

# 我国货币政策传导机制的特征及其启示

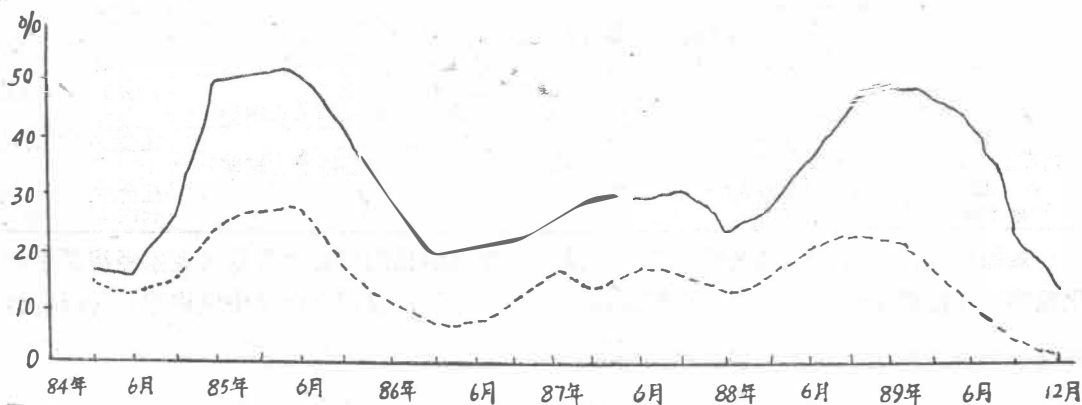
顾 铭 德

中央银行运用货币政策各种手段，引起金融和生产领域的相应变化，经过中间环节和时滞过程，最终实现预定的调控目标，这就是货币政策的传导机制。我国人民银行货币政策手段，各专业银行负债、资产结构，以及调控客体——企业、居民对货币政策的反应都与西方国家有所区别，因此，货币政策传导机制也有相应的特殊性。分析和了解这种特殊性，有利于人民银行推行符合国情的货币政策，充分发挥货币政策调控经济的积极作用。

## 货币政策到实体经济领域传导的时滞特征

货币政策制定、实施到发挥效用都要经历相应的滞后时间。在西方经济理论中，凯恩斯理论和货币主义学派对货币政策作用于实物经济的中间环节和时间描述并不相同。凯恩斯认为：某种货币政策的推行引起货币量变化，先导致利率波动，进而影响资本边际效率，然后投资、消费需求发生变动，最后产量、就业、物价等实物经济指标相应变动。在货币学派传导机制中，利率的作用未被重视。他们强调货币量流经金融市场，引起企业、个人资产结构的调整从而导致真实资本、债券、现产品价格上涨，引发投资、消费需求变动，直至产量增加，成本提高和通货膨胀。货币主义学派的货币政策传导机制尽管与凯恩斯理论不同，但双方都承认货币政策作用于产量、物价等实物经济指标具有中间环节和相应的滞后时间，这段时间一般在8~12个月左右。

我国情况与此不同，货币政策时滞时间相比西方国家明显缩短。我们先从实证角度看1984年以后，流通中货币量变动与工业总产值增长率的时滞特征，见曲线图：



上图显示，1984年我国人民银行行使中央银行职能以后，流通中货币量变动曲线与工业产值增长率曲线相关性极强。流通中货币量增幅提高或下降时，工业产值的增幅也跟随变动；由于工业产值增长不仅取决于货币供应量因素，而且取决于产业结构，原材料供应，企

业体制等因素，所以，货币量增幅加大时，工业产值受多种因素牵制，不可能以相同幅度增长。但从时间角度看，两者的起落非常接近，基本在同一季度内紧随波动。它表明，我国货币量引起工业产值波动的滞后时间一般不超过一个季度。这种快速性机制的原因主要在于：

首先，我国货币政策手段具有直接行政性特点。这种特点使货币量能够快速流向生产领域转化为生产资金。1984年以后，我国人民银行虽然借鉴和重视了间接调控手段，但在实际操作过程中，仍然以直接的基础贷款量为主导手段。比如，1984年以来，我国规定了各专业银行上交人民银行的存款准备率。人民银行变动存款准备率虽然可以起到调节各专业银行向社会提供的信贷总规模和流通中货币量的作用，但它必须以人民银行向各专业银行提供的基础贷款量相对稳定或基础贷款量占专业银行资金来源比重极小为基础条件。换句话说，它必须以基础贷款量手段较弱为作用的前提条件。目前这个前提条件还不存在。我国各专业银行向人民银行的借款额占资金来源比重20%以上，远远高于西方国家的商业银行。而且，人民银行提供给各专业银行的基础贷款量随时根据中央政府的主观意志，宏观经济异常情况上下波动。这种波动必然抵销存款准备率的收缩、扩张效应。同样，由于金融市场不健全，产权关系模糊等原因，公开市场业务活动，基础贴现率、基础贷款率手段的作用也受到极大限制。在基础贷款规模手段为主导的情况下，人民银行货币政策实施到实物经济反应的时滞大为缩短。当人民银行决定推行扩张性货币政策时，只要扩大向各专业银行或其他金融机构提供基础贷款量，各专业银行的信贷资金来源直接增多，向社会各企业和团体提供的贷款规模随之扩大。各企业再生产的资金条件马上改观。资金条件的改观必然引起产量、投资等实物经济指标的相应变化。总之，货币政策手段的直接性是时滞短的首要原因。

其次，我国货币政策从实施到实物经济之间缺乏金融市场的缓冲地带或渗透区间。在西方国家商业银行的负债资产结构中，有价证券在全部资产中占有相当比重。1983年美国商业银行的这一比例为20.7%，日本都市银行和地方银行体系的这一比例1985年为14.5%。另外，西方国家商业银行的各项贷款占全部资产比重不高，1983年美国商业银行体系的这一比例为54.39%，日本都市银行的这一比例1985年为55.6%。商业银行的这种资产、负债结构使中央银行货币政策从实施到效应之间具有金融市场这一缓冲地带。当中央银行抽紧或扩张银根时，商业银行在变动向社会各企业团体、个人提供的贷款规模之前，可以通过抛售或吸纳相应的有价证券减缓货币政策对商业银行准备金的冲击影响，还有一定的余地维持适当的相对稳定的贷款规模。这样，从中央银行货币政策实施到商业银行贷款规模变动之间存在金融市场的时滞过程。在这个过程完结之前，中央银行必须持续不断地推行某项货币政策，直至各商业银行不得不相应变动贷款规模，使经济运行朝着预定目标转变。金融市场的时滞虽然延长了货币政策发挥效应的时间，但却减缓了震荡的负作用，促成了货币政策“软着陆”效应。

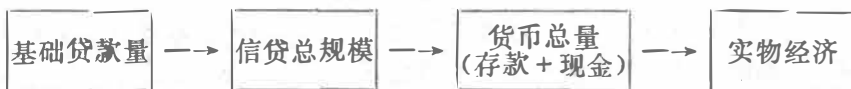
金融市场发挥货币政策缓冲地带的作用在我国还没有形成。近几年，我国虽然陆续发行了国库券、企业或金融债券、股票等有价证券。然而，各种有价证券不但占金融资产比重过小，而且购买者大多数是城乡居民。各专业银行和企业经营有价证券资产业务还未形成气候。对企业来说，发行债券、股票是为了筹集生产资金。生产资金的用途限于维系正常再生产的购买、生产、销售诸环节。企业还没有把资金用于经营各类有价证券的意识和习惯。对专业银行来说，其资产业务除了上交准备金，各项专用款项外，仍然是单一的贷款业务。工商银行资金来源除了存款外，其次就是向人民银行的借款。在资金运用中，各项贷款占90%

以上。中国农业银行各项贷款占资金运用也有90%以上。这种单调的存、贷款业务结构,使人民银行货币政策难以利用金融市场有价证券交易活动的缓冲地带作用。其后果是,人民银行银根政策变动引起社会贷款总规模和货币总量变动在时间方面具有快速性。1988年夏季,针对需求膨胀、挤兑、控购风潮,中央政府和人民银行于八月底全面推行了紧缩政策。从九月份起,全国贷款规模和货币总量增幅就开始明显下降。

全国1988年几个金融变量的增幅变化  
(1988比1987±%)

时 间	现金+存款	信贷总规模
五 月	25.31	23.26
六 月	25.56	23.97
七 月	25.98	24.58
八 月	24.46	24.76
九 月	22.11	21.51
十 月	18.55	18.15
十一 月	17.03	16.29
十二 月	19.78	17.06

这种传导方式即:



虽然具有见效快的特点,但却失去“软着陆”的基础条件。货币政策的效应往往以专业银行信贷资金和企业短期资金急剧波动为代价。这种急剧波动必然引起实体经济的相应震荡,使实体经济对货币政策的反应表现出异常特点。分析由货币政策引起的实体经济反应特征是货币政策传导机制的重要组成部分。

### 实体经济效应特征

西方国家货币政策效应可概括为需求引导特征。在有效需求不足的总体格局下,货币政策的着眼点往往在于刺激有效需求,通过投资、消费需求变动牵引产量、就业等经济指标的跟进。在我国,由于货币政策手段,企业、专业银行负债、资产结构的特殊性,需求引导的效应特征还未出现。从前面的货币流通量与工业产值的曲线图来看,我国货币政策与总供给波动间隔的时间极短,不可能存在有效需求在前的引导过程。供给冲动成了我国货币政策效应的主要特征。

#### (一) 供给冲动特征。

社会总供给的基本元素是企业生产。企业正常再生产的必要条件除了原材料、机器设备和有相应技能的劳动者外就是流动资金。只有流动资金充足且来源稳定,企业生产才能保持正常的增长。西方国家企业流动资金来源结构多元化,企业既可通过银行贷款,又可通过发行股票、债券和企业自筹多方渠道解决。银行贷款一般只有20%左右。这种流动资金来源结构多元化使企业正常生产受货币政策的冲击干扰影响比较小,企业适应能力较强。货币政策对企业生产规模的影响只能通过有效需求的牵引渠道。与此形成对照的是,我国企业流动资金来源结构愈来愈单一化。1983年前,企业流动资金由财政、金融、企业三渠道共同解决。其后,财政渠道逐年减少并停止了对原有企业流动资金的供给。企业自有流动资金由于物价上涨、留成比例较低、挪用等原因也逐年相对减少。这样,全国工业企业所需流动资金的70%,商业的90%左右来源于各专业银行贷款。这种流动资金来源结构使工商企业生产规模完全依赖银行贷款规模的变动,根本无法根据有效需求引导而自主扩大或缩小生产经营规

模。一旦银行紧缩贷款规模，货币供应量由此减少，大量企业不用说扩大再生产，就连简单再生产也难维持。此时，不管有效需求是否已经降温，供给总会率先下降。如1985年下半年和1987年上半年的紧缩政策，投资和消费需求还没有来得及得到有效抑制，工业产值已经出现下降过猛或负增长现象。1984年至今，人民银行货币政策经历了三紧三松的频繁波动过程，银根从松动到紧缩的转变往往只有半年左右的时间，但工业产值无一例外地跟随上升或下降。这种供给大起大落与需求规模在1985~1989年之前四年期间始终居高不下反应迟钝的状况形成鲜明对照。它表明，货币政策的供给弹性大于需求弹性，供给冲动是货币政策的首要效应。

## （二）有效需求滞后于供给的效应。

我国总需求规模对货币政策反应相对迟钝的原因是多方面的。

首先，我国货币政策对占总需求70%左右的消费需求具有明显的间接影响特征。直到如今，我国各级银行资产业务栏目中，基本没有用于个人消费的信贷业务。这样，银根紧缩与扩张，就不能直接影响城乡居民消费需求规模，只能通过间接途径影响居民消费需求资金和消费意向。居民消费需求资金来源主要是各类企业的基准工资、奖金收入和农民出售农副产品的货币收入。在现行体制下，职工基准工资水平具有相对稳定性，且呈现出只能上不能下降的特点。相对而言，职工奖金收入具有上下波动特点。紧缩政策会使职工奖金收入不同程度地减少，从而起到抑制居民消费需求规模的作用。但进一步分析就会发现，部分企业奖金收入减少，往往是该企业生产下降，税利减少的结果。从时间顺序看，紧缩政策先是程度不同地影响了企业生产，使有效供给有所下降，然后部分企业奖金收入减少，职工用于消费的资金和消费需求才跟随其后受到抑制。另外，占社会商品购买力来源近30%的农民出售农副产品收入与银根政策的关联性就更加间接。只要农副产品有效供给增加，不管银根政策是否紧缩，农民的货币收入总会紧随其后相应增加。还有，城乡居民货币收入用途主要分为消费和储蓄两方面。银行通过变动存款利率，确实可以影响居民存款意向，从而引致即期消费需求规模的变动。但必须看到，通过存款利率变动影响的消费需求占消费总需求的比例很小。因为，我国目前居民收入水平还比较低，大部分收入用于基本生活的即期消费。近几年城乡居民一年中新增存款在700~800亿元左右，占社会消费资金总额的10~15%。在新增存款中，除了购买高档耐用消费品等少数日用工业品存款动机，主要的存款动机如居民子女结婚费、教育准备金、生活保障费等，其利率弹性非常低。1985~1988年8月之前，存款利率相对于物价上涨水平明显是微利或负利，但居民存款总额还是呈增长趋势。上述可见，我国货币政策对消费需求的传导过程主要通过影响总供给变动，引致城乡居民货币总收入的增减，从而导致社会消费需求的波动。

其次，货币政策对投资规模确有直接影响的效应，但其力度相对于有效供给来讲明显微弱。近10年，各级银行对固定资产年贷款额从几十亿元增加到1988年的1500多亿元。由此，货币政策对投资规模的直接传导作用有加强的趋势。然而，固定资产贷款额迅速增加还没有从总体上改变贷款结构中流动资金贷款为主的格局。各级银行60%的贷款投向是工商企业的短期资金，固定资产贷款额只占14%左右。这种贷款结构使货币政策直接作用力重点仍然偏重于近期工业产值的波动，对投资规模直接影响力相对微弱。另外，银行对固定资产贷款额只占投资总规模资金来源的20%左右。1988年我国固定资产投资资金来源结构是：国家预算内投资、国内贷款、利用外资、自筹投资、其他投资的资金分别占总比例的9.1、20.6、5.7、

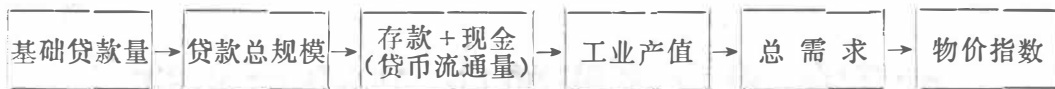
54.4、10.3。这种资金来源结构使投资规模变动受多方因素影响，货币政策只是其中的一个因素。而且，固定资产投资项目周期较长，依靠银行贷款已经上马的项目，碰到紧缩政策时，银行一般不能马上收回或停止贷款，否则银行损失更大。受紧缩政策直接影响的主要是刚开工和未开工的项目。因此，紧缩政策（撇开行政命令）起初几个月抑制投资规模的效果非常有限，经过相应的时间，当新开工项目逐渐减少，原先项目陆续竣工后，投资规模才逐渐下降。它表明，货币政策要想取得抑制投资规模膨胀的效果，就必须坚持相应的时间和力度。1985年下半年和1987年上半年的紧缩政策没有收到效果的原因就在于时间过短和力度不足。1988年8月底开始的紧缩政策，坚持的时间和由此形成的力度都强于前两次，所以起到了抑制投资需求膨胀的效果。

上述表明，我国货币政策对消费、投资需求的传导效应相对于有效供给效应明显具有间接性和期限长特征。我们来看1988年8月底开始的紧缩政策效应时间顺序：1988年9月份起，各级银行贷款总规模增长率开始下降，从11月份起，工业产值从20%的高度开始下滑。此时，市场供应仍然紧张，彩电、名牌冰箱等大件耐用消费品仍然摆不上柜台，社会需求仍然偏旺。直到1989年2月份，上海等城市还发生过范围较小、时间较短的抢购纺织品、日用工业品风潮。从1989年4月份起，全国消费品市场、生产资料市场开始出现商品滞销、库存积压的疲软现象，社会总需求呈现全面降温趋势。从中可以看到，目前我国货币政策从实施到供给波动的滞后时间在3~4个月左右，再到总需求变动的滞后时间6~8个月左右。

### （三）物价累积变动效应。

货币供应量变动后，通过产量、有效需求的吸纳，经过相应时间，最终导致物价总水平的波动。我国物价总水平决定机制受计划价格和财政补贴影响，所以由货币量引起的价格总水平波动幅度和时间与西方国家也不相同。在西方国家，价格总水平由总供给与总需求的平衡状况所决定，货币供给量引起总需求持续偏旺又不能为产量完全吸纳时，物价便徐徐上涨。其上涨幅度取决于货币数量与实物经济的吸纳比例及货币流通速度的变动。在我国，货币供应量超过产值增长的部分起先仅影响部分放开的商品价格和计划商品价格的黑市价，物价总水平上涨幅度和时间被人为压低和拖延。随后，放开的商品价格和黑市价与计划商品的比价差距愈拉愈大，生产计划价格商品的企业利润下降，亏损增加，生产难以为继。最后，经过一系列的企业与政府讨价还价过程，政府不得不相应调高计划商品价格。这种控、放、调的过程，不仅拉长了货币供应量到物价总水平上涨的传导时间，而且使物价总水平与货币数量的关系呈现出不规则的扭曲特征。1984年货币供应量比上年猛增了49%。同年社会总产值只上升14.7%，物价指数只上升2.8%。货币供应量明显超过产量+物价上涨指数-货币流通速度之和。然而，1985~1987年间在货币供应量仍然偏多的情况下，物价上涨指数只达7%左右。直到1988年，物价指数才突破两位数大关。很显然，由货币供应量过多造成的物价总水平大幅度上升的压力早在1985年就已形成，只是由于计划价格体系的人为阻碍，才于1988年爆发出来。这种累积爆发型特点模糊了货币数量与物价总水平之间的内在关联性，使政府和中央银行容易忽视扩张性货币政策引起物价总水平上涨的必然结果。

综上所述，我国货币政策传导机制特征在于：从货币政策实施到实物经济反应的时滞比较短，实物经济反应以供给冲动为先导，需求波动虽然紧随其后，但物价总水平的跟进却相对缓慢，其特征可用如下图形表示：



上述传导顺序是指基本特征而言，它不否认经济运行中不同环节的波动往往胶织在一起的现象，如产量增长的同时，需求也相应扩张等等，它只是说明，由货币供应量因素引起实体经济变动时，不同环节反应的敏感度有所差异。其中，有效供给相对于需求、物价指数敏感度最强。这种敏感度是由企业生产资金来源结构和银行信贷结构及现行体制多方因素决定的。

### 有关启示

启示之一，在企业流动资金来源结构和专业银行资产业务结构没有根本改变的前提下，我国货币政策还不可能绕过供给直接作用于需求环节，紧缩政策的禁区有效供给反而成了直接作用的对象。这种传导机制提醒我们，目前阶段我国只能推行相对稳定的货币政策，货币政策一紧一松的必然结果是工业产值及整个宏观经济的上下波动。货币政策中间目标只能瞄准贷款总规模，只有控制好各级银行贷款总规模，流通中货币总量才能得到有效控制，企业生产才能相对稳定。西方国家“逆风向”行事的货币政策及相关的间接操作手段还不能照搬使用。前几年，我国宏观经济出现发展不稳、震荡过大现象，其重要原因就在于货币政策过于频繁波动。人民银行实行紧缩政策时，原先目的可能是抑制需求膨胀，保持供给相对稳定增长，但紧缩政策实际内容只能是各级银行贷款总规模的压缩，贷款总规模压缩的直接后果就是企业短期资金的减少。因此，紧缩政策必然使有效供给率先降低，有效供给降低对人民银行紧缩政策的压力加大，往往迫使人民银行紧缩政策半途而废（如1985年和1987年），于是贷款规模重新扩大，货币总量再次增多，企业产值虽有所回升，但受多种因素牵制不可能与货币供应量保持相同的增幅。于是，未被吸纳的货币量又转化为需求膨胀和累积性的物价上涨。新一轮紧缩政策又在酝酿之中，这就是前几年我国宏观经济不稳定的货币政策原因。显然，目前阶段要使我国宏观经济相对稳定发展，货币政策相对稳定是必要条件。

启示之二，从长远趋势看，稳定型货币政策还必须向“逆风向”行事货币政策转变。因为，货币政策直接作用于供给的传导机制明显带有集权型和外部输血型经济特征。在这种经济条件下，企业生产及经营规模不能根据市场需求自主地决定，而是根据上级计划与计划相配套的贷款规模而定。这种由政府 and 银行从外部推动和“输血”的经济，不可能有真正的竞争力，不可能使产业结构的调整始终紧随市场需求结构而变动。因此，要想大力发展商品经济，发挥市场经济功能，就必须改变货币政策直接作用于供给的传导机制，使货币政策通过调节需求来引导企业生产和产值增长，使货币政策“软着陆”效应成为可能。为此，必须实行一系列相应的体制改革。首先，要改变企业流动资金来源结构，尽量扩大企业自有资金和通过短期债券、股票等方式融资的比例，并逐渐使企业资产业务摆脱单纯生产经营结构，适当发展各种有价证券业务。这样，金融市场也会由于企业大量渗入而趋兴旺，企业对货币政策变动的适应能力就会加强。其次，要摆脱专业银行单纯的存、贷款业务结构，适当增加有价证券、库存资产在资产业务中的比例，在负债结构中，适当减少向中央银行借款比例，增加自有资金和融资比例。还有，明确和理顺企业、专业银行的产权关系，完善各种资金借贷责任制，继续发展各种形式的股份制等等。当一系列基础条件具备以后，我国货币政策才有相应的“渗透区间”，公开市场业务、基础贷款率等间接操作手段才能充分发挥作用。