

第8单元 货币政策

常见问题

1. 如何理解货币政策各目标之间的关系？

货币政策的最终目标主要包括币值稳定、充分就业、经济增长、国际收支平衡和金融稳定。货币政策的各个目标之间存在复杂的关系，有的目标之间存在一致性，但有的目标之间存在冲突性，并且同样两种目标在不同时期也会表现出一致性和冲突性。这给货币政策的制定和执行提出了挑战。通常来说，当不同目标之间存在一致性时，各种货币政策目标比较容易通过货币政策操作同时实现。但是，当不同目标之间存在冲突性时，货币政策通常在实现一个目标时，需要以牺牲另外一个目标为条件。货币政策目标的冲突性主要表现在如下几个方面：

(1) 物价稳定和充分就业之间的矛盾。菲利普斯曲线对物价稳定和充分就业的矛盾作了经典的阐述。菲利普斯在半个多世纪前对英国的就业率和工资水平的数据分析发现了两者存在显著的负相关关系。当工资水平上升时，就业率下降；工资水平下降，就业率上升。由于工资变动率与通货膨胀率存在一致性，因此菲利普斯曲线就描述了通货膨胀率与失业率之间此消彼长的关系。因此，中央银行无法同时实现物价稳定和充分就业，而只能对两者进行权衡，在菲利普斯曲线中选取一个合意的组合。

但是，随着学者对菲利普斯曲线的进一步研究，发现经济中可能并不严格存在通货膨胀和失业之间的这种负相关关系，最著名的是弗里德曼提出的“自然失业率”假说。这一假说认为，实际经济中存在一个物价水平稳定下的自然失业率。如果货币政策试图使得失业率降低到自然失业率之下，就只能使得通货膨胀上升，而失业率很难继续下降。尽管对菲利普斯曲线存在争议，但是大多数学者同意在短期内仍然有通货膨胀和失业率之间的替代关系。

(2) 物价稳定和经济增长之间的矛盾。物价稳定与经济增长之间存在显著的替代关系。要促进经济增长，通常要求中央银行实行宽松的货币政策，降低利率，扩大货币供给量，从而刺激国内的总需求，拉动产出上升。但是货币供给的增加通常不会完全转化为对产出的拉动。当国内的生产难以短期内扩大时，由货币供给增加带来的总需求上升无法通过生产出更多的商品来满足，这时就只能通过物价的不断上涨来达到市场的均衡。因此货币政策在稳定物价和经济增长之间

通常面临两难选择。

学术界对于物价稳定和经济增长的关系也有不同的观点。部分学者认为，物价稳定是经济增长的前提条件，经济增长是物价稳定的物质基础。比如诺贝尔经济学奖得主、法国经济学家阿莱提出“无通货膨胀的经济增长”建议。另外，也有学者认为适度的通货膨胀能够刺激投资和产生，促进经济增长。总体来说，从短期来看，物价稳定 and 经济增长之间存在替代关系；但是从长期来看，两者存在一致性。从货币政策方面来说，不能为了经济增长而大力扩张货币，这只能在短期快速增长的同时，带来长期经济发展的缓慢，在上个世纪 70 年代发生在西方国家中的“滞胀”就是这种情形。

(3) 物价稳定与国际收支平衡的矛盾。物价稳定条件下，通常不一定能够保持国际收支平衡。比如国外需求下降会带来本国国际收支的赤字。这种赤字通常需要通过改变国内外商品的贸易条件来实现。如果通过本币贬值来调整，那么，贬值将带来进口商品的上升，从而推高国内物价水平，出现输入性的通货膨胀。如果控制汇率水平，那么干预外汇市场的结果是国内货币发行的上升，产生通货膨胀。这种稳定物价和维持国际收支平衡的矛盾也需要货币政策制定和执行中对两个目标进行权衡。

(4) 经济增长和国际收支平衡的矛盾。不同国家之间的经济增长率差异通常会带来国际收支的不平衡。通常来说，当一个国家的经济增长率较高时，其国民财富上升较快，本国居民就会增加对进口商品的需求，从而出现国际收支的赤字。另一方面，当资本可以自由流动时，一国较高的经济增长率会吸引资本的流入，引起国际收支的盈余。然而，上述两个方面并不能完全抵消。因此，经济快速增长可能引起国际收支赤字，也可能引起国际收支盈余。这就提高了货币政策目标的实现难度。

2. 货币政策操作指标有何特点？实践中如何选择操作指标？

货币政策操作指标是中央银行通过货币政策工具操作能够有效准确实现的政策变量。操作指标通常具有两个特征：(1) 直接性，即可以通过政策工具的运用直接引起这些指标的变化；(2) 灵敏性，即对政策工具的运用反应很灵敏。根据这两个特点，在选择操作指标中需要遵循以下四个要求：(1) 可测性，(2) 可控性，(3) 相关性，(4) 抗扰性。通常可以作为操作指标的工具包括准备金、基础货币、再贴现率、准备金利率、央行票据利率等。

(1) 准备金是货币政策的主要操作指标之一。它具有很强的可测性、可控性、相关性和抗扰性。其中法定存款准备金可以直接由中央银行控制，可控、可测，并不会受其它因素的扰动；而且它直接作用于货币乘数来影响货币供应量，相关性强。但是，法定存款准备金政策的震动大，一般中央银行不经常调整。但是，我们看到中国人民银行在 2006 年至 2010 年间对法定存款准备金率的调整相当频繁。采取这种激励政策的主要原因是我国因外汇储备增加带来的货币发行过大，需要采用同样具有很大作用的相反政策予以抵消。另外，超额准备金也是货币政策操作指标之一。与法定存款准备金相比，超额准备金的可控性要略低。但是中央银行仍然能够对它进行有效的控制。通常中央银行可以通过再贴现和再贷款政策来调控商业银行的超额准备金的比例，使超额准备金保持在合理的水平上。

(2) 基础货币是货币政策另外一个重要操作指标。通常来说中央银行可以通过多种工具有效的控制基础货币的总量，比如公开市场业务、央行票据、再贴现和再贷款等。因此基础货币具有很强的可控性，并且基础货币量在中央银行资产负债表中体现，可测性高。但是，基础货币相关性比较差。因为货币供应量不仅取决于基础货币，还取决于货币乘数的大小。当货币乘数波动较大时，基础货币与中介指标和最终目标的相关性就比较低。只有在货币乘数比较稳定时，它才具有较高的相关性。一般来说，在金融市场不发达、信用程度比较低的经济社会中，控制基础货币能够有效地控制经济中的货币总量。比如在我国改革开放前和改革开放后的一段时间中，经济的计划性质使得货币供给与基础货币之间的关系非常紧密。但是，随着金融市场的不断发展，信用程度的逐步提高，基础货币与货币供应量的相关性下降，从而与最终目标的关联程度降低。目前，一些西方发达国家不再将货币供应量作为重要的政策指标进行调控。

(3) 各种利率指标也是货币政策的重要操作指标。能够成为货币政策操作指标的利率通常是中央银行能够直接控制，或者能够直接影响的利率，比如再贴现率、准备金利率、央行票据利率等。中央银行可以直接调整再贴现利率和准备金利率来影响商业银行的经营活动，从而控制货币供应量，实现影响最终目标的目的。中央银行也可以通过流动性管理来影响央行票据的利率水平。但是利率作为操作指标的有效性受到经济制度和条件的制约。比如在我国，存贷款利率受到管制的时候，存贷利率差较大，商业银行放款动机很强。这时小幅度调整再贴现利率和准备金利率对于商业银行的盈利水平影响不大，从而这种政策就较难发挥

作用。因此，用利率指标作为货币政策的操作指标需要市场化程度比较高的经济环境。

3. 如何理解货币政策中介指标的特点和实践中中介指标的选择问题？

货币政策的中介指标处于最终目标和操作指标之间，是中央银行通过货币政策操作和传导后能够以一定的精确度达到的政策变量。与操作指标的选取要求一致，中介指标的基本要求也包括可测性、可控性、相关性和抗扰性。但是，相对来说，中介指标的可控性和抗扰性要比操作指标略差，但是与最终目标的相关性要比操作指标略高。常用的中介指标包括市场利率和货币供应量，另外，信贷量和汇率有时也作为中介指标。

(1) 市场利率作为中介指标通常具有很好的可测性和相关性，能够有效地影响货币和金融变量，作用于实体经济。通常，货币政策根据经济环境设定理想的市场利率水平，如果实际市场利率低于理想水平，就通过各种货币政策工具进行调整，影响市场利率，使其向理想水平趋近。但是，作为市场活动自发决定的利率水平，通常较难由货币政策有效地控制，并且随着经济环境的变化会出现波动，抗扰性也较差。

(2) 货币供给量通常是各个国家中央银行监控的重要中介指标。通常来说，货币总量对总需求的影响很大，货币供应量上升，公众手中的货币持有量增加，就会增加总需求；反之货币供应量下降，公众的货币持有量下降，就会减少支出。因此它具有很强的相关性。货币供应量的可测性也较好，一般中央银行可以根据商业银行汇报的数据进行统计，定期得到货币供应量数据。但是货币供应量的可控性和抗扰性较差。这主要是货币乘数和货币流通速度经常变动不定的带来的。

在货币政策中介指标的选择中存在一个重要的争论：货币供应量和利率到底哪一个作为中介指标。根据凯恩斯主义的 IS—LM 模型的分析，我们知道对于这两者的选择要根据实际经济中的特征。通常来说，如果商品市场的总需求波动性较大，那么选择货币供应量作为政策中介指标要比选择利率作为货币政策中介指标更优；如果货币需求函数非常不稳定，那么选择利率作为政策中介指标要比选择货币供应量大。另外，在这两者的权衡中，不仅仅取决于总需求波动和货币需求波动的相对大小，还与利率传导机制中，货币需求的利率敏感性和总产出的利率敏感性有关。

4. 货币政策传导机制的主要渠道有哪些？如何理解各种传导机制的作用机

制？

货币政策传导途径指货币政策从工具到目标之间的作用机理。不同的政策工具具有不同的传导方式，同一种政策工具操作也会通过不同的路径影响货币政策目标。归纳起来，货币政策传导机制可以分成如下三类：

(1) 金融价格传导论。金融价格传导论认为货币政策从工具到目标通过金融价格发挥作用。当货币政策工具调整之后，首先影响金融资产的价格，而金融资产的价格通过改变资金流向作用于实体经济，从而实现政策目标。两种主要的金融价格传导论分别是：凯恩斯的利率传导机制和托宾的 Q 理论。

利率传导机制认为，货币政策工具的操作（无论是数量变化还是价格调整），首先影响市场利率水平。比如调整基础货币政策工具的变化通过改变货币供给和需求影响市场利率，而调整再贴现率等价格工具的政策调整直接影响市场利率的变化。市场利率的变化会影响企业的投资决策和家庭的消费和储蓄决策，从而影响总需求，达到调整产出、物价等政策目标。利率传递机制发挥作用的关键在于两个方面：首先，货币政策工具对于市场利率是否能够产生有效的影响，即利率对于政策工具的敏感性；其次，利率变化是否能够有效地调节总需求，即总需求的利率敏感性。只有上述两种敏感性较高时，利率传导机制才能有效的发挥作用。

托宾的 Q 理论则从企业投资决策视角入手分析货币政策的传导机理。Q 理论认为，企业是否进行投资取决于企业的市场价值和公司重置成本的相对大小，市场价值与重置成本的比就是 Q 值。如果企业的市场价值高于公司重置成本（Q 大于 1），那么公司可以以较低的资金进行投资，并将股票以较高的价格出售到证券市场，进行套利。因此，当 Q 大于 1 时，企业就会增加投资；反之，Q 小于 1 时，企业就会减少投资。当货币政策发生变化影响利率水平后，股票价格就会发生变化，这会影响 Q 的大小，从而影响企业的投资决策。而投资的大小影响总需求，进而影响产出水平。比如，中央银行增加基础货币量，那么利率会下降，股票价格会上升，从而 Q 上升，企业会增加投资，总需求增加，推动产出水平上升。与凯恩斯的利率传导机制比较，Q 理论将凯恩斯提出的投资的利率敏感性进行了更加微观的解释。

另外，汇率作为一种重要的资产价格也在货币政策传导机制中发挥重要的作用。扩张性的货币政策会使得本国货币贬值，从而鼓励出口限制进口。这增加了对本国产品的净需求，从而会促进生产。

(2) 货币传导论。货币传导论认为货币政策主要通过货币量的变化进行传导。货币量的增加，直接增加居民手中货币余额，使得实际持有的货币高于理想的持有比例，从而居民会增加支出，总需求就会上升，从而拉动产出水平。货币主义学派是货币传导论的主要支持者。货币主义先驱弗里德曼提出的新货币数量理论认为，人们的货币需求取决于多种因素，包括利率、持久性收入、人力资本、财富、物价变动等等。但是，弗里德曼认为，利率水平通常与其他资产的收益率同向变化。因此，利率传导机制的作用非常小。比如说，经济过热时，中央银行提高利率，然而经济中的其他资产（包括物质资产和非物质资产，如人力资本）的报酬率在经济过热下收益率也同步上升。从而企业不会因为利率上升而降低投资水平，消费者也不会因此而降低消费支出。因此，弗里德曼认为利率传导机制在实际经济中是无效率的，真正起作用的是货币量机制。在经济过热下，中央银行紧缩货币，使得人们手中的实际货币持有量低于理想水平，人们通过减少支出增加货币持有。这种行为使得总需求下降，从而达到稳定经济的目的。

(3) 信贷传导论。该理论认为，货币政策主要通过银行信贷渠道进行传导。货币政策变化后，商业银行根据利率、流动性和借款人信用状况作出灵敏反应，从而改变贷款的供给。这影响企业、家庭的资金来源，从而影响总需求。信贷传递论强调银行的经济活动对于货币政策作用的影响。

5、如何搭配货币政策和财政政策进行有效的宏观经济管理？

货币政策和财政政策是现代国家中央政府进行宏观经济管理的最重要的两种政策。在宏观经济管理中如何合理使用这两种政策成为决策者首要面临的问题。财政政策和货币政策都有各自的特征，只有合理发挥不同政策的优势，扬长避短，才能达到稳定经济、保持充分就业等目标。一般来说，货币政策的灵活性要高于财政政策，可以对短期经济波动进行有效的管理。但是，由于货币政策调整的是经济中的名义因素，名义因素通常在长期对实体经济的影响较小，因此货币政策的长期作用较低。财政政策则相反，财政政策通常灵活性较差。要推出一项财政措施，通常需要通过较长的政治过程。但是，财政政策直接作用于实体经济，能够对实体经济产生长远的影响。例如增加财政支出进行基础建设，它一方面对于基础建设相关的产业具有很强的拉动作用；另一方面由于提供了更加好的基础环境为企业的运作提供了良好的平台，降低成本。这会影响经济的长期增长表现。因此，对于不同的经济问题需要合理使用这两种政策。

通常来说，两种政策有四种搭配：双紧、双松、一紧一松和一松一紧。双紧指财政政策和货币政策都实行紧缩操作。这种政策通常运用于经济过热时期。为了让过热的经济快速恢复到正常发展渠道，需要同时采取紧财政和紧货币的政策。一方面通过紧货币减少货币供应量和提高利率，紧缩总需求。另一方面需要提高税收和减少财政支出。提高税收会降低企业盈利能力从而减少投资需求，减少财政支出直接降低总需求。两种政策搭配会快速降低总需求，将经济拉回到正常发展道路上来。双松指财政政策和货币政策都实行宽松操作。这种政策搭配通常运用于经济萧条时期。为了让经济快速复苏，一方面通过提供更多的货币量和更低的利率，刺激消费和投资；另一方面通过扩张财政降低税收和增加财政支出，鼓励投资和增加总需求。因此双紧和双松主要是调节总量。

一松一紧和一紧一松指货币政策和财政政策实行差别化调整，要么在实行宽松的货币政策的同时采取紧缩性财政政策，要么在实行紧缩性货币政策的同时采取宽松的货币政策。这种政策搭配主要使用在总量平衡的基础上调节经济结构。当采取松货币而紧财政时，经济中的政府经济活动的比例将会下降，而私人部门的活动比例上升，并保持总量基本不变。相反，当采取紧货币和松财政时，政府活动在经济的比例将会上升，而私人部门的经济活动比例将下降。

因此，在实际政策制定和执行中，必须运用好两种政策，合理搭配不同的政策，发挥不同政策的优势，才能保证目标顺利实现。