

1

货币政策传导机制理论 与中国的实践

1.1 西方货币政策传导机制理论

货币政策传导机制是指运用货币政策工具到实现货币政策目标的作用过程。凯恩斯主义认为，货币供应量（ M ）的增大，将会导致市场利率（ i ）降低，促进投资（ I ）和总产出（ Y ）增加，即有：

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

这是货币政策传导机制理论的一个基本观点。但是，现代经济过程错综复杂，西方学者将利率与投资、消费和国际贸易等结合起来，研究货币政策传导机制的规律性。

1.1.1 货币通过投资起作用的传递机制

(1) 托宾的 q 理论。托宾认为，货币政策通过对普通股票价格的影响而影响投资支出，他把 q 定义为企业的市值与其

资本的重置成本的比率。如果 q 很大，即企业市值高于资本的重置成本 相对于企业的市值而言 新的厂房和设备的投资比较便宜，因而企业可通过发行股票获得价格相对低廉的投资品 从而增加投资 经济显现出景气态势。反之 如果市值低，则投资萎缩，经济不景气。

货币供应量与股票价格之间的传递机制是：当货币量增加时 公众会发现其持有的货币比其需要的多 在利率下降的情况下 公众会增加对股票的购买 从而抬高股票价格。而股票价格 (P_s) 越高 则 q 越高，投资支出越高，由此得出下面的货币政策传递机制：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

(2) 信用机制理论。即货币政策通过直接影响银行贷款投放量的增减，从而对宏观经济运行产生影响。它通过两种渠道进行传递。

一是银行贷款渠道。即中央银行通过加大货币供给，银行活期存款 (D) 增加 增加了商业银行贷款的可供供应量 则贷款 (L) 的增加和利率的下降会引起投资的增加和经济增长率的提高。这一传递机制如下：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow D \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

二是资产负债表渠道。它从货币政策变化对特定借款人资产负债状况的影响角度解释信用在传导过程中的独特作用。这里我们以紧缩过程为例来说明其具体的传导机制。

随着货币供应量的减少 利率将会上扬 借款人的资产状况 (A) 将会从两方面恶化：①利率的上升将会导致企业的利

息支出增加，从而减少现金流量（NCF）借款人资产状况恶化；②利率上升 股价下跌 现有资本品的价值随之减少 资产状况相应恶化。货币政策的这一传递机制如下：

$$R \downarrow \rightarrow M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow NCF \downarrow, Ps \downarrow \rightarrow A \uparrow \rightarrow L \downarrow \rightarrow I \rightarrow Y \downarrow$$

(3) 非对称信息效应理论。企业的的净值增高，逆向选择^①和道德风险^②减少 即借款人的贷款有更多的担保 风险选择的投资减少，从而鼓励银行贷款增加。同时企业较高的净值意味着所有者在企业投入较多的股本，也减少了道德风险，从而促进贷款和投资的增加。货币政策影响股票价格，股票价格的上升提高了企业的净值，使逆向选择和道德风险减少，投资和产出增加。非对称信息效应理论的货币政策传递机制如下：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow Ps \uparrow \rightarrow \text{净值} \uparrow \rightarrow \text{逆向选择} \downarrow \rightarrow \text{道德风险} \downarrow \\ \rightarrow \text{贷款} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

逆向选择指交易发生之前发生信息不对称问题。潜在的不良贷款风险来自那些积极寻找贷款的人。因此，最有可能导致与期望相违背的结果的人往往就是最希望从事这笔交易的人们。例如，大的冒险者或纯粹的骗子最急切地要得到贷款，因为他们知道自己极可能不偿还贷款。由于逆向选择使得贷款成为不良贷款的可能性增大，即便市场上有风险较低的贷款机会，放款者也会决定不发放任何贷款。

② 道德风险是在交易发生之后出现的。放款者发放贷款之后，将面对借款者从事那些从放款者观点来看并不期望进行的活动，因为这些活动可能使贷款难以归还。例如，借款者获得一批贷款，由于使用的是别人的钱，他们可能会冒比较大的风险（其收益可能很高，但亏损的可能性也很大）。由于道德风险降低了贷款归还的可能性，放款者宁可作出“不贷款”的决定。

1.1.2 货币通过消费支出起作用的传递机制

(1) 货币通过耐用消费品支出的传递。在西方国家，耐用消费品的消费中有很大比例是通过贷款来实现的。比如住房、汽车等。当中央银行通过各种调节手段使货币供应量增加，则利率会下降，使消费者购置耐用消费品的成本降低，消费者的耐用消费品支出增加，从而促进支出的增加。这一传递机制如下：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{耐用消费品支出} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

(2) 通过财富效应的传递。决定消费者消费支出的不仅仅是其当前的收入，还有其毕生的财富。其毕生财富的一个重要组成部分就是股票。当股票价格上涨时，消费者的财富会增加，其消费支出也会增加，从而推动经济增长。这一货币传递机制如下：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{财富} \uparrow \rightarrow \text{消费} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

(3) 流动性效益的传递。消费者的消费支出不仅受其财富的影响，还受其资产流动的影响。在消费者的资产安排中，房产和汽车等耐用消费品的变现能力较差，而股票、国债等高价证券的变现能力很强。如果这部分资产增加，则消费者资产的流动性就会增强，相应地，其面临财务困难的可能性就会降低，从而增加其消费支出，促进产出增加。这一传递机制如下：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{资产的流动性} \uparrow \rightarrow \text{财务困难的可能性} \downarrow \rightarrow \text{消费支出} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

1.1.3 货币政策通过国际贸易的传递

当国内货币供应量增加 国内利率下降 在通货膨胀率不变的条件下，国内货币存款相对于外币存款缺乏吸引力，使本币贬值、汇率（E）下降。本币的贬值使国内商品的竞争力增强 引起净出口（NX）和总产出的增加。这一传递机制如下：

$$R \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

1.2 西方主要国家的货币政策传导机制

1.2.1 美国的货币政策传导机制

1. 美国货币政策的最终目标和中介目标

美国货币政策的最终目标有四项：充分就业、经济增长、物价稳定和国际收支平衡。美国的货币政策是由中央银行即联邦储备系统（简称联储）制订和实施的。为实现宏观经济目标，联储主要运用三大传统的政策工具：存款准备金率、再贴现政策和公开市场业务。但是，这些货币政策工具并不能对货币政策的最终目标产生直接影响，它们作用的直接结果是使金融机构的储备发生变动，然后经过一系列的中间环节，即中间目标，最后才对最终目标产生间接的影响。

所谓中间目标是指这样一些经济变量：一方面，它们与联储的货币政策工具有直接的关系，当货币政策工具发生变动后，它们在很短的时间内也发生变化；另一方面，它们又与最

终目标有较紧密的联系 它们发生变动后 最终目标在较短时间内也将发生同方向的变化。因此,中间目标为联储提供了检验货币政策效力的指示器,也使银行和社会公众了解货币政策的方向和强度。

承担中间目标的经济变量必须具备三个条件 相关性、可控性和可测性。相关性指这些变量与最终目标之间存在着较为密切的因果联系;可控性指联储对变量能实行紧密的控制;可测性则指这些变量的数值易于收集和分析。

现实生活中并不存在具备这些条件的‘理想’变量。在充当中间目标的经济变量中,一些虽与最终目标关系密切 但联储对它们的控制力较弱 如银行信贷总量等 另一些虽能为联储有效地控制 但它们与最终目标的关系往往不那么密切 如联邦基金利率等。

为解决上述矛盾 联储在选择中间目标时 把经济变量分为两类 即操作目标和中期指标。操作目标的特点是 与货币政策的关系较为密切 联储能对它们施加较直接的影响 但它们对最终目标的影响较小 如银行储备率、短期利率等。中期指标的特点是 货币政策工具对它们的作用一般是间接的 联储对它们的控制能力较弱,但它们与最终目标的联系较为紧密 如银行信贷总量、货币供应量、长期利率等。

一般说来,操作目标和中期指标之间存在着因果关系。操作目标变动后,会影响中期指标,使它们产生一致的变动。操作目标与中期指标的固定搭配,便构成货币政策的操作程序。

2. 美国货币政策的传导机制

引入中间目标后，货币政策的作用过程便呈现出一种链式结构。联储根据经济形势的发展，首先制订出相应的最终经济目标，然后分别制定出相应的中期指标及短期的操作目标。各项指标制订后，联储通过三大货币政策工具（其中最主要的是公开市场业务操作）来促进短期操作目标得以实现，并将变化逐步波及到中期指标，最后引起最终经济目标的变化。正是通过这一系列目标和指标的连锁反应，通过联储以及其他金融机构的共同活动，货币政策才能贯彻执行，最终经济目标才得以实现（如下图）。

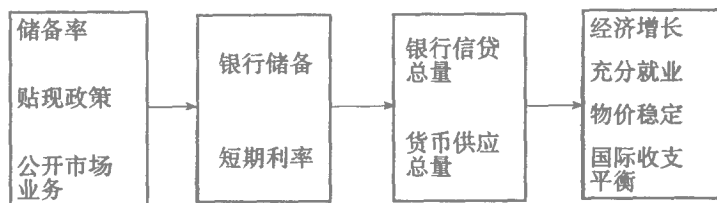


图 1-1 美国货币政策传导机制

联储所采用的中间目标主要有两类：一类是利息率，另一类是货币供给量。两者之间具有替代性，选择了一种变量，便不得不放弃对另一种变量的控制。战后以来，随着经济条件的变化和经济理论的发展，中间目标的重点也不断转变。从 20 世纪 50 年代初联储和财政部达成历史性协议，开始独立地制订货币政策算起，直到 70 年代末改变货币政策操作程序

为止 在长达 30 年时间里，联储一直把控制利率作为货币政策的中间目标。

20 世纪 70 年代以来，美国货币政策的主要目标从充分就业转向控制通货膨胀。1979 年 10 月 6 日 联储正式宣布，今后不再把控制联邦基金利率作为其主要的政策目标，货币政策将更加注重直接控制存款机构的自由准备金。即是说，联储的货币政策将通过控制银行体系的法定准备金范围，加强其对货币供给量和信贷规模的控制能力。而目前，美国已不把货币供应量作为货币政策的中介目标，主要是通过公开市场操作来实施宏观调控，其次是以调整利率来达到宏观调控的目的。

美国货币政策的传导 提高法定准备金率 商业银行的信贷扩张能力降低 货币供应量下降 相反 法定准备金率下降，货币供应量会增加。调整贴现率 贴现率调高 商业银行向中央银行借款的代价增加，使商业银行减少向中央银行的借款量，信贷投放和货币供应量相应减少，反之则货币供应量增加。公开市场操作 当中央银行购进有价证券时 金融机构的资金来源增加 信贷投放和货币供应量也相应增加 反之货币供应量减少。

1.2.2 日本的货币政策传导机制

1. 日本货币政策的最终目标和中介目标

日本货币政策的最终目标是 国内物价稳定、国际收支平衡和与资本设备生产相适应的总需求水平。日本货币政策最

终目标实质上侧重于四大宏观经济目标中的两个，即稳定物价和国际收支平衡。这是稳定币值的两个方面，前者表示币值对内稳定，后者表示币值对外稳定。日本货币政策最终目标不同于美国的一个特点是，它并不把促进经济增长和物价稳定同时并列作为政策目标，这样做是为了避免追求经济增长而牺牲物价稳定。

日本之所以在高速增长时期把保持国际收支平衡作为货币政策的最终目标，是因为它在经济高速增长时期的一个重要战略是引进技术。1955年以后，由于大量引进先进技术，民间设备投资进入上升时期，日本经济显示高速增长的态势。这个时期受限制的资源主要是资本设备和用于进口原材料的外汇，而限制最严格的还是外汇。保证国际收支平衡才能保证必要的外汇，所以在经济高速增长时期，日本银行把国际收支平衡作为货币政策的主要目标。由于发生了1973—1974年的恶性通货膨胀，1975年以后，日本货币政策侧重于政策目标中国内物价稳定这一环，取得了很大成功。

日本货币政策传导过程的顺序是：政策工具→调节变量→中间目标→最终目标。中间目标接近于政策目标，调节变量接近于政策手段。中间目标包括货币供应量、贷款增加额、贷款利率等，它比较接近政策目标，与政策目标因果关系较强，但距政策手段较远，中央银行对它的控制能力较弱，而且比较间接。调节变量包括银行同业拆放市场利率、银行准备金等，它与政策目标相距较远，其因果关系较弱，但接近于政策工具。日本银行对它的控制能力很强，而且是直接的。

在经济高速增长时期后，日本银行把城市银行对民间的贷款增加额作为货币政策的中间目标。进入经济稳定增长时期，日本银行于 1975 年把货币供应量作为中间目标，控制的具体指标是 M_2' （大额存单 CD 发行后为 $M_2 + CD$ ）包括流通中的通货加私人及公家部门的全部存款。而战后以来，日本银行一直把银行同业拆放利率作为调节变量。

日本银行在经济高速增长时期把城市银行对民间贷款增加额作为中间目标。主要原因是在日本高能货币不只是通过公开市场业务来提供，而主要是通过“超额放款”制度，采用“放款比率”的方式提供。也就是说，日本高能货币不是按官方贴现率通过市场交易提供给意欲得到高能货币的银行，而是从那些想要得到高能货币的银行中选中特定的银行，把特定数量的高能货币供给它们。日本银行通过“贷款窗口”来控制这种需求。在这种情况下，日本银行不是选择特定的利率水平和货币总量作为货币政策中间目标，而是把城市银行贷款增加额作为中间目标。

日本经济转入相对稳定发展时期后，金融自由化的程度不断提高，企业自有资金的比重不断上升。企业开始摆脱对银行的依赖，通过发行股票、债券等直接融资方式筹措资金，间接融资方式逐步弱化。银行放款活动相对减少，“窗口指导”也失去了原有的效力。在这种情况下，金融当局必须采取新的更为有效的金融政策，制定新的中间目标。1973—1974 年，日本出现恶性通货膨胀后，日本银行从 1975 年起，把 M_2 （CD 发行后为 $M_2 + CD$ ）作为中间目标加以控制。

日本的银行同业拆放市场利率每天可以判明动向，关于银行同业拆放市场利率的适度水平可观察“中间目标”政策目标的动向，再根据日本银行执行部的意见，灵活地掌握和调整。日本银行可以使用政策工具来控制银行同业拆放利率。因此，日本银行从高速发展时期至今，一直将银行同业拆放市场利率作为调节变量。这是因为在日本该利率具有促使金融中介中断的功能。日本对银行存款利率有上限规定。在银根紧缩时，银行同业拆借利率上升，公开市场的利率也会上升；当存款利率低于公开市场上资产利率时，储户会将存款投于较多收益的其他资产上，使银行难以筹措资金也无法提供较多的贷款，即发生了金融中介中断现象。此外，同业拆借利率上升时，投资成本上升，投资和信贷都会受到抑制，货币供应量也将会减少。

2. 日本的货币政策传导机制

货币政策的传导机制表现为一种连锁形式：政策工具→中介目标→最终目标。在这个传导过程中，货币政策工具是初始动力。货币政策工具分两大类。一类是全面性控制工具，主要是指传统的三大工具：存款准备率、贴现政策及公开市场业务。另一类是择类性控制工具，包括：股票市场作用、道义劝告及窗口指导宣传等。日本银行除使用传统的三大工具外，还非常重视使用“窗口指导”这一择类性控制工具。同时，在三大传统工具的使用上，日本银行把贷款政策作为货币政策的主要工具。日本银行贴现率的变化是贷款政策所依靠的主要工具。改变该项利率的决定是银行政策委员会的职责

之一。在日本 城市银行依靠向日本银行贷款 工商业依靠向城市银行贷款。在这种情况下，城市银行是否可得到资金及贷款的成本对于贴现率的变化很敏感。银行短期贷款利率的变化同日本银行官方贴现率的变化是一致的。所以，官方贴现率的变化作用很大 并且对经济有“告示效应”。

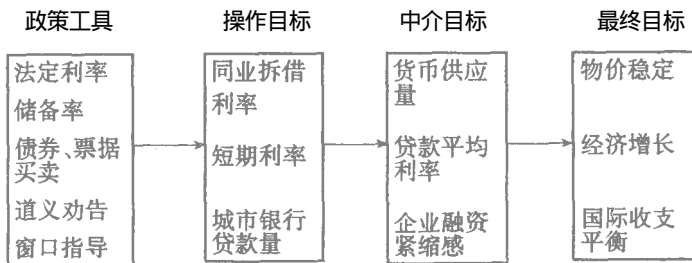


图 1-2 日本的货币政策传导机制

在以上货币政策工具中 货币政策、法定利率和准备率都是传统的货币政策工具 债券、票据买卖是与美国公开市场业务相似的政策工具，而窗口指导则是其独特的货币政策工具。其运作机制如下 当日本银行决定收缩银根时 将减少向城市银行的贷款量 并“指导”城市银行减少向产业部门的贷款量。城市银行为了在一定时期内维持向产业部门贷款，便从同业拆借市场借款，从而提高短期拆借利率，收缩社会信用规模。反之则会扩张社会信用规模。

1.2.3 德国的货币政策

1. 德国货币政策的最终目标和中介目标

德国货币政策最终目标是单一目标：稳定物价。在德国，法律规定联邦银行（德国的中央银行）的任务就是“调节货币流通和对经济的信贷供应”。目的是“保卫马克”。其他宏观经济目标要由其他的政策手段来实现。联邦银行认为：在四大宏观经济目标中，充分就业、经济增长不是主要问题。这是因为国内市场竞争力强，可以让市场机制发挥作用。同时国际收支平衡问题也不大；主要问题是通货膨胀。战后联邦德国的平均通货膨胀率为 3% 左右，是所有西方国家中最低的。这与联邦银行坚持稳定物价的货币政策目标是分不开的。

货币政策最终目标确定后，货币当局就使用货币政策工具来实现最终目标。但由于货币政策最终目标只是原则性的，货币政策工具不能对它产生直接的影响。因此，在货币政策工具和最终目标之间要加入一个中间变量——货币政策中介目标。这样货币政策工具首先对货币政策中介目标产生作用，使其发生变化。货币政策中介目标的变化将影响货币政策的最终目标，使其达到预想的要求。

德国货币政策的传导过程为：政策工具 → 中介目标 → 最终目标。战后德国货币政策中介目标选择的变化以 1973 年为界分为两个阶段。1973 年以前，联邦银行以银行清偿能力作为货币政策中介目标。自由流动储备是商业银行自身提供的一种具有高度流动性的资产，银行可自由地将其变成中央

银行货币。自由流动储备包括 银行的超额储备、银行持有的国内货币市场票据、短期流动外国资产和未使用的再贴现额度。

联邦银行把银行清偿力作为货币政策中介目标，其理论依据是银行清偿力影响利率和信贷供给进而影响资本投资和经济增长。他们认为：联邦银行可以通过控制银行清偿力直接控制货币供应量。

在实际操作中，联邦银行用自由流动的储备作为标的逐渐受到批评，并开始向新的标的转变。其原因是自由流动储备同银行信贷活动之间的关系被破坏，而这种关系是货币政策的基础。此外，1973 年石油危机后，德国通货膨胀和通货膨胀预期猛涨。要降低通货膨胀率，货币增长量必须下降。这表明联邦银行决定把货币政策中介目标从银行清偿力转向货币存量。1974 年 11 月，联邦银行开始使用中央银行货币作为货币政策中介目标，并公布了各层次货币供应量的数量范围。

德国用四个指标来测量货币的供应量，它们是 M_1 、 M_2 、 M_3 和“中央银行货币量”。其定义如下：

M_1 = “国内的非银行单位（如个人、企业等）持有的现金”
+ “它们存在银行的短期存款” + “期限 1 个月以下的存款”；

M_2 = M_1 + “国内的非银行单位存在银行的四年以下定期存款”；

M_3 = M_2 + “国内非银行单位在银行有法定期限通知储

蓄存款”

“中央银行货币量”=“国内非银行单位持有的现金”+
“国内非银行单位在银行的短期存款 $\times 16.6\%$ ”+“国内非银行单位在银行的四年以下定期存款 $\times 12.4\%$ ”+“国内非银行单位在银行的法定期限通知储蓄存款 $\times 8.1\%$ ”。

从 1988 年起 联邦银行把货币政策的中介目标由中央银行货币改为 M_3 。这两个指标的变化相似 与物价的变化趋势一致 所以被选为中介控制指标。

2. 德国的货币政策的工具和传导机制

联邦银行主要用五类工具来实现它的货币政策：再融资工具 最低准备金率 公开市场操作 对政府存款的条件和干预外汇市场。通过以上 5 种政策工具来调节货币量和信贷规模。联邦银行货币政策工具的使用主要侧重于准备金率、贴现政策和公开市场业务等三大传统的货币政策工具，在这三大工具中经常使用的又是最低储备政策。最低储备政策在联邦银行货币政策传导过程中起重要作用，其传导过程如下：

最低储备率 \rightarrow 最低储备额（自由流动储备） \rightarrow 最终目标

一般说来 当经济状况恶化时 联邦银行多半采取降低准备金率以增加银行的流动性资金的对策 当经济过热时 则采取提高最低准备金率以紧缩银行流动性资金的对策。在实施贴现政策时，联邦银行利用贴现限额和利率来调节贴现业务。首先 联邦银行确定总的贴现限额 各个信贷机构的标准限额决定于它的资本额、储备额、净利润和它在同非银行金融机构的短期信贷业务中的份额。联邦银行制定了贴现额度，但信贷

机构是否使用额度取决于贴现率的水平及相关的货币市场利率的水平。在确定贴现率方面，联邦银行设有法定的最高限和最低限。根据国际货币基金组织从 1975—1986 年的统计，德国贴现率在 3%~7.5% 之间。

1.2.4 西方国家货币政策传导机制的比较

1. 西方各国货币政策传导机制的共性

(1) 货币政策传导结构基本相同。各国货币政策传导过程中，在货币政策工具与最终目标之间，一般都加入中间目标。虽然各国的细分不一，但其传导过程和传导机理基本是一样的。

(2) 传导机制中各要素有共同的特征。中央银行的行为特征相似。在西方各国，中央银行都具有相当的独立性，能独立地制定和执行货币政策，确保货币政策目标和最终目标的实现。商业银行的商业化程度很高。商业银行的行为是货币政策传导的中心环节。西方国家的商业银行的商业化程度都很高，它们一方面要接受监管，另一方面又要保持自己资产应有的流动性和安全性，不断地进行工具和业务创新，追求利润最大化。它的行为对中央银行各项调控措施的反映都非常敏感，能迅速根据中央银行的调控措施的出台或客观经济环境的变化迅速调整自己的资产负债结构，从而对货币供应量产生影响。③企业的行为特征。企业是一个纯粹的商品生产者，一方面依靠自我积累扩大再生产，又要依靠借款和发行债券来扩大再生产，而且这种筹资条件要建立在预期收益

大于利息支出的基础上。企业以追求利润最大化为单一目标，其经营行为不受非市场因素的干预，是一个纯粹的市场经济主体。

(3)经济主体的资产负债结构相似。 商业银行的资产负债结构中，贷款占资产的比重不大，有价证券的比重较高，资金自给率很高，借入资金很少，这为中央银行开展公开市场操作创造了条件。 在企业的资产负债结构中，银行贷款占企业资金来源的比重不大。在日本、美国和德国，企业从银行贷款占资金来源的比重约 20%~40% 而发行股票、债券和企业自有资金来源占绝大部分。并且，企业也不把资金全部用于生产过程，而是将越来越多的资金投入有价证券。企业的这种资产负债结构减少了企业对银行的依赖，也有利于企业对中央银行的调控迅速作出资产、负债调整反应。 居民的资产结构。在西方市场经济较发达的国家，居民金融资产结构中，银行存款的比重较少，而股票债券的比重较大。这种资产结构为居民储蓄在银行存款和有价证券之间的转移创造了条件，也为中央银行的货币政策操作创造了良好的环境。

(4) 传导机制各经济变量要素有共同特征。①在货币政策工具的运用中以间接调控手段为主 传统的‘三大法宝’是他们用于调节的主要手段。②在中介目标和操作目标的选择上，把利率放到了重要位置。这是因为，这些国家都建立起了较为完善的市场利率体系，利率能有效地反映并调节资金的供求。 越来越重视货币供应量作为中介目标的作用。在 20 世纪 60 年代以前，把利率作为中介目标日益被西方国家