

THE STUDY OF THE MONETARY
POLICY TRANSMISSION
MECHANISM IN CHINA

中国货币政策 传导机制研究

魏革军 著



中国金融出版社

中国货币政策传导机制研究

魏革军 著

 中国金融出版社

责任编辑:陈 翎
责任校对:孙 蕊
责任印制:丁淮宾

图书在版编目(CIP)数据

中国货币政策传导机制研究/魏革军著. —北京:中国金融出版社, 2001. 11

ISBN 7 - 5049 - 2642 - 6

I. 中…

II. 魏…

III. 货币政策 - 研究 - 中国

IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 074627 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66081679 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安印刷厂

尺寸 140 毫米×203 毫米

印张 11.125

字数 230 千

版次 2001 年 11 月第 1 版

印次 2001 年 11 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

如出现印装错误请与出版部调换

序 言

货币政策传导问题,是关于货币政策作用过程和渠道及其作用程度和效果的重要问题,涉及到经济金融的多个方面,涉及到商品市场、货币市场和资本市场,也是我国有效实施宏观经济管理和货币政策过程中需要研究的一个重要理论课题。对这一问题的研究有助于探讨货币政策传导的一般机理和规律,从而为正确制定和执行货币政策提供理论依据。

这部著作是根据魏革军同志的博士论文修改而成的。他的博士论文得到了各评审专家和答辩委员会的好评,认为是一篇在方法上有所创新、理论和实践相结合的优秀论文。作者长期在中国人民银行工作,对我国的金融运行和宏观金融管理有亲身的体验和理解,具有独特的视角。统揽全书,可以看到,该书主要有以下特点:

一是注重实证分析。作者在充分借鉴国外先进研究方法的基础上,运用大量材料实证分析了我国货币政策传导的特征,有理有据,有较强的说服力。

二是突出结构分析。作者以结构分析为主线,以结构分析为重点,通过分析目标变量、经济金融变量之间的关系,提出了一系列新颖的见解。三是注重重点问题分析。货币政策传导机制是一个涉及面很广的问题,作者并没有面面俱到,而是针对我国货币政策理论和实践中若干重大问题,诸如金融结构、金融风险、金融资产价格等对货币政策的传导的影响作了重点分析。四是注重理论和实践相结合。作者在许多章节的分析,有理论、有实践,显得有血有肉,既介绍了国内外在这方面的理论见解,又提出了自己的看法。特别是,我国的金融结构和金融管理制度正在经历一系列深刻的变革,作者紧扣这一变化,研究并提出了许多值得思考的问题。比如,金融市场的变化和金融资产价格给传统货币政策带来的问题和挑战,等等。

本书也存在一些不足之处,主要是对影响我国货币政策传导的企业制度、信用制度论述较少,对我国二元经济金融结构对货币政策传导的影响研究不够充分。另外,对问题分析得多,提出对策建议较少。希望作者在今后的工作和学习中,继续保持求真务实的治学态度,不断完善对这一领域的研究。

胡乃武

二〇〇一年十月二十三日

前 言

一、研究对象

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质经济产生作用的问题。从理论上讲,它既属于货币金融学的范畴,也是货币经济学的重要内容。国内外经济学文献对货币政策传导的一般机理有着一致或趋同的看法,但对货币政策对经济影响程度的认识存在一些分歧。这种争议不仅存在于发展中国家,而且工业国家的情况也是如此。我国正处于建立社会主义市场经济过程之中,货币政策的宏观环境和微观基础正处于不断变革之中,金融环境和金融结构具有很大的不确定性,货币政策传导机制问题越来越受到关注。因此,研究这一问题,具有重要的现实意义。

从理论上讲,将货币政策传导机制作为研究对象主要有以下意义:其一,货币政策传导机制理论具有很强的时空性、动态性。经济环境,金融运行主体和客体,金融结构,制度安排,以及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。其二,货币政策传导机制的问题在货币政策体系中占据重要地位。迄今为止,国内外学术界、实务界人士之所以对货币政策的作用、货币政策最终目标和中介目标争论不休,虽然有多方面原因,但与货币政策传导理论研究薄弱有很大关系。加强这方面研究,可以为中央银行完善宏观调控提供比较清晰的理论依据和框架。其三,当前,技术进步、经济全球化、自由化以及人们日益增长的金融服务需要都推动了全球性金融兼并和资本市场一体化,这给传统的货币政策传导机制带来了空前挑战和许多变数,从而决定了这是一个常研常新的课题。其四,在很长一段时间内,货币政策被认为对经济的长期增长不起作用,即所谓的货币中性观点。近几年来,西方一些经济学家开始重新界定货币与实际经济变量的函数关系,这其中有许多问题涉及货币政策传导问题,介绍这些理论,有助于加深我们对这一问题的认识。

从实践来看,货币政策传导问题是中国金融运行和金融调控中最复杂、最现实的问题,涉及到宏观经济政策和微观经济运行,关系到货币政策的选择。特别是在出现通货紧缩趋势之时,这一问题更加受到关注。最近几年,我国经济金融运行中出现的货币流通速度减慢、商业银行惜贷、中小企业融资难等问题,都与货币政策传导有着直接或间接的关系。因此,研究探讨这一问题,有助于

加深人们对中国宏观经济金融运行中的许多现实问题的认识,有助于弄清梗阻货币传导的体制性和制度性问题,从而为进一步深化经济金融改革提供理论依据。

二、研究思路和篇章结构

从国际范围看,研究货币政策传导机制的主要方法如下:

一是理论模型分析法。除了经常见到的凯恩斯主义 IS—LM 模型和弗里德曼的货币需求模型外,还有 BCG 模型以及风险评估模型(VAR)。上述分析方法侧重于理论分析,主要通过分析货币政策工具与相关经济变量的关系,分析货币政策的变化如何对经济变量产生影响。理论模型分析比较纯粹,通常附加有一系列假设条件。

二是渠道效应分析法。一般认为,货币政策传导主要有四条渠道:即信贷传导渠道、利率传导渠道、金融资产价格传导渠道和汇率传导渠道。这种方法基本特点是综述各种学派的观点,将货币政策传导不同途径进行了简明的概括。

三是结构分析法。广义的金融结构既包括各种金融流量和存量的数量结构,也包括金融资产价格结构。在现代信用经济条件下,金融结构反映了金融发展总体概况和金融深化程度。狭义的金融结构,主要指银行业的结构及银行的资产负债结构。金融结构在很大程度上反映了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。因此,很多学者都从金融结构的角度分析货币政策传导问题。

四是货币政策各层次目标传导关系分析法。在20世纪80年代以前,由于金融市场发展尚未达到一定的广度和深度,货币需求相对稳定,许多国家都把广义货币或狭义货币作为货币政策的中介目标,货币政策的初始目标、中介目标、最终目标之间的关系相对稳定,许多学者往往倾向于采取这种分析框架。

从我国的情况看,对货币政策传导机制的研究仍处于借鉴、学习阶段。近年来,采用各层次目标传导关系框架进行实证分析的较多;也有的学者偏重于研究各金融主体的行为对货币政策的影响。从趋势看,愈来愈多的学者开始注意从金融结构的角度分析货币政策传导问题。

上述对分析方法的概括,只是为了更好地说明问题。其实,不同的分析方法并不是完全割裂的,而是有机联系的。将各种分析方法相对加以区分,只是为了说明某种方法对研究某一问题更为适用,或者是提供了某一问题的研究思路。按照这样的考虑,在安排本书的篇章结构时,本书偏重从金融结构的角度研究货币政策传导问题,但也不排斥其他分析方法。具体而言,以货币政策传导渠道效应为主线,以结构分析为重点,通过分析目标变量、经济金融变量间的关系,力求提出自己的看法。本书共七章:

——货币政策传导机制的一般分析

- 中国货币政策传导的历史沿革及主要特征
- 利率在我国货币政策传导中的作用
- 我国货币政策传导中的结构问题分析
- 金融风险对货币政策传导的影响
- 金融资产价格与货币政策传导的关系
- 货币政策传导中的汇率机制分析

前两章属于综述分析,主要研究货币政策传导的总体情况,旨在为后面的研究作一定的铺垫,同时使人们对国内外有关货币政策传导机制问题研究的基本情况有一个比较清晰的认识。第三、四、六、七章,大量运用了结构分析方法,反映了货币政策传导的几个重要途径和方面,这些都是影响目前我国货币政策传导的重要因素。利率问题最具综合性和渗透性,几乎覆盖了货币政策传导各个环节和方面,将其单列一章,主要是为了更为全面地说明利率在货币政策传导中的重要作用。第四章主要分析银行资产负债结构对货币政策传导的影响,侧重于分析货币政策的信贷传导效应。第六章实际上分析金融资产价格波动下货币政策的选择问题,资产价格传导在某种程度上正在改变传统货币政策的架构和理念,本书在这方面的研究只是初步的。第七章旨在研究开放经济条件下货币政策传导问题,特别是货币政策与汇率政策的协调。第五章是近几年我国货币政策实践中遇到的现实问题,具有一定的挑战性。

三、研究方法

本书写作主要采取了以下方法：

1. 较多地采用了实证分析方法。用大量数据说明问题, 在一些章节采用了案例分析方法。但是, 考虑到数学模型的采用需要严格的理论背景和假设条件, 没有过多地使用模型分析。

2. 注重理论与实践相结合。在论述每个问题之前, 先对有关基本理论进行回顾, 然后结合中国实际加以分析, 并在最后提出政策思路。

3. 从一般到特殊的分析方法。先对货币政策传导机制总体情况加以分析, 然后围绕某一方面作重点研究。

4. 较多地采用了比较分析方法。

四、主要内容和观点

本书主要内容和观点有以下七个方面：

1. 关于影响货币政策传导的一般因素。通过对货币政策传导机制的主要理论进行简要评析以及国别比较, 揭示了影响货币政策传导效应的因素: 货币政策的市场化程度和中央银行对金融市场的直接干预程度, 利率传导机制的成熟程度和传递速度, 存贷款期限的长短, 国际资本流动性高低, 以及银行、企业的初始财务状况等。

2. 关于我国货币政策传导的历史沿革和主要特征。

我国货币政策传导机制的发展可以划分为4个阶段:货币政策严重压制阶段,货币政策作用释放阶段,货币政策相对深化阶段和货币政策进入间接调控阶段。每阶段货币政策传导机制和效应都不尽相同,反映了不同阶段我国经济金融结构的特征。另外,书中还指出了当前我国货币政策传导的主要特征:货币信贷长期高速增长,货币流通和传导的速度逐步减慢;货币政策传导渠道呈现多元化,但信贷传导仍占主导地位;货币政策传导具有明显的过渡性;货币政策传导的基础明显改善;货币政策传导信号不够稳定,各主体对货币政策预期不确定,影响了货币政策传导的通畅性。

3.关于利率在货币政策中的作用。(1)分析了利率与主要经济、金融变量的关系,得出利率对实质经济的约束在逐步硬化,我国商业银行的利率环境正在逐步改善;主要经济变量与实际利率呈现明显负相关,与名义利率在趋势上表现出一定程度的一致性;考虑到我国金融结构的特殊性,目前不能以实际利率作为货币政策决策的主要依据。(2)阐述了我国货币政策利率传导中的主要矛盾,即中央银行基准利率尚未形成,利益调整与各利益主体的利益相冲突以及金融资产价格之间的关系尚未理顺,等等,这些矛盾极大地影响了货币政策传导的有效性。(3)提出利率市场化是改善我国货币政策传导的中心环节。利率市场化是一种制度安排,目前我国已基本具备加快利率市场化改革的条件,但考虑到微观机制的约束,利率市场化改革仍要分步推进。

4. 关于金融结构对货币政策传导的影响。书中的主要结论是：(1) 不同国家和地区中央银行货币政策传导存在差异的主要原因是金融结构不同，这里的金融结构既包括市场化程度，也包括货币当局、存款货币银行的资产负债结构，还包括资金流量结构；(2) 商业银行资产负债结构不对称对货币政策传导有着重要影响，它影响了竞争的有效性和资金配置效率，加剧了商业银行经营集中、信贷管理集中和信贷投向集中的问题，加剧了中小企业的融资困难。同时，我国商业银行资产负债结构的不对称，在经济上升时期容易造成超贷效应，在经济下降时期会导致货币政策传导阻滞。(3) 货币流动性与商业银行的贷款期限结构、资金流量结构是影响货币政策传导的重要因素。(4) 在实行全国统一货币政策的情况下，各地区由于经济结构、资源禀赋等方面存在差异，使货币政策传导存在地区差异。(5) 提出了改善结构不对称下货币政策传导的基本思路：逐步实现商业银行资产结构的证券化，对中小融资体系进行体制和制度创新，通过非货币性的结构性改革措施改善西部地区对统一货币政策的吸纳能力。

5. 关于金融风险环境对货币政策传导的影响。(1) 金融风险是当今各国经济发展中面临的共同问题，在金融风险的环境下，参与金融市场活动主体行为变异，货币政策的正常传导受到损害，货币信贷具有明显的紧缩效应。(2) 不良贷款对货币政策传导的影响具有双重效应，既有可能加大通货膨胀压力，也有可能加剧通货紧缩趋

势。(3)在通货紧缩环境下,货币政策很容易陷入流动性陷阱,需要对货币政策工具进行创新,综合运用多种政策工具,积极拓宽货币政策传导渠道,以增强货币政策的有效性。(4)金融风险环境会加剧银行业进一步集中,容易导致资金供给和需求的脱节。(5)在金融风险的环境下,必须正确处理货币政策与金融监管的关系,积极推行金融稳定计划,同时适应金融创新的形势,建立新的货币政策和金融监管框架。

6.关于金融资产价格与货币政策传导的关系。(1)资本市场的发展改变了金融结构和企业资产负债结构,改变了货币政策传导主体,增大了货币供应量作为货币政策中介目标的难度,从而扩大了金融资产价格在货币政策传导中的基础和作用。(2)在一般情况下,金融资产价格对投资、消费、金融机构均具有明显的传导效应。在现代市场经济条件下,金融资产价格对投资的传导效应是通过资产组合效应实现的,对消费者的传导是通过股票价格的财富效应实现的,对金融机构的传导效应是通过资产负债表效应实现的。(3)无论从理论模型角度分析还是从实际情况看,金融资产价格对货币政策传导都具有重大影响,理应成为中央银行关注的目标,但由于股票价格的易变性和复杂性,使其不易作为货币政策的中介目标。在金融资产价格波动情况下,通货膨胀目标越来越成为货币政策的战略选择。(4)我国资本市场虽有长足发展,但相对间接金融而言规模较小,价格波动幅度较大,股票价格对消费者的财富效应有限。但由于股票

市盈率较高,对企业、消费者和金融机构已产生了一定的吸引力,比较突出的表现是储蓄分流、信贷资金通过各种方式违规流入股市以及银行优质客户的丧失。在这种背景下,必须加强货币政策与资本市场发展的协调,在促进资本市场有序发展的同时,兼顾间接金融的承受力,保持银行业的稳健发展,使货币政策传导效应不会受到大的削弱。

7.关于汇率在我国货币政策传导中的作用。(1)随着一国金融开放度的提高,汇率作为一种资产价格对货币政策的传导作用将增大。汇率制度的选择直接影响着汇率在货币政策传导中的作用。同时,开放条件下货币供给的内生性增强,中央银行控制货币供应量的难度加大。(2)我国实行的是有管理的浮动汇率制度,由于目前我国人民币只在经常项目下实行了可兑换,而对资本项目实行严格管制,因此汇率传导机制的作用是有限的。但由于目前我国外汇市场存在的一些局限性,即强制结售汇制,使基础货币与净结售汇、外汇储备的增减有密切的关系,使得中央银行在货币政策的传导和调控上带有一定的被动性。(3)人民币利率与外币利率的利差变化对资本流动会产生一定的影响,在资本管制的情况下,会引发资本外逃和资本混入现象,从而会加剧通货膨胀和通货紧缩的趋势。(4)改善货币政策传导机制,必须进一步完善人民币汇率形成机制,稳步推进资本项目改革,不断完善央行外汇公开市场操作。

Abstract

The transmission mechanism of monetary policy is to analyze how the monetary policy and its instruments affect the real economy through various financial variables. Theoretically, this is not only a subject in the area of banking and finance but also a main content of monetary economics. As for the general theory of the transmission mechanism of monetary policy, emerging consensus has been achieved in the economic literatures home and abroad, but controversies still exist on the extent of monetary policy's effect on the economy. The controversies are not an exclusive feature of developing economies, but also characterize the industrialized economies. China is now in the process of establishing the socialist market economy system, the macro environment and micro elements of the monetary policy are changing. There is great uncertainty in the financial environment and financial structure, thus more and more concern has been focused on the transmission mechanism of monetary policy. Therefore, the study of this problem is meaningful in realities.

In theory, the study of transmission mechanism of monetary policy has three bearings. First, the theory of transmission mechanism of monetary policy is dynamic. Economic environment, financial structure, institutional arrangements, expectation on the macroeconomic policy and financial service technologies, all these elements could have effects on the transmission mechanism of monetary policy and its effect. This requires logic and dynamic interpretation of the general and specific theory of transmission mechanism of monetary policy. Second, the question of transmission mechanism of monetary policy is of great importance in the monetary policy system. Up to date, one of the major reasons of the controversies among the academic researchers and policy makers about the effects, ultimate and intermediate targets of monetary policy is the research weakness of monetary policy transmission. To strengthen the research in this area can provide a clear theoretical foundation and framework for the central bankers to improve macroeconomic adjustment. Third, currently, technology progress, globalization, liberalization and the increasing need of individuals for financial services have facilitated the global financial merger and integration of the international capital markets, this has brought unprecedented challenges and great uncertainties for the traditional transmission mechanism of monetary policy, hence, the study of this topic is quite challenging. Fourth, for a long period of time in history, monetary policy has been regarded as