



上海市学术著作出版基金

中国转轨经济中的信贷配给与 货币政策的信用传导

高洪民 著



上海世纪出版集团



上海市学术著作出版基金

中国转轨经济中的信贷配给与 货币政策的信用传导

高洪民 著

世纪出版集团 上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国转轨经济中的信贷配给与货币政策的信用传导/高洪民著. —上海:上海人民出版社,2007

ISBN 978-7-208-07253-4

I. 中… II. 高… III. ①信贷管理-研究-中国②货币政策-研究-中国 IV. F832.4 F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 108265 号

责任编辑 鱼建光

中国转轨经济中的信贷配给与货币政策的信用传导

高洪民 著

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 635×965 1/16 印张 16 插页 4 字数 194,000

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-07253-4/F·1633

定价 24.00 元

序

若干世纪以来,人们一直将流通中货币存量的平均增长率看成是总物价水平长期趋势的决定性因素。在现代经济条件下,大多数经济学家也都赞同关于货币问题的这一基本观点,同时认为,货币政策在长期内对真实变量的影响是小的,但也承认,在经济周期范围内的较短时期中能够对真实变量产生较大影响。然而,虽然货币政策对经济活动和就业的短期影响已被人们所广泛认识,它也经常地被更多地强调反周期的目标,但是,由于金融系统与实体经济之间的联系存在着广泛的复杂性,一个货币政策行动将会引起一连串几乎没有止境的波及效应,如何从这些因素中找出影响经济的最重要的因素,经济学家们尚存在着很大的分歧。时至今日,关于货币政策是如何影响经济的,即其传导机制等问题,一直是困扰理论界和各国货币当局最基本、最重要的问题之一,由此也成为货币经济领域的一个存在着普遍争议、又常研常新的热点和难点问题。

20 世纪 70 年代以来,阿克洛夫(Akerlof)、罗斯查尔德(Rothschild)和斯蒂格利茨(Stiglitz)等经济学家明确地将不完全信息作为重要特征,开拓了信息经济学一个新的研究领域,逐步形成了以分析市场机制不完备为核心的逆向选择理论。均衡信贷配给理论在新凯恩斯主义致力于为其宏观理论构建微观基础方面占有重要地位。近

年来,强调货币政策信用渠道作用的经济学家,如斯蒂格利茨和格林沃尔德(Greenwald)等人,还在上述微观理论取得突破的基础上,力图将货币经济学置于银行信用关系之上,使得这些微观理论与传统上属于宏观领域的货币理论和货币政策连接起来。应该说,这些研究弥补了传统货币理论的不足,增强了理论对现实的解释力,其研究结论特别对欠发达金融市场有着更强的解释力和更大的适用性。鉴于其广泛影响,我国学界近年来也逐渐将这些理论介绍到国内,并结合我国金融市场发展状况,进行过一些有益的探索。但总起来看,适合国情的研究仍属少见,研究也欠深入,前后一致的、系统性的研究也比较欠缺。

高洪民博士的《中国转轨经济中的信贷配给与货币政策的信用传导》,是近年来这一研究领域具有开拓性的一本高质量的著作。其特点主要表现在以下几个方面:

(一) 坚实地立足于中国经济和金融市场现实,对相关研究主题进行归纳和演绎。宏观经济的分析和实践表明,货币政策传导的渠道和由此决定的货币当局可使用的工具,依各国的制度结构、政治制度及其发展阶段的不同而不同,这就需要深入本国实际开展有针对性的研究。本书作者曾在金融实务部门工作多年,此前还在政府和企业工作过,这些经历和背景,为他在理论上进行符合中国实际的抽象归纳、提炼和分析提供了基础。可以说,这是该本著作的一个重要而基本的优点之一。

(二) 研究视野开阔,方法得当。本书研究的落脚点为信贷配给与货币政策的信用渠道,但作者的研究视角并未局限于此。在展开对中国相关问题的研究之前,除了为此作了宽厚的理论铺垫,开展了系统的、宽泛的包含各种流派理论的归纳与比较之外,作者还从两种极端经济制度(物物交换式经济和原中央计划经济)的比较入手,逐渐转入对中国转轨经济中有关问题的分析。很显然,经济理论只有

比照其所产生的历史背景来考察才有意义。通过这一过渡性考察,不仅为作者此后将转轨经济制度性因素对信贷市场的各类影响进行内生化处理奠定了基础,而且赋予了整个分析过程一定的动态性。作者所运用的广义边际分析法,可以看作是对传统边际分析方法的一个有效拓展。

(三) 丰富了信贷配给和货币政策信用渠道理论的研究。本书体例完整,结构合理,重要的是,作者并没有采用面面俱到的研究方法,而是基于中国金融结构现实,深入研究信贷市场中最基本的、最重要的问题,如中国不确定性信贷市场中的贷款供求微观作用机理、处于转轨过程中的商业银行贷款供给决策机制及其信贷配给和资产选择行为,同时,作者提出并论证了信贷冲击乘数效应这一重要命题。事实上,本书对这些问题的研究是相当系统的,在逻辑上存在着内在的一致性。

总之,在这本书中,作者根据自己的思考,举一反三,形成了自己的一些新观点、新见解,相信对完善我国货币政策实践具有重要的参考价值,读者也可以从中得到很多有益的启发。当然,由于本书所涉及的主题一直是一个复杂的、研究难度很大的问题,因此可探讨、可完善之处尚多,比如,在经验证据上仍显薄弱,对策建议部分还可以深化分析,使之更加具体化,更具可操作性。不过,瑕不掩瑜。相信作者定会继续努力,不断地取得新成果、新成绩。

徐明棋

2007年3月于上海

摘 要

本书拟对中国转轨经济中的信贷配给机制、银行贷款变动所产生的直接资产负债表传染效应以及信用渠道在货币政策传导中的主渠道地位等问题给出一个理论上的解释。

在探讨信贷配给产生的原因和机理时,现有的中外文献大都沿着新古典主义或新凯恩斯主义的研究路线,要么单纯强调制度性因素的作用,要么以理性预期下的最大化行为假设为分析工具,强调信贷市场上的不对称信息对信贷交易行为产生的影响。斯蒂格利茨和韦斯(Weiss)(1981)认为,当价格(利率)影响到交易的性质时,它将不能使市场出清。事实上,新凯恩斯主义均衡信贷配给理论的这一经典结论的得出,是以发达市场经济金融市场中的“多家银行和多个潜在借款者”之间的竞争性均衡为基本推论前提的。而中国信贷市场的基本结构为垄断竞争型结构;存贷款利率至今仍非在竞争性的市场中内生地形成的;渐进式的改革取向,使得人们的行为模式(包括贷款决策者的行为模式)在一个较长的时期内都将受到转轨经济制度性因素的影响,并且具有相对稳定性。本书立足于中国信贷市场的这些基础性背景,关注其基本特征,重视信息在贷款决策中的作用以及信息不完全所导致的不确定性对信贷交易性质可能产生的影响,以对制度性因素和不确定性因素的分析为基础,在一个较为宽泛

而统一的框架内构建模型,探讨不确定性信贷市场中的贷款需求与贷款供给之间的微观作用机理,并将制度性因素对贷款决策的影响内生化的,以解释中国转轨经济中的贷款决策行为以及由此导致的信贷配给问题,希望证明即使价格(利率)对信贷市场交易性质产生的影响处于次要地位,在信息不完全条件下,如果交易双方对项目成功的概率根据自己所掌握的信息做出主观上的判断,并以此作为决策的依据时,也可能影响信贷市场交易的性质,进而影响到市场的均衡,使得信贷市场中贷款供给与贷款需求双方的力量经常处于非均衡状态,而均衡则属于特殊情况。因此,本书强调基于供求双方的主观概率决策所导致的数量效应,也就是说,在该市场运行中,预期作用条件下的数量信号比传统的价格信号起着更重要的作用。根据本书理论上的分析和模型的结论,在中国的垄断竞争型信贷市场上,在不同的参数范围内,贷款供求之间可能出现完全信贷配给、贷款供给限制、贷款需求限制和借贷宽松等四个区域,并明显地存在着结构性信贷配给机制,这种配给机制对中国经济的波动有着重要影响。这一研究结论与现有的研究文献仅强调银行对中小企业的信贷配给行为有着显著的区别。本书在微观层次上所做的这种分析,也有利于辨别货币供给的内生性与外生性这一货币经济理论中长期争论不休的问题。

货币政策传导机制总是与一国的金融制度(即构成其金融结构的框架)有关,特别与其具体的金融结构(主要指现存的金融资产与金融机构的种类和规模)密切相关,而货币政策的传导效率则更多地与基于这一金融制度和金融结构的经济与金融运行特征有关。在中国的转轨经济中,银行间接金融在金融市场上处于主导地位,非金融机构的投资和消费性融资在较大的程度上依赖于信贷市场,这为货币政策通过银行贷款渠道(bank-lending channel)这一基础性渠道来传导提供了可能的基础。在商业银行未能建立起对货币政策工具的

敏感性之前,在各种制度性因素的约束下,当它们根据自身的偏好和效应函数进行贷款决策和资产选择时,这种相对独立的决策行为可能脱离中央银行的政策意图,不仅会导致货币政策传导失效,还将对经济运行和经济增长的质量产生独立的影响。从这一意义上来说,信贷配给既不是信用渠道发生作用的必要条件,也不是充分条件。

为此,本书进一步探讨了银行贷款的变动(由银行的资产选择行为或信贷配给行为所导致的贷款在量上的变动或在结构上的调整)在这种金融制度和金融结构下所产生的一种数量效应。在中国经济中,资本市场的发展仍然处于初级阶段,各类企业在生产经营过程中积聚了大量银行信用。而由于企业之间经常是相互联系的,特别在中国这样的以企业间的原始信用和银行间接金融为主要信用形式的经济中,当这种相互联系的信用链或信用网络受到来自银行的信用冲击时,通过企业之间以及企业与银行之间的信用链条而产生的直接资产负债表传染效应,可能导致强的信用紧缩和债务锁定效应。本书建立了一个有利于解释这种效应的模型,并将其称为信贷冲击乘数效应。同时指出,这种乘数效应可能与现有文献所强调的银行贷款渠道和金融加速器效应形成相互强化机制,放大银行贷款变动对经济造成的冲击。在讨论上述效应之前,通过建立一个银行资产选择模型,利用广义的边际分析,研究了转轨经济条件下银行贷款变动的可能原因。

因此,根据上述分析,本书认为,重要的是在经济转轨过程中应该利用哪些工具以及如何利用这些工具来更好地控制经济。中国渐进式改革的成功经验具有普世价值。在转轨过程中,原计划经济的遗产和新增市场因素在较长的时期内都会存在着相互作用,各种制度性因素对银行贷款决策的影响是客观存在的,完全依靠市场性的工具未必能使货币政策得以顺利传导,完全依靠市场力量未必能自动实现资源的最优配置。为此,在力图减少经济和信贷市场中的不

确定性的同时,转轨时期的货币政策应十分重视制度性因素的作用。同时,在货币政策的中介目标和工具的选择上,应重视本国基础金融结构的特征及其变化情况,只要直接金融还未发展到对银行间接金融可以完全替代的程度,银行贷款量及其增长率在货币政策中介目标的设定上就应占据重要地位。

本书由七章组成。第一章为导言;第二章对有关的货币政策传导机制理论展开评论;第三章从比较纯瓦尔拉斯式的经济与原计划经济入手,由浅入深,逐渐过渡到对中国转轨经济中的信贷市场的讨论;第四章研究中国不确定性信贷市场中的贷款需求与贷款供给之间的微观作用机理;第五章以第四章的结论为基础,进一步探讨在包括制度性因素在内的各种信息和不确定性的约束下,银行贷款决策的特征以及由此导致的结构性信贷配给机制;第六章研究一种资产负债表的直接传染效应,即银行与企业信用链上的信贷冲击乘数效应;第七章为经验证据和政策含义。

目 录

序	1
摘要	5
第一章 导言	1
一、问题的提出	1
二、本书的研究方法	6
三、本书的研究内容和主要结论	7
第二章 有关货币政策传导机制理论的评论	16
一、传统货币数量论的观点	16
二、基于货币市场作用的货币政策传导机制理论	20
1. 凯恩斯的观点及其相关解释	20
2. 现代货币数量说的观点	26
三、基于信贷市场作用的货币政策传导机制理论	29
1. 亚当·斯密和凯恩斯的信贷配给思想	30
2. 新古典理论对信贷配给现象的解释	31
3. 新凯恩斯主义对信贷配给理论的发展	36
4. 后凯恩斯主义对信贷市场不确定性的解释及其	

内生性货币供应观点	45
四、总的评论	53
 第三章 不同经济和金融制度下的信贷供求比较分析	62
一、引言	62
二、两种极端经济的比较:研究的起点	65
1. 一个极端:萨伊定律和纯瓦尔拉斯一般均衡	65
2. 另一个极端:中国的原计划经济	68
3. 两种极端经济制度的比较	70
三、中国转轨经济中的信贷供求初步分析	75
1. 两种金融体系不同的演进过程	75
2. 无摩擦的借贷供求均衡	79
3. 考虑到信息和代理成本的贷款供求关系	80
4. 从计划经济向市场经济过渡下的贷款供求变动关系	82
 第四章 中国不确定性信贷市场中的贷款需求与贷款供给	87
一、引言	87
二、现有研究的缺陷	89
三、基本模型	93
1. 基本假设	93
2. 贷款供给分析	94
3. 贷款需求分析	96
4. 贷款需求与贷款供给的相互作用	99
四、比较静态	104
1. 假设仅 c 变动,而 r 、 i 、 w 等不变	105
2. 假设仅 w 变动,而 r 、 i 、 c 等不变	107

3. 假设仅 r 变动, 而 i 、 c 、 w 等不变	107
4. 存款利率 i 的影响	110
五、结论	110
第五章 中国信贷市场中的贷款决策信息与信贷配给机制	114
一、引言	114
二、影响贷款直接决策者的主要信息和不确定性	115
1. 经济制度性信息	116
2. 贷款制度性信息	117
3. 企业类别信息	119
4. 贷款申请人信息	121
三、海英纳和沃舍利的贷款决策模型及其修正和运用	123
1. 海英纳模型与沃舍利的修正模型	123
2. 对海英纳和沃舍利模型的评价和修正	125
四、结论	130
第六章 资产负债表的直接传染：信贷冲击乘数效应	132
一、引言	132
二、对企业类别的划分及相关假设	136
1. 定义和分类	138
2. 企业集合之间的关系	139
三、信贷冲击乘数效应	140
1. 一个经过简化的资产负债信用链	140
2. 对银行资产选择行为的分析	143
3. 信贷冲击乘数效应分析	150
四、信贷冲击乘数效应与传统信用渠道之间的相互作用	158

五、结束语	161
第七章 经验证据与政策含义	165
一、信用渠道的实证方法与争论	165
1. 发达经济中信用渠道实证上的困难和争论	165
2. C. 罗默和 D. 罗默模型	170
3. 一个简要评论: 实证方法的选择	173
二、银行贷款渠道的主渠道地位	181
三、垄断竞争型信贷市场与结构性信贷配给	185
1. 中国垄断竞争型信贷市场	185
2. 结构性信贷配给机制分析	186
四、信贷配给的强化效应与货币政策失效	195
五、本书的主要结论与政策含义	202
1. 主要结论	202
2. 政策含义	204
参考文献	208
人名对照表	229
致 谢	235

第一章

导 言

一、问题的提出

货币政策至少已有 300 多年的历史,至今仍是世界各国普遍采用和重点研究的一项重要的宏观经济政策。但是,长期以来,在货币政策能否影响经济以及如何影响经济等问题上存在着广泛的争议。特别是自 20 世纪 80 年代初新凯恩斯主义者斯蒂格利茨等人提出极具影响力的均衡信贷配给理论以来,对金融市场微观运行机理的研究不断深入,货币政策的信用传导渠道受到越来越多西方经济学家的重视,货币政策的传导机制问题又成为新的争论焦点。近年来中国以市场为取向的经济改革和货币政策由直接调控向间接调控的转变,使得中国的货币政策运作环境不断发生变化,对货币政策工具的选择和操作难度加大。当中央银行 1996 年以来多次采取利率工具调节经济运行而难以达到预期目标时,国内理论界就货币政策的传导机制和效力问题也展开了激烈的争论。

笔者曾在国有商业银行从事过贷款审批和管理工作多年,这段时间恰逢中国经济体制转轨期间商业银行和货币政策改革的重要时期,我深切地感受到银行贷款决策对货币政策效力和经济运行的重

要影响和作用。从理论上,关于货币政策传导机制问题,近年来国外的研究主要在货币观点[monetary view,即价格(利率)传导渠道]和信用观点(credit view)之间展开争论。持信用观点的学者从理论和实证两个方面提供证据,力图证明信用渠道在货币政策传导机制中的存在性和重要性,说明银行贷款行为可能对经济运行造成重要影响;持货币观点的学者则予以反驳,力图维护传统货币观点。于是,这些争论客观上使得关于货币政策传导机制及与此相关的问题研究更为深入。但是,这些研究基本上都是立足于发达市场经济国家的实践,其制度特征、金融体系和金融市场条件等各方面都与中国的情况存在着很大的差异,因此,其研究的结论对中国经济的不适用性是明显的。但是,他们的某些研究方法在对中国问题的研究中却是可以借鉴的。从国内的研究情况来看,虽然立足点都是研究中国的问题,但研究方法大都是直接借用传统的货币观点,即从价格(利率)渠道的传导理论来论证货币政策的有效性,无论从理论研究的角度看,还是从实证研究的角度看,抑或从现实中中央银行货币政策的中介目标和操作工具的设定来看,都是这样。特别是在货币政策的影响和传导效力的实证方面,往往以货币观点为依据,简单地以计量经济方法所得到的纯粹的数量关系,代表真实经济行为的因果关系。

持货币观点的主流经济学家本质上将金融体系作为货币型市场看待,其中,公众对货币的需求与货币供给相互作用决定利率水平。家庭和企业面临着基本的金融决策,即持有多少货币和流动性较小的其他资产;货币供给则由央行和银行系统控制。银行储备的价值在于支持交易性存款,而这些交易性存款只有银行才能创造。紧缩性货币政策导致的银行储备的减少,将促使利率提高,因为储备的减少意味着交易性存款的下降。由此,货币政策对利率的最初影响来自银行资产负债表中负债方的特殊性质。对于银行来说,重要的不

是它们怎样创造货币,而是创造了多少货币,它们只是中央银行实施货币政策的可以利用的现成工具,因为它们被认为对中央银行的政策变动是敏感的;而货币需求的实现也是与银行的行为无关的,因为银行会以存款形式按照家庭和企业的要求创造他们所需要的货币量。银行以两种方式向人们“出售”存款:贷款和购买证券。当然,其创造存款的能力和数量受到央行存款准备金率的限制。

根据主流货币观点的逻辑,一方面货币供给是外生的,另一方面货币需求又是内生的。也就是说,从货币供给的角度来看,只有中央银行能够完全控制货币供应量才可能实现其政策意图;而从货币需求的角度来看,虽然家庭和企业的货币需求根据收入和利率(被中央银行的货币政策所左右)而定,但其一旦确定,则这些需求就是可以满足的。而外生性的货币供给与内生性的货币需求之间的均衡问题则由利率的升降来解决。从总的方面来看,在这一机制中,货币供给的外生性是主动的,而货币需求的内生性是被动的,但在货币需求的决定与其得到满足的关系上,其决定是主动的,而满足其需求又是被动的。

明显地,这种观点的逻辑思路排除了银行在货币创造过程中的独立地位和作用。米尔顿·弗里德曼可能正是意识到了银行的这种独立地位的重要性,故在其政策建议中提出,“为了让货币的反应实现‘完全的自动化’,……建议银行系统应该受到100%的法定存款准备金的限制”(转引自J. 史密森,2004,第46页)。当然,弗里德曼的建议是以他所认为的货币需求是稳定的为前提的。

“高深的见解像一只被追赶的野兔,如果你站在原地或附近,可以确信它会绕一圈又回到你的身旁”。罗伯逊(Robertson, 1954)的这句话,在说明当前关于货币政策传导机制的争论问题上,可能同样是十分恰当的。信贷配给理论所引致的关于货币政策信用传导机制的研究,实质上可以说是对20世纪50年代信用可得性(availability)