

货币银行学

孙航 东北财经大学



货币政策

货币政策

现在，中国经济持续景气。据可靠预测，2002年全年的GDP增长率为8%，人均GDP突破1000美元，进出口总额将达到600亿美元，直接投资（实际利用金额）也将达到500亿美元，均将创历史最高记录。但在高速增长的背后，中国也面临着成堆难题，其中之一就是通货紧缩问题。

据中国统计，2002年1—6月零售商品总额比去年同期增长了8.6%，但增长率却下降了1.5%。02年1—7月的零售商品物价指数和消费者物价指数分别比去年同期下跌了1.9%和0.8%，尤其是消费者物价指数到02年10月已经连续14个月下落，继1997年亚洲金融危机以来最为严重的通货紧缩状况正在持续。

此外，生产资料和原材料价格也在不断下跌。2001年12月的生产资料价格比同年1月下降了7.2%，2002年1—4月又比去年同期分别下降了6.3%、5.4%、4.7%和4.4%。原材料价格也在持续下滑，02年1—4月比去年同期分别下降了4.8%、4.6%、4.7%和3.8%。今年4月以后，两者也未能呈现止跌的迹象。

这种通货紧缩现象的直接原因在于生产过剩。根据1999年对全国600种商品的一项调查结果显示，80%以上的商品的生产能力都超过了居民的需求，没有一种商品无法满足需求。在440种主要工业产品中，约有90%的供给大于需求。在城市地区，许多商品已经处于需求饱和状态。

这种供需失衡的状况使企业间陷入了严酷的价格战争。许多企业为了生存，不得不参与进降价竞争。而且，“价格破坏”蔓延的结果是许多中国企业陷于“无利润的繁忙状态”之中，企业收益降低。企业业绩的恶化又导致职工收入减少，研究开发能力下降，企业投资热情降低等反应。

此外，就业难、农民收入增长缓慢、股价下跌引发的逆资产效应以及关税下调等也加重了通货紧缩现象。由于国民消费占中国GDP全体的60%以上，通货紧缩的再度出现可能引发企业减产、员工减收、个人购买力下降等一系列连锁反应。就经济整体而言，虽然高速增长仍在持续，但通货紧缩现象对经济发展的负面影响不容忽视。

1988年和1993年，中国政府曾两次成功战胜通货膨胀现象，但在对付通货紧缩方面尚缺乏经验。当前，中央政府以公共投资为中心，实行了一系列的积极财政政策，但这种政策本身也有限度，许多人对其是否应该坚持下去已经抱有了疑问。

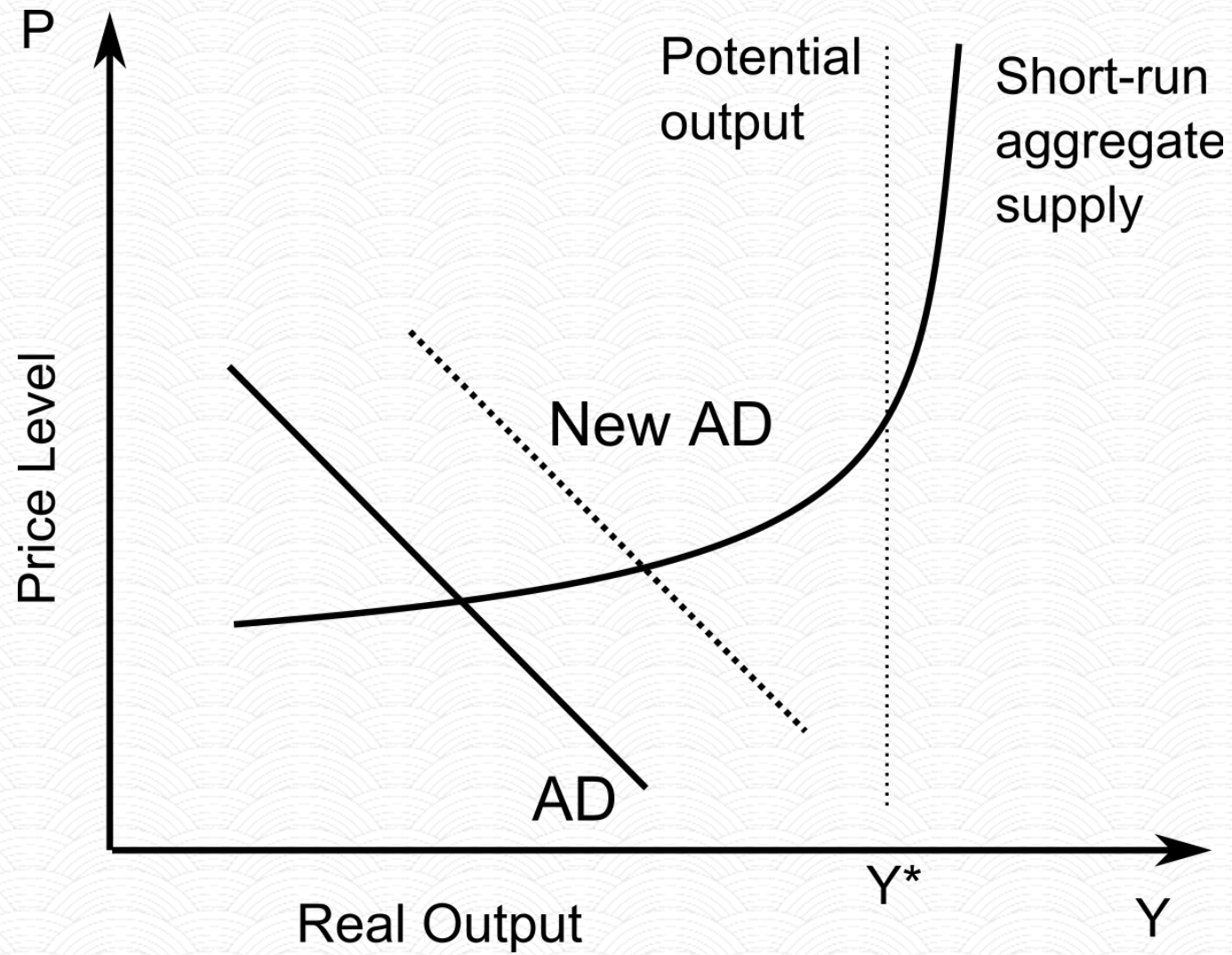


“没有货币的配合是不会有持续的高通货膨胀的。”
——斯蒂芬·G·切凯蒂等著《货币金融学》

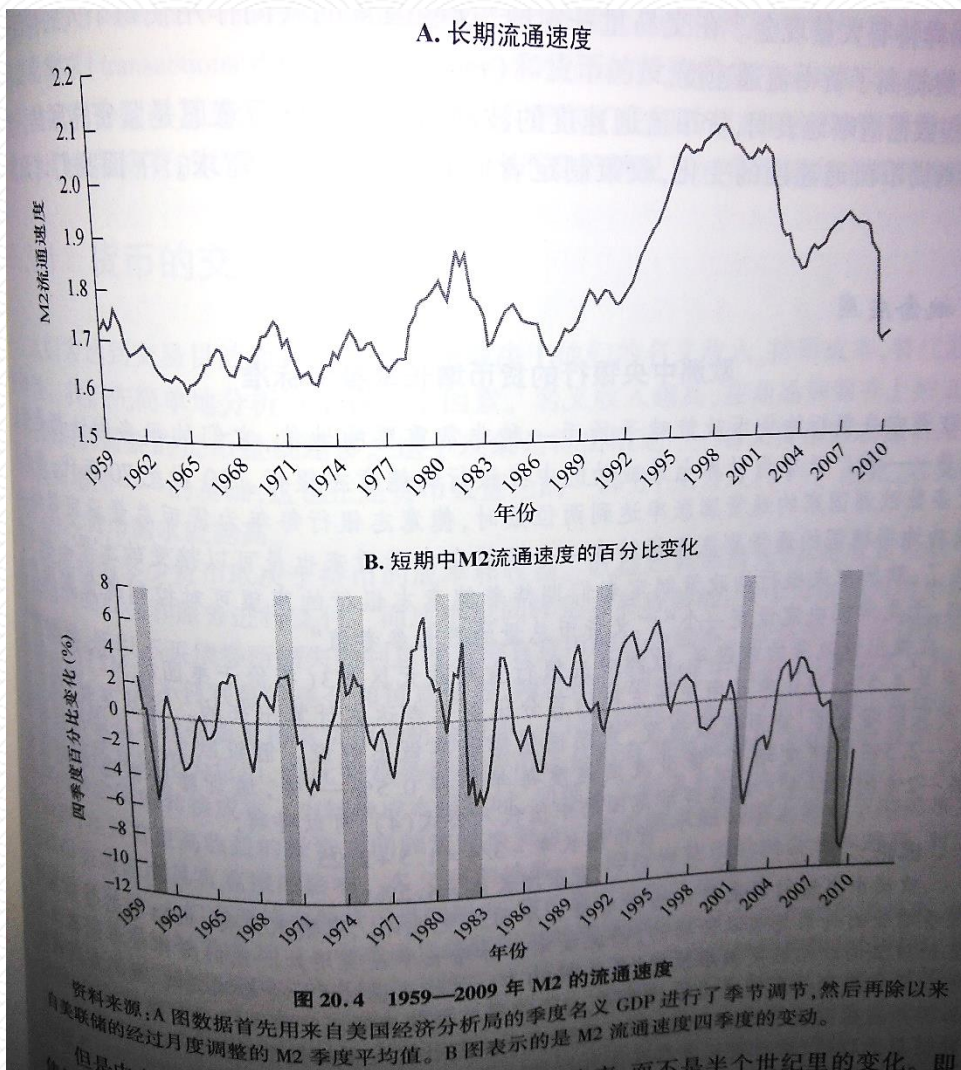
- 通货膨胀是指一般价格水平的持续和显著的上涨，只有大多数商品和劳务的价格持续上升才是通货膨胀；
- 通货膨胀的反义词是通货紧缩。

通货膨胀的衡量：

- 价格指数：居民消费价格指数（CPI）、生产者价格指数（PPI）；
 - GDP平减指数：名义GDP与实际GDP的比值，反映了国内生产的所有物品与劳务的价格。
- 一些人经常混淆CPI与CPI的增长率。



- 非货币因素：
 - 需求拉上；
 - 成本推动；
 - 结构性通货膨胀——房价涨只影响买房、租房吗？
- 货币因素。



- 货币数量论的交易方程:
 $MV=PY$;
- 货币流通速度长期变化幅度不大,但短期波动明显。

表 20.1 货币需求的影响因素:导致人们持有更多货币的原因

货币的交易需求	
名义收入	名义收入越高,货币需求越大
利率	利率越低,货币需求越大
其他支付方式的可获得性	其他支付方式的可获得性越小,货币需求越大
货币的投资需求	
财富	财富增加时,货币需求增加
相对于其他投资的收益	其他投资的收益率下降时,货币需求增加
预期未来利率	预期未来利率上升时,货币需求增加
替代投资工具的相对风险	替代投资工具的相对风险上升时,货币需求增加
替代投资工具的相对流动性	替代投资工具的相对流动性下降时,货币需求增加

为了简单清晰地描述存款货币的多倍创造过程，下面举例说明。假定支票存款的法定准备金率为10%，并且假定：第一，商业银行不持有任何超额存款准备金；第二，没有现金从银行系统中漏出；第三，没有从支票存款向定期存款或储蓄存款的转化。

假设 A 银行吸收了 10 000 元的活期存款，按照规定提取存款准备金 1 000 元，其余的 9 000 元全部贷款给客户甲。此时，A 银行的资产负债变动状况可用 T 型账户表示如表 10-1 所示。

表 10-1 A 银行的资产负债变动情况

资产		负债	
存款准备金	+1 000 元	活期存款	+10 000 元
贷款	+9 000 元		

假定客户甲将这 9 000 元贷款存入其往来行 B 银行（也可以是 A 银行），B 银行按照规定提取 900 元法定存款准备金后，再将其余的 8 100 元全部贷款给客户乙。此时，B 银行的资产

负债变动状况用 T 型账户表示如表 10-2 所示。

表 10-2 B 银行的资产负债变动情况

资产		负债	
存款准备金	+900 元	活期存款	+9 000 元
贷款	+8 100 元		

假定客户乙再将这 8 100 元贷款存入其往来行 C 银行, C 银行按照规定提取 810 元法定存款准备金后, 再将其余的 7 290 元全部贷款给客户丙。此时, C 银行的资产负债变动状况用 T 型账户表示如表 10-3 所示。

表 10-3 C 银行的资产负债变动情况

资产		负债	
存款准备金	+810 元	活期存款	+8 100 元
贷款	+7 290 元		

此时, 银行活期存款已经由最初 A 银行吸收的 10 000 元, 加上 B 银行的 9 000 元派生存款, 再加上 C 银行的 8 100 元派生存款, 达到了 27 100 元。但银行存款的增加远未停止, 还会照此发展下去, 直到存款总额达到 100 000 元为止, 如表 10-4 所示。

表 10-4 商业银行派生存款过程

(单位: 元)

商业银行	存款增加	贷款增加	派生存款增加	准备金增加
A	10 000	9 000	0	1 000
B	9 000	8 100	9 000	900
C	8 100	7 290	8 100	810
D	7 290	6 561	7 290	729
E	6 561	5 904.9	6 561	656.1
...
所有银行合计	100 000	90 000	90 000	10 000

表10-1显示, 各银行的支票存款额构成了一个无穷递减等比数列, 即 $10\,000$, $10\,000 \times (1-10\%)$, $10\,000 \times (1-10\%)^2$, ..., 根据无穷递减等比数列的求和公式, 可得出整个银行体系的存款总额为:

$$\begin{aligned}
 & 10\,000 + 10\,000(1-10\%) + 10\,000(1-10\%)^2 + 10\,000(1-10\%)^3 + \dots \\
 &= 10\,000 \times 1/[1-(1-10\%)] \\
 &= 10\,000 \times 1/10\% \\
 &= 100\,000(\text{元})
 \end{aligned}$$

其中, 派生存款为 $100\,000 - 10\,000 = 90\,000$ (元)。

一、原始存款后, 经银行系统

- 货币乘数：也称之为货币扩张系数或货币扩张乘数是指在基础货币（高能货币）基础上货币供给量通过商业银行的创造存款货币功能产生派生存款的作用产生的信用扩张倍数，是货币供给扩张的倍数；
- 基础货币是中央银行发行的债务凭证，表现为商业银行的存款准备金和公众持有的通货；
- 影响货币乘数的因素：
 - 法定准备金率与超额准备金率；
 - 存款与流通中通货的比率。

- 货币政策的最终目标：
 1. 币值（物价）稳定；
 2. 充分就业；
 3. 经济增长；
 4. 国际收支平衡；
- 最终目标之间的关系：
 - 1与2、1与3、1与4、3与4矛盾；
 - 2与3一致（奥肯定律：实际GDP增长相对于潜在GDP增长下降2%时，失业率上升大约 1%。）；
- 为什么货币政策可以实现其最终目标？

- 货币当局本身不能直接控制货币政策的最终目标，只能通过对中介目标的调节和影响实现最终目标；
- 所谓货币政策的中介目标，是指中央银行在货币实施过程中，为更好地观测货币政策的效力并保证最终目标的实现，在货币政策工具和最终目标之间插入的一些过渡性指标；
- 中介目标的选择标准：
 - 可测性；
 - 可控性；
 - 相关性。

- 近期中介目标：
 - 短期货币市场利率；
 - 银行准备金；
 - 基础货币。
- 远期中介目标：
 - 长期利率；
 - 货币供应量；
 - 汇率（小型经济体、发生恶性通胀的国家）。

$$\dot{i}_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t).$$

i_t 是目标短期名义利率， π_t 是通胀率， r_t^* 是假定的均衡真实利率， π_t^* 是希望的通胀率， y_t 是真实GDP的对数， \bar{y}_t 是潜在产出。 a_π 和 a_y 是小于1的正系数，原始版本的泰勒规则中 a_π 和 a_y 均为0.5.

- 凯恩斯学派的货币政策传导机制：
货币供给↑ → 利率↓ → 投资↑ → 社会总支出↑ → GDP↑；
- 现代货币学派的货币政策传导机制：
货币供给 → 社会总支出 → 投资 → GDP；
- 资产价格渠道传导机制：
 - 托宾q理论：
货币供给↑ → 利率↓ → 股票价格↑ → 托宾q（企业市值/企业重置成本）↑ → 投资↑ → GDP↑；
 - 财富效应渠道：
货币供给↑ → 股票价格↑ → 消费者财富↑ → 消费↑ → GDP↑；
 - 汇率渠道：
货币供给↑ → 利率↓ → 本币汇率↓（贬值）→ 净出口↑ → GDP↑；
- 信贷渠道传导机制：
 - 银行借贷渠道：
货币供给↑ → 银行存款↑ → 银行可发放贷款↑ → 投资↑ → GDP↑；
 - 公司资产负债表传导渠道：
货币供给↑ → 股票价格↑ → 资本净值↑ → 逆向选择和道德风险↓ → 贷款数额↑ → 投资↑ → GDP↑；
货币供给↑ → 利率↓ → 净现金流↑（利息费用减少）→ 逆向选择和道德风险↓ → 贷款数额↑ → 投资↑ → GDP↑；
 - 个人资产负债表传导渠道：
货币供给↑ → 利率↓ → 耐用消费品和住房支出↑ → GDP↑；
货币供给↑ → 股票价格↑ → 财务困难的可能性↓ → 耐用消费品和住房支出↑ → GDP↑。

一般性货币政策工具：

- 存款准备金；
- 再贴现政策；
- 公开市场操作。

存款准备金：

- 货币政策中最猛烈的工具；
- 对各类银行影响不同，因此效果难以把握；
- 我国的存款准备金制度始于1984年；
- 欧洲中央银行提供“存款便利”（deposit facility），给银行的超额准备金提供一个较低的利率。

再贴现政策：

- 商业银行等金融机构将通过贴现业务获得的票据再卖给中央银行的行为，称为再贴现；
- 再贴现政策包括再贴现率的调整（影响商业银行的融资成本）、规定向中央银行申请再贴现的资格两方面；
- 优点是作用较为温和、具有解挂调节效应；
- 缺点是缺乏主动性、利率高低有限度；

公开市场操作：

- 公开市场操作，指中央银行在金融市场上公开买卖有价证券（主要是政府债券），用以调控货币供应量的一种政策工具；
- 优点是传递过程直接、央行具有主动性、可以进行微调、可以频繁操作；
- 缺点是对中央银行的实力和金融市场的发展程度有要求；
- 美联储的目标利率是联邦基金利率；
- 欧洲央行的目标利率是最低投标利率（minimum bid rate），指的是国家央行向欧洲央行融资——称为“再融资（refinancing）”——拍卖时的最低允许利率。
- 中国人民银行的利率目标尚不清楚。

其他传统货币政策工具：

- 选择性货币政策工具：
 - 消费者信用控制；
 - 证券市场信用控制；
 - 不动产信用控制；
 - 优惠利率；
 - 预缴进口保证金，多见于国际收支长期赤字的国家；
- 直接信用控制：
 - 利率最高限额；
 - 信用配额；
 - 规定商业银行的流动性比率（指流动性资产对存款的比重）；
 - 直接干预信贷活动；
- 间接信用指导：
 - 窗口指导：中央银行根据产业行情、物价走势、金融市场动向，规定商业银行每季度的贷款增减额，并要求其执行，属于温和的、非强制性的货币政策工具，产生于20世纪50年代的日本；
 - 道义劝告。

美联储的非传统货币政策工具：

- 政策持久性承诺（policy duration commitment），有条件或无条件，特点是难以度量且容易遇到未曾预料的问题，只在传统政策工具已经用尽的情况下使用；
- 量化宽松（quantitative easing, QE），指中央银行向商业金融机构购买大量指定数量的金融资产，类似于超大规模的公开市场操作，但目标并非利率，而是货币供应量；
- 信用宽松（credit easing, CE），指美联储卖出低风险资产（如国债），买入高风险资产（如ABCP等）；
- 扭曲操作（operation twist），指美联储买入长期国债，卖出等额短期国债，以压低长期国债收益率，刺激和长期国债利率挂钩的贷款利率走低，降低贷款成本。

美联储的非传统货币政策工具：

- 政策持久性承诺（policy duration commitment），有条件或无条件，特点是难以度量且容易遇到未曾预料的问题，只在传统政策工具已经用尽的情况下使用；
- 量化宽松（quantitative easing, QE），指中央银行向商业金融机构购买大量指定数量的金融资产，类似于超大规模的公开市场操作，但目标并非利率，而是货币供应量；
- 信用宽松（credit easing, CE），指美联储卖出低风险资产（如国债），买入高风险资产（如ABCP等）；
- 扭曲操作（operation twist），指美联储买入长期国债，卖出等额短期国债，以压低长期国债收益率，刺激和长期国债利率挂钩的贷款利率走低，降低贷款成本。

中央银行的结构性货币政策工具：

- 美联储——贴现窗口（discount window）政策：
 - 一级信贷（primary credit）：通常是隔夜贷款，只有信誉良好的机构才能获得，利率是一级贴现率（primary discount rate）；
 - 二级信贷（secondary credit）：提供给经营出现困难的银行，利率是二级贴现率（secondary discount rate），高于一级贴现率，银行一般不愿申请；
 - 季节性信贷（seasonal credit）：提供给农业银行。
- 欧洲央行：边际贷款便利（marginal lending facility），类似于美联储的一级信贷。
- 中国人民银行：
 - 常备借贷便利（SLF）：2013年设立，主要满足期限较长的大额流动性需求；
 - 中期借贷便利（MLF）：2014年设立，面向宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行；
 - 抵押补充贷款（PSL）：2014年设立，用于支持基础设施建设、民生建设；
 - 短期流动性调节工具（SLO）：2016年设立，超短期的逆回购，原则上在公开市场常规操作的间歇期使用。

中新社北京6月1日电 (记者 魏晞)中国央行1日宣布，为进一步加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，并促进信用债市场健康发展，决定适当扩大中期借贷便利(MLF)担保品范围。

中国央行亦强调，将继续实施稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

此前，MLF操作接受国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA级公司信用类债券等作为担保品。此次新增的担保品主要包括：不低于AA级的小微、绿色和“三农”金融债券；AA+、AA级公司信用类债券，包括企业债、中期票据、短期融资券等；优质的小微企业贷款和绿色贷款。

中国央行相关负责人回答记者提问时表示，此次扩大MLF担保品范围，主要出于三方面考虑。

一是突出了小微企业债、绿色债以及小微企业贷款、绿色贷款并优先接受为担保品，有利于引导金融机构加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，缓解小微企业融资难、融资贵问题。

二是在公司信用类债券方面，从以前只接受最高等级的AAA级债券扩大到接受AA+、AA级债券，有利于平等对待各类发债主体，促进信用债市场健康发展。

三是增加了AA+、AA级信用债以及小微企业贷款、绿色贷款作为MLF担保品，可以在一定程度上缓解部分金融机构高等级债券不足的问题。(完)