

# 论货币政策传导的成本渠道

刘继广<sup>1</sup>, 沈志群<sup>2</sup>

(1. 天津财经大学 珠江学院金融系 天津 301811;

2. 铁道部 经济规划研究院 北京 100128)

**摘要:** 不同于传统的凯恩斯主义, 成本渠道理论注重利率调整等货币政策的变动对供给方的影响, 认为紧缩性的货币政策通过利率和金融中介传导, 通常导致价格水平的升高而不是下降。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。在一个低效率的金融中介体系中, 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。成本渠道的存在对中央银行货币政策的决策和执行有重要参考价值, 它削弱了调整利率应对冲击的有效性, 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。

**关键词:** 货币政策; 成本渠道; 政策冲击; 实证检验

**中图分类号:** F822.0    **文献标识码:** A    **文章编号:** 2095 - 0098(2012) 02 - 0003 - 04

为揭示货币政策影响实体经济的具体传导渠道, 不同学派的经济学家提出了大量的理论模型并进行实证检验。由 IS - LM 模型发展而来的利率渠道是形成最早、影响最大的货币政策传导机制理论。但是, 在传统的凯恩斯主义框架下, 货币政策分析一般注重于价格刚性以及货币政策对总需求的影响, 对总供给的影响则长期被忽视。直到最近, 成本渠道理论的兴起才重新引起学界对供给方影响的重视。

## 一、货币政策传导成本渠道的基本原理

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效应。

### (一) 成本渠道上的利率

成本渠道, 即在卖掉产品获得收入前, 如果企业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。货币政策通过成本渠道, 高利率转换成高生产成本, 导致成本推动型通货膨胀。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。

Bruckner 和 Schabert(2003)<sup>[1]</sup>把运营资本引入一个四部门经济模型进行分析, 结果发现名义利率进入总供给曲线, 其变化显著影响企业的借贷成本和边际成本, 虽然可以通过积极的利率政策来执行货币政策, 但这样会产生多重均衡。在一个动态随机一般均衡模型中, Christiano et al.(2005)<sup>[2]</sup>将成本渠道纳入总需求的框架内展开分析, 发现其可以解释货币政策冲击对通货膨胀惯性和产出的影响。一些实证分析也发现

收稿日期: 2012 - 01 - 08

作者简介: 刘继广(1970 - ), 男, 河南濮阳人, 博士, 副教授。研究领域为产业经济与金融发展;

沈志群(1971 - ), 女, 浙江绍兴人, 博士, 副研究员、高级会计师。研究领域为区域经济。

美国的货币政策操作的确通过总供给对经济产生显著影响。

### (二) 成本渠道上的金融中介

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和金融市场的预期与行为。

一些学者探讨了银行作为货币政策传导中介所发挥的作用。在一个垄断竞争的环境里,假设只有部分银行根据利率变化逐渐调整贷款利率与之相一致,这就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,成本渠道的传导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导效果。

### (三) 成本渠道效应

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,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。因此,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。

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。在一个低效率的金融中介体系中,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。

## 二、成本渠道对货币政策理论的冲击

目前,新凯恩斯主义模型逐渐成为货币政策的标准理论分析框架。名义刚性或粘性是成本渠道理论成立的基本前提假设,这是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。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,这样可以解释货币政策如何通过改变利率来影响消费和投资。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效应的大小而相对有效。在价格刚性的现金先行约束假设下,一些学者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。

在拓展 Ravenna 和 Walsh (2006)<sup>[3]</sup> 的模型的基础上, Liosa 和 Tuesta (2009)<sup>[4]</sup> 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。

Suric(2008)<sup>[5]</sup>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作出反应,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。

Hulsewig et al.(2009)<sup>[6]</sup>的模型表明不仅工资价格存在粘性,信贷市场同样存在粘性,金融市场摩擦通过使货币市场利率不完全传递贷款利率而影响货币政策传导,成本渠道使通胀对货币政策冲击的响应更为持久。

Rabanal(2007)<sup>[7]</sup>建立了一个基于贝叶斯路径的动态随机一般均衡模型,在名义和真实刚性的假设下探讨了成本渠道存在的重要性。与主流观点相反的是,在一定的条件下,货币政策对需求的影响主导着其对供给的影响。因此,政策制定者没有必要太关注实行紧缩性货币政策后会导致短期通货膨胀上升。Rabanal(2007)<sup>[7]</sup>用贝叶斯方法的研究认为美国不存在成本渠道。

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危害,就不得不加大调整利率的力度,实行扩张型的货币政策。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。

### 三、成本渠道存在的实证检验

Barth 和 Ramey(2001)<sup>[8]</sup>同时使用美国的行业数据,如行业产出价格和行业工资,与宏观经济数据进行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之间要显著得多。Christiano et al.(2005)<sup>[2]</sup>也得出同样的结论。Tillmann(2009)<sup>[9]</sup>通过对一个扩展的新凯恩斯Phillips曲线的GMM滚动窗口估计,研究了美国成本渠道的时变动态性质,与Barth和Ramey(2001)<sup>[8]</sup>得出的结论相一致,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,而最近重新恢复其重要性。出现这种现象的原因: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材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。

为解释欧元区的“价格之谜”,Henzel et al.(2009)<sup>[10]</sup>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)<sup>[11]</sup>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)<sup>[12]</sup>在一般均衡的框架内用最小路径法对前瞻性Phillips曲线进行估计,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高通胀期间的解释力,以往的标准新凯恩斯主义模型则无法解释这一点。Gaiotti和Secchi(2006)<sup>[13]</sup>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)<sup>[14]</sup>通过一个混合的结构化新凯恩斯Phillips曲线来检验和估计了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,通过利率变化来遏制通货膨胀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。

李松华(2010)<sup>[15]</sup>用中国的数据,分别采用贝叶斯和极大似然的参数估计实证检验了货币政策传导的货币供应量渠道和利率渠道的存在性,并具体分析了货币政策通过这两个渠道是如何对产出、消费、投资等实际经济产生影响的。

总的说来,货币政策传导机制中成本渠道的存在已经被大量的实证证据所支持,但实证的研究对象大都是发达国家,国内的研究才刚刚起步,中国及其他发展中国家是否存在成本渠道还有待进一步检验。

#### 四、结论

近年来,许多国家的中央银行都提高利率来主动防止通货膨胀。为了使货币政策取得成功,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,而是要说明无论在长期还是在短期,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似乎也是相对有限的。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。

#### 参考文献:

- [1] Bruckner, Matthias & Schabert, Andreas 2003. Supply – side effects of monetary policy and equilibrium multiplicity [J]. *Economics Letters*, Elsevier, vol. 79(2): 205 – 211, May.
- [2] Christiano, L. J., M. Eichenbaum and C. L. Evans 2005. Nominal Rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy [J]. *Journal of Political Economy*, 113: 1 – 45.
- [3] Ravenna, F. and Walsh, C. E. 2006. Optimal monetary policy with the cost channel [J]. *Journal of Monetary Economics*, 53(2): 199 – 216.
- [4] Liosa, L. and Tuesta, V. 2009. Learning about monetary policy rules when the cost channel matters [J]. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 33(11): 1880 – 1896.
- [5] Surico, P. 2008. The cost channel of monetary policy and indeterminacy [J]. *Macroeconomic Dynamics* 12, 2008(4): 724 – 735.
- [6] Hülsewig, O. et al. 2009. Bank behavior, incomplete interest rate pass – through, and the cost channel of monetary policy transmission [J]. *Economic Modeling*, 26(6): 1310 – 1327.
- [7] Rabanal, P. Does inflation increase after a monetary policy tightening? Answers based on an estimated DSGE model [J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2007(31): 906 – 937.
- [8] 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.
- [9] Tillmann, P. 2009. The time – varying cost channel of monetary transmission [J]. *Journal of International Money and Finance*, 28(6): 941 – 953.
- [10] Henzel, S. et al. The price puzzle revisited: Can the cost channel explain a rise in inflation after a monetary shock [J]. *Journal of Macroeconomics*, 2009, 31(2): 268 – 289.
- [11] Kaufmann, S., Scharler, J. Financial systems and the cost channel transmission of monetary policy shocks [J]. *Economic Modeling*, 2009, 26(1): 40 – 46.
- [12] Tillmann, P. Do interest rates drive inflation dynamics? An analysis of the cost channel of monetary transmission [J]. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 2008, 32(6): 2723 – 2744.
- [13] Gaiotti, E., Secchi, A. Is there a cost channel of monetary policy transmission? An investigation into the pricing behaviour of 2,000 firms [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2006, 38(8): 2013 – 2037.

(下转第12页)

## Analysis on China's Excess Liquidity "Paradox"

LI Shicai<sup>1</sup>, YANG Xuelian<sup>2</sup>

(1. Financial College Jiangxi Normal University;

2. Science and Technology Administration Department Nanchang Jiangxi 330022, China)

**Abstract:** It confirms that there exists serious excess liquidity in our country seen from the demand for money, the ratio gap between deposit and loan, excess reserve ratio of financial institutions and other point of views. But it makes a paradox that our economy does not appear serious inflation and asset bubbles. Our current economic excess liquidity is of features such as inherent of the excessive liquidity within the financial system and the hunger and thirst of markets. All those are mainly caused by a structural imbalance in the economy. During prosperity of economy, it is necessary to make adjustments on economic aspects, but also the best time to push forward the reform of our financial system comes. Only by doing so, we can get rid of the bottom stage of the economic cycle, and as soon as possible to speed up the upgrading and transformation of China's economy.

**Key words:** excess liquidity, structural imbalances, financial reform, economic security

(责任编辑: 张秋虹)

---

(上接第 6 页)

[14] Chowdhury J., Hoffmann M., Schabert A. Inflation dynamics and the cost channel of monetary transmission [J]. *European Economic Review* 2006, 50(4): 995 – 1016.

[15] 李松华. 基于 DSGE 模型的中国货币政策传导机制研究 [D]. 华中科技大学 2010.

## The Cost Channel of Monetary Policy Transmission

LIU Jiguang<sup>1</sup>, SHEN Zhiqun<sup>2</sup>

(1. Financial Department of Zhujiang College Tianjin University, Tianjin;

2. Ministry of Railways Economy Programming Institute Beijing 100128, China)

**Abstract:** Different from the traditional Keynes doctrine, the cost channel theory emphasizes the effects of monetary policy change on the supply, such as interest rate adjustment etc. It thinks that tightening of monetary policy through the interest rate and financial intermediary conduction usually leads to price level rising instead of falling. In a high efficient financial intermediary system, the cost channel plays an important role; in a low efficient financial intermediary system, monetary policy's impact on output, price and the direct costs is limited. The existence of the channel has important reference value to the central bank's monetary policy decision-making and implementation, which undermines the effectiveness of interest rates adjustment. The effects of cost channel make central banks hard in the trade-off between controlling inflation and output gap when implementing the optimal monetary policy.

**Key words:** monetary policy; cost channel; policy impact; empirical test

(责任编辑: 张秋虹)