

我国货币政策信用可得性效应的分析

王国松

(上海财经大学 金融学院, 上海 200433)

摘要: 本文运用信用可得性理论对我国近两年来的货币政策有效性进行了初步分析。研究表明,近期的货币政策提高了金融机构的流动性和信用供给量,使企业与居民的信用可得性和流动性水平得以提高,从而增加了其投资与消费支出,拉动了经济增长,实现了货币政策的预期目标。故近期的货币政策是有效的。

关键词: 信用可得性;流动性;货币政策有效性

中图分类号: F832.0 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2000)08-0052-07

自1997年10月起至1999年底,我国的零售物价指数(RPI)连续27个月份为负增长,消费物价指数(CPI)也是21个月份为负增长。历经两年的宏观调整,货币政策的有效性已经成为国内外普遍关注之焦点。本文对我国近期货币政策信用可得性的效应进行初步的探讨。

一、我国近期的经济形势及货币政策的特征

自1996年成功地实现“软着陆”之后,我国经济逐步从原先的通货膨胀转向经济紧缩之状态。1998年初我国经济进入了经济紧缩之状态。为了防止经济下滑,自1998年起,中央政府实施了积极的财政政策和适当的货币政策,GDP同比增长率1998、1999年分别达到了7.8%和7.1%。但物价下跌的势头仍未得到根本性的制止,1998年的CPI、RPI的同比增长率分别

表1 我国利率变动状况

单位:%

项 目 \ 时 间		1995年	1996年		1997年	1998年		1999年	
		7月1日	5月1日	8月23日	10月23日	3月25日	7月1日	12月7日	6月10日
一年期 存款利率	名义利率	10.98	9.18	7.47	5.67	5.22	4.77	3.78	2.25
	实际利率	-3.82	2.68	1.67	5.27	6.42	7.97	6.48	5.75
一年期 贷款利率	下调幅度	—	1.80	1.71	1.80	0.45	0.45	0.99	1.53
	名义利率	12.06	10.98	10.08	9.64	7.92	6.93	6.39	5.85
	实际利率	-2.74	4.48	4.28	8.24	9.12	10.13	10.09	9.35
	下调幅度	—	1.08	0.98	0.44	1.72	0.99	0.54	0.54
存贷利差		1.08	1.80	2.61	2.97	2.70	2.16	2.61	3.60

收稿日期:2000-4-12

作者简介:王国松(1968—),男,安徽滁州人,上海财经大学金融学院博士生。

为-0.8%和-2.6%，1999年分别为-1.3%和-2.9%，经济紧缩之阴影仍然笼罩着我国的经济。在这一轮宏观经济调控过程中，给人们普遍印象是货币政策好象“苍白无力”。难道我国货币政策真的失灵？

与往年相比，我国近期拉动内需的货币政策特征主要体现在以下几方面：第一，连续大幅度地下调利率，理顺了利率关系。自1996年5月1日至1999年6月10日，央行已先后7次下调银行的存贷款利率（表1），并适度下调再贷款、再贴现、准备金存款等利率，同时提高了金融机构对中小企业贷款的最高贷款利率浮动幅度。第二，适时地改革了法定存款准备金制度。1998年3月以前的存款准备金制度的弊端主要表现在两方面：一是两户分离，准备率过高，大大降低了商业银行的资产流动性；二是准备金存款利率水平有时设置不合理，容易诱发存款倒流、套取利差之弊端，使央行的货币政策难以顺利得以贯彻与实现。针对上述之弊端，央行适时地将两户合一，法定存款准备金率由原先的13%降至为8%，再降至6%，增加商业银行的可用资金，提高了商业银行的货币供给的创造能力。第三，取消信贷限额控制，加大了信贷投放力度及“窗口”指导作用。金融体制改革的深化、金融机构的多样化、金融市场尤其是资本市场的快速发展宣告传统的信贷规模控制手段已经失灵。央行适时地取消了信贷规模控制，实行了“计划指导、自求平衡、比例管理、间接调控”为指导方针、以资产负债比例管理与风险管理相结合为基础的新型间接金融管理模式，适应了市场经济形势的要求，增强了商业银行的自主经营权。同时，央行也充分利用“窗口指导”作用，鼓励金融机构积极开展信贷业务，满足企业与居民的信用需求。第四，重新恢复公开市场操作，充分发挥央行在公开市场操作的基础货币投放和宏观金融调控方面的重要功能；并且加大了同业拆借市场的开放力度，允许符合条件的商业银行及其他金融机构进入同业拆借市场，充分发挥同业拆借市场在头寸调剂方面的灵活性和利率信号方面的敏感性等功能。至1999年底，已经有307家金融机构获准进入。第五，加大了外汇管理力度，保证了本币币值稳定。东南亚金融危机之后，人民币币值稳定问题一直为世人关注的焦点。央行加大了外汇管理力度，降低金融机构的外汇存款利率，取消对外商投资企业的外汇调剂业务，有效地抑制了货币替换和资本外流现象的发生，保证了人民币币值的稳定，赢得了人民币的国际地位。

二、货币政策的信用可得性传导机制

20世纪50年代，西方社会普遍的通货膨胀引起人们对凯恩斯的赤字财政政策产生了怀疑，同时也激发了对货币政策有效性问题的重新探讨，信用可得性理论就在此背景下应运而生。信用可得性理论是罗伯特·鲁萨(Robert Roosa)在其《利率与中央银行》(1951)一文中首倡，后经卡莱肯(G. H. Karaken)、林德伯克(A. Lindbeck)、斯科特(I. O. Scott)、托宾(J. Tobin)以及拉德克利夫(Radcliffe)为首的经济学家们的发展而成的。

该理论认为：以往的货币政策利率传导机制理论，仅仅分析利率变动对借款者和储蓄者的影响，而忽视了利率变动对贷款者的影响，所以当发现借款者的利率需求弹性较低时，就怀疑利率传导机制的货币政策的有效性。然而事实并非如此，贷款者的利率供给弹性往往高于借款者的利率需求弹性，而贷款者的利率供给弹性的高低直接决定信用供给的可能量，即决定借款者的信用可得性的水平高低，从而进一步影响社会总需求水平的高低。因此，在研究货币政策利率传导机制和货币政策有效性时，既要分析借款者的信贷需求的利率弹性，又要分析贷款者的信贷供给的利率弹性，才能全面地、正确地认识货币政策的利率传导机制和货币政策的有

效性。该理论认为,货币政策通过两条途径作用于实际经济活动,一是货币政策通过利率结构变动来影响金融机构的流动性及贷款规模,进而影响整个社会的信用可得性和流动性;二是通过利率结构变动来影响个人和企业的流动性和支出规模。

目前,我国的市场体系尚不规范,市场机制尚未健全,金融资产与实际资产以及货币资产与非货币资产之间的资产替代效应和总量组合效应仍不是十分明显,国有经济主体与非国有经济主体及个人的信用需求的利率需求弹性并非一致,前者通常低于后者;且信用的配给现象仍普遍存在于目前经济活动之中。因此,我国目前的货币政策的传导途径主要为信用可得性的传导机制,研究与分析目前货币政策的有效性应从信用可得性角度出发。

三、我国近期的货币政策有效性的分析

(一)近期货币政策对金融机构的流动性及社会信用供给量的影响

货币政策只有在影响社会信用可得性及流动性的条件下才能拉动社会总需求量。从整体水平上来说,我国近两年的货币政策提高了金融机构的流动性,增加金融机构的社会信用供给可能量。首先,法定存款准备率的两次调低,不仅增加了金融机构的可用资金,同时也增强了金融机构创造存款货币的能力;据估算,法定存款准备金率由8%降至6%,金融机构的可用资金可增加2000亿元。其次,将财政预算外资金存款和机关团体存款划归为金融机构的资金来源;商业银行仅从划转财政存款中一次就可增加可用资金836亿元,并且当年新增存款可以相应增加存款700亿元。第三,中央银行加大了基础货币的投放与再贴现的力度。1999年,央行通过公开市场操作买进债券633亿元,投放基础货币1919亿元,比上年多投了1200亿元;至1999年底,央行对金融机构的贷款余额为13700亿元,比上年增加了1221亿元,全年新增3200亿元;中央银行累计办理再贴现业务1200亿元,同比增加200亿元,贴现余额为500亿元。第四,通过此次“债转股”,4家国有银行共剥离不良资产3500亿元。央行的上述货币政策与措施,大大增加了金融机构的可用资金。尽管金融机构的存款余额同比增幅在13.7%—18.1%之间上下波动,但是存款余额与贷款余额之间的差额却在不断攀升。到1999年底,两者的差额同比增幅高达64%(表2)。因此,近两年的货币政策增加了金融机构的可用资金,提高了金融机构资金的流动性。

表2 我国金融机构的信用状况

单位:亿元

项 目 \ 时 间		1998年				1999年			
		1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度
存款	余额增幅(%)	16.9	15.2	17.3	16.1	18.1	18.3	14.8	13.7
	累计新增量	/	3772.8	9585.7	13402.1	/	/	9907	/
存贷余额的差额		8246.5	8089.2	9536.4	9173.8	11612.6	12141.4	12133.5	15044.7
贷款	余额增幅(%)	15.4	15.6	17.1	15.5	15.7	15.0	13.0	12.5
	累计新增量	913.8	3772.8	7611.7	11490.9	1437.3	4231.9	7002.1	10846
	同比增量	-671.9	51.75	1255.4	778.4	523.5	459.2	-609.6	-644
有价证券及投资余额		3541.1	3885.7	7510.3	8112.2	8188.7	8537.4	9177.9	12505.8

为了促使金融机构将其过高的流动性转化成现实的社会信用供给量,央行先后出台了一系列货币政策,如开放了同业拆借市场,多次下调了再贷款利率、再贴现利率及存款准备金利率,扩大了对中小企业贷款利率浮动幅度,建立了贷款担保基金,以及最近新出台的股票质押贷款等政策。这些货币政策皆为金融机构将其过多的流动性转化为社会信用供给创造了有利

的条件。从政策实施的效果来看,1998年金融机构全年累计新增贷款为11490.9亿元,同比增加了778.4亿元;1999年,金融机构全年累计新增贷款为10846亿元,同比减少了644亿元,但仍比1997年多增134.4亿元。值得注意的是,金融机构的有价证券及投资的余额有了明显增加。1998年底,为8112.24亿元;1999年底,增加到12505.79亿元,比上年增长了54.16%。这说明了金融机构对货币政策的反映是较为灵敏的,正是通过贷款及投资的途径,金融机构降低其过高的流动性,增加社会信用供给量。

(二)近期货币政策对企业信用可得性及投资支出的影响

我国货币政策自1998年下半年由原先的“适度从紧”转向“适度”和“适当”的货币政策,再转向1999年初的“稳健”的货币政策,为金融机构的信用扩张和企业的信贷需求及投资支出创造了十分宽松的政策环境。首先,央行连续4次下调了银行贷款利率。其次,中央银行加大了支持企业信贷的政策力度,先后出台了一系列关于“加大信贷投入、支持国民经济发展”的政策举措。第三,央行加大了‘窗口’指导作用,并增加了指导性贷款指标;1998年指导性贷款为9000亿元,比1997年增加了810亿元;1999年指导性贷款为10000亿元,又比1998年增加1000亿元。

表3 我国企业信贷及其投资状况

单位:亿元

项 目	时 间	1998年				1999年			
		1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度
存款余额增长率(%)		13.4	11.5	14.8	13.4	17.4	16.7	13.0	/
新增存款	累计增量	/	554	2272.3	3900.5	/	953.3	2423.9	4725
	同比增量	-1432	/	1023.4	-549	/	909.9	151.7	824
中长期贷款	累计增量	/	712.9	1872	3068.5	/	1074.5	/	3489.1
	同比增量	/	171.2	1105.7	1219.1	/	361.9	/	420.6
固定资产投资累计增幅		10.2	13.8	19.5	15.0	22.7	15.1	8.1	5.2
实现工业增加值累计增幅		8.2	7.9	8	9.1	10.1	9.4	9.3	8.9
进出口同比增长率(%)		8.2	5.2	2.4	-0.4	6.16	5.4	9.4	11.8
贸易顺差额(亿美元)		105.3	225.6	353	436	-42.7	79.9	194	291

从实施的效果来看:第一,近期货币政策降低了企业的融资成本,拓宽了企业的融资渠道,提高了企业的信用可得性,资金需求得到基本的满足(表3)。1998年,金融机构新增贷款11490.9亿元,比上年多增778.4亿元;其中,中长期贷款全年累计新增贷款3068.5亿元,比上年多增1219.1亿元;1999年,金融机构新增贷款10846亿元,比上年少增644亿元,但比1997年多增134.4亿元;其中,中长期贷款全年累计新增贷款3489.1亿元,比上年多增420.6亿元,75%的企业贷款需求得到满足。1999年,企业共签发汇票4650亿元,比上年增加810亿元,增幅为21%,比同期金融机构贷款增幅高出8个百分点,票据融资总量相当于同期金融机构贷款增加额的43%;1999年1—9月,企业通过股票市场融资708亿元,比上年多53亿元;此外,1999年前8个月,4家国有银行共开出承兑汇票3206亿元。可见,企业的信用需求正是通过不同的融资渠道而达到了基本满足。第二,货币政策减轻了企业债务的利息负担,增加了企业可用资金,企业的经济效益有所好转。1996年以来,7次降息共减轻企业利息支出2600亿元;同时,企业存款余额增长率稳中有升,可用资金增加。1998年,企业存款余额增长13.4%,全年累计新增存款3900.5亿元,比1997年少增549亿元;1999年,存款余额增长率为14.5%,全年累计新增存款4725亿元,比1998年多增824亿元,也比1997年多增275亿

元。尽管近两年企业投资增长有所减缓,但经济效益却有所好转。据统计,1998年,固定资产全年累计增长15%,实现工业增加值累计增长8.8%,进出口贸易顺差436亿美元,全年外贸出口比上年增长0.5%,进口比上年下降15%;1999年,固定资产全年累计增长5.2%,实现工业增加值累计增长8.9%,进出口贸易顺差291亿美元,全年外贸出口比上年增长6.1%,进口比上年增长18.2%。到1999年底,全年工业企业产品销售率为97.16%,比上年提高0.56个百分点;规模以上(5000万元)工业企业盈亏相抵后实现利润比上年增长52%,其中国有及其控股工业企业利润增长率为77.7%,亏损企业的亏损额比上年下降12.5%。

但与以前相比,银行似乎“惜贷”。原因有三,一是金融机构缺乏信用扩张的内在动力。由于我国银行体制存在的“信贷资金软约束”长期未得到根本性改善,银行不良资产比例偏高,潜在的金融风险时刻威胁着银行自身的安全。而央行在加强对金融机构的监管力度时,并未同步实施有效的内部激励机制。由于激励与约束不对称,国有银行缺乏应有的追求利润及创新的动机,抑制了银行及其内部人的信用扩张行为,从而出现了因害怕承担信贷风险责任而不敢或不愿发放贷款的“惜贷”行为。二是企业信息不对称的风险约束加强,金融机构缺乏信用扩张的所必需的外在经济环境。1998年,国有上市公司的负债率平均为46.3%,同期的国有独立核算工业企业的负债率高达65.3%,并且国有企业的亏损面也高达50%左右,而企业利润增长率却为-0.5%。国有企业如此高的负债率,势必加强了信息不对称的风险。金融机构为避免这种风险,只能谨慎行事,“惜贷”也就难免。三是地方政府干预金融、进行信用扩张的动机有所抑制。由于近年来中央政府反复强调地方政府不得干预金融,否则,若出现金融风险,各级政府自负其责,从而抑制了地方政府干预进行信用扩张的积极性。而信贷限额的取消与中央银行分行按经济区域的设置,各级地方政府无须、也无权及无正当理由干预金融。四是市场基本饱和、企业缺乏投资扩张的动力。

(三) 近期货币政策对居民的流动性和消费支出的影响

居民的消费支出主要取决于居民已经取得的货币量和预期在未来的一段时间内可能获得的货币量。从理论上讲,一方面,货币政策可以通过利率水平与结构的变动来改变居民的信用可得性水平及其资产结构,进而影响其流动性和支出规模;另一方面,货币政策可以通过改变居民对未来的心理预期,进而影响其支出规模。

表4 我国居民流动性及其支出状况

项 目 \ 时 间		1998年				1999年			
		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
储蓄 余额	增长率(%)	17.16	17.93	17.14	17.10	18.75	18.47	15.0	11.64
	新增储蓄(亿元)	2894.5	4157.8	5788.7	7615.4	4445.9	5804.7	59995.5	6253.4
	同比增额(亿元)	118.6	/	430.1	116.5	1551.4	1646.9	206.8	-1362
城镇 居民	可支配收入(元)	1533	/	4063	5454	1632	/	/	5859
	实际增长率(%)	5.2	/	6.0	5.8	8	/	/	9.3
农村 居民	现金收入(元)	670	997.5	1427	2160	587	/	1460	2205
	实际增长率(%)	2.2	4.7	1.0	4.3	5.2	/	4.8	3.8
社会消费品零售额增幅(%)		6.9	6.8	6.3	6.6	7.4	5.5	6.3	6.9

居民消费支出一直在我国经济增长中起着关键性的作用,成为我国经济增长持久的拉动力。自1979年至1997年,消费对GDP增长率的贡献率平均高达66.0%(刘溶沧,1999)。据专家估算,信用消费在消费支出中的比重若提高10%,则可以拉动经济增长4个百分点。目

前我国信用消费的比值还不足1%，远远低于国外商业银行的平均水平20%—30%。为此，央行自1998年初先后出台了有关住房、汽车、助学、旅游及大额耐用消费品等消费信贷政策，加大了对信贷消费的政策支持力度，旨在分流居高不下的居民存款储蓄和鼓励金融机构积极开展消费信贷业务，刺激居民消费支出和投资支出，拉动内需，促使经济回温。首先，央行加大了利率下调力度，并于1999年11月开征税率为20%的利率所得税。其次，央行出台了一系列优惠的消费信贷政策。将住房信贷的最长期限由原先的20年延长到30年，住房按揭贷款的比例由原来住房信贷的7成按揭升至8成，住房信贷的最高贷款利率也由原先的6.3315%降到现行的5.58%。第三，降低了股票交易印花税，促进了居民投资。B股交易印花税由原来的0.4%降至1999年6月份的0.3%。

历经两年的宏观调整，货币政策已经初步达到预期的调整目标。这主要表现在以下几个方面：首先，近期的货币政策已经初步达到分流和增加居民消费的预期目标。由于货币政策有时滞性，1998年的货币政策效果并不十分明显，但到了1999年下半年，货币政策效果就愈加明显（表4）。1999年，居民储蓄存款余额增长率为11.64%，比1998年的增幅下降了5.46个百分点；1998年居民储蓄存款全年累计新增7615.4亿元，比上年多增116.5亿元；1999年居民储蓄存款全年累计新增6253.4亿元，比1998年少增1362亿元；自1999年5月份起，城乡居民储蓄存款增速已经连续8个月下滑，并且在7、10、11月分别出现当月储蓄余额比上月净下降现象。全社会消费品零售总额，1998年为29115亿元，比上年增长6.6%；1999年全为31135亿元，比上年增长6.9%。其次，近期的货币政策提高了居民的信用可得性和流动性，刺激了居民的投资支出。1998年上半年，4家国有商业银行房地产贷款余额2742亿元，比年初增加123亿元；其中个人住宅贷款余额402亿元，比年初增加68亿元，占房地产贷款余额的14.67%。1998年，全国商品房住宅销售面积增长43.3%；4家国有商业银行发放住房抵押贷款余额710亿元，比1997年多增294亿元。1998年上半年，全国商品房销售面积增长51.7%，其中商品住宅销售面积增长57.6%。全国商品房销售额580亿元，同比增长70%。其中住宅销售额364亿元，同比增长73%。到1999年底，4家国有商业银行房地产贷款余额3556亿元，比上年增加1081亿元；其中，个人住宅贷款余额1260亿元，比年初增加746亿元，占4家国有商业银行全部贷款余额的6%，占房地产贷款余额的35.43%。4家国有商业银行的个人住房贷款新增746亿元，比上年多增448亿元，增长150%，占4行全部房地产贷款余额的2%。1999年，全国商品房销售额2655.33亿元，同比增长23.9%；其中住宅销售额2143.82亿元，同比增长24.3%。此外，我国居民的金融资产结构也发生了相应的变化，居民投资意识增强。1998年，居民拥有证券、保险准备金、股票及其他股权等金融资产占其总金融资产的比例为19%，1999年为23.08%。1999年的股市也十分活跃，股票日均交易量为131亿元。活跃的股市有利于资本市场的进一步发展和企业的融资。第三，近期的货币政策与财政政策已经改善了居民的悲观的心理预期。据1999年11月问卷调查统计，当期的收入信心指数由第3季度的-6.8上升到8，出现了自1995年以来最大的升幅，提高了14.6个百分点。

四、结论与分析

综上所述，近两年的货币政策，增加了金融机构的可用资金，提高了金融机构的流动性水平，增加了金融机构的社会信用供给能力，进而提高了企业与居民的信用可得性和社会流动性，增加了社会的投资与消费的支出规模，达到了拉动内需、抑制经济紧缩、促进经济增长的货

币政策的预期目标(表 5)。

表 5 近期宏观经济运行状况

项 目 \ 时 间	1998 年				1999 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
M ₀ 增长率(%)	9.92	6.57	11.64	11.71	11.18	11.93	16.41	20.09
M ₁ 增长率(%)	11.75	8.69	13.20	11.93	14.93	14.94	14.83	17.67
M ₂ 增长率(%)	15.37	14.60	16.04	15.32	17.82	17.65	15.32	14.74
M ₁ /M ₂	0.3589	0.3568	0.3658	0.3728	0.3509	0.3486	0.3642	0.3823
消费品零售额增幅	6.9	6.8	6.3	6.6	7.4	6.4	6.3	6.9
GDP 增长率(%)	7.2	7.0	7.6	7.8	8.3	7.1	7.4	7.1

但是,我国现行的金融管理体制仍然存在着与市场机制不一致之处,也存在着货币政策与财政政策相互配合的不协调之处。这种不一致或不协调之处,在某种程度上也削弱或抵消了货币政策的效应,抑制了货币政策效应充分发挥。为此,必须加速金融体制的进一步改革,建立有效的风险约束与激励相对称的金融管理机制,使国有商业银行经济行为真正市场化,为经济增长提供良好的金融服务。同时,应从宏观全局出发,正确处理与协调好货币政策与财政政策两者的关系,相互配合,协调使用,共同服务于宏观经济政策目标。

参考文献:

- [1]盛松成,施兵超,陈建安. 现代货币经济学[M]. 北京:中国金融出版社,1992.
- [2]周慕冰. 西方货币政策理论与中国的货币政策[M]. 北京:中国金融出版社,1993.
- [3]米什金. 货币金融学[M]. 北京:中国人民大学出版社,1998.
- [4]余永定. 打破通货紧缩的恶性循环[J]. 经济研究,1999,(7).
- [5]于学军. 1998 年货币政策效用分析[J]. 经济研究,1999,(3).
- [6]刘溶沧. 扩大内需的财政——货币政策运用:经验、启示和进一步的对策[J]. 经济研究,1999,(3).
- [7]郭克莎. 需求约束与效率约束[J]. 经济研究,1999,(9).

Analysis on The Credit Availability Effect of China's Monetary Policy

WANG Guo-song

(School of Finance Shanghai University of Finance and Economy, Shanghai, China, 200083)

Abstract: The effect of monetary policy of China in the last two years is studied from the perspective of the theory of credit availability. It turns out that the monetary policy in this period is effective, which not only improves liquidity and credit supply quantity of the financial institutions, but also increases credit availability and liquidity of the enterprises and residents, with the effect of stimulating expenditure on investment and consumption, accelerating the growth of economy and realizing its expected aim.

Key words: credit availability; liquidity; the effect of monetary policy