

导论 中国货币政策传导机制存在的问题与改革思路

内容提要

货币政策传导机制是货币政策理论和实践中的重要问题。我国货币政策正处于从原来单纯的信贷渠道向信贷、利率和资产价格多渠道传导过渡之中。但由于国有银行改革与整个金融体制改革不协调，在利率和资产价格渠道尚未建立起来之前，原有的信贷渠道开始阻塞，致使货币政策不能及时、顺畅、有效地传导。同时，国有企业体制改革和机制转换没有完成，个人消费受制于诸多因素，作为投资和消费主体的企业和消费者行为机制存在一些制度性或结构性缺陷，也在一定程度上影响了货币政策传导。从改革方向来看，利率、汇率及资产价格渠道应该成为货币政策传导的主要途径。但就现实而言，信贷渠道仍是现阶段货币政策传导的主渠道。完善货币政策传导机制的当务之急不仅是发展货币市场、健全利率渠道，更重要的是加快国有银行体制改革和地方性中小商业银行发展，尽快形成比较健全完善的金融体系，为货币政策及时有效发挥作用创造必要的制度条件和体制环境。

严格地讲，改革开放之前，我国只有信贷政策而没有真正意义上的货币政策，因此，既无所谓货币政策目标、规则与框

架，更无所谓货币政策传导机制问题。从 20 世纪 80 年代中期开始，随着中央银行制度建立，我国开始研究构建货币政策目标、工具等基本政策框架。80 年代末 90 年代初，财政货币“双紧”政策的实施，促成了对货币政策操作规则的实践探索。90 年代初期以来的通货膨胀，则引发了货币政策目标的讨论，形成了“稳定币值，并以此促进经济增长”的准单一目标，并最终由 1994 年出台的《中国人民银行法》加以确定。90 年代后期以来，随着东亚金融危机以及之后我国通货紧缩的出现，货币政策有效性进而货币传导机制问题凸现了出来。从 1998 年到 2001 年，为了消除东亚金融危机的消极影响，防止经济增长速度连续下滑，抑制通货紧缩趋势，我国及时采取了旨在扩大内需、实质上具有扩张性的“稳健”货币政策。但从实际情况来看，由于国有银行体系收缩，信贷渠道不畅，而其他的货币政策传导渠道尚在初步发育阶段，致使货币政策的松动难以传导到实体经济之中，相当一段时间内货币供应量增长率偏低，通货紧缩难以及时消除，稳健货币政策被一些专家认为是“稳有余而健不足”。从宏观经济政策的重心和搭配方面来看，随着国债政策的运用，中央财政的债务依存度、债务负担率等指标趋于上升，国债投资趋于极限，积极财政政策转型并最终淡出将不可避免，客观上需要货币政策发挥更加大的作用。从财政货币政策的作用范围来看，以国债投资为重点的积极财政政策主要是通过一些大的项目尤其是基础设施项目发挥作用，而当前国民经济增长与发展中的许多问题集中于中小企业和市县区域经济范围内，积极财政政策对市县区域的作用比较有限；相对而言货币政策作用更具普遍性，更充分有效地发挥货币政策的作用有利于中小企业和市县区域经济发展，有利于整个国民经济的稳定协调发展。在此背景下，货币政策效果进而货币政策传导机制逐渐成为理论界、决策界和实体经济部门密切关注和高度重视的热点问题。

2002年下半年以来尤其是进入2003年之后,我国内地金融机构贷款增长加快,固定资产投资增长速度大幅度提高,生产资料价格持续高位运行,能源原材料供应和交通运输再次出现紧张局面,消费物价水平较大幅度回升。进入2004年以来,我国国民经济继续保持快速增长势头,固定资产投资继续大幅度增长。从短期角度来看,在一定范围内出现了一定程度的经济“过热”现象,有关方面尤其是货币政策当局则更是担心全面经济过热和通货膨胀的发生。为此,中央银行相继提高法定准备金率,扩大旨在回收基础货币的公开市场业务,通过“窗口指导”等加强对商业银行信贷业务的微观管制,并公开宣示实行“适度从紧”的货币政策,货币政策再次成为各界关注的焦点。当前货币政策不仅面临紧缩还是中性的政策取向问题,更涉及到货币政策的基本制度建设,以及在整个宏观经济政策体系中的作用问题,尤其是货币政策传导方面出现的新现象与新问题。如果说前几年货币政策传导面临全面不畅问题的话,可以说近两年面临的则是货币政策传导的不平衡和不稳定问题:一方面在东部地区和大中城市信贷集中投放的同时中西部地区仍然存在相当程度的信贷投放和货币政策传导困难,影响区域经济协调发展;另一方面信贷投放和货币政策传导中存在“大起大落”和同步震荡问题,在一定程度上放大和加剧了宏观经济的波动。这些问题的出现,同时也预示着我国从20世纪80年代以来逐渐形成的货币政策框架乃至整个宏观经济政策框架到了一个需要进行全面审视、调整和完善的时候。从今后的发展趋势来看,提高货币政策有效性的主要任务不是技术性操作技巧的完善和提高,而是货币政策框架本身以及与货币政策传导相关的制度建设和机制完善。为了更好地发挥货币政策的应有作用,避免出现各种方向和类型的决策或操作失误,必须进一步完善货币政策传导机制,并通过深化金融体制改革与金融发展来提供相

关的体制支持。

一、现阶段我国货币政策传导机制的基本现状与存在的问题

货币政策传导机制是指货币政策当局运用货币政策工具实现货币政策最终目标的作用途径、过程及其作用机理。一般来说,货币政策当局在确定政策目标之后,通过再贴现率、法定准备金率、公开市场操作以及窗口指导或直接利率管制等政策工具或手段,调节货币市场、信贷市场、资本市场、外汇市场等金融市场的资金供求关系和利率、汇率、资产价格等价格变量,通过价格机制的作用影响投资、消费和进出口等实体经济变量,发挥其调节宏观经济总量平衡状况的功能。从理论上来说,货币市场、信贷市场、资本市场、外汇市场等金融市场是货币政策传导的载体或平台,而货币、信贷价格利率、外汇价格汇率及资产价格等价格杠杆和银行信贷等数量杠杆是自始至终、一以贯之发挥作用的渠道途径。由于货币政策传导的关键是从运用政策工具到影响实体经济的中间过程,因此,货币政策传导机制研究的重点是利率渠道、汇率渠道、资产价格渠道及信贷渠道等。在一般市场经济条件下,货币政策主要通过利率、汇率、资产价格等渠道传导,通过金融市场价格机制发挥作用。在特殊条件下及转轨和发展中经济中,金融市场价格机制不健全,信贷渠道则发挥着更加重要的作用。我国改革开放以来,随着经济体制改革的深化和金融市场的发展,货币政策工具逐渐多了起来。近年来随着信贷规模计划控制的取消,货币市场、资本市场的发展和利率杠杆的运用,货币政策传导开始从单纯的直接信贷传导向信贷、利率和资产价格多渠道传导过渡。由于这一过渡仍然在进行之中,远未最终完成,在新的利率渠道和资产价格渠道没有完全建立起来之前,原有的信贷渠道“出乎意料”地提前萎缩,致使

货币政策传导机制像转轨体制中的许多方面一样遇到了“未立已破”问题，而不能顺畅地发挥应有的作用，货币政策的有效性受到一定程度的弱化和扭曲。

（一）我国货币市场、利率渠道对货币政策的传导

利率渠道对货币政策作用的传导，首先是在货币市场调节金融机构资金供求进而影响实体经济总需求，货币市场完善与否是利率渠道发挥作用的重要条件。

1. 我国货币市场的发展及其对货币政策的传导。货币市场在我国的出现是同货币调控模式的转变直接相关的，我国的货币市场是从 20 世纪 80 年代开始发展起来的，目前已经在货币政策传导中发挥着越来越积极的作用。但从完全转向间接调控的需要看，货币市场存在的问题仍然是突出的，并已成为目前制约货币政策有效传导的重要因素。

（1）我国货币政策传导机制的转变与货币市场的发展。

改革开放以来，随着计划经济向市场经济的转变，我国资金管理体制进行了重大改革，各种金融机构和企业逐步成为独立的经济活动主体，在继续保持直接调控模式的同时，金融市场得到初步的发展。我国货币市场从无到有，并已经得到相当程度的发展。各种金融机构、各种企业通过货币市场被联系在一起。货币市场的发展，为货币政策有效传导创造了基本条件。

（2）货币市场在我国货币政策传导中的作用。我国货币

市场在货币政策传导中的作用主要体现在以下几个方面：银行间同业拆借市场和银行间债券（国债）市场已经成为调节金融机构资金头寸的重要场所。货币市场的发展为运用公开市场业务等货币政策工具发挥作用创造了条件，公开市场业务迅速成为中央银行调节货币供应量的重要工具。银行间债券市场、同业拆借市场、票据市场的发展为利率市场化提供了基础。为中央银行将来通过调控货币市场利率间接影响金融机

构存贷款利率，最终实现通过利率机制传导货币政策创造了条件。货币市场保证了国债和政策性金融债券的发行，为财政政策与货币政策协调提供了平台。

(3)从货币政策传导状况看我国货币市场存在的问题。由于货币市场发育不充分，成为限制货币政策有效传导的重要因素。一是我国货币市场中银行间市场相对发展较快，票据市场发展严重滞后，中央银行对货币市场的调控不能有效地作用于实体经济。二是货币市场相互割裂，参与主体不够广泛，市场容量有限，难以对宏观经济运行产生足够“冲击力”。三是货币市场发展层次较低，市场工具种类比较少，利率市场化程度不高，使货币政策工具的选择余地有限，货币政策效应的传导受到制约。由此可见，尽管我国货币市场已经得到较大发展，并且在货币政策传导中开始发挥出积极的作用，但货币市场发育深度还远远不够。我国货币市场体系存在缺陷，货币市场子市场之间相互分割，还不能成为牵动整个金融体系的“神经系统”。货币市场体系完整性、深度和广度都需要进一步发展。

2.我国货币政策传导中的利率渠道。从我国货币调控框架和货币政策传导的角度看，通过利率影响总需求、实现货币政策目标的机制还未能真正形成，利率机制仍然存在着相当明显的缺陷。

(1)我国经济运行中利率的作用。从货币政策传导的角度看，利率的作用体现在两个环节上。一是利率的变化对金融体系特别是银行的影响程度。二是利率的变化能否导致消费、投资、汇率和国际收支的变化，并最终达到货币政策的调节意图。在我国现实中，利率机制的形成与发达国家不同。在金融机构与企业、居民之间的信贷活动中，现行利率仍然是管制利率。利率对金融机构特别是银行发挥什么作用，在我国是一个十分复杂的问题。在我国利率变动过程中，金融机

构的行为调整是否符合货币政策的意图还难以肯定。从利率变动对成熟市场经济国家的企业和居民行为的影响角度看，应当说作用是十分巨大的。从利率与消费的关系看，我国消费和储蓄的变动对利率的变化反映并不敏感，利率变动条件下消费和储蓄的变动与一般的理论解释并不一致。从我国利率与投资的关系看，我国投资活动对利率变动的反应也不敏感。从利率与国际收支的关系来看，在我国宏观经济运行中，至少从实际经济运行看，还很难证明利率能够对消费、投资和国际收支特别是进出口活动产生符合政策意图的调节作用。说明简单套用一般的经济理论，通过中央银行变动利率以达到影响总需求的目的难以得到实证支持。

(2)从货币政策传导看我国利率机制的缺陷。就利率传导过程看，我国利率调整在传导过程中不能明显地作用于消费、储蓄和进出口活动，达到货币政策目标。其原因在于我国货币政策传导中的利率机制还存在如下几个方面的缺陷：一是利率的非市场化形成机制是制约利率传导渠道有效发挥作用的关键。我国经济运行中，通过市场化的利率传导货币政策的渠道并未打通。中央银行以行政方式直接决定的利率机制不能反映真正的资金供求状况，难以灵活有效地带动经济主体行为进行调整，大大降低了对货币政策传导的有效性。二是中央银行利率调节与货币政策目标之间的矛盾破坏了利率调节经济的内在机制。中央银行对利率的调节只有服从于货币政策目标才有利于货币政策的传导。但利率的作用是多方面的，并且直接涉及各个经济主体的经济利益。在我国利率的决定中，中央银行往往不能简单地从调节资金供求、货币供求的角度来确定利率。这在很大程度上降低了利率的作用效果，阻碍了对货币政策的有效传导。三是我国利率机制缺乏发挥作用的微观基础。利率要能够发挥作用不仅在于中央银行如何调节，更主要地在于金融机构、企业、居民的反应如

何。四是我国目前的利率机制不能有效适应国际经济因素的变化。在开放经济条件下，国内利率的调整不能不考虑国际利率的变化以及其他国际经济因素的影响。利率机制不能很好地协调国内经济与国际经济关系，同样不利于对货币政策的传导。综上所述，我国利率对总需求的调节作用不明显。由于利率机制缺乏市场基础，运用利率杠杆难于产生目标差异，利率杠杆缺乏发挥作用的微观基础，利率机制不能适应开放经济新形势，在很大程度上限制了利率对总需求的调节作用，也成为制约货币政策有效性的重要因素。

（二）我国银行内部改革、信贷渠道及对货币政策传导的影响

我国长期以来信贷政策是货币政策的主要内容，或者说只有信贷政策，而没有现代市场经济意义上的货币政策。改革开放以来尤其是 20 世纪 80 年代中期，中央银行制度确立以来，在相当长的一段时间内，信贷规模仍然是受控制的，信贷政策在货币金融政策中处于极其重要的地位。90 年代市场经济体制初步建立以来，逐步建立了以货币供应量为中间目标、以稳定货币为最终目标的货币政策体系，利率杠杆在货币政策中的作用越来越大，但直到 1998 年信贷规模控制才最终取消，新的货币政策体系最终确立。近年来发展货币市场、推进利率市场化是货币政策体系建设的一个重要任务，利率渠道在货币政策传导中的作用必将越来越大。根据一般国际经验，利率市场化过程一般比较长，利率渠道在货币政策传导中主要地位的确立将要经过一个相当长的时间。在此之前，信贷渠道仍将发挥不可替代的重要作用，至少将影响货币政策其他渠道的传导效果。

1. 作为信贷与利率传导渠道基础设施的金融机构密度比较低、结构不合理。货币政策通过信贷渠道的传导离不开信贷服务机构尤其是商业银行，中央银行的政策意图能否及时

有效地通过信贷渠道传导到实体经济，首先要看有没有足够数量和合理结构的信贷服务机构如商业银行等。从改革方向来看，即使未来利率渠道在货币政策传导机制中发挥主要作用，但利率传导的基础仍是健全的金融市场体系，信贷机构是否健全、信贷市场是否有效直接影响利率渠道的传导，因此，信贷体系在货币政策传导中发挥着基础设施的作用。

(1) 银行等信贷机构密度偏低、覆盖面远低于国外水平。我国千人拥有的商业银行数量远远低于发达国家，企业拥有的独立银行数量也低于发达国家。目前我国 500 户企业才拥有一家真正意义上的银行机构，300 户企业才拥有一家半真正意义上的银行机构，远远低于美国 200 家企业拥有一家银行机构 德国 40 家企业拥有一家银行机构的水平。即使不考虑经济发展阶段等不可比因素，相对于发达国家我国货币政策的信贷传导渠道显然是比较欠缺的。

(2) 信贷组织结构欠合理、小型机构比重过低。我国的信贷服务机构尤其是商业银行不仅数量偏少，而且组织结构不合理，大银行不够大，小银行明显偏少，特别是适合服务中小企业的地方性的中小商业银行发展缓慢是我国银行结构中最为根本的问题。目前我国中小型信贷服务机构占全部信贷服务机构的 45%。美国为地方和小企业服务的小型信贷服务机构占全部信贷金融机构的 75%。我国立足于基层和地方的小型信贷服务机构尤其是小型银行数量明显偏少，信贷渠道的毛细血管不足，货币政策传导到一定层面之后面临“山穷水尽疑无路”的困难，难以到达实体经济尤其是在国民经济中份额越来越大的中小企业。

2. 地方金融机构发展缓慢、国有商业银行信贷投放减少且集中化。由于国有商业银行在我国的商业银行体系中处于主导地位，因此，信贷渠道的传导状况主要取决于国有独资商业银行的信贷行为。而国有商业银行的信贷活动不仅受其组

织结构、行为模式、资产结构的影响，同时也受制于改革进程目标约束等。由于我国金融体制的内在问题，致使商业银行信贷投放和防范金融风险难以双全兼顾、安全性和盈利性两个目标之间存在比较大的矛盾。近年来，受目标约束变化即不良贷款（Non-performing Loan, NPL）约束目标大于利润目标的影响，国有银行行为变异比较大，机构数量趋于减少，权限日益集中化。加上没有贷款营销，在机构减少的同时，信贷投放相应下降，致使货币政策的信贷渠道逐渐变窄。

(1) 国有银行内部改革趋势：机构权限集中化与分支机构储蓄所化。金融机构向城市尤其是大城市集中、信贷权限也随着集中化，并呈现加速趋势。相当比例的县以及县以下的基层分支机构逐渐撤并，没有撤并的县级分支机构也因为权限减少而有“储蓄所化”的倾向。国有商业银行适当地收缩基层机构、上收贷款权限是其本身的“制度性进步”。但由于没有及时在整个金融体系方面进行必要的补救措施，地方性中小金融机构的发展没有及时跟上，致使在县级出现了一些金融服务的空白至少是薄弱环节，从而导致了整个银行体系的“体系性退步”，加剧了信贷服务机构的分布不平衡和货币政策传导的结构性矛盾。

(2) 国有银行的信贷行为：信贷投放集中化与金融风险集中化。一方面，随着资金向上级银行尤其是省级银行和总行的集中，信贷投放也越来越向大城市和大企业集中。另一方面，对小企业的资金支持明显弱化，企业资金供求的结构性不平衡越来越突出，甚至出现了越来越不利于货币政策传导的“马太效应”。货币政策作用对于小企业来说，多少有点“春风不度玉门关”的味道。如果说信贷资金越来越向大企业的集中在短期内造成的不利影响仅仅是中小企业贷款难的加剧，以及股票价格不断攀升和实业投资的持续低迷的话。那么从长远来看，其不良后果将可能是信贷资金向大企业集中所造

成的新的银行不良资产的隐性累积，使目前主要公开分散于商业银行基层分支机构的不良资产逐渐汇集成为长期性、集中化而又隐性化的巨额不良资产。

(3)地方信贷服务机构：有退无进、发展缓慢。国有商业银行基层分支机构几乎是农村和小城市信贷服务的主要提供者，但近年来在国有银行机构撤并的同时，地方性中小金融机构并没有得到应有的发展，虽然，农村商业银行组建和农村信用社改革步伐在逐步加快，但总体上与区域经济发展和国有银行撤退的步伐不协调，以致相当一部分小城市和农村基层成了金融服务链条中的“薄弱环节”，客观上形成了货币政策覆盖的“稀薄区”。

3. 企业与消费者的信贷需求与信贷可获性存在双重不对称。从货币政策传导的第三环节，即通过投资与消费作用于宏观经济的过程来看，在一定程度上存在着信贷供给与信贷需求的双重不对称：一是大企业与小企业的不对称，二是实体经济与虚拟经济的不对称。

(1)大型企业资金富余而信贷可获性高，助长了资本市场泡沫和房地产市场过热。大型企业无论在资本市场，还是在信贷市场上都处于相对优势地位，一些垄断性行业的大型企业等所谓优质客户甚至成了商业银行竞相争夺的重点对象。大型企业既可以从资本市场获得资金，也可以从银行获得资金。以致一段时间内，一些大型企业将部分过剩资金投入了资本市场或房地产市场。而拐弯进入资本市场的信贷资金并没有间接进入实业投资，而是在股票市场上自我循环。货币政策经由大型企业的信贷渠道传导的效果，因为拐弯资本市场或房地产市场而受到影响，难以发挥预期或应有的作用。

(2)中小企业的资金需求强，但信贷可获性差。近年来，由于宏观经济环境变化，一些企业尤其是中小企业的资产负债变化：资信评级下降、信贷可获性降低、银行的信贷投放减

少，导致货币政策的信贷传导渠道的作用减弱。问题不仅是渠道不够畅通，而且是渠道本身就不够多，在许多地方货币政策只能覆盖 20%—60% 的中小企业。最近两年随着大环境的改变，尤其是货币政策导向和国有银行自身行为的变化，基层分支行重新获得了部分授权，中小企业融资难的情况有了一定程度的改善，但这种政策性的改善的作用范围比较有限，远远弥补不了国有银行收缩造成的体制性缺陷。

4. 信贷渠道集中化的宏观经济效应：同步震荡，大起大落。从国有银行体制与宏观经济互动的角度来看，信贷资金向重点城市、行业和企业倾斜虽然短期内有利于国有银行省行和总行兼顾安全性与盈利性，但从宏观上不利于信贷资金的有效配置和充分利用，并有可能由于信贷投放的集中化和同步性造成宏观经济的同步震荡和大起大落，并有可能引发相应的金融风险。

(1) 紧缩政策的超强紧缩特征。信贷渠道的作用主要存在于紧缩时期，而在扩张时期作用比较有限，尤其是在扩张后的紧缩中或紧缩后的扩张中，信贷渠道的作用比较有限。这一特点在我国前一阶段同样不同程度地存在，致使货币政策存在着一定的顺周期作用。1998 年东亚金融危机的发生，提醒原本对金融风险防范不甚重视的银行业真实并迫切地意识到了金融风险甚至危机的严重性和紧迫性，在缺乏有效的金融风险防范制度安排和技术手段的情况下，商业银行只能消极、被动并矫枉过正地以只存不贷、多存少贷的方式来回避风险，形成了不断强化的狭义银行化倾向，形成了一定程度紧缩政策的超强紧缩特征。

(2) 松动过程中的同步效应。2002 年下半年以来，在国内外各种有利因素的推动下，国有商业银行信贷行为发生了一定的变化，由过去全面“惜贷”、“慎贷”发展成为有选择地积极扩大贷款投放，尤其是向一些所谓没有风险的国有大型垄

断性企业扩大授信和贷款，信贷投放逐渐加速，出现了贷款投放快速增长的强劲势头，客观上支持了新一轮所谓“局部过热”现象的出现。

（三）我国资本市场发展、资产价格变化与货币政策传导

近年来我国资本市场有了比较快的发展，居民资产结构中有价证券的份额在持续上升，居民总财富更紧密地与资产价格、从而与货币政策传导联系在了一起。

1. 我国资本市场的 Q 效应不显著。Q 效应是指货币政策通过股票市场对企业投资的影响，用企业市场价值与资本重置成本之比即 q 值衡量。q 值越大，企业越倾向于增加投资，货币政策可影响到股票市场的 q 值变化，进而影响企业投资。在我国当前一方面，由于股票市场仍处于早期发展阶段，缺乏机构投资者，场内投机气氛较浓，股价波动幅度较大，q 值变化也较大，企业难以据此进行投资。另一方面，企业上市不是通过竞争择优选择，而是进行行政指标分配，导致大量并无实际融资需求的企业进入股市，上市募集资金中实际用于投资部分的比例不高，且随意改变使用方向，决定了中国股市的 Q 效应不会很大。

2. 我国资本市场财富效应比较小。财富效应是指货币政策通过股票市场对消费行为的影响。研究表明，中国股市存在着 0.04 左右的一定的财富效应，且强度还在逐渐加强。由于股市规模较小，中国家庭证券财富总量只约为消费支出的十分之一左右，由财富效应导致的消费仅占总消费的 0.4% 左右，财富效应对总消费进而对总产出的影响比较微弱。

3. 货币政策难以通过资产市场进行传导。从资产价格变化与宏观经济走势的关系来看，由于我国资产市场特别是资本市场的发展还处于初期，市场规模较小，市场行为不规范，市场效率不高，加之一些特殊的制度安排，资产价格的变化对

实体经济的直接影响还相对较弱，货币政策很难通过资产市场进行传导。但随着资产市场发展，特别是资本市场和各类金融市场发育发展，资产价格对宏观经济的影响在不断加大的趋势值得关注。

二、货币政策传导渠道的相互作用及其他因素对传导效果的影响

虽然从理论上来说货币政策的传导可以划分为几种不同的传导渠道，但在政策实践中几种渠道的传导往往是相互影响、共同发挥作用的，在此过程中相互之间可能是良性互动，相互促进，分担货币政策当局的政策意图，也可能是恶性互动，相互制约，抵消或减弱货币政策的应有作用。与此同时，其他因素包括我国加入世界贸易组织的进程等都对货币政策传导效果产生着直接、间接的影响。

（一）货币政策传导不同渠道之间的相互影响

从我国现实状况来看，货币政策传导的不同渠道之间的相互影响，表现为利率渠道与信贷渠道的相互影响，以及信贷渠道与资产价格渠道的相互影响。

1. 利率渠道与信贷渠道的相互影响。利率渠道传导的部分作用和信贷渠道的传导都必须通过商业银行等金融机构，即需要以信贷机构作为赖以发挥作用的基础，因此，银行类金融机构成为连接信贷渠道和利率渠道部分作用的共同载体，二者有可能相互促进，也有可能相互制约。按照国外相关研究的结论，信贷渠道在紧缩政策环境下存在，而在扩张政策尤其是紧缩之后的扩张环境下作用比较小。结合我国近年来货币政策尤其是利率变化与商业银行信贷行为的变化之间的关系，可以发现，在扩张环境中信贷渠道与利率渠道间有一定的相互促进作用，但力度比较小；而在减速环境中，信贷渠道和利率渠道有一定的相互制约作用，至少是信贷渠道对利率渠

道的作用有一定的制约，且力度比较大。90年代初期以来的经济扩张阶段，信贷渠道和利率渠道的作用是相互促进的。但1993年以来的治理通货膨胀的“适度从紧”政策实施时期，一方面表现为利率的不断上升，另一方面信贷投放表现为信贷投放的不断减速。而1997年以来虽然货币政策的姿态有所调整，从适度从紧转变为稳健政策，但在利率不断降低的同时，信贷活动仍然没有出现预期的松动现象，而是在继续收紧，使得利率渠道松动的效果在某种意义上来说为信贷渠道的紧缩惯性所抵消。美国2000年网络热降温以来连续10次降低利率，之所以没有发挥预期的作用，在很大程度上也是因为信贷渠道的紧缩仍然在继续，虽然美国信贷渠道的作用已经变得越来越小。在我国当前以信贷作为货币政策传导主渠道的背景下，信贷渠道的紧缩惯性对利率渠道松动的影响更要大一些。而2003年以来准备金率手段的紧缩作用又小于信贷渠道。

2. 利率渠道、信贷渠道与资本价格渠道的相互影响。改革开放以来我国的资本市场从无到有迅速发展起来，虽然资本市场的规模和深度仍然比较有限，但资本市场的快速发展已经初步改变了原有的货币政策传导机制，资产价格开始在货币政策传导中发挥作用，并且对利率渠道和信贷渠道的传导造成了一定的影响。一方面由于我国现行经济体制尤其是现行国有企业制度、医疗体制、养老保险体制和教育体制等体制性、阶段性因素对实体经济中的投资和消费有一定的制约作用，而资本市场尤其是股票市场的快速发展及当前存在的一些扭曲现象为证券类资产价格的攀升包括一定程度的泡沫提供了便利，因此，降低利率在很大程度上对实体经济的作用比较小，而对于资产价格的影响比较大，以致一度出现了利率政策为股市走势所牵动的被动局面，致使利率渠道自身的作用不能有效发挥，而被资本场所吸收。另一方面，国有商业

银行行为机制的变化，致使信贷渠道的作用受到了一度的限制，从而使得信贷资金通过各种方式间接进入股市，导致资产价格的攀升。如果说资本市场的财富效应和收入效应即资产价格上升对消费和投资的促进作用比较大的话，那么资产价格渠道对于利率渠道和信贷渠道的吸收和“兼并”所造成的影响将是比较有限的。当前的问题是，我国资本市场的财富效应和收入效应比较小，因此，资产价格渠道对于利率渠道和信贷渠道的影响不是两条小河相汇形成大河，而是两条小河汇合之后一起消失，即几个传导渠道不是相互促进，而是相互削弱，没有发挥应有的作用。在此背景下，利率杠杆的运用和利率渠道的传导以及信贷渠道作用的发挥在一定程度上都被动地与资产价格变动和资本市场走势联系在一起，对于货币政策的操作及其作用的影响发挥构成了一定的约束。要想影响发挥货币政策的应有作用，必须大力深化金融体制改革，健全金融市场体系，完善货币政策传导机制。

3. 加入 WTO 进程对我国货币政策传导机制的影响。我国已经加入 WTO 随着加入 WTO 进程的深入必将对我国的金融体制改革和金融市场发展造成一定的影响，从而对货币政策传导机制造成一定的影响。从短期来看，加入 WTO 对货币政策传导机制的影响将主要集中于信贷渠道的影响。根据国外加入 WTO 的经验，加入 WTO 有利于一国整体金融服务的改进，有利于信贷渠道的疏通和货币政策的传导。但我们也不能不看到，外资银行进入对从整体上改进国内金融服务的影响将是有限的，因为外资银行将主要分布于城市尤其是大中城市，一般不会进入信贷渠道阻塞比较突出的市县一级。尤其需要注意的是，外资银行的竞争，对于资产状况不甚理想的国有商业银行来说，具有比较大的潜在风险，并有可能引发国有商业银行进一步的惜贷、慎贷甚至信贷收缩行为，无论对货币政策的信贷传导还是利率渠道的传导都有可能造

成不良影响。从中长期来看，加入 WTO 对货币政策的影响将是广泛而复杂的，一是证券业的开放和外资证券公司的设立有助于打破当前资本市场的诸多扭曲，有利于资本市场的健全发展，从而有利于通过资产价格渠道对于货币政策的传导；二是虽然 WTO 并不直接要求金融业混业经营和资本项目的开放，但外资金融机构和外国资本的进入，客观上有助于打破金融业混业经营的局限，推动金融创新，并将推动资本项目开放，不仅有利于利率渠道的传导，也将有利于资产价格渠道的传导，同时也将为未来通过汇率渠道的传导创造有利的条件。

（二）投资、消费及相关外部因素对货币政策传导机制的影响

从理论上来说，货币政策的传导机制，无论是利率渠道、资产价格渠道还是信贷渠道，要最终发挥作用，都需要作用于投资和消费两个总需求的重要构成因素，才能最终发挥作用，这是货币政策传导机制的第三个环节。在健全的市场经济体制中，企业和市场基本是健全的，货币政策的传导主要是通过利率、资产价格和银行信贷、汇率等渠道来传导，影响货币政策传导的因素也主要限于以上几个方面。作为投资者的企业和作为消费者的家庭都是按照所谓“理性人”假定行事的，至少大致上对利率和资产价格的变化反应是比较敏感的，因此，货币政策传导机制方面的问题主要是出现在第一和第二环节，第三环节一般不出现问题。但在我国这样的转轨中和发展中国家，市场体系正在建立形成之中，原有的企业体制改革和机制转换还没有完成，个人消费受制于诸多因素，作为投资和消费主体的企业和消费者的行为机制方面存在一些制度性或结构性变化，在一定程度上影响了对货币政策的最终传导。

1. 国有企业与非国有企业的行为机制。我国的投资主体