

西方国家金融创新对货币政策传导机制的影响

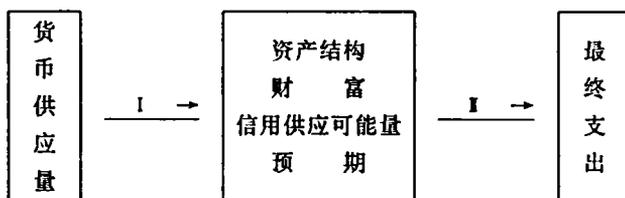
周颖刚 赵红岩

(厦门大学)

中央银行制定的货币政策要发挥作用,必须通过其传导机制来实现,然而,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,使其渐趋无效。正因为如此,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、货币政策传导机制之考察

货币政策的传导机制是指倾向供给的变动影响名义和实际经济变量的途径及其强度。传统意义上的货币政策传导机制可以归结为四个效应:资产结构调整效应、财富效应、授信限量效应和预期效应。如下图所示。



以上四种效应能否发生及强度大小取决于两个联系环节(I)和(II)是否通畅及其关联程度。若联系环节(I)中断或关联程度很小,即使中间变量(财富、资产结构、信息供应可能量和预期)能够影响最终支出,但最终支出的变动也不能通过改变货币供应量的货币政策来实现;若连接环节(II)中断或关联程度很小,就影响整个经济的最终支出而言,货币政策的传导机制并无操作上的意义或其效应微乎其微。

1. 资产组合调整效应,又称“替代效应”或“相对价格效应”,指的是在资产总额不变的条件下,经济单位根据等量边际收益率原理对资产结构进行调整,从而影响最终支出。从两个联系环节来看,(I)取决于资产结构,具体而言,各项资产的特性如收益率、风险、到期日以及持有者的偏好等因素将决定各项资产的比例,资产特性的变动将使资产结构发生变化,同时,资产之间的替代性和互补性将决定各资产的关联程度;(II)取决于资产数量、资产收益率与资产价值等因素。

2. 财富效应,又称实际余额效应,指的是货币供给量的变动改变了社会净财富总额,从而对最终支出产生影响。从第一个联系环节来看,它取决于中央银行能够控制的货币供给在社会净财富中的地位和作用,有关的财富变量可写成下式:

$$W = \frac{M_0 + \gamma \cdot M_1 + \lambda \cdot B/i}{P}$$

式中,W为社会净(实际)财富,P为价格, M_0 代表中央银行能够完全控制的外生货币; M_1 为内生货币, γ 代表被公众包括银行在内看作是财富的内生货币的比例,某些内部货币之所以

能够成为公共财富是因为其负债现值小于其资产现值, γ 增大, 外生货币在社会总财富中的比重减小, 货币政策对财富的作用下降; B 为政府债券, i 为债券利率, 只有政府债券在不被税收完全抵销的情况下, 净财富才会增加, 因此政府债券作为社会净财富有一定的比例系数 λ , 它取决于私人对政府部门的了解程度(即公债在多大程度上靠税收来偿还), 若 $\lambda=0$, 货币当局用外部货币在公开市场上购买公债, 则会增加净财富, 若 $\lambda=1$, 外部货币的增加额等于公债的减少额, 净财富不变, 因此可知, λ 越小, 货币政策对财富的影响越大。

从第二个联接环节(Ⅱ)来看, 可分为凯恩斯效应和庇古效应, 其条件及结果如下表示:

	适用场合	条 件		结 果
		流动性陷阱	IS 曲线垂直	
凯恩斯效应	资本市场	×	✓	LM 曲线移动
庇古效应	商品市场	✓	✓	IS 曲线移动

3. 授信限量效应, 称信贷限额效应, 指的是在缺乏市场价格的条件下, 中央银行通过改变信贷条件来影响最终支出。从两个联系环节来看: 首先, 货币供应量对信用供应可能量的影响有两种方式, 一是直接管制方式, 即对特定形式的信用实行数量限制, 二是间接管制方式, 即规定利率上限; 其次, 信用可获性对最终支出的影响则体现在种种流动性制约上如信贷配给、征信标准、质押品、首期付款量和分期还款额等。

4. 预期效应, 指的是货币供应量变动通过对预期变量的影响, 进而影响最终支出。关于第一个联系环节, 即货币供给量对预期的影响包括物价预期与景气信心两个方面。前者是指货币供给量变动(尤其是变动率)与社会公众对将来物价变动趋向的可能看法之间的关系, 传统意义上的物价预期是以凯恩斯无理性预期和弗里德曼的适应性预期作为理论基础的。而后者, 当需求尚未达到充分就业时, 货币供给量的增加将使厂商对景气采取乐观心理, 因为作为投资用途的资金将相应增加, 借入资金的成本将降低, 同时也表明金融当局将以提高国内经济活动水平为其政策目标。此外, 厂商将认为银根宽松时可能刺激消费, 因而须较多的资本财生产消费财; 反之, 如果需求量已经达到充分就业水平, 货币供给的增加则可能表明政府当局将在短期内采取紧缩性财政政策作为抵销。

关于第二个联接环节, 即预期对最终支出的影响也可分成两个方面。首先, 物价预期对最终支出的影响比较难确定, 例如, 预期物价将加速上涨, 从消费支出来看将导致两种相互矛盾的结果: 某些人将因流动性效应而减少支出, 持有更多的货币余额以维持将来物价上涨后的生活水平, 另一些人则可能因担心货币购买力下降而提前消费, 究竟是哪一种人占主导地位仍不清楚。而从投资支出来看, 资本财供给价格若预期将来上涨, 则利用资本财生产亦将上涨, 以至资本的边际效率可能维持不变。其次, 景气信心对企业投资决策, 从而对最终支出的影响较易确定, 一般而言, 如果厂商对景气采取乐观心理, 将会增加支出以扩充资本设备。

二、金融创新对货币政策传导机制的影响

金融创新对货币政策传导机制的影响表现为使上述四种效应趋于弱化, 具体而言, 金融创新大大削弱了两个联系环节——货币供应量与中间变量之间和中间变量与最终支出之间的关联程度。

1. 资产结构调整效应的弱化

资产结构调整效应的弱化主要发生在第一个联系环节上。首先, 金融创新, 特别是银行负

债务业务的创新使广义货币与狭义货币之间的界限逐渐消失：一方面，活期存款的创新如NOW帐户、SDA、AST，使支票帐户能够享有利率，或使原来的储蓄帐户有了直接交易货币的功能，并方便了货币和金融资产之间的转换；另一方面，定期存款则进行了流动性增加创新如CDs，MMDA。通过创新，各项资产的特性日趋一致化，从而降低了其机会成本，使资产结构相对稳定。其次，金融创新以后，带有明显市场相关性利率的新金融工具不断涌现（如浮动利率贷款、票据、债券等），从而使货币市场资产和长期债券的关联程度加大，只要短期利率一有变动，便会迅速有效地传递到长期利率上。由此可见，金融创新使利率的期限结构变得具有刚性，货币当局只能影响市场利率的一般水平，而无法将长短期利率差作为政策工具来影响资产结构了。

2. 财富效应的弱化

财富效应的弱化来自于金融创新对两个联系环节的冲击。从第一个环节来看，由于金融创新，货币供给变动对社会净财富的影响变小：首先，金融创新使货币的内生性增加（即 $M_1 \uparrow$ ），中央银行能够控制的外生货币 M_0 减少；其次，金融管理创新使作为社会净财富的内生货币的比例上升（即 $\lambda \uparrow$ ），因为通过负债管理，银行负债现值小于其资产现值的不对称程度大大提高了；第三，金融市场的创新也十分迅猛，欧洲市场等的兴起使社会财富日益国际化，一国中央银行对社会财富的影响力进一步减弱。从第二个环节来看，金融创新削弱了凯恩斯效应和庇古效应成立的条件，主要表现为：金融创新以后，（广义）货币需求的利率弹性变得小而无确定性；而投资需求的利率弹性则有所上升。

3. 授信限量效应的弱化

引起授信限量效应弱化的原因也有两个方面。一方面，金融创新使中央银行对信用供应可能性的管制逐渐失去意义：首先，金融制度的创新使非银行金融机构迅速发展，中央银行所控制的银行信用占社会总信用的比重不断下降；其次，在市场竞争日益激烈的情况下，银行及各种金融机构纷纷通过金融创新来规避央行的数量限制和利率上限，特别是通过表外业务的创新例如广泛采用票据发行便利和其他备用信贷手段，来寻找新的利润增长点。另一方面，信用创新又使银行难以通过流动性制约对最终支出产生影响：首先，一些信誉卓著的大公司不仅在国内而且在国际市场上已经拓宽信用渠道，他们越来越依靠商业票据市场和欧洲债务市场；其次，一些信誉较差的小公司也不断开发新的信贷来源，如发行垃圾债券、进行利率互换等从而摆脱信贷配给和征信标准对他们的不利约束；第三，在质押品方面，金融创新可以调动不活跃资产以支持新的借款，典型的例子是所谓的股权自然增益帐户，它基本上允许房屋购买者依靠房屋增值获得贷款，与低级抵押贷款相比，这无疑是一个便利的融资工具。

4. 预期效应的弱化

金融衍生市场的发展大大削弱了传统货币政策的预期效应。一方面，远期市场、期货市场的兴起动摇了物价预期的传统基础。从第一个联系环节来看，远期类金融衍生市场使理性预期理论的假定条件成为现实，具体而言，“业余”投机者能够通过远期合约得到消息灵通的“职业”投机者的预测然后采取行动，这样就加快了合理预测的集中化，市场价格全部信息迅速汇集，其中也包括央行货币政策的所有信息，在这种情况下，货币政策根本不能产生预期效应；从第二个联系环节来看，由于期货市场不需要大量的现金投资，现行利率或预测利率的一定变化将导致需求或供给水平的更大反应，这意味着物价预期对最终支出的影响将变得更加不确定。另一方面，期权市场以及其他套头交易手段提供了减少资本实际损失的保障，特别是期权的盈亏不对称（盈利无限，亏损有限）会使企业增加投资，从而降低景气信心与最终支出的关联程度。

（责任编辑：张 丽）