

信贷配给与货币政策

江曙霞 秦国楼

在货币理论中,无论是凯恩斯学派还是货币主义学派,都注重货币市场的作用而忽视金融机构和信贷市场的影响。在凯恩斯的通论中,流动性偏好理论完全取代了可贷资金理论以及金融机构和公司财务结构的作用。后来被纳入到希克斯的IS-LM框架并为莫迪格利安尼所发展的流动性偏好理论强调,在只有货币和证券的世界中,利率唯一决定于货币存量的需求与供给;货币市场的作用后来在货币主义学派那里得到了进一步的重视。五、六十年代,帕廷金等才开始重视金融中介在经济中的作用。然而,80年代以来,在金融创新不断涌现、货币的边界越来越模糊的背景下,金融当局对货币的调控能力不断受到挑战,金融中介和信贷市场对经济的影响增强,信贷配给理论作为可贷资金理论(资金可得性理论)的复苏,使它在货币政策中的作用开始为经济学家们所注意。

一、信贷配给理论

微观经济学中的信贷配给是指信贷市场上的这样一种状况:按照既定的契约条件(主要是利率),贷方提供的资金少于借方的需求。配给现象一般不会出现于运转良好的商品与服务市场上,因为需求大于供给会产生提高价格的刺激。但在信贷市场上,决定借贷行为的因素除了利率外,还有诸如贷款用途、贷款抵押等非利率因素的附加条件。

信贷配给包括以下两种情况(Keeton, 1979):一种是,按照银行标明的利率,贷款申请人的借款要求只能部分地被满足;另一种

是,在所有贷款申请人中,一部分人得到贷款,另一部分人被拒绝,尽管从银行看来,被拒绝贷款的申请人与得到贷款的申请人并无差异。按照贷款的利率状况,信贷配给还可分成均衡配给与静态信贷配给两种情形。前者是贷款利率处于长期均衡水平时的信贷配给;后者是贷款利率尚未充分调整至长期最优水平时的信贷配给,它是由于市场价格(即利率)不能随市场供求变化作出相应调整而出现的暂时的非均衡现象。静态信贷配给其实是市场的一种非均衡状态,这种非均衡状态在其它商品市场同样存在,如一般商品在供不应求时会出现“凭票供应”和价格上升,脱离长期均衡水平。60年代以前,信贷配给一直被看作是一种暂时的非均衡现象。霍奇曼(Hodgman, 1960)率先提出违约风险(risk of default)是导致信贷配给的原因之一;弗雷默和戈登将这一问题变成在既定规模下某种投资项目贷款违约率随利率水平变化而变化的概率分布问题(Freimer and Gordon, 1965)。信息经济学在信贷配给理论中的运用使得该理论趋于成熟。

经济学家们之所以对均衡信贷配给现象更感兴趣,是因为它涉及到市场是如何运行的这样一个基本问题。根据新古典价格理论,利率的自动调整会使信贷市场的资金供给等于资金需求,并将信贷配给现象解释为由外部冲击引起的一种暂时的非均衡现象,或者政府干预的结果。如果信贷配给是一种均衡现象,为什么商业银行不是通过提高利率来使得过剩的贷款需求与供给相匹配,而宁愿在一定的利率水平下拒绝部分贷款申

请?更一般地说,为什么价格不能使得市场出清?或者说,供求法则为什么在信贷市场上失效?新古典价格理论解释均衡信贷配给问题的苍白无力源于这一理论的两个基本假设之一:市场参与人之间不存在信息不对称问题。然而,在信贷市场上,借者与贷者之间的信息不对称却是客观存在的事实,所以,新古典价格理论的核心——供求法则在解释信贷配给理论上失效。正由于信贷市场上存在普遍的信息不对称问题,解释信贷配给现象的最适合的理论是20世纪六、七十年代以后才得以广泛运用的信息经济学。

在信贷市场上,作为贷者的银行不仅关心贷款利率,而且关注贷款的风险程度。然而,信贷市场上关于贷款项目的风险程度的信息在借、贷双方之间的分布是不对称的:在贷款发放或贷款合同签订之前,银行对贷款项目的了解总是不如借款人,结果出现类似于保险市场上的逆向选择问题。所以,那些贷款风险最大的人往往是寻求贷款最积极的人。在贷款发放或贷款合同签订之后,借款人可能改变贷款用途,从事不利于银行利益的项目,或者对银行隐瞒贷款项目的真实收益,银行要么不能获得关于贷款用途和项目收益的真实信息,要么承担高昂的监督成本。这就是所谓的道德风险问题。这一问题的本质其实就是合约双方之间的委托代理问题。

斯蒂格利茨和韦斯证明,在存在信息不对称的情况下,利率本身可以通过筛选潜在的借款人(即逆向选择效应)和影响借款人的行为(即激励效应)来影响贷款项目的风险程度。这是因为,贷款人的预期效用包括贷款利率和借款人还款的概率两个方面。当银行不能观察借款人的投资风险时,提高利率或者使低风险的借款人退出市场,或者诱使借款人选择更高风险的项目。因而,利率的提高可能降低而不是增加银行的预期效用。银行宁愿在相对低的利率水平上拒绝一部分贷款需求,而不愿选择在高利率水平上满足所有借款要求。这就是斯蒂格利茨和韦斯关于

信贷配给的两个假说。他们认为,“当价格(即利率)影响交易的性质时,价格可能不会出清市场。”

二、信贷配给理论、信贷市场分割与货币政策

为了考察货币政策对实体经济活动的影响,我们比较中央银行在公开市场上出售债券从而收缩银行体系中的储备情况。在不存在信贷配给时,这会导致银行提高贷款利率并收缩信贷规模,很多贷款申请者不能从银行获得贷款或者续签贷款合约,或者其融资成本提高,结果企业被迫压缩其投资活动。如果存在信贷配给,银行本身就有可贷而未贷的剩余资金,因而其贷款行为和贷款利率都少受或不受影响。因此,在存在信贷配给时,货币政策的有效性受到影响,并且不依赖于利率的弹性。

同时,在金融创新成为普遍现象的80年代以来,货币的范围越来越广,同时也越来越难以控制,中央银行影响实体经济的能力也不断降低。对此,斯蒂格利茨和布兰特的反应是,控制信贷的可得性是更理想的办法。银行体系在信贷市场上具有的优势,使得中央银行可通过影响其储备以及信贷可得性来影响实际经济活动。基于信贷的货币传导机制是:假定一银行的负债方是存款与净值,资产方是储备、贷款和政府债券。在部分准备金制度下,贷款与存款密切相关。当中央银行在公开市场上抛售债券时,银行持有的债券上升,其储备同额下降。由于储备不足,银行只好减少贷款。如果银行储备与存款维持固定比例,存款同时下降,因此,货币供给与贷款同时下降。

信贷配给的存在,还会导致信贷市场的分割。当市场存在事前信息不对称问题时,大企业通常被看作低风险的借款者,因为关于它们的信息(如诚信、风险偏好等)更容易获得;当存在事后不对称信息时,大企业同样

有小企业无可比拟的优势。大企业的财务报表必须附加审计师的意见才可公布,它们比小企业更公平、审慎。作为甄别装置(screening devices)的担保、净值、债务/权益比、流动比率等,小企业也不如大企业。即便大企业的贷款申请被银行配给出去,它们仍可以凭卓越的资信到市场上进行直接融资(如发行股票和商业票据),而小企业则不能。所以,一般而言,小企业比大企业面临更严重的信息不对称和信贷配给问题。

在经济不景气和经济危机时期,信贷市场上的大、小企业和好、坏企业之间的区分更为显著(Blinder and Stiglitz, 1983)。这是因为,一些在经济运行正常时期显得“较好”的大企业在经济滑坡或股市暴跌时也会面临流动性不足、净值缩水乃至为负值的厄运,并因而成为银行贷款配给的对象;得不到贷款的企业只好缩小生产规模,进一步加深经济危机的程度。如此往复,形成经济危机与信贷配给的恶性循环。

此外,发达地区与落后地区的企业、老企业和新成立的企业之间也存在同样的信贷市场分割问题(Cosci, 1993),因为相对落后地区的企业和新企业而言,发达地区的企业和老企业在净值、债务/权益比等甄别装置上有无可比拟的优势。

三、信贷配给理论与我国货币政策

前文所述的信贷配给是指信贷市场上银行拒绝部分贷款申请这样一种现象,因而它与我国作为一种货币政策宏观调控手段的信贷计划是截然不同的。那么,在我国,是否存在信贷配给现象呢?当然存在。不仅存在,而且由于作为我国主要借款者的国有企业长期存在的预算软约束,它们对银行贷款有一种近乎无限扩张的欲望,作为贷款者的银行只好按一定的标准(如企业财务状况、行业、银企关系等)对近乎无限扩张的贷款申请进行筛选(即配给),这种配给现象比发达国家

更为严重。

银行的信贷配给对我国货币政策的影响主要表现在两个方面:

其一,它影响了货币供给量作为我国货币政策中间变量的有效性。我国在过去和现在都一直将货币供给量作为货币政策的中介目标,并通过控制基础货币来达到控制货币供给量的目的。至于货币政策工具,90年代以前主要是现金计划和信贷计划等直接调控手段,90年代后逐步转向以再贴现、再贷款、存款准备金率、公开市场业务等间接调控手段为主(易纲,1999)。在货币政策传导机制中,影响货币政策效果的因素有4个方面:中央银行、商业银行、存款公众和借款企业。中央银行无论以何种间接调控手段调节货币供给量,它直接影响的是商业银行在中央银行的超额准备金,即商业银行的贷款扩张能力,并通过贷款的派生能力影响存款,即货币供给量。显然,商业银行是货币政策传导机制最重要的一个环节。如果商业银行对经济前景或借款企业的项目不具信心,其理性的选择便是尽量拒绝贷款申请,即实行信贷配给,并将剩余资金作为超额储备存放在中央银行或用于购买政府债券。当商业银行持有充足的超额准备金时,中央银行很难通过调节商业银行的超额准备金达到调节信贷量和货币量的目的。当中央银行在公开市场出售债券,试图借此紧缩商业银行的超额准备金和信贷量,最终达到减少货币供给量的目的时,因商业银行持有大量超额准备金而难以达到预期目的;反之,当中央银行回购债券时,也可能只是增加了商业银行的超额准备金却不能达到增加货币供给量的目的。后一种情形正是1997年以来我国中央银行面临的困境:尽管央行实施了各种“积极的货币政策”或“努力实施货币政策”,但效果却不尽人意,商业银行还是“惜贷”(或曰“慎贷”、“畏贷”),存差仍在猛增,市场启不动,物价只见跌!

其二,它制约了我国经济结构的调整和国民经济的均衡发展。如前所述,银行实行

信贷配给的结果是信贷市场的分割,即小企业、新企业和低质企业更容易成为配给的对象,大企业、老企业和高质企业受影响较小。信贷市场分割的具体表现是,国有企业成为银行贷款的优先选择对象,而民营中小企业往往成为信贷配给的牺牲品;沿海经济发达地区的企业更容易获得银行贷款,而较落后的中西部地区的企业更容易被配给出去。

从企业的微观结构看,民营中小企业(包括乡镇企业)一直是我国改革开放以来最有活力的经济体,也是对我国经济增长贡献最突出的经济体。它们在银行间接融资中的不利地位,既不利于这些企业自身规模的扩张和素质的提高,也不利于我国经济结构的调整。当一个最有活力和盈利能力的经济体不能获得足够资金支持,而那些处于破产边缘的企业反而大量低效率乃至无效率和负效率地消耗资金时,这于宏观经济的持续发展又有何益呢?

从地区结构看,信贷配给的表现是沿海经济发达地区企业更多地得到银行的信贷支持,而广大中西部经济落后地区沦为配给的对象,内地资金的“孔雀东南飞”成为改革开放以来我国资金流动的重要特征。银行贷款在地区间配给的结果是穷者恒穷、富者恒富,拉大发达地区和落后地区之间的贫富差距。

既然信贷配给问题已事实上成为影响我国货币政策效果的重要因素,那么,怎样才能防止其消极效应呢?

显然,传统的货币政策三大工具是无法做到这一点的,因为它们都是通过影响商业银行的超额准备金来发挥作用的,而信贷配给却使得超额准备金变动对商业银行行为影响趋于迟钝。在1998年中央银行取消对国有商业银行贷款限额控制,货币政策由直接控制转向间接控制后,再回归传统的信贷计

划手段也是不现实的。我们认为,运用选择性货币政策工具和间接信用指导工具,积极发挥信贷政策的指导作用适逢此时,并可有效扼制信贷配给的消极作用。具体来说,对于受信贷配给不利影响的落后地区企业、中小企业、新兴企业(风险投资企业)等,中央银行可以与财政政策相配合,通过实行优惠利率予以支持;也可利用央行的地位和影响,借助道义劝说或透过窗口指导,鼓励商业银行对受信贷配给不利影响的企业和地区予以信贷倾斜。在这些方面,1998年以来我国中央银行已做了成功的尝试(中国人民银行研究局课题组,1999)。

主要参考文献:

- ① 中国人民银行研究局课题组:《中国货币政策分析》,《经济研究》,1999年第3期。
- ② 易刚:《中国货币政策走向间接调控》,《资本市场杂志》,1999年第10期。
- ③ 汉斯·韦坎德:《金融中介、均衡信贷配给与经济周期》,选自拉斯·沃因、汉斯·韦坎德编,李风圣主译:《契约经济学》,经济科学出版社,1999年。
- ④ Akerlof, G. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 81, 488 - 500.
- ⑤ Arrow, K. J. 1963. "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care", *American Economic Review*, 53, 941 - 73.
- ⑥ Blinder, A. S. and Stiglitz, J. 1983. "Money, Credit Constraints, and Economic Activity", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 73, 297 - 302.
- ⑦ Cosci, S. 1993. *Credit Rationing and Asymmetric Information*. Dartmouth. Aldershot.
- ⑧ Friedman, B. M. 1981. "The Role of Money and Credit in Macroeconomic Analysis", Working Paper No. 831, NBER, Dec.

(作者单位:厦门大学)

(责任编辑:周学)