

MONETARY POLICY TRANSMISSION
MECHANISM OF CHINA

中国货币政策传导机制

——中国人民银行与国际货币基金组织研讨会论文集

2004

主 编：金 琦

 中国金融出版社

MONETARY POLICY TRANSMISSION
MECHANISM OF CHINA

中国货币政策传导机制

——中国人民银行与国际货币基金组织研讨会论文集

2004

主	编	金琦					
副	编	罗扬					
执行副主编	金中夏						
编委	赵险峰	欧洪	余江岩	林莠			
	李文浩	王永桓	张晓荣				

 中国金融出版社



责任编辑：仲 垣
责任校对：李俊英
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：中国人民银行与国际货币基金组织研讨会论文集/金琦主编. —北京：中国金融出版社，2004. 11

ISBN 7 - 5049 - 3542 - 5

I. 中… II. 金… III. 货币政策—中国—国际学术会议—文集
IV. F822.0 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 106441 号

出版 **中国金融出版社**
发行
社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号
市场开发部 (010)63286832 (010)63287107 (传真)
网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63365686
读者服务部 (010)66070833 (010)82672183
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 保利达印务有限公司
尺寸 169 毫米×239 毫米
印张 11.5
彩插 4
字数 233 千
版次 2005 年 1 月第 1 版
印次 2005 年 1 月第 1 次印刷
印数 1—3100
定价 40.00 元
如出现印装错误本社负责调换



▲ 周小川在研讨会上发言



▲ 周小川在研讨会上发言



▲ 部分与会代表



▲ 李若谷在研讨会上发言



◀ 易纲在研讨会上发言



▲ 会议全景



▲ 金琦同与会代表交谈

金融是现代经济的核心，金融部门运营的绩效直接左右着国民经济的健康程度。制定并贯彻实施货币政策是我国宏观经济调控的关键，也是中国人民银行的主要职责。货币政策传导机制畅通是金融行业乃至整个国民经济健康运行的根本保障，研究货币政策传导机制无疑具有深远的意义。

鉴于此，2004年4月25~28日，中国人民银行和国际货币基金组织在北京共同主办了中国货币政策传导机制高级研讨会，国内外的专家学者围绕货币政策传导机制这一核心问题进行了广泛、深入的讨论。

周小川同志从务实的角度对这一问题进行了阐述，其分析极为中肯，切中要害，引人深思。他提出，要建立能够有风险约束和资本约束的微观主体；要加快改革资本充实率等激励机制，解决历史包袱，营造平等竞争环境，运用多种手段，有效地防止“逆向选择”和“道德风险”；要妥善解决社会保障体系中的养老金欠账等隐性财政赤字问题，才能确保货币政策传导机制有效发挥作用。

我国目前货币政策的实施受到诸多因素干扰，对于其传导不畅，众多学者和经济学家众口一词，而对于其原因及表现，则众说纷纭。谢平认为，货币供应量的变动呈现一定的内生性；央行国债持有量不足；外汇占款增加带来的对冲操作工具不足等问题对货币政策效果有影响。李扬发现，利率和货币供应之间或者只有微弱的关联，或者没

有关联，甚或可能同向变动；并且实体部门的利率敏感性相当低，这些导致作为货币政策传导的主要工具——利率政策失效。夏斌建议，按照市场原则，相机抉择，确确实实推进有管理的浮动汇率政策，以提高央行货币政策的自主性。符林指出，中央银行利率政策对消费、投资的影响效果不明显；中央银行货币供应量的放松并未刺激商业银行信贷规模的有效扩张；中央银行“窗口指导”作用弱化使货币政策效果大打折扣。此外，还有众多学者认为，银行惜贷导致 1998 ~ 2003 年从松的货币政策效果不佳等。

“他山之石，可以攻玉”。高山宪之提出，借鉴瑞典的年金模式解决日本社会保障的巨额债务。Goodfriend 呼吁，央行要保持低通货膨胀，充分运用准备金和利率等工具来实现货币政策的效果。Bokros 认为，随着转轨国家货币政策独立性的降低，利率成为影响价格水平和总需求的主要工具。

社会保障体系不健全将对货币政策传导机制产生影响，这是一个不容忽视的问题。由于我国人口老龄化问题日益严重以及改革过程中出现的买断工龄、下岗等，使得我国的养老保险支出急剧增加。而由于企业无力缴纳养老金等，养老保障的缺口日益增大。这些问题对货币政策传导主要有两方面的影响：一是养老保障的缺口，可能会导致向中央银行持续性的变相透支；二是由于退休金和医保拖欠，导致居民消费信心不足。央行对货币政策传导机制的关心，一点也不亚于对货币政策目标和货币政策工具的关心。央行采取的货币政策措施最终能否产生预期的效果，取决于货币政策传导是否顺畅。从我国目前的货币政策实施情况看，货币政策传导基本顺畅，但也存在一些问题。

《中国货币政策传导机制》一书对深入分析和理解中国的货币政策传导过程，准确把握经济改革和体制转轨过程中货币政策各种约束条件和参数的变化，及时消除阻碍货币政策正常发挥作用的各种体制

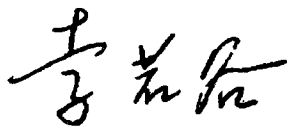
性和政策性障碍，进一步做好宏观调控具有重要意义。我相信，作为本次研讨会的重要成果，该书对我国从事经济管理、金融监管、宏观决策、商业银行实务等工作的同志将大有裨益。

朱熹说过“知之愈明，则行之愈笃”。我相信，本次研讨会的深入探讨，对于疏通货币政策传导机制，制定和执行货币政策，增强宏观调控效果，促使中国经济少走弯路，少浪费资源也具有重要意义。

我愿以此与关心中国货币政策的人们共勉。

是为序。

中国人民银行副行长

A handwritten signature in black ink, appearing to read '李洁' (Li Jie), written in a cursive style.

2004年9月20日



目录

C O N T E N T S

第一部分

中方发言人文章

当前研究和完善货币政策传导机制需要关注的几个问题	/3
周小川	
中国的货币政策及其传导机制	/9
易 纲	
关于“中国银行业的稳健性和竞争程度对货币政策传导机制 的影响”的评论	/13
谢 平	
加速利率体系改革：完善我国货币政策传导机制的前提条件.....	/17
李 扬	
中国货币政策传导机制分析	/23
夏 斌	

第二部分

外方发言人文章

理解货币政策传导机制	/33
Marvin Goodfriend	
工业国家货币政策传导机制	/51
Bennett T. McCallum	

转轨国家的货币政策传导	/71
Lajos Bokros	
中国银行业的稳健和竞争程度对货币政策传导机制的影响	/79
Hervé J. Ferhani	
日本年金制度改革的资产负债表研究方法	/93
高山宪之	

第三部分

其他稿件

中国货币政策分析：1998 ~ 2002 年	/105
谢 平	
利率在我国货币政策传导中的作用	/127
魏革军	
金融创新：完善货币政策传导机制的实践	/135
兰埃用 光兰明	
“顺收大于顺差”关联海外金融市场的溢出效应	/137
陶为群	
中国老龄化过程与金融部门改革	
——兼论对货币政策传导机制的影响	/147
金中夏 马 珂（实习）	
金融风险环境下的货币政策传导分析	
——以 1999 年广州分行辖区货币政策实施效应为实证	/155
林 平 危 勇	
对我国货币需求弹性的实证分析	/163
金琪璞	
试论货币政策传导机制	/171
符 林	

后记

第一部分

中方发言人文章



当前研究和完善货币政策传导机制需要关注的几个问题

■ 周小川*

一、在研究货币政策传导机制问题时，充分关注微观基础，关注银行等金融机构对货币政策的反应程度、速度和效果，加强微观基础才能使货币政策传导机制得以健全

近年来，为了建立对价格信号反应灵敏的微观基础，人们开始逐步重视加强公司治理和注重股东利益的作用。微观基础是否追求利润最大化，将直接影响货币政策的传导机制和效果。可以想象的是，如果微观基础不追求利润的最大化，价格型货币政策工具恐怕就难以发挥作用。

随着经济改革的不断深入，可以观察到的是，金融机构的经营目标在逐步向利润最大化目标转变，但是和市场经济所要求的相比还有差距。一些金融机构，特别是一些大的金融机构，依然没有摆脱传统计划经济体制所留下的“官本位”的特征，在经营目标中，个人的职位级别往往排在利润指标之前，这无疑会影响价格型货币政策工具的传导效果。

为了加强微观基础，近年来我国一直致力于加强对金融机构的监管。值得注意的是，监管力度和监管指标的选择会直接影响货币政策的实施效果。例如，随着对不良资产问题的关注，我国监管部门曾经针对不良资产比例的下降提出过具体的数量目标要求。这种监管指标对于商业银行降低不良资产比例发挥了一定的作用，但为了降低不良资产比例，一些金融机构开始加大贷款力度，试图通过扩大不良资产比例中分母的量来达到监管要求，推动了国内新增信贷资

* 作者系中国人民银行行长。

产的过快增长。有些人开始关注，仅仅有不良资产比例监管是不够的，还需要对不良资产总量进行管理。其实，这也是简单化的想法。随着市场的发展，实践的深入，在经过多年的讨论后，可喜的是，在 2003 年大家统一了对于资本充实率重要性的认识并开始付诸监管实践。对宏观调控来说，只有建立能够有风险约束和资本约束的微观主体，货币政策传导机制才可能发挥作用。

国内金融界一直比较关注《巴塞尔资本协议》的变迁。早在 1994 年，中国人民银行就通过银发 38 号文《关于对商业银行实行资产负债比例管理的通知》，提出了对商业银行的资本监控指标。《通知》要求，根据 1988 年版《巴塞尔资本协议》，商业银行的资本总额月末平均余额/加权风险资产月末平均余额应大于等于 8%，商业银行核心资本月末平均余额/加权风险资产月末平均余额应大于等于 4%。我国 1995 年颁布的《商业银行法》也明确规定，商业银行资本充实率不得低于 8%。

但是，在相当长的一段时间之内，监管法规一直未对资本不足的银行采取明确的措施。在资本充实率计算方法上也放宽了标准。另外在 1997 年开始推行信贷资产分类和提取呆账准备金问题上，也曾有所妥协。缺乏对贷款进行符合实际的分类方法并按分类提取充足的风险准备金，在此基础上计算资本难以反映银行的真实风险状况。这些问题的存在，使得监管难以有效控制商业银行资产快速扩张，客观上导致监管未得到切实执行，我国商业银行的资本充实率明显偏低。

事实上，《巴塞尔资本协议》是一个相当综合的监管和内部经营考核体系。其核心指标资本充实率（CAR）既包含了银行经营的盈利性目标，同时又使其扩张能力受到有效的约束。从资本充实率的分子来看，它体现了资本充实的程度，表明了银行抵御风险冲击的能力。资本越多，银行抵御风险的能力相对就越强。同时，资本是动态变化的，它依赖于金融机构盈利积累的能力，即便是金融机构希望依靠外部补充资本，外部投资人会关注银行内部的盈利能力。如果自身盈利能力不足，外部资本未必会进来补充。另外，金融机构通过收购兼并进行扩充时，也要受到资本约束。从资本充实率的分母来看，通过对不同资产设定不同的风险加权系数，鼓励银行多做低风险的业务、少做高风险的业务，如果要做高风险业务就必须要有更多的资本来支撑，进而控制了风险资产的过度膨胀。巴塞尔新协议还增加了所谓内部评级基准（IRB），鼓励银行通过自己内部的评级来识别各类资产业务的风险。风险系数体系会鼓励银行多做一些非资产业务，即我们常说的中间业务。协议还间接地鼓励银行推进资产证券化，因为证券化可以降低资产方的风险水平，从而降低对资本的要求，同时它也鼓励金融机构采取能够转移风险、中和风险、降低风险的各种办法。因此，资本充实率这样一个指标实质上就是激励约束机制的高度综合，也包括了鼓励信贷

质量提升的各种技术创新。

当然，如果用资本充实率来要求我国的银行类机构，目前存在的一个主要矛盾就是改革转轨过程中形成的历史包袱不同，难以用一个统一的标准来要求和衡量。应通过更加有力度的改革，使得历史包袱问题基本得以解决，就能用更严格的资本充实率标准进行监管，同时也使之成为银行自身治理和经营管理的中心目标。在这方面，中国银监会在2003年提出了要求银行达到1988年版巴塞尔资本协议有关要求的三年计划。

还需要注意一些技术性问题。如果处理得不好，可能或影响该政策的实际执行效果。例如，对于那些资本充实率偏低的金融机构，暂时实行的“影子算法”有可能产生钻空子的行为；又如，对于资本充实率低于4%的银行，监管机构已规定采取严厉措施，但是对于资本充实率处于从8%向4%下滑过程的银行，尚缺少足够的压力，需要针对不同的比例给予差别性的压力。在这一方面，4月25日即将开始实施的差别准备金率将有助于资本充实率监管的落实。总之，只有建立一套既包括经营目标，又包括约束机制的明确的微观基础，货币的传导反应才能落实到基层。

二、在转轨经济中，政策制定者往往倾向于依靠数量类调控工具，回避使用价格类调控工具。其实，价格体制改革的历史经验表明，价格机制发挥作用比想象的要好得多

货币政策工具的选择有赖于传导机制。在我国货币政策制定和实施过程中，历来存在价格型工具和数量型工具的效果和利弊之争，当前我国既存在利率、汇率等价格型工具，也存在流动性吸收和外汇管制等数量型工具。

长期以来，我国的货币政策偏重于使用数量型工具，而较少运用价格型工具。其中既有传导机制的问题，也涉及政策偏好的问题，这反映了传统计划经济的思维模式所留下的烙印。中央计划经济强调的是数量调控，当供求不平衡时，常通过数量型指标来提高供给或者限制需求。反映在金融领域，就是在有通货膨胀压力时，倾向于采用收紧流动性等数量型工具，价格型工具在被选择的次序上往往被排在数量型工具之后。还有一种观点认为，在金融业转轨期间，借款主体，如国有企业，贷款主体如国有银行等对价格因素不敏感，但是实际数据所反映情况并不充分证明这种假设。我国已经开始逐步注重价格型工具的运用。例如，在2004年年初通货膨胀压力开始初步显现时，中央银行调整了再贷款和再贴现的利率，就是这种转变的反映之一。

事实上，通过价格进行调节，其效果和灵活性往往远远超出常规想象，有关的例子很多。可以预见的是，随着经济的逐步市场化发展，价格机制的作用