

论西方货币政策 传导机制理论及其启示

朱正元

摘要: 西方货币政策传导机制理论主要有财富效应、资产结构效应和信用供给可能性效应三种理论。当前由于我国金融市场不发达、利率没有市场化、银行与企业之间信息不对称性较为严重等原因, 货币政策主要由信用可能性效应这一在市场经济条件下处于补充地位的渠道来传导, 传导效率较低。要提高货币政策的传导效率, 就必须提高金融市场化、利率市场化程度, 提倡银行对企业的股权参与, 减少银行与企业之间的信息不对称性, 使得财富效应和资产结构效应渠道能逐渐在我国货币政策传导中发挥主要作用。

关键词: 货币政策 传导机制 理论 启示

货币政策的传导机制指的是, 由中央银行政策信号变化而产生的脉冲所引起的经济过程中各中介变量的连锁反应, 并最终引起实际经济变量的反应的途径。货币政策的传导机制问题, 是货币经济学中最复杂的问题之一。大多数经济学家认为, 货币政策传导主要通过财富效应、资产结构效应和信用供给可能性效应三种机制进行。

一、财富效应传导理论

所谓财富, 指人们持有能够带来收入的资产, 货币是财富的重要表现形式之一, 是决定消费支出和投资支出的重要决定因素。货币供给量的增加或减少, 会改变财富的数量, 使人们感到富裕或贫穷, 从而改变自己的支出意愿, 进而影响国民收入水平的变动。这一传导过程被称为财富效应传导。

中央银行调节基础货币, 增加社会的货币供给量后, 社会公众会觉得自己比以前更为富有, 可能会作出如下反应:

(1) 窖藏一部分货币以增加其持有的流动性偏好; (2) 增加实物商品和劳务支出, 用以提高生活水平; (3) 购买生利资产, 以增加收益。其中, 用来增加流动性偏好的一部分货币, 并没有改变社会公众当期的支出意愿, 这部分货币财富对国民收入变动不产生作用; 用来购买实物商品支出的一部分货币财富, 会通过扩大社会总需求直接促进国民收入的增加, 即直接操作效应。用于购买生利资产的一部分货币财富, 通过资本价值的变动、资本数量的变动和资本收益率的变动, 对实物部门的投资支出起作用, 进而影响国民收入, 即间接操作效应。

二、资产结构效应传导理论

资产结构, 是指一系列具有各种不同收益率、风险和到期日资产的投资组合。货币作为一种资产, 当货币当局扩大

货币供给时, 就会打破原有的资产组合平衡, 引起经济主体调整资产结构, 经过一系列环节而对实际经济部分发生作用, 从而影响国民收入。对资产结构调整效应进行研究最早的是凯恩斯, 但最为全面地研究这一理论过程的是托宾。托宾的资产结构效应理论称为 q 传导理论。依托宾之意, q 值为企业的真实资本的当期证券价格与资本的当期重置成本之比。因此, q 值实际上就是企业的股票价格与市价之比。中央银行运用货币政策工具, 调节货币资产的供应量, 从而影响货币资产的价格——利率的变化, 股票价格必然要发生变化。当 q 大于 1 时, 即企业的真实资本的当期股票的市场价值大于企业资本当期的重置成本, 建立一个新的工厂和增添新的设备相对于企业的市场价值来说要便宜, 这时企业乐于增添新设备, 购买投资品, 以扩大生产规模以获得更大的收益。当所有的厂商都扩大投资 (或者社会的投资净增加) 时, 整个社会的投资水平就会增加, 国民收入也会相应增加。反之, 当 q 小于 1 时, 企业的股票的市场价值较低, 即股票市价低迷, 这时, 投资者宁愿购买一家旧企业, 获得旧资本, 而不愿意进行新的投资, 这对整个社会来说, 总投资并没有增加, 因而, 国民收入也不会增加。

三、信用供给可能性效应传导理论

信用供给可能性效应, 也称为信用可供量效应, 是由美国纽约储备银行的罗莎博士所首创。1951 年罗莎博士在其论文《利率和中央银行》(Robert Roosa, 1951) 中对货币政策传导机制提出了新的解释。他认为, 以往的学者在论述货币政策——利率传导机制时, 只注意了利率对储蓄和借款者的影响, 而忽视了利率对贷款者的影响, 事实上, 利率对贷款者的贷款行为也是十分敏感的, 这是因为贷款人只有保持足够的资产流动性才能保证银行业务的正常进行。当中央银行调

节利率时, 贷款人必须对其资产的安全性和收益性进行调节, 合理安排。然后, 根据借款人的经营情况、担保条件进行信贷配给。因此, 利率并不能完全代表投资支出的筹资成本, 不管利率水平如何, 总有一些借款者得不到借款。也就是说, 利率并不能充分反映信贷市场资金的供求状况, 货币供给量只有在影响信用供给可能性的条件下才能带动总需求的变动, 引起名义国民收入水平的变动。

财富传导机制和资产结构调整传导机制两种理论的假设前提是金融市场是完全竞争的市场, 信息是完全的, 各种金融资产的供给与需求都是随着市场利率信号的变化而灵敏地变化, 具有充分的利率弹性。这只能是一种理论上的抽象, 事实上, 在大多数国家金融市场是不完全竞争的, 表现在: (1) 银行业具有较高的垄断性, 市场利率并不能完全由市场决定, 而是由银行之间的以卡特尔的方式决定, 因而市场利率并不能代表筹资成本; (2) 市场信息不对称, 借款人对贷款的具体运用等方面, 借款人比银行具有更多的信息, 一般而言, 愿意支付高息的借款人还款的可能性较小; (3) 由于机会主义和道德风险的存在, 银行对借款人的资金运用监督的成本较高。由于以上原因, 企业的外源性资金与内源性资金的机会成本不相符, 两者之间存在差额, 这个差额称为外在金融风险金 (External finance premium)。外在金融风险金实际是借款者委托金融中介代为筹资而产生的高于市场成本之外的负重成本 (dead weight cost), 其大小由借款者的资产状况决定。银行向借款者贷款是在安全性与盈利性之间进行权衡, 在盈利性相同的情况下, 则着重考虑贷款的安全性, 也就是偿债能力。借款者的净财富越大, 偿债能力越强, 其外部金融风险金也就越低; 相反, 借款者的净财富越小, 偿债能力越弱, 其外部金融风险就越高。根据伯兰克 (Bernake) 和盖特勒 (Gertler) (Ben S. Bernake, Mark Gertler, 1995 a) 的研究, 信用供给可能性效应传导途径主要有: 资产负债表途径 (the Balance Sheet Channel) 亦称净财富途径 (Net Worth Channel) 和银行贷款途径 (the Bank Lending Channel)。

(一) 资产负债表途径

资产负债表反映的是借款者的净财富状况, 影响着借款者外源性筹资成本与难易程度, 从而决定借款者的投资和支出决策。借款者资产负债状况越差, 意味着其净现金流量越小, 有效抵押品减少, 借款者的有利选择机会减少, 不利选择机会增加, 带来的损失也会较高, 企业净价值的减少也增加了道德风险 (moral risk)。因为, 企业净资产的减少意味着企业主拥有较少的股票收益, 促使他们具有较强的欲望从事风险投资。然而, 由于风险较大的投资项目失败的机会也较多, 贷款者收回本金的可能性较少, 因而, 银行不愿贷款。企业不得不减少投资, 导致国民收入下降。相反, 借款者的资产负债状况越好, 意味着其净现金流量较大, 其有效抵押品较多, 偿债能力越强, 在经营行为中的有利选择机会较多, 不利选择机会

减少, 道德风险也较小, 得到银行信用供给的可能性较大, 借款人就会扩大投资, 进而促进国民收入的增长。因此, 中央银行的货币政策通过资产负债表途径传导机理可以概括为:

(1) 紧缩性货币政策 (M) 引起股票价格下跌 (P_e), 降低了企业的资产净值, 企业的有利选择机会减少, 道德风险增加, 银行贷款减少, 导致投资支出减少 (I), 国民收入减少 (Y)。其传导过程用公式表示如下:

$$M \rightarrow P_e \rightarrow \text{不利选择机会} \rightarrow \text{和道德风险} \rightarrow \text{贷款} \\ I \rightarrow Y$$

(2) 紧缩的货币政策使利率 i 上升, 现金流量减少, 从而导致厂商收支平衡表的恶化, 厂商的不利选择机会增加, 道德风险增加, 贷款下降, 投资减少, 国民收入降低。用公式表达如下:

$$M \rightarrow i \rightarrow \text{现金流量} \rightarrow \text{不利选择机会} \rightarrow \text{和道德风险} \\ \text{贷款量} \rightarrow I \rightarrow Y$$

一般而言, 信用供给可能性途径是针对厂商的投资支出而言的, 但伯兰克和盖特勒认为, 信用供给可能性途径也可以应用到居民消费支出上 (Ben S. Bernake and Mark Gertler, 1995 b)。中央银行实行紧缩的货币政策, 将导致银行贷款减少, 在没有其他信用途径的情况下, 消费者只有降低住房和耐用消费品购买, 通过直接操作效应, 而影响国民收入。其途径是: 货币供应量的减少导致了利率的上升, 现金流量的减少, 引起家庭资产负债表的恶化, 因而, 用在住宅和耐用消费品上的支出减少, 最终引起国民收入的减少。这一途径与企业资产负债表途径相似。

再从流动性效应看, 家庭资产负债表途径是通过影响消费者的支出愿望, 而不是影响贷款者的贷款愿望而实现的。如果消费者预期自己将遇到资金困扰的可能性较大, 那么, 他们就宁愿持有较少的非流动性资产, 如耐用消费品和住宅, 持有较多的流动性资产。原因是, 若消费者遇上资金困扰时, 他们就会被迫卖掉拥有的耐用消费品或住宅, 那么将承受较大的损失。因为, 在资金困扰时, 不得已卖出耐用消费品和住宅, 很难得到这些资产的充分价值。相反, 消费者若持有较多的流动性资产, 在资金困扰时, 流动性的资产容易兑现, 且所遭受的损失也少。

消费者的资产负债表对其是否会遭受资金困扰的可能性的估计有重大影响, 具体而言, 当消费者持有的金融资产与其债务相比为数很多时, 他们资金困扰可能性的估计会很低, 因而较为乐意去购买耐用消费品和住宅。当股票价格 (P_e) 上升时, 金融资产的价值也会提高, 消费者估计其资金困扰的可能性较少, 他们就会扩大耐用消费品和住宅支出, 从而引起国民收入的增加。用公式表述如下:

$$M \rightarrow P_e \rightarrow \text{金融资产的价值} \rightarrow \text{资金困扰的可能性} \\ \text{耐用消费品支出和住宅支出} \rightarrow Y$$

(二) 银行贷款途径

货币政策除了通过借款者的资产负债表对外部金融风险施加影响外,还可以通过改变中间机构的信贷量,特别是改变商业银行的贷款来影响外在金融风险。在现代市场经济中,银行信用仍然是社会信用的最重要的组成部分,在克服信用市场上的信息不完全和其他摩擦方面起着特殊作用,如果因某方面的原因,银行贷款中断,依靠银行信贷的借款者,尤其是中小企业,由于自身资金有限,不得不再去寻找新贷款者,建立新的信贷关系,这将使这类企业承受昂贵的交易成本。因此,相对于其他信用形式,银行信用减少,更能增加中小企业的外在金融风险,进而减少中小企业的投资支出。

中央银行货币政策怎样对银行信用供给施加影响?布莱克和布林得(Blinder)认为,中央银行主要是通过公开市场业务,买卖证券,吞吐货币量,影响银行的存款准备金,进而影响银行信用,即: $M = \frac{1}{1+K} \frac{I}{Y}$

(Ben S. Bernanke and Alan Blinder, 1988)。这一观点的基本假设是,银行贷款和证券相互之间不是可以完全代替的,以至于银行不愿意通过减少证券的持有量弥补存款的减少。这一假设前提在1980年以前是成立的。其理由是:其一,有些国家中央银行,如美联储Q条例规定了银行所能支付存款利率的上限,当公开市场上利率的上限超过规定的利率上限时,银行无法吸收高利率存款,存款就会大幅度下跌,即产生脱媒现象(the disintermediation phenomenon)。其二,有些国家中央银行规定了大额存款要交付边际存款准备金,阻碍了银行贷款基金的增加。其三,债券市场不发达,资产流动性不强。然而,1980年以来,由于大额存单保险的推行,银行负债管理的实施,Q条例的废止,银行筹措资金的限制大大降低,同时,资本市场大大深化,筹资渠道的多样化,电子计算机的广泛应用使得借款的交易成本下降;而且,银行存款准备金减少,除纯交易账户(pure transaction account)要求缴纳存款准备金外,其他类型的银行负债的存款准备金要求均告废止,结果银行筹资成本下降。总之,由于放松金融管制和金融创新,外在金融风险已大大降低,同时由于筹措资本的多元化,银行信用在社会总信用中的比重已大为下降,这也使得银行信用这一途径作用降低,成为西方国家货币政策传导的一种补充方式。

四、西方货币政策传导机制理论对我国

目前货币政策传导过程的解释与启示

如上所述,财富传导机制理论和资产结构传导机制理论假设前提是完善的金融市场,利率信号较为灵敏,信息对称,但我国的金融市场现实是:(1)金融市场的垄断程度较高,尤其是信贷市场最为突出,我国四大国有商业银行的存贷款市场份额近年来有所下降,但仍达到90%以上(李晓西、余明,2000);(2)市场利率由国家管制,不能随资金的供求关系而自由波动;(3)金融市场条块分割,信息传递较慢,同时,企业信息透明度较低,银行对借款人的经营信息和贷款运用信息

了解十分有限;(4)企业机会主义行为严重,道德风险较大,逃废银行债务的情况较为严重。因此,我国货币政策传导主要还是通过信用供给可能性渠道进行传导的。

目前,我国货币政策传导机制存在体制性的梗阻,主要原因是:(1)金融市场不发育;(2)贷款集中在国有商业银行,国有商业银行不愿意贷款,出现银行贷款渠道途径梗阻。由于金融市场不发达,金融创新品种有限,我国货币政策传导在很大程度上依赖于商业银行的贷款渠道,但占绝对垄断地位的国有商业银行由于激励机制不强,贷款责任追究制度“严”过其实,出现贷款意愿不强;(3)企业的资产负债率较高,净现金流量较少,有利选择机会较少,道德风险较大,银行的借款减少;(4)由于居民对子女教育、医疗的预期支出增加,而对未来预期收益减少,预期自己遇到资金困难的可能性增大,因此,对耐用商品的投资减少,而保持现金流流动性的偏好较强,其表现为,住房市场不景气,而居民储蓄存款不断攀升。

因此,要提高我国中央银行货币政策的传导效率需要做好以下几个方面的工作:

(1)加快利率市场化步伐,使通过利率传导的财富传导渠道和资产结构传导渠道两种主要的传导机制在我国货币政策传导中发挥积极作用。这两种传导渠道是现代市场经济条件下货币政策传导的主要方式。

(2)加快发展货币市场和资本市场。货币市场和资本市场是货币政策传导的载体,没有发达的、有效的货币市场和资本市场,货币政策传导就只能依赖于非均衡信贷供给渠道,即信贷计划管理,而这一渠道的低效率性已为我国传统体制下货币政策实践所证明。

(3)积极推进国有商业银行的股份制度改革,努力发展其他所有制形式的银行。货币政策通过银行贷款传导的前提是银行要在自我约束、自担风险的基础上追求盈利性、安全性和流动性的统一。如果银行自身约束机制不严,利润冲动不强,就会形成贷款投放的意愿不强,或者是对风险意识淡薄,出现非理性选择。这两种情况都会影响货币政策的正常传导。因此,目前要积极推进国有商业银行的股份制度改革,使商业银行真正成为自主经营,自负盈亏的经营主体。同时,要努力发展其他所有制形式的银行,打破国有商业银行在信贷市场的垄断地位,使得银行在激烈的竞争中追求盈利性,提高贷款的积极性。

(4)建立新型的银行与企业关系,降低银行与企业之间的信息不对称性。

提倡银行对企业的股权参与及信息沟通,防止企业的机会主义行为和道德风险。

(作者单位:中国人民银行武汉分行 武汉 430071)

(责任编辑:金萍)