

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2016.06.006

货币政策信贷传导渠道研究述评

熊 劼

(湖北经济学院,湖北 武汉 430205)

摘要:随着宏观经济学与金融市场理论的不断演进,传统的货币政策传导渠道理论开始显现出明显的局限性,该理论假定金融市场上的信息是完全的,不存在信息不完全、不对称问题,金融市场也不存在结构问题,这种假定显然与金融市场的实际不相符。本文就货币政策信贷传导渠道的内容进行述评,阐述存在摩擦性因素下货币政策如何通过广义利率以外的因素影响实体经济。

关键词:货币政策传导;信息不对称;信贷配给

中图分类号:F820 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2016)06-0048-07

一、引言

货币政策传导的信贷渠道最早于20世纪50年代被提出,当时信息经济学的发展开始突破货币渠道的局限,但其真正引起人们的广泛关注始于20世纪80年代至90年代一场关于金融市场完备性的争论。通过这场争论,信贷渠道的理论基础得到逐渐完善。信贷渠道相对于货币渠道的一个显著特征就是其强调银行贷款的特殊性,它提出金融资产至少需要有货币、银行贷款和债券三种形式,银行贷款和债券之间不存在完全的替代性,货币政策效力的发挥要借助于银行信贷,通过银行贷款的变化去影响消费与投资,最终影响产出与就业等宏观经济目标。

货币政策传导的信贷渠道产生于金融市场的非完美性,Bernanke^[1]和Gertler^[2]分别从信息不对称导致的信贷配给的角度以及从银行的贷款和债券不能完全替代的角度提出了传统的信贷渠道:银行贷款渠道和资产负债表渠道。银行贷款渠道关注的是银行资产负债表的冲击对那些依赖银行作为资金来源的借款人的融资成本与资金可得性的影响,

而资产负债表渠道关注的是借款人而非贷款人的资产负债表状况,分析其对融资成本的影响。这两个渠道既相互区别又相互补充。关于信贷传导渠道的具体内容,Cecchetti^[3]与Hubbard^[4]在他们的相关文献中也做了开创性的分析。

二、银行贷款渠道

(一)银行贷款渠道的假设前提

银行贷款渠道(Bank Lending Channel)存在的假设前提之一是,银行系统由于能够较好地解决信贷市场中存在的信息不对称问题,因而在金融体系中扮演着不可替代的角色。由于银行的这种特殊功能,某些特定的借款人只能依赖于银行贷款来作为其融资资金来源,除此之外没有其他的渠道可以接触到信贷市场。

银行贷款渠道存在的另一个假设前提是,银行获取流动性的能力主要依赖于其存款准备金规模,也就是说,准备金规模的大小直接制约了银行贷款发放的多少。只要没有其他的资金来源渠道能够构成对银行存款的替代,那么货币政策的银行贷款渠道就能够发挥作用。

收稿日期:2016-10-10

基金项目:国家社科基金青年项目(13CJY124)

作者简介:熊劼(1978-),男,湖北武汉人,湖北经济学院副教授,经济学博士,主要从事货币理论与货币政策研究。

(二) 银行贷款渠道的传导机制

当扩张性的货币政策出台时,银行的存款准备金数量增加,从而导致其存款数量增加,其可供发放的贷款数量也随之增加。由于市场中存在大量的借款人依赖于银行贷款来为其经济活动融资,可供贷款数量的增加将导致投资支出的增长,当然同时也可能导致消费支出的增长,最终实现总产出的增长。此时,货币政策的银行贷款渠道可表示为:

货币供应 $M \uparrow \Rightarrow$ 银行存款准备金 $R \uparrow$, 银行存款 $D \uparrow \Rightarrow$ 银行贷款 $L \uparrow \Rightarrow$ 投资支出 $I \uparrow \Rightarrow$ 总产出 $Y \uparrow$

由此可见,银行贷款渠道强调中央银行的货币政策通过对银行的准备金数量施加影响,进而影响银行对企业发放的贷款数量和企业的投资数量。它衡量的是货币政策对银行资产负债表的冲击导致融资成本上升超过官方利率上升所引致的部分。当企业除银行贷款外无法寻求其他融资渠道时,利率上升导致银行贷款规模的缩减,该渠道的效应更加显现。

在实施紧缩性货币政策后,银行会发现其获取用于支撑贷款的外部资金(如存款、流动性负债 CD_s 等)的能力在下降。特别是当银行面临与企业类似的外部融资约束时这种情况更有可能发生。如果银行不能够通过减持如政府债券之类的短期资产来调整其资产负债表的话,这种情况会限制银行扩展新贷款发放的能力。此时,货币政策的银行贷款渠道可表示为:

货币供应 $M \downarrow \Rightarrow$ 银行存款准备金 $R \downarrow$, 银行存款 $D \downarrow \Rightarrow$ 银行贷款 $L \downarrow \Rightarrow$ 投资支出 $I \downarrow \Rightarrow$ 总产出 $Y \downarrow$

货币政策传导的这种信贷渠道预示着货币政策对小企业支出的影响程度要大于对大企业的影响程度,因为前者非常依赖于银行贷款作为其融资资金来源,而后者往往可以通过诸如股票市场、债券市场等直接进入资本市场融资,而不必仅仅依赖银行贷款这个渠道。

信用等级较高的借款人,如大型企业,可以很轻易地寻求其他融资渠道来替代银行贷款。对他们而言,紧缩性货币政策所导致的融资成本上升不会随着融资方式的转换而有所不同,其融资成本变化主要由无风险利率的变动来衡量。但对于中小企业(或家庭)这类借款人而言,很难在短期内找到银行贷款以外的融资渠道。当他们针对越来越少的贷款供给展开争夺时,市场利率上涨导致贷款成本的上

升会出现“超调”效应,表现为银行提供贷款的实际价格上升,或非价格条件的苛刻(如相应的合同条款、要求的抵押品等)。另一个可能的效果是导致信贷配给,尽管严格意义上来说信贷配给并非银行贷款渠道的必要组成部分。信贷配给的出现是因为银行考虑到贷款利率的上升会提高违约概率,损害既有贷款资产组合的质量,因而银行将维持对现有借款人的贷款利率不变,转而对新申请贷款的借款人施以数量限制。

银行贷款渠道下出现的非意愿性贷款供给紧缩通常被称之为“信贷紧缩”(Credit Crunch)。在信贷紧缩的背景下,某个特定借款人的融资成本的变动不仅仅是由官定利率的变动导致的。此时的信贷渠道可被看作对支出的附加调整,其根源来自于银行贷款利率相对于官方利率的异动,或信贷配给水平的变动。对于受信贷紧缩影响的借款人而言,贷款的利率与数量将成为衡量融资成本与可得性的重要指标。

非货币冲击也有可能导致银行贷款供给的改变。银行部门的健康状况会影响到放贷的能力,例如,贷款发生损失或银行股价的下跌将减少银行的资本。另外,监管审慎程度的改变也会降低银行的资本充足率,银行可能无法很轻松地补充资本。当银行贷款受到经济资本或监管资本的约束时,导致银行依赖型借款人的经济活动下降,这种情况称之为“资本紧缩”(Capital Crunch)。最后,银行资产负债表的风险偏好及流动性偏好经常发生显著改变,这种贷款意愿而非贷款能力的变化也会导致借款人所能申请到的贷款数量下降,即使其风险程度并未发生变动。

(三) 对银行贷款渠道的质疑

银行贷款渠道的批评者指出,货币冲击不太可能在金融体系完善的国家造成对银行贷款供给持续显著的影响。他们认为在这些国家中,银行有很多渠道可以轻易获取流动性,对准备金或资本的监管约束总体而言也不是特别强,因此,银行贷款渠道更有可能发生在金融市场欠发达的国家,其大部分贷款经由小银行或资本不充足的银行来提供,这些银行缺乏资本缓冲或流动性证券。

另外,批评者还认为银行贷款渠道更多地是由零星的非货币冲击引起,而不是货币政策传导的一个持续机制。过去的经验证明银行贷款渠道通常在

下列背景中比较凸显:监管要求的改变(如巴塞尔资本协议的引入);大量贷款损失降低或消除了资本缓冲;银行资产组合违约风险的大幅上升等。即使这些情况不常发生,这种金融失衡对实体经济潜在的巨大溢出效应还是需要我们对银行体系的健康状况及贷款行为加以监督。

三、资产负债表渠道

(一)资产负债表渠道的一般解释

资产负债表渠道(Balance-Sheet Channel),又称净价值渠道(Borrower Net Worth Channel),主要强调通过中央银行的货币政策对借款人(企业)的资产负债表和收益表,包括企业的净值、净现金流量和流动资产进行影响,进而影响到银行对企业所发放的贷款数量和企业的投资数量。因此,在这里的资产负债表渠道实质上指的是企业的资产负债表渠道。

与银行贷款渠道一样,资产负债表渠道也是起源于信贷市场中存在的信息不对称问题。按照啄食融资顺序理论,即使银行能够降低一部分外部融资成本,相对于内部融资而言,外部融资的成本还是更高些,高出的部分即外部融资溢价。如前所述,外部融资溢价中包含的信息成本随着借款人的财务状况而变动。资产负债表渠道描述的就是借款人的财务健康状况如何影响融资供给,从而放大对实体经济的冲击。

我们知道,企业的净价值越低,银行在向其发放贷款的过程中出现逆向选择与道德风险的可能性就越高。净价值越低意味着借款人为其贷款所实际提供的有效抵押品就越少,逆向选择所可能引起的潜在损失就越高。企业净价值的下降加重了贷款发放过程中的逆向选择问题,因而导致银行减少对企业投资活动提供贷款融资。企业净价值的下降也会导致道德风险问题更严重,因为这意味着企业所有者投入到企业中的自有资本减少,将激励他们从事高风险的投资项目。由于投资项目的风险越高,银行收回贷款的可能性就越小,因此,企业净价值的下降将导致银行贷款的减少,从而缩减投资支出。

货币政策可以通过多种途径影响企业的资产负债表。例如,扩张性的货币政策导致企业股票价格上涨,提高了企业的净价值,从而使得逆向选择与道德风险发生的可能性降低,银行贷款的意愿将大为提高,最终导致投资支出的上升以及总支出的

增加。此种类型的货币政策资产负债表渠道可以表示为:

货币供应 $M \uparrow \Rightarrow$ 企业股票价格 $PS \uparrow \Rightarrow$ 逆向选择 $AS \downarrow$, 道德风险 $MH \downarrow \Rightarrow$ 银行贷款 $L \uparrow \Rightarrow$ 投资支出 $I \uparrow \Rightarrow$ 总产出 $Y \uparrow$

(二)BGG模型的解释

如上所述,资产负债表渠道发挥作用的机理是,经济冲击引起借款人财务状况的改变,进而导致代理成本与外部融资溢价的变动。实证分析中有很多模型描述了财务状况与融资成本之间的关系,其中较为经典的是 Bernanke、Gertler 和 Gilchrist 提出的 BGG 模型。^[9]该模型构成了分析企业与家庭部门潜在的资产负债表渠道的理论基础。

BGG 模型又称金融加速器模型,与标准的宏观经济模型不同的是,它包含了企业在外部融资时面临的信息不对称问题。特别地是,BGG 模型假定贷款人需要承担观测借款人投资效益的成本,其结果是贷款人会收取一定的溢价以弥补此类监督成本。BGG 模型的关键创新点在于,其提出企业的净价值(财务状况)决定了外部融资溢价的水平。在一个不包含金融加速器效应的标准宏观经济模型中,企业会增加其资本存量直至预期的资本回报率等于其自有资金的机会成本。然而在 BGG 模型中,如果大部分企业投资是经由内部资金来融资的,也就是说借入资金较少、资本杠杆率较低,则此时的外部融资溢价较低,将刺激投资增长。极端情况是当投资完全由内部融资支持或企业提供与贷款量等值的担保品时,外部融资溢价趋近为零。如果企业投资主要经由外部资金来融资、资本杠杆率较高时,外部融资溢价较高,将抑制投资增长。究其原因,企业的净价值代表了其自身利益介入投资项目的深浅程度,贷款人可以通过借款人的净价值来判断其违约的可能性。如果企业的净价值较低,意味着其在某项投资中所涉及到的自身利益不多,贷款人就认为其违约的可能性较大,从而在发放贷款时向借款人提出较高的溢价来抵消可能产生的违约成本和监管成本。

加入外部融资溢价使得 BGG 模型相对于标准宏观经济模型能够更好地解释经济冲击的强度和范围,也可以更好地解释支出与财务状况之间的关系。BGG 模型至少增加了两个关键渠道来解释货币政策的传导机制。

首先,货币政策传导可以通过影响企业现金流来进行。当出现未预期的利率上升或生产率下降时,都将导致产出下滑,产出缩减会减少企业的现金流,从而使得需要借助外部融资的投资比重上升。这部分投资所占的比重越高,融资中的代理成本与外部融资溢价就越高,这将降低投资水平,从而使产出、税收及现金流下降。

其次,货币政策传导可以通过资产价格的变动来进行。未预期的紧缩性货币政策会减少对资本的需求,降低资产的市场价格。资产价格的下降使得贷款抵押品的价值缩水,导致外部融资溢价上升,这将降低投资水平,从而使产出及现金流下降。而对未来现金流与投资下降的预期又会加重资产价格的进一步下跌,产生恶性循环。

此外,企业部门的初始财务状况也将影响到企业净价值、融资成本和投资对经济冲击的响应。对高财务杠杆率的企业而言,投资回报率的冲击会对内部现金流从而外部融资溢价产生更为显著的影响,而这种影响对低负债率的企业部门并不明显。因此,BGG模型实际上证明了高负债的经济体更容易受到负向冲击的影响,同时该模型也表明信贷渠道的效力在不同的经济周期阶段随着企业财务状况的波动而有所不同。

(三)资产负债表渠道的扩展

除了上述资产负债表渠道的一般解释以及BGG模型之外,西方的经济学家们还相继提出了一些资产负债表渠道作为对传统解释的拓展与补充,具体来说主要包括三个渠道,即现金流渠道、非预期的价格变动渠道以及家庭部门流动性渠道。

1. 现金流渠道

此处的现金流指的是净现金流,即现金收入与现金支出之间的差。扩张性的货币政策在降低名义利率的同时也提升了企业的现金流,从而改善了企业的资产负债表。扩张性的货币政策之所以能够起到改善企业借贷行为的作用,其原因在于企业现金流的提升增加了企业(或家庭)的流动性,使得贷款人(银行)能够较为容易地判断企业(或家庭)偿还其所欠债务的意愿。由此造成的结果是借贷市场当中的逆向选择与道德风险问题大大弱化,商业银行的放贷规模大大提升,因而企业(或家庭)的经济活动得以加强。此种类型的货币政策资产负债表渠道可以表示为:

$$\begin{aligned} & \text{货币供应 } M \uparrow \Rightarrow \text{市场利率 } i \downarrow \Rightarrow \text{现金流 } CF \uparrow \\ & \Rightarrow \text{逆向选择 } AS \downarrow, \text{道德风险 } MH \downarrow \Rightarrow \text{银行贷款 } L \uparrow \\ & \Rightarrow \text{投资支出 } I \uparrow \Rightarrow \text{总产出 } Y \uparrow \end{aligned}$$

上述现金流渠道中虽然也涉及市场利率,但与传统的利率传导渠道相比具有三个重要特征:其一,现金流渠道假定名义利率能够影响到企业的现金流,这一点与传统的利率渠道有所不同。在传统的利率渠道当中,影响投资支出的利率变量是实际利率而非名义利率。其二,现金流渠道强调短期利率在传导过程中所起到的特殊作用,因为对企业或家庭来说,能够对其现金流产生显著影响的主要因素是其在短期负债上的利息支出变动,相对而言长期负债的利息支出变动对其现金流的冲击显得不那么直接。其三,现金流渠道在解释货币政策通过影响利率进而影响总产出时加入了逆向选择因素,这有助于解释信贷配给现象。我们知道,信贷配给指的是借款人即使愿意支付更高的利率也无法获得贷款的现象。这是因为愿意承担更高利率的借款人通常是那些具有更大投资风险的企业与个人,如果他们投资的高风险项目成功了,他们将是最大的受益者,如果他们失败,遭受最大损失的将是贷款人。因此,高利率加剧了逆向选择问题,而降低利率则有助于缓解这一问题。当扩张性的货币政策降低利率时,借贷市场中的贷款需求方将主要由低风险偏好的借款人组成,因而贷款人也更愿意发放贷款,由此带来投资支出与总产出的增长。

2. 非预期的价格变动渠道

货币政策也可以借助影响一般物价水平来实现资产负债表渠道的传导。在通货膨胀不是特别剧烈的工业化国家中,借贷合同中对于债务支付的规定通常是以借贷数额的名义量固定下来的,当一般价格水平出现预期之外上涨时将降低企业负债的真实水平(减轻其债务负担),但与此同时企业资产的实际价值却并不随之一起下降。扩张性的货币政策由于会导致一般物价水平的非预期上升,因而提升了企业的净价值,导致信贷市场中的逆向选择与道德风险问题减少,银行发放贷款的意愿增强,从而促使投资支出以及总产出水平的上升。此种类型的货币政策资产负债表渠道可以表示为:

$$\begin{aligned} & \text{货币供应 } M \uparrow \Rightarrow \text{非预期的价格 } P \uparrow \Rightarrow \text{逆向选择 } AS \downarrow, \\ & \text{道德风险 } MH \downarrow \Rightarrow \text{银行贷款 } L \uparrow \Rightarrow \text{投资支出 } I \uparrow \\ & \Rightarrow \text{总产出 } Y \uparrow \end{aligned}$$

西方经济学界对于价格的非预期性波动能够影响总需求的观点实际上由来已久,在解释大萧条的各种理论中,费雪提出的“债务-通缩”论本质上就是以这种观点作为其主要理论依据与特征的。

3. 家庭部门流动性渠道

尽管绝大部分关于信贷渠道的西方文献都将关注的重点放在企业部门的支出上,实际上货币政策传导的“信贷观”也同样适用于家庭部门的支出,特别是耐用消费品以及住房方面的支出。当实施紧缩性货币政策时,银行贷款发放规模的缩减将导致那些缺乏其他信贷资金来源的消费者被迫削减购买耐用消费品以及住房。与企业部门一样,利率的上升将使消费者的现金流遭受到负面冲击,从而导致家庭部门资产负债表的恶化。家庭部门的这种资产负债表渠道变换一种角度加以理解就是流动性渠道,即考虑货币政策对消费者在耐用消费品以及住房支出上产生的流动性效应。家庭部门的这种流动性效应被认为是大萧条期间经济持续低迷的重要因素。

1929—1933年的大萧条见证了美国有史以来家庭部门最严重的资产负债表下滑,起源于1929年的股市崩盘引发证券市场价格暴跌持续至1933年,由此导致美国家庭的财富缩水了6920亿美元,消费水平因而大幅下降了超过1000亿美元。由于这一时期物价水平的下跌,美国消费者的实际债务负担上涨超过20%。其结果是,家庭部门持有的金融资产的价值相对于债务总额来说大幅下降,由此增添了其出现金融抑制的可能性。与此相对应,1929—1933年间美国耐用消费品支出与房屋购买支出出现前所未有的下降:耐用消费品支出下降了超过50%,而房屋购买支出则下降了超过80%。

按照流动性效应的观点,资产负债表渠道主要是通过货币政策对消费者支出意愿的冲击来发挥效力,而不是通过影响贷款人的放贷意愿进行传导。由于耐用消费品以及住房资产存在质量方面的信息不对称,因而它们的流动性非常差。当消费者的收入水平出现急剧下降时,他们将被迫通过出售其耐用消费品或住房来筹集资金,由于此类资产的低流动性,消费者在售价上将承受较大的损失,无法获得这些资产的全部价值(这也是二手市场上出现柠檬现象的一个佐证)。相反,如果消费者持有诸如银行存款、股票或债券这一类金融资产,他们就

能够以市场价值轻易地迅速变现从而获取现金。因此,如果消费者预期在其身上出现金融抑制的可能性较高,他们将倾向于持有较少的缺乏流动性的资产(耐用消费品以及住房),转而持有较多的更具流动性的金融资产。

在消费者估计未来其面临金融抑制的可能性时,自身的资产负债表状况是影响评估结果的重要因素。如果消费者持有的金融资产相对于其负债而言较为充裕,则他们将更倾向于购买耐用消费品以及住房。当股票价格上升时,金融资产的价值也同时增加,由于此时消费者拥有一个较为安全的财务状况,导致其对未来出现金融抑制的预估较为乐观,因而消费者在耐用消费品以及住房上的支出也将随之扩大。此种类型的货币政策资产负债表渠道可以表示为:

货币供应 $M \uparrow \Rightarrow$ 购买股票价格 $P_s \uparrow \Rightarrow$ 购买金融抑制的可能性 $\downarrow \Rightarrow$ 购买耐用消费品以及住房支出 $E \uparrow \Rightarrow$ 购买总产出 $Y \uparrow$

将耐用消费品以及住房资产的非流动性特征考虑到货币政策的传导机制当中来,为解释宽松的货币政策之所以能够刺激此类资产的支出提供了另外一条途径。当货币政策放松时,利率的下降会导致消费者手中现金流的增加,而现金流的提升削弱了消费者对未来面临金融抑制的担忧,增强了其持有耐用消费品以及住房资产的意愿,因此导致对此类资产的支出增加,从而总产出水平增加。此处提到的现金流效应与上述现金流渠道的区别在于,前者强调的是消费者的支出意愿将导致支出水平变动,而后者强调贷款人对消费者发放贷款的意愿影响支出水平。

四、简要评述

已有的文献将货币政策信贷传导过程的机理划分为两大理论渠道:银行贷款渠道和银行资产负债表渠道。这两个渠道都诞生于M-M理论适用于银行领域时出现的失效,但失效的原因有所不同。在假定存在完善资本市场的M-M世界中,银行的贷款决策独立于其融资结构。只要存在可盈利的贷款机会,银行总是可以找到融资的资金来源,银行的资本水平与银行贷款水平不相关,从而也就与货币政策传导机制不相关。

第一,银行贷款渠道假定货币政策影响银行资产负债表的负债端,并且不管在银行资产负债表的

资产栏还是借款人资产负债表的负债栏,都不存在对银行贷款的完美替代品。按照这一理论,紧缩性的货币政策将导致有准备金要求的负债减少,由于可贷资金来源减少,银行贷款规模将下降。也就是说,银行贷款渠道声称在实施货币紧缩之后,由于应提取准备金的银行存款下降,导致银行被迫削减其持有的贷款组合。

然而,银行贷款渠道存在很多质疑。首先,货币政策在实施过程中是否对银行负债产生直接影响值得怀疑,货币政策变动对银行总体负债的间接冲击也并非那么明确。针对银行贷款渠道的另一种批评意见认为,银行能够轻易地寻求其他融资方式来为贷款提供资金来源,不必非要依赖存款类资金来源。如 Romer 和 Friedman 首先提出银行可以发行可转让大额定期存单 CD_s 来为贷款融资。^[6]最后,银行完全可以将持有的非贷款类资产(通常是流动性资产)变现来抵消其负债的下降,如出售政府债券。

在银行贷款渠道中,货币政策存在不对称效应。例如,资本率低的银行发行 CD_s 的成本相对于资本率高的银行来说非常高,货币政策对两者的影响就会有差异。在这方面,Chami 和 Cosimano 提出在银行业存在非完全竞争的前提下,银行外部融资的边际成本随着货币政策的紧缩而上升。^[7]另外,货币政策对持有较少流动性资产缓冲的那类银行造成的冲击更强,因为这类银行在面临存款基数缩水时不能通过出售诸如政府债券的方式来筹集贷款资金。最后,如果企业与家庭高度依赖外部融资方式来满足其融资需求的话,货币政策的冲击将更强,因为这些借款人无法借助内部融资来解决资金问题。

第二,银行资产负债表渠道假定货币政策能够影响到银行资产负债表的资产端或银行的净价值,从而对银行贷款产生影响。紧缩性的货币政策在其他条件不变的情况下将导致银行利润的下降,这主要是由于银行的资产通常比负债的久期要长。因而,当货币政策紧缩时,由于大部分贷款合同无法在短期内重新议价(即上调贷款利率),而存款利率可以很快向上调整,受其影响银行利润将下降。在这种情况下,对部分银行来说,银行资本水平将可能低于最优资本水平。由于银行资本市场的完善,这些银行将不得不削减其贷款以获得其需要的资本头寸。

同样地,对监管当局而言,通过提出最低资本充足率要求来构建资本约束,使得银行只有通过筹集额外资本才能扩张贷款。而资本率低的银行在短期内筹集资本的成本过高,以至于其不得不放弃增加贷款发放的念头。Heuvel 提出银行资产与负债间的利率错配是影响银行财务状况的关键因素。^[8] Froot 和 Stein 早前在分析银行的资本预算和风险管理时就提出,应该在贷款定价的过程中将银行无法分散、规避的风险考虑在内。^[9]如果我们假定银行无法分散其面临的利率风险,货币政策的变动通过影响利率的错配导致银行资本价值的波动,从而影响贷款的供给。在动态框架中,即使没有资本监管约束,银行资本水平也会影响到贷款规模,因为银行是前瞻性的,会考虑未来市场或监管限制的可能性。总体而言,一个偏紧的货币政策会间接影响到贷款违约率,从而对银行利润产生影响,而银行利润的变动将影响银行贷款水平。

参考文献:

- [1] Bernanke B S. Credit in the Macroeconomy [J]. Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, 1993, (25):50-70.
- [2] Bernanke B S, Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission [J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, (4):27-48.
- [3] Cecchetti S G. Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism [J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1995, (5):83-97.
- [4] Hubbard R G. Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy? [J]. Federal Reserve Bank of St Louis Review, 1995, (5):63-77.
- [5] Bernanke B, Gertler M, Gilchrist S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework [M]. Elsevier, 1999.
- [6] Romer C D, Friedman B M. New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1990, (1):149-214.
- [7] Chami R, Cosimano T F. Monetary Policy with a Touch of Basel [J]. Journal of Economics & Business, 2010, (3):161-175.
- [8] Heuvel S J V D. Does Bank Capital Matter for Monetary Transmission? [J]. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 2002, (5):259-265.
- [9] Froot K A, Stein J C. Risk Management, Capital

Budgeting, and Capital Structure Policy for Financial Institutions: An Integrated Approach [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, (1): 55-82.

(责任编辑:刘同清)

A Review on the Credit Transmission Channel of Monetary Policy

XIONG Jie

(Hubei University of Economics, Wuhan Hubei 430205, China)

Abstract: With the development of macroeconomics and financial market theory, the traditional theory of monetary policy transmission channels began to show obvious limitations, which assuming that financial market information is complete, there is no problem of incomplete and asymmetric information, and financial markets do not exist the structure problem. This assumption is not consistent with the actual financial markets. In this paper, the content of the credit transmission channel of monetary policy is reviewed, and the way monetary policy affecting the real economy with market fictions through the factors outside the generalized interest rate is described.

Key words: monetary policy transmission; information asymmetry; credit rationing