

第二节 货币政策

考点 3：货币政策的传导机制与中介指标

中央银行在确定了货币政策最终目标之后，就要考虑如何运用货币政策工具，最终实现这些目标。这既涉及货币政策传导机制的问题，也与中介指标的选择有关。

（一）货币政策传导机制的理论

货币的传导机制：运用货币政策工具或手段影响中介指标，进而对总体经济活动发挥作用的途径和过程。

对货币政策传导机制的分析，主要有：

- 1、凯恩斯学派的传导机制理论；
- 2、货币学派的传导机制理论。

1、凯恩斯学派的货币政策传导机制理论

最初的思路：货币政策的作用首先是改变货币市场的均衡，然后改变利率进而改变实体经济领域的均衡。

这个过程可以归纳为：

中央银行通过改变货币供应量 M ，改变利率 r ，而利率的变化则通过资本边际效率的影响使投资 I 以乘数方式变化，而投资的增减则会进一步影响总支出 E 和总收入 Y 。

这个过程可以直观地用符号表示为：

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

在这个传导机制发挥作用的过程中，关键环节是利率。

货币供应量的变动必须首先影响利率的升降，然后通过利率的升降使投资、总支出和总收入发生变化。

但上述分析是凯恩斯学派最初的分析，仅仅从局部均衡的角度显示了货币市场对商品市场的初始影响。

考虑到货币市场与商品市场的相互作用，凯恩斯学派后来又进行了进一步的分析，即**一般均衡分析**。其主要内容：

（1）假定货币供给增加，如果产出水平不变，利率会相应下降；下降的利率会刺激投资，引起总需求增加，进而推动了产出和收入的相应增加。这是货币市场对商品市场的作用，也是局部均衡分析。

（2）产出和收入的增加，必将引起货币需求的增加，这时如果没有新增加的货币供给，则货币供求中需求相对上升将导致下降的利率回升。这是商品市场对货币市场的作用。

（3）利率的回升，会使总需求减少，产量下降，收入减少。收入的减少引起对货币的需求下降，则利率又会回落。这就是货币市场和商品市场之间往复不断的相互作用。

（4）以上的循环往复最终会逼近一个均衡点，这个点同时满足了货币市场均衡和商品市场均衡两方面的均衡要求。在这个点上，可能是利率较原先的均衡水平低，而产出量较原先的均衡水平高。

凯恩斯学派在货币政策传导机制的问题上，**最大的特点就是非常强调利率的作用**，认为货币政策在增加国民收入的效果上，主要取决于投资的利率弹性和货币需求的利率弹性。

如果投资的利率弹性大，货币需求的利率弹性小，则增加货币供给所能导致的收入增长就会比较大。

2、货币学派的货币政策传导机制理论

与凯恩斯学派不同，弗里德曼的现代货币数量论则**强调货币供应量变动直接影响名义收入** (y)。

用符号表示为：

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

货币供应量对名义收入的具体影响过程：

【 $M \rightarrow E$ 】表示货币供应量的变化直接影响支出。其原理如下：

- 1) 根据货币需求理论，货币需求有其内在的稳定性。

2) 货币需求函数中不包含任何的货币供给因素, 因而货币供给的变动不会直接引起货币需求的变化; 至于货币供给, 在现代货币制度中由中央银行控制, 货币学派将其视为外生变量。

3) 当作为外生变量的货币供给改变, 例如增大时, 由于货币需求并不改变, 公众手持货币量会超过他们愿意持有的货币量, 即货币供应量大于货币需求量, 公众将多余的货币用于购买各种资产, 既包括金融资产, 也包括实物资产, 公众支出增加。

【E→I】表示的是变化了的支出用于投资的过程, 货币学派认为这是对资产结构进行调整的过程。

1) 超过意愿持有的货币即大于既有需求的货币供给, 或用于购买金融资产, 或用于购买非金融资产, 或进行人力资本的投资。这样将改变金融市场、商品市场, 乃至人力资本市场的均衡。

2) 货币持有者对金融资产、非金融资产以及人力资本的投资会引起这些资产相对收益率的变动。如果投资金融资产偏多, 金融资产市值上涨, 收益率相对下降, 从而会刺激对非金融资产的需求; 如果对非金融资产投资增加, 也就是说产业投资增加, 那么既可能促使产出增加, 也会促使产品价格上涨。

3) 上述过程的结果必然会引起资产结构的调整, 而在这一调整过程中, 不同资产的收益率又会趋于相对稳定状态。

M 作用于 E, 导致资产结构调整, 并最终引起名义收入 y 的变动, 这一变动究竟能在多大程度上反映实际产量的变化, 又有多大比例反映在价格水平上呢?

货币学派认为, 货币供给在短期内对两方面均可产生影响; 但就长期来说, 则只会影响物价水平, 即货币是中性的。

2、货币学派的货币政策传导机制理论

显然, 与凯恩斯学派强调利率在货币政策传导机制中的作用不同, 货币学派强调的是货币供应量的作用。

货币学派认为, 货币政策的影响主要不是通过利率来间接影响投资和收入, 而是货币供应量超过了人们的意愿持有量, 从而直接影响社会的支出和名义收入。

3、其他学派的货币政策传导机制理论

西方经济学家对货币政策传导机制的研究, 除了以上两个学派之外, 还有许多不同的理论观点。

例如, 格利和肖强调金融机构在货币政策传导过程中的作用, 认为金融中介机构在信贷供给过程中通过提高储蓄转化为投资的效率而将对整个经济活动产生重大影响。

自 20 世纪 80 年代以来, 货币政策传导机制研究随信息技术的发展而迅速发展, 重新注重金融结构的作用。

20 世纪 90 年代以后, 对各主要变量的不同看法使西方经济学家在货币政策传导机制的研究中, 逐渐形成了新的不同学派。

(二) 货币政策的中介目标和操作指标

1、货币政策的中介目标

1) 货币政策中介目标的含义

又称为货币政策的**中介指标**、**中间目标**、**中间变量**等, 是介于货币政策工具变量(操作目标)和货币政策目标变量(最终目标)之间的变量指标。

货币政策目标一经确定, 中央银行必须选择相应的中介目标, 编制具体贯彻货币政策的中介目标体系, 以便实施政策和检查政策的实施效果。

货币政策是实现一定目标的货币供给, 其直接作用对象必然是决定货币供给的主要变量。

中央银行采取一系列金融宏观调控措施来调控货币供给, 改变中央银行能够施以直接影响的中介指标值, 进而指导和影响社会经济活动, 保证国家的宏观经济目标得以实现。

从调控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、中间变量和目标变量的设置及相互间的关系, 是中央银行金融宏观调控决策的基本内容。

2) 货币政策中介目标选择的标准

理想的货币政策中介目标应符合的要求：

- ①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；
- ②必须具有**相关性**，即它与货币政策最终目标之间密切相关，通过中介目标可作用于最终目标；
- ③必须具有**可控性**，即货币当局通过调控工具，能够对中介目标进行控制或调整；
- ④必须具有**可测性**，即它必须是可计量的因素，并且在金融部门的相关统计资料中，其数量能够及时反映出来。

除内生性为货币政策中介目标的内涵要求外，一般将中介目标选择的标准概括为**可测性、可控性、相关性**。根据上述标准确定的货币政策中介目标通常有两类：

一类是**总量目标**，如**货币供应量**等；

另一类是**利率指标**，如**长期利率**等。

2、货币政策可供选择的中介目标



1) 利率

利率作为货币政策的中介目标已经有相当长的历史，因为中央银行能够直接 影响利率的变动，而利率变动又能直接、迅速地对经济产生影响，利率资料也容易获取。

利率作为中介目标主要是指**中长期利率**，这是**凯恩斯学派**所极力推崇的，**20 世纪 70 年代以前**被多数西方国家的中央银行采纳。

利率作为货币政策的中介目标的理由：

- ①可控性强，中央银行可以直接控制再贴现率，或者通过公开市场业务和再贴现政策调节市场利率；
- ②中央银行在任何时候都能观察到市场利率的水平及结构，可以随时进行分析和调整；
- ③与最终目标的相关性强。

凯恩斯学派认为，中长期利率对投资有着显著的影响，对不动产及机器设备的投资尤其如此，因此利率与收入水平直接相关。

1) 利率

凯恩斯学派主张将充分就业作为最终目标，为了达到充分就业，认为货币政策的中介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、储藏，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，**在凯恩斯学派经济思想的影响下，美国等国家**

过去的传统都是以市场利率为主要的中介目标。

在现实经济生活中，利率具有复杂性、易变性、调整的时滞性，真实利率还具有不易测量的特性，这些都使得利率难以成为理想的中介目标。此外，利率还兼具经济变量和政策变量特性。

作为经济变量，利率变动与经济周期顺循环，即经济景气时，利率趋于上升，经济不景气时，利率趋于下降；作为政策变量，利率变动应与社会总需求的变动方向一致，即当社会总需求过高时提高利率，社会总需求不足时降低利率。

但是，当前的利率变动是利率作为经济变量的变动，还是作为政策变量的变动，或者在多大程度上是作为经济变量的变动，中央银行对这是很难判断的，这也就决定了中央银行难以知道货币政策的执行效果。

总之，以利率作为中介目标，中央银行在实际操作中常常会混淆其政策效果与非政策效果，或者是在政策尚未奏效时就误以为调控成功，或者是难以确定政策是否有效。

2) 货币供应量

货币供应量也称**总量目标**，这是以弗里德曼为代表的**现代货币主义者**所推崇的中介目标。

货币供应量就是**流通中的货币量**，广义上可分为流通中的现金和银行存款，在世界银行公布的《货币概览》中被分为 M、M1、M2 和 M3 等。

货币供应量能够成为货币政策中介目标是因为其符合中介目标的标准：

①**可测性**，它们都分别反映在中央银行、银行业金融机构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。

②**可控性**，M1 和 M2 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、调整存款准备金率及其他措施间接地对其进行控制。

③**相关性**，在相关性方面货币供应量存在一些问题。因为货币供应量代表当期的社会有效需求总量，对最终目标的实现直接相关。

2) 货币供应量

现代货币学派认为：利率在货币政策传导机制中并不起重要作用，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，而无须通过利率对投资和收入进行间接传导。

现代货币主义主要以**反通货膨胀为货币政策的主要目标**，提出“**单一规则**”的**货币政策**：将货币供应量（M2）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。

2) 货币供应量（弗里德曼）

在现代货币主义政策思想影响下，美国联邦储备系统也在 **1979 年**以后改为以货币供应量（M2）为货币政策主要的中介目标。



将货币供应量作为中介目标所面临的问题：

随着金融产品的不断创新，货币的范围在逐渐扩大并有超出中央银行控制的趋势；

货币供应量与经济活动之间的稳定关系也在逐渐破裂，例如，金融资产的财富效应会刺激人们的需求欲望，导致总需求的扩大，而这是中央银行无法控制的。

3、货币政策的操作指标

操作指标也称近期目标、操作目标，介于货币政策工具和中介目标之间。

从货币政策发挥作用的全过程来看，操作指标离货币政策工具最近，是货币政策工具直接作用的对象，随工具变量的改变而迅速改变。

中央银行正是借助货币政策工具作用于操作指标，进而影响中介目标并实现货币政策的最终目标。

操作指标的选择同样要符合可测性、可控性和相关性三个标准。除此之外，操作指标的选择在很大程度上还取决于中介目标的选择。具体而言，如果以总量指标为中介目标，则操作指标也应该选取总量指标；如果以利率为中介目标，则操作指标的选择就应该以利率指标为宜。

从主要工业化国家中央银行的操作实践来看，被选作操作指标的主要有短期利率、基础货币和银行体系的存款准备金率。

1) 短期利率：能够反映市场短期资金供求状况、变动灵活的利率。在具体操作中主要是使用**银行间同业拆借利率**。中央银行将其作为货币政策的操作指标，主要是因为银行间同业拆借利率的水平和变动情况很容易就可以得到，可测性很好。

中央银行调控短期利率的手段是**公开市场操作和再贴现窗口**，具有较强的灵活性。但其作为操作指标存在的最大问题是利率对经济产生作用**存在时滞**，同时因为其是顺经济周期的，容易形成货币供给的周期性膨胀和紧缩。

2) 基础货币：处于流通领域为公众所持有的现金和商业银行所持有的准备金总和。

从数量关系上说，货币供应量等于基础货币与货币乘数之积。因此，**基础货币的增加和减少，是货币供应量倍数伸缩的基础。**

基础货币是比较理想的操作指标：

①可测性：基础货币为中央银行资产负债表上的负债，其数量大小可随时在中央银行的资产负债表上反映，中央银行很容易获得相关数据；

②可控性：基础货币中的现金，其数量是由中央银行直接控制的；金融机构的存款准备金总量则取决于中央银行货币政策工具的操作；

③相关性：中央银行通过对基础货币的操控，一方面能使商业银行及社会大众调整其资产构成，改变货币乘数；另一方面通过货币基数的变化直接影响货币供应总量，从而影响市场利率、价格以及国民收入，实现货币政策的最终目标。

3) 存款准备金率：

存款准备金率也可以当作货币政策的操作指标，因为存款准备金率的变动一般较容易为中央银行测度、控制，并对货币政策的最终目标的实现产生影响。

①可测性：无论是法定存款准备金还是超额存款准备金，中央银行从自己的统计报表中就可以很方便地得到或者通过相应的估测得到；

②可控性：中央银行可通过公开市场业务、再贷款政策和对存款准备金率的调整，保证准备金的可控性；

③相关性：因为基础货币由流通中的现金和银行准备金组成，通过调控银行准备金就可以改变基础货币，从而改变货币供应量。

由于准备金中超额存款准备金部分决定着银行体系的信贷扩张能力，而超额存款准备金的大小，取决于银行的贷款意愿，而不是由中央银行决定。

中央银行对货币政策目标的控制能力是有限的。

【单选-1】根据凯恩斯的货币政策传导机制理论，货币政策增加国民收入的效果取决于投资和货币需求的利率弹性，其中，增加货币供给，能导致国民收入增长较大的组合是（ ）。

- A.投资的利率弹性小，货币需求的利率弹性大
- B.投资的利率弹性大，货币需求的利率弹性小
- C.投资和货币需求的利率弹性都大
- D.投资和货币需求的利率弹性都小

答案：B

解析：凯恩斯学派在货币政策传导机制的问题上，最大的特点就是非常强调利率的作用，认为货币政策在增加国民收入的效果上，主要取决于投资的利率弹性和货币需求的利率弹性。如果投资的利率弹性大，货币需求的利率弹性小，则增加货币供给所能导致的收入增长就会比较大。

【单选-2】短期利率作为货币政策的操作指标，在运用中存在的主要问题是（ ）。

- A.有逆周期性
- B.有时滞效应
- C.灵活性不够
- D.可测性不强

答案：B

解析：短期利率作为操作指标存在的最大问题是利率对经济产生作用存在时滞，同时因为其是顺经济周期的，容易形成货币供给的周期性膨胀和紧缩。

A项，短期利率是顺经济周期的。C项，短期利率具有较强的灵活性。D项，可测性，使变动情况能够被迅速、准确地观测。短期利率的指标银行同业拆借利率，很容易被观测。

【多选-3】下列变量中，属于中央银行货币政策中介目标的有（ ）。

- A.法定存款准备金率
- B.超额存款准备金率
- C.货币供应量
- D.再贴现率
- E.利率

答案：CE

解析：货币政策的中介目标又称货币政策的中介指标、中间目标、中间变量等，它是介于货币政策工具变量（操作目标）和货币政策目标变量（最终目标）之间的变量指标。通常而言，货币政策的中介目标体系一般包括利率、货币供应量。

A项，法定存款准备金率，属于货币政策工具。

B项，超额存款准备金率，属于干扰选项。

D项，再贴现率，属于货币政策工具。

【多选-4】在货币传导机制上，凯恩斯学派（ ）。

- A.强调利率的作用
- B.强调货币供应量的作用
- C.认为货币政策在增加国民收入的效果上，主要取决于投资的利率弹性
- D.认为货币政策影响通过调节货币的供应量而影响人们的意愿持有量，进而影响货币收入
- E.考虑到了货币市场和商品市场的相互作用

答案：AE

解析：凯恩斯学派在货币政策传导机制的问题上，最大的特点就是非常强调利率的作用，认为货币政策在增加国民收入的效果上，主要取决于投资的利率弹性和货币需求的利率弹性，故 A 项正确，B、C 两项错误。弗里德曼的现代货币数量论认为，货币政策影响通过调节货币的供应量而影响人们的意愿持有量，进而影响货币收入，故 D 项错误。发展后的凯恩斯理论考虑到了货币市场与商品市场的相互作用，对货币传导机制做了一般均衡分析，故 E 项正确。