

# 第5讲 中央银行：货币政策的主导者

liul@suda.edu.cn

# What is “money” ?

If it walks like a duck, looks like a duck, quacks like a duck, chances are it's a duck.

*Any commonly accepted medium of exchange*

□ 内涵：四个职能。

□ 外沿：货币的层次。

- 信用卡、比特币、SDR不是货币

$M2 = M1 + \text{个人存款} + \text{企业定期存款} + \text{外币存款} + \text{信托类存款}$ 。

2001年6月，由于股票市场大发展，央行将证券公司客户保证金计入M2。

2011年10月，央行将非存款类金融机构在存款类金融机构的存款和住房公积金存款规模纳入M2。

2018年1月，央行用非存款机构部门持有的货币市场基金（Retail Money Market Fund）取代货币市场基金存款（含存单）

# 社会融资规模vs货币

## • 背景

- 2009年以来影子银行规模膨胀，绕开了银行的信贷规模限制。
- 2010年底提出社融，一定时期内实体经济从金融体系获得的全部资金总额。
  - 金融机构的表内业务：贷款
  - 表外业务：委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票
  - 直接融资，包括非金融企业境内股票筹资和企业债券筹资
  - 其他：保险公司赔偿、投资性房地产、小贷公司贷款和贷款公司贷款。

## • 与M2的比较

- M2是时点数，社融是增量指标
- M2从金融机构的负债方统计，社融从金融机构的资产方统计。
- M2人行控制数据；社融还需要发改委、证监会、银保监会、中央国债登记结算公司、银行间市场交易商协会等提供数据，因而更多的是一种监测指标。
- 都属于数量指标，但社融很难算清楚，存在统计遗漏和重复统计的问题。如不能将实体经济主体相互融资算进去。（股票、债券、小贷等存在重复）

每个月的10-15号，央行都会发布两组金融数据：

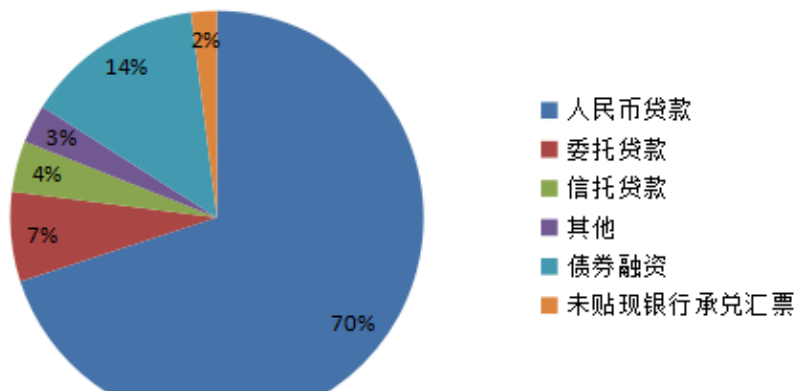
1、需求端：体现实体融资需求的社会融资规模（简称社融）与信贷规模；

- 社融包括银行、非银、表外
- 社融中70%是人民币贷款

2、供给端：代表实体经济流动性的货币供应量（M0、M1、M2）。

- 广义货币**M2**（现金+活期存款+定期存款）

社会融资规模组成占比

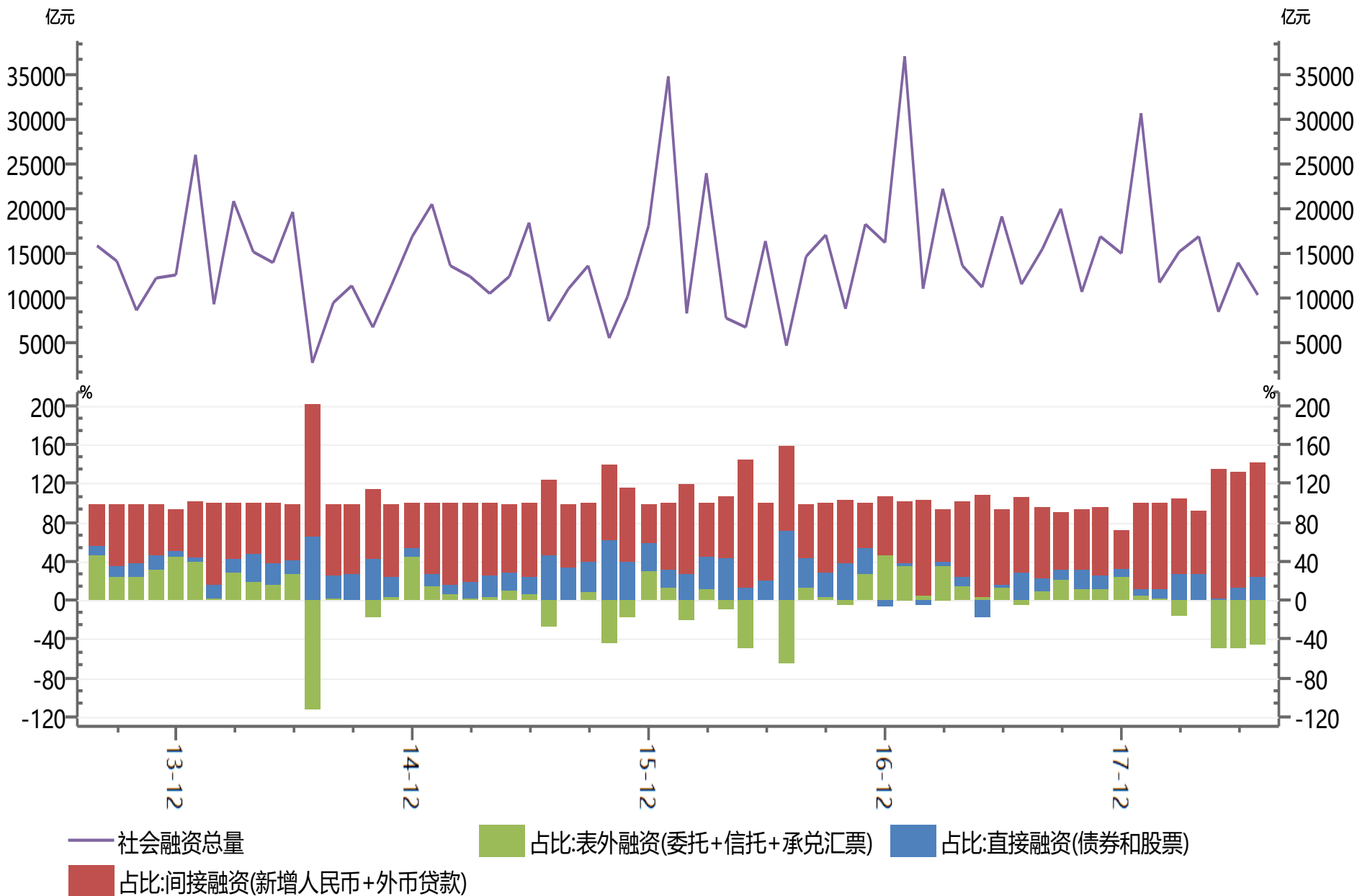


<http://www.pbc.gov.cn>

[首页](#) > [调查统计司](#) > [统计数据](#) > [2018年统计数据](#) > [货币统计概览](#)

- [社会融资规模 Aggregate Financing to the Real Economy](#)
- [货币统计概览 Money and Banking Statistics](#)
- [金融机构信贷收支统计 Sources And Uses of Credit Funds of Financial Institutions](#)
- [金融市场统计 Financial Market Statistics](#)
- [企业商品价格 \(CGPI\) 指数 Corporate Goods Price Indices](#)

# 社会融资规模结构



# 流动性VS货币

- 宏观：===货币，比货币这个词更准确
- 中观：金融体系（机构和市场）的流动性。2013年钱荒
  - 测度：shibor，汇率，信贷增长率等；信贷缺口
- 微观：金融机构流动性，满足提款要求。
  - 测度：存贷比，流动资产比率；流动性缺口
  - 《商业银行流动性风险管理办法》

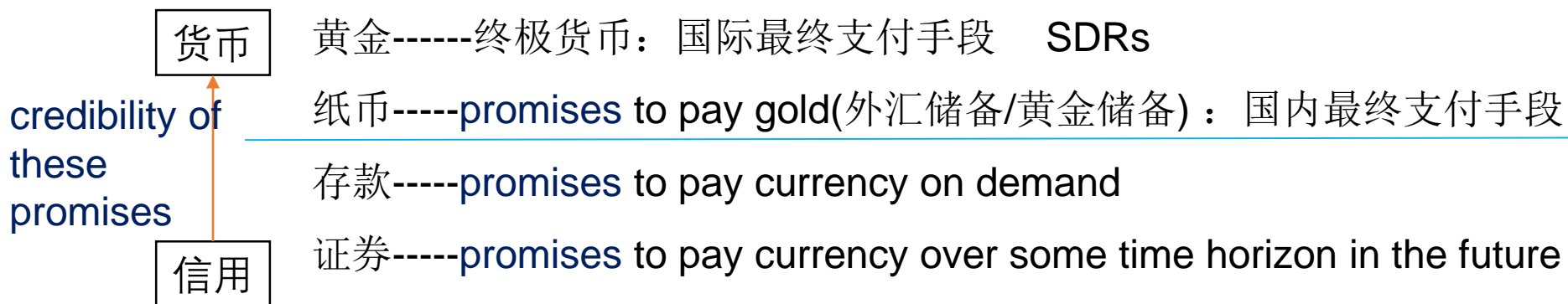
## Four prices of money

- Par—different types of money (currency, deposits)
  - 不同货币形式间的转换
- Interest—future money (fed funds, Eurodollars, repo)
  - 不同时间的转换
- Exchange rate—foreign money
  - 不同国别间的转换
- Price level—commodities
  - 与商品间的转换

# 货币与信用

- money (means of final settlement, 最后支付手段)
- credit (promise to pay money, means of delaying final settlement) 延期支付手段

## 货币的层次



货币与信用取决于看问题的角度:

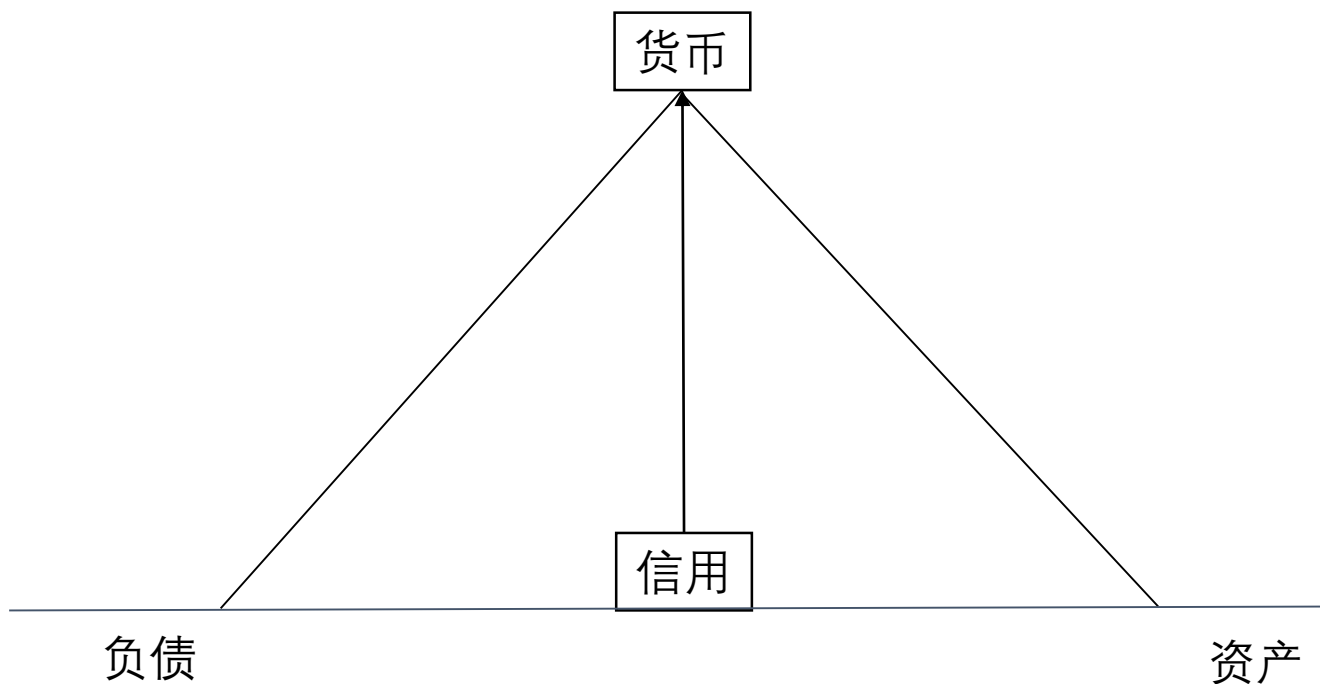
- 理论上, 纸币和黄金 (SDRs) 是货币, 存款和证券是信用
- 从普通人视角, 银行存款 (货币市场账户 (余额宝) 等) 是终极支付手段, 因此将存款、纸币和黄金视为货币, 而证券是信用。

# 资产负债表的层级

中央银行		银行体系		非银行部门	
资产	负债	资产	负债	资产	负债
Gold	Currency	Currency	Deposits	Deposits Securities	Securities

Outside Money:  
与inside money金额相比可以忽略

- 经济体内部产生的货币: **inside money**
- 每一项负债都是其他人的资产



- 层次结构是动态的。
- 经济周期、信贷周期等使得层次结构扩张或者收缩。
- 经济繁荣/金融繁荣（非理性繁荣）时候，资产和负债规模扩大，货币和信用间的差别在缩小，层次结构扁平化；
- 经济萧条/金融危机：资产和负债收缩，等级差异扩大。

## 社会融资规模 **Aggregate Financing to the Real Economy (AFRE)**

- 独有指标
- 社会融资规模可理解为金融体系的资产、实体经济的负债；
- 而M2则可理解为金融体系的负债、央行的资产（央行对国家的负债）

（1）人民银行于2010年11月开始研究、编制社会融资规模指标；

（2）2010年12月，中央经济工作会议首次提出“保持合理的社会融资规模”这一概念；

（3）2011年初，人民银行正式建立社会融资规模增量统计制度，并开始按季向社会公布社会融资规模增量季度数据；2012年起改为按月公布；

（4）2014年起，按季公布各地区（省、自治区、直辖市）社会融资规模增量统计数据；

（5）2015年起，开始编制并按季发布社会融资规模存量数据，2016年起改为按月发布。

# 社会融资规模 **Aggregate Financing to the Real Economy (AFRE)**

[社会融资规模增量统计表](#) Aggregate Financing to the Real Economy (Flow)

- 月度

社会融资规模[存量](#)统计表 Aggregate Financing to the Real Economy (Stock)

- 月度

**地区**社会融资规模增量统计表 Aggregate Financing to the Real Economy (flow  
) by Province

- 季度

[Q1](#)

[Q2](#)

[Q3](#)

Q4

# 货币乘数

**B**是最终支付手段，高能货币

$$B = C + R(R = R_d + R_t + E)$$

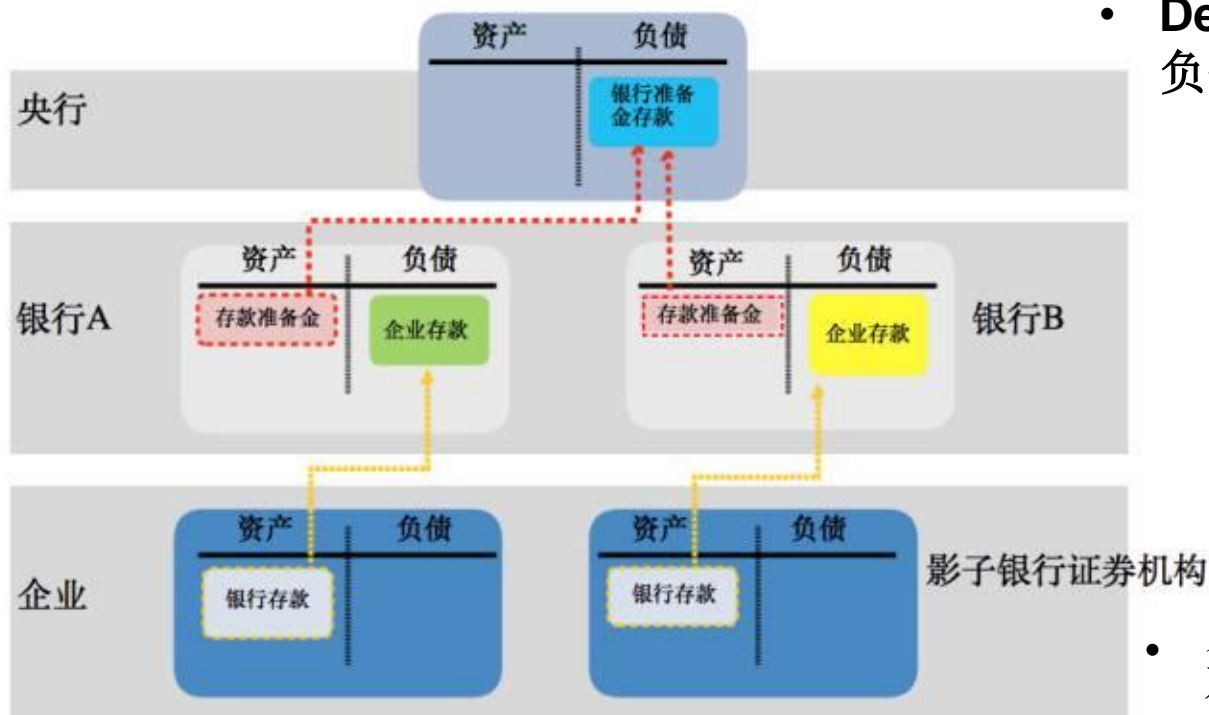
- C现金支付
- R转账支付，通过准备金账户

$$m_1 = \frac{M}{B} = \frac{D + C}{R + C} = \frac{(1 + c)D}{(r_d + r_t \cdot t + e + c)D} = \frac{1 + c}{r_d + r_t \cdot t + e + c}$$

$$m_2 = \frac{1 + c + t}{r_d + c + e + t * r_t}$$

B是最终支付手段，高能货币，基础流动性，银根

“三层信贷收支表”的构成

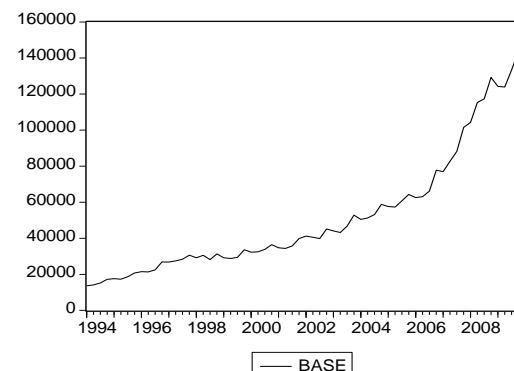


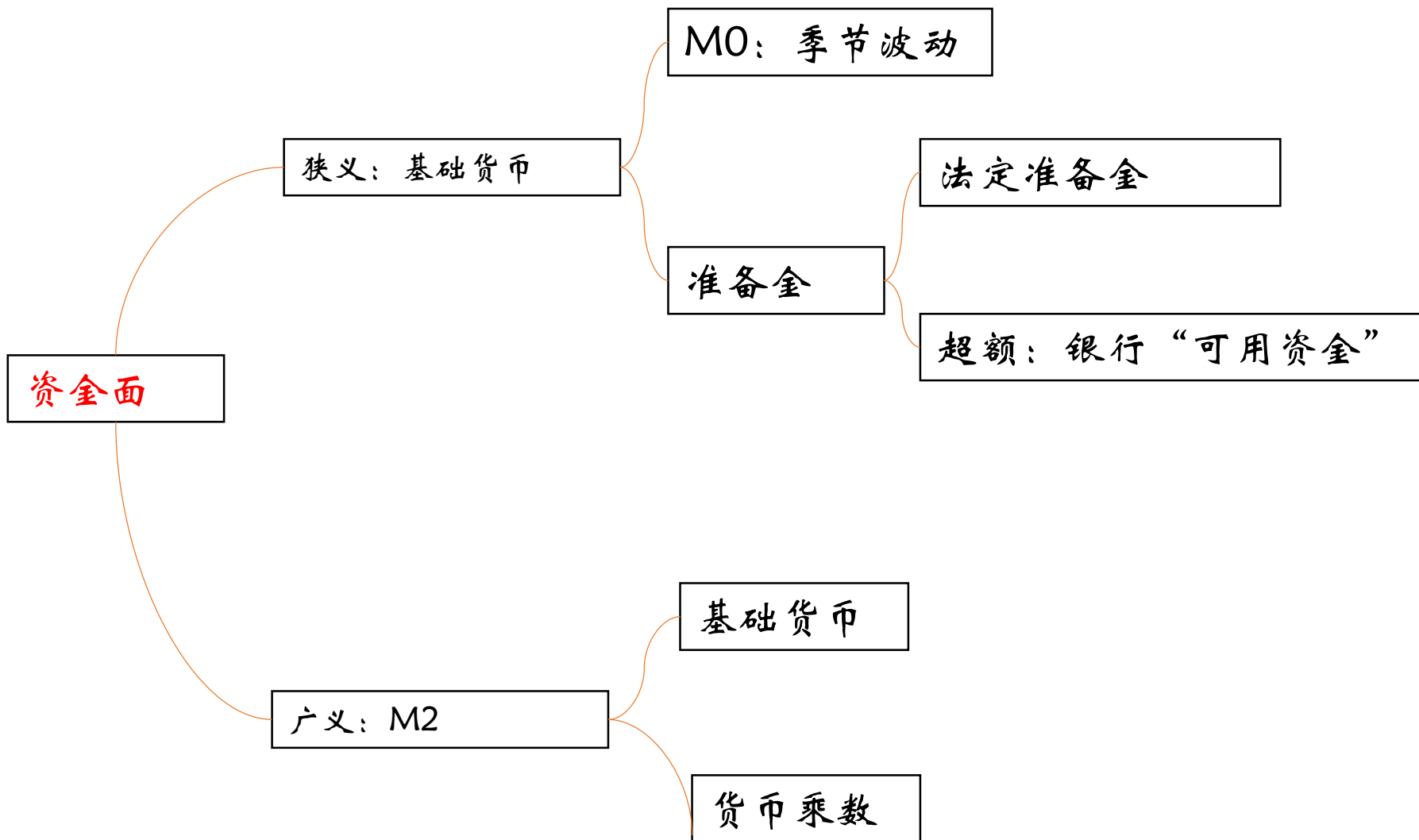
- 央行放水：扩张负债，创造基础货币。
- **Debit**和**Credit**同向变动，扩张负债，就会扩张资产

- 企业拥有的是银行创造出的信贷货币**Credit**，而不是基础货币**Money**

# 基础货币

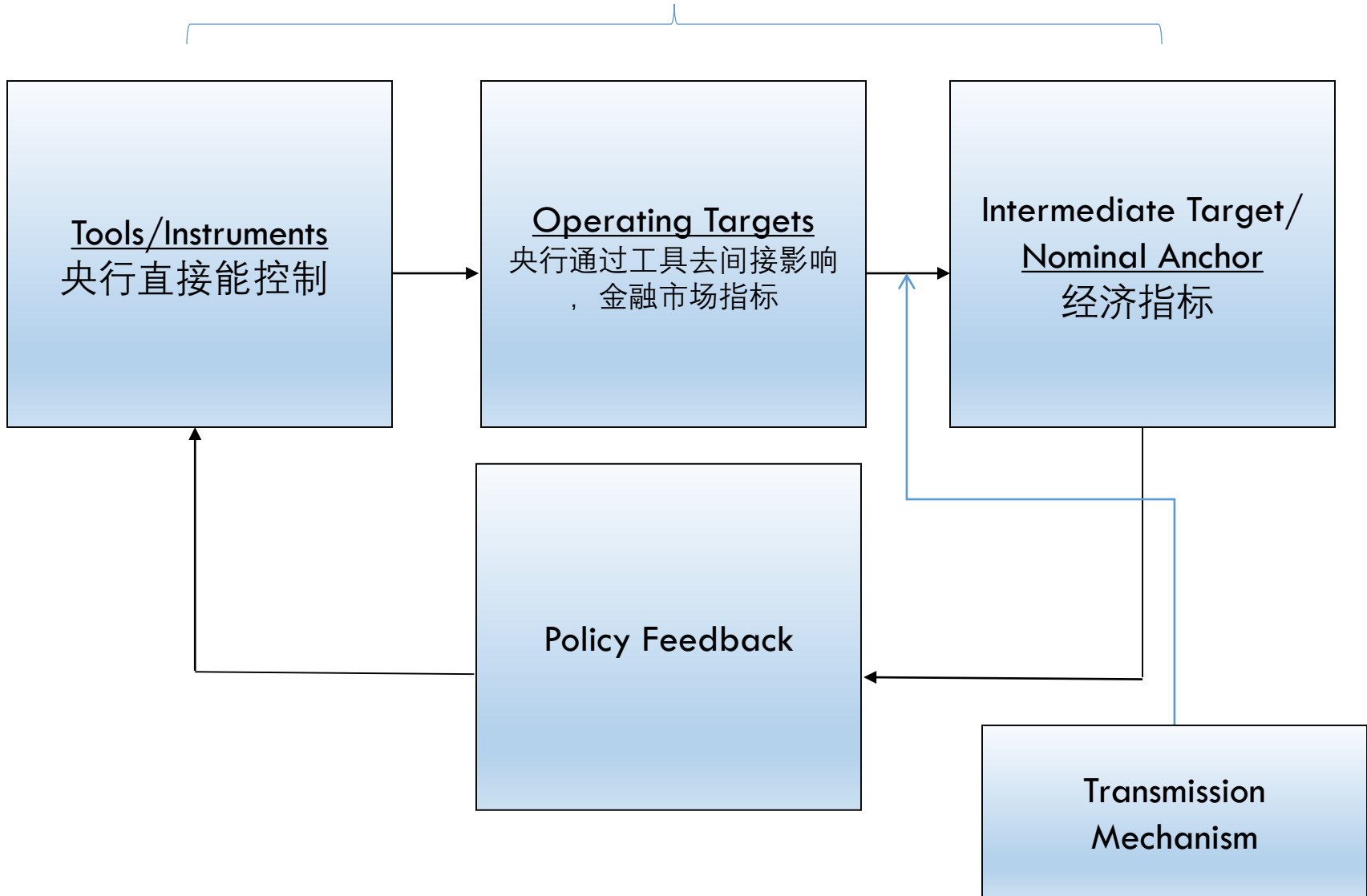
- 从1994年开始统计
- 从2002年开始，采取了储备货币这一口径进行统计并对外公布。储备货币在理论上是与基础货币是一致的，包括央行所发行的货币、各金融机构在央行的存款准备金、邮储存款以及机关团体的存款。
- 2003年的邮储资金管理体制改革后，储备货币中这一对应的项目改为邮储在央行的转存款。
- 2004年1月后，中国央行的储备货币统计据此进行了调整，此后，《中国人民银行统计季报》的储备货币与基础货币就一致了，因而从2004年第1季度后，央行资产负债表中的储备货币就作为基础货币的数据。



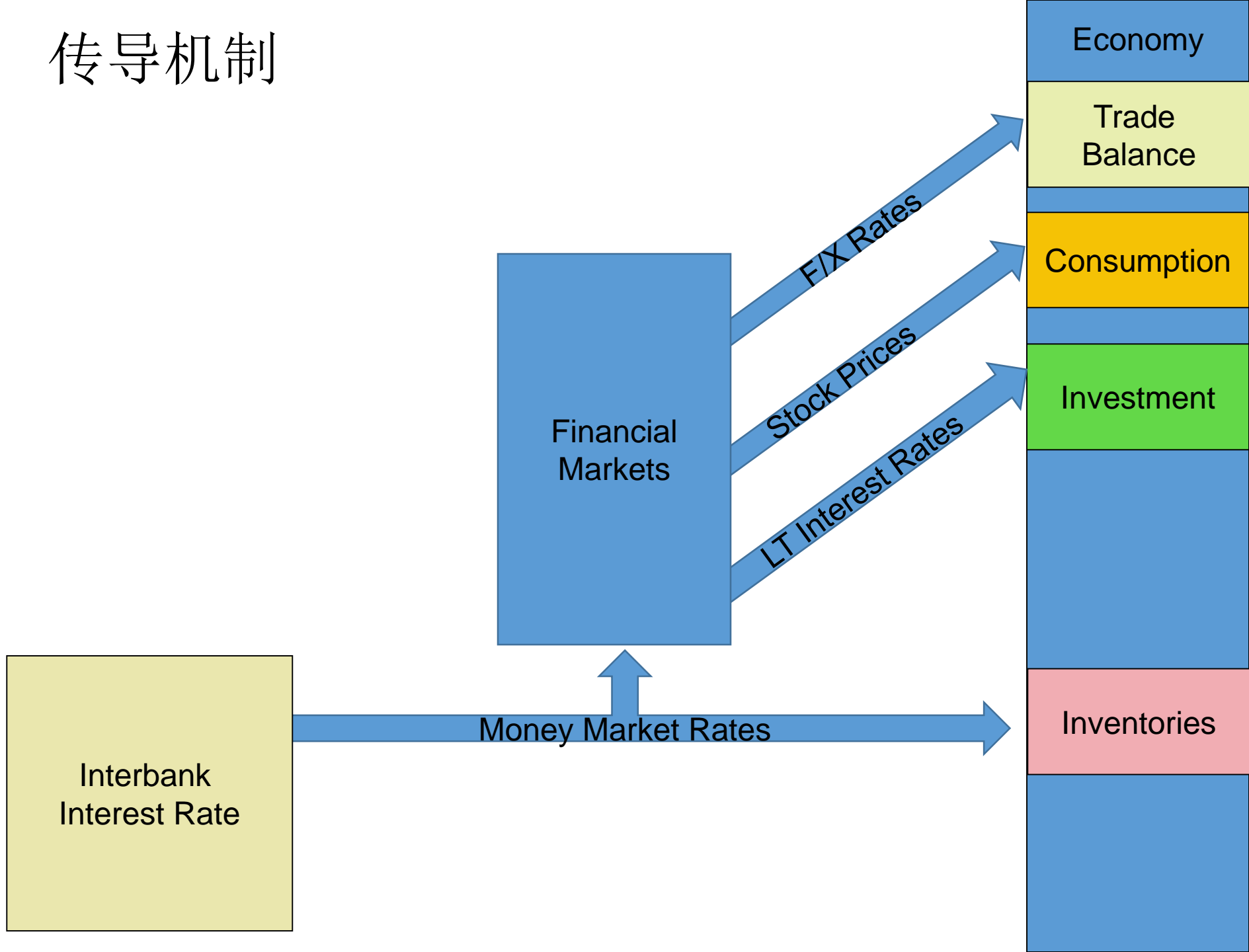


# 货币政策框架

Policy Goal



# 传导机制



# 目标

最终目标（战略目标\长期目标）

- 在较长时期内所要达到的目标。与宏观经济目标一致。
  - 物价稳定（金本位）
  - **汇率稳定(布雷顿森林)**
  - 产出稳定（逆周期，产出缺口最小化）
  - **金融稳定**

# 目标

## 最终目标的内容

Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon  
Inflation target, 泰国、印尼、日本等

### (1) 物价稳定 purchasing power-立行之本,

CPI:

英国: RPI, retail price index

PPI (Producer Price Index)

中国: 企业商品价格指数 Corporate Goods Price Indices(CGPI), 前身是批发物价指数(Wholesale Price Index, 简称WPI)

GDP Deflator

P

## 现代经济学理论

货币长期中性 long-term neutrality of money, 长期中, 名义变量与实际变量没有联系。

调和CPI (HCPI, Harmonized ICP) 欧洲央行 (ECB) 创造的用来衡量通货膨胀和物价稳定的指标。这种HCPI是根据通过整协各欧盟国家的物价指数, 而编制出来的消费者价格指数。欧元区消费者物价调和指数是所有已采用欧元的成员国的价格指数的加权平均值。

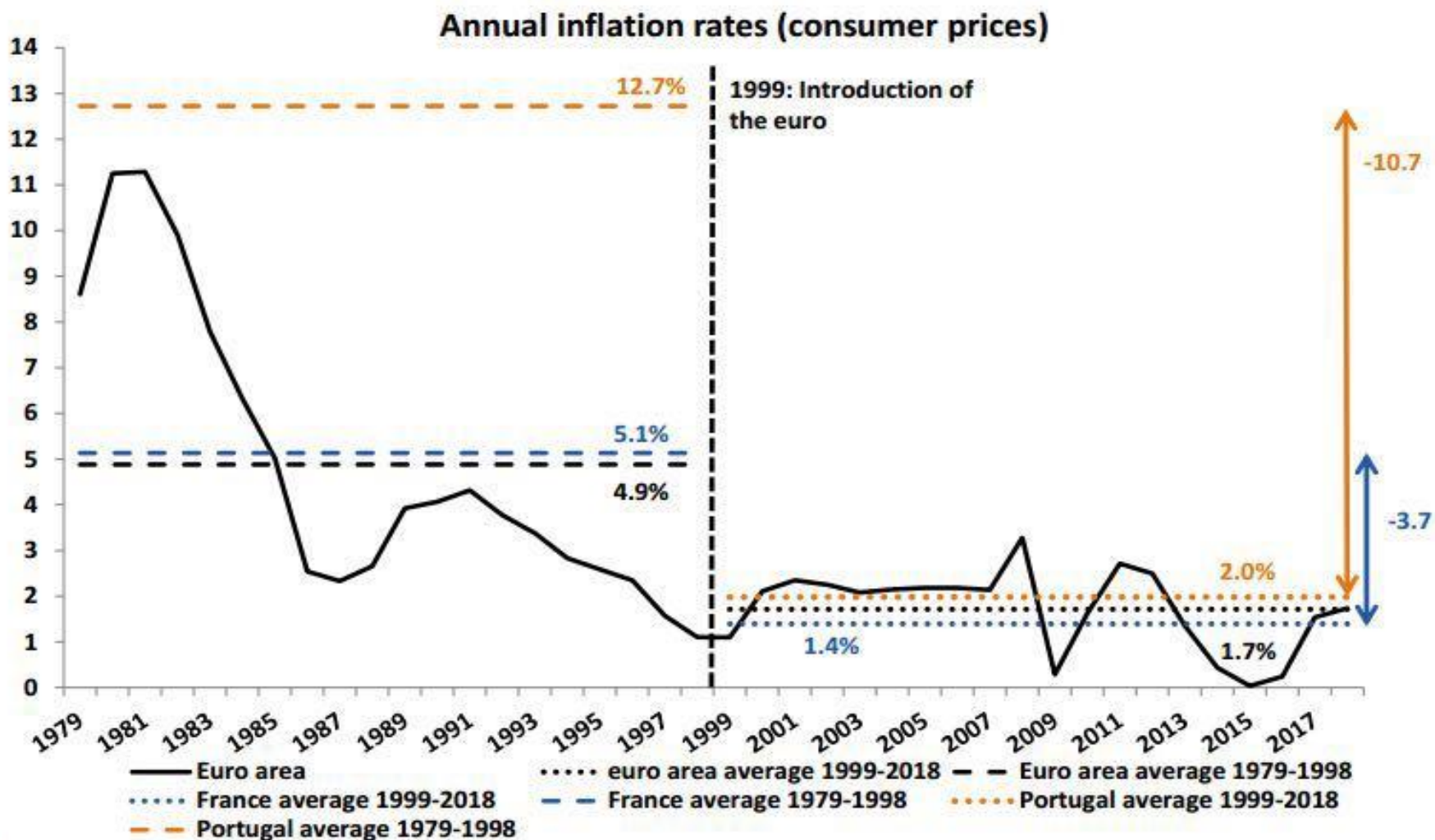
# 金融稳定

- 货币政策传导依赖金融部门
- 当所有银行都需要流动性而相互拆借时，央行就会发挥最后贷款人

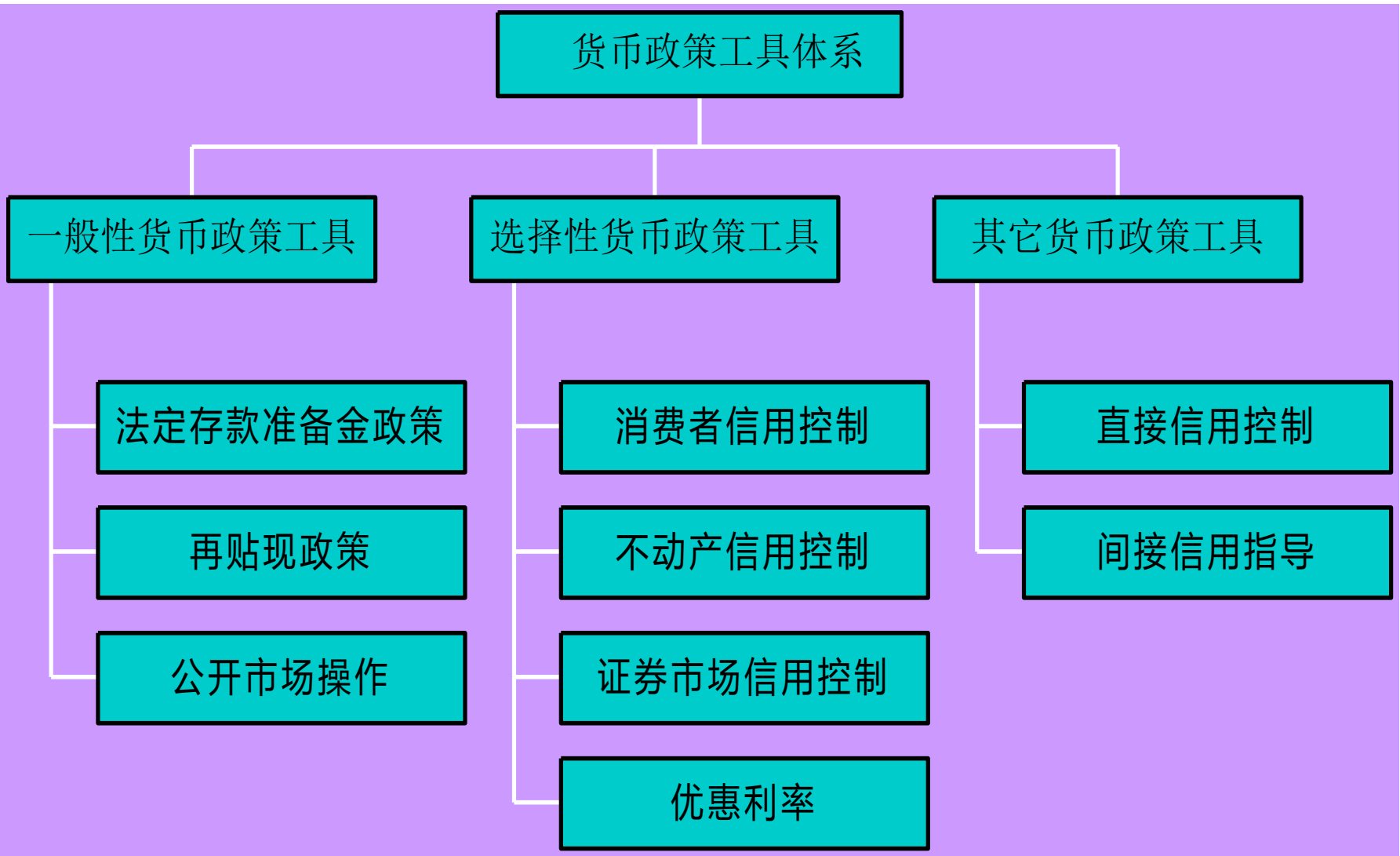
	法律依据	价格稳定	汇率稳定	产出稳定	金融稳定
美联储	1979年《充分就业与平衡增长法案》，即《汉弗莱-霍金斯法》	是	不是 但如果财政部要求，则可能干预汇率	是，与价格稳定同等重要	是
欧央行	1992年《马斯特里赫特条约》，又名《欧盟条约》	是	不是，但欧央行具有干预汇率的权利	不是	不明确
英格兰银行	1998年《英格兰银行法案》	是	不是	是，仅次于价格稳定	是
日本银行	1997年《日本银行法》	是	不是，但可能按照指示干预汇率	不是	是

- Fed
  - 1913《联邦储备法》“有效地促进最大程度的就业、稳定的价格和适当的长期利率”
  - The board of governors of the federal reserve system and the federal open market committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.
- 欧央行
  - 首要目标：保持物价稳定
  - 不影响首要目标的前提下，应支持欧共体的一般经济政策（发展、充分就业等）
- 中国人民银行
  - 2014年成为世界上资产规模最大、员工人数最多的央行

- 欧元引入后，通胀率得到控制



Sources: Eurostat, AWM dataset and BDF calculations



# 一、一般性 Basic Tools

1、Rd the required-reserve policy

2、 Standing Facilities 融资便利

3、 Open Market Operations

# 工具

## 1、Rd the required-reserve policy

载体（资产种类）：**单一比率  
统一比率**

计提：**在央行的存款；**

**英国、加拿大、瑞典取消  
欧央行：2%**

部分准备金银行制度（fractional reserve banking）

Hong Kong	0%
Philippines	20% on Qualifying Liabilities
Thailand	6% of S.T. Liabilities
Japan	0-1.2% on Large Time Deposits
China	16.5% on Qualifying Liabilities
Korea	0-7% of Different Liabilities
Indonesia	5-6.5% on Qualifying Liabilities
Malaysia	4% on Qualifying Liabilities
Singapore	3% of Qualifying Liabilities

## • 法定存款准备金率

- 2015年9月15号起，央行开始采用平均法考核。
- 在考核期内缴准的余额，平均值必须达到法定准备金线）。

- 2018年2月，人民银行南京分行营管部公布了一则处罚信息，江苏苏宁银行股份有限公司（下称苏宁银行）违反《中华人民共和国商业银行法》规定，未按照中国人民银行规定的比例交存存款准备金，被罚款56860.94元。

### **未按规定交存存款准备金 凉山农村商业银行被罚3万多**

中国网 2017年07月12日 10:33

中国人民银行成都凉山州中心支行发布“京银罚字（2017）1号”行政处罚决定书显示，凉山农村商业银行股份有限公司未按人民银行规定的比例交存存款准备金被罚款34440.11元。 百度快照

### **衡南浦发村镇银行未按规定比例交存存款准备金被处罚**

中国网 2017年07月11日 16:07

千龙网北京7月11日讯日前，人行衡阳市中支发布的衡银罚（2017）2号行政处罚决定书显示，衡南浦发村镇银行因存在未按照中国人民银行规定的比例交存存款准备金的问题。 百度快照

### **朝阳市龙城区农村信用合作联社未按规定缴纳存款准备金遭处罚**

中国网 2017年06月27日 11:02

千龙网北京6月27日讯 6月27日，中国人民银行沈阳分行发布的朝银罚字[2017]第1号行政处罚书显示，朝阳市龙城区农村信用合作联社因未按规定缴纳存款准备金，被中国... 百度快照

### **未按违规交存存款准备金 威海农村商业银行公司被罚13万元**

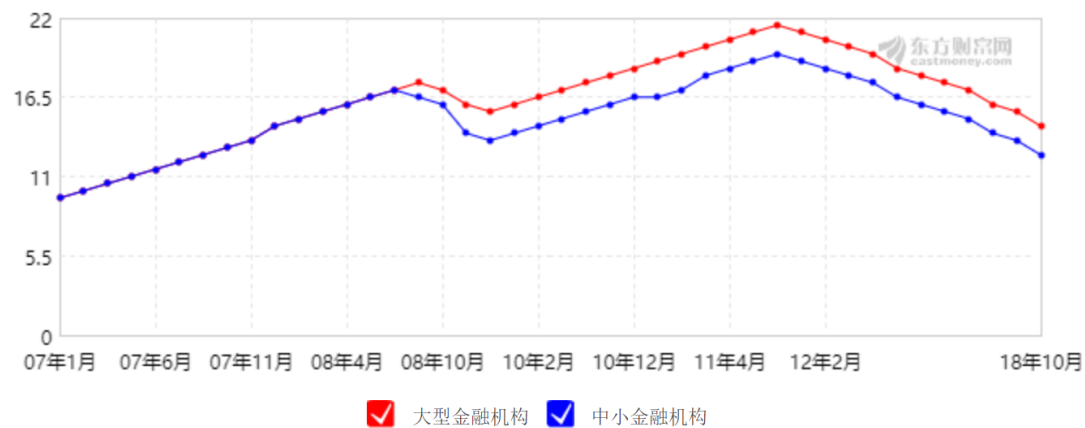
华龙网 2017年04月01日 15:19

《中华人民共和国商业银行法》关于“商业银行应当按照中国人民银行的的规定，向中国人民银行交存存款准备金，留足备付金”的规定，被中国人民银行威海市中心支行罚款132501... 百度快照

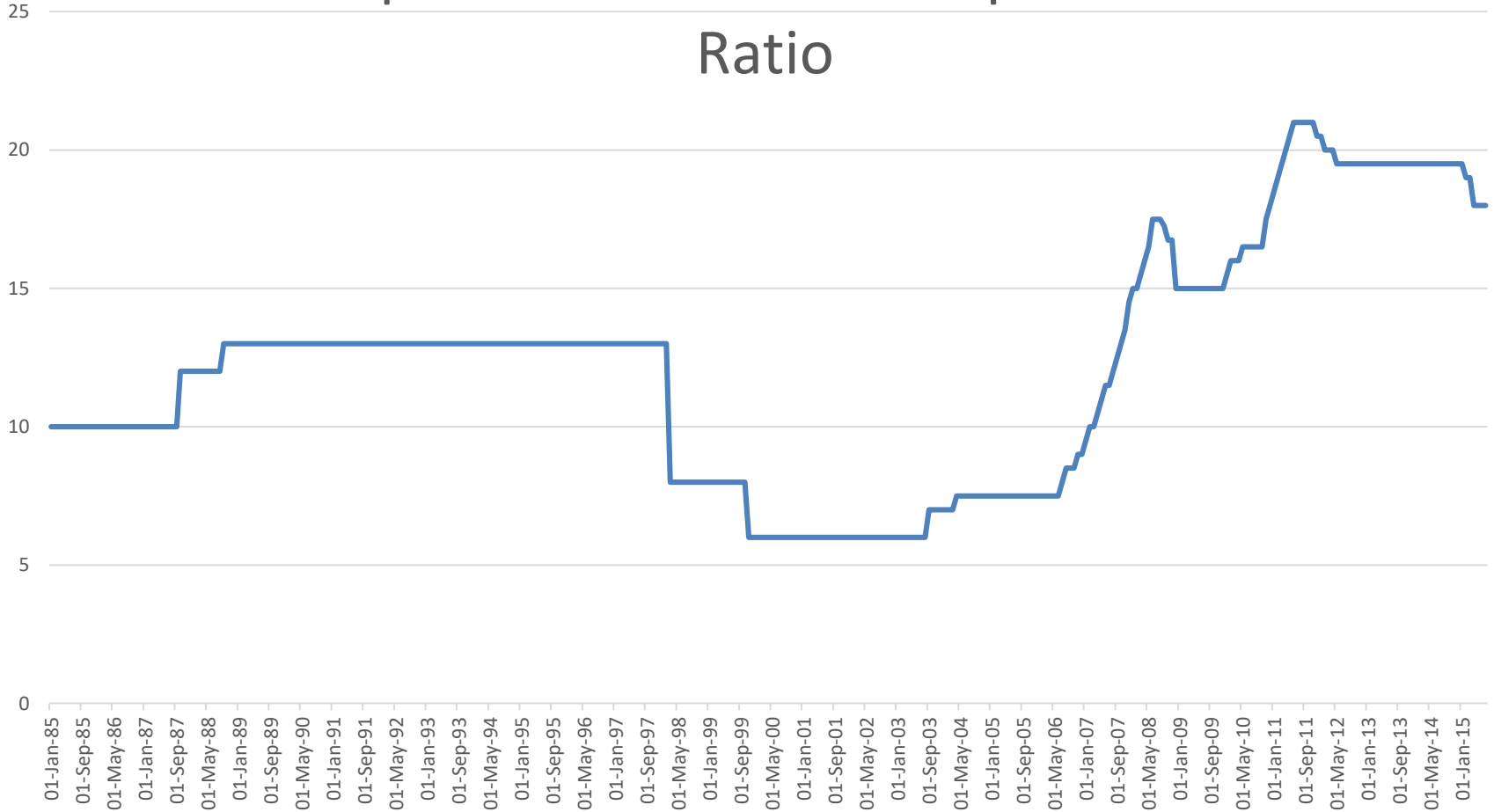
### **凉山农商行未按规定比例交存存款准备金被罚3万余元**

中国网 2017年07月03日 16:20

公布时间	生效日期	大型金融机构			中小金融机构		
		调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2018年10月07日	2018年10月15日	15.50%	14.50%	-1.00%	13.50%	12.50%	-1.00%
2018年06月24日	2018年07月05日	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2018年04月17日	2018年04月25日	17.00%	16.00%	-1.00%	15.00%	14.00%	-1.00%
2016年02月29日	2016年03月01日	17.50%	17.00%	-0.50%	15.50%	15.00%	-0.50%
2015年10月23日	2015年10月24日	18.00%	17.50%	-0.50%	16.00%	15.50%	-0.50%
2015年08月25日	2015年09月06日	18.50%	18.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%
2015年04月19日	2015年04月20日	19.50%	18.50%	-1.00%	17.50%	16.50%	-1.00%
2015年02月04日	2015年02月05日	20.00%	19.50%	-0.50%	18.00%	17.50%	-0.50%
2012年05月12日	2012年05月18日	20.50%	20.00%	-0.50%	18.50%	18.00%	-0.50%
2012年02月18日	2012年02月24日	21.00%	20.50%	-0.50%	19.00%	18.50%	-0.50%
2011年11月30日	2011年12月05日	21.50%	21.00%	-0.50%	19.50%	19.00%	-0.50%
2011年06月14日	2011年06月20日	21.00%	21.50%	0.50%	19.00%	19.50%	0.50%
2011年05月12日	2011年05月18日	20.50%	21.00%	0.50%	18.50%	19.00%	0.50%
2011年04月17日	2011年04月21日	20.00%	20.50%	0.50%	18.00%	18.50%	0.50%
2011年03月18日	2011年03月25日	19.50%	20.00%	0.50%	17.00%	18.00%	1.00%
2011年02月18日	2011年02月24日	19.00%	19.50%	0.50%	16.50%	17.00%	0.50%
2011年01月14日	2011年01月20日	18.50%	19.00%	0.50%	16.50%	16.50%	0.00%
2010年12月10日	2010年12月20日	18.00%	18.50%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%
2010年11月19日	2010年11月29日	17.50%	18.00%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%
2010年11月10日	2010年11月16日	17.00%	17.50%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%



# The People's Bank of China Required Reserve Ratio



[China's Evolving Reserve Requirement, BIS](#)

## 2、 Standing Facilities 融资便利

For historical reasons, standing facilities are called the discount window.

### 贴现，再贴现，转贴现 **Rediscount Policy**

美联储在过去很多年没有提供经常性融资便利，而是通过贴现窗(discount window)以低于市场的利率向银行提供贷款。由于银行通过贴现窗贷款的意愿不断下降，美联储对贴现窗政策进行了大幅修改，并从2003年1月9日开始提供经常性融资便利。

常备借贷便利(Standing Lending Facility, 简称SLF)，是全球大多数中央银行都设立的货币政策工具

- 美联储的贴现窗口(Discount Window)
- 欧央行的边际贷款便利(Marginal Lending Facility)
- 英格兰银行的操作性常备便利(Operational Standing Facility)
- 日本银行的补充贷款便利(Complementary Lending Facility)
- 加拿大央行的常备流动性便利(Standing Liquidity Facility)等。
- 中国央行常备借贷便利 (Standing Lending Facility,SLF) 2013年大机构，2015年中小金融机构

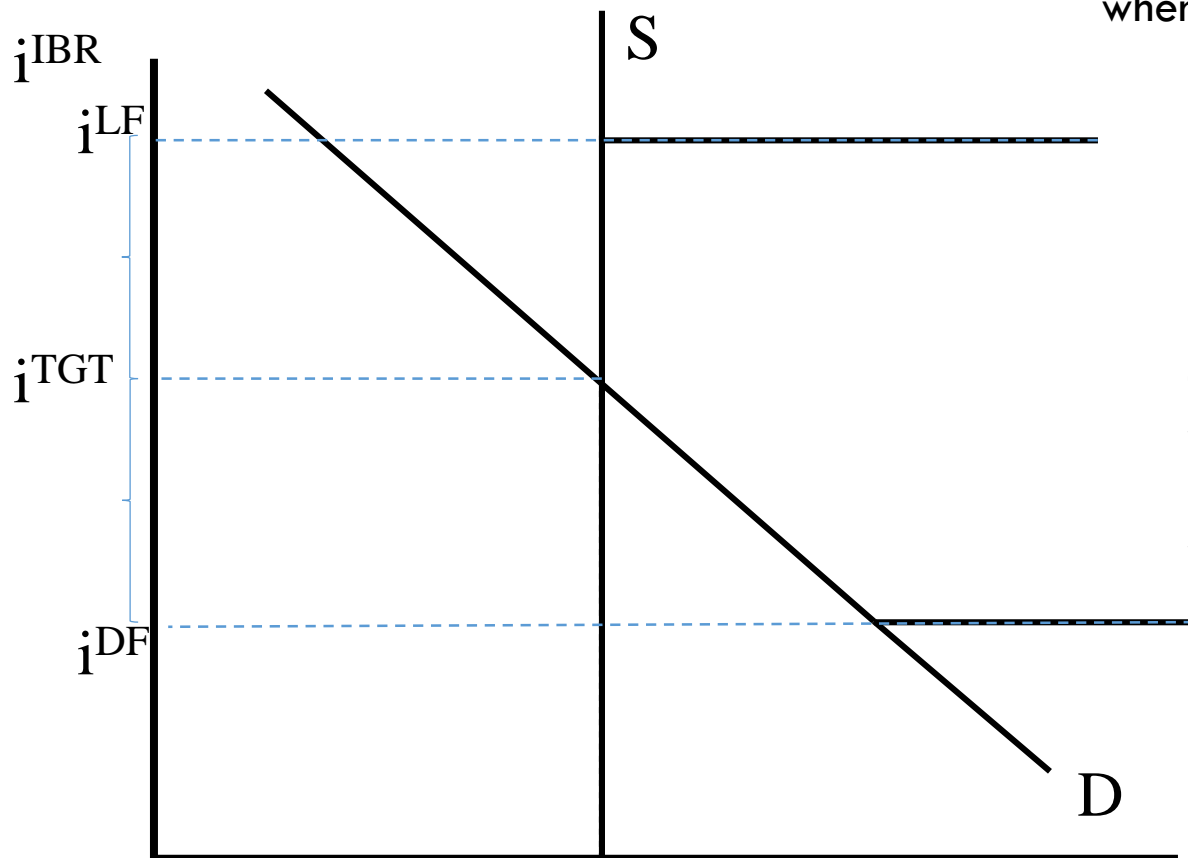
# The Fed Discount Window!



*In its early days, the discount window was a physical window located within each regional Federal Reserve Bank, as shown in this 1960s photo of the window inside the New York Fed.*

- 融资便利可使同业利率在政策利率框架内
  - 贷款便利利率 (Loan Facility Rate)
  - 存款便利利率 (Deposit Facility Rate)

Central bank supplies reserves elastically when  $IBR = LF$  Rate

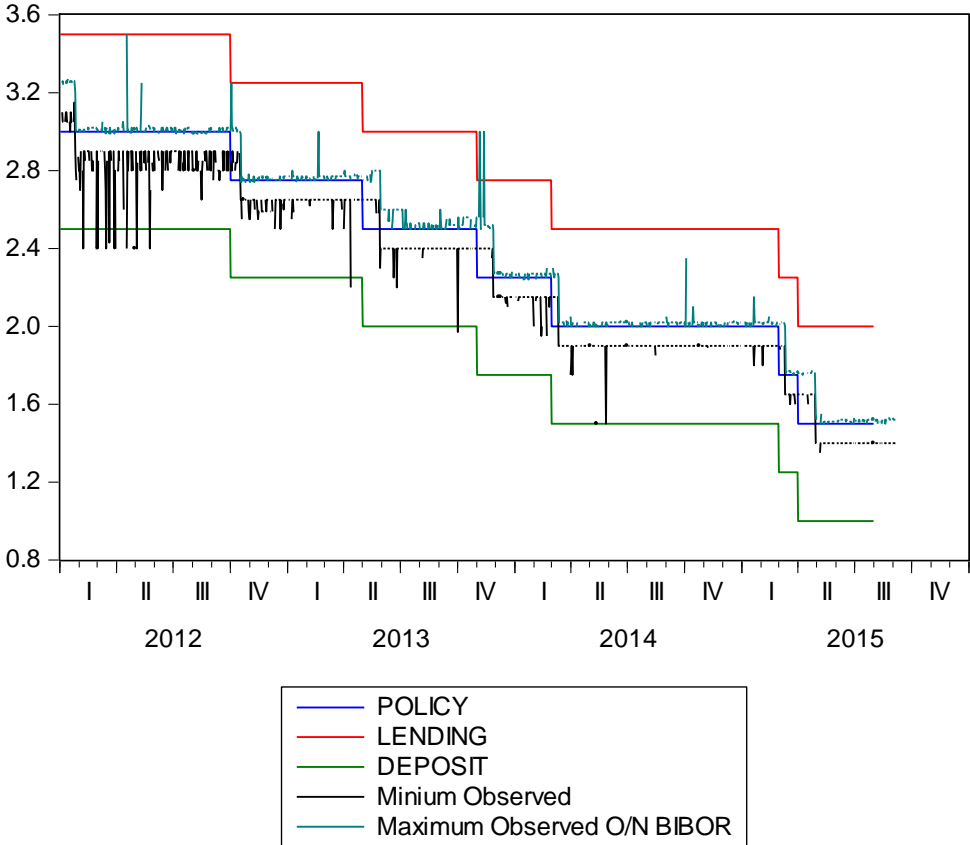


Commercial banks willing to hold reserves elastically when  $IBR = DF$  Rate

*Reserve Accounts*

# Bangkok money market

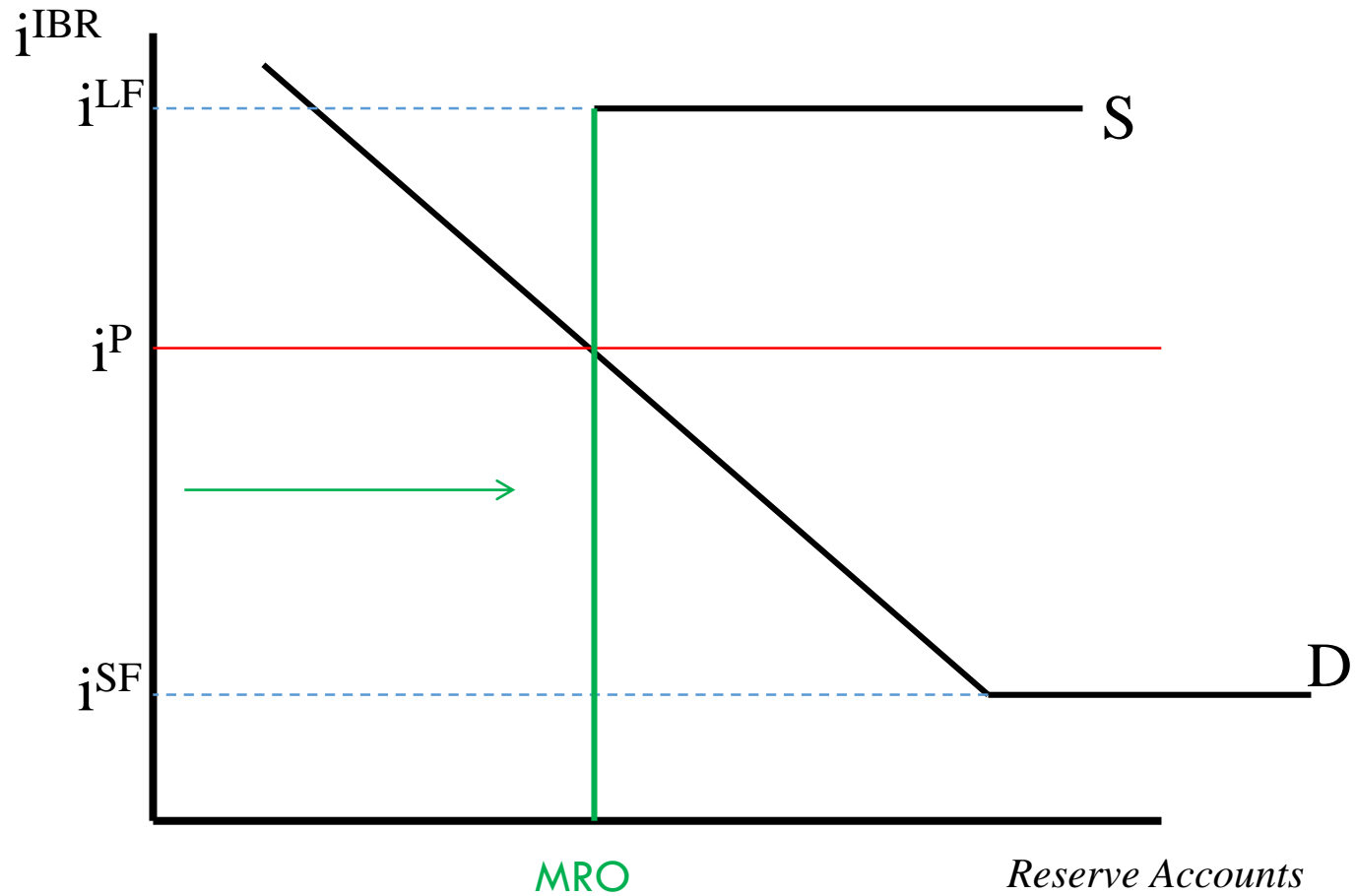
利率走廊



# 政策利率的实施 (Policy Rate Implementation)

- Monetary policy committee announces policy rate.
- At regular intervals, central bank holds a reverse auction, offering to “lend”\* banks as much reserves as they want to hold at policy rate.
  - Ex. Bank of Korea has weekly repo operations with 7 day rep agreements
- Banks take up enough to fill demand.

# Main Refinancing Operation

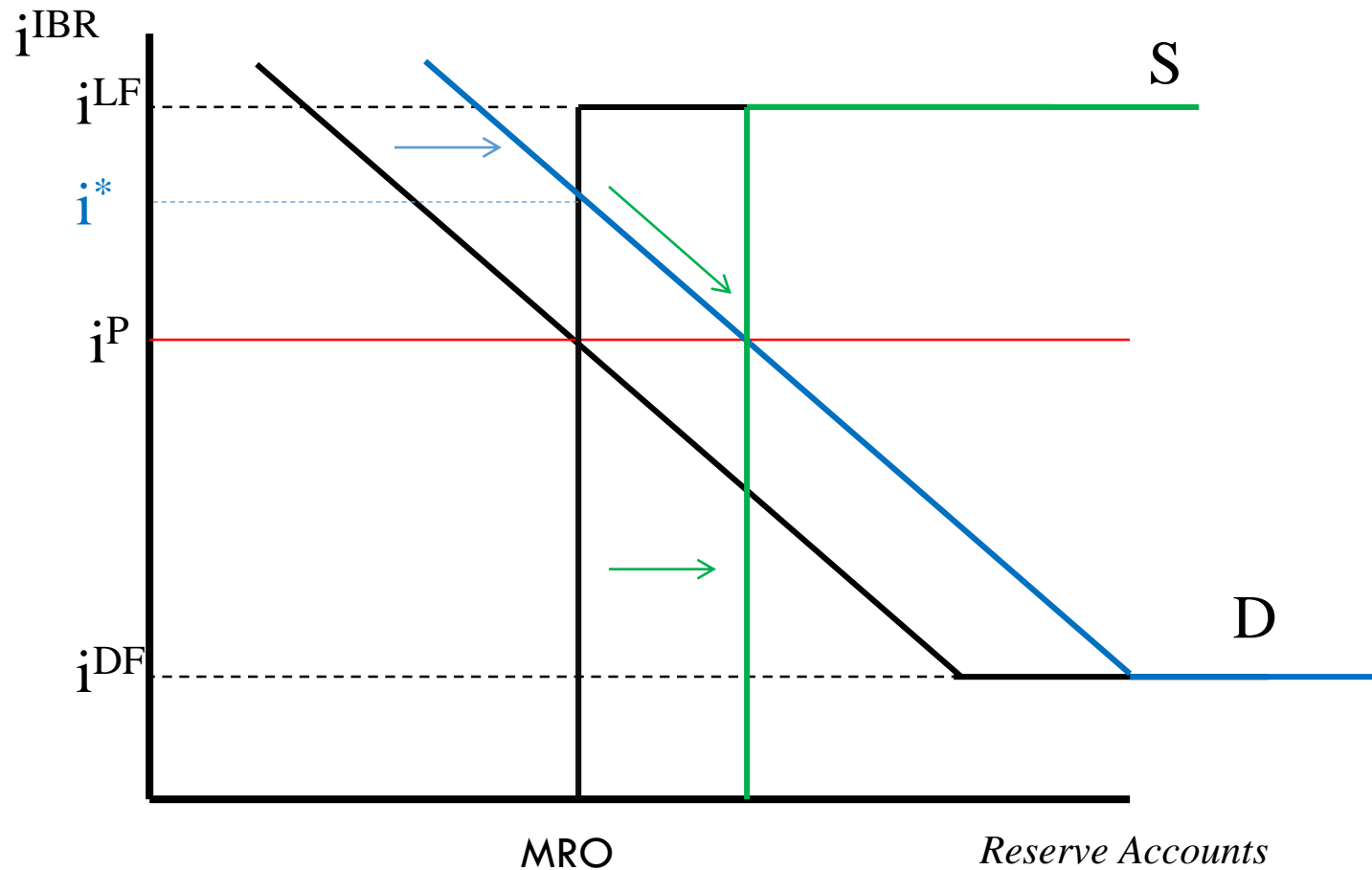


# 微调操作( Fine-tuning operations)

- On a day-to-day, minute-to-minute basis the willingness of banks to hold reserves will change creating intra-refinancing period volatility in the market interbank rate for reserves.
- Standing facility creates a corridor for fluctuations in the interbank rate but this is only a backstop.
  - Ex. Bank of Korea
    - Lending facility is policy rate +100 bps
    - Deposit facility is policy rate -100bs.
- Central bank conducts ad hoc OMSs to match fluctuations in demand for reserves with supply in order to stabilize interbank rate (ex. BoK stabilizes overnight call money rate) near policy rate.

In USA & Japan, all OMO's are ad hoc.

Increase in Demand for Reserves matched by fine tuning OMO purchase to keep interbank rate from rising.

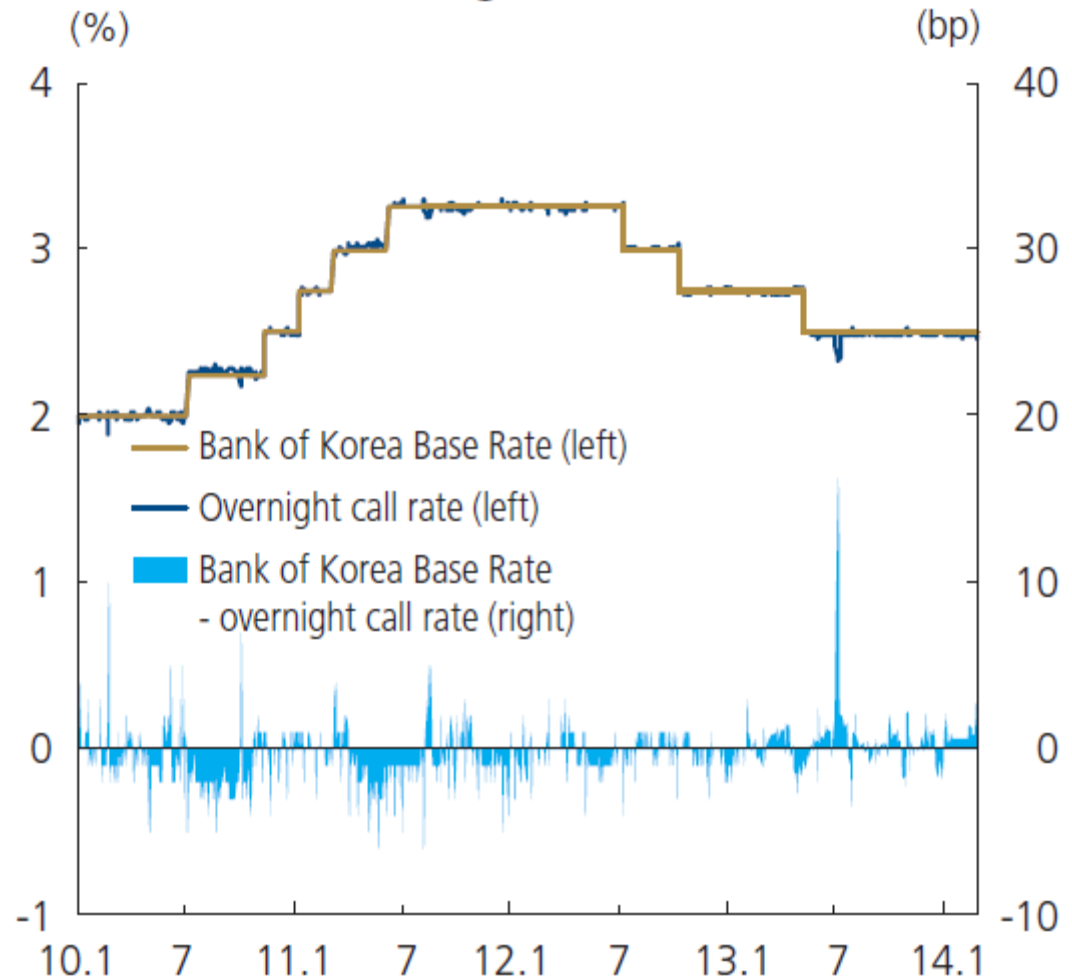


# BOK MONETARY POLICY REPORT



THE BANK OF KOREA

<Figure I-12> Bank of Korea Base Rate and overnight call rate



Source: The Bank of Korea.

# 中国设立的原因

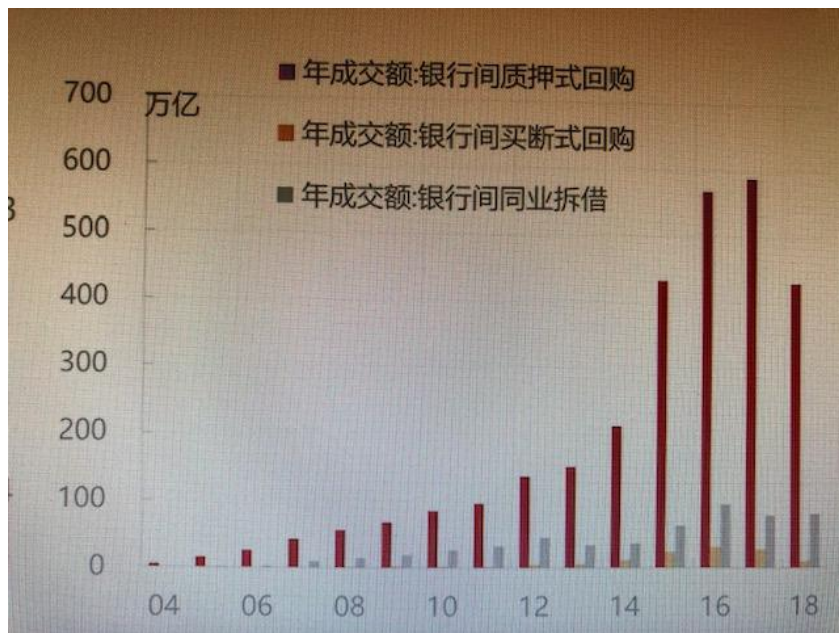
- 再贴现的局限性
- 2013年市场钱荒
  - 2013年6月初，在4日~8日经历了第一轮货币市场利率的显著上升期，9日~18日为市场相对平静期，19日~24日为利率第二轮上升期。在市场波动最高点6月20日，质押式回购隔夜、7天、14天加权利率分别为11.74%、11.62%、9.26%，质押式回购隔夜利率更是一度摸高至30%。

### 3、公开市场操作 (OMO, Open Market Operations)

Under some frameworks can include the policy rate.

- Open Market Purchase.
- Open Market Sale.

OMO's usually implemented with repo operations. 回购协议



- 回购规模远超银行间同业拆借规模
- 回购利率是代表性的利率

## Open Market Purchase from Public

Public	
Assets	Liabilities
Securities	
-\$100	
Deposits	
+\$100	

Banking System	
Assets	Liabilities
Reserves	Deposits
+\$100	+\$100

The Fed	
Assets	Liabilities
Securities	Reserves
+\$100	+\$100

■ **基础货币 = 现金 + 准备金**

R ↑ \$100, MB ↑ \$100

# 工具

## (3) 分类

- dynamic open market operations 主动
- defensive open market operations 抵消其他影响

## (4) 作用

- 影响利率
- 影响基础货币

# 公开市场操作

央行

资产	负债
逆回购	银行存款

公开市场操作

银行 A

资产	负债
存款准备金	企业存款

资产	负债
存款准备金	企业存款

银行 B

企业 A

资产	负债
存款	

资产	负债
存款	

企业 B

## 二、选择性 Selected Tools 补充工具

- 1、消费者信用控制 consumer credit control
- 2、不动产信用控制 real estate credit control
- 3、证券市场信用控制 securities market credit control
- 4、优惠利率 preferential interest rate
- 5、预缴存款保证金制度

### 三、指导性货币政策工具

#### 1、直接信用控制direct credit control行政

(1) 利率最高限额interest control

(2) 信用分配credit quota management

(3) 规定商业银行的流动性比率liquidity ratio

(4) 直接干预direct intervention

(5) 开办特别存款

## 2、间接信用控制

### (1) 道义劝告 Moral suasion

自1987年开始央行与商行建立了行长、部主任碰头会制度。

### (2) 窗口指导

- 18.12.20银监部门对部分银行进行了窗口指导，要求他们“适度控制”利润增速；
- 18.12.17，针对“智能存款”这种互联网存款业务，央行已于近日进行窗口指导，但并没有说此类产品违规，也并未直接叫停。
- 18.7月18日，具有一级交易商资质的银行，将额外给予MLF（中期借贷便利）资金，用于支持贷款投放和信用债投资。

<http://www.scio.gov.cn/32344/32345/39620/40323/index.htm>

国务院新闻办公室于2019年4月25日（星期四）上午10时举行国务院政策例行吹风会，请中国人民银行副行长刘国强、银保监会副主席祝树民、发展改革委财政金融和信用建设司司长陈洪宛、人民银行货币政策司司长孙国峰、银保监会普惠金融部主任李均锋介绍降低小微企业融资成本工作有关情况，并答记者问。

# 西方主要发达国家货币政策中介/中间目标演进过程

国家	50-60年代	70-80年代	90年代以来
美国	以利率为主	先以M <sub>1</sub> 后改为以M <sub>2</sub> 为主	1993年起为实际利率
英国	以利率为主	英镑M <sub>3</sub> 并参考基础货币，后来改以M <sub>0</sub> 为主	20世纪90年代初为汇率，1992年10月起为通货膨胀，利率为主要中介目标
加拿大	先以信用总额为 主，后改用信用 量为主	先以M <sub>1</sub> 后以一系列“信息变 （主要是M <sub>2</sub> 和M <sub>2</sub> + 条件为主	1991年2月起为通货膨胀目 标制，货币供应量为主要中 介目标
德国	商业银行的自由 流动储备	先以基础货币，后改为以M <sub>3</sub> 为主	M <sub>3</sub> 为主，同时考虑利率和汇 率
日本	民间的贷款增加 额	M <sub>2</sub> +CD	利率
瑞士	汇率	先以M <sub>1</sub> 后改为M <sub>0</sub> 为主	货币供应量为主，同时考虑 利率和汇率

## 二、操作目标与中介目标的组合 - - 货币政策的传导机制

### 1、总量指标

①操作目标：银行准备金、基础货币

②中介指标：银行信贷规模；货币供应量

# Intermediate targets

## 2、利率指标

### ①操作目标：短期利率（货币市场利率）

包括同业拆借利率，短期国债利率，商业票据利率等。

### ②中介指标：长期利率（资本市场利率）

套利机制：如果隔夜利率是稳定的，就可以影响并决定7天期利率，这是因为若7天期利率过高，市场主体就会选择每天去借更便宜的隔夜资金，这就会导致7天期资金需求减少，从而价格下降。

非常规货币政策：量化宽松，直接影响中长期利率。

（美联储扭转操作Operation Twist 2011.9）：美联储人为干涉债券收益率，抛出短期债券而购入长期债券，目的是把长期利率压制在零或者接近于零的水平。（长期利率与投资直接关联）

Illes and lombardi, 2013

$$r_l - r_p = (r_l - r_g) + (r_g - r_b) + (r_b - r_p)$$

$(r_b - r_p)$  隔夜利率到银行间隔夜利率 差额部分  
反映货币市场上的信用和流动性情况

$(r_g - r_b)$  银行间隔夜利率到中长期国债利率  
都是无风险利率。差额部分反应期限溢价

$(r_l - r_g)$  中长期国债利率到中长期贷款利率  
差额部分反映信用风险溢价。

该公式表明了央行政策利率传导到最终金融产品利率的变化，并清晰的包含了流动性溢价、期限溢价和风险溢价。

# OPERATING TARGET: POLICY INTEREST RATE

- interbank rate.

## 1. 显性政策目标

- US Fed: Fed Funds Rate;
- Bank of Japan: Uncollateralized Call Money Rate
- Reserve Bank of Australia: Cash Rate

## 2. 显性政策工具 for (some) Central Bank Operations

Set in order to guide interbank rate to identical target level.

- Bank of Korea: Base Rate (7-Day) → Interbank Call Rate
- ECB: Main Refinancing Rate (14-Day Repo) → Euribor
- Bank of Thailand Policy Rate → O/N Bibor
- Bank Negara Malaysia Overnight Policy Rate → O/N Interbank Rate

# transmission channels

## 一、凯恩斯学派/利率机制：Keynesian View/interest-rate channel

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

## 二、货币学派/资产价格机制：Monetarism View/asset-price channel

$$M \rightarrow E \rightarrow I \rightarrow y$$

**原因:** Tobin  $Q \rightarrow I$ ; Wealth Effect  $\rightarrow C \rightarrow GDP$

- 货币增加，利率降低，通常增加家庭金融资产价值，会部分地将新增财富用于消费。
- 资产增值抵押贷款：房产以新的价格获得融资（与实际购置成本之差）在支持家庭消费方面发挥重要作用。**2002-2006**，英国这类贷款占到家庭税后收入的**6%**。

### 三、信贷观点/信贷机制：Credit View/channel

$i_s \rightarrow P_e \rightarrow B/S \text{ of firms and Banks} \rightarrow \text{Credit} \rightarrow \text{GDP}$

- 供给侧：利率对信贷供给（而非需求）的影响。
- 再融资条件改善，银行倾向于增加信贷供给。
  
- 信息不对称，银行信贷配给供应（限制信贷而不是对风险定价），中小企业难以进入资本市场，更加依赖银行
- 银行自身财务的稳健性对信贷供应有影响
  - 不良资产较高，则发放新贷款的意愿下降。
  - 信用恐慌credit crunch

## 相机抉择与规则 Discretion v. Rules

相机抉择: leaning against the wind  
(counter cycle)

弗里德曼单一规则 Friedman's Rule: Single Rule

泰勒规则 Taylor Rule

$$\begin{aligned} \text{Fed funds rate} = & \text{inflation} + \\ & \text{equilibrium real fed funds rate} + \\ & 1/2 (\text{inflation gap}) + \\ & 1/2 (\text{output gap}) \end{aligned}$$

金融脱媒与规避监管等

商业银行借入更多同业资金以实现资产端扩张

商业银行回购交易等同业负债不受法定存款准备金制度约束

商业银行可借此规避部分法定存款准备金（基础货币数量）管理

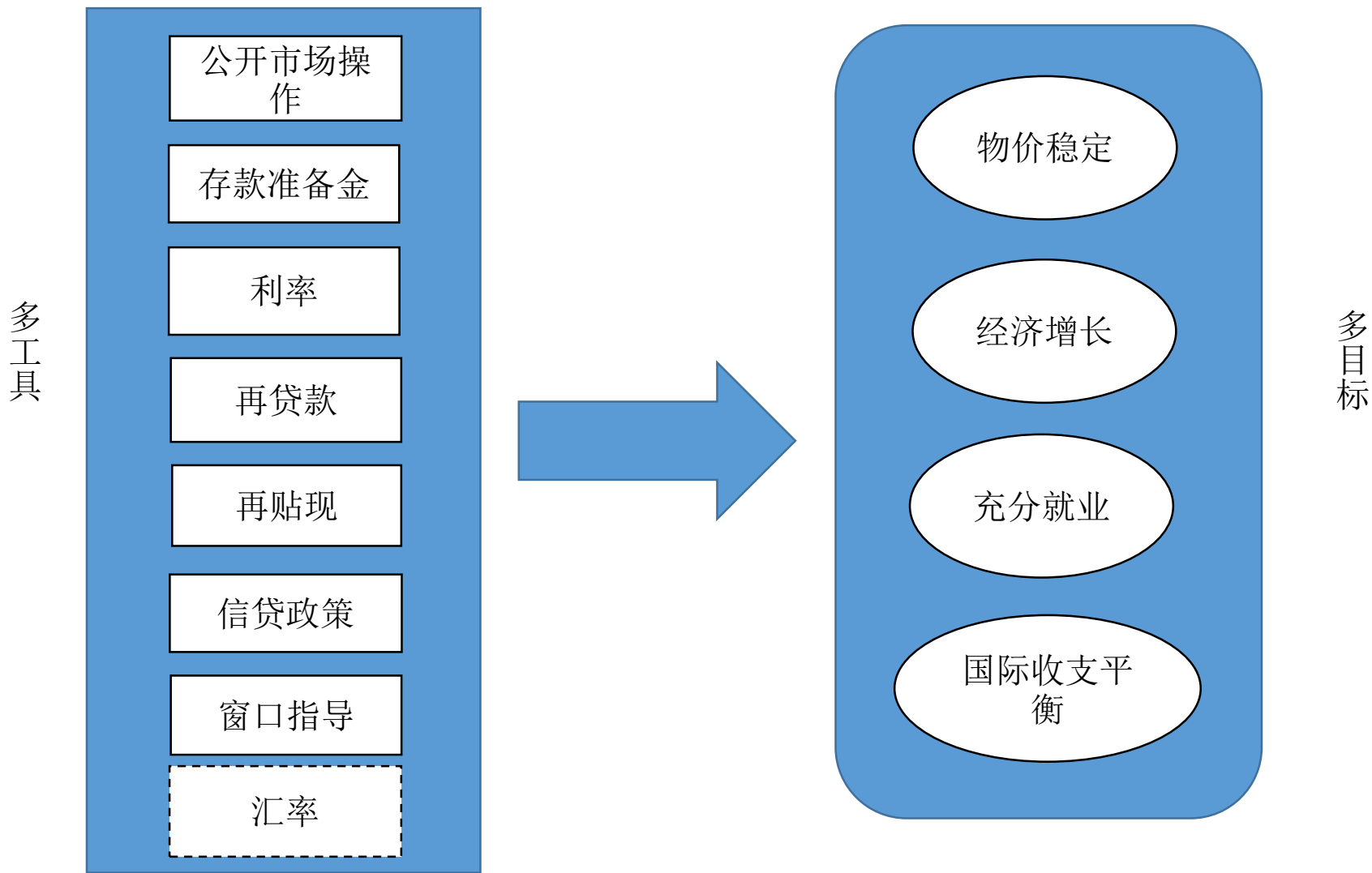
中央银行基础货币数量调控的有效性逐步削弱

商业银行更加依赖同业市场资金来源

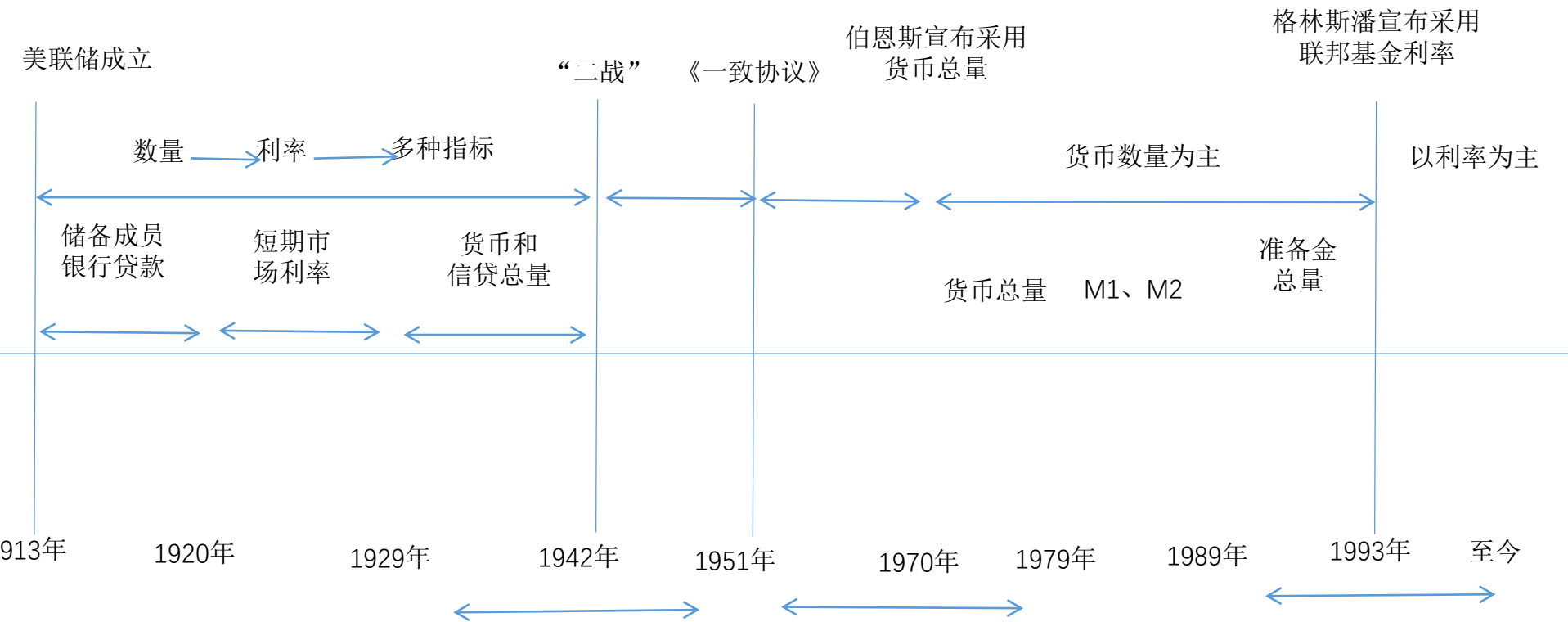
商业银行对联邦基金利率（基础货币价格）更加敏感性

中央银行基础货币价格调控的有效性日益增强

商业银行资产负债结构变化对中央银行基础货币调控的影响



中国货币政策的基本框架：多目标与多工具

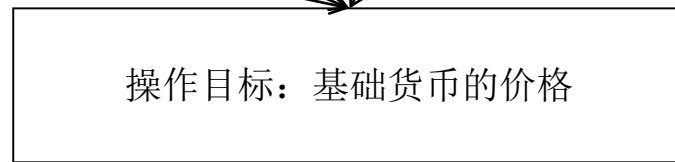
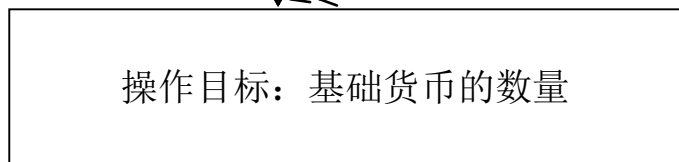


美国货币政策中介目标的历史演进

法定准备金率

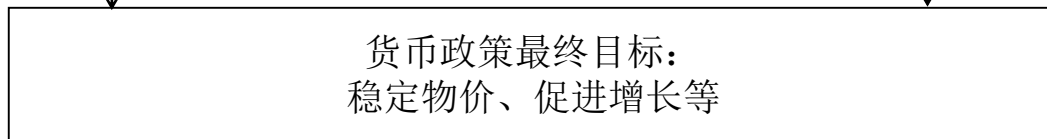
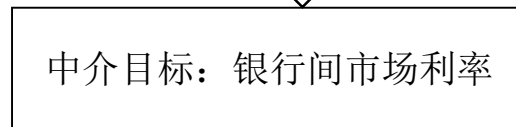
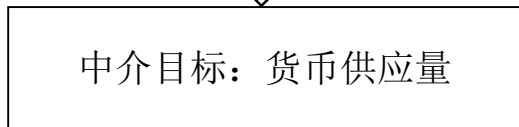
再贷款、再贴现率

公开市场操作



传导条件：商业银行缴存的存款准备金（基础货币）的数量和范围受到中央银行严格控制，且货币乘数相对稳定

传导条件：商业银行对基础货币市场的价格（银行间市场利率）比较敏感，且利率传导途径相对畅通



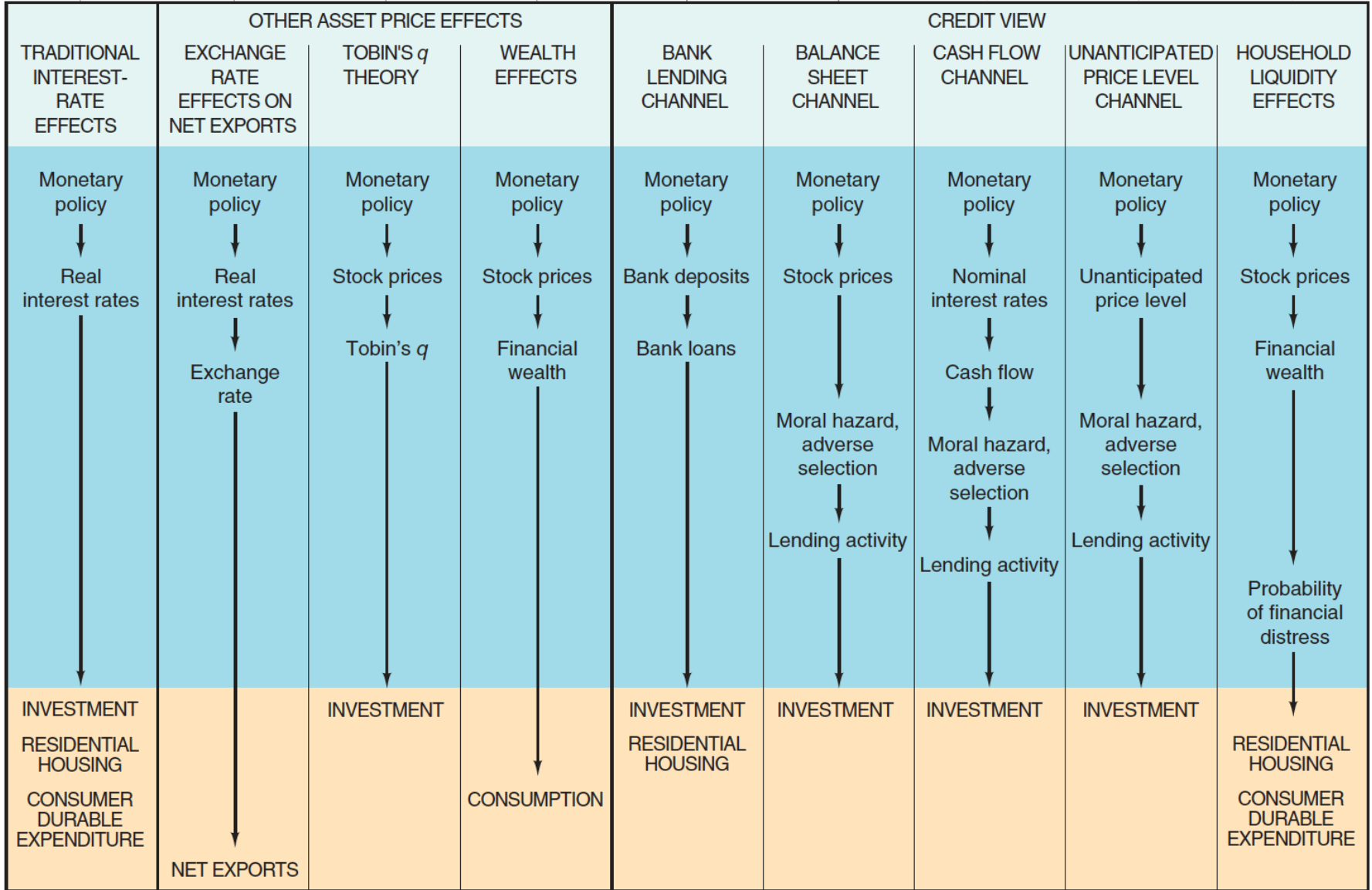
基础货币数量和价格调控及其商业银行的作用

MONETARY POLICY

The Link Between Monetary Policy and Aggregate Demand: Monetary Transmission Mechanisms

TRANSMISSION MECHANISMS

COMPONENTS OF SPENDING (GDP)

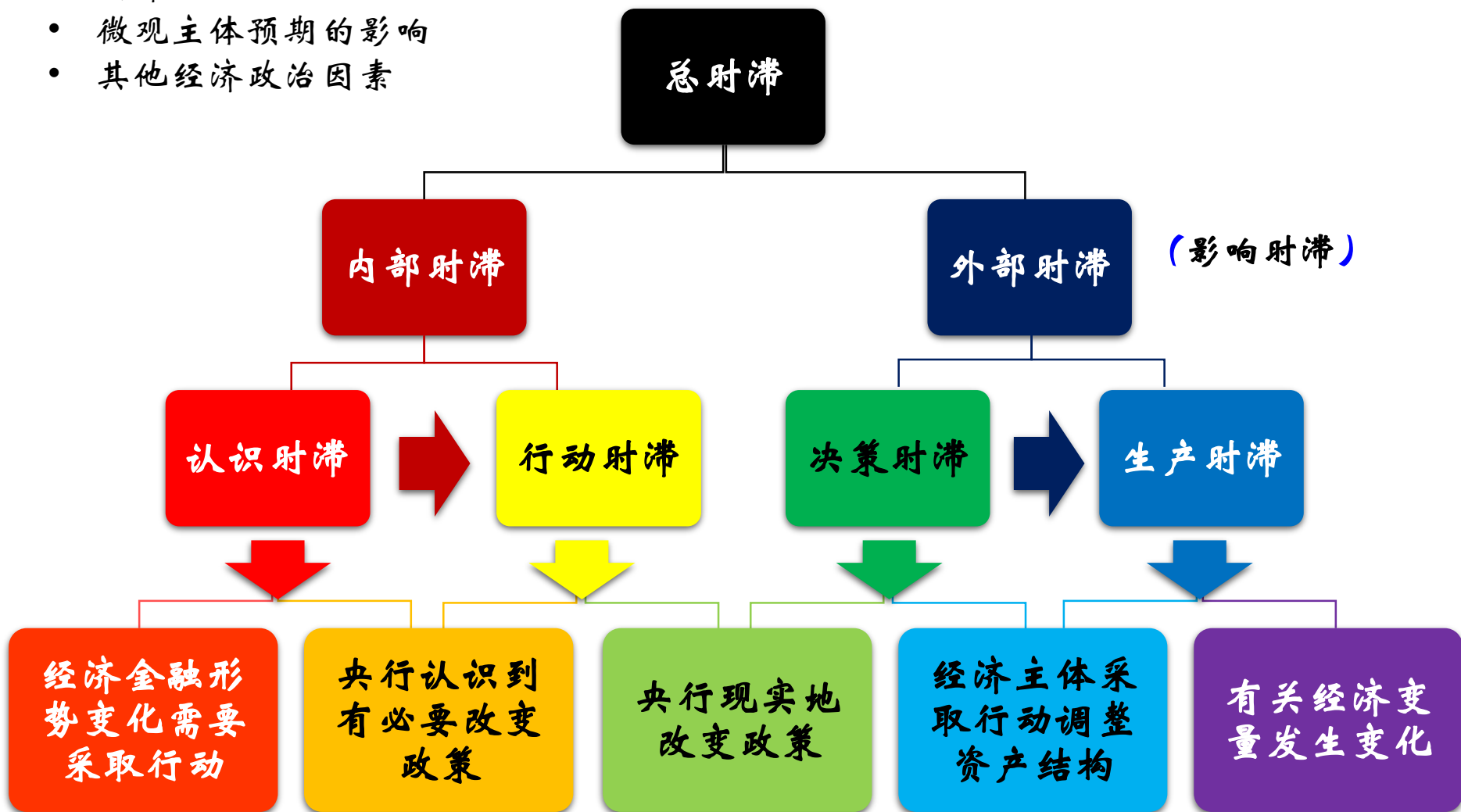


AGGREGATE DEMAND



## 效果影响因素

- 时滞
- 微观主体预期的影响
- 其他经济政治因素



# 思考题

1. 为什么中央银行在制定货币政策时要考虑“时滞”？
2. 什么是货币政策时滞？影响货币政策时滞的因素有哪些？
4. 简述货币政策最终目标及其含义。
5. 中国人民银行法为什么要规定：“中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券，但可以在公开市场上买卖国债和其他政府债券。
6. 简述货币政策中介目标的选择条件及其种类。
7. 什么是货币政策？中央银行如何运用货币政策进行宏观金融调控？
8. 一国货币当局投放基础货币的渠道主要有哪些？根据这些渠道，分析基础货币的各项决定因素及基础货币对货币供给的影响。
9. 中央银行的一般性货币政策工具有哪几种？它们分别是如何调控货币供应量的？其各自的优缺点是什么？

# 参考

- <http://research.stlouisfed.org/fred2/>
- 伍戈 / 李斌. 货币数量、利率调控与政策转型[M]. 中国金融出版社, 2016. (\*)
- 刘伟 我国货币政策体系与传导机制研究[M]. 经济科学出版社, 2015.