

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2011.05.001

我国货币政策传导中的信贷渠道分析^{*}

孟钊兰, 刘 粟

(兰州商学院 金融学院, 甘肃 兰州 730020)

摘 要:信贷渠道作为货币政策的传导渠道之一,对货币政策的实施效果的取得有着重要的作用。文章通过分析信贷渠道在我国货币政策传导中的重要性和有效性,认为信贷渠道在我国货币政策的传导机制中是有效并且占主要地位的,同时由于货币政策的时滞性,又会给经济运行带来一定风险。

关键词:货币政策;信贷渠道;传导机制;物价;经济增长

中图分类号:F822.0 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2011)05-0001-06

货币政策是中央银行为实现其特定的调控目标所采取的各种调节和控制货币供应量措施的总称,其调整会在持续两年或者更长的时期内对真实产出水平产生影响。在货币政策的研究中涉及一个相当重要的方面,即货币政策传导机制问题。货币政策传导有两个基本渠道:信贷渠道和货币渠道。在我国由于金融市场不成熟等原因,信贷渠道传导在货币政策传导中发挥着不可替代的作用。

一、关于货币政策中信贷渠道传导的文献综述

信贷渠道强调了由于金融市场上广泛存在着信息不对称,只要中央银行能有效调控贷款供给和存在着贷款依赖型的部门,则就能使信贷供给变动具有真实的效应。在国外的文献中,大都将

研究重点集中在了信贷渠道的存在性的证明上。Bernanke 和 Blinder(1988)率先提出信贷渠道由银行贷款渠道和资产负债表渠道组成,并从银行贷款的角度出发,对传统凯恩斯主义 IS-LM 模型进行了修正,探讨了中央银行如何通过信贷渠道运用货币政策调节存贷机构的贷款供给能力以及贷款依赖型私人部门的存在问题。Kashyap、Stein 和 Wilcox(1993)利用数量模型研究发现中央银行通过货币政策变动能够改变银行贷款和商业票据的组合。当货币政策紧缩时,企业外部融资结构发生变动,银行贷款下降,但同时商业票据的发行增加,这表明紧缩性货币政策确实能够减少贷款供给,从而证明了银行贷款渠道传导机制的存在并影响到投资和产出。Bernanke 和 Gertler(1995)通过研究也认为货币政策除了会影响借款者的资产负债表以外,还会通过改变金融中介

* [收稿日期]2011-08-14

[作者简介]孟钊兰(1956—),女,山东潍坊人;教授,硕士生导师,在兰州商学院金融学院任教,主要从事商业银行经营与风险管理研究。

刘粟(1985—),女,河南邓州人;硕士研究生,兰州商学院金融学院,主要从事商业银行经营与风险管理研究。

机构的信贷供给,尤其是商业银行的贷款,来影响企业的外部融资额外费用,即货币政策通过银行贷款渠道传导。Kashyap、Stein (1995)、De Haan (2003) 和 Hlúsiewicz et al (2006) 分别利用美国、荷兰和德国的银行数据证明了银行信贷的波动引起实际产出的波动,并同时发现货币紧缩对流动性和资本有限的小银行具有更大的效应。

在我国,由于中央银行对贷款总量一直实行的是规模控制,并且非金融机构资金来源也主要是银行,货币政策中信贷渠道的存在条件基本满足,所以大多数的研究也都集中于信贷渠道在货币政策传导机制中的地位。王振山、王志强(2000)运用协整检验和 Granger 因果检验方法对我国货币政策传导途径进行实证分析,得出了无论20世纪80年代还是20世纪90年代,信贷渠道都是我国货币政策的主要传导途径的结论。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年的货币政策传导机制进行实证分析,提出中国的货币政策是通过信贷渠道和货币渠道的共同传导发挥作用的,但相比之下信贷渠道占主导地位。蒋英琨、刘艳武、赵振全(2005)对我国1992—2004年的银行贷款、M2和M1进行实证研究得出的结论为:银行贷款对物价和产出最终目标影响最为显著,M2次之,M1最差,这表明20世纪90年代以后信贷渠道在我国货币政策传导机制中占有重要地位。江

群、曾令华(2008)基于VAR模型的脉冲响应分析结果表明,1998—2007年信贷渠道在我国货币政策传导机制中占有重要地位,货币政策效果不佳与信贷渠道梗阻密切相关。这些研究都说明了信贷渠道在我国货币政策传导中发挥着重要的作用。

二、信贷渠道在我国货币政策传导中的重要性

(一) 银行贷款是信贷渠道传导的主要方式

货币政策信贷渠道传导的实现途径有两条:一条是银行贷款途径,即货币政策对存款机构的贷款供给产生影响,进而对经济产生作用;另一条是资产负债表途径,强调货币政策的变化对借款者的资产负债表及利润表的影响。近年来,我国企业的外部融资方式呈现了多样化趋势,但仍以银行间接融资为主,在这种情况下我国的银行贷款途径在信贷渠道传导中占主要的地位。

从2003年到2010年我国非金融机构部门融资总量(表1)中可以看到:我国非金融机构部门的融资总量逐年增加,大约80%都是来自于银行贷款的方式;同时,在融资结构上,间接贷款占绝对比重,远远超过企业债券、股票和国债的融资量。这意味着我国企业对银行贷款资金的依存度非常高,资本市场价格变化对企业影响非常微小,换言之,我国信贷渠道的资产负债表效应不明显。

表1 2003年—2010年我国非金融机构融资总量表 (亿元人民币)

年份	融资总量	贷款		股票		国债		企业债	
		融资量	占比	融资量	占比	融资量	占比	融资量	占比
2003年	35 154	29 936	85.2%	1 357	3.9%	3 525	10.0%	336	0.9%
2004年	29 023	24 066	82.9%	1 504	5.2%	3 126	10.8%	327	1.1%
2005年	30 677	24 617	80.3%	1 053	3.4%	2 977	9.7%	2 010	6.6%
2006年	39 874	32 687	82.0%	2 246	5.6%	2 675	6.7%	2 266	5.7%
2007年	49 705	39 205	78.9%	6 532	13.1%	1 790	3.6%	2 178	4.4%
2008年	60 486	49 854	82.4%	3 527	5.8%	1 027	1.7%	6 078	10.1%
2009年	130 747	105 225	80.5%	5 020	3.8%	8 182	6.3%	12 320	9.4%
2010年	111 136	83 572	75.2%	6 116	5.5%	9 735	8.8%	11 731	10.5%

资料来源:中国人民银行2003至2010年各年《货币政策执行报告》

(二) 我国货币政策执行过程中信贷渠道传导影响银行贷款的主要方式

在我国,银行贷款途径在信贷渠道传导过程

中占主要的地位,而中央银行信贷渠道传导对于银行贷款的影响主要体现在:中央银行提高贷款利率水平,企业和居民的借款成本上升,居民消费

和投资下降,国内生产总值下降;中央银行提高法定存款准备金率,银行的可供资金减少,从而缩减贷款量;除此之外还会通过“窗口指导”等方式对商业银行的贷款从总量上和结构上进行调控。以下是我国2003—2010年中央银行通过信贷渠道影响银行贷款的几个阶段:

第一个阶段:2003—2006年,为了管理通货膨胀预期,实施稳健的货币政策。中央银行分别通过公开市场业务、调整存款准备金率和利率、加强窗口指导来影响商业银行的贷款。其中2006年为回收银行体系的流动性剩余,分三次上调金融机构存款准备金率共1.5%,使存款准备金达到9%,累计冻结银行资金约1万亿元;两次上调金融机构贷款基准利率,使一年期贷款利率达6.12%。

第二个阶段:2007—2008年上半年,我国实施稳健的货币政策,但此时政策偏向从紧。这一时期十五次上调存款准备金率,累计上调8.5%,使其达到17%,累计冻结银行资金约2.89万亿元;六次上调金融机构人民币存贷款基准利率,使一年期存款利率达到4.14%,一年期贷款利率达到7.47%;对金融机构进行窗口指导和信贷政策引导,提示金融机构加强信贷管理和风险防范,优化信贷结构。

第三个阶段:2008年下半年—2009年,为应对国际金融危机的影响,开始实施适度宽松的货币政策。期间五次下调存贷款基准利率;四次下调存款准备金率,使大型存款类金融机构的存款准备金率达到15.5%,中小型存款类金融机构的存款准备金率达到13.5%;同时对金融机构进行窗口指导,引导其扩大信贷总量,并与结构优化相结合,向“三农”、中小企业和灾后重建等倾斜,保持银行体系流动性充裕。

第四个阶段:2010年,继续实施适度宽松的货币政策,搭配使用存款准备金率和公开市场操作等工具对冲银行体系部分过剩流动性,促进银行体系流动性总体适度;六次累计上调人民币存款准备金3%,使大型金融机构的准备金率达到18.5%,中小金融机构的准备金率达到15%,累计冻结银行资金约2.02万亿。第四季度,为稳定

通货膨胀预期,抑制货币信贷快速增长,两次上调金融机构人民币存贷款基准利率,使一年期存款利率达到2.75%,一年期贷款利率达到5.85%,同时上调再贷款利率;对金融机构进行窗口指导,鼓励和引导金融机构合理调整信贷结构和投放节奏,执行差别化房贷政策,促进房地产市场健康平稳发展。

第五阶段:2011年以来,为稳定物价,加强宏观调控,开始实行稳健的货币政策,但趋向于适当收紧。截止2011年4月21日,中央银行已经两次上调存贷款基准利率,累计调整0.5%,一年期存款利率达到3.25%、贷款利率达到6.31%;同时四次上调存款准备金率,使大型金融机构的存款准备金率达到20.5%,中小金融机构的存款准备金率达到17%;并优化信贷结构,引导商业银行对重点领域和薄弱环节的信贷支持,严格控制对“两高”行业和产能过剩行业的贷款。

通过对五个阶段的总结可以看出,在我国货币政策传导过程中,主要通过调整存贷利率和存款准备金率以及窗口指导的方式来影响银行资金供给的规模和结构,从而达到调整货币供应量、稳定物价、促进经济可持续发展的目标。

三、我国信贷渠道传导的有效性检验

我国货币政策的最终目标是保持货币币值稳定,并以此促进经济增长。因此,要检验信贷渠道传导的有效性,就要从货币政策的最终目标实现效果上来检验。因为货币币值稳定在我国主要以CPI为衡量标准,而宏观经济增长经常用GDP来表示,故本文主要以这两个指标来进行检验。

(一) 银行贷款对物价的影响

当中央银行调高或调低利率和存款准备金率时,商业银行可供资金也会随之变化,进而引起资金价格的变化,而物价也会受到资金价格变化的影响。从图1中看到,通过控制贷款来治理通货紧缩和通货膨胀是有效果的。例如,我国在2003年底到2005年CPI一直处于较高的位置,中央银行紧缩银根,使银行贷款增速不断下降,最终控制CPI的增长速度,同样的阶段也出现在2007—2008年上半年和2010年以后;而对于通货紧缩的影响则表现在2008年下半年到2009年实施的

适度宽松的货币政策,中央银行通过加大贷款的增量来促进经济增长。

但由于政策的制定和实施的滞后性,CPI与银行贷款出现了这样的情况:中央银行为治理通货紧缩,加大银行贷款量,当期经济出现逐渐增长。但由于政策影响的持续性,同时也出现了“顺经济周期”的现象,即经济已经出现趋热的状态时,中央银行才开始改变宽松的货币政策方向,此时经济并不能按照政策调整的方向运转,而保

持原有的惯性,这样就容易产生经济过热或过紧状态。如2007年初美国次贷危机已经初露端倪,由于对美国次贷危机的严重性存在较强的认识时滞,直到2008年下半年我国政府才开始调整经济政策,货币政策由“从紧”转为“适度宽松”,财政政策由“稳健”转为“积极”。前期经济政策的作用时滞加剧了2008年底经济下滑,而同样由于作用时滞,使得本期的经济政策作用没有充分发挥,对抑制经济下滑的作用大打折扣。

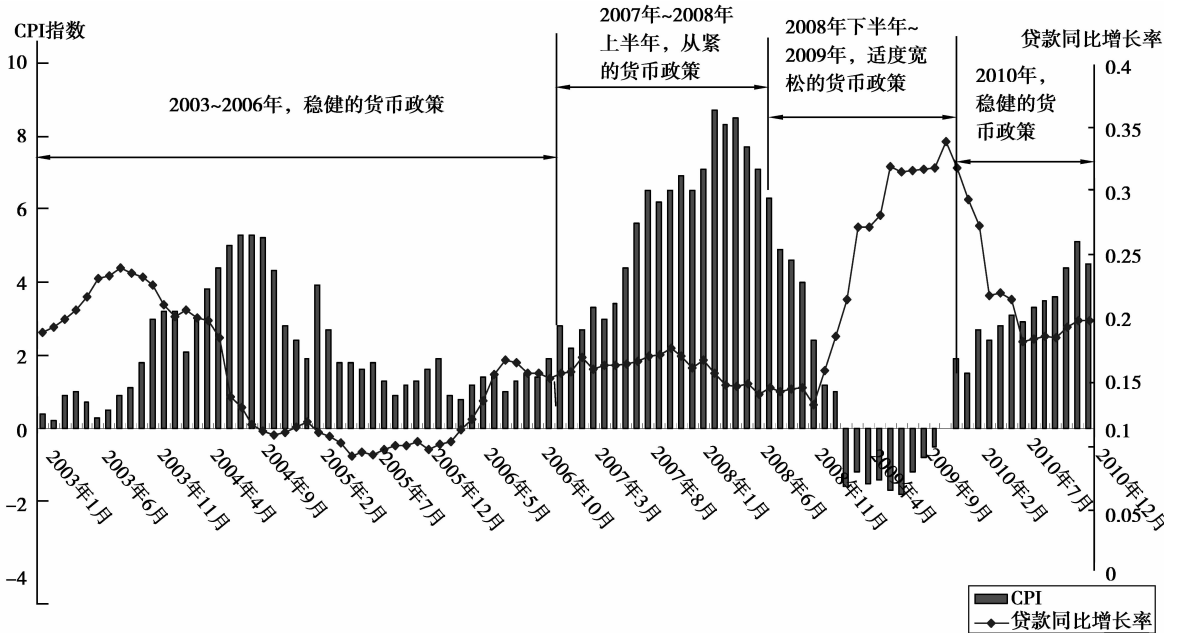


图1 我国2003至2010年CPI与贷款同比增长率关系图

数据来源:根据中国人民银行和国家统计局公布的数据整理与计算

(二) 银行信贷对经济增长的影响

货币政策传导中的银行信贷渠道主要表现为银行贷款直接作用于投资,通过投资影响产出的增加,中央银行可以直接或间接控制银行的贷款规模。这样一来就形成了一条中央银行→商业银行→企业投资→产出的信贷传导机制。

为了检验银行信贷对于产出是否有促进作用,本文选择2003年1月到2010年11月的银行贷款增长率CR和代表宏观经济增长的工业增加值增长率IN的月度数据来进行实证检验。

首先用Census X12方法,对银行贷款增长率和工业增加值增长率进行季节调整。其次,对宏观经济时间序列建立模型时,如果直接进行分析容易造成“虚假回归”现象,此时统计的推断标准

常常失去意义,需要对涉及的时间序列变量平稳性进行检验。这里采用ADF单位根经验法检验各变量的平稳性,检验结果(如表2)所示。检验结果显示,在一阶差分的情况下,各变量在10%显著性水平下均拒绝了存在单位根的原假设,表明各变量在样本期内均是平稳变量。对平稳变量可直接进行格兰杰因果检验。

根据从表3的检验结果,拒绝原假设“CR不是IN的格兰杰原因”,即在我国银行贷款的增长CR是工业增加值增长率IN的格兰杰因。我国银行贷款的增加会促进工业增加值的增加,因此我国信贷渠道中银行贷款的增加对经济有着重要的影响。

但在检验过程中也发现,我国贷款对工业产

出产生影响的过程中存在较长的滞后期。以2008年6月到2009年我国实行的一系列宽松的货币政策为例,贷款在2008年年底就实现了增大,而工业增加值的大幅度增加却是在2009年的10月份。一方面是由于企业对于中央银行货币

政策的敏感性偏低,造成政策传导中的存在着较长的时滞;另一方面是由于企业从货币政策中得到信号到增加投资再到实际产出的增加是需要一段时间的。

表2 CR和IN的ADF检验结果

变量	检验形式 (c,t,n)	ADF 统计量	1% 临界值	5% 临界值	10% 临界值	P 值	结论
CR	(c,0,11)	-2.060 012	-3.504 727	-2.893 956	-2.584 126	0.261 3	不平稳
DCR	(c,0,11)	-4.011 073	-3.504 727	-2.893 956	-2.584 126	0.002 1	平稳
IN	(c,0,11)	-3.040 046	-3.502 238	-2.892 879	-2.583 553	0.034 9	不平稳
DIN	(c,0,11)	-11.427 43	-3.503 049	-2.893 230	-2.583 740	0.000 1	平稳

注:检验形式中的(C,T,K)分别表示常数项、时间趋势、滞后阶数,其中,滞后阶数依赤池信息准则 AIC 确定。

表3 CR和IN 格兰杰检验结果

原假设	F-Statistic	Prob.
IN 不是 CR 的格兰杰原因	3.014 84	0.002 40
CR 不是 IN 的格兰杰原因	4.492 19	0.000 05

四、进一步完善货币政策传导中信贷传导渠道的建议

信贷渠道在我国货币渠道传导中起着重要作用,其主要表现在银行贷款对我国经济的影响。保持信贷传导渠道的畅通要做到:

(一)改善信贷投向结构

信贷渠道的传导不能只是简单地扩张或紧缩银行的信贷。不仅要在总量上进行调节,更要注意在结构上的调整。

1. 中央银行应结合多种手段,对商业银行的信贷结构进行调控

(1)运用间接信用政策调整信贷结构。间接信用政策包括道义劝告和窗口指导,通过这两种手段对商业银行以及其他金融机构进行劝告、交流、指导,影响其贷款的数量和投资的方向。如通过定期或不定期的经济金融形势分析会和监管例会,向金融机构传递监管信息,强调货币政策的导向,使其把握信贷投放节奏。

(2)运用再贴现、再贷款等政策调整信贷结构。商业银行在办理再贴现、再贷款业务时,中央

银行应鼓励其向中小企业和“三农”贷款,限制那些高耗能、高污染的行业的贷款量,加大对经济不发达地区的贷款支持力度,从而引导资金在不同产业间、地域间合理地分配和布局。

2. 商业银行等金融机构要按政策要求,调整信贷结构,控制经营风险

对于符合国家政策支持产业,商业银行的信贷资金要予以最大满足;而对于不符合国家政策支持方向、产能过剩的企业,虽然有贷款需求,银行也要在信贷上予以控制,以配合货币政策的实施。应该看到,不论货币政策做如何调整,支持优势产业、发展新兴产业都有利于发挥商业银行的传导作用,最终有利于经济稳定和可持续发展,也是符合银行根本利益的。

(二)提高信贷渠道的传导效率,减少政策的时滞性

时滞是影响货币政策效应的重要因素,且在货币政策执行过程中的“顺经济周期”现象也主要由时滞引起。要提高信贷渠道的传导效果,则要减少政策的时滞性。但从实际上看,我们又难以完全消除时滞,只能采取措施减少时滞。

1. 缩短内部时滞

内部时滞的存在,反映了货币政策制定者做决策的信息成本以及有限的决策能力。当货币政策制定者采集到所需的相对充足的信息后,认识

能力和决策能力以及对经济金融运行状况的敏感程度是内部时滞的原因。要减少内部时滞,一方面,可以通过提高决策部门对我国经济形势发展的预判能力和制定政策的效率,使其能适时出台经济政策;另一方面,提高中国人民银行的独立性,在相对独立的前提下,保证中国人民银行货币政策制定、货币执行权等方面的独立性,从而减少内部时滞中的决策和行动时滞。

2. 改善外部时滞

从商业银行角度来看,要积极贯彻执行国家政策,根据形势控制信贷规模、管理信贷风险、改善信贷结构,积极配合货币政策的执行。同时,提高应对各种风险的能力,加强商业银行主体对货币政策变化的敏感性。

从微观主体来说,提高微观主体对货币政策的敏感度,通过资产负债表渠道来提高信贷渠道传导的效率。信贷渠道包括银行贷款途径和资产负债途径,在成熟的金融市场中,除银行贷款的途径外资产负债途径也起着重要的作用。在我国,要完善资产负债途径,从根本上说就是要建立完善的多层次的资本市场,从而扩大企业的融资渠道范围,改变企业依赖银行的融资结构,加大资本市场价格变化对企业影响力,这样在政策变动时,作为微观主体的企业会主动进行资金流的调整,使货币政策的实施能及时有效。另外,发展完善多层次的金融市场,创新金融工具与金融服务,分流银行贷款途径的压力,也会使货币政策调整后的震动更小。

(三) 引导贷款流向实体经济

过多的银行信贷流向股票、有价证券等虚拟经济,会造成资产价格偏离内在价值,产生资产价格泡沫。在我国,信贷渠道传导在货币政策传导

中占有重要地位,但在信贷渠道传导过程中,如果不能保证银行信贷资金流向实体经济,就有可能造成资产价格泡沫,引发通货膨胀,并给金融机构带来风险。所以,一方面监管部门要加强监督管理,对商业银行贷款流程操作、风险控制机制等进行监督管理,保证信贷资金的流向,使所贷资金用于实体经济的投资;另一方面要规范贷时审查和贷后追踪审核程序,保证所贷资金的去向与申请相一致。

[参考文献]

- [1] Bernanke B S, Blinder A S. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission[J]. The American Economic Review, 1992, 82(4): 901-921.
- [2] 蒋瑛琨,刘艳武,赵振全. 货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析[J]. 金融研究, 2005(5): 70-79.
- [3] 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): 33-43.
- [4] 江群,曾令华. 货币政策传导信贷渠道研究述评[J]. 湘潭大学学报(哲学社会科学版), 2007(11): 86-91.
- [5] 黄武俊,燕安. 中国货币政策信贷渠道有效性和可控性[J]. 上海经济研究, 2010(3): 3-10.
- [6] 江群,曾令华. 我国货币政策信贷传导渠道:理论模型及实证分析[J]. 财经论丛, 2008(5): 40-46.
- [7] 阎庆民,李木祥. 中国货币政策传导机制及其效应研究[M]. 北京:中国金融出版社, 2001.
- [8] 陆前进,卢庆杰. 中国货币政策传导机制研究[M]. 上海:立信会计出版社, 2006.
- [9] 中国人民银行. 中国货币政策执行报告[R]. 2003—2010.

(责任编辑:夏东,朱德东)

Analysis of the Credit Transmission Channel of Monetary Policy in China

MENG Zhao-lan, LIU Su

(School of Finance, Lanzhou University of Finance and Economics, Lanzhou 730020, China)

Abstract: Credit channel, as one of monetary policy transmission channels for monetary policy, played an important role in monetary policy implementation. This paper analyzes importance and effectiveness of credit channels in China, then believes that credit channels in transmission mechanism of China's monetary policy are effective and hold a leading post, meanwhile, bring certain risk to economic operation because of the time-lag of monetary policy.

Key words: monetary policy; credit channel; transmission mechanism; commodity price; economic growth