

南方金融

South China Finance

ISSN 1007-9041, CN 44-1479/F

《南方金融》网络首发论文

题目：货币政策冲击、宏观经济变动与信用利差调整
作者：王伯英
收稿日期：2018-08-05
网络首发日期：2018-11-08
引用格式：王伯英. 货币政策冲击、宏观经济变动与信用利差调整[J/OL]. 南方金融.
<http://kns.cnki.net/kcms/detail/44.1479.F.20181106.1532.002.html>



网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

货币政策冲击、宏观经济变动与 信用利差调整*

王伯英

(1. 北京大学博士后流动站, 北京 100871; 2. 中国银保监会博士后工作站, 北京 100033)

摘要：本文运用事件研究法、面板数据分析法，实证研究货币政策冲击下企业债券信用利差的反应，以及货币政策、宏观经济因素对企业债券信用利差的差异性影响，主要得到以下结论：一是货币政策操作对低等级企业债信用利差影响程度高于对高等级企业债信用利差的影响，对短期（1年及以内）、长期（10年以上）企业债信用利差的影响程度高于对中长期（5-10年）企业债的影响；二是我国企业债信用利差受宏观经济环境变化的影响不显著，而货币政策变动所导致的融资环境改变对信用利差有显著影响，融资环境是信用利差变动的主导因素；三是货币政策对信用利差的影响在经济周期不同阶段存在非对称效应，货币政策对信用利差的影响在经济下行阶段更为显著，非对称效应在低等级债券中表现得更为突出。根据本文研究结论，可以得到以下政策启示：第一，基于货币政策工具对债券市场信用利差的差异性影响，优化债券市场利率期限结构，完善货币政策利率传导机制，为疏通货币政策传导、促进经济高质量发展营造有利的金融环境；第二，充分发挥货币政策在优化融资环境中的作用，引导债券市场信用利差保持在合理水平，为企业“去杠杆”打下有利的货币信用基础；第三，根据经济周期不同阶段下货币政策与债券市场信用利差之间的关系特点，完善逆周期货币政策操作，充分发挥债券市场信用利差对市场主体融资的调节功能，引导市场主体主动应对经济周期变化带来的不利冲击，为经济平稳发展创造有利的货币信用条件。

关键词：货币政策；信用利差；经济周期；去杠杆；刚性兑付

中图分类号：F830.39

文献标识码：A

文章编号：1007-9041-2018(11)-0000-00

一、引言与文献综述

近年来，中国信用债市场发展较快，发行规模不断扩大，债券品种越来越丰富。与此同时，随着中、低评级债券发行规模占比持续攀升，在经济下行压力加大的背景下，债券违约事件发生的数量有所增加，债券市场信用利差趋于扩大。债券市场信用利差是反映利率风险溢价的一个重要指标。考虑到债券市场收益率与债券结构设计、市场供求关系、宏观经济变化之间具有密切的关系，债券市场信用利差不仅影响债券投资者收益，而且也影响企业融资成本，对货币政策传导效果产生重要的影响（杨聘和李博，2015）。为此，从货币政策冲击、宏观经济变动等视角，深入、系统地研究债券市场信用利差变动特征及差异性影响，对于完善我国货币政策调控方式、促进经济高质量发展具有重要的理论意义和现实意义。

收稿日期：2018-08-05

作者简介：王伯英，女，北京大学博士后流动站及中国银保监会博士后工作站在站博士后。

* 感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

迄今为止,国内基于宏观层面对债券市场信用利差的研究较少。部分研究者认为宏观经济波动对信用利差具有负向影响(范龙振和张处,2009;戴国强和孙新宝,2011)。对于货币政策对信用利差的影响,则存在不同的研究结论。戴国强和孙新宝(2011)研究发现,M1对企业债信用利差具有正向影响。解文增和王安兴(2014)指出,M1上升将使企业盈利状况改善,降低违约率,导致信用利差下降。于静霞和周林(2015)研究发现,货币政策调整和宏观经济变动对企业债信用利差的影响程度与剩余期限、信用等级密切相关,期限越长、信用级别越低的企业债信用利差受货币政策调整和宏观经济波动的影响越大,信用利差具有典型的逆周期性。关于未预期货币政策因素对债券信用利差影响的研究。郭晔等(2016)认为,未预期货币政策因素对企业债信用利差的影响更为显著,且未预期因素的影响具有非对称效应,在经济繁荣阶段,未预期货币政策因素对信用利差具有更大影响。

信用利差与经济周期具有高度的相关性。Bemanke等(1999)认为,信用利差等反映风险溢价的指标对经济状况有很好的预测能力,信用利差的扩大可能源于企业或金融中介的资产负债表恶化。Gilchrist和Zakrajšek(2012)构建了GZ信用利差,认为GZ信用利差相比公司债利差和商业票据利差具有更好的预测能力。Faust等(2013)指出,引入债券信用利差后的金融指标集对实际经济活动的预测能力显著提升。关于货币政策对债券市场影响的研究。Bernanke和Blinder(1988)、Bernanke和Gertler(1995)研究表明,货币政策通过影响企业资产负债表进而作用于债券市场。随着理性预期学派的兴起,越来越多的学者关注预期和未预期货币政策的不同影响,认为未预期货币政策因素对市场造成的冲击较大,可预期因素对市场的影响较小。Cenesizoglu和Essid(2012)研究表明,未预期到的货币政策变动(收紧/放松)导致信用利差的显著波动(扩大/缩小),并且在经济周期不同阶段存在非对称性影响,在经济衰退期其影响更为显著。

本文首先运用事件研究法,分析信用利差对货币政策操作的反应,探讨不同货币政策操作方式、操作方向对不同信用等级、不同期限的债券信用利差的差异性影响;其次,采用面板分析法,实证检验宏观经济、货币政策变量对债券市场信用利差的差异性影响;最后,比较分析货币政策的变化对不同信用级别、不同期限企业债信用利差的影响,以及货币政策影响在经济周期不同阶段所表现出效应特点,以期完善我国货币政策调控机制和传导机制提供参考。

二、货币政策操作对债券市场信用利差的差异性影响:基于事件研究方法

由于调整的时间间隔不规律,每次调整幅度基本相同,存贷款基准利率或存款准备金率不适合直接作为连续时间序列变量来考察与利率指标的关系,为此,本文采用事件研究法分析货币政策操作事件对利率指标的影响,主要考察两类利率指标以及信用利差的反应。一是国债到期收益率,代表市场无风险利率水平,分别选择3个月、6个月、1年、3年、5年和10年期国债作为研究对象。二是企业债到期收益率,作为风险利率的代理指标,借助该指标更好地反映货币政策操作对企业真实融资成本的影响,选择不同信用等级(AAA、AA、A、BBB+)、不同期限(3个月、6个月、1年期、3年期、5年期、7年期和10年期)企业债作为研究对象。三是信用利差,作为风险溢价的代理变量,采用企业债到期收益率与相同期限的国债到期收益率之差表示。企业债到期收益率和国债到期收益率数据分别采用中债企业债

到期收益率和中债国债到期收益率,频率为日度。所有样本数据主要来源于 Wind 数据库。存贷款基准利率的“宣告调整日”和“实施调整日”是相邻的,存款准备金的调整则先由中央银行公布调整信息,5-15 个交易日后正式实施,具有“宣告调整”和“实施调整”两个不同事件。本文重点研究市场利率及企业债信用利差对“宣告调整”事件的反应,通过累积平均异常值曲线(CAAR)观察利率指标在货币政策“宣告调整”事件前后的变化情况,采用 t 检验法研究“宣告调整”事件对各类市场利率影响的方向和显著性。

(一) 不同货币政策工具事前与事后效应对债券市场信用利差影响的统计分析

通过分析不同货币政策“宣告调整”事件导致的债券收益率曲线的平均变动状况,检验货币政策工具调整对债券市场利率结构的影响。为研究“宣告调整”事件的事前和事后效应,将考察事件窗口期设置为 $[t-10, t+10]$,即事件发生日前的 10 个交易日至事件发生日后的 10 个交易日,其中 t 为“宣告调整”日后的首个交易日,将 $t-10$ 日利差作为基准值,分析事件发生前后 10 个交易日利率指标的变动情况。2010-2016 年期间共发生 31 次存款准备金率或存贷款基准利率的“宣告调整”事件,其中上调 17 次(5 次上调存贷款利率,12 次上调存款准备金率),下调 14 次(6 次仅下调存贷款利率,6 次仅下调存款准备金率,2 次同时下调)。

第一,不区分货币政策操作方式,仅考虑不同操作方向造成的影响。在宣告事件发生之前 $[t-10, t-1]$,国债以及 AAA、A 级企业债收益率及相应的信用利差变化不大,临近事件宣告日,变动幅度有扩大趋势,各利率指标及信用利差基本未对货币政策调整事件作出提前反应。在宣告事件发生后 $[t, t+10]$,各类债券收益率迅速出现大幅变动,货币政策工具的上调操作导致国债以及 AAA、A 级企业债收益率上升,下调操作导致各等级债券收益率下行,随着时间推移,变动幅度逐渐缩小,收益率趋于平稳。货币政策工具的调整方向对债券市场利率变动的影响效果具有非对称性。从变动幅度和斜率来看,下调操作(下调存贷款基准利率或存款准备金率)对债券市场收益率和信用利差的影响程度和反应速度都明显超过货币政策工具上调的平均影响程度。

第二,图 1 比较分析两种不同的货币政策操作方式对各利率指标及信用利差的影响。从事前反应来看,不论操作方向如何,国债和企业债收益率对存贷款基准利率调整事件的提前反应更早、程度更高,对存款准备金调整基本上未作出提前反应。从事后反应来看,两种货币政策工具的上(下)调均导致国债和企业债收益率的上(下)行,但存贷款利率调整的事后效应消失更快。值得注意的是,两种货币政策操作对信用利差造成不同的影响。在存贷款基准利率上调后,AAA、A 级企业债和国债收益率均上行,但前者的上行幅度明显高于后者。可见,存贷款利率的上调导致企业债信用利差走扩。在宣告事件后的 10 个交易日内,信用利差呈扩大趋势,其变动幅度在 $t+10$ 达到最大,分别为 12.46 个基点和 11.02 个基点。与之相反的是,在存款准备金率上调后,国债收益率的上升幅度 > AAA 级企业债收益率上升幅度 > A 级企业债收益率上升幅度,可见,存款准备金率上调导致企业债信用利差收窄,低等级企业债信用利差变动幅度更大。存贷款基准利率下调导致企业债信用利差收窄,且 A 级企业债信用利差的变动幅度明显高于 AAA 级企业债,变动幅度在 $t+7$ 日达到最大,分别收窄 14.68 个基点和 9.35 个基点。存款准备金率的下调也导致企业债信用利差收窄,不同的是导致 AAA 级企业债信用利差的收窄幅度明显高于 A 级企业债,前者变动幅度在 $t+3$ 日达到最大 10.15 个基点。

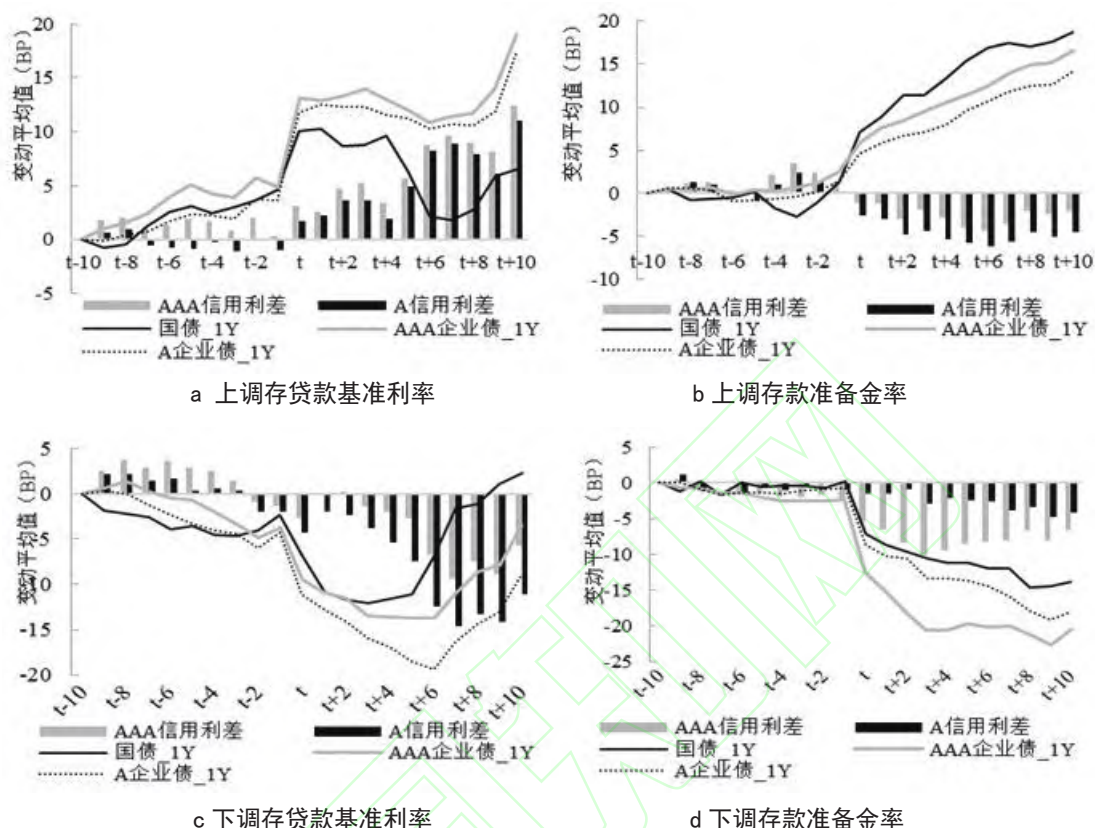


图1 上(下)调存款基准利率(存款准备金率)的事前事后效应

第三,分析常备借贷便利(SLF)对各类利率及信用利差的影响。图2-a展示了SLF利率上调前后1年期的各类债券收益率及信用利差的变动情况。SLF利率上调后,国债和企业债的收益率均上行,企业债收益率变动幅度更大,可见企业债信用利差走扩,AAA级企业债信用利差的变动幅度相对更大,信用利差的变动幅度在2月9日达到最大的10.9个基点,这与信用利差对存款基准利率上调事件的反应类似。图2-b展示了SLF利率下调对利率、信用利差的影响。SLF利率下调后,1年期国债收益率无明显变动,1年期AAA级企业债收益率下行,1年期A级企业债收益率上行,可见SLF利率下调导致高等级企业债信用利差收窄、低等级企业债信用利差走扩。

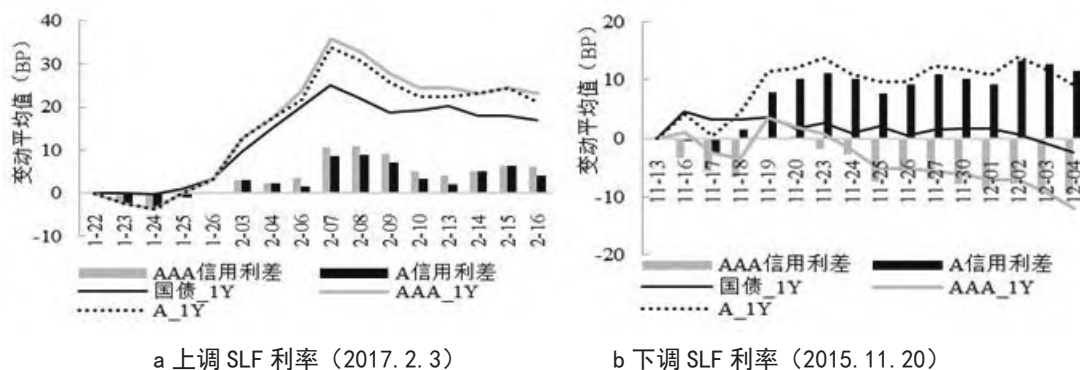


图2 上(下)调SLF利率的事前事后效应

（二）货币政策操作对债券利差结构影响的差异性分析

本文研究宣告事件后一个交易日的利率和利差变动，利率（利差）变动=宣告调整后一个交易日的收益率（利差）-宣告调整日（若为非债券交易日，则取距离最近的前一交易日）的收益率（利差）。根据货币政策“宣告调整”事件组成的样本，对“宣告调整”后首个交易日的利率及利差变化情况进行统计检验，结果表明：货币政策工具调整对企业债信用利差具有差异性影响。从高等级企业债来看，存贷款利率下调导致3个月和6个月期AAA级企业债信用利差平均分别收窄2.63个基点和2.49个基点且显著，但1年、3年、5年和10年期AAA级企业债信用利差收窄却不显著。存款准备金率下调对3个月、6个月期AAA级企业债信用利差影响不显著。存贷款基准利率的上调对3个月AAA级企业债的信用利差影响不显著。准备金率的上调导致1年期AAA级企业债信用利差显著收窄。以A级企业债为代表分析低等级企业债信用利差对货币政策操作的反应。存贷款利率下调导致3个月和10年期A级企业债信用利差平均分别收窄3.69个基点和1.60个基点且显著，对1年、3年和5年期信用利差的影响不显著。存贷款基准利率的上调对1年期A级企业债信用利差的影响不显著；准备金率上调导致1年期A级企业债信用利差缩小2.65个基点且显著。

三、货币政策冲击与宏观经济变动对信用利差的影响：基于面板分析法

（一）实证设计

1. 样本数据说明

在本文实证模型中，被解释变量为不同信用等级、不同期限的企业债信用利差。解释变量主要包含：一是以工业增加值同比增长率和CPI同比增长率来表征经济增长和通货膨胀；二是以广义货币供应量M2代表货币政策指标，由于货币政策工具操作缺乏连续数据，M2是影响市场流动性的重要指标，也是我国货币政策调控的中间目标，因此，采用M2同比增长率作为货币政策操作的代理变量；三是市场无风险利率采用1年期国债到期收益率，收益率曲线斜率用10年期国债到期收益率减去1年期国债到期收益率之差表示；四是股票市场指标，主要采用股票市场的收益率和波动率两个变量。数据主要来源于Wind数据库，频率为月度。债券收益率取当月所有交易日的均值作为月数据，样本期限为2006年3月至2016年12月。

2. 实证模型构建

构建包含宏观经济、货币政策因素的信用利差模型如下：

$$CS_t = c + \beta_1 \cdot \Delta M2_t + \beta_2 \cdot \Delta CPI_t + \beta_3 \cdot IVA_t + \beta_4 \cdot TB_1Y_t + \beta_5 \cdot SLOPE_t + \beta_6 \cdot S_RATE_t + \beta_7 \cdot VOL_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

其中，CS、 $\Delta M2$ 、 ΔCPI 、IVA、TB_1Y、SLOPE、S_RATE、VOL分别代表企业债信用利差、M2同比增长率、CPI同比增长率、工业增加值同比增长率、1年期国债到期收益率、国债收益率曲线斜率、上证综指收益率和上证综指波动率。M2和CPI采用Census X12方法进行季度调整。为检验宏观经济变量、货币政策冲击对不同信用等级企业债信用利差的影响，将企业债划分为AAA、AA、A和BBB+四类面板数据进行分析，通过相关检验确定采用固定效应变系数模型。为避免序列自相关等问题，运用横截面加权的广义最小二乘法进行估计。

（二）货币政策冲击、宏观经济变动对信用利差影响的实证结果分析

基于实证估计结果^①，可以做出以下几点研判：

一是 M2 同比增长率的变化对信用利差具有负向影响，其对短期、低信用级别企业债券信用利差的影响程度更大。具体来看，M2 同比增长率变量的回归系数绝大部分为负，表明宽松货币政策会导致信用利差收窄，与理论分析预期一致。以 1 年期 A 级企业债为例，M2 同比增长率上升 1 个百分点，则信用利差缩小 20 个基点。货币供给量变动对短期债券信用利差的影响更大。从不同期限企业债来看，在 AAA 级企业债券中，M2 对短期债券（1 年及以内）信用利差影响显著为负；对 3 年期债券影响不显著；对中长期债券（5-10 年期）影响显著为正。在 A 级、BBB+ 级企业债券中，M2 同比增长率变量对各期限债券信用利差的影响均显著为负，且回归系数的绝对值随期限的延长而缩小。

二是无风险利率的上升和国债收益率曲线斜率的增加导致企业债信用利差扩大。TB_1Y 和 SLOPE 的回归系数绝大部分显著为正，该结果与结构化模型的理论分析正好相反^②，恰好符合货币政策传导的资产负债表渠道理论。收益率曲线斜率可能产生两种相反方向的影响，一方面，斜率上升意味着预期的未来短期利率上行，使得企业融资环境预期恶化，导致信用利差走扩；另一方面，国债收益率曲线斜率上升预示着经济前景向好，企业资产负债表改善，令信用利差缩小。本文实证结果显示斜率的回归系数显著为正，表明融资环境变化是主导因素，经营环境变化的影响则较小。我国企业债信用利差对宏观经济环境变化的反应不充分，而货币政策变动所导致的融资环境改变对于信用利差变动起主导作用，表明债券市场“刚性兑付”的长期存在使得信用债定价存在扭曲，信用利差无法反映全部的信用风险补偿。

三是通胀水平和工业增加值同比增长率对企业债信用利差扩大具有正向影响。在四个面板回归模型 IVA 的 26 个回归系数中，正负值基本对半；在 10% 显著性水平下显著的 IVA 系数共计 3 个且均为负值。CPI 的 26 个回归系数中绝大部分（22 个）为负，14 个系数在 5% 显著性水平下显著，且均为负值。CPI 同比增长率对企业债信用利差形成显著的负向影响，通胀水平上升导致信用利差缩小。从理论上说，通货膨胀率上升的初期通常伴随着经济增长预期的改善，企业生产经营状况有所好转，信用违约率下降，尤其是期限较长、信用级别低、具有更高违约风险的债券，信用利差将出现较明显的收窄；随着通胀水平继续上升，紧缩货币政策预期升温，投资者会要求更高的风险溢价，从而导致信用利差扩大。

（三）经济周期视角下货币政策冲击对信用利差的非对称性影响分析

将经济周期区分为上行阶段和下行阶段，实证检验货币政策对信用利差的非对称性影响。根据宏观经济景气预警指数区分经济周期的不同阶段，100 及以上为景气区间，代表经济状况向好；100 以下为不景气区间，代表经济状况趋于恶化。宏观经济景气指数来源于 Wind 数据库，采用月度数据。2006 年 3 月至 2016 年 12 月，共计 130 个月，经济上行期 59 个月，经济下行期 71 个月。分别以经济上行期和下行期作为样本区间，重新构建公式（1）的回归模型，分析经济周期不同阶段下信用利差的决定因素^③。基于表 1 的估计结果，可以发现：货币政策对信用利差的影响在经济下行阶段表现得更为显著，非对称效应在低等级债券中表现

^①因本文篇幅所限，实证结果并未在文中列示，如有需要请向作者索取。

^②根据 Merton（1974），信用利差随无风险利率和收益率曲线斜率的上升而下降。

^③因篇幅所限，经济上行阶段和下行阶段的检验结果在此处不予展示。

更为突出。从显著性水平来看,无论是经济上行阶段还是下行阶段,在AAA级、AA级企业债券中,M2回归系数有正有负,部分显著;在A级、BBB+级企业债券中,M2回归系数均为负数,几乎全部显著。这说明M2对低等级(A级、BBB+级)企业债信用利差的解释力相较于高等级企业债(AAA级、AA级)更强,与总体样本区间的检验结论基本一致。比较M2对低等级企业债信用利差在经济周期不同阶段的影响发现,在经济下行阶段,M2回归系数的绝对值和显著性水平都明显高于经济上行阶段,下行阶段的12个回归系数在1%显著性水平下全部显著,上行阶段的10个回归系数并不都显著。这说明货币政策对低等级企业债信用利差的影响存在非对称效应,在经济下行阶段的影响效应更大。经济下行阶段往往对应宽松货币政策,因而货币供应量增速的提升会导致低等级债券信用利差显著收窄。该结果与Cenesizoglu和Essid(2012)的研究结论较为一致。

表1 经济周期视角下货币政策冲击对信用利差影响的估计结果

经济上行阶段				
企业债期限	AAA级企业债	AA级企业债	A级企业债	BBB+级企业债
3个月期	-0.0505 (0.0449)	-0.0594 (0.1132)		
6个月期	-0.0381 (0.2055)	-0.0567 (0.2569)		
1年期	-0.0118 (0.7099)	-0.0324 (0.5433)	-0.1820 (0.0635)	-0.1576 (0.0917)
3年期	0.0385 (0.1389)	0.0039 (0.9251)	-0.1377 (0.0602)	-0.1196 (0.0936)
5年期	0.0462 (0.0209)	0.0141 (0.6791)	-0.1221 (0.0331)	-0.1121 (0.0378)
7年期	0.0532 (0.0161)	0.0292 (0.3946)	-0.0797 (0.0651)	-0.0717 (0.0841)
10年期	0.0529 (0.0264)	0.0261 (0.4530)	-0.0748 (0.0922)	-0.0695 (0.1169)
经济下行阶段				
企业债期限	AAA级企业债	AA级企业债	A级企业债	BBB+级企业债
3个月期	-0.0305 (0.0016)	-0.0098 (0.5907)	-0.3788 (0.0000)	-0.7073 (0.0000)
6个月期	-0.0162 (0.1173)	-0.0036 (0.8685)		
1年期	-0.0111 (0.2331)	-0.0073 (0.7293)	-0.1714 (0.0000)	-0.3764 (0.0000)
3年期	0.0084 (0.4302)	0.0083 (0.7036)	-0.1751 (0.0000)	-0.3922 (0.0000)
5年期	0.0218 (0.0150)	0.0180 (0.3364)	-0.1588 (0.0000)	-0.3810 (0.0000)
7年期	0.0279 (0.0112)	0.0170 (0.3630)	-0.1608 (0.0000)	-0.3878 (0.0000)
10年期	0.0365 (0.0003)	0.0210 (0.2080)	-0.1560 (0.0000)	-0.3929 (0.0000)

注:括号内为P值。

四、主要研究结论与政策启示

本文运用事件研究法、面板数据分析法,实证研究货币政策冲击下企业债券信用利差的

反应,以及货币政策、宏观经济因素对企业债券信用利差的差异性影响,主要得到以下结论:一是货币政策操作对低等级企业债信用利差影响程度高于对高等级企业债信用利差的影响,对短期(1年及以下)、长期(10年以上)企业债信用利差的影响程度高于对中长期(5-10年)企业债的影响;二是我国企业债信用利差受宏观经济环境变化的影响不显著,而货币政策变动所导致的融资环境改变对信用利差有显著影响,融资环境是信用利差变动的主导因素;三是货币政策对信用利差的影响在经济周期不同阶段存在非对称效应,货币政策对信用利差的影响在经济下行阶段表现更为显著,非对称效应在低等级债券中表现得更加突出。

基于上述研究结论,可以得到以下政策启示:

第一,基于货币政策工具对债券市场信用利差的差异性影响,优化债券市场利率期限结构,完善货币政策利率传导机制。当前,我国货币政策传导不畅所带来的负面影响更加凸显。虽然货币当局采取多种创新性货币政策工具,引导市场流动性保持合理充裕,推动同业拆借和质押利率下行。但是,实体经济仍然面临一定程度的信用紧缩状态,企业特别是小微企业融资难、融资贵问题依然存在。货币政策传导机制不畅已实质性地影响我国稳健中性货币政策意图的实现。为此,有必要通过不同货币政策工具组合的运用,引导形成更加科学、合理的债券市场信用利差结构,推动建立更加完善、畅通的利率传导机制,为疏通货币政策传导、促进经济高质量发展营造有利的金融环境。

第二,充分发挥货币政策在优化融资环境中的作用,引导债券市场信用利差保持在合理水平,为企业“去杠杆”打下有利的货币信用基础。当前,我国非金融企业部门杠杆率偏高、杠杆结构不合理并非朝夕之间形成的,而是金融资源与经济结构之间错配不断累积所带来的结果。长期以来,我国直接融资发展不尽如人意,这是非金融企业部门杠杆率持续上升的重要原因之一。为此,货币当局可以进一步综合运用多种货币政策工具,把好货币供给总闸门,保持市场流动性合理充裕,完善债券市场收益率曲线,疏通货币政策利率传导机制,通过机制创新以支持直接融资市场加快发展,通过信用增进机制的完善以加大对有发展潜力的中小微企业、民营企业的融资支持,提高金融服务实体经济的能力,切实、有效缓解企业融资难、融资贵。

第三,利用经济周期不同阶段下货币政策对债券市场信用利差影响的差异性,有效平滑经济周期变化对市场主体带来的不利影响。近年来,随着我国现代金融体系建设的稳步推进,金融周期与经济周期叠加和共振所带来的负面影响越来越明显,一方面金融部门通过乘数和加速效应加剧经济周期的波动、从而影响经济平稳发展,另一方面金融资源错配加剧金融风险积累、从而有碍于经济稳定。有鉴于此,下一步货币当局可以根据经济周期不同阶段下货币政策与债券市场信用利差之间关系的特点,进一步完善逆周期货币政策操作,充分发挥债券市场信用利差对市场主体融资的调节功能,引导市场主体主动应对经济周期变化带来的不利冲击,为促进经济平稳发展创造有利的货币信用条件。

参考文献

- [1] Basistha A, Kurov A. Macroeconomic Cycles and The Stock Market's Reaction to Monetary Policy[J]. Journal of Banking and Finance, 2008, 32(12).
- [2] Bernanke B S, Blinder A S. Credit, Money, and Aggregate Demand[J]. American Economic Review,

- 1988, 78(2).
- [3] Bernanke B, Gertler M, Gilchrist S. Financial Accelerator in A Quantitative Business Cycle Framework[J]. Handbook of Macroeconomics, 1999, 1(99).
- [4] Bernanke B, Gertler M. Inside the Black Box :the Credit Channel of Monetary Policy Transmission[J]. Journal of Economic Perspective, 1995, 9(4).
- [5] Collin-Dufresne P, Goldstein R, Martin J S. The Determinants of Credit Spread Changes[J]. Journal of Finance, 2001, 56(6).
- [6] Elton E J, Gruber M J, Agrawal D. Explaining the Rate Spread in Corporate Bonds[J]. Journal of Finance, 2001, 58(9).
- [7] Huang Y F. Time Variation in U.S. Monetary Policy and Credit Spreads[J]. Journal of Macroeconomics, 2015, 43(1).
- [8] Jon F, Simon G, Jonathan H. Wright E Z. Credit Spreads As Predictors Of Real-Time Economic Activity: A Bayesian Model-Averaging Approach[J]. Review of Economics and Statistics, 2013, 95(5).
- [9] Lawrence C, Roberto M, Massimo R. Risk Shocks[J]. American Economic Review, 2014, 1(104).
- [10] Mark G, Peter K. Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity[J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2015, 7(1).
- [11] Mody A, Taylor M P. The High-Yield Spread as A Predictor of Real Economic Activity: Evidence of a Financial Accelerator for the United States[J]. IMF Economic Review, 2003, 50(3).
- [12] Robert A, Jarrow S T. Pricing Derivatives on Financial Securities Subject to Credit Risk[J]. Journal of Finance, 1995, 50(1).
- [13] Simon G, Egon Z. Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations[J]. American Economic Review, 2012, 102(4).
- [14] Tolga C, Badye E. The Effect of Monetary Policy on Credit Spreads[J]. Journal of Finance Research, 2012, 35(4).
- [15] 戴国强, 孙新宝. 我国企业债券信用利差宏观决定因素研究[J]. 财经研究, 2011(12).
- [16] 范龙振, 张处. 中国债券市场债券风险溢酬的宏观因素影响分析[J]. 管理科学学报, 2009(6).
- [17] 郭晔, 黄振, 王蕴. 未预期货币政策与企业债券信用利差——基于固浮利差分解的研究[J]. 金融研究, 2016(6).
- [18] 解文增, 王安兴. 公司个体特征、经济状态变量与公司债利差[J]. 投资研究, 2014(1).
- [19] 吴华强, 才国伟, 徐信忠. 宏观经济周期对企业外部融资的影响研究[J]. 金融研究, 2015(8).
- [20] 熊海芳, 王志强. 货币政策意外, 利率期限结构与通货膨胀预期管理[J]. 世界经济, 2012(6).
- [21] 杨婷, 李博. 从城投债发行定价看利率市场化改革[J]. 南方金融, 2015(2).
- [22] 于静霞, 周林. 货币政策、宏观经济对企业债券信用利差的影响研究[J]. 财政研究, 2015(5).

(编辑: 胥爱欢)