题进行分析思考并提出自己的见解，虽然所提出的见解不见得有多么深刻，但已经能够一边学习一边思考，开始逐渐“上路”了。

2000年，经过考试选拔，张洪武同学被公派到英国留学，在曼彻斯特大学经济学院攻读经济学硕士。在英国的这一年时间里，他除了完成学校要求的课程并最终获得曼彻斯特大学经济学硕士学位以外，还利用这次难得的机会，大量阅读了西方

学者关于货币政策传导机制方面的论著和文献，初步形成了博士论文的思路、主要观点和基本构架。回国后，又花了半年多的时间对带回来的资料进行了整理，进一步深入系统地研究了英国、德国等有代表性国家的企业制度、金融制度以及新兴市场国家的有关情况。经过一年多的努力，于2003年初博士论文交稿，9月份顺利通过博士论文答辩。我对张洪武同学在论文撰写以及在此基础上修改成书过程中所表现出来的认真、刻苦、积极探索的精神，感到非常高兴，看到自己的学生在学术领域逐步成长和进步，作为导师也深感欣慰。

我国正处在经济转轨时期，经济、金融改革在不断进行中，这给我国货币政策传导机制带来了空前挑战和许多变数，因此对货币政策传导机制的研究也必须深入进行下去。希望张洪武同学继续保持求真务实的治学态度和积极进取的探索精神，不断取得新的丰硕成果。也希望关心这一问题的其他学者和专家能对书中的研究思路和研究结果感兴趣，提出新的研究成果，不断拓展和完善对这一领域的研究。

是为序。

夏德仁

二〇〇五年二月

前 言

一般来说，货币政策可以通过利率、信贷、资产价格等渠道，经过金融部门、金融市场，作用于投资、消费和进出口三个变量，进而影响实体经济，发挥其调节宏观经济的功能。当中央银行运用货币政策工具调整基础货币时，首先改变的是金融领域的货币供应量和利率，然后影响商业银行的放款行为和金融市场的融资条件，并通过它们的变动，影响到实体经济领域，即引起企业和居民资产结构的调整以及投资和消费行为的变化，从而改变整个社会的产出和价格水平。

从1997年下半年开始，在亚洲金融危机的冲击下，我国国内和国外需求出现急剧下降，经济增长速度放缓。面对这种严峻的国内外经济形势，为了防止出现经济衰退，在积极财政政策的配合下，我国及时采取了稳健的货币政策，中央银行通过连续8次大幅度降息、取消贷款规模限制、合并和降低准备金等措施，试图刺激国内需求，抵消国际经济萧条的负面影响，使国民经济保持较高的增长速度。但是，货币政策的实施并没有达到预期的效果，无论是投资还是消费总体上都没有出现明显的回升，银行出现了普遍的“惜贷”现象，除了政府为了拉动经济增长进行积极的投资之外，民间投资和消费的增长速度很慢。因此，改革和完善货币政策传导机制，对有效发挥货币政策对经济增长的调节和促进作用，具有十分重要的意义。

为了更加清晰地描绘出我国货币政策传导机制存在的问题，找出形成这些问题的制度性因素，本书在较为系统地总结

归纳和介绍西方货币政策传导机制理论的基础上，通过比较、分析两种典型的金融体系的制度性差异及其对货币政策传导机制的影响，以及影响新兴市场国家货币政策传导的因素，从中找出影响我国货币政策传导的制度性因素，最终提出消除我国政策传导制度性障碍、疏通传导渠道的建议。在分析的过程中，重点关注制度性因素对货币政策传导的影响。

首先，较为系统地总结和阐述西方货币经济学家关于货币政策传导机制的基本理论。由于对货币、信贷、利率、汇率、资产价格、商业银行和其他金融机构的职能等要素在货币政策传导过程发挥功能作用的想法不同，理论界形成了各种学派的货币政策传导机制理论。这些主流学派的观点归结起来，可以将货币政策传导分为两种渠道，即：“货币渠道”和“信贷渠道”。“信贷渠道”又可以具体分为“资产负债表渠道”和“银行贷款渠道”。其实，“货币渠道”和“信贷渠道”并不是两种相互独立的渠道，后者是对前者的补充，能够从货币政策发挥作用的时间、规模和程度三个方面，对前者进行更加具体、详细的说明。本书将借用“企业外部融资成本”、企业可抵押资产“净价值”、“利息负担率”、“财务加速器”等概念，详细阐述信息不对称及信贷市场存在缺陷条件下各种货币政策传导渠道发挥作用的机理和传导过程，同时，强调企业规模及其外部融资渠道的多少对货币政策传导的影响。随后，对这几种传导渠道进行比较，阐述随着时间和条件的变化货币政策传导机制发生的变化。由于经济社会在飞速发展变化，货币政策发挥作用面临的环境也处于急剧变革当中，货币政策传导过程本身也具有很多的不确定性因素，因此，在有些方面，现有的货币政策传导理论还无法做出令人信服的解释，比如，如何确定政策性波动对长期利率和资产价格的影响，如何在高度通货膨胀条件下实施货币政策等，这些问题也将在本书进行说明。

其次，阐述不同类型金融体系的制度性差异对货币政策传导的影响。中央银行的货币政策发挥作用需要具备许多条件，

其中，金融机构和金融市场的类型、发展状况和效率非常重要，企业制度和经营管理方式以及企业与金融机构、金融市场之间的关系等，也是影响货币政策传导的重要因素。因此，金融体系的差别对于货币政策的传导非常重要，在给定类型和规模的货币政策波动面前，不同类型的金融体系会有不同的反应。由于历史、文化、法律等诸多原因，各个国家在各自的经济社会发展过程中逐渐形成不同类型的金融体系，西方学者通常采用“二分法”对金融体系的类型进行理论上的划分。在此基础上，本书从企业管理制度、银行和金融市场以及它们对企业控制与管理的功能作用等金融体系的关键组成要素方面，详细分析、比较德国和英国这两种有代表性金融体系各自的制度特征和它们之间的差别。德国型和英国型金融体系的制度性差异，在货币政策传导的不同阶段对货币政策的传导有着深刻的影响，在德国型这种以“银行主导型”和“内部人控制型”为主要特征的金融体系下，货币政策传导在第一阶段比较迅速，而在第二阶段则表现得比较迟缓，货币政策对实体经济的影响也比较小。在英国型这种以“金融市场主导型”和“外部人控制型”为主要特征的金融体系下，货币政策传导的情况与德国的情况相比，恰恰相反。

再次，分析新兴市场经济国家和地区货币政策传导的障碍及对我国的启示。我国正处于向市场经济体制转轨的时期，与新兴市场经济国家和地区有许多相似之处，新兴市场经济国家和地区在工业化和向市场经济体制迈进的过程中，其金融机构组织形式、金融市场建立和发展以及货币政策的传导渠道等方面的经历，对我国有很大的借鉴价值，因此，研究影响新兴市场经济国家和地区货币政策传导的因素，对于改善我国的货币政策传导渠道很有现实意义。从新兴市场经济国家和地区的发展历史看，影响其货币政策传导机制的主要因素有以下五个方面：一是政府的干预；二是金融市场的发展深度和银行部门内部的竞争程度；三是金融合约的期限及利率可调性；四是资本

流动；五是银行、居民家庭和企业的财务状况。这些因素共同影响了新兴市场经济国家和地区货币政策的传导。通过对比，可以看出这些因素也同样制约了我国的货币政策传导，因此，改进和完善我国的货币政策传导渠道应该充分重视这五个因素的影响。

最后，阐述我国货币政策传导出现阻梗的制度成因，提出改进和完善我国货币政策传导机制的方案。经过多年的改革，我国的货币政策传导机制有了很大的改进。然而，从1998年以来，我国货币政策传导存在阻梗的问题越来越明显。中央银行为了疏通货币政策传导渠道做了很大努力，采取了一系列政策措施，但是，效果不是很明显。因此，按照西方经济学家关于货币政策传导理论，通过借鉴英国、德国两种类型金融体系和新兴市场经济国家的经验，认为影响我国货币政策传导的制度性因素主要有以下三个方面：一是国有商业银行和国有企业由于产权制度固有的缺陷、银行业集中程度过高缺乏有效竞争等原因，使国有部门对政策性利率波动缺乏敏感性。二是我国存在较为严重的金融压抑问题，突出表现为政府直接确定利率，利率不是通过市场竞争形成的，不能准确反映资金的市场供求关系，发挥不了价格信号的导向和调节作用。三是金融市场的发展广度和深度不够，许多企业尤其是民营企业、中小企业以及居民家庭，不能享受或者不能充分享受应有的金融服务，导致货币政策覆盖的范围比较狭窄，限制了货币政策对它们的影响力。因此，改进和完善我国的货币政策传导渠道必须着重从改革和完善金融制度入手，消除制约货币政策传导的制度性障碍，重点是改革国有银行和国有企业的产权制度，提高对政策性利率变动的敏感性，加快利率的市场化进程，发挥其作为价格信号的引导作用，同时，深化金融市场发展，拓宽货币政策的覆盖面。只有消除了这些制度性障碍，才能使我国货币政策传导机制发生实质性的改进。

目 录

1/	1 绪论：研究货币政策传导机制的理论和现实意义
1/	1.1 研究货币政策传导机制的理论意义
3/	1.2 研究货币政策传导机制的现实意义
7/	2 货币政策传导机制的基本理论
9/	2.1 货币政策态势的显示器
10/	2.1.1 货币政策研究重点的转移
10/	2.1.2 金融市场价格要素的选择
11/	2.1.3 代表性的货币政策态势显示器
12/	2.1.4 利率、汇率的决定
16/	2.2 货币政策传导机制的“货币渠道”
16/	2.2.1 “货币渠道”理论下的货币政策传导机理
18/	2.2.2 “货币渠道”的向量自动回归模型（VAR）分析
23/	2.2.3 “货币渠道”理论的缺陷
24/	2.3 货币政策传导机制的“信贷渠道”
24/	2.3.1 “信贷渠道”理论下的政策传导机理和向量自动回归模型（VAR）分析
27/	2.3.2 “资产负债表渠道”

目 录

32/	2.3.3	“银行贷款渠道”
39/	2.4	非货币资产价格渠道（托宾 Q 理论）与 汇率渠道
40/	2.4.1	非货币资产价格渠道
42/	2.4.2	汇率渠道
47/	2.5	企业规模对货币政策传导的影响
47/	2.5.1	企业规模影响货币政策传导的理论基础
51/	2.5.2	划分企业规模大小的基本方法
52/	2.5.3	企业规模影响货币政策传导的实证分析
55/	2.6	“货币渠道”与“信贷渠道”的关系
56/	2.6.1	“货币渠道”与“信贷渠道”的比较
57/	2.6.2	“银行贷款渠道”与“资产负债表渠 道”的比较
57/	2.7	货币政策传导机制理论的几个疑难问题
58/	2.7.1	如何确定政策性波动对长期利率和资产 价格的影响
60/	2.7.2	如何衡量货币政策的松紧状况
62/	2.7.3	如何在固定利率制度和金融脆弱环境下 实施货币政策

目 录

63/	2.7.4	如何在高度通货膨胀经济环境下实施货币政策
66/	3	金融体系的制度性差异及对货币政策传导的影响
67/	3.1	金融体系的定义
67/	3.1.1	金融体系的概念
69/	3.1.2	金融体系的构成
71/	3.2	金融体系的类型
71/	3.2.1	金融体系的类型划分
73/	3.2.2	金融体系组成要素之间的和谐性
74/	3.3	德国、英国金融体系的制度性差异比较
75/	3.3.1	制度的选择与变迁
76/	3.3.2	德国、英国两种类型金融体系下的企业控制与管理模式比较
92/	3.3.3	银行在企业控制与管理中的特殊功能
116/	3.3.4	金融市场在企业的控制与管理中的功能作用
124/	3.4	德国、英国两类金融体系的典型制度特征
125/	3.4.1	德国型金融体系的制度特征及其和谐性

目 录

129/	3.4.2	英国型金融体系的制度特征及其和谐性
133/	3.5	德国、英国两类金融体系制度性差异对货币政策传导过程的影响
133/	3.5.1	两种类型金融体系下的货币政策传导渠道分析
137/	3.5.2	金融体系的制度性差异对货币政策传导的影响
142/		附录：美国货币政策传导机制的发展状况及主要特点
147/	4	新兴市场经济国家和地区货币政策传导的障碍及对我国的启示
148/	4.1	政府干预对货币政策传导的影响
148/	4.1.1	利率控制
149/	4.1.2	银行贷款规模限制
151/	4.1.3	政府信贷配给
156/	4.2	银行部门内部竞争程度及金融市场发展深度对货币政策传导的影响
156/	4.2.1	银行部门内部竞争程度

目 录

- 159/ 4.2.2 企业和居民家庭的银行替代资金来源
- 161/ 4.2.3 金融市场的发展深度
- 162/ **4.3 金融合约期限和利率可调性对货币政策传导的影响**
- 165/ **4.4 资本流动对货币政策传导的影响**
- 166/ **4.5 银行、居民家庭和企业的财务状况对货币政策传导的影响**
- 167/ 4.5.1 消费、投资活动对信贷资金的依赖程度
- 169/ 4.5.2 企业和居民家庭资产负债表的状况
- 170/ 4.5.3 银行资产负债表的状况
- 172/ **5 我国货币政策传导出现阻梗的制度成因及解决方案**
- 174/ **5.1 我国金融体系的基本特征**
- 174/ 5.1.1 金融部门和融资方式
- 177/ 5.1.2 企业管理和企业经营战略
- 178/ **5.2 我国货币政策传导机制的历史沿革和近期的重大改进**
- 179/ 5.2.1 货币政策传导机制的历史发展变化