

因势“利”导——中国货币政策传导机制从数量型向价格型转型

吴松涛

中铁财务有限责任公司, 北京 100039

[摘要] 金融脱媒导致数量型货币传导机制的效果减弱; 随着非银金融机构迅速崛起, 企业融资结构日渐多元化, 以银行间市场利率为中间目标的价格型货币传导机制作用越来越显著。而在价格型货币传导机制里, 流动性沿着“大行→中小行→非银”的链条传递, 中小银行和非银金融机构的流动性规模受限于大行, 资金成本上升, 对其业务发展带来一定不利影响。

[关键词] 货币政策传导机制; 数量型货币政策; 价格型货币政策; 金融脱媒

DOI: 10.33142/mem.v5i2.11783 中图分类号: F822.1 文献标识码: A

Guided by the Trend of "Benefit" - the Transmission Mechanism of Chinese Monetary Policy Is Transitioning from Quantity Oriented to Price Oriented

WU Songtao

China Railway Finance Co., Ltd., Beijing, 100039, China

Abstract: Financial disintermediation weakens the effectiveness of the quantitative currency transmission mechanism; With the rapid rise of non bank financial institutions and the increasing diversification of corporate financing structures, the price based currency transmission mechanism with interbank market interest rates as the intermediate target is becoming increasingly significant. In the price based currency transmission mechanism, liquidity is transmitted along the chain of "large banks → small and medium-sized banks → non banks". The liquidity scale of small and medium-sized banks and non bank financial institutions is limited by large banks, and the cost of funds increases, which has a certain adverse impact on their business development.

Keywords: monetary policy transmission mechanism; quantitative monetary policy; price based monetary policy; financial disintermediation

问题的提出: 货币政策具体是如何传导的, 传导的效果如何, 以及各类金融机构影响如何, 本文将对这些问题进行简要剖析。

1 货币政策的传导方式及作用机制

央行负责一国货币总量的投放与调节, 在现行的“中央银行—商业银行”二级银行制度下, 央行向商业银行投放基础货币。之后, 商业银行通过货币乘数, 创造信用货币。

1.1 基础货币是整个银行体系信用扩张的基础

基础货币=银行体系的法定准备金+超额准备金+商业银行库存现金+流动中现金M0。

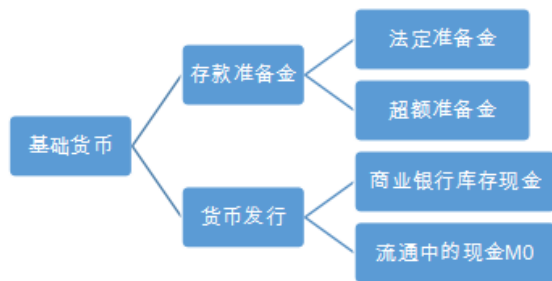


图1 基础货币构成

对基础货币的调控可分为数量调控和价格调控两种方式。通过调控基础货币数量(以存款准备金规模为核心)来影响商业银行体系的放贷能力, 就是基础货币的数量调控

方式; 中央银行通过影响基础货币的价格, 进而引导商业银行及微观经济主体的财务成本和预期, 从而将货币政策传导到国民经济各个领域, 这是基础货币的价格调控方式。

无论选择哪一种调控方式, 货币政策都是先作用于基础货币, 然后再通过不同的方式和渠道传导出去。

1.2 数量型货币政策下的传导机制

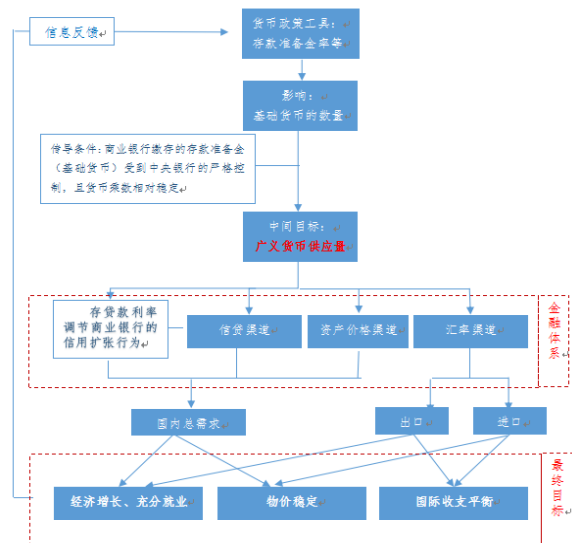


图2 数量型货币政策下的传导机制

调整广义货币数量为中间目标，再由金融体系向实体经济传导。在传统的数量型货币政策框架之下，央行通过改变法定存款准备金率调节基础货币规模，并通过存贷款利率调节商业银行的信用扩张行为，辅之以MPA宏观审慎管理、存贷比考核、窗口指导等手段，直接实现对于货币供应量的管控，进而影响实体经济变量。

1.3 价格型货币政策下的传导机制

调整银行间市场利率为中间目标，再由金融体系向实体经济传导。在价格型货币政策框架下，央行通过对公开市场业务的一级交易商、符合宏观审慎要求的商业银行及政策性银行开展公开市场业务或新型货币政策工具操作，通过影响中标利率的变化，再影响银行间市场利率相应改变，进而间接的影响实体经济变量。

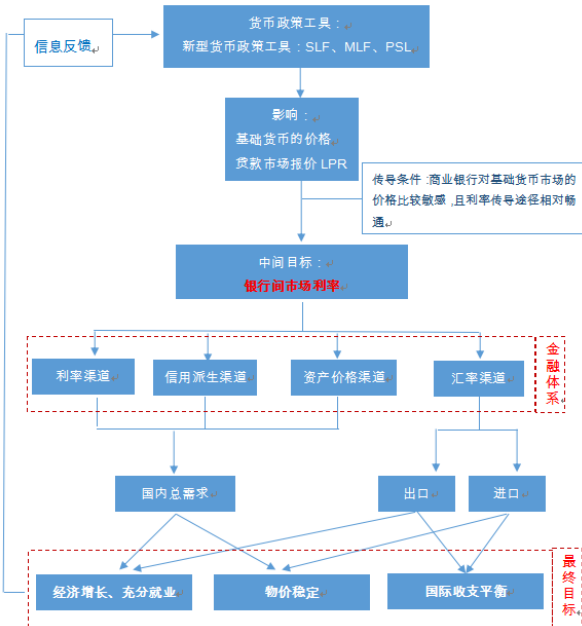


图3 价格型货币政策下的传导机制

1.4 金融体系内各主要渠道

信用衍生渠道、利率渠道、资产价格渠道和汇率渠道的传导机制

(1) 信用衍生渠道：信用衍生渠道中最主要的还是传统银行信贷渠道，在金融管制严格时期，非银金融业不发达，影子银行和银行同业规模较小，存款准备金调控能力较强，此时期数量型货币政策工具效果明显，信用衍生渠道则主要表现为信贷渠道。

采用“信用衍生”这一名词，而非“信贷渠道”，是因为随着中国影子银行体系兴起，创造了大量非标金融资产，这也是信用衍生的过程，因此用“信贷渠道”显得片面单一了。在这一过程中，价格型货币政策工具的重要性逐渐显现，因此，可以说价格型货币政策工具的传导，在信用衍生渠道中具体细分为银行信贷渠道、银行同业渠道和影子银行渠道^[1]。

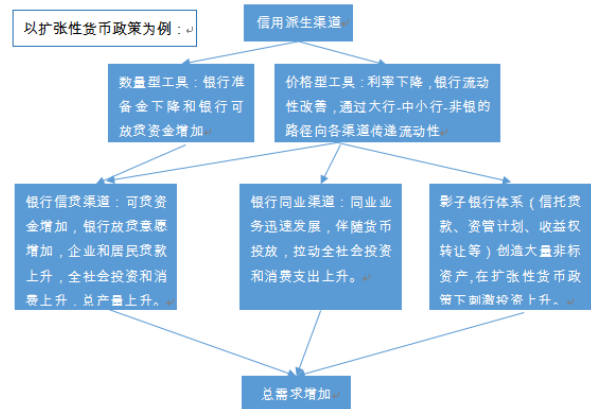


图4 信用衍生渠道

(2) 利率渠道：利率渠道是价格型调控中重要的渠道。利率调控的基础是银行间市场，央行通过影响银行间市场短期利率，再向中长端利率传导，进而改变实体企业融资成本，影响其融资行为。

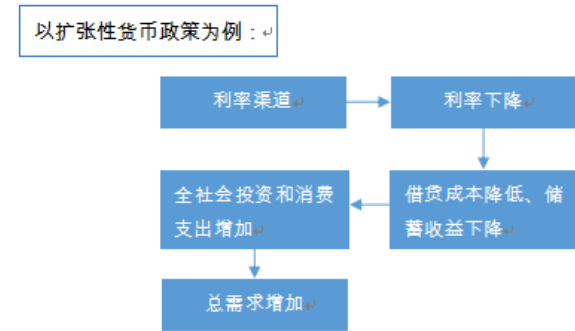


图5 利率渠道

(3) 资产价格渠道：资产价格渠道与信用衍生渠道或利率渠道相结合，即信用衍生的过程和利率的变化都会使得资产价格改变。资产价格的改变则影响资产所有人的股权（基于托宾Q理论，Q=市值/账面价值变大）、债权（抵押物增多）融资能力和可支配的财富资源，进而影响资产所有人的投资、消费需求，从而改变总需求^[2]。

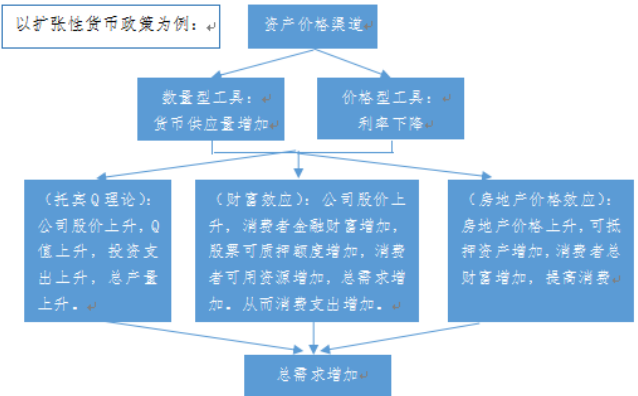


图6 资产价格渠道

(4) 汇率渠道：汇率渠道主要指央行通过在外汇市场

的干预，对汇率产生影响，汇率变化改变国内外商品的相对价格，从而改变净出口，对收支平衡和总需求产生影响。

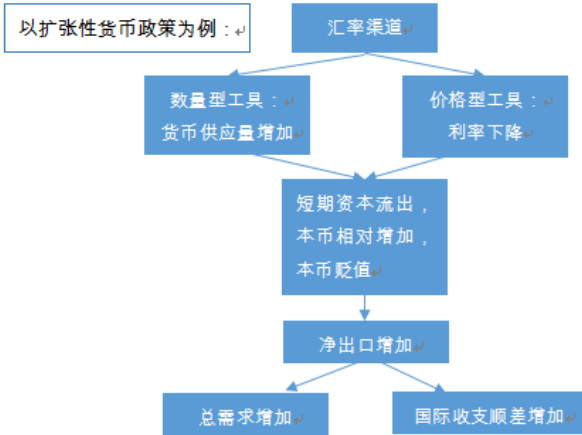
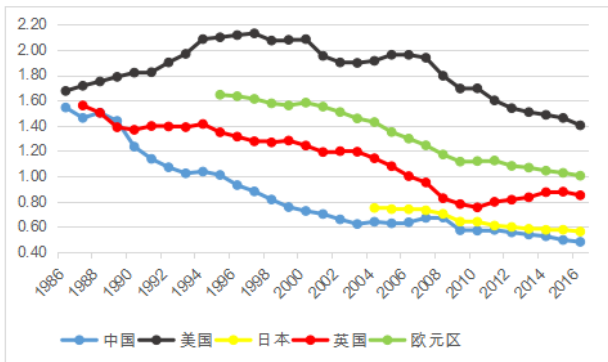


图7 汇率渠道

2 我国货币政策传导机制的变迁趋势

2.1 数量型货币政策传导机制在中国的有效性明显减弱

货币数量作为货币政策中介目标以及传导是否有效的前提是货币流通速度保持相对稳定。然而，上世纪90年代以来，主要经济体的货币流通速度呈现放缓趋势，因此货币供应量作为货币政策传导途径的可靠性大大降低^[3]。



注：根据费雪方程式 $MV=PY$ ，M 是货币供应量，V 是货币流通速度，P 是价格水平，Y 是实际产出。该方程式表示货币数量乘以货币使用次数必定等于名义收入。费雪认为，M 是一个由模型之外的因素决定的外生变量；V 由于由社会制度和习惯等因素决定的，所以长期内比较稳定，视为常数；在充分就业条件下，Y 产出水平保持固定的比例，也是大体稳定的，也可以视为常数。因此只有 P 和 M 的关系最重要。这样，公式就转化为货币数量论。而且，货币数量论提供了价格水平变动的一种解释：价格水平变动仅源于货币数量的变动，当 M 变动时，P 作同比例的变动。

图8 主要经济体货币流通速度变化趋势

2.2 经济活动主体对利率的敏感性逐步增强，从而价格型传导机制的有效期提高

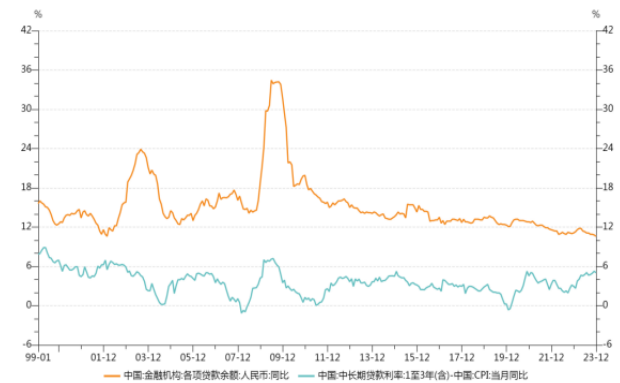
存款利率与存款总量变化同步性较强。从2003年开始，中国的实际利率与存款同比增速之间大体存在着同步

趋势，这意味着随着投资渠道的多元化和投资理念的加强，企业和居民存款对实际利率的敏感性正在不断增强。



图9 中国实际利率和存款同比增速

贷款增速与实际利率呈现反方向变动。实际利率与贷款增速之间则大体呈现反方向变动趋势，仅在2009年前后一段时间，贷款和实际利率的关系存在例外，这可能与国际金融危机期间的预期及政府干预市场行为加强等因素有关。



注：实际利率采用中长期贷款利率：1至3年(含)(月)；-CPI；当月同比来计算。

图10 中国实际利率和贷款同比增速

3 货币政策传导方式转变的原因浅析

(1) 从美国经验来看，银行业与非银金融业之间的结构变化导致金融脱媒，推动美联储货币政策操作方式转型。20世纪70年代开始，由于粮食和石油危机的爆发，布雷顿森林体系崩溃，较高的通胀率导致实际利率下降，银行吸收存款能力下降，商业银行存款大幅分流，加上美国货币市场基金等金融产品创新快速发展，零售和机构类货币市场基金资产总额从1977年的不足25亿美元增长至1982年2294亿美元，金融脱媒程度不断加剧。一系列可以规避存款准备金要求的同业金融创新业务不断出现，金融机构之间的界线日益模糊，存款从美联储成员银行向外转移，美联储对基础货币数量及其信用扩张的总体控制能力逐步下降。同时，伴随着商业银行对银行间市场价格的敏感性有所增强等一系列变化，推动美联储货币政策操作逐步从基础货币的数量调控转向价格调控^[4]。

(2) 基于相同原因，中国货币政策传导方式也已基本完成转型

近年来，我国商业银行的资产负债结构呈现出许多与上世纪 70 年代以来美国类似的变化，主要表现为非银金融机构的资产总额不断攀升。非银金融机构的资产总额已从 2007 年的不到 1 万亿元上升到 2020 年的近 16 万亿元。

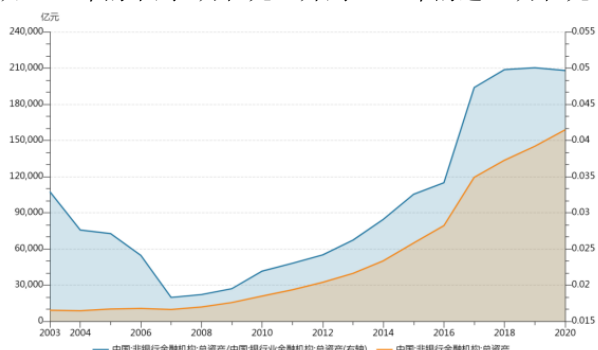


图 11 非银金融机构资产规模、非银与银行业金融机构资产规模比较的变化趋势图

金融脱媒后，由于非银金融机构不必计提法定存款准备金，且全社会对高收益资产的追逐，以及投资热情的提高，导致资金更多地流向能带来资产增值的投资领域，而并非简单地用于消费。资金更多地涌入投资领域而非消费领域，货币流通速度的放缓和货币数量和通货膨胀之间相关性的减弱，导致基础货币数量调控的效力逐步弱化。金融脱媒的趋势，推动中国货币政策转而采用贷款市场报价机制 LPR、常备借贷便利 SLF、中期借贷便利 MLF、抵押补充贷款 PSL 等方式，更多地从价格的层面引导市场利率走势。

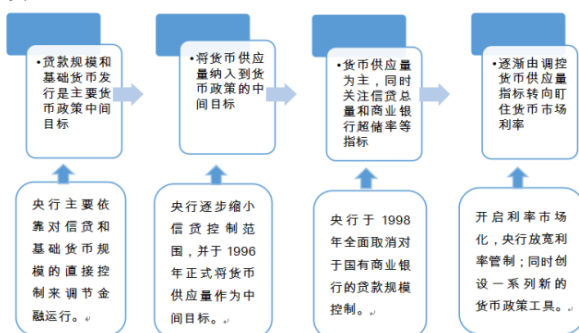


图 12 我国货币政策中间目标的演变历程

(3) 货币的数量调控和价格调控并非绝对对立。因基础货币的数量变动也同时能够影响其价格，两者的区别主要在于中央银行更倾向于选择哪个变量作为其操作目标及哪个的最终传导效果更好。

从货币政策操作实践来看，基础货币数量调控的顺利开展，需要具备的条件是：中央银行能够有效地调控基础货币规模，基础货币与货币供应量之间（进而与物价和产出）有着密切的关系等。相比而言，基础货币的价格调控有效的条件则需要金融市场的参与者对利率信号反应相对敏感，且利率传导机制畅通等。但无论是基础货币的数量调控还是价格调控，都受到关键环节中商业银行的行为及其资产负债结构的影响^[5]。

4 我国货币政策传导机制转型对各类金融机构的影响

4.1 新型货币政策传导机制的未来-因势“利”导

综上所述，伴随着金融市场的快速发展和利率市场化改革的推进，以保险、券商、信托、资管理财等为代表的非银行金融机构迅速崛起，企业融资结构也日渐多元化。另外一方面，传统商业银行的资产规模不断膨胀，资产负债表结构也日趋复杂。货币供应量和通货膨胀、经济增长等实体经济变量之间的相关性弱化，货币需求变得越来越不稳定，以及随着金融市场的发展，利率变得越来越有效地传导到债券收益率、存贷款利率等，货币政策传导机制必然从数量型调控向价格型调控转型。

4.2 对各类金融机构的影响

价格型货币政策传导机制会导致流动性在“大行-中小行-非银”的传递链条中层层递减，与大行相比中小银行资金成本上升，且大行会优先根据自身需求截留所需的流动性，这种货币政策传导机制将对大行相对有利，对中小银行以及传导链条末端的非银金融机构来说，会带来一定的不利影响。

[参考文献]

[1] 侯社红. 影子银行对货币政策有效性的影响分析[J]. 上海电机学院学报, 2021(4): 16.

[2] 盛朝晖. 中国货币政策传导渠道效应分析: 1994-2004[J]. 金融研究, 2006(7): 21-23.

[3] 盛松成, 吴培新. 中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标，两调控对象”模式研究[J]. 经济研究, 2008(10): 36-38.

[4] 刘喜和, 霍振先. 流动性分层、《资管新规》与政策利率传导[J]. 国际金融研究, 2022(5): 35.

[5] 易纲. 中国的利率体系与利率市场化改革[J]. 金融研究, 2021(9): 48.

作者简介：吴松涛（1982.1—），男，北京大学；金融学硕士，中铁财务有限责任公司。