

# 货币政策信用传导机制理论:回顾与评述

索彦峰

**摘要:** 遵循理论的发展脉络,沿着狭义信用传导机制与广义信用传导机制这两条主线对货币政策信用传导机制理论进行了回顾,并作了简要评述。理解货币政策信用传导机制的关键在于正确认识信用以及不完善的金融市场在宏观经济波动中的作用。这要求在准确把握经济的结构和制度特征的基础上,以货币经济学的新范式重新审视货币与信用的关系,这也是未来研究的立足点。

**关键词:** 信用传导机制 银行贷款渠道 资产负债表渠道 金融加速机制

## 一、引言

在货币与实体经济的关系上,古典二分法强调货币只是覆盖在实体经济上的一层面纱,因此货币是中性的。但这一结论是在严格的假设条件下得到的,因此古典二分法只是提供了分析这一问题的一种基准。无论在理论上还是在现实经济中,越来越多的文献证明货币是能够影响实体经济的,至少在短期内货币是非中性的。政策制定者也逐渐认识到货币政策是一个强有力的工具,如果使用不当便会造成经济的巨大波动。因此,为有效地实施货币政策,货币当局必须正确评价货币政策的效应以及持续的时间,这要求正确理解货币政策影响实体经济的途径,因此对于货币政策传导机制的研究就成为货币经济学的一个重要课题。

在货币经济学领域,不同学派因其理论假设和分析框架的不同而对货币政策影响实体经济的机制产生了不同的观点,从而也形成了相应的货币政策传导机制理论。贾菲和斯蒂格利茨(2002)在阐述信用对货币政策的影响时,区分了货币经济学领域内的两大学派——货币学派和信用学派,并指出二者的根本区别在于货币政策的操作方法上:前者以货币供给量为基础,而后者则以信用可得性为基础。因此,它们的货币政策传导机制理论相应地被称为货币政策的“货币观点”和“信用观点”。“货币观点”主要包括凯恩斯学派和货币主义学派的货币政策传导机制理论,侧重于分析银行资产负债表的负债方——货币对经济的影响;而“信用观点”则属于新凯恩斯主义的货币政策传导机制理论,它重点关注银行资产负债表的资产方——贷款对经济的影响。

文献中一般将“信用观点”进一步区分为两种机制:一是狭义信用传导机制,也即银行贷款渠道;二是广义信用传导机制,包括资产负债表渠道和与此渠道密切相连的金融加速机制。

本文拟对货币政策信用传导机制理论的发展进行回顾与评述。回顾将遵循理论的发展脉络,并按照狭义信用传导机制与广义信用传导机制两条主线进行,然后在此基础上进行简要的评述,并提出自己的观点。

## 二、狭义信用传导机制的理论发展脉络与实证研究

狭义信用渠道也即银行贷款渠道,是指货币政策通过影响银行贷款供给量从而影响借款人的信贷可得性并最终影响产出的货币政策传导机制。

### (一) 银行贷款渠道发展的理论脉络

货币政策信用传导机制理论源于 Roosa (1951) 提出后经 Lindbeck (1962) 等人进一步完善和发展起来的信用可得性学说。根据这种学说,银行贷款市场是不完善的,金融机构的流动性管理使得贷款供给更依赖于借款者的资产负债状况、担保等非价格(利率)条款的作用,同时银行负债又缺乏可完全替代存款的其他融资来源,结果当经济紧缩时,信贷市场以配给为主要特征。因此,货币政策的传导渠道在很大程度上以信贷配给为基础。

然而,信贷配给作为贷款人利润最大化行为的合理性受到了广泛质疑,这激发了寻求信贷配给理论基础的文献的发展。20世纪70年代,信息经济学的发展和完善为解释信贷配给行为背后的理论基础提供了可能。Jafee 和 Russell (1976) 以及 Stiglitz 和

Weiss(1981)证明,信贷市场上的信息不完美引发的逆向选择和道德风险将使得信贷市场不同于普通商品市场:在一定的利率水平上信贷市场不能出清,这导致了信贷配给的出现。随后,Williamson(1986,1987a,1987b)证明,即使不存在逆向选择和道德风险问题,如果贷款人监控借款人要发生监控成本的话,信贷配给现象也会发生。信贷配给文献的发展初步解释了货币政策影响实体经济的微观基础:如果缺乏银行信贷以外的其他融资来源,遭受信贷配给的借款者就不得不收缩投资,反映在宏观经济上就是产出的下降,在这个意义上信贷是重要的。

理论文献对信贷重要性关注的另外一个分支是对于20世纪30年代大萧条的研究。Fisher(1933)最早分析了企业内部债务的宏观经济影响,并提出了“债务-通缩”的思想:资产净值的下降使得借款人削减当前和未来的支出,这导致经济进一步下滑,产出和经济紧缩继续呈螺旋下降。Friedman和Schwartz(1963)则解释了金融部门状况与一般经济状况之间的联系,他们强调银行危机对货币供给的影响,并指出了加重经济收缩的两种途径:首先,通过减少银行股东的财富;其次,更重要的是,通过由此导致的货币供给的迅速下降。

此后,有关金融市场在经济中作用的思考模式开始转变。Mishkin(1978)首先将有关资本市场不完美的文献应用于对大萧条的研究中,强调了家庭的资产负债表和消费者支出变化的影响。Bernanke(1983)的研究比Mishkin(1978)的研究更进了一步,他同意Friedman和Schwartz认为货币在大萧条期间是一个重要因素的观点,但却指出货币供给的下降在数量上并不足以解释随后的产出下降。Bernanke认为,除了货币供给的因素之外,金融危机通过削弱金融部门的信息服务效率尤其是资金媒介职能而影响了宏观经济。

以上文献的发展促使宏观经济学家开始思考信贷和金融中介(尤其是银行)对宏观经济的重要性,尤其是不完美的金融市场在决定投资和经济波动中的作用。Bernanke和Blinder(1988)遵循Tobin和Brainard(1963)等人的做法,放弃了模型中两种资产的完全替代性假设并对其进行了修正,将金融资产区分为货币、债券和银行贷款,且假定它们是不完全替代的,并在此基础上提出了信贷市场、货币市场和商品市场三市场均衡的模型,从而奠定了银行贷款渠道的理论基础。

Bernanke和Blinder(1988)的这一开创性工作激发了大量后续研究,其中有两类文献值得我们关注。第一类文献是在银行层面上,通过设定银行资产组合行为模型来研究货币政策对银行资产组合行为及

贷款供给的影响,例如Kashyap和Stein(1994)、Stein(1995)以及Walsh(1998)等。此外,Peek和Rosengren(1995,1996)以及Kishan和Opiela(2000)还证明了监管政策也能够改变银行的贷款供给。第二类文献则是在企业层面上,强调不完美的信贷、资本市场对企业融资及投资行为的影响,并证明其具有重要的宏观经济含义,例如Kashyap、Stein和Wilcox(1993)以及Fisher(1996)等。虽然这些理论文献对银行贷款渠道的研究角度不同,但它们都得出了共同的结论,即银行贷款渠道的存在必须满足以下两个条件:(1)银行贷款是特殊的。即存在某种类型的借款人,对他们来说,当银行的贷款供给减少时,他们无法获得或低成本地获得其他融资来源,而是必须削减他们的投资支出。在这个意义上,他们被称为银行依赖型借款人。(2)货币政策变动可以直接影响银行贷款供给。也就是说,在受到货币政策冲击之后,银行不能通过重新安排其资产和负债的投资组合以使其贷款供给不受影响。因此当这两个条件同时满足时,银行贷款渠道就出现了。

由此可见,银行贷款渠道理论的发展脉络表明,学者们的研究思路发生了以下转变:从关注信贷总量到以信息经济学理论重新审视微观主体的资产组合行为和资本结构选择行为对货币政策传导的影响,并且在这一过程中货币理论开始与公司金融理论进行融合。

## (二) 银行贷款渠道的实证研究

在银行贷款渠道的理论基础界定清楚以后,学者们的实证研究工作主要集中于验证这一渠道的两个前提条件上,以为银行贷款渠道的存在性提供证据。

### 1. 银行贷款特殊吗?——银行依赖型借款人的存在性

这方面的实证研究首先是从异质性借款人的融资结构与融资来源考察的,并广泛应用了公司金融理论。例如,Gertler和Gilchrist(1993,1994)的研究证明信贷市场不完美迫使某些类型的借款人(尤其是小企业)主要依赖银行信贷获得融资。还有一些文献则强调信贷市场的不完美导致了较高的外部融资溢价,因此某些借款人(主要是小企业)不得不主要依赖银行贷款融资,例如Bernanke和Gertler(1989)、Gertler(1992)、Oliner和Rudebusch(1996a,1996b)以及Bernanke、Gertler和Gilchrist(1996,1998)等学者的研究。

但上述研究并不足以说明这类借款人就是银行依赖型的,一个很自然的问题就是:如果实行了紧缩性货币政策之后,这类借款人不能获得银行贷款或贷款量减少了,那么他们能够获得银行以外的融资

来源吗?这就需要研究比银行更广泛的贷款人类型。如果在货币紧缩之后,借款人可以低成本地由银行转向非银行贷款人,那么银行贷款渠道就失效了。例如,Calomiris、Himmelberg 和 Wachtel (1995) 研究了在经济下滑时期大企业通过增加商业票据发行而为小企业提供商业信贷的问题。Myers 和 Majluf (1984), Greenwald、Stiglitz 和 Weiss (1984) 等人则强调了信贷市场上的“柠檬问题”也会影响到股票市场,并导致融资企业的“股票发行配给”。Hellmann 和 Stiglitz (2000) 则进一步研究了信息不对称造成的信贷配给与股票发行配给同时出现的情况。

虽然学者们普遍认为随着金融创新的发展和金融监管的放松,这类借款人对银行贷款的依赖程度会大大减小 (Thornton, 1994), 但他们也指出只要金融市场是信息不完美的,那么银行依赖型借款人的存在性就毋庸置疑,只不过会影响银行贷款渠道在经验上的重要性而已。因此,在实证研究中银行贷款渠道的第二个条件——货币政策能够直接影响银行的贷款供给——更富有争议。

## 2. 货币政策能够影响银行贷款供给吗?

这方面的工作首先必须正确度量货币政策及其变化,这要求合理设定货币政策变化的代理变量——货币政策立场指示器,然后在此基础上进行实证研究才能得出坚实、可信的结果。下面我们先对文献中有关货币政策立场指示器的经典研究方法进行总结,然后再讨论有关货币政策能否影响银行贷款供给的研究文献。

(1) 货币政策立场指示器。文献中有关货币政策立场指示器的研究方法主要可分为两类:即货币政策研究的“叙述性方法”和基于中央银行货币政策操作程序的 VAR 方法,前者以 C. Romer 和 D. Romer (1989) 的研究为代表,而后者则以 Bernanke 和 Blinder (1992) 的研究为代表。

C. Romer 和 D. Romer (1989) 在对联邦公开市场操作委员会 (FOMC) 会议记录进行分析的基础上,使用政策制定者对自己的政策操作意图的阐述作为额外的信息确定了一系列“罗默日期”(Romer Dates),他们认为在这些日期,美联储实施了更加严厉的反通胀的政策。这一方法试图通过对政策制定者货币政策立场的解读而将货币供给从货币需求冲击中分离出来,并据此研究货币政策变化对经济的影响。类似的研究还有 Boschen 和 Mills (1991) 的工作。但除了主观性问题之外,这一方法还存在以下缺陷:政策变化的内生性与外生性问题——究竟是实际经济的变化引致了货币政策的变化还是货币政策的变化导致了实际经济变化,并没有得到明确的区分,因此在实际应用中遭受了较多批评。

考虑到上述方法的不足之处后, Bernanke 和 Blinder (1992) 在对美联储货币政策操作程序分析的基础上,选取了一系列指标作为实际经济活动的代理变量,同时使用货币总量指标以及利率指标作为货币政策立场的指示器,然后使用格兰杰因果检验和基于 VAR 模型的预测方差分解技术研究上述货币政策立场指示器对于实际经济活动的预测力。实证结果表明,联邦基金利率(及其与各种利率的利差)预测实际经济变化的能力最强,联邦基金利率是货币政策立场的良好指示器。Bernanke 和 Mihov (1998) 则在 Bernanke 和 Blinder (1992) 的基础上,充分考虑了经济结构变化以及美联储在 1965 年以后不同时期的货币政策操作程序的演变,通过对不同样本时期的操作程序进行参数设定,然后在对模型施加识别约束的条件下使用结构 VAR 模型对参数进行了估计,从而研究了对应于不同的操作程序的货币政策立场指示器。

对于上述方法是否准确地度量了货币政策的变化,学者们并没有取得一致意见,因此在研究中一般都兼用这两种方法,以增强实证结果的可信性。

(2) 货币政策对银行贷款供给的影响:来自银行的证据。这方面的研究集中于考察紧缩性货币政策能否减少银行的贷款供给。Bernanke 和 Blinder (1992) 发现银行的资产组合行为对货币政策变动作出了系统反应,并且贷款和失业率对联邦基金利率的显著反应在时间上高度一致,这证明了货币政策像通过货币渠道传导一样,也至少部分地通过信贷渠道传导。Kashyap、Stein 和 Wilcox (1993) 使用银行贷款和商业票据的混合数据证明了紧缩性货币政策确实能够减少贷款供给。Morgan (1998) 则使用银行间贷款的契约性差异检验了货币政策传导机制的信贷效应,并得出了类似的结论。

还有一些研究认为银行资本状况和监管政策能够影响银行发放贷款的能力,尤其是在货币政策紧缩时期。Syron (1991) 的证据显示新英格兰州的信贷紧缩是由于银行内部股本损耗和外部监管标准的双重压力所导致的银行资本短缺造成的。Peek 和 Rosengren (1995) 证明监管政策和货币政策都能影响银行的贷款量,因此银行的财务状况是决定货币政策通过银行部门传导的效应强度和性质的重要因素。Kashyap 和 Stein (1994, 2000) 根据资产规模对银行进行了分类,他们发现,货币政策冲击对那些资产负债表缺乏流动性的银行的贷款影响比较强烈,因此他们指出即使储备的损失不能直接减少银行的贷款供给,这种紧缩性货币政策与贷款之间的资产净值渠道也会发挥作用。Gertler 和 Lown (2000) 通过区分银行规模和银行资本,提供了支持银行贷款渠

道的证据:政策对依赖资产规模和资本的银行贷款有分配性影响。他们还指出,银行资本影响货币政策传导的结论表明银行监管和金融稳定化政策之间存在着重要联系。

由此可见,如果以信用观点为依据确定货币政策操作框架,上述研究暗含的一个有意义的结论就是政策制定者必须注意货币政策与金融监管政策的协调配合。

### 3. 实证研究中的困难

实证研究中的困难主要来自两个方面:一是要确认货币政策导致的银行贷款供给的下降究竟是贷款需求下降引起的还是贷款供给本身的下降引起的,即怎样将贷款供给效应与贷款需求效应区分开来;二是银行贷款渠道在数量上的重要性,即货币政策变化导致的银行贷款供给变化是否足以解释产出的波动。

文献中一般有两种区分贷款供给冲击和贷款需求冲击的方法。第一种方法主要使用较为广泛的总量数据以识别贷款供给变动,例如 Bernake (1983)、Bernanke 和 Blinder (1992) 以及 Morgan (1998) 等。然而,有学者指出上述使用总量数据的方法由于没有充分的控制贷款需求,其结果的可信性也是值得怀疑的(Oliner and Rudebusch, 1996b)。因此,大量学者的研究又转向了另一领域,他们重点考察了银行层面和企业层面上的分解数据,希望通过比较非银行依赖型和银行依赖型借款人的反应实现对贷款需求的控制(Gertler and Gilchrist, 1994; Kashyap and Stein, 2000)。然而,这些研究遭受了以下批评:由于企业间的异质性,总需求波动可能对这类企业的贷款需求有重大的横截性影响,因此分离贷款供给冲击和贷款需求变动显得不够充分。值得注意的是,Peek、Rosengren 和 Tootell (2000) 考虑到上述方法的局限性后,使用银行总体健康状况的机密的监管信息作为贷款冲击的代理变量,试图用三种不同的方法将贷款供给冲击从贷款需求变动中分离出来。虽然与以往的文献相比,Peek、Rosengren 和 Tootell (2000) 的方法更为可信和全面,但也并没有提供一个毫无争议的代表性方法。

由于以上区分上的困难,对银行贷款渠道的实证研究就一直存在着较大的争议。虽然有些学者给出了银行贷款渠道起作用的证据(Kashyap, Stein and Wilcox, 1993; Gertler and Gilchrist, 1994; Lown and Morgan, 2002),甚至有学者得出了银行贷款渠道重要性的结论(Bernanke, 1993; Peek, Rosengren and Tootell, 2000),但也有一些学者认为银行贷款渠道的数量效应微不足道,因而拒绝了其存在性(C. Romer and D. Romer, 1990; Oliner and Rudebusch, 1996a)。因

此未来的研究方向就应该是继续寻找能够明确区分贷款供给冲击和贷款需求冲击的广为接受的方法,然后在此基础上检验银行贷款渠道在数量上的重要性。

## 三、广义信用传导机制 理论文献的发展回顾

广义信用传导机制重点关注来自所有金融中介和信用市场的资金供给,并不仅仅强调银行在贷款市场上的特殊作用,并强调所有形式的外部融资都不能完全替代内部融资,因此信用市场上的信息不完美将造成内部融资与外部融资之间的成本溢价——外部融资溢价,货币政策的变动将经由此渠道影响不同借款人的融资能力而最终影响产出。

广义信用渠道又可进一步分为资产负债表渠道以及与此渠道密切相连的金融加速机制。明确区分资产负债表渠道和金融加速机制是非常困难的,它们实际上是一个问题的两个方面:资产负债表渠道描述的是货币政策影响实体经济的一种方式,而金融加速机制则是在这一渠道的基础上解释货币政策变动导致的借款人资产负债表状况的变动对经济波动的一种放大机制,是内生于资产负债表渠道的。在有关广义信用渠道的文献中,学者们一般都强调借款人的内部资产净值在货币政策传导中的中心作用,因此主要是采用面板数据或参数校准的方法通过比较异质性借款人(大企业和小企业)的融资和投资行为对货币政策冲击的反应来进行实证研究。此类文献的不同之处主要体现在实证研究赖以进行的理论模型上,因此我们将撷取有代表性的文献以对广义信用机制发展的理论脉络进行梳理,以期对其理论上的传承和发展有清晰和全面的把握。

资产负债表渠道基于以下理论基础:借款人面临的外部融资溢价取决于其内部财务状况,资产净值越高,外部融资溢价就越低,因此借款人资产负债表质量的波动就会影响其投资和支出决策。这一渠道的逻辑实际上就是政策变化导致的与借款人有关的金融因素的变化抑制了其投资活动,反映在宏观层面上就表现为经济的波动。

实际上,正如我们在对银行贷款渠道的文献回顾中所指出的,有关金融因素与产出波动之间存在联系的思想最早可追溯到 Fisher (1933) 对大萧条的研究。此后,有关金融因素与宏观经济波动相关的思想得到了许多文献的支持。在 Gurley 和 Shaw (1955) 有关金融中介发展的文献中,经济的整体“融资能力”被视为总需求的决定因素。Tobin 和 Brainard (1963) 构建了金融部门的宏观经济模型,并且正式将 Gurley 和 Shaw (1955) 的思想融入到模型

中。Williamson(1987b)在一个一般均衡模型中通过使贷款人面临着 Townsend(1979)的“有成本的状态确认”(Costly State Verification,也即 CSV)问题,将金融中介纳入了模型,并研究了监控成本对冲击的放大作用。Gertler(1988)则对金融结构与总体经济活动之间的关系做了一个全面的综述。

理论上的突破始于 Bernanke 和 Gertler(1989)对于代理成本的研究,他们在 Williamson(1987b)的基础上发展了一个新古典商业周期模型,考察了监控成本存在时内部资产净值的作用。他们的模型本质上是叠代模型的一般形式,其中有固定规模投资计划的借款人也面临着 CSV 问题,由此项目审计的预期成本——代理成本的存在将导致外部融资溢价升高,因此资产负债状况就成为影响企业资金成本的重要因素。当经济紧缩时,信贷条件的恶化就可以放大其他震荡对经济的冲击,而且这种机制是非线性的。因此,Bernanke 和 Gertler(1989)模型的一个重要贡献在于提供了代理成本放大经济冲击的理论可能性,这为资产负债表渠道提供了清晰的微观基础。

此后,学者们对 Bernanke 和 Gertler(1989)的分析做了进一步的拓展和深化,而且将信息经济学与公司金融理论结合起来考察广义信用传导机制的微观基础成为一种普遍做法。例如,Gertler(1992)在一个有非对称信息、借贷双方签订多期金融契约的暂时性生产经济的框架下发展了一个金融传导机制,其中信贷条款不仅取决于内部资金的供给而且取决于关于借款人无债务负担的未来收益贴现值的信念。由于这个原因,该模型能够较好地解释金融约束的短期变动导致了商业波动在数量上的显著效应;Greenwald 和 Stiglitz(1993)构造了一个模型,其中企业只能进行债务融资,而且最初的股权和资产净值有效地限制了企业在资本市场融资的资金量。结果,遭受现金流下降的企业被迫减少投入水平并实现了较低的产出水平,这就放大了最初现金流下降的影响。由此可以看出,学者们已经注意到借款人的资产负债状况在传播经济冲击的过程中扮演了关键角色。随后 Bernanke 和 Gertler(1995)正式提出了“资产负债表渠道”的概念,但有关金融加速机制的思想还处于萌芽之中。

理论文献进一步向前发展。Fuerst(1995)有关内部融资重要性的文章实际上等同于讨论了代理成本对经济周期的动态效应,但他得到的结论却是金融因素在经济波动被放大的过程中贡献有限。Gertler(1995)紧接着证明如果在 Fuerst 模型中附加一些前提条件,金融因素的作用就会凸现。Bernanke、Gertler 和 Gilchrist(1996)正式提出了“金融加速器”的概念,并在一个不完美信贷市场的局部均

衡模型中论证了金融加速机制的理论基础,然后在 Bernanke 和 Gertler(1989)一般均衡模型的基础上证实了金融加速机制的存在。根据 Bernanke、Gertler 和 Gilchrist(1996),金融加速机制就是将信贷市场状况变化带来的最初冲击放大的一种机制,它是以借款人资产负债表状况的内生的顺周期变化为基础的。他们的结论是金融加速机制导致信贷市场上的资金“向品质靠拢”,而这具有重大的宏观经济效应。同时他们指出,跳出代表性代理人的范式并克服异质性带来的难题,将金融加速器的局部均衡模型扩展为一般均衡模型并且量化金融加速机制在宏观经济动态过程中的重要性是未来研究的重要方向。Oliner 和 Rudebusch(1996a)的实证研究证明货币政策的广义信用渠道确实存在并且是通过小企业起作用的。但他们同时指出,没有研究能够证明广义信用渠道揭示了大部分货币政策行为的真实效应,而且人们对于广义信用渠道的本质和影响范围的理解还是非常不完全的。因此,Oliner 和 Rudebusch(1996a)强调评估广义信用渠道的重要性,并指出了未来研究的三个领域:(1)非银行金融机构的贷款行为,尤其是财务公司和保险公司;(2)银行间关系对贷款供给的影响;(3)通过金融机构发放商业信贷从而抵消贷款收缩的可能性。Kiyotaki 和 Moore(1997)发展了一个动态一般均衡模型,其中资产(土地)价格的内生波动是借款人资产净值、支出和产出变化的主要来源,并且证明对技术或者收入分配的小的、暂时的冲击能够导致产出和资产价格的巨大的、持续的波动。Carlstrom 和 Fuerst(1997)在 Bernanke 和 Gertler(1989)以及 Fuerst(1995)的基础上发展了一个可计算的一般均衡模型,以对代理成本模型做定量分析。他们证明,内生的代理成本的变化使得冲击的跨期传播成为可能,并导致产出呈驼峰状变化,而产出的这种反应形态比标准的真实商业周期模型所预测的反应更符合经验证据。进一步地,Bernanke、Gertler 和 Gilchrist(1998)在其 1996 年工作的基础上构建了模型,从而使得货币政策信用传导机制理论达到了一个新的高度。模型本质上是以 DNK(Dynamic New Keynesian)框架为基础的一个动态一般均衡模型。它对金融加速机制在经济波动中的作用进行了完整的理论阐述,因而有助于从定性和定量两个角度研究信贷市场摩擦在经济波动中的作用,并且对模型的校准和模拟也与实际经济相吻合,因此具有较高的理论和应用价值。

此后的文献主要是在模型的理论基础上,力图使用实际的经济数据去验证金融加速机制对于经济波动的解释能力,例如 Gertler 和 Lown(2000)的研究。

#### 四、结论与启示: 通往货币经济学的新范式

通过对文献的梳理,可以看出学术界对于信用渠道的存在性是毋庸置疑的,关键是这一渠道的重要性,这在一定程度上决定了中央银行的货币政策操作框架选择。具体来说,对于银行贷款渠道,最大的争议在于货币政策能否直接影响银行的贷款供给,尽管一些学者已经给出了有力的证据,但反对者也大有人在,因此这一争论还将继续下去。相对于银行贷款渠道,人们更支持货币政策的广义信用渠道。有关资产负债表的理论研究和实证研究都证实了这一渠道的重要性,而且以模型为代表的理论模型很好地将资产负债表渠道和金融加速机制融合在一起,从而为应用金融加速机制解释总体经济波动提供了一个定性和定量的评价标准。然而,对于量化金融加速机制的效应仍然缺乏一个操作性较强的方法,这就大大限制了金融加速机制对于经济波动的解释能力。

从文献回顾中我们还可以看出,从简单的货币信用关系到银行贷款渠道再到广义信用渠道,国外学者的研究对象和方法体现了以下两种转变:(1)由单一银行信贷变量到包含各种形式、来源的信用总量的转变;(2)由静态的信用变量到银行和企业动态的资产组合行为调整的转变;(3)由单向的银行信贷变化到双向银企交易关系的转变。上述转变的理论和实践依据在于经济和制度环境的不断发展变化导致了货币政策传导机制的相应变化,20世纪后期宏观经济学构建微观基础的趋势则要求必须考察货币政策的微观基础——金融制度、银行与企业行为对货币政策传导的影响,这在信息经济学的推动下成为可能。

实际上,货币政策信用传导机制理论的产生和发展体现了理论界对于金融因素与宏观经济之间关系的反思和争鸣。货币经济学的传统范式过多地关注了银行负债——货币的作用,而大大忽视了银行资产——信贷、不完美信息以及金融市场尤其是银行在宏观经济波动中所扮演的重要角色。这正是MM定理的一种具体应用:金融结构只是一层面纱。对传统范式的质疑酝酿着重塑一个新范式的努力,斯蒂格利茨和格林沃尔德(2005)在以往研究的基础上,提出了一个全新的货币经济学理论范式,而信息经济学正是理解这个“新范式”的关键所在。与传统范式不同,“新范式”关注的不是货币的交易媒介作用,而是信用在促进经济活动中的作用,将信用的主要提供者——银行的微观行为纳入了传统上属于宏观经济学货币理论,并且主张将银行体系的具体制度结构看作货币经济学的内在组成部分,并在此

基础上研究宏观经济波动和制定经济政策。而货币政策信用传导机制的理论框架是与“新范式”高度契合的,它们都关注信用可得性、不完善的金融市场以及金融监管政策等。

因此,通过对货币政策信用传导机制理论发展的回顾,我们可以得出以下几点结论和启示:

第一,由于理论上的高度契合,货币政策信用传导机制理论将与货币经济学的“新范式”进一步融合,以“新范式”研究信用传导机制理论将成为一种趋势。因此,必须将货币经济学置于银行信用关系的基础上并以信息经济学理论研究银行、金融市场在宏观经济波动中的作用,这在一定程度上将决定一国的货币政策操作框架选择。

第二,货币政策信用传导机制理论的发展体现了货币经济学构建微观基础的趋势,并且这种趋势还将进一步加强。这要求在重点考察银行和企业资产组合行为以及资本结构选择的基础上研究信用传导机制理论。因此,将微观层面的公司金融理论与宏观层面的货币理论结合起来将是未来研究的重要领域,而连接二者的金融市场则提供了这种理论上的可能。

第三,金融创新和金融监管政策的重大变化会导致金融体系的结构性和制度性变化,这可能会显著地改变金融市场在货币政策传导中的作用。因此一个自然的结论就是货币当局应当充分重视货币政策与金融监管政策的协调配合,并不断修正政策以包含这些结构性变化对货币政策传导的影响,因为这关系到货币政策的有效性以及金融稳定这两个重大主题。自然地,将金融体系的制度变迁因素纳入理论模型中重新考察、评估货币政策的传导机制和效力则是我们面临的一项重大挑战。

总之,在准确把握经济的结构和制度特征的基础上,以货币经济学的新范式正确理解货币与信用的关系,将是未来货币政策信用传导机制理论研究的立足点。

#### 注释:

这一思想也是金融加速机制的理论雏形。

即面对实体经济的变化,中央银行选择实施“紧缩”、“中性”以及“宽松”等政策操作类型以对经济实行干预。

Friedman和Schwartz(1963)在对美国货币史的研究中最早使用了“叙述性方法”。

这一机制提供了使用资产负债表渠道研究银行贷款渠道的一种新思路。

虽然Oliner和Rudebusch(1996a)的研究并没有得出支持银行贷款渠道的证据,但他们的证据却支持广义信用渠道的观点。

Gurley和Shaw(1955)认为资产负债表状况是金融能力的重要决定因素。

## 参考文献

1. [美]德怀特·贾菲、约瑟夫·斯蒂格利茨:《信贷配给》,见弗里德曼、哈恩主编:《货币经济学手册》,中文版,第2卷,北京,经济科学出版社,2002。
  2. [美]约瑟夫·斯蒂格利茨、布鲁斯·格林沃尔德:《通往货币经济学的新范式》,中文版,北京,中信出版社,2005。
  3. Bernank, B. S. and Gertler, M., 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, Fall, pp. 27 - 48.
  4. Bernanke, B. S., 1983. "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." *American Economic Review*, Vol. 73, No. 3 June, pp. 257 - 276.
  5. Bernanke, B. S. and Blinder, A. S., 1988. "Credit, Money and Aggregate Demand." *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2, May, pp. 435 - 439.
  6. Bernanke, B. S. and Gertler, M., 1989. "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations." *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, March, pp. 14 - 31.
  7. Bernanke, B. S.; Gertler, M. and Gilchrist, S., 1996. "The Financial Accelerator and the Flight to Quality." *The Review of Economics and Statistics*, February, pp. 1 - 15.
  8. Fisher, I., 1933. "The Debt - Deflation Theory of Great Depressions." *Econometrica*, October, pp. 337 - 357.
  9. Friedman, Milton and Schwartz, Anna J. A., 1963. *Monetary History of the United States, 1867 - 1970*. Princeton University Press.
  10. Gertler, M., 1988. "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview." *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20(3), August, pp. 559 - 587.
  11. Gertler, M., 1992. "Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multi - Period Financial Relationships." *Review of Economic Studies*, 59, pp. 455 - 472.
  12. Kiyotaki, N. and Moore, J., 1997. "Credit Cycles." *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No. 2, April, pp. 211 - 248.
  13. Mishkin, Frederic S., 1978. "The Household Balance Sheet and the Great Depression." *Journal of Economic History*, 38, 4, December, pp. 917 - 938.
  14. Morgan, D. P., 1998. "The Credit Effects of Monetary Policy: Evidence Using Loan Commitments." *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 30, No. 1, February, pp. 102 - 118.
  15. Myers, S. and Majluf, N., 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions: When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*, pp. 187 - 221.
  16. Oliner, S. D. and Rudebusch, G. D., 1996a. "Is there a Broad Credit Channel for Monetary Policy?" *Federal Reserve Economic Review*, No. 1, pp. 3 - 13.
  17. Oliner, S. D. and Rudebusch, G. D., 1996b. "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance: Comment." *American Economic Review*, Vol. 86 (1), March, pp. 300 - 308.
  18. Stiglitz, J. E. and Weiss, A., 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information." *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3, June, pp. 393 - 410.
  19. Williamson, S. D., 1987a. "Costly Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, No. 1, February, pp. 135 - 145.
  20. Williamson, S. D., 1987b. "Financial Intermediation, Business Failures, and Real Business Cycles." *Journal of Political Economy*, Vol. 95, No. 6, December, pp. 1196 - 1216.
- (以下文献省略)

(作者单位:南京大学商学院 南京 210093)  
(责任编辑: S)

## (上接第 147 页)

需要说明一点,本文以后提到的“普通生存年金”都特指投资于银行存款、政府债券的生存年金。

王宪章:《保险金与资本市场对接:怎么对 如何接》,载《中国保险报》,2001 - 05 - 15。

David Blake; Cairns, Andrew J. G. and Dowd, Kevin, 2003. "Pensionmetrics 2: Stochastic Pension Plan Design During the Distribution Phase." *Insurance: Mathematics and Economics*, 33, pp. 29 - 47.

研究表明中国股市八年参与赢在十天, <http://www.66163.com/Fujian-w/news/smr/b/020731/1-19.html>。

## 参考文献

1. Blake David; Cairns, Andrew J. G. and Dowd, Kevin, 2003. "Pensionmetrics 2: Stochastic Pension Plan Design During the Distribution Phase." *Insurance: Mathematics and Economics*, 33, pp. 29 - 47.
2. Charupatt, Narat and Milevsky, Moshe A., 2002. "Optimal Asset Allocation in Life annuities: a Note." *Insurance: Mathematics and Economics*, 30, pp. 199 - 209.
3. Gerrard, Russell; Haberman, Steven and Vigna, Elena, 2004. "Optimal Investment Choices Post - retirement in a Defined Contribution Pension Scheme." *Insurance: Mathematics and Economics*, 35, pp. 321 - 342.
4. Haberman, Steven and Vigna, Elena, 2002. "Optimal Investment Strategies and Risk Measures in Defined Contribution Pension Schemes." *Insurance: Mathematics and Economics*, 31, pp. 35 - 69.
5. 葛延风等:《中国机关事业单位养老金制度改革研究》,北京,外文出版社,2003。
6. 劳动和社会保障部社会保险研究所、中国太平洋人寿保险股份有限公司:《中国企业年金财税政策与运行》,北京,中国劳动社会保障出版社,2003。
7. 丹尼斯·E.罗格、杰克·S.雷德乌:《养老金计划管理》,中文版,北京,中国劳动社会保障出版社,2003。
8. 孙建勇主编:《企业年金管理指引》,北京,中国财政经济出版社,2004。
9. 杨燕绥:《企业年金理论与实务》,北京,中国劳动社会保障出版社,2003。
10. 易宪容等:《香港强积金》,北京,社会科学文献出版社,2004。
11. 张美中等:《企业年金 中国养老保险的第二支柱》,北京,企业管理出版社,2004。
12. 张树新等译:《全球企业年金(2003)》,北京,中国劳动社会保障出版社,2004。

(作者单位:北京大学经济学院 北京 100871)  
(责任编辑: Q)