

第四篇 宏观均衡

第十九章 货币政策

第十九章 目录

第一节	货币政策及其目标
第二节	货币政策工具
第三节	货币政策的传导机制和中介指标
第四节	货币政策效应
第五节	中国货币政策的实践
第六节	货币政策与财政政策的配合
第七节	汇率政策
第八节	开放条件下货币政策的国际传导 和政策协调

第十九章 货币政策

第一节 货币政策及其目标

第十九章第一节 货币政策及其目标

何谓货币政策

1. 当代，讲货币政策，通常指的是中央银行为实现给定的经济目标，运用各种工具调节货币供给和利率所采取的方针和措施的总和。
2. 货币政策包括：(1)政策目标；(2)实现目标所运用的政策工具；(3)预期达到的政策效果。
3. 从确定目标，运用工具，到实现预期的政策效果，还存在着一些作用环节，其中主要有中介指标和政策传导机制等。

第十九章第一节 货币政策及其目标

货币政策与金融政策

1. 金融业涉及银行、证券、保险、信托、租赁等十分宽泛的领域，在我国，金融政策是个涵义甚广的概念。
2. 货币政策是金融政策中的一部分，并居于核心的地位。
3. 在我国的实务和理论文献中，常常将货币政策与金融政策两个词混用。

第十九章第一节 货币政策及其目标

我国关于货币政策认识的演变

1. 在计划经济体制下，虽然实际上也有货币政策这样性质的问题，但在决策中占不到地位。在特定的时候，如在20世纪60年代初，也曾采用纵无货币政策之名却有货币政策之实的举措，并有力地促成了物价的回落。
2. 1984年底和1985年初，由于物价新一轮上涨的势头极为强烈，控制货币以抑制物价和掌握经济关键环节的议论一时成为非常时尚的声音。

第十九章第一节 货币政策及其目标

我国关于货币政策认识的演变

3. 1989年下半年，为了压下过高的通货膨胀率，采用了强力的紧缩货币政策；1989年底和1990年，为了阻止经济的下滑，则曾两度采用扩张的货币政策。这可以视为最高决策层对货币政策典型的运用。
4. 随着我国体制改革的终极目标明确地确定为社会主义市场经济，货币政策也明确地列入宏观经济调控体系之中。从那以后，只要提及宏观调控，几乎没有不提及货币政策的。

第十九章第一节 货币政策及其目标

货币政策的目标：单目标与多目标

1. 各国货币政策的目标，表述有差异。同一国家，在不同时期，货币政策的目标也在演变。
2. 在一个国家的特定时期，货币政策有追求多项目标的，最多的包括经济增长、充分就业、稳定物价和国际收支平衡；有的是明确突出一个目标：稳定币值（包括稳定汇率）。

后者，称为单目标；前者，称为多目标。

3. 国际货币基金组织和其它国际金融组织对于货币政策的主流观点都是强调单目标的稳定币值。

第十九章第一节 货币政策及其目标

我国关于货币政策目标选择的观点

1. 中国人民银行，按照《中国人民银行法》所宣布的货币政策目标为：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。在“稳定”与“增长”之间，有先后之序，主次之分。
2. 中国货币政策应有怎样目标的讨论：
 - (1)强调物价稳定是惟一目标。但同时有另一种单目标：最大限度的经济稳定增长。
 - (2)兼顾发展经济和稳定物价。
 - (3)必须包括充分就业、国际收支均衡和经济增长、稳定物价等诸方面。

第十九章第一节 货币政策及其目标

对“稳定”的诠释

1. 如果只把稳定币值作为绝对惟一的、排他性的目标，逻辑判断只应是惟一的“零”通货膨胀率。但实际生活中，是不可能存在的，
2. 运用实证分析来确定允许的波动幅度，则必须与成长、就业等目标联系起来才有可能论证：通货膨胀率不超过怎样的波动幅度是与较好的成长或就业状态相匹配，等等。

换言之，只要给稳定确定一个回旋的空间，稳定的目标就不可能是绝对惟一、全然排他的。

第十九章第一节 货币政策及其目标

对“稳定”的诠释

3. 不论是怎样强调单目标的当局，在阐述货币政策时，都不会忽视稳定目标与经济全局的联系。

第十九章第一节 货币政策及其目标

对目标不应作过分机械的论证

1. 现代货币政策的实践说明，任何国家，任何国家的任何时期，稳定币值——无论是否有明文的规定——都是货币政策其中不可或缺的一个目标。回溯历史，也无不如此。

第十九章第一节 货币政策及其目标

对目标不应作过分机械的论证

2. 不过，虽都强调稳定币值，但却实际有不同的方针：(1)力求保持币值的稳定；(2)维持低通货膨胀率；(3)对高通货膨胀率无可奈何之下把增长与就业摆在首位，等等。
3. 第三种情况，在当今世界并不罕见；虽然没有稳住货币，但通常都有反通货膨胀的纲领。前两种情况是否都可纳入把稳定币值作为首要目标的范围之内。

第十九章第一节 货币政策及其目标

稳定国内物价与稳定汇率的关系

1. “稳定币值”的要求包括两个方面：

稳定对内的币值，也即稳定物价；

稳定对外的币值，也即稳定外汇汇率。

2. 这两方面的要求并不是总能兼顾的。因而就有一个结合经济形势，确定如何选择重点和力求加以协调的问题。

第十九章第一节 货币政策及其目标

通货膨胀目标制

1. 20世纪90年代，有几个国家的货币政策先后采取了“通货膨胀目标制”。
2. 政策的核心是以未来一段时间内确定的通货膨胀率或者目标区作为货币政策目标；当局则承担实现确定目标的责任。

第十九章第一节 货币政策及其目标

通货膨胀目标制

3. 通货膨胀目标制，增加了货币政策的透明度；通过向公众解释实现通货膨胀目标所需的代价和手段，则提高了货币政策的可信度。
4. 通货膨胀目标制是长期货币政策目标。正确预测通货膨胀率的难度较大，以通货膨胀为目标的国家并不排除在特殊情况下，环绕充分就业和经济增长等目标，允许短期内偏离长期通货膨胀目标。对此，中央银行必须做出解释。

第十九章第一节 货币政策及其目标

货币政策与资本市场

1. 许多人士，有一种相当强烈的见解，要求货币当局应对资本市场的运行负有干预的责任——应采取利率、信贷等措施，或阻止资产价格下滑；或防止资本市场过热。
2. 对于干预资本市场的主张，货币当局明确持反对立场。货币当局认为自己的职责就是控制通货膨胀率和失业率；至于资本市场的走势，不在他们调控的职责之内。
3. 货币当局论辩，为了执行货币政策，绝不是关注资本市场的态势，而是不能干预资本市场的走势。

第十九章第一节 货币政策及其目标

货币政策与资本市场

4. 资本市场的态势，作用于货币政策所要调控的目标的过程，有这样的概括：

资产价格→财富效应→支出效应→货币需求→货币供给 →
→ 通货膨胀压力、失业压力→货币政策做出反应

货币政策与资本市场

5. 从另一个角度来说，货币政策决策的依据和追求的目标必须是可以把握和度量的经济过程。如通货膨胀、就业、经济增长等变量：变动前景虽有不确定性，但波动范围大体可以预期。至于资本市场，波动、震荡，变化于朝夕之间。以之作为政策目标，缺乏可操作性。
6. 至于在非常情况之下，中央银行通常会毫不迟疑地采取紧急措施，提供充足的流动性，以保证资本市场不至陷入崩盘境地。

相机抉择与规则

1. 如何处理货币政策与经济周期的关系，最早的原则是“逆风向”调节的“反周期货币政策”。这种模式的货币政策是经济趋热，相应紧缩；经济趋冷，相应扩张。概括称之为“相机抉择”。
2. 对于反周期货币政策的批评先是来自货币主义。他们主张货币政策应该遵循固定的货币增长率的规则。对于这种主张，概括为“单一规则”，或简称为“规则”，以区别于“相机抉择”。

第十九章第一节 货币政策及其目标

相机抉择与规则

3. 尔后，是理性预期学派的批评。该派认为，公众依据预期，采取相应行动，会使政策不能实现预定的目标。这就是有名的政策无效命题。

4. 现在，“相机抉择”与“规则”概念已经演进：

对“相机抉择”，现在肯定货币当局有必要针对不同的经济形势相机调节自己的政策措施，但要求这样的“相机抉择”应有“规则”；

今天讲“规则”也非单一的固定货币增长率规则，而是要求在方方面面的决策中均应遵循规则——包括“相机抉择”的“规则”。

第十九章第一节 货币政策及其目标

相机抉择与规则

5. 例如，通货膨胀目标制：它承认有一个由当前条件所决定的基本通货膨胀率，应按规定控制货币供给；同时承认有诸多外在的引发通货膨胀的因素，因而需要采取相机抉择的对策。
6. “泰勒规则” 可用来说明“规则”的含义。

第十九章第一节 货币政策及其目标

货币政策与中央银行的独立性

复习第十章第三节

1. 赋予中央银行在货币政策领域以独立决策的权限，对于货币政策的制定和贯彻是有利的。

但如何赋予这样的权限，属于国家管理领域的问题。

国情不同，不可能有统一模式；国情不同，独立性的强弱也不会是同一的。更不是说独立性越强越好。

第十九章第一节 货币政策及其目标

货币政策与中央银行的独立性

2. 如果不拘泥于法律条文而究其实质，作为一个国家的中央银行事实上不可能绝对地独立于政府之外。除了极少一些典型事例外，中央银行鲜有不贯彻政府的大政方针的。
3. 无论如何，(1)对于中央银行在货币政策方面如何贯彻国家的大政方针，政府应当充分尊重中央银行的建议；(2)在货币政策的原则性要求已经确定之下，如何具体实施的决策权则应归属于中央银行；对具体操作过程政府应避免干预。

第十九章 货币政策

第二节 货币政策工具

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

一般性政策工具

1. 法定准备率、再贴现率和公开市场业务等工具，属于传统的、一般性的货币政策工具。

其特点是经常使用；且都属于对货币总量的调节，能对整个经济运行发生影响。

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

一般性政策工具

2. 存款准备制度，始于英国，以法律形式出现则始于1913年美国的联邦储备法。凡是实行中央银行制度的国家，一般都实行法定存款准备金制度。

20世纪80年代以来，准备金工具的运用呈弱化之势。准备金率普遍极低，有些国家则取消了法定准备金制度。

法定存款准备率通常被认为是最猛烈的货币政策工具之一。但也不尽然。

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

一般性政策工具

3. 再贴现工具，现在实际是泛指中央银行对商业银行等金融机构的再贴现和各种贷款利率的调整。各国的主导利率，不尽相同。

这一政策的作用，除影响商业银行的融资成本和超额准备率之外，更反映为告示效应。

4. 公开市场业务有明显的优越性。

然而，要使之有效地发挥其作用，必须具备全国性的金融市场；作为交易对象的债券等金融工具必须有足够的规模。

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

选择性政策工具

1. 选择性政策工具是指可选择地对某些特殊领域的信用加以调节和影响的措施。
2. 其中有消费者信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制、优惠利率、预缴进口保证金等。

2. 其中有消费者信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制、优惠利率、预缴进口保证金等。

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

直接信用控制和间接信用控制

1. 直接信用控制是指从质和量两个方面，以行政命令或其他方式，直接对金融机构尤其是商业银行的信用活动所进行的控制。

包括利率最高限、信用配额、流动性比率和直接干预等。

2. 间接信用控制是指中央银行通过道义劝告、窗口指导等办法间接影响商业银行的信用创造。

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

我国货币政策工具的使用和选择问题

1. 中央银行使用什么样的货币政策工具来实现其货币政策目标，取决于不同时期的经济及金融环境等客观条件，并无一成不变的固定模式。

考察中国货币政策工具的运用，也必须立足于中国实际，而不能生搬硬套。

2. 中国主要的货币政策工具，现在已大体与市场经济国家相同。

第十九章第二节 货币政策工具、传导机制和中介指标

我国货币政策工具的使用和选择问题

3. 信用贷款，习惯一直叫做再贷款，实际是指中国人民银行对商业银行等金融机构发放的贷款。

再贷款在中国人民银行的资产中占有最大的比重，是我国基础货币吞吐的主要渠道和调节贷款流向的重要手段。1994年以来，伴随外汇占款在中央银行资产中的比重大幅上升，再贷款的比重开始下降。同时，伴随着深化改革，更多地发挥其他政策工具的作用成为既定方向。

4. 除上述工具外，中国人民银行还采取优惠利率政策、专项贷款、利息补贴和特种存款等工具。

第十九章 货币政策

第三节 货币政策的传导机制 和中介指标

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

早期凯恩斯主义的货币政策传导机制理论

1. 一定的货币政策工具，如何引起社会经济生活的某些变化，并最终实现预期的货币政策目标，就是货币政策的传导机制。
2. 凯恩斯学派的货币政策传导机制理论，其最初思路可以归结为：

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

在这个过程中，货币供应量的调整首先影响利率的升降，然后使投资乃至总支出发生变化。

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

早期凯恩斯主义的货币政策传导机制理论

3. 这个模型称之为局部均衡分析，只显示了货币市场对商品市场的初始影响，而没有能反映它们之间循环往复的作用。考虑到货币市场与商品市场的相互作用，遂有进一步分析：一般均衡分析。
4. 但不论有何进展，凯恩斯学派传导机制理论的特点是对利息这一环节的特别重视。

第十九章 第三节 货币政策的传导机制和中介指标

托宾的 q 理论

1. 以托宾为首的经济学家沿着一般均衡分析的思路，把资产价格，纳入传导机制，认为沟通货币、金融机构一方与实体经济一方之间的联系，并不是货币数量或利率，而是资产价格以及利率结构等因素。
2. 传导的过程是：货币作为起点，直接或间接影响资产价格 P_E ；资产价格，主要是股票价格，对现存资本存量价值的评估，它与资本重置成本的比值 q ，将影响投资行为。过程可以表示为：

$$M \rightarrow r \rightarrow P_E \rightarrow q \rightarrow I \rightarrow Y$$

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

早期货币学派的传导机制理论

1. 货币学派认为，在传导机制中起重要作用的不是利率；具有直接效果的是货币供应。

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

2. 当作为外生变量的货币供给改变，比如增大，由于货币需求并不会因外生变量的增大而增大，超过愿意持有的货币必然使支出增加：或投资于金融资产，或投资于非金融资产，直至人力资本的投资。支出，导致资产结构调整，并最终引起 Y 的变动。

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

信贷传导机制理论

1. 信贷传导机制理论强调信贷传导有其独立性，不能由类如利率传导、货币数量传导的分析所代替。该理论分析主要侧重于紧缩效应。
2. 银行信贷传导机制理论：银行贷款不能全然由其他融资形式，如有价证券发行所替代。如小企业和普通消费者，他们的融资需求只能通过银行贷款来满足。因而，通过影响银行贷款的增减变化就能影响总支出。过程不必通过利率机制，可描述如：

公开市场的紧缩操作 $\rightarrow R \rightarrow D \rightarrow L \rightarrow I \rightarrow Y$

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

信贷传导机制理论

3. 对资产负债表渠道的研究：论证，货币供给量的减少和利率的上升，影响借款人的资产状况——减少净现金流；利率的上升将导致股价的下跌，从而恶化其资产状况，使可用作借款担保品的价值缩小。这种种情况，会使银行减少贷款投放。一部分资产状况恶化和资信状况不佳的借款人不仅不易获得银行贷款，也难于从金融市场直接融资。结果则会导致投资与产出的下降。

$$M \rightarrow r \rightarrow P_E \rightarrow NCF \rightarrow H \rightarrow L \rightarrow I \rightarrow Y$$

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

财富传导机制

1. 资本市场的财富效应及其对产出的影响可表示如下：

$$P_E \rightarrow W \rightarrow C \rightarrow Y$$

2. 问题是，要把它确定为货币政策的传导机制，必须是如右过程的确定性得到论证：

$$\begin{cases} M \rightarrow P_E \\ M \rightarrow r \rightarrow P_E \end{cases}$$

3. 货币当局通过对货币供给和利率的操作，有可能以怎样程度的确定性取得调节资本市场行情特别是股票价格的效果，还是不清楚的。

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

开放经济下的传导机制

在开放经济条件下，净出口，即一国出口总额与进口总额之差，是总需求的一个重要组成部分。货币政策可以通过影响国际资本流动，改变汇率，并在一定的贸易条件下影响净出口。这样的机制可以描述如下：

$$M \rightarrow r \rightarrow r_e \rightarrow NX \rightarrow Y$$

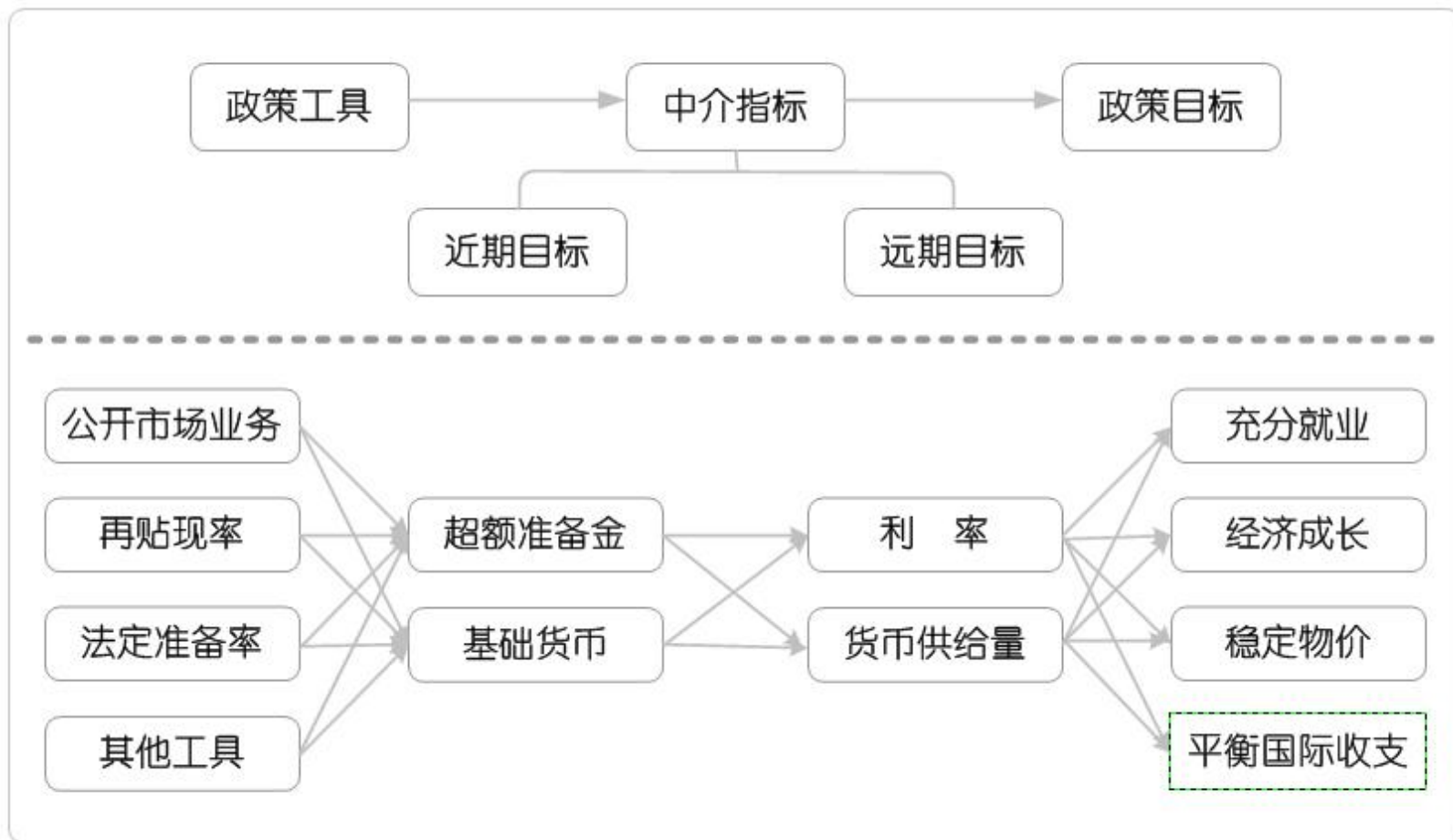
第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

货币政策中介指标的选择

1. 从货币政策工具运用到货币政策目标实现之间有一个相当长的作用过程。在作用过程中，需要及时了解政策工具是否得力，估计目标能不能实现，为此，需要设置中介指标。中介指标的选择是否正确，关系到货币政策最终目标能否实现。
2. 中介指标的选取要符合如下一些标准：(1)可控性，(2)可测性，(3)相关性，(4)抗干扰性，(5)与经济体制、金融体制有较好的适应性。
3. 根据这些条件所确定的中介指标一般有利率、货币供应量、超额准备金和基础货币等。

第十九章第三节 货币政策的传导机制和中介指标

货币政策通过中介指标的操作



第十九章 货币政策

第四节 货币政策效应

第十九章第四节 货币政策效应

货币政策的时滞

1. 政策从制定到获得效果，需要经过一段时间，这叫做“时滞”。如果收效太迟或难以确定何时收效，则政策本身能否成立也成问题。
2. 时滞由两部分组成：内部时滞，是指从政策制定到货币当局采取行动的这段期；外部时滞，指从货币当局采取行动到对政策目标产生影响。
3. 时滞是影响政策效应的重要因素。假定政策的大部分效应要快过较长的时间才会显现，那就很难证明货币政策的预期目标是否恰当。

第十九章第四节 货币政策效应

货币流通速度的影响

1. 货币流通速度是限制货币政策有效性的另一主要因素。对于货币流通速度一个相当小的变动，如果政策制定者未能预料到或在估算这个变动幅度时出现偏差，都可能使货币政策效果受到严重影响，甚至有可能使本来正确的政策走向反面。
2. 但在实际生活中，对货币流通速度变动的估算，很难做到不发生误差，这限制了货币政策的有效性。

第十九章第四节 货币政策效应

微观主体预期的对消作用

1. 构成挑战的另一因素是微观主体的预期。当一项货币政策提出时，微观经济主体会立即根据可能获得的各种信息进行预测，从而很快地做出对策。面对微观主体的对策，推出的货币政策可能归于无效。
2. 鉴于微观主体的预期，只有在政策的取向和力度没有为公众知晓的情况下才能生效。即使当局采取非常规的货币政策，终究也会落在人们的预期之内。
3. 但公众的预测即使非常准确，实施对策即使很快，对消也要有过程，从而政策仍可奏效，只是效应会打折扣。

2. 鉴于微观主体的预期，只有在政策的取向和力度没有为公众知晓的情况下才能生效。即使当局采取非常规的货币政策，终究也会落在人们的预期之内。

3. 但公众的预测即使非常准确，实施对策即使很快，对消也要有过程，从而政策仍可奏效，只是效应会打折扣。

第十九章第四节 货币政策效应

其他经济政治因素的影响

1. 货币政策的效果也会受到其他外来的或体制的因素所影响。
2. 由于任何一项货币政策方案的贯彻，都可能给不同阶层、集团、部门或地方的利益带来一定的影响。当利益受损时，就会强烈反应，并形成政治压力乃至迫使货币政策进行调整。

第十九章第四节 货币政策效应

透明度与取信于公众问题

1. 货币政策决策的透明度，对于政策效应的发挥至关重要。
2. 从方针政策和决策准则来说，要求在决策者和广大公众之间高度沟通。如果决策过程不透明，就难于树立公众对货币当局的信任；就难于使公众领会决策者的行为准则和意向。
3. 强调货币政策要讲规则，不仅是为了规范货币当局的行为，同时又与“透明度”有关：透明度越高，就越有利于取得公众的信任。

第十九章第四节 货币政策效应

货币政策效应的衡量

1. 衡量货币政策效应，一是看效应发挥的快慢；二是看发挥效力的大小。
2. 对货币政策数量效应大小的判断，一般着眼于实施的货币政策所取得的效果与预期所要达到的目标之间的差距。
3. 现实生活中，宏观经济目标的实现往往有有赖于多种政策的配套进行。因此要准确地检验货币政策效果，必须结合与其他政策之间的相互作用及作用大小进行分析。这是一个困难的课题。

第十九章第四节 货币政策效应

西方对货币政策总体效应理论评价的演变

1. 现代宏观经济政策，包括货币政策，始于20世纪30年代凯恩斯主义的形成。其实质，是论证国家通过宏观经济政策，主要是财政政策，干预经济生活的必要性。
2. 二战后，认为财政政策与货币政策两者的配合采用，有可能熨平资本主义的周期波动，消灭危机，并实现成长、就业和稳定诸目标的协调一致。

第十九章第四节 货币政策效应

西方对货币政策总体效应理论评价的演变

3. 但不久的实践说明，国家干预的结果却是经济增长与通货膨胀并存。在这样的背景下，先是出现了菲利普斯曲线；后来又需要解释“滞胀”。
4. 货币学派反对国家干预经济生活，认为过多的干预阻碍了市场自我调节机制发挥作用。就货币政策来说，凯恩斯学派主张实施“逆风向”调节的相机抉择的方针。货币学派则主张保持货币供给按“规则”增长。

第十九章第四节 货币政策效应

西方对货币政策总体效应理论评价的演变

5. 70年代批判凯恩斯主义的还有供给学派。他们重新确认供给决定需求这一古典原理，认为经济具有足够的能力购买它的全部产品。他们主要的政策主张是通过降税等措施刺激投资和产出。而不认为在需求方面应该采取什么行动。
6. 随后的合理预期学派重新确认西方古典经济学关于“理性人”的假设，认为，只有靠出乎微观主体的预料，宏观政策才能生效。他们认为，相机抉择的政策主张，这只会造成政策的不稳定并加剧波动。与货币主义一样，强调货币政策的连续性，要求货币供给量的增长应保持稳定。

第十九章第四节 货币政策效应

西方对货币政策总体效应理论评价的演变

7. 自由资本主义时期的货币政策是要求创造稳定的金融环境，以保证市场机制发挥作用；凯恩斯主义的货币政策是要求主动通过金融工具逆风向地调节有效需求，并认为在与其他政策配合下可以克服经济波动；现代批判凯恩斯主义的各流派，则是在凯恩斯主义政策虽曾一度取得某种成功但也同样陷入困境的背景下，反对相机抉择的政策，主张货币政策稳定，并相信只有依靠市场机制才能走出困境。这个反复论辩，提示我们，如何估量货币政策的总体效应，还是一个应该不断探索的课题。

第十九章第四节 货币政策效应

治理膨胀与治理紧缩的作用迥然有别

1. 利用货币政策治理通货膨胀，成效显著。虽然导致通货膨胀的初始原因不尽相同，但最终都表现为货币供给过多。只要中央银行采取适当的紧缩政策，通货膨胀会程度不同地得到抑制。而中央银行在抑制货币供给增长方面的作用是强而有力的。
2. 在治理通货紧缩方面，货币政策的效果不很明显。一是导致需求不足、物价下跌的原因比较复杂，货币政策不大可能直接作用于这些基础层面。二是商业银行、厂商和消费者，他们的行为并不听命于货币当局。

第十九章 货币政策

第五节 中国货币政策的实践

第十九章第五节 中国货币政策的实践

我国古代的宏观经济政策思想

1. 在中国的古代，存在着货币政策。

当然，是以古代小农经济为背景，而不是以现代社会化的大生产为其背景。不过也是从经济整体出发，运用总量的政策工具作用于经济运行，因而是可以称之为宏观经济政策。

2. 最初是从价格角度提出的。认为，把价格控制在一定限度之内，则农商都有利。后来，有关于控制谷物价格的记载：丰年用货币收购，荒年则出售丰年收购的谷物，保持谷价平稳。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

我国古代的宏观经济政策思想

3. 要实现这样的要求，古人明确应掌握货币。同时，也要求掌握谷物。
4. 关于古代的货币政策思想，在《管子》一书中有最集中的反映：(1)明确货币与物价的相互关系；(2)论证调节货币购买力高低的操作过程；(3)强调要辅之以财政措施及信用措施；(4)不是追求价格的绝对稳定；(5)最终目标是保护小农经济，遏制兼并，巩固君王统治。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

计划体制下的“货币政策”实践

1. 在高度集中计划体制下，并无货币政策的提法。但既然有货币，也必然有关于货币的政策。
2. 计划体制下的货币政策，其目标是保证国民经济计划的实现；其政策工具是指令性的信贷计划；现金发行则是重要的观测指标。从政策的传导过程看，由于行政命令手段的运用，计划控制既直接又简单。至于其效果，是在计划价格保持稳定的形式下，隐蔽着实际的货币供应过多。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

改革以来的货币政策实践

1. 改革开放以来，货币政策日渐受到人们的重视。由于整个还处在改革的过程之中，所以货币政策的各个方面都带有行政调节与市场调节的双重特点。当然，总的趋势是行政色彩由浓向淡转化，而市场色彩则日益显现。
2. 货币政策的目标，不论是单一的，还是双重的，付诸实现的关键在于传导机制中的核心环节：一是利率；二是货币供给量。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

改革以来的货币政策实践

3. 大部分利率及其形成机制，行政程序的色彩仍然浓重。将利率作为货币政策的中介指标并借助它来传导政策的意向，还处于转化过程之中。
4. 货币供给量，作用十分直接。至于对货币供给量的调节，多年来一直是主要依靠直接手段；上个世纪末开始向间接调控转化。公开市场操作，已试行多年；存款准备制度也有所试用。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

“复归”与“启而不动”

1. 货币供给量的变动，对经济生活的影响虽然十分直接、有力，但如果没有对经济机制及环境进行具体分析并采取相应的配套措施，效应却往往与政策意图不尽相符，甚至相左。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

“复归”与“启而不动”

2. 想通过紧缩货币供给以紧缩市场需求并从而恢复供求平衡，但效应却往往也紧缩了市场供给。于是紧缩了的需求与更为缩小的供给相对应，仍然是不平衡。1989—1991年就曾出现这种情况。于是有了“复归”的提法。
3. 为了启动经济，扩大货币投放，但经济并不由冷变热。也是1989年，有这样的实例。人们概括为“启而不动”。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

“软着陆”与“适度从紧”

1. 1985年，人们把当时市场的供需紧张与货币供给过多联系起来，于是普遍要求紧缩货币供给。鉴于20世纪80年代初的一次紧缩举措过于鲁莽，这次制定了较为温和的紧缩政策以期平稳地实现市场供需的协调。这一方针在当时称之为“软着陆”——这是在国外也存在的一个经济术语。
2. 然而实施几年，不见成效。这就产生了“软着陆，不着陆”的说法。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

“软着陆”与“适度从紧”

3. 1993年中期，针对1992年新一轮的猛烈的经济高速发展，从“加强宏观调控”的口号开始，实施了抑制过热的决策。这次的决策有两个特点：(1)抑制过热，不是针对全部固定资产投资，而是针对其中的房地产和开发区投资；(2)明确紧缩的重点是大力制止乱集资和乱拆借等。

这次调控既抑制了过热，降低了通货膨胀率，又使整个经济保持高增长。提出了多年的“软着陆”，变成了现实。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

“软着陆”与“适度从紧”

4. “适度从紧”是在“九五”期间要以抑制通货膨胀作为宏观调控的主要任务中提出的。

“紧缩”与“扩张”，是短期需求管理政策；把短期需求管理政策的概念用于中长期的政策取向，易生混淆。

第十九章第五节 中国货币政策的实践

“稳健的货币政策”

1. 针对通货紧缩压力的出现，1998年底有了“适当的货币政策”的提法，然后是“稳健的货币政策”，再后是“努力发挥货币政策的作用”、“进一步发挥货币政策的作用”等提法。不论怎样的提法，所表达的货币政策走向可以说一直是“扩张”，或者说，是要求积极而又审慎的扩张。。
2. 提法很快定格为“稳健的货币政策”。如果说提出之初一段是扩张意向，而面对2003年通货膨胀又有重现的势头，这一提法则表达审慎紧缩的意向。

第十九章 货币政策

第六节 货币政策与财政政策的配合

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合

配合的基础

1. 财政政策与货币政策是政府进行宏观调控的两大需求管理政策。
2. 国家干预经济的宏观调控，在于推动总供给与总需求从失衡回复均衡。就短期均衡来说，关键是调节短期内易于调节的总需求。
3. 由于市场需求的载体是货币，所以需求管理政策的运作离不开对货币供给的调节——货币政策是这样，财政政策也是这样。这就是它们两者应该配合，也可能配合的基础。

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合 配合模式

1. 在20世纪30年代以前，占统治地位的经济理论均不主张政府对经济进行过多的干预。
2. 30年代的经济大危机和“凯恩斯革命”推出了宏观经济干预政策。由于金融体系扩张乏力，遂把财政政策推崇到反危机政策的首位。

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合 配合模式

3. 进入40年代，由于战时繁荣，应付巨额的预算赤字和严重的通货膨胀成为迫切的要求。在这一新形势下，凯恩斯主义者提出“补偿性财政货币政策”，即根据经济的冷热，交替实行紧缩或扩张。
4. 后凯恩斯学派推崇财政政策和货币政策的“松紧搭配”。

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合

配合模式

5. 财政政策与货币政策其所以需要配合，是由于它们面对热与冷，通货膨胀是通货紧缩，各有所长又各有所短。

同时，不管是货币政策还是财政政策，在用其积极有利一面时，总会伴随有不可避免的消极的副作用。相互搭配使用，有可能使副作用有所缓解。

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合

财政政策与货币政策对比的变化

1. 自改革开放开始直到1997年，市场一直是处于供不应求的背景之下。首先是借鉴西方经验，运用货币政策抑制通货膨胀。

在同一阶段，财政的主要任务是力求减小财政赤字。其中主要是控制基本建设投资支出。不过，就整个阶段的日常调控来看，财政政策对宏观调控的参与较为微弱。

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合

财政政策与货币政策对比的变化

2. 1997年中期开始，国内的有效需求不足同始于东南亚的金融危机叠加到了一起，于是有拉动内需的决策。然而，面对有效需求不足，货币政策的作用极为有限。于是1998年上半年，支持财政扩张的主张很快地得到首肯；财政政策在调控宏观决策中首次摆在主导地位。但货币政策并未消极退后。
3. 改革开放二十年之后，财政政策与货币政策对比格局的演变，不仅是由于从膨胀转入紧缩，更为深刻的背景是与改革开放以来我国的宏观资金分配格局有关。

第十九章第六节 货币政策与财政政策的配合

财政政策与货币政策对比的变化

4. 改革开放不久，财政收入增长缓慢，而金融扩张速度突出。1979年，信贷增长额相当财政岁入加债务收入的15.1%；而1994年，信贷增长额已超过财政岁入加债务收入之和。

也正是财政与金融的这种对比格局，支持了1998年以前几乎是货币政策独挑大梁的局面。

1996年出现了拐点，财政收入占GDP的比重停止下滑并开始回升。这就为1998年财政政策真正成为宏观调整政策的两大支柱之一提供了基础。

第十九章 货币政策

第七节 汇率政策

第十九章第七节 汇率政策

人民币是应贬值还是升值

1. 把本币与外币联系起来讲的宏观政策就是汇率政策。
2. 改革开放以来，人民币汇率在较长一段期间是趋于贬值的：1994年初，汇率并轨以后，出现了人民币汇率稳定升值的趋势。

东南亚金融危机引发了全球的竞争性贬值。在这样的背景之下，也强烈地引发了国内外对人民币贬值的预期。

第十九章第七节 汇率政策

人民币是应贬值还是升值

3. 人民币究竟应不应该贬值？中国政府选择了人民币不贬值的承诺。冷静的理论分析也论证了：(1) 综合权衡经济、政治得失，利于稳定而不利于贬值；(2) 具备保持汇率稳定的经济实力。
4. 实际上，人民币的汇率不仅一直保持了稳定，而且还有所升值。考虑到中美两国的通货膨胀率差异，1994—2000年人民币对美元实际升幅达到44%。

第十九章第七节 汇率政策

人民币是应贬值还是升值

5. 人民币保持汇率稳定，首先是进一步提高了人民币在国内外的地位，较好地发挥了本国和地区经济稳定锚的作用。其次使得国内企业改变了依赖贬值的思想，而不得不致力于改进管理。第三，稳定了金融，吸引了资本流入。
6. 人民币贬值的压力余势未消，2003年又转为要人民币升值的压力。在当今的国际货币体制下，不能幻想没有汇率压力。

第十九章第七节 汇率政策

从国际角度对人民币的战略思考

1. 从成功维持人民币不贬值，进而人民币汇率表现出比较明显的强势特征，激发了人们的无限想象：人民币能不能快一点成为“国际货币”？
2. 美国将强势美元作为“国策”，旨在于维持华尔街股市繁荣和全球经济的领袖地位。强势美元政策给美国带来的收益远远大于成本。

中国对人民币是否可以模仿强势美元政策？
主客观条件决定应作否定回答。

第十九章第七节 汇率政策

从国际角度对人民币的战略思考

3. 人民币在周边地区的流通，已经起到了某些国际货币的作用，但这距离世界性的国际货币极其遥远。
4. 既要保持国内币值的稳定，同时也要保持对外币值的稳定，这是正走向开放经济的宏观决策。

第十九章第七节 汇率政策

米德冲突与“政策搭配理论”

1. 在开放的经济环境中，为实现内外均衡目标，粗略地说，以财政政策、货币政策实现内部均衡，以汇率政策实现外部均衡。
2. 然而，若一国采取固定汇率制度，汇率工具就无法使用。这时，仅用财政政策和货币政策来达到内外同时均衡，在政策取向上，常常存在冲突。

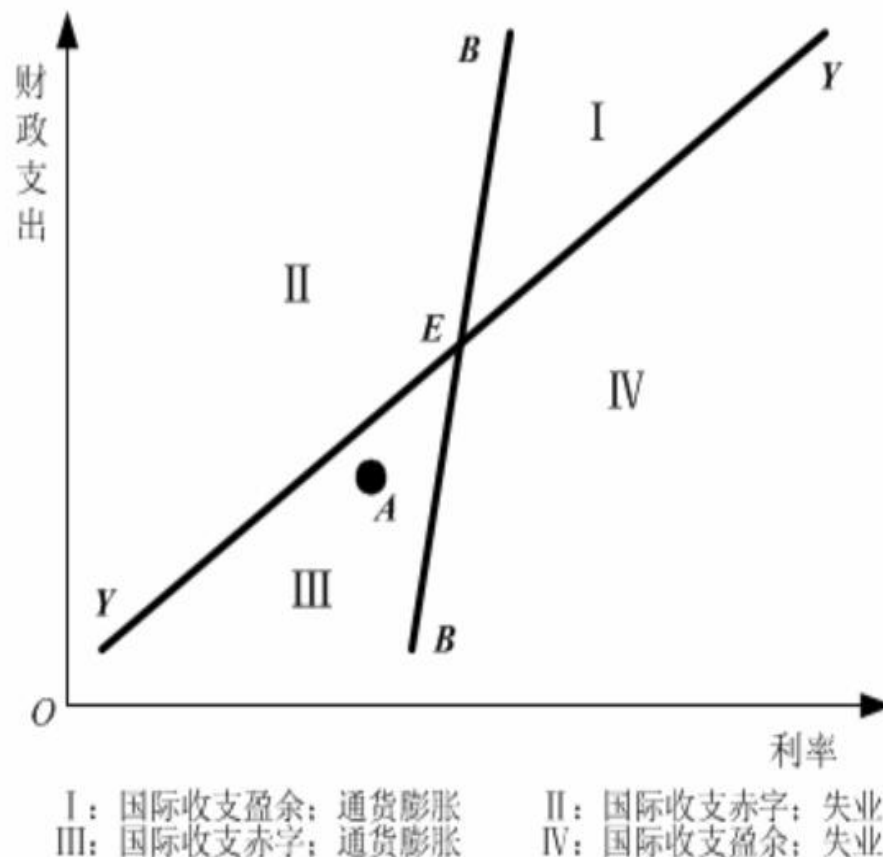
例如，外部均衡要求实行紧缩性政策时；可能从国内角度需要实行扩张性政策。对于这样的矛盾，经济学上称之为米德冲突。

第十九章第七节 汇率政策

米德冲突与“政策搭配理论”

3. 60年代，蒙代尔提出了他的“政策搭配理论”，指出只要适当地搭配使用财政政策和货币政策，可以同时实现内外部均衡。

政策搭配原理如图：



第十九章第七节 汇率政策

米德冲突与“政策搭配理论”

4. 相应的，有一个不同失衡状态下的最佳政策配合设计：

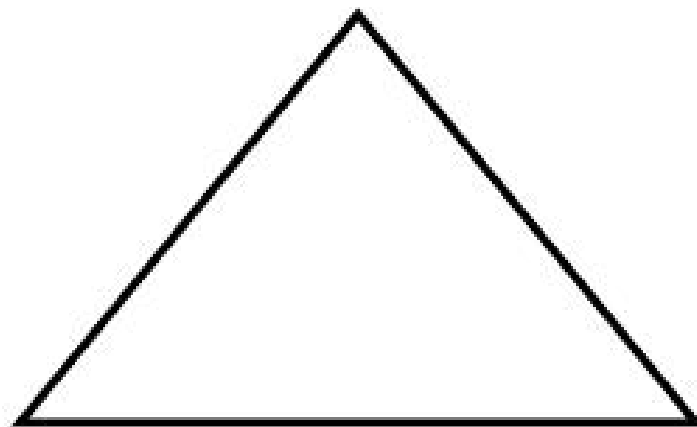
经济失衡状态	通货膨胀 国际收支盈余	失业 国际收支盈余	通货膨胀 国际收支赤字	失业 国际收支赤字
最佳政策配合	紧缩性财政政策 扩张性货币政策	扩张性财政政策 扩张性货币政策	紧缩性财政政策 紧缩性货币政策	扩张性财政政策 紧缩性货币政策

克鲁格曼三角形

1. 一个国家的金融政策有三个基本目标，即(1)本国货币政策的独立性、(2)汇率的稳定性和(3)资本自由流动。

保罗·克鲁格曼认为，这三个目标不可能同时实现，被称之为“三元冲突”。他用一个三角形来形容：

货币政策的独立性



汇率稳定

资本自由流动

第十九章第七节 汇率政策

克鲁格曼三角形

2. 对于发展中国家来说，理想的选择当然是保住货币政策独立性和汇率稳定，而放弃资本自由流动。然而，外汇管制存在种种弊端，并且迫于压力，往往不得不解除外汇管制。
3. “三元冲突”是否是绝对不可逾越的真理？生机无限的经济生活不仅依然等待人们继续加深对它的认识，而且还必然会孵育出新的解决自身矛盾的机制。

第十九章第七节 汇率政策

我国的内外均衡冲突与政策选择问题

1. 1996年以前，由于人民币是不可兑换货币，严格的外汇管制隔绝了外部经济与内部经济的联系，单由外汇管制即可实现外部均衡。
2. 1996年11月27日实现了人民币经常项目下的可兑换之后，接下来就是资本项目可兑换。

第十九章第七节 汇率政策

我国的内外均衡冲突与政策选择问题

3. 人民币资本项目可兑换有不少好处，同时也有风险。但种种原因不断加强我国推进资本项目可兑换的压力，：

- (1) WTO以及相关国际组织的推动；
- (2) 开放型经济大发展的内在需要；
- (3) 管制的有效性越来越受到挑战；
- (4) 难以承受的管制成本.....

第十九章第七节 汇率政策

我国的内外均衡冲突与政策选择问题

4. 尽管我国目前还没有一个资本账户开放的明确时间表，但迟早必将开放。这就产生了一个问题：一旦人民币的可兑换扩及资本项目，按照“三元冲突”，在汇率稳定和货币政策独立性这两者中间如何选择？
5. 不论理论上解决的如何，最根本的准备是增强国力；只有强大的国力，才是应对各式各样冲击的可靠后盾。

第十九章 货币政策

第八节 开放条件下货币政策的国际 传导和政策协调

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

1. 在开放经济情况下，一国的国内经济政策会影响其他国家；其他国家则会做出反应；这种反应又反过来影响本国经济。这种相互影响在一定程度上制约着一国经济政策目标的实现。
2. 两国情况下的蒙代尔—弗莱明模型，是用来分析国际传导的基本框架。

(1)在开放条件下，外国经常账户是本国国民收入的增函数。换一个角度说，考察各国经常账户，均不能忽略外国国民收入这一变量。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

(2)在资金完全流动、不存在汇率变动预期的条件下，两国的利率水平分别取决于本国的货币均衡状态；如果利率水平不同，会引起套利行为并使不同的利率水平趋于同一的稳定状态。这就是说，在两国模型中的“世界”利率水平是由两国共同确定的。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

3. 由于有固定汇率和浮动汇率之别，所以对货币政策效应的国际传导分析需分别不同汇率机制进行：

(1)在固定汇率机制下，货币政策的扩张效应可归结为：当扩张的货币政策，通过利率的下降造成本国产出的上升同时，也会促成外国产出的上升。也就是通过收入机制与利率机制，对外国经济有正的溢出效应。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

(2)在浮动汇率机制之下，货币政策的扩张效应可归结为：在造成本国产出的上升的同时，却使得外国的产出下降。因此，这时的本国货币扩张是一种典型的“以邻为壑”政策：本国产出的扩张，部分是靠外国产出的相对下降实现的。

4. 在开放条件下，由于货币政策溢出效应的存在，必然导引出货币政策国际协调的理论和实践。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

政策协调的含义

国际上普遍接受的国际间经济政策协调的概念是：各国在考虑了国际间的经济联系后，调整各自的经济政策以达到多边互惠的目标，并实现全球利益最大化的协调过程。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

国际经济政策协调的理论

1. 国际经济政策协调理论总体来看有两大分支：一支是考察国际货币政策协调的福利状况的理论模型，对各国合作均衡的福利水平与非合作均衡的福利水平进行比较；另一支是通过建立各种多国模型，利用实际数据来检验国际经济政策协调收益的大小。另外，还有一些经济学家在肯定国际货币政策协调的积极作用的基础上，研究政策协调的具体可行方案。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

国际经济政策协调的理论

2.依据溢出效应的客观存在，论证在现代国际经济环境下，各国分别独立地制定、推行宏观政策必然导致一些矛盾的理论：

(1)各国政府都不愿意单方面采取扩张的货币政策，使利率下降，造成资本流出，加大国际收支逆差，而是采取单方面紧缩的政策。结果造成世界经济的紧缩态势。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

国际经济政策协调的理论

(2)在倾向于通过紧缩的货币政策实现经济的对外均衡之际，各国政府都采取扩张的财政政策实现经济的内部均衡。结果造成世界范围内实际利率过高，以及货币政策和财政政策的不合理搭配。

(3)各国政府一般认为商品价格由世界市场决定，而忽视各自的扩张政策对商品价格的影响。但是这些政策将通过影响商品的贸易条件而使总需求扩张，引发世界范围的通货膨胀。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

国际经济政策协调的理论

(4)各国政府为实现本国既定的经常项目目标，采取非协调的经济政策会对世界经济起破坏作用。

3. 导出的论断是：在存在政策溢出效应的情况下，如果政策协调，能极大提高各国的福利。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调 反协调的理论观点

1. 一些经济学家对国际政策协调持强烈的怀疑态度。有各式各样的论点：

国际货币体系的无体系，赋予各经济主体充分的自主权，是完美的；

各经济主体（包括政府）应该自由地选择财政、货币政策以及汇率安排，自由决定是否进入国际资本市场，而不必过多地顾及别人；

政府间的竞争可以改善投资环境，促进经济的发展，而协调意味着削弱政府间的竞争，可能加大错误政策的实施范围，等等。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调 反协调的理论观点

2. 当大国越来越多，各国经济逐步走向开放，每一个国家的政策都会影响到其他国家时，完全否定国际政策协调的必要，显然与生活实际脱节。

但是，当几个大国和众多中小国家并存之际，由于国家或经济实体的利益、实力、当前追求的目标等等差异极大，国际政策协调对参与者所可能带来的效益绝不是等一的。因而也不能简单认为，国际经济政策协调范围越大、深度越彻底越好。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

政策协调的层次

依据进行政策协调的程度，国际间政策协调可由低到高分分为六个层次：

- 第一，信息交换；
- 第二，危机管理；
- 第三，避免共享目标变量的冲突；
- 第四，合作确定中介目标；
- 第五，部分协调；
- 第六，全面协调。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

以规则为基础的协调和相机抉择的协调

1. 以规则为基础的协调是通过制定出明确的规则，来指导各国采取政策措施进行协调的方式。如布雷顿森林体系和欧洲货币体系等，属以规则为基础的协调。

以规则为基础的政策协调，决策过程清晰，可信性高，可以在较长时间内稳定运作。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

以规则为基础的协调和相机抉择的协调

2. 相机抉择的协调方式是指，根据具体的经济形势，针对某一特定情况，通过协商，确定各国所应采取的政策组合的协调方式，具体表现为一系列的峰会和协定。

相机抉择协调的优点在于可以针对不同经济条件，就更为广泛的问题协调，但由于有较大的不确定性，难以通过影响公众发挥政策效力。

但无论如何，复杂多变的国际经济联系所提出的种种国际协调要求，在难以采用理想的规则方式时，相机抉择的协调也是现实的最优选择。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

国际货币政策协调的障碍

在政策协调实践中存在种种障碍。这主要有：

——各国政府对本国经济内在机制的看法与对其他国家经济内在机制的看法往往不一致，进行政策协调并非易事。

——如果各个国家政策目标存在冲突，他们或隐藏各自的真实目标；混公开真实目标而拒绝政策协调。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

国际货币政策协调的障碍

——理论研究得出的成本低效益大的最优政策安排往往是复杂的，可行的却是形式相对简单的政策但会要求较大的成本。这就会降低协调的吸引力。

——如果参与政策协调的某一或某些政府进行私自的政策安排，其他国家就会考虑相应对策，结果则是政策协调流于形式。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

浮动汇率下国际政策协调实践

1. 国际货币政策协调开始于20世纪50年代。但在当时的固定汇率制度下，大多数国家优先考虑内部均衡，除非在外部失衡情形非常严重时才会考虑外部平衡。

70年代，国际上实行浮动汇率制后，面对浮动汇率制中出现的种种问题，政策协调开始受到各国的重视。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

2. 浮动汇率制下国际政策协调实践可分三个阶段。

(1)1974—1979年，各主要工业国的政策制定者要求实行需求管理，以应对经济衰退。在这一时期，每年都举行经济首脑会议进行政策商讨。

1978年的波恩首脑会议是典型。会议达成协议：日本和前联邦德国采取扩张性财政政策，美国采取削减石油进口计划并采取反通货膨胀措施。由于会议对各国政策制定者提出了具体的要求，因此在政策协调史上具有重要意义。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

(2)1980—1985年，如何有效地抑制通货膨胀成为各国政策制定者的首要任务。由于当时货币主义理论占优，各主要工业国政府都以该理论为指导，采取了紧缩性货币政策。结果导致国内利率急剧上升、经济严重衰退。而工业国经济的衰退又进一步导致了世界经济的衰退。

这一时期国与国之间基本上不存在财政政策与货币政策的合作行为。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

(3)1985年以后。主要工业国的国际收支出现巨大不平衡：美国出现了巨额贸易赤字，而前联邦德国和日本则出现了巨额贸易盈余。同时，在美国和其他国家的利差不断缩小的情况下，美元却不断升值。考虑到美元汇率不会持久维持，各国政策制定者同意进行政策合作，以逐步降低美元币值，避免美元汇率的硬着陆和引致金融危机、经济衰退。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调

开放条件下货币政策的国际传导

1985年9月，五国（美、英、法、德、日）财长达成协议，采取联合干预措施使各国货币有规律地对美元升值。1987年在巴黎再次召开了七国首脑会议，讨论了国际货币合作问题，提出共同干预货币市场的建议。

3. 通过货币、金融领域的合作，各国意识到宏观经济政策合作对促进经济增长、克服世界经济失衡的重要性。1987年的卢浮宫协定，描绘了以汇率目标区为基础的汇率合作雏形，被称之为进入卢浮宫协议时代。

第十九章第八节 货币政策的国际传导和政策协调 种种政策合作方案

就在各国政府进行货币政策合作探索的同时，许多经济学家也对该问题展开了进一步的研究，提出了许多政策合作的方案。

如恢复固定汇率制的麦金农方案，汇率目标区方案等。

