

(2) 经济增长

- ❖ “经济增长”是针对国民经济发展状况这一宏观问题而设置的宏观经济目标，其涵义是国民生产总值要求保持较高增长速度，不要停滞，更不能出现负增长；
- ❖ 当代各国都将经济增长目标定义为一国经济按人口平均产出、即人均国内生产总值的增长率。这就意味着经济增长主要来源于货币资本对劳动力的比率增长；
- ❖ 指标：人均 $GDP \geq 5\%$ ；
1

(3) 充分就业

- ❖ 作为宏观经济问题，充分就业应针对所有资源。作为宏观经济政策的基本目标之一，充分就业是指劳动力的就业状况。
- ❖ 指标：通常以失业人数与愿意就业的总人数相比较，即“失业率”考察就业状况。失业率 $\leq 4\%$ ；
- ❖ 过高的失业率会带来巨大的社会问题，严重时会导致政治骚乱。

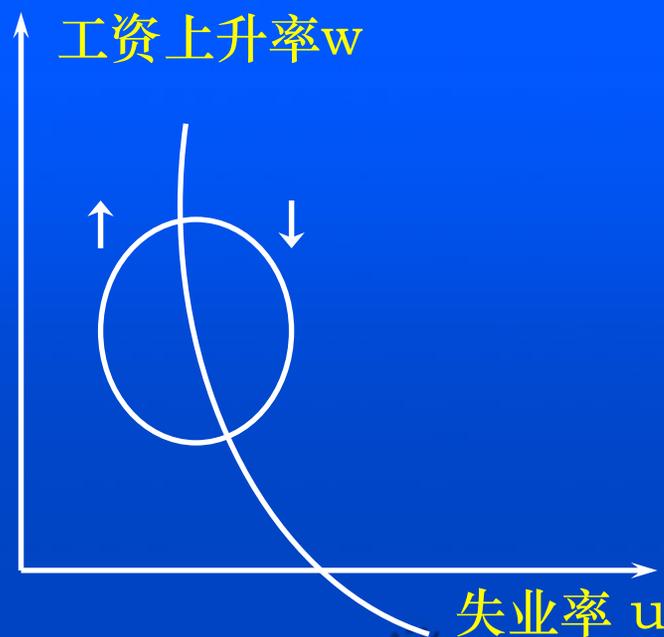
(4) 平衡国际收支

- ❖ 倘若国际收支不平衡，出现顺差或逆差，一方面会导致黄金、外汇储备变动，影响国内货币流通的稳定，另一方面又会造成本国货币的对外汇价发生变动，影响本国的进出口贸易。
- ❖ 在一国，国际收支能否保持平衡，也是一个重要的宏观经济问题。
- ❖ 作为一国宏观经济政策的基本目标之一，平衡国际收支就是要求保持国际收支的基本平衡，既不要发生逆差，也不要造成较大幅度的顺差。

(1)稳定物价与经济增长、充分就业之间

- ❖ 稳定物价要求收紧银根、压缩投资需求、控制住货币量与信用量；
- ❖ 要使经济有较高的增长速度，则要求增加投资，充分就业也要求增加投资量以吸收更多的劳动力。
- ❖ 著名的菲利普斯曲线是研究和分析这两个目标间矛盾性的典型代表。澳大利亚经济学家菲利普斯认为，失业率与物价上涨率之间存在着此消彼长的置换关系。

- ❖ 若要求抑制通货膨胀、降低物价上涨率，则需要控制信贷规模、压缩财政开支，可能因压缩了投资量而付出经济增长缓慢甚至停滞、失业率增高的代价；
- ❖ 若要求实现经济增长和充分就业这两个目标，需要增加货币供给以刺激投资，可能引致通货膨胀而牺牲稳定物价目标。



(2) 稳定物价与平衡国际收支之间

- ❖ 处于通货膨胀中的国家，国内利率往往比较高，容易引导资本流入。
- ❖ 此时经常项目可能会出现逆差，但资本大量流入弥补了贸易逆差，国际收支不仅会维持平衡，甚至有出现顺差的可能。
- ❖ 此时若将抑制通货膨胀、恢复物价的稳定作为货币政策的重点目标，所采取的政策措施势必引致利率继续上升，从而加剧了国际收支的顺差失衡问题；

- ❖ 若将消除高额顺差、改善国际收支状况作为货币政策的重点目标，势必要求货币当局干预外汇市场，以改善因资本大量流入而形成的外汇供过于求、本币汇率升值的状况；
- ❖ 会因中央银行投放出大量的基础货币去购进外汇而加剧国内的通货膨胀问题。
- ❖ 并且，纵然本国物价水平维持着较为稳定的状态，也会因受通货膨胀国际传递机制的影响，导致本国国际收支失衡或引发国内通货膨胀。

(3) 经济增长与平衡国际收支之间的矛盾

- ❖ 由于经济增长带动了进口增加，出口产品面临由于国民收入增加带来的需求，如果进口的增长快于出口的增长，就有可能导致贸易差额的恶化；
- ❖ 同时，为了促进经济增长，就需要增加投资，在国内资金来源不足的情况下，外资流入可能会造成资本项目出现顺差，虽然这在一定程度上可以弥补国际收支失衡，但不能确保经济增长与国际收支平衡共存。

- ❖ 吸收外资、由资本流入来弥补贸易逆差毕竟是有限的，并且还存在着偿付外债本息的问题。依靠资本流入来弥补经常项目逆差的方式，只能是暂时的，并且所实现的均衡也是非实质性的均衡；
- ❖ 反之，在国际收支发生逆差时，通常要求压制国内的有效需求以减少进口，争取消除逆差，这有可能会影响国内经济增长速度，导致经济衰退的后果。
- ❖ 因此，经济增长与平衡国际收支也很难同时并进。

(1) 最终目标模式

作为一国宏观经济管理当局，其可选择的政策目标无非有这样三种配合：

- ❖ 侧重于稳定物价目标，期望实现无通货膨胀的经济增长；
- ❖ 侧重于经济增长目标，期望实现高通货膨胀的高经济增长；
- ❖ 兼顾稳定与增长，期望获得低通货膨胀的适度经济增长。

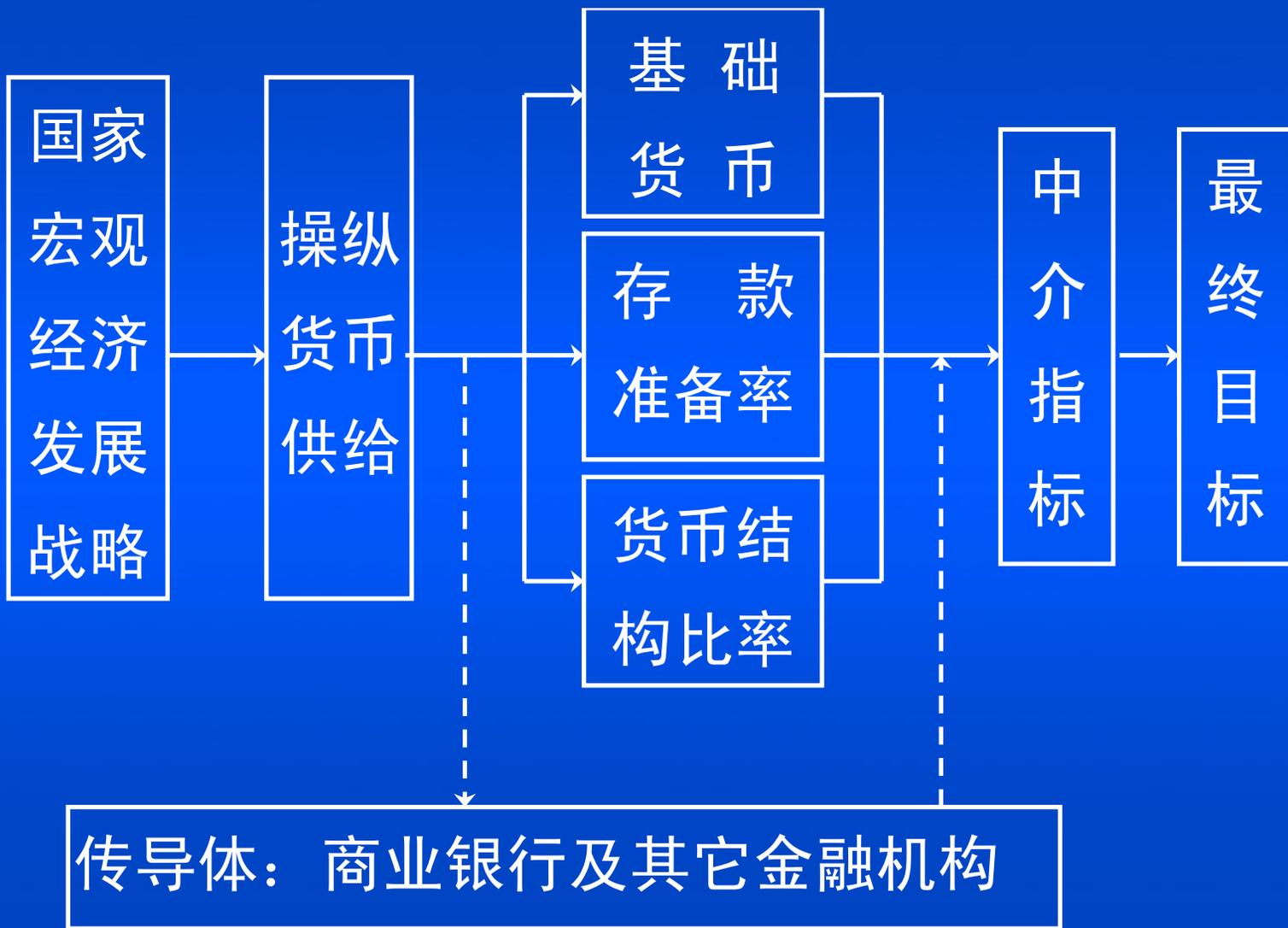
前两项为宏观经济政策的单一目标，后一项为宏观经济政策的双重目标。

(2) 以稳定为主、兼顾增长的政策

- ❖ 1995年3月生效的《中华人民共和国中国人民银行法》规定，货币政策的最终目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济的增长。它改变了过去追求币值稳定与经济增长并重的做法，第一次将货币币值的稳定作为货币政策目标的侧重点。
- ❖ “保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”目标既不同于单一的反通胀政策，也并不意味着主张稳定与增长并重的政策。

三者之间的区别在于：

- ❖ 单一的反通胀政策是以单纯追求物价稳定为目标，为实现物价的稳定可以不惜牺牲经济增长；
- ❖ 稳定与增长并重的政策以同时实现较高的经济增长率和稳定的货币环境为目标，期望实现无通货膨胀的高经济增长；
- ❖ “保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”的政策则要求在抑制物价上涨幅度的同时维持适度的经济增长率，并且决不以牺牲经济增长为前提。



其中：

- ❖ 国家的宏观经济发展战略是中央银行实施宏观金融调控的主要依据；
- ❖ 从操纵货币供给到影响中介目标的过程则是中央银行调控宏观金融的操作过程。
- ❖ 因此：
 - 就货币政策的基本环节而言，工具变量、中介变量和目标变量的设置及相互间的关系，是中央银行宏观金融调控决策的基本内容；

➤ 就中央银行实施货币政策的操作过程而言，操纵货币供给、调节决定货币供给的三大变量，是中央银行调控宏观金融的基本内容。

❖ 货币政策中介目标应符合四方面要求：

- 必须具有内生性，即必须是反映货币均衡状况或均衡水平的内生变量；
- 必须具有传递的直接性，即它的形成或变动，直接对宏观经济的主要变量，如经济增长率、物价总水平等发生作用；



- 必须具有可控性，即货币当局通过调控工具，能够对其作量的控制或调整；
- 必须具有可测性，即它必须是可计量的因素，并且在金融部门的有关统计资料中，其数量能够及时反映出来。
- ❖ 除内生性为货币政策中介变量的内涵要求外，一般将其概括为：
 - 可控性
 - 可测性
 - 相关性

(1) 利率

- ❖ 作为货币政策的中介目标的利率，通常是指短期的市场利率；
- ❖ 即能够反映市场资金供求状况、变动灵活的利率。
- ❖ 在具体操作中有的使用银行间同业拆借利率，有的使用短期国库券利率；
- ❖ 中央银行能将短期市场利率作为货币政策的中介目标，主要是因为短期市场利率具有可控性、可测性和相关性。

(2) 货币供应量

货币供应量能够成为货币政策中介目标：

- ❖ 可测性：它们都分别反映在中央银行、商业银行和非银行金融机构的资产负债表内，可以随时进行量的测算和分析；
- ❖ 可控性： M_1 和 M_2 虽不由中央银行直接控制，但中央银行可以通过对基础货币的控制、调整准备金率及其它措施间接地控制住；
- ❖ 相关性，则可以进一步通过对本国历史情况的分析得到证明。


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

- ❖ 凯恩斯主义主张将充分就业作为最终目标，为了达到充分就业，认为货币政策的中间目标应该是利率而不是货币供应量。
- ❖ 他们认为：在利率很低的情况下，货币供应量即使很大，也会被公众吸收、贮藏，成为休闲货币，掉入流动性陷阱，对社会经济的影响微不足道。
- ❖ 因此，在凯恩斯主义经济思想的影响下，美国等西方国家过去的传统都是以市场利率为主要的中间目标的。

(2) 现代货币学派的理论

现代货币学派认为：

- ❖ 利率在货币政策传导机制中不起重要作用，而更强调货币供应量在整个传导机制中的直接效果。
- ❖ 即货币实际余额的变动可直接影响支出和收入，而不需通过利率对投资和收入的间接传导。
- ❖ 鉴于此，现代货币主义则主要以反通货膨胀为货币政策的主要目标。

他们提出“单一规则”的货币政策：

- ❖ 将货币供应量（ M_2 ）作为货币政策主要的中间目标
- ❖ 主张把货币供应量增长率与国内生产总值增长率保持在一个固定的比率上。
- ❖ 在现代货币主义政策思想影响下，美国联邦储备体系也在1979年以后改为以货币供应量（ M_2 ）为货币政策主要的中间目标。

- ❖ 即作为货币政策工具，一方面应当是属于中央银行自身的信用管理业务，另一方面必须是对决定货币供给的主要变量发生作用。
- ❖ 中央银行一旦依据所选定的中介变量确定出相应工具变量的期望值，就需调整其业务重心和不同业务的操作方向，并规划出具体的业务指标体系。
- ❖ 而由不同的中央银行业务所体现的政策工具，对工具变量的作用力度、直接或间接以及操作的难易程度等不尽相同。

(1) 存款准备率 (存款准备率政策)

- ❖ 缴存存款准备金的原始目的在于保障存户的安全，主要用于银行倒闭时偿付银行债务的准备。在中央银行由法律规定享有调整存款准备率的权力之后，它就成为中央银行调控信用量的工具了。
- ❖ 从现象上看，存款准备率政策的作用对象在中央银行的负债方，即商业银行在中央银行的存款；然而，事实上它的真实效用体现在它对商业银行的信用扩张能力、对货币乘数的调节。

- ❖ 由于商业银行的信用扩张能力与中央银行放出的基础货币量存在着乘数关系，而乘数的大小则与存款准备率成反比。
- ❖ 因此，若中央银行采取紧缩政策，可提高法定存款准备率，从而限制了商业银行的信用扩张能力、降低了货币乘数，最终起到收缩货币量和信贷量的效果；
- ❖ 反之，亦然。
- ❖ 但是，存款准备率政策存在三个方面的缺陷：

- 当中央银行调整法定存款准备率时，商业银行可以变动其在中央银行的超额准备，从反方向抵销中央银行存款准备率政策的作用；
- 若其发生作用，则即使只调整0.5%，对货币乘数的影响都很大，因而其作用力度很强；
- 调整存款准备率对货币量和信贷量的影响要通过商业银行的辗转存、贷，逐级递推而实现，成效较慢、时滞较长。

- ❖ 由于这样一些原因，使得中央银行一旦动用存款准备率工具，调整的幅度小，则难以奏效；
- ❖ 调整的幅度大，则会在达到一定的滞后期时产生实际经济过程已不需要、甚至难以承受的过强的作用力度。
- ❖ 因而存款准备率政策往往是作为货币政策的一种自动稳定机制，而不将其当作适时调整的经常性政策工具来使用。

- ❖ 我国建立存款准备金制度的初衷是作为平衡中央银行信贷收支的手段，央行通过高存款准备金率集中一部分信贷资金，再以贷款方式分配给各商业银行。
- ❖ 因此，它是种集中资金的手段，而不是真正意义上的货币政策工具。
- ❖ 正因为出自这样的目的，导致我国存款准备金制度存在这样两个方面的问题：
 - 中央银行对存款准备金付息，既增加了中央银行的负担，又减弱了准备金制度的政策功能；



- 法定存款准备金不能用于支付和清算，迫使商业银行必须在中央银行另立备付金帐户并保留大量清算资金。
- 而清算资金流动性较强，使得备付金率波动很大，影响了货币乘数的稳定性，削弱了央行货币政策的总体实施效果。
- ❖ 这些问题的存在，要求中国人民银行对原来的存款准备金制度进行改革。
- ❖ 经国务院批准，中国人民银行决定自1998年3月21日起，改革存款准备金制度，主要内容包括：

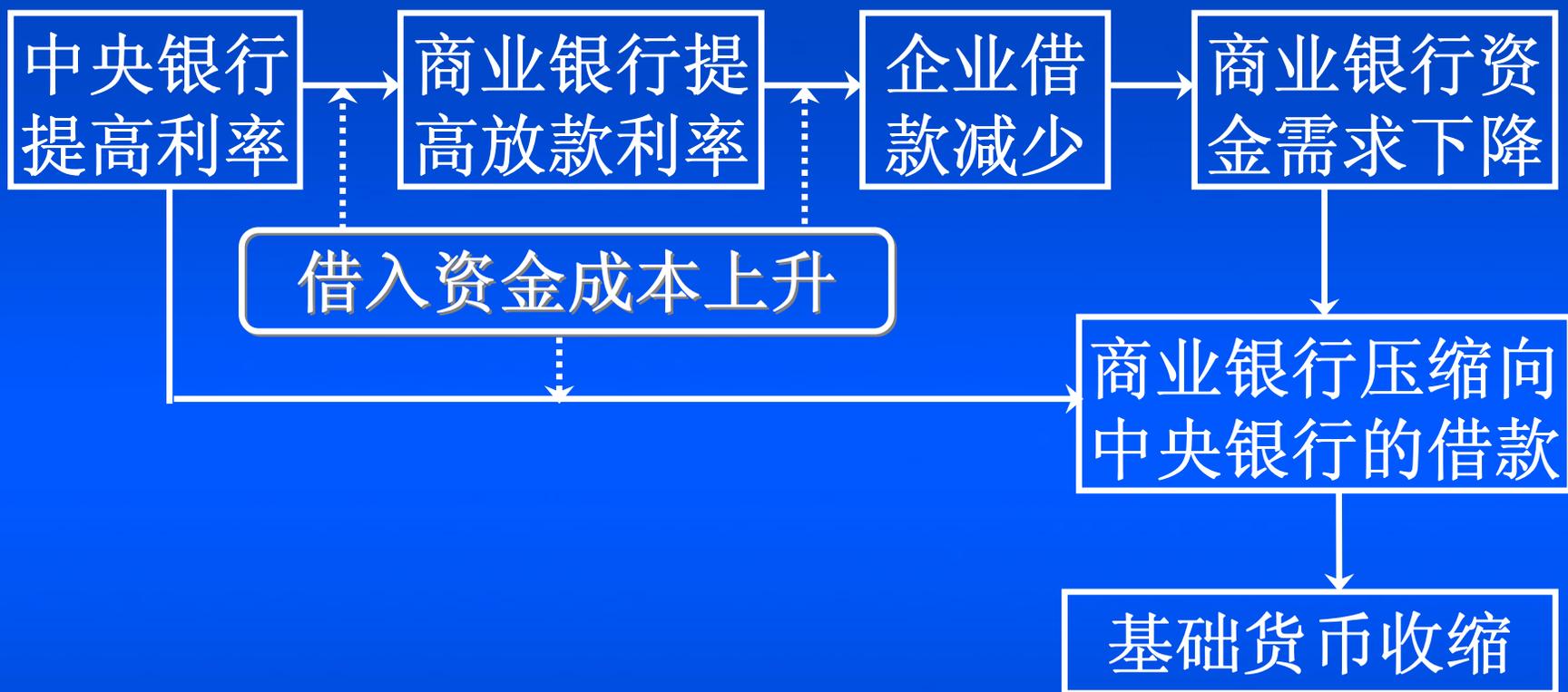
- ❖ 调整金融机构一般存款范围。将金融机构代理人民银行财政性存款中的机关团体存款、财政预算外存款，划为金融机构一般存款。金融机构按规定比例将一般存款的一部分作为法定存款准备金存入人民银行；
- ❖ 将原来各金融机构在人民银行的准备金存款和备付金存款两个帐户合并，称为“准备金存款”帐户；
- ❖ 法定存款准备金率从13%下调到8%，由各金融机构总部存入总部所在地的人民银行。对各金融机构的法定存款准备金按法人统一考核；

- ❖ 各金融机构的分支机构在人民银行分、支行开设的用于结算的准备金帐户按存款额计息，但不计入考核之列。准备金存款帐户的超额部分由各金融机构自行确定；
- ❖ 金融机构法定存款准备金统一按旬考核；
- ❖ 金融机构准备金存款不足、出现透支或不按时报送报表的，人民银行按有关规定予以处罚；
- ❖ 下调金融机构准备金存款利率，同业存款利率不得高于准备金存款利率。

(2) 再贴现率 (贴现政策)

- ❖ 再贴现是指商业银行持客户贴现的商业票据向中央银行请求贴现，以取得中央银行的信用支持。
- ❖ 就广义而言，贴现政策并不单纯指中央银行的再贴现业务，也包括中央银行向商业银行提供的其它放款业务。
- ❖ 就中央银行的业务操作角度而言，再贴现工具主要体现为中央银行的资产业务。

- ❖ 由中央银行资产决定负债的原理可知，再贴现工具作用对象应该是基础货币。
- ❖ 贴现政策的基本内容是中央银行根据政策需要调整再贴现率（包括中央银行掌握的其它基准利率）。
- ❖ 当中央银行提高再贴现率时，商业银行的借入资本的成本上升。此时，商业银行可能有两种决策：
 - 一是尽量压缩向中央银行的贴现或其它借款；
 - 二是提高其向企业放款的利率：



因此，无论商业银行采取哪种对策，其结果都是使基础货币得到收缩。

反之，亦然。

- ❖ 与存款准备率工具相比较，再贴现工具的弹性相对要大一些、作用力度相对要缓和一些。
- ❖ 但是，贴现政策的主动权却操纵在商业银行手中：向中央银行请求贴现票据以取得信用支持，仅是商业银行融通资金的途径之一，商业银行还有其它的诸如出售证券、发行存单等融资方式。
- ❖ 因此，中央银行的贴现政策是否能够获得预期效果，还取决于商业银行是否采取主动配合的态度。

- ❖ 中国的再贴现业务始自1986年，由中国人民银行上海分行首次开办，后全国其他城市也陆续开办，但进展缓慢。
- ❖ 再贴现业务发展缓慢，主要原因是我国缺乏发育成熟的票据贴现市场，表现在：
 - 我国还远未实现商业信用票据化，票据贴现的基础十分薄弱；
 - 商业银行不愿意办理票据的承兑和贴现业务。由于企业信誉程度很低，商业票据都要求由银行承兑，而票据到期后债务人不付款，银行不得不对其贷款；

- 没有建立起市场经济的信用观念。企业信誉较差，虽然商品交易规模迅速扩大，但交易方式仍以落后的现货交易为主，是贴现市场难以发育的社会原因。
- ❖ 1994年，中国人民银行开始大力推广和扩大再贴现业务，1995年颁布的《中国人民银行法》中也明确规定：中国人民银行可以利用再贴现政策进行宏观调控。
- ❖ 从那时起，人民银行再贴现业务得到了较快发展。

(3) 公开市场业务（公开市场操作政策）

- ❖ 中央银行在证券市场上公开买卖国债的业务活动即为中央银行的公开市场业务。
- ❖ 中央银行在公开市场的证券交易活动，其对象可以是商业银行，也可以是社会公众，目的在于调控基础货币、进而影响货币供应量和市场利率。
- ❖ 因此，中央银行的公开市场操作是中央银行实施货币政策的重要工具，常称其为“公开市场操作政策”。

一个简单的例子：

- ❖ 假如中央银行向A公司买进100万元国债，付给该公司一张支票；
- ❖ A公司将这张支票全数存入其开户的商业银行。
- ❖ 在15%的存款准备率下，中央银行的资产负债表与A公司开户的商业银行的资产负债表会发生如下变化：

中央银行资产负债表

资 产	负 债
政府证券 [+] 100	A 公司开户行存款 [+] 100 其中：存款准备金 [+] 15 超额准备金 [+] 85

A 公司开户的商业银行资产负债表

资 产	负 债
在央行存款 [+] 100 其中：存款准备金 [+] 15 超额准备金 [+] 85	A 公司存款 [+] 100

- ❖ 于是，中央银行通过购买国债形式的公开市场业务，提供了100万元基础货币。
- ❖ 若该商业银行要使用这项超额准备，那么在假定 M_1 的货币乘数为2.5的情况下，经过商业银行之间的辗转存、贷，新增的这笔基础货币可以使货币供应量增加250万元。
- ❖ 并且，中央银行购买国债，增加了货币资金的供给、改变了证券市场的供求关系，而商业银行使用其新增的超额准备金向社会提供信用，进一步扩张了货币资金供给，从而使利率降低。

- ❖ 反之，中央银行若向商业银行或社会公众出售其持有的国债，其结果正好相反。
- ❖ 因此，中央银行的公开市场操作，货币供应量增减与市场利率升降将同时发生。
- ❖ 公开市场业务是比较灵活的金融调控工具。与存款准备率政策相比较，公开市场操作政策更具有弹性；
- ❖ 与贴现政策相比较，公开市场操作政策的主动权完全掌握在中央银行手中。
- ❖ 并且，中央银行还能够通过买卖证券的价格，直接影响市场利率，通过利率变动来实现收缩或扩张信用的目的。

- ❖ 中国的本币公开市场操作启动于1996年4月9日。
- ❖ 中国人民银行公开市场业务操作由其下设的“公开市场业务操作室”来进行，其本币公开市场业务操作的基本框架和作法是：
- ❖ 实行一级交易商制度。具有国债一级自营商资格的17家商业银行为一级交易商；
 - 操作工具是财政部发行的短期国债；
 - 交易方式采取证券回购交易；
 - 以招标方式形成价格（利率）机制。

❖ 公开市场的外汇操作：

- 由于中央财政短期国债（国库券）的发行规模很小，人民银行掌握的国债数量就更有限了。
- 因此，我国的公开市场既包括本币市场、也包括外币市场，即外汇也是中央银行公开市场操作的对象；
- 并且，目前人民银行的公开市场业务主要是在外汇市场上的操作，宗旨在于调节外汇市场的供求关系、维持人民币汇率的稳定。



❖ 然而，公开市场的国债操作与外汇操作在目标上是往往是相矛盾的：

- 国内发生通货膨胀、人民币对内贬值时，固然应抛售国债、回收基础货币。
- 但由于同时本币利率偏高、外资大量流入，使得外汇供过于求；
- 这样，中央银行势必要在市场上抛出本币来回收外汇、以稳定本币汇率，并同时使国家的外汇储备增加。

- ❖ 我国的外汇资产集中由中国人民银行储备，其储备的外汇需使用人民币购买，从而增加了其在资产方的外汇占款。
- ❖ 因此，人民银行用于购买储备资产的货币属于其基础货币的构成部分，投放出去后，会成倍扩张、增加国内货币供应量，对维持货币的稳定形成威胁。
- ❖ 在利用公开市场业务工具调控金融、以期实现维持国内货币稳定或保持国际收支平衡目标时，应注意国债与外汇在操作效果方面的替代关系和互逆效应，充分重视这两类手段的协调与配合。

(4) 择类性工具

- ❖ 优惠利率
- ❖ 证券保证金制度
- ❖ 预缴输入保证金
- ❖ 消费信用管制
- ❖ 房地产放款管制



(5) 道义劝说和窗口指导

- ❖ **外部时滞**，这是指作为货币政策调控对象的金融部门及企业部门对中央银行实施货币政策的反应过程。
- ❖ 当中央银行开始实施新政策后，金融部门对新政策的认识 — 金融部门对政策措施所作的反应 — 企业部门对金融形势变化的认识 — 企业部门的决策 — 新政策发生作用，每一步都需要耗费一定的时间。
- ❖ 这部分时滞的长短，取决于政策的操作力度和金融部门、企业部门对政策工具的弹性大小。

- ❖ 货币政策并不直接控制对商品和劳务的需求，其生效的渠道主要在于投资的反应，而投资的反应是要通过利率起作用的。
- ❖ 按照美国的研究表明，货币政策对 *GDP* 的影响的最高点，一般要经过一至两年的滞后才能达到。
- ❖ 然而，衰退对经济的打击往往是出人意料地发生的，货币当局也是在经济衰退到最糟的境地之前的几个月才反应过来。
- ❖ 当然，货币当局可以迅速调整政策、采取行动力图扭转衰退的趋势。

- ❖ 但是，货币政策的滞后效应使刺激经济的影响要到衰退最严重的阶段过去后才达到最高点。
- ❖ 如果衰退是短暂的，跟随着的是活跃的复苏，货币政策扩张的刺激将会在最不需要它的时候发挥的作用最猛烈，甚至可能会使衰退后的高涨受到损害。
- ❖ 鉴于这样的分析，许多西方经济学家认为，即使实际GNP远比潜在GNP的水平低，也不一定需要实施扩张的货币政策。



- 一是它必须是货币运动自身的特征，是货币流通是否正常、是否保持均衡的基本表现形式；
- 二是它必须是可以计量的因素，通过不同数据的对比分析，可以反映出货币流通是否保持均衡、或不均衡的程度。
- ❖ 目前，我国与世界上大多数国家一样，主要是通过物价水平波动情况来判断货币流通状况。常用来分析货币流通形势的物价水平指标主要有两组：

(1) 反映通货膨胀程度的指标

- ❖ 在不兑现的信用货币制度下，物价水平波动的主要原因在于货币供给过度。
- ❖ 过多投放货币，必然引起物价上涨。
- ❖ 因此，利用物价水平指标，可以直接考核通货膨胀程度。
- ❖ 具体使用的指标主要有：
 - 国民生产总值平减指数；
 - 商品零售价格指数、消费物价指数和批发物价指数。

国民生产总值平减指数(*GNP Deflator*):

- ❖ 该指数自身包含所有在国民生产总值中计入增殖的商品和劳务;
- ❖ 它表明以现价计值的构成国民生产总值的商品和劳务价格相对于基期年份的价格变化, 是最为综合的价格指数;

商品零售价格指数:

- ❖ 反映不同时期商品零售价格水平变化的程度和趋势的价格指数;
- ❖ 可按全部商品综合编制, 也可按各类商品(如粮食、副食品、服装等)分别编制;

消费物价指数：

- ❖ 反映不同时期城乡居民生活费用水平变化的程度和趋势的价格指数；
- ❖ 一般根据日常生活需要的消费品零售价格和劳务费用支出编制；

批发物价指数：

- ❖ 反映不同时期商品批发价格水平变化的程度和趋势的价格指数；
- ❖ 可按全部商品综合编制，也可按各类商品分别编制。

(2) 反映币值情况的指标

- ❖ 在不兑现的信用货币制度下，货币的币值主要是指每单位货币能够交换到包含多少价值量的商品，即通常所说的“货币购买力”。
- ❖ 如果货币供给过度，引起物价上涨，单位货币所能购买的商品或支付的劳务费用减少。
- ❖ 因此，货币的币值能够通过商品的物价水平变动情况反映出来。

② **货币贬值率**，是反映货币的币值、即单位货币购买商品、支付劳务费用等能力的变化情况的相对数指标。考核方法：

$$D' = 100\% - \mu$$

➤ 因为货币购买力指数 μ 反映两种不同的比较方法，因而货币贬值率也相应有两种考核方法：

$$D' = 100\% - \frac{1}{1+I} \times 100\%$$

$$D' = 100\% - \frac{1}{P} \times 100\%$$

它们的含义是：

- 前式反映本年比上年的币值变动情况，1单位货币、比如1元，比上年贬值了 D' 元；
- 后式反映本年比某一基年的币值变动情况，1单位货币、比如1元，比上年或某一基年贬值了 D' 元。