

研究报告

(2019年 第2期 总第62期)

2019年1月7日

清华大学国家金融研究院

货币政策传导机制研究及意义

金融与发展研究中心

马骏

【摘要】 本文认为，最近一段时间社会关注的民营企业“融资难融资贵”的问题，虽然从表象上来看是“货币政策传导不畅”，但实际上是我国面临下行的经济周期、去杠杆措施的溢出效应以及国有企业与民营企业非中性竞争体制三个问题叠加所导致的后果。要解决这些问题，除了提供风险缓释工具等措施，还需要建立以竞争中性为原则的政策环境。本文还提出，货币政策框架的改革应该从明确和减少货币政策最终目标、明确货币政策中介目标、建立有效的货币政策传导机制和操作工具、建立专业化的货币政策决策机制、提升货币政策沟通能力等多个方面入手。本文还综述了与货币政策传导机制相关的文献。

Research Report

2019-1-7 edition

TSINGHUA UNIVERSITY NATIONAL INSTITUTE OF FINANCIAL RESEARCH

Studies on the Monetary Transmission Mechanism and the Policy Implications

Center for Finance and Development

Ma Jun

Abstract

It has been suggested that the financing difficulties facing private-owned enterprises are results of the inefficient monetary transmission mechanism. This paper argues that this problem is due to the combination of three factors: the current economic downturn, the spillover effects of deleveraging measures, and the lack of policy neutrality between state-owned and private-owned enterprises. In addition to risk mitigation measures, the introduction of a policy environment based on the principle of competitive neutrality is key to addressing the private sector financing issue. The paper, which reviews the literature of monetary policy transmission, also highlights that an ideal monetary policy framework for China should involve fewer policy objectives, a clear intermediate target, an efficient transmission mechanism, and improved ability of the central bank to communicate with the market.

2018年9月，国务院金融稳定发展委员会明确提出，要“更加重视打通货币政策传导机制，提高服务实体经济的能力和水平”。事实上，货币政策传导机制是许多学者多年来一直研究的问题，笔者对近年来在该领域的学术研究观点作一简要评述，分析该问题的现实意义，并对与此相关的货币政策转型路径研究进行梳理。

一. 关于利率传导机制

近年来，关于货币政策传导的许多研究文献集中在短期市场利率向中长期利率（包括债券利率和存贷款利率）的传导机制。研究这个问题的意义在于，如果无法保证短期利率（如未来的政策利率）向中长期利率的有效传导，那么从（以调控贷款额度为特征的）数量型货币政策框架向（以调控政策利率为特征的）价格型货币政策框架的转型就没有坚实的基础。因此有必要评估我国短期利率向长期利率的传导效率，识别传导受阻的原因，并提出相应的解决办法。

何东与王红林在《利率双轨制与中国货币政策实施》（《金融研究》2011年第12期）中用理论模型显示，以存款利率上限为核心的利率双轨制体系决定了当时中国货币政策体系中数量与价格手段并重的特点。该文解释了利率双轨制下货币政策目标如何传导至市场利率，并与信贷总规模一起决定对实体经济的调控。马骏、施康、王红林、王立升在《利率传导机制的动态研究》（《金融研究》2016年第1期）中用DSGE模型证明，我国利率传导还不够通畅，主要受到对贷款的数量管制(如合意贷款规模)、存款准备金率过高、企业软预算约束和债券市场流动性不足等问题的制约，并提出了弱化对贷款的数

量管制、逐步降低存款准备金率、强化借款人预算约束和完善债券市场等多项建议。

何晓贝在《利率传导机制评估》（《清华大学国家金融研究院研究报告》2018年第15期）中用最新数据和多个实证模型显示，我国通过债券市场的利率传导机制已经初步建立，但通过银行体系的传导机制仍很弱。作者指出，阻碍短期市场利率向贷款利率传导的原因包括：短期利率波动仍然过大，难以成为政策利率；商业银行的存贷款定价仍然主要依赖存贷款基准利率；监管部门为防止“过度竞争”，通过窗口指导要求金融机构“自律”等。

徐忠、纪敏、牛慕鸿在《中国货币政策转型：转轨路径与危机反思》（经济管理出版社，2018年5月）一书中探讨了货币价格调控模式下中期政策利率引导、基准政策利率和操作目标利率选择等相关问题。作者认为，利率走廊操作可以较为有效地引导市场预期，降低市场利率波动，减少央行公开市场操作成本；在向新的货币政策框架的过渡中，应确立我国央行政策利率以锚定预期与引导预期，建立公开、透明、可信的利率走廊，并进一步完善抵押品机制，提升未来政策利率的市场认可度和基准性，为利率政策的有效传导提供基础。

鲁政委在《五大技术细节让货币政策传导不畅》（《陆家嘴杂志》2018年11月29日）一文中提出了反思对同业负债比例的限制、继续用降准来替代MLF、修改上市公司股权监督管理办法、进一步明确“标”与“非标”资产的划分、明确债券的违约处置流程等具体建议。

二. 关于民营企业融资难融资贵

2018年以来，货币政策传导机制问题备受关注，主要原因是，在经济下行的背景下，人民银行适度调整了货币政策的操作，银行体系中的流动性已经比较充裕，短期利率开始走低，但实体经济中的不少企业，尤其是民营和中小企业，仍然感到资金面很紧。2018年9月前后，许多评级为AA级的民营企业的发债成本比上年同期上升了约300个基点，也有些民营企业从银行根本借不到钱。这种情况也被普遍认为是货币政策传导受阻。

从理论上讲，最近出现的这些问题，与货币政策框架和政策利率设计并没有太大的关系。也就是说，它不单纯是短期利率向长期利率传导的技术问题。在目前的宏观形势和体制下，不论是采用数量型还是价格型货币政策框架，不论是用哪个短期利率作为政策利率，不论银行用哪个利率作为定价基准，都会出现民营企业融资难度加大的问题。笔者认为，这是我国面临经济周期下行、去杠杆措施的溢出效应以及国有企业与民营企业非中性竞争体制三个问题叠加所导致的后果。

第一，关于经济周期因素，大量国内外文献，如祁树鹏、冯艳和李京晓在《经济周期对我国商业银行信贷风险管理的影响分析—基于VAR模型的实证研究》一文中，以及 Fama 和 French(1989)、Wilson(1997a,b)、Nickell 等(2000)都用理论和实证模型显示，经济周期对贷款和债券的违约率有重大影响，会导致信用等级迁移。在经济下行过程中，各国都会出现企业倒闭、违约概率上升，企业（借款

人) 信用风险上升的情况。也就是说, 在经济减速的阶段, 即使央行降低政策利率, 一般也都会出现企业融资成本(贷款利率和债券发行利率) 上升的情况, 这种由周期性因素引起的“货币政策传导不畅”的问题是世界性的问题。

第二, 关于去杠杆措施的溢出效应(或超预期后果), 一个例子是在清理规范地方政府债务过程中, 许多地方政府平台突然无法继续获得融资, 许多 PPP 项目(包括已经启动的项目)被叫停, 导致与这些项目相关的企业(如参与 PPP 项目的民营企业) 财务情况突然恶化, 违约风险和融资成本大幅上升, 有的无法继续取得融资, 甚至出现资金链断裂。另一个例子是, 在落实资管新规的过程中, 许多银行表外融资渠道被大幅收窄, 银行表内又“接不住”, 使得许多长期以来依靠影子银行、表外融资的民营企业突然失去了融资渠道。

第三, 关于竞争非中性问题, 主要指的是在经济下行过程中, 体制上存在的对民营企业的一些歧视性做法会使民营企业融资的难度比国有企业恶化得更快。事实上, 在最近一轮经济减速的过程中, 大中型国有企业的融资难度和成本没有明显变化, 但民营企业融资难度却大幅增加, 导致了民营企业倒闭、违约, 以及被迫与国有企业合资或被国企收购。问题的主要症结在于国有企业有地方政府、中央政府的隐性担保(因此违约风险较低), 而且对许多银行业务员来说, 贷款给国有企业不必承担“被终生追责”的风险。

为了应对民营企业融资难度加大的问题, 过去一段时间, 国务院金融稳定发展委员会、一行两会和相关部委出台了许多措施, 致力于

疏通货币政策传导机制，促进金融和实体经济良性循环。一是调整了稳增长与防风险的微妙关系，保障在建项目的合理融资需求，强化政策统筹协调、避免“几碰头”问题。二是多部门一起发力，解决小微企业、民营企业、绿色环保等薄弱环节的金融服务问题。出台的措施包括定向降准、再贷款、担保、扩大合格抵押品范围、针对民营企业的债务融资支持工具，以及要求商业银行改善对民营企业服务的窗口指导等。下一步还可以考虑降低绿色资产风险权重等措施。已经出台的措施部分对冲了经济下行导致的风险溢价问题，缓解了前期强监管措施几碰头的问题，也在一定程度上缓解了部分民营企业的融资难问题。

但是，这些措施基本属于短期的救急做法，还没有从根本上解决导致国有企业、民营企业非中性竞争的制度性问题。要真正建立各类所有制企业平等竞争的体制环境，有必要以法律的形式明确支持民营企业是长期不变的政策，制定国有企业退出一般性竞争领域的时间表和路线图，清理和修改不符合平等竞争原则的现行法规，处理违反平等竞争原则的一批案例，大幅提高相关政策的透明度。

三. 货币政策框架转型的中期愿景

货币政策传导机制是货币政策框架中的一项内容。要建立一个现代化的、适应市场经济主体要求的货币政策框架，应该从明确和减少货币政策最终目标、明确货币政策中介目标、建立有效的货币政策传导机制和操作工具、建立专业化的货币政策决策机制、提升货币政策

沟通能力等多个方面入手。不少研究者在这几个领域提出了具体的改革建议。

马骏、管涛等在《利率市场化与货币政策框架转型》（中国金融出版社，2018年4月）一书中提出，我国目前的货币政策最终目标过多，应该逐步收敛到稳定通胀、支持充分就业和保障金融稳定三个目标，应该明确放弃与汇率、外汇储备等变量相关的目标。在放弃了M2作为货币政策的中介目标之后，应择机宣布取消存贷款基准利率，明确以某个短期市场利率目标作为货币政策的中介目标，并逐步提高对市场进行前瞻性指引的能力。作者强调，应该提高央行货币政策决策的独立性，以及货币政策操作的专业性和前瞻性。

徐忠等（2018）指出，在利率管制基本放开后，我国向货币价格调控的转型还面临一系列体制和金融市场的制约。作者认为，只有政府淡化经济增长目标，真正在良好公司治理下按照风险资本约束、根据风险收益相匹配的原则进行融资，微观主体的融资需求才能够更为理性，货币政策也不再受到倒逼扩张的压力。另外，要按照市场功能统一的规则，适当放开不合理的金融业务管制，鼓励以交易技术和风险管理能力为主要目的的金融创新，真正提高金融机构产品定价能力和风险管理水平，从而创造条件实现市场利率和存贷款利率并轨，明确短端（隔夜）政策目标利率，实现以利率为主的货币价格调控方式转型。

国际货币基金组织的 Michael McMahon、Alfred Schipke 和 Xiang Li 在题为《中国货币政策沟通——框架、效果和建议》的工作论文

(IMF Working Paper WP 18/244) 中指出，越来越多的央行将与市场沟通作为货币政策的一项重要工具。中国在全球经济中重要性的不断提高及其货币政策向以价格为主的框架转型意味着中国人民银行更加重视与市场沟通的有效性。该文的作者建议，为了提高货币政策沟通的有效性，人民银行应该在网站上同时提供充分的中英文信息，强化宏观经济预测的投入和能力建设，定期公布宏观经济预测结果，并定期举办媒体发布会。这些建议与笔者的看法是一致的。

(2019年1月7日)

(作者：马骏为清华大学国家金融研究院金融与发展研究中心主任、绿色金融发展研究中心主任、中国金融学会绿色金融专业委员会主任、G20 可持续金融研究小组共同主席、央行与监管机构绿色金融网络监管工作组主席。)

参考文献

- [1] 何东,王红林.利率双轨制与中国货币政策实施[J].金融研究,2011(12):1-18.
- [2] 何晓贝.利率传导机制评估[J].清华大学国家金融研究院研究报告,2018(15):1-30.
- [3] 鲁政委.五大技术细节让货币政策传导不畅[N].陆家嘴杂志,2018年11月29日.
- [4] 马骏,管涛等.利率市场化与货币政策框架转型[M].中国金融出版社,2018.
- [5] 马骏,施康,王红林,王立升.利率传导机制的动态研究[J].金融研究,2016(01):31-49.
- [6] 祁树鹏,冯艳,李京晓.经济周期对我国商业银行信贷风险管理的影响分析——基于VAR模型的实证研究[J].金融监管研究,2015(4):1-14.
- [7] 徐忠,纪敏,牛慕鸿.中国货币政策转型: 转轨路径与危机反思[M]. :经济管理出版社,2018.
- [8] Fama, E. F. and K. French (1989). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 25, 23–49.
- [9] McMahon, Michael, Mr Alfred Schipke, and Xiang Li. *China’s Monetary Policy Communication: Frameworks, Impact, and Recommendations*. International Monetary Fund, 2018.
- [10] Nickell, P., W. Perraudin, and S. Varotto, *Stability of Rating Transactions*, *Journal of Banking Finance*, 2000, No.24, 203-228
- [11] Wilson, C., *Credit Portfolio Risk (a,b)*, *Risk Magazine*, 1997.

报 送:

联系人: 付静仪

电话: 62797519
