

## 不完全信息中的信贷经济周期与货币政策理论

彭兴韵 胡志浩 王剑锋\*

### 一、引言

在货币经济理论中,信贷是一个古老的研究课题,但在主流宏观经济学教科书中,很少有专门论述“信贷”的。然而,信贷市场摩擦,经其累积效应,总是一次又一次地引发了经济周期波动乃至金融危机。忽略信贷市场作用的理论,难以对经济周期作出全面解释。在新千年的全球金融危机中,信贷又引起了理论与政策实践的关注。这表明,信贷在经济周期中仍具有极其重要的影响。正因如此,美联储在危机应对过程中,才将最后贷款人的流动性救助,从传统银行信贷机构扩展到了货币、资产证券化市场等广义信贷领域。2013年6月中国的“钱荒”及随之而来股票市场的剧烈反应,也与信贷市场摩擦直接相关。<sup>①</sup>金融危机以来出现的新问题,使得经济学界高度重视信贷市场摩擦的影响,推动了相关理论进展。因此,系统地梳理和总结信贷经济周期与货币政策理论的新发展,有助于我们深化对经济周期的认识和理解,完善对货币经济学的研究;并对进一步完善中国宏观调控体系,提高宏观经济稳定性,具有重要的现实意义。

围绕信贷与经济周期之间关系的研究由来已久。例如,魏克赛尔(Knut Wicksell)认为,自然利率高于货币利率时,企业家会增加借款,扩大投资和生产;反之则反是。<sup>②</sup>费雪(Irving Fisher)强调,新发明等经济异

常会导致过度举债,但随后就会出现信贷紧缩,最终爆发金融危机。<sup>③</sup>明斯基(Hyman Minsky)认为,异常现象导致信贷扩张,当出现以借还贷的蓬齐式融资后,信贷扩张就会不可持续,最终爆发信贷危机。<sup>④</sup>熊彼特强调,为创新提供的信贷是经济发展的要素。<sup>⑤</sup>鲁萨(R. V. Roosa)等强调,货币政策可通

---

\* 作者彭兴韵,中国社会科学院金融研究所研究员(北京 100028);胡志浩,中国社会科学院金融研究所副研究员(北京 100028);王剑锋,对外经济贸易大学金融学院教授(北京 100029)。

- ① 早期文献多将以银行为中介的借贷活动定义为信贷。引入信息不对称后,文献又将信贷集中在所有“借款者”与“放贷者”的活动,放贷者是指一切将资金借给他人(企业)的主体。随着动态随机一般均衡模型(DSGE)的发展和应用,人们重新将金融机构作为模型的一部分引入。但综合20多年来信贷理论的新发展,“信贷”应当泛指确立债权债务关系的资金借贷活动。
- ② 魏克赛尔:《利息与价格》,蔡受百、程伯撝译,北京:商务印书馆,1959年。
- ③ I. Fisher, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,” *Econometrica*, vol. 1, 1933, pp. 337-359.
- ④ H. Minsky, “The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory,” *Challenge*, vol. 20, no. 1, 1977, pp. 20-27.
- ⑤ 熊彼特:《经济发展理论》,张培刚、易梦虹、杨敬年译,北京:商务印书馆,1996年。

过信贷配给渠道来影响总支出。<sup>①</sup>伯南克(B. S. Bernanke)发现,信贷中断引起了大萧条;<sup>②</sup>而且,信贷困境越严重,经济陷入衰退的程度就越深。<sup>③</sup>

早期文献忽略了信贷市场环境的影响。随着信息经济学与合约理论的发展、金融创新与金融市场的不断演化,基于不完全信息的信贷经济周期理论成为最近20多年来的一个活跃领域,研究对象也从传统的银行贷款拓展到了“广义信贷”。本文的目的在于,全面梳理和总结不完全信息中的信贷经济周期及货币政策传导理论,便于国内研究者更系统地把握该前沿理论的发展,并结合中国的特殊性进行理论创新。本文余下部分的结构如下:第二节从信息不对称导致的代理成本和外部融资溢价入手,分析信贷市场摩擦如何影响宏观经济对外部冲击的反应:外部融资溢价使“小”冲击引致经济“大”波动,即金融加速器效应。这是“新信贷”理论的逻辑起点;第三节依据该逻辑的延伸,分析信贷市场摩擦在货币政策传导中的作用,即货币政策传导的信贷渠道理论;第四节比较“信贷观”与“货币观”。通过比较,凸显基于不完全信息的信贷理论的独特视角。最后是全文小结。

## 二、信贷市场不完全信息与信贷经济周期波动

(一) 不完全信息中的代理成本与金融加速器:经济周期研究的一个新视角

1. 代理成本、金融加速器与信贷经济周期的一般原理

早期研究信贷的文献,都没有考虑信息不对称这一重要因素。信息不对称是信贷市场的典型特征,它导致了信贷市场的很多普遍现象,如关系型贷款、信贷配给、贷款承诺和担保等。更重要的是,它还具有重要的宏观经济效应,深刻地影响货币政策传导机制和效果,而传统信贷理论并没有揭示该机制。例如,传统信贷理论不能对“总量经济活动的大幅波动往往由较小冲击引起的所谓

‘小冲击、大周期之谜’”,给予有效解释。<sup>④</sup>为了解开该谜团,伯南克和吉特勒(Mark Gertler)模型(以下称B-G模型)将信息不对称引入了信贷市场,开创了研究信贷、总量均衡与经济周期波动之间关系的新理论。<sup>⑤</sup>在信息不对称中,只要委托人将决策权转给代理人,都会出现逆向选择、道德风险和监督成本。在信贷市场上,由于无法监督借款者的行动、享有其充分信息,就会出现代理成本,即项目审计预期成本。代理成本使外源融资成本高于内源融资成本,在内源融资与无担保外源融资成本之间形成了一个“楔子”(即外源融资溢价)。其大小取决于借款者的信用,而借款者信用又与宏观经济环境相关。总量冲击和货币政策调整都可能改变“楔子”的大小,放大外生冲击对总量均衡的影响,这就是金融加速器效应。因此,在B-G模型中,宏观经济周期具有内在的非线性特征,金融加速效应越强,紧缩冲击后,经济衰退会越深。<sup>⑥</sup>随后,卡尔斯姆(C. T. Carl-

① 参见弗里德曼、哈恩:《货币经济学手册》第2卷,陈雨露、曾刚、王芳等译,北京:经济科学出版社,2002年。

② B. S. Bernanke, “Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression,” *The American Economic Review*, vol. 73, no. 3, 1983, pp. 257-276.

③ M. D. Bordo and J. Haubrich, “Credit Crisis, Money and Contractions: A Historical View,” *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, 2010, pp. 1-18.

④ B. S. Bernanke, M. Gertler and S. Gilchrist, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality,” *The Review of Economics and Statistics*, vol. 78, no. 1, 1996, pp. 1-15.

⑤ B. S. Bernanke and M. Gertler, “Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuations,” *The American Economic Review*, vol. 79, no. 1, 1989, pp. 14-31.

⑥ 威廉姆森(S. D. Williamson)将具有昂贵监督成本的金融中介模型融入动态一般均衡模型中后,得到类似于金融加速器的结论。当发生投资风险冲击后,金融机构的信贷配给

strom) 和福尔斯特 (T. S. Fuerst) 研究了代理成本、净值冲击对经济影响的机制。根据他们的研究, 企业家净值变动可延长冲击的影响。若出现正向生产率冲击导致资本需求增加、资本价格上涨, 企业家净值上升, 资本品产出得以扩张, 使投资对总生产率冲击的反应呈驼峰状; 而在 RBC 模型中, 生产率冲击会导致投资跳跃性变化。而且, 在无摩擦的 RBC 模型中, 投资的资金来源无关紧要, 外源融资需求下降对总产出没有影响; 而在不完全信贷市场模型中, 企业家净值上升会降低外源融资需求和代理成本, 并刺激投资, 降低均衡资本价格, 刺激产出。<sup>①</sup>

根据 B-G 模型, 可推出以下结论。首先, 由于净值对信息不对称的后果具有重要影响, 因此, 企业资产负债表变化会影响外部融资溢价, 外源融资成本随经济周期而变化。经济衰退时, 企业内部资金来源减少, 被迫转向外源融资。但在衰退期, 企业资产负债表恶化, 代理成本和外部融资溢价上升迫使其紧缩投资, 加剧经济衰退。经济衰退又进一步影响借款者净值及外部融资溢价, 信贷市场摩擦也因此而放大冲击的影响。进一步地, 借款者财务状况的顺周期波动会导致外源融资溢价逆周期变化, 并通过“金融加速器”放大借款者支出的波动和无风险利率变化的影响。<sup>②</sup> 若出现了外生于总产出的借款者净值变化, 就可能引起实际产出的波动。因此, 在 B-G 模型中, 借款者净值变化和生产率冲击都可能导致经济周期波动, 但生产率冲击会进一步影响借款者净值, 对宏观经济具有惯性和持续性的影响。例如, 正向生产率冲击提高了借款者收入, 其净值会上升, 投资项目外源融资的代理成本会下降, 投资增加, 生产会进一步趋于繁荣。<sup>③</sup>

其次, 担保和抵押品有助于降低代理成本, 外部融资溢价与担保品或抵押品价值会逆向变化, 担保品或抵押品价值上升将降低外部融资溢价, 刺激总支出增加和经济增长, 反之则反是。吉特勒和吉尔克利斯特 (S.

Gilchrist) 就强调了这一机制。<sup>④</sup> 根据清泷信宏 (Nobuhiro Kiyotaki) 和穆尔 (J. H. Moore) 的研究, 借款者能提供担保品时, 贷款者就会放贷; 但在衰退期, 资本收入会下降, 导致资本价格下跌, 它作为担保品的价值相应下降, 导致企业能够借入的资金减少, 投资受到限制, 加剧经济衰退。<sup>⑤</sup> 最后, 融资结构差异具有很强的宏观经济效应。若内源融资占比较高, 厂商投资的代理成本则较小, 外生冲击对投资支出的影响也较小, 冲击的金融扩散机制作用减弱。相反, 若内源融资占比很低, 金融加速器效应就越强, 不利冲击对经济波动的影响也越大。

## 2. 金融加速器与信贷经济周期理论的进一步发展

随着动态随机一般均衡 (DSGE) 框架及

会增强, 贷款减少, 投资随之下降。投资萎缩又导致产出下降, 放大初始冲击对整个经济体系的影响。但在他的模型里, 信贷市场摩擦对宏观经济的影响机制完全不同于 B-G 模型。参见 S. D. Williamson, “Financial Intermediation, Business Failures and Real Business Cycles,” *Journal of Political Economy*, vol. 95, no. 6, 1987, pp. 1196-1216.

- ① C. T. Carlstrom and T. S. Fuerst, “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations: A Computable General Equilibrium Analysis,” *The American Economic Review*, vol. 87, no. 5, 1997, pp. 893-910.
- ② B. S. Bernanke, M. Gertler and S. Gilchrist, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality.”
- ③ B. S. Bernanke and M. Gertler, “Agency Cost, Net Worth and Business Fluctuations,” pp. 14-31.
- ④ M. Gertler and S. Gilchrist, “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence,” *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 95, no. 1, 1993, pp. 43-64.
- ⑤ N. Kiyotaki and J. H. Moore, “Credit Cycle,” *Journal of Political Economy*, vol. 105, no. 2, 1997, pp. 211-248.

新凯恩斯经济学的兴起,出现了金融加速器理论与新凯恩斯经济学融合的趋势。伯南克、吉特勒和吉尔克利斯特模型(以下称B-G-G模型)将名义刚性和具有信贷市场摩擦的代理成本相融合,<sup>①</sup>企业家用资本和劳动生产批发品;零售商生产异质消费品;批发品价格具有灵活性,零售价格却具有粘性。他们发现,金融加速器强化了政策冲击的真实效应。对名义利率的正向冲击导致资本需求减少,引起资本价格下降,减少了企业家的净值,贷款者要求的外部融资溢价将上升,投资需求进一步减少,所以,有一种乘数效应放大了利率上升的最初效应。克里斯滕森(I. Christensen)和戴伯(Ali Dib)发展了B-G-G模型,在粘性价格DSGE模型中,估计并模拟了金融加速器,结果发现,金融加速器扩大了需求冲击对投资的影响。<sup>②</sup>

上述研究金融加速器机制的文献,集中考察的是企业作为借款者在信贷市场信息不完善与经济波动之间的交互作用。但完整地描述金融加速器机制应当将家庭和银行等非企业借款者纳入到模型之中;而且,在早期的金融加速器理论中,只有借款者与贷款者,忽略了金融中介。因此,后来的文献就从这三个方面进行了拓延。<sup>③</sup>(1)金融加速器与家庭支出。金融加速器之所以影响家庭支出,是因为家庭与企业一样,需要借款为其某些支出融资。特别是,家庭通常需要为住房投资或购买其他耐用消费品,在信贷市场筹资。在这些金融交易活动中,家庭与银行之间存在信息不对称,因此,家庭获得信贷的能力及其支出,也受其净值的影响。北岛康介(Kosuke Aoki)等对金融加速器影响家庭支出的描述如下:经济活动的正向冲击导致房价上涨,房主净值上升,降低其外部融资溢价,促使家庭投资增加,消费尤其是耐用消费上升。通过该机制,就会放大经济冲击对家庭支出和投资的影响。<sup>④</sup>(2)将金融中介作为一个部门引入到一般均衡框架中。代表性的如戴伯,他将活跃银行部门融入到了具有

金融摩擦的新凯恩斯DSGE模型中,估计了银行行为和金融冲击在美国经济周期中的作用。他发现,活跃银行部门放大了供给冲击的真实效应,但会减弱需求和金融冲击对真实变量的影响,降低宏观经济波动性。<sup>⑤</sup>(3)

① B. S. Bernanke, M. Gertler and S. Gilchrist, "Financial Accelerator in Quantitative Business Cycle Framework," in J. Taylor and M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, Part C, Amsterdam: Elsevier, 1999.

② I. Christensen and A. Dib, "The Financial Accelerator in an Estimated New Keynesian Model," *Review of Economic Dynamics*, vol. 11, 2008, pp. 155-178. 但他们的模型与B-G-G有两个区别:债务合约是以名义利率签订的,从而在模型中引入了费雪的债务—紧缩效应;采用了修正的泰勒规则,当出现通胀、产出波动或货币供应量变动时,货币当局会调整短期名义利率。还有其他一些研究也证实了金融加速器效应。如克里斯蒂亚诺等将代理成本模型纳入DSGE模型中,同时加入了粘性工资与粘性价格,并利用该模型拟合了美国与欧元区的数据,同样发现存在金融加速器效应。(参见L. Christiano, R. Motto and M. Rostagno, "Financial Factors in Economic Fluctuations," ECB Working Paper, 2010)吉特勒等在小型开放经济模型中加入金融加速器,结果发现,当面临国家风险溢价外生性地上升时,金融摩擦可以很好地解释产出的下降。(参见M. Gertler, S. Gilchrist and F. M. Natalucci, "External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, no. 2-3, 2007, pp. 295-330)

③ B. S. Bernanke, M. Gertler, and S. Gilchrist, "Financial Accelerator in Quantitative Business Cycle Framework."

④ K. Aoki, J. Proudman and G. Vlieghe, "House Prices, Consumption, and Monetary Policy: A Financial Accelerator Approach," *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, no. 4, 2004, pp. 414-435.

⑤ A. Dib, "Banks, Credit Market Frictions and Business Cycles," Bank of Canada, Working

在信贷市场上,为了调剂流动性,金融机构之间也有大量借贷,在美国次贷危机中,同业拆借市场崩溃对危机有极大的负面作用。吉特勒和清泷信宏根据这一现象,将金融加速器机制引入金融部门内部。<sup>①</sup>在存款市场上,银行作为借款者也存在破产风险,银行筹集资金的能力和成本,受其净值或资本的影响,若经济冲击影响了银行净值,它也会影响银行吸收资金的成本。由于存款人不能观察到银行风险的大小,银行破产会给他们带来极高的成本。但银行净值越高,破产对银行的成本也越高,这会降低银行冒过高风险的动机。此外,高净值意味着银行流动性和补偿非预期损失的能力越强,这会降低银行的破产概率。因此,净值越高,存款者更愿意以更低的利率将资金存入银行,也更愿意购买其股票,提高银行的资本和净值。与金融加速器对企业 and 家庭的影响不同,银行的经济活动并不是生产耐用消费品或投资支出,而是信贷供给。若不利冲击导致银行净值下降,就会影响银行放贷的条件,引起信贷紧缩,紧缩家庭和企业支出,最终打击总体经济活动。

## (二) 外部融资溢价、金融加速器与宏观经济动态的实证研究

在金融加速器机制中,外部融资溢价是核心变量。通常有两种方法来度量。其一,用某些金融市场指标作为代理变量,如债券利差。公司债券利差能很好地预测经济周期波动,因而被视为金融摩擦的证据。吉特勒等就采用了这种方法。<sup>②</sup>其二,莱文(A. T. Levin)等利用伯南克等模型中的金融摩擦、资产负债表和债券数据,估计美国一些上市公司的外部融资溢价。<sup>③</sup>但费利(Ferre De Graeve)认为,外部融资溢价是不可观测的,他从美国在1954—2004年的数据中分离出外部融资溢价,认为稳态外部融资溢价呈正态分布,其均值为200个基点,稳态外部融资溢价先验标准差为80个基点。<sup>④</sup>

在B-G模型之后,大量文献检验了外部融资溢价、金融加速器与经济周期之间的关系。大

多数研究发现,它们之间确实存在明显的相关性,金融加速器能够解释产出波动的大部分。<sup>⑤</sup>得到类似结论的还有费利等。<sup>⑥</sup>奥尔蒂斯(A. Ortiz)发现,金融冲击具有重要的真实效应,外部融资溢价上升0.25%,产出就会下降0.73%,投资会下降2.8%。<sup>⑦</sup>罗兰(M. Roland)发现,不利信贷冲击对1982年后的衰退发挥了重要作用,他同时发现,不利信贷冲击只是一个较小的波动源,在近年来的

Paper, 2010.

- ① M. Gertler and N. Kiyotaki, "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis," in B. M. Friedman and M. Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, Amsterdam: Elsevier, 2010.
- ② M. Gertler and C. S. Lown, "The Information in the High-Yield Bond Spread for the Business Cycle: Evidence and Some Implications," NBER Working Paper, no. 7549, 2000; A. Mody and M. P. Taylor, "The High-Yield Spread as A Predictor of Real Economic Activity: Evidence of a Financial Accelerator for the United States," IMF Staff Papers, vol. 50, 2003, pp. 373-402.
- ③ A. T. Levin, F. M. Natalucci and E. Zakrajsek, "The Magnitude and Cyclical Behavior of Financial Market Frictions," *Finance and Economics Discussion Series* of the Federal Reserve Board, vol. 70, 2004.
- ④ Ferre De Graeve, "The External Finance Premium and the Macroeconomy: US Post-WWII Evidence," *Journal of Economic Dynamics & Control*, vol. 32, 2008, pp. 3415-3440.
- ⑤ C. Nolan and C. Thoenissen, "Financial Shocks and the US Business Cycle," *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, no. 4, 2009, pp. 596-604.
- ⑥ Ferre De Graeve, "The External Finance Premium and the Macroeconomy: US Post-WWII Evidence."
- ⑦ A. Ortiz, "Credit Market Shocks, Monetary Policy, and Economic Fluctuations." Oberlin College Working Paper, 2008.

金融危机期间,债券利差与产出下降主要源于公司信用冲击。<sup>①</sup> 企业信贷、资产价格和总量经济活动是相互影响的,信贷与资产价格的相互作用创造了冲击持续性和放大的机制。虽然资产价格与信贷的新息(innovation)确实造成了短期产出波动,产出新息也造成了资产价格与信贷的短期波动,但它们的新息对产出不具有长期影响。<sup>②</sup>

### (三) 讨论

虽然金融加速器机制受到的关注与日俱增,但一些学者还是指出,完全存在相反的可能,即“金融减速器机制”,信贷市场摩擦会降低外部冲击对经济波动性的影响。<sup>③</sup> 若债务合约以名义利率签订,当出现冲击之后,是发生金融加速器还是减速器机制,取决于冲击的性质。若出现不利的总需求冲击,通胀率下降,借款者净值会更大幅度地下降,因为这会增加借款者债务余额的实际价值,使金融加速器效应更加明显。相反,若出现了不利供给冲击,导致通胀率上升,则会减少借款者债务的实际价值,增加借款者净值,减轻不利供给冲击对经济周期波动的影响,产生金融减速器效应。布鲁诺(C. Bruno)指出金融加速器理论的两个不足。<sup>④</sup> (1) 已有文献只讨论经济人之间的信息不对称,没有考虑“经济人内部”的信息不对称。如所有者与经理人之间的信息不对称,对金融加速器效应就非常重要。(2) 已有文献只假定单个代理人的净值是重要的,当银行只是贷款者时,该假设是合理的。但当银行既是贷款者又是借款者时,该假设就不合理了。豪斯(C. L. House)认为,若信贷市场扭曲源于逆向选择,则它不仅不会造成经济波动,反而还会稳定经济;当投资项目是以股权融资时,信贷市场扭曲会稳定经济。<sup>⑤</sup>

### 三、信贷市场摩擦与货币政策传导机制

不完全信息不仅会影响信贷可得性,还会导致外生冲击对宏观经济出现非线性影响。信贷市场中影响借款者行为,降低逆向选择、

道德风险及代理成本的因素,都会影响外部融资溢价及货币政策的宏观经济效应。基于此,开创了货币政策传导机制新理论——“货币政策的信贷渠道”。该理论认为,货币政策不仅会影响一般利率水平,还会引起外部融资溢价的内生性变动,放大货币政策对宏观经济的影响,外部融资溢价的变动能够比单纯利率变动更好地解释货币政策对经济影响的强度、时间等。需要指出的是,信贷渠道并不等同于信贷总量的变化,若以信贷总量来检验货币政策的信贷渠道,则是错误地将信贷总量当作驱动经济波动的独立因素,误解了该理论的核心机制。在信贷渠道理论中,由外部融资溢价衡量的信贷环境(而不是信贷总量),才是导致宏观经济对货币政策变动响应方式的内生因素。<sup>⑥</sup>

- ① R. Meeks, "Do Credit Market Shocks Drive Output Fluctuations? Evidence from Corporate Spreads and Defaults," *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 36, no. 4, 2011, pp. 568-584.
- ② R. Hammersland and D. H. Jacobsen, "The Financial Accelerator: Evidence Using a Procedure of Structural Model Design," Discussion Papers of the Statistics Norway, Research Department, no. 569, 2008.
- ③ M. Iacoviello, "House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle," *The American Economic Review*, vol. 95, no. 3, 2005, pp. 739-764.
- ④ C. Bruno, "The Financial Accelerator Effect: Concept and Challenges," *Financial Theory and Practice*, vol. 35, no. 2, 2011, pp. 171-196.
- ⑤ C. L. House, "Adverse Selection and the Financial Accelerator," *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, no. 6, 2006, pp. 1117-1134.
- ⑥ B. S. Bernanke and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, no. 4, 1995, pp. 27-48.

那么, 货币政策如何影响外部融资溢价呢? 实际上, 货币政策既可以通过银行贷款渠道, 也可以通过借款者的资产负债表渠道, 影响外部融资溢价。因此, 该理论又进一步分为“贷款渠道”和“广义信贷渠道”。<sup>①</sup> 前者着眼于货币政策调整对银行资产负债表结构的影响; 后者则着眼于货币政策调整后, 借款者的资产负债表和现金流变动的反应及其与信贷市场之间进一步的螺旋式变化。

#### (一) 银行贷款渠道

银行贷款渠道理论可追溯至伯南克和布林德 (A. Blinder) 建立的 CC-LM 模型。在他们的模型中, 贷款利率取决于债券利率、收入水平和准备金。债券利率和收入越高, 贷款利率越高; 准备金越多, 贷款利率则越低。<sup>②</sup> 图 1 中的 CC 曲线反映了银行贷款对货币政策的反应。以紧缩性政策为例, 中央银行提高准备金率, 不仅会影响 LM 曲线, 也会使 CC 曲线向内移动。此外, 降低准备金率也会使银行感受的风险上升, 提高 CC 曲线移动的幅度。其他因素也可能引起银行对风险认知的变化, 导致 CC 曲线位移, 并最终导致均衡国民收入和利率的变动。根据银行贷款渠道理论, 若货币政策影响了银行准备金, 就会导致利率变动。银行准备金变动不仅影响银行信贷总量, 还使银行调整资产负债构成。货币政策对银行存款和货币供给的影响, 最终体现在银行负债方的调整; 任何影响准备金和利率的因素, 都会影响银行信贷供给及其资产方。如央行采取紧缩性政策后, 银行不能减少有价值证券持有量, 或无法通过其他渠道筹集资金以抵消超额准备金下降的影响, 它就不得不收缩贷款。若借款者又没有其他渠道筹集资金, 就会迫使其紧缩总支出, 影响货币政策最终目标。<sup>③</sup>

但这样描述银行贷款渠道忽略了一个重要的机制: 货币政策迫使商业银行调整资产负债表的同时, 如何影响借款者外部融资溢价。因为, 银行机构在克服信息不对称方面, 具有专业化的优势, 因此, 在许多国家, 银行信贷依

然是主要融资来源。若货币政策减少了信贷供给, 那么, 借款者就不得不寻求其他新的放贷者或建立新的信贷关系, 这就可能会提高外部融资溢价。<sup>④</sup> 可见, 在银行信贷渠道机制中, 货币政策不仅影响了可贷资金, 导致信贷供给曲线移动, 还会导致外部融资溢价的变动, 并最终影响总需求。

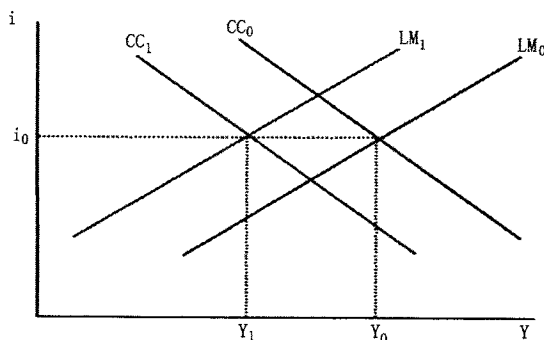


图 1 CC-LM 模型中减少准备金的效应

在伯南克和布林德的模型提出银行贷款渠道理论后, 大量文献从不同角度进行了实证研究。伯南克和布林德 (B-B) 虽发现货币紧缩后的几个月里, 联邦基金利率会上升, 银行存款和持有的证券量都会下降, 在政策调整后的 6—9 个月里, 银行开始调整证券持有量, 减少贷款, 失业上升。<sup>⑤</sup> 施立莱立克

- ① B. S. Bernanke and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," pp. 27-48. 卡尔·瓦什: 《货币理论与政策》, 彭兴韵、曾刚译, 上海: 格致出版社、上海三联书店、上海人民出版社, 2012 年。
- ② B. S. Bernanke and A. Blinder, "Credit, Money and Aggregate Demand," *The American Economic Review*, vol. 78, no. 2, 1988, pp. 435-439.
- ③ 参见卡尔·瓦什: 《货币理论与政策》。
- ④ B. S. Bernanke and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission."
- ⑤ B. S. Bernanke and A. Blinder, "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission," *The American Economic Review*, vol. 82, no. 1, 1992, pp. 901-921.

(M. Schularick) 和泰勒 (A. M. Taylor) 考察了 14 个发达国家 1870—2008 年货币、信贷与宏观经济指标之间的关系, 发现在 20 世纪下半叶, 金融部门的杠杆率大幅度上升, 银行安全资产下降, 信贷增长是金融危机的很好预测指标。<sup>①</sup> 巴尤米 (T. Bayoumi) 和达利斯 (R. Darius) 认为, 信贷条件可预测未来资产价格的变动。<sup>②</sup> 沃尔什 (C. E. Walsh) 和威尔科克斯 (J. A. Wilcox) 以优惠贷款利率新息表示银行贷款供给冲击, 发现贷款供给新息与银行资本比率、法定准备金及信贷控制相关。这表明, 优惠贷款利率新息确实反映了影响贷款供给的因素。<sup>③</sup> 同时, 按照贷款渠道理论, 货币政策紧缩会导致银行信贷下降更多, 对非银行信贷需求相对增加。若存在银行贷款渠道, 则货币政策紧缩后, 银行信贷较其他信贷会下降得更多, 全社会信贷结构发生明显变化。按照这一思路, 卡施亚普 (A. K. Kashyap)、施泰因 (J. C. Stein) 和威尔科克斯 (D. W. Wilcox) 考察了货币政策变动后, 银行与非银行信贷构成的变化, 支持了银行贷款渠道理论。<sup>④</sup>

然而, 他们的研究也受到了质疑, 原因在于, 不同借款者对经济周期的敏感性各异, 引致信贷融资方式的不同, 因此, 根据信贷总量指标来研究银行贷款渠道的结论, 并不完全可靠。例如, 在经济周期波动中, 小企业各项财务指标波动性比大企业更高, 大企业可发行商业票据, 小企业更依赖于银行信贷。紧缩性货币政策使大小企业的信贷需求都会下降, 但由于小企业收缩程度比大企业大, 银行贷款总量与非银行融资之比就会下降。因此, 即使不存在货币政策传导的银行贷款渠道, 也会导致信贷构成变化。奥莱奈尔 (S. D. Oliner) 和鲁德博什 (G. D. Rudebush) 就利用大小企业的分类数据发现, 在货币紧缩后, 无论企业大小, 银行与非银行信贷的相对构成, 没有受到重大影响, 总债务构成却出现了变化, 短期债务一般都会从小企业转向大企业。<sup>⑤</sup> 因此, 他们认为, 证据

并不支持银行贷款渠道在货币政策传导中很重要的观点。

## (二) 资产负债表渠道

根据前文的不完全信息信贷市场理论, 借款者的现金流和净值是影响借款者行为和代理成本的重要因素, 因而借款者的财务状况对融资成本、资金可得性和投资支出具有重要影响。借款者财务状况越好, 净值越高, 其外部融资溢价就越低。<sup>⑥</sup> 由此形成了资产负债表渠道 (也叫广义信贷渠道) 理论。与银行贷款渠道相比, 它关注所有金融中介机构和市场的资金供给, 没有强调银行的特殊作用。根据该理论, 若紧缩性货币政策减少了企业现金流和净值, 将使其内源融资减少, 不得不更依赖于较高成本的外源融资, 从而

- ① Ò. Jordà, M. Schularick and A. M. Taylor, "Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons," NBER Working Paper, no. 16567, 2010.
- ② T. Bayoumi and R. Darius, "Reversing the Financial Accelerator: Credit Conditions and Macro-Financial Linkages," IMF Working Paper, February 2011.
- ③ C. E. Walsh and J. A. Wilcox, "Bank Credit and Economic Activity," in J. Peek and E. Rosengren, eds., *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?* Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1995, pp. 83-112.
- ④ A. K. Kashyap, J. C. Stein and D. W. Wilcox, "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance," *The American Economic Review*, vol. 83, no. 1, 1993, pp. 73-98.
- ⑤ S. D. Oliner and G. D. Rudebusch, "Is There a Bank Lending Channel for Monetary Policy?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, no. 2, Spring 1995, pp. 3-20.
- ⑥ B. S. Bernanke and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." 卡尔·瓦什: 《货币理论与政策》。



打击借款者的投资支出。货币政策至少有两个机制直接影响借款者的净值和财务状况。以紧缩性货币政策为例。首先,利率上升直接增加了借款者的利息支出,减少净现金流。其次,紧缩性货币政策会降低资产价格,包括抵押品的价值,抵押品价值的变化会反过来影响货币政策的传导。<sup>①</sup>在信息不对称时,借款者所能借得的款额,受其担保(抵押)品资产价值的约束,故会降低借款者的借款能力,迫使他们削减投资,从而降低经济增长和通货膨胀率。

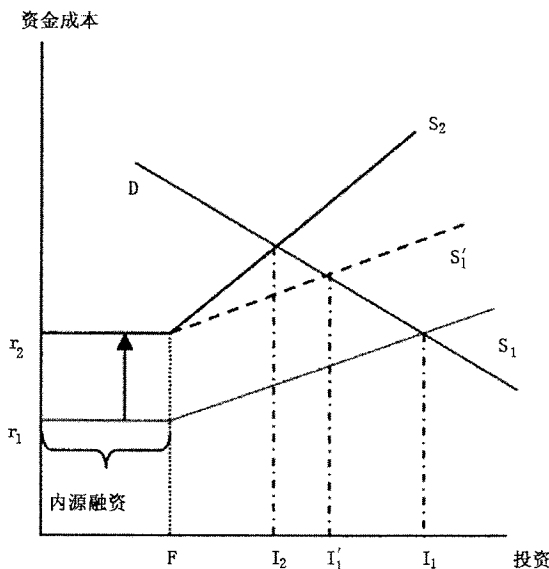


图2 货币政策传导的资产负债表渠道

在伯南克和吉特勒提出资产负债表渠道之后,奥莱奈尔和鲁德博什用一个简练的模型表述了该理论。<sup>②</sup>设企业的内部资金为 $F$ ,内源融资成本为 $\bar{r}$ ,它等于无风险利率 $r^f$ 和企业的风险回报 $\theta$ 之和,即 $\bar{r}=r^f+\theta$ 。当不存在信贷市场摩擦时,外源融资利率将与 $\bar{r}$ 相同,但当存在信贷不对称时,外部融资利率就会超过 $\bar{r}$ 。设外部融资溢价为 $\Omega$ ,其大小会随着借款量 $B$ 的增加而上升,也会随无风险利率上升而增加,因而 $\Omega=g(B, r^f)$ ,外部融资成本为 $r_e=r^f+\theta+g(B, r^f)$ 。无风险利率变化会影响 $\Omega$ ,就意味着信贷市场摩擦会放大货币冲击的影响。图2直观地展示了他们总结的货币政策传导的资产负债表渠道。无风险利率上升使资金成本

曲线从 $S_1$ 向上移动到了 $S_2$ ,由于无风险利率上升增加了外部融资溢价,因此,新资金供给曲线并不是由 $S_1$ 平行移动到 $S_1'$ , $S_2$ 斜率比 $S_1$ 更大。由于外部融资溢价,投资从 $I_1$ 下降到了 $I_2$ ,而不是只下降至 $I_1'$ 。可见,外部融资溢价放大了货币政策冲击对投资的影响。

在B-G模型里,代理成本增加时,贷款者会减少贷款量,将更多资金投资于安全资产。在经济衰退时,对低净值借款者的贷款会减少,相对增加对高净值借款者的贷款。吉特勒得到了类似结论,但在他的模型里,借款者预期利润在降低代理成本中的作用与内源融资相同,由于实际利率上升会减少借款者预期利润的现值,因此,利率上升会恶化代理问题。<sup>③</sup>另外,在B-G模型中就业是不变的,未能研究外部冲击后经由金融加速器机制对就业的影响。格林沃尔德(B. C. Greenwald)和斯蒂格利茨(E. J. Stiglitz)弥补了这一缺陷。<sup>④</sup>在他们的模型里,若企业现金流下降,便要求有其他外源融资。但外源融资依赖于企业资产负债表状况,财务状况与就业需求之间存在很强的相关关系。同时,由于不同借款者对经济周期的敏感性各异,

- ① B. S. Bernanke and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." 卡尔·瓦什:《货币理论与政策》。
- ② S. D. Oliner and G. D. Rudebusch, "Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, no. 1, Winter 1996, pp. 3-13.
- ③ M. Gertler, "Financial Capacity and Output Fluctuations in an Economy with Multi-Period Financial Relationships," *Review of Economic Studies*, vol. 59, no. 3, 1992, pp. 455-472.
- ④ B. C. Greenwald and E. J. Stiglitz, "Financial Market Imperfections and Business Cycles," *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no. 1, 1993, pp. 77-114.

在信贷融资方式上也不同,在经济周期中小企业更敏感。<sup>①</sup>若存在广义信贷渠道,则货币政策紧缩后,对小企业的影响更大。奥莱奈尔和鲁德博什发现:货币政策紧缩后,现金流量对投资的影响,在小企业中会上升,因为相对于大企业而言,小企业的内源融资与投资之间的关系更密切;相反,在宽松货币政策时期,中小企业流动性与投资之间的联系没有显著变化。<sup>②</sup>在2008年的全球金融危机爆发之后,发达国家利率降到了极低水平,是否还存在货币政策的信贷渠道呢?默滕斯(K. Mertens)和雷文(M. Raven)的研究发现,信贷条件的恶化会因债务紧缩与作为担保品的住房价格的下跌,而使产出损失更加严重。<sup>③</sup>总之,有大量的实证研究确实支持了货币政策的广义信贷渠道。

以上从信贷数量方面探讨了信贷渠道,但利差也是研究信贷渠道的好视角。<sup>④</sup>伯南克指出,利差反映了市场对违约风险的感知,不仅可作为货币政策松紧的指标,还反映了宏观经济的波动。<sup>⑤</sup>根据金融加速器原理,当央行实施紧缩货币政策后,由于企业现金流和净值下降,贷款者的代理成本上升,迫使外部融资溢价上升,紧缩性货币政策之后的利差会相应地上升。弗里德曼(B. M. Friedman)和库特纳(K. N. Kuttner)考察了四至六个月商业票据利率与六个月期财政部债券之间的利差,发现前者相对于后者上升,经济就会下滑。他们认为,不管是货币政策还是其他方面的原因导致预期最终需求下降时,企业现金流和非意愿存货增加,将导致企业财务压力增加,迫使企业转向商业票据市场,提高商业票据与财政债券之间的利差,这意味着经济前景变坏。<sup>⑥</sup>事实上,在经济周期波动中,信用利差确实在经济衰退期扩大,而在景气阶段明显下降,这正支持了信贷渠道理论。

#### 四、“信贷观”与“货币观”

##### ——信贷理论与货币理论的一个简要比较

以上总结了信贷市场摩擦与经济总量均

衡和周期波动之间的关系、它在货币政策传导中的重要影响。不难看出,它与“货币观”形成了鲜明对比。

##### (一) 货币观

货币政策传导的货币观认为,中央银行通过改变货币供应量来影响总需求。若中央银行欲降低总需求,可提高法定存款准备金比率,或在公开市场卖出债券,收缩银行体系的准备金,减少货币供给。货币供应量下降会导致短期利率上升,通过替代和预期效应,长期利率也随之上升,资本成本增加,抑制总需求;国内利率上升又会提高本币汇率,抑制出口。<sup>⑦</sup>在现代货币主义的理论中,货币政策的调整会引起总支出的变化,但具体过程却是一个“黑箱”。

货币观的一个重要假设是,所有非货币资产都具有完全替代性,本来千差万别的非货币资产(如政府债券、公司债券、股票等)都是同质的。<sup>⑧</sup>在货币观看来,企业融资结构

- ① M. Gertler and S. Gilchrist, "Monetary Policy, Business Cycles and the Behavior of Small Manufacturing Firms," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, no. 2, 1994, pp. 309-340.
- ② S. D. Oliner and G. D. Rudebusch, "Is There a Broad Credit Channel for Monetary Policy?"
- ③ K. Mertens and M. Raven, "Credit Channel in a Liquidity Trap," Meeting Papers of the Society for Economic Dynamics, 2011.
- ④ B. S. Bernanke, "Credit in the Macroeconomy," *FRBNY Quarterly Review*, Spring 1992-1993.
- ⑤ B. S. Bernanke, "On the Predictive Power of Interest Rates and Interest Rate Spreads" NBER Working Papers, no. 3486, 1990.
- ⑥ B. M. Friedman and K. N. Kuttner, "Money, Income, Prices and Interest Rates," *The American Economic Review*, vol. 82, no. 3, 1992, pp. 472-492.
- ⑦ B. S. Bernanke, "Credit in the Macroeconomy."
- ⑧ B. S. Bernanke, "Credit in the Macroeconomy."

差异不仅对企业没有实质性的影响,也没有宏观经济效应。众所周知, M-M 定理认为, 在无摩擦的资本市场中, 企业价值与其融资结构无关。根据该定理, 企业内源融资不会影响外源融资、股权融资和债务融资; 融资结构变化对企业融资成本不会有任何影响。基于以上原因, 根据货币观, 货币政策对宏观经济就没有重要的影响。

但货币观中所有非货币资产具有完全替代性的假设过于极端。股票与债券、不同企业发行的债券之间存在明显差异。况且, 经济体系中流动资产的供给纷繁芜杂, 并不是中央银行所能完全控制的。银行体系之外的货币替代品(如所谓影子银行)迅速发展, 极大地降低了中央银行对利率及其结构的影响。从借款者角度来考察, 若融资结构变化会影响其融资成本甚至融资可得性, 则当货币政策潜在地影响不同形式融资的成本时, 它也会影响企业的筹资和投资活动。最后, 货币观认为, 货币供应量的变化只影响短期真实利率, 但投资则主要取决于长期真实利率。这样, 根据货币观, 货币政策对宏观经济的影响通常相对较小。但事实上, 经济周期表明, 宏观经济周期大波动最初都是由较小的“事件”引发的, 这是货币观无法解释的。<sup>①</sup>

## (二) 信贷观

信贷观强调信贷(市场)在经济发展、周期波动中的作用及其机制。信贷观可分为“旧”“新”信贷观。前者不但强调融资的可得性, 也关注银行存款对基础货币、银行贷款与其他贷款之间的完全(或近似完全)的替代性。它与货币观的主要区别, 体现在资产之间的可替代性方面。根据可贷资金理论, 若贷款利率与资本利率相等, 经济就达到了货币均衡。若不同, 信贷市场就需要调整以使市场出清, 银行调整信贷供给, 但存在对商品和劳动的超额需求。这会引起价格的累积性上升及生产结构的变动, 最终引致贷款利率与资本利率趋于一致。即是说, 在旧信贷观里, 资本与货币的供给与需求是在同一

个市场中相互联系的, 即使跨期价格机制不能使投资与储蓄相等, 银行也会努力使信贷市场出清。若贷款利率与投资回报率之间的缺口破坏了跨期均衡或货币均衡, 其他市场的价格和数量也会相应地调整, 促使经济回复均衡。旧信贷观比货币观更强调利率机制对资本成本的影响, 但旧信贷观未能明确地分析信贷担保品要求及其他非价格条件, 也没有注意到信贷扩张的非稳定效应。<sup>②</sup>

新“信贷观”强调信贷市场摩擦引起的信贷配给以及非传统的资金价格效应。信贷配给是新信贷观的重要内容, 但限于篇幅, 本文仅讨论新信贷观中货币政策影响的特殊机制。即货币政策不仅会影响短期利率, 还会通过影响新增贷款的可得性或信贷条件, 影响总需求和总量均衡。新信贷观强调信贷市场摩擦导致的外生冲击对宏观经济的非线性影响。如前文所述, 伯南克和布林德除了将具有不完全替代性的“货币”和“债券”金融资产加入标准模型外, 还加入了“银行贷款”。<sup>③</sup> 银行向借款者放贷时有其特殊的能力, 由于信息不对称, 借款者很难从其他方面找到融资来源。加入银行信贷之后, 货币政策传导机制也发生了变化。若中央银行为了抑制总需求, 在公开市场卖出债券, 收缩银行体系的准备金, 将减少银行负债(存款)量和银行资产。若银行认为, 其资产组合中的债券和贷款是不完全替代品, 存款流失会使它们减少债券与信贷资产。若企业完全不在意其融资来源, 则银行减少贷款将不会影响企业支出。然而, 若银行贷款在某些企业的融资中有特殊作用, 那么, 银行贷款减少迫使它们采用更昂贵的融资。结果, 对银行贷款依赖

① B. S. Bernanke and M. Gertler, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.”

② H. M. Trautwein, “The Credit View, Old and New,” *Journal of Economic Surveys*, vol. 14, no. 2, 2000, pp. 154-189.

③ B. S. Bernanke and A. Blinder, “Credit, Money and Aggregate Demand.”

性强的企业可能会取消或推迟项目,减少存货甚至削减工资,压缩总需求。若住户耐用消费品也直接或间接地依赖于信贷,类似的效应也会在消费中产生作用。更重要的是,在新信贷观中,借款者的资产负债表状况发挥着重要作用。正如前文已指出的,与M-M定理正好相反,根据B-G模型,企业融资结构差异具有很强的宏观经济效应。可以说,新信贷观就是要探究弗里德曼的“黑箱”内部结构,强调货币政策传导机制中的微观结构,特别是借款者在融资结构、充当抵押品的资产属性及其对市场利率的敏感性等方面的异质性,对货币政策传导机制的影响。正因为如此,伯南克和吉特勒才强调,货币政策的信贷渠道并不是独立于传统货币政策传导机制的,它是放大传统利率效应的众多因素之一。就货币政策信贷渠道的两种机制而言,他们同时指出,由于金融创新和放松金融管制,传统的银行贷款渠道机制可能弱化,广义信贷渠道更加突出,但该机制仍然是极为重要的。如利率上升降低了证券的价值,损害了银行的资本及其吸收资金的能力,会降低银行放贷的能力和借款者的外部融资溢价。<sup>①</sup>

需要指出的是,货币政策传导的信贷观,并不等同于信贷配给。虽然信贷市场摩擦会引起信贷配给,且它与信贷渠道之间有一定的联系,但信贷配给并不意味着必然存在货币政策的信贷渠道。<sup>②</sup>银行贷款渠道存在的根本原因在于,对借款者而言,银行和其他形式的贷款并不具有完全替代性。因此,即便借款者有其他渠道获得信贷资源,只要它们更昂贵或者对借款者不便利,就可能产生信贷渠道问题。信贷因素也可能通过非银行贷款渠道而影响货币政策。由于货币政策会影响借款者的资产负债表,即便借款者不依赖于银行贷款,但其资产负债表变化也是影响货币政策信贷渠道及其他外部融资的途径之一。如货币政策降低利率会增加借款者的资产价值,改善其资产负债表,便能提高外部融资可得性,降低外部融资溢价,最终增加

总支出。在此过程中,虽然通过外部融资溢价,影响了借款者的实际借款利率,但它与“货币观”中的资本成本机制有极大区别,信贷观中的“利率”(因借款者特性)可能是千差万别的,货币观中的利率是单一的。

(三) 货币观与信贷观中的“中性”与“非中性”

“货币观”与“信贷观”不仅涉及上述的货币政策传导机制,而且货币政策是否能够影响真实经济活动,即对其“中性”与“非中性”的判定也有不同看法。即便同样是将货币纳入宏观经济分析,并进而讨论货币政策的效应,“货币观”的认识也纷争不止。在古典经济学看来,货币不过是一层“面纱”。古典货币数量论认为,货币量的变动只会引起物价总水平相同比例的变动。弗里德曼认为,只有当工人具有不完全信息时,货币政策才会影响真实工资和就业;一旦工人获得新信息而调整预期,真实工资、就业就会回到原来的水平,在长期货币政策没有真实效应。<sup>③</sup> 卢卡斯(R. Lucas)<sup>④</sup>认为,只有预料之外的货币供给才具有真实效应;但由于理性预期,人们总会充分利用所有信息,即便是在短期,货币也是中性的,当然,并非所有“货币观”都认为货币是中性的。“新凯恩

① B. S. Bernanke and M. Gertler, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.”

② 信贷市场摩擦之所以会扭曲投资决策,主要是源于外部融资溢价提高了资金成本,而在信贷配给中,信贷的数量(非价格)调整也会放大冲击的影响。参见 M. Gertler and S. Gilchrist, “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence.”

③ M. Friedman, “The Role of Monetary Policy,” *The American Economic Review*, vol. 58, no. 1, 1968, pp. 1-17.

④ R. Lucas, “Expectations and the Neutrality of Money.” *Journal of Economic Theory*, vol. 4, no. 2, 1972, pp. 103-124.

斯菲利浦斯曲线”表明，通胀与产出的波动性之间仍然存在交替关系。粘性信息理性、理性不注意等理论在不完全信息假设下，同样认为货币是非中性的。

在信贷观中，虽然也有中性与非中性之争，但更多研究者认同非中性效应。特劳特温（H. M. Trautwein）较好地总结了这一问题。他指出，魏克赛尔在其累积过程分析中，认为当市场利率等于自然利率时，利率变动不会导致真实均衡变化，货币是中性的。<sup>①</sup> 熊彼特强调，银行导向驱动的储蓄，有助于实现创新和增长。<sup>②</sup> 在熊彼特的理论中，银行创造的信用货币，无论是短期还是长期，都是非中性的。<sup>③</sup> 总的来说，旧信贷观的货币非中性，源于信贷变动会引起产业结构和收入分配结构的变动。新信贷观虽没有明确地讨论中性与非中性，但可从中推论出货币非中性的结论，通过信贷可得性以及外部融资溢价，长期中的货币也是非中性的。而且，新信贷观强调，货币非中性源于借款者的融资结构及异质性，有一部分借款者因为净值很低或者激励相容的合约成本，无法从公开市场获得资金，这与旧信贷观认为货币非中性源于信贷引起的产业结构和收入分配结构的变化显然不同。进一步说，银行能够向存款者和贷款者提供激励相容合约，因而对真实经济变量具有积极影响，货币具有非中性。<sup>④</sup> 很明显，尽管货币观与信贷观都可能认为，货币对真实经济活动具有非中性影响，但导致非中性的原因却有根本差异。货币观中的非中性源于产品市场的不完全；信贷观中的非中性源于信贷市场摩擦。

## 五、小 结

本文总结了国外研究信贷市场摩擦及其与宏观经济均衡、货币政策之间关系的理论成果。信息不对称是信贷市场最重要的摩擦之一，它使借款者的外源融资产生了代理成本，导致外部融资溢价。外部融资溢价使外部冲击对经济的影响呈非线性，信贷市场摩擦

会扩大初始冲击对经济的影响，这就是金融加速器效应。由于信息不对称，货币政策对不同企业的影响具有非对称性，因而该理论能够更好地解释大小企业在信贷周期中的差异。基于不完全信息，形成了包括银行贷款渠道和借款者资产负债表渠道在内的独特货币政策传导理论。就货币政策效果而言，信贷观强调，货币政策对真实经济活动具有重要影响，因而货币经由信贷市场具有非中性特征。就理论发展新趋势而言，已出现了两个重要方向：将金融中介纳入具有名义刚性的DSGE模型；探讨金融机构之间金融摩擦的宏观影响。这不仅提高了理论对宏观经济现象的解释力，也为新政策实践（如央行最后贷款人职责从对传统银行机构向公开信贷市场延伸）提供了理论支撑，还给进一步研究形形色色的“影子银行”构建了理论起点。

〔责任编辑：梁 华 责任编审：许建康〕

- ① H. M. Trautwein, "The Credit View, Old and New."
- ② 熊彼特：《经济发展理论》。
- ③ H. M. Trautwein, "The Credit View, Old and New."
- ④ H. M. Trautwein, "The Credit View, Old and New."