

doi:10.13582/j.cnki.1672-7835.2014.04.013

■ 经济管理

互联网金融对我国货币政策影响分析^①

邹新月, 罗亚南, 高 杨

(广东财经大学 金融学院, 广东 广州 510320)

摘 要:互联网金融快速发展所带来“存款搬家”、银行业改革、货币基金崛起等现象正在改变着金融市场格局,也逐步对货币政策产生影响。从互联网金融影响货币政策的机理出发,通过对货币需求、货币供给和货币政策效率三个方面分析,得出以下结论:一是互联网金融能够促进公众投资性动机,增加货币需求;二是互联网金融间接拓宽了货币供给渠道,削弱货币供给的可控性、可预测性与相关性;三是互联网金融干扰了货币政策制定的准确性与实施的有效性。

关键词:互联网金融;货币政策;传导机制;货币需求;货币供给

中图分类号:F830.46

文献标志码:A

文章编号:1672-7835(2014)04-0084-06

The Impact of the Internet Banking over China's Monetary Policy

ZOU Xin-yue, LUO Ya-nan & GAO Yang

(School of Finance, Guangdong University of Finance and Economics, Guangzhou 510320, China)

Abstract: The rapid development of Internet banking has led to the deposit moving, banking reform and monetary fund development, which are not only changing the pattern of the financial markets, but also having an impact on monetary policy. From the influence of Internet financial mechanism of monetary policy, this paper analyzes the current money demand, money supply and efficiency of monetary policy. It has made the following three conclusions. First, the Internet can promote the public's investment motivation and increase the money demand. Second, the Internet banking can broaden the money supply and reduce the money supply's controllability, predictability and relevance. Third, the Internet banking disturbs the accuracy of monetary policy making and the effectiveness of monetary policy implementation.

Key words: internet banking; monetary policy; transmission mechanism; money demand; money supply

一 引 言

货币政策作为当局调控国民经济重要手段,主要依赖于将货币与实际经济变量联系起来的金融市场。而现今金融市场因互联网金融崛起而发生着前所未有的巨变。互联网金融是以移动互联网技术为依托,以期实现资金融通与支付、信息中介业务的一种新兴金融模式,如“互联行”、“智付”、“融易通”等互联网金融企业。互联网技术与金融行业融合,推翻了大众与金融行业间的“柏林墙”,提高了大众在金融交易中的参与度,这对于金融普惠性建设意义重大。但随着参与对象日益复杂化和多样化,互联网金融对现有货币政策形成强烈冲击,影响货币政策制定的准确性及传导的有效性。

① 收稿日期:2014-03-10

基金项目:国家自然科学基金资助项目(71273066,71073031)

作者简介:邹新月(1965-),男,湖南新化人,博士,教授,主要从事金融理论与政策研究。

互联网金融兴起及发展是 20 世纪 60 年代以来金融创新新一轮发展高潮。谢平、邹传伟^[1]首次提出了“互联网直接融资市场”或“互联网金融模式”概念。黄海龙^[2]分析了电商平台下互联网金融发展态势。然而,金融创新亦是一把“双刃剑”,既可拓展金融产品种类、促进经济发展,又给货币政策制定带来困难,增加了金融体系的潜在危机^[3]。王航等^[4]认为金融创新使货币政策有效性呈下降趋势。杨向阳^[5]研究表明,货币政策目标因金融创新而转变。吴双勇^[6]发现金融创新会影响货币政策的有效性。方显仓^[7]和胡云飞^[8]认为金融创新使实际投资对利率的敏感程度下降,致使货币政策在利率渠道和信贷渠道的传导效果减弱。综上所述,金融创新对货币政策影响研究成果丰硕,但互联网金融出现和兴起却拓展了传统金融创新理论界限与范围,学术界目前还没有专门针对互联网金融对货币政策影响研究成果;而互联网金融在我国发展已成燎原之势,必将对我国货币政策产生深远影响。

二 互联网金融对货币政策影响机理

互联网金融拥有一系列显著特征,如产品创新快、信息不对称程度低、交易成本低、金融脱媒等,这些特征必然会引起我国金融市场巨大变革。当前对货币政策理解主要集中于目标选择、政策工具和传导机制等 3 个方面;其中货币政策目标选择包含中介目标选择(如长期利率、货币供应量和贷款量)和操作目标选择(如短期利率、商业银行存款准备金、基础货币);一般性货币政策工具指法定存款准备金率政策、再贴现政策和公开市场业务;在货币政策传导机制方面遵循间接传导路径,即“中央银行——金融机构——企业和居民户——国民收入”;由此可见,无论货币政策目标、政策工具,还是传导机制,均与我国金融市场密切相关,金融市场变革必然影响我国货币政策传导效果。本文总结互联网金融对我国货币政策传导影响过程如图 1 所示。货币政策是一种自上而下的传导机制,即中央银行向金融机构、企业/居民进行传导并最终影响国民收入。货币政策中介目标、操作目标主要通过影响金融市场中关键变量控制而达到调控目标,如利率、存款准备金率等。目前传统金融机构纷纷开展互联网金融业务,新型互联网金融机构扩展市场,互联网金融逐渐渗入到金融市场各个方面,改变金融市场结构,影响着企业/居民的金融行为,致使货币政策传导途径发生变化,有可能导致货币政策初始目标与最终效果相偏离。

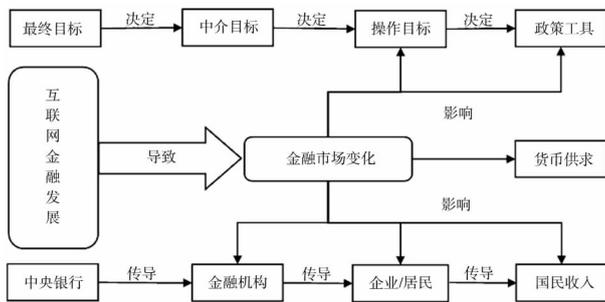


图 1 互联网金融对货币政策的影响传导

三 互联网金融对货币政策影响途径

为了探讨互联网金融对公众金融行为影响程度,从互联网金融对货币需求、货币供给和货币政策效率等三个方面进行具体分析。

(一) 互联网金融对货币需求影响

1. 互联网金融改变传统货币需求动机,降低货币需求函数稳定性

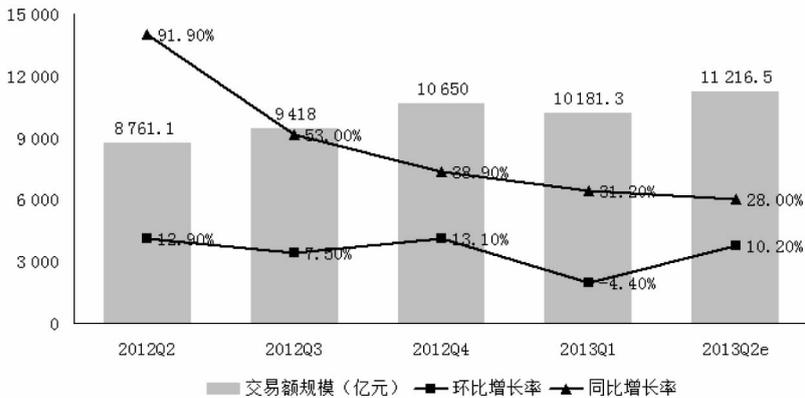
互联网金融为金融市场注入了新的活力,金融工具创新不仅增强了金融产品流动性和盈利性、降低交易成本,也影响公众货币需求结构。从凯恩斯货币需求理论来说,公众对货币持有动机包括交易动机、预防动机和投机动机;其中交易动机、预防动机与收入成正相关关系,投机动机与利率成正相关关系,用公式表示为: $M = M_1 + M_2 = L_1(y) + L_2(r)$

可见,在短期收入相对稳定情况下,交易性货币需求和预防性货币需求是可预测和相对稳定的;投机性货币需求易受市场利率、投资预期、机会成本等因素影响而产生波动;随着互联网金融不断深化与拓展,高收益理财产品、低廉操作费用及快速转换时间显著提高了投资者机会成本,引发公众货币投机性需求增加,刺激部分预防性货币向投机性货币转变;如天弘余额宝、华夏活期通、汇添富全额宝等货币基金,截止2014年1月底货币基金总净值为9532.42亿元,较去年底日增长66.25亿元,占基金业总规模三分之一;利用互联网平台和资金垫付,多家货币基金赎回时间由T+2提高到T+0,最快甚至能达到资金1分钟到账;如此高的流动性使得部分预防性资金留存失去其存在意义,转换为投机性资金进入金融市场。可见,互联网金融引发了交易性货币需求、预防性货币需求下降;投机性货币需求上升,改变了货币需求结构,削弱了货币需求的稳定性。

从弗里德曼货币需求模型来说,货币是资产的一种体现形式,互联网金融发展使得模型中规模变量和机会成本变量的地位与作用发生了变化。一方面规模变量在货币需求函数中作用降低,其原因是互联网金融产品具有高流动性和高盈利性,交易支付便利,缩小了支付手段和储蓄手段之间转化成本,投资主体会选择减持货币并将其投入高流动性金融产品中,货币需求稳定性相对弱化;另一方面机会成本变量在货币需求函数中的作用加强,其原因是互联网金融使资产流动性增强,流通成本降低,在收入不变的情况下机会成本变量作用空间扩大,货币需求不稳定性上升。

2. 互联网金融加快货币流通速度,改变货币结构内涵

互联网金融发展创新推出了大量货币性极强的新型金融工具,这些工具不仅满足了金融市场流动性需求和投机性需求,亦明显提高了货币流通速度。以第三方支付为例(见图2),截止2013年第二季度中国第三方支付业务交易规模已达11216.5亿,环比增长高达10.2%。可见网上支付、尤其是基于电商平台的中小额支付,不仅能够脱离传统金融机构束缚,而且明显降低了交易成本,加快了支付货币的流通速度。同时,第三方支付平台与金融产品紧密结合,可以让理财与支付交易同步进行(见图3),支付方式种类多样化程度,间接引发公众对活期存款需求锐减;据央行最新披露的存款数据,2014年1月人民币存款罕见地减少9402亿元,而去年同期该数据为净增长7499亿元。可见,在短短一年时间里互联网金融逐渐改变了传统货币结构内涵。



数据来源:艾瑞咨询数据报告:<http://ec.iresearch.cn/e-payment/20130730/206691.shtml>

图2 我国第三方支付交易规模

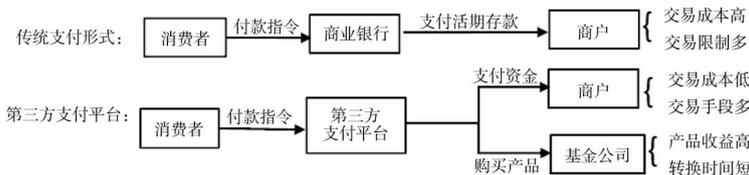


图3 两种支付形式的对比

(二) 互联网金融对货币供给影响

1. 削弱货币供应的可控性

当金融市场仅有商业银行吸收存款、发放贷款时,货币供应源单一,对货币供应源调控相对容易,通常只需调控商业银行存款准备金率就可达到调控货币供给目的。但互联网金融介入,使诸多新型金融机构突破原来不能吸收揽存的限制,可以利用网络平台直接将资金借给资金需求方,获得利息收益。如此长期以往,相当于在央行之外有增加了一笔基础货币,新型互联网金融机构将产生存款派生能力,使货币供应源主体发生改变(见图 4)。可见,互联网金融发展增加了金融市场中货币供应渠道,削弱央行对货币供应调控的可控性,直接影响着货币政策目标制定的准确性及传导效率。

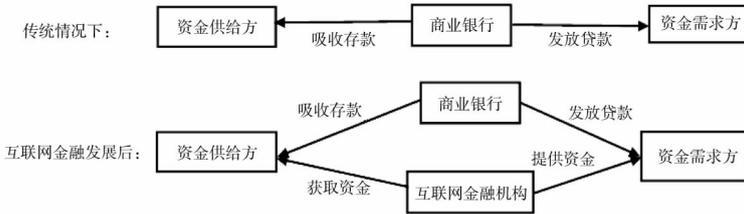
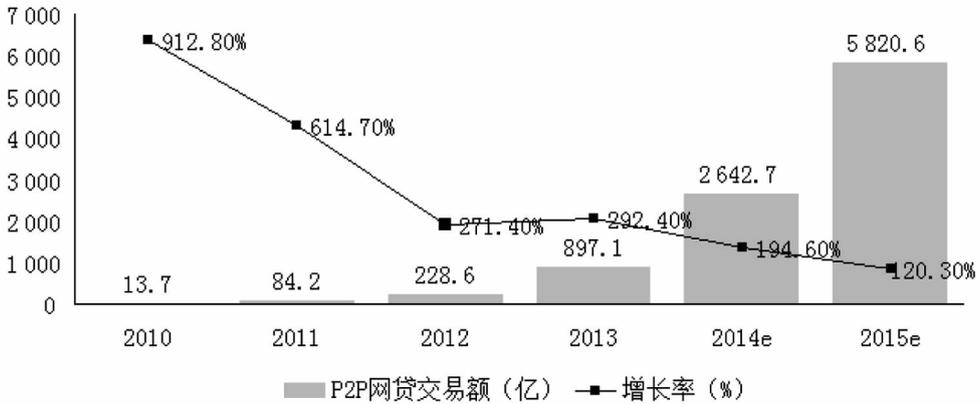


图 4 货币供应渠道的变化

据网贷天眼调查,截止 2013 年 12 月 31 日我国 P2P 网贷平台成交额规模达到 897.1 亿元,同比增长 292.4%(见图 5)。预计未来 2 年仍保持 200% 左右增速发展,可见其发展势头迅猛和发展空间广阔。与此同时,金融业务综合化和金融机构同质化,存款类金融机构和非存款类金融机构之间业务界线日趋模糊,“金融脱媒”现象日益严重,商业银行存款,尤其是中小客户存款大量流失,导致通货比率下降、货币乘数上升,非存款类金融机构资源配置能力增强,强烈冲击着现有货币政策实施手段。



来源:网贷天眼 2013 年网贷数据盘点:<http://www.p2peye.net/topic-2013.html#data>

图 5 2010~2015 年中国 P2P 网贷规模

2. 削弱货币供应的可测性与相关性

互联网金融发展极大提高了各层次货币流动性,货币概念不断延伸,狭义货币与广义货币界线更加模糊;同时,传统观念中货币(如现金、存款)已经向虚拟货币(如电子货币账户、比特币)拓展;这种虚拟货币使得界定 M_0, M_1, M_2 等不同层次货币的内涵变得更加困难。传统金融机构表外业务增加,使得相当规模货币供应量没有反映在金融机构资产负债表中,导致货币供应量的可测性降低。与此同时,货币乘数不稳定亦导致央行对货币供给总量在一定程度上失控。因货币乘数计算公式是: $k = (R_c + 1) / (R_d + R_c + R_e)$; 其中 R_d, R_e, R_c 分别代表法定准备金率、超额准备率和现金在存款中比率。互联网金融影响法定准备金率、超额准备金率和现金比率,使得货币乘数计算更为复杂。众所周知,货币供给等于通货(即流通中现金)和活期存款总和;基础货币等于通货和准备金总和。互联网金融发展带来第三方支付

和P2P等新型互联网金融业务兴起,导致金融市场货币供应量与央行预期供应量差距加大;随着互联网金融产品创新、金融产品交易范围和规模扩大,无疑会加大央行调控货币供应量以实现特定货币政策最终目标的难度。

(三) 互联网金融对货币政策效率影响

互联网金融不断创新改变了金融市场经济主体行为,使货币需求和资产结构处于复杂多变状态,货币政策传导易变、传导时间难以把握、不确定性增强,货币政策效果判断亦带来困难。

1. 互联网金融干扰存款准备金政策效果

互联网金融发展使资本市场、货币市场逐渐成熟,为资本追求利益提供了广阔的投资空间。资金借助互联网金融渠道从商业银行流向非存款类金融机构及金融市场,从而不受存款准备金率约束。这一方面互联网金融降低了商业银行在金融业中地位与作用。当前非存款类金融机构分流了商业银行资金来源,使活期存款数量大幅下降,存款结构发生变化。为了在激烈竞争中求得生存和发展,商业银行从传统存贷款业务转向多种业务并重,尤其加大了证券业务、表外业务以及中间业务的比重;这些新兴业务降低了中央银行通过增减法定存款准备金数量来控制信贷规模的货币政策作用力,削弱了商业银行作为货币政策导体的重要性及其功能;另一方面互联网金融使货币创造主体多元化,干扰中央银行控制货币供给;央行控制货币传统方法主要依靠控制商业银行派生存款;但随着非存款类金融机构种类的增多及经营业务领域的不断拓宽,传统商业银行大量活期存款被这些金融机构所吸收,产生了大量央行控制外的派生存款,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作用降低,存款准备金传导机制作用部分失效,货币政策控制效力减弱。

2. 互联网金融削弱再贴现政策效果

再贴现政策包括规定贴现条件和调整再贴现率两项内容,其作用大小与金融机构对中央银行再贴现的依赖程度成正相关关系。新型互联网金融机构(如P2P网贷平台)具备交易成本低、信息透明度高、不受再贴现率政策影响,从产生伊始就迅速抢占金融市场,为金融市场提供多元化融资渠道,使金融市场流动性需求可通过多种方式满足;这样间接减少了金融机构对再贴现政策的依赖,削弱了货币当局调整再贴现率的作用,降低了货币政策的传导效率。

3. 互联网金融强化公开市场操作效果

互联网金融在引发金融机构资产负债结构变化的同时,又为公开市场操作提供了大量可供买卖的金融工具。金融市场主体在需要补充流动性资产或进行调整资产组合时就会更加积极的参与金融市场活动,日益依赖公开市场;这不仅在客观上配合了货币当局操作,而且亦有利于增强政策效果。互联网金融还加强了货币当局公开市场业务的“告示效应”。互联网金融发展使市场信贷来源由单一商业银行放款走向多元化,众多金融产品之中政府债券作为基准债券收益率及价格在金融市场中起着基准作用,因此,中央银行可以通过调控政府债券收益率及价格来影响金融市场中其他金融产品收益率及价格,以达到调控货币供给量和信用总量,引导公众和金融机构对经济前景的预期。

四 政策建议

互联网金融对货币需求、货币供给和货币政策效率等方面均引发强烈冲击,不可避免影响到我国货币政策实施效果;因此,我国货币当局应积极采取措施,优化货币政策中介目标,稳固货币政策整体框架,完善金融市场,提高货币政策效率。

(一) 统一货币供应口径,转变货币政策中介目标

随着我国互联网金融快速发展,一系列新型金融工具进入金融市场,导致货币供应量划分和测算难度越来越大,货币供应量达不到作为货币政策中介目标的标准,转变中介目标亦将成为一种趋势。为了发挥货币供应量仍然作为货币政策中介目标,就要适应新形势要求,货币当局应该统一货币供应量的统计口径;这就一方面应以金融工具流动性为标准对货币供应量进行划分,一种金融工具流动性越强,

则它的“货币性”越强,就应该被统计到货币层次中;另一方面对于被新统计到货币层次的金融工具,应严格考量其可控性、可测性和相关性,以确保货币统计的完整性与准确性。

长期来说转变货币政策中介目标将是理性选择。随着时间推移,我国金融市场必将更加开放与完善,以货币供应量作为货币政策中介目标将不再适应时代发展要求,寻找合适的货币政策中介指标,如利率、通货膨胀率等。利率作为货币政策中介指标前提条件是利率市场化,当前我国利率市场化进程正在不断推进,未来市场利率完全可以作为反应资金供求状况的“指示器”,起到优化配置资源的作用,因为合理的利率结构有助于协调央行与商业银行、货币市场与资本市场间关系,发挥利率市场化积极作用^[9]。可见,利率作为货币政策中介目标亦是趋势所在。通货膨胀目标制是指确定通货膨胀目标区间值,当通货膨胀预测值高于目标区间时,采取紧缩性货币供应政策;当通货膨胀预测值低于目标区间时,实行扩张性货币供应政策。未来我国金融市场满足实施通货膨胀目标制条件,则借鉴发达国家成功经验,探索将货币政策中介目标直接调整为以通货膨胀为目标,增强货币政策目标的科学性^[10]。

(二) 优化信贷渠道传导效率,提高货币市场建设速度

货币政策传导机制在互联网金融背景下受到重重阻碍,为了提高货币政策传导有效性,可从信贷渠道与货币渠道两方面进行改善。在信贷渠道方面建立合理的多元化信贷传导渠道。传统金融机构应当推进内部管理体制改革,健全公司治理结构,增加金融产品多样化程度,提高风控水平,降低相关成本,建立有效激励约束机制,以提升传统金融机构在货币政策传导过程中的影响程度及效率^[11]。新兴互联网金融机构,货币当局在大力支持其发展的同时,也应在未来建立监管和控制体系,完善风险预警体系,提高对互联网金融机构可控程度,以增加货币政策目标制定的准确性。在货币渠道方面随着金融市场进一步完善,它将成为未来我国货币政策传导的主要渠道。货币渠道有效传导依赖于完善的货币市场,因此,建立合理利率结构和加快利率市场化进程,提高互联网金融对利率的敏感程度,强化利率传导机制的作用。

(三) 突破货币政策传统操作束缚,增强中央银行决策透明程度

互联网金融发展使得金融工具和金融机构种类日益复杂,传统“三大法宝”开始显示出诸多缺陷。为了应对互联网金融对货币政策实施效率的影响,货币政策工具必须突破传统操作模式束缚,提高经济主体对金融市场多样化的重视程度,增加货币政策操作手段;同时,货币当局规范政策操作,提高决策透明度,增强公开市场操作效力,有效调整公众预期,借助经济主体金融行为实现货币政策操作目标。

参考文献:

- [1] 谢平,邹传伟. 互联网金融模式研究[J]. 金融研究,2012(12):11-22.
- [2] 黄海龙. 基于以电商平台为核心的互联网金融研究[J]. 武汉金融,2012(3):21-22.
- [3] 陈子季. 金融创新的宏观效应分析[J]. 金融研究,2000(5):20-28.
- [4] 王航,汪洋溢,马亮. 金融创新与货币政策有效性研究[J]. 上海金融,2003(8):18-21.
- [5] 杨向阳. 论金融创新形势下货币政策中介目标的选择[J]. 商业研究,2004(6):66-68.
- [6] 吴双勇. 金融创新对货币政策有效性的影响机理研究[J]. 经济研究导刊,2011(21):60-61.
- [7] 方显仓. 金融创新对货币政策利率与信用渠道传导的影响[J]. 内蒙古社会科学(汉文版),2013(5):93-97.
- [8] 胡云飞. 金融创新对货币政策利率传导影响的实证研究[J]. 武汉金融,2012(3):21-22.
- [9] 陶士贵,陆苗苗. 中国货币政策实施的效果:1998~2010—引入汇率因素的考察[J]. 金融经济研究,2012(2):17-27.
- [10] 郑挺国,郭辉铭. 货币政策规则非对称性及其在我国的检验[J]. 南方经济,2012(1):17-27.
- [11] 骆祚炎. 金融加速器效应与货币政策传导研究的新进展[J]. 广东财经大学学报,2013(6):67-73.

(责任编辑 许中坚)