金融创新对货币政策传导的影响

岳意定, 赵振华

(中南大学商学院, 湖南长沙, 410083)

摘要: 货币政策要发挥作用, 必须通过其传导机制来实现。金融创新的不断发展大大削弱了传统的货币政策传导机制的理论基础, 使货币政策传导需要考虑的因素多元化, 传导途径变得复杂化, 基于此, 提出了货币政策传导机制的分析框架, 探讨了金融创新对货币政策传导渠道中的各个要素的影响, 指出金融创新改变每种传导渠道的相对重要性, 使货币政策传导同时受到加强和削弱的效果, 即金融创新对货币政策传导的影响具有非平衡性。

关键词: 货币政策传导; 放松金融管制; 资产证券化; 金融衍生工具; 风险管理

中图分类号: F822.0　　**文献标识码**: A　　**文章编号**: 1672-3104(2004)04-0450-04

金融市场是货币当局和真实经济运行之间的媒介物, 金融市场的规模和结构的变化会影响货币的供给和需求以及货币政策的传导机制。在过去 20 年里, 大多数工业国家由于受到金融创新浪潮的影响, 金融市场发生了深刻的变化。金融市场的发展拓宽了货币政策的作用范围, 导致货币政策的影响对象多样化和实施过程复杂化, 并因此削弱了货币政策的有效性。金融创新的发展对货币政策的挑战, 是经济金融发展过程中货币政策无法回避的现实问题。因此, 考察金融创新对货币政策传导机制的影响具有十分重要的理论价值和现实意义。

一、货币政策传导机制: 一个基本的分析框架

从货币政策实施的角度看, 一般意义上的货币政策是指货币当局通过调节货币供应量, 来影响最终支出, 进而达到影响名义国民收入的调控目标。从货币政策传导过程的不同环节看, 货币当局从货币供应量的调节, 到影响最终支出和名义国民收入, 可经过以下三种传导渠道[1]:

(1) 利率渠道: 货币供应量 ——利率 ——最终支出

(2) 资产结构渠道: 货币供应量 ——资产结构 ——最终支出

(3) 信贷渠道: 货币供应量 ——金融中介的信用供给 ——最终支出

(一)　利率渠道

利率渠道最早是出自凯恩斯对货币政策的 IS-LM 的分析, 扩张性的货币政策导致实际利率下降, 资本成本降低, 从而投资上升, 促使总需求和产出提高。凯恩斯认为利率途径是有效的, 但也存在一定的障碍, 即所谓的“流动性陷阱”。在最近的研究中, 基于利率的泰勒规则也被提出。

在利率渠道中, 货币当局通过设定一定的利率水平, 来影响银行储备的供给或者广义货币的供给。利率的变化会影响资本成本的变化以及对利率敏感的那一部分总需求(最明显的就是投资)的波动。这是利率渠道的资本成本效应。另外一个效应就是流动性效应。这里的流动性, 是指资产的变现能力。如消费者预期收入下降, 就会增加金融资产的持有量而减少实物资产的持有, 以减少或避免因可能出现的财务收支困难遭受的损失。当宽松的货币政策导致股价上升, 使消费者手中的金融资产大幅度升值时, 消费者将对其财务收支持乐观态度, 增加住房和其他耐用品支出。

(二)　资产结构渠道

所谓资产结构, 就是一系列具有不同收益率、风险性和到期日的资产的组合。在市场上, 不同资产的关联程度取决于各项资产之间的替代性和互补

收稿日期: 2004-04-20; **修回日期**: 2004-06-10

基金项目: 国家社会科学基金(01EJY009)

作者简介: 岳意定(1953-), 男, 湖南邵阳人, 中南大学教授, 博士生导师, 主要研究方向: 金融工程.

性。货币当局在采取货币政策措施、导致货币供应量的增减时, 就会破坏处于均衡状态的各个经济主体的资产组合, 从而使它们重新调整自己的资产结构, 进行新的资产选择, 进而影响到最终支出。

在资产结构渠道中, 应考虑到与总需求相关的三个效应: 第一, 财富效应。佛朗哥•莫迪格亚尼利用生命周期模型的研究得出结论: 决定消费支出的是由消费者毕生的资财决定的。消费者毕生资财的一个重要组成部分是金融财富, 而金融财富的一个主要部分是普通股。扩张性货币政策可导致股票价格上升, 持有者的金融财富价值上升, 消费随之增加。第二, 托宾 q 效应。这提供了一种有关股票价格和投资支出相互关联的理论, q 定义为企业的市场价值除以资本的重置价值。如果 q 值高, 那么企业的市场价值要高于资本的重置成本, 新厂房设备的资本要低于企业的市场价值, 公司可发行较少的股票而买到较多的投资品, 投资支出便会增加。如果 q 值低, 即公司市场价值低于资本的重置成本, 厂商将不会购买新的投资品。如果公司想获得资本, 它将购买其他较便宜的企业而获得旧的资本品, 这样投资支出将会降低。反映在货币政策上的影响就是: 当货币供应量上升, 股票价格上升, q 值上升, 企业投资扩张, 从而国民收入也扩张。第三, 汇率效应。汇率作为一种特殊的资产价格, 国内的货币政策会改变外汇资产的持有结构, 并导致汇率变动进而进出口产生影响。

(三)　信贷渠道

信贷渠道强调的是在市场存在缺陷、信息不对称的情况下信贷的可获性。一般来说, 金融中介机构对货币政策传导的影响力主要体现在信用供给方面, 而不是货币供给方面。在金融发展的初级阶段, 商业银行作为主要的金融中介机构, 其负债能够在较大程度上反映金融运行情况, 但由于金融创新、金融资产日趋多样化, 货币的重要性相对降低。

货币政策通过信用渠道进行传导的主要方式包括两个方面: 贷款渠道和资产负债表渠道。前者是指紧的货币政策可以减少银行贷款供给; 后者是指紧的货币政策会恶化企业、居民的资产负债表, 削弱它们从所有资金来源借款的能力。

从以上分析中, 可以得出货币政策传导的框架 (见表 1)。

表 1　货币政策传导框架

传导渠道	效应
利率渠道	资本成本效应 流动性效应
资产结构渠道	财富效应(消费) 托宾 q 效应(投资) 汇率效应(净出口)
信贷渠道	银行借贷效应(银行) 资产负债表效应(企业、居民)

二、金融管制的放松

放松金融管制是指从制度上减少对金融活动的限制, 让市场力量来引导金融活动。20 世纪末, 随着更为广泛的国内经济自由化和对外开放, 金融业逐步放松了管制。有三个关键方面: 一是利率自由化和取消其他价格管制, 减少政府部门对信贷的行政指导, 意味着不仅会减少金融机构的隐性税收、相关租金, 而且还会导致更大的短期波动, 至少在名义利率范围内如此; 二是对国有金融机构进行改制, 准许新的市场参与者加入到金融服务行业, 减少金融机构介入的行业限制, 取消对金融市场垄断的法律保护, 这就会大大地完善金融机构的风险管理和激励约束机制; 三是经济的开放程度, 特别是资本市场的对外开放, 开放进程问题也是货币政策传导效果的一个重要影响因素[4]。

(1) 利率市场化消除或减轻了实际利率远低于均衡利率的状况, 释放了实际利率作为资金价格来调节消费、投资和经济增长的作用, 微观主体对于利率的敏感性增强, 从而会强化货币政策传导的利率机制。特别在金融改革的初期, 利率市场化会有抬高利率的趋势, 尽管利率市场化与高利率之间并无必然的理论联系, 但 20 世纪 80 年代的利率市场化浪潮确实引发了世界范围的利率上扬。高利率会导致企业的财务状况恶化, 企业的借贷能力显著减弱, 加强了货币政策效果; 如果没有资本管制的限制, 高利率还会诱发大量外资的流入, 引起汇率效应, 从而对货币政策传导产生影响。

(2) 国有金融机构的市场化改革, 使其成为金融市场中的独立主体, 成为一股很强的市场力量, 大大提高了金融市场的效率。一方面, 它们受成本收益约束而加强自身的资产负债管理, 针对货币当局的货币政策, 会及时调整资产负债结构, 例如会改变信贷质量和数量, 并对货币供应量产生影响, 从而加强货币政策的有效传导; 随着加入 WTO, 商业银行还必须在巴塞尔协议的框架下进行资产负债管理, 货币和信贷水平会受到其限制, 从而引起货币政策通过

巴塞尔协议进行传导。另一方面,它们追求自己目标的最大化,在一定程度上又会逆货币当局的政策意图而行,从而阻碍货币政策的传导渠道,削弱货币政策效应。

(3) 资本市场的对外开放以及汇率制度的变化,加强了国内市场与国外市场之间的联系,国际上汇率波动和国际资本的流动也会影响到本国的货币流通、产出、价格等方面,从而加强了货币政策的国际传导,汇率效应就成为影响货币政策传导的一个关键因素。

三、资产证券化

资产证券化是将缺乏流动性的资产转换成流动性很强的资产的过程,或者是将不标准的资产转换成标准的可交易的债券的过程。自20世纪80年代以来,资产证券化得到了迅速发展,2000年世界总发行量达到3 500亿美元。在美国,ABS/MBS市场已成为仅次于联邦债市的第二大市场。随着资产证券化技术的运用,金融制度运作方式发生了深刻变化。最为明显的是,它改变了金融制度的宏观构架,加速了金融市场从银行本位向市场本位的过渡。资产证券化不仅是一般意义上的金融产品创新,更是一种融资体制的创新,是间接融资的直接化。在传统的货币政策里,货币当局通过一定的手段或中介目标(如利率),调节银行的信用创造,进而影响实际经济的扩张与收缩,货币政策的有效性取决于商业银行对央行政策的敏感性。资产证券化的融资体制的形成,大大削弱了银行所拥有的传统意义上的信用创造功能,这种局面必将使得大量信用在传统银行信用以外循环,以传统银行信用为依据的货币政策框架必将受到挑战。

资产证券化对传导机制的影响主要在利率渠道和信贷渠道方面。资产证券化为银行和其他的发行者提供了广阔的融资渠道,无论货币当局怎样变动利率水平,都很难发生资本成本效应,货币供给和投资需求的利率弹性会减小;而且,资产流动性的增强,也大大抑制了货币政策传导的流动性效应,从这两方面都可看出,资产证券化削弱了货币当局利率政策的实效性。证券化的融资能力为银行信贷和企业借款带来了更大的弹性,对于中央银行提供的准备金需求减少,使得货币当局难以控制信贷流量,并且信贷量与投资需求的相关性也大大减弱,削弱了货币政策传导的信贷渠道。资产证券化还可以起到增加发起人实际财富的作用,从而会增加对消费和投资的需求,引起财富效应。

关于资产证券化对货币政策传导的影响,Kuttner(2000)采用实证分析方法,通过比较资产支持证券和银行贷款的相对增长率,研究得出了资产支持证券和银行贷款的此消彼长干扰了货币政策的实施效果。Estrelle(2001)依据简单的动态IS曲线构造了一个结构模型,研究了美国住房抵押市场的证券化通过利率渠道影响产出的程度,研究得出,随着证券化程度的加深,实际利率水平对产出的敏感性减弱了[5]。

四、金融衍生工具与风险管理

金融衍生工具与风险管理在概念上是显著不同的,但在实践中,两者常常是紧密联系的,风险管理是先于金融衍生工具出现的;金融衍生工具的利用有助于风险管理,但不仅仅用于风险管理。我们在此将它们结合起来考察对货币政策传导的影响。

金融衍生工具是指其价值是由另一资产的价值衍生而来的资产,能够改变资产组合的收益和风险。自20世纪80年代以来,金融衍生产品得到了飞速的发展,发达国家金融衍生产品市场的发展已开始使其它金融市场增长有萎缩的趋势。金融衍生产品的发展大大提高了市场效率,具体体现在三大效应上:对冲效应、高杠杠性和资产替代效应。但衍生工具的运用也被称为零和游戏,对经济也存在反面的影响,会加剧全球范围内的价格波动。

货币政策的作用在很大程度上取决于经济中存在摩擦,即资产转换和资产组合的成本,以及信息不对称对融资的限制。但金融衍生工具的运用减少了这种摩擦,提高了资产之间替换的方便程度,增强了资产的流动性,并且降低了交易成本,从而削弱了货币当局对资产价格(包括利率、汇率及其它金融资产价格)的影响力。它还创造了高效率、低成本的风险配置市场,可以抵御货币政策变动所带来的系统性风险,从而也会削弱货币政策的有效传导。但是,金融衍生工具的发展也为货币当局的货币政策操作提供了新的可利用的工具,扩展了货币政策指标的数量和质量。衍生工具市场能够提供超前的信息,其价格发现功能更强更快,使货币当局在制定货币政策时就已包含了微观主体的未来变化,从而加强了货币政策的作用效果。

风险管理主要源于金融衍生工具的运用,同样也削弱了货币政策的传导。金融风险的存在会影响金融机构经营的稳健性,使得货币、信贷紧缩,并提高了融资成本。而风险管理则改变这种状况,会保持其资产负债表的优良品质。当货币当局采取适度

从紧的货币政策时, 金融机构会运用风险控制工具来避开不利影响, 借贷能力就不会受到很大的冲击, 从而也违背了货币当局的政策意图。

在这方面的研究中, 目前还很少有人采用实证研究的方法, 主要原因是我们很难找出确切的数据, 并且很难基于现实情况来建立有效的模型。不过, 还是有一些经济学家做了一些努力: Hannoun(1994)认为衍生工具对货币政策传导中的价格变量和货币总量会产生很大的影响, 但没有能够提出实证方法。Vrolijk(1997)考察了英国衍生工具市场的发展, 运用大量的数据(GDP、价格水平、短期利率和衍生产品交易量), 采用 VAR 模型作了实证研究, 研究得出, 衍生产品没有对经济产生显著的效应, 特别是衍生产品对产出的利率弹性的影响没能做出有效的分析, 但是总结出了衍生产品的发展加强了市场的有效性, 利率能够迅速的达到均衡水平[6]。

五、结论

本文从理论上考察了各个方面的金融创新对货币政策传导机制的影响, 研究得出有的金融创新加强了货币政策的传导渠道, 有的则相反, 即金融创新对货币政策的影响具有非平衡性。虽然不能完全把握金融创新在多大程度上影响货币政策, 但有一点是清晰的, 即金融创新引起金融市场的"混沌"对货币政策传导引入了不确定因素, 货币政策传导问题已经是一个动态性的概念, 越来越多元化、国际化和复杂化。这些对中央银行的货币控制能力和货币政策的实施基础形成了很大的冲击, 也给货币当局货币政策的科学制订与实施带来挑战。因此, 货币政策必须与时俱进, 货币当局应尽快建立起与金融创新相适应的新的货币政策框架, 根据市场化取向来创新货币调控模式, 充分利用金融创新所带来的操作工具和手段的便利, 必能增加货币政策的有效性。

参考文献:

[1] 巴曙松. 中国货币政策有效性的经济学分析[M]. 北京: 经济科学出版社, 2000. 193-237.
[2] 张超英. 资产证券化对货币政策实效性的影响[J]. 当代经济科学, 2003, (4): 89-91.
[3] 岳意定, 管礼平. 货币需求理论的新发展及其面临的挑战[J]. 中南大学学报(社会科学版), 2003, (5): 640-648.
[4] R. D. Rossiter. Monetary policy indicators after deregulation [J]. The Quarterly Review of Economics and Finance, 1995, (35): 207-223.
[5] Arturo Estrella. Securitization and the efficacy of monetary policy [J/OL]. International Economic Review, 2001. 2.
[6] Coenraad Vrolijk. Derivatives effect of monetary policy transmission [J/OL]. Journal of Economic Perspectives, 1997. 9.
[7] Thomas I. Palley. Monetary Policy in an era of financial deregulation and innovation [J/OL]. Journal of Economic Perspectives, 2002. 7.

The influence of financial innovation on monetary policy transmission

YUE Yi-ding, ZHAO Zhen-hua

(School of Business, Central South University, Changsha 410083, China)

Abstract: Monetary policy puts into effect through its transmission mechanism. Financial innovation however, greatly cripples the theory basis of monetary policy transmission. More and more factors should be considered and transmission channels become perplexing. This paper firstly lays out an analytical framework of monetary policy transmission mechanism ——three kinds of main transmission channels. Then, it probes into how four forms of financial innovation influence the elements of the above framework. Based on the analysis, it points out that financial innovation changes the comparative importance of each transmission channel. Monetary policy effect is strengthened and weakened simultaneously, in other words, financial innovation makes imbalanced influence to monetary policy transmission.

Key words: monetary policy transmission; financial deregulation; asset securitization; derivative instrument; risk management

[编辑: 汪晓]