

首席经济学家：任泽平

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

导读：

此前，我们通过宽货币传导到宽信用三部曲，分别从基础理论、国际经验以及中国实践三个角度，对宽货币向宽信用的传导进程中五大货币政策传导渠道进行了全面的梳理。不同的货币政策渠道传导效果有何区别？在不同的历史发展阶段又分别起到了什么作用？孰优孰劣？我们将在本文中进一步探究。

摘要：

当前货币政策传导可以分为五大渠道，但现实中货币政策能够调控的主要是数量型或价格型中介目标，分别通过信贷渠道以及利率渠道向实体经济进行传导。资产价格以及汇率渠道实际与信贷渠道和利率渠道高度相关，起到协同作用，放大传导效果。预期渠道则已被大多数国家作为引导市场的重要工具，并且取得了良好的效果。

从我国以及国际经验来看，以信贷渠道为主的传导机制和以利率为主的传导机制对于经济有着全然不同的影响。以信贷渠道为主的传导路径优先作用于内需，除直接影响狭义及广义信贷渠道外，也可通过货币供应量的提升降低市场名义利率，与利率渠道产生联动，同时信贷渠道与房地产价格高度相关，与资产价格渠道形成倍数效应。以利率渠道为主的传导路径同时作用于内需及外需，首先通过降低短期名义利率影响真实利率，刺激企业及居民投资与消费，其次利率渠道通过提升资产价格影响广义信贷渠道及资产价格渠道，最后利率渠道还可通过影响汇率促进出口，作用于总需求。

信贷渠道的传导：弊大于利。我们通过研究中国、韩国以及德国的案例发现，信贷渠道在发展中经济体大都起到了显著的积极作用，能够有效引导金融资源进入实体经济重要部门，政策效果立竿见影。然而随着经济发展阶段演化，信贷渠道弊端开始显现，具体来看：1) 对实体经济传导方面，易成为货币当局刺激经济增长的手段，恶化实体经济固有问题，大量的金融资源集聚造成人才资源倾斜，研发密集型及创新型产业生产率受到拖累，经济结构及韧性受到深远影响；(2) 对利率渠道联动方面，由于信贷渠道仅能调控货币供给，难以控制需求，造成利率波动加剧，抑制实体经济投资及消费需求；(3) 对资产价格渠道联动方面，由于广义信贷渠道与房地产价格息息相关，两者传导叠加易形成倍数效应，滋生房地产价格泡沫；(4) 中介目标有效性方面，由于金融创新及金融自由化发展，数量型货币政策中介目标的可测性、可控性和实体经济相关性均不断下降，难以形成有效调控。

利率渠道的传导：利大于弊。我们通过研究美国、加拿大以及澳大利亚的案例发现，利率渠道能够有效增强市场化资源配置，弥补信贷渠道不足，传导机制更加灵活，具体来看：1) 对实体经济传导方面，实践经验显示，利率渠道的传导有助于延长经济复苏时间，一方面由于利率渠道对于其他渠道的联动效应更加明显，兼顾内需及外需，另一方面利率渠

道对于实体经济的传导具有普惠效应，更有利于支持新兴产业增长，缓解结构性问题，适合转轨经济体转向高质量发展诉求；(2) **对资产价格渠道联动方面**，与信贷渠道传导相比，利率渠道更有利于股票市场，一是在估值层面提升未来现金流的折现价值，二是在基本面降低企业融资成本，提升企业盈利。成熟的股票市场更符合新兴产业融资需求，有助于推动经济结构转型升级；(3) **对汇率渠道联动方面**，短期的低利率带动本币贬值，可通过刺激出口提升经济恢复动力；(4) **中介目标有效性方面**，价格型中介指标可测性、可控性及相关性均较好，可以随时观测，及时评估货币政策效果，增强货币政策的透明度及可信度。而利率渠道同样存在局限，主要体现在难以有效调控信贷渠道传导：在经济过热时，利率渠道的传导难以管控信用投放，连续加息的滞后效应又易戳破资产泡沫，在经济萧条时，单一的利率调控难以修复信用，延缓经济复苏。

自改革开放以来，我国的货币政策调控框架不断转型，先后经历了直接信贷管控、间接型数量调控的货币政策时期，并不断推进利率市场化改革。然而当前我国以信贷渠道为主的货币政策传导机制一定程度滞后于经济发展，造成部分实体领域融资困难，货币政策应该从数量型调控向价格型调控转型。当前我国转型动力已经具备，然而转型条件仍有待成熟：1) **首先**，当前我国金融市场制度不健全，金融产品发展深度相对不足，金融市场利率传导存在摩擦和障碍，短期向长期利率传导不畅，仍需要一个政策利率体系加以克服；2) **其次**，当前我国银行间市场、交易所市场、贷款及非标市场间利率传导存在割裂，政策利率除对银行间市场传导效率较高以外，对后三者传导效率依次递减；3) **最后**，我国实体经济存在的预算软约束问题是疏通利率传导机制的重要障碍，造成相关领域对利率变化不敏感，挤占金融资源，民营、小微企业难以获得充分的融资支持。

然而在积极疏通利率传导渠道的同时，也要兼顾发展和金融稳定的需要。当前我国仍属于发展中经济体，拉动经济增长依然较为依赖投资，预算软约束部门依然挤占部分金融资源，金融市场深度及广度不足，利率渠道短期难以实现完全疏通，此外金融开放步伐有所加快，要协调好资本账户开放、汇率制度改革以及利率市场化推进的节奏。因此，未来货币政策框架转型仍面临诸多重点和难点，需要各方面协调配合，以金融供给侧改革为契机，进一步加强金融市场的深度与广度，促进金融体制改革，厘清财政与货币政策的关系，隔离政府与企业信用，弱化预算软约束预期，实现金融对实体经济的有效支持。

风险提示：政策推动不及预期等

目录

1 货币政策传导的理论演变	5
1.1 货币调控方式的变化随宏观经济思潮而演变	5
1.2 货币政策传导渠道的联动效应	6
1.2.1 信贷传导渠道的联动效应：与房地产价格高度相关	6
1.2.2 利率传导渠道的联动效应：激活多渠道协同作用	7
2 信贷渠道的传导：弊大于利	9
2.1 信贷渠道效果：有效支持内需及经济增长	9
2.2 信贷渠道传导存在的问题	10
2.2.1 对实体经济影响：信贷结构性易恶化实体经济固有问题	10
2.2.2 对实体经济影响：信贷渠道传导易引导资金进入低生产率部门，拖累社会生产率	12
2.2.3 对利率渠道传导影响：信贷渠道传导难以控制货币需求，造成利率波动过大	13
2.2.4 对资产价格渠道传导影响：加大房地产价格泡沫化风险	14
2.2.5 有效性：数量型政策中介目标有效性减弱	16
2.3 信贷渠道的传导：弊大于利	17
3 利率渠道的传导：利大于弊	18
3.1 利率渠道的优势	18
3.1.1 对实体经济影响：内外需兼具，延长经济复苏时间	18
3.1.2 对资产价格渠道传导影响：更加利好股票市场，促进估值及基本面双重提升	19
3.1.3 对汇率渠道传导影响：短期刺激外需，提升经济回升动力	21
3.1.4 有效性：中介指标可测性、可控性及相关性均较好，有效调控实体利率	22
3.2 利率渠道的局限	23
3.3 利率渠道有效性：利大于弊	24
4 未来我国应当采取何种货币政策调控框架？	26
4.1 我国货币政策框架转型的努力	26
4.2 货币政策框架转型的阻碍	26
4.3 未来的努力方向	28

图表目录

图表 1: 信贷渠道传导的联动机制	7
图表 2: 利率渠道传导的联动机制	7
图表 3: 数量型货币政策实施情况	9
图表 4: 中国: 信贷与投资相关度较高	10
图表 5: 韩国: 信贷与投资相关性较高	10
图表 6: 德国: 数量型调控时期信贷与经济相关性较高	10
图表 7: 中国: 房地产企业资产负债率快速上行	11
图表 8: 中国: 政府隐性担保相关企业杠杆率提升	11
图表 9: 韩国: 财阀负债率高企	11
图表 10: 韩国: 建筑及重化工业为主要授信对象	11
图表 11: 德国: 贷款投向主要为制造业及服务行业	12
图表 12: 信贷增长对于生产率增长的负面影响	13
图表 13: 市场利率波动情况变化	14
图表 14: 2019 年以来我国政策利率波动率加大	14
图表 15: 韩国房价与信贷增速高度相关	15
图表 16: 德国房价与信贷增速高度相关	15
图表 17: 韩国: 信贷增速与股票市场相关度不高	15
图表 18: 德国: 信贷增速与股票市场相关度不高	15
图表 19: 信贷增长在我国首先刺激资金面带来估值提升	15
图表 20: 德国: M3 与经济增速在 90 年代之后割裂	16
图表 21: 韩国各数量型中介目标波动均快速加大	16
图表 22: 价格型货币政策实施情况	18
图表 23: 价格型货币政策时期, 经济复苏持续时间更长	19
图表 24: 道琼斯工业指数 80 年代以来涨幅显著	20
图表 25: 多伦多 300 指数 80 年代以来涨幅 820%	20
图表 26: 澳洲股票价格指数 80 年代以来涨幅达 930%	20
图表 27: 纳斯达克上市企业以科技、医疗为主	21
图表 28: 加拿大股票市场新兴产业较多	21
图表 29: 美国: 利率贬值一定程度刺激出口提升	21
图表 30: 加拿大: 利率贬值刺激出口提升	21
图表 31: 澳大利亚: 汇率贬值刺激出口提升	22
图表 32: 美国政策目标利率与市场利率	22
图表 33: 加拿大政策目标利率与市场利率	22
图表 34: 澳大利亚政策目标利率与市场利率	23
图表 35: 政策目标利率与市场利率相关度高	23
图表 36: 美国: 利率抬升短期无法逆转信贷高增	23
图表 37: 加拿大: 提高利率对于信贷增速影响有限	23
图表 38: 澳大利亚: 提高利率短期难以影响信贷投放	24
图表 39: 信贷渠道及利率渠道的传导对比	25
图表 40: 短期市场利率向长期利率传导效率依然偏低	27

当前货币政策主要有五大传导渠道，分别为利率渠道、信贷渠道、资产价格渠道、汇率渠道和预期管理渠道。货币政策主要传导渠道的有效性决定了货币政策的实施效果。此前，我们通过宽货币传导到宽信用三部曲，分别从基础理论、国际经验以及中国实践三个角度，对宽货币向宽信用的传导进程中五大货币政策传导渠道进行了全面的梳理。纵观当今世界，在不同历史阶段，主要国家及经济体采用的货币政策传导渠道随时代演化，在不同国家，发展中经济体和发达经济体的主要货币政策传导渠道也不尽相同。五大货币政策传导渠道传导效果有何区别？在不同经济发展阶段，各货币政策传导渠道又起到了什么作用？我国当前货币政策框架需如何转型才能更好的配合实体经济发展？我们在本文中进一步探究。

1 货币政策传导的理论演变

1.1 货币调控方式的变化随宏观经济思潮而演变

当前货币政策传导虽可以分为五大渠道，但现实中货币政策能够调控的主要是数量型或价格型中介目标，分别通过信贷渠道以及利率渠道向实体经济进行传导。资产价格以及汇率渠道实际与信贷渠道和利率渠道高度相关，起到协同作用，放大传导效果。预期渠道则已被大多数国家作为引导市场的重要方式，并且取得了良好的效果。在实际的货币政策操作中，央行通过货币政策操作工具，调控数量型或价格型中介目标，通过多个货币政策传导渠道的联动，共同对经济产出产生影响。

怎样看待货币政策对实体经济的传导是一个待解而有趣的命题。纵观大萧条以来主要国家及经济体货币政策操作框架，基本随着宏观经济思潮而演变，主要经历了“价格-数量-价格-数量-价格”的演化进程：

(1) 大萧条到 19 世纪 70 年代以前，凯恩斯主义是宏观经济领域的主导思想，建议政府使用“有形之手”通过积极的财政和货币政策干预经济，弥补有效资源不足。IS-LM 模型为凯恩斯主义的核心思想，认为货币是非中性的，这一时期主要国家货币政策在相对完善的金融市场条件下，主要通过盯住目标利率，引起短期真实利率以及长期真实利率的变化，从而实现对于总需求的刺激。

(2) 20 世纪 70 年代至 80 年代的“大滞涨”时期成为宏观经济思想的第二次分野，凯恩斯主义面临挑战，货币主义、新古典主义思想兴起，古典主义精神复兴。古典经济学理论认为货币是中性的，交易方程式认为 $MV=PQ$ ，一切通胀都是货币现象，各国纷纷将货币政策操作中介目标转向数量型，有效控制了通胀。

(3) 20 世纪 80 年代至金融危机前，由于金融市场的不断发展，金融创新及金融自由化影响，数量型中介目标无法有效掌控实体经济实际货币量水平，面临转型压力。同时新凯恩斯理论出现，吸收新古典主义思想，认为货币是内生的，短期非中性但长期是中性的，货币政策的主要功能应当是逆周期调节，通过控制短期利率，将总需求调整在潜在增长率附近，维持物价稳定。这一时期，主要国家货币政策中介目标再次转向价格型，并迎来了“大缓和”时期。

(4) 金融危机后宏观经济思想出现第三次分野，以利率为货币中介指标而缺乏对于信贷指标的监控，而信贷的过度扩张造成资产价格泡沫，酝酿金融危机，货币非中性的思想再度兴起，奥地利学派认为货币无论是短期还是长期都是非中性的，货币供应量的分配将导致社会资源分配不均，导致经济结构失衡。凯恩斯的流动偏好理论认为当私人部门流动性偏好上升，风险偏好降低，如果流动性供给不相应增加，风险资产价格将大跌。金融危机后，面对主要国家及经济体均采用量化宽松等操作，缓解零利率下的流动性陷阱，修复信贷渠道，促进金融机构恢复信贷供给及需求。

(5) 过去十年全球把货币宽松发挥到极致，QE、零利率甚至负利率，虽然避免了大萧条，但货币超发带来了资产价格泡沫、全球金融风险、贫富收入差距大幅拉大。随着金融市场逐步恢复稳定，经济复苏，主要国家逐步退出量宽政策，恢复盯住价格的货币政策中介目标，货币政策开始正常化进程。

1.2 货币政策传导渠道的联动效应

整体来看，货币政策传导渠道之间并非割裂，而是一个整体的系统，但以信贷渠道和利率渠道传导分别形成两种不同的传导路径，对于实体经济有着不同的影响。

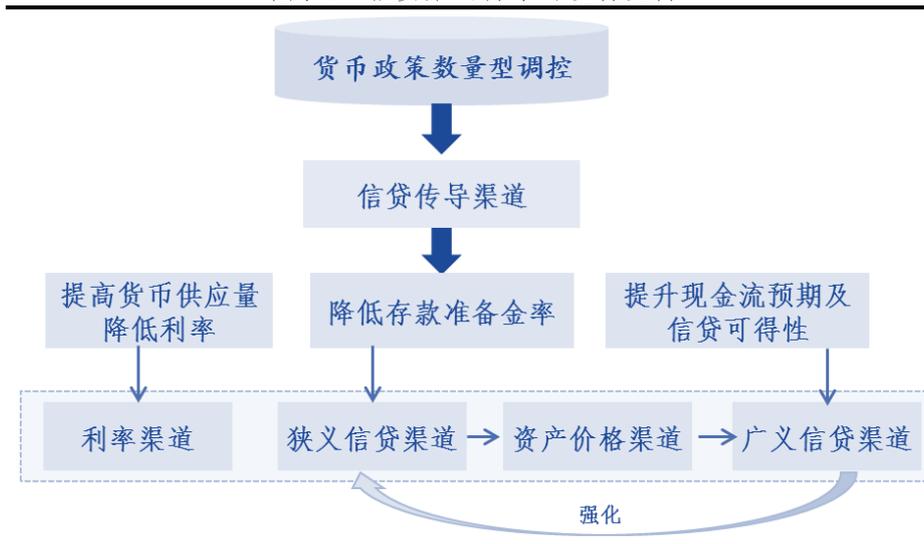
1.2.1 信贷传导渠道的联动效应：与房地产价格高度相关

信贷渠道包含狭义信贷渠道以及广义信贷渠道，通常来看，货币政策数量型操作直接影响狭义信贷渠道，即央行通过调整货币政策工具，例如降低商业银行存款准备金，使得银行可用于放贷的资金增多，企业可以获得更多贷款用于经营和扩大投资，社会总产出随之增加。同时，数量型的货币政策部分也可通过广义信贷渠道产生影响，通过影响企业部门的现金流预期，以及居民部门的信贷可得性，修复企业和居民部门资产负债表，提升信贷需求。

其次，数量型货币政策也可以通过利率渠道发挥作用，准备金降低释放出了更多的货币，货币供应量提升，提升市场流动性水平，影响银行间资金拆借利率，从而传导至金融市场名义利率。

此外，信贷渠道与资产价格渠道传导相互交叉，形成倍数效应，影响货币政策传导效果。由于信贷渠道的传导高度依赖以银行为首的金融中介，而信贷投放的关键是合格抵押品。在信贷传导过程中，房产、土地、以及其他金融资产作为最常见的抵押物，其价格极易与信贷产生螺旋上升态势，催生金融周期。一方面，信贷可得性提升提高企业及居民部门投资意愿，促进资产价格上涨，另一方面，资产价格上涨有助于改善企业和消费者资产负债表，提升抵押品价值，进而通过广义信贷渠道进一步促进信贷需求上升，形成“金融加速器”效应。

图表1：信贷渠道传导的联动机制

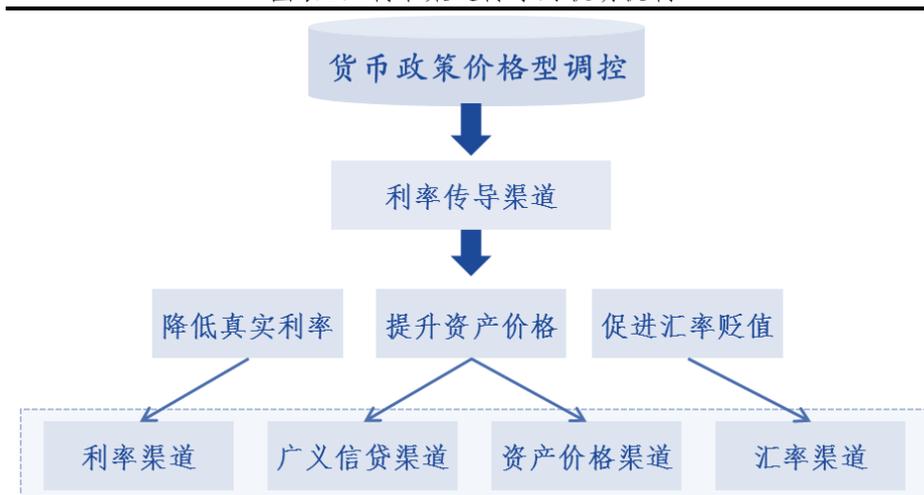


资料来源：恒大研究院

1.2.2 利率传导渠道的联动效应：激活多渠道协同作用

相比信贷渠道，利率渠道所能影响的货币政策传导渠道更为丰富。张成思（2011）曾对利率传导机制带来的联动效应有全面的剖析。首先，在利率渠道中，央行通过货币政策操作直接调降短期名义利率，在通胀预期刚性的条件下，降低短期及长期真实利率，从而影响企业投资及居民消费。其次，降低的利率有助于提升企业及居民资产负债表中的权益价格，包括股价及房地产价格，提高抵押价值，形成积极的心理预期以及财富效应，促进广义信贷渠道以及资产价格渠道发挥效用。最后，名义利率的变化还会影响汇率的变化，进而通过汇率渠道促进出口，作用于总需求。

图表2：利率渠道传导的联动机制



资料来源：恒大研究院

从我国以及国际经验来看，以信贷渠道为主的传导机制和以利率为主的传导机制对于经济有着全然不同的影响。徐忠（2018）指出，从政策机制来看，货币数量调控主要是根据变量间的宏观总量关系进行调控，政策效果直接明显，但容易扭曲价格机制并干预微观主体行为。货币价格调控主要是微观经济主体根据宏观经济信号调整自身行为，通过价格机制间接发挥作用，对市场发育程度和货币传导机制要求较高，政策链条较长。

从纵向来看，在不同的金融市场发育程度以及经济发展阶段中，以及从横向来看，在不同的发展中或发达经济体中，两种货币政策传导方式曾起到不同的作用，各有什么样的优势及劣势？金融是服务于实体经济的，什么样的货币政策传导机制最优，要看实体经济的需要，既不能让金融体系落后于实体经济，也不能过度超前。

2 信贷渠道的传导：弊大于利

在这一部分，我们选取中国、韩国、德国三国案例，分别分析其信贷渠道传导情况，总结以数量型货币政策为主的机制的利与弊。

我国符合现代意义的数量型货币政策框架已经有超过 20 年的时间，1998 年央行取消信贷限额管理，货币政策从直接调控向间接调控转型，初步形成了以公开市场操作、存款准备金率、利率以及再贴现、再贷款等为工具的数量型调控货币政策框架。

韩国在建国初期到 1999 年，同样使用以数量型调控为主的货币政策框架。韩国建国初期通货膨胀较为严重，韩国政府对各经济部门货币供应量设定上限，并随着金融市场的发展，逐步将货币政策中介目标由 M1 扩大至 M2、MCT（包括 M2、大额存单和货币市场基金）、M3。

德国在二战后到 20 世纪 80 年代以数量型货币政策为主。彼时德国以间接融资占据主要地位，金融市场主要参与主体为“全能银行”，数量型货币政策中介目标起初以信贷规模为主，并宣布货币增速目标，随着金融市场的不断深化，1988 年将中介目标扩展为 M3。

图表3：数量型货币政策实施情况

经济体	数量型货币政策 实施时间	实施背景	中介目标
中国	1998 年至今	计划经济体制为主、金融市场发展程度较低	贷款规模、M2
韩国	建国初到 1999 年	控制通胀，金融稳定	先后使用货币供应量、M1、M2、M3 等中介目标
德国	二战-20 世纪 80 年代	吸取恶性通胀教训，以间接融资为主	信贷规模，并公开宣布货币增速目标、M3

资料来源：恒大研究院

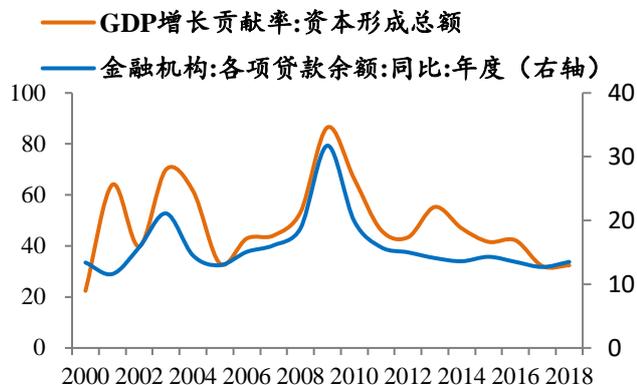
2.1 信贷渠道效果：有效支持内需及经济增长

从三国的案例来看，数量型货币政策在实施的过程中，能够通过信贷渠道能够有效支持投资，促进经济增长。一方面由于早期金融市场并不完善，中央银行垄断货币发行，资源配置效率低下，另一方面在经济体发展初期，政策高度关注经济增长，信贷渠道效果立竿见影，能够通过信贷渠道有效支持粗放型经济发展，将金融资源配置到经济发展重点领域。此外，彼时金融创新仍在萌芽，金融产品数量较少，货币供应量统计方式能够有效反应实体经济实际情况，数量型中介目标与实体经济相关性较强。

从我国情况来看，实施数量型货币政策以来，贷款增速与资本形成对 GDP 贡献率之间的相关性达到 0.74，信贷有效支持内需，尤其对投资

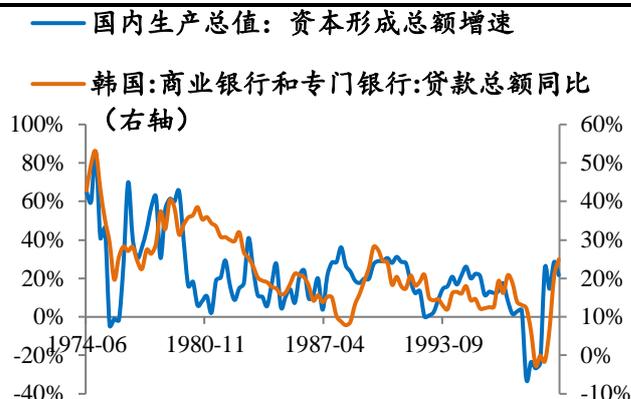
的融资支持有着显著贡献。韩国在数量型货币政策下，信贷增速同样与资本形成有着较高拟合度，1974年到1999年两者相关性达到0.57。德国的信贷增速与资本形成拟合度一般，但信贷增速与GDP增速相关性较高，在80年代货币政策操作框架转型之前相关性达0.72。

图表4：中国：信贷与投资相关度较高



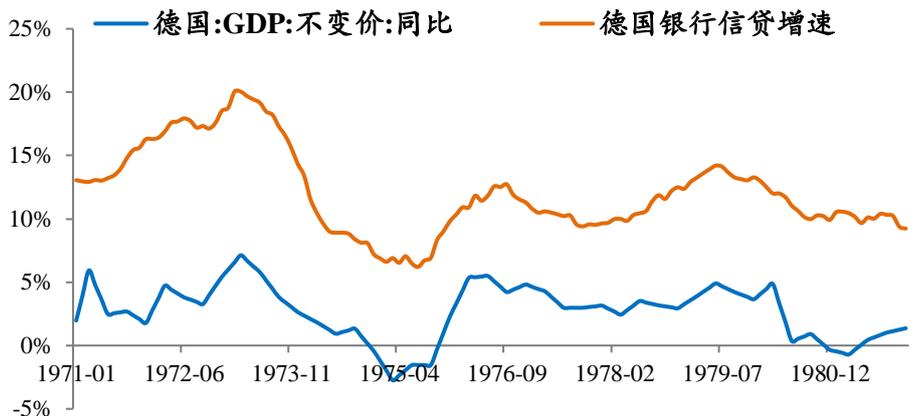
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：韩国：信贷与投资相关性较高



资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：德国：数量型调控时期信贷与经济相关性较高



资料来源：Wind，CEIC，恒大研究院

2.2 信贷渠道传导存在的问题

2.2.1 对实体经济影响：信贷结构性易恶化实体经济固有问题

以信贷渠道为主要货币政策传导渠道的机制，意味着货币政策的传导中枢在银行，也即银行的信贷投放偏好决定了实体企业融资可得性，而银行的信贷投放具有以下特性：

一是信息不对称。银行信贷投放的不对称性决定了贷款人相对于借款人处于劣势，为了降低信息不对称，借款人向银行提供抵押品或担保，

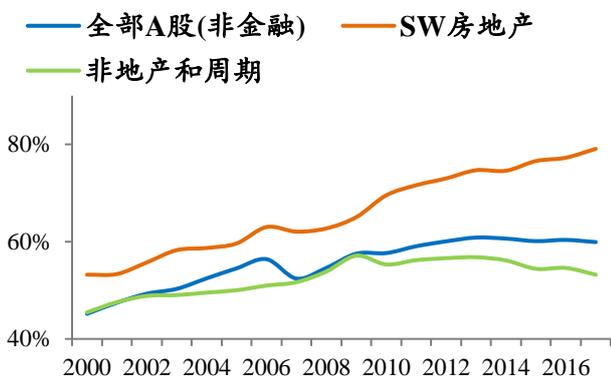
而房产和土地是最常见的抵押品，所以持有房地产以及土地，或者具有隐性担保的部门，是在贷款融资时最具有优势的部门。二是信贷投放有很强的负外部性，微观金融个体的经营决策仅基于个体利润最大化做出，而微观个体风险外溢，在金融监管及宏观审慎不健全的情况下，则会在使得信贷资源不断流入相关部门，造成杠杆率激增，滋生资产泡沫，为系统性风险埋下隐患。

我国国企和地方政府融资平台具有预算软约束背书，即使借款主体陷入财务困境仍可获得外部资源救助，而房地产行业具有房价背书，“房价永远会涨”的信仰使得房地产企业具有持续的借贷意愿。以我国上市公司资产负债率为例，2000年以来，我国房地产企业资产负债率由53%上升至79%，过剩产能行业及国企集中的行业杠杆率平均上升20个百分点，金融资源大量积聚。

韩国在60-80年代的高速追赶期，同样存在着经济结构性问题，大量政府隐性担保的存在导致企业盲目扩张，存在投资饥渴症，缺乏自律性，过度的政策保护和扶持导致了低效率和高负债，1998年末建筑及其他重化工业产品成为韩国商业银行授信占比靠前的行业。此外，由于企业做的越大越能得到政府各种支持，导致大企业与中小企业差距越拉越大，财阀资产负债率高企，大量财阀资产负债率位于300-500%区间（任泽平，2010）。

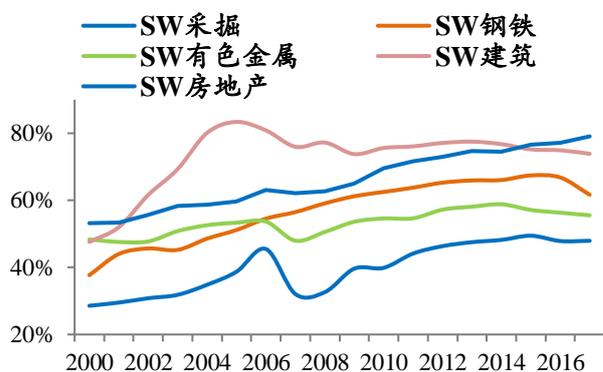
金融与实体经济是一个问题的两面，金融不会脱离实体经济而存在，信贷的结构性问题反映实体经济的问题，也会进一步恶化实体经济固有问题。

图表7：中国：房地产企业资产负债率快速上行



资料来源：Wind，恒大研究院

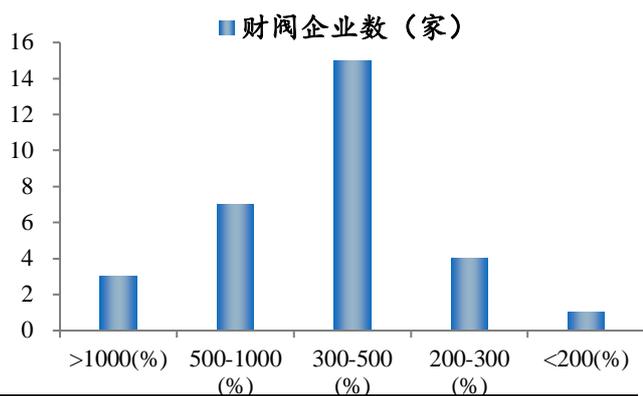
图表8：中国：政府隐性担保相关企业杠杆率提升



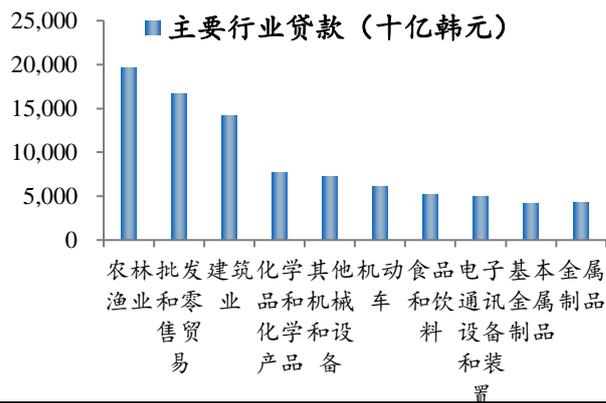
资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：韩国：财阀负债率高企

图表10：韩国：建筑及重化工业为主要授信对象



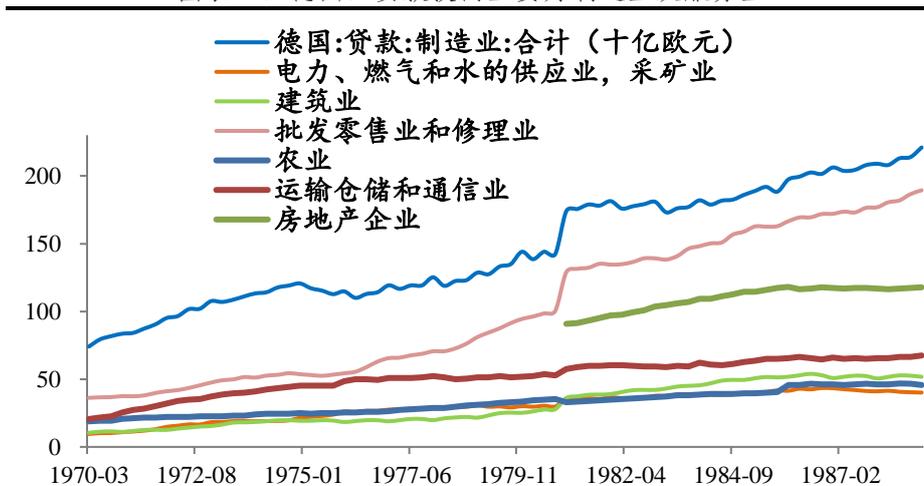
资料来源:《韩国报告书》, 恒大研究院



资料来源: CEIC, 恒大研究院

但信贷的结构性不必然带来经济结构的恶化。二战后到 20 世纪 80 年代, 德国同样主要以信贷渠道作为主要传导渠道。但政府所重视的支柱产业是高附加值和技术密集型的汽车制造、航空航天、机械仪器和化工医药等产业, 德国支柱性产业从 90 年代以前靠制造业, 到 90 年代以后靠“现代服务业+制造业”。全能银行制度建立起银企之间更加全面的合作关系, 减少信息不对称和道德风险, 贷款对于相关产业的支持也成为成就“德国制造”的重要助推力。

图表11: 德国: 贷款投向主要为制造业及服务



资料来源: Wind, 恒大研究院

2.2.2 对实体经济影响: 信贷渠道传导易引导资金进入低生产率部门, 拖累社会生产率

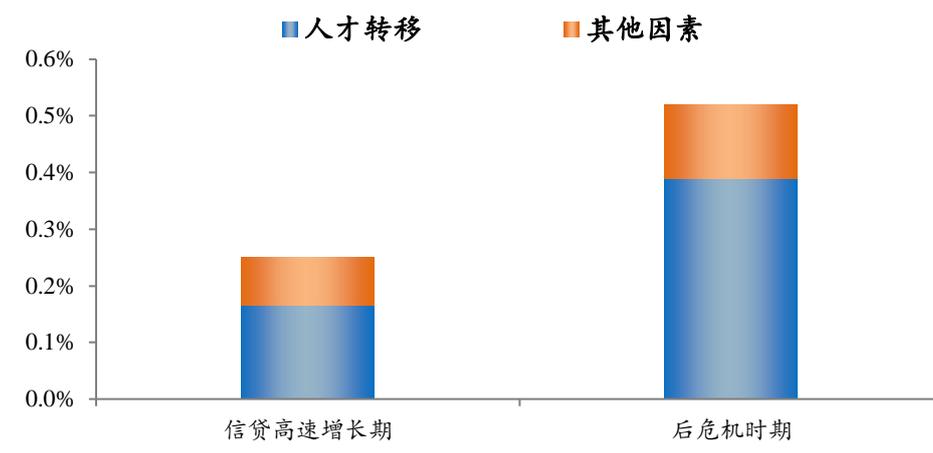
信贷投放的特征决定了不同行业具有不同的信贷可得性, 有抵押品优势的部门有利于率先获得资源, 而缺乏抵押品的部门信贷可得性受到挤压。奥地利学派认为这种信贷投放的不平衡会带来商品的相对价格变化, 影响收入分配和资源配置: 先得到信贷的部门和行业由于价格粘性短时间内还未发生变化, 相对而言占有更多资源。信贷投放的先后造成

了各行业之间发展不均衡，信贷的不断扩张使得产业结构和收入分配扭曲，累计的扭曲越大，最终的衰退就越剧烈。

Cecchetti 和 Kharroubi (2015) 曾在国际清算银行曾在工作论文《为什么金融部门增长会挤压实体经济增长？》中，通过推演金融与实体经济关系，得出两个主要结论，一是从总量看，金融部门的增长与全要素生产率为负相关，二是从负相关的原因来看，一方面是由于金融资源会不平衡地流向“多抵押物+低生产率”的部门，如房地产及建筑行业，另一方面是由于金融的外部性会导致人才向金融部门积聚，造成实体部门人才流失。通过计算 15 个 OECD 国家数据，进一步证实了这一结论，而最受这一机制影响的就是研发密集型行业，如制药、计算机、航天航空、通信设备等，也即多数经济体增长的引擎。

Borio 和 Kharroubi 等 (2015) 通过研究 21 个发达经济体在 1969-2009 年的数据，进一步发现私人部门信贷相对于 GDP 每上升 1 个百分点，在信贷高速增长期，对于生产率增长的负面影响每年约 0.25 个百分点，在后危机时期，这一负面影响超过 0.5 个百分点，从 10 年期角度来看，对于生产率的负面影响接近 4 个百分点。长期、大量的金融资源流入低生产率领域，整体社会生产率降低，经济结构及韧性受到深远影响，显著增加了经济复苏的难度。

图表12：信贷增长对于生产率增长的负面影响



资料来源：BIS，恒大研究院

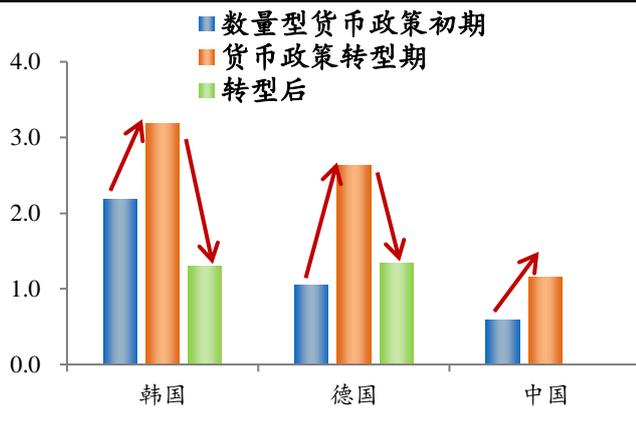
2.2.3 对利率渠道传导影响：信贷渠道传导难以控制货币需求，造成利率波动过大

在信贷渠道作为主要货币政策传导渠道初期，利率的波动相对来说较为平缓，而随着金融创新、技术发展、预期变化、货币深化以及资本项目开放等因素出现后，货币需求更加不稳定，而货币的供给和需求是一个动态平衡的过程，仅仅盯住货币供应量的数量型货币政策，无法匹配需求波动，会进一步认为造成市场利率大幅波动，企业及居民部门难以预测投资收益及成本，从而抑制投资及消费，同时影响实体经济融资成本。

韩国及德国案例显示，在数量型货币政策使用初期，以标准差计算的市场利率波动均较为平稳，随着金融深化推进，货币需求稳定性降低，市场利率波动明显加大。而转型为价格型货币政策调控框架后，市场利率波动明显降低。

而我国以 2006 年为界，前期 R007 变化整体平缓，而 2006 年以来，金融创新、投资者偏好变化、资本项目开放造成我国货币需求越来越不稳定，盯住货币供应量的政策目标与稳定市场利率越来越难以兼容，市场利率波动率接近翻倍。2019 年以来，DR007 波动率较前期翻倍，体现当前在盯住数量型的货币政策框架下，货币需求波动更加剧烈，影响实体经济正常融资需求，尤其是债券市场融资利率出现反复。

图表13：市场利率波动情况变化



资料来源：Wind，恒大研究院

图表14：2019 年以来我国政策利率波动率加大



资料来源：Wind，恒大研究院

2.2.4 对资产价格渠道传导影响：加大房地产价格泡沫化风险

当前学界普遍认为，信贷传导的广义信贷渠道与资产价格渠道存在着较为紧密的相互作用，即“金融加速器效应”。Hayek 早在 1930 年即提出货币经济周期理论，认为信贷过度扩张，将导致过多信贷资金集中于周期长和资金密集的资产投资项目，造成过度投资，进而在金融市场上催生资产价格泡沫。Bernanke and Blinder (1998) 提出“金融加速器”理论，由于资产负债表渠道存在自强化、顺周期特征，货币政策的传导会通过资产负债表渠道放大，且主要通过信贷市场实现。Giovanni (2009) 提出，资产价格快速上涨本身并不会对经济产生过大影响，但当资产价格的暴涨由信贷传导，且银行广泛参与，由于泡沫破灭时借款人和银行的资产负债表状况急剧恶化，信用冻结，则泡沫破灭会对经济活动造成严重影响。总结来看，国外相关研究从两个层面强调了信贷渠道向资产价格传导存在的问题，一是信贷暴涨极易通过广义信贷渠道（资产价格渠道）造成资产价格快速上升，二是由信贷引起的资产价格泡沫一旦破灭，将会更严重地冲击消费、投资和实体经济运行。

在房价方面，货币政策通过信贷渠道传导极易与房地产价格相互强化。由于信贷渠道传导需要抵押物的固有特性，信贷增长不可避免刺激房地产价格上行，抬升金融周期，同时房地产价格上涨也会进一步刺激信贷增长，两者之间存在明显双向因果关系。这一现象在主要国家及经



济体数据中均可得到验证。以韩国与德国为例，两者房价增速与信贷增速相关性均超过 0.5。

图表15：韩国房价与信贷增速高度相关



资料来源：BIS，恒大研究院

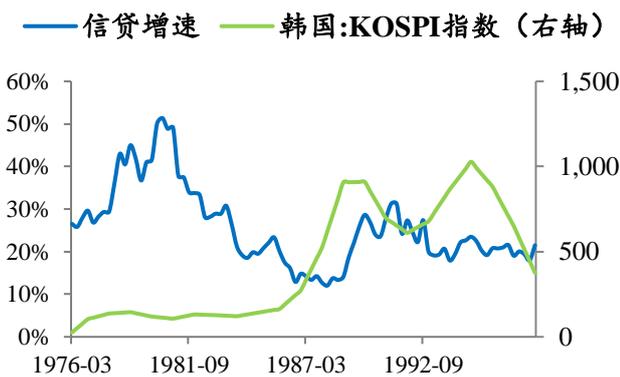
图表16：德国房价与信贷增速高度相关



资料来源：BIS，恒大研究院

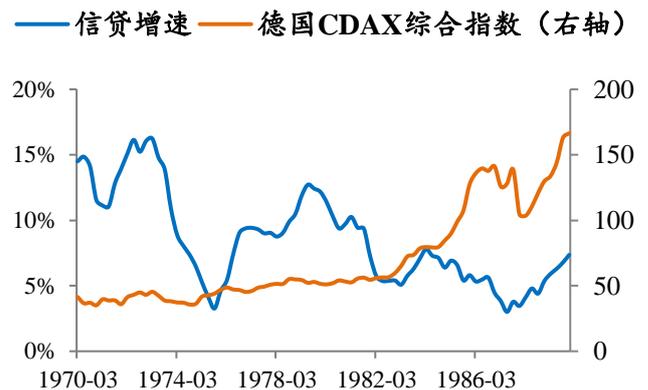
而在股价方面，信贷渠道对于股票市场价格的影响相对来说较弱，且在我国对资金面影响大于基本面。以韩国及德国为例，在货币政策操作框架由数量型转为价格型之前，资本市场整体表现较为平淡，信贷与股价走势相关度不高。王晓明（2010）曾对我国 1998 年 1 月-2009 年 6 月区间数据进行分析发现，银行信贷对房地产价格影响更大，但是银行信贷与股票价格因果关系不显著。此外，信贷增长对于股票价格的影响，资金面先于基本面，以我国 2009 至 2010 年信贷高速增长期为例，信贷增长后首先刺激估值提升，时滞约为 1 个季度，其次才有效刺激上市企业净利润增速提升，时滞达 3 个季度，信贷传导渠道对于资金面的影响易造成高估值泡沫以及剧烈的资产价格波动。

图表17：韩国：信贷增速与股票市场相关度不高



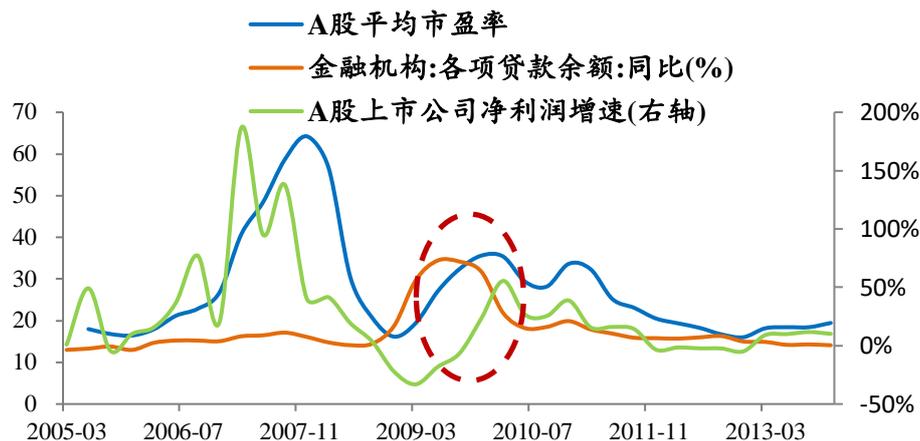
资料来源：Wind，CEIC，恒大研究院

图表18：德国：信贷增速与股票市场相关度不高



资料来源：Wind，CEIC，恒大研究院

图表19：信贷增长在我国首先刺激资金面带来估值提升



资料来源: Wind, 恒大研究院

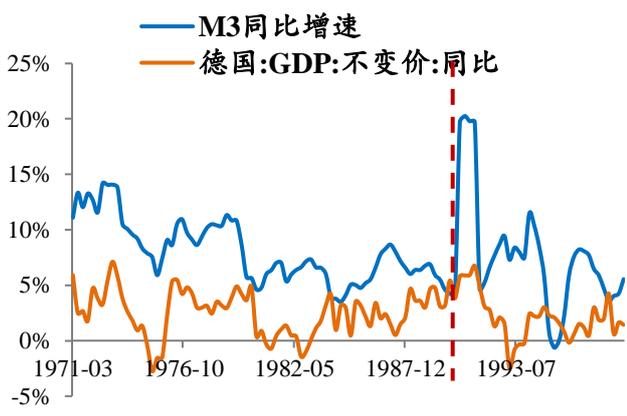
2.2.5 有效性: 数量型政策中介目标有效性减弱

随着经济发展、金融创新以及金融脱媒的发展, 货币政策信贷传导渠道的重要性明显下降 (Bernanke and Gertler, 1995), 数量型中介目标面临失效的困境。

德国在 20 世纪 80 年代后, 数量型中介目标与最终目标之间相关性不断弱化, 于 1988 年起将中介目标扩展为 M3, 然而依然难以抵抗单一数量型货币政策失效的困境, 于是在 90 年代后, 开始采用泰勒规则作为实际利率的决策依据, 建立数量与价格兼顾的货币政策调控框架。

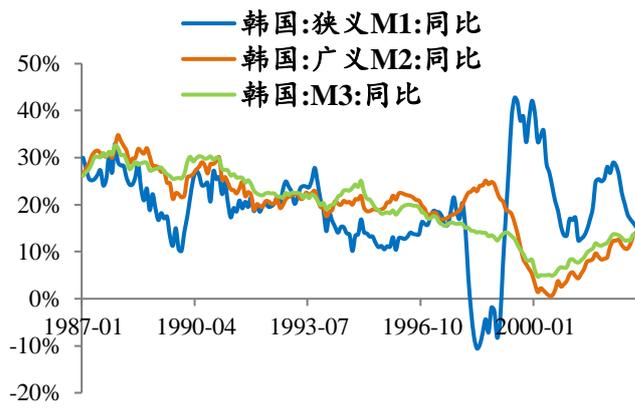
韩国在建国初期至 20 世纪 90 年代期间, 由于数量型中介目标稳定性下降, 不断扩大中介目标范围, 从一开始的 M1, 逐步扩大至 M2、MCT (包含 M2、大额存单和货币市场基金)、以及 M3。随着利率市场化不断推进, 1997 年韩国逐步取消所有存款利率管制, 货币政策目标过渡至隔夜回购利率, 1999 年正式将货币政策调控框架由数量型转变为价格型。

图表20: 德国: M3 与经济增速在 90 年代之后割裂



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表21: 韩国各数量型中介目标波动均快速加大



资料来源: Wind, 恒大研究院

而我国当前同样面临数量型中介目标失效的困境，货币需求更加不稳定，M2 和实体经济产出关系逐步弱化。随着我国金融市场创新和金融脱媒快速发展，传统货币统计越来越难以囊括不同金融产品带来的货币派生，易纲（2018）指出，当前货币数量的可测性、可控性及与实体经济的相关性明显下降，传导数量为主的货币调控已难以适应当前货币政策的需要。2018 年，我国不再公布具体货币数量目标，但 2019 年面对经济稳增长压力，而当前我国利率传导机制仍有待疏通，政府工作报告再次提出货币数量增长目标，要求广义货币和社会融资规模要与国内生产总值名义增速相匹配。

2.3 信贷渠道的传导：弊大于利

综合来看，货币政策的信贷渠道在发展中经济体发展初期大都起到较大的积极作用，能够有效引导金融资源流入实体经济重要部门，政策效果直接明显，促进经济增长，保持通货膨胀大体稳定，为实体经济快速发展创造一个良好的金融环境。

然而随着经济发展以及金融结构深化，信贷渠道的弊端开始显现：一方面由于信贷渠道对实体经济的传导机制直接，且效果立竿见影，货币当局迫于经济增长的压力，信贷渠道常常会被货币当局用来实施刺激性的货币政策，从而形成大水漫灌，恶化固有的经济结构问题，催生资产价格泡沫；另一方面，数量型货币政策的中介目标和实体经济运行相关性不断下降，难以承担有效的调控职责。具体来看：

（1）对实体经济的传导：恶化经济结构，拖累社会生产率。首先，由于信贷渠道的传导需经过银行中介，银行信贷投放的结构性的不可避免影响货币政策传导效果，而银行信贷投放一方面存在信息不对称问题，具有房地产及土地资源作为抵押物的部门在信贷渠道的传导过程中形成先发优势，另一方面存在负外部性，微观主体基于利益最大化的选择将最终造成相关部门金融资源过剩，此时货币政策加大力度只会进一步恶化问题。其次，有研究表明由于信贷的结构性问题，金融资源、人才资源等均会向相关领域倾斜，造成研发密集型但抵押物较少的行业生产率受到拖累，经济结构及韧性受到深远影响，实体经济转型升级难度加大。

（2）对利率渠道传导：难以控制货币需求，造成利率波动加剧。信贷渠道传导虽然可以通过提升市场流动性降低利率，但利率的波动是供需两方面的均衡结果，单一控制供给的数量型调控难以匹配日益波动的货币需求，使得利率波动率进一步加大，抑制实体经济投资及消费需求。

（3）对资产价格渠道传导：加大房地产价格泡沫化风险。由于广义信贷渠道与资产价格渠道的相互强化作用，易形成倍数效应，尤其易滋生房地产价格泡沫，而对于股票市场价格影响较弱。而由信贷激增带来的房价泡沫一旦破裂，借款人、银行资产负债表急剧恶化，信用冻结，将更严重的冲击消费、投资和实体经济运行。

（4）中介目标的有效性方面：逐步减弱，难以对实体经济形成有效调控。随着金融创新和金融自由化发展，数量型货币政策的中介目标可测性、可控性和实体经济相关性均面临下降的问题，从国际经验来看，即便短期扩大中介目标范围，长期来看均将继续面临失效风险。

3 利率渠道的传导：利大于弊

从国际经验来看，当今世界所有发达国家和大部分中等收入国家在上世纪 80-90 年代均逐步完成了从数量型货币政策向价格型货币政策的转型，意味着实体经济主要货币政策传导渠道从信贷渠道转向利率渠道。信贷渠道传导的弊端固然显著，利率渠道能够一定程度增强市场化资源配置，弥补前者不足，然而利率渠道的传导是万能的吗？我们在这部分选取三个典型的以利率渠道作为主要传导渠道的国家，分别为美国、加拿大以及澳大利亚，总结利率传导渠道的优势以及不足。

美联储自 1913 年成立后，即构建了价格型货币政策调控框架。然而 20 世纪 70 年代出现的“滞胀”问题，一度使得货币主义理论占据上风，美联储货币政策中介目标由利率转向 M1 及 M2 增长率。进入 90 年代，随着货币需求函数稳定性下降，美联储再度转向价格型调控框架，通过公开市场操作引导货币市场利率围绕联邦基金利率波动。

加拿大在 20 世纪 50-80 年代主要以数量型货币政策为主，中介目标由信用总量逐步转化为信用调节、M1 及 M2，在 1975 年开始的“货币渐进主义”进程中，虽然对数量型中介目标的调控效果良好，然而仍难以调控实体经济变量。20 世纪 80 年代，货币政策框架逐步转型，形成以隔夜回购利率为主的价格型调控机制。

澳大利亚在 20 世纪 60-70 年代，实施全面的金融监管，包括采用固定利率、信贷总量监管等方式，调节商业周期。然而随着金融体系扭曲加重，市场化改革呼声渐起，20 世纪 80 年代以来，澳大利亚逐步调控货币政策框架，形成以银行间隔夜货币市场利率为主的货币政策调控框架。

图表22：价格型货币政策实施情况

经济体	价格型货币政策 实施时间	实施背景	中介目标
美国	1993 年至今	货币需求函数稳定性下降	联邦基金利率
加拿大	20 世纪 80 年代至今	数量型中介目标难以调控实体经济	隔夜回购利率
澳大利亚	20 世纪 80 年代至今	金融体系扭曲，市场化改革需求迫切	银行间隔夜货币市场利率

资料来源：恒大研究院

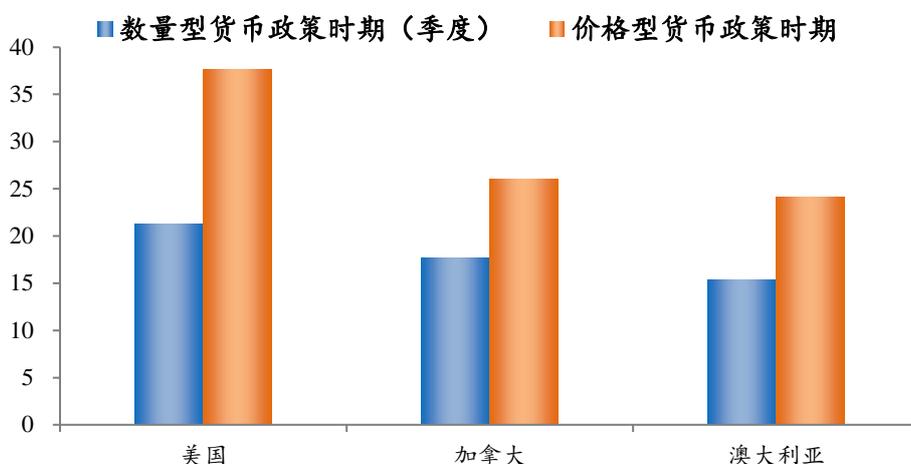
3.1 利率渠道的优势

3.1.1 对实体经济影响：内外需兼具，延长经济复苏时间

我们将美国、加拿大、澳大利亚三个国家的货币政策分为数量型时期及价格型时期，以 GDP 当季同比增速为主要指标，分别计算期间内每一次经济衰退后复苏持续的时间。在不考虑经济结构、基本面以及经济自身弹性的情况下，我们发现对单个国家而言，当货币政策框架从数量

型转为价格型后，经济衰退后复苏的时间均显著长于数量型货币政策时期。

图表23：价格型货币政策时期，经济复苏持续时间更长



资料来源：Wind，恒大研究院

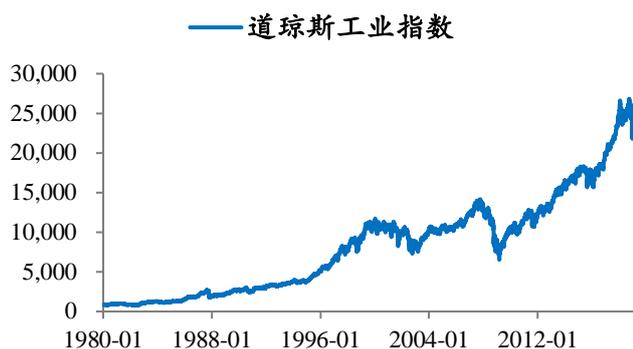
究其原因，我们认为首先，相对于信贷渠道传导，货币政策的利率传导渠道与其他渠道的联动效应更为明显，能够兼顾修复内需及外需，促进经济增长。内需方面，降低的利率能够有效降低实体经济真实利率水平，与信贷渠道及资产价格渠道产生联动效应，促进消费及投资增长。外需方面，利率渠道传导能够有效实现与汇率渠道的联动，通过汇率贬值刺激出口提升，从国际经验来看，汇率渠道一般不作为主要货币政策传导渠道，但能一定程度改善贸易状况，提升经济回升动力。

其次，利率渠道传导有助于提高资源的市场化配置，使得经济体中的各个产业和公司能够获得更多低利率的融资。相对于信贷渠道存在结构性，有抵押品的相关行业更易获得先发优势，而难以得到信贷的部门受到挤压，利率渠道对于实体经济融资成本的降低有着普惠型效果，更有助于经济的复苏。

3.1.2 对资产价格渠道传导影响：更加利好股票市场，促进估值及基本面双重提升

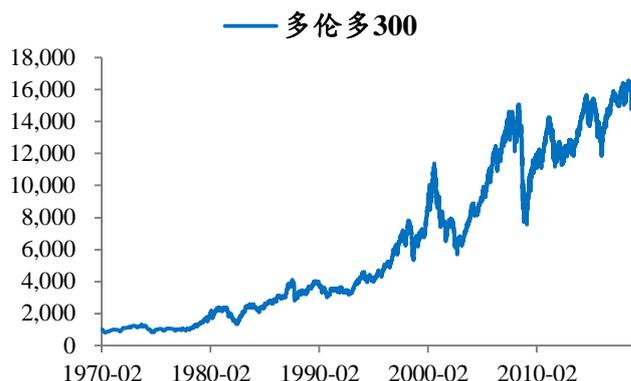
相比于信贷渠道传导容易引发房地产资产价格泡沫，货币政策的利率传导渠道对于股市更加有利。美加澳在 80-90 年代完成货币政策框架转型后，股票市场均迎来了长牛，道琼斯工业指数、多伦多 300 以及国际货币基金组织计算的澳洲股票指数在 80 年代以来涨幅分别达到了 2521%、820%及 930%。信贷渠道由于和房地产价格的紧密相连，易产生相互强化的倍数效应，而利率渠道对于股市而言，一方面基于未来收入的折现，低利率有利于抬高估值，另一方面，较低的利率能够有效降低企业各项融资成本，提高投资意愿，有利于提升盈利。在估值面以及基本面的双重刺激下，股票市场迎来双重利好，形成长牛走势。

图表24：道琼斯工业指数 80 年代以来涨幅显著



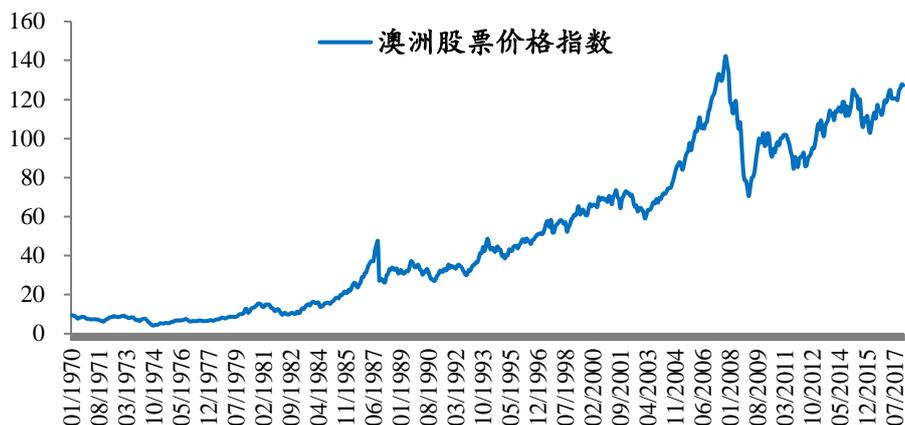
资料来源：Wind，恒大研究院

图表25：多伦多 300 指数 80 年代以来涨幅 820%



资料来源：Wind，恒大研究院

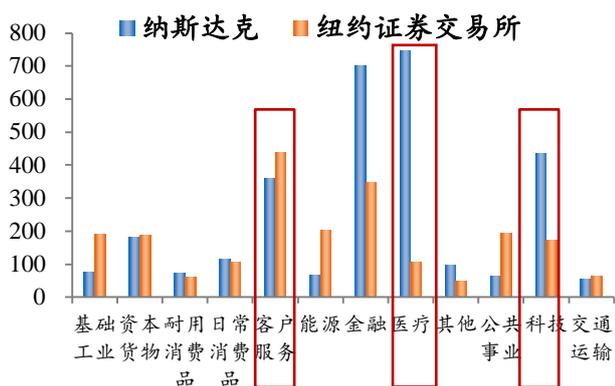
图表26：澳洲股票价格指数 80 年代以来涨幅达 930%



资料来源：Wind，恒大研究院

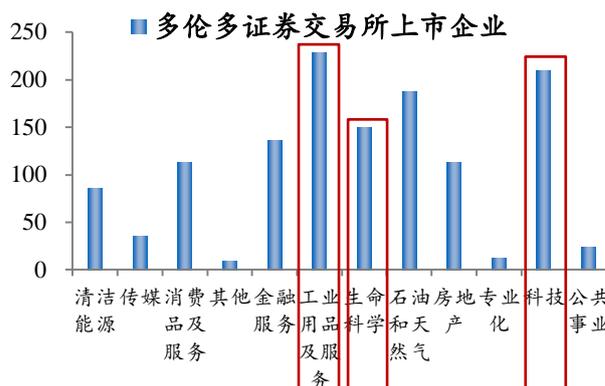
其次，资本市场的快速发展对于实体经济转型升级也能起到积极作用。纳斯达克上市企业中，除金融行业外，医疗、科技等领域上市企业显著高于其他行业，多伦多证券交易所上市企业中，除采矿业外，工业用品、科技、生命科学等领域上市公司也占据主导地位。股票市场较高的风险偏好为难以获得银行信贷、抵押品缺乏、甚至暂无盈利的新兴行业提供了有效的金融资源支持，有助于推动经济结构转型升级，形成新的增长引擎。

图表27：纳斯达克上市企业以科技、医疗为主



资料来源：Wind，恒大研究院

图表28：加拿大股票市场新兴产业较多

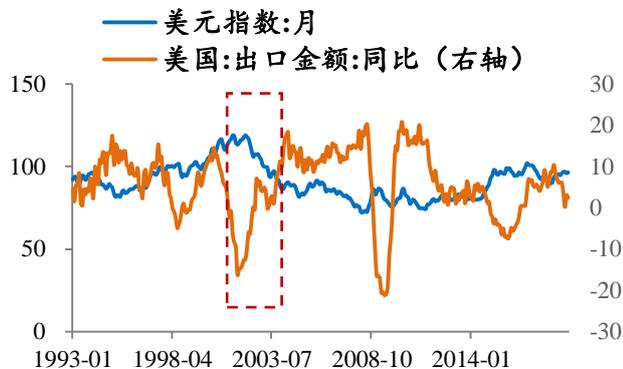


资料来源：Wind，恒大研究院

3.1.3 对汇率渠道传导影响：短期刺激外需，提升经济回升动力

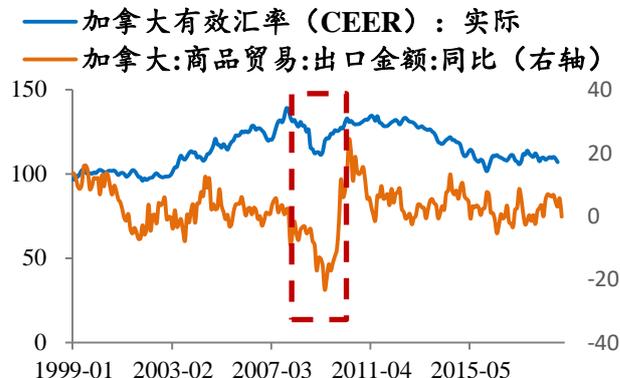
与信贷渠道传导相比，利率渠道对于汇率渠道的联动效应也较为明显。从美加澳三国情况来看，降低的利率带动本币贬值，从而刺激出口提升。然而汇率渠道的联动效应受多种因素影响，贸易争端、本国经济结构、出口占比等因素均会影响汇率渠道传导效果，此外以邻为壑的竞争性贬值虽短期可以刺激外需提升，但极易引发贸易保护主义，危害全球经济平衡，且难以解决自身经济内需不足等根本问题。

图表29：美国：利率贬值一定程度刺激出口提升



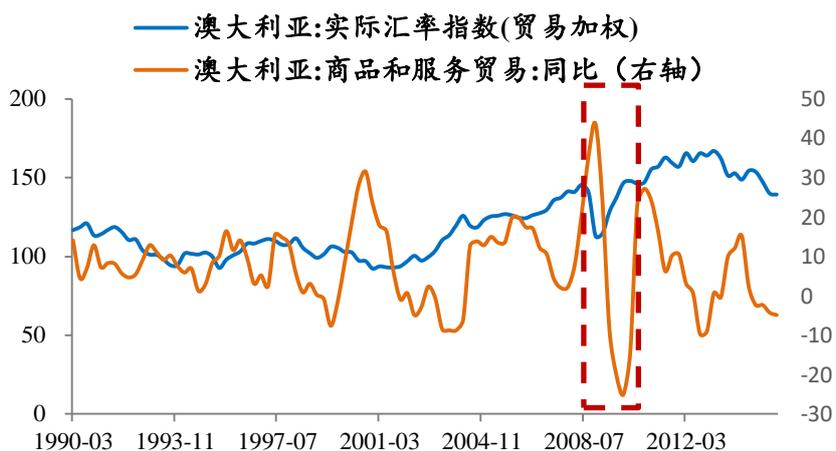
资料来源：Wind，恒大研究院

图表30：加拿大：利率贬值刺激出口提升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表31：澳大利亚：汇率贬值刺激出口提升

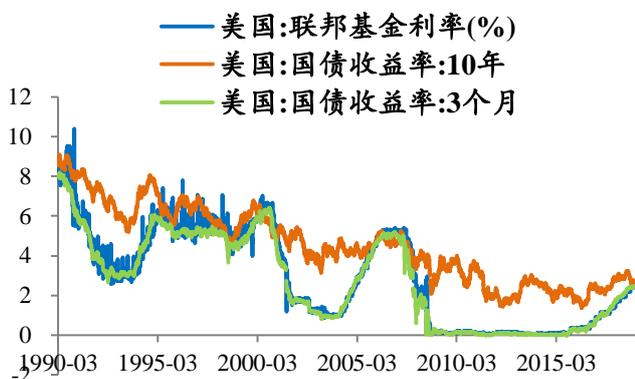


资料来源：Wind, 恒大研究院

3.1.4 有效性：中介指标可测性、可控性及相关性均较好，有效调控实体利率

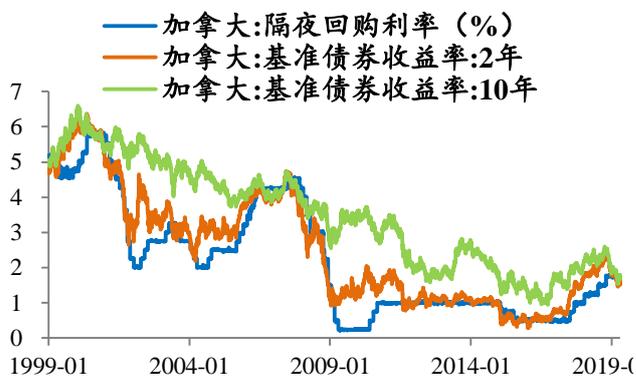
从可测性及可控性来看，在利率渠道传导通畅的情况下，市场化形成的利率可以随时观测，评估货币政策实施效果，而信贷渠道信号频率较低，对于调控的及时性较弱。从相关性来看，在美加澳三国国家价格型货币政策传导中，利率作为中介目标能够有效传导至短期及中长期利率，政策目标利率对于短期利率的传导相关性均高于 0.9，对于长期利率传导相关性高于 0.8，有效降低实体经济融资成本。

图表32：美国政策目标利率与市场利率



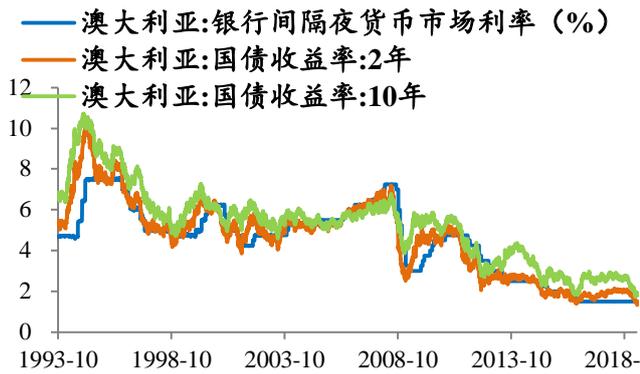
资料来源：Wind, 恒大研究院

图表33：加拿大政策目标利率与市场利率



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表34：澳大利亚政策目标利率与市场利率



资料来源：Wind，恒大研究院

图表35：政策目标利率与市场利率相关度高

经济体	政策目标利率与短期利率相关性	与长期利率相关性
美国	0.99	0.86
加拿大	0.95	0.82
澳大利亚	0.92	0.85

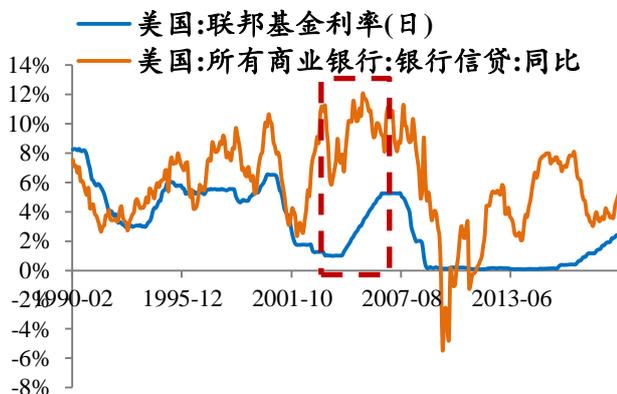
资料来源：Wind，恒大研究院

3.2 利率渠道的局限

利率渠道能够有效弥补信贷渠道传导中金融资源的分配不均，刺激股票市场繁荣和新兴产业发展，然而2008年的全球金融危机对于利率调控框架形成了巨大冲击，以利率为主要传导渠道的货币政策框架难以管控金融风险、资产价格，物价稳定并不意味着金融稳定，利率稳定也不意味着信贷稳定。从数量型及价格型货币政策的本质来看，前者直接调控实体经济信贷可得性，后者通过复杂的金融市场传导，以市场化的方式调节实体经济信贷供给及需求，然而相对于信贷渠道对于数量有较强的调控能力，利率渠道传导最为显著的问题即是难以有效管控信贷。

经济过热时，利率渠道传导难以管控信用投放。利率向信贷渠道的传导的原理在于降低金融机构负债成本，提升金融机构信贷投放意愿，此外提升的资产价格提高企业及居民部门抵押品价值，刺激信贷需求。然而过低的利率水平容易刺激信贷过度扩张，进而造成过度投资以及资产价格暴涨。而当采用加息等利率调控的手段时，资产价格收益率远高于利率水平，难以逆转信贷持续高增的现状。持续的加息所产生的滞后效应巨大，实体经济融资成本提升，产出下降，进而引发估值高启，造成资产价格泡沫破裂以及经济萧条。

图表36：美国：利率抬升短期无法逆转信贷高增



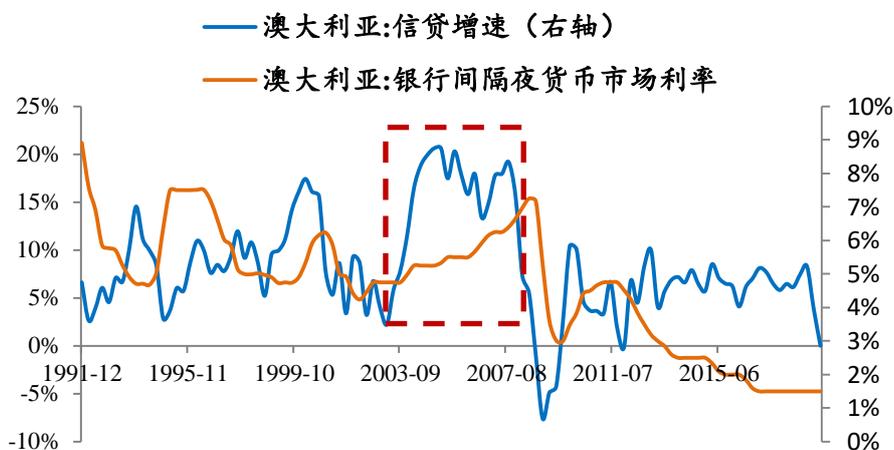
图表37：加拿大：提高利率对于信贷增速影响有限



资料来源: Wind, 恒大研究院

资料来源: Wind, 恒大研究院

图表38: 澳大利亚: 提高利率短期难以影响信贷投放



资料来源: Wind, 恒大研究院

经济萧条时，利率渠道难以修复信用投放。当连续加息的滞后效应显现，经济陷入萧条，资产价格泡沫破裂，金融机构及实体经济资产负债表受到显著冲击，信贷供给及需求均显著萎缩，金融市场功能瘫痪。然而此时利率渠道面临零利率下限，难以进一步修复实体经济资产负债表，单一的降息工具难以促进实体经济融资需求回升，主要国家及经济体均陆续转向量化宽松等数量型工具，向金融市场注入流动性，修复金融机构资产负债表，化解不良债权。

2008年金融危机后，多数国家的案例均验证，利率作为单一的货币政策操作框架略显粗糙，难以有效调控实体经济信贷供给及需求，同样易形成信贷渠道传导的负面影响。

3.3 利率渠道有效性：利大于弊

对比两大类货币政策传导渠道，信贷渠道整体来看弊大于利，一方面追赶型经济体的意义重大，但另一方面其结构性易恶化实体经济固有问题，拖累社会生产率，除信贷渠道自身的传导较为通畅外，对利率渠道的传导易造成利率波动过大，在资产价格方面易形成房地产泡沫，且数量型中介目标面临着可测性、可控性以及相关性均不断下降的压力。而利率渠道整体来看利大于弊，传导机制更为市场化且更加灵活，能够有效改善数量型传导所带来的负面影响，具体来说：

(1) 对实体经济传导：从实践经验来看，多个国家的数据显示，利率渠道的传导有助于延长经济复苏时间。一方面由于利率渠道传导促进资源市场化配置，具有普惠性质，更加有利于支持新兴产业增长，缓解货币政策传导的结构性问题，适合转轨经济体从高速增长转向高质量发

展的诉求。另一方面利率渠道的联动效应更加明显，兼顾内需及外需，促进经济增长动力。

(2) 对资产价格渠道传导：与信贷渠道相比，利率渠道更有利于股票市场发展，通过降低利率，一是在估值层面提升未来现金流的折现价值，二是在基本面降低企业融资成本，提升企业盈利。而快速发展的股票市场更符合新兴产业融资需求，有助于推动经济结构转型升级，形成新的增长引擎。

(3) 对汇率渠道传导：短期的低利率带动本币贬值，从而刺激出口提升，提升经济恢复动力。

(4) 中介目标有效性方面：价格型中介指标的可测性、可控性以及与实体经济相关性均较高，有利于直接降低实体经济融资成本。

然而利率渠道同时也存在明显的局限性。2008 年的全球金融危机对于利率调控框架形成了巨大冲击，以利率为主要传导渠道的货币政策框架难以管控金融风险。在经济过热时，利率渠道的传导难以管控信用投放，连续加息的滞后效应又易戳破资产泡沫，使得经济陷入萧条，而在经济萧条时，单一的利率调控又难以修复信用，造成经济恢复迟滞。

图表39：信贷渠道及利率渠道的传导对比

	信贷渠道	利率渠道
对实体经济传导	优势： 支持粗放型增长，适宜发展中经济体 劣势： 恶化实体经济固有问题，拖累社会生产率	优势： 1. 支持高质量增长，适合转轨经济体 2. 延长经济复苏时间
中介目标有效性	劣势： 中介目标逐步失效，难以调控经济变量	优势： 中介目标有效性强
对信贷渠道传导	优势： 直接调控信贷可得性	劣势： 难以管控及修复信贷
对利率渠道传导	劣势： 造成利率波动过大	优势： 普惠性降低实体经济融资成本
对资产价格渠道传导	劣势： 易形成资产价格泡沫，尤其是房地产价格泡沫	优势： 有助于股票市场发展及估值提升
对汇率渠道传导		优势： 有助于促进出口，提升经济回升动力

资料来源：恒大研究院

从主要经济体货币政策传导对比来看，无论是信贷渠道为主还是利率渠道为主均存在不足，随着经济金融发展进入不同阶段，也难以用一种货币政策操作框架解决经济金融面临的所有问题。当下我国货币政策数量型调控效率降低，但利率市场化进程仍有待推进，未来适合怎么样的货币政策传导机制？

4 未来我国应当采取何种货币政策调控框架？

4.1 我国货币政策框架转型的努力

自改革开放以来，随着经济发展阶段的演进，我国的货币政策调控框架不断转型，先后经历了直接信贷管控、间接型数量调控的货币政策时期，并不断推进利率市场化改革，配合实体经济融资需求。

具体来看在数量型货币政策方面：1) 1998 年央行通过重启公开市场业务，正式从过去直接管控信贷规模转向间接型的数量型货币政策；2) 2001 年 11 月中国加入世贸组织，对外出口金额不断增加，贸易顺差带来了经常性账户长期顺差，出现流动性过剩的局面，央行以发行央票及上调存款准备金率对冲流动性，管理信贷扩张，取得良好效果；3) 2008 年金融危机爆发，国际收支格局逐渐发生变化，新增外汇占款规模快速下滑，央行创设 SLO、SLF、MLF、PSL、TMLF 等货币政策工具，并通过再贷款、再贴现、窗口指导等方式优化信贷投放结构和节奏；4) 在数量型货币政策的传导进程中，我国房地产行业、地方政府融资平台等预算软约束部门由于对价格不敏感，需求弹性低，大量金融资源集聚，造成了数量型货币政策的传导阻滞。为此央行启用结构性货币政策，将资金定向引导至民营、小微等部门，一定程度缓解“融资难、融资贵”等问题。

在价格型货币政策方面，我国积极推进利率市场化进程：1) 于 2000 年基本实现金融市场利率市场化，2007 年正式引入 Shibor 作为货币市场基准利率体系；2) 2012 年以来，利率市场化进程明显加快，于 2012 年 6 月首次允许存款利率上浮，2013 年 7 月基本取消贷款利率管制，最终于 2015 年 10 月放开了存款利率浮动限制；3) 在企业债、金融债、商业票据方面及货币市场交易中心全部实行市场定价，对价格不设任何限制。随着各类票据、公司债的发展，很多资质较好的企业融资已完全不受贷款利率的限制（周小川，2010）；4) 为降低货币政策转轨期间可能造成的利率中枢上移，央行积极推进完善利率走廊机制，健全政策利率体系，当前已形成以常备借贷便利为上限，超额存款准备金利率为下限的利率走廊，以公开市场操作利率调控短期利率，MLF 调控中期利率，此外尝试以 TMLF 调控长期利率，逐步打通利率从短期向中长期的传导。

4.2 货币政策框架转型的阻碍

当前我国经济从高速增长向高质量增长转型，数量型货币政策的可测性、可控性以及相关性均不断下降，货币政策调控转型压力提升，尤其国际金融危机以来，信道传导渠道效率日益下降（见《宽货币传导到宽信用：三部曲之理论篇》）。货币政策传导机制一定程度滞后于经济发展需要，造成部分新经济等领域融资困难。

从主要国家经济体货币政策框架转型的进程来看，从数量型向价格型转型的动力和条件有三方面：一是数量型货币政策中介目标的可测性、可控性下降，表现为金融创新以及金融技术的发展，使得货币数量中介目标范围日渐模糊，二是数量型中介目标与实体经济的相关性明显下降，难以调节实体经济达到预期目标，三是利率渠道传导机制疏通，利率能够有效传导至短期及中长期市场利率，降低实体经济融资成本。从当前我国实际情况来看，前两条动力已经具备，然而利率渠道传导机制通畅这一条件仍有待成熟。

首先，当前我国金融市场依然存在一定摩擦和障碍，需要政策利率体系加以克服。徐忠（2018）指出，当前我国在金融市场制度保障方面，监管制度体系不健全；在金融产品市场方面发展深度仍然相对不足，真正市场化的具有充分价格发现和风险分散功能的金融产品（特别是衍生品）不够丰富。在此背景下，当前我国短、中、长期利率分别对应不同的调控工具，各利率之间的传导关系并不完善，短期利率向长期利率的传导渠道也仍存在障碍。以 R007 计算的向国债利率的传导相关性来看，对长期利率的传导效率依然偏低。

图表40：短期市场利率向长期利率传导效率依然偏低

2008. 9. 25- 2018. 4. 24	国债 6M	国债 1Y	国债 2Y	国债 3Y	国债 5Y	国债 10Y
R007	0.77	0.76	0.73	0.68	0.61	0.47

资料来源：Wind，恒大研究院

其次，当前我国银行间市场、债券市场、贷款以及非标市场间的利率传导存在割裂。政策利率除对银行间市场传导效率较高以外，对交易所市场、贷款以及非标的传导效率依次递减。究其原因，首先，交易所市场与银行间市场存在人为分裂，由于两者监管及准入门槛均有所不同，资金风险偏好在交易所市场高于银行间市场，使得在实际操作中，交易所市场利率水平及波动率均显著高于银行间市场，对于利率传导效率形成磨损。此外，我国债券市场还存在着流动性不足、金融衍生产品较少等问题，弱化传导效率。其次，存贷款市场的基准利率以及存款刚性使得银行负债端对于市场利率变化反应并不明显，进而难以引发银行负债端成本向资产端利率的传导。最后，非标作为因监管套利而起、因监管加强而落的融资方式，利率除了反应市场资金供求关系外，更加受到监管形势影响，利率与货币政策导向有所割裂。当前非标仍作为实体经济融资重要的补充方式，利率传导机制打通仍面临巨大障碍。

图表41：利率传导效率

2016-2018	银行间市场	交易所市场	贷款	非标
R007	0.60	0.47	0.32	-0.07
DR007	0.76	0.66	0.50	0.07

资料来源：Wind，恒大研究院

最后，我国实体经济存在的预算软约束问题是利率传导机制疏通的重要障碍。从金融需求来看，房地产部门存在房价上涨的预期，国企及地方政府融资平台存在预算软约束，对利率变化不敏感，且存在着过度融资需求。从金融供给来看，银行作为经营风险的机构，对房地产及地方政府融资平台存在着天然偏好，利率定价难以反映真实的信用溢价。因此利率降低有可能进一步刺激相关部门融资需求，而利率升高对于调控需求的边际效应有限，造成民营、小微企业在两种情况下均难以获得充分的融资支持。

总的来看，我国利率传导机制的疏通从政策操作层面，到金融市场层面以及实体经济层面仍存在明显的阻碍。因此如何进一步加强金融市场的深度与广度，促进金融体制改革，理清财政与货币政策的关系，隔离政府与企业信用，弱化预算软约束预期，仍是接下来的改革中的重点和难点。

然而在积极疏通利率传导渠道的同时，也要兼顾发展和金融稳定的需要。首先，我国仍属于发展中经济体，拉动经济增长依然较为依赖投资，金融市场的深度广度仍有待加强，金融监管体制仍不健全，利率渠道难以短期实现完全疏通，仍不能立刻放弃数量型调控工具，信贷渠道在货币政策传导机制中依然占有重要的地位。其次，当前我国经济仍存在明显的结构性问题，僵尸企业、地方政府隐性债务挤占大量资源，而利率传导相对于信贷传导，更加偏向总量性调控，无法调节结构性问题。最后，当前我国金融开放步伐明显加快，从日本和韩国的国际经验来看，需协调好资本账户开放、汇率制度改革以及利率市场化推进的节奏，避免部分领域开放过快而配套机制没有跟上，影响金融稳定，加重经济结构扭曲。

4.3 未来的努力方向

未来的货币政策调控框架将会如何演变？德国的经验给了我们一个较好的借鉴。

德国在二战后从数量型货币政策框架不断转型，建立起数量型与价格型并重的货币政策调控框架，取得了显著的调控成果。1950-2018年，德国CPI年均增速仅2.6%，即使是在全球陷入滞胀的70年代，德国的年均CPI增速也仅有5%，在全球主要发达经济体中，通胀控制能力突出。在稳健的货币政策和温和的通胀水平背景下，德国房价基本保持长期稳定，1975-2018年，德国名义房价指数仅上涨1.5倍、年均增速只有1.0%，同期，英国、美国分别上涨22.2和8.1倍，年均增速分别高达7.5%和5.0%。细究德国货币政策的成功经验，我们认为有如下几个方面值得我们借鉴。

一是央行保持高度独立性，严格自律不超发货币。根据《德意志联邦银行法》，联邦银行在行使法律赋予的职权时不受联邦政府指令的影响，在执行基本职能的同时需符合一条原则，即对政府经济政策的支持不应与其货币政策的首要任务发生不可调和的冲突。法律赋予德意志联邦银行的权力使其成为欧洲独立性最强的中央银行。以数量型调控为主的货币政策极易迫于刺激经济增长的压力形成货币超发，而联邦银行的独立性以及长期以来严格控制通胀的政策目标，使得德国通胀率及货币发行始终保持稳定。

二是积极推动间接融资体系为主的金融结构向多层次资本市场发展，健全风险分担和市场化资源配置。德国企业以间接融资为主，实行全能银行制度，既能够经营商业银行存贷业务，同时也可以涉足资本市场，经营证券、保险及其他金融业务。德国全能银行的制度设计一定程度上缓解了信贷业务信息不对称问题，加强银企合作稳定性，降低跨期交易成本。然而基于银行体系的关系型融资使得价格信号易于被忽视，不利于资源市场化配置，金融风险难以被识别及有效出清。一旦银行体系陷入困境，无法履行正常职能，继而金融体系乃至实体经济均会承受更大的冲击。鉴于此，德国积极推动资本市场建设及发展，上世纪90年代以

来，德国出台了一系列措施对资本市场进行改革，逐步形成了全国性与地方性资本市场共同发展的格局，由于地方性资本市场的分散性特点，对于促进地方性中小企业融资以及区域经济发展均起到积极的作用。

三是形成数量与价格并重的货币政策框架。由于德国间接融资的主导地位，在数量型货币政策中介目标有效性逐步降低的困境下，德国并未放弃数量型指标，而是将其扩展为 M3。20 世纪 90 年代后，在利率渠道逐步疏通的背景下，采用泰勒规则作为实际利率的决策依据，建立起数量与价格并重的货币政策调控框架。欧央行成立后，延续了德国央行的货币政策框架，一方面通过监测中长期货币供应量增长的变化来预测未来的物价走势，另一方面密切关注中期价格变化的影响因素，形成双支柱策略。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com