

中国货币政策传导的现实难题与解决路径研究^{*}

何德旭 余晶晶

摘要:信用供给与需求的不平衡使中国当前的企业融资面临巨大的困境,货币政策传导渠道不畅加深了流动性在信用供给端的淤积,进一步增加了企业融资的困难。疏通货币政策传导渠道成为充分发挥货币政策调节作用、支持实体经济融资的关键前提。本文结合当前经济形势,通过分析货币政策传导渠道的现状,对比国内外货币政策传导机制的异同,来寻找货币政策传导受阻的原因与难点,最后对如何疏通货币政策传导渠道给出了建议。

关键词:货币政策传导渠道 信用 货币政策框架 金融监管

一、引言

现阶段中国经济面临巨大的不确定性,中美贸易摩擦、美联储缩表、经济全球化退潮等因素使经济外部环境发生明显变化。国内宏观层面,经济发展不平衡、结构性问题突出,市场风险进一步累积;微观层面,随着市场化改革持续深化与金融监管的加强,融资分层现象突出,民营企业和小微企业融资依然困难,需求预期持续走弱,宽货币向宽信用转化并没有达到预期效果。由此提出了值得长期深入研究的重要课题:货币政策传导渠道效率为什么下降?货币政策传导受阻的原因何在?货币政策需要通过什么样的传导机制才能真正实现维持金融市场稳定和经济平稳发展的双重目标?

货币政策传导机制用于描述货币政策影响实体经济的动态传导过程(Bernanke & Gertler, 1990),货币政策传导机制对各国货币政策实施起着极其重要的作用。货币政策传导渠道是货币政策传导机制更加直观的阐释,货币政策传导渠道是货币政策研究重要且核心的内容。中国货币政策经历长时期的改革与调整,现阶段在经济新常态的情形下,选择合适的货币政策传导渠道、疏通现有的货币政策传导渠道以提高货币政策传导的边际效率,成为助力深化改革、防范金融风险、促进经济发展的重要途径。

二、疏通货币政策传导渠道的提出

现阶段在提升经济活力与经济发展效率的大背景下,寻找提高金融支持实体经济发展效率的关键点与着力点意义重大。中国人民银行《2018年第二季度中国货币政策执行报告》指出,当前中国经济韧性总体较强,产能利用率上升,就业形势稳定,但是在贸易摩擦加剧、主要经济体货币政策收紧等背景下,能否有效将商业银行累积的流动性运用和传导出去,以有效预防部分领域可能出现的信用收缩问题,并加大对小微企业等实体经济的支持力度,是当前对冲外部不确定性、稳定市场预期的有力措施,引导流动性合理运用和传导的关键在于疏通货币政策传导渠道。2018年8月3日,国务院金融稳定发展委员会召开的第二次会议,重点强调进一步疏通货币政策传导机制,增强金融部门服务实体经济的能力。疏通货币政策传导渠道是提高金融支持经济发展效率的关键之一。中国

^{*} 何德旭、余晶晶,中国社会科学院财经战略研究院,邮政编码:100028,电子邮箱:hedexu@vip.sina.com, 280919995@qq.com。本文是国家社会科学基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(15AJY017)的阶段性研究成果。感谢匿名审稿人的建议,文责自负。

人民银行历年发布的《货币政策执行报告》均不同程度将疏通货币政策传导渠道作为下一步工作的重点。近年来强调疏通货币政策传导渠道的表述见表1。

表1 近年来“疏通货币政策传导渠道”的表述

日期	出处	表述
2013年3月5日	国务院《政府工作报告》	完善货币政策传导机制,加强金融监管与货币政策的协调,不断优化监管标准和监管方式
2013年5月9日	央行《2013年第一季度中国货币政策执行报告》	完善货币政策传导机制,有效防范系统性金融风险,促进经济持续健康发展
2013年8月2日	央行《2013年第二季度中国货币政策执行报告》	完善货币政策传导机制,有效防范系统性金融风险,促进经济持续健康发展
2013年11月5日	央行《2013年第三季度中国货币政策执行报告》	完善货币政策传导机制,提高金融资源配置效率,有效防范系统性金融风险,促进经济持续健康发展
2014年2月8日	央行《2013年第四季度中国货币政策执行报告》	疏通传导机制,提高金融运行效率和服务实体经济的能力
2014年8月1日	央行《2014年第二季度中国货币政策执行报告》	进一步完善调控模式,疏通传导机制,通过增加供给和竞争改善金融服务,提高金融运行效率和服务实体经济的能力。
2015年2月10日	央行《2014年第四季度中国货币政策执行报告》	进一步完善调控模式,疏通传导机制,着力解决突出问题,提高金融运行效率和服务实体经济的能力
2015年5月8日	央行《2015年第一季度中国货币政策执行报告》	推动货币政策调控从数量型为主逐步向价格型为主转变,进一步疏通货币政策的传导机制
2015年11月6日	央行《2015年第三季度中国货币政策执行报告》	改善货币政策传导机制,有利于为货币政策操作框架转型创造条件
2016年2月6日	央行《2015年第四季度中国货币政策执行报告》	疏通货币政策传导渠道,从量价两方面为结构调整和转型升级营造适宜的货币金融环境
2016年8月5日	央行《2016年第二季度中国货币政策执行报告》	健全货币政策传导机制,为货币政策调控框架转型创造条件
2017年2月17日	央行《2016年第四季度中国货币政策执行报告》	努力畅通货币政策传导渠道和机制,保持总量稳定、促进结构优化
2017年3月6日	国务院《政府工作报告》	疏通传导机制,促进金融资源更多流向实体经济
2017年11月17日	央行《2017年第三季度中国货币政策执行报告》	努力畅通货币政策传导渠道和机制,保持总量稳定、促进结构优化
2018年2月14日	央行《2017年第四季度中国货币政策执行报告》	理顺货币政策传导机制,客观上也有利于市场主体形成合理的利率预期,避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷
2018年3月5日	国务院《政府工作报告》	疏通货币政策传导渠道,用好差别化准备金、差异化信贷等政策,引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区,更好服务实体经济
2018年4月12日	国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见	疏通货币政策传导渠道,用好差别化准备金、差异化信贷等政策
2018年5月11日	央行《2018年第一季度中国货币政策执行报告》	理顺货币政策传导机制,保持流动性合理稳定
2018年8月10日	央行《2018年第二季度中国货币政策执行报告》	稳健的货币政策要保持中性、松紧适度,把好货币供给总闸门,保持流动性合理充裕,根据形势变化预调微调,注重稳定和引导预期,优化融资结构和信贷结构,疏通货币信贷政策传导机制,通过机制创新,提高金融服务实体经济的能力和意愿,为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境
2018年7月23日	国务院常务会议	保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕,疏通货币信贷政策传导机制,落实好已出台的各项措施
2018年8月3日	国务院金融稳定发展委员会第二次会议	在流动性总量保持合理充裕的条件下,面对实体经济融资难、融资贵的问题,必须更加重视打通货币政策传导机制,提高服务实体经济的能力和水平

续表 1

日期	出处	表述
2018年9月19日	李克强:“第十二届夏季达沃斯论坛”	疏通货币政策传导渠道
2018年12月13日	易纲:“新浪·长安讲坛”	继续深化金融改革,疏通货币政策传导机制
2018年12月19日	中央经济工作会议	稳健的货币政策要松紧适度,保持流动性合理充裕,改善货币政策传导机制
2019年1月3日至4日	中国人民银行工作会议	稳健的货币政策保持松紧适度。进一步强化逆周期调节,保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。加强政策沟通协调,平衡好总量指标和结构指标,切实疏通货币政策传导机制

资料来源:中国人民银行网站、中国政府网等。

现阶段强调疏通货币政策传导渠道的主要原因在于信用供给端与信用需求端的多重约束阻碍了流动性的合理有效运用,流动性“淤积”会加剧泡沫的产生,从而降低金融服务实体经济的效率。从图1可以看出,金融资产增长率均高于市场流动性增长率,并高于GDP增长率,表明流动性在传导环节存在淤积。流动性在信用供给端与信用需求端之间的传导受阻体现在如下两个方面:

1. 信用供给端提供的流动性总量充裕,但业务却明显收缩。如图2所示,信用供给端的流动性充裕主要表现在:(1)同业存单拆借利率骤降;(2)银行间市场主要债券品种银行间债券质押式回购利率下降,且总成交量上升;(3)短期投资工具3个月期限国债收益率经历短暂的提升后大部分时间处于下滑趋势;(4)政策利率与市场利率倒挂,Shibor 7天利率与7天逆回购利率出现倒挂现象,一年期国债收益率与公开市场操作逆回购利率趋于一致;(5)金融机构超额准备金率稳中有升,能提供充沛的资金供给。

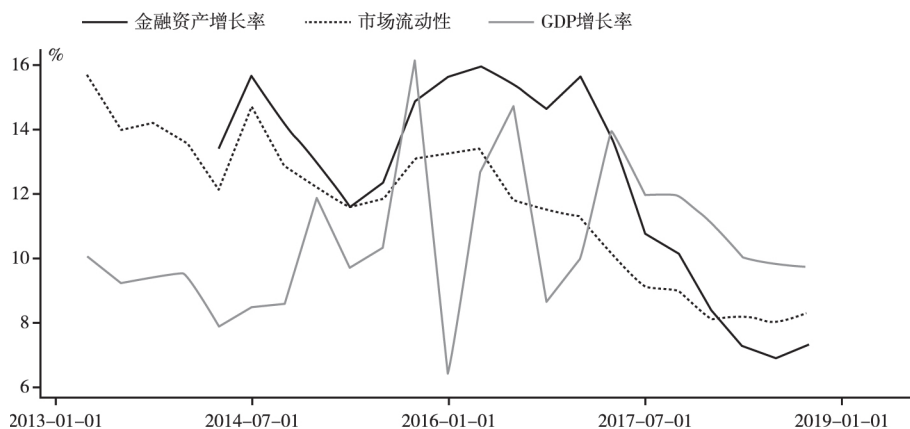


图1 市场流动性与金融资产增长率的比较

资料来源:Wind。

如图3所示,尽管信用供给端流动性充裕,但在金融监管趋严、市场整体风险偏好下降的情况下,信用供给有收缩之势:(1)1999年到2018年十年间,中国的商业银行总资产构成中,贷款类资产占比约为57%,而发达国家贷款类资产占比超过70%。贷款类资产中有大约20%的资产用于金融机构之间的同业往来,信用供给有限。(2)实体经济的融资成本上升,银行贷款基础利率上浮的金融机构占比上升,且基准利率上浮30%的金融机构占比也在上升。贷款类信托产品融资利率上升,同业存单发行利率缓慢上升。(3)短期利率下降没有带动长期利率下行,10年期国债和1年期国债期限利差持续扩大,资金淤积在短期资产中,并未向长期资产转移。

2. 信用需求端在融资需求下降的情况下,依然出现融资难、融资贵的问题。2018年7月中国人民大学财经金融学院等联合发布中小企业金融服务白皮书《中小企业金融服务变革与金融科技前沿

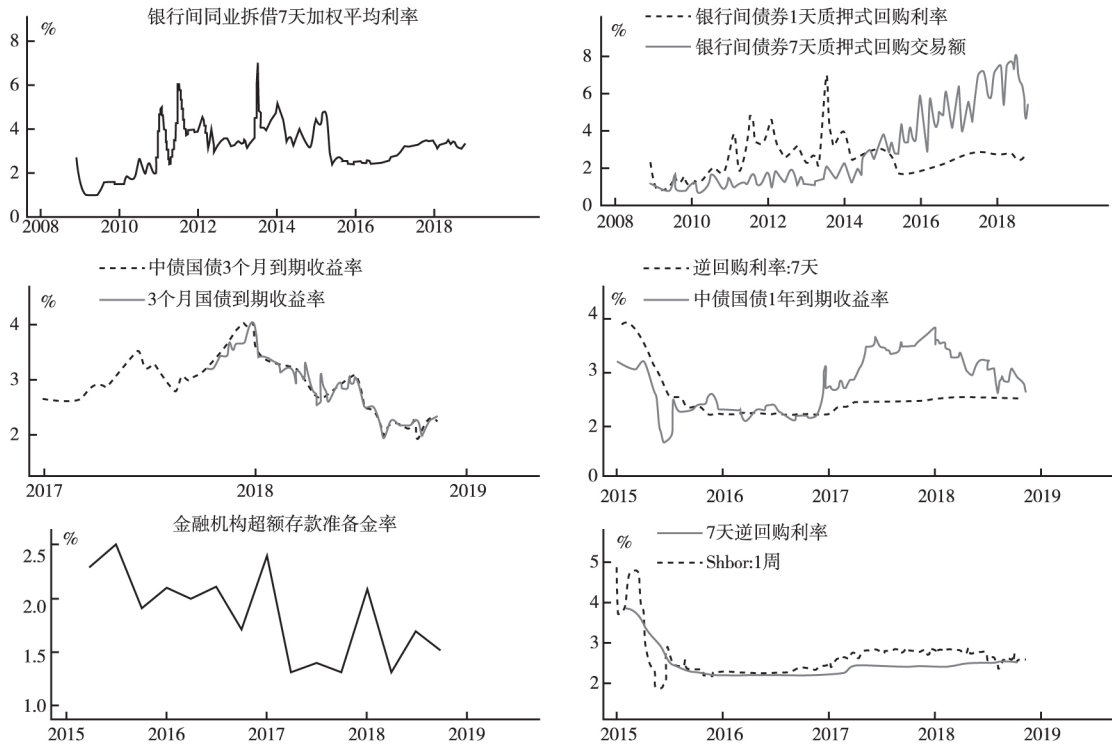


图2 信用供给端流动性充裕

资料来源:Wind。

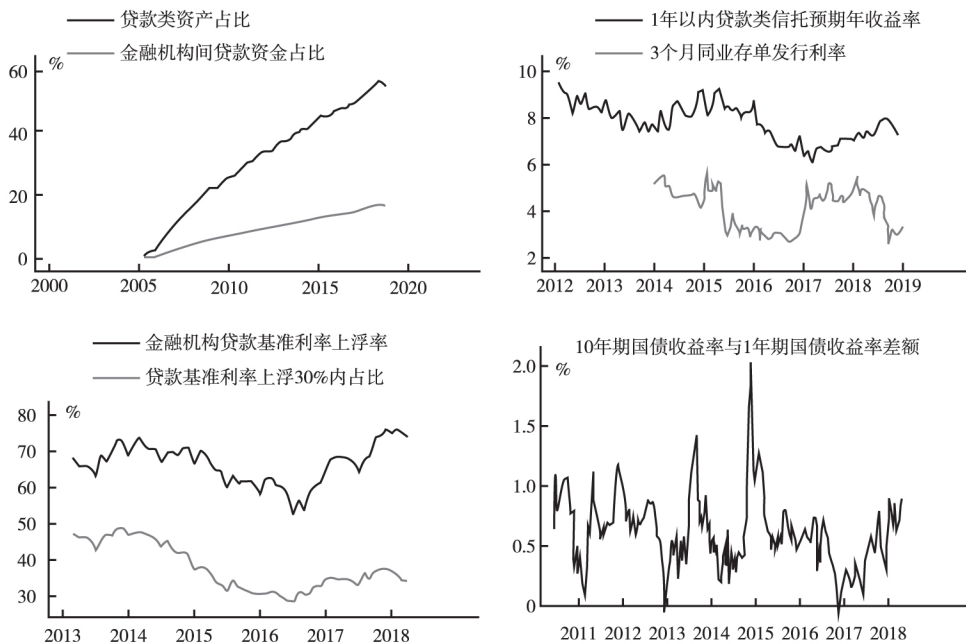


图3 信用供给收缩

资料来源:Wind。

发展》报告:截至2016年底,全国工商注册登记的中小企业占全部注册企业总数的99%,但截至2017年末,国内小微企业贷款余额30.74万亿元,仅占银行贷款总余额的24.67%;中小微企业正规部门融资缺口接近14万亿元,融资缺口率达43%,占GDP比重17%。此外,中国受融资约束的中

小微企业总数达 2300 多万,微型和中小企业中受融资约束的比例分别为 41%和 42%,中小企业面临严重的融资需求困境。

从融资总量来看,“三去一降一补”政策措施的实施使环保、基建等制造业、房地产业等领域的融资需求下降。从图 4 可以看出,制造业、非制造业等企业近年来贷款需求指数均出现了不同程度的下降。图 5 显示,社会融资规模增速下降且低于人民币贷款增速。M1 增速低于 M2 增速,企业活期存款下降,经济主体倾向于持有较少的流动性资金,即期有效需求下降;图 4 显示,从融资结构来看,小微企业的贷款需求指数高于大中型企业的贷款需求指数,企业融资不均衡现象突出;从融资成本来看,银行贷款利率持续上浮,温州民间信用贷款利率持续上升,融资贵现象依然突出。

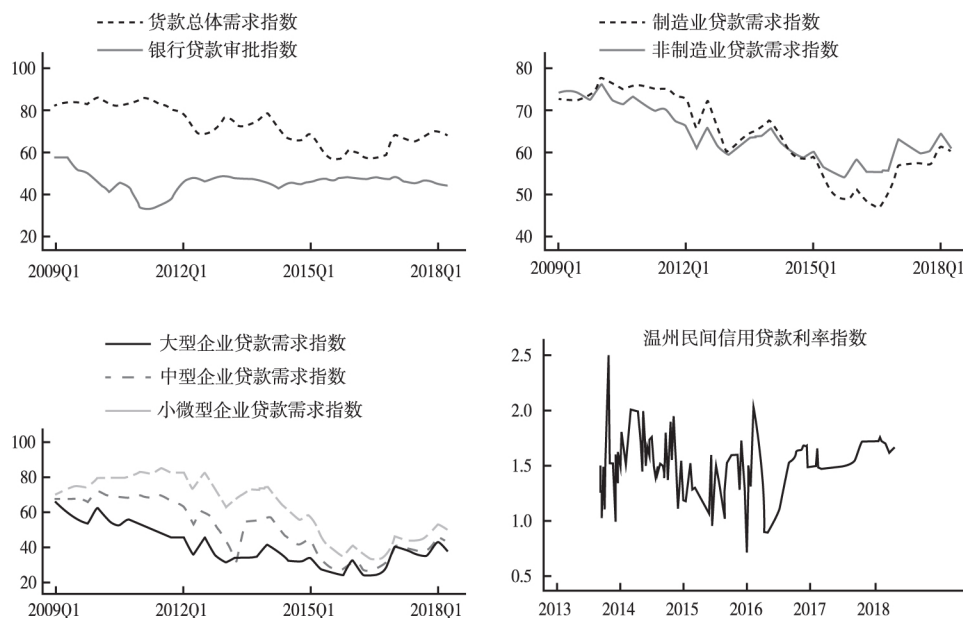


图 4 信用需求下降与融资贵现象的指数反映

资料来源:Wind,中国人民银行。

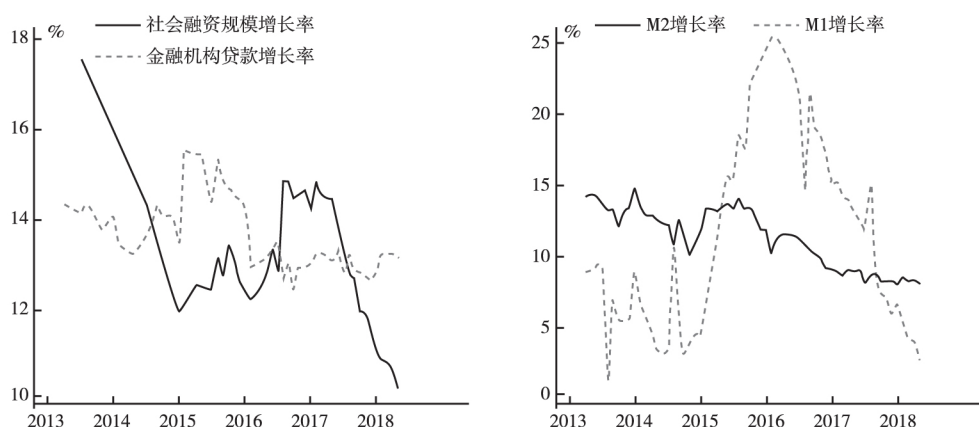


图 5 信用需求下降的货币表现

资料来源:Wind。

三、货币政策传导渠道的内涵与特点

1. 货币政策传导渠道的内涵。货币政策对宏观经济影响的研究起始于 Friedman & Schwartz (1963),此后相当多的学者都认为货币政策会对宏观经济有影响,但影响的原因和路径不尽相同。

货币政策框架是归纳从货币政策决策到货币政策最终效应的作用体系,货币政策框架包括最终目标、中间目标和货币政策工具,三者之间以货币政策传导机制相联系。货币政策传导渠道是货币政策传导机制的直接表现形式,由于货币政策传导从决策至影响最终目标受信号响应、微观预期及目标结构等特征因素的影响,货币政策传导具有典型的动态性与非一致性特征,货币政策传导渠道的相关研究结论尚未形成共识。

对货币政策传导渠道的研究最早可以追溯到 1776 年斯密的《国富论》,斯密秉承货币中性论与货币政策非有效论,认为货币政策引起的利率调整将使货币供应量出现相同的变化,因此仅仅引起通货膨胀水平的同等变化,总产出并不会改变。1936 年凯恩斯发表《就业、利息和货币通论》反对古典经济学的货币中性论,认为由于流动性偏好与失业的存在,通货膨胀水平并不会随名义利率做相同幅度的调整,货币在短期内非中性,因此货币政策会影响经济产出。货币学派和理性预期学派则进一步拓展货币非中性特征,奠定了货币政策逆周期调节的理论基础,拓宽了对货币政策传导渠道的研究。

从相关文献来看,货币与其他资产的相对替代程度是货币政策传导渠道争议的关键点。据此, Mishkin(1995)将货币政策传导渠道分为“货币渠道”和“信用渠道”两大类。“货币渠道”认为金融资产只有货币和债券两种形式,银行贷款是一种形式的债券,货币政策传导通过金融资产间的相对价格变化来影响产出(Tobin,1969)。这一观点是建立在完全信息的金融市场和资产完全可替代性的假设基础上,忽略了金融市场的结构摩擦和信息不完全等问题。“信用渠道”是随着信息经济学的发展而逐步完善的(Stiglitz & Weiss,1981)。Bernanke & Blinder(1988)随后提出了“信用渠道”的存在性。这一观点基于两个重要的前提条件:一是对于银行资产负债表的资产方,银行贷款与证券类资产不能相互替代;二是对于企业资产负债表的负债方,银行贷款与非银行资金来源之间不能相互替代。“信用渠道”认为金融市场中的信息不对称使企业内源融资资金成本与外源融资资金成本存在差异,资产不可替代性会使信贷供给冲击直接削弱借款企业的投资行为,并最终影响产出(Kashyap & Stein, 2000)。

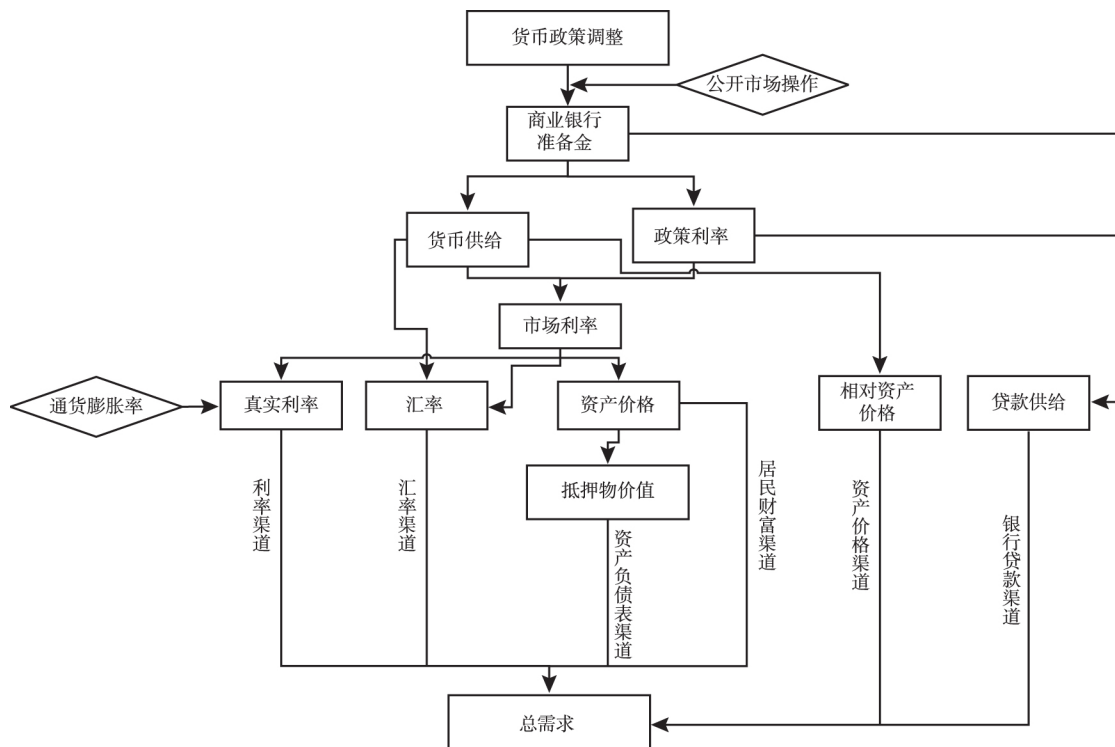


图6 货币政策传导渠道内涵

2. 货币政策传导渠道的理论基础。货币政策传导渠道理论目前形成了成熟的理论基础(图7)。

(1)货币渠道理论。在完全信息的金融市场中,由于无息的货币资产和有息的债券资产具有完全可替代性,资产间的相对价格变化极易引起产出的变化,因此可以通过调节经济中的货币供应量,并通过影响利率来影响总需求,这构成了货币渠道的理论基石。以利率和货币供应量分别为传导的中间变量,货币渠道又可以分为利率渠道、资产价格渠道、居民财富渠道及汇率渠道。

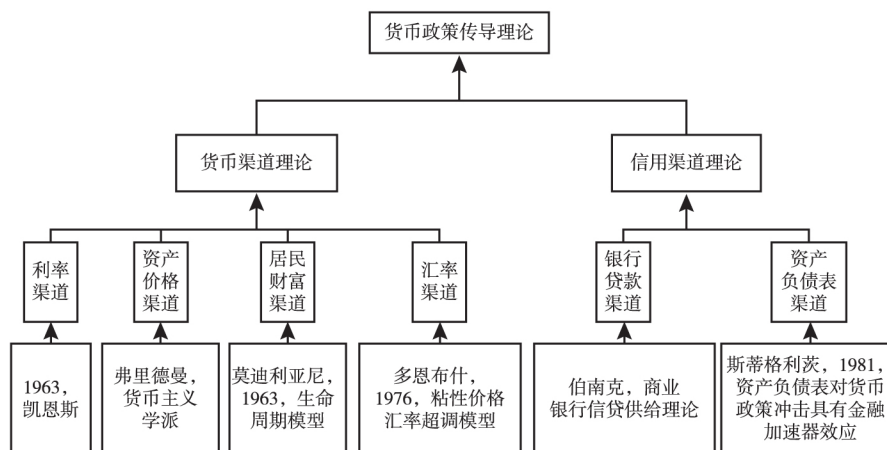


图7 货币政策传导渠道理论

凯恩斯最早于1936年提出利率在货币政策传导中起着关键性的作用,剔除通货膨胀因素的真实利率而非名义利率决定着消费和投资,同时价格粘性、工资刚性和预期是利率传导渠道中至关重要的因素;20世纪50年代,弗里德曼为代表的货币主义学派对利率传导渠道提出了批判,他们认为货币供应量在货币政策传导中起着关键性的作用,在货币与其他资产完全替代的情况下会通过资产价格的相对变化来影响产出,资产价格传导渠道更为直接和迅速;凯恩斯主义和货币主义对货币单方面作用的解释争议较久,在此争议下,Ando & Modigliani(1963)提出了居民财富渠道理论,货币政策通过资产价格传导还依赖于财富对消费的影响;由于浮动汇率制的出现和经济体开放程度的深化,汇率对总产出的影响日益突出,Dornbusch(1976)提出了粘性价格汇率超调模型,汇率效应与利率效应通过利率—汇率平价机制共同影响净出口,从而影响产出。

由于“货币渠道”的严格假设与事实相违背,该理论存在较大的局限性,相当多的学者对该理论的有效性提出了质疑(Bernanke & Gertler,1990;Koivu,2009;Boivin et al,2010;Gertler & Karadi,2013)。

(2)信用渠道理论。Roosa(1951)指出货币渠道理论着重强调金融机构资产负债表中的负债方,忽视了以银行信贷为主的资产方。在银行信贷与金融资产不可完全替代的条件下,由于信息不对称与金融摩擦存在,信贷市场无法通过利率来达到供需均衡。加之逆向选择与道德风险的存在,货币供给的内生性会使商业银行等金融中介以信贷配给等手段来调节信贷供给,最终会影响投资和消费。Bernanke et al(1999)根据银行在货币政策渠道传导中的作用,将信用渠道分为银行贷款渠道与资产负债表渠道。银行贷款渠道强调商业银行能有效降低信息不对称产生的逆向选择和道德风险等交易成本,这决定了银行贷款渠道是重要的货币政策传导渠道。资产负债表渠道论述资产负债表调整对货币政策冲击具有金融加速器效应(Stiglitz & Weiss,1981),货币政策通过影响利率水平和借款人的资产负债情况,来影响借款人的融资成本,进而影响借款人的投资活动。

3. 货币政策传导渠道的影响因素。货币政策传导渠道本质上是利用货币政策方法与工具来实现货币政策最终目标的途径,因此,货币政策传导链条历经多种经济政策环境并覆盖多个市场主体,货币政策传导渠道受多种因素影响而表现出复杂的特性。货币政策传导中的决策和执行主体为中央银行,微观主体包括商业银行、企业和居民,涵盖市场包括信贷市场、资本市场、货币市场、外汇市场,宏观经济环境包括经济和金融周期、外部风险冲击、市场竞争程度等,此外,监管制度环境也对货

币政策传导有极其重要的影响。由于各方面环境条件的差异,学术界对货币政策传导渠道影响因素的研究结论也不同(见表2)。

表2 货币政策传导渠道的影响因素

	微观基础研究分类	文献	主要研究结论
商业银行 微观经营 行为	规模	Kashyap & Stein, 2000; 徐明东、陈学斌, 2011。	研究结论较为一致,即商业银行规模对货币政策传导效应影响为负。
	资本充足率	Altunbas et al, 2002; 刘斌, 2005; 王周伟、王衡, 2016。	研究结论较为一致,即低资本充足率对货币政策传导更敏感。
	市场结构	Rajan & Zingales, 2003; 董华平、干杏娣, 2015; 刘莉亚、余晶晶, 2018。	商业银行竞争能提高货币政策传导的效率。
	绩效考核	冀志斌、宋清华, 2013。	高薪酬银行信贷供给受货币政策冲击影响要高于低薪酬银行,高管薪酬在银行贷款渠道传导中发挥重要作用。
	产权结构	Brei & Schclarek, 2015; 冯科、何理, 2011。	研究结论不一致,相比民营银行和外资银行,国有银行货币政策信贷传导效率更低或更高。
企业	规模	Oliner & Rudebusch, 1996; Bougheas et al, 2006; 朱博文等, 2013; 饶品贵、姜国华, 2013。	研究结论较为一致,即中小企业是货币政策传导渠道的主要作用对象。
居民	居民消费储蓄行为	陈学彬等, 2005。	预防性储蓄增加会降低居民消费储蓄对利率的敏感度,从而削弱货币政策传导效率。
中央银行	央行沟通	Woodford, 2001, 2005; 张鹤等, 2009; 卞志村、张义, 2012; 汪莉、王先爽, 2015。	研究结论较为一致,即央行沟通能强化预期,增加货币政策传导效率。
宏观经济 环境	金融脱媒	Tan & Goh, 2009; 伍戈、刘琨, 2013。	研究结论不一致,部分学者认为金融脱媒会降低投资的利率弹性或者减弱货币政策数量传导渠道,从而减弱货币政策的传导效率;部分学者认为金融脱媒会提升总需求的利率弹性或者增强信贷的配置效率,提高货币政策的传导效率。
	金融创新	Funke et al, 2015; 战明华等, 2018。	研究结论较为一致,即影子银行、信贷衍生品等金融创新会弱化货币政策传导效率。
	金融波动	扈文秀等, 2013; 马勇等, 2017。	研究结论较为一致,即金融稳定有助于提升货币政策传导效率。
	经济发展程度	裴平、熊鹏, 2003; 中国人民银行营业管理部课题组, 2008。	研究结论较为一致,诸如公众心理预期、收入分配差距过大、区域经济发展不平衡等会阻碍货币政策传导。
监管政策	巴塞尔资本协议	Borio & Zhu, 2008; Ma et al, 2011; 黄宪等, 2012。	研究结论有分歧,部分学者认为资本监管会阻碍货币政策传导;部分认为资本监管有利于货币政策传导效率提升。
外汇市场	资本流动	Glick & Hutchison, 2009; Djedaïet & Ayad, 2017; 徐明东、田素华, 2007; 王艳真等, 2018。	国际资本流动会削弱货币政策传导效率。

4. 国内外货币政策传导渠道的比较。(1)国外主要经济体货币政策传导渠道。美联储的货币政策工具也历经变化与调整,在20世纪20年代大萧条结束以前,美联储货币政策的独立性和有效性一直受到质疑。随着1951年3月《财政部——联邦储备体系协议》的签订,美联储摆脱了财政部附庸的角色,标志着美联储独立时代的开始。在20世纪80年代以前,美联储使用货币供应量来作为货币政策中介目标,并对保持价格稳定等最终目标起到了一定效果(Litterman & Weiss, 1985)。此后,由于金融创新和金融市场发展,货币供应量可测性与可控性削弱,并与货币政策最终目标的联系大大减弱。美联储开始搜寻新的货币政策中介目标。Bernanke & Blinder(1988)研究指出联邦基

金利率对各种经济指标具有显著的预测作用,Taylor(1993)随后创立短期利率操作的泰勒规则,至此美国政府宣布采用联邦基金利率为中介目标的货币政策规则。

欧盟地区以德国中央银行的调控框架为主,经过了从以货币供应量为货币政策中介目标的“数量型”政策调控到以再融资利率为货币政策中介目标的“价格型”调控的转型。2003年,欧盟正式建立起货币政策价格型调控框架,利率传导渠道对投资直接和间接效应提供了80%的解释,由此表明了利率传导渠道的有效性。

2008年全球金融危机之前,欧美国家主要通过“利率走廊”的利率传导渠道来引导短期利率。2008年全球金融危机之后,欧美国家均采取了非常规的货币政策来防止危机蔓延。在零利率约束下,传统的利率传导渠道梗阻,无法通过降低短期利率来影响中长期利率。因此,欧美国家采用量化宽松操作、流动性支持、超低利率承诺、大规模购债等方式来提高资产价格,降低金融市场资产收益率,以稳定公众对未来低利率的预期,从而降低中长期利率水平,提高总产出。

对新兴市场经济体而言,1998年亚洲金融危机以来,印度、墨西哥、马来西亚、巴西、泰国等新兴市场经济体金融深化和自由化程度越来越高(Mohanty & Turner, 2008),货币供应量为主要的货币政策调控体系有效性逐渐减弱,最终新兴市场经济体在2008年世界金融危机前后建立起以利率为主要中间目标的货币政策调控框架。

(2)中国货币政策传导渠道。1994年中国人民银行正式组建成立后,随着金融市场的不断完善与发展,货币政策传导渠道才逐渐由货币信贷配给和固定资产投资为主的直接传导向以货币供应量、利率等为中间目标的间接传导转变。学术界对中国货币政策传导渠道的研究得出了不同的结论。

大部分学者认为,由于中国的利率管制、汇率市场与货币政策相互牵制、股票市场深度和广度不够、间接融资为主等市场环境的制约,中国的货币政策传导渠道以信贷渠道为主(Koivu, 2009; 盛朝晖, 2006; 盛松成、吴培新, 2008; 战明华、应诚炜, 2015)。王振山、王志强(2000)利用1981—1998年的年度数据和1993—1998年的季度数据的研究结果表明,信贷渠道是中国货币政策传导的主要渠道。战明华、应诚炜(2015)以1997—2007年中国非上市公司为研究对象,考察货币政策对企业投资和自由现金流敏感度的影响,验证了货币政策信贷传导渠道。

也有少部分学者认为,由于利率市场化等因素使货币渠道更占优(张辉、黄泽华, 2011; 盛松成, 2012),陈飞等(2002)利用1991—2000年数据论证了货币渠道对产出的有效性。孙明华(2004)利用1994—2003年的季度数据验证货币渠道对实体经济影响更为显著。盛松成(2012)认为,由于货币乘数和货币流通速度波幅较大,信贷渠道对经济的影响有限。

(3)主要经济体货币政策传导渠道差异的原因。利率传导渠道这类价格型货币政策的操作目标在于通过对短期利率的调节来影响长期利率,从而影响总需求与产出(Woodford, 2001, 2005)。利率期限结构假说给出了货币政策利率传导渠道作用的理论解释,该假说描述在相同的风险结构下因到期期限不同所产生的利率差异。利率期限结构假说由预期理论、市场分割理论、流动性溢价理论与期限优先理论构成,这一理论体系论述了投资者对不同期限资产流动性的偏好,从而可以由短期利率变动来确定长期利率的变化。发达经济体早已实现了利率市场化,货币政策的平滑性较好,期限溢价效应显著,投资的利率弹性较大能增强利率渠道传导的预期效应,市场能形成稳定的预期,从而更有助于利率渠道的传导。在预期效应较强且具备发达金融市场的情况下,发达经济体多采取货币政策利率传导渠道(周小川, 2004)。事实证明,利率渠道在调节信号强度和反馈时滞方面也优于信贷渠道,货币政策当局通过多种政策辅助来引导市场预期,如进行前瞻性指引(Moessner & Nelson, 2008; Kool & Thornton, 2012),建立较为完善的货币政策沟通机制,将货币政策执行情况向公众进行充分的沟通交流。

中国货币政策环境与发达经济体不同,利率传导渠道不畅的主要原因在于以下五个方面:一是中国金融体系政策性约束较多,金融抑制程度较深,中央银行独立性欠缺,对数量型货币政策和审慎

管理工具过于依赖,不利于货币政策利率传导;二是债券市场管制较多,债券市场的流动性和衍生品不足等问题使债券市场的利率传导效率远远低于发达经济体;三是中国货币政策的平滑性较弱,特别是与发达经济体的差距较大,具有较强的相机抉择特点,导致利率短期波动增强,也不利于引导市场形成稳定的预期(张屹山等,2017);四是影子银行金融产品监管匮乏,使影子银行产品干扰了货币市场、债券市场等产品的定价,金融衍生品市场、银行资产证券化等市场发展不成熟,且对金融产品创新的管制过严,影响了利率传导效率;五是地方融资平台和大型国有企业存在软预算约束、刚性兑付和过度投资等行为,导致投资对利率的敏感性不足。

四、疏通货币政策传导渠道的难点

随着经济全球化的发展及各国货币政策的外溢效应日益显著,货币政策独立性、资本自由流动与固定汇率的三元悖论使国内货币政策保持独立性愈发艰难。利率市场化改革带来的新的环境、货币政策独立性欠缺与当前杠杆率结构性调整等因素带来的经济金融波动性增加,对疏通货币政策传导渠道构成了新的难题和极大的挑战。

1. 货币政策传导渠道效率的评判标准不统一。货币政策传导渠道效率问题即回答从货币政策操作到预期目标间作用机制的有效性(Tobin,1969)。具体来说,其有效性体现在货币政策预期调节效应存在性与货币政策预期调节效应评价方面,而目前对货币政策不同传导渠道效率的评判标准与效率大小检测莫衷一是。

关于货币政策预期调节效应“存在性”问题目前得到了较为一致的研究结论。新古典学派、新凯恩斯主义、货币主义理论等分别从利率变动对工资的短期性影响、资产价格波动对总产出的影响、货币数量变化对投资与总产出的影响等方面对 Fisher(1933)提出的“货币中性”提出了反驳,认为“货币短期非中性”(Keynes,1936;Tobin,1969;Bernanke & Mihov,1998)。货币政策有效性问题从现实经验数据方面得到检验(Rudebusch & Svensson,2002;钱雪松等,2015)。但是,由于货币政策有多种传导渠道,每种传导渠道作用对象不同,因而对货币政策不同传导渠道的预期调节效应评判标准有分歧。对利率渠道传导效率围绕利率弹性来定义评判标准,但对利率弹性的定义并不相同。部分学者将利率渠道传导效率定义为资产的利率弹性(陈学彬等,2005),有的学者将此定义为货币市场资金成本的利率弹性(钱雪松等,2015)。

对信贷渠道传导效率评判标准分别从总量角度和融资结构性调节角度来衡量货币政策传导效率,但衡量标准不统一。一种观点从信贷配置效率的角度,认为对货币政策信贷渠道传导效率的检验在于商业银行信贷配置效率的高低,信贷配置更倾向于投资效率高的企业,从而货币政策信贷渠道传导效率高(Maggio et al,2016;Giroud & Mueller,2017;饶品贵、姜国华,2013;杨兴全、尹兴强,2017)。另一种观点认为,货币政策信贷渠道传导高效率体现在同等货币政策能增加的信贷供给数量(Altunbas et al,2002;Kashyap & Stein,2000;Brei & Schclarek,2015;索彦峰、陈继明,2008;徐明东、陈学彬,2011;刘莉亚、余晶晶,2018),一些学者直接将信贷影响经济的程度作为信贷渠道传导效率的指标(蒋瑛琨等,2005;张承惠等,2003)。

中国的货币政策传导渠道以信贷渠道为主,目前衡量货币政策信贷渠道传导效率评判标准有总量、融资结构、经济影响效果等多种角度,尽管学者的研究大多从一个角度来测度效率,但这些效率测度角度并不是对立与孤立的。总量与结构分别是宏观和微观角度评判货币政策传导效率的方式。总量与结构两种角度综合能反映信贷供求关系,货币政策调节引致的信贷供给数量变化能反映信贷供给情况,而商业银行信贷配置能反映信贷需求情况。从总量角度单方面衡量货币政策传导效率容易引起追求商业银行信贷供给,在流动性不畅的情况下可能出现流动性淤积,并引起资产价格泡沫,降低货币政策实现最终目标的效果;从结构角度单方面衡量货币政策传导效率容易引起结构性调整失衡,在总量不达标的前提下,结构性调整失衡会使融资需求结构性矛盾进一步激化,从而阻碍经济发展。因此,衡量货币政策传导效率需要从总量与结构两方面来综合衡量,仅仅从一种角度

来测度货币政策传导效率不仅不能反映真实的融资供给与需求状况,还易引起经济金融发展失衡与资产价格泡沫等多种问题。

2. 货币政策传导渠道受阻情况下如何提高货币政策效率。“十三五”规划提出,要构建目标利率和利率走廊机制,推动货币政策由数量型调控为主向价格型调控为主转变。Boivin et al(2010)总结货币政策利率传导渠道的经典路径为:货币政策当局通过货币政策工具影响货币市场短期利率,货币市场短期利率通过债券市场上的跨期套利机制来影响债券市场的中长期利率,债券市场的中长期利率通过跨市场套利机制来影响信贷市场的中长期利率。利率传导渠道效率取决于短期利率与中长期利率间的收益率曲线结构。尽管中国利率市场化取得显著进展,利率传导效率有所提高,但利率传导效率依然低下。中国人民银行《2018年第一季度中国货币政策执行报告》指出,存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存,存在存款“搬家”现象,一定程度上推动银行负债短期化、同业化,资金稳定性下降,成本上升。利率“两轨”并存,商业银行负债同业化带来的资产端久期降低,都将影响基准利率向长期利率传导的效率。

在货币政策利率传导渠道不畅的情况下,货币政策信贷传导渠道是主要传导渠道,但目前货币政策信贷渠道传导依然受到种种限制,降低了货币政策效率。货币政策信贷渠道传导渠道发挥作用的关键在于信贷对经济的支持力度与质量。近年来金融脱实向虚、资产价格泡沫膨胀、金融资产增长率高于GDP增长率等现象映射出货币政策信贷传导渠道受阻。

货币政策信贷渠道传导受阻的主要表现之一是商业银行的惜贷行为。在经济下行期,一方面,商业银行不良资产加速暴露,对风控的管理会造成惜贷行为;另一方面,商业银行对短期化负债成本波动的担忧抑制了长期投资。另外,在资本充足率监管要求下,预期企业偿债能力减弱也导致商业银行更加谨慎放贷。货币政策信贷渠道传导受阻的另一主要表现是大型国有企业的信贷挤占行为。Wind数据显示,2008年以信贷支持经济发展以来,国有部门和私营部门在信贷融资上呈现两极分化趋势,私营工业企业负债仅仅占有所有工业企业负债的20%左右,但贡献产值和利润却占有所有工业企业总额的40%。

3. 金融周期波动情况下如何疏通货币政策传导渠道。金融周期是经济主体对风险资产价值的认知与融资约束所引发的繁荣与萧条的周期循环(Borio,2014)。一般认为,由于美元等强势货币在国际支付体系中的重要作用,货币政策溢出效应愈加显著,进而引发全球金融周期波动(Bauer & Rudebusch,2016)。在资本自由流动条件下,一国货币政策会受到全球金融周期的影响而无法独立(Rey,2015)。开放条件下,中国货币政策独立性亦受到全球金融周期波动的影响(马勇、陈雨露,2014;裘骏峰,2015)。独立性欠缺的货币政策必然使央行在制定货币政策时必须融入监管当局的因素,考虑对金融稳定性的影响(Christiano et al,2010;马勇、陈雨露,2017),从而使货币政策兼顾多重目标,并运用多重调节工具。兼顾多目标与运用多重政策工具的复杂性会影响货币政策传导渠道的有效运行。

在金融周期上行期的资产价格快速上涨,由于抵押品价值增加,企业借债能力增强,货币政策却并不能快速稳定资产价格和信贷增速(Borio & Lowe,2002),金融加速器效应却牵制了货币政策传导渠道正常发挥作用。由于商业银行的顺周期特征与货币政策的逆周期性,在金融周期下行期的“宽货币、紧信用”会阻碍货币政策的传导渠道发挥作用(Mishkin,2011)。同时,在金融周期急剧波动下,金融中介部门的脆弱性会影响到货币政策的有效传导(Angeloni et al,2015)。

当前,美日欧等发达经济体的经济形势和宏观政策分化使中国宏观调控的外部环境更为复杂。美联储消减资产负债表将导致全球范围内的流动性收缩,未来欧元区国家和日本经济形势变化将加剧欧元、日元的汇率波动,全球金融周期波动加剧。在此情况下,如何疏通货币政策传导渠道成为新的难题。

4. 金融市场尚不发达情况下如何疏通货币政策传导渠道。货币政策的传导过程包括中央银行控制自身资产负债的能力、商业银行对流动性量价变化即对基础货币变化的反应方式以及商业银行

调控自身资产负债的能力等三个环节,这三个环节都与金融市场的成熟程度紧密相关(孙国峰,2017),因此,发达高效的金融市场是货币政策传导渠道畅通的基础。

中央银行通过对流动性的控制来间接调控商业银行的经营行为,货币政策操作需要有相应的载体规模来实现流动性调控的目标,因此高流动性和发达的场外债券市场成为中央银行公开市场操作调控商业银行流动性的主要载体(戴根有,2003)。快速发展的银行间债券市场对疏通货币政策传导渠道发挥了重要的作用。Wind 数据显示,银行间债券市场得以迅速发展,截至 2018 年 6 月银行间债券市场托管余额为 79.4 万亿元。具有相当广度和深度的债券市场价格能迅速体现出利率的影响,从而使货币政策信号快速影响公众预期,增强货币政策传导效率。但当前债券市场并未完善,银行间债券现券仅占银行间债券存量的 20%;适合商业银行流动性管理的一年期及以下短期国债品种欠缺,主要券种持有人结构中个人投资者持有比例较少(图 8)。商业银行资产管理空间受限及非银行公众资产结构单一不利于资产结构调整,降低了货币政策传导渠道效率。

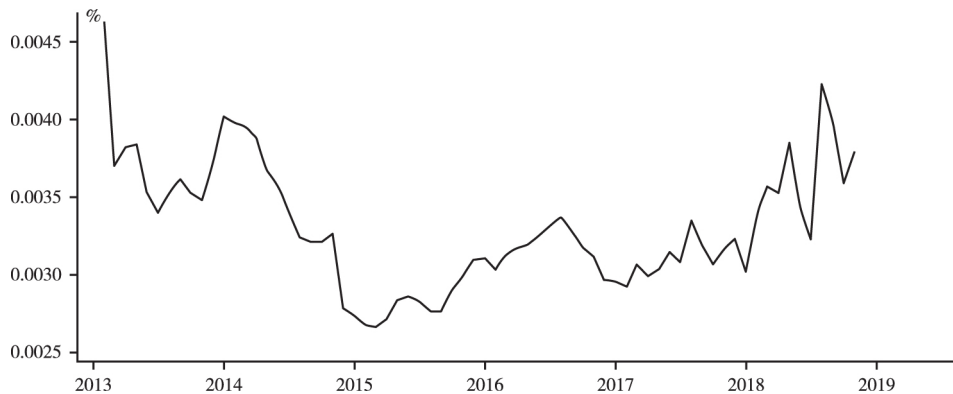


图 8 国债个人投资者比例示意图

资料来源:Wind。

此外,中国金融市场存在较为严重的市场分割问题,制约了货币政策传导渠道的有效性(徐忠,2018)。主要表现在三个方面:一是货币市场与债券市场存在交易所和银行间两个不同的市场,市场被人为分割。交易所市场对信息的吸收能力较强,利率水平和波动都高于银行间市场(徐小华、陈琦,2014),这会扰乱市场的预期和中央银行的流动性管理。二是金融市场产品不够完善,利率衍生品市场发展滞后。流动性较强、换手率较高的债券品种有利于债券市场的价格发现,但目前以牺牲市场流动性的质押式回购占据主要份额,买断式回购和同业拆借市场占比较少。并且由于监管限制,利率衍生品不足,价格发现产品欠缺。三是利率双轨制存在,金融机构产品定价能力不足。存贷款基准利率和货币市场短期利率这种事实上的利率双轨制会降低货币政策传导效率(易纲,2018)。此外,信贷资产证券化是信贷利率传导的重要途径(蔡浩仪、徐忠,2015),但中国信贷资产证券化产品起步晚且结构不均衡。2012 年重启信贷资产证券化后,信贷资产证券化结构以信贷资产支持证券为主,消费信贷为辅。由于产品信息不对称严重,定价困难,不利于货币政策传导渠道有效发挥作用。

5. 财政政策与货币政策协调冲突的情况下如何疏通货币政策传导渠道。Sargent & Wallace (1981)在研究财政政策与货币政策搭配时指出,财政政策会影响货币政策操作。主动财政政策搭配被动货币政策的政策体制不仅在宏观调控中会引起经济较大幅度波动,而且使货币政策易松难紧。财政政策空间在持续收窄的情况下,会倒逼央行推行量化宽松政策来拓展财政政策空间(Davig & Leeper,2011;Schenkelberg & Watzka,2011)。财政政策对货币政策的干预会削弱货币政策熨平经济周期的能力,使中央银行无法独立自主制定和调整货币政策。中央银行的目标独立性与工具独立性是中央银行独立性的标志(DeBelle & Fischer,1995),在中央银行更关心通货膨胀目标与政府更关心经济增长、充分就业目标的协调冲突下,增强中央银行的独立性有助于提高货币政策传导的效

率(Keefer & Stasavage, 2003; Crowe & Meade, 2007)。

在中国,1998年前在信贷规模计划管理时期,中央银行的信贷调控一直受地方政府财政的约束。1992年社会主义市场经济体制确立后,中央银行实行以货币供应量这一数量型中间目标为主的间接货币调控模式。在以GDP为导向的增长模式下,地方融资平台、国有企业和房地产企业等大量预算软约束部门,有强烈的债务扩张动机(周黎安,2007;纪敏等,2017)。投资冲动难以遏制,信贷需求强烈,货币政策易松难紧,增加了货币政策定向调控的难度。预算软约束部门由于存在隐性担保降低了信用溢价,更容易获得金融部门的授信支持,挤出了有效率的民营企业融资(纪洋等,2016),降低了货币政策传导效率。财政政策具有明显的逆周期相机调控特征,并通过施加于货币政策的多目标调控方式,降低了中央银行的独立性,不利于公众形成合理预期,阻碍了货币政策传导渠道的畅通。

五、疏通货币政策传导渠道的可行性与途径

1. 疏通货币政策传导渠道的可行性。

(1) 货币政策实施效果。中国货币政策取向由紧到松分为“从紧”、“适度从紧”、“稳健”、“适度宽松”和“宽松”五个区间(孙国峰,2018),在2008年末到2010年间为提升经济实施过“适度宽松”的货币政策,此后货币政策转向稳健。2018年后由于国内经济金融结构性矛盾突出,央行采取了结构性货币政策来缓解强监管引致的社会融资规模下降的经济形势。总体而言,货币政策维持了和实体经济相匹配的状态。

货币政策传导机制表现为央行通过政策工具的调整来影响中介目标并传导到最终目标。在数量型货币政策框架为主的情况下货币政策中介目标主要为货币供应量。货币供应量是由货币乘数和基础货币决定的,短期货币乘数较为稳定的情况下,基础货币是货币供应量的决定因素。当前,央行的基础货币投放主要有四种渠道:一是公开市场操作业务买入证券或逆回购交易,二是以再贷款或再贴现等形式向商业银行授信,三是买入外汇资产,四是财政支出(张成思、孙宇辰,2018)。从操作规模来看,主要的投放渠道为向商业银行授信和买入外汇资产。2008年全球性的金融危机后对外投资萎靡,外汇占款对货币供给的影响较之前下降,向商业银行授信成为重要的基础货币投放渠道,这印证了信贷渠道是货币政策传导的主要渠道。

央行通过各种货币政策工具向商业银行授信,货币政策传导渠道畅通与否的关键因素在于货币政策工具的调控效力。当前,货币政策工具使用更加灵活,包括普惠金融定向降准、部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利(MLF)、中期借贷便利(MLF)担保品范围扩大、常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)、再贷款和再贴现限额增加等等措施。结构性货币政策可以通过成本效应、信号渠道等方式降低市场利率、引导利率期限结构,从而改善融资条件(孙国峰,2017),但引导效果却值得商榷。结构性货币政策工具实施大多需要商业银行提供合格的抵押品或质押品,相比中小型商业银行来说,大型商业银行更有实力提供充足的抵押品或质押品,因此,中央银行在通过结构性货币政策工具投放流动性时向大型商业银行投放的流动性占较大比重。另外,大型商业银行与中小型商业银行的信贷资源配置结构截然不同,中小型商业银行对中小企业的融资支持力度高于大型商业银行,这种不同造成中小型商业银行的货币政策信贷渠道传导效率要高于大型商业银行(刘莉亚、余晶晶,2018),在中小型商业银行获取央行投放流动性不足的情况下,对中小企业的融资支持效果打折扣,从而影响了货币政策的传导效果。

(2) 疏通货币政策传导渠道具备的条件。货币政策传导路径中的要素信息对货币政策传导渠道是否通畅起着至关重要的作用。这些要素信息包括货币政策制定与执行机构的独立性,可行和完善的货币政策框架,健全的金融市场特别是金融中介建设,监管政策的可操作性与信息透明,金融制度环境支持及货币政策目标的可得性。目前各类要素得到初步完善:一是央行货币政策职能部门调整更加彰显货币政策独立性;二是央行制定了一系列措施来完善货币政策框架,推进货币政策框架从

数量型向价格型调控方式的转型,包括放开存贷款利率限制、取消存贷比、构建利率走廊模式、创新货币政策工具、完善收益率曲线、构建宏观审慎评估体系等等;三是金融科技助力金融中介快速发展;四是实行货币政策和宏观审慎政策“双支柱”的监管改革,这种总量与结构性调节能协助解决资产价格的周期性波动问题,增加了货币政策的灵活性;五是利率市场化改革提高了金融中介的定价能力、丰富了金融产品、提高了金融市场的活力,并助力货币政策框架的转型;六是央行通过对价格型货币政策的深入探索使短期货币市场利率成为重要的观测目标,货币政策中介目标更加明确与可测,基础货币与资产价格联系更为紧密从而使央行能更为精确的动态监控流动性水平。

2. 疏通货币政策传导渠道的途径。

(1)完善货币政策框架,健全利率传导渠道。经过二十多年市场化的金融改革,目前中国的金融市场从体量、广度和深度方面都已经具备了向货币政策价格型调控方式转型的必要条件。从市场规模来看,固定收益市场规模位列全球第三(徐忠,2018)。从金融市场深度来看,金融机构利率定价和风险管理能力明显提高,金融市场利率与存贷款基础利率关系更加紧密(Kamber & Mohanty, 2018)。因此,要完善货币政策框架,健全利率传导渠道,主要包括以下几个方面:

一是明确货币政策最终目标。货币政策渠道传导效率最终体现为利用货币政策操作工具实现货币政策最终目标的效率,单一明确的目标有助于评判和提高货币政策传导效率,目前央行货币政策目标不仅包括国际通行的降低通胀的目标,还包括GDP增速目标、就业目标、金融稳定目标、国际收支平衡目标(汇率稳定、外汇储备稳定、经常项目收支平衡等),目标多元化显然降低了货币政策传导渠道的效率。

二是消除利率双轨制,健全利率传导渠道。中国目前利率调控模式采用公开市场操作模式和利率走廊模式,调控模式与国外央行主流模式差异不大(周小川,2013),但调控效率还有待提高。公开市场操作模式旨在影响金融体系流动性来影响利率,利率走廊模式旨在依靠特定的利率操作空间来稳定市场利率。相比公开市场操作模式,利率走廊模式只需要调节利率走廊的上下限就能达到稳定市场利率的预期目标,减少调控频率和操作成本。因此,推行利率走廊模式的货币政策调控方式有利于稳定市场预期,提高货币政策利率传导效率。值得注意的是,利率走廊以利率操作空间来控制基准利率的波动幅度从而影响长期利率,基准利率的选择与稳定对货币政策利率传导效率至关重要。鉴于目前的利率双轨制情形,存贷款基础利率与货币市场短期利率并行,大大降低了货币政策利率传导效率。因此,实施价格型货币政策需要稳步推进金融市场基准利率体系建设,明确只有一个政策利率,发挥Shibor在利率体系中的基准作用。明确央行的政策利率与其他辅助性政策工具之间的关系,避免多种利率信号互相干扰。

三是完善货币政策决策机制,强化前瞻性指引的作用,稳定市场预期。当前国务院主导基准利率、准备金率、货币供应量的决策权,而公开市场操作和常备借贷便利(SLF)、短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)等利率的决策权在中央银行,货币政策工具的决策权不同导致市场信号不明。发达经济体多采用“前瞻性指引”来引导货币政策预期。由于货币政策决策机制的制约,中国央行并不能很好地发挥前瞻性指引作用。因此,完善货币政策决策机制,增加货币政策透明度和有效指引是稳定市场预期、提高利率传导效率的有效途径。

(2)发挥货币政策工具的定价与结构性调节功能,提高信贷渠道传导效率。在当前信贷融资主导的情况下,疏通货币政策信贷传导渠道是提高货币政策效率的重要手段。信贷融资体量和配置效率是货币政策信贷传导渠道效率的直接体现,由于商业银行惜贷现象和国企信贷挤占现象突出,阻碍了货币政策信贷渠道的传导,因此,提高商业银行的产品定价能力、风险管理能力和信贷资源配置能力,将有助于疏通货币政策信贷传导渠道,具体包括:

一是继续推进利率市场化改革,增加商业银行之间的竞争。垄断的商业银行体系会降低利率敏感性,而竞争有助于增强利率弹性,从而提高货币政策信贷渠道的传导效率(刘莉亚、余晶晶,2018)。利率市场化之后,迫于竞争的压力,商业银行会寻求主动的资产负债管理。在不同的货币政策影响

下,商业银行的信贷规模会相应增加或缩小,信贷资源配置会相应完善,从而缓解中小企业融资困境,提高货币政策传导效率。

二是发展资产证券化,提高商业银行的产品定价能力。商业银行产品定价能力是商业银行盈利的关键,也是商业银行进行信贷资产管理的基础。当前商业银行以存贷款基准利率为定价基础,并不是以市场利率为定价基础,不利于消除利率双轨制。鼓励商业银行以市场化利率为基准加点浮动利率定价,以债券收益率曲线为基准加点为中长期产品定价(马骏等,2016),可以合理引导短期利率向中长期利率传导,提高信贷增量。推动信贷资产证券化,提高商业银行资产的市场化水平,同时发展同业存单和大量存单,提高商业银行负债的市场化水平,减少商业银行负债成本波动,有助于提高长期信贷的体量和质量。

三是利用货币政策工具定价来降低商业银行成本,增加央行向商业银行提供资金的通道和工具,引导商业银行信贷投放。中期借贷便利和抵押补充贷款以商业银行的中长期信贷资产作为抵押,商业银行根据折价率获得基础货币,同时支付利息,利率和折价率共同构成了商业银行贷款的机会成本。对需要支持的信贷投放行业,中央银行通过提高投向相关领域贷款的折价率、扩大合格抵押品框架即可鼓励更多贷款资源向该领域倾斜。因此,中央银行可以发挥政策工具的定向调控作用,调节商业银行成本,并引导商业银行信贷投放,从而提高货币政策信贷传导效率。

(3)拓展融资渠道,完善和发展资本市场。健全的金融市场是货币政策传导渠道畅通的基础,因此,需要进一步深化金融改革,提高金融市场化程度,具体包括:

一是深化金融市场与金融机构改革,以缓解信息不对称与市场分割现象。放宽金融市场准入条件、发展民营银行等金融机构,以增强金融市场深度和活力,夯实货币政策传导渠道的微观基础。推动证券市场与信贷市场的融合与竞争、交易所市场和银行间市场的融合与竞争,有利于提高市场利率的敏感性,提高利率传导渠道的效率。

二是完善信用评价体系,发展债券市场。Wind 数据显示,2018 年上半年,新增人民币贷款在社会融资规模增量中占比超过 90%,商业银行几乎成为企业融资的唯一来源。基于短期利率对于债券市场的传导要优于信贷市场,因此,发展债券市场以拓展融资渠道,缓解金融抑制现象是提高货币政策传导效率的必经之路。实践中,需要完善债券的发行结构、发行方式和品种,完善二级市场做市商机制、税收和会计制度,发展利率掉期市场以扩大债券的市场流动性。大力发展征信体系,扩大债券的担保品应用,发展专业性的担保机构。适当放宽发债主体的限制,真正发挥市场评级的价格发现功能,允许不同评级的发债主体参与发行,增加企业发债来缓解流动性缺口的压力。

三是保持非信贷融资合理适度发展,拓宽融资渠道。“影子银行”对改善金融结构、拓宽融资渠道,疏通货币政策传导渠道具有十分重要的意义(Boivin et al,2010;Gertler & Karadi,2013)。因此,需要保持信托贷款、委托贷款等非信贷融资合理适度的发展,促进其平稳增长,发挥对商业银行信贷融资的补充作用。

(4)强化并改善金融监管。鉴于目前中国货币政策必须维持金融稳定、物价稳定和经济稳定的三大目标(何德旭、张捷,2018),开放经济下货币调控的不可控性将增强,货币政策传导的预期效果难以预测,因此,强化并改善金融监管是重要的选择。当前货币政策主要的信贷传导渠道涉及微观主体包括商业银行、影子银行等融资供给方,加强对融资供给方的监管对提高货币政策传导效率十分重要。相当多的学者研究指出,贷存比上限、过高的存款准备金率、对贷款的数量限制、市场准入管制、资本监管等因素会制约货币政策传导效果(Kishan & Opiela,2006;马骏、王红林,2014;黄宪等,2012;马理等,2013),这些限制使商业银行不断调整资产与负债端,在资产端将贷款科目转移至买入返售、应收款项等科目,在负债端将吸收存款科目转移至同业存放、卖出回购等科目,资产腾挪会增加商业银行运营成本,并使负债向资产运用的链条增加,从而降低货币政策传导渠道的效率。未来,统一监管、消除定价扭曲、强化资本流动性将成为疏通货币政策传导渠道的重要途径。

(5)维护货币政策独立性,注重货币政策与财政政策的协调。相当多的研究表明,中小企业、中

小银行在货币政策传导渠道中发挥着重要的作用,但现实中金融抑制、融资约束、国有企业隐性担保、刚性兑付等问题使民营企业融资成本大幅高于国有企业,大大降低了货币政策传导的效率。因此,消除信用紧缩的市场局面不能只依靠宽松的货币政策支持,还需要发挥财政政策的结构性功能。一方面,发挥积极财政政策的引导作用,通过定向减税、转移支付等手段来鼓励和引导信贷资源向民营企业转移,加快推进硬化地方政府和国有企业预算约束的体制改革,减少政府的直接干预,让民营企业享受与国有企业相同的资本市场和商业银行信贷融资待遇,增强投资的敏感性。另一方面,通过降低企业经营压力来提升居民消费热情,降低居民负债水平。此外,还要完善社会保障机制,通过税收减免等来降低交易成本,打通货币向信用传导的枢纽。

参考文献:

- 卞志村 张义,2012:《央行信息披露、实际干预与通胀预期管理》,《经济研究》第12期。
- 蔡浩仪 徐忠,2005:《消费信贷,信用分配与中国经济发展》,《金融研究》第9期。
- 陈学彬 杨凌 方松,2005:《货币政策效应的微观基础研究——我国居民消费储蓄行为的实证分析》,《复旦学报(社会科学版)》第1期。
- 戴根有,2003:《中国央行公开市场业务操作实践和经验》,《金融研究》第1期。
- 董华平 干杏娣,2015:《我国货币政策银行贷款渠道传导效率研究——基于银行业结构的古诺模型》,《金融研究》第10期。
- 冯科 何理,2011:《我国银行上市融资、信贷扩张对货币政策传导机制的影响》,《经济研究》第s2期。
- 何德旭 张捷,2018:《金融周期下的货币政策展望:环境,挑战与选择》,《上海金融》第6期。
- 黄宪 王露璐 马理,2012:《货币政策操作需要考虑银行资本监管吗》,《金融研究》第4期。
- 纪敏 严宝玉 李宏瑾,2017:《杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验》,《金融研究》第2期。
- 纪洋 谭语嫣 黄益平,2016:《金融双轨制与利率市场化》,《经济研究》第6期。
- 蒋瑛琨 刘艳武 赵振全,2005:《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》,《金融研究》第5期。
- 刘斌,2005:《资本充足率对我国贷款和经济影响的实证研究》,《金融研究》第11期。
- 刘莉亚 余晶晶,2018:《银行竞争对货币政策传导效率的推动力效应研究——利率市场化进程中银行业的微观证据》,《国际金融研究》第3期。
- 马骏 施康 王红林,2016:《利率传导机制的动态研究》,《金融研究》第1期。
- 马骏 王红林,2014:《政策利率传导机制的理论模型》,《金融研究》第1期。
- 马理 黄宪 代军,2013:《银行资本约束下的货币政策传导机制研究》,《金融研究》第5期。
- 马勇 陈雨露,2014:《经济开放度与货币政策有效性:微观基础与实证分析》,《经济研究》第3期。
- 马勇 张靖岚 陈雨露:《金融周期与货币政策》,《金融研究》第3期。
- 裴平 熊鹏,2003:《我国货币政策传导过程中的“渗漏”效应》,《经济研究》第8期。
- 钱雪松 杜立 马文涛,2015:《中国货币政策利率传导有效性研究:中介效应和体制内外差异》,《管理世界》第11期。
- 裘骏峰,2015:《国际储备积累,实物与资产价格通胀及货币政策独立性》,《经济学(季刊)》第1期。
- 饶品贵 姜国华,2013:《货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究》,《经济研究》第1期。
- 盛松成,2012:《社会融资规模与货币政策传导》,《金融研究》第10期。
- 盛松成 吴培新,2008:《中国货币政策的二元传导机制》,《经济研究》第10期。
- 孙国峰,2017:《后危机时代的全球货币政策新框架》,《国际金融研究》第12期。
- 孙国峰,2018:《正确理解稳健中性的货币政策》,《中国金融》第15期。
- 孙明华,2004:《我国货币政策传导机制的实证分析》,《财经研究》第3期。
- 索彦峰 陈继明,2008:《资产规模、资本状况与商业银行资产组合行为——基于中国银行业面板数据的实证分析》,《金融研究》第6期。
- 王艳真 李秀敏 黄栋,2018:《中国国际资本流动与货币政策间的动态关系研究》,《国际金融研究》第4期。
- 王振山 王志强,2000:《我国货币政策传导途径的实证研究》,《财经问题研究》第12期。
- 王周伟 王衡,2016:《货币政策,银行异质性与流动性创造》,《国际金融研究》第2期。
- 伍戈 刘琨,2013:《金融脱媒与货币政策传导:基于中国的实证分析》,《金融监管研究》第12期。
- 徐明东 陈学彬,2012:《货币环境,资本充足率与商业银行风险承担》,《金融研究》第7期。

- 徐明东 田素华,2007:《中国国际收支双顺差与货币供给动态关系:1994—2007——基于抵消系数和冲销系数模型的分析》,《财经研究》第12期。
- 徐明东 陈学斌,2011:《中国国际收支顺差的流动性分配效应与银行贷款渠道检验》,《世界经济》第8期。
- 徐小华 陈琦,2014:《交易所债券市场与银行间债券市场价格反应差异研究——基于重大信息公布的视角》,《财贸经济》第6期。
- 徐忠,2018:《经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型》,《金融研究》第4期。
- 汪莉 王爽,2015:《央行预期管理、通胀波动与银行风险承担》,《经济研究》第10期。
- 杨兴全 尹兴强,2017:《谁受到了货币政策的有效调控?——基于上市公司投资行为的研究》,《会计研究》第4期。
- 易纲,2018:《货币政策回顾与展望》,《中国金融》第3期。
- 战明华 王晓君 应诚炜,2013:《利率控制、银行信贷配给行为变异与上市公司的融资约束》,《经济学(季刊)》第4期。
- 战明华 应诚炜,2015:《利率市场化改革、企业产权异质与货币政策广义信贷渠道的效应》,《经济研究》第9期。
- 张承惠 高善文 陈道富,2003:《中国银行体系贷款供给的决定及其对经济波动的影响》,《金融研究》第8期。
- 张成思 孙宇辰,2018:《中国货币政策的信心传导机制》,《财贸经济》第10期。
- 张鹤 张代强 姚远,2009:《货币政策透明度与反通货膨胀》,《经济研究》第7期。
- 张辉 黄泽华,2011:《我国货币政策利率传导机制的实证研究》,《经济学动态》第3期。
- 张屹山 孟宪春 李天宇,2017:《我国货币政策转型机制研究——基于国际经验视角》,《数量经济研究》第1期。
- 中国人民银行营业管理部课题组,2008:《总部经济对中国货币政策传导渠道影响机制研究》,《金融研究》第7期。
- 周黎安,2007:《中国地方官员的晋升锦标赛模式研究》,《经济研究》第7期。
- 周小川,2004:《当前研究和完善货币政策传导机制需要关注的几个问题》,在中国人民银行和IMF共同举办的“中国货币政策传导机制高级研讨会”上的发言。
- Altunbas, Y. et al(2002), “Evidence on the bank lending channel in Europe”, *Journal of Banking & Finance* 26 (11):2093—2110.
- Ando, A. & F. Modigliani(1963), “The ‘life cycle’ hypothesis of saving: Aggregate implications and tests”, *American Economic Review* 53(1):55—84.
- Angeloni, I. et al(2015), “Monetary policy and risk taking”, *Journal of Economic Dynamics and Control* 52:285—307.
- Bauer, M. D. & G. D. Rudebusch(2016), “Monetary policy expectations at the zero lower bound”, *Journal of Money, Credit and Banking* 48(7):1439—1465.
- Bean, C. et al(2002), “Financial and the monetary transmission mechanism: Theory, evidence and policy implication”, European Central Bank Working Paper, No. 113.
- Bernanke, B. S. & A. S. Blinder(1988), “Credit, money, and aggregate demand”, *American Economic Review* 78 (2):435—439
- Bernanke, B. S. & M. Gertler(1990), “Financial fragility and economic performance”, *Quarterly Journal of Economics* 105(1):87—114.
- Bernanke, B. S. & I. Mihov(1998), “Measuring monetary policy”, *Quarterly Journal of Economics* 113(3):869—902.
- Boivin, J. et al(2010), “How has the monetary transmission mechanism evolved over time?”, NBER Working Paper, No. 15879.
- Borio, C. E. V. & P. W. Lowe(2002), “Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus”, BIS Working Paper, No. 114.
- Borio, C. & H. Zhu(2008), “Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?”, BIS Working Paper, No. 268.
- Borio, C. (2014), “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?”, *Journal of Banking & Finance* 45:182—198.
- Bougheas, S. et al(2006), “Access to external finance: Theory and evidence on the impact of monetary policy and firm-specific characteristics”, *Journal of Banking & Finance* 30(1):199—227.
- Brei, M. & A. Schclarek(2015), “A theoretical model of bank lending: Does ownership matter in times of crisis?”, *Journal of Banking & Finance* 50:298—307.
- Christiano, L. et al(2010), “Financial factors in economic fluctuations”, ECB Working Paper, No. 1192.
- Crowe, C. & E. E. Meade(2007), “The evolution of central bank governance around the world”, *Journal of Economic Per-*

- spectives 21(4):69—90.
- Davig, T. & E. M. Leeper(2011), “Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus”, *European Economic Review* 55(2):211—227.
- Debelle, G. & S. Fischer(1995), “How independent should a central bank be?”, In: J. Fuhrer(ed), *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*, Federal Reserve Bank of Boston.
- Djedaiet, A. & H. Ayad(2017), “Hard currency inflows and sterilization policy in Algeria: An ARDL approach”, *Theoretical & Applied Economics* 24(3):83—96.
- Dornbusch, R. (1976), “Expectations and exchange rate dynamics”, *Journal of Political Economy* 84(6):1161—1176.
- Fisher, I. (1933), “The debt-deflation theory of Great Depressions”, *Econometrica* 1(4):337—357.
- Friedman, M. & A. J. Schwartz(1963), “Money and business cycles”, *Review of Economics & Statistics* 45(1):32—64.
- Funke, M. et al(2015), “Monetary policy transmission in China: A DSGE model with parallel shadow banking and interest rate control”, BOFIT Discussion Paper, No. 9.
- Gertler, M. & P. Karadi(2013), “QE 1 vs. 2 vs. 3...: A framework for analyzing large-scale asset purchases as a monetary policy tool”, *International Journal of Central Banking* 9(1):5—53.
- Giroud, X. & H. M. Mueller(2017), “Firm leverage, consumer demand, and employment losses during the Great Recession”, *Quarterly Journal of Economics* 132(1):271—316.
- Glick, R. & M. Hutchison(2009), “Navigating the trilemma: Capital flows and monetary policy in China”, *Journal of Asian Economics* 20(3):205—224.
- Kamber, G. & M. S. Mohanty(2018), “Do interest rates play a major role in monetary policy transmission in China?”, BIS Working Paper, No. 714.
- Kashyap, A. K. & J. C. Stein(1994), “The impact of monetary policy on bank balance sheets”, NBER Working Paper, No. 4821.
- Keefer, P. & D. Stasavage(2003), “The limits of delegation: Veto players, central bank independence, and the credibility of monetary policy”, *American Political Science Review* 97(3):407—423.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan.
- Kishan, R. P. & T. P. Opiela(2006), “Bank capital and loan asymmetry in the transmission of monetary policy”, *Journal of Banking & Finance* 30(1):259—285.
- Koivu, T. (2009), “Has the Chinese economy become more sensitive to interest rates? Studying credit demand in China”, *China Economic Review* 20(3):455—470.
- Kool, C. & D. Thornton(2012), “How effective is central bank forward guidance?”, Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper, No. 2012—063A.
- Litterman, R. B. & L. Weiss(1985), “Money, real interest rates, and output: A reinterpretation of postwar U. S. data”, *Econometrica* 53(1):129—156.
- Ma, L. et al(2011), “Effect of capital constraints on risk preference behavior of commercial banks”, *China Finance Review International* 1(2):168—186.
- Maggio, M. D. et al(2016), “How quantitative easing works: Evidence on the refinancing channel”, NBER Working Paper, No. 22638.
- Mishkin, F. S. (1995), “Symposium on the monetary transmission mechanism”, *Journal of Economic Perspectives* 9(4):3—10.
- Mishkin, F. S. (2011), “Monetary policy strategy: Lessons from the crisis”, NBER Working Paper, No. 16755.
- Moessner, R. & W. R. Nelson(2008), “Central bank policy rate guidance and financial market functioning”, *International Journal of Central Banking* 4(4):193—226.
- Mohanty, M. S. & P. Turner(2008), “Monetary policy transmission in emerging market economies: What is new?”, BIS Working Paper, No. 35.
- Rajan, R. G. & L. Zingales(2003), “The Great Reversals: The politics of financial development in the twentieth century”, *Journal of Financial Economics* 69(1):5—50.
- Rey, H. (2015), “Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence”, NBER Working Paper, No. 21162.

- Roosa, R. V. (1951), *Interest Rates and the Central Bank, Money, Trade, and Economic Growth: Essays in Honor of John Henry Williams*, Macmillan.
- Rudebusch, G. D. & L. E. O. Svensson(2002), "Eurosystem monetary targeting: Lessons from U. S. data", *European Economic Review* 46(3):417-442.
- Sargent, T. J. & N. Wallace(1981), "Some unpleasant monetarist arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3):1-17.
- Schenkelberg, H. & S. Watzka(2011), "Real effects of quantitative easing at the zero lower bound: Structural VAR-based evidence from Japan", CESifo Working Paper, No. 3486.
- Stiglitz, J. E. & A. Weiss(1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review* 71(3):393-410.
- Tan, C. K. & K. Goh(2009), "Financial disintermediation in the 1990s: Implications on monetary policy in Malaysia", *Hitotsubashi Journal of Economics* 50(1):1-27.
- Taylor, J. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195-214.
- Tobin, J. (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1):15-29.
- Woodford, M. (2001), "Imperfect common knowledge and the effects of monetary policy", NBER Working Paper, No. 8637.
- Woodford, M. (2005), "Central bank communication and policy effectiveness", NBER Working Paper, No. 11898.

The Practical Problems of Monetary Policy Transmission and Their Solutions

HE Dexu YU Jingjing

(Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

Abstract : The imbalance between credit supply and credit demand poses a dilemma for Chinese firms about financing. The poor transmission of monetary policy has increased the scarcity of liquidity, further increasing the difficulty of corporate financing. Smoothing the transmission of monetary policy has become a key prerequisite for giving full play to the adjustment role of monetary policy and supporting the financing of the real economy. Based on the current economic environment, this paper analyzes the present situation of monetary policy transmission channels, compares and contrasts the domestic and foreign monetary policy transmission mechanisms, and finds the causes of the unsmooth monetary policy transmission. Finally, it gives suggestions on how to smoothen the monetary policy transmission channels.

Keywords : Transmission Channel of Monetary Policy; Credit; Monetary Policy Framework; Financial Supervision

(责任编辑:陈建青)

(校对:何伟)