



结构主义视域下 中国货币政策的 信贷渠道研究

Research on Credit Channels of Monetary Policy
from the Perspective of Structuralism

战明华 著

结构主义视域下 中国货币政策的 信贷渠道研究

Research on Credit Channels of Monetary Policy
from the Perspective of Structuralism

战明华 著

中国人民大学出版社

· 北京 ·

图书在版编目 (CIP) 数据

结构主义视域下中国货币政策的信贷渠道研究/战明华著. —北京: 中国人民大学出版社, 2019. 6
国家社科基金后期资助项目
ISBN 978-7-300-27010-4

I. ①结… II. ①战… III. ①货币政策-研究-中国 IV. ①F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 103029 号

国家社科基金后期资助项目
结构主义视域下中国货币政策的信贷渠道研究
战明华 著
Jiegou Zhuyi Shiyuxia Zhongguo Huobi Zhengce de Xindai Qudao Yanjiu

出版发行	中国人民大学出版社	邮政编码	100080
社 址	北京中关村大街 31 号		
电 话	010-62511242 (总编室)	010-62511770 (质管部)	
	010-82501766 (邮购部)	010-62514148 (门市部)	
	010-62515195 (发行公司)	010-62515275 (盗版举报)	
网 址	http://www.crup.com.cn		
经 销	新华书店		
印 刷	北京玺诚印务有限公司		
规 格	165 mm×238 mm 16 开本	版 次	2019 年 6 月第 1 版
印 张	17.5 插页 2	印 次	2019 年 6 月第 1 次印刷
字 数	300 000	定 价	58.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

国家社科基金后期资助项目 出版说明

后期资助项目是国家社科基金设立的一类重要项目，旨在鼓励广大社科研究者潜心治学，支持基础研究多出优秀成果。它是经过严格评审，从接近完成的科研成果中遴选立项的。为扩大后期资助项目的影响，更好地推动学术发展，促进成果转化，全国哲学社会科学工作委员会按照“统一设计、统一标识、统一版式、形成系列”的总体要求，组织出版国家社科基金后期资助项目成果。

全国哲学社会科学工作委员会

前 言

货币政策传导机制聚焦的是货币政策变动具体通过什么样的途径影响总需求的问题。自 Bernanke 和 Gertler (1988) 提出在债券与贷款异质条件下, 货币政策传导存在一个独立的信贷渠道的理论以来, 不完全信贷市场如何影响货币政策传导以及一般经济均衡的问题, 就引起了人们广泛的关注。与发达国家相比, 中国面临更严重的金融摩擦问题, 而且这种金融摩擦与中国的经济结构异质性密切相关, 因而从中国的具体经济结构出发, 探讨转型期中国货币政策的信贷渠道, 对于理解与丰富中国货币政策传导机制, 构建具有中国特色的货币政策传导机制理论, 优化货币政策的操作机制设计, 具有比较重要的理论与现实意义。金融摩擦有着各种不同的定义, 广义的金融摩擦指的是不符合阿罗-德布鲁经济的任何影响市场机制发挥作用的情形。金融摩擦的存在会产生金融交易与金融合约制定过程中的交易成本, 从而影响最优合约的形式与最优金融制度结构, 以及经济系统对各种外来冲击的响应形式。但是, 本书的金融摩擦指的是影响货币政策通过信贷渠道传导的市场机制不完备因素, 主要包括两个环节: 一是银行或其他金融机构资产负债表的资产结构与负债结构内部的非完全替代性; 二是外部贷款人与企业借款者之间存在信息不对称导致的代理成本或监督成本等现象。上述两者都受外部金融结构的影响。可见, 本书的金融摩擦是狭义的, 具体测算指标在书中的实证部分进行具体说明。总的来看, 本书的研究分为三大模块: 一是对货币政策信贷渠道在中国的存在性和重要性进行了实证考察; 二是提出了存在金融摩擦和结构异质条件下的 DSGE 理论框架, 并进行了仿真模拟; 三是对中宏观层面经济系统对货币政策信贷渠道冲击的响应, 进行了分角度的进一步理论与实证研究。

相关研究综述

自 Bruner 和 Meltzer (1963) 首先从财富的存量-流量调整视角, 对传统凯恩斯主义过度强调利率机制在联系货币与产出的重要性提出批评以后, Bernanke 和 Blinder (1988) 进一步改变了 IS-LM 模型中仅有货币与债券两种金融工具的假设, 假定银行贷款具有特殊性并将其从其他“债券”中分离出来, 从而将总量需求的决定由商品与货币两个市场, 扩展为商品、货币与银行贷款三个市场, 并据此从宏观总量上对银行信贷渠道的作用机

制和作用条件进行了分析。关于信贷渠道作用机制微观视角的研究,主要是基于金融市场不完全所导致的信贷配给均衡。这是因为,如果信贷配给均衡是存在的,那么,一方面,这表明银行以及银行信贷是“特殊的”;另一方面,货币政策的改变将导致金融市场效率或信贷市场状况的变化,从而改变总需求所面临的流动性约束(Walsh, 2010)。Jaffee 和 Russell (1976) 以及 Stiglitz 和 Weiss (1981) 分别在对借款人进行分类,并将借贷风险关于利率内生化的基础上,证明道德风险与逆向选择将导致信贷配给是一种稳定的均衡。Williamson (1986, 1987)、Bernanke 和 Gertler (1989) 等则分别从监控成本与代理成本角度论证了信贷配给均衡的存在性。

关于信贷渠道存在性的较早的实证来自 King (1986)。在分别将货币供应量和银行贷款数量作为预测未来产出信息的条件下,King 的研究发现,货币供应比贷款更好地预示了未来产出。这一结论得到了 Romer (1990)、Leeper (1993) 等实证结果的支持。但这一方法存在两个缺陷:一是内生性问题,即难以区分信贷与产出的因果关系方向,原因是不仅信贷会影响未来产出,而且银行信贷决策也可能受产出走势的影响;二是难以将信贷与货币对产出的作用分离开来,信贷与货币(非现金)分别是银行资产负债表中的资产与负债,货币政策的变化会引起它们的同步变化,因而如何将由此导致的产出变化分别归结于货币与信贷是困难的。

一些学者提出了解决上述难题的几种方法。Kashyap、Stein 和 Wilcox (1993) 的方法是通过观察企业外部融资中非银行融资的比重变化,来判断信贷渠道的存在性。他们认为,货币渠道的作用链条是“货币紧缩—利率升高—总需求降低—企业所有外部融资方式同等程度降低—企业非银行融资比例不变”,而信贷渠道的作用链条是“货币紧缩—银行信贷供给减少—企业寻求其他融资方式—企业非银行融资比例提高”,于是,通过观察企业非银行融资比例这一指标的变化,即可判断信贷渠道存在与否。Walsh 和 Wilcox (1995) 的方法则是将银行对企业的最优惠利率作为银行信贷供给的代理变量。他们认为,对企业的最优惠利率主要反映的是银行的放贷意愿,而与信贷及货币的需求关系不大。利用这一代理变量,他们用 VAR 模型分析了银行信贷对产出的作用。不过, Walsh 等的方法受到了 Ceccetti (1995) 和 Meltzer (1995) 的质疑。Ceccetti 认为,企业的还贷行为决定了银行信贷的变化滞后于产出,因而信贷与产出在时间序列上并无因果关系。Meltzer 则指出,由于存在对中小企业的信贷配给,银行对企业的最优惠利率也不是内生于信贷供给的,因此用此指标来反映银行信贷供给是不合

适的。

与 Walsh 等相比, Driscoll (1994) 和 Melzer (2007) 认识到, 解决上述难题的关键在于如何独立地识别信贷供给冲击。为此, 在一个统一的货币区内, 利用各州 (国家) 的面板数据, 他们构造了一个关于信贷供给代理变量的极为巧妙的方法, 基本思想是: 假定货币区内总的名义货币量不变, 若某一州 (国家) 突然受到一个正向的货币供给或需求冲击, 那么由于不同州 (国家) 之间汇率和利率是不变的 (固定), 因而此时利率与汇率机制均不发生作用, 于是, 如果不存在信贷渠道, 那么这一冲击的唯一后果是受冲击的州 (国家) 居民所持实际余额增加, 而其他州 (国家) 相应减少。但是, 如果存在信贷渠道, 那么, 由于银行储蓄存款增加, 因而冲击将首先导致银行的信贷供给增加, 如果经济中存在将银行贷款看作特殊融资工具的企业, 则由于可以获得更多的贷款, 这些企业会增加产出, 即冲击还将导致产出的增加。于是, 货币供给或需求的冲击, 即可作为在剔除了利率 (货币) 与汇率渠道基础上的一个有效的银行信贷供给代理变量。

国内的一些学者 (蒋瑛琨等, 2005; 盛松成, 吴培新, 2008; 战明华等, 2009) 从不同的角度, 已对中国的货币政策信贷渠道做了具有洞察力的研究, 但尚未有类似于 Driscoll (1994) 方法的分析。本书拟在 Driscoll (1994) 等的方法基础上, 利用中国的分省面板数据, 对中国信贷渠道的存在性加以验证。与 Driscoll (1994) 等的研究相比, 本书的贡献体现在如下三点: 一是研究的问题不同。Driscoll (1994) 与 Melzer (2007) 只是从总量上研究了欧美信贷渠道的存在性, 而本书还考虑了制度变迁的含义, 考察了信贷渠道效应随金融改革的动态变化特征; 二是在理论模型中加入了中国的基准利率控制与经济结构突变特征等新约束; 三是估计方法不是基于简单模型设定的 OLS 估计, 而是考虑了模型选择的动态完整性并运用了动态 GMM 估计技术。

理论上, 关于货币政策信贷渠道的存在性与重要性, 还可从货币政策价格传导机制相对作用大小的角度, 进行另一个视角的解读。在一个货币需求偏好是稳定的标准的阿罗-德布鲁经济中, 货币政策的调整与目标利率的变动是等价的, 货币政策对实际经济变量的影响, 完全可以通过目标利率的变动来反映, 即货币政策传导中仅存在唯一的利率渠道。但是, 关于货币政策冲击与宏观经济波动的许多实证研究与这一理论预期并不相符, 仅从利率渠道来解释货币政策冲击对宏观经济波动的影响, 存在三个被称作“伯南克之谜” (Freixas and Rochet, 1998) 的未解之谜: 放大之谜 (The Magnitude Puzzle)、时滞之谜 (The Timing Puzzle) 与结构之谜

(The Composition Puzzle)。其中,放大效应指的是利率变动无法解释货币政策冲击对实际变量的所有效应,时滞之谜指的是即便在利率对实际经济变量影响的滞后效应消失以后,货币政策仍对真实经济变量有滞后影响,结构之谜则指的是货币政策对长期利率的影响相对短期利率来说更弱,但是货币政策却对房屋、生产设备、耐用品等受长期利率控制的长期资产投资有明显的影响。

在打开货币政策黑箱、识别货币政策传导的不同渠道和理解货币政策冲击影响实际经济的机理等方面,“伯南克之谜”的破解具有重要的理论与实践含义(Bernanke and Gertler, 1995)。理论上,随着利率市场化水平的日渐提高,“伯南克之谜”会渐趋消失,因此,验证这一理论预期,为评估利率市场化改革对中国货币政策传导效应的影响,提供了一个新的视角。但是直观上,对中国来说,制度变迁和经济金融结构的特殊性会导致货币政策传导的特殊性(刘伟, 2011),从而有可能扭曲或弱化利率市场化改革对“伯南克之谜”的影响:与发达经济体不同,中国货币政策工具不仅包括准备金率等传统三大工具,还包括央票正逆回购、信贷定向窗口指导、中期借贷便利和补充抵押贷款等特殊工具(欧阳志刚, 薛龙, 2017),那么这些特殊工具变动引起的货币冲击效应,是否与以发达国家为对象的实证结果有所不同呢?虽然自1996年取消信贷额度控制以来,中国也试图将货币政策中介目标由数量型向价格型转变,但由于众多的制约因素,时至今日,中国也不同于发达国家明确将货币市场短期利率作为货币政策中介目标,货币政策中介目标在审慎监管框架下,具有模糊性和多样性特征,那么这种中介目标选择特点,是否影响了利率渠道的相对地位?更为重要的是,中国还面临利率市场化改革这样的制度变迁和国有产权比重仍相对较高的特点,那么这些制度变迁与产权特征,是否改变微观经济主体对货币政策冲击的响应方式呢?近几年来,由于互联网技术冲击和规避金融监管而发展迅猛的影子银行,又会对货币政策传导的宏观效应产生什么样的影响呢?据此,本书聚焦于如下三个问题的解决:“伯南克之谜”在中国是否存在以及具体的表现形态是什么?利率市场化改革是否对“伯南克之谜”的弱化具有显著的作用?如果没有,哪些因素阻碍了利率市场化作用的发挥?

人们对“伯南克之谜”的关注肇始于对20世纪大萧条期间金融部门与实体部门关系及由此产生的货币政策含义的反思。Bernanke (1983)发现,Friedman 和 Schwartz (1971)从货币供给下降视角的解释尚不足以对总需波动做出全面的解释,由于金融中介具有收集和加工信息以解决信息不对

称的能力,因此信贷减少对总需求的减少具有独立的作用。这一研究的政策含义是,如果货币政策能够直接或间接地影响金融中介的信贷供给,那么货币政策传导中将存在一个独立的“信贷渠道”,传统的“货币政策变动—货币供给变动—利率变动—投资与消费变动”的利率渠道,将不能完整反映货币政策的传导链条 (Demirel, 2007; De Fiore and Trstani, 2008; 徐明东, 陈学彬, 2011)。虽然通过将金融资产中的债券进一步异质化分类和考虑企业抵押能力差异,信贷渠道的存在性问题,在理论上既得到了忽略微观基础的凯恩斯主义 IS-LM 模型理论的支持 (Bernanke, 1983, 1988),又得到了具有微观基础的信息不对称理论的支持,但信贷渠道的重要性在实证上仍存在很大争议。关于货币政策信贷渠道存在性的实证研究,主要包括两种方法:一是利用将中间传导机制看作“黑箱”的简约型模型,检验货币和信贷哪一个更准确地预测了产出。King (1986)、Romer 和 Romer (1990) 以及 Ramey (1993) 的实证结果均表明,相对于信贷,货币更好地预测了产出,据此他们认为货币政策信贷渠道是不存在的。但是,这种方法的问题是,竞争性的利率与信贷渠道理论并没有提供充足的信息以区别货币、信贷与产出的时序因果关系,而这一问题在存在前瞻性的预期 (Forward-looking Expectation) 时尤其严重。例如:如果企业预期到未来产出将发生变动,那么它们既会调整对货币的需求,也会调整对信贷的需求,因此通过货币与信贷来预测产出时,统计上就会存在严重的变量内生性引起的推断失效问题。更为现实的是,如果存在银行贷款承诺调整等交易成本,那么宏观上体现出的货币、信贷与产出的相关性就无法反映上述经济的因果逻辑。另外,货币比信贷对产出有更准确预测能力的实证结果,也与 Bernake (1983), Aysun、Brady 和 Honig (2013) 所主张的信贷渠道仅是传统利率渠道的一种补充而非替代的观点不矛盾。二是利用货币政策信贷渠道理论所推导出的结构性差异推论,验证信贷渠道的存在性。为了避免理论上关键时序变量因果关系难以识别的问题,学者将研究转向不同货币政策传导渠道理论对企业相关财务指标不同含义的探讨。Kashyap、Stein 和 Wilcox (1993) 指出,如果广义信贷渠道中的银行信贷渠道是存在的,那么,尽管紧缩性货币政策会因总需求降低导致银行资产负债表中资产与负债的同时减少,但是,如果银行贷款因银行拥有更强的解决信息不对称能力而是特殊的,那么对银行贷款具有依赖性的企业负债结构中,来自银行贷款的减少幅度要大于其他负债。利用美国的数据, Kashyap 等 (1993) 发现,在货币政策紧缩后,企业的银行贷款与商业票据比值确实发生了预期的变化,其他的实证结果也支持了这一结论 (Haan, Summer and

Yamashiro, 2007)。但是,一些研究指出,如果不同类型企业对经济周期的敏感性以及他们资产负债中负债的种类本来就不同,那么,当货币政策紧缩时,尽管大小企业的贷款都会同等比例减少,但是由于大企业更容易在商业票据市场获得资金,因而小企业的商业票据减少幅度要大于大企业,于是在总量上就会表现出贷款与商业票据之比降低的具有误导性的结论(Oliner and Rudebushch, 1995; Gertler and Gilchrist, 1994)。不过,利用长期约束识别条件下的面板SVAR模型技术,Mishra等(2014)的跨国实证结果显示,虽然货币政策对金融体系更完善的发达国家的银行利率有着显著的影响,但对低收入国家的影响却不显著。也就是说,相对于利率渠道,信贷渠道在发展中国家有着更为基本的重要性,这也一点也被包括中国在内的许多研究证实(Montiel, Spilimbergo and Mishra, 2010; Mishra and Montiel, 2012; Afrin, 2017)。

面对货币政策如何影响实际经济变量的理论上的分歧,一些研究转向了对货币政策冲击在解释经济波动中作用的基本事实总结。Bernanke和Gertler(1995)发现,如果仅仅依据新古典主义的成本-资本(Cost-Capital)理论而假定总需求的各个部分主要对利率敏感(Interest-sensitive),那么将很难与数量事实相吻合。实际上,诸如产出的滞后、销售和现金流等一些非新古典主义的数量而非价格变量,对于解释总需求波动起到显著的加速作用。另外,就现实货币政策传导来看,货币政策影响的是银行间同业拆借这样的短期利率而非长期利率,因而理论上,货币政策应当对房屋和生产设备这样的长期投资影响不显著,但事实却与此相反。利用递归识别的VAR模型,Bean和Larsen等(2002)也发现,无论是欧洲还是美国与日本,关于货币政策冲击的基本事实是,短期利率对住宅等耐用消费品具有显著影响,且新古典的资本成本理论无法解释支出的波动,而且即便在短期利率停止波动消失后较长时间内,实际经济变量仍未停止调整。这些研究得到了证实(Christiano, Eichenbaum and Evans, 1999; Benati, 2001)。

虽然基于改革开放以来利率的长期控制和存在金融摩擦现实,关于中国货币政策传导的研究大多承认信贷渠道的存在性(蒋瑛琨等, 2005; 盛松成, 吴培新, 2008; 姚余栋, 李宏瑾, 2013; 战明华, 蒋婧梅, 2013; 姚余栋, 李宏瑾, 2013; 张勇等, 2014),但人们对不同传导渠道的相对重要性和货币政策的具体传导机制仍存在很大的分歧。刘伟(2008)指出,由于中国的货币政策与财政政策的关联性不同,以及货币政策工具等类型的特殊性,中国货币政策应对供给与需求冲击应当采取不同的机制设计。

王君斌和郭新强(2011)等利用SVAR模型与构建的黏性价格模型分析认为,对于数量式的扩张性货币政策而言,贷款利率下限控制、行业盈利能力以及投资与消费的滞后期等,都是影响货币政策调控经济结构效果的因素。谭政勋和王聪(2015)的研究认为,无论采取货币规则还是利率规则,货币政策决策都应将房价的当前与过去信息包含在内。饶品贵和姜国华(2013)的研究认为,货币政策紧缩导致的银行贷款供给的减少是真实存在的,但是微观企业也会寻求商业信用作为外部融资的替代。张雪兰和何德旭(2012)分析了货币政策立场与银行风险承担的关系,认为银行风险承担是影响货币政策传导的重要因素,货币政策并非中性。其他的一些研究则从经济的产权结构、影子银行、货币中介目标和最终目标的多重性、货币政策转移的区间效应等中国特殊经济环境出发,提出了中国货政策传导的特殊机理(盛松成,吴培新,2008;郑挺国,刘金全,2010;王胜,郭汝飞,2012;马草原,李成,2013;裘翔,周强龙,2014)。

面对理论分析的不一致,在中国,解决货币政策传导机制的理论上分歧的一个重要视角是观察“伯南克之谜”的存在性与重要性。“伯南克之谜”不仅规定了各种货币政策传导机制理论必须解释的基本事实,而且揭示了不同传导渠道的相对重要性以及与标准理论假设相背离的制度背景。如前所述,中国经济环境的一些特殊性有可能使“伯南克之谜”呈现不同的特征。分别于2013年和2015年完成的存贷款利率市场化改革,是中国近些年来金融市场影响意义深远的最重大制度变迁,人们预期利率市场化改革的完成将提高资金的配置效率和有助于进行有效的风险定价(方意等,2012;林仁文,杨熠,2014;钱雪松等,2015),从而全面完善金融市场。按照理论,“伯南克之谜”的存在性与重要性取决于金融摩擦的程度,因而利率市场化改革应对“伯南克之谜”具有显著的弱化作用。本书将在分析“伯南克之谜”存在性及特征的基础之上,检验这一预期,并识别可能阻碍弱化作用效果的因素。

上述的综述表明,对于中国货币政策信贷渠道问题,尚需进一步系统地做各方面的理论与实证探讨。

主要研究内容

第一章研究“伯南克之谜”在中国是否存在。以货币政策对实际经济变量的影响具有时滞效应、放大效应和结构效应为特征的“伯南克之谜”,描述的是现实货币政策传导对标准货币或利率渠道传导理论预期偏离的三大特征,但对这些特征的总结来自发达经济体,而转型与新常态下的中国

经济无论经济结构还是运行机制均有自己的鲜明特色。理论上,随着利率市场化的推进,货币政策的利率价格传导机制将被强化,而“伯南克之谜”会被弱化。本章递进地研究了以下三个问题:“伯南克之谜”在中国是否存在?利率市场化改革是否与理论预期的那样弱化了“伯南克之谜”?如果没有,是哪一些具有中国特色的因素阻碍了现实与理论的趋同?通过以ARDL模型为基础并辅之以递归识别的SVAR模型稳健性检验的实证,本章对这些问题进行了实证考察。

第二章从供给冲击视角验证了中国信贷渠道的存在性。本章在借鉴Driscoll(2004)的银行信贷供给冲击识别的方法基础上,主要尝试验证了如下命题:中国的金融市场化改革,是否如理论预期的那样逐渐完善了金融市场,从而弱化了银行信贷渠道的效应?实证结果发现,虽然信贷渠道总体上是显著存在的,但信贷渠道的效应变化随改革时段不同而呈倒“U”形特征。深入的分析认为,倒“U”形关系表明中国的市场化进程在改革后期有减弱趋势,且金融市场化改革并未有效地催生金融创新。从金融改革的角度看,本章的意义主要有:一是利率市场化改革是整体经济市场化改革的有机组成部分,单独推进利率市场化的效果是令人怀疑的;二是金融改革必须具有诱致金融创新的功能,不能有效促进金融创新的金融改革将无法改变实体经济对银行信贷的严重依赖性。

第三章利用基于SVAR模型中的脉冲偏导分离技术,对货币政策传导过程中信贷渠道的相对作用,以及这一相对作用如何随着市场化结构变迁而变迁进行了实证识别。首先,建立基准模型,对我国的货币政策不同传导渠道的独立效应进行识别并比较;然后,分别引入金融市场化改革的两个重要表征——利率市场化改革和影子银行发展程度变量,进一步分析其对不同渠道相对独立效应的影响。实证结果揭示了中国货币政策传导的一些重要特征。研究为央行通过定向量化宽松来熨平经济下行波动的货币政策操作的有效性,提供了实证支持。同时表明,货币政策价格传导机制作用的发挥,不仅需要利率市场的自由化,更需要整体经济市场化的全面推进,单独利率市场化的效果是有限的。金融市场化过程必须强化对影子银行等新的金融形式的监管且应遵循一定的次序,过度的金融自由化不仅会产生新的金融风险,还会影响货币政策的可预测性与实施效果。

第四章研究了利率市场化与产权结构异质条件下中国货币政策广义信贷渠道的传导。从转轨时期中国两大经济结构特征——利率市场化改革与企业产权异质性出发,本章将这两个特征作为新的约束条件引入Oliner(1996)的广义货币渠道作用机制的基准模型,构建了中国货币政策广义信

贷渠道作用机制的扩展模型,并提出了两个相关假说。本章的研究发现,在金融摩擦存在和放松利率管制的条件下,紧缩性货币政策通过广义信贷渠道对经济所产生的金融加速器效应,不是被弱化,而是被加强。但是,经济中国有属性比重的提高,对这一加速器效应起到了显著弱化的作用。研究给出了货币政策的操作必须将金融摩擦程度纳入考虑的范围、减少金融摩擦应先于利率的完全自由化、在金融摩擦一定的条件下应重新审视国有企业的增长功能等政策含义。

第五章考察了银行业市场结构变化对货币政策银行信贷渠道的影响。以往的研究表明,银行市场竞争结构变化可能改变银行储蓄存款的边际成本、银行资产组合结构和企业信贷的证实成本。本章在对银行竞争结构变化影响货币政策银行信贷渠道的机理进行理论分析的基础上,首先提出了相关的假说,然后利用中国上市银行的样本数据对假说进行了验证。研究结果表明,随着中国银行业竞争的加剧,货币政策银行信贷渠道的传导效果产生了显著的变化,但对产生这一效果的因素的实证识别表明,银行资产负债表的资产结构变化而非负债结构变化是影响银行信贷渠道的主要原因。

第六章分析了近些年来互联网金融创新对货币政策银行信贷渠道传导的影响。本章聚焦了互联网金融发展如何影响货币政策银行信贷渠道的传导机理与传导效果问题。首先从货币政策银行信贷渠道传导的两个环节出发,总体分析了互联网金融可能对货币政策银行信贷渠道的影响,然后通过特定系统中构造一个包括家庭、银行和企业的最优决策一般均衡模型,分析了互联网金融影响货币政策银行信贷渠道的微观机理。研究主要得出如下结论:一是总体上互联网金融主要是通过减少金融摩擦来弱化货币政策银行信贷渠道的,而且这一点得到了实证结果的支持。二是微观机理上互联网金融对货币政策银行信贷渠道的影响具有银行负债结构效应、证券市场流动性效应、金融资源错配效应和企业融资结构优化效应。三是实证结果主要支持银行负债结构效应对货币政策银行信贷渠道产生了显著影响。因参与证券市场规模不大以及金融资源错配效应与融资结构优化效应的彼此抵消,其他效应的影响不大。

第七章研究了货币政策信贷渠道传导视角下的最优货币政策工具的选择问题。以金融摩擦与国有投资比重为约束条件,在瓦尔拉斯经济的逻辑框架内,本章首先构建了一个既体现中国经济结构的特殊性,又符合主流经济逻辑的、打开货币政策传导机制“黑箱”的理论模型。然后,据此对中国不同货币政策工具类型的传导机制与传导效应进行了剖析,并提出了

假说及对假说进行了实证检验。研究获得了如下结论：一是只要充分考虑市场的不完全性特征，新古典逻辑框架仍能对中国货币政策的传导提供强有力的解释；二是市场的严重不完全，可以衍生出货币政策效果具有货币政策工具类型的敏感性、货币政策函数应当既包含总量又包含效率、货币政策效果具有内生的阶段性等重要政策含义；三是就货币政策的传导效果而言，利率市场化的绩效与由经济的产权结构和金融摩擦等所构成的“媒介介质”密切相关，利率市场化改革是一个系统工程，其含义远非仅仅放开金融资产的价格。

第八章研究了在金融摩擦条件下货币政策信贷渠道导致的金融资源结构错配问题。以在金融摩擦条件下修正的状态证实模型为基础，本章首先对银行信贷渠道影响信贷资源在产业间配置的机理进行了理论分析，提出了相应的假说，并利用差异中的差异交叉项模型对假说进行了实证检验，得到了如下主要结论：一是银行信贷渠道的强化对产业结构升级具有结构性错配效应，而紧缩性的货币政策则显著地放大了这一效应。二是企业的国有属性强化了银行信贷渠道的信贷资源错配效应，但在考虑企业国有属性的条件下，紧缩性货币政策却对这种错配效应没有显著影响。不过尽管如此，由于国有属性比重在不同产业间的分布是不均衡的，因而总的来看，经济中国有属性比重的提高，仍对货币政策银行信贷渠道的信贷资源错配效应具有显著的强化作用。三是利率市场化虽然在一定程度上纠正了银行信贷渠道的结构性错配效应，但是，这一纠正效应被企业的国有属性显著地弱化了。

第九章考察了货币政策如何通过信贷渠道实现去行业过剩产能的问题。利用扩展的 IS-LM-CC 模型，本章研究了货币政策通过银行信贷渠道是否具有去行业过剩产能的功能，以及去行业过剩产能的机理问题。研究首先在存在金融摩擦与企业异质条件下，构建了分析货币政策银行信贷渠道去行业产能的理论分析框架，并提出了两个假说。然后，从去产能是长期供给而非需求变动的内在逻辑出发，利用样本数据分别验证了两个假说，并对扩张性与紧缩性货币政策的非对称性进行了考察。研究主要得出如下结论：一是由于产能过剩行业企业的财务状况较脆弱及银行可能执行窗口指导的行业贷款取向，因而货币政策通过银行信贷渠道在总体上确实具有去行业过剩产能的供给侧结构调整功能。二是货币政策通过银行信贷渠道对产能过剩行业民营企业去产能的影响显著，但对国有企业不显著。银行资产负债表的负债结构、资产结构和企业抵押品提供能力，均对货币政策通过信贷渠道影响民营企业去产能效果有影响。三是由于金融摩擦的存在，

数量型货币政策工具比价格型工具去产能效果更明显。四是扩张性与紧缩性货币政策效果是非对称的，国有企业仅对扩张性货币政策敏感，而民营企业对扩张与紧缩性货币政策都敏感，但受紧缩性政策影响更大。

第十章是结论与政策含义。本章对前面各章的研究内容进行总结，并从政策实践的角度，分析转轨时期中国货币政策信贷渠道的优化运用，以及安排信贷渠道逐渐退出货币政策操作的次序。

目 录

第一章 中国货币政策传导“伯南克之谜”的存在性	1
第一节 中国“伯南克之谜”的存在性及其特征	1
第二节 利率市场化显著弱化了“伯南克之谜”吗	14
第三节 哪些因素阻碍了利率市场化作用的充分发挥	25
第四节 稳健性检验	31
第五节 小结	39
第二章 供给冲击识别条件下中国货币政策信贷渠道的存在性	42
第一节 信贷供给冲击识别的方法及拟验证的命题	42
第二节 信贷供给冲击的估计	46
第三节 信贷渠道效应的存在性检验：总量情形	50
第四节 信贷渠道效应的动态特征：分时段情形	57
第五节 小结	61
第三章 基于SVAR脉冲偏导分离技术的货币政策传导渠道效应测算	64
第一节 文献回顾与述评	64
第二节 技术方法	67
第三节 变量定义与数据说明	73
第四节 不同渠道独立效应的测算比较	78
第五节 利率市场化改革的影响	86
第六节 影子银行的影响	90
第七节 稳健性检验	94
第八节 小结	98
第四章 利率市场化及企业异质条件下货币政策广义信贷渠道的传导	101
第一节 研究设计	102
第二节 实证结果	109
第三节 小结	117

第五章 银行业市场结构与货币政策的信贷渠道	119
第一节 总量经验证据	119
第二节 微观经验证据	131
第三节 稳健性检验	137
第四节 小结	139
第六章 互联网金融发展与货币政策的银行信贷渠道	146
第一节 相关文献综述	146
第二节 理论分析框架	150
第三节 互联网金融对银行信贷渠道影响的总体效应	156
第四节 互联网金融影响银行信贷渠道机理的经验证据	162
第五节 小结	170
第七章 金融摩擦、产权异质与不同类型货币政策工具的效应	173
第一节 研究设计	174
第二节 实证结果	180
第三节 小结	192
第八章 金融摩擦、货币政策信贷渠道与产业结构升级	195
第一节 研究设计	195
第二节 实证结果	201
第三节 小结	211
第九章 信贷渠道与货币政策去行业产能的效果	213
第一节 相关文献评述	214
第二节 理论分析框架	217
第三节 假说 1 的经验证据	224
第四节 假说 2 的经验证据	231
第五节 货币政策扩张与紧缩的非对称性	235
第六节 小结	240
第十章 结论与政策含义	242
第一节 主要结论	242
第二节 政策含义	247
参考文献	250