

● 经济学博士后、博士论丛

中国货币政策 的金融传导

● 李军 著

● 复旦大学出版社

经济学博士后、博士论丛

中国货币政策的 金融传导

李 军 著

复旦大学出版社

(中国金融) 1-1

中国货币政策的金融传导

著	李 军
责任编辑	徐惠平
出版发行	复旦大学出版社 上海市国权路 579 号 200433 86-21-65102941(发行部) 86-21-65642892(编辑部) fupnet@fudan.edu.cn
经销	新华书店上海发行所
印刷	复旦大学印刷厂
开本	850×1168 1/32
印张	7.5
字数	195 千
版次	1998 年 9 月第一版 1998 年 9 月第一次印刷
印数	1—1 500 ISBN 7-309-02059-6/F·467
定价	15.00 元

本版图书如有印装错误, 请向出版社调换。

经济学博士后、博士论丛

顾 问 蒋学模 张薰华 陈观烈
洪文达 叶世昌 洪远朋
尹伯成 苏东水 顾国祥

主 编 伍柏麟

副主编 华 民 张 军 刘子馨
石 磊

编 委 (以姓氏笔画为序)

石 磊 刘子馨 华 民
朱国宏 张 军 苏荣刚
芮明杰 张晖明 陆德明
周伟林 姜波克 袁志刚
徐惠平 黄亚钧 彭希哲
戴星翼

总 序

在邓小平理论的指引和以江泽民为核心的党中央领导下,我国的改革开放已经取得并在不断取得突破性的进展,现代化建设事业一步步在开创着新局面。生产的持续、快速和健康发展,综合国力的极大增强和人民生活的显著提高,是有目共睹,有口皆碑的。但是,这些成就和成绩的取得,与我们面临的到21世纪中叶把我国建设成为一个中等发达的社会主义现代化强国这一伟大而艰巨的任务相比,还很有限,要走的路还很长。

我们正面临着三个根本性转变:第一,从计划经济向市场经济的转变;第二,从粗放型经济向集约型经济的转变;第三,从不发达、不完善、不合格的社会主义向比较发达、比较完善和合格的社会主义转变。在体制转轨、发展转型和制度完善“三位一体”即建设有中国特色社会主义经济的历史性转变过程中,我们将会遇到各种各样层出不穷的新现象和新问题。这既是旷古未有的巨大挑战,又是千载难逢的历史机遇。美国弗里德曼教授曾经说过这样一句意味深长的话:“谁能把中国的情况说清楚,谁就能获得诺贝尔奖。”处于伟大变革时代的中国经济学人,理应承担起落在我们肩上的历史重任。

改革开放以来,随着我国经济的快速发展,经济文章和经济著作空前繁荣。数一数当前我国出现的书籍和报刊的种类和数量,无疑首推经济领域。需求引起供给,这是正常现象、好现象。但其中确实也有相当一部分粗制滥造、低水平重复等缺乏价值的作品。出版社的过度竞争和不正之风,著作人的目标短期化,是形成这类局

面的重要原因。而经济学作为一门科学,它的研究成果,不仅要体现在数量方面,更要体现在质量方面。一篇优秀文章,一部高质量的精品,其学术价值和社会影响远胜几十篇、几十部甚至几百部平庸之作。精品力作才是学科学术水平的标志。有鉴于此,复旦大学出版社拟以相对集中且有规模优势的学术群体为依托,欢迎国内外经济学博士和博士后的参与和赐稿,组织好时代性、理论性和应用性强的选题,出版融专业性、学术性和前沿性于一体的《经济学博士后、博士论丛》。专业性指丛书是涵盖理论经济学和应用经济学及其二级学科为范围;学术性表现为资料和观点的引用应准确可靠并注明出处,研究工具和方法科学先进,实证分析基础上引出规范,观点鲜明,内容充实,论证严密;前沿性应表现在研究的问题属该学科中有重大理论和现实意义,学术界还缺乏深入研究甚至尚未研究过的,或者能从新的视角,运用新的方法和资料进行论证并提出新观点、新结论的,总之前沿性要求有开拓性和创造性。为保证丛书预定的目标,出版社将采用国际通行的出版机制,对每部书稿实行两名以上专家双向匿名审稿制度,严格把关,杜绝伪劣。

邓小平理论是马克思主义基本原理与当代中国实际和时代特征相结合的产物,是当代中国的马克思主义,是经济研究工作的指导。现代西方经济学,虽然难免带有意识形态的局限性,但就其基本内容而言,则是现代市场经济的反映,值得我们借鉴。借鉴并不等于照搬,关键在于从中国实际出发,善于发现问题、提出问题、分析问题,从中引出合乎实际能解决问题的结论。在这一过程中运用包括现代西方经济学的某些原理、分析工具和方法,以符合国际规范,是必要的。无论是对马克思主义经济学的文献,或是近现代西方经济学的名著,都应该结合实际重新学习和再认识,实事求是地总结和传承借鉴,其根本目的则在于发展和创造。

当代中国最大的实际,就是加快改革开放,推进建设发展,逐步实现共同富裕的合格社会主义。但是,计划经济向市场经济的转

轨,落后的二元经济向工业化、现代化的发展和社会主义制度的完善,西方经济学和传统的马克思主义经济学都没有现成的答案,需要我们去创建。邓小平理论,特别是他的经济理论的核心——社会主义市场经济思想,突破了传统马克思主义理论和现代西方经济学的框框,为我们指明了前进的方向,打开了通向胜利的道路,展现出经济学发展的无限广阔前景。这里,既需要有经济学基础理论研究的优秀成果,同样需要各具体经济领域应用理论研究的优秀成果,它们共同构成有中国特色经济学的大厦。

经济学优秀成果的产生,要经历一个艰辛的学习、思考、探索、研究过程。希望这套《经济学博士后、博士论丛》的每一本,都能以真诚的态度,解放的思想,求实的作风,开拓的精神,从改革开放和建设实践中提出新问题,研究新情况,总结新经验,得出新结论,在有中国特色经济学的建设中贡献一份力量。

伍柏麟
1996年国庆
于复旦大学

摘 要

一国货币政策的有效性首先取决于金融领域的传导机制,后者又基于该国特殊的金融制度和金融结构。改革开放以来,中国的金融制度一直处于深刻的制度变迁之中,金融结构发生了很大的变化,不揭示这种深刻变迁之中货币政策传导机制的相应变化,中国货币政策的有效性难以得到保证,向间接调控转化就是一句空话。

本书在借鉴西方传导机制理论的基础上,首先深入分析了中国金融制度变迁和金融结构变化给中国金融领域传导机制带来的影响,由此提出中国传导机制主要由三条途径组成,即信贷配给途径、利率途径和汇率途径。然后对三条途径的作用机制、演变趋势以及它们在传导机制中的稳定性和相对重要性进行了详细的探讨。最后总结了整个传导机制的总体结构,并提出了中国货币政策目标体系的设计方案。

本书基本结论如下:

我国金融领域的货币政策传导机制以银行为主要传导枢纽,由四大市场(货币、资本、信贷和外汇市场)和三条途径(信贷配给、利率和汇率)构成。它们的稳定性和相对重要性的变化,决定了我国货币政策的目标体系和实施程序。

国有专业银行是我国传导机制的主要枢纽。非银行金融机构中,除证券公司外,主要是信托投资公司和城乡信用社,它们的性质与银行雷同。证券公司主要为资本市场提供中介服务,它们的地位取决于资本市场在传导机制中的作用。

正式和非正式的货币市场基本上是银行及非银行金融机构间的市场。相对于这些机构来说,货币市场处于从属地位,公众参与程度很低。特别是在目前我国企业习惯于欠账融资的情况下,票据市场发展缓慢。正规的资本市场无论从其绝对规模和相对规模还是从其资源配置效率看都是严重不足的。在我国以间接金融为主的金融结构下,信贷市场成为我国传导机制的主要脉络。

信贷配给途径及其作用机制。在我国仍然存在非均衡信贷配给——中央银行信贷计划管理的情况下,它首先表现为央行对专业银行的信贷配给——国家信贷计划的制定,以及它所直接导致的银行对企业的信贷再配给——国家信贷计划的执行。但是货币市场的发展已经为央行消除非均衡信贷配给提供了替代手段——在准备金制度下,以间接的市场化手段调控银行的信贷规模。同时,在银行对企业进行再配给的过程中,央行的信贷配给机制出现漏损。这造成央行信贷配给机制的有效性和稳定性急剧下降,但同时也使银行对企业的信贷配给出现均衡信贷配给的特征,为我国建立以均衡信贷配给为基础的新的信贷配给机制提供了基础——准均衡信贷市场。在这一市场中,要解决的问题是体制内信贷灰市的正规化和完善的法律监督环境,这就要求改革央行配给及其实施方式,让国家信贷计划限额管理仅仅适用于政策性银行业务,并逐步解除信贷限额管理,使银行真正商业化,并建立新型的银企关系。

利率途径及其作用机制。各种金融市场及金融灰市的发展使利率逐步在货币政策的传导中发挥作用。但是由于货币市场主要是金融机构间的市场,正规资本市场无论从其绝对规模和相对规模还是从其资源配置效率看都是严重不足的,而各种灰市资金又主要是由信贷配给机制的漏损形成,所以利率机制实际上依附于信贷配给机制。随着我国金融市场的规范化,在逐步取消信贷限额管理,打破银行“双轨”运行态势,消除信贷配给的漏损根源之后,

利率机制可以脱胎于信贷配给机制,而成为主要的传导机制之一。两者的正规化是同时实现的。在这一过程中,金融市场的规范化和利率市场化是两个关键问题。

汇率途径及其作用机制。随着我国对外开放程度的加深,货币政策开始影响汇率,再通过后者影响国际收支,最后反馈到国内货币市场和资本市场,影响公众的投资和消费。由于人民币仅仅在经常项目下自由兑换,资本项目受到严格管制,汇率在央行的指导和干预下由银行间市场决定,国际收支对国内货币政策传导的影响,主要体现在经由外汇结售制对货币供应量的冲击上,从而波及国内信贷,影响国内宏观经济运行。汇率机制基本上是一种通过国内经济迂回的反馈式次级效应,人民币资产与外币资产之间的资产选择效应还不能发挥。

Abstract

While, in economic theory and practice, a broad consensus has been reached on how monetary policy is implemented and on what it can or should be expected to achieve in longer run, the transmission is not well understood (BIS, 1994). In recent years, more attentions have been paid to the impact of financial structure on monetary policy transmission mechanism.

In chapter 1 of this book, around the important theoretical problems, including "is money a 'veil'", neutrality of money, inside money and outside money, and the cost of exchange and asymmetric information in financial process, the author firstly proves that the effectiveness of monetary policy depends on the transmission mechanism under peculiar financial system and structure. Because monetary transmission mechanism is divided into two parts; one is transmission in financial sector, the other in real sector, thus the monetary policy should be transmitted effectively in financial sector in order to influence real economy.

Then, combining the theoretical researches above with analysis of the practices of Chinese monetary policy in the transmission process from the planed economy to the socialist market economy, the author advances that only by figuring out the Chinese monetary transmission mechanism under Chinese peculiar financial system, financial structure, and their changes, the China's monetary policy can have its effectiveness, and be transferred from direct credit control to indirect market adjustment. This is

• 1 •

also the research clue of this book.

According to the clue described above, this book develops as following chapters:

Chapter 2 surveys the western theories of monetary transmission mechanism in order to use them as reference to the latter researches of Chinese monetary transmission mechanism.

Chapter 3 and Chapter 4 analyze the Chinese financial system and structure, and reach conclusions that (1) the state-owned special banks are the key "hub" of the Chinese transmission mechanism in financial sector; nonbank financial institutions, except investment banks, are similar to them in role. (2) the credit market is the main "vein" of the transmission mechanism; the money market is almost the interinstitution market, the public seldom participate into it; the scale of the formal capital market is small, and its efficiency of resources allocation is low; but the scale of the "gray" financial market is very huge, this causes the loss of efficiency of the monetary policy transmission. (3) the transmission mechanism includes three channels: credit rationing channel, interest rate channel, and exchange rate channel.

Chapter 5 analyses the credit rationing channel. The central bank is rationing credit through the national credit plan, but its "leakage" is very huge, so its effects are weakened. At the same time, in the "gray" credit market brought about by this "leakage", the credit rationing is of semiequilibrium. This provides a chance for China to establish a new credit rationing mechanism. The key points in that are: (1) the national credit plan should only be applied to the policy-oriented business of specific

banks, (2) the new credit rationing mechanism should be based on the "equilibrium credit rationing" in credit market, and (3) the legal environment should be improved.

Chapter 6 analyzes the interest rate channel. Nowadays, interest rate mechanism acts through the "gray" financial markets, especially "gray financial markets within system". Normalized financial markets and liberalized interest rates will bring interest rate mechanism into full play. The main steps consist of (1) further improving inter-bank money market; (2) deregulating the loan interest rates system; (3) deregulating the deposit interest rates; (4) canceling the quota control of capital market.

Chapter 7 analyzes the exchange rate channel. Under present foreign exchange system, especially compulsive "buying and selling foreign exchange" stipulation, foreign exchange market is a closed inter-bank market, there is no direction connection between foreign exchange market and domestic money market. Though the central bank can directly intervene exchange rate, it will face the conflict between the stability of exchange rate and the control of domestic money stock. Monetary policy can only intervene exchange rate by influencing domestic economy, then the change of exchange rate will in return influence balance of international payment, money market and the policy transmission.

Chapter 8 is a summary of the book. Based on the monetary policy transmission mechanism, the author gives his proposals of the target system of China's monetary policy in the end.

序 言

货币政策传导机制是这样一个过程,它自中央银行启动货币政策工具开始,引发金融领域和真实领域中某些变量的一系列变化,并最终趋向货币政策目标。传导机制的主要内容是研究并揭示这一过程中货币政策工具是通过哪些途径和环节,引发哪些变量的作用与反作用来实现货币政策目标的。只有做到这样,才可能降低货币政策的盲目性,充分而有效地发挥货币政策的作用。

在凯恩斯主义者首先提出利率传导机制之后,传导机制理论及其实践的争论和深入发展从未停止过。有人把利率区分为短期利率与长期利率、名义利率与真实利率、绝对利率与相对利率;有人引入了其他价格变量,如:产品价格、劳动力价格和金融资产价格(其中最著名的就是托宾的 q);有人则考虑信贷可得性与信贷配给;有人又纳入了汇率和出口因素。凡此种种使得传导机制理论纷繁复杂、莫衷一是。以至于货币主义者提出,只要能把握货币量与产出或(和)价格之间的相关关系,就能通过货币政策工具的实施而实现政策目标,不必去探讨两者之间的传导机制。

造成上述这种情况的原因是,所有西方学者都把一国经济看成一台机器,认为只要找到其动力学机制,那么这台机器在哪都一样运转。但是,经济本质是一种社会现象,不是一部机械运作的机器,它受人的因素影响很大。而作为经济行为主体的人恰恰是有其自身的思想、意识、判断和预期的,彼此之间相互作用,且这些都受一定的政治、历史、文化和环境影响,不同“背景”的人的行为方式是不同的。因此,经济过程是独特的,因而传导机制在各国是千差

万别的,不可套用。货币主义的“黑箱”理论不免盲目(货币主义已认识到这一点,逐步把他们的传导机制理论精细化)。50年代在某些国家证明是正确的传导机制,80年代在另外一些国家就行不通。而著名的哥德哈特法则(goodhart law)更加揭示出,即使在一国的范围内,货币政策中间目标的可行性和有效性也可能因为中央银行转而盯住这一目标而失效。可以说,放之四海皆准的传导机制是不存在的。迄今为止,各国货币理论和实践都说明一国货币政策的有效性和政策工具的选择最终都取决于该国不同时期的传导机制中具体传导途径的内容、特性和作用机制。

目前,我国宏观经济调控正由直接方式(集中计划方式)向间接方式(主要通过市场以货币或财政手段使金融的和真实的经济变量向着既定的政策目标递进)转变,货币政策传导机制自然成为理论界和政界所关注的重大课题。不探明传导机制,货币政策的推行便会陷于盲动,其效果自难捉摸。特别是在迈向社会主义市场经济的过程中,影响传导机制的政治、经济、社会条件和环境处于深刻变迁之中,我国货币政策传导机制必定拥有自己的特色。究竟中国现行的和将来的货币政策传导机制是什么样式,有何特点;相应地中国货币政策应该有什么样的目标体系,以什么为主要手段。这一切课题,在转轨阶段,特别是金融改革深化时期,都必须进行针对性地研究。

李军的《中国货币政策的金融传导》一书正是在这种新形势下,就金融领域探讨我国的货币政策传导机制的可喜成果。书中首先检阅了当代西方经济学中有关货币政策传导机制的主要流派观点,由此归结到影响传导过程的六大要素:利率、信贷配给、非货币金融资产价格、汇率以及与这四者有关的预期因素和经济行为主体间的博弈关系。在这个基础上,作者审视了中国现有的金融体制(机构与市场)及其改革前景,然后联系中国实际对西方理论所提出的有关传导要素逐一进行考察,得出了以下颇具特色的结论:

信贷配给是我国当前货币政策传导机制中最主要的途径,其中又分为中央银行的配给(非均衡配给)和国有商业银行的再配给(准均衡配给)。在中国当前以间接融资为主、利率压制和“超贷”(反面是企业高负债)的具体情况下,信贷配给有巨大的“漏损”,这就削弱了货币当局的政策效力,最终目标未能圆满实现。随着市场经济改革的进行和金融市场化的深入,非均衡信贷配给的重要性降低,但是均衡信贷配给,即商业银行的信贷配给仍会存在。

信贷配给漏损中所形成的灰市金融已冲击着被压制的利率;拆借市场和国债回购市场中已日益显示出利率在一定程度上的灵活性,及其在货币政策传导机制中的作用;日后,随着中央银行信贷配给的废除和专业银行的商业化,均衡信贷配给虽然会继续,市场化的利率在货币政策传导中的作用,将更为重要,从而取代信贷配给的主导地位。

利率市场化可以提高我国银行的经营效率和投资的质量,但是也可能带来短期不利效应(如:地区差异、投资抑制),所以中国的利率市场化应有合理的顺序。这就是,首先放开和规范同业拆借市场和国债市场利率(这一步已经开始),然后放开对银行贷款利率的限制,第三步是放开存款利率,最后取消资本市场的规模控制。完成这个过程,就能实现由中央银行的公开市场操作,到公众资产组合调整,再到利率变化和投资增减的传导。

同时,随着我国经济开放程度的扩大,外汇市场和汇率在中国货币政策传导机制中的作用将加强,尽管目前汇率传导机制只是反馈式的次级效应。

最后,基于中国传导机制的演化,提出我国货币政策以银行准备金、基础货币为操作目标,以有选择的信贷量为中间目标,以货币供应量为指示器。

由上可见,此书视角是多方位的,且分析是有深度的,不失为一本有内容、有见解的作品,具有较强的理论和实践意义。当然,传

导机制一直是货币经济学的难题之一,我国的有关经济、金融体制和市场机制又处于复杂的变迁之中,更增加了探讨这一问题的难度,本书不足之处不必讳言。其一,本书的初稿是李军的博士论文,当初选题的原则是题目小一些,以便进行较为深入的研究,因此,对传导机制的探讨仅仅限于金融领域。但是完整的传导机制应包括真实领域,又由于金融领域和真实领域之间存在反馈,后者是不可能完全撇开的,故本书的缺点是对真实领域的反作用研究不足;其二,利率机制和汇率机制的研究相对单薄。希望作者今后继续深入研究,为货币政策实施提供全面的参考。但是从整体看,本书结构清晰、逻辑性强,既有理论探讨,又有切中实际的分析,对货币政策的制定和执行有积极的参考作用。我喜见本书出版,乐为之序。

陈观烈

1998年7月于上海