

中央银行学与货币政策

对外经济贸易大学金融学院
郭红玉

对外经济贸易大学

第六章 货币政策框架

对外经济贸易大学

01 货币政策框架演进

CONTENTS 02 货币政策目标

03 货币政策工具

- 3.1 存款准备金政策
- 3.2 再贴现政策
- 3.3 公开市场操作
- 3.4 货币政策工具的总结

04 货币政策传导机制

- 4.1 货币政策中介目标和操作目标
- 4.2 传统的货币政策传导机制
- 4.3 货币政策的信用传导渠道
- 4.4 总结：货币政策传导机制理论的发展

CONTENTS

05 货币政策效果

- 5.1 货币政策规则和效果
- 5.2 货币政策规则的总结

货币政策框架演进

1

对外经济贸易大学



总述

货币政策框架是货币政策目标、工具和传导机制的总和，也可以理解为货币当局运用货币政策工具，借助传导机制以实现调控目标的一整套制度安排。

中央银行与货币政策

- 在金本位制中，政府和央行缺乏自由运用货币政策进行宏观调控的理论基础和技术手段。中央银行制度建立后，货币当局才有可能（克服通货紧缩）通过调控货币供给量的方式影响宏观经济运行，形成了真正意义上的货币政策。
- 1929-1933年大危机加快货币摆脱黄金束缚，货币供给由中央银行货币政策调控；凯恩斯理论奠定了货币政策作为需求管理的理论基础。



IMF公布的货币政策类型(1999)

1. 汇率目标：以稳定汇率为主要目标，如金本位时代、布雷顿森林体系时代（1945年-1971年）、欧洲汇率机制（1979年-1992年），目前香港联系汇率制等。
2. 货币总量目标：以M2为货币政策调控目标。如中国1994年以来以M2为锚。
3. 通货膨胀目标制：以通货膨胀率或区间为政策目标，实行“有约束的相机抉择”。特点是：目标确定，但实施手段不确定。如新西兰、英国、加拿大



IMF公布的货币政策类型(1999)

4. 接受IMF方案的货币政策目标：在接受IMF救助时，实施IMF方案。如1997年，亚洲金融危机时，韩国接受IMF救助，被要求实施稳定汇率和稳定国际收支的紧缩政策。
5. 其他的“折衷”货币政策框架：不事先宣布目标，相机调整，如美国、欧央行等。



货币政策框架的发展演变

中央银行的核心力量是什么？

国家信用货币化

税收之锚

工业化——税收制度——国债制度——信用货币——调控货币供给
数量，调控总需求



货币政策框架的发展演变

1. 1.0时代 信心爆棚(1980年代之前)

多目标：稳定物价、经济增长、充分就业和平衡国际收支

- 美联储：抑制通货膨胀和通货紧缩，创造有利的条件，保持可持续的高就业、价格稳定、经济增长和消费水平的不断提高
- 英格兰银行：低失业率、高增长率、低通货膨胀率和汇率稳定物价稳定、经济增长、充分就业、平衡国际收支



货币政策框架的发展演变

1. 1.0时代 信心爆棚(1980年代之前)

- **多工具：**总量调控（三大法宝）、选择性工具、直接信用管制（利率管制、信贷规模管制）、间接信用管制（道义劝告和窗口指导）
- **政策传导机制：**重视货币信贷数量型指标，注重发挥数量型工具的作用
- **货币政策规则：**相机抉择，逆风向调节
- **理论基础：**凯恩斯宏观理论和菲利普斯曲线
- **不良后果：**过于依赖货币刺激导致经济滞胀



货币政策框架的发展演变

2. 2.0自由放任(1980年代之后)

- 单一目标：通货膨胀目标制，新西兰、加拿大、英国、瑞典、澳大利亚、挪威、瑞士、以色列、冰岛、韩国、匈牙利、秘鲁、菲律宾、泰国、巴西、墨西哥等
- 单一工具：价格型工具（政策利率）
- 货币政策规则：规则性和透明度
- 理论基础：理性预期、对菲利普斯曲线的批判、动态不一致
- 不良后果：加剧经济波动和经济危机



货币政策框架的发展演变

3. 3.0 反思回归

2008年国际金融危机之后的反思：

- CPI总体稳定和结构性上涨使CPI作为货币政策之锚具有局限性和滞后性
- 以通胀率为锚提供了政策套利，纵容了资产泡沫、积累了金融风险
- 货币政策新框架：经济稳定和金融稳定双目标，货币政策和宏观审慎双支柱。
- 央行双目标：经济稳定和金融稳定



参考资料

张晓慧, 货币政策框架的前世今生, 金融四十人论坛, 2018. 12. 07

货币政策目标

2

- 货币政策目标是指中央银行制定和实施某项货币政策所要达到的特定的经济目标，也称货币政策最终目标，属于宏观经济目标。
- 货币政策最终目标包括：稳定物价、充分就业、经济增长、平衡国际收支

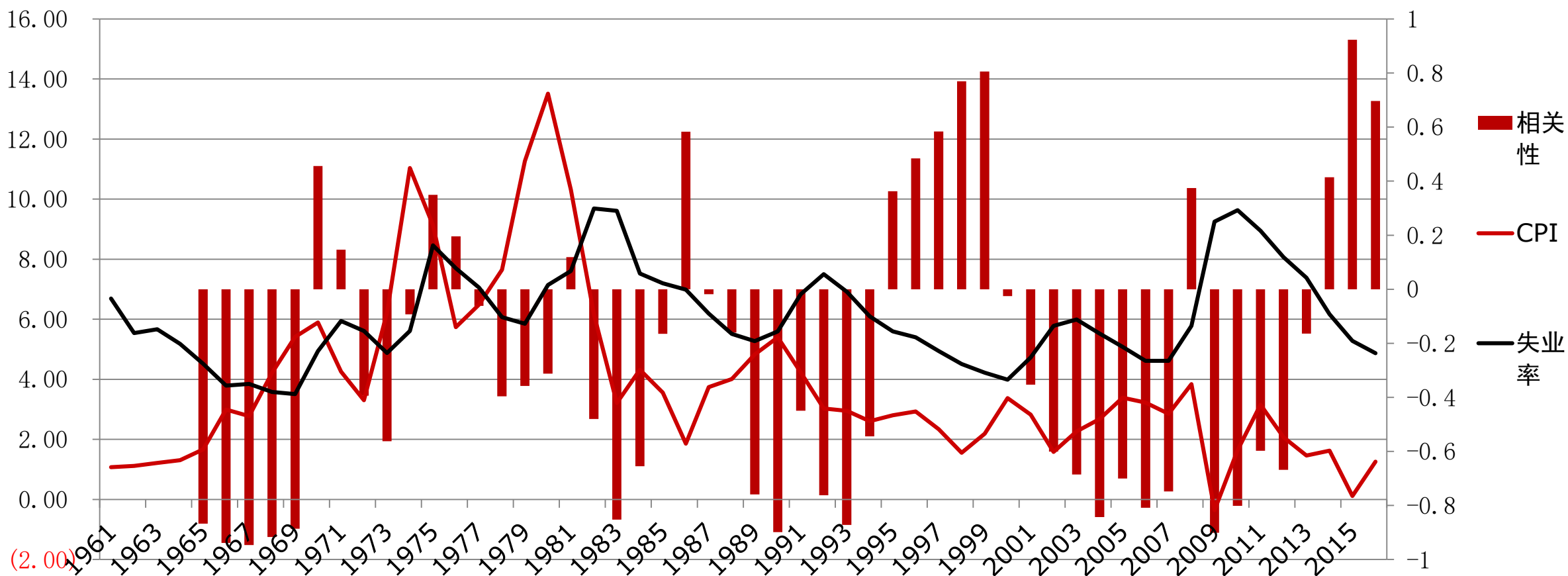
货币政策最终目标

目 标	含 义	指 标
物价稳定 Price stability	物价水平在短期内不发生显著波动，维持币值的稳定	CPI不超过 2-4%
经济增长economic growth	国民生长总值的增加，或人均国内生产总值的增长	潜在增长率
充分就业 full employment	均衡状态的失业率为自然失业率。实际失业率=自然失业率即为充分就业	1978年《美国就业法案》失业率 $\leq 4\%$
国际收支平衡balance of international payment	保持国际收支基本平衡	适度储备规模

货币政策目标的选择

- 货币政策最终目标涉及到一国内外均衡的关系，中央银行在不同时期需要进行选择和取舍。
 - 例如，为了维护固定汇率，往往就会削弱中央银行对本国经济增长和物价稳定的调控力度；刺激经济增长和就业，就有可能产生通货膨胀压力。
- 在2008年国际金融危机前，绝大多数国家的央行都把稳定物价放在第一位，但也有些国家，如美国“最大化就业”、中国“促进经济增长”也是央行的法定职责。

1. 稳定物价与稳定就业的矛盾：菲利普斯曲线且不稳定波动

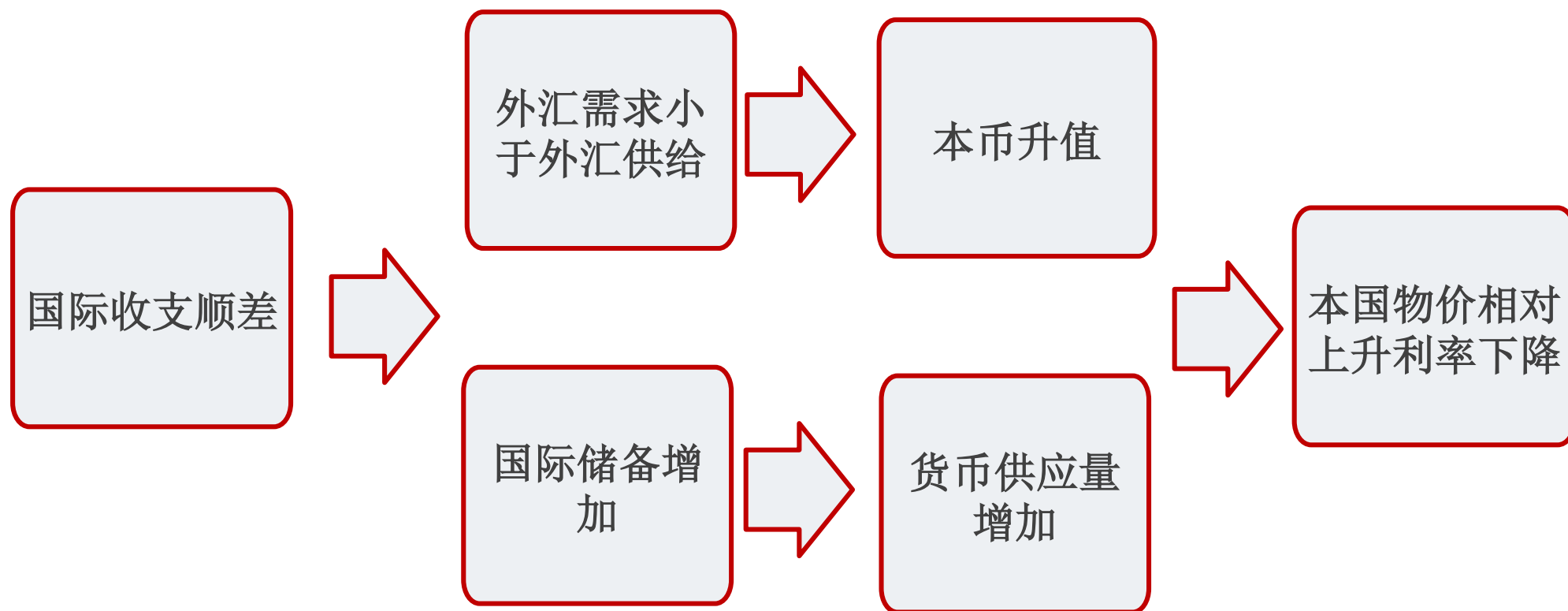


美国失业率与CPI的相关性

货币政策目标的内在矛盾

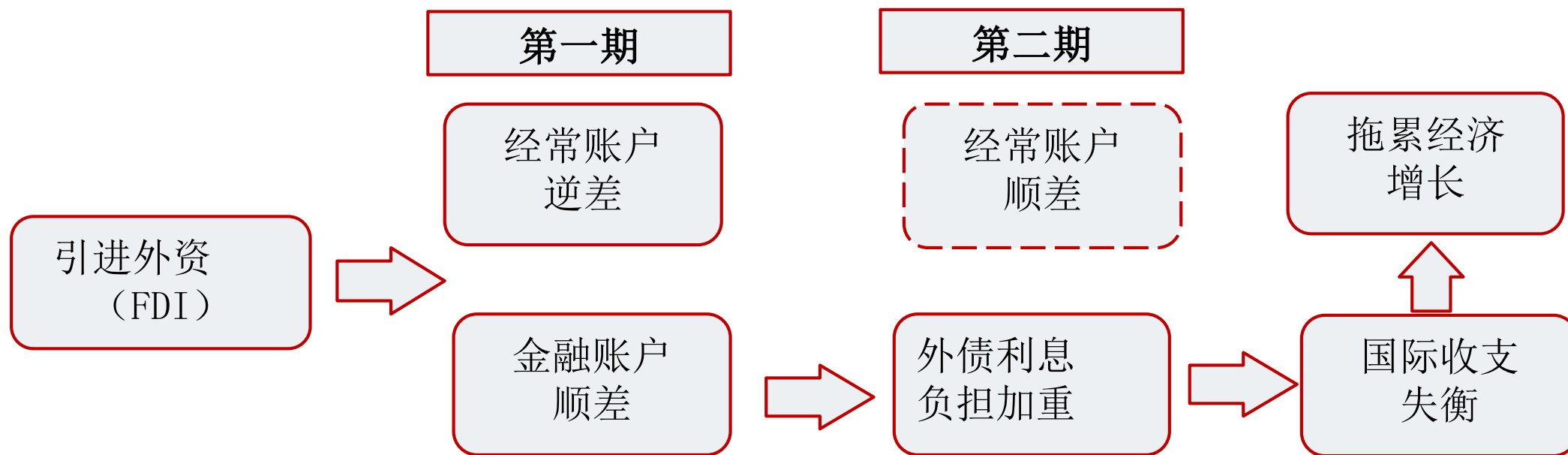
2. 国际收支平衡与稳定物价的矛盾

顺差条件下，稳定汇率（增加货币供给）与稳定物价（稳定货币供给和提高名义利率）之间的矛盾



3. 经济增长与国际收支平衡的矛盾

经济增长需要引进外资，对外举债，一方面扩大投资促进经济增长，另一方面加重国民还本付息负担。如果经济增长和出口收入不足以偿还债务，就会导致国际收支逆差失衡。



货币政策目标的内在矛盾

4. 经济增长模式与就业的矛盾

- 无就业的增长：经济增长主要依靠资本积累或技术创新，如知识密集型或技术密集型的产业结构
- 无增长的就业：经济增长主要依靠质量不高、劳动力密集型的服务业
- 奥肯定律： $y - y^* = -\alpha(u - u^*)$
- y 为实际产出增长率， y^* 为潜在产出增长率， u 为实际失业率， u^* 为自然失业率， α 为实际失业率较之自然失业率变化引起的实际产出增长率较之潜在产出增长率变动幅度的系数， $\alpha = 2$ 。表明实际经济增长与失业率有稳定的反向关系。



货币政策目标的内在矛盾

美国

1980年代：1%GDP——就业0.32%——就业岗位240万；

1990年代：1%GDP——就业0.13%——就业岗位70万

2000年之后：1%GDP——就业小于0.1%

中国

2013年11月9日，李克强总理在《中国工会第十六次全国代表大会上对中国宏观经济形势的讲解》提到经济增长模式对就业的作用：

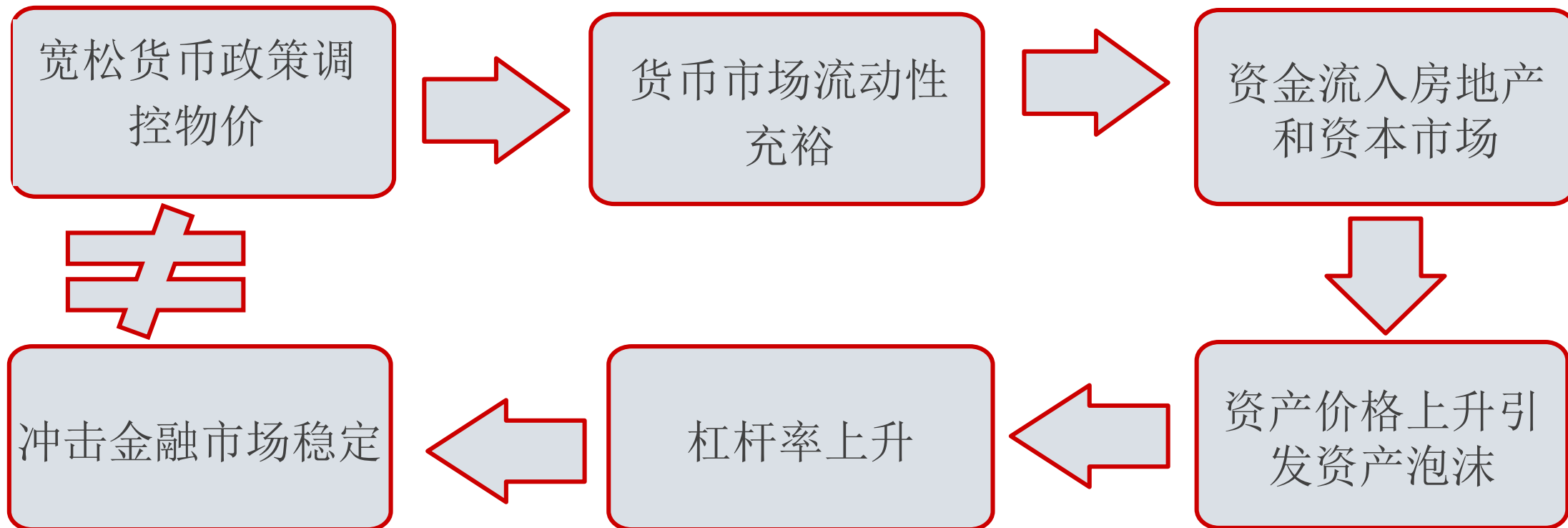
过去：1%GDP——就业200万；

现在：1%GDP——就业100万

货币政策目标的内在矛盾

5. 经济增长、物价稳定与金融稳定的矛盾

2008年国际金融危机表明，宽松货币政策在保持物价稳定（CPI）的同时，引发了系统性金融危机。





货币政策目标的选择原则

由于货币政策最终目标存在内在矛盾和冲突，央行就面临主要目标的选择和协调问题。具体方法有：

1. 统筹兼顾，协调不同目标之间的矛盾
2. 相机抉择
3. 政策搭配：根据蒙代尔政策搭配理论，运用财政政策解决国内问题，运用货币政策解决国际收支失衡问题
4. 单一目标值，即通货膨胀目标值

- 总体说来，**工业化国家**是从多目标向稳定通货膨胀单一目标转化，货币政策规则从相机抉择到规则和透明转化。
- **转轨国家和新兴工业化国家**央行则是更关注经济增长等多目标。

货币政策工具

3

对外经济贸易大学

- 货币政策工具是中央银行为达到货币政策目标而采取的手段。
- 根据货币政策工具的调节职能和效果来划分，货币政策工具可分为一般性货币政策工具、结构性货币政策工具、直接信用管制和间接信用指导。
- 根据货币政策的传导途径可以分为数量型货币政策工具和价格型货币政策工具。
- 从流动性角度可以分为调控流动性需求和调控流动性供给的两类货币政策工具。

总述

类型	一般性	选择性	直接信用控制	指导性
货币政策工具	存款准备金政策	消费者信用控制	利率最高限额	道义劝告
	再贴现和再贷款	证券市场信用控制	信用配额	窗口指导
	公开市场业务	不动产市场信用控制	流动性比率	
			直接干预	



3.1 存款准备金政策

存款金融机构按规定在中央银行存储的准备金占其全部存款总额的比例即为存款准备金率（reserve-deposit ratio）。

3.1 存款准备金政策

1. 存款准备金制度的内容

- a. 对法定存款准备金率的规定，可以依照存款的期限和金额、银行规模来规定不同的准备金率，也可以采用单一准备金率
- b. 对法定存款准备金资产种类的规定，如现金、在央行存款、国债等
- c. 对法定存款准备金计提方法的规定
存款额度的确定、基期的确定、计提时间的确定等
- d. 对支付存款准备金利率的规定

3.1存款准备金政策

2. 存款准备金政策的作用原理

- 根据货币供给理论，中央银行调低存款准备金率，货币乘数扩大，货币供给增加；调高准备金率，货币乘数减小，货币供给增加。

货币供应量=基础货币*货币乘数

$$m_2 = \frac{1}{c + r \times d + e \times d}$$

- 存款准备金直接影响商业银行信用创造能力（贷款创造存款的能力）。

$$m(\text{单一货币乘数}) = \frac{1}{r(\text{法定准备金率})}$$

3.1存款准备金政策

3. 存款准备金政策的特征

- 在中央银行制度下，存款准备金率逐渐降低甚至为零，而提高存款准备金率主要是为对冲商业银行较高的超额准备金。我国曾经频繁使用。
- 存款准备金政策是央行负债方操作，如果对存款准备金支付利息，会导致较高的调控成本。
- 调控存款准备金率影响M2，属于是数量型工具。



3.1存款准备金政策

4. 存款准备金政策的局限性

- 较高的存款准备金率可能增加商业银行的经营成本，最终转嫁给实体经济。
- 存款准备金政策作用力猛烈，不宜作为日常操作工具。

3.1存款准备金政策

中资全国性四家大型银行人民币信贷收支表结构

资产方	占比%	负债方	占比%
境内贷款		各项存款	
境外贷款		金融债券	
股权及其他投资		向央行借款	
准备金存款	14.73	同业往来	
同业往来		其他	
总额	100	总额	100

资料来源：中国人民银行，2015年第一季度数据

3.2 再贴现政策

1. 再贴现政策的含义

- 传统的再贴现，是指中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。
- 再贴现政策（Rediscount policy），是指中央银行通过直接制定或调整对合格票据的贴现利率，影响市场利率以及货币市场供给和需求，进而调整货币供应量的一种货币政策工具。
- 因此，再贴现政策也称银行利率政策

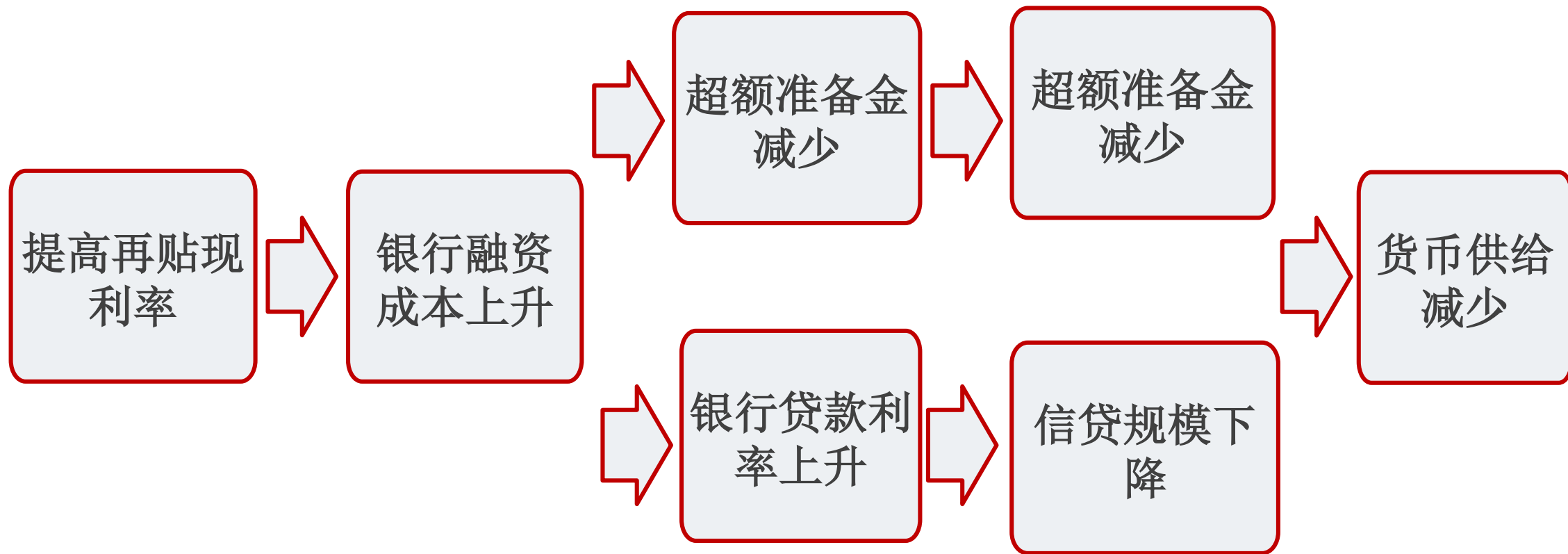
3.2 再贴现政策

2. 再贴现政策作用原理

- 央行提高再贴现率，**商业银行向央行借款成本提高**，**商业银行减低融资意愿和超额准备金规模**；同时，**商业银行提高对企业贷款利率**，抑制社会融资需求，信贷规模和货币供给量减少。
- 央行下调再贴现率，**降低商业银行向央行融资成本**，进而扩大信贷规模和货币供应量。
- **告示效应**：市场通常将再贴现利率调整看作是货币政策意向变动的指标。

3.2 再贴现政策

2. 再贴现政策作用原理



3.2 再贴现政策

3. 再贴现政策的局限性

- 再贴现政策缺乏主动性，如果商业银行有其他渠道获得超额准备金或者投资收益率较高，提高（降低）再贴现率的抑制作用（刺激作用）就不能充分发挥。
- 再贴现利率是基准利率，如果频繁调整会引起货币市场利率的经常性波动，使企业和投资者无所适从。
- 再贴现政策的局限性使其逐渐成为辅助性货币政策工具。

3.2 再贴现政策

4. 再贴现政策职能的发展演变

- 再贴现政策是传统的货币政策工具。1833年，英国《银行特许法》确立了再贴现政策工具。该法律规定，期限在三个月以内的票据可申请贴现，贴现行可持这些票据不受限制地向英格兰银行申请再贴现。
- 1913年，美国《联邦储备法》确定再贴现政策是货币政策工具之一。

3.2 再贴现政策

5. 再贴现政策职能的发展演变：以美联储为例

- a) 1920年代：为会员银行提供准备金，并保障商业银行流动性。美联储贴现窗口为商业银行提供低于市场利率的再贴现贷款，再贴现贷款使商业银行准备金的主要来源。
- b) 大危机到二战之后：为工商企业提供运营资本，一直到1958年停止此项业务。
- c) 1970年代以后：从短期流动性支持转向对清偿能力不足银行的长期性支持。为陷入流动性困境的富兰克林银行，大陆伊利诺伊州银行提供了长期贷款。

3.2 再贴现政策

5. 再贴现政策职能的发展演变：以美联储为例

- d) 再贴现政策改革与SLF的确立：2003年以后，贴现政策调整，成为公开市场操作的辅助工具
- 原有贴现贷款利率分别低于政策目标利率和市场利率，调整后贴现贷款利率水平整体上调，从而避免金融机构过于依赖美联储再贴现贷款。
 - 其中，一级信贷利率，即常备借贷便利利率（Standing Lending Facility）成为联邦基金利率（同业拆借利率）的上限。

3.2 再贴现政策

再贴现政策与最终贷款人

	贷款对象	期限	利率	特征
一级信贷	向财务健全的银行提供	短期借款，主要为隔夜贷款	高于联邦基金目标利率50个基点	资格要求严格 不限制规模
二级信贷	陷入财务困境或面临严重流动性问题的银行	长期信贷	高于一级信贷利率50个基点	惩罚性利率
季节性信贷	度假区或农业区		与联邦基金利率和定期存款利率平均值挂钩	不常用



3.2 再贴现政策

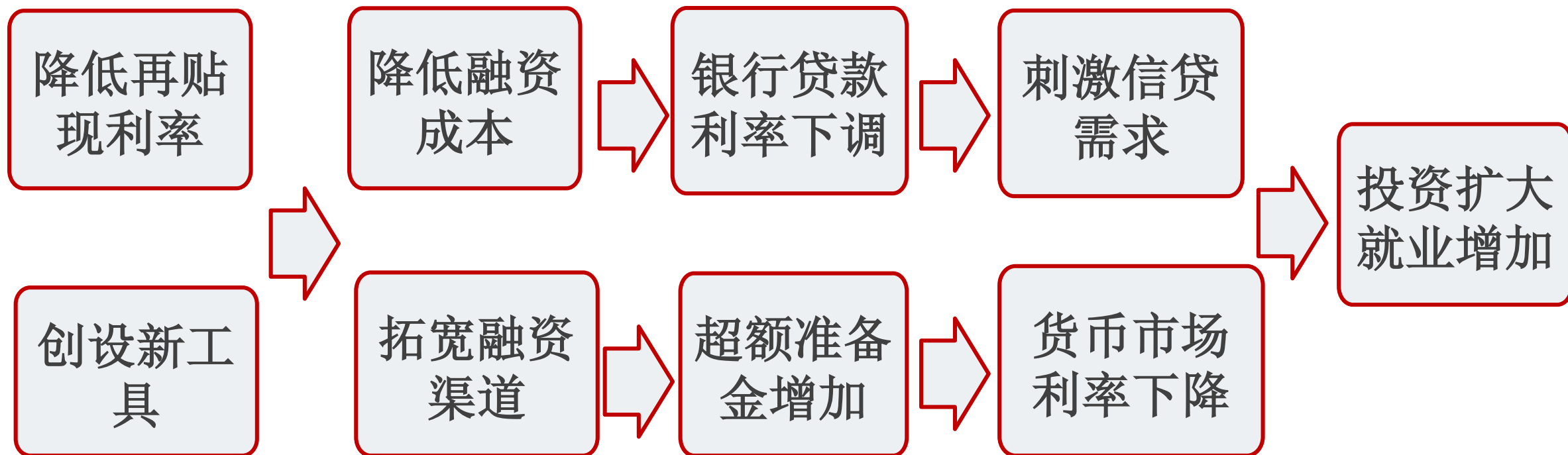
再贴现政策与最终贷款人

2007年次贷危机中，美联储创设了大量新货币政策工具，包括下调再贴现利率；扩大对商业银行和金融市场提供流动性；拓展贴现窗口对象，从银行拓展到非银行金融机构、企业和外国银行。

3.2 再贴现政策

再贴现政策与最终贷款人

2007年次贷危机中，美联储贴现窗口发挥最终贷款人职能的作用机制



3.2 再贴现政策

总结

1. 研究和实践表明，再贴现政策的局限性使再贴现利率对货币供给量的作用很有限。
2. 再贴现政策作用主要体现在中央银行最终贷款人职能方面。在“真实票据”时代，再贴现政策是中央银行提供储备货币和和执行货币政策的主要工具。
3. 在现代，再贴现政策（再贴现窗口）是市场出现流动性不足时，中央银行执行最终贷款人职责的主要工具



3.3 公开市场操作

1. 公开市场操作的形式

- **Open-market operations** 也称公开市场业务，指中央银行通过与市场交易对手买进或卖出有价证券，以投放或回笼基础货币，从而调控货币供给，并影响市场利率的货币政策工具。
- 1951年，美联储正式脱离财政部之后，公开市场业务成为美联储主要的货币政策工具。



3.3 公开市场操作

2. 公开市场操作的类型

- 能动性操作：改变准备金和基础货币规模。
- 防御性操作：抵消其他因素，如税收上解、财政支出、节日因素等对基础货币的影响。

3.3 公开市场操作

3. 公开市场操作的业务形式

方式	主要内容	影响
正回购	央行与银行签订协议卖出债券，同时约定央行在未来按协商价格重新购回债券	稳定货币市场流动性
逆回购	央行与银行签订协议买进债券，同时约定央行在未来按协商价格重新卖出债券	稳定货币市场流动性
买断	央行向银行买入债券，但不再签订再次卖出的协议	超额准备金增加
卖断	央行向银行卖出债券，但不再签订再次回购的协议	超额准备金减少



3.3 公开市场操作

4. 公开市场操作的作用

- 调节货币市场流动性（超额准备金），保持货币市场稳定
- 调整货币市场利率水平，央行货币以一个短期货币市场利率作为政策目标利率，利用公开市场操作调控流动性，来锁定政策利率水平。
- 调节利率结构，央行卖出短期债券的同时购买长期债券，从而提高短期市场利率，压低长期利率，进而影响投资

3.3 公开市场操作

4. 公开市场操作的优点

- 弗里德曼力推公开市场操作，列举其优点是：
 - a) 央行可以精确控制公开市场操作的时间和规模，从而准确地控制准备金规模。与再贴现政策相比，OMOs是央行的主动出击。
 - b) 央行可以实施连续灵活的公开市场操作，与存款准备金政策和再贴现政策相比，可以避免“宣示效应”，从而避免对经济活动产生误导。
 - c) 央行公开市场操作可以避免影响有价证券的收益率或利率，因而不会直接影响银行收益率



3.3 公开市场操作

5. 公开市场操作发挥作用的条件

- 高度发达的国债市场，央行有足够规模的库存债券；
- 利率市场化，利率传导机制顺畅。公开市场操作的原理是以量定价，目标是货币市场利率，通过债券市场和信贷市场的调整影响到投资，因此，投资者必须对利率变动敏感。



3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制

公开市场操作利率调节机制的基本原理

- 公开市场操作通过对准备金数量的调节影响市场利率，即公开市场进行购买操作，货币市场流动（准备金）供给增加，联邦基金利率下降；公开市场进行出售操作，货币市场流动（准备金）供给减少，联邦基金利率上升。



3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制

- 中央银行公开市场操作的原理是从“量”、“价”两个角度发挥作用，通过买卖有价证券调节商业准备金的规模，进而影响货币市场利率。
- 以下以美联储公开市场操作为例，分析公开市场操作的利率调节机制。

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制

泰勒规则的政策含义

- 联邦基金名义利率（美国银行间隔夜拆借利率）要顺应通货膨胀的变化，以保持实际均衡利率的稳定性。
- 如果产出增长率超过潜在水平，或失业率低于自然失业率，以及预期通货膨胀率超过目标通胀率，则实际利率已低于实际均衡利率，央行就应该货币政策工具适当提高名义联邦基金利率，使实际利率恢复到实际均衡利率。

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制

泰勒规则的政策含义

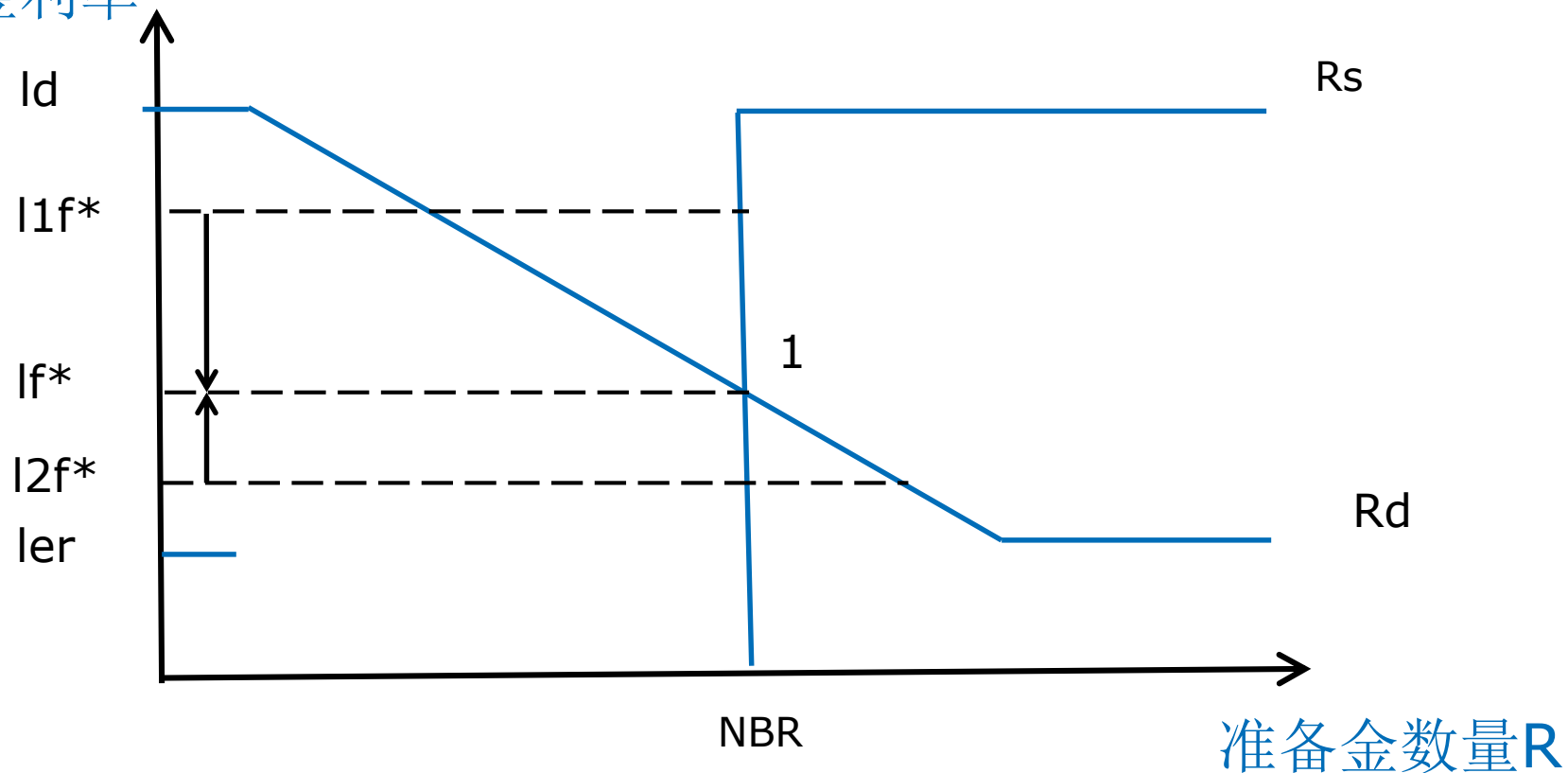
- 联邦基金名义利率（美国银行间隔夜拆借利率）要顺应通货膨胀的变化，以保持实际均衡利率的稳定性。
- 如果产出增长率超过潜在水平，或失业率低于自然失业率，以及预期通货膨胀率超过目标通胀率，则实际利率已低于实际均衡利率，央行就应该货币政策工具适当提高名义联邦基金利率，使实际利率恢复到实际均衡利率。

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha(\pi_t - \pi^*) + \beta(y_t - y^*)$$

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 联邦基金市场利率水平的决定机制

联邦基金利率



3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 准备金市场的需求曲线

- 商业银行对准备金的需求量=法定准备金+超额准备金
- 持有超额准备金的用途是日常清算和提现，其机会成本=贷款利率-对超额准备金利率
- 2008年之后，联储对超额准备金支付利息，法定准备金利率为保持期间联邦基金利率的平均值，超额准备金利率为联邦基金利率的最低值

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制

准备金市场的需求曲线

- 当联邦基金利率（货币市场同业拆借利率）高于超额准备金利率 i_{er} 时，如果联邦基金利率下跌，意味着持有超额准备金的机会成本减少，如其他条件不变，准备金将增加。因此，当联邦基金利率高于超额准备金利率 i_{er} 时，准备金 R_d 曲线向下倾斜
- 当联邦基金利率下跌低于超额准备金利率 i_{er} 的水平时，银行就不愿意将超额准备金在货币市场上拆借出去，而无限增加其持有的超额准备金规模，准备金 R_d 曲线变为水平线

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 准备金市场的供给曲线

- 准备金供给包括：
 1. 联储公开市场操作所供给的准备金，被称为**非借入准备金**（Non-Borrowd Reserve,NBR）
 2. 向美联储借入的准备金，被称为**借入准备金**（Borrowd Reserve,NB）。
- **借入准备金的成本**就是央行的再贴现利率1d，**即一级信贷**（也叫做**常备借贷便利SLF**）的利率，该利率高于联邦基金目标利率50个基点。

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 准备金市场的供给曲线

- 如果联邦基金利率低于再贴现利率，即银行在货币市场上的融资成本低，因而就不会向央行借款，借入准备金为零。准备金供应量等于联储的非借入准备金的数量NBR。此时，供给曲线是垂直的。
- 如果联邦基金利率上升超过再贴现利率，银行就将在1d水平上增加借款，并在借贷市场上将准备金以更高的水平拆借出去。因此，供给曲线 R_s 在1d水平上变为直线，即无限供给。

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 准备金市场的均衡

- 当准备金供求相等时，就形成均衡的货币市场利率。即 $R_s = R_d$ ，均衡利率为 i_f^* 。
- 如果联邦基金利率高于均衡利率，准备金供给大于需求，联邦基金利率下降到均衡利率；反之，准备金需求大于供给，联邦基金利率上升到均衡利率。
- 见图中的箭头标示

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制

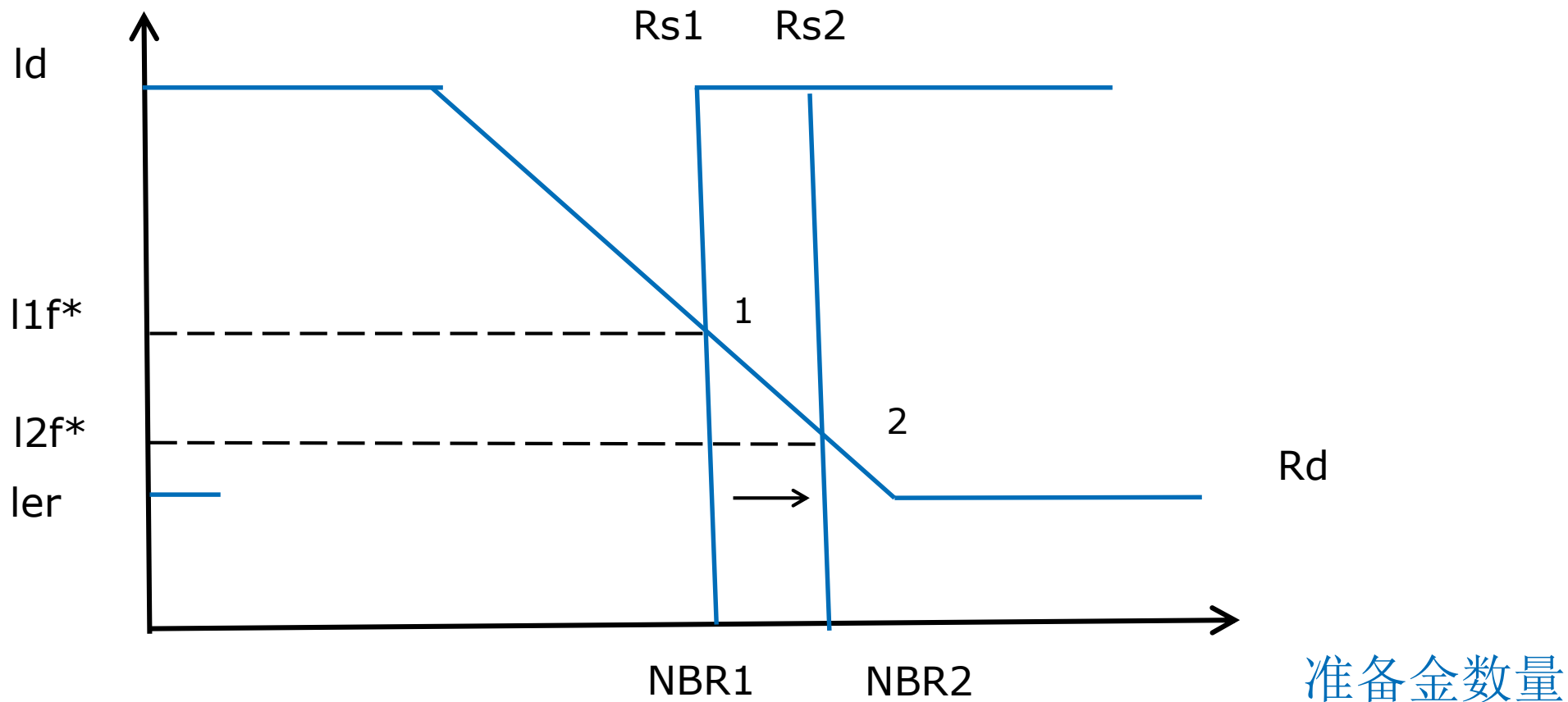
公开市场操作影响联邦基金利率的典型情况

- 典型情况：联邦基金目标利率高于准备金利率，即当供求曲线相交于需求曲线倾斜部分
 1. 公开市场购买操作，增加准备金供给，非借入准备金供给从NBR1增加到NBR2，供求曲线的交点从1到2，联邦基金利率的从 $11f^*$ 到 $12f^*$.
 2. 公开市场出售操作，减少准备金供给，非借入准备金减少，联邦基金利率上升。

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 公开市场操作对联邦基金利率的影响

联邦基金利率





3.3 公开市场操作

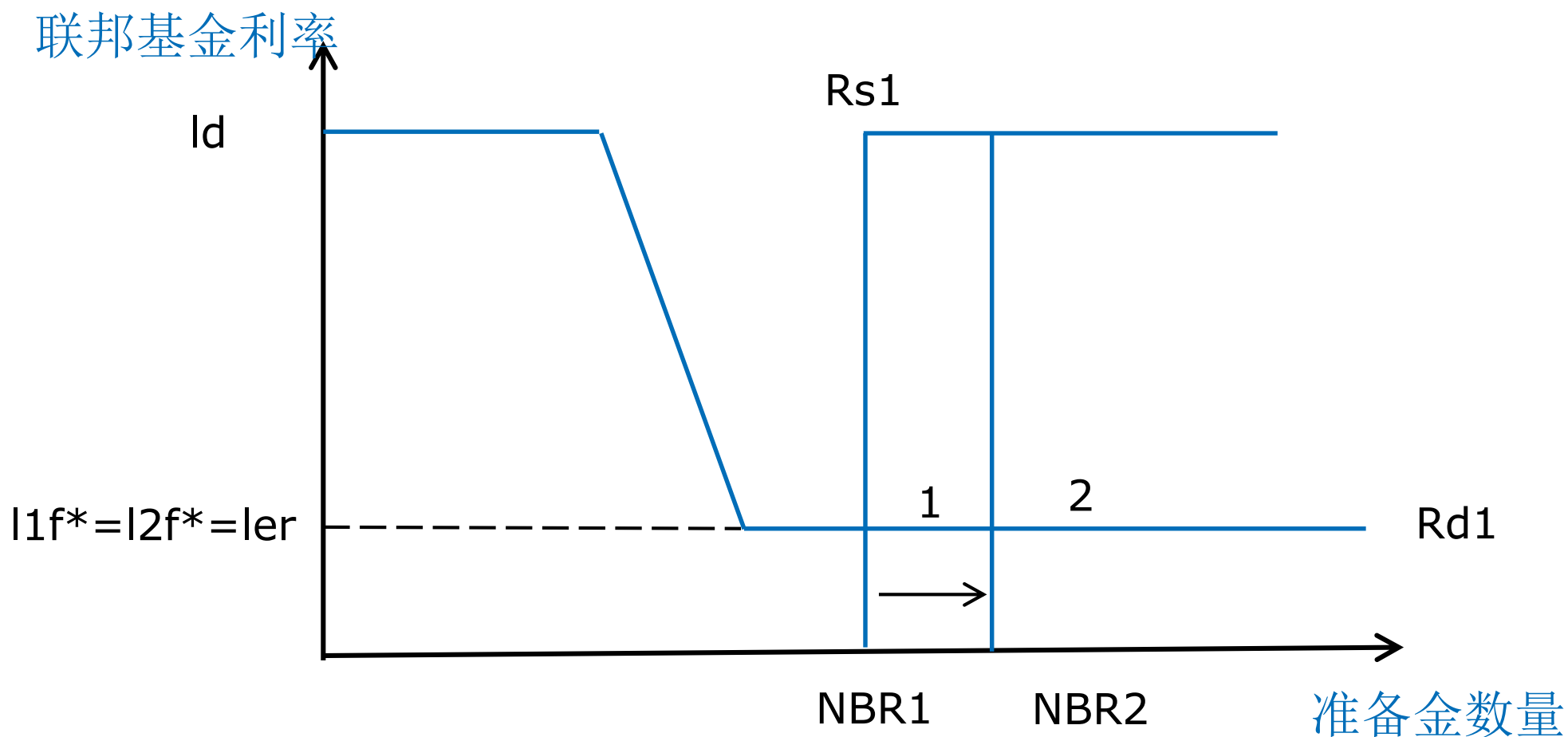
6. 公开市场操作的利率调节机制

公开市场操作影响联邦基金利率的非典型情况

- 非典型情况：联邦基金目标利率高于准备金利率，即当供求曲线相交于需求曲线的水平部分。由于准备金利率是联邦基金利率的下限，此时，公开市场操作不会影响联邦基金利率水平。

3.3 公开市场操作

6. 公开市场操作的利率调节机制 公开市场操作对联邦基金利率的影响



3.4 货币政策工具的总结

1. 回顾货币政策三大工具的发展演进

a) 存款准备金政策

- 存款准备金制度几乎在央行出现之前就存在，但在1935年，美联储才有权调整存款准备金的法定比率，存款准备金政策成为货币政策工具。1998年，存款准备金制度成为中国人民银行一般性货币政策工具
- 但1980年代以来，存款准备金政策使用频率大为减少，加拿大等国家实行零准备金政策

3.4 货币政策工具的总结

1. 回顾货币政策三大工具的发展演进

b) 再贴现政策

- 再贴现政策是传统的货币政策工具，英国在1833年，美国在1913年，分别确立了再贴现政策是货币政策的一般性工具。
- 再贴现政策曾经是中央银行发挥最终贷款人职能的主要窗口，美联储的再贴现利率一直低于政策目标利率25-50个基点，是中央银行对商业银行、非银行金融机构，甚至是对企业投放基础货币的主要渠道。
- 2003年，再贴现利率上调，成为公开市场操作的辅助工具。



3.4 货币政策工具的总结

1. 回顾货币政策三大工具的发展演进

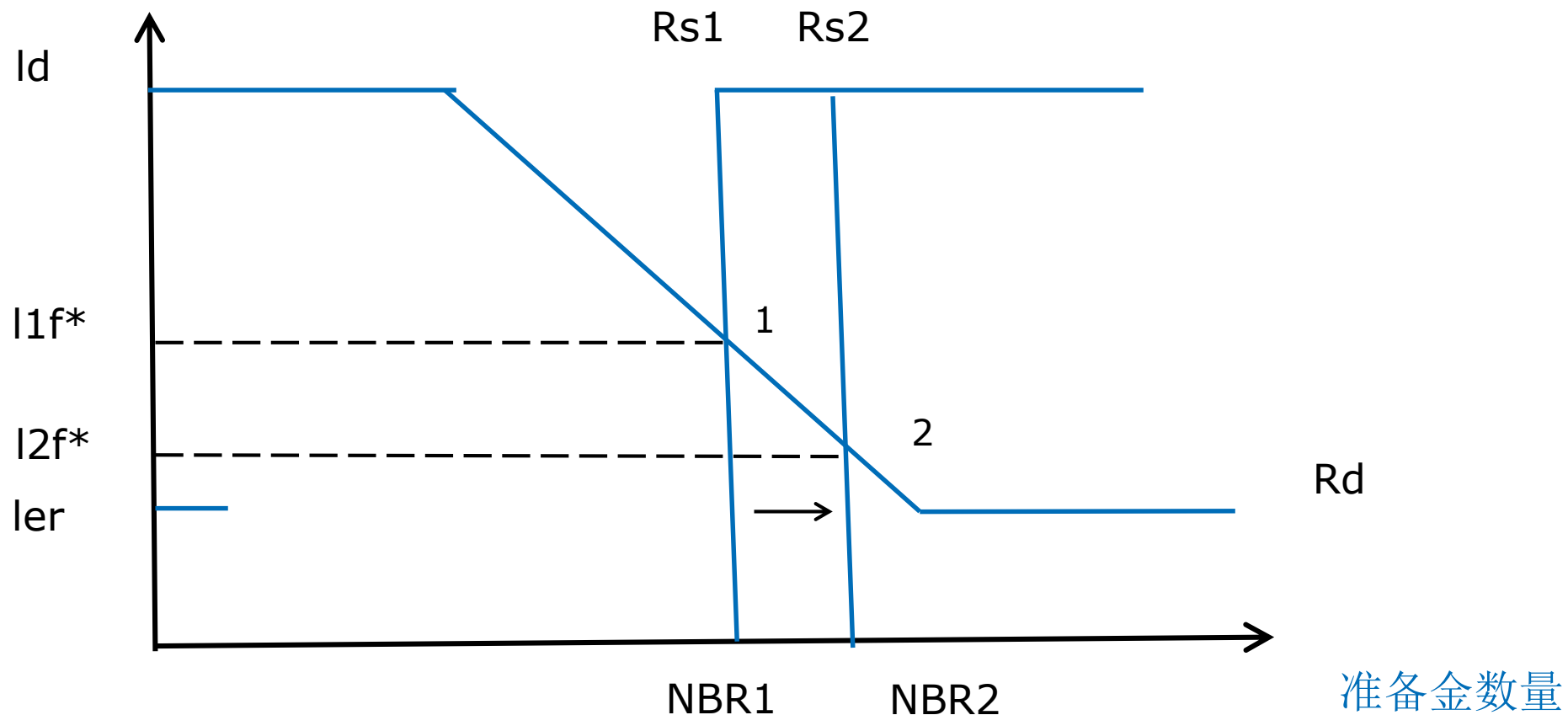
c) 公开市场操作

- 英格兰银行和美联储成立之初就开始在公开市场上买卖国债，但直到1933年，美联储正式成立“公开市场委员会”（FOMC），公开市场操作成为货币政策工具。1950年代后，成为美联储主要政策工具。
- 2003年再贴现政策调整后，公开市场操作成为短期政策目标利率调整的主要工具

3.4 货币政策工具的总结

2. 三大政策工具新的组合形式

联邦基金利率





3.4 货币政策工具的总结

3. 利率走廊的基本原理

- 再贴现政策演化为货币市场利率的上限
- 超额存款准备金利率演化为货币市场利率的下限
- 公开市场操作成为调节货币市场利率的经常性工具



3.4 货币政策工具的总结

4. 货币政策工具演变的背景

- 再贴现政策是“真实票据”理论下，央行调控给基础货币和利率的主要工具
- 存款准备金政策主要适用于金准备和外汇准备的货币制度
- 公开市场操作是当债券市场和货币市场规模足够大时的主要工具，换言之，当财富存量和货币存量规模大到一定程度时，货币需求更主要是资产组合问题，利率成为货币政策的操作目标和中介目标。

货币政策传导机制

4

对外经济贸易大学

- 中央银行作为发行的银行、银行的银行和政府的银行，拥有一系列货币政策操作工具—工具箱。但货币政策操作并不能直接实现最终目标，而是需要一系列中间变量的传导，最终作用到实体经济。由此构成货币政策传导机制。

货币政策传导机制

政策工具 ➡ 操作目标 ➡ 中介目标 ➡ 最终目标

4.1 货币政策中介目标和操作目标

货币政策中介目标

- 货币政策中介目标的概念最早是1960年代美国经济学家提出的，但直到1970年代中期，中央银行才开始从宏观调控的角度来考虑中介目标，中介目标逐渐成为中央银行货币政策传递机制的主要内容。
- 货币政策中介目标是中央银行为实现货币政策最终目标而选择作为调节对象的目标。

4.1 货币政策中介目标和操作目标

为什么要关注中介目标？

- 第一，货币政策操作效果具有滞后性和动态性，有必要借助于一些能够较为迅速地反映经济状况变化的金融或非金融指标，作为观察货币政策实施效果的信号
- 第二，为避免货币政策制定者的机会主义行为，需为货币当局设定一个名义锚，以便社会公众观察和判断货币当局的言行是否一致。

4.1 货币政策中介目标和操作目标

货币政策中介目标的内容

- 货币政策中介目标是中央银行希望通过调控操作目标而影响的目标，并最终实现最终目标。包括：总量目标，如货币供应量；利率目标，如长期利率等。
- 也有小型开放经济体盯住汇率制度，将汇率作为货币政策的中介目标。如，荷兰盾与德国马克、香港的联系汇率制。



4.1 货币政策中介目标和操作目标

货币政策中介目标的选择标准

- **可测性**，中央银行能够比较精确地统计出作为货币政策中介目标的变量，如M1、M2和利率水平等
- **可控性**，中央银行有能力将中介目标控制在确定的或预期的范围内
- **相关性**，作为货币政策中介目标的变量与货币政策的最终目标有着紧密的关联性

4.1 货币政策中介目标和操作目标

货币政策的操作目标

- 操作目标也称近期目标，是货币政策工具直接调控的目标，并能影响中介目标。
- 其选择同样要符合可测性、可控性及相关性三个标准。此外，还取决于中介目标的选择。具体而言，如果以总量指标作为中介目标，则操作目标也应该选取总量指标；如果以利率作为中介目标，则操作目标的选择就应该以利率指标为宜。
- 被选作操作目标的主要有货币市场利率、准备金和基础货币。

4.1 货币政策中介目标和操作目标

下一节引子

- 中央银行通过操作货币政策工具，影响操作目标和中介目标，直至实现最终目标的过程和渠道被称为货币政策传导机制(conduction mechanism of monetary policy)。
- 中央银行货币政策机制的设计带有较大的主观性，货币数量的变化通过什么渠道影响到实体经济，既是货币政策的实践问题，也是货币理论问题。我们将一一介绍。

4.2 传统的货币政策传导机制

1. 凯恩斯学派的利率传导渠道

- 货币政策首先是改变货币市场的均衡，然后改变短期利率，进而影响长期利率；通过利率变动，改变实际资产投资，影响收入和产出。

扩张型政策

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

紧缩型政策

$$M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

4.2 传统的货币政策传导机制

1. 凯恩斯学派的利率传导渠道

利率传导渠道的条件

- 货币供应量的变动必须有效地影响长期实际利率

希克斯和鲁兹的纯粹预期利率理论，其基本观点是：在完全竞争的金融市场上，长期利率等于未来短期预期利率的平均值。

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + \cdots + i_{t+(n-1)}^e}{n}$$

- 投资必须对利率有高度的敏感性

4.2 传统的货币政策传导机制

2. 货币学派的货币渠道

首先，复习货币学派的货币需求函数和恒久性收入理论（第五章第二节）

$$\frac{M}{P} = f\left(i_m; i_b; i_e; \frac{1}{P} \times \frac{dP}{dt}; W; Y; \mu\right)$$
$$\ln \frac{M}{P} = 3.003 + 1.394 \ln Y - 0.155 \ln i$$
$$r^2 = 0.99$$

$$C_t = c \times YP_t = ckY_t + c(1 - k)Y_{t-1}$$

4.2 传统的货币政策传导机制

2. 货币学派的货币渠道 货币传导渠道

- 货币学派认为，货币与金融资产替代性较差，而与商品资产的替代性较强。根据恒久性收入理论，货币供给增加导致人们临时性收入增加，未预期到的临时性收入，主要引起的不是利率的变化，而是引起消费函数的波动。紧缩性政策的作用则相反。
- 宽松政策的效果

$$M \uparrow \rightarrow \begin{cases} i \downarrow \\ Y_t \uparrow \end{cases} \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

4.2 传统的货币政策传导机制

3. 托宾的Q理论

- 耶鲁大学教授詹姆斯·托宾是美国凯恩斯学派-新古典综合派的代表人物之一。托宾认为货币政策通过对股票价格的影响而作用于实际经济活动。条件是：
 1. 各个经济主体可以自由而又灵敏地调整其资产结构，资产选择的范围包括货币和其他金融资产；
 2. 金融市场是完善的，有多种类的金融资产可供投资者选择。

4.2 传统的货币政策传导机制

3. 托宾的Q理论

托宾的投资传导渠道

$$q = \frac{\text{企业的市场价值}}{\text{资本重置成本}}$$

- $q > 1$, 表明新建厂房和新购设备的成本低于在市场上收购企业, 此时有利于扩大投资
- $q < 1$, 表明新建厂房和新购设备的成本高于在市场上收购企业, 此时投资不会增加
- 宽松货币政策通过 q 的传导如下:

$$M \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

- 紧缩货币政策通过 q 的传导如下:

$$M \downarrow \rightarrow P \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

4.2 传统的货币政策传导机制

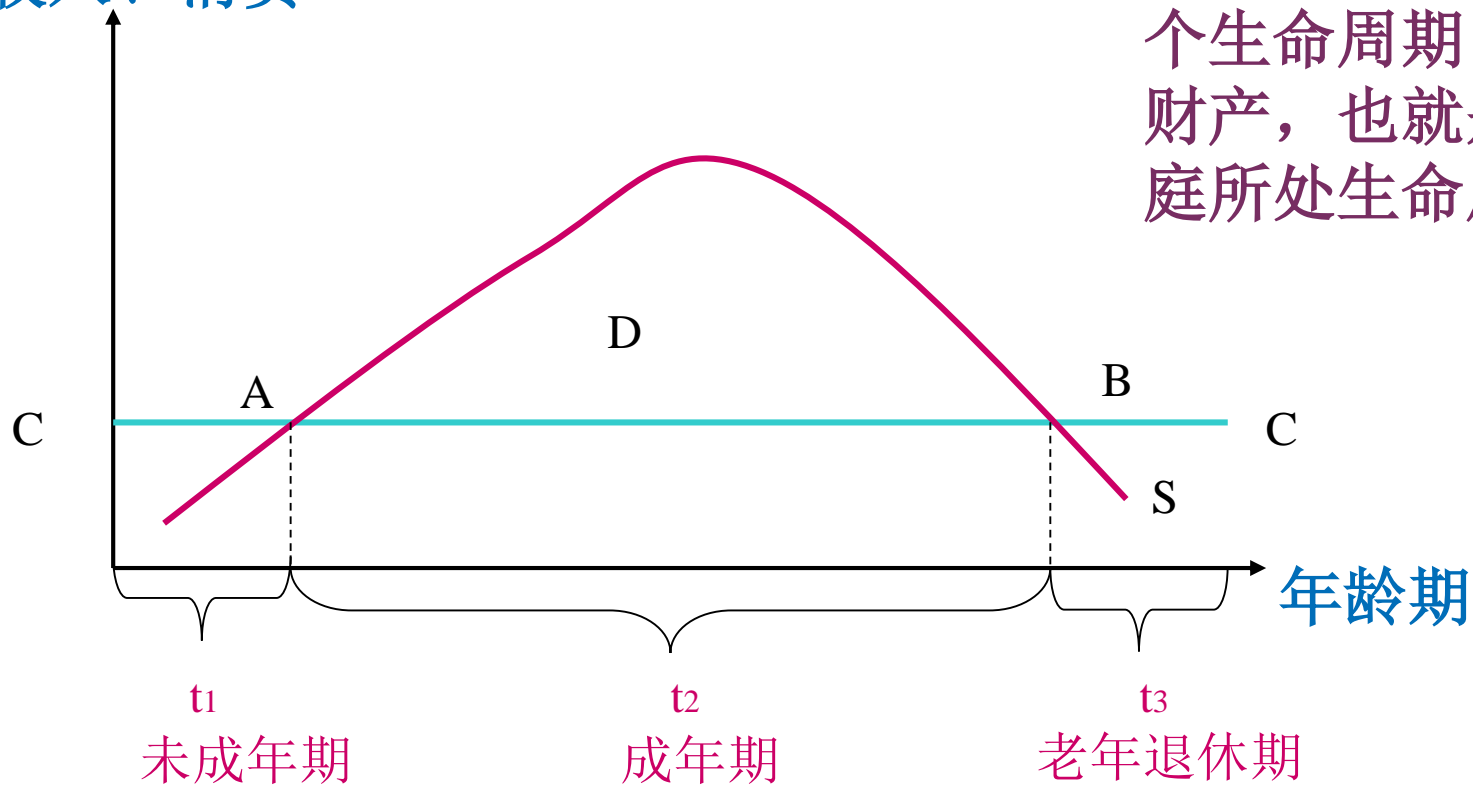
4. 莫迪利安尼的财富效应渠道

MIT教授Franco Modigliani提出生命周期理论，认为消费者根据其财富水平安排其支出。财富包括人力资本、真实资本和金融财富，股票是金融财富的主要形式。

4.2 传统的货币政策传导机制

4. 莫迪利安尼的财富效应渠道

收入、消费



4.2 传统的货币政策传导机制

4. 莫迪利安尼的财富效应渠道

- 货币政策的财富渠道是：货币政策可以通过影响股票债券等金融资产的价格而影响消费者的财富价值，进而影响消费支出和产出的规模。如：
- 宽松性政策的传导：

$$M \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow \text{财富} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

4.2 传统的货币政策传导机制

5. 汇率渠道

- 在开放经济条件下，利率波动引起资本流动，进而影响汇率和进出口贸易，直至产出和就业。如货币供给增加，本币实际利率下降，资本外流，外汇市场上本币贬值，外币升值，刺激出口扩大。紧缩政策则导致本币升值，外币贬值，进而抑制出口。
- 以宽松性政策效应为例：

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow e \uparrow \rightarrow \text{净出口} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

4.3 货币政策的信用传导渠道

传统货币政策传导机制主要关注“利率渠道”和“货币渠道”。但由于金融创新和资本市场的发展，货币政策更多地是通过信用渠道传导。信用传导渠道包括：

- 银行贷款渠道
- 资产负债表渠道

4.3 货币政策的信用传导渠道

1. 银行贷款渠道

a) 罗萨信用可得性传导机制

- 传统理论强调利率变动对借款人的影响，即借款人的利率敏感性。
- 纽约联储经济学家罗萨强调贷款人的利率敏感性。因为，贷款人（银行）必须保持足够的流动性（超额准备金），利率的变化将导致贷款人调整资产结构，影响贷款人的贷款数量，从而影响借款人的信用可得性，即借款人的资金来源。

4.3 货币政策的信用传导渠道

1. 银行贷款渠道

a) 罗萨信用可得性传导机制

$R(\text{准备金}) \rightarrow r \rightarrow L(\text{流动性}) \rightarrow K(\text{信用量}) \rightarrow Y$

- **紧缩性政策：**央行在公开市场上卖出政府债券，银行准备金减少，市场利率上升，银行持有的债券价格下降，为补足流动性，银行进行资产结构调整：**（1）减少贷款发放；（2）卖出私人债券，购买政府债券。**结果减少私人部门的信贷可得性。
- **扩张性政策影响规则相反**

4.3 货币政策的信用传导渠道

1. 银行贷款渠道

b) 伯南克的银行信贷传导渠道

- 有些企业属于“银行依赖型企业”，当央行实施紧缩型货币政策时，企业需要寻找其他渠道获得资金来源，但其“外部融资升水”，融资成本提高，企业融资能力下降，投资减少，产出减少。
- 扩张性货币政策传导机制相反。

紧缩性货币政策信贷传导机制

央行紧缩↓→ 银行贷款↓ → 银行存款↓→投资↓ → 产出↓

4.3 货币政策的信用传导渠道

2. 资产负债表传导渠道

- 货币政策通过影响企业或个人的资产负债表影响到私人部门的融资能力，进而影响实际产出和就业。
- 具体说：扩张性或紧缩性货币政策影响到股票债券等资产价格，资产价格变动将导致企业净值、现金流以及个人财富的变动。在存在逆向选择和道德风险的情况下，银行贷款、投资规模和产出都受到相应影响。

4.3 货币政策的信用传导渠道

2. 资产负债表传导渠道

紧缩性货币政策的传导渠道

- 例如，紧缩性货币政策使市场利率上升，企业利息负担加重，公司净资产减少，融资能力削弱，借款人担保能力削弱，企业金融地位下降，外在融资溢价上升，企业无论从市场(发行债券)，还是从银行(贷款)融资的条件恶化，投资减少，产出规模和就业水平下降。
- 紧缩性政策的传导
$$M \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow \text{企业净值} \uparrow \rightarrow \text{贷款} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \downarrow$$

4.4 总结：货币政策传导机制理论的发展

在财富水平提高、金融市场越来越发达的背景下，货币政策通过股票债券等资产价格变动影响支出的作用越来越大。具体途径是：

- 利率效应，凯恩斯学派提出货币政策通过影响利率水平，调控企业融资和投资成本，进而影响投资和产出。
- 财富效应，莫迪利安尼提出货币政策影响金融资产价格，改变人们的财富水平，进而影响投资和产出。
- 流动性效应，货币政策影响金融资产价格，这种影响将通过流动性效应影响耐用消费品和房地产的需求。
 - 如，低利率使金融资产价格上升，消费者财富水平增多，财务状况改善，融资能力增强，多耐用消费品和房地产（对利率不敏感）的需求和购买能力提高。

4.4 总结：货币政策传导机制理论的发展

- 除以上介绍的不同货币政策渠道，2001年，巴斯和雷米还提出了货币政策的“成本渠道”，指出货币政策也会通过影响企业成本进而影响供给。
- 2008年，国际金融危机后，经济学家还提出了“风险承担渠道”（**risk-taking channel**），认为央行政策操作会通过影响银行风险承担行为产生顺周期性效应，加大系统性金融风险等。

4.4 总结：货币政策传导机制理论的发展

- 货币政策是间接调控手段，其传导机制是否顺畅决定着货币政策最终目标是否能够实现
- 人们在实践中不断探索更加有效率的货币政策传导渠道和传导机制，表明人们对货币对实体经济影响的认识不断深刻

货币政策效果

5

对外经济贸易大学

5.1 货币政策规则 and 效果

- 货币政策作为宏观调控的手段，中央银行应该**实行灵活机动的相机抉择政策**，还是实行“**事先为央行货币政策制定和操作确立一个可以遵循的准则的货币政策框架**”即货币政策规则，是理论和实践关注的重要问题。
- 即在理论和实践上的“**货币政策规则与相机抉择之争**”。



5.1 货币政策规则 and 效果

1. 相机抉择

相机抉择（**discretion**）是凯恩斯主义的宏观政策规则。指央行根据不同的经济形势，灵活机动地采用不同的货币政策，以熨平经济波动，实现稳定增长。



5.1 货币政策规则 and 效果

1. 相机抉择

逆经济周期调整的政策

- 具体说：在通货膨胀时期，应实行紧缩性的货币政策，降低通胀和实现物价稳定；在经济萧条时期，应实行扩张性的货币政策，促进经济增长，降低失业率

5.1 货币政策规则 and 效果

2. 单一规则

- 单一规则以M·弗里德曼为表的货币主义倡导的规则。他们认为：货币政策所能做到的只能是为经济增长提供一个稳定的货币环境，防止货币波动成为经济失调的源泉。
- 具体主张是：货币供应量应按一个固定的比率增长，如4%。

5.1 货币政策规则和效果

2. 单一规则

实施单一规则的原因

a) 货币政策时滞的存在

- 货币政策时滞是指从制定政策到取得预期效果的时间差。具体包括：第一，内部时滞又称行动时滞，指从制定政策到采取行动这段时间，由认识时滞和行政时滞构成。第二，外部时滞，又称影响时滞，指行动开始到对政策目标产生影响为止。
- 弗里德曼认为，美国货币政策时滞为12-18个月，且不稳定。

5.1 货币政策规则和效果

2. 单一规则

实施单一规则的原因

- b) 货币需求的稳定性要求货币供给保持相对稳定（见第五章第二节）
- c) 货币政策多个目标之间的冲突和矛盾（见第六章第二节）
- d) 实证研究认为，货币存量的周期性波动是商业波动的原因，见弗里德曼的《美国货币史》
- e) 单一规则可以减轻政府干预的压力

5.1 货币政策规则和效果

3. 泰勒规则（见第五章第五节“泰勒规则”）

- 泰勒规则和后面介绍的麦卡姆勒规则，二者均属于工具规则
- 1993年，约翰·泰勒教授提出了一个根据产出和物价水平与设定目标值之间的差距来调节短期利率的货币政策规则。

5.1 货币政策规则和效果

3. 泰勒规则（见第五章第五节“泰勒规则”）

- 美联储联邦基金利率的确定取决于以下四个因素：
 1. 当前的通货膨胀率， ρ 为前四个季度的通货膨胀率
 2. 实际均衡利率为2；
 3. $(p - 2)$ 为当前的通货膨胀率与目标通货膨胀率之差；
 4. y 为实际GDP与潜在产出的偏离。则联邦基金利率的公式为：

$$r = \rho + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$$

5.1 货币政策规则和效果

3. 泰勒规则（见第五章第五节“泰勒规则”）

- 泰勒教授建议，美国通货膨胀缺口 $(p - 2)$ 和GDP缺口 y 的调整系数均为0.5，即美联储对通货膨胀和经济增长的关注程度相同
- 美国实际均衡利率和目标通货膨胀率均为2%，所以，当通货膨胀率和GDP符合目标水平时，则联邦基金利率 $r = \rho + 2 = 4\%$
- 如果美国出现通货膨胀或经济衰退，根据泰勒规则，美联储将提高短期利率或降低短期利率

5.1 货币政策规则和效果

3. 泰勒规则（见第五章第五节“泰勒规则”）

- 泰勒规则是建立在理性预期的基础之上的，强调实际均衡利率与通货膨胀和经济增长在长期具有稳定的关系，因此，货币政策的调整要遵循“规则”。
- 在格林斯潘作为美联储主席的1990年代，泰勒规则取得很大成功，促进了美国经济的长期繁荣。

5.1 货币政策规则和效果

4. 麦卡勒姆规则

- 麦卡勒姆规则 (McCallum Rule) 又被称为**基础货币——名义GDP目标规则**，其政策工具是基础货币而不是联邦基金名义利率。该规则是对弗里德曼规则的修订和发展，**有如下三点不同**：
 1. **关于央行操作对象**，弗里德曼规则认为是M2增长率，麦卡勒姆规则认为是基础货币增长率；
 2. 弗里德曼规则认为货币流通速度不变，**麦卡勒姆规则关注的是基础货币流通速度的平均增长率**，并据此调节基础货币的增长率；
 3. 弗里德曼规则以稳定物价为目标，**麦卡勒姆规则则以稳定名义增长率为货币政策目标**

5.1 货币政策规则和效果

4. 麦卡勒姆规则

麦卡勒姆规则公式

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^* + \lambda(\Delta x - \Delta x_{t-1})$$

- 其中， Δb_t 为 $t - 1$ 期到 t 期间基础货币对数值的变化率；
- Δx^* 为名义GDP的目标增长率；
- Δv_t^* 为前16个季度基础货币流通速度的平均增长率；
- Δx_{t-1} 为名义GDP的实际增长率；
- λ 为调整系数，被设定为0.5

5.1 货币政策规则和效果

4. 麦卡勒姆规则

麦卡勒姆规则的含义

- 基础货币增长率取决三个因素：
 - 第一，作为货币政策目标的名义收入（GDP）的增长率；
 - 第二，基础货币平均流通速度的变化率；
 - 第三，当名义收入的实际增长率与其目标增长率不一致时作出的对基础货币增长率的调整。

5.1 货币政策规则和效果

4. 麦卡勒姆规则

麦卡勒姆规则的特征

- 第一，与控制货币（M2）增长率相比，央行对基础货币的可测性和可控性更有效；
- 第二，名义收入等于物价水平与实际产出之乘积，央行以调控基础货币增长率影响名义收入增长率，实际上也在一定程度上控制了物价水平。

5.1 货币政策规则 and 效果

5. 通货膨胀目标制

通货膨胀目标制的内容

- 1990年代之后，很多发达国家实行了通货膨胀目标制（Inflation Targeting），即中央银行直接以通货膨胀为目标，并事先明确宣布一个具体数值的通货膨胀率，中央银行的作用就是确保物价水平的上涨率保持在它宣布的目标范围内。
- 如：英国目标通胀率为2%，澳大利亚为2-3%。

5.1 货币政策规则和效果

5. 通货膨胀目标制

通货膨胀目标制的特征

- 第一，在货币政策工具与最终目标之间**不再设立中间目标**；
- 第二，要求货币政策具有**前瞻性**，政策决策依据依靠定期对通货膨胀的预测，根据预测值与目标值的偏差实行扩张或紧缩的政策操作；
- 第三，要求中央银行具有**独立性和透明度**，建立央行**威信和可靠性**，避免动态不一致。

5.1 货币政策规则 and 效果

5. 通货膨胀目标制

通货膨胀目标制的优缺点

- 通货膨胀目标制克服了传统货币政策框架下单纯盯住某种经济、金融变量的弊端，实现了规则性和灵活性的高度统一。主要是市场经济发达国家的政策目标，有的也是受制于货币制度框架，如欧盟。统一的货币政策和分散的财政政策。
- 但其主要问题是引起失业率上升，利率的波动等。

5.1 货币政策规则和效果

中国实行的相机抉择政策

- 由于我国市场经济不够发达，经济增长潜力大，曾经在较长时间里，中国人民银行实施了相机抉择的货币政策，取得了较好的效果。如：
 - 1996年，紧缩型政策抑制了严重的通货膨胀。
 - 1997年，亚洲金融危机后，为应对通货紧缩的局面，央行实行了扩张性的刺激政策，连续8次降息和下调法定准备金率。
 - 2003年，面临通货膨胀趋势，流动性过剩，央行上调法定准备金率，发行央票，实施对冲操作。
 - 2008年，为应对国际金融危机，我国政府实施了四万亿的刺激计划。



5.1 货币政策规则 and 效果

中国实行的相机抉择政策

- 总体说来，我国实行的相机抉择的货币政策，取得了较好的效果。但近些年来，我国虽然也面临经济下行的风险，但由于经济结构和市场结构发生了巨大变化，政府并未采用大规模的货币政策刺激，货币政策保持稳定的趋势明显。

5.1 货币政策规则 and 效果

美联储的货币政策实践

- 研究表明，美联储货币政策制定和实施曾以泰勒规则为基础，但21世纪初偏离了泰勒规则，实施了刺激经济增长的低利率政策。
- 美联储前主席伯南克对“**通货膨胀目标制**”颇为推崇，但其上任后即遇到2007年次贷危机，伯南克以巨大的勇气带领美联储实施了**量化宽松**的货币政策，带领美国较快地走出危机。（见本. 伯南克著《*行动的勇气*》，中信出版社，2008）

5.1 货币政策规则 and 效果

货币政策效果

1. 影响货币政策效果的因素

财政政策受到预算约束，货币政策实际上是政府主要的宏观调控手段，但是否能达到其预期效果，则取决于多重因素：

- **货币政策时滞**：是货币政策从制订到获得主要或全部的效果的时间间隔。时滞越长，越可能削弱政策效果
- **货币流通速度**：货币流通速度稳定有利于货币政策须作用的发挥，如果波动则会抵消政策作用

5.1 货币政策规则和效果

货币政策效果

1. 影响货币政策效果的因素

财政政策受到预算约束，货币政策实际上是政府主要的宏观调控手段，但是否能达到其预期效果，则取决于多重因素：

- 货币需求函数是否稳定，隐含价格刚性是否存在：货币需求函数稳定，货币政策无效，价格刚性则货币政策有效；
- 微观主体预期能力：理性预期会抵消货币政策作用；
- 社会政治团体的利益博弈：会削弱政策效果，如政府控制房价的政策和新地王的产生



5.1 货币政策规则 and 效果

货币政策效果

2. 货币中性与非中性

在理论上，货币政策有效性主要体现在关于货币中性与非中性的争论上。

- 如果价格水平随货币数量变化而变化，即货币对实体经济保持中性，则货币政策无效；
- 如果价格不随货币数量变化而变化，即存在货币粘性，货币数量变化影响到实体经济，则货币政策有效。

上述问题我们在第五章讨论过，请同学们认真学习。

5.2 货币政策规则的总结

- 以上介绍了5种货币政策规则，泰勒规则和麦卡勒姆规则属于工具规则，通货膨胀目标值属于目标规则。泰勒规则包含了货币数量论和流动性偏好理论的思想，麦卡勒姆和通胀目标制更多地反映了货币数量论的思想。
- 同时，选择不同的货币政策规则也与一国经济发展水平和金融市场发展程度的不同阶段有关系，各有其特征。
- 探讨货币政策是为了改善货币政策的效果，货币政策理论依然还在不断发展中



5.2 货币政策规则的总结

本章总结

同学们，第六章货币政策框架的内容就全部讲完了。在介绍货币政策目标、工具、传导机制和规则的同时，也介绍了学术界的诸多争论，这意味着，一个国家发展的不同阶段或发展水平不同的国家，要根据本国的实际情况建立符合本国情况的货币政策框架。第七章将以中美两国为例，具体介绍货币政策框架和实践。