

货币政策对总供给的影响—— “成本渠道”理论最新进展

宋琴 胡凯

(厦门大学博士后流动站 厦门国际银行博士后科研工作站 福建厦门 361001
武汉市公安局青山分局 湖北武汉 430080)

摘要: 如果运营资本作为生产和分配中必不可少的一个组成部分, 名义利率进入生产函数并影响企业的生产和定价, 那么货币冲击就会同通过其他渠道影响总需求一样通过成本渠道来影响总供给。因此, 紧缩性的货币政策通常导致价格水平的升高而不是下降。

关键词: 货币政策传导机制 成本渠道 利率

不同学派的经济学家提出了大量的理论模型并进行实证研究来揭示货币政策影响实体经济的具体传导渠道。由于最早出现的由IS—LM模型发展而来的利率渠道不能解释产出波动, 于是, 信贷渠道、资产价格渠道、汇率渠道等也陆续进入研究的视野。主流观点认为这些都属于需求型的传导渠道, 货币政策主要通过改变利率来影响家庭与企业的储蓄和投资决策, 进而影响总需求。但为什么货币政策冲击减少了总需求却并没有使企业降低产品的价格? 传统理论和模型则很难解释。近年来, 作为研究货币政策传导渠道机制演化的最新理论成果——“成本渠道”存在与否及其通过总供给的影响, 越来越受到经济学家的特别关注。

一、成本渠道的基础理论

货币政策对价格究竟有什么样的影响? 传统的观点认为紧缩性的货币政策会带来产出和通货膨胀的下降。然而, 大量的实证却发现事实并非如此。在研究货币政策冲击的文献中, 最具争议性的经验发现之谜之一就是“价格之谜”, 即尽管持续的时间比较短而且在统计上只有勉强的显著性, 紧缩性的货币政策通常导致价格水平的升高而不是下降。对此通常有两种解释: 一是货币政策冲击中未预料到的部分没有得到有效测度; 二是货币政策传导的“成本渠道”。前者的理由是日前广泛使用的VAR分析不能准确地度量 and 估计货币政策中的前瞻性变量。后者则认为不存在方法论上的问题, 相反地, 在受到货币政策冲击后, 正是“成本渠道”的存在才导致价格或通货膨胀与名义利率同向变动。

在传统的凯恩斯主义框架下, 货币政策分析一般都注重于价格刚性及货币政策对总需求的影响, 对总供给的影响则一直被忽略, 直到最近才重新引起重视。Barth和Ramey(2001)最早提出了“成本渠道”, 即在卖掉产品获得收入前, 如果企业要从金融中介借入资本为生产要素融资和支付工资, 那么, 名

义利率进入生产函数并影响企业的生产和定价, 最终会影响到产出和通货膨胀。除了传统的总需求渠道外, 货币政策还会通过产出成本对经济产生影响。虽然提高短期利率的紧缩性货币政策可以通过减少总需求来降低通货膨胀, 但企业的借贷成本也会因利率上升而增加。于是, 企业在定价时会考虑借贷成本并提高产品价格来抵消通货膨胀的影响。货币政策的冲击通过成本渠道放大, 高利率会转换成高生产成本, 最后会导致成本推动型的通货膨胀。如果运营资本是企业生产和分配必不可少的一个组成部分, 那么紧缩性的货币政策会与影响总需求一样通过总供给影响总产出。利率和信用约束不仅决定了企业的长期生产能力(固定资产投资), 还影响了企业的短期生产能力(运营资本的投资)。

在传统宏观经济理论和政策实践中, 货币政策通常被视为需求管理政策。实际上, 货币政策通过调节利率, 既影响总需求也影响总供给。比如, 降低利率可以扩大投资并增加总需求, 同时也降低了资本的使用成本和企业的生产成本, 通过改变生产者的激励约束来影响总供给, 可以更有效地影响经济周期。

二、成本渠道的微观基础

过去研究货币政策传导机制的文献都假设中央银行在任何时刻都能支配流通中货币的确切数量。然而, 新凯恩斯主义和其他非主流的经济学家, 都认为中央银行不能完全控制货币供给, 并强调利率对信贷的影响。由于“金融加速器”是影响经济周期的决定性因素, 即使很小的货币政策冲击通过金融中介的放大也会导致经济的强烈反应, 短期利率的微小变动也会引起经济总量的巨大变化。货币政策是比较间接地影响企业和私人部门, 金融中介反而在其中发挥着核心作用: 中央银行的货币政策工具改变金融中介机构与金融市场的预期和行为, 金融中介体系不仅是货币政策传导的信贷渠道而且还是重要的成本渠道。

利率传递的不完全程度会分别因以银行和以市场为主导的

作者简介: 宋琴(1982-), 女, 厦门大学博士后流动站, 厦门国际银行博士后科研工作站。

胡凯(1976-), 男, 经济学博士, 供职武汉市公安局青山分局。

金融中介体系而不同，成本渠道便赋予金融中介在货币政策传导中的核心作用。Hulsewig et al. (2009) 探讨了银行作为货币政策传导渠道所发挥的作用。在一个垄断竞争的环境里，假设只有部分银行根据基准利率变化而逐渐调整贷款利率与之相一致，这即意味着贷款利率对货币政策冲击的反应是粘性的，融资成本是影响价格变化的重要因素。贷款市场的分割和摩擦会导致货币市场利率变动到贷款利率的不完全传递，成本渠道的传递效果会因银行通过平滑贷款利率而使企业免受货币政策冲击的影响而减轻。银行的行为抑制了对货币政策冲击的中性传播，利率的不完全传递帮助解释了通货膨胀对货币政策冲击的滞后调整，影响了货币政策冲击的传递效果。

Kaufmann和Scharler (2009) 讨论了金融中介作为货币政策传导成本渠道发挥的作用及对结果的定量影响。成本渠道依附于传统的总需求渠道-利率渠道和信贷渠道而存在，并对最优货币政策执行的结果有非常重要的影响。虽然在某种程度上，成本渠道的存在影响通胀的动态路径，但是金融中介所起的作用和利率变动在对生产的直接成本的影响上是一致的。在高效率的金融中介体系中，成本渠道反而发挥着重要作用。在一个低效的金融中介体系中，货币政策对产出和价格的冲击及对直接成本的影响是有限的。

货币政策会影响企业的融资需求，在货币紧缩时期企业投资对现金流的敏感性和弹性都会增加，受融资约束的企业对现金流的敏感性比不受约束的企业更高。货币紧缩会对依赖于从金融中介融资的大多数中小企业产生巨大的负面影响，高利率会增加企业的债务成本，恶化企业的资产负债表状况，侵蚀现金流，使担保贬值和外部融资溢价并挤出企业的融资需求，最终通过影响企业的净值来影响企业的支出、投资和定价。企业不得不将信用条件作为边际生产成本来考虑并与产品定价决策相联系。企业借入运营资本的能力是制约成本渠道发挥作用的重要因素，成本渠道会随着金融市场的发展而演化。

三、成本渠道对货币政策理论的冲击

现有研究成本渠道的方法和模型都是由新凯恩斯主义模型发展而来的。要想研究货币政策工具对真实经济变量的影响，就必须假设工资和价格刚性或粘性，这样就可以解释货币政策如何通过改变利率来影响消费和投资。因为如果价格和资产组合能迅速调整，那么货币政策对利率没有初始影响，以至于总需求和总供给不会有什么变动。总的看来，不同学派的经济学家都或多或少同意货币政策在短期因名义刚性而非中性。

理论上，成本渠道的存在对中央银行货币政策的决策和执行有着重要参考价值，宏观经济稳定政策的实际效果也因成本渠道的大小而相对有效。在价格刚性的现金先行约束假设下，Ravenna和Walsh (2006) 推导了存在成本渠道时中央银行的福利损失函数，从而在一个形式化的一般均衡模型框架下考察了货币政策冲击对消费的边际效用和政府支出的影响。他们发现不能拒绝存在成本渠道的假设，成本渠道在决定价格和产出

变化中起着显著的作用。当企业的边际成本直接取决于名义利率时，成本渠道必然存在。如果成本渠道存在，那么内生的成本推进型通货膨胀也会出现，其对经济的任何冲击，如对生产率、政府支出、偏好等的冲击，都会导致中央银行在执行最优货币政策时面临稳定通货膨胀和产出缺口之间的权衡。Liosa和Tuesta (2009) 在一个适应性学习的理性预期均衡的新凯恩斯分析框架内，研究了货币政策的确定性和理性预期均衡的稳定性，发现传统的泰勒规则可能具有误导性，以预期为基准的货币政策反应函数并不总能确保结果的确定性和预期的稳定性，成本渠道的存在增加了执行不同货币政策规则的不确定性和不稳定性，加强中央银行执行最优货币政策承诺的可信度反而是一个可行的办法。

为探讨成本渠道和货币政策规则之间的动态关系，在一般均衡理论的框架下，为研究怎样才能保证均衡的确定性，Surico (2008) 建立了一个扩充了成本渠道的标准粘性价格模型，并进行数值模拟发现：无论是前瞻、后顾还是当期型的货币政策规则，在扩充了成本渠道的总需求和总供给模型中的模拟结果都是稳健的。边际成本不仅仅是产出缺口的函数，而且还是名义利率的函数。如果中央银行试图对产出缺口做出反应，那么就会产生多重均衡。当成本渠道效应在统计上显著时，试图限制实体经济的周期波动则会导致不必要的通货膨胀和产出波动率增加。

Tillmann (2009a, 2009c) 认为在中央银行在不确定条件下设计货币政策模型时引入成本渠道有着重要的政策意义。当货币政策模型存在不确定性和面临外部冲击和扰动时，追求稳健型货币政策的中央银行要最小化对经济的最大损害，就不得不加大调整利率的力度，实行扩张性的货币政策。成本渠道的存在削弱了调整利率应对冲击的有效性，抵消了积极的货币政策的实际效果，从而也降低了货币政策承诺的可信度。

因为中央银行的目标函数和通货膨胀的调整机制是决定货币政策制定的关键因素，成本渠道的存在从许多方面改变了过去标准的最优货币政策结论。无论中央银行怎样试图实现谨慎或有承诺的货币政策，可信才是最优的货币政策。

四、成本渠道存在的实证检验

为了证实成本渠道不仅仅只是一个理论上的推测，学者们分别从企业、行业和宏观层面上做了大量的实证来证明成本渠道的存在，尤其以宏观层面上居多。

Barth和Ramey (2001) 同时使用美国的行业数据，如行业产出价格与行业工资，和宏观经济数据进行VAR分析，发现了支持成本渠道作为解释价格之谜成因的证据。美国的货币政策存在显著的成本渠道效应，在货币紧缩时期，与模型中所推导出的供给冲击一样，许多行业都表现出产出下降和升高的价格-工资比率，即使把商品价格引入到样本数据内结果也是稳健的，并且成本渠道效应在1959~1979之间比1983~1996年之间要显著得多。Gaiotti和Secchi (2006) 利用时间跨度长达14年

的2000家意大利制造业企业的大样本面板数据进行GMM回归,发现企业的定价行为对成本渠道存在和货币政策通过总供给对经济产生影响给出了直接和充分的支持证据。

Chowdhury et al. (2006) 检验和估计了G7国家成本渠道与通货膨胀之间的动态相关性。实证结果表明法国、意大利、英国和美国存在显著的成本渠道效应,而德国和日本这种金融中介部门被严格监管和竞争性不强的国家则存在但并不显著。在美国和英国这种高度竞争的金融市场中,货币政策冲击由成本渠道迅速地传递到企业取得运营资本的成本上,通过利率变化来遏止通货紧缩的效果因成本渠道而削弱,产出减少的作用反而被增强。这也许是分别以市场为主导和以银行为主导的金融体系结构对货币政策操作和执行效果的直接不同影响。Henzel et al. (2009) 用最小路径法估计了欧洲大陆国家的成本渠道,发现在某些参数限制下,使用现有数据进行的计量分析不能拒绝成本渠道在货币紧缩后使通货膨胀升高的假设。Kaufmann和Scharler (2009) 发现成本渠道在美国和欧元区国家的确存在,但影响有限,欧元区的利率传递比美国的要快而且更完全,一个主要的原因便是金融中介体系的不同结构。Tillmann (2008) 在一般均衡的框架内用最小路径法对前瞻性Phillips曲线的进行估计,发现利率的现值显著影响着通货膨胀的动态变化,成本渠道的存在加强了对美国、英国和欧元区国家通货膨胀变化特别是在高通货膨胀期间的解释力,以往的标准新凯恩斯主义模型则无法解释这一点。Tillmann (2009b) 的结果与Barth和Ramey (2001) 的结论相一致,成本渠道效应在美联储前主席Volcker 任职以前明显,但在Volcker - Greenspan 时期则没有那么显著,但最近重新恢复其重要性。出现这样现象的原因是:一是Volcker - Greenspan时期内金融创新和金融监管的放松使运营资本的可获得性增加;二是因为布雷顿森林体系瓦解,美国转向浮动汇率制,货币紧缩使汇率升值,企业通过进口重要原料可以减轻成本上升的压力;三是在Volcker任职前中央银行可以直接限制商业银行贷款的总量。

总的说来,货币政策传导机制中成本渠道的存在已被大量的实证证据所支持,但实证的研究对象都是发达国家,发展中国家是否存在成本渠道还有待检验。

五、简评

近年来,许多国家的央行都提高利率来主动防止通货膨胀上升。为了使货币政策获得成功,中央银行必须准确和综合评估其对总需求和总供给的具体影响和有效时间。成本渠道的存在并不是要否认货币政策对总需求的影响,而是要说明无论在短期还是长期,货币政策通过总供给同样对经济产生重要影响。中央银行在制定货币政策时都会权衡其对经济产生的冲击,但对总供给的影响一直被忽视,考虑成本渠道效应下的宏观经济稳定政策也似乎是相对有限的。

货币政策的传导机制可能不是一成不变的,其演化究竟是渐进还是突变?通过各种传导渠道执行的货币政策与最基本的

公开市场操作有什么不同之处,对经济会产生什么样的冲击及最终结果如何?这些基本问题都还没有被很好地理解。但可以确定的是,成本渠道在货币政策传导中的作用不可忽视,正逐渐成为构建宏观经济一般均衡模型的一块重要基石。所有的理论和实证也都揭示,假设货币政策完全有效是不现实的,货币政策也不是万能的。货币政策最有效的用途反而在于作为一种稳定工具,而不是成为调节经济远离衰退和过度通货膨胀的油门,在短期提高利率来抑制通货膨胀无异于火上浇油。

参考文献:

- [1]Barth, M.J.I., Ramey, V.A., 2001. The cost channel of monetary transmission. In: Bernanke, B.S., Rogoff, K.S. (Eds.), NBER Macroeconomics Annual 2001. MIT Press, Cambridge, MA.
- [2]Chowdhury, I., Hoffmann, M., Schabert, A., 2006. Inflation dynamics and the cost channel of monetary transmission. *European Economic Review* 50 (4), 995 - 1016.
- [3]Gaiotti, E., Secchi, A., 2006. Is there a cost channel of monetary policy transmission? An investigation into the pricing behaviour of 2,000 firms. *Journal of Money, Credit, and Banking* 38 (8), 2013 - 2037.
- [4]Hülsewig, O., et al., 2009. Bank behavior, incomplete interest rate pass-through, and the cost channel of monetary policy transmission. *Economic Modeling* 26 (6), 1310 - 1327.
- [5]Henzel, S. et al., 2009. The price puzzle revisited: Can the cost channel explain a rise in inflation after a monetary shock? *Journal of Macroeconomics* 31(2), 268-289.
- [6]Kaufmann, S., Scharler, J., 2009. Financial systems and the cost channel transmission of monetary policy shocks. *Economic Modeling* 26 (1), 40 - 46.
- [7]Llosa, L., Tuesta, V., 2009. Learning about monetary policy rules when the cost channel matters, *Journal of Economic Dynamics & Control* 33 (11), 1880 - 1896.
- [8]Ravenna, F., Walsh, C.E., 2006. Optimal monetary policy with the cost channel. *Journal of Monetary Economics* 53 (2), 199 - 216.
- [9]Surico, P., 2008. The cost channel of monetary policy and indeterminacy. *Macroeconomic Dynamics* 12, 2008(4), 724 - 735.
- [10]Tillmann, P., 2008. Do interest rates drive inflation dynamics? An analysis of the cost channel of monetary transmission. *Journal of Economic Dynamics & Control* 32(6), 2723 - 2744.
- [11]Tillmann, P., 2009a. Robust monetary policy with the cost channel. *Economica* 76 (303), 486 - 504.
- [12]Tillmann, P., 2009b. The time-varying cost channel of monetary transmission. *Journal of International Money and Finance* 28 (6), 941 - 953.

责任编辑:惠子