

信贷配给理论与货币政策中介目标的选择

杜朝运

厦门大学 金融系, 福建 厦门 361005

摘 要: 信贷配给理论研究不对称信息条件下自由竞争信贷市场运行机制, 为货币政策变动影响实际经济的可能途径提供了比传统理论更为丰富的论证。信贷配给的客观存在限制了利率作为中介目标发挥的传导作用。中国经历着从非均衡信贷配给到均衡信贷配给的过程, 信贷对货币政策的有效性会产生重要影响。因此, 中国应采取组合的方式选择货币政策中介目标, 以更有效地传导货币政策意图, 更好地实现货币政策最终目标。

关键词: 信贷配给; 货币政策; 中介目标; 传导机制

中图分类号: F830.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1674-1625(2009)03-0048-08

一、信贷配给理论的发展与演变

(一) 信贷配给: 基于自由竞争市场的界定

信贷配给是信贷市场的一种典型现象, 它可以理解为由于贷款利率低于瓦尔拉斯均衡水平而导致的市场对信贷资金存在超额需求。由于导致利率被压制的原因有多种, 所以信贷配给包含多种涵义。本文所研究的信贷配给特指自由竞争市场中的信贷配给现象。显然, 它不同于“金融深化论”相关文献中政府利率管制下的信贷配给(也称为非均衡的信贷配给, 包括各种信贷控制。), 即政府规定存贷款利率的上限从而导致超额信贷需求无法被满足的现象。

信贷配给理论的文献可追溯到“可得性主义”(Availability Doctrine)。凯恩斯在《通论》中发展的流动性偏好理论和希克斯的 IS-LM 模型都强调利率唯一决定于货币存量的需求与供给。而在二战后, 美国经济学界普遍认为美联储对利率的调控无助于平抑美国经济波动。对此, 以 Rosa (1951)^[1] 为主的经济学家认为, 即使投资和储蓄对

收稿日期: 2009-02-20

基金项目: 福建省新世纪优秀人才支持计划资助

作者简介: 杜朝运 (1973-), 男, 经济学博士, 教授, 厦门大学金融系主任, 研究领域为金融制度与金融组织。

利率变动不敏感,货币政策仍然可以通过对放款人和信贷的可得性来施加影响,由此又提出了一个相关的研究课题——自由竞争市场行为下的信贷配给现象。

(二) 信息不对称条件下信贷配给的解释模型

20世纪60年代以前,信贷配给一直被看作是一种暂时的非均衡现象,许多经济学家在完全信息的框架下研究信贷配给问题。如Hodgman(1960)^[2]认为违约风险是导致信贷配给的原因之一。20世纪60~70年代以来信息经济学的发展使经济学界开始意识到不对称信息是造成市场实际运行方式偏离古典经济学模型框架的重要原因之一。自此新凯恩斯主义经济学家开始从不对称信息方面对信贷配给进行分析,著名的有Stiglitz and Weiss(1981)^[3]的信贷配给基本模型(S-W模型)。该模型证明在信息不对称的假设下,即使没有政府干预,信贷配给也将作为一种长期均衡现象存在。

随着利率的提高,成功概率较高的项目逐渐退出信贷市场,成功概率较低的项目则不断进入,由此利率的上升导致申请人出现“逆向选择”。这种逆向选择使得利率的提高对银行收益产生两方面影响:一方面是利率提高的直接收入效应;另一方面是利率提高的风险效应(利率提高导致贷款人质量下降)。因此,银行期望收益的变化取决于收入效应和风险效应的对比:当收入效应大于风险效应时,利率提高对期望收益影响为正,当收入效应小于风险效应时,影响为负,从而利率的增加对银行期望收益的影响一般来说不可能是单调的。图1显示了贷款利率与银行期望收益的关系。由图1可知,存在一个最优利率使得银行收益最大,此后提高利率反而导致收益的下降。

图2第四象限中 (r) 曲线表示贷款利率与银行期望收益之间的关系。第三象限表示银行贷款供给曲线,它是银行期望收益的函数。每一点 r 对应于 (r) 上的一点,该点又对应于 $L_s(r)$ 上的一点,通过第二象限的45°线,可以得到每个特定的利率对应的贷款供给总量,即第一象限的 $L_s(r)$ 曲线,表示对应于利率的供给曲线。 $L_d(r)$ 表示向下倾斜的需求曲线。在没有信贷配给的情况下,市场均衡利率为 r_m ,但实际的市场均衡利率为 r^* ,此时, $L_d^* > L_s^*$,贷款需求大于供给,因而银行将实行信贷配给。

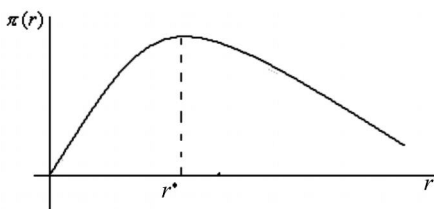


图1 贷款利率与银行期望收益的关系

曲线。 $L_d(r)$ 表示向下倾斜的需求曲线。在没有信贷配给的情况下,市场均衡利率为 r_m ,但实际的市场均衡利率为 r^* ,此时, $L_d^* > L_s^*$,贷款需求大于供给,因而银行将实行信贷配给。

(三) 信贷配给理论的扩展研究

自S-W模型后,经济学界从不同方面对信贷配给理论进行扩展研究。从微观层面来看,修正了S-W模型的一些假设,并从银企互动关系考察了信贷配给。如Berster(1985)^[4]考察了抵押贷款的融资行为,并证明银行存在运用利率以外的非价格条款来设计贷款合同从而对企业进行甄别的可能性。Stiglitz and Weiss(1986)^[5]通过放松无抵押品要求的假设,并假定企业为风险厌恶型,证明了风险类型的改变和抵押品的导入增加了贷款合同的复杂性却无法完全消除信贷配给存在。Diamond(1989)^[6]从银行和企业之间是多次博弈关系角度分析了声誉可能起的作用。这些研究除了说明信贷配给的普遍存在

和无法从根本上消除外,还表明了货币政策和名义总需求变动影响实际经济的各种可能途径。

从宏观上看,信贷配给理论被纳入了货币政策信贷传导途径的研究。Bemanke and Blinder(1988)^[7]指出传统的 IS—LM模型仅仅注重货币和银行存款对总需求的影响,而忽视了银行贷款对总需求的重要作用。虽然他们修正后的模型尚未考虑信贷配给,但已经指出货币政策的实施会引起 LM和 IS曲线的同时同向位移。

Greenwald and Stiglitz(1990)^[8]进一步将信贷配给合并进传统的 IS-LM模型中,发现由于金融中介在实际资源配置方面的作用,实际货币供给的增加不仅会使 LM曲线向外移动,而且也会使经修正的 IS曲线向外移动。在《货币经济学的新范式》(斯蒂格利兹和格林沃尔德,2005)^[9]一书中,斯蒂格利兹和格林沃尔德更直接地指出,货币政策不仅会影响信贷需求,而且还会通过信贷供给影响经济活动,尤其是在信贷配给情况下,货币政策通过信贷渠道传导的作用更为重要。

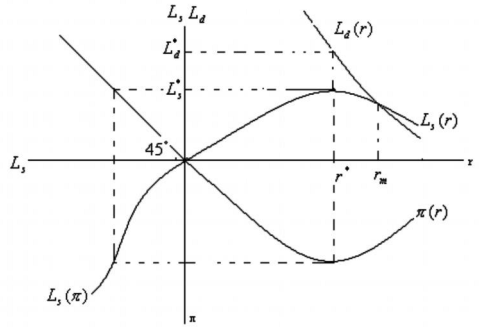


图 2 信贷配给市场均衡的形成

二、完全信贷配给与货币政策传导

信贷配给理论对非价格配给现象给出了新的理论解释。它修正了古典需求与供给定律,古典需求和供给定律的成立是基于价格不具备选择和激励效应这样一个重要的隐含条件,而事实上,在信贷配给模型中,价格还具有选择和激励的作用。同时,该模型对古典需求和供给定律的修正也否定了普通静态比较分析方法。如果初始均衡点是信贷配给,则可贷资金规模的上升将可能在不影响利率的情况下导致信贷规模的增大,从而货币政策和名义总需求变动影响实际经济的途径就更为复杂。我们将考察极端情况下即完全信贷配给对货币政策的影响,这里的完全信贷配给指资金完全通过金融中介配给,没有股票市场等的影响。

(一) 信贷配给情况下利率作为货币政策中介目标的有效性分析

货币政策中介目标指的是在货币政策传导过程中,中央银行依据事前既定原则,运用货币政策工具直接予以调控到特定水平,以达到影响最终目标实现程度的中介变量。中介目标存在的必要性来自货币政策作用机理的滞后性和动态性。货币政策利用中介目标将其传导至企业、居民及其他金融机构等微观主体,使各微观主体行为在利益机制诱导下按货币政策调控意图进行。因此货币政策中介目标的有效性取决于它是否能够灵敏地随货币政策的变化而变化进而影响经济实体行为。在信贷配给的情况下,利率作为货币政策中介目标的效果如何呢?图 3以图 2为基础分析了扩张性货币政策对利率的影响。比较图 2和图 3,可以看到,货币扩张的冲击使得银行贷款供给——期望收益曲线 $L_s(\cdot)$ 向左边移动到 $L_s(\cdot)$,在同样期望收益下银行愿意供给更多的

贷款。按照得到 $L_s(r)$ 的方法,可以画出对应于 $L_s(\pi)$ 的新的贷款供给——利率供给曲线 $L_s(r)$ 。可以看到贷款供给——利率曲线向上移动,在相同的贷款利率下,银行愿意供给更多的贷款。显然,在没有信贷配给的情况下,市场均衡利率下降为 r_m ,同时信贷总量上升。但实际的市场均衡利率并没有改变,仍然为 r^* ,贷款需求大于供给,因而银行仍将实行信贷配给,同时信贷配给总量上升到 L_s^* 。

因此,货币政策在没有改变利率的情况下扩大了信贷配给总量,利率作为货币政策中介可能无效。这个性质在某种程度上支持了货币学派有关货币政策的论点:货币政策主要不是通过利率机制来发挥作用,而利率并不一定是一个非常有效的货币政策中介目标。货币政策通过对信贷配给的松动而不是利率的降低来实现对投资的影响。

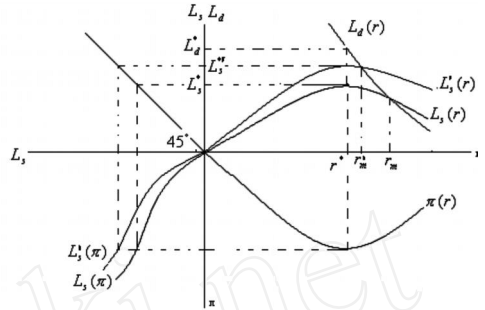


图 3 货币扩张对信贷配给市场均衡的影响

(二) 信贷配给情况下货币政策的传导渠道及政策效果

在传统的 IS-LM 模型中不存在信贷配给。货币扩张使得 LM 曲线向外移动到 LM' (图 4), IS 保持不变,均衡点从原来的 E 变为 E_1 ,均衡利率从 r^* 下降为 r^{**} ,而产生从 Y^* 上升到 Y_1^* 。在这个过程中,货币供给的增加导致利率的下降,而利率的下降导致投资的增加,最后投资增加拉动产出的上升,这就是货币政策的传导渠道。由图 3 可知,货币的扩张在存在信贷配给的情况下可能不影响利率,即在利率不变的情况下能增加信贷配给总量。因此,这时货币政策影响投资的渠道就不是通过利率的变动来实现,而是通过金融中介直接影响信贷总量进而影响投资来实现的。此时,传统的 IS-LM 模型不再适用于分析货币政策,需要对 IS-LM 模型进行修正 (Greenwald and Stiglitz, 1990)^[8]。

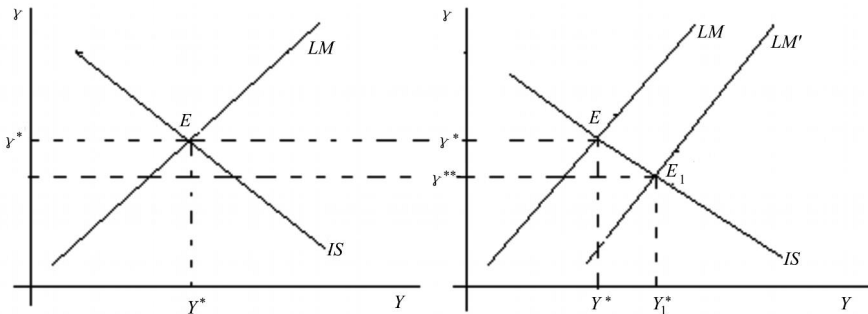


图 4 无信贷配给下货币扩张的传统 IS-LM 模型分析

图 5 在图 4 的基础上说明了这种修正。在信贷配给的情况下,货币扩张使得 LM 曲线向外移动到 LM' ;货币扩张虽然不能降低利率,但是却提高了信贷配给总量,从而使

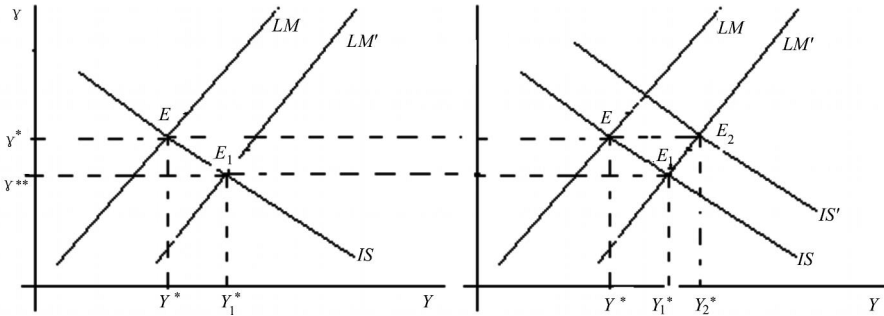


图 5 完全信贷配给下货币扩张的修正 IS-LM 模型分析

得投资增加,这将使得 IS 曲线向外移动到 IS'。因此,货币扩张后,均衡点由原来的 E 变成 E₂ 不是 E₁,此时,均衡利率 r* 未变而产出变成 Y₂。从图 5 中我们可以看出 Y₂ 比 Y₁ 大,即虽然利率并没有下降,但货币政策的产出效应比原来的大。可见,在存在信贷配给的情况下,货币政策以利率作为中介目标可能不再适合,货币政策通过扩大信贷供给的传导渠道使得投资总额增加,而且货币政策的效果比原来想象的要大。

当然,这要以金融中介扩大信贷总量的意愿为前提,要是金融中介没有意愿扩大信贷总量(如已经存在很大的不良资产需要消化),货币政策仍然无法起作用,这也说明了金融中介在货币政策中的重要作用。而且要注意的是,这里的完全信贷配给实际上不可能存在,因此利率的变动仍可能影响投资等经济变量。

三、对中国货币政策的思考

(一) 货币供应量作为货币政策中介目标的现实困境

中国自 1983 年起由中国人民银行专门行使中央银行职能,同时也开始了运用货币政策进行宏观调控的历史。在银行贷款规模限制尚未取消之前,明显存在非均衡信贷配给现象,很长时期内央行采用信贷规模作为货币政策的主要中介目标。1993 年,央行开始公布货币供应量指标;1996 年,狭义货币 M1 和广义货币 M2 正式成为货币政策的调控目标;1998 年,商业银行实行资产负债管理取代信贷规模控制,货币供应量确立了其作为货币政策的主要中介目标的地位。从这十多年的实践可以发现将货币供应量作为中介目标有其不足之处:首先,货币供应量是一个多层次的概念,各层次与货币政策的最终目标的相关程度及相关时滞不同,层次的选择成为一个难点;其次,受国家金融制度、市场货币需求等多种因素的影响,货币供应量资料的收集与测算需较长时间,使其作为中介目标的及时性较差;最后,将货币供应量作为中介目标在其相关性、有效性方面也存在着一定的问题,特别是随着金融创新的发展,货币供应与国民收入之间的关系变得越来越不稳定。

事实上,在金融自由化和经济全球化的背景下,不仅货币供应量与国内经济活动的联系日趋松散,货币当局对货币供应量的控制也越来越困难。因此,很多国家相继放弃了货币供应量作为货币政策的中介目标。例如美国,1978 年通过的《汉弗莱—霍金

斯法案》正式确立了以货币供应量作为中介目标的货币政策操作体系,但由于可控性、可测性、相关性较差,美联储选择放弃转而实行以联邦基金利率为操作目标的工具规则性的货币政策。

(二) 利率作为货币政策中介目标的现实困境

经典教科书在介绍货币政策中介目标时往往提到货币供应量和利率,二者的选择似乎非此即彼,既然货币供应量存在问题,人们自然建议取消其作为中介目标,取而代之以利率。按照中介目标“三性”的要求,利率作为货币政策的中介目标有其一定的合理性:利率可以通过对市场观察,符合可测性标准;可以通过准备金比率、再贷款再贴现利率、公开市场业务等政策工具实现利率的调控,具有可控性;利率传导的利益信号间接影响到宏观经济的运转,具有相关性。但是,正如前面的分析表明,不能过高地估计利率作为货币政策中介目标的有效性。事实上,货币政策影响实际经济有货币和信用两个主要渠道。货币渠道通过利率起作用,这除了要求利率是市场化的外,还要求经济主体对利率的变动反应灵敏。然而,信贷配给理论表明信息不对称导致金融中介对利率的反应不灵敏,即使利率市场化改革取得成功,利率仍不是十分有效的货币政策中介目标。换言之,信用渠道虽然也非常重视利率对信贷总量的影响,但它更多强调利率变化对借款者资产价值的变动,从而影响借款者风险偏好的改变对信贷需求的影响,以及银行在放款中需考虑的逆向选择和道德风险对信贷供给的影响(斯蒂格利兹和格林沃尔德,2005)。

因此,不能忽视货币政策信用渠道的作用。尤其是在中国,利率尚未完全市场化,利率作为资金价格和消费者的时间偏好尚未对投资和消费产生主导型的引导作用,而金融结构仍然比较单一,银行信贷仍然是企业融资的主要渠道,当然,货币政策通过信用渠道的传导,会影响到投资和消费,并进而对经济增长和物价水平产生影响。关于信用渠道通过金融中介贷款来实现货币政策,Bernanke and Blinder(1992)^[10]认为,在信息不对称条件下,一些企业存在对银行贷款的依赖性,因为它们难以在公开市场上获得资金盈余者提供的贷款服务,而由于银行在评估、筛选贷款申请人,以及监督贷款的使用方面所拥有的专业技术知识,使得它们可以向这些企业提供贷款。这样,中央银行就可以通过货币政策的运作改变银行准备金规模,从客观上控制商业银行提供贷款的能力,使银行贷款供给发生变化,从而影响那些依靠银行贷款的企业和个人的可获得资金数量及成本,进而影响它们的支出水平,改变社会总需求。Oliner and Rudebusch(1996)^[11]从理论和实证两方面分析了借款人对银行的依存度是否足够高,以致使其外部融资费用发生变化对其投资行为产生直接的、决定性的影响。卡尔·瓦什(2001)^[12]也指出,在利率受到管制的国家,货币政策的信用渠道更为适用。

(三) 社会信贷总额作为货币政策中介目标之一的现实意义

在中国,信贷控制一直是货币政策传导的主机制。即便是在1998年,货币政策操作由以信贷规模控制为主的直接调控转为运用“三大法宝”为主的间接调控后,银行信贷在货币政策实践中的作用依旧非常重要,信贷似乎成为货币政策不言自明的中介

目标。譬如当局每年年初在公布货币供应量增长率目标的同时也公布当年的新增信贷额的目标值。2004年以来的宏观调控甚至提出“管住土地和信贷两个闸门”，表明银行信贷的重要地位。人们也习惯于从信贷目标判断央行货币政策的松紧变化趋势。一些实证研究亦表明，从可控性方面看，中央银行货币供应量目标很少被实现过；从相关性方面看，货币供应量与通货膨胀率及国内生产总值变化趋势不一致的年份居多（胡列曲，2006）^[13]。

笔者前面关于信贷配给与货币政策关系的分析表明，在信贷配给普遍存在的情况下，把社会信贷总额作为货币政策的另一个中介目标对货币政策的有效实施具有重要的意义。而且社会信贷总额作为货币政策中介目标也满足“三性”要求：中央银行可以通过商业银行及其他从事信贷活动的非银行金融机构的资产负债表等信息披露获取准确、全面的数据，具备可测性；而且中央银行通过存款准备金率、再贴现再贷款利率、公开市场业务等工具的使用改变商业银行的准备金、非银行金融机构可贷资金量，或是通过金融法规改变信贷条件实现对社会信贷总额的控制，具有可控性；最后信贷配给影响到微观实体或消费者的信用可得性，改变其行为，使经济领域的变动向货币政策最终目标倾斜，具有相关性。特别是在中国，企业直接融资比重较小，企业对银行贷款依存度较高，关注货币政策的信贷传导途径、关注信贷增长的变化对货币政策的实践而言非常重要。即便是在利率已经市场化的情况下，信贷配给也会限制利率所能发挥的作用，这从另一个方面说明信贷传导途径不容忽视。

（四）建议

由于信贷配给的客观存在，传统的通过利率或货币供应量作为中介目标传导的“货币途径”具有局限性。特别是在中国，信贷一直是货币政策的主要传导途径。从这点上看，关注信贷增长率变化对中国货币政策而言具有重要意义。当前，货币当局可以设置复合的目标，监测更多的变量，可根据不同时期的主要矛盾选择某一主要目标重点调控，同时监测其他指标的变化，应当指出，在金融自由化的趋势下，虽然利率、汇率等价格型中介目标地位越来越重要，但信贷配给的存在会使利率所能发挥的作用受限，因此，应组建价格型中介目标和数量型中介目标相结合（如利率与社会信贷总额组合）的货币政策中介目标体系，以更有效地传导货币政策意图，从而更好地实现货币政策的最终目标。

参考文献：

- [1] Rosa, R. V., 1951. Interest Rates and the Central Bank, *Money, Trade and Economic Growth: Essays in Honor of John H. Williams*, Macmillan, New York
- [2] Hodgman, Donald R., 1960. Credit Risk and Credit Rationing, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 74, No 2
- [3] Stiglitz, J. E., and Weiss, 1981. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol 71, No 3: 393-410.
- [4] Bester, H., 1985. Screening vs Rationing in Credit Markets with Imperfect Information, *American*

Economic Review, Vol 75, No 4: 850-855.

- [5] Stiglitz, Weiss, 1986 *Credit Rationing and Collateral in Recent Developments in Corporate Finance*, Cambridge University Press, New York
- [6] Diamond, 1989. Reputation Acquisition in Debt Markets, *Journal of Political Economy*, Vol 97, No 4: 828-862
- [7] Ben S. Bernanke, and Alan S. B. linder, 1988 Credit, Money, and Aggregate Demand, *American Economic Review*, Vol 78, No 2: 435- 489.
- [8] Greenwald, B. , and Stiglitz, J. E , 1990. Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints and Risk Behavior, *American Economic Review*, Vol 80, No 2: 160-165.
- [9] 斯蒂格利兹,格林沃尔德. 货币经济学的新范式 [M]. 北京:中信出版社, 2005.
- [10] Bernanke, B. S , and B. linder A. S , 1992. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission, *American Economic Review*, Vol 82, No 4: 901-921.
- [11] Stephen D. Oliner , and Glenn D. Rudebusch, 1996. Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy *FRBSF Economic Review*, No 1: 3-13.
- [12] 卡尔·瓦什. 货币理论与政策 [M]. 北京:中国人民大学出版社, 2001.
- [13] 胡列曲. 货币政策中介目标选择的发展与中国实践 [J]. 经济理论与经济管理, 2006 (8).

(责任编辑 雨 丝)

The Theory of Credit Rationing and the Choice of Intermediate Target of Monetary Policy

Du Chaoyun

(Department of Finance of Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: The credit rationing theory originated from the discussion of the credit market running mechanism under incomplete information situation. The existence of credit rationing can also influence the transmission channel of monetary policy. Based on the Stiglitz-Weiss credit rationing model, the paper analyzes the implications of credit rationing to the intermediate target and transmission mechanism of monetary policy. After theoretical analysis, the paper focuses on the monetary policy in our country. Then it puts forwards some suggestion on the selection of intermediate targets.

Key words: credit rationing; monetary policy; intermediate target; transmission mechanism