



華東理工大學商學院  
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY SCHOOL OF BUSINESS



AACSB  
ACCREDITED



ASSOCIATION  
AMBA  
ACCREDITED

CAMEA  
中国高质量MBA教育认证



# 金融学 ——货币政策

主讲：郑庆寰  
单位：商学院

连接商业与科技 培养知行合一的经管人才

TO BRIDGE BUSINESS WITH TECHNOLOGY, AND TO NURTURE MANAGERIAL TALENTS WITH ADVANCED KNOWLEDGE AND PRACTICAL ABILITY.



- 新冠肺炎疫情暴发后，中国人民银行果断推出涉及 9 万亿元货币资金的货币政策应对措施，主要包括：引导中期借贷便利和公开市场操作中标**利率下行**，推进 LPR 改革释放**利率市场化**红利，**三次降低存款准备金率**释放 1.75 万亿元长期资金，推出 1.8 万亿元**再贷款、再贴现**政策，创新两项**直达实体经济的货币政策工具**以支持小微企业融资 4.7 万亿元。金融部门通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等措施向实体经济让利约 1.25 万亿元，全年可实现 1.5 万亿元的目标。
- 货币政策保持流动性合理充裕，预计带动 2020 年全年人民币贷款新增 20 万亿元左右，社会融资规模增量超过 30 万亿元。广义货币和社会融资规模增速高于去年，金融对实体经济保持了较强的支持力度。



# 目录

## CONTENTS

1 货币政策目标

2 货币政策工具

3 货币政策传导机制

4 货币政策效果



# 01

## 货币政策目标



# 货币政策

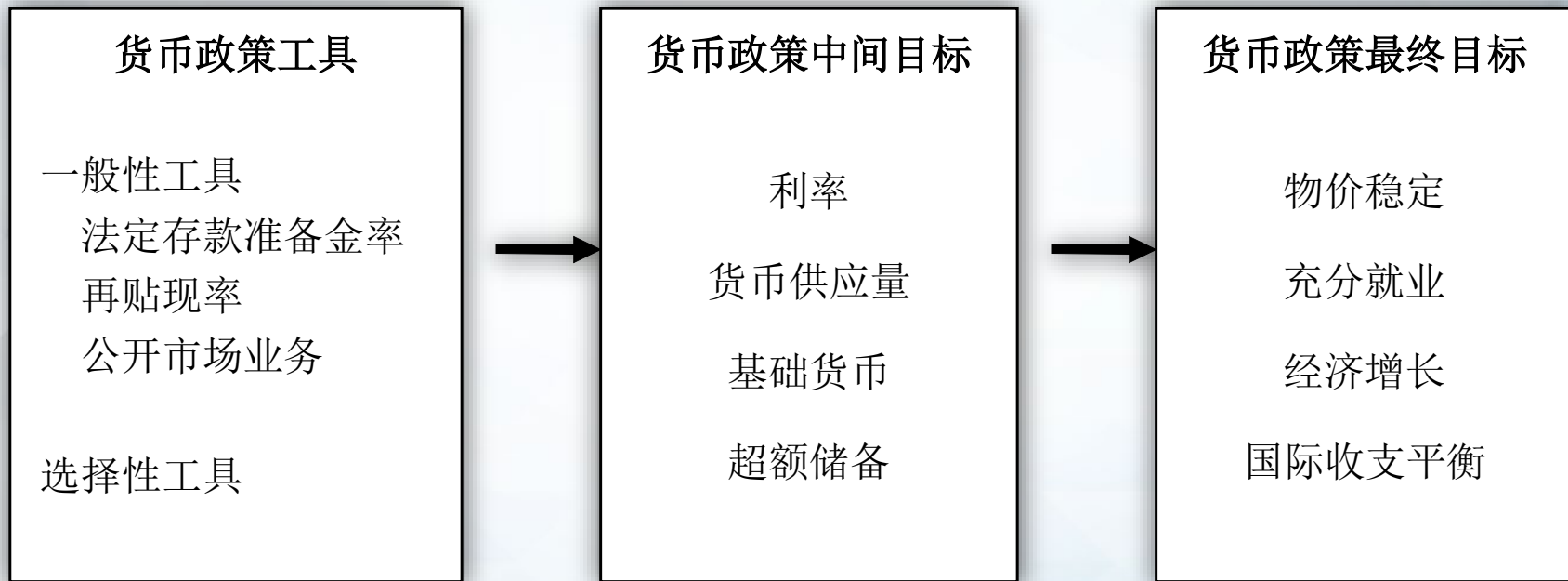
## ( monetary policy )



- 货币政策是由货币当局即**中央银行**通过调节一系列政策工具影响**货币供应规模**和**利率**，促进**特定经济目标**实现的方针和措施的总称。
- 货币政策主要研究三方面的问题：**货币政策目标**（包括最终目标、中间目标和传导机制）、**货币政策工具**、**货币政策效果**。



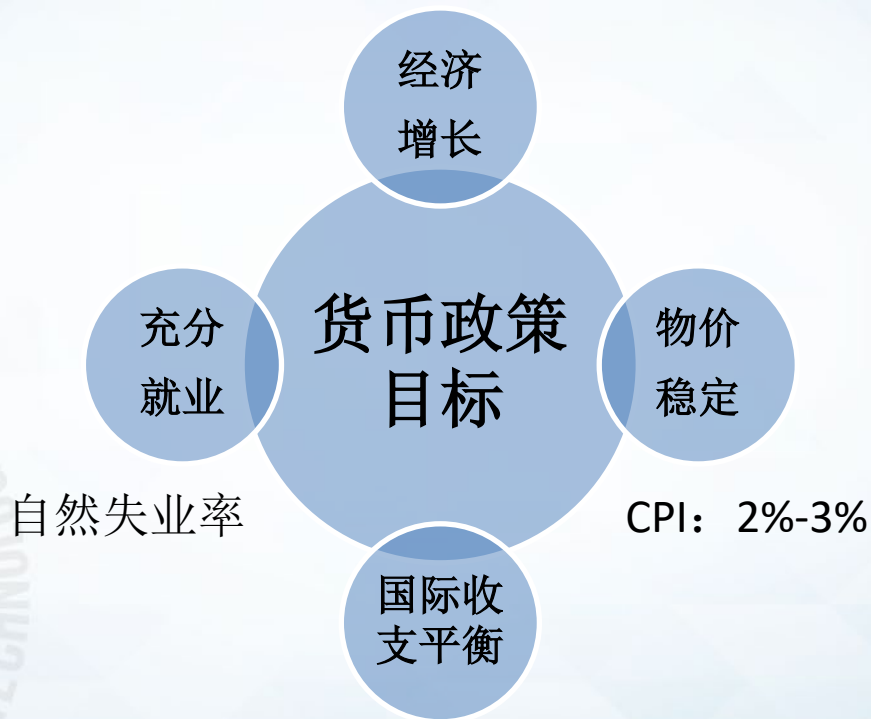
# 货币政策的实现过程







# 货币政策最终目标





# 最终目标的相互冲突

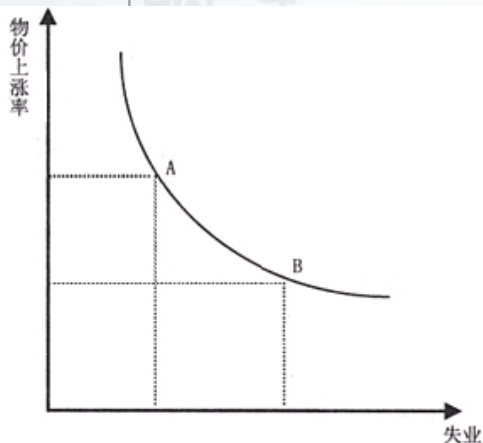


物价稳定



充分就业

菲利普斯曲线



物价稳定



经济增长

- 长期：一致
- 短期：抑制物价降低经济增长



经济增长



国际收支

- 经济增长、出口↑、顺差
- 经济增长、进口↑、逆差



经济增长



充分就业

- 传统经济增长方式：相互促进
- 更高形式经济增长：有可能冲突





# 单一目标和多目标



## ➤ 最终目标组合

物价稳定

低失业率下的国内经济稳步增长

适应宏观经济的合理的国际收支结构



中国

- (1) 单一目标：“通货膨胀目标制”：欧盟、澳大利亚
- (2) 多目标：美国、日本
- (3) 不同经济时期，目标会发生转换



# 货币政策中间目标



➤ 是指中央银行在货币政策实施中为考察货币政策的作用，在货币政策操作目标和最终目标之间设立的一些**过渡性指标**。

➤ 选择标准





# 中间目标的种类



效果目标（远期目标）：在货币政策实施的后期，为中央银行进一步提供反馈信息，衡量货币政策最终目标的效果。

操作目标（近期目标）：在货币政策实施过程中，为中央银行提供直接的和连续的反馈信息，借以衡量货币政策的初步影响。

## 利率



**优点：**可测性好、可控性好、相关性好、抗干扰性差

**缺点：**央行只能控制名义利率而非实际利率

## 货币供应量



**优点：**可测性好、可控性好、相关性好、抗干扰性较好

**缺点：**与物价水平呈现非线性关系；不同层次货币供应量变动对经济活动产生不同影响；短期内较难控制。

## 基础货币



**优点：**可测性好、可控性好、相关性好、抗干扰性较好

**缺点：**有效的前提是货币乘数稳定

## 超额准备金



主动权在商业银行，中央银行调控作用有限

## 中间目标

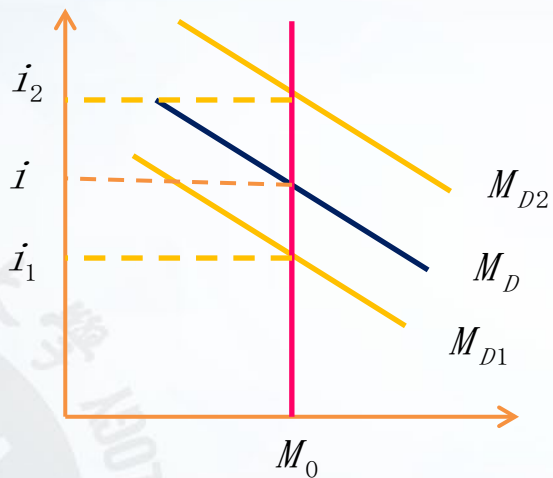


# 货币政策中间目标的讨论

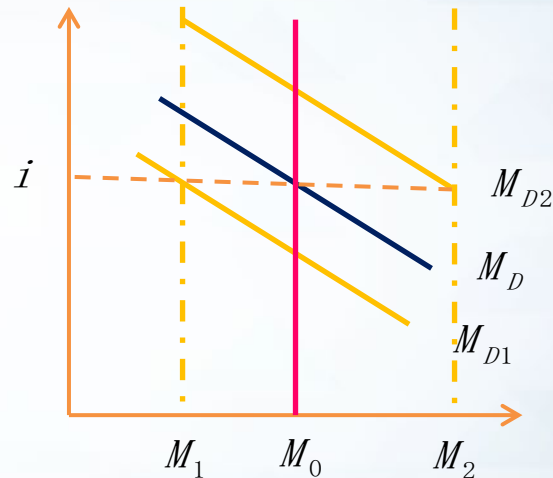


- 一般来说，衰退时期的中间目标以利率和信贷为主较好，膨胀时期的中间目标以货币供应量为佳；
- 中间目标表现形式多样，选择时要适应不同国家的不同情况；
- 任何货币政策中间指标甚至货币政策本身都不是万能的。

央行能否同时选择利率和货币供应量两个中间目标？



货币供应量作为中介目标意味着利率波动。



利率作为中介目标意味着货币供应量波动。



# 中、美货币政策中间目标对比

## ➤ 美国——联邦基金利率（利率型目标）

- 1) 联邦基金利率：美国金融机构间的准备金头寸调整的隔夜拆借利率。
- 2) 每年公布八次。

## ➤ 中国——货币供应量（数量型目标）

- 1) 贷款规模（1993年之前）
- 2) 货币供应量（1994年9月人民银行正式确定）
- 3) M2和新增人民币贷款规模（1998年）
- 4) M2和社会融资规模（2012年）





## 泰勒规则

$$r = 0.5 * (p - 2) + 0.5 * \hat{y} + p + 2$$

## 伯南克规则

$$r = 0.5 * (p - 2) + 1 * \hat{y} + p + 2$$

## 耶伦规则

$$r = 0.5 * (p - 2) + 1 * \hat{y} + 0.5 * (l - 66.5) + p + 2$$



# 数量型？价格型？



## 推动转型的主要动力和条件：

- 数量型目标与物价涨幅的**相关性显著弱化**，因此难以继续通过对货币供应量的调控来达到稳定经济和物价的目标。
- 由于金融创新使**货币需求变得不稳定**和难以预测，盯住货币供应量会人为导致市场利率的大幅波动。
- 政策利率能**有效地传导**到其他市场利率（包括债券收益率、存贷款利率）和实体经济。

**向债券利率的传导：**逆回购利率 $\uparrow$ →银行体系流动性紧缩→银行购买债券减少→债券利率 $\uparrow$ （短期→长期）

**向贷款利率的传导：**MLF $\uparrow$ →LPR $\uparrow$ →贷款利率 $\uparrow$



# 02

## 货币政策工具



# 货币政策工具

1

## 一般性

公开市场操作  
法定存款准备金率  
再贴现率 (SLF、MLF)

2

## 选择性

消费信用控制  
证券市场信用控制  
不动产信用控制

3

## 其他

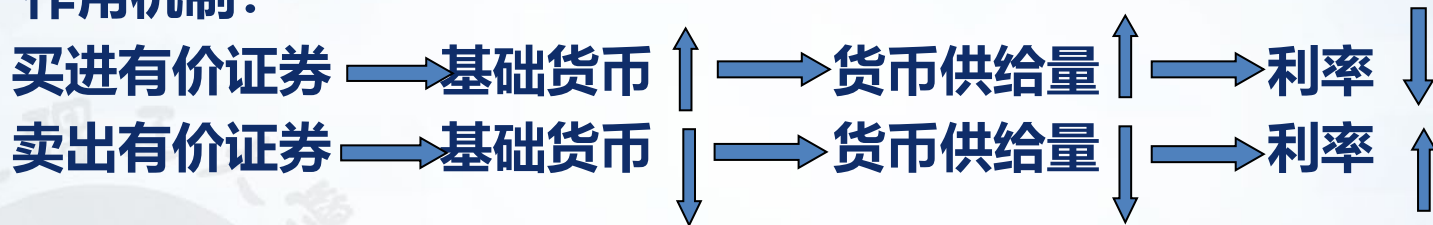
直接信用控制  
间接信用控制



# 1. 公开市场操作 ( open market operation )

- 含义：央行在金融市场上公开买卖有价证券以控制货币供应量及利率的活动。

- 作用机制：



- 分类：主动型（进攻性）、被动型（防御型）
- 优点：主动性、灵活性、可逆性。
- 要求：发达金融市场和一定规模的证券

**公开市场业务是央行进行金融调控的理想工具**

## 公开市场业务交易公告 [2020]第232号

字号 大 中 小

文章来源：货币政策司

2020-11-27 09:20:30

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

为维护银行体系流动性合理充裕，2020年11月27日人民银行以利率招标方式开展了1200亿元逆回购操作。具体情况如下：

### 逆回购操作情况

期限	中标量	中标利率
7天	1200亿元	2.20%

中国人民银行公开市场业务操作室

二〇二〇年十一月二十七日

二〇二一年十二月十四日

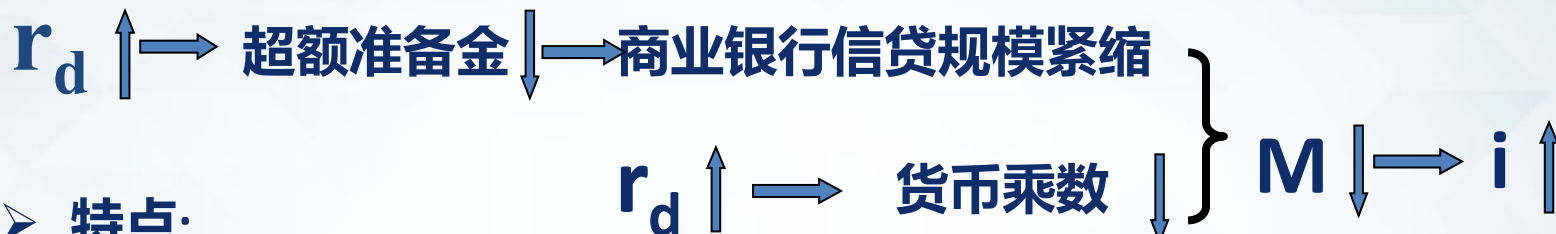




## 2、法定存款准备金率 ( $r_d$ )



### ➤ 作用机制 (反之则反)



### ➤ 特点:

- 对货币供给量影响巨大;
- 强烈的告示效应;
- 央行可以主动采用, 但缺乏弹性。

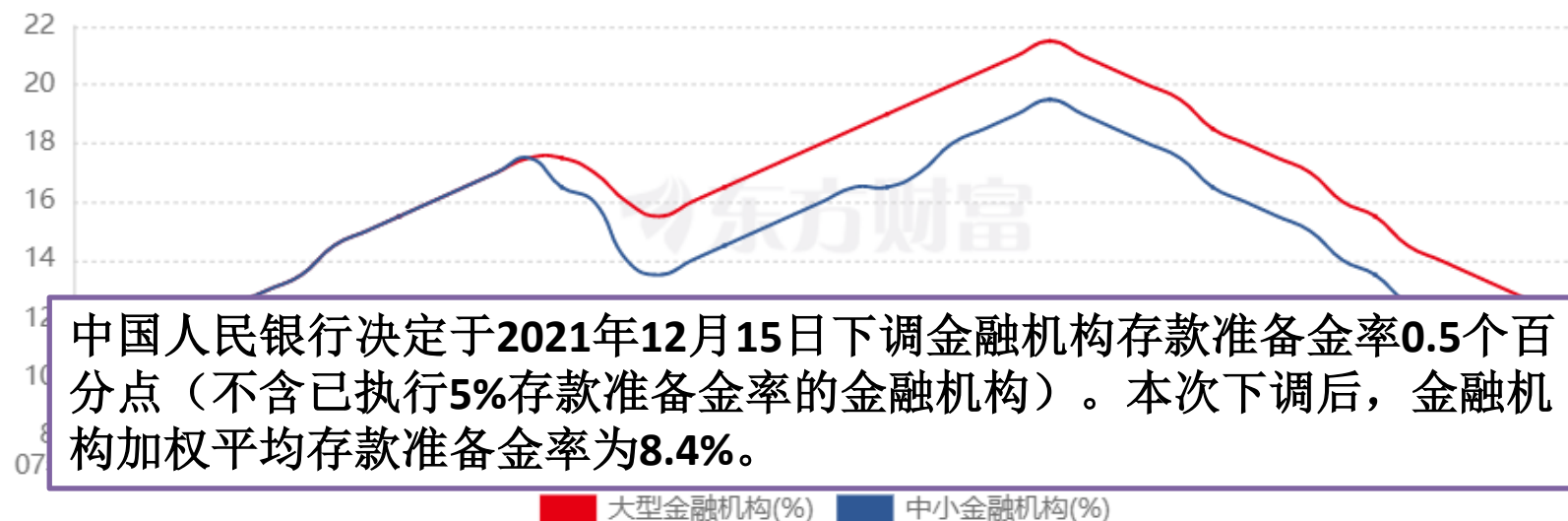
为何我国一度将法定存款准备金率作为常用的货币政策工具

因此, 法定准备金率并不经常被运用。只有当央行准备大规模调整货币供给时才采用。



## > 中国 存款准备金率

EA  
教育认证



公布时间	生效时间	大型金融机构			中小金融机构			消息公布次日指数涨跌		备注
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	上证	深证	
2021年07月09日	2021年07月15日	12.50%	12.00%	-0.50%	10.50%	10.00%	-0.50%	0.67%	2.14%	备注
2020年01月01日	2020年01月06日	13.00%	12.50%	-0.50%	11.00%	10.50%	-0.50%	1.15%	1.99%	备注
2019年09月06日	2019年09月16日	13.50%	13.00%	-0.50%	11.50%	11.00%	-0.50%	0.84%	1.82%	备注
2019年01月04日	2019年01月25日	14.00%	13.50%	-0.50%	12.00%	11.50%	-0.50%	0.72%	1.58%	备注
2019年01月04日	2019年01月15日	14.50%	14.00%	-0.50%	12.50%	12.00%	-0.50%	0.72%	1.58%	备注



### 3、再贴现率



#### ➤ 主要内容

(1) 规定贴现贷款的条件

(2) 规定贴现率

➤ 作用机制：央行通过再贴现率的调整，可以影响贴现贷款的规模和商业银行的借款成本，进而影响基础货币的投放及货币供给量。

#### ➤ 局限性：

- 中央银行处在被动的地位（告示作用）
- 环境要求较高：商业信用与贴现市场发达（完善的票据市场）
- 灵活性小。



# 创新货币政策工具



## SLF常备借贷便利

- 2013年创设
- 政策性、全国性银行
- 抵押贷款
- 1-3个月

## SLO短期流动性调节工具

- 2013年创设
- 系统重要性金融机构
- 公开市场常规操作的间歇期使用

## MLF中期借贷便利

- 2014年创设
- 符合宏观审慎要求的商业银行、政策性银行
- 招标方式、质押贷款
- 1年

## TMLF

- 定向中期借贷便利
- 小微企业、三农等

## PSL抵押补充贷款

- 2014年创设
- 政策性银行



# 中国人民银行再贷款、再贴现利率表

(自2020年7月1日起执行)

	利率
一、再贷款	
1.支农、支小再贷款	
其中：3个月	1.95%
6个月	2.15%
1年	2.25%
2.金融稳定再贷款	1.75%
其中：延期期间	3.77%
二、再贴现	2.00%



AACSB  
ACCREDITED



ASSOCIATION  
AMBA  
ACCREDITED

CAMEA  
中国高质量MBA教育认证

利率走廊调控(interest rate corridor)是指中央银行通过设定和变动自己的存贷款利率，实现对同业拆借利率的调节和控制。利率走廊是近十年来国外实行的货币政策操作的一种新方法。

—— 上限：央行向商业银行贷款利率

商业银行同业拆借利率

—— 下限：商业银行在央行存款利率



# 选择性货币政策工具



## 消费信用控制

- **对象：**耐用消费品信贷
- **措施：**停办、提高首付、缩短分期期限、限制购买种类
- **适用：**消费膨胀及通胀时期

## 证券市场信用控制

- **对象：**证券交易融资
- **措施：**保证金比例、证券抵押贷款比率
- **适用：**证券价格泡沫

## 不动产信用控制

- **对象：**房地产信贷
- **措施：**提高首付比例、限购
- **适用：**房地产价格泡沫





# 其他政策工具





# 03

## 货币政策传导机制



# 货币政策传导机制

- 运用货币政策工具到实现货币政策目标的作用过程，即如何通过货币政策各种措施的实施，使经济体制内的各种经济变量影响整个社会经济活动。
- 环节
  - (1) 央行→商业银行（信贷）；金融市场（利率）
  - (2) 金融机构、金融市场→企业、居民
  - (3) 企业、居民→总产出、物价、就业



# 货币政策传导条件

- 建立未来**通货膨胀稳定**的目标预期，有利于中央银行货币政策的传导。
- 较为**完善的金融市场**。
- 企业与银行**行为市场化程度强**。只有企业与商业银行真正以市场作为资源配置的有效手段，才能对中央银行的货币政策调控反应灵敏、准确，货币政策传导效果才会成效显现。



# 货币政策传导机制理论



强调利率在传导机制中的作用

## 凯恩斯学派

### ➤ 早期凯恩斯学派的货币政策传导机制理论

$M_s \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

### ➤ 托宾的q 理论

$M_s \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow PE \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

$$q = \frac{\text{企业真实资本的市场价值}}{\text{资本的重置成本}}$$



强调货币供应量在  
传导机制中的作用

## 货币学派

$M \rightarrow E \rightarrow I \rightarrow Y$

短期：影响总支出和投资（货币需求不变）

长期：只影响物价水平，不对真实产出产生影响。

开放经济下的货币政策传导机制

$M_s \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \text{ (汇率)} \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

本币贬值

净出口





# 04

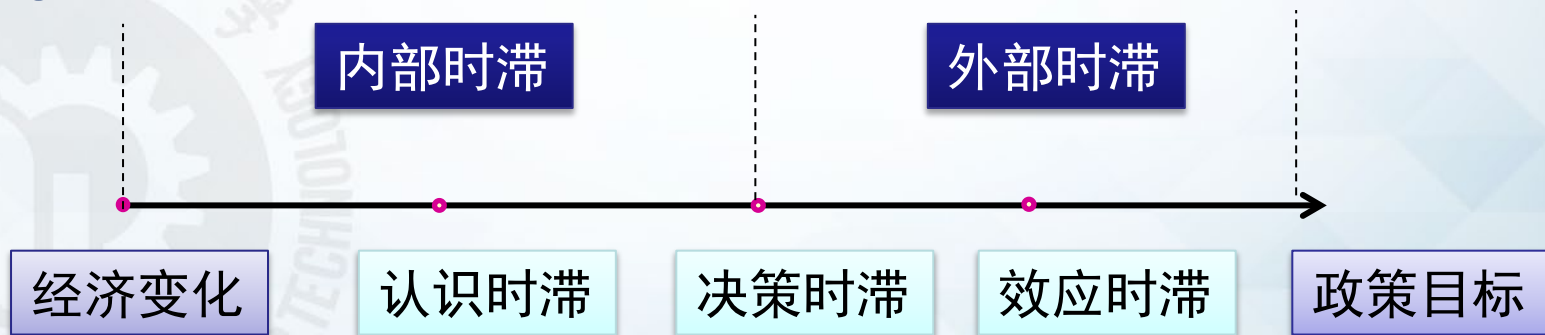
## 货币政策效果



# 货币政策有效性



- 货币政策有效性是指中央银行通过操作货币政策工具，通过良好的传导机制，较好地实现中央银行预期最终政策目标。
- 影响货币政策有效性的因素
  - ① 货币政策时滞（最主要障碍）
  - ② 货币流通速度变动
  - ③ 人们对货币政策的合理预期





# 货币政策的局限性

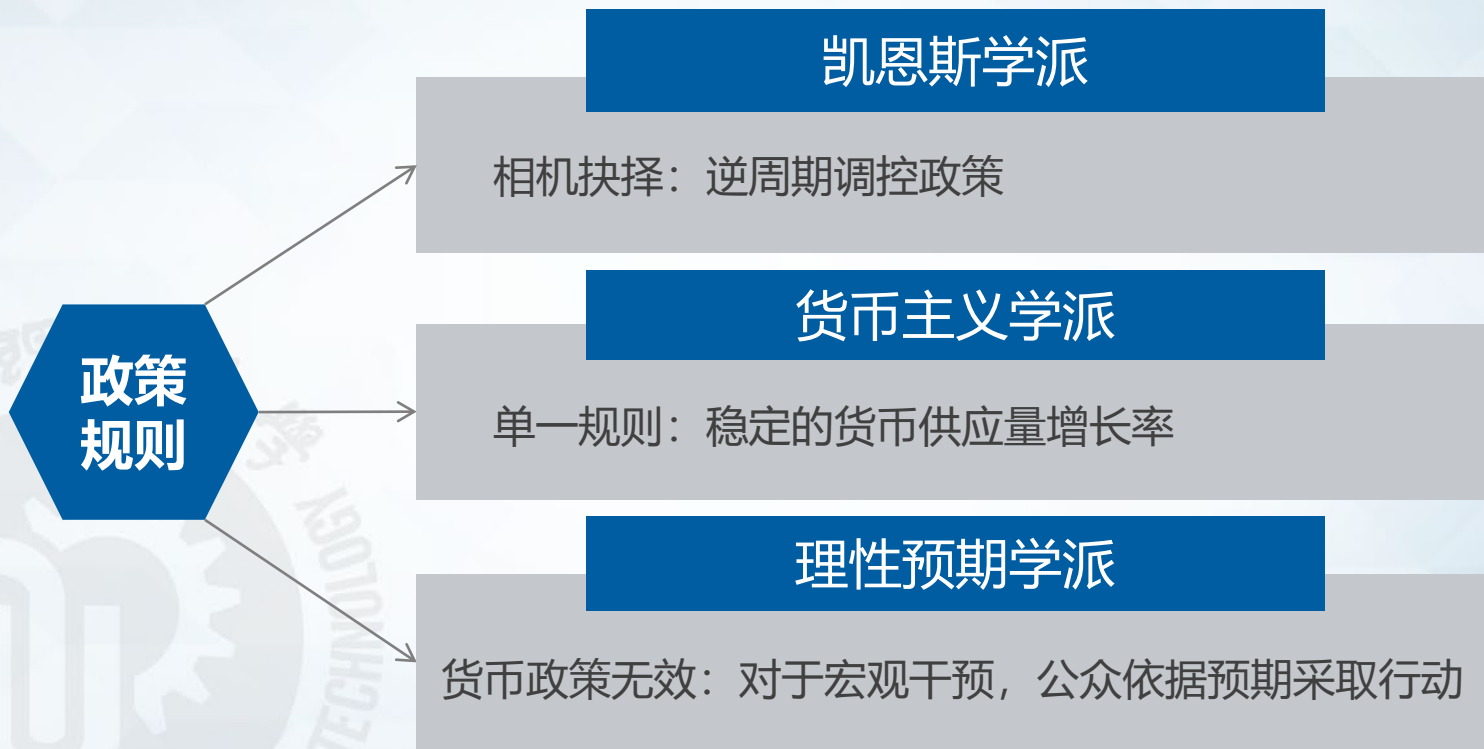


- 通货膨胀时期，实行紧缩的货币政策的效果显著。但是在经济衰退时期，实行扩张的货币政策效果不显著。
- 货币流通速度
  - 通货膨胀时期，居民希望尽快消费，货币流通速度加快，减少货币供给的效果打折扣；
  - 经济衰退时，货币流通速度下降，对货币的需求减少。
- 合理预期

货币政策只有在人们不存在合理预期，盲目跟从时才最有效



# “相机抉择”或“单一规则”





# 货币与财政政策搭配



松货币松财政

总需求不足，  
经济严重衰退。



紧货币紧财政

总需求过旺，  
经济严重通胀。



松货币紧财政

政府投资过热、  
民间投资不足，  
经济萎缩。



紧货币松财政

经济较为繁荣，  
但投资支出不足。



# 本章小结



- 货币政策目标
- 货币政策工具
- 货币政策传导机制
- 货币政策效果及搭配





華東理工大學商學院  
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY SCHOOL OF BUSINESS



AACSB  
ACCREDITED



ASSOCIATION  
AMBA  
ACCREDITED

CAMEA  
中国高质量MBA教育认证



# 谢 谢！

连接商业与科技 培养知行合一的经管人才

TO BRIDGE BUSINESS WITH TECHNOLOGY, AND TO NURTURE MANAGERIAL TALENTS WITH ADVANCED KNOWLEDGE AND PRACTICAL ABILITY.