

金融创新对货币供求和货币政策的影响

尹继志

(河北金融学院 河北保定 071051)

【摘要】 本文在我国转轨时期金融创新的现实背景下,研究金融创新对货币供求和货币政策的影响,以期能促进货币政策的有效实施。

【关键词】 金融创新 货币需求 货币供给 货币政策

从经济学意义上讲,金融创新是指通过引进新的金融要素或者将已有的金融要素进行重新组合,在收益最大化原则的基础上构造新的金融产品的过程。金融创新通过对金融产品、金融工具、金融服务、金融机构、金融市场等金融要素的重新组合,大大扩展了金融活动的内涵,这必然影响到货币供求机制的变化,并对货币政策操作产生影响。

一、金融创新对货币需求的影响

1. 金融创新改变了货币需求结构。在金融创新活动中涌现出大量货币性极强的新型金融工具,如可转让支付命令账户、超级可转让支付命令账户、货币市场互助基金、大额可转让定期存单、货币市场存款账户等。这些账户上的资金或金融产品均具有良好的支付能力和变现能力,并能够在很大程度上满足人们的流动性需要,而且提高了活期存款收益,这无疑会引起经济主体对货币需求的变化。金融创新所带来的金融电子化和支付清算系统的革命,缩小了狭义货币特别是现金的使用范围,节约了用于交易清算的货币总量,在金融创新活跃的国家甚至出现了“无现金”的社会现象。随着货币流通速度的加快,经济主体对活期存款的需求也大为减少,人们用少量货币即可完成大量的经济活动。这种情况必然改变货币结构,使通货比率和狭义货币占广义货币的比率降低。

2. 金融创新减弱了货币需求的稳定性。金融创新带来的金融市场高度发达和证券化趋势,使得金融工具的种类增多,这些新型的金融工具是对原有金融资产流动性、盈利性和安全性的重新组合,既拥有交易支付的便利,又可获得较高的投资回报。由于这些金融工具降低了支付手段和贮藏手段之间的转化费用,相对提高了持币的机会成本,人们就会在其资产组合中尽量减少货币的持有量,增加非货币性金融资产,其结果是商品和劳务交易中的货币需求减少,而金融资产交易中的货币需求增加。从货币需求稳定性角度分析,由于交易性货币需求受规模变量(主要是收入)的影响较大,规模变量短期内的相对稳定性决定了交易性货币需求具有可以预测和相对稳定的特点。而投机性货币需求则主要受机会成本、市场利率、投资预期等因素的影响,市场利率的波动性和人们投资的非理性的特征使投机性货币需求的规模和结构极具不确定

性。因此,交易性货币需求比重的下降和投机性货币需求比重的上升,使货币需求的稳定性大为减弱。

二、金融创新对货币供给的影响

1. 金融创新扩大了货币供给的主体范围。传统的货币供给理论认为,只有中央银行和存款货币银行才具有创造货币的能力,中央银行发行货币,存款货币银行创造存款货币。在金融创新过程中出现了诸多与活期存款类似的新型账户,这些账户具有较强的存款派生能力。金融业的混业经营和金融机构的同质化倾向,模糊了存款货币银行与非银行金融机构之间的业务界限,淡化了这两大类金融机构在存款货币创造功能上的本质区别。特别是存款证券化程度的提高和金融市场的逐渐发达,金融“脱媒”现象十分普遍,非银行金融机构所创造的各种金融工具大多具有货币功能,支票账户、电子汇划系统、大额可转让存单、电话存款、金融资产证券化等业务的逐渐完善,使得存款货币的创造不再局限于商业银行,各类非银行金融机构也有创造存款货币的功能。随着金融业混业经营的推进,货币供给主体由过去的中央银行、存款货币银行的二级主体扩展为中央银行、存款货币银行和非银行金融机构的三级主体。

2. 金融创新增大了货币乘数,增强了金融机构货币创造能力。这主要表现为以下方面:

(1)金融创新使法定存款准备金率发生变动。法定存款准备金率是由中央银行确定的,并不受经济体系中其他因素的影响。但在发达国家,中央银行通常根据存款的流动性,有差别地规定存款准备金率,活期存款的准备金率高于定期存款的准备金率。金融创新正是利用了这一规则的灵活性,将大量的活期存款转变为定期存款,从而减少了法定存款准备金的缴存额,增大了货币乘数,在基础货币数量不变的情况下,使货币供给量增加。

(2)金融创新使超额存款准备金率降低。商业银行持有超额存款准备金主要考虑保证支付的流动性需要,也要考虑持有超额存款准备金的成本与收益。金融创新正是从这两个角度适应商业银行对高流动、高收益的需求。金融创新使存款货币银行方便地从货币市场上获得资金,可以随时以借入资金

来保障其流动性需要,因而可以减少超额存款准备金,使负债成本降低、收益增加。由于超额存款准备金率与货币乘数呈反方向变动,当超额存款准备金率降低时,货币乘数就会增大,货币供给量相应增加。

(3)金融创新使得现金漏损率降低。金融创新创造了许多既方便又安全的信用工具,加大了公众持币的机会成本,减少了手持现金余额。同时,金融创新所带来的支付制度的变革,又使得公众减少了对现金的使用,减少了现金漏损,增大了货币乘数,使等量的基础货币创造出更多的货币供给量。

(4)金融创新改变了定期存款比率。在金融创新活动中,许多金融工具既有活期存款的便利,又有接近于定期存款的收益,因而活期存款增多,定期存款减少,相应货币乘数增大。在金融创新过程中,非存款性金融机构大量涌现,金融市场更加发达,证券交易服务日益完善,从而增强了除银行存款之外其他金融资产的安全性、流动性和盈利性。当银行定期存款作为货币贮藏手段的吸引力降低时,定期存款比率也会降低,从而增大货币乘数。

3. 金融创新使货币供给的内生性增强。货币供给的内生性,主要是指其受经济体系的内部因素的支配程度,它与中央银行对货币供给的控制是此消彼长的关系。金融创新一方面通过发挥减少货币需求,充分运用闲置资金、节约头寸、加快货币流通速度等作用,改变货币供给的相对量;另一方面通过扩大货币供给主体范围、增大货币乘数、创造新型存款货币等对现实货币供给产生多方面影响,致使货币供给在一定程度上脱离中央银行的控制而越来越多地受制于经济体系内部因素的支配。在金融创新浪潮中,货币供给量不再是受中央银行控制的外生变量,其内生性大大增强。除基础货币外,货币供给受经济体系和金融机构、企业、居民行为等因素的支配不断增强,货币供给的内生性日趋明显,在一定程度上削弱了中央银行对货币供给的控制能力和控制程度。

三、金融创新对货币政策中介目标的影响

按照货币政策理论,货币政策框架由货币政策最终目标、货币政策中介目标和货币政策工具三大要素构成。货币政策中介目标的选择应符合可测性、可控性和相关性的特点。在金融创新的条件下,以货币供给量为中介目标的货币政策框架受到了多方面的影响。

1. 金融创新影响到货币供给量的可测性。在金融创新过程中,货币供给量的可测性问题变得日益突出,不断有不包括在货币供给量范围内的金融资产出现,使准确统计货币供给量的难度越来越大。金融创新使没有被纳入货币统计范围内但履行货币职能的金融资产越来越多,且规模不断变动。金融创新模糊了作为中介指标的货币供给量的定义或含义,使中央银行越来越难以对其进行统计、监测和分析。金融创新对各种金融资产的流动性造成了很大影响,这就打乱了原有的货币定义中的界限,给界定不同层次货币的内涵造成困难。特别是金融创新的持续性使得货币的概念得以不断扩展,目前不仅现金是货币,银行账簿上的存款是货币,在计算机的存储器 and 磁卡上的电子信号也是货币。各国中央银行虽然试图严格

界定货币供给量的定义,划分流动性不同的货币层次,但金融创新的层出不穷往往使这种努力成为徒劳。

2. 金融创新影响到货币供给量的可控性。一般来说,中央银行可以通过公开市场操作和再贴现等政策手段来控制基础货币,但对货币乘数的控制能力有限。中央银行虽然可以通过调整法定存款准备金率来影响货币乘数,但货币乘数还受到存款人持现行为、银行体系流动性等因素的影响。传统的货币政策工具主要是根据货币供给的外生性而设计的,即中央银行通过货币政策工具的运用能够灵活调节货币供给量。金融创新一方面通过减少货币需求、加快货币流通速度等作用改变货币供给量;另一方面通过扩大货币供给主体范围,增大货币乘数等对现实货币供给产生决定性影响,致使货币供给在一定程度上脱离了中央银行的控制,而更多地受制于经济主体等因素的支配。因此,中央银行通过运用货币政策工具来控制货币供给量的外生性减弱,而受金融机构、企业、居民行为等内生因素的支配性增强,即货币供给的内生性增强,这无疑给有关当局控制货币供给量增加了难度。

3. 金融创新影响到货币供给量与货币政策的相关性。自20世纪90年代以来,电子计算机的普及以及互联网技术的快速发展,使全球金融的电子化和网络化程度不断加深,资金的转换主要建立在金融业的电子化和网络化之上,可以很容易地把一种金融资产转换为另一种金融资产,然后再进入电子货币账户进行支付与结算,导致货币资金账户和投资资金账户之间的差异进一步缩小。这使得货币统计的准确性和实用性都在降低,传统货币供给量与经济增长、物价变化之间的数量关系更加不稳定。

4. 金融创新对利率和汇率变量也产生了不同程度的影响。除了货币供给量之外,利率和汇率也被一些国家作为货币政策中介目标,但金融创新对利率和汇率变量也产生了不同程度的影响。在进行金融创新以前,大多数国家的货币政策主要是通过调整利率或者改变信用的可得性产生经济效应。但金融创新绕过了中央银行对利率上限的规定,并使可得信用数量限制的作用减弱。许多过去只能利用有限的融资渠道和信用形式来获取信用替代的经济实体,现在可以利用票据发行便利等金融创新工具来获取信用替代,这就使得中央银行试图通过对利率的控制和对国内金融机构的资产负债进行限制的方法来调控货币供给量的有效性被抵消。金融创新使市场信息的传递十分灵敏和充分,市场利率作为内生变量和外生变量的界限十分模糊,利率的决定性因素复杂多变,使中央银行对利率的可控性减弱。汇率的变动是与国际资本的流动联系在一起,当资本在国际金融市场流动的时候,货币政策通过引导利率和汇率的变化来影响宏观经济。随着资本国际性流动的加强,汇率渠道变得更加重要。在金融创新活动中产生的诸如货币互换、利率互换、票据发行便利、跨国融资等金融工具,使借贷双方很容易在世界范围内获得一系列信用替代形式,从而使资本的国际流动性趋势加剧。同时,汇率还以自身的特性经常发生变动,并迅速反映在国内价格上,影响货币政策的稳定性,资本的国际性流动也会造成外部经济部门

对国内货币政策的制约。

四、金融创新对货币政策实施的影响

1. 金融创新对货币政策工具的影响。

(1)对存款准备金政策的影响。通常情况下,中央银行通过调整存款准备金率来改变货币乘数,控制商业银行的货币创造,从而调控货币供给量。在金融创新的影响下,中央银行通过存款准备金率来调控货币供给量的能力被减弱,其原因在于:金融创新使得证券化趋势加强,大量的原有存款转为证券资产,使存款在银行负债中的比例下降,非存款负债比例上升,存款准备金缴存的基数降低。这就使中央银行通过提高或降低商业银行存款准备金率,从而扩大或缩小货币供给量的作用减弱。

(2)对再贴现政策的影响。中央银行根据货币政策目标调整再贴现率,其作用的大小与金融机构对中央银行再贴现的依赖程度相关。金融机构对中央银行再贴现的依赖程度大,再贴现率的作用就强,反之则弱。金融创新使得金融机构融资渠道多元化,对中央银行的再贴现依赖程度减弱。由于金融创新,金融机构可以通过出售有价证券、贷款证券化、发行票据、在国际金融市场借款等多种途径来满足对资金的流动性需求,减少了通过再贴现的方式来满足对资金的流动性需求,这就削弱了再贴现的政策调节作用。在金融创新的情况下,货币资本转化的成本降低,当再贴现的成本相对较高时,商业银行可以通过其他途径获得资金,再贴现政策的作用在金融创新条件下被削弱。

(3)对公开市场业务的影响。金融创新给国际金融市场带来的重大变化是信贷流量从银行放款转为可上市买卖的债务证券。证券日益成为公众及经济实体所持有的主要资产形式。其中,政府债券因兼备良好的流动性、安全性和盈利性而成为重要的流动资产,其收益率和价格成为其他证券的标准。于是,中央银行的公开市场业务就可以通过变动政府债券的收益率和价格来影响一般证券的收益率和价格,调控货币供给量和信用总量,继而调控国民经济。此外,金融创新也为中央银行的公开市场业务操作提供了大量的可供买卖的工具,使其吞吐基础货币的能力增强。另外,由于金融创新使货币创造主体分散化,会使中央银行的资产、负债大量减少,可能使中央银行没有足够数量的资产、负债而不能适时进行大规模的基础货币吞吐操作,减弱公开市场操作的时效性和灵活性。

2. 金融创新对货币政策传导机制的影响。金融创新在一定程度上改变了货币政策的传导机制,使传统的传导机制受阻。首先,金融创新使得商业银行的存款结构发生了很大变化,大量的非银行金融机构分流了商业银行的资金来源,使商业银行的存款尤其是活期存款的数量大幅度下降,这就使得中央银行通过调整商业银行准备金数量来控制货币供给量的政策的作用降低,使存款准备金传导机制部分失效,货币政策的力度减弱。其次,金融创新使货币创造的主体多元化,使中央银行控制货币的能力减弱。中央银行传统的控制货币的方法主要是通过控制商业银行的派生存款来控制货币供给量,但金融创新使非银行金融机构越来越多,其经营业务范围越

来越广,大量的活期存款涌入这些机构,创造出了大量的派生存款,减弱了中央银行的货币控制能力。由于金融创新而产生的大量金融资产淡化了货币层次之间的界限,减少了对基础货币的需求,加大了汇率的波动幅度,导致利率的决定性因素日益复杂,从而使货币政策的中介目标的可测性、可控性和抗干扰性大大降低。在从信用机构转向金融市场的传导媒介的过程中,加大了中央银行的认识时滞和行动时滞,在外部时滞上则更加不确定。

五、针对金融创新的货币政策调整思路

1. 采用适应金融创新的货币政策操作规则。面对金融创新浪潮的冲击,中央银行应选择积极规则作为货币政策的指导原则。一方面,中央银行不能放弃规则性的货币政策,物价稳定问题是中央银行货币政策的总规则,它作为现代中央银行制度的基点是不可动摇的;另一方面,应积极采取灵敏反应的货币政策操作,在稳定货币的总规则指导下,货币政策的日常操作必须根据具体情况相机做出,以实现经济运行的预调和微调,使币值在经济良性运行的基础上实现稳定。

2. 货币政策的调控范围应扩大到全部金融机构和全部货币资产。中央银行必须扩大货币政策的调控范围,把政策的触角伸展到商业银行体系以外的各类非银行金融机构,在关注货币政策内部均衡与外部均衡的基础上,使货币政策对货币市场和资本市场均能发挥有效的调控作用。面对日益广泛的金融创新,中央银行在货币政策操作过程中必须有更广阔的视野,不能只盯住基础货币和货币供给量,而应当关注多样化的金融资产。当然,由于各种货币资产影响价格水平和产出水平的程度和途径不同,中央银行在调节和控制货币资产时应有所侧重,基础货币依然是中央银行控制的重点,这也是中央银行调控手段的优势所在。

3. 中央银行的金融调控手段应不断创新。在金融创新形势下,中央银行的货币政策操作不能局限于一般性货币政策工具,而应扩大货币政策工具的使用范围,主动、灵活地运用选择性货币政策工具和间接信用指导,同时尝试一些非常规性的金融调控手段。中央银行在制定和实施货币政策时应充分考虑金融创新对经济运行和金融业发展的影响作用,如在货币乘数增大的条件下,减少基础货币的投放;随着融资证券化和金融市场的发达,灵活开展公开市场业务;在金融工具多样化和信用方式多元化的条件下,通过非货币性渠道满足社会投融资需求,从而减轻经济增长中的通货膨胀压力。

主要参考文献

1. 陈子季.金融创新的宏观效应分析.金融研究,2000;5
2. 陈柳钦.金融创新对货币供求、货币政策影响的理论分析.云南财贸学院学报,2001;3
3. 高晓红,王静.金融创新与货币政策:冲击与变革.上海金融,2002;7
4. 尹继志.论金融创新对货币政策的冲击和影响.上海金融学院学报,2004;1
5. 刘涛,高碧野.金融创新环境下的货币供求研究.深圳金融,2007;4