

一般均衡框架下货币 政策信贷传导渠道研究

江 群 曾令华

摘要: 固定汇率体制下信贷扩张机制的跨期一般均衡模型描述了货币政策经由信贷供给影响实际经济活动的作用机制与途径。基于 VAR 模型的脉冲响应分析结果表明, 1998 - 2007 年信贷渠道在我国货币政策传导机制中占有重要地位, 但是不同经济景气阶段信贷渠道在不同的环节上出现了梗阻。针对当前我国货币政策信贷传导渠道存在的症结, 短期货币政策操作应充分关注信贷市场的动态状况。实施紧缩性货币政策要同时注重信贷供给与信贷需求的调控, 坚持堵疏结合的原则, 切实缓解流动性过剩问题。

关键词: 信贷渠道 一般均衡 利差 脉冲响应分析

一、引言及文献回顾

在承认货币政策具有真实效应的前提下, 货币政策影响实体经济的途径通常被划分为货币渠道和信贷渠道。货币渠道认为私人部门的资产组合以及与财富相关的支出能根据利率、汇率、股价等资产价格变化进行迅速调整, 在典型经济人假设前提下, 银行资产结构的变化并不具有真实效应。信贷渠道则强调金融市场上广泛存在的不完美性, 银行在信息处理方面存在的天然优势使得其资产业务具有特殊性。只要中央银行具有调控存贷机构的贷款供给能力, 同时存在贷款依赖型私人部门, 银行信贷供给变动就能对总支出产生独立的影响。

20 世纪七八十年代, Jaffee 和 Russell (1976)、Stiglitz 和 Weiss (1981) 以及 Williamson (1986) 等西方学者运用不完全信息经济学从理论上证明了贷款利率往往不能充分反映货币政策立场的变化, 从而信贷配给作为商业银行的理性行为阻滞了利率传导机制在信贷市场上的发挥。并以此为契机建立起一系列基于微观经济基础、突出信贷市场作用的宏观均衡模型, 这些模型的共同特点在于信贷因素能够放大初始冲击所产生的宏观经济影响。Williamson (1987) 将带有高昂监督成本的金融中介因素纳入到一个动态一般均衡模型, 作为对投资风险冲击的反应, 信贷配给被强化, 贷款下降, 投资萎缩导致未来产出下降, 进一步放大初始冲击的影响。Bernanke 和 Gertler (1989) 假定状态核实需要高昂成本, 在一

般均衡模型框架下, 净价值的上升使得投资项目外部融资的代理成本下降, 从而使投资和产出有所扩大, 并在时间上得以扩散。Kiyotaki 和 Moore (1997) 巧妙地发展了一个基于种植业扩大再生产的一般均衡模型来解释净价值和信贷约束在影响均衡产出方面的作用, 在该模型中种植者的净价值制约其获得信贷的能力, 从而暂时性生产率冲击通过资产价格效应强化初始扰动, 产生所谓的金融加速器效应。Tornell 和 Westermann (2003) 构造一个一般均衡模型模拟浮动汇率体制下, 信贷因素通过非贸易部门与贸易部门之间显著的融资非对称效应以及资金错配放大了实际汇率对产出的真实冲击。

然而, 正如沃什 (2004) 所指出的那样, 货币政策传导的信贷观点之所以未被广泛接纳主要不是因为理论上的缺陷, 而是源自于经验证据上的分歧和争论。20 世纪 90 年代初期, 西方经济学界曾围绕独立的信贷渠道是否存在展开过激烈的、针锋相对的学术争辩, 但是远未达成一致。不过值得指出的是, 新近的大量研究文献从实证角度肯定了信贷渠道的存在性。Kakes 和 Sturm (2002)、De Haan (2003) 以及 Hülwig 等 (2006) 对德国与荷兰的实证研究表明, 中央银行能够显著地影响商业银行信贷行为, 且由此产生的信贷冲击引起了实际产出的波动。Atta - Mensah 和 Dib (2008) 研究发现, 加拿大在实施泰勒型货币政策规则的过程中, 外生信贷冲击是产生中长期产出、通胀以及名义利率波动的主要原因。Straub (2004) 以及 Mateut 等 (2005) 发现货币紧缩时期, 无

论大企业还是小企业都显著地增加了商业信用的使用,说明货币紧缩导致银行贷款萎缩,企业倾向于采用商业信用来部分地替代银行信贷和其他正规资金来源方式。Almeida 和 Campello(2006)的实证研究结果也显示,作为抵押品的企业有形资产状况与企业是否面临信用紧缩密切相关,企业有形资产越多,获得外部融资的能力越强,企业个体特性对外部融资可获得性具有重要影响。

国内对信贷渠道的实证结论存在较大的分歧。夏斌等(2003)从银行体系贷款供给决定及其对经济波动影响的角度进行过实证研究,结果发现信贷增长对经济的解释能力强于货币供应量。蒋瑛琨等(2005)基于 VAR 模型的实证分析显示,20 世纪 90 年代以来信贷渠道在我国货币政策传导机制中占有重要地位。赵振全等(2007)采用门限向量自回归模型对我国 1990 年 1 月至 2006 年 5 月信贷市场与宏观经济波动的非线性关联进行脉冲响应函数分析,发现中国存在显著的金融加速器效应。而陈飞等(2002)和孙明华(2004)的实证研究则表明在我国信贷渠道很微弱抑或从属于货币渠道。国内学者对信贷渠道的实证研究文献虽然不少,但缺乏在充分体现信贷市场特征的一般均衡分析框架下进行的计量检验,仅仅由信贷与产出之间的统计关系得出信贷渠道显著与否的结论至少是不够稳健的。信贷渠道是否显著及其在货币政策传导机制中处于何种地位,这取决于特定经济体中“信贷市场与货币市场不同的传导机制,以及不同的金融结构与银行资产经营模式之间的冲突”(刘涛,2005)。那么,信贷市场在中国货币政策传导过程中扮演了一个什么样的角色,其作用机制如何呢?因此,本文认为这是一个值得深入探讨的问题。

本文以下内容安排如下:第二部分构建一个描述固定汇率体制下信贷扩张机制的跨期一般均衡模型。第三部分利用向量自回归(VAR)模型提供的脉冲响应函数,分析在不同的经济景气阶段信贷供给冲击对实际产出和不同经济类型产出结构的影响。最后是结论与政策建议。

二、一般均衡模型

(一)模型的基本假定

在 T - W 模型(Tornell - Westermann,2003)基础上考察固定汇率体制下货币政策信贷传导的一般均衡特征,需要修正针对中等发达国家的部分假定,如经济中企业外币债务持有率较高、利率完全市场化、本外币资产替代性强等,这些假定并不完全适用于

中国的转型经济。基于上述原因,本文采用一个简化的跨期均衡模型来描述我国转型时期银行信贷供给变动是如何引起经济波动的传导机制。为方便模型推导,进行如下基本假定:

假定 1:忽略技术、制度等要素的变动,假定经济中代表性企业具有简单的一次线性生产函数,规模收益不变,企业家目的是在既定约束条件下实现利润最大化;企业具有信贷依赖性特征,主要通过信贷融资来满足扩大化生产的资金需求。

假定 2:商业银行行为具有风险中性特征,银行根据风险甄别和监控成本决定贷款额,由于银行资金运用可以在信贷市场与货币市场的无风险资产之间进行转换,贷款预期收益率收敛于国内无风险利率。

与中等发达国家相比较,我国企业持有的外币债务在社会本外币贷款总额中所占比重较小,动态的汇率风险在固定汇率体制下主要由中央银行承担,并不会对企业与银行的借贷决策产生决定性的影响,同时资本项目管制使得银行资金缺乏通畅的外币资产投资渠道。因此,从均衡意义上来说,银行贷款预期收益率收敛于国内而不是国外无风险资产收益率。

假定 3:如果代表性企业陷入债务危机,银行预期只能收回应收贷款本息的一个比率 τ_t ($0 < \tau_t < 1$)。 τ_t 主要依赖于银行对宏观经济总体形势的预期,此外还与企业信息披露透明度以及贷款事后监控力度和司法保护程度等因素有关。当预期 τ_t 降低时,银行倾向于更为严厉的信贷配给。

(二)模型的推导

不妨令代表性企业 t 期净值为 V_t ,持有一期本币债务合同 L_t ,贷款利率为 i_t ,则 $t + 1$ 期偿还额为 $(1 + i_t)L_t$ 。由假定 1 可知,企业生产函数为:

$$Q_{t+1} = I_t \dots\dots\dots (1)$$

其中, I_t 为 t 期投资, A_t 为生产技术参数, Q_{t+1} 为 $t + 1$ 期产量。设 t 期价格水平为 p_t ,企业生产满足如下预算约束方程:

$$p_t I_t = V_t + L_t \dots\dots\dots (2)$$

那么, $t + 1$ 时期企业净值为:

$$V_{t+1} = p_{t+1} Q_{t+1} - (1 + i_t) L_t \dots\dots\dots (3)$$

假定消费被外生给定,经济遭受的需求冲击满足如下条件:好的情形下,对企业产品的需求大($d_t = d > 0$),坏的情形下,对产品需求小($d_t = 0$),即:

$$d_t = \begin{cases} d & p = \\ 0 & p = 1 - \end{cases} \dots\dots\dots (4)$$

其中,式(4)中 p 为需求冲击的发生概率,

(0,1)。那么,在两阶段跨期模型中,企业和银行的行动次序如下:(1)企业 t 期持有资产净值 \bar{v}_t ,选择一个满足预算约束和无资金转移条件的计划 (I_t, L_t, i_t) 。(2) $t+1$ 期企业销售产品,如果企业有支付能力,则偿还债务,企业首先向自己支付报酬(为利润一个比例 $c \in (0,1)$),剩余的作为下一期企业净值。如果企业无支付能力,则企业一无所获。(3)相应地,银行将从有支付能力的企业得到本息偿还,当企业无力偿还债务时,银行只能收回 $\bar{v}_t(1+i_t)L_t$ 。由此可知,企业各期 $(t-1)$ 净值的决定遵循如下方式:

$$v_t = \begin{cases} (1-c)v_{t-1} & v_{t-1} > 0 \\ 0 & v_{t-1} < 0 \end{cases} \dots\dots\dots (5)$$

假定 $t+1$ 期代表性企业可以转移资金用途,但在 t 时期企业已经产生了可投入资金一定比例的沉没成本 $h(v_t + L_t)$ 。 h 可以度量道德风险,小的 h 表示合同的执行能力较弱。一般说来,贷款者只向那些道德风险较低的项目放贷。稳态均衡时,产品市场和信贷市场同时出清。此时,预期贷款收益率收敛于国内无风险利率 r ,银行放贷直到期望债务偿还额等于转换成本,故均衡时的贷款利率与贷款额应分别满足式(6)和式(7):

$$(1+i_t)[\bar{v}_t + (1-c)v_{t-1}] = 1+r \dots\dots\dots (6)$$

$$(1+i)L_t = h(v_t + L_t) \dots\dots\dots (7)$$

从式(6)可以看出贷款利率与货币市场利率之间的利差水平 $(i_t - r)$ 取决于 v_t 的大小。式(7)的借贷约束对所有 v_t 均成立,若没有债务危机,并且 $h > (1+r)$,那么对企业而言偿还债务就会比转移资金更有利,银行就会一直放贷直到式(7)中的等号成立为止。

结合预算约束式(2)和借贷约束式(7),得到投资决定方程:

$$I_t = \mu(v_t) \bar{v}_t / p_t \dots\dots\dots (8)$$

其中,投资乘数 $\mu(v_t) = 1/[1 - h(1 + \frac{1-c}{1+r}v_t)]$,式(8)显示,信贷约束型企业投资不仅依赖于回报率,还依赖于其净值。企业债务由其净值决定,由式(2)及式(8)有:

$$L_t = (\mu(v_t) - 1) \bar{v}_t \dots\dots\dots (9)$$

产品市场出清时,好的情形下的产品价格 (\bar{p}_t) 和坏的情形下的产品价格 (\underline{p}_t) 分别决定如下:

$$\bar{p}_t Q_t = d + \mu(v_t) \bar{v}_t, \underline{p}_t Q_t = \mu(v_t) \bar{v}_t \dots\dots\dots (10)$$

不妨令好情形与坏情形下的企业净值 \bar{v}_t 分别对应于 \bar{v}_t 和 \underline{v}_t ,则由式(3)、式(5)、式(9)以及式(10)可知的演化动态如下:

$$v_t = \begin{cases} -\frac{(1-c)d}{1-v_t} - \frac{v_{t-1}h}{1-v_t} & v_{t-1} > 0 \\ -v_t = 0 & v_{t-1} < 0 \end{cases} \dots\dots\dots (11)$$

其中,现金流量乘数 $v_t = (1-c)\mu_t < 1$ 。

如果债务危机是稀有事件,稳定均衡时的信贷额、企业净值分别依赖于式(9)、式(11)。由式(7)、式(9)、式(11)得到代表性企业的均衡信贷与均衡产出路径如下:

$$L_t = \frac{(\mu_t - 1)}{1 - v_t} [(1-c)d - v_{t-1}L_{t-1}(1+i_{t-1})] \dots\dots\dots (12)$$

$$y_t = p_t Q_t = \frac{\mu_t}{\mu_t - 1} L_t + d \dots\dots\dots (13)$$

(三) 模型结果分析

首先,考察模型中主要变量和参数之间的相互关系。根据式(6)与式(13)可知,均衡利差 $i - r$ 与 y 负相关, y 与 L 正相关。具体地说,当投资风险上升(v_t 下降)时,银行信贷供给意愿下降,均衡利差上升,从而企业信贷融资与投资减少。假定企业投资乘数不变,由于企业投资减少,产出也会下降,下一期企业净值也下降,所能获得用于投资的信贷资金更少,导致更低的产出,从而使得初始冲击通过信贷传导途径被进一步放大且具有持续性。

事实上,从宏观层面来分析模型包含的信贷传导机制、利差与信贷以及产出之间的关系并不像上面讨论的稳态均衡情形那么简单直观。 v_t 的冲击是通过特定经济形势下利差向均衡水平的调整过程来实现的,概括起来主要有两种效应:第一种效应是 v_t 的冲击对信贷供给的影响,当银行预期 v_t 下降时,均衡利差扩大,市场利差水平下商业银行放贷意愿下降,只要市场利差与均衡利差之间的偏离没有被消除,信贷投放就会持续萎缩。因此, v_t 冲击改变均衡利差,进而引起信贷与产出波动。故而,在既定的均衡利差水平下,扩张或紧缩的货币政策可以通过改变利差向均衡水平的调整速度和调整方向,进而实现对信贷供给的调控。第二种效应是资产负债表效应,对产品需求的下降源自于投资的萎缩,导致产品价格下降以便产品市场出清,这会降低企业利润与净值。由此产生循环:低的净值导致低的投资,这又产生更大的产出下降。因此,资产负债表效应扩大了利差与实际产出变动之间的直接效应,而这一效应部分可能是通过数量型信贷配给来实现的。

综上所述,只要经济中存在一定比例的信贷依赖型企业,则上述模型所描述的利差均衡调整过程



导致银行信贷波动就会产生真实效应。第三部分我们利用向量自回归模型(VAR)提供的脉冲响应函数来检验理论模型主要结论在我国的适应性。

三、基于向量自回归模型的实证检验

(一) 向量自回归模型的设定

一般均衡模型的推导过程清楚地说明了向量自回归模型中应包含的变量以及主要变量进入到脉冲响应函数的顺序。因此,利差的产出效应可以由 $i_t - r_t, L_t, y_t$ 三个变量组成的VAR系统来描述。用如下对数线性计量模型描述利差冲击产生的均衡反应:

$$X_t = \sum_{j=1}^n A_j X_{t-j} + \varepsilon_t \quad t=1, 2, \dots, T$$

..... (14)

其中, $X_t = (i_t - r_t, \ln L_t, \ln y_t)^{-1}$, $\varepsilon_t = (\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}, \varepsilon_{3t})^{-1}$, A 为 3×3 维系数矩阵, ε_t 表示扰动项, \ln 表示对变量数据取对数, n 为滞后阶数, T 为样本个数。

(二) 变量选取与数据处理

根据式(14),利用我国1998-2007年宏观经济月度数据估计两个包含不同变量的VAR系统:VAR(1)包括利差(SPR)、信贷(LOAN)与产出变量。信贷和产出对利差冲击的反应将描述信贷渠道的强度。VAR(2)包括利差、信贷、非国有部门与国有部门产出比(NSR)。引入非国有部门与国有部门产出比这一变量是为了考察部门融资不对称效应是否在货币政策信贷传导过程中起了重要作用,即是否存在显著的资产负债表渠道。

利差(SPR)等于贷款利率与无风险利率之差,贷款利率采用一年期人民币基准贷款利率,期内发生贷款利率调整的月份进行加权处理,无风险利率采用加权的全国银行间7天期同业拆借月平均加权利率。信贷变量(LOAN)采用金融机构人民币贷款月末余额。产出变量采用月度实际工业增加值(RIAV),首先利用我国国家统计局公布的消费物价月度环比指数构造消费物价月度定基比指数(1997年12月为基期),然后利用月度工业增加值除以相应月份的消费物价月度定基比指数得到月度实际工业增加值。由于我国没有公布不同经济类型产出的月度数据,NSR等于全国其他经济类型企业工业增加值与国有及国有控股企业工业增加值的百分比值。其中,2006年1月以后的所有工业增加值数据均利用工业增加值增长率及累计增长率(可比价格)计算得到。消费物价月度环比指数来自于Wind数据库,利率、贷款、各类工业增加值数据均来自于《中国人民银行统计季报》各期。估计模型前,对 RIAV

采用 X-12 方法消除季度因素,并对 LOAN、RIAV 和 NSR 分别取对数值,在变量之前加 L 表示。为了考察不同经济景气阶段的货币政策信贷传导机制,样本窗口分别取 1998 - 2002 年、2003 - 2007 年,简称第一阶段、第二阶段。

(三) 实证检验与结果分析

1. 平稳性检验与协整检验

估计 VAR 模型前,先对进入模型的两组变量进行协整检验,判断各组变量之间是否存在稳定的长期均衡关系。首先采用 ADF 法对变量序列进行单位根检验,结果见表 1。由表 1 可以看出,除 VAR (2) 中的 SPR 水平序列平稳外,其他变量的一阶差分都是平稳序列。

单位根检验显示变量水平序列大多具有明显的时间趋势,故选择含截距项不含趋势项的协整方程分别对两组变量进行 Johansen 协整检验。表 2 的检验结果表明,VAR (1) 与 VAR (2) 模型在 5 % 显著水平上分别存在唯一的协整方程,说明在统计意义上两个系统包含的变量之间均具有长期稳定的均衡关系。

表 1 两组变量的单位根检验结果

变量	检验形式 (C,T,N)	ADF 值	变量	检验形式 (C,T,N)	ADF 值
LRIAV	(C,T,2)	- 2.92	LNSR	(C,T,2)	- 2.13
LRIAV*	(C,0,1)	- 10.69	LNSR*	(C,T,1)	- 11.88
LLOAN	(C,T,2)	- 1.76	SPR*	(C,0,0)	- 3.28
LLOAN*	(C,0,1)	- 5.66	SPR	(0,0,0)	- 12.79

注:检验形式(C,T,N)表示单位根检验方程中包含的截距项、时间趋势和滞后阶数。表示其一阶差分。*表示在1%显著水平上序列是平稳的。滞后阶数根据AIC信息准则以及残差诊断结果等综合确定。

表 2 Johansen 协整检验结果

变量系统	零假设	迹统计量	变量系统	零假设	迹统计量	5% 临界值
VAR (1)	没有一个*	34.81	VAR (2)	没有一个*	36.02	29.79
	最多一个	8.02		最多一个	11.43	15.49
	最多两个	0.56		最多两个	0.49	3.84

注:*表示在5%显著水平上拒绝原假设;根据SC信息准则则滞后阶数取2。

2. 脉冲响应分析

脉冲响应函数(Impulse Response Function, IRF)通过模拟扰动的传播过程来描述系统内其他内生变量对某一内生变量冲击的动态效应,但脉冲响应函数的估计结果很大程度上取决于变量排序。基于模型推导过程,我们选择进入两个模型的变量排序分别为 SPR、LLOAN、LRIAV 和 SPR、LLOAN、LNSR。根据 SC 信息准则以及残差诊断结果,VAR (1)、VAR (2) 的滞后阶数为 1。经检验发现,两个模型的所有残差在 99 % 的置信水平下是平稳序列,特征多项式根的

倒数都位于单位圆内,说明 VAR 模型是稳定的。图 1 至图 12 分别表示给定一个标准差的冲击,不同阶段两个模型中各变量之间的脉冲响应函数。横轴表示冲击作用的滞后期间数(单位:月度),纵轴表示不同变量增长率的变化,实线为脉冲响应函数。

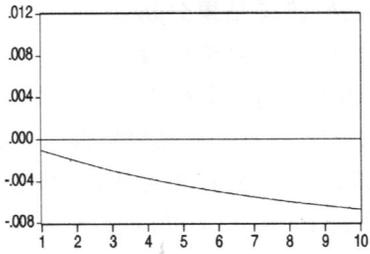


图 1 第一阶段 VAR(1)中信贷对利差冲击的脉冲响应

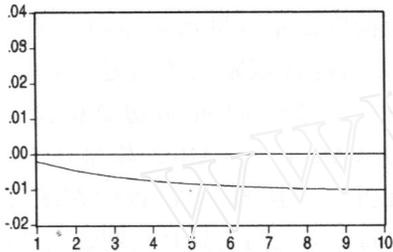


图 2 第一阶段 VAR(1)中产出对利差冲击的脉冲响应

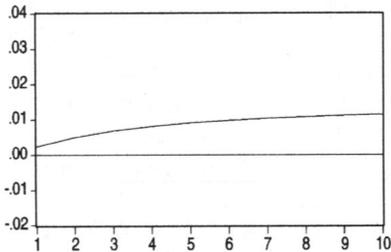


图 3 第一阶段 VAR(1)中产出对信贷冲击的脉冲响应

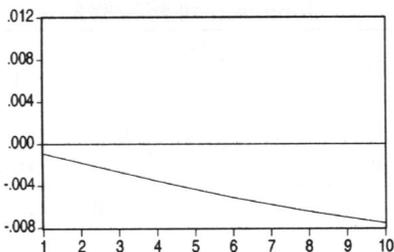


图 4 第一阶段 VAR(2)中信贷对利差冲击的脉冲响应

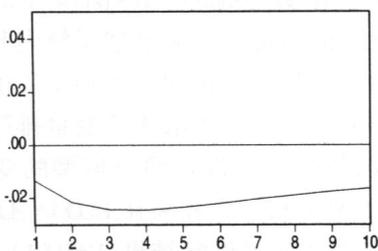


图 5 第一阶段 VAR(2)中产出对比对利差冲击的脉冲响应

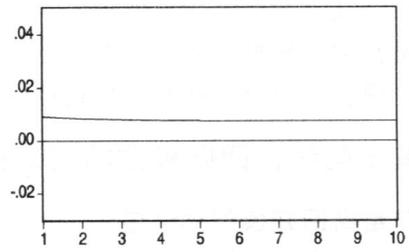


图 6 第二阶段 VAR(2)中产出对比对信贷冲击的脉冲响应

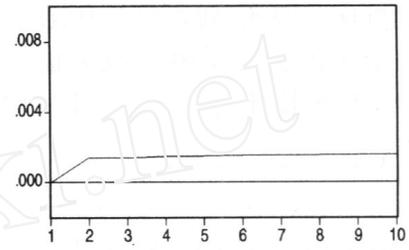


图 7 第二阶段 VAR(1)中信贷对利差冲击的脉冲响应

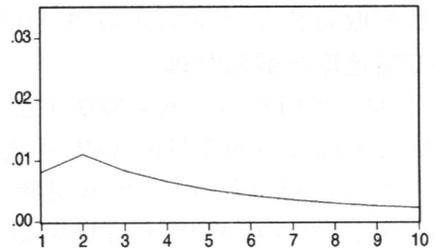


图 8 第二阶段 VAR(1)中产出对利差冲击的脉冲响应

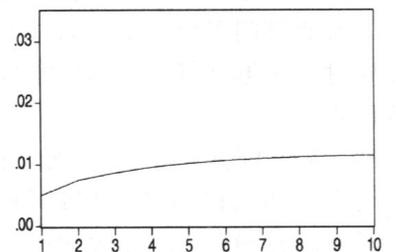


图 9 第二阶段 VAR(1)中产出对信贷冲击的脉冲响应

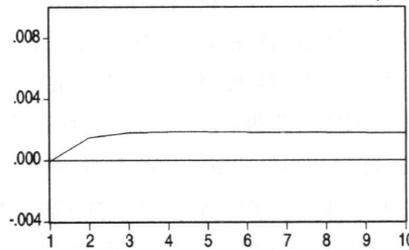


图 10 第二阶段 VAR(2)中信贷对利差冲击的脉冲响应

接下来,分析第一阶段的脉冲响应函数。从图 1、图 2 以及图 4 可以看出,利差冲击对信贷和实际产出产生显著的负向影响,并具有较长的持续效应。这表明在这期间市场利差水平扩大并没有促使信贷供给增加,反而出现了信贷持续萎缩的现象。这是

由于在通货紧缩时期,银行预期借贷风险上升,导致均衡利差高于市场利差水平,银行惜贷甚至惧贷。更具体地说,该期间货币政策效力不佳是因为受到零利率的制约,无力通过将市场利差扩大到均衡利差之上来刺激信贷投放。此外,商业银行各项改革措施如上收贷款审批权、精简分支机构以及风险硬约束进一步加剧了信贷萎缩的程度。我们认为在通货紧缩时期,扩张性货币政策在银行—企业环节出现了阻塞,主要原因是对经济的悲观预期使得银行信贷投放意愿低下。图5显示,非国有企业与国有企业产出比对利差冲击产生显著的持续负向响应,表明经济中存在贷款依赖型借款者,主要是非国有性质的中小企业。

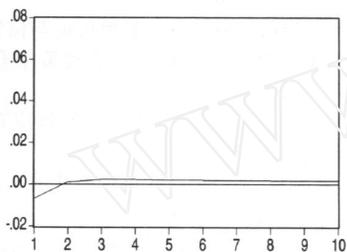


图 11 第二阶段 VAR(2) 中产出比对利差冲击的脉冲响应

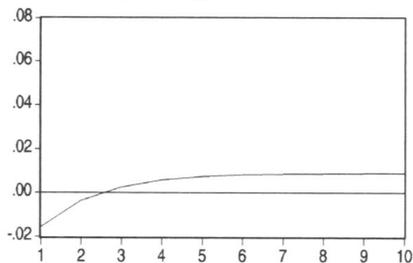


图 12 第二阶段 VAR(2) 产出比对信贷冲击的脉冲响应

再看第二阶段的脉冲响应函数。从图7、图8以及图10可以看出,信贷以及实际产出对利差冲击产生显著的正向响应。这表明利差水平扩大使得信贷扩张,进而导致实际产出增长。实际上,由于2003年以后宏观经济形势趋好,银行预期投资风险下降,均衡利差跌落到市场利差水平之下,商业银行具有很强的信贷投放意愿。2007年为了扭转经济持续在潜在增长率之上运行带来的诸多风险,中央银行连续多次提高了存贷利率与准备金率,但效果并不理想。我们认为当前的宏观调控措施之所以紧缩性效应不显著,关键在于这些措施未能对银行信贷供给能力产生实质性影响,其主要根源在于银行体系流动性过剩,从这个角度看稳健的货币政策实质上仍然过于宽松。可见在该时期,由于流动性过剩抵消了紧缩性货币政策对银行等金融机构信贷投放能力的调控效力,无法有效提高货币市场利率水

平,信贷渠道在中央银行—商业银行环节出现了阻塞。

四、结论与政策建议

本文的研究显示,1998年以来,信贷市场上的贷款可得性与信贷配给状况对宏观经济活动产生了实质性影响,信贷渠道在我国货币政策传导机制中仍占有重要的地位。20世纪90年代末期以来我国货币政策调控效果不佳,与信贷渠道传导不畅密切相关。政策建议主要有以下三点:第一,货币当局在监测各种信贷量指标的同时,更要关注信贷市场的动态状况,包括货币市场与信贷市场之间的利差水平、银行体系流动性等指标。市场利差及其动态变化综合包含有商业银行对经济形势预期以及对货币政策反应的双重信息,有助于宏观调控部门准确把握信贷市场走势,实施前瞻性货币政策。第二,疏通货币政策信贷传导渠道是发挥紧缩性货币政策作用的基本前提。在今后较长时期内流动性过剩将成为我国宏观经济中的常态,由于中央银行调控金融机构流动性的能力有限,短期内要实现信贷增速扩张的控制,行政手段不可或缺,中央银行应实施分季度调控信贷的方案,此外,也应该注重对信贷需求的调控。第三,坚持堵疏结合的原则,采用多种政策组合加大回收流动性的力度,同时要从资金来源方面寻求解决流动性过剩的治本之策,除了提高居民消费率以外,取消对FDI的优惠政策,鼓励合法境外投资(如投资矿产与能源期货),扩大外企在我国金融市场融资的规模,容许地方政府以适当的方式进入债券市场为廉租房、社会保障体系建设以及基础设施等公共产品进行融资等都应当成为相关部门考虑的策略。

注释:

沃什(2004)为这一时期的学术论争做了很好的文献综述,参见卡尔·E.沃什:《货币理论与货币政策》,中文版,273~277页,上海,上海财经大学出版社,2004。

为了简化起见,大多数相关文献都假定生产者具有简单的一次线性生产函数。此外,根据2007年第四季度中国货币政策执行报告,2006年和2007年我国银行贷款融资量分别占国内非金融机构融资总量的82%和79%,其他方式(股票、国债、企业债)融资量合计所占比重约为20%。因此,假定企业主要通过信贷融资满足资金需求是比较合理的。

假定需求冲击外生决定,其他因素不变,扩张性货币政策使得无风险利率一次性下降,银行将增加放贷直到利差回升到均衡水平。关于货币市场资产收益率变化对银行最优贷款量影响的讨论,可参见潘敏和夏频(2002)。若无特殊说明,本文所提及的利差均指该利差。

本文选择样本起点为1998年,主要考虑以下两点原因:首先,尽管1994年我国启动了国有银行商业化改革进

程,但国有银行真正实现自主经营还是始于1998年实行资产负债比例管理以后。其次,国有及国有控股企业工业增加值与1998年前的国有经济工业增加值数据因统计口径变动而不可比。

参考文献:

1. Jaffee, D. and Russell, T., 1976. "Imperfect Information and Credit Rationing." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 pp. 651 - 666.
2. Stiglitz, J. E. and Weiss, A., 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, Vol. 71 (3) pp. 393 - 410.
3. Williamson, S. D., 1986. "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Ration." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 18(2) pp. 159 - 179.
4. Williamson, S. D., 1987. "Financial Intermediation, Business Failures, and Real Business Cycles." *Journal of Political Economy*, Vol. 95(6) pp. 1196 - 1216.
5. Bernanke, B. S. and Gertler, M., 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review*, Vol. 79(1) pp. 14 - 31.
6. Kiyotaki, N. and Moore, J., 1997. "Credit Cycles." *Journal of Political Economy*, Vol. 105(2) pp. 211 - 248.
7. Tornell, A. and Westermann, F., 2003. "Credit Market Imperfections in Middle Income Countries." NBER Working Paper, No. 9737.
8. 卡尔·E.沃什:《货币理论与货币政策》,中文版,上海,上海财经大学出版社,2004。
9. Kakes, J. and Sturm, J. E., 2002. "Monetary Policy and Bank Lending: Evidence from German Banking Groups." *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26(11) pp. 2077 - 2092.
10. De Haan, L., 2003. "Microdata Evidence on the Bank Lending Channel in the Netherlands." *Economist*, Vol. 151 (3) pp. 293 - 315.
11. Hübner, O.; Mayer, E. and Wollmershäuser, T., 2006.

"Bank Loan Supply and Monetary Policy Transmission in Germany." *Journal of Banking and Finance*, No. 30 pp. 2893 - 2910.

12. Atta - Mensah J. and Ali Dib, 2008. "Bank Lending, Credit Shocks, and the Transmission of Canadian Monetary Policy." *International Review of Economics and Finance*, No. 17 pp. 159 - 176.
13. Straub, S., 2004. "Informal Sector: The Credit Market Channel." *Journal of Development Economics*, Vol. 78 (2) pp. 299 - 321.
14. Mateut, S.; Bougheas, S. and Mizen, P., 2005. "Trade Credit, Bank Lending and Monetary Policy Transmission." *European Economic Review*, 50 (3) pp. 603 - 629.
15. Almeida, H. and Campello, M., 2006, "Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment." NBER Working Paper, No. 12087.
16. 国务院发展研究中心金融研究所货币政策传导机制研究组:《中国银行体系贷款供给的决定及其对经济波动的影响》,载《金融研究》,2003(8)。
17. 蒋瑛琨、刘艳武、赵振全:《货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析——兼论货币政策中介目标的选择》,载《金融研究》,2005(5)。
18. 赵振全、于震、刘淼:《金融加速器效应在中国存在吗》,载《经济研究》,2007(8)。
19. 陈飞、赵昕东、高铁梅:《我国货币政策工具变量效应的实证分析》,载《金融研究》,2002(10)。
20. 孙明华:《我国货币政策传导机制的实证分析》,载《财经研究》,2004(3)。
21. 刘涛:《中国经济波动的信贷解释:增长与调控》,载《世界经济》,2005(12)。
22. 潘敏、夏频:《国有商业银行信贷资金供求与我国货币政策传导机制》,载《金融研究》,2002(6)。

(作者单位:湖南大学金融学院 长沙 410079)
(责任编辑:王红霞)

(上接第9页)

9. Durham, Y.; Hirshleifer, J. and Smith, V.L., 1998. "Do the Rich Get Richer and the Poor Poorer? Experimental Tests of a Model of Power." *American Economic Review*, Vol. 88 pp. 970 - 983.
10. Grossman, Herschel I. and Kim, Minseong, 1995. "Producers and Predators." *Pacific Economic Review*, Vol. 3 pp. 169 - 187.
11. Grossman, Herschel I. and Kim, Minseong, 1995. "Swords or Plowshares? A Theory of the Security of Claims to Property." *Journal of Political Economy*, Vol. 103 pp. 1275 - 1288.
12. Grossman, Herschel I. and Kim, Minseong, 2000. "Predators, Moral Decay, and Moral Revivals." *European Journal of Political Economy*, Vol. 16 pp. 173 - 187.
13. Grossman, Herschel I. and Kim, Minseong, 2002, "Is a Moral Disposition Rewarded?" *Journal of Banking & Finance*, Vol. 26 pp. 1811 - 1820.
14. Guttman, J., 2000. "On the Evolutionary Stability of Preference for Reciprocity." *European Journal of Political Economy*, Vol. 16 pp. 31 - 50.
15. Hirshleifer, J., 1991. "The Paradox of Power." *Economics and Politics*, Vol. 3 pp. 177 - 200.
16. Lindbeck, A.; Nyberg, S. and Weibull, J., 1996. "Social

Norms and Economic Incentives in the Welfare State." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 64 pp. 1 - 35.

17. Mauro, P., 1998. "Corruption and the Composition of Government Expenditures." *Journal of Public Economics*, Vol. 69, pp. 263 - 279.
18. Murphy, K.; Shleifer, A. and Vishny, R., 1993. "Why is Rent - seeking so Costly to Growth?" *American Economic Review*, Vol. 83 pp. 409 - 414.
19. Sarte, Pierre - Daniel G., 2000. "Informality and Rent - seeking Bureaucracies in a Model of Long - run Growth." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46 pp. 173 - 197.
20. Sarte, Pierre - Daniel G., 2001. "Rent - seeking Bureaucracies and Oversight in a Simple Growth Model." *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 25 pp. 1345 - 1365.
21. Skaperdas, S., 1992. "Cooperation, Conflict, and Power in the Absence of Property Rights." *American Economic Review*, Vol. 82 pp. 720 - 739.

(作者单位:中国农业大学经济管理学院 北京 100094)
(责任编辑:孙永平)