



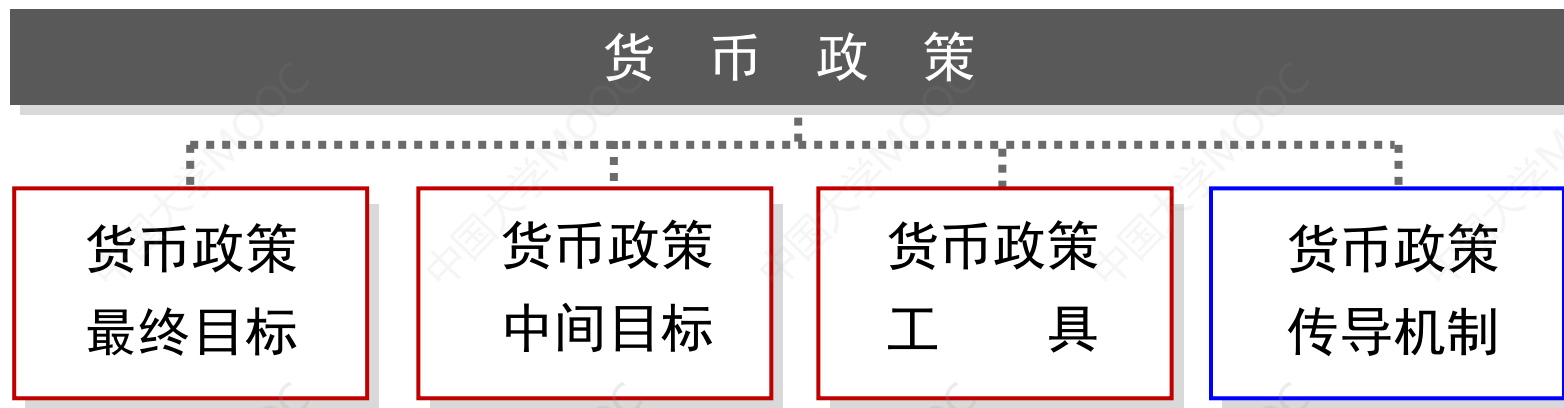
## 第16章 货币政策与传导机制

### 本章教学内容

- ❑ 货币政策与政策目标
- ❑ 货币政策工具
- ❑ 货币政策综合运用
- ❑ 中国人民银行货币政策目标及操作
- ❑ 美联储货币政策目标及操作
- ❑ 货币政策传导机制

# 1. 货币政策与政策目标

- **货币政策**（Monetary Policy）是指中央银行为实现既定经济目标，运用各种工具调节货币供应量和利率，进而影响宏观经济的政策和措施的总合。
- **货币政策的主要特征**
  - 一种宏观经济政策而非微观经济政策
  - 一种间接调控政策而非直接调控政策
  - 一种调整社会总需求的政策而非调整社会总供给的政策
- **货币政策的组成部分**



# (1) 货币政策的最终目标

- 货币政策最终目标包括：



- 最终目标中，某些目标之间存在矛盾，难以同时实现。
- 最终目标中，**物价稳定**越来越被视为最重要的目标。

# 货币政策最终目标间的矛盾

- 货币政策最终目标之间的关系有一致的情况，比如充分就业与经济增长，但某些目标之间则存在矛盾，因此中央银行很难同时实现所有的最终目标。
- 充分就业与物价稳定存在矛盾
  - 菲利普斯曲线：通胀率和失业率存在负相关关系
- 经济增长与物价稳定存在矛盾
  - 要经济增长→扩张性政策→刺激总需求→物价上涨
  - 要控制物价→紧缩性政策→降低总需求→经济放缓
- 内在均衡与外在均衡存在矛盾（内在均衡是指国内经济增长、充分就业与物价稳定的状态；外在均衡是指国际收支平衡的状态）。
  - 假定使用宽松货币政策刺激经济以改善内在均衡→利率下降→本币贬值(或贬值预期)→破坏外在均衡
  - 假定增加国际收支以改善外在均衡→外汇增加→国内货币量增加→破坏内在均衡



# 物价稳定应该是货币政策的首要目标吗

- 当前，越来越多的国家把物价稳定视为最重要的货币政策目标。
- 物价稳定一般被中央银行定义为低且稳定的通货膨胀水平。物价稳定对于经济的长期健康稳定增长至关重要，但是短期内物价稳定往往与高就业目标相冲突。中央银行应该如何解决目标之间的冲突呢？

## 层级使命模式

物价稳定目标是实现其他目标的前提

如：英国、加拿大、新西兰的中央银行以及欧洲中央银行等。

## 双重使命模式

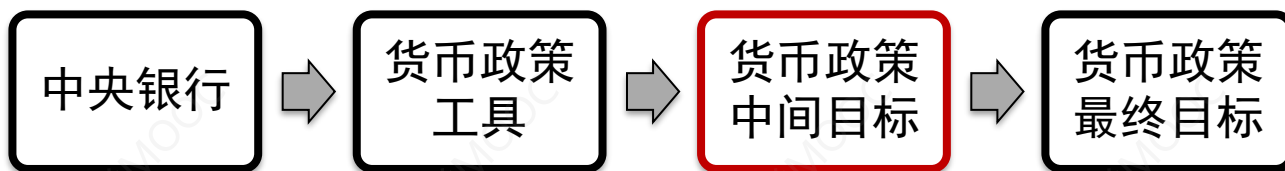
同时实现物价稳定和充分就业

如：美联储等



## (2) 货币政策中间目标

- **货币政策中间目标**（Intermediate Target）又称**中介目标**，即短期、量化、能够观测、便于日常操作、有助于货币政策最终目标实现的金融指标。是中央银行最终目标得以实现的不可或缺的中介和桥梁。



### □ 货币政策中间目标的选择标准

- **可测性**：央行能对中间目标加以迅速观测和比较精确的计量。
- **可控性**：央行可以较有把握地将选定的中间目标控制在确定的或预期的范围内。
- **相关性**：中间目标要与货币政策的最终目标有着紧密关联性。

# 主要的货币政策中间目标

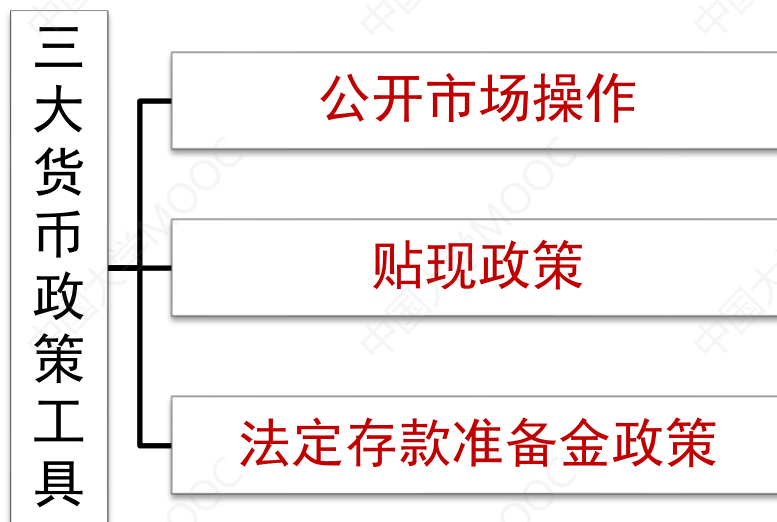
- **利率**：具有一定可测性，中央银行能够直接影响其变动，其变动又能影响经济。  
(不足：虽然名义利率可测，但实际利率具有不易测量的性质。)
- **货币供给量**：各层次货币供应量指标易于进行量的测度，且可由中央银行调控，其变动与货币政策最终目标实现间关系密切。  
(不足：货币层次的划分可能被金融创新所模糊。)
- **基础货币**：中央银行能测度、控制，其变动将引起货币供给总量变动并因此影响货币政策最终目标的实现。  
(不足：基础货币的变动与货币供给量的关系难以准确把握。)
- **存款准备金**：易为中央银行测度、控制，并与最终目标具有一定相关性。  
(不足：同样存在难以准确把握与货币供给量的关系等)
- **主要国家货币政策中间目标**
  - 美国——利率（价格调控）
  - 中国——货币供给量（数量调控，并已开始注重价格调控）



## 2. 货币政策工具

□ 货币政策工具，即中央银行为谋求货币政策最终目标的实现而对货币供给量、利率等所使用的调控手段。它们包括：

□ 常规货币政策工具



□ 非常规货币政策工具

量化宽松政策和大规模资产购买、负利率政策、前瞻性指引、...



# 公开市场操作

- **公开市场操作：**是指中央银行在金融市场上公开买卖政府债券以控制货币供给和利率的政策行为。公开市场操作的效果主要是通过影响银行体系的准备金和货币供给量，并调节市场利率来实现。
  - 影响货币供给：**公开市场买入**→**基础货币**↑→**货币供给量**↑
  - 影响市场利率：**公开市场买入**→**证券价格**↑→**利率**↓
  - 公开市场操作分为**主动型公开市场操作**和**防御型公开市场操作**。
- **公开市场操作的优点：**
  - 公开市场操作能完全控制交易量，即买卖多少完全由中央银行决定。
  - 公开市场操作可以进行灵活、精确的交易，中央银行可以容易的改变交易方向。
  - 公开市场操作可以迅速执行。
- **公开市场操作的运行条件：**必须以发达的金融市场为前提，即必须保证足够多的可以进行交易的证券种类和数量。



# 贴现政策

- **贴现政策**的使用主要表现在中央银行改变贴现利率上。**贴现利率**是中央银行对商业银行贷款的利率。贴现政策通过影响贴现贷款和基础货币的量来影响货币供给。
  - 贴现利率与货币供应量的关系：**贴现利率↑→货币供应量↓**
- **贴现政策的缺点：**
  - 中央银行可以改再贴现利率，但不能命令商业银行来贷款。
  - 贴现利率不变时，市场利率（如同业拆借市场利率）的变动，使得贴现利率与市场利率的差额频繁波动，从而导致贴现贷款和货币供应量的变动，使货币供给难以控制。
  - 中央银行对贴现利率的变动可能被市场误解，比如，当同业拆借市场利率上升，为维持与市场利率的正常关系而提高贴现利率时，可能被误解。
- **贴现政策的优点：**中央银行可以通过它来发挥最后贷款人的作用；中央银行可以通过升降贴现利率显示其政策意图。



# 法定存款准备金政策

- 法定存款准备金政策是指中央银行规定和调整商业银行的法定存款准备率，左右商业银行信贷规模，进而改变货币供应量。
  - 法定存款准备金率与货币供应量的关系： $rr \uparrow \rightarrow M \downarrow$
- 法定存款准备金政策的缺点：对货币供给量的作用过于猛烈且缺乏弹性；政策预期效果还在很大程度上受制于银行体系的超额存款准备金的数额。
- 法定存款准备金政策的优点：
  - 政策的采用与否，主动权在中央银行。
  - 能对货币供应量产生迅速、有力、广泛的影响。
  - 作用于所有银行或存款式金融机构，对于所有金融机构都较为客观、公平。
  - 存款准备率的高低变动能较好体现中央银行的政策意图。

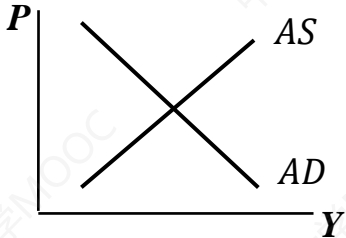


### 3. 货币政策综合运用

□ 思考：在当前的经济状况下，央行可以如何运用三大货币政策工具进行调控？

□ 思路：

- 经济状况诊断和最终目标的确定（比如通过AD-AS分析）
- 中间目标的制定（比如确定货币供应量增长水平等）
- 货币政策工具的运用（三大货币政策工具等）

	最终目标	中间目标	货币政策工具
货币 政策		货币供应量	公开市场操作 贴现政策 法定存款准备金政策

# 4.中国人民银行货币政策目标及操作

## □ 我国货币政策最终目标

- 《中华人民共和国中国人民银行法（修正）》第三条规定：货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。
- 存在“多目标”制和“单一目标”制的争论

## □ 我国货币政策中间目标

- 央行从1996年开始将M2作为货币政策中间目标，由于我国的金融体系以银行系统为主，银行信贷在社会融资中占据绝对地位，因此央行通过调控M2能够较好地实现货币政策的最终目标。
- 随着金融市场的发展和金融创新的推进，M2与最终目标的相关性明显减弱，2010年底中央经济工作会议首次提出“保持合理的社会融资规模”，之后，社会融资规模成为一个重要指标。

- 注：社会融资规模是全面反映金融对实体经济资金支持的总量指标。社会融资规模是指一定时期内（每月、每季或每年）实体经济从金融体系获得的全部资金总额。



# 中国人民银行的货币政策工具

## □ 公开市场业务


- 回购交易、现券交易、央行票据

- 短期流动性调节工具（Short-term Liquidity Operations, SLO）

——回购和SLO：公开市场回购的期限一般为7、14、28天等；而SLO以7天以内短期回购为主。

## □ 存款准备金政策

特点：调整较频繁；差别存款准备金；定向降准

我国法定存款  
准备金率 

## □ 中央银行贷款

- 再贴现、再贷款


- 临时流动性便利（Temporary Lending Facility, TLF）：期限28天…

- 常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF）：期限1-3个月…

- 中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）：期限3个月…

- 抵押补充贷款（Pledged Supplementary Lending, PSL）：期限3-5年…

## □ 利率政策

一年期存贷款基准利率 （已成为历史）；上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）；贷款市场报价利率（Loan Prime Rate, LPR） 



# 课堂拓展

## ★ 拓展思考：查阅下列名词

- 短期流动性调节工具 (Short-term Liquidity Operations, SLO)
- 临时流动性便利 (Temporary Lending Facility, TLF)
- 常备借贷便利 (Standing Lending Facility, SLF)
- 中期借贷便利 (Medium-term Lending Facility, MLF)
- 抵押补充贷款 (Pledged Supplementary Lending, PSL)
- 贷款市场报价利率 (Loan Prime Rate, LPR)
- “三档两优”存款准备金制度框架

## ★ 拓展思考：梳理我国央行近一年内所做的货币政策操作。





# 5.美联储货币政策目标及操作

- **美联储货币政策最终目标：**根据《美国联邦储备法》，美国的货币政策目标是**控制通货膨胀，促进充分就业**。
- **美联储货币政策中间目标：**美联储将**联邦基金利率**作为主要的货币政策监控指标和操作目标。
- **联邦基金利率与政策目标**  
美国联邦基金利率是美国**同业拆借市场的利率**，其最主要的是隔夜拆借利率。美联储瞄准并调节联邦基金利率就能直接影响商业银行的资金成本，并且将同业拆借市场的资金余缺传递给工商企业，进而影响投资、消费和国民经济。
- 进一步的，我们讨论联邦基金利率的决定：
  - 联邦基金市场准备金需求曲线
  - 联邦基金市场准备金供给曲线
  - 联邦基金市场的均衡



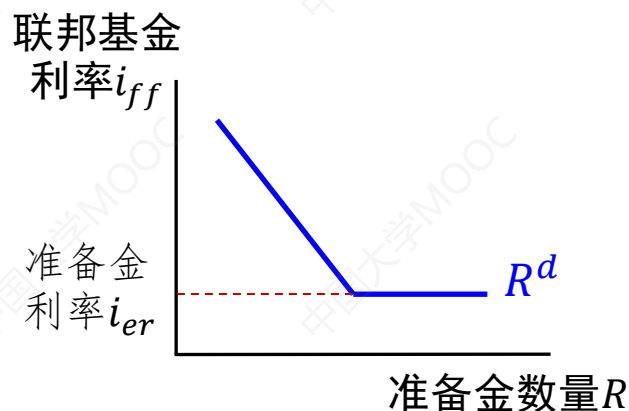


# 联邦基金市场准备金需求曲线

□ 准备金需求曲线： $R^d = \text{法定存款准备金} + \text{超额准备金}$

□ 曲线走向：

- 随着联邦基金利率 $i_{ff}$ 降低，在其他条件不变的情况下，持有超额准备的机会成本降低，超额准备金需求量增加。
- 自2008年，美联储开始对准备金支付利息，其利率等于联邦基金利率目标减一个固定值。设该利率为 $i_{er}$ ，则当 $i_{ff}$ 跌至低于 $i_{er}$ 时，准备金需求曲线变得平坦(无限弹性)。



# 联邦基金市场准备金供给曲线

□ 准备金供给曲线： $R^s = \text{非借入准备金 (NBR)} + \text{借入准备金 (BR)}$

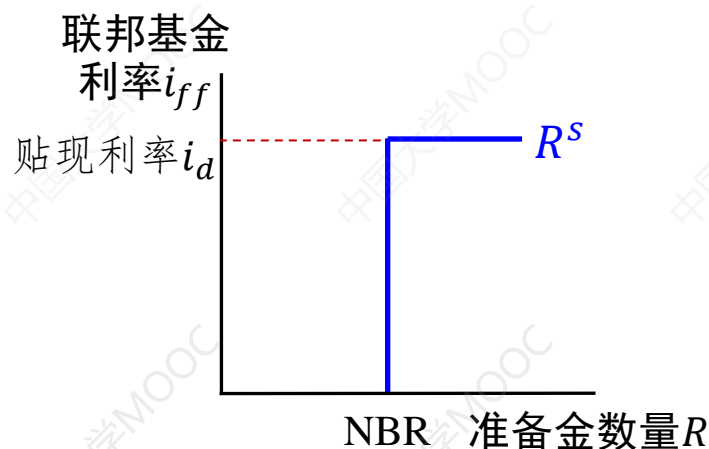
■ NBR：由美联储公开市场操作提供的准备金。

■ BR：从美联储借来的准备金。其贷款利率即贴现利率 $i_d$ ，它被设定为高于联邦基金利率目标值某一固定值。

□ 曲线走向：

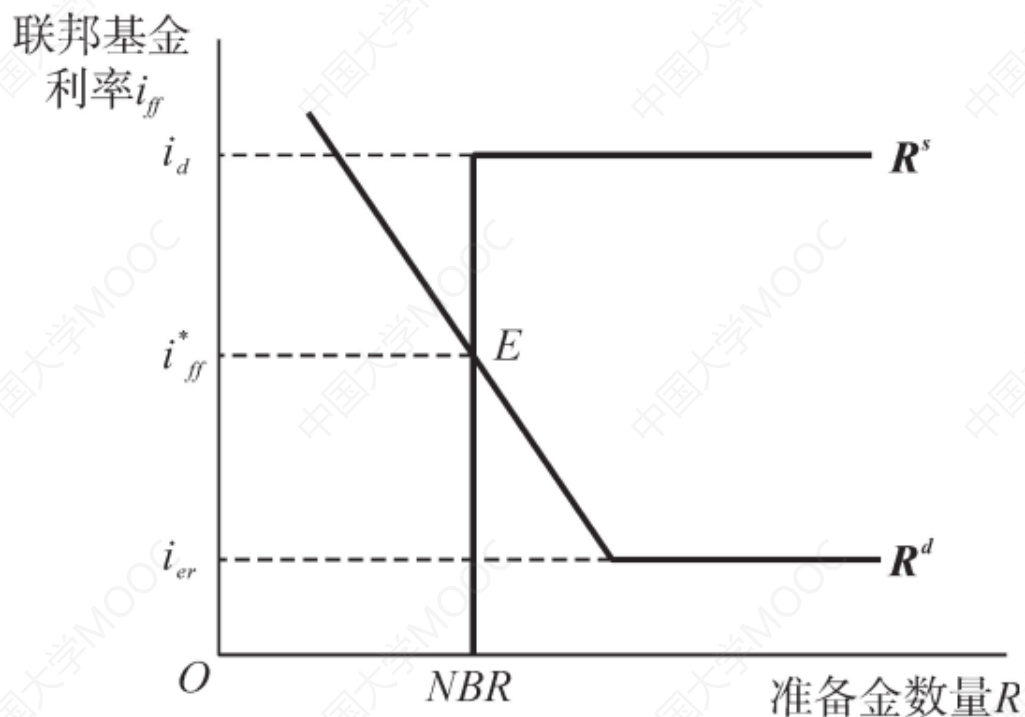
■ 当 $i_{ff} < i_d$ 时，则银行不会向美联储借款，存款准备金的供给与美联储决定的NBR相等，供给曲线为一垂直线；

■ 当 $i_{ff} > i_d$ 时，银行会尽可能多的从美联储借入资金，然后在联邦基金市场贷出，供给曲线将变得平坦（无限弹性）。



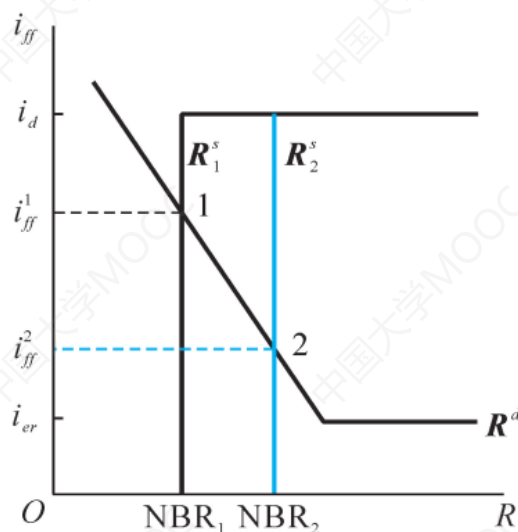
# 联邦基金市场的均衡

□ 市场均衡：由  $R^s = R^d$  决定，且有  $i_{er} \leq i_{ff} \leq i_d$

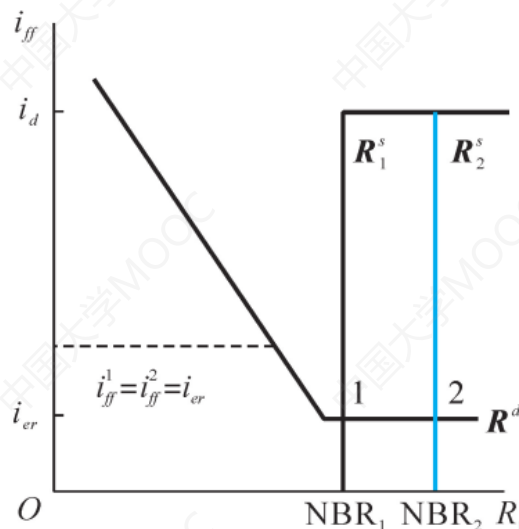


# 公开市场操作

- 公开市场操作影响联邦基金利率的效果取决于供给曲线与需求曲线最初是相交于向下倾斜的部分还是其平坦部分。



(a) 交点位于需求曲线向下倾斜部分

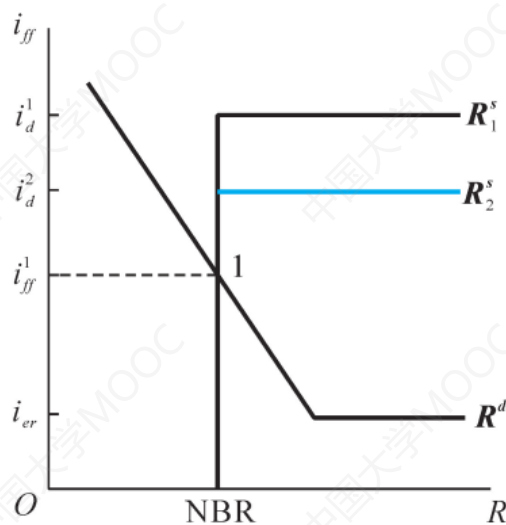


(b) 交点位于需求曲线水平部分

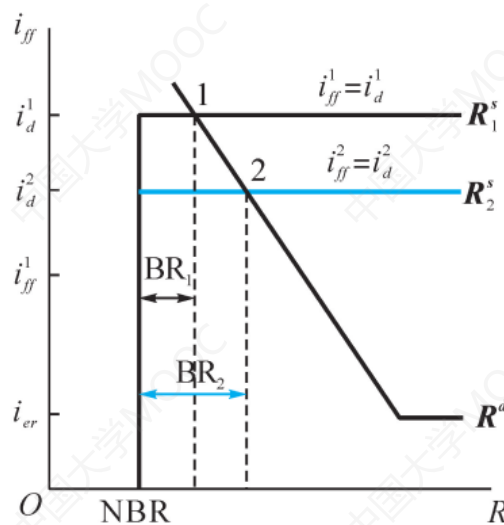
- 情形a：公开市场购买导致联邦基金利率下降，而公开市场出售导致联邦基金利率上升。
- 情形b：公开市场操作对联邦基金利率不产生任何影响

# 贴现贷款

- ❑ 联邦储备体系向银行发放贴现贷款的工具叫做贴现窗口 (Discount Window)，美联储给银行的贴现贷款有三种类型：一级信贷、次级信贷和季节性信贷。↘
- ❑ 贴现利率变动的效果取决于需求曲线与供给曲线最初是相交于垂直部分还是相交于平坦部分。



(a) 没有贴现贷款 ( $BR=0$ )



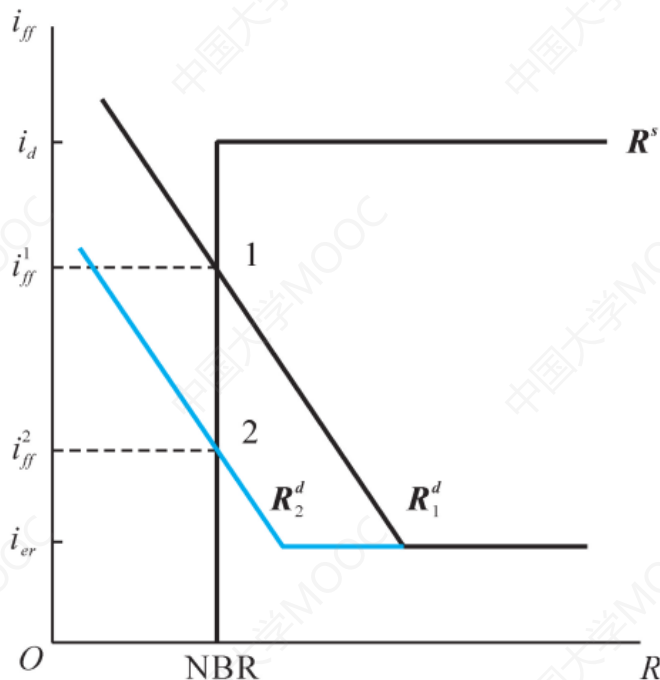
(b) 有部分贴现贷款 ( $BR>0$ )

- 情形a：贴现利率变动中的大部分对联邦基金利率无影响。
- 情形b：贴现利率下降，联邦基金利率随之下降，反之反是。



# 法定存款准备金率

- 当法定存款准备金率降低时，法定存款准备金需求减少，从而对任意给定的利率，存款准备金需求均减少，准备金需求曲线左移。



- 可见：当美联储降低法定存款准备金率时，联邦基金利率下降。

# 6. 货币政策传导机制

## □ 传统利率传导渠道

- 扩张性货币政策  $\rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$
- 扩张性货币政策  $\rightarrow P^e(\pi^e) \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

## □ 资产价格传导渠道

- 汇率渠道
- 托宾Q理论
- 财富效应

## □ “信用观点” 传导渠道

- 银行借贷渠道
- 企业资产负债表渠道
- 家庭资产负债表渠道



# 传统利率传导渠道

□ 传统利率传导渠道即凯恩斯学派认为的货币传导机制。

■ 扩张性货币政策  $\rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

■ 扩张性货币政策  $\rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

——在此，强调**实际利率**。这样，即使是在通货紧缩时期名义利率( $i$ )接近于零的情况下，该机制仍然能发挥作用。因为宽松的货币政策会提高预期价格水平( $P^e$ )和预期通胀率( $\pi^e$ )，进而降低实际利率( $i_r^e$ )，从而刺激经济。

■ 扩张性货币政策  $\rightarrow P^e(\pi^e) \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

□ 这一传导机制表明，即使在名义利率为零的情况下，货币政策依然是有效的。这也为采用如“量化宽松”等非常规货币政策工具提供了理论依据。





# 资产价格传导渠道

□ **汇率渠道**：着重从货币政策影响汇率水平及净出口加以分析。

■ 扩张性货币政策  $\rightarrow i_r \downarrow \rightarrow E \uparrow$  (本币贬值)  $\rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

□ **托宾q理论**：着重从货币政策影响证券价值及投资加以分析。

■ 扩张性货币政策  $\rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

$P_s$ ：股票价格

$q$ ：企业的市场价值与资本的重置成本之比

□ **财富效应**：着重从货币政策影响证券价值及消费加以分析。（佛朗哥·莫迪利亚尼运用他著名的消费生命周期假说首先对这一问题进行了研究。）

■ 扩张性货币政策  $\rightarrow P_s \uparrow \rightarrow W(\text{财富}) \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$



# “信用观点” 传导渠道（阅读&自学）

- 信用观点指出，存在两种类型的源自于信贷市场信息问题的货币传导机制：一类是通过信息问题对银行贷款的影响发挥作用，另一类则是通过对企业和消费者的资产负债状况的影响发挥作用。

## □ 银行借贷渠道

扩张性货币政策  $\rightarrow$  银行准备金和存款  $\uparrow \rightarrow$  银行贷款  $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

## □ 企业资产负债表状况渠道

- 资产负债表渠道：扩张性货币政策  $\rightarrow P_s \uparrow \rightarrow$  企业净值  $\uparrow \rightarrow$  逆向选择和道德风险  $\downarrow \rightarrow$  贷款  $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

- 现金流渠道：扩张性货币政策  $\rightarrow i \downarrow \rightarrow$  企业现金流  $\uparrow \rightarrow$  逆向选择和道德风险  $\downarrow \rightarrow$  贷款  $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

- 预料外价格水平渠道：扩张性货币政策  $\rightarrow P \uparrow$  实际负债  $\downarrow \rightarrow$  企业实际净值  $\uparrow \rightarrow$  逆向选择和道德风险  $\downarrow \rightarrow$  贷款  $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

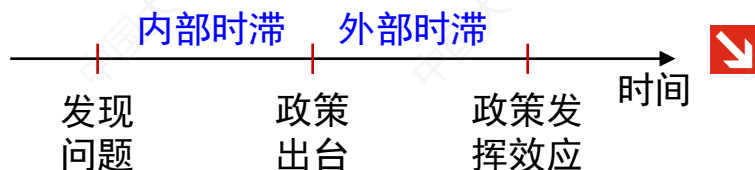
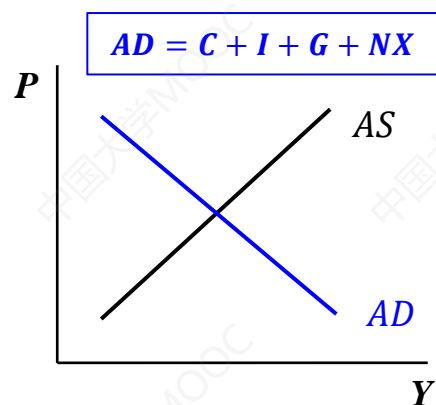
## □ 家庭资产负债表状况渠道

——家庭流动性效应：扩张货币政策  $\rightarrow P_s \uparrow \rightarrow$  家庭金融资产价值  $\uparrow \rightarrow$  财务困境可能性  $\downarrow \rightarrow$  耐用消费品支出和房产支出  $\uparrow \rightarrow Y \uparrow$



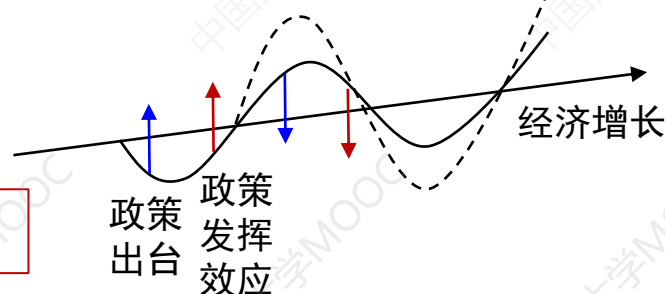
# 货币政策与财政政策：传导机制的差异

- **货币政策的操作**主要是通过对货币供应量的**数量调控**或对基准利率的**价格调控**方式进行。
- **财政政策的操作**主要是通过对**政府支出**（政府购买和转移支付）和**政府收入**（税收）调控的方式进行。
- 货币政策和财政政策都属于宏观经济政策，都是主要针对需求进行管理的政策，但传导机制存在差异：
  - 货币政策通过**利率**、信贷等渠道传导，进而作用到总需求；而财政政策直接作用于总需求。
  - 货币政策内部时滞短，外部时滞长；财政政策内部时滞长，外部时滞短。



货币政策具有科学性，也不乏艺术性。

货币政策时滞与经济波动



# 本章重点回顾

---

- 理解货币政策
  - 最终目标
  - 中间目标
  - 货币政策工具
- 中国人民银行货币政策目标及操作
- 美联储货币政策目标及操作
- 理解货币政策传导机制

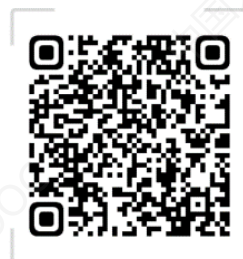


# END

---



货币金融学  
中国大学MOOC



货币金融学  
学堂在线



# 美联储贴现贷款类型

## □ 一级信贷

健康的银行可以在短期内（通常是一个晚上）通过一级信贷方式借贷任意数量的资金，因此也被称为经常性贷款便利。对这种贷款收取的利率就是基础贴现率。一级信贷的作用就是给联邦基金利率设定了一个上限。

## □ 次级信贷

被发放给出现财务困境，遭遇严重流动性困难的银行。

## □ 季节性信贷

用于满足那些位于度假或农业地区、具有季节性特点的少数银行的需求。



# 政策时滞

- **政策时滞**是指政策从研究、制定、实施到实现其全部效应的过程。政策时滞一般由内部时滞、外部时滞所组成。
- **内部时滞**是指从政策制定到政策当局采取行动所产生的时滞。可以细分为**认识时滞**和**决策时滞**两段。内部时滞长短取决于政策当局对经济形势发展的预见能力、制定政策的效率和行动的决心。
- **外部时滞**是指政策当局采取行动到最终政策目标发生变动的时滞。