

狭义上讲，信贷传导机制就是银行信贷渠道。本文研究的重点就是狭义的信贷传导机制，即银行信贷渠道。

第三章主要分析了我国货币政策银行信贷渠道存在的可能性。首先，本章提出银行信贷传导机制存在的两个前提条件，进而逐条论证这些条件在当前我国货币政策执行中存在的可能性；然后，立足于我国货币政策传导机制的历史实践，研究了从封闭的计划经济体系到开放市场经济体系的过渡阶段，货币政策调控方式的变化。最后从实证角度出发，得出银行信贷渠道在我国的重要性。

第四章对我国货币政策信贷传导机制进行了分阶段研究。分三个部分：第一部分从中央银行对商业银行可贷资金来源和总量控制角度，分析中央银行对信贷传导机制的影响；第二部分从商业银行可贷资金运用、贷款结构以及不良资产出发，分析商业银行对信贷传导机制的影响；第三分析商业银行信贷配给行为对信贷传导机制的影响。

第五章在上面分析的基础上，提出措施和建议：逐步完善商业银行的传导环境；优化商业银行的信贷配给行为。

论文的主要观点是：

1、银行信贷传导机制在中国是存在的。

从理论上讲，我国具备信贷传导机制存在的两个基本条件：

第一，由于我国商业银行单一的资产负债结构，当央行执行货币政策，改变银行体系的储备货币时，商业银行一方面很难通过买卖证券来调节流动性，另一方面在流动性不足时也难以通过其他替代性融资工具来吸收资金，银行信贷必然受到影响。即在信贷传导机制中，央行在影响银行可贷资金的变化这一环节上是有效的。

第二，我国仍然是以银行为主导的间接融资体制，部分非金融机构不可能通过其他渠道获得资金来弥补银行信贷的变化。第二个基本条件在我国也是成立的。

在实践中，我国宏观经济经历了计划经济到市场经济的转变，货币政策传导机制也经历了中央银行直接制定信贷计划到间接调控制度确立的转变，在各个阶段中，信贷渠道都发挥了重要作用。在实证分析中也得到了此结论。

2、在信贷传导过程中，中央银行、商业银行、企业分别扮演着不同的角

色，对货币政策的执行和传导起着不同的作用。

从中央银行的角度看，监管职能分离后，在新的体制架构下，人民银行分支机构贯彻执行货币政策有一个进步适应的过程。同时，中央银行虽然不能影响商业银行资金的来源，但是可以通过法定存款准备金率来影响商业银行可贷资金的变动。总之，银行信贷渠道的“中央银行主导阶段”的传导是比较有效的。

从商业银行的角度看，在可贷资金发生变动以后，商业银行的贷款总量会发生的相应的变动。因此，从整体上来看，“商业银行主导阶段”的传导是有效的。但是不良贷款使货币政策传导受阻，可能诱发信贷紧缩。

运用信贷配给理论分析商业银行信贷行为，得出银行对中小企业信贷配给对信贷传导效率的制约作用，国有企业高负债率使对货币政策反应效果不好，以及信贷配给通过商业银行信贷传导，加大了宏观经济波动幅度。

3、从中央银行、商业银行、以及整个社会信用环境出发，提出措施优化我国的货币政策信贷传导机制。

总之，论文结合当前中国宏观经济的态势，运用研究生阶段所学的宏观经济知识和货币政策传导理论，对中国货币政策的银行信贷传导进行了尝试性的研究，其目的是检验我国银行信贷传导的有效性，并为货币政策的执行提出一些完善的措施。但是鉴于本人知识有限，一定有一些不完善的地方，敬请评审专家以及答辩专家批评指正。本人将继续努力，不断完善自己的知识结构。

关键词：货币政策传导机制、银行信贷渠道、信贷配给

Abstract

The transmission mechanism of monetary policy is to analyze how the monetary policy and its instruments affect the real economy through various financial variables. Theoretically, this is not only a subject in the area of banking and finance but also a main content of monetary economics. China is now in the process of establishing the socialist market economy system, the macro environment and micro environment of the monetary policy are changing. There is great uncertainty in the financial environment and financial structure, thus more and more concern has been focus on the transmission mechanism of monetary policy. In practice, transmission mechanism of monetary policy. Nowadays, monetary policy is becoming the most important method of adjusting economics in many countries. The question whether the monetary policy will be effective depends on whether the monetary policy transmission is expedite. The traditional interest transmission is the main transmission in west developed countries, but if it is effective, there must be some assumptions, such as the market is completely competitive and the information is sufficient. To the contrary, the credit channel of transmission is founded on non-completely competitive market and non-sufficient information. China economy and finance are not developed, so in our country, the credit channel of transmission still is the main channel, and it is meaningful to studying the credit channel of transmission in China.

The logic structure of the whole paper is as follows:

In chapter 2, we look back on theories about monetary policy transmission. The monetary policy transmission can be classified into two categories, Credit Channel of Transmission and Money Channel of Transmission. In broad sense, Credit Channel of Transmission includes two channels, that is, asset-liability channel and bank credit channel; in narrow sense, Credit Channel of Transmission means the latter, bank credit channel, what we focus on.

In chapter 3, we describe feasibilities and characters of Credit Channel of

Transmission in china. Firstly, we put forward the three postulates of Credit Channel of Transmission and argument its feasibilities in china. Secondly, based on the practice of monetary policy transmission from planned economy to market economy in china, we discuss the transformation about regulation instrument of monetary policy. Thirdly, analyzed from the theories and the practice, we conclude that Credit Channel of Transmission plays a significant part in the process of monetary policy implement.

Chapter 4 is the emphases of the whole paper. In this chapter, we research the Credit Channel of Transmission in different period. Firstly, we analyze what the influences on the Credit Channel of Transmission from the aspects of central bank. Secondly, we analyze how the commercial banks and enterprises influence the Credit Channel of Transmission. Thirdly, we indicate that the influences of local government on the Credit Channel of Transmission. Fourth, we summarize briefly the reason why the Credit Channel of Transmission has been blocked.

In chapter 5, we put forward some advice. For details, we should improve the level of the monetary policy implement, seek for the approach on the reformation of commercial bank, perfect their supervision structure, deal with the bad assets on their balance sheet as soon as possible, put the reformation in the other correlative field into practice, and carry out discriminative credit policies and so on.

we use a brief model to make demonstration. And we also choose data according to their economic meaning to make model more persuasive. Thirdly, from the analysis on theory and practice, our conclusions are persuasive and our suggestions are exercisable.

Key words: monetary policy transmission mechanism Banking credit channel Credit rationing

西南财经大学

学位论文原创性及知识产权声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本学位论文成果归西南财经大学所有。

特此声明

学位申请人：

年 月 日

1. 导论

1.1 问题的提出与研究意义

货币政策传导机制是研究货币政策及其工具如何通过各种金融变量对实体经济产生作用的问题。货币政策调整之后,货币供应量的变动必然经过一定的路径来达到影响微观经济主体的融资成本和资金来源,促使其调整消费和投资行为,从而导致宏观经济总量发生变化,这个路径就是货币政策的传导路径,它直接决定货币政策的效果,不同国家的经济金融环境决定了该国货币政策传导路径的特性。

我国真正意义上的货币政策传导机制是在1998年取消对商业银行贷款限额控制,货币政策由直接调控向间接调控转变以后才开始发生作用的。我国金融市场的不完善使银行体系尤其是四大国有独资商业银行在货币政策的传导中充当着非常重要的角色,因此,在当前和今后的较长一段时期,对于我国货币政策传导机制的信贷渠道的研究都具有相当重要的现实意义。

首先,货币政策传导机制的研究对我国目前货币政策的制定和执行具有紧迫性。从1998年至今,中央银行分别采取了稳中偏松和稳中偏紧的货币政策对宏观经济进行调控,然而,两次调控中货币政策对实际经济产生的影响效果并没有实现央行的政策意图,如1998——2002年间,为了刺激内需,中央银行大幅降低利率,在此期间,我国却出现了持续的通货紧缩,国内生产总值增长率持续偏低,这一阶段货币政策作用效果并不理想;相反,针对于2003年下半年以来投资过热、消费价格指数持续上扬货币信贷增长过快和资源约束偏紧的经济现实,央行采取了提高存款准备率以及提高存贷款利率等措施调控经济的“过热”倾向,但经济中产生通货膨胀的因素仍然存在,货币政策的效果也同样受到置疑。

由于我国经济体制的实际情况, 信贷不对称、市场竞争不完全等多种摩擦的存在, 同时我国的利率体系尚未完全实现市场化, 使得利率和汇率在货币政策传导中的作用受到限制; 其次, 我国资本市场的规模相对较小, 也使得货币政策通过资本市场这一传导渠道所起的作用微乎其微。因此, 我国货币政策的传导途径仍然是通过商业银行, 依靠商业银行贷款为主的信贷传导途径。从商业银行角度来着手研究和探讨我国货币政策传导机制的问题, 不仅有助于加深人们对商业银行行为影响我国货币政策传导问题的认识, 而且有助于弄清银行业梗阻货币政策传导的体制性和制度性问题, 从而为进一步深化我国经济金融体制改革和提高我国货币政策的传导效率奠定坚实的理论基础。

其次, 目前国内学者对于我国货币传导机制的研究主要都是集中在运用定量分析方法证实信贷渠道在我国的货币传导中的重要地位, 而本文将重点从货币政策传导过程中的各个微观主体的行为分析中探讨我国银行贷款渠道传导机制, 并且辅助相关的实证分析。最后提出我国货币政策在传导中出现梗阻的根由, 以及政策建议。

1.2 理论依据和研究方法

货币政策传导理论一直是货币政策理论的核心内容, 而信贷传导渠道由于我国特殊的经济环境一直是我国货币政策传导的主要渠道。本文从我国经济发展的实际情况出发, 选取货币政策传导过程中的主要传导中介——商业银行作为研究对象, 并从此角度来着手研究和探讨我国的货币政策传导问题。

本文主要运用理论分析与实证分析相结合的研究方法, 首先对我国、国外学者的理论研究进行了简要回顾, 以 Bernanke 和 Blinder 提出的信贷传导机制理论为依托, 继而对信贷渠道理论模型的提出和发展做了简要的介绍, 之后结合我国国情, 对信贷渠道在我国货币政策中的作用进行了分析, 在理论上说明信贷渠道的作用效果。实证分析方面, 应用协整检验、Granger 因果关系检验等时间序列和经济计量分析方法, 运用 Eviews5.0 统计分析软件, 在收集 1998 年—2006 年季度数据的基础上, 对我国信贷传导机制进行了实证研究, 从而得到相关结论。随后从中央银行以及商业银行角度出发分析其对

货币政策传导机制的影响。

1.3 文章的结构

本文共分五个部分。

第一部分为导论。主要介绍了本文的选题背景及意义、研究方法，以及文章结构。

第二部分是本文研究的理论核心，系统地介绍了货币政策传导渠道的基本理论，包括信贷渠道的理论渊源，银行信贷渠道和企业资产负债表渠道。并回顾了近年来国内外关于货币政策有效性及货币政策传导渠道的理论及实证研究情况。

第三部分主要从我国信贷传导渠道从理论、经验和实证三个方面系统分析了我国货币政策信贷机制存在的可能性及其特征。

第四部分用了大量的篇幅对我国货币政策银行信贷传导机制进行了分阶段研究，其中重点分析了中央银行、商业银行以及银行信贷配给对货币政策传导效力的影响。总结了货币政策信贷传导机制出现一些不通畅的原因。

第五部分在前面分析基础上提出了优化我国货币政策信贷传导机制的各项措施。

2. 文献回顾及货币政策信贷传导机制的理论

在货币经济学中，对货币政策理论的研究主要分为两个部分：一是货币政策的实施能否作用于各经济变量，从而影响宏观经济运行，即货币政策是否是中性的。二是货币政策如何依次影响经济体系中的各种名义变量和实际变量，即货币政策是如何传导的。关于第一个问题，新凯恩斯主义与新古典宏观经济学派虽给出了不同的解释，但货币政策至少在短期内非中性的观点已经被各方所接受。而第二个问题，常被认为是理论研究的一个“黑箱”。由于观察的角度和强调的因素等方面的差异，货币政策传导机制理论存在多种流派。每个学派围绕货币、信贷、利率、汇率、资产价格、商业银行和其他金融机构的职能等要素的争论，使得西方货币政策传导机制的理论研究呈现出百家争鸣的状态。从金融机构的资产和负债角度看，一般认为货币政策的传导主要有两个基本渠道，其一是货币渠道，包括利率渠道、非货币资产价格渠道（主要包括托宾 q 效应、居民财富效应）和汇率渠道等；其二是信贷渠道，主要包括银行信贷渠道和资产负债表渠道。

2.1 货币传导渠道理论简要述评

2.1.1 利率渠道

利率传导渠道是货币政策传导机制中最基本和最重要的渠道。1936年凯恩斯在《通论》中，提出了货币政策的利率渠道传导理论，凯恩斯认为利率纯粹是一种货币现象。利率是人们放弃周转灵活性的报酬，利率的高低是货币供给（货币数量）和货币需求（流动性偏好）两大因素共同决定的，而货币供

给量(M)则是完全由中央银行决定的外生变量。凯恩斯的利率传导渠道的假设前提是：(1)利率能由货币市场的供求均衡决定，即利率市场化。(2)贷款与其他非货币金融资产具有完全替代性。这样，所有金融资产简化为两类：一是货币，它具有很强的流动性而无收益；二是债券，它的流动性较差但有利息收益。(3)只有货币系统一种金融机构，不存在其他金融机构。凯恩斯认为，货币供应量的调整必须首先影响利率的升降，然后才能使投资乃至总支出和总收入发生变化，其传导过程非常间接和迂回，而且货币供应量增加以后，利率是否随之降低，以及降低的程度如何都决定着货币政策是否有效及其作用程度的大小。

传统的凯恩斯利率渠道可以用希克斯提出的 IS-LM 模型来说明。在这一模型中，当中央银行实行紧缩的货币政策时，货币供应量(M)影响利率(i)，利率通过资本成本效应影响投资支出(I)，投资支出引起就业、产量和收入(Y)的变化。以紧缩性货币政策为例，其传导途径为：

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow \text{资本边际生产率或投资利润率} \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

另一方面，凯恩斯利率传导渠道可能受到以下几种情况制约而无效。第一，当中央银行实施扩张性货币政策时，货币供应量增加，利率下降。当利率十分低时，货币供应量的扩张被货币流通速度的减缓所抵消，投资的利率弹性非常低，货币政策进入“流动性陷阱”，货币政策传导机制中断，货币扩张不能对现实经济产生实质性的影响。第二，即使在利率达到“流动性陷阱”之前，如果社会公众的流动性偏好比货币数量增加更快，增加货币供应量也不可能降低利率，从而导致货币政策传导无效。第三，中央银行通过货币扩张实现了利率水平的下调，但资本的边际效率下降，且下降的速度比利率下降的速度还要快时，扩张性货币政策也基本是无效的。第四，消费倾向下降，且下降幅度大于投资幅度时，旨在刺激总需求的货币政策也属无效。

2.1.2 非货币资产价格渠道

1、托宾 q 效应

托宾 q 理论由经济学家詹姆斯·托宾提出。托宾 q 效应是体现货币主义者所强调的股票价格是影响经济途径的传导机制之一，它丰富了凯恩斯的利

率传导途径。在这里，货币政策通过利率影响股票价格 P_e ，然后再通过股票价格来影响 q ，最终决定企业的投资决策和总产出。

托宾定义的 q 是指企业的市场价值(一般就是指它的股票市值)除以其资本的重置成本所得到的值。如果 q 大于 1，相对于企业的市场价值来说，新的厂房设备就比较便宜，企业更有可能购买厂房设备进行投资生产。以扩张性货币政策为例，托宾 q 效应的传导原理是，当货币供应量(M)上升时，扩张的货币政策引起的利率(i)下降使得债券和银行存款不如股票有吸引力，从而导致公众对股票的需求上升，这就使得股票价格(P_e)上升。更高的股价导致更高的 q ，这样就会导致更高的投资支出(I)以及更高的经济产出(Y)。其传导途径为：

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

2、居民的财富效应

财富效应的理论基础是弗兰克—莫迪里安尼生命周期收入理论。在该理论中，莫迪里安尼区分了消费和消费支出，指出消费支出包括耐用消费品和住宅的支出。莫迪里安尼认为，影响消费者消费支出的因素是其毕生财富，包括人力资本、实物资本和金融财富，而股票是金融财富的重要组成部分。以紧缩性货币政策为例，货币供应量(M)下降，引起利率(i)上升，此时股票不如其他非货币资产具有吸引力，公众对股票的需求减少，股票价格(P_e)下跌，此时消费者所持有的金融财富的价值也随之下降，从而使消费者的消费支出(C)减少，导致总产出(Y)的下降。其传导途径为：

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow P_e \downarrow \rightarrow \text{财富} \downarrow \rightarrow C \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

然而，非货币资产传导渠道发挥作用，需要满足三个前提条件：(1)健全的股票市场，(2)股权融资企业占有一定的比重，(3)消费者持有的金融资产中含有股票，而不仅仅是存款或债券。托宾 q 效应和居民财富效应机制以非金融中介机构和股票、债券等金融资产的存在为前提。只有股票和债券市场较为完善，货币当局才能通过利率影响企业的价值和个人财富及资产变现能力，并进一步影响投资和消费。

2.1.3 汇率渠道

随着各国经济的不断国际化以及浮动汇率制度的出现,经济学家越来越注意到货币政策通过汇率对净出口所产生的影响和汇率及国际资本流动对国内货币流通的影响。由此,凯恩斯主义的后继者提出了汇率传导途径。可以说汇率传导途径是对利率渠道的补充或者是延伸。汇率途径的作用机理是,如果货币供应量(M)增加,本国的短期名义利率(i)将下降,在存在价格粘性的情况下,这意味着短期真实利率(i)将下降,这时本币存款不如外币存款有吸引力,从而对本国货币的需求也将下降,本国货币(E)就会贬值。本国货币贬值使得本国产品比外国产品便宜,因而使净出口(NX)上升,最终导致总产出(Y)的上升。汇率渠道的传导机制可以表述为:

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

从以上对利率渠道、非货币资产价格渠道和汇率渠道的分析可以看出,它们的作用机理存在着相似之处,即都是考察货币供给变化如何引起利率变化,再通过资金需求者的投资和消费行为来影响实体经济,因此被统称为货币渠道。

通过上述理论的简单梳理可以看出,传统的货币政策利率传导机制分析没有对银行系统赋予任何特殊的角色,货币政策的有效性主要依赖于通过货币供给变化产生的经济流动性的变化,银行是被动的经济主体。而信贷渠道恰恰强调的是银行在货币政策传导中的积极作用。

2.2 对信贷传导渠道的理论分析

2.2.1 信贷渠道的理论早期发展

信贷渠道理论是20世纪50年代开始出现的。这一理论在认可货币渠道作为货币政策传导机制的前提下,强调由于金融市场不完善,信用因素在货币政策传导过程中的作用同样不容忽视。罗伯特·罗沙(Rosa)的信用供给可能性理论(Credit Availability Doctrine)是信贷渠道理论的最早形态。1951年美国纽约联邦储备银行的罗伯特·罗沙(Rosa)博士发表《利率与中央

银行》一文，提出信用供给可能性理论，后由卡莱肯(Kareken)与林德伯(Lindbeck)等人加以发展，成为一种有重要影响的理论。罗莎博士认为，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，贷款者的贷款行为对利率也是十分敏感的，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。

其后，《拉德克利夫报告》(Radcliff Report)进一步肯定了 Rose 提出的利率变动对贷款者所产生的流动性效应。该报告认为，利率变动的效应有对借款者的刺激效应以及对贷款者的流动性效应，前一效应尚无确实的证据，而后一效应则是确实的，货币政策通过利率变动会对各种金融机构的可供信用带来显著的影响。与 Rose 的可供信用理论不同的是，拉德克利夫报告中强调利率结构而不是利率水平在货币政策传导机制中的作用，从而更客观地反映了战后金融机构多元化和金融资产多样化对货币政策传导的影响。根据《拉德克利夫报告》，中央银行可在不引起利率大幅变化的情况下，通过买卖政府债券、变动利率结构的办法来影响可供信用进而影响支出。

20 世纪 60 年代，帕廷金、格利和肖等著名经济学家开始重视金融中介和信贷市场在经济中的作用。格利和肖(Curley and Shaw)提出，金融机构和信贷市场在货币政策传导过程中起着非常重要的作用，在信贷供给过程中，金融机构可以提高储蓄转化为投资的效率，进而影响整个经济活动¹。随着金融机构的复杂化，仅仅货币存量不能准确地衡量中介机构的信贷流量，货币政策传导的主渠道必须考虑整个经济中的“金融能力”(financial capacity)。

2.2.2 引入信息不对称理论后的发展

直至 20 世纪 70 年代中期以前，有关货币政策信用传导渠道的理论在理

¹ 约翰·G·格利,爱德华·S·肖,金融理论中的货币[M]上海人民出版社,1994

论界与实务界均未得到广泛的认可与支持。其原因在于以上论述所依赖的信贷配给(Credit Rationing)假说的合理性一直缺乏令人信服的论证。由于信贷配额行为与利润最大化动机在形式上存在冲突,许多经济学家以此否定货币政策信用传导渠道的存在。然而,20世纪70年代末80年代初,随着信息经济学的发展,经济学家将信息不对称理论用于分析信贷市场的信贷配给现象,说明市场经济中长期存在的信贷配给是理性的银行进行最优选择的结果。Stiglitz 和 Weiss(1981)的“均衡信贷配给模型”说明,在信贷配给的均衡中,只要银行预期的项目总体风险和收益不变,最优的贷款利率就不变,或至少比货币市场的利率变化慢,这就使贷款利率表现出“粘性”。由于这一模型是以银行与客户之间的外生性合约为前提,因而其后的许多经济学家利用财务契约理论对其进行修正,推导出了内生性信贷配给的结论。如 Williamson (1987)就利用一个简单的实际经济周期模型,分析了金融中介的内生性信贷配给行为;Stefania Cosci (1993)也利用财务契约理论建立了一个具有不对称信息的信贷市场模型来分析信贷配给现象,其中的贷款者与借款者之间的财务契约是内生的。正是这些理论的提出,确立了信用渠道作为货币政策传导机制的基础,使信用传导渠道再次为经济学家所瞩目,并逐渐形成了银行信贷渠道和资产负债表渠道两种具体的信用传导理论。

2.2.3 信贷渠道传导机制的理论前提

信贷渠道理论的出发点基于一个前提假设:只要外部贷款没有完全由抵押担保,企业的投资项目的外部融资成本(如:贷款,发行股票、债券)就会远高于内部融资(如:未分配利润),即存在一个差额,这个差额就被称为外部融资溢价(External finance premium)。它反映了贷款者与借款者之间由于信息不对称和“委托——代理”问题而产生的相关融资成本。Gertler 和 Gilchrist(1993)²认为,外部融资溢价是对贷款者缓解逆向选择和道德风险这类激励问题的成本补偿,它体现了贷款者对融资项目的评估与监督成本以及贷款合同增加额外约束性条款扭曲借款者行为带来的成本,反映了借款者的

² 对 Gertler 和 Gilchrist(1993)关于外部融资溢价这个问题的探讨转引自夏德仁、张洪武、程智军,货币政策传导的“信贷渠道”述评,金融研究,2003 (5)

边际成本,从而影响实体经济决策行为。外部融资溢价既然是由信息不完备造成的,那么贷款者与借款者的信息越不对称,外部融资溢价就会越高。而企业的资本净值(流动资产与作为抵押的非流动资产的价值之和)则一方面反映了贷款实际拥有的抵押品,另一方面反映了借款者对融资项目投入的股本;企业的资本净值越大,贷款的抵押品的价值就越大,从而降低逆向选择;企业的资本净值越大,借款者对融资项目投入的股本越多,从而减轻道德风险问题。因此,企业的资本净值与外部融资溢价呈反向关系。企业的资本净值减少就会增加逆向选择和道德风险,导致外部融资溢价升高,从而使信贷市场的信贷需求方——企业的资金成本增大,投资减少。“这个效应在经济衰退期比经济正常和繁荣期表现得更加显著(Bernanke 和 Getler 1989)。”³

除外部融资溢价对信贷渠道传导的影响外,与企业的资本净值紧密相连的“金融中介追求质量原则(flight-into-quality)(Bernanke 和 Getler 1989, Calomiris 和 Hubbard 1990, Lang 和 Nakamura 1995)”⁴反映信贷渠道的另一个潜在效应。当企业的资本净值降低,破产概率增加时,贷款者如果有其他安全的投资项目,他们将减少对企业的信贷。而且,当经济处于衰退期时,贷款者会根据企业资本结构的变化,调整信贷结构,贷款将从资本净值低的企业流向资本净值高的企业。为了扭转不良经营局面的企业在最依赖外部融资时,却丧失了贷款的机会。金融中介追求质量原则影响的是信贷市场的信贷供给方——银行的预期收益,从而影响银行的信贷供给,改变信贷市场的供求关系,影响企业可得的信贷量,从而导致对经济活动的冲击。

由此可见,外部融资溢价与金融中介追求质量原则是信贷渠道传导的潜在前提假设。货币政策能否有效,就看央行能否通过运用货币政策工具改变影响外部融资溢价与信贷质量的条件,从而影响银行信贷供给的意愿与能力和企业信贷需求意愿和能力,引起对支出和经济活动的冲击。分析清楚了信贷渠道传导的潜在前提假设,下面将从银行贷款渠道和资产负债表渠道考察货币政策的传导效应及制约因素。

³ K.F.齐默尔曼,经济学前沿问题[M],中国发展出版社,2004,p6

⁴ K.F.齐默尔曼,经济学前沿问题[M],中国发展出版社,2004,p6

2.2.4 狭义的信贷渠道——银行贷款渠道

伯南克与布兰德(Bernanke & Blinder, 1988)⁵认为,在信息不对称环境下,银行贷款与其他金融资产不完全可替代,特定借款人的融资需求只能通过银行贷款满足,因此,除了一般的利率传导渠道之外,还存在银行信贷变化影响投资和消费增加,从而推动经济增长的途径。

传统的 IS-LM 假定银行贷款与债券之间具有完全的替代关系,把金融资产分为“货币”与“债券”两种。1988 年, Bernanke 和 Blinder 提出一个 IS-LM 模型的修正模型 CC-LM 模型,并用这个模型对货币政策如何由银行信贷渠道传导进行了正式探讨。在 CC-LM 模型中,两人去掉了金融资产分为“货币”与“债券”两种这一假设,他们把金融资产分为“货币”、“债券”和“贷款”三种,构成了三资产模型。该模型在金融资产的需求和供给方面含有债券和贷款之间的选择形式。其中,他们用一条同样向右下方倾斜的 CC 曲线(commodities and credit curve)来代替了传统的 IS-LM 模型中的 IS 曲线。与标准的 IS 曲线不同的是:CC 曲线可以通过对贷款需求函数和贷款供给函数产生影响的贷款市场的冲击而移动。

2.2.4.1 CC-LM 模型

在 CC-LM 模型下分析银行信贷渠道的传导效应,我们首先来看 CC-LM 分析框架。在这个框架中涉及到产品市场、货币市场和信贷市场,我们关心的是信贷市场。假设贷款者和借款者依据两种信贷工具的利率来在债券和贷款之间进行选择;根据资产需求理论,我们考虑资产的需求假定只受财富以及一种资产相对于替代资产的预期回报率这两个因素影响。如果 ρ 是贷款利率, i 是债券利率, y 代表总产出, + 表示正相关, - 表示负相关,那么贷款需求就描述为:

$$L^d = L\left(\rho, i, y\right) \quad (2.1)$$

影响贷款供给因素,就将银行的资产负债表简化为:资产方:总储备 R , 债券 B^b , 贷款 L^s ; 负债方:存款 D 。其中,总储备 R 包括了法定储备 tD 以及

⁵ Ben S. Bernanke & Alan S. Blinder. Credit, Money, And Aggregate Demand. Working paper, 1988, No. 2534, NBER

超额储备 E (t 为法定准备金率)。因此, 贷款供给表示为:

$$L^s = \lambda \left(\rho, i \right) D(1-t) \quad (2.2)$$

其中银行资产负债表的平衡等式为:

$$B^d + L^s + E = D(1-t) \quad (2.3)$$

贷款市场出清的情况, 其中左边为贷款需求, 右边为贷款供给:

$$L^d(\rho, i, y) = \lambda(\rho, i) D(1-t) \quad (2.4)$$

货币市场由 LM 曲线描述, 假设银行持有的超额储备:

$$E = \varepsilon(i) D(1-t) \quad (2.5)$$

用 m 表示存款乘数, 即是:

$$m(i) = [\varepsilon(i)(1-t) + t]^{-1} \quad (2.6)$$

如果货币供给忽略流通中的通货, 货币供应量与银行存款量相等, 货币乘数就可以用存款乘数 $m(i)$ 替代, 那么货币供应量就等于 $m(i)$ 与银行储备量 R 之积。而存款的需求通常为 $D(i, y)$, 因此, 就得到标准的 LM 曲线:

$$D \left(i, y \right) = m(i) R \quad (2.7)$$

根据 (2.4) 和 (2.7) 式就可以推导出用 i, R 和 y 表示的函数——贷款利率 ρ :

$$\rho = \phi \left(i, y, R \right) \quad (2.8)$$

在这个框架中, 仍然保留了产品市场, 那么标准的 IS 曲线的形式:

$$y = Y \left(i, \rho \right) \quad (2.9)$$

把 (2.8) 式带入到 (2.9) 式中, 得到 CC 曲线的描述形式:

$$y = Y [i, \phi(i, y, R)] \quad (2.10)$$

因此, (2.10) 式为商品市场和贷款市场均衡式。

通过以上推导, (2.7) 式和 (2.10) 式分别代表货币市场均衡式和商品市场和贷款市场均衡式。(2.10) 式对应的曲线为 CC 曲线, (2.7) 式对应的曲线为 LM 曲线。CC 曲线是一条左上倾斜的曲线, LM 曲线是一条右上倾斜的曲线(见

图 2.1)。

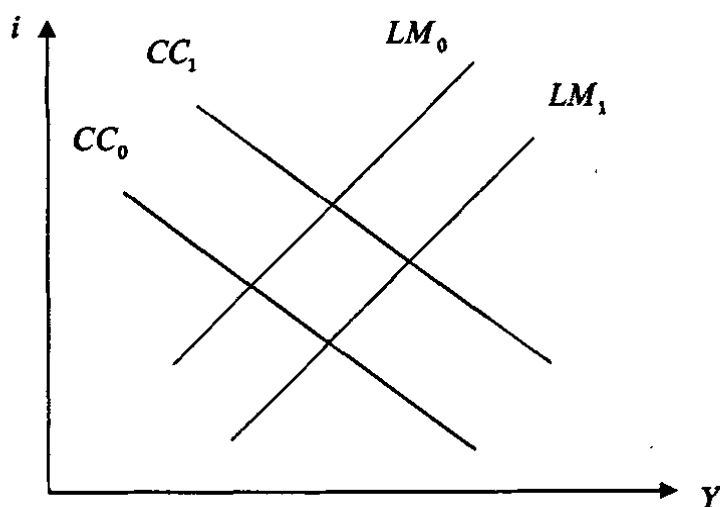


图 2.1 CC-LM 模型

如果贷款和债券对借款人和贷款人都是完全可替代的，或者商品需求对贷款利率是不敏感的(这些都使得贷款市场与 IS—LM 无关)，那么 CC 曲线将会降低至 IS 曲线的位置。

在贷款和债券不完全可替代的情况下，货币政策对银行储备的影响在 CC—LM 模型中，会导致 CC 曲线和 LM 曲线同时移动；由于 CC 和 LM 曲线都向外移动。另外，即使存在着“流动性陷阱”，货币政策在 CC—LM 模型中是有效的，因为银行储备的变动可以导致 CC 曲线的移动，从而影响产出。

在对 Bernanke(1988)提出的 CC—LM 模型进行深入的分析以后，我们可以从这个经典的模型中推导出银行贷款渠道的一般传导方式。

银行信贷机制的传导过程是：由于银行依赖于可储备的活期存款作为其资金的重要来源，货币政策变动可以通过影响银行准备金而影响银行贷款能力。银行贷款能力的变动，将导致银行信贷配给相应变动。在一部分借款者主要或完全依赖于银行间接融资的条件下，信贷供给能力的变动将影响总支出。

以扩张性货币政策为例：

存款准备率调低、货币供给增加(M)→银行准备金增加(R)、存款(D)增加→银行可贷资金增加(L)→信贷配给程度下降(CR)→企业的投资增加(I)、居民消费增加(C)→社会需求和产出的增加(Y)。

2.2.4.2 影响银行贷款渠道传导机制发挥作用的制约因素

货币政策通过银行贷款渠道能否发挥预期作用受到诸多客观因素的制约。归结起来主要看银行通过调整资产负债结构抵消储备变动的能力以及企业通过调整融资结构抵消信贷变动的能力,这两方面涉及到银行的信贷供给意愿与能力、企业的信贷需求意愿与能力和一个重要前提——贷款与其他金融资产的替代性;此外,各种金融监管措施,比如监管当局对银行资本充足率的法定要求,也会影响银行对资产负债结构作出调整,从而影响信贷供给。

1、贷款与其他金融资产的替代性

贷款与其他金融资产的替代性反映的是银行在金融中介中所处的地位以及它的作用发挥的力度。⁶在 CC-LM 模型分析框架中,我们得知,如果贷款与债券完全替代,即贷款者的贷款供给的债券利率弹性将趋于负无穷,而借款者的贷款需求的债券利率弹性将趋于正无穷;那么对于银行而言,贷款与债券的收益、风险以及流动性相同,而对于企业而言,银行相对于其他非银行金融机构的资金融通功能并无区别。在紧缩的货币政策下,银行在央行的储备减少就可以通过出售债券来弥补不足的法定储备,这一来银行既不承担流动性风险又不受到额外的惩罚,那么央行无法影响银行的贷款供给,货币政策的金融传导断裂;同时,企业也不再依赖银行借款,它可以通过发行债券来弥补因贷款供给减少而导致的生产资金不足的问题,那么,银行的贷款供应量无法影响企业的融资额,企业的投资能力不会改变,货币政策的真实经济传导断裂;总之,货币政策通过银行贷款渠道传导完全无效。姜波克(1999)也认为,如果央行通过在公开市场卖出有价证券,则银行可以通过减少贷款以买入债券,同时企业认为银行贷款和发行证券是无法完全替代的,则贷款的减少将引起真实经济的紧缩。根据上述分析,我们可以得出这个结论:只有当银行的贷款和其他资产不完全替代以及企业负债方的银行借款和其他融资方式不完全替代这两个条件同时满足时,货币政策通过银行贷款渠道传导才有效。

2、银行的信贷供给意愿与能力

银行作为自由市场的主体,根据客观环境的改变,调整资产组合,在兼

⁶方显仓,我国货币政策信用渠道传导理论[M],上海财经大学出版社,2004, p48-79。

顾流动性和风险性的情况下以追求利润最大化为目标。央行通过银行贷款渠道供应的贷款数量就取决于银行的行为和通过金融市场的融资能力。央行实施紧缩的货币政策，银行在央行的法定储备额减少，银行为了达到法定储备的要求，可以通过以下途径进行补足：一削减银行贷款；二出售有价证券；三减少超额储备；四通过向央行再贷款、同业拆入等增加负债；五发行股票增加资本。在这几条途径中，只有当银行有意愿并必须削减银行贷款时，货币政策才能通过银行贷款渠道对社会总需求产生影响。银行是否会削减贷款就要考虑相关资产、负债的流动性、风险性和收益性。从资产方看，银行持有足够的有价证券和超额储备是为了保持银行的流动性，以备不时之需；况且紧缩的货币政策可能使银行再贷款和同业拆入头寸的成本增加并使其受到非价格因素的额外惩罚，那持有一定量的有价证券和超额储备的相对收益增加；同时这也是优化资产的方法，分散贷款过度集中的风险；则银行通过出售有价证券和减少超额储备来保全贷款的能力是有限的。

从负债方看，在紧缩的货币政策下，银行存款下降，银行再贷款和同业拆入头寸的成本相对较高，可能还会影响银行声誉；银行自身的股票价格会由于货币供应量的减少，社会公众对股票需求下降，而降低，则银行难以通过资本扩张来增加信贷供给；其他增加负债的途径可以通过吸纳CD融通资金，但一般认为，CD的风险比国债的大，融资成本相对较高，造成与贷款利率的利差缩小，如果利差越小，就会限制银行吸纳CD数量。⁷因此，存款与其他负债不完全替代的条件下，货币政策通过银行的法定储备变动影响银行的信贷供给。

此外，在前文中我们得知货币政策首先启动的是金融领域，通过中央银行与金融中介的相互作用进行上游传导，商业银行作为金融中介的主导，那么货币政策首先通过金融领域进行的传导是否畅通，在很大程度上就会取决于商业银行的信贷供给意愿与能力。

3、企业的信贷需求的意愿与能力

即使央行的货币政策影响银行的信贷供给，但真实经济的传导能否畅通，还取决于信贷需求方企业的行为。影响企业信贷需求的因素又要取决于企业的融资能力。在紧缩的货币政策下，企业是否缩减投资，主要考虑除银行贷

⁷姜波克，开发经济下的货币市场调控[M]，复旦大学出版社，199，p178-179

款外的其他融资渠道的成本与收益。一方面,通过出售金融资产,确保实物投资所需资本;另一方面,通过发行商业票据、债券及股票,融通资金。然而,企业持有一定量的金融资产也为了流动性所需,以备短期资金周转不灵影响生产,企业出售金融资产来融通资金的能力是有限的。通过发行票据等直接融资方式凭借企业的商业信用,由于大企业相对小企业成熟,市场声誉较好,那么,大企业相对于小企业直接融资的能力较强;因此,小企业相对大企业而言,对借款的依赖程度高,借款与其他融资方式不完全替代性较强,银行的贷款对小企业的投资约束相对较大。又由于大企业与银行的关系相对稳定,外加大企业具有较高的透明度,在某种程度上减少信息不对称的风险与银行收集客户信息的成本,大企业在银行调整信贷结构的过程中,丧失贷款的机会更小,货币政策能在不同的企业之间起到重要的分配效应。总之,小企业受到银行信贷供给减少的冲击更大,则选择削减投资来影响需求。

4、银行资本充足率的法定要求

银行资本充足率的法定要求是金融监管当局防范银行业风险的举措,因为银行资本可以作为由于其资产减少导致资不抵债的缓冲器,充足的银行资本有利于降低银行倒闭的可能性。然而,银行资本充足率受分子(核心资本与附属资本之和)、分母(风险资产总额)两方面的因素影响,要提高银行资本充足率,就可以通过增加核心资本与附属资本以及降低风险资产总额两条途径加以实现。一般而言,增加核心资本与附属资本会影响银行股东的收益,则他们可以调整资产结构选择增持风险性较低的资产,从而降低资产的风险系数,达到提高资本充足率的目的。在扩张的货币政策下,虽然银行的储备增加,然而在法定资本充足率的约束下,会选择相对贷款风险较低的资产进行投资,使央行对银行的信贷供给的影响减弱。在企业高度依赖银行借款的情况下,得不到应有的信贷支持,从而无法影响总需求和产出,导致货币政策通过银行贷款渠道的传导效应被极大削弱。

通过上述对制约银行贷款渠道有效传导的因素分析,可以看出,尽管银行在金融中介中占据不可替代的地位,但是央行影响银行贷款供给的能力还受其他多方面因素的制约。即使存在银行贷款渠道,也很难明确它发挥的作用到底多大。在不同的经济和金融背景下,这些制约因素表现出来的强弱程度也各自不同,因此,银行贷款渠道发挥作用的大小也各异。然而,借贷双

方的供需意愿与能力对货币政策银行贷款渠道的有效传导还是起着重要的作用。

2.2.5 企业资产负债表渠道

针对于银行贷款渠道有效性减弱,以及传统的货币传导机制的利率渠道无法解释货币政策对宏观经济的数量效应、时差效应和构成效应的实证证据等问题, Bernanke&Gertler(1989, 1994)⁸提出了货币传导机制的资产负债表渠道(Balance sheet channel)或净价值渠道(Net worth channel)。认为只有银行信贷和企业资产负债表两个渠道共同作用,才能帮助解释货币政策的宏观经济效应。资产负债表渠道同样以信贷市场信息的不对称为前提,与狭义信贷渠道强调货币政策通过影响银行信贷供给能力传导不同的是,货币传导机制的资产负债表渠道侧重于强调借款者的财务状况对其外部融资升水及投资需求的影响。

Bernank 和 Gertler(1989)¹⁰认为,在信息不对称的条件下,市场均衡的投资水平依赖于借款者的资产负债表状况,即借款者净值对负债的比率。净值越高,即资产负债状况良好,不但意味着有更多的资源可用于直接的项目投资,而且可作为抵押物获得更多的外部贷款,这减低了借款者为获得外部融资的成本,均衡的投资水平随之提高。因此,货币政策可以通过资产负债表渠道传导。

Bernanke (1995)¹¹从两个方面分析了货币政策对企业的净值,进而对企业资产负债状况的影响:1、从净现金流量来看,紧缩的货币政策使利率上升,直接增加了借款者的利息支出,减少了企业的净现金流;另一方面,紧缩的货币政策还减少了消费者的支出,企业销售收入下降,而企业部分固定支出在短期内无法迅速调整,企业资金来源减少而支出不变,间接减少了企业的

⁸ Ben Bernanke, and Mark Gertler. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. The American Economic Review, 1989, 79(1): 14-31

⁹ Ben Bernanke, Mark Gertler&Simon Gilchrist. The Financial Accelerator And The Flight To Quality. Working paper, 1994, No.4789, NBER

¹⁰ Ben Bernanke and Mark Gertler "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations". The American Economic Review. 198979(1):14-31

¹¹ Bernanke, B.S. and Gertler, M. "Inside the Bogy: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". The Journal of Economic Perspective.1995.9(4): 27-28

净现金流。2、从资本价值来看，利率的上升意味着股价的下跌，从而现有资本品的价值随之减少，资产状况相应恶化。

2.2.5.1 企业资产负债表渠道的传导途径

企业的资产负债表渠道包括现金流效应和净值效应。

净值效应可以表示为：扩张的货币政策使利率(i)降低，也就引起资产价格的上升增加借款者抵押品(FS)的价值，改善资产负债表状况，而这将使逆向选择和道德风险下降($as \downarrow$ 、 $mh \downarrow$)，导致外源融资溢价下降($EFP \downarrow$)，刺激投资和产出增加。即： $M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow FS \uparrow \rightarrow as \downarrow$ 、 $mh \downarrow \rightarrow EFP \downarrow \rightarrow I \uparrow (C \uparrow) \rightarrow Y \uparrow$ 。

现金流效应可以表示为：货币供给的增加使名义利率(i)下降，由于大部分的企业都依赖短期融资，在借款者存在短期或浮动利率债务的情况下，利率的下降将减少借款者的利息支出，增加净现金流入($CF \uparrow$)，改善借款人的资产负债表状况，与净值效应相同，最后引起投资和产出的增加。即： $M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow CF \uparrow \rightarrow as \downarrow$ 、 $mh \downarrow \rightarrow EFP \downarrow$ 、 $L \uparrow \rightarrow I \uparrow (C \uparrow) \rightarrow Y \uparrow$ 。

2.2.5.2 货币政策通过资产负债表渠道传导的制约

货币政策通过企业的资产负债表渠道的传导要发挥作用，仍以银行借款与其他融资方式的不完全替代为前提，我们在分析银行贷款渠道时，已对这个问题做了讨论，就不再赘述。下面将从其他方面来分析货币政策通过企业的资产负债表渠道进行有效传导的制约。在企业的资产负债表渠道中，货币政策对大企业和小企业的财务状况的影响是不同的。在紧缩的货币政策下，虽然两者的利息负担都加重，但是大企业相对于小企业而言比较容易通过其他外部融资渠道解决净资金流量下降的问题，至少在短期内能维持生产和就业水平。另外，大小企业的股票价格下降幅度不同，影响企业资本净值的程度也就不同，从而使得大企业与小企业提供抵押的能力存在差异，银行根据“金融中介追求质量原则”会调节贷款结构，贷款从较低资本净值及抵押能力的小企业流向较高资本净值及抵押能力的大企业，因此，紧缩的货币政策对小企业的影响较大。在扩张的货币政策下，与银行一直保持良好关系的大企业，拥有良好的信贷记录，因此，大企业不会从事高风险项目的投资，破坏银企关系，使银行收回贷款的可能性降低；而小企业的资本净值相对较低，从事高风险投资的概率更大，即使项目不成功，相对大企业的损失也较小。

一般认为，大企业相对于小企业的外部金融约束较小，因此，大企业获得贷款相对容易，扩张的货币政策通过大企业的资产负债表传导的效果较为明显。然而，如果小企业能够提高投资项目的成功概率，降低贷款损失风险，则能改变其传导效果。从而也可以看出，货币政策通过资产负债表渠道也具有结构调整和企业筛选的功能。那么，央行在实施货币政策的时候，也应该考虑到对小企业过大冲击，破坏整个经济的正常运行。

在企业的资产负债表渠道的传导过程中，股票的价格上涨，会引起金融资产作为抵押品价值的提高，从而使信贷扩张；信贷扩张又带来企业投资增长，利润提高，资本净值增加，从而引起新一轮的股票价格上涨。股票价格与信贷投入迅速形成互动，容易形成经济泡沫，威胁经济的健康运行。在实行货币政策时，央行应引导银行对金融资产作为抵押品的贷款采取相应的控制措施。

从资产负债表渠道考虑，由于贷款与债券不可完全替代这一前提在现实经济和金融发展情况下基本可以得到满足，因此这一类型的信贷传导机制确实有存在的可能性。在同样受到货币政策分配效应以及金融资产价格上涨与信贷扩张形成的相互增强机制的约束下，货币政策的制定需要采取谨慎态度，以免影响经济的健康运行。

通过本章的分析，我们得知货币政策信贷渠道存在与否及其有效传导不但要受贷款与其他金融资产的替代性以及借贷双方的信贷供需意愿与能力等因素的制约；而且首先取决于金融领域的传导中银行的信贷供给意愿与能力，它反映银行的信贷行为是否与央行货币政策意图保持一致，从而影响金融传导的畅通与否，也关系到银行是否能把真实的货币政策信号传递到真实经济领域，对真实经济领域产生应有的冲击，从而使其传导效果不偏离货币政策的最终目标。

2.3 国内外相关实证研究综述

2.3.1 国外学者对信贷渠道的研究综述

国外学者对于信贷渠道的争论一直存在，90年代中期以后，对于信贷渠

道存在性争论的焦点已细化为两个方面：一是决定信贷传导途径效应的基础；二是信贷传导途径发生作用的环境。同时，“金融加速机制¹²”对经济波动的放大效用也受到学术界的关注。

1、关于信贷渠道信贷传导途径效应争论

Kashyap, Stein&Wilcox(1993)通过数量模型证明了银行贷款渠道的存在，他们认为银行贷款渠道机制的发生必须依赖两个前提：对企业来说，银行贷款和债券具有不完全替代性；对银行来说，货币政策能够直接影响贷款供给水平。奥利尼和路德布斯克(Oliner&Rudebusch, 1996)证实了在紧缩性货币政策实施后，企业(借款人)投资行为与其内部资金的联系变得更加紧密，投资将趋减。而 Morris&Sellon(1995)以及 Ariccia&Garibaldi(1998)通过实证分析，对中央银行能否影响银行贷款行为方面提出了否定意见，他们虽然未完全否认信贷途径的存在，但认为其数量效应微不足道。Kashyap, Stein&Wilcox(1993)以及伯南克和布兰德尔(Bernanke&Blinder, 1992)通过分析银行资金的其他替代形式在货币紧缩时期的变动情况，得出的结论是：在银行资金减少的同时，企业借入的其他形式的资金却不降反升，说明是银行资金供给的减少导致了银行贷款的减少，而不是由于产出下降引起的贷款需求减少导致了银行贷款的减少。

2、关于信贷传导途径发生作用的环境的争论

C. D. Romer&D. H. Romer(1990)通过对美国 1933——1986 年实行对存款上限做出规定的 Q 条例期间的分析，证实了银行贷款渠道在实施管制的金融市场中作用更明显。奥利尼和路德布斯克(Oliner&Rudebusch, 1996)运用回归分析方法对照比较了信贷途径在紧缩政策与扩张时期的表现，实证结果表明：信贷途径主要作用是放大紧缩性货币政策效应，同时在扩张性货币政策时期也有一定影响，但是在前紧后松或者前松后紧两种情况下几乎不起作用。

3、关于“金融加速机制”对经济波动的放大效用的争论

威廉姆森(Williamson, 1987)，伯南克和格特尔(Bernanke&Gertler, 1989)分别从信贷配给和代理成本角度做出了最早的尝试，证明金融因素的确能放大经济冲击波动。Fuerst(1995)有关内部融资的重要性的文章实际上讨论了

¹²货币政策力度通过信贷传导渠道得到增强或削弱的现象被称为金融加速效应(financial accelerator)。

代理成本对经济周期的动态效应，但他得出的结论却是金融因素在经济波动被放大的过程中的作用有限。

4、格特尔(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。

Carlstrom&Fuerst(1997)在伯南克和格特尔(Bernanke&Gertler, 1989)工作的基础上采用真实经济周期(RBC)的框架来发展新的模型，并模拟金融因素介入情况下生产力冲击的数量效果，结果表明在内含(以净值、代理成本和外部融资升水为基础的)金融加速器的真实经济周期(RBC)模型中，产出对生产力冲击的驼峰状反映比起原来 RBC 模型所揭示的幅度更大、时间更持久，也更贴近现实。伯南克、格特尔和格尔克里斯(Bernanke, Gertler&Gilchrist)(1999)采用动态新凯恩斯分析框架，通过引入零售商环节而把名义价格粘性带入模型中，其结论同样证明了金融加速器的存在和效果。

2.3.2 中国信贷渠道传导的实证研究

我国学者把货币政策传导理论结合中国实际，也进行了大量的研究，信贷渠道在我国存在且目前仍占主导地位的客观事实已经得到理论上和实证上的证实，而学术界在对导致货币政策传导机制梗塞的根由上仍存在不同的观点。

1、关于信贷渠道存在性的研究。王振山，王志强(2000)运用协整和格兰杰因果检验模型，分别对 1981——1998 年间的年度数据和 1993——1998 年间的季度数据进行实证分析，表明信用渠道是我国货币政策的主要传导途径，而货币渠道的作用则不明显。刘斌(2001)运用向量自回归方法，研究货币政策对银行资产负债和经济的动态影响，选取 1987 年 1 月——1998 年 6 月的月度数据，得出的结论是：货币政策通过利率影响产出的效果不大，主要是通过银行贷款影响经济活动。李斌(2001)运用交互影响的多元反馈时间序列模型，对 1991——2000 年间的季度数据进行实证检验，结果证实信贷总量和货币供应量与货币政策最终目标都有很高的相关系数，但信贷总量的相关性更大一些。周英章，蒋振声(2002)运用协整与基于向量自回归模型的格兰杰因果检验和预测方差分解等时间序列分析方法，对中国 1993——2001 年间的货

币政策传导机制进行实证分析,就结果表明中国的货币政策是通过信用渠道和货币渠道的共同传导发挥作用的,相比之下信用渠道占主导地位。蒋瑛琨,刘艳武,赵振全(2005)对中国1992年1季度至2004年2季度期间的货币传导机制进行实证分析,结果表明,90年代以后,从对物价和产出最终目标的影响显著性来看,贷款的影响最为显著,其次才是M2, M1。樊明太(2005)通过向量误差校正模型,选取了1992年第1季度到2002年第4季度的数据,分别实证分析了银行贷款渠道和资产负债表渠道的存在以及相对重要性,得出的结论是:在此期间信贷渠道的确存在,且狭义的信贷渠道比广义的信贷渠道效应要强,即影响我国货币政策传导的更重要的是信贷供给而不是信贷需求。

2、关于我国货币政策传导机制梗塞的研究。中国人民银行武汉分行“货币政策传导机制”课题组(2002)在对我国赣鄂湘三省金融机构进行全面调查的基础上指出,在经济欠发达地区货币政策传导机制梗阻的原因在于内生制度约束和宏观政策限制。潘敏,夏频(2002)通过建立一个国有商业银行信贷资金供求行为模型,分析了中央银行降低贷款利率后,国有商业银行贷款意愿降低,存款需求增加,存款差额扩大,从而导致货币政策传导机制不畅的内在形成机制。樊明太(2004)在简要考察中国金融结构转型中货币政策机制,包括货币政策的工具、效率前沿和规则及相应的货币传导机制变迁的基础上,实证检验了金融机构变迁对货币政策的适用工具和反映函数的影响,以及对货币传导的利率机制,即由政策利率到市场利率、并进而到通胀率——产出波动前沿的影响。基本结论是,金融结构变迁深刻地影响着货币传导机制的性质和作用程度。穆争社(2005)过信贷配给对宏观经济波动影响的研究,说明了我国商业银行的信贷配给呈现关系型信贷配给的特征,具有两方面的作用:一是自发抑制宏观经济波动,二是拉长货币政策发挥作用的时滞。

2.4 小结

信贷传导机制理论从早期的信用供给可能性学说到当代的银行信贷渠道和资产负债表渠道理论,都贯穿了一个不变的理论核心,即都是从银行贷款供给的角度来解释信贷对货币政策的传递作用或对经济的实质影响。信贷传

导机制的存在及其效力在很大程度上取决于一国金融制度的安排,取决于金融市场的完善程度和创新程度。纯粹的完全竞争市场是不存在的,信息的完全充分也是不可能的,因此只要市场存在着缺陷,只要信息非对称,信用传导机制便有它存在和发展效力的土壤。银行信贷渠道和资产负债表渠道即一般意义上的狭义的信贷渠道和广义的信贷渠道。在货币政策的传导过程中,这两种渠道不是相互排斥、隔离的,而是一个相互联系的有机体¹³¹⁴。货币政策信贷传导机制的过程见图 2.2。

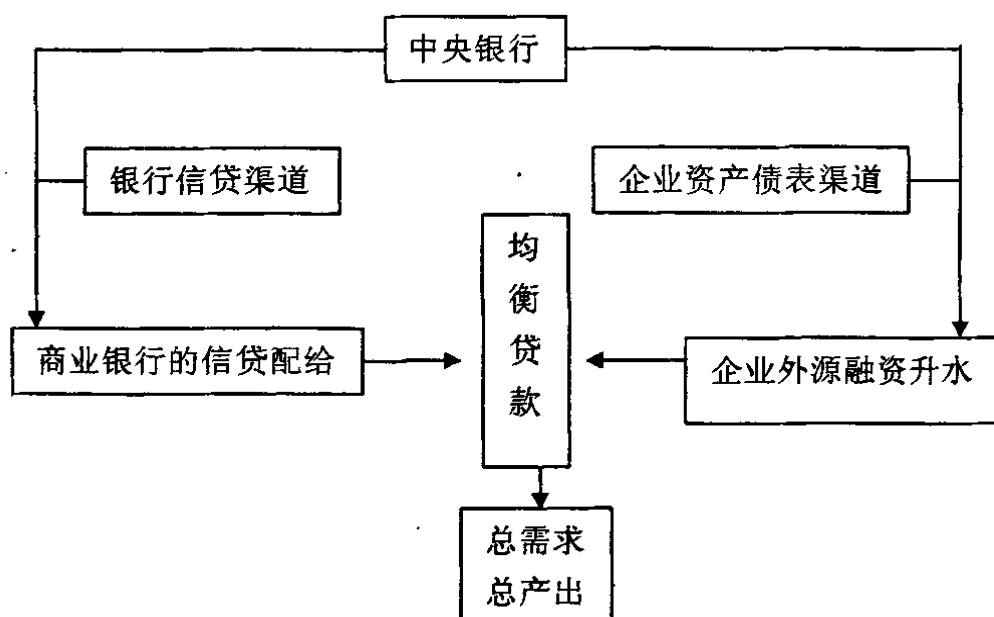


图 2.2 信贷传导渠道流程简图

¹³ 戚自科,货币政策传导机制理论最新前沿[J],经济学动态,2004,(12):17-22

¹⁴ 白钦先、李安勇,试论西方货币政策传导机制理论[J],国际金融研究,2003,(6):4-8

3. 我国银行贷款渠道存在性分析

3.1 我国银行信贷传导机制存在的理论分析

3.1.1 银行信贷传导渠道存在的条件

货币渠道的传导机制理论主要忽略了银行信贷的影响力,假设金融市场运行是完善的。事实上,金融市场在信息方面存在着信息不对称。信息不对称对市场运行效率产生了很大的影响。Kashyap, Stein 和 Wilcox(1993)¹⁵通过数量模型证明了银行贷款渠道的存在,他们认为银行借贷渠道发挥作用必须满足两个前提:

一 是从银行资产负债表资产方分析,银行贷款与证券之间不可以完全替代,只有这样,紧缩性货币政策才能够引起银行贷款的下降,否则银行可以通过出售所持有的证券,抵消或者缓解货币紧缩对银行贷款供给的下调压力。

二 是从企业资产负债表的负债方分析,银行贷款与非银行融资不完全替代,只有这样,银行贷款的下降才能够引起企业经济活动的变化,否则,企业可以从银行以外获取资金,从而使货币紧缩引起的银行贷款下降,对企业的活动失去紧缩作用。

3.1.2 银行资产负债表资产方

在银行资产负债表资产方,货币政策是否能有效地影响银行的资产和负债,从而影响银行信贷,这取决于银行的贷款意愿和通过金融市场的融资能力,即商业银行通过资产负债结构调整抵消准备金变动的能力。如果商业银

¹⁵ Kashyap, Stein and Wilcox. Monetary "Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance". The American Economic Review.1993.83(1):78-98

行能够通过有价证券持有额或银行票据发行额的增减来冲销准备金变动的影响，中央银行就无法影响商业银行的贷款规模。这取决于商业银行是否具备这一意愿和能力。

如中央银行采取扩张性的货币政策，比如公开市场上买入国债，则社会公众卖出债券，这可能影响(增加)银行的准备金和存款来源。商业银行有四种反应：一是增加贷款；二是增加超额准备金；三是重新在金融市场上买入其它债券以持有；四是通过金融市场收回非储蓄方式的融资票据如金融债券、银行本票、同业拆借等。第一、二种行动主要取决于银行的意愿，第三、四种行动主要取决于银行的意愿和能力。在第一种行动下，中央银行的货币政策信贷渠道机制有效，即对总需求产生影响，而后三种行为对银行贷款没有影响，这样货币政策信贷渠道失灵，即对总需求没有影响。

1、传统的贷款和存款仍是商业银行主要的资产和负债。从表 3.1 中可以看出，银行业贷款占银行资产的 61%，存款占银行负债的 78%。在中国，银行不能从事证券发行业务，也不能开展信托投资业务，中间业务以及表外业务还不够发达，因此中国银行业的金融业务主要集中于存贷款业务上。

表 3.1 国有商业银行资产负债表 (2005)

项目	占比	项目	占比
资产	100%	负债	100%
现金	0.161%	同业借款	2.178%
政府债券	0.137%	存款	77.199%
同业贷款	6.168%	债券化债务	0.124%
非银行贷款	61.105%	信托负债	1.112%
债券以及其他有价证券	12.144%	资本	3.143%
其他	18.185%	其他	14.143%

资料来源：中国统计年鉴 (2005)

虽然近年来随着我国资本市场的不断发展和完善，商业银行的有价证券及投资比重有所上升，特别是商业银行加大了认购国债和政策性金融债的比重，但与贷款相比，其比重仍然过低。与发达国家银行业已经证券化的资产负债结构相比，我国商业银行资产结构的矛盾尤为突出。而从商业银行的资金来源看，居民储蓄存款占了绝大部分：由于债务工具缺乏创新，使票证化工具所占比重很小，造成了商业银行对存款的过分依赖。这样，当央行减少银行体系的储备货币、采取紧缩性货币政策时，商业银行一方面很难通过出

售证券来满足流动性不足的需要,另一方面也难以通过其他储备率较低的替代性融资上具(如大额可转让存单、商业票据、发行股票等)来吸收资金,银行只有通过紧缩信贷资金、降低企业投资需求的方式,来传导央行的货币政策。可见,货币政策信贷传导机制的作用由此得以发挥。

2、央行在进行总量调控的同时,还制定公布了一系列的信贷政策,从而强化了信贷传导的作用。在我国,信贷政策一直都是广义货币政策的重要组成部分,但是当前的信贷政策与传统意义的信贷措施有很大不同,它不是指令性的,而是指导性的。其主要任务是,由央行根据国家宏观经济政策的目标和要求,通过各种经济、法律及行政的手段和措施,对金融机构的贷款增量、投向和质量进行适当的引导、调控和监督,使金融机构的信贷活动在总量上适度、结构上合理,以此提高信贷资产质量,促进经济结构的调整和优化,支持国民经济持续、快速、健康发展。而“窗口指导”或“道义劝告”又是1998年以来我国实施信贷政策的主要形式,侧重于对消费领域和其他一些新兴市场领域的引导。比如,近年来,央行连续颁布了住房、汽车、助学等方面的消费贷款指导意见,起到了很好的传导效果。从我国的实际情况来看,信贷政策特别是“窗口指导”措施,作为广义货币政策的重要组成部分和有力补充,还会在较长一段时期内存在,并继续保障货币政策的信贷传导机制发挥作用。

3.1.3 企业资产负债表的负债方

首先要指出的是,某些经济主体必须依赖银行融资,银行信用中介对某些借款人是不可或缺的。

我国的情况如下:非金融机构部门的融资仍以间接融资为主,这就从客观上强化了信贷传导这一渠道的作用。表3.2中列示了近年来中国企业的融资状况。目前我国企业仍是以间接融资占主导地位的融资格局。可见,虽然我国的股票市场经过数十年的发展已初具规模,但并没有成为我国国内融资结构的主要力量,我国仍然是银行为主导的间接融资体制,这也就决定了我国的货币政策传导以信贷传导为主,商业银行是我国货币政策传导的主要中介金融机构。

表 3.2 1991—2003 年中国企业三种外源融资结构 单位: 亿元, %

年份	股票融资		债券发行		贷款新增	
	金额	占融资总额比重	金额	占融资总额比重	金额	占融资总额比重
1991	5	0.13	250	6.39	3657	93.48
1992	94	1.63	684	11.87	4985	86.50
1993	375	5.19	236	3.26	6620	91.55
1994	327	3.91	162	1.94	7867	94.15
1995	150	1.47	301	2.96	9728	95.57
1996	425	3.76	269	2.38	10615	93.86
1997	1294	8.45	255	1.67	13761	89.88
1998	842	6.75	148	1.19	11491	92.07
1999	944	7.90	158	1.32	10836	90.78
2000	2103	13.51	120	0.77	13346	85.72
2001	1168	8.18	147	1.37	12913	90.45
2002	961	4.74	325	1.60	18980	93.65
2003	1357	4.61	336	1.14	27702	94.24
合计	10045	6.05	3391	2.04	152501	91.90

注: 新增贷款指金融机构各项贷款的增加额, 不包括外币贷款

资料来源: 根据《中国金融年鉴》、《中国人民银行统计季报》整理计算

究其原因, 一方面与金融市场发展的不完善和居民的投资渠道狭窄有关, 另一方面也与企业(特别是国有企业)低资本金、高负债的资产负债结构和对银行贷款的过分依赖直接相关。这一事实导致我国金融机构融资渠道单一, 从而无法利用各种不同渠道的资金来源进行融资替代。

由上述的分析可见, 很明显, 在我国, 某些非金融机构不可能通过其它渠道获得资金来弥补银行信贷的减少。也就是说, 在我国银行信贷渠道产生作用的前提条件是满足的。

3.2 从我国货币政策传导机制的历史角度看银行信贷渠道

自 1984 年我国建立中央银行制度以来, 中央银行的调控手段也随经济体制的转变而逐步由直接调控向间接调控过渡, 使货币政策的传导机制在不同的阶段表现出不同的特征。从 1984 年至今, 我国货币政策调控工具及传导机制的变化可以分以下几个阶段。

3.2.1 1984——1993 年我国自接调控与间接调节相配合的货币政策传导机制

这一时期的货币政策工具是直接调控与间接调节的配合。以自接调控为主, 主要体现为信贷规模控制与再贷款的组合, 同时配合使用准备金和利率等调节上具, 对货币供应量进行必要的调节。其中, 信贷计划这一直接货币政策工具是最主要的、作用最大的货币政策调控工具。此外, 中央银行再贷款也起了比较大调控作用, 存款准备金率和中央银行基准利率只是作为辅助性的调节上具对货币供应量起调节作用。而西方国家普遍使用的公开市场业务和再贴现率上具, 在这一时期基本上没有得到运用。中央银行对货币供应量和信贷规模的调节表现为明显的以自接调控为主、间接调控为辅的特征。其货币政策传导机制可以描述为:

综合信贷计划 ↑ → 或再贷款 ↑ → 信贷规模 ↑ → 货币供应量 ↑ → 投资 ↑ → 消费 ↑ → 经济增长率 ↑

或准备金率 ↑ → 或中央银行基准利率 ↑ → 货币供应量 ↑ → 价格 ↑ → 汇率 ↑ → 出口 ↑ → 经济增长 ↑

3.2.2 1994——1997 年我国外汇管理体制改革后的货币政策传导机制

这一时期的货币政策工具可以归纳为外汇市场操作、再贷款与信贷规模的组合, 并辅以准备金和利率的调节工具, 对社会信用总量和货币供应量进行调节。在调节方式上, 仍然是以直接调控为主, 间接调控为辅。从 1994 年起, 我国对外汇管理体制实施重大改革, 实现了汇率并轨和经常项目下的可兑换, 并开始实行结售汇制度, 出口也因外汇存款成为中央银行投放基础货币的主渠道。为了配合国家实行适度从紧的货币政策, 中央银行通过再贷款进行对冲操作, 即在收购外汇投放基础货币的同时, 回收对国有商业银行的再贷款, 以此来控制货币供应量。

在这段时间的传导机制中, 信贷计划仍然是最主要的调控工具, 准备金率几乎没有得到运用, 利率上具也只是作为辅助性的调节工具。而这一时期调节工具组合中最大的特点是外汇市场操作与再贷款的组合, 即二者的对冲运用, 来控制社会信用总量和货币供应量。同样在这一时期, 西方国家普遍

采用的公开市场操作上在我国外汇市场操作上得到了有效的运用。其货币政策传导机制可以描述为：

信贷计划或外汇占款↑→信贷规模↑→货币供应量↑→投资↑→消费↑
→经济增长率↑

中央银行基准利率↑→货币供应量↑→价格↑→汇率↑→出口↑→经济增长↑

3.2.3 1998 年至今我国全面转向以间接调控为主的货币政策传导机制

1998 年以后，中央银行取消了信贷计划控制，全面转向间接调控，打算将公开市场操作作为今后主要的货币政策工具。但是，这一转轨却碰到了亚洲金融危机。加上连续几年的紧缩性货币政策的影响，中国经济陷入了国内需求不足、国外需求锐减的困难。为了扩大内需，促进经济的回升，中央银行开始使用扩张性的货币政策组合。在货币市场不完善和国有商业银行的改革未完成的情况下，中央银行通过公开市场操作达不到增加货币供给的目的，不得不再次使用了另一政策组合，即“窗口指导”与再贷款的政策组合。中央银行通过窗口指导，要求国有商业银行扩大信贷，并从再贷款上给与支持。

在这一时期的传导机制中，窗口指导、再贷款和利率都成了主要的货币政策工具，准备金工具也得到了运用。其中频繁运用窗口指导和利率工具是这一时期的主要特征。其货币政策传导机制可以描述为：

窗口指导→再贷款↑→信贷规模↑→货币供应量↑→投资↑→消费↑→经济增长率↑

中央银行基准利率↓→货币供应量↑→价格↑→汇率↑→出口↑→经济增长↑

从我国货币政策传导机制三个阶段的发展历程来看，由于我国金融市场尚不发达，我国货币政策仍主要是通过商业银行等金融机构的运行来产生作用。且虽然通过利率渠道传导货币政策的效用在不断加强，但是目前我国仍是以商业银行信贷渠道作为货币政策传导的主渠道。

3.3 我国银行信贷渠道存在性实证分析

为了进一步说明商业银行贷款在货币政策传导中的作用,下面对银行信贷渠道存在性进行实证研究。我们知道标准的、传统的货币渠道可用 IS-LM 模型说明,即货币政策通过货币供给的变化使 LM 曲线移动,引起利率变化,从而改变投资行为,并最终影响实体经济。而银行信贷渠道可用 CC-LM 模型来说明,即利率的变化影响资金供给者(金融机构)的借贷行为,从而影响金融机构的信用可供量,再通过银行贷款的变化影响实体经济。为了研究我国货币政策传导的途径,本文采用协整检验和 Granger 因果检验方法来进行实证研究。

3.3.1 变量的选取和数据来源

1、变量的选取和数据来源

分别选取中介变量指标和最终目标变量指标。

(1) 中介变量指标

本文以货币供给量 M1(简称“货币供给”)作为中国货币政策传导的货币渠道的代表变量,以金融机构各项贷款 LAON(简称“信贷”)作为信贷渠道的代表变量。

(2) 最终目标变量指标

本文以国内生产总值 GDP(简称“产出”)作为检验货币政策有效性的代表变量。

2、数据来源

样本区间为 1998 年第一季度——2006 年第四季度,取季度数据,M1、GDP、LOAN 数据来源为《中国人民银行统计季报》,CPI 数据来源为《中国经济景气月报》。M1、LOAN、GDP 都是以 1990 年为基期的居民消费价格指数调整(根据月同期比和月环比指数计算所得)后的实际值。一般而言经济理论很少考虑季度因素,但经济统计指标却经常反映出很强的季度性。在实证过程中我们采取美国商务部的 Census X-12 法对数据进行季度调整。软件采用 Eviews5.0。

3.3.2 单位根检验和协整检验

为了防止产生谬误回归问题,本文首先用 ADF (Augmented Dickey Fuller) 方法对所采用的时间序列数据的平稳性进行单位根检验。

由表 3.3 可知,以上变量 LOAN、M1、GDP 在 5% 以内的显著水平下,他们的一阶差分序列均小于相应的 Mac Kinnon 临界值,即通过了单位根检验,表明这些变量的一阶差分都是平稳的。因此,我们可以判断 LOAN、M1 和 GDP 都是典型的 I(1) (单位根过程) 时间序列,即一阶单整的,对这样的经济变量之间的关系可采用协整检验进行分析。

表 3.3 变量单位根的 ADF 检验结果

变量	T 统计量	1%临界值	5%临界值
GDP	-0.431328	-4.243644	-3.544284
D(GDP)	-7.160768*	-4.252879	-3.54849
M1	-0.371329	-4.243644	-3.544284
D(M1)	-5.410494*	-4.252879	-3.548490
LOAN	-0.735237	-4.243644	-3.544284
D(LOAN)	-4.140383**	-4.252879	-3.54849

注: 检验形式 (C, T, L) 中 C、T、L 分别表示模型中的常数项、时间趋势和滞后阶数。*、** 分别表示在 1% 和 5% 的显著水平下拒绝原假设。即在相应得显著水平下认为变量是稳定的。D(GDP)、D(M1)、D(LOAN) 分别表示 GDP、M1、LOAN 的一阶差分序列。

在对 LOAN、M1 和 GDP 序列进行单位根检验之后,我们接下来要判断三者之间可能存在的协整关系。

表 3.4 给出了协整关系的 Johansen 检验结果。在 5% 的显著性水平下,三种变量关系的迹统计量分别是 43.06586、28.12800、20.36132 均大于对应的临界值 29.79707、15.49471、15.49471,因此检验拒绝不存在任何协整关系的原假设。

GDP, M1, LOAN 的协整关系式为:

$$\text{GDP} + 0.039457 \text{ M1} + 0.374003 \text{ LOAN} = u_t \quad (3.1)$$

其中 u_t 为平稳序列,它表示协整关系当中的动态偏差。

从表 3.4 中可以看出, GDP 和 M1 在 5% 显著水平下存在协整关系。我国学者(郭明星、刘金全和志刚, 2005) 检验结果也表明,我国国内产出水平与货币供给水平之间存在长期均衡关系。GDP 和 LOAN 在 5% 显著性水平下也存在协

整关系。这表明货币政策能过分别通过信贷渠道和货币渠道影响宏观经济总量。因此,信贷渠道和货币渠道可以成为我国货币政策有效传导的途径(周英章、蒋振声,2002)。

协整结果还表明,GDP、M1 和 LOAN 在 5%显著性水平下也存在一个协整方程,见方程(3.1)。也就是说,GDP、M1 和 LOAN 之间存在长期稳定的关系,具有共同的随机趋势,揭示货币政策能够通过货币渠道和信贷渠道的共同传导而对经济增长目标发挥作用,即货币政策能够通过货币渠道和信贷渠道的共同传导影响经济增长。另外,由(3.1)式的系数看,M1 变化一单位,GDP 增加 0.039457 单位;而 LOAN 变化一单位引起 GDP 增加 0.374003 单位。这一方面说明,货币信贷对产出的影响大于货币供给量,另一方面无论是货币供给量还是货币信贷对产出的影响系数都比较小,表明两种渠道效果都不是很好。这说明,我国经济转轨时期,信贷渠道的传导障碍限制了以其为主要传导渠道的货币政策有效性。这与我国学者周英章和蒋振声(2002)的结论一致。

表 3.4 变量之间的协整关系检验结果

协整变量	假设的 协整方程数	最大特征值	迹统计量	5%临界值
(GDP、M1、LOAN)	None *	0.494837	43.06586	29.79707
	At most 1 *	0.384332	21.21386	15.49471
	At most 2 *	0.162961	5.692324	3.841466
(GDP、M1)	None *	0.447957	28.12800	15.49471
	At most 1 *	0.247888	9.115854	3.841466
(GDP、LOAN)	None *	0.406842	20.36132	15.49471
	At most 1	0.107739	3.647891	3.841466

注:1、*表示在 5%显著水平下拒绝原假设。2、协整关系的滞后阶数为 2。3、选择 Eviews5.0 中的带截距无趋势的协整方法,即第 3 个选项。

所以,消除信贷渠道的传导障碍,增加有效信用供给,成为提高当前我国货币政策有效性的关键问题之一。

3.3.3 信贷、货币供给和产出之间的 Granger 因果关系检验

事实上,在我国,货币变量和信用变量是内生还是外生的本身就是一个很有争议的问题。使用 VAR 模型就不需要对模型中各个变量的内生还是外生性事先做出假定。

我们分别对国内生产总值(GDP)和金融机构各项贷款(LOAN)、国内生产总值(GDP)和货币供给量(M1)进行双向 Granger 影响关系检验,得到表 3.5 的检验结果,滞后 2 期。

从表 3.5 的检验结果可以看出:

1、在 79.02%显著性水平下拒绝原假设,即 LOAN 是 GDP 的 Granger 原因,说明我国信用渠道对宏观经济变量具有明显的影响,且信用渠道在我国货币政策传导中有明显的相对重要性。但根据因果关系检验拒绝原假设显著性最优标准应为 90%显著性水平以下,说明信贷渠道其相对重要性已明显减弱。正是由于 98 年取消贷款规模控制和信贷传导漏损使这一指标影响力出现了弱化的趋势。

表 3.5 Granger 因果关系检验结果

	GDP	
	F-统计值	P-显著性水平
LOAN	1.64901	0.20976
M1	1.53302	0.23287

注:①Granger 因果关系检验的原假设是“自变量不是因变量的 Granger 原因”,P 显著性水平是接受原假设命题的概率,数字越小,说明自变量预测因变量的能力越强。

2、在 76.71%显著性水平下拒绝原假设,即 M1 是 GDP 的 Granger 原因。但是效果不是很好,货币渠道比信贷渠道效果还要弱一些。这说明这些年来信贷渠道是货币政策传导的主要渠道。

通过上述实证分析可以看出,目前我国商业银行信贷渠道相较于货币渠道仍是我国货币政策传导的主要渠道。商业银行在货币政策传导机制中占据着重要的地位,其对货币政策传导效应及货币政策的选择都有重要的影响。

3.4 小结

信贷传导机制在中国是存在的。

从理论上讲,我国具备信贷传导机制存在的两个基本条件:

第一,由于我国商业银行单一的资产负债结构,当央行执行货币政策,改变银行体系的储备货币时,商业银行一方面很难通过买卖证券来调节流动性,另一方面在流动性不足时也难以通过其他替代性融资工具来吸收资金,

银行信贷必然受到影响。即在信贷传导机制中，央行在影响银行可贷资金的变化这一环节上是有效的。

第二，我国仍然是以银行为主导的间接融资体制，部分非金融机构不可能通过其他渠道获得资金来弥补银行信贷的变化。第二个基本条件在我国也是成立的。

在实践中，我国宏观经济经历了计划经济到市场经济的转变，货币政策传导机制也经历了中央银行直接制定信贷计划到间接调控制度确立的转变，在各个阶段中，信贷渠道都发挥了重要作用。在实证分析中也得到了此结论。

4. 我国银行信贷传导机制有效性分析

既然银行信贷传导机制在我国是存在的，而且还占据了非常重要的地位，那么，其效力如何呢？经济中各主体行为又会对该机制产生怎样的影响呢？下面我们对银行信贷传导机制存在基本条件进一步的论证和分析。

在银行信贷传导过程中，中央银行、商业银行、企业分别扮演着不同的角色，对货币政策的传导起着不同的作用。本章由此思路入手，把信贷传导机制分为两个部分来研究。

首先我们研究中央银行在信贷传导机制中发挥的作用。这一阶段主要研究的内容是：中央银行行为是否有效，即是否能够影响商业银行的可贷款资金。传导过程为：存款准备率、货币供给变动(M)→银行准备金(R)、存款(D)变动→银行可贷资金变动(L)。

然后，我们研究的重要是商业银行在信贷传导机制中发挥的作用。这一阶段主要研究的内容是：商业银行行为是否有效，即银行贷款是否与可贷资金同向变动。传导过程为：银行可贷资金变动(L)→信贷配给变动(CR)→企业获得的贷款变动(Loan)→社会需求和产出的变动(Y)。

4.1 中央银行在信贷传导机制中发挥的作用

在中央银行阶段中，研究的核心问题是中央银行能否通过使用货币政策工具影响商业银行的可贷资金。中央银行对商业银行可贷资金的控制不仅体现在对商业银行的资金来源的影响上，也体现在对商业银行可运用资金的总量控制上。

4.1.1 中央银行对商业银行资金来源的影响

中央银行主要可以通过两个途径影响商业银行资金的来源。第一个途径：调整基准存款利率的变动，进而影响商业银行各项存款的变动。第二个途径：控制商业银行从中央银行获得资金的规模。该途径主要通过中央银行在贴现、再贷款业务的开展。

1、基准存款利率对商业银行资金来源的影响

基准存款利率是否有效的影响商业银行资金的来源，主要依赖于各项存款的利率弹性的大小和存款占资金来源的总量比重。

(1) 存款的决定因素的实证分析

① 数据的选取及数值

模型中采用三类数据：存款总量、一年期存款利率和国内生产总值。选取的样本时间段为1990年到2005年。数据来源于对应年份的《中国统计年鉴》。

存款总量数据的选取：1996年到2005年的存款总量数据来源于“金融机构信贷收支表”中的“各项存款”项。1990年到1995年的存款总量数据用“国家银行存款”和“农村信用社存款”中“各项存款”项之和替代。

表 4.1 存款总量、利润和国被生产总值的数值

年份	存款总量 (亿元)	利率 (%)	国内生产总值 (亿元)
1990	13789.73	10.02	18547.9
1991	17573.58	7.56	21617.8
1992	22368.75	7.56	26638.1
1993	27527.63	9.255	34634.4
1994	35008.9	10.98	46759.4
1995	53862.2	10.98	58478.1
1996	68571.2	9.36	67884.6
1997	82390.3	7.17	74462.6
1998	95697.9	5.22	78345.2
1999	108778.9	3.015	82067.5
2000	123804.4	2.25	89468.1
2001	143617.2	2.25	97314.8
2002	170917.4	2.0475	105172.3
2003	208055.6	1.98	117390.2
2004	241424.3	2.025	136875.9
2005	300208.6	2.25	182321

数据来源：对应年份的《中国统计年鉴》

利率数据的选取：对应年份的一年期存款基准利率。另外，如果一年内

出现几个不同的利率，用时间为权重，计算出全年的加权平均利率。三类数据的数值见表 4.1。

② 实证结论

为了消除异方差性，对三个变量同时取对数。通过 EVIEWS 5.0 回归。回归结果如下：（各个统计指标见附录二）

$$\ln(D) = -0.269658 \times \ln(i) + 1.213243 \times \ln(Y) + 3.049539$$

各个系数显著的拒绝零假设，拟合度也非常高，不存在系列自相关、多重共线性问题。

③ 对结论的解释

第一，利率对金融机构存款的弹性比较小，而且为负数。说明居民和企业储备的收入效应略大于替代效应。因此，中央通过对基准利率的调节以影响商业银行存款发生变动的效果较弱。第二，收入对存款的弹性比较大。说明收入是决定金融机构存款变动的主要因素。

(2) 存款与银行资金来源总量

从表 4.2 中可得，存款是商业银行重要的资金来源，基本上维持在 86% 以上，而且存款占金融机构资金来源比重有逐年提高的倾向。由于存款占商业银行资金来源的比重非常大，而且中央银行的利率政策变动引起商业银行存款变动的效果很弱。因此，中央银行通过基准利率的调节来影响商业银行资金的来源的作用不明显。

表 4.2 金融机构存款与资金总量的数值及比重

年份	金融机构各项存款(亿元)	金融机构资金来源(亿元)	存款占资金来源的比重(%)
1995	53862.2	62628.6	0.860026
1996	68571.2	76971.2	0.890868
1997	82390.3	94181.5	0.874803
1998	95697.9	110420.5	0.866668
1999	108778.9	123230.6	0.882726
2000	123804.4	135483.7	0.913796
2001	143617.2	154876.1	0.927304
2002	170917.4	184024.5	0.928775
2003	208055.6	225313.3	0.923406
2004	241424.3	262740	0.918872
2005	287169.5	302042.8	0.950758

数据来源：2000 年至 2005 年《中国统计年鉴》中的“金融机构信贷收支情况”表

2、商业银行对中央银行的资金依赖性

通过对商业银行资产负债表的分析,使用“中央银行负债占总负债的比重”作为商业银行对中央银行融资的依赖指标。从表 4.3 可知,商业银行对中央银行资金的依赖程度在逐年降低。

表 4.3 商业银行负债结构表

年份	对国外负债	对非金融机构负债	对中央银行负债	对其他金融机构负债
1996	5.39	78.41	18.05	0.74
1997	4.43	78.42	14.58	1.56
1998	3.58	78.49	10.9	1.03
1999	2.75	81.4	9.75	1.33
2000	2.62	81.42	6.43	0.99
2001	1.63	88.26	6.35	1.68

数据来源:转引自樊明太著《金融结构与货币传导机制》,中国社会科学出版社 2005 年出版

因此,由于存款对利率变动的低弹性和商业银行资金上对中央银行的独立性,中央银行通过再贷款率、再贴现率和基准利率等货币政策工具调整对商业银行资金的来源的影响作用比较小。

4.1.2 中央银行对商业银行运用资金总量的控制

银行存款是货币供给中最大的一个组成部分,存款机构(主要指银行)的多倍存款创造过程被视为货币供给的一个简化的主要渠道。理解存款机构的多倍存款创造过程是理解货币供给过程的第一步。

在中央银行体制下,货币当局要求商业银行在中央银行中保有一定量的储备,这种储备即法定储备;商业银行为了满足其流动性要求或为了实现其它目的,也将自愿地保有一部分储备,这种储备被称为超额储备。货币当局所要求的法定储备占银行存款的比例即法定储备率。储备是商业银行的资产,同时又是中央银行的负债。这样,中央银行就通过法定储备与商业银行联系在了一起,此时的法定储备成为了中央银行控制商业银行的一根“缰绳”。在货币市场健全的情况下,中央银行影响商业银行法定储备的途径一般包括:法定储备率、公开市场操作、再贴现(前三者即所谓的传统中央银行的“三大法宝”)及再贷款。

可见,当中央银行改变银行系统的储备时,商业银行的负债能力就会发

生变化。这样，中央银行就通过商业银行的存款多倍放大和存款多倍收缩效应，实现了对货币供给的控制。但是，存款多倍放大或收缩效应，只有在借款人将获得的贷款存入另一银行的情况下，才有可能最终实现。也就是说，货币当局对货币供给的控制并非如上述的那么简单。

现实中，由于银行系统的总储备还包括银行自愿保有的超额储备，所以较之于控制银行系统的总储备而言，货币当局对基础货币(流通中的通货加上银行系统的总储备)的控制力更强。这是因为，货币当局对总储备的影响取决于借款人的行为，而借款人的行为在理论上对基础货币却没有影响。例如，当中央银行进行公开市场购买时，如果债券出售者将所得的款项以通货形式持有，则公开市场购买不会影响到银行系统的总储备，而此时的基础货币将增加一个等于公开市场购买额的量；如果债券出售者将所得款项以银行存款的形式持有，则总储备增加额等于公开市场的购买额，此时的基础货币仍然将增加一个等于公开市场购买额的量。

当然，货币当局对基础货币并没有完全的控制力。这是因为，中央银行并不能单方面的决定和准确预测银行从自己这里借款的数量。也就是说，银行决策也在基础货币的供给中发挥着重要作用。于是，人们将基础货币分解为两部分：中央银行能够完全控制的部分和它不能完全控制的部分。中央银行不能完全控制的那一部分是由其贴现贷款所创造的那部分基础货币；中央银行能够完全控制的那一部分主要是由公开市场操作所创造的那一部分基础货币，又被称之为非借入基础货币。

由于，中央银行对基础货币的控制能力强于其对银行系统总储备的控制能力，所以人们通过引入货币乘数的概念将货币供给与基础货币联系起来，即货币供给等于货币乘数乘以基础货币。货币乘数一般被表示为：

$$m = \frac{1 + (C/D)}{r_D + \{(ER/D) + (C/D)\}}$$

其中， m 表示货币乘数； (C/D) 表示通货比例，即通货占活期存款(或支票存款)的比例； r_D 表示法定储备率； (ER/D) 表示超额储备率，即超额准备占活期存款的比例。

虽然商业银行资金的来源是稳定的，不受中央银行各项政策的影响，但是中央银行可以通过法定存款准备金率来影响商业银行可贷资金的总量规

模。由于商业银行的资金主要来源于各项存款，对商业银行法定存款准备金的变动，很大程度上就能够通过乘数效应引起商业银行可贷资金规模的剧烈变动。例如，当中央银行提高法定储备率时，商业银行的储备将下降，从而商业银行的存款吸收能力将被削弱，货币乘数将减少，所以此时的货币供给量将下降。

综上所述，中央银行虽然不能影响商业银行资金的来源，但是可以通过法定存款准备金率来影响商业银行可贷资金的变动。总之，银行信贷渠道的“中央银行主导阶段”的传导是比较有效的。

4.2 商业银行在信贷传导渠道中的作用

上一节我们主要是围绕中央银行影响商业银行可贷资金的变动来分析的。当中央银行通过准备金率等货币政策工具影响可贷资金变动之后，信贷传导研究的重要应该集中到商业银行的行为和特征上。于是，接下来我们重要分析商业银行是如何运用可贷资金的，有多少可贷资金会用于贷款。

4.2.1 商业银行资金运用结构对货币政策信贷传导的影响

中央银行在影响商业银行可贷资金的变动以后，如果可贷资金运用到生产性投资上(银行贷款)，那么银行贷款渠道的传导在“商业银行主导阶段”就是畅通的。反之，如果商业银行的可贷资金运用到投机性比较强的非生产性投资上(有价证券)，那么银行贷款渠道的传导在“商业银行主导阶段”就会受到扭曲。在实行严格分业经营的国家，商业银行的资金只能用于发放贷款或者购买信誉级别比较高的国家债券或政府债券获取利息收入，资产的构成比较单一；而在实行混业经营的国家，商业银行的资金还可用于投资股票、企业债券、衍生金融工具交易等风险性较高的投资，这些商业银行的资产构成品种丰富。

1、商业银行资金运用的多元化对货币政策信贷传导的影响

从表 4.4 中可以看出，在金融机构中虽然贷款占资金运用的比重比较大，但是这一比重在逐年减少。这主要是由于金融机构的有价证券投资比重加大

的原因。而且从发展趋势来看, 贷款比重下降、证券投资比重加大的趋势还会继续维持。

表 4.4 商业银行资金运用表 (%)

年份	各项贷款	有价证券及投资	外汇占款	在国际金融机构的资产
1995	80.69	5.06	10.82	0.89
1996	79.45	5.33	12.44	0.7
1997	79.54	3.9	14.3	0.57
1998	78.36	7.35	12.43	0.42
1999	76.06	10.15	12	0.49
2000	73.35	14.5	10.55	0.43
2001	72.52	14.28	11.53	0.49
2002	71.35	14.56	12.62	0.43
2003	70.57	13.43	15.47	0.39
2004	67.82	11.77	20.13	0.26
2005	64.53	11.58	23.6	0.29

数据来源: 2005 年《中国金融统计年鉴》中的“金融机构信贷收支情况”表整理获得

商业银行资金运用的多元化意味着贷款、有价证券等一系列投资工具都将成为商业银行资产的重要组成部分。商业银行会通过“三性”原则权衡资产种类, 选择资产组合方式。现阶段, 有价证券投资在银行资产中比重的不断上升说明了银行注重各种资产的投资组合, 偏好持有有价证券。因此, 在商业银行资金运用日趋多元化的情况下, 可贷资金的变动不会及时引起银行贷款发生相应的变动, 在一定程度上限制了“商业银行主导阶段”的传导。

然而, 银行资金运用的多元化对“商业银行主导阶段”传导的不利影响是有限的, 这种限制是建立在贷款所占比重远远高于其他资产所占比重的基础上。我国商业银行可贷资金的绝大部分仍然运用于银行贷款。从总量数据上来看, 贷款总量占资金运用总量的比重仍然非常大。由于银行资金运用的多元化建立在贷款总量占绝对优势的基础上, 因此“多元化”对银行信贷机制传导的不利影响是有限的。

因此, 商业银行资金的运用虽然趋向多元化, 但贷款仍然占有相当大的比重。因此, 在可贷资金发生变动以后, 商业银行的贷款总量会发生的相应的变动。因此, 从整体上来看, “商业银行主导阶段”的传导是有效的。

4.2.2 商业银行的不良资产及不良贷款对信贷传导机制的影响

1、我国商业银行不良资产和不良贷款的现状

由于历史等诸多方面的原因,中国银行业不良资产率一直很高。自1999年以来,中国曾先后多次对国有商业银行的不良贷款进行了剥离。2004年中国银行、中国建设银行分别剥离了1498亿元和1289亿元的可疑类的不良资产,2005年中国工商银行剥离了包括损失类和可疑类在内的不良资产近7050亿元。

表 4.5 1994—2005 年中国国有商业银行的不良资产率和不良贷款余额

年份	按五级分类标准调整后的不良资产情况		剔除政策性剥离因素后的不良资产情况		剔除政策性剥离因素后不良资产占 GDP 比重	剔除政策性剥离因素后不良资产占国家财政收入比重
	不良资产率	不良资产余额(亿元)	不良资产率	不良资产余额(亿元)		
1994	25.00%	7964.08	25.00%	7964.08	17.03%	152.62%
1995	27.00%	10551.27	27.00%	10551.27	18.04%	169.03%
1996	29.40%	13946.55	29.40%	13946.55	20.54%	188.26%
1997	32.00%	16924.3	32.00%	16924.3	22.73%	195.63%
1998	40.00%	24517.95	40.00%	24517.95	31.29%	248.26%
1999	40.00%	28236.12	44.00%	28236.12	34.41%	246.73%
2000	4.18%	22866.87	55.00%	36798.87	41.13%	274.72%
2001	30.37%	22473.8	49.20%	36405.8	37.41%	222.18%
2002	26.10%	22080.6	42.57%	36012.6	34.24%	190.51%
2003	19.74%	19641.3	35.72%	35542.3	30.28%	163.67%
2004	15.57%	15751	34.04%	34439	25.16%	130.47%
2005	10.49%	10724.8	35.66%	36462.8	20.00%	—

资料来源: 高鹤《中国银行业不良资产生成机制—基于经济转型的分析框架》,载《财经科学》,

2006(12)

到2006年初全国资本充足率达标的银行有53个,比2005年初增加45家,其中建行、中行经过注资和改制后,资本充足率在10%以上。但是我们从表4.5中可以看出,剔除政策性剥离因素后,近12年来中国国有商业银行不良资产率平均高达37.51%,占GDP比重的20%以上,1994—2003年10年间剔除政策性剥离因素后不良资产占财政收入的比重均超过150%。虽然从2002年起国有商业银行按五级分类标准调整后的帐面不良资产余额和不良资产率连续实现了“双降”的监管目标,但是如果剔除政策性剥离因素后,不良资产和不良资产余额并没有显著的下降,不良资产率一直处于35%的高位上。银

行资产状况不佳将影响中国货币政策信贷传导效果。

2、不良资产对货币政策传导机制的影响

不良资产会诱发信贷紧缩的原因是因为商业银行为保持足够的资本充足率将收缩信贷。1998年中国人民银行取消了对商业银行的贷款规模管理办法,取而代之的是资产负债比例管理,因此银行经营行为的变化可以通过资产负债比率的变化来说明。随着市场化改革的不断深入,商业银行为保持足够的资本充足率,不良金融资产的存在将迫使其改变经营行为,由以前的过度放贷转为收缩信贷。

我国不良资产可能诱发信贷紧缩的具体表现:

情形之一:过高的不良资产挤占了金融体系的正常信贷,堵塞了货币政策的传导渠道。在引入不良资产的情况下,从银行维持流动性的角度看,银行体系的运转必须满足以下关系式¹⁶:

$$C+\Delta C=D+R+E$$

其中:C为存款余额, ΔC 为存款增量,D为正常贷款,R为不良资产占用,E为准备金和在途资金等资金占用。从资金来源的角度看,如同企业越来越以来银行贷款一样,在高额不良贷款的威胁下,银行越来越以来于吸收新的存款来维持政策的资金运转。在一些不良资产比较多的地区,商业银行对存款的激烈角逐首先是为了支持不良资产占用而维持起码的流动性。这使得商业银行不得不以增量调整为主要方式,通过增量带动存量重组。而以增量调整存量结构的调整方式的实现,需要现有存款规模的扩大,并且这种存款规模扩大的幅度,决定着调整可能性的大小。显然,在银行体系已经形成高额不良资产的前提下,对于新增存款的依赖性也随之强化。我国商业银行资金来源主要是存款,这对商业银行是硬约束,只要不采取特别措施增加商业银行的贷款能力,商业银行贷款会相应减少。

情形之二:从资金运用的角度看,在一定的货币政策环境和金融机构有效的条件下,E是相对稳定的,波动幅度不大。而不良资产R一旦形成,就需要支出相应的资金,银行的存款增量必然在扣除这一项资金占用以后,才能按一定的比例用于正常的贷款投放。可见,不良资产的存在,必然占用本来

¹⁶ 阎庆民,李木祥,中国货币政策传导机制及其效应研究[M],四川成都:西南财经大学出版社,2001:p480

可用于信贷投放的资金，不良资产越大，可能用于信贷的资金就越少，形成一种自动的紧缩效应。不良资产具有的紧缩作用使中央银行预期的扩张性的货币政策目标难以实现。

情形之三：从银行资金运用的角度看，在宏观经济周期的下行阶段，不良资产所具有的紧缩效应表现得更为显著。如果经济增长率在一段时期内持续下滑，生产、消费、投资都必然会随着向下调整，这样，企业的经营效益就难以提高。企业经营效益的下滑，在企业融资渠道单一、负债率高的环境下，能够很迅速地通过企业间、企业与金融系统间的债务关联效应，将经营风险向金融体系转嫁。这使得金融体系一方面难以盘活旧的不良资产，另一方面还会继续形成新的不良资产，放大了不良资产对于可用于发放贷款的资金挤压作用，导致银行资金周转不畅。在一定的货币供给量下，资金周转的不畅进一步使社会总需求趋紧，从而相应放大了不良资产的紧缩效应。

情形四：在不良资产比率较高的情况下，商业银行对贷款的偏好下降，往往从安全性角度出发，产生信贷配给。

4.3 商业银行信贷配给对信贷传导机制的影响

在我国，商业银行是金融体系的主体，货币政策的传导效果在很大程度上取决于商业银行的信贷行为与人民银行的政策意图是否一致。下文将运用信贷配给理论分析在商业银行的贷款结构，即在现有政策下，商业银行的贷款流向是否影响央行执行货币政策。对商业银行的信贷行为的研究主要是针对国有或国有控股商业银行。

1998年金融危机的爆发，使得货币当局和政府部门对商业银行的资产质量的重视程度前所未有的提高，并且把提高资产质量以行政手段命令的方式下达给商业银行，对资产质量实行“终生责任制”。各商业银行行长对中央或“上级”政治的满意度的追求使商业银行的经营偏离了利润最大化的目标。同时，随着改革开放程度的加大，尤其是国有商业银行体制改革和利率市场化进程的推进，三大国有商业银行相继上市，中国农业银行股改也正在进行之中，我国商业银行尤其是国有独资商业银行的经营目标必须以追求利润最大化为目的。

在上述背景下,国有商业银行在1998—2002年的扩张性货币政策中出现“惜贷”现象,而在2003年以后的紧缩性货币政策中却出现了局部“超贷”现象,阻碍了我国货币政策信贷渠道的传导。

1998—2002年在中央银行采取扩张性货币政策的背景下,商业银行反而信贷收缩的原因主要有:(1)非国有中小企业由于信息不对称、诚信意识不够等原因,银行对其实行信贷配给,使得中小企业难以获得贷款;(2)国有企业负债率高、信贷风险大,银行不愿对其增加贷款;(3)商业银行高比率的不良资产,限制了其信用扩张能力。¹⁷¹⁸第(3)点上文我们已经分析过,下面我们对第(1)和第(2)进行分析。

4.3.1 银行对非国有中小企业信贷配给

早在1981年,Stiglitz和Weiss就从信息经济学的角度对中小企业的融资问题做了开创性的研究,他们发现:中小企业与银行等金融机构之间的信息不对称是导致中小企业融资困难的根本原因。信息不对称导致的逆向选择和道德风险是引起信贷配给的直接原因。¹⁹在信贷市中,企业(借款者)对于自己的经营状况和项目执行情况远比银行了解,因此企业具有明显的信息优势,使得银行与借款人之间存在着信息不对称的问题。对于我国而言,我国国有商业银行分支机构众多,导致委托代理链条过长,使得其与中小企业之间信息不对称的程度更加严重,而且我国中小企业由于发展比较晚,许多法制还没有规范,信用意识差等特点,使得银行在贷款决策时更多的偏向国有大企业,造成了信贷配给。下面我们从逆向选择、道德风险两个方面来对商业银行对中小企业贷款的原因进行分析。

1、逆向选择与银行的信贷配给

金融市场上的逆向选择指的是:那些最可能造成不利(逆向)结果即造成信贷风险的借款者,常常就是那些寻找贷款最积极,因而是最可能得到贷款

¹⁷樊纲,克服信贷萎缩与银行体系改革[J],经济研究,1999(01):3-8

¹⁸钱小安,“信贷紧缩不良贷款”陷阱的形成及其治理[J],金融研究,2000(05):29-38

¹⁹ Stiglitz, Joseph, and Andrew Weiss, Credit Rationing in Markets with Imperfect information[J]American Economic Review, 1971,no. 3 (June 1981),387-393

的人。²⁰商业银行对融资企业贷款时,一般依据融资企业的还款概率(贷款风险)、预期收益,来确定对贷款企业的利率水平。然而我国的中小企业大多存在财务会计制度不健全、不透明、报表不实,使帐目无法审计,多头开设帐户、多头贷款等问题,众多金融约束导致中小企业对自己的类型和行动具有比银行更多的知识和更清楚的认识²¹,银行无法清晰的判断求贷企业的真实类型,也无法监督企业取得贷款后款项的去向,导致银行对中小企业贷款的风险很大,因此对其实施贷款时需要执行较高的利率水平。但由于信贷市场上存在逆向选择效应,银行提高贷款利率不一定能够使得其单位贷款的收益提高。因此,银行的期望收益不是贷款利率的单调增函数,它同时取决于借款人的还款概率。下面我们借助一个简单的模型说明逆向选择如何导致信贷配给的。首先做如下几点假定:

(1)各企业均有一投资项目,每个投资项目都有两种可能性:成功和失败。项目成功的收益为 $R > 0$,失败则收益为 0,成功的话企业如期归还贷款,失败的话企业则违约。

(2)所有投资项目具有相同的收益均值 T ,并且银行也可以从企业递交的可行性报告中知道 T ,若 p 是给定项目成功的概率,则有 $pR = T$,即成功的收益越高,成功的概率越低。

(3)每个项目都需要 1 单位的资金,同时为了简化复利计算设定项目的生命期为一个单位的周期。企业没有自有资金,它所有的资金需求只有从银行那里得到满足,银行是唯一的资金供给者,贷款利率为 r 。

很明显,所有项目的净收益都服从如下的二项分布:

表 4.6 企业净收益的二项分布

项目的可能性	成功	失败
概率	p	$1-p$
净收益	$R - (1+r)$	0

当项目收益大于零时,企业才会申请贷款,即 $R > 1+r$,即 $\frac{T}{p} > 1+r$,也

就是当 $p < \frac{T}{1+r}$ 时,企业才能获得净收益。设 $p^* = \frac{T}{1+r}$ 为项目获得净收益的

²⁰阎庆民,当代银行监管理论的发展[N],中国金融网,2006.2

²¹王书贞、蒋建华、奚媛媛,信息不对称、信贷配给与中小企业融资[J],江苏社会科学,2005(6):223-227

临界概率。如果 p 在 $[0, 1]$ 上具有连续的密度函数 $f(p)$, 分布函数 $F(p)$, 则银行每单位贷款的期望收益 $y(r)$ 为:

$$\begin{aligned} E[y(r)] &= \int_0^{\bar{p}} (1+r)pf(p)dp / \int_0^{\bar{p}} f(p)dp \\ &= (1+r) \int_0^{\bar{p}} pf(p)dp / \int_0^{\bar{p}} f(p)dp \\ &= (1+r) \bar{p}(r) \end{aligned} \quad \text{式(4.1)}$$

公式两边同时对 r 求导, 得到:

$$\partial E(y)/\partial r = \bar{p}(r) + (1+r)\partial \bar{p}/\partial r \quad \text{式(4.2)}$$

在式 4.2 中前一项为利率的正向效应即收入效应, 表示每提高一个单位的利率给银行带来的预期收入增加值为 $\bar{p}(r)$; 后一项为利率的风险效应即逆向选择效应, 表示利率每提高一单位, 借款人违约的概率上升了 $\partial \bar{p}/\partial r$ 个单位, 从而银行的期望收益就下降 $(1+r)\partial \bar{p}/\partial r$ 个单位。如果收入效应大于风险效应, 即 $\partial E(y)/\partial r > 0$; 反之, 如果收入效应小于风险效应, $\partial E(y)/\partial r < 0$ ²²。二者相加可能大于 0 也可能小于 0, 因此必定存在一个最佳的利率 r^* , 当 $r < r^*$ 时, $\partial E(y)/\partial r > 0$, 此时收入效应大于风险效应, 银行期望收益随着 r 的提高而增加; 当 $r > r^*$ 时, $\partial E(y)/\partial r < 0$, 此时低风险者退出, 风险效应大于收入效应, 银行的风险较高, 贷款的预期收益反而随着 r 的提高而降低。因此银行利率只能在一个有限的区间 $(r^* - \sigma, r^* + \sigma)$ ²³ 内浮动, 而不能为了追求名义上的高利息收入而盲目抬高利率。因此银行预期收益和贷款利率的关系如图 4.1 所示。

²²陈舜、席小炎, 贷款行为中的逆向选择与道德风险和信贷配给[J], 江西社会科学, 2005 (10): 136-138

²³杨再斌、匡霞, 国有商业银行对中小企业信贷配给行为的内生制度根源分析[J], 财贸研究, 2003(1): 26-32

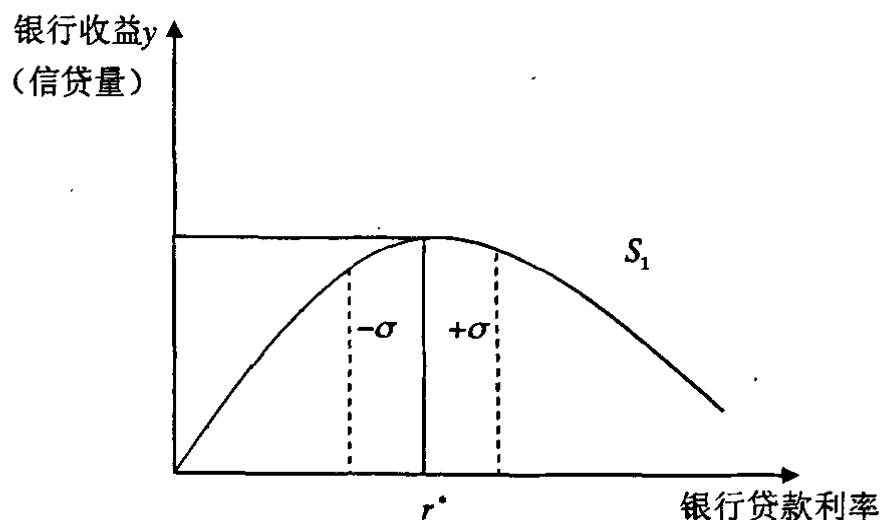


图 4.1 银行贷款收益与利率的关系

图中纵坐标表示银行预期收益，也可以用来表示信息不对称下的银行信贷量，横坐标表示利率水平，因此可以把图 4.1 中的曲线称为信息不对称下的银行贷款供给曲线 S_1 ²⁴。在信息对称的情况下，贷款供给量是随着贷款利率上升而上升的，把它称之为 S_2 ，如图 4.2，把信息不对称条件下企业贷款需求组合曲线称之为 D_1 ，把信息对称条件下企业贷款需求组合曲线称之为 D_2 ， D_1 曲线在 D_2 曲线的右方是因为在信息不对称条件下同等金额的贷款银行所要求的利率会比对称信息条件下高一些。

通过图 4.2 我们可以看到，信息对称下 D_2 与 S_2 相交于 r_2 点，此时银行愿意提供的贷款为 M_2 ，资金供给等于资金需求，达到瓦尔拉斯均衡。而在不对称信息下，银行供给曲线 S_1 出现折回，此时它的贷款需求曲线 D_1 无法相交，代表银行害怕风险过高而不愿意一味的提高贷款利率，此时银行会以收益最大化为准则，在最佳利率 r^* 下实行信贷配给，这时银行的最佳贷款量为 M_1 ，小于企业的贷款需求，表示银行为了避免风险，宁愿以较低的利率水平将贷款投放到一些风险较小知名度较高的大企业以获得相对安全的收益，这就使得在规模信用上都处于劣势的中小企业很难获得贷款。

²⁴贾林、吕海霞,基于制度经济学的银行信贷配给研究[J],价值工程,2005 (9):126-128

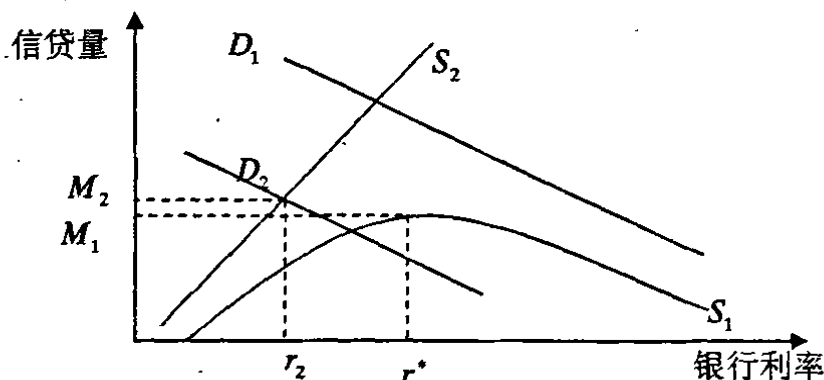


图 4.2 借款者对资金的需求曲线

2、道德风险与银行的信贷配给

道德风险是在交易之后由于信息不对称造成的问题，指的是：借款者可能从事从贷款者的角度来说不希望其从事的风险活动²⁵，因为这些活动会增加银行贷款的风险，很可能使这些贷款不能归还。同逆向选择一样，道德风险也会使得在利率提高时，由于企业会选择风险较高的项目，使得银行不但不能提高单位贷款收益，反而会下降，从而引起贷款供给曲线向下弯曲，使得通过利率的作用无法实现信贷市场的均衡，产生信贷配给。

下面将道德风险扩张并举例说明，为分析方便，仍假设借款者获得的贷款额都为一个单位。同时，还假设借款者都拥有两种可供选择的经营策略，一个策略是稳健经营，另一个是冒险经营。借款者选择稳健经营成功的概率是 p_1 ，可以取得的收益为 y_1 ；借款者选择冒险经营成功的概率为 p_2 ，可以取得的收益为 y_2 ， $y_2 > y_1$ ， $p_1 y_1 > p_2 y_2$ 。假设借款人的抵押担保为 C ，若投资失败，全部抵押品 C 归银行所有。一般来说稳健经营的成功概率高于冒险经营的成功概率，即 $p_1 > p_2$ 。银行也知道这种情况，但银行无法通过监督来保证借款者选择稳健经营的策略，因此，借款者会根据银行指定的利率高低来选择对自己有利的经营策略。再假定借款人付给银行的利息为 r ，当稳健经营的期望收益大于冒险经营的期望收益时，即 $p_1(y_1 - (1+r)) - (1-p_1)C \geq p_2(y_2 - (1+r)) - (1-p_2)C$ ，

$$\text{也就是 } r \leq \frac{p_1 y_1 - p_2 y_2 + (p_1 - p_2)C}{p_1 - p_2} - 1,$$

²⁵ Arrow, K. J. (1968), The Economic of Moral Hazard: Further Comment [J] American Economic Review, vol. 58

记均衡利率 $r^* = \frac{p_1 y_1 - p_2 y_2 + (p_1 - p_2)C}{p_1 - p_2} - 1$ 即, $r \leq r^*$ 的情况下, 借款者会选择稳健经营; 当 $r > r^*$ 时, 借款者会选择冒险经营。当借款人选择稳健经营的策略时, 银行的期望收益为 $p_1(y_1 - (1+r)) - (1-p_1)C$; 当借款人选择冒险经营的策略时, 银行的期望收益为 $p_2(y_2 - (1+r)) - (1-p_2)C$, 方程表示为:

$$b_1 = p_1(1+r) + (1-p_1)C = (p_1 + C - p_1C) + p_1r \quad r \leq r^* \quad \text{式(4.3)}$$

$$b_2 = p_2(1+r) + (1-p_2)C = (p_2 + C - p_2C) + p_2r \quad r > r^* \quad \text{式(4.4)}$$

根据式 4.3、4.4 可以看出, $r \leq r^*$ 时, 银行的预期收益是贷款利率 r 的增函数; 当 $r > r^*$ 时, 银行预期收益也是贷款利率 r 的增函数, 但是在 $r = r^*$ 时, 银行的预期收益突然逆转直下。因此, 尽管在 $r = r^*$ 时借款人可以任意投资于稳健项目或冒险项目, 借款人的预期收益完全相同, 但是银行此时从两种经营获得的预期收益却相差很大, 我们将 $r = r^* = \frac{p_1 y_1 - p_2 y_2 + (p_1 - p_2)C}{p_1 - p_2} - 1$ 代入到 4.3 和 4.4 式中, 算出企业分别采取

稳健经营和冒险经营时银行的预期收益差为: $b_1 - b_2 = p_1 y_1 - p_2 y_2 > 0$ 。

可见银行不希望企业采取冒险经营的做法, 因此银行不会一味地将利率提高至大于 r^* , 因此会增加银行的风险从而导致银行预期收益减少, 如图 5.3。

由于 $p_1 > p_2$, 则图 5.3 中左边的银行收益曲线比右边陡峭, 左边的银行收益比右边的银行收益增长更快。银行在 $r > r^*$ 时其预期收益反而会减少, 因此银行制定的贷款利率不会超过 r^* , 这样势必造成一部分借款者不能获得贷款。而在我国中小企业的财务状况不佳以及规模不大, 中小企业在申请贷款过程中处于弱势地位, 而且银行对中小企业申请贷款的筛选成本过高, 导致银行对中小企业实施信贷配给成为银行的理性行为。

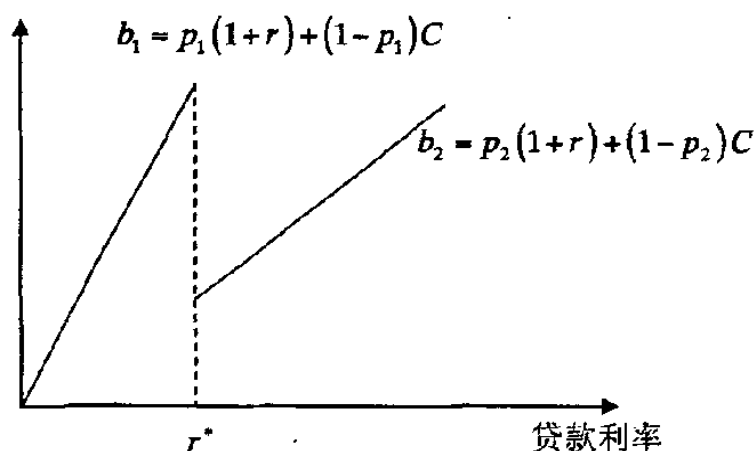


图 4.3 道德风险与银行最优贷款利率

3、银行对中小企业信贷配给对信贷传导效率的制约作用

商业银行实行信贷配给的结果就是对信贷市场进行分割，中小企业以及业绩差企业成为信贷配给的对象，而大企业、老企业以及优质企业受影响较少。由于信贷市场分割使中小企业在商业银行贷款决策中处于不利地位，既不利于这些企业自身的发展，也不利于我国货币政策的传导。现在中小企业对我国国民经济发展越来越重要，而信贷配给加剧了我国金融发展的结构不对称问题，即贷款主要对象和经济增长主体的不对称，使得中小企业无法获得资金用于投资，既不能拉动投资扩大供给增加国民收入，也不能拉动需求增加国民收入，从而无法成为我国货币政策传导的主体，导致信用传导环节中银行信贷——实体经济这一环节出现堵滞，使得在 1998—2002 年的通货紧缩时期，中央银行通过降低利率扩大货币供应量增加信贷刺激投资的举措效果不佳。即使是经济高速增长时期，银行信贷往往集中于垄断行业，利润高的行业，造成局部“超贷”。

4.3.2 国有企业高负债率使对货币政策反应效果不好

银行贷款作为债务融资在我国企业融资结构中占绝对重要性，导致了我国企业普遍较高的资产负债率。到 90 年代中后期，国有企业账面资产负债率在 65% 左右，如剔除账面无效资产，实际负债率在 75% 以上，少数行业出现资不抵债。

因此,一方面,在我国转制时期出现了我国货币供给的一种特殊现象——“倒逼机制”,企业占用了商业银行大量贷款,减少了商业银行的超额准备金,商业银行不仅不能派生存款,相反却增加了中央银行的借款,导致中央银行被动地提供基础货币。

另一方面,从企业自身角度来看,高负债导致了企业作为市场主体地位的失灵,不能很好地根据自身意愿经营。随着市场竞争日趋激烈、多数企业经济利润十分微弱的情况下,过高的资产负债率更是加大了企业的经营成本,效益进一步下滑,从而减弱了企业自主投资需求的意愿和能力。同时,企业资产负债率过高也使企业抵御市场风险能力和承受贷款能力大大下降,对货币政策变化的适应能力十分脆弱。当国家采取紧缩性货币政策时,企业或者根本无法在较短的时间内归还大量流动及固定资金贷款,或者因无力承受资金运用成本的提高,冒着再生产过程中断的危险,减少生产占用资金来偿还贷款。因此,紧缩政策要么达不到预期控制社会信用的目标,要么对实际经济运行造成过大冲击,并形成新的不良贷款。如果采取过分扩张的货币政策,在企业高负债、低效益运行,承受贷款能力和抵御风险能力均弱化的情况下,盲目增加贷款,势必造成新的呆坏账,加大化解金融风险的压力。这也是当前货币当局制定货币政策时不得不考虑的因素,从而使货币政策的力度和作用效果大大削弱。

4.3.3 信贷配给通过商业银行信贷传导,加大了宏观经济波动幅度

近年来,随着银行信贷风险管理制度的建立健全,尤其是信用评级的推广,企业在信贷可获性上逐渐分化,相互之间的差距越来越大,大企业尤其是上市公司和垄断性行业的优势企业,在各种融资活动中都处于有利的位置,一些垄断性行业的大型企业等所谓优质客户甚至成了商业银行竞相争夺的重点对象。信贷融资对象与股权融资对象的趋同趋势,社会资金集中于大企业。在中小企业实业投资的资金需求得不到满足的同时,一些大型企业可以比较优惠的条件获得大量的银行贷款。客观上来看,资金向大型企业集中本身并不一定有什么负面影响,如果这种集中是基于现实的投资或交易需求的话,但事情并非如此。一些大型企业虽然并不缺乏资金,但由于获得相当可观的

授信, 资金调动能力比较强。当股票市场行情看涨时, 在缺乏必要监督的情况下, 不少企业通过以银行贷款融资的方式投资股市, 致使相当规模的贷款虽然以实业投资的名义贷出但最终并未进入实体领域。

表 4.7 房地产开发企业的贷款情况表

年份	国内贷款 (万元)	国内贷款的 增长率 (%)	年份	国内贷款 (万元)	国内贷款的 增长率 (%)
1997	9111902	——	2001	16921968	1.221736
1998	10531712	1.155819	2002	22203357	1.312103
1999	11115664	1.055447	2003	31382699	1.413421
2000	13850756	1.246057	2004	31584126	1.006418

数据来源: 2005 年《中国统计年鉴》中的“房地产开发企业(单位)资金来源”表

在繁荣阶段, 商业银行的信贷配给也使银行贷款集中于少数大型企业、优质企业, 而且这些大型企业一般处于较热的垄断行业。因此, 银行信贷配给加剧了局部行业投资过热。

例如, 房地产行业近阶段的发展情况(见表 4.7)表明, 无论在紧缩时期还是在繁荣时期, 房地产行业获得银行的贷款逐年增加的。而且在经济繁荣时期, 国内贷款的增加速度明显加快。²⁶这说明了可贷资金的增加使信贷配给的程度减轻, 然而这种情况只是针对过热行业而言。可贷资金大部分以贷款形式转移到了过热行业。

4.4 小结

本章用了大量篇幅, 对中国货币政策信贷传导机制进行了分阶段研究。分为三个部分: 第一, 分析中央银行对商业银行可贷资金来源和总量的控制, 研究了中央银行对信贷传导机制的影响; 第二, 从商业银行可贷资金运用和贷款结构着手, 分析商业银行对信贷传导机制的影响; 第三, 商业银行信贷配给行为对信贷传导机制的影响。

从中央银行的角度看, 监管职能分离后, 在新的体制架构下, 人民银行分支机构贯彻执行货币政策有一个进步适应的过程。同时, 中央银行虽然不能影响商业银行资金的来源, 但是可以通过法定存款准备金率来影响商业银

²⁶ 中国人民银行广州分行货币政策传导课题组, 中国货币政策传导—理论与实证[M], 中国金融出版社, 2004:190-209

行可贷资金的变动。总之，银行信贷渠道的“中央银行主导阶段”的传导是比较有效的。

从商业银行的角度看，在可贷资金发生变动以后，商业银行的贷款总量会发生的相应的变动。因此，从整体上来看，“商业银行主导阶段”的传导是有效的。但是不良贷款使货币政策传导受阻，可能诱发信贷紧缩。

运用信贷配给理论分析商业银行信贷行为，得出银行对中小企业信贷配给对信贷传导效率的制约作用，国有企业高负债率使对货币政策反应效果不好，以及信贷配给通过商业银行信贷传导，加大了宏观经济波动幅度。

5. 加强我国商业银行在货币政策传导机制中的作用的政策建议

从长远看，我国货币政策传导渠道应该是规范的货币渠道，但是在当前和今后一定时期内，信贷渠道将仍然在货币政策传导中发挥重要作用。因此，应该创造信贷渠道传导货币政策的环境，提高货币政策传导机制的效率。建设信贷渠道环境应从这几个方面努力：

5.1 逐步完善商业银行的传导环境

商业银行要实现对货币政策的顺利传导，提高传导效率，离不开传导环境的完善。因此，构建一个良好的货币政策传导环境是提高商业银行货币政策传导效率的主要任务之一。

5.1.1 中央银行应规范其操作工具

1、扩大公开市场业务规模，充分发展其市场主导作用。首先，应进一步扩大一级交易商的范围。增加部分在市场上有一定影响力，吞吐货币能力较强的金融机构成为公开市场业务一级交易商，直接同中央银行交易，提高公开市场投放基础货币的比重。其次，应进一步发挥公开市场的主导作用，通过公开市场业务转变宏观调控方式。一方面利用公开市场吞吐基础货币调节货币供应量，另一方面通过公开市场利率的灵敏变化影响金融筹资成本，传导宏观调控的政策意图，进一步提高金融机构对货币政策取向的灵敏程度，引导金融机构提高经营管理水平。再次，为灵活调控商业银行货币流动性和货币市场利率，有效实现操作目标，要运用多种操作方式，包括进行正回购、

逆回购、买断、卖断等不同品种的多种组合，以及数量招标和利率招标等多种招标方式。最后，加强对商业银行头寸的分析和对一级交易商的窗口指导，进一步健全公开市场业务一级交易商资金供求报告制度，建立与一级交易商的定期联系制度，指导一级交易商通过交易行为传导央行货币政策意图。

2、完善存款准备金制度。我国目前尚未建立存款保险制度，中央银行实行的差额存款准备率，其职能并不是为了调节货币供应量，在很大程度上是为了中央银行掌握足够的资金实力，以利于给那些出现流动性困难和支付困难的商业银行以有力支持，从而稳定金融。在市场经济发展中，随着股票市场的发展和外资银行的加入，存款准备金必须适当调整，或分层次调整，要使存款准备金制度从金融稳定走向实现物价稳定和市场稳定。具体措施包括：第一，适当下调存款准备金率，提高货币乘数效应；第二，与国际接轨，建立存款保险制度。

3、中央银行要提高监管水，积极探索混业经营管理模式。首先，中央银行应当明确监管的内容，在此基础上思考监管的方法。彻底清理计划经济时代遗留的干预商业银行正常经营管理活动的管制内容，疏通货币政策传导的政策渠道。其次，中央银行在近期继续保持分业经营的同时，积极探索混业经营管理模式。如在金融监管上适当放宽对金融创新的限制，明确不同类型业务创新区别，实行备案制等等。这是因为：虽然现行的分业经营管理模式对于保障我国金融市场的有序运行和货币政策作用的有效发挥起到了积极的作用。但不同市场间(银行间、证券市场、保险市场)高额利差的存在，使严格的分业监管实际上成为不可能(成本太高)，所以从长期来看，以混业经营的政策均衡不同市场上的利率水平，是促进我国货币政策传导效率提高的必然选择。

5.1.2 培植社会信用环境

良好的社会信用环境是市场经济健康发展的重要基础，也是保证我国货币政策有效实施的重要条件之一。信用按层次区分为国家信用、银行信用、企业间的商业信用以及个人信用。培植社会信用环境是一个系统工程，应从多方面着手。

1、政府、银行及相关部门整体联动，努力整肃社会信用环境。社会信用环境的治理整肃是一个系统工程，必须充分发挥政府部门和市场的作用，调动社会各界的积极性，利用素质教育、道德规范、舆论监督、社会倡导、行政管理、法律约束等各种手段实行综合治理。首先，加大打击逃废银行债务的力度，各金融部门要积极争取地方政府、法院、公安和工商等部门的配合，联手对逃废银行债务行为进行制裁。其次，从正面入手抓信用培育，努力营造良好的信用环境。再次，广泛开展金融政策法规和信用意识宣传，积极营造全民懂金融，全民讲信用的良好氛围。最后，加强对企业法人和财务人员的素质培训，促进企业进一步完善财务制度，增强信用意识。

2、建立和完善社会信用制度。要建立起良好的信用环境和信用秩序，最根本的还是要建立和完善社会信用制度，要严格法律制度，规范法人行为准则，形成一种人人悟守信用的社会道德规范。首先，充分发挥银行信贷登记咨询系统的作用。在此基础上建立起企业的信用评估体系。对企业的信用情况进行记录备案，每年对企业法人代表的信誉程度和企业总体的资信情况进行评级，实行动态管理。其次，建立并完善个人信用制度。对每个人都形成一种外部的约束力，让讲信用的人得到实惠和利益，使违背诚实信用原则的行为无处藏身，促使人们珍惜和爱护自己的信用。

3、建立和完善信用担保体系，努力降低信贷资产风险。要在进一步整治信用环境的基础上，依照相关的法律法规，建立规范化的信用担保机构。第一、多渠道筹集担保资金，建立中央、省、地三级担保体系。要加快、加大建立企业信用担保体系的步伐，从而提高银行对企业的信贷支持。第二、规范信用担保体系。目前，由于部分信用担保机构设立和运作不规范，管理较为混乱；再则信用环境总体较差，担保机构的功能没能得到充分的发挥，担保机构自身得不到发展，担保的资产坏帐也较为普遍，所以必须对担保机构进行规范。具体规范措施包括：规范机构的市场准入；规范担保机构的担保基金来源和担保基金运作；规范担保机构的收费和规范反担保等业务的风险分散和补偿机制等。

5.2 优化商业银行的信贷配给行为

现代商业银行的经营目标为“安全性、流动性和盈利性”。多重的经营目标是现代商业银行经营的必然选择。但是多重的经营目标与关系型信贷配给之间并没有必然的因果关系。只是由于我国银企关系的不和谐,才导致了多重目标下的均衡信贷配给行为——关系(约束)型信贷配给,进而导致银行贷款向优势地区、优势企业、优势行业和优势客户的集中,而加剧我国中小企业的贷款难问题。因此,建立和谐的银企关系、缓解我国信贷市场的不对称性可以使我国商业银行的信贷配给行为更加科学合理,从而疏通银行信贷渠道的传导。建立和谐的银企关系需要政府部门与商业银行、企业等微观经济主体的大力配合。

5.2.1 积极发展地方性的中小金融机构,构建均衡信贷配给的新主体

从实施信贷配给的主体看,国有商业银行从基层撤退以后,我国地方性中小金融机构在总量上和结构上都呈现出不平衡的特征,信贷配给主体结构的失衡对中央银行货币政策信贷渠道的传导形成了制约。

地方金融机构基本宗旨是立足本地,服务本地经济。实践证明,这些金融机构与本地的中小型企业有千丝万缕的联系,能够有效的获得企业的财务信息,降低交易成本,一定规模的中小金融机构有助于降低信贷市场的企业规模门槛;并且,地方性中小金融机构能与地方中小型企业建立良好的战略关系,形成新的银企关系,弥补大型银行信贷网中遗漏的中小企业。因此,要扩大我国货币政策传导的辐射范围,首先,必须在全国范围内建立起与基层金融服务需求尤其是中小企业信贷需求相匹配的广大的中小金融机构如城市、农村商业银行,而民间借贷作为我国目前客观存在的一种融资形式,且在部分地区还非常活跃,则意味着市场有这个需求,相关政府部门可以考虑把这个需求显形化或者合法化,成立完全意义上的民营银行,为货币政策的信贷渠道传导建立更多的“毛细血管”。其次,政府部门应积极支持并壮大地方性商业银行及农村信用社的资金实力,使他们拥有更大的资源配置权,引导中小银行合理定位,开展特色化经营,如结合服务地区和银行的实际特点

创造与开发适合中小企业的金融业务和业务品种。在发达的沿海地区与不够发达的中西部地区都能形成与当地经济金融发展相适应的中小机构服务当地企业与经济。

5.2.2 加快国有独资商业银行改革，增强商业银行科学决策信贷配给的能力

首先，完善商业银行的公司治理结构，强化商业银行的利润目标。在经济转轨时期，我国商业银行表现出的以追求“政绩”为目标的经营方式弱化了其科学决策信贷配给的能力，这从体制上又根源于我国商业银行公司治理结构的不完善。因此，健全和完善公司治理结构成为国有商业银行改革的关键环节之一。健全和完善的公司治理结构必须具备以下特征：第一，是现代企业制度运营方式而不是行政化的运作方式，这意味着银行的管理人员与银行的以获取利润最大化为经营目标的一致；第二，具备完善的公司治理的组织体系，即存在股东大会、董事会和监事会，并且各部门与高级管理人员之间的职责和权利是非常明确的。健全和完善的公司治理结构会使得银行管理者与银行各部门之间形成有效的激励机制和权利制衡机制，从而降低委托——代理成本，在强化商业银行利润目标的前提下，提高银行的信贷配给决策能力进而提高经营效率。

其次，完善现有的国有商业银行信贷资金风险管理体制，建立风险与收益相对称的风险激励约束机制，切实解决实际上存在于商业银行的风险防范与金融服务的两难问题，即解决追求安全性和盈利性目标的矛盾。这是强化中央银行货币政策实施效果、确保货币政策传导机制畅通的关键。一方面，建立科学的信用评级制度，开拓银行贷款的业务范围。抵押贷款是商业银行为了降低贷款风险而通常采取的发放贷款方式，而在消费信贷、优质企业信贷等领域，虽然借款人难以提供贷款抵押，但是其资信程度是很高的，这些领域的业务需要通过科学的信用评级制度来筛选和开拓。利用自身特点积极开发对中小企业与消费者的信贷业务；在新的监管体制下，商业银行应该学习国际成功银行的先进经验，根据自身的情况，采用风险管理的合适模型，确定出银行的最优资本充足率水平，避免资本的闲置产生的不经济效应。同时，在有利的宏观经济环境下，商业银行应该抓住时机降低风险，真正提高

自身的经营管理水平,优化资产结构,实现可观的利润,使资本金具备随时补充的来源,使资本约束对银行贷款的负面影响减小,缓解商业银行追求“利润最大化”目标和“保障资产质量”目标的矛盾,即“盈利性”和“安全性”的矛盾,从而提供更科学、合理的信贷配给。

再次,构建科学的组织结构、积极创新信息管理手段,缓解银行与企业间的信息不对称问题。一方面,科学、合理的信贷配给需要有简短的管理链条体制做为基础,目前我国四家国有独资商业银行仍然存在管理链条过长、信息传导不畅的问题。基层银行的贷款职能上收直接使得基层商业银行不能自主地结合各地经济发展现状和产业结构调整对资金的合理需求及时发放贷款。因此,商业银行应在实现组织结构扁平化的基础上科学合理地划分信贷管理的权限,使科学、合理的信贷配给为商业银行创造更多利润的同时,在一定程度上也可以缓解中小企业、“三农”贷款难问题。另一方面,商业银行应积极创新信息管理手段。我国信贷市场的不对称主要是由于银行与企业间的信息不对称造成的,商业银行应利用通讯技术的发展,逐步实现信息收集、处理和传递的标准化,提高信息的处理效率,降低获得信息的成本,促进信息在银行内部及时、准确的传播。

参考文献

- [1] 约翰·G·格利, 爱德华·S·肖 《金融理论中的货币》[M], 上海人民出版社, 1994
- [2] 夏德仁、张洪武、程智军, 《货币政策传导的“信贷渠道”述评》[J], 金融研究, 2003 (5)
- [3] K. F. 齐默尔曼, 《经济学前沿问题》[M], 中国发展出版社, 2004, p6
- [4] Ben S. Bernanke & Alan S. Blinder. Credit, Money, And Aggregate Demand. Working paper, 1988, No. 2534, NBER
- [5] 方显仓, 《我国货币政策信用渠道传导理论》[M], 上海财经大学出版社, 2004, p48-79.
- [6] 姜波克, 《开发经济下的货币市场调控》[M], 复旦大学出版社, 1999, p178-179
- [7] Ben Bernanke, and Mark Gertler. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. The American Economic Review, 1989, 79(1): 14-31
- [8] Ben Bernanke, Mark Gertler & Simon Gilchrist. The Financial Accelerator And The Flight To Quality. Working paper, 1994, No. 4789, NBER
- [9] Ben Bernanke and Mark Gertler. Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. The American Economic Review. 1989, 79(1): 14-31
- [10] Bernanke, B. S. and Gertler, M. Inside the Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. The Journal of Economic Perspectives. 1995, 9(4): 27-28
- [11] Kashyap, Stein & Wilcox. Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence From the Composition of External Finance. Working Paper, 1992, No. 4015, NBER

- [12] Oliner, Stephen and Glenn Rudebusch. Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy. FRBSF Economic Review, 1996, (1): 3-13
- [13] 曾宪久,《货币政策传导机制论》[M], 中国金融出版社, 2004, p307-330
- [14] Ben Bernanke and Alan Blinder. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. The American Economic Review, 1992, 82(4), 901-921
- [15] C. D. Romer & D. H. Romer. New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism. Brookings Papers on Economic Activity, 1990, (1): 149-213
- [16] Williamson, Stephen. Costly Monitoring, Optimal contracts, and Equilibrium Credit Rationing. Quarterly Journal of Economics, 1987, (12): 135-148
- [17] Ben Bernanke, Mark Gertler, and Simon Gilchrist. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, 1998, NBER, 64-55
- [18] 王振山, 王志强,《我国货币政策传导途径的实证研究》[J], 财经问题研究, 2000, (12): 60-63
- [19] 刘斌,《货币政策冲击的识别及我国货币政策有效性的实证分析》[J], 金融研究, 2001, (7): 1-9
- [20] 李斌,《中国货币政策有效性的实证研究》[J], 金融研究, 2001, (7): 10-17
- [21] 周英章、蒋振声,《货币渠道、信用渠道与货币政策有效性》[J], 金融研究, 2002, (9): 34-43
- [22] 蒋瑛隽、刘艳武、赵振全,《中国货币需求函数的实证分析-基于两阶段(1978-1993, 1994-2004)的动态检验》[J], 中国软科学, 2005, (2): 24-33
- [23] 樊明太,《金融结构及其对货币传导机制的影响》[J], 经济研究, 2004, (7): 27-35
- [24] 时文朝、谢晓炳,《赣鄂湘 2003 年 1-4 月货币政策实施报告》[J], 武汉金融, 2002, (6): 11-18
- [25] 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》[J], 金融研究, 2002, (6): 63-73
- [26] 穆争社,《论信贷配给对宏观经济波动的影响》[J], 金融研究, 2005,

(1):74-81

[27]戚自科,《货币政策传导机制理论最新前沿》[J], 经济学动态, 2004,

(12):17-22

[28]白钦先、李安勇,《试论西方货币政策传导机制理论》[J], 国际金融研究, 2003, (6):4-8

[29]Kashyap, Stein and Wilcox. Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. The American Economic Review. 1993. 83(1):78-98

[30]高鹤,《中国银行业不良资产生成机制-基于经济转型的分析框架》[J], 财经科学, 2006, (12)

[31]阎庆民、李木祥,《中国货币政策传导机制及其效应研究》[J], 四川成都:西南财经大学出版社, 2001, p480

[32]樊纲,《克服信贷萎缩与银行体系改革》[J], 经济研究, 1999 (01):3-8

[33]钱小安,《信贷紧缩不良贷款陷阱的形成及其治理》[J], 金融研究, 2000(05):29-38

[34]Stiglitz. Joseph, and Andrew Weiss, Credit Rationing in Markets with Imperfect information American Economic Review, 1971, no. 3 (June 1981), 387-393

[35]王书贞、蒋建华、奚媛媛,《信息不对称、信贷配给与中小企业融资》[J], 江苏社会科学, 2005 (6):223-227

[36]陈舜、席小炎,《贷款行为中的逆向选择与道德风险和信贷配给》[J], 江西社会科学, 2005 (10):136-138

[37]杨再斌、匡霞,《国有商业银行对中小企业信贷配给行为的内生制度根源分析》[J], 财贸研究, 2003(1):26-32

[38]贾林、吕海霞,《基于制度经济学的银行信贷配给研究》[J], 价值工程, 2005 (9):126-128

[39]Arrow, K. J. (1968), The Economic of Moral Hazard: Further Comment [J] American Economic Review, vol. 58

[40]中国人民银行广州分行货币政策传导课题组,《中国货币政策传导——理论与实证》[M], 中国金融出版社, 2004:190-209

附录

附录一

Y/Q	GDP	CPI	MI	LOAN
199803	15899.4	203.2	33110.7	75928.9
199806	18831.6	194.9	33775.7	78805.9
199809	19704.4	199	36501.4	82644.9
199812	25117.6	198.5	38953.7	86524.1
199903	16784.0	199.5	38053.6	87825.6
199906	19405	190.8	38821.8	90620.3
199909	20611	197.4	41913.9	93390.4
199912	25254	196.5	45837.2	93734.3
200003	18172.7	199.1	45158.4	95776.6
200006	21318.7	191.8	48024.4	94847.9
200009	22632.5	197.4	50616.9	95995.5
200012	27279.6	199.5	53147.2	99371.1
200103	19894.9	200.7	53033.4	102470.6
200106	23047.1	194.5	55187.4	106553.4
200109	24284.9	197.2	56824	108973.2
200112	30087.9	198.9	59871.6	112314.7
200203	21020.3	199.1	59474.8	116255
200206	24515.5	192.9	63144	121137.6
200209	26146.5	195.8	66797	126366.7
200212	33108.7	198.1	70882	131293.9
200303	23562	200.9	71438.8	139436.6
200306	26491	193.5	75923.2	149156.6
200309	29061	198	79163.9	156060
200312	37580	204.4	84118.6	158996.2
200403	27262	206.9	85815.6	167442.5
200406	31781	203.2	88627.1	169905.2
200409	34452	208.3	90439.1	173473.1
200412	43380.7	209.3	95969.7	178197.8
200503	37957	212.5	94738.1	185461.3
200506	42025	206.4	98597.3	186178.7
200509	44803	210.2	100960.5	190941.9

200512	57536	212.7	107275.6	194690.4
200603	43391	214.2	106737.1	206394.6
200606	48052	209.5	112342.4	215302.6
200609	50034	213.3	116814.1	221035.9
200612	66508.5	214.5	126028.1	225285.3

附录二

Null Hypothesis: GDP has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.431328	0.9822
Test critical values:	1% level	-4.243644	
	5% level	-3.544284	
	10% level	-3.204699	
R-squared	0.182676	Mean dependent var	4.657507
Adjusted R-squared	0.131593	S.D. dependent var	6.740438
S.E. of regression	6.281302	Akaike info criterion	6.594848
Sum squared resid	1262.552	Schwarz criterion	6.728164
Log likelihood	-112.4098	F-statistic	3.576084
Durbin-Watson stat	2.402269	Prob(F-statistic)	0.039656

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.160768	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.252879	
	5% level	-3.548490	
	10% level	-3.207094	
R-squared	0.624666	Mean dependent var	0.419515
Adjusted R-squared	0.600451	S.D. dependent var	9.718681
S.E. of regression	6.143165	Akaike info criterion	6.552655
Sum squared resid	1169.893	Schwarz criterion	6.687333
Log likelihood	-108.3951	F-statistic	25.79659
Durbin-Watson stat	2.008863	Prob(F-statistic)	0.000000

Null Hypothesis: LOAN has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.735237	0.9622
Test critical values:	1% level	-4.243644	
	5% level	-3.544284	
	10% level	-3.204699	
R-squared	0.182709	Mean dependent var	19.63702
Adjusted R-squared	0.131628	S.D. dependent var	12.39817
S.E. of regression	11.55341	Akaike info criterion	7.813655
Sum squared resid	4271.402	Schwarz criterion	7.946971
Log likelihood	-133.7390	F-statistic	3.576870
Durbin-Watson stat	1.364973	Prob(F-statistic)	0.039630

Null Hypothesis: D(LOAN) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.140383	0.0131
Test critical values:	1% level	-4.252879	
	5% level	-3.548490	
	10% level	-3.207094	
R-squared	0.356698	Mean dependent var	0.313329
Adjusted R-squared	0.315195	S.D. dependent var	13.57374
S.E. of regression	11.23267	Akaike info criterion	7.759627
Sum squared resid	3911.356	Schwarz criterion	7.894305
Log likelihood	-128.9137	F-statistic	8.594453
Durbin-Watson stat	2.020573	Prob(F-statistic)	0.001073

Null Hypothesis: M1 has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.371329	0.9848
Test critical values: 1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	
R-squared	0.246539	Mean dependent var
Adjusted R-squared	0.199447	S.D. dependent var
S.E. of regression	5.244894	Akaike info criterion
Sum squared resid	880.2854	Schwarz criterion
Log likelihood	-106.0986	F-statistic
Durbin-Watson stat	1.885135	Prob(F-statistic)

Null Hypothesis: D(M1) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic based on AIC, MAXLAG=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.410494	0.0005
Test critical values: 1% level	-4.252879	
5% level	-3.548490	
10% level	-3.207094	
R-squared	0.487092	Mean dependent var
Adjusted R-squared	0.454001	S.D. dependent var
S.E. of regression	5.310154	Akaike info criterion
Sum squared resid	874.1297	Schwarz criterion
Log likelihood	-103.4407	F-statistic
Durbin-Watson stat	1.834807	Prob(F-statistic)

Date: 10/10/07 Time: 09:56
 Sample (adjusted): 1999Q1 2006Q4
 Included observations: 32 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: GDP M1 LOAN
 Lags interval (in first differences): 1 to 2
 Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.494837	43.06586	29.79707	0.0009
At most 1 *	0.384332	21.21386	15.49471	0.0061
At most 2 *	0.162961	5.692324	3.841466	0.0170

Date: 10/10/07 Time: 09:57
 Sample (adjusted): 1999Q1 2006Q4
 Included observations: 32 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: GDP M1
 Lags interval (in first differences): 1 to 2
 Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.447957	28.12800	15.49471	0.0004
At most 1 *	0.247888	9.115854	3.841466	0.0025

Date: 10/10/07 Time: 09:58
 Sample (adjusted): 1999Q1 2006Q4
 Included observations: 32 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: GDP LOAN
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value Prob.**
None *	0.406842	20.36132	15.49471 0.0085
At most 1	0.107739	3.647891	3.841466 0.0561

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 10/10/07 Time: 13:00
 Sample: 1998Q1 2006Q4
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs.	F-Statistic	Probability
LOAD does not Granger Cause GDP	34	1.64901	0.20976
GDP does not Granger Cause LOAD		1.94015	0.16188

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 10/10/07 Time: 13:01
 Sample: 1998Q1 2006Q4
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs.	F-Statistic	Probability
M1 does not Granger Cause GDP	34	1.53302	0.23287
GDP does not Granger Cause M1		1.67425	0.20506

Dependent Variable: LND

Method: Least Squares

Date: 10/01/07 Time: 22:28

Sample: 1990 2005

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNI	-0.269658	0.035299	-7.639292	0.0000
LN Y	1.213243	0.037581	32.28360	0.0000
C	3.049539	0.039622	8.979223	0.0000
R-squared	0.996544	Mean dependent var	11.20781	
Adjusted R-squared	0.996012	S.D. dependent var	0.966957	
S.E. of regression	0.061065	Akaike info criterion	-2.586391	
Sum squared resid	0.048476	Schwarz criterion	-2.441531	
Log likelihood	23.69113	F-statistic	1874.066	
Durbin-Watson stat	2.311843	Prob(F-statistic)	0.000000	

后 记

本文从选题、构思、搜集资料到定稿，期间破费周折，即使现在已经完成，心中依然忐忑不安，毕竟货币政策信贷传导渠道有许多问题需要更深入、更透彻地去分析研究，而本文不过是在前人理论研究的基础上，对我国银行信贷渠道的简单分析，未能从新的视角对其进行更深入的研究。论文还存在一些不足之处：1、中央银行在银行信贷传导渠道发挥的作用有必要进一步展开；2、我国从1984年开始确立中央银行制度，才有真正意义上的货币政策，由于数据查询的困难，只能采集到1998年到2006年的季度数据，所以数据量并不是很充分，会对实证结果产生一定的影响。同时，由于在很多情况下，数据会有一些的季度影响因素没有排出，这些都是计量分析不可避免的误差因素，也会对实证分析产生一定的影响。3、信贷传导渠道包括银行信贷传导渠道和资产负债表渠道。这里论文只侧重研究银行信贷传导渠道，可能缺乏从信贷传导整体把握。因此，作者不敢妄言本文会对信贷渠道理论的发展有所贡献，只求通过本文的写作，对作者在两年半来学习的知识进行梳理和总结，同时能够提高研究、分析问题的能力，为今后的学习工作打下良好的基础。

“路漫漫其修远兮，吾将上下而求索”。由于本人所学有限，且考虑问题难免有所不周，论文中一定还有不少问题值得商榷，作者希望在答辩组各位老师帮助和指导下，对本文进行进一步的完善和改进。

致 谢

本文的协作自始至终得到了恩师刘书祥副教授的悉心指导。刘老师不仅从研究方法、立论角度、观点表述等方面进行传授启发,而且在遣词造句等方面也耐心修正;正是在老师严谨治学风格的启迪下,我才得以完成这篇论文。老师的言传身教使我终身难忘,借此论文定稿之际,我向我的导师刘书祥副教授表示最诚挚的敬意。

在这篇论文的写作过程中,参阅了大量的文献资料,在此向这些作者和专家予以一并表示真诚谢意。

感谢各位评审老师阅读和指导我的论文!

最后,谨以这篇论文献给我的父亲和母亲!

郑志峰

2007年11月

在读期间科研成果目录

在读期间科研成果目录（在读期间已发表的专著、论文、课题、教材、工具书等）				
序号	题 目	刊物或出版社	排名情况	备注
1	从食堂饭菜中发现虫子之后的 博弈分析	研究生论坛	独立作者	2006 年 第 2 期
2	论国有企业的激励约束机制	商业文化	独立作者	2007 年 第 7 期