

我国货币政策

信用渠道传导论

WOGUO HUOBİ ZHENGCE XINYONG QUDAO CHUANDAOLUN

方显仓 著



上海财经大学出版社

方显仓 著

我国货币政策

信用渠道传导论



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国货币政策信用渠道传导论/方显仓著. —上海:上海财经大学出版社, 2004. 8

ISBN 7-81098-166-8/F · 146

I. 我… II. 方… III. 货币政策-研究-中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 065791 号

WOGUO HUOBİ ZHENGCE XINYONG QUDAO CHUANDAOLUN

我国货币政策信用渠道传导论

方显仓 著

责任编辑 李宇彤 封面设计 周卫民

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂一分厂印刷装订

2004 年 8 月第 1 版 2004 年 8 月第 1 次印刷

850mm×1168mm 1/32 11.5 印张(插页 2) 298 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 32.00 元

序

我国货币政策的传导机制不畅一直是宏观管理当局与理论界关注的热点问题,方显仓的《我国货币政策信用渠道传导论》一书在选题上抓住学科前沿问题,具有很强的理论价值和实践意义。

关于政策目标之间关系的复杂性,正统经济学研究宏观经济政策的总目标时强调经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡所谓“四大目标”,理论和实践都已经证明上述目标既有协调又有冲突的关系,货币当局在处理这些目标之间的关系时,就已经左右为难,再加上经济和金融的开放,货币当局就更加捉襟见肘了。作者在本书中没有重点分析封闭经济条件下的各目标间的关系,而突出了经济和金融开放条件下货币政策目标定位的复杂性。同时传统“四大目标”作为中央银行的短期政策目标,学界和政策当局已没有什么争论,但作为政策当局中长期目标的可持续增长能否作为货币政策目标,值得讨论。因为宏观经济在增长和发展过程中的的确确遇到了公正、道德与效率的矛盾问题,当然这些问题不是仅仅依靠货币政策就能解决的,需要其他政策的配合。“四大目标”和可持续增长这两者在操作上有一定的时间差距,但是“短期政策”与“长期要求”是吻合的、一致的。即短期宏观经济政策与可持续增长的要求,它们的基本立足点是一致的,都是实现稀缺性资源的优化配置,由于经济学强调长期由持续的无数短期构成的,

因此宏观经济政策与生产力的可持续发展目标就是一致的。作者在本书中用一章的篇幅做了一定的探讨,理论和现实意义都很强。

关于中介目标作用及多个中介目标之间关系复杂性,凯恩斯主义强调利率作为货币政策中间目标,货币主义强调把货币供应量作为中间目标。各国在实践中根据本国国情选择利率、货币供应量,或者基础货币、超额准备金甚至汇率等作为执行货币政策的中介和桥梁。中国由于长期实行管制利率,利率自然成为中央银行的掌控指标。随着我国市场化进程加快,利率要逐步放开,它与货币量之间的联系也越来越紧密。长期以来,我们也把信贷量作为控制目标。当然,信贷量与货币量以及利率都互为因果,加上开放经济条件,中央银行选择一个符合可测性、可控性和相关性同时具备的中间目标就很困难。方显仓这本书在选题和论证过程中不去着意辨析各个中间目标变量之间复杂的关系,而是避开对复杂问题的纠缠,抓住信用或信贷量这个变量作为问题的核心,分析我国货币政策传导及其效果。分析问题的视角比较新颖。

关于政策传导机制的复杂性,货币政策及其传导机制一直是政策当局与学术界关注的热点问题,货币政策的理论及其应用已相当成熟。自凯恩斯建立宏观经济学框架以来,各经济学派形成不同的货币政策传导机制理论,一般认为有利率渠道、资产价格渠道、汇率渠道和信用渠道。以利率变量为核心的货币政策传导机制理论已相当成熟,再加上经济开放因素即以汇率变量为枢纽的货币政策传导就更加复杂。信用渠道是西方学者20世纪50年代随信息经济学的发展而提出,80年代以后货币政策信用渠道受到关注,著名的有Stiglitz & Weiss的均衡信贷配给理论(1981),Bernanke & Blinder的CC-IM模型(1988),他们认为,债券与贷款不可替代,货币政策是通过银行信用影响投资水平和产出的。

在著述一个理论和现实问题时,如何避开多个变量联系的复杂性,寻求一个恰当的切入点是选题的关键。方显仓的《我国货币

政策信用渠道传导论》一书撇开传统的货币政策传导机制理论,而从一个小小的视角——信用渠道——将货币政策传导的“微观”机制“放大”,选题的切入点非常好,并抓住学科前沿问题,具有很强的理论价值和实践意义。实际上,利率渠道、汇率渠道、信用渠道传导路径是相互交织在一起的,但方显仓的分析是以信用渠道的分析为主线,辅之以利率传导和汇率传导,主次分明,这本书在第一章和第七章分别对它们作了比较分析。

同时,长期以来我国货币政策的传导主要是通过信用渠道——中央银行的直接信贷规模控制,或对商业银行间接信用调控——来传导的;而且在经济体制和金融市场转轨过程中,银行信用渠道的货币政策传导因宏观环境和微观基础等多方面的原因而遭到扭曲。故该书具有很强的现实性。特别是对于宏观经济管理当局通过把握我国货币政策信用传导机制的利弊,制定经济政策和改革措施具有很强的启发意义。

本书在内容的编排和写作方法方面都有其特点。

从论证的逻辑上看,该书除了绪论外,共分8章进行论述,其中第1章的理论梳理和数理模型的构建是后面7章分析的基础,论证的逻辑性强。该书第1章对货币政策及其传导机制理论进行述评和比较分析,并对居民消费、企业投资、银行信贷等行为进行建模,为后文的分析论证埋下伏笔。后文7章分别从消费、投资、银行信贷、金融市场、通货紧缩、对外开放和可持续增长的角度,结合第1章的有关理论和模型展开深入论证,显示了作者严密的逻辑推理思维能力。

本书研究了货币政策信用传导机制不畅以及货币政策效果不明显的微观机理,拓宽了我国货币政策理论研究领域的内容,理论研究和运用方面具有一定突破。特别需要指出的是,作者将CC-IM模型、信贷博弈模型、企业、居民和银行的一般均衡模型以及实际信贷、环境质量内生于经济增长模型和内生于IS-IM模型

(包括 Mundell-Flemming 模型)等运用于我国实际,来研究我国货币政策问题,这在理论上作了大胆而有益的尝试,是对货币政策理论的有益补充,具有新意,值得提倡。

作者在论证过程中综合运用了多种理论工具和分析方法,包括跨时期选择理论、信息经济学理论、边际分析方法、超边际分析方法、博弈分析方法、数学模型结合方法、比较分析方法、理论论证和实证分析相结合的方法等,分别就上述 7 个方面对我国货币政策信用传导机制的存在性与有效性(效果弱化)进行了深入论证和比较分析,展示了著者扎实的经济学功底。

作者从宏观经济信息经济学的角度,在借鉴国内外货币理论和实践的基础上,设计并分析影响和决定货币信贷需求的因素,以及适度货币信贷供给的决定,运用理论的逻辑推导、模型的数学论证以及与实证分析相结合的方法,对我国货币政策信用传导机制的存在性与有效性进行了深入论证和比较分析。

总之,该书探讨的内容具有时代感和前瞻性。对我国货币金融政策传导机制及其效果弱化的制度、体制和市场等原因的分析以及所得出的结论具有独到之处。该书结构安排合理,论证逻辑严明,论据充分,资料丰富,理论论证与实证分析相得益彰,是一本高学术价值的经济学专著。

华东师范大学教授、博士生导师
黄泽民

目 录

序.....	1
--------	---

0 绪论

0.1 选题意义	1
0.2 相关问题的研究现状与观点述评	2
0.2.1 我国货币政策回顾	2
0.2.2 国内外研究现状和观点述评	10
0.3 研究主旨、方法和手段	13
0.3.1 研究主旨	13
0.3.2 研究、论证方法	15
0.4 本书的框架结构和主要内容安排	16

1 货币政策信用传导机制理论与模型

1.1 利率渠道的传导机制及其存在的前提	23
1.1.1 纯粹的利率渠道传导机制	23
1.1.2 广义的利率传导机制	25
1.2 货币政策通过信贷渠道对产出的影响(与利率渠道比较)	28

1.2.1 货币政策通过信贷渠道对产出影响的理论分析	28
1.2.2 货币政策信用渠道发挥作用的条件	30
1.3 信用传导机制主要内容与模型分析	32
1.3.1 信贷渠道	32
1.3.2 资产负债表路径	36
1.4 货币政策信用传导机制的条件分析	47
1.4.1 银行信贷渠道存在的必然性	47
1.4.2 中央银行能否影响贷款供给	48
1.5 企业、银行和居民的一般均衡模型	57
1.5.1 企业优化行为	57
1.5.2 银行业均衡的模型分析	58
1.5.3 最优跨期消费模型	59
1.5.4 信用传导机制	60
1.6 小结	61

2 消费行为与货币政策信用渠道

2.1 跨时期消费选择与信用——跨时期选择理论、消费 生命周期理论的注释	64
2.2 一般均衡条件下的跨期消费选择和内需不足	69
2.3 影响消费的诸因素与货币政策效果	75
2.3.1 从不同性质的收入与消费的关系看扩张性货币 政策效果	75
2.3.2 消费与收入的二元结构特征日益明显	79
2.3.3 农民收入低下,负担重	81
2.3.4 居民消费结构的低级化制约了货币政策效果的 发挥	84
2.3.5 消费的经济环境严重削弱了货币政策效果	85

2.3.6	社会福利制度建设弱化了货币政策效果·····	85
2.3.7	利率·····	86
2.3.8	一般价格水平预期——预期通货紧缩抑制消费 ·····	88
2.4	从信贷消费的角度看货币政策信用渠道弱化·····	90
2.4.1	收入分布和消费行为特征的描述·····	90
2.4.2	不同消费行为特征下的消费信贷分析:消费 信贷需求不足·····	92
2.4.3	消费信贷的银行角度考察:供给不足陷阱·····	97
2.4.4	几点启示·····	98
2.5	小结·····	99
 3 企业行为与货币政策信用传导机制		
3.1	我国企业的高负债抑制了货币政策效果的发挥·····	102
3.1.1	货币需求与企业高负债·····	102
3.1.2	我国的货币供给与货币政策无(弱)效性·····	105
3.1.3	信贷倒逼的企业动机说明·····	110
3.1.4	倒逼机制的银行动机分析·····	114
3.2	投资竞争博弈·····	117
3.3	生产中的信贷需求——企业“惜借”的优化行为分析 ·····	121
3.4	商业周期各阶段与信用渠道传导效率·····	128
3.5	小结·····	130
 4 银行业特性与货币政策信用传导渠道		
4.1	附加流动性风险的不完全竞争模型与我国货币政策 信用机制弱化·····	132
4.2	利率管制下银行贷款风险约束与信用传导机制·····	135

4.2.1	国有商业银行信贷资金管理体制和供求模式	135
4.2.2	商业银行信贷资金供给和需求的决定	136
4.2.3	中央银行的降息政策与信用渠道传导机制	138
4.2.4	贷款风险厌恶状况对银行存贷款差额及信用 机制的影响	140
4.2.5	结论与启示	147
4.3	利率管制下银行存款成本约束对存贷差额及信用 传导机制的影响	148
4.4	信用传导机制弱化的超边际分析	154
4.5	我国商业银行的组织结构、分工结构与信用渠道传导	158
4.5.1	我国商业银行的组织结构	158
4.5.2	我国商业银行的分工组织与信贷机制弱化	161
4.6	我国银行业市场结构与信用传导机制	168
4.6.1	银行业均衡、市场结构与信用机制	168
4.6.2	信贷非均衡分析:局部信用膨胀	171
4.7	我国货币政策有效性的实证分析	179
4.7.1	信用传导机制的“结构”问题	179
4.7.2	LM曲线的斜率	183
4.7.3	国债发行对银行信贷的挤出效应	187
4.8	疏通信用传导机制的政策与改革	192
4.8.1	必须建立以中小银行为中心的中小金融机构 体系	192
4.8.2	彻底进行市场化革新以减少内生交易费用 and 提高效率	194
4.8.3	国有商业银行自身的调整与规范	195
4.8.4	改善货币政策信用传导机制发挥作用的环境	196
4.8.5	对货币政策工具选择的思考	198

4.9 小结	199
5 金融市场与货币政策信用渠道	
5.1 逆向选择与银行信贷配给	203
5.1.1 银行贷款的预期收益并不是名义贷款利率的 单调增函数	205
5.1.2 逆向选择导致信贷配给的理论分析	207
5.1.3 逆向选择导致信贷市场崩溃	210
5.2 信贷市场上的道德风险与货币政策信用渠道	211
5.3 信贷市场上的监控成本与我国货币政策信用渠道 ..	214
5.4 信贷配给及其有效性(存在一种要素 k)	220
5.5 信贷配给与货币政策有效性	223
5.5.1 信息对称, 银行风险中性	223
5.5.2 信息对称, 银行风险厌恶	224
5.5.3 信息不对称, 银行风险中性	226
5.5.4 信息不对称, 银行风险厌恶	228
5.6 银行信贷扩张障碍的博弈分析	229
5.6.1 完全且完美信息动态博弈	230
5.6.2 完全但不完美信息动态博弈	232
5.6.3 完全信息动态博弈: 子博弈精炼纳什均衡	235
5.7 金融创新对货币政策信贷传导机制的影响	238
5.7.1 前提假定	238
5.7.2 金融创新对货币渠道的影响	239
5.7.3 金融创新对货币政策信贷渠道的影响	242
5.8 小结	244
6 通货紧缩与信用传导机制	
6.1 通货紧缩与信用渠道弱化的内生循环	246

6.2	通货紧缩、银行与信用渠道·····	249
6.2.1	银行的资产负债分析·····	249
6.2.2	银行信用中介成本分析·····	255
6.2.3	一般均衡条件下,通货紧缩导致信贷供给不足 ·····	257
6.3	通货紧缩对借款人的影响·····	258
6.4	小结·····	260
7	开放条件下货币政策信用传导机制	
7.1	加入 WTO 对我国货币政策及其信用传导的影响··	262
7.1.1	入世对我国货币政策最终目标的影响·····	263
7.1.2	入世对我国货币政策中间目标的影响·····	264
7.1.3	入世对我国货币政策工具的影响·····	266
7.1.4	入世对我国货币政策传导机制与效果的影响··	268
7.2	利率、汇率与货币政策信贷渠道·····	275
7.2.1	利率管制、浮动汇率、信贷配给条件下的货币 政策效果·····	275
7.2.2	固定汇率制度下货币政策信用渠道及其效果: 以扩张政策为例·····	283
7.2.3	引进外资中的货币政策信用传导·····	289
7.3	货币替代与货币政策信用渠道·····	292
7.3.1	货币替代的汇率效应与政策的选择·····	292
7.3.2	我国的货币替代与汇率政策、货币政策·····	303
7.4	小结·····	312
8	可持续增长与货币政策——关于货币政策的公正 与效率的注释	
8.1	我国宏观政策效果弱化的公正与道德层面的根源··	318

8.1.1	市场经济制度本身的公正与道德及其缺陷	318
8.1.2	市场主体和政府的失德与不公正:我国宏观经济政策效果弱化的根源	321
8.2	内生环境资本条件下的货币政策传导及其效果	326
8.2.1	实际信贷资本、开放度、环境质量内生于经济增长模型的简单分析	327
8.2.2	扩张性宏观经济政策对总产出和福利的影响:静态分析	330
8.2.3	扩张性宏观经济政策对绿色总产出和福利的影响:动态分析	332
8.2.4	内生生态资本前后宏观经济政策效果的比较静态分析	336
8.3	小结	346
参考文献		347
后记		354

0 绪 论

0.1 选题意义

货币政策理论是长期以来学术界一直争论不休的问题,既古老,又新鲜,至今货币政策传导机制及其有效性问题,货币是中性还是非中性,仍值得研究。在市场经济体系不健全、正处于体制转轨和金融深化阶段的发展中国家,研究货币银行理论和货币政策,对于促进一国短期内走出困境并在中长期内实现经济可持续增长有重大意义;在开放经济条件下和可持续发展的约束下,货币市场(短期)与资本市场(长期)的高度相关性的事实,给理论研究者 and 经济管理当局关注货币政策的最终目标(中长期增长、就业等)提出了挑战。因为货币供求理论要求对各生产要素(劳动、实物资本、货币资本、管理、生态环境、信息等)的数量、质量和各种要素的组合进行相匹配的分析,找出它们的相关性和对宏观当局政策目标的影响;货币供求函数的确定和货币政策的恰当选择对宏观经济环境的稳定、健康运行,意义重大;在开放经济条件下,货币政策与汇率政策、外汇外资管理制度以及环境保护政策的执行相互作用、相互影响,使货币政策的实施不仅直接影响就业、经济增长等实质部门,而且通过汇率渠道、国际收支、资本流动等开放渠道影

响国际间的实质经济增长和公正就业。

随着改革开放的不断深入和国民经济的发展,货币政策在我国经济运行中的作用变得越来越重要,已成为中央政府进行宏观经济调控的不可缺少的手段。但由于货币政策对经济增长作用的发挥要受到诸多因素的制约,有时作用并不明显。本书选择其中的一点——货币政策信用渠道传导及其有效性——在分析货币政策与包括商业银行在内各微观经济主体之间的关系之基础上对我国货币政策传导及其效果进行研究,在我国利率市场化和汇率市场化程度还比较落后的情况下,我国货币政策的利率(货币)渠道传导机制和汇率渠道传导机制受到体制上的阻塞。故长期以来,我国货币政策的传导主要是通过银行信用渠道完成的,或直接通过中央银行的信贷规模控制(中央银行信贷配给)实现政策传导,或中央银行调控商业银行,通过国内商业银行(主要是国有独资商业银行)的信贷供给或信贷配给实现政策的传导。但经济体制和金融市场转轨过程中,银行信用渠道的货币政策传导因宏观环境和微观基础等多方面的原因而遭到扭曲。本书就是通过货币政策理论中有关信用传导机制的研究,找出我国信用渠道受阻的各种具体原因,为政策当局把握宏观经济管理提供改革思路。

0.2 相关问题的研究现状与观点述评

0.2.1 我国货币政策回顾

为了厘清我国货币政策传导的障碍,有必要对我国货币政策的实践作一个简单的历史回顾。从我国货币政策实践来看,真正意义上的货币政策是从1984年中国人民银行正式成为中央银行才开始的,一直到1998年为止,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(我国主要表现为银行贷款渠道)是最主要的传导途径。尽管 1993 年中央银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。

0.2.1.1 1993 年以前的货币政策

1984 年以前,我国还没有确立中央银行体制,也没有真正的货币政策。

1984 年,我国工业持续高速增长,财政收支出现逆差,银行的各项贷款猛增,经济过热。1985 年,中央政府实行了紧缩银根的货币政策,使货币、信贷过快增长的趋势有所缓和。但是,到 1986 年初,工业生产出现了“滑坡”现象。1986 年,中央银行实行了“稳中求松”的货币政策;在继续加强和完善宏观金融调控的同时,在信贷上实行“区别对待,择优扶持”政策;既严格控制膨胀的总需求,又合理发放贷款,改善供给,在提高效益的基础上实现适度的经济增长,使工业生产“滑坡”现象扭转。同时,货币、信贷也迅速增长,消费、投资规模扩大,赤字增加,经济逐渐升温。于是,1987 年中央银行实行“紧中有活”的货币政策;进一步改进中央银行的贷款管理制度,对短期贷款实行额度控制;减少基础货币的投放量,收缩信贷总量;明确提出了贷款总量及货币发行的控制目标,采用的货币政策工具主要有法定存款准备金率、中央银行贷款利率、特种存款等;开展“增产节约、增收节支”运动。这一政策使贷款及现金流通量的增长速度放慢。

1988 年投资需求再次膨胀;物价涨势迅猛,甚至出现了居民抢购和挤提银行存款现象。政府实行紧缩银根的政策,很快起到了对货币供应量和信贷总量强有力的收缩作用。1989 年继续实行“紧缩银根”的货币政策。紧缩政策的结果是使银行系统的货币、信贷总额得到控制,信贷结构有所改善;工业生产的增长速度