

全球经济及金融研究所讲座

2011年5月24日

中国的货币及汇率政策

Joseph Yam GBM, GBS, CBE, JP 任志刚

Executive Vice President, China Society for Finance and Banking, The People's Bank of China
Distinguished Research Fellow, Institute of Global Economics and Finance, The Chinese University of Hong Kong
Chairman, Macroprudential Consultancy Limited

中国的货币及汇率政策

- 货币政策的理论与实践
- 中国货币政策的法律基础
- 中国货币政策目标、中介目标、手段与工具
- 中国货币政策近期运作与展望
- 人民币汇率政策

有关货币的经济理论

- Equation of exchange 交易方程式 : $M \times V = P \times Y$
- Quantity Theory of Money 货币总量理论 (Irving Fisher):
 $M = P \times Y / V$
- Liquidity Preference Theory 流动性要求理论 (Keynes):
 $M / P = f(i, Y)$
- Modern Quantity Theory of Money 新货币总量理论 (Friedman): $M / P = f(Y, Db, De, Dp)$
- M = 货币流通量, V = 货币流通速度, P = 价格水平, Y = 生产总值, i = 利率(解释交易、投机和应付不时之需的三个持货币动机), Db = 债券与存款的回报差别, De = 股票与存款的回报差别, Dp = 通胀率与存款利率的差别
- Goodhart 定律

货币政策的理论基础

经济目标	中介目标	政策手段	政策工具
经济增长 通货膨胀 就业 国际收支 资产价格 房地产市场 金融体系	货币供应 信贷供应 存贷利率 汇率	行政手段: 信贷窗口指导 货币发行规定 利率管制 市场手段: 控制 基础货币 的供应与价格	数量型工具与价格 型工具 公开市场业务 存款准备金 中央银行存贷款 政策利率

基础货币

- 流通货币 (钞票与硬币)
- 商业银行在央行清算户口的总结余 (总结余/头寸/准备金/银行体系流动资金/银行在央行的存款)

资产	负债
各本外币资产	流通货币 ABC Mn 商业银行清算户口: 甲银行 D Mn 乙银行 E Mn 丙银行 F Mn 丁银行 G Mn ... 总结余 XYZ Mn 其他负债与央行资本
总资产	总负债

基础货币的控制

- 基础货币是**央行的负债**，控制权在央行，只有央行才可改变
- 央行与商业银行或它们的客户进行交易时，是以**记账**(改变对手清算户口的结余)**形式支付的**
- 央行**买入资产**(包括外汇)或贷款 = 总结余增加 = 银行体系**流动资金增加** = 同业市场**利率下降**
- 央行**卖出资产**(包括外汇)或借款 = 总结余减少 = 银行体系**流动资金减少** = 同业市场**利率上升**
- 央行亦可用存款准备金要求冻结流动资金，压抑银行利用流动资金增加信贷的能力
- 总结余 = 法定存款准备金 + 超额存款准备金

基础货币与货币供应的关系

- $MB = R + C$
- $R = RR + ER$
- $RR = rD; ER = eD; C = cD$
- $MS = D + C$
- $MS = \{ (1 + c) / (r + e + c) \} MB$
- $MB =$ 基础货币， $R =$ 总结余， $C =$ 货币流通量， $RR =$ 法定存款准备金， $ER =$ 超额存款准备金， $r =$ 存款准备金率， $D =$ 存款量， $e =$ 超额存款准备金率，假设是与存款量有一定关系， $c =$ 流通货币与存款比率，假设是一稳定系数， $MS =$ 货币供应量，货币乘数
(Money Multiplier) = $(1 + c) / (r + e + c)$

设计货币政策的基本考虑

- 单一目标制与多种目标制
- 货币管理当局的独立性
- 货币规条与酌情权的运用
- 行政手段与市场手段

中国货币政策的法律法规

- 国家法律
- 行政法规
- 部门规章
- 其他规范性文件

中华人民共和国中国人民银行法

- 第一条: 为了确立中国人民银行的地位，明确其职责，保证国家货币政策的正确制定和执行，... 制定此法。
- 第二条: ... 中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策 ...
- 第三条: 货币政策的目的是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。
- 第五条: 中国人民银行就年度货币供应量、利率、汇率、和国务院规定的其他事项作出的决定，报国务院批准后执行。
- 第七条: 中国人民银行在国务院领导下依法独立执行货币政策 ...

中华人民共和国中国人民银行法

- 第十二条: 中国人民银行设立**货币政策委员会**。货币政策委员会的职责、组成和工作程序，由国务院规定。... 货币政策委员会应当在国家宏观调控、货币政策制定和调整中，发挥重要作用。
- 第二十三条: 中国人民银行为执行货币政策，可以运用下列**货币政策工具** ...可以规定具体的条件和程序。
- 第二十八条: 中国人民银行根据执行货币政策的需要，可以决定**对商业银行贷款**的数额、期限、利率和方式，但贷款的期限不得超过一年。

中国货币政策目标

- 中国人民银行法第三条: 货币政策的目的是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长
- 调查统计司司长盛松成(2010年10月): 中央银行高度重视经济发展的全局，在经济增长、就业增加、物价稳定、国际收支平衡等多个目标之间寻求恰当的平衡。在不同的经济环境中，货币政策的目標会有不同的侧重点。一般而言，在经济平稳运行时期，央行更重视物价稳定，而当经济不景气或出现危机时，央行会更多地考虑经济增长。但总体看，物价稳定始终是货币政策的主要目标

中国货币政策目标

- 周小川行长(2011年1月): 在改革转轨时期，货币政策要立足于中国国情，把握好实现币值稳定、经济增长、充分就业、国际收支平衡四大目标之间的平衡点，既要做到统筹兼顾，全面协调，又要根据一段时期内宏观经济运行中的主要矛盾和突出问题，有所侧重，以不同的权重考虑多个目标，合理把握政策实施的力度、节奏和重点

中国货币政策目标

- 胡晓炼副行长(2011年4月): 与国外大多数央行采取单一的通胀目标制不同, 作为宏观调控的重要组成部分, **中国的货币政策是围绕物价、经济增长、就业和国际收支平衡等多个目标来制定的**, 需要缜密的统筹和权衡。当经济平稳发展、通胀水平较低时, 在投资和消费增长带动下, 经济增长和扩大就业的目标能得到实现, 需要争取的是国际收支的基本平衡; 在面临国际金融危机、经济增长受到严峻挑战时, 防止经济衰退和通缩则成为最紧迫的任务。这就要求货币政策必须加强对形势的分析研判, **根据经济条件的变化在几个目标间进行权衡取舍**

中国货币政策的中介目标

- **广义货币 (M2) 增长目标**
- **社会融资规模**: 是最近引入的新概念，原因是资金融通渠道已经实现多元化，银行信贷已不能全面反映实体经济的融资总量，如果只关注贷款规模，就可能出现“按下葫芦浮起瓢”的情况，影响宏观调控的最终效果
- **新增贷款规模**: 可能已不再是中介目标，与过去几年不同，今年已没有公布新增贷款目标
- **银行存款利率(上限)和贷款利率(下限)**: 但最近再三强调要推进利率市场化改革 (见周小川行长2011年1月文章)
- **汇率**: 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 (但已高度政治化)

中国货币政策手段

- 社会主义市场经济与资本主义自由市场经济下的政策制定
- 行政手段与市场手段的平衡
- 政策传导效率与资源配置效率间的矛盾
- 中国货币政策的**行政手段**
 - 窗口信贷指导
 - 社会融资规模控制
 - 差别化管理与动态调整
 - 存贷利率管制
- 传统的**市场手段**控制基础货币的供应和价格

中国货币政策工具

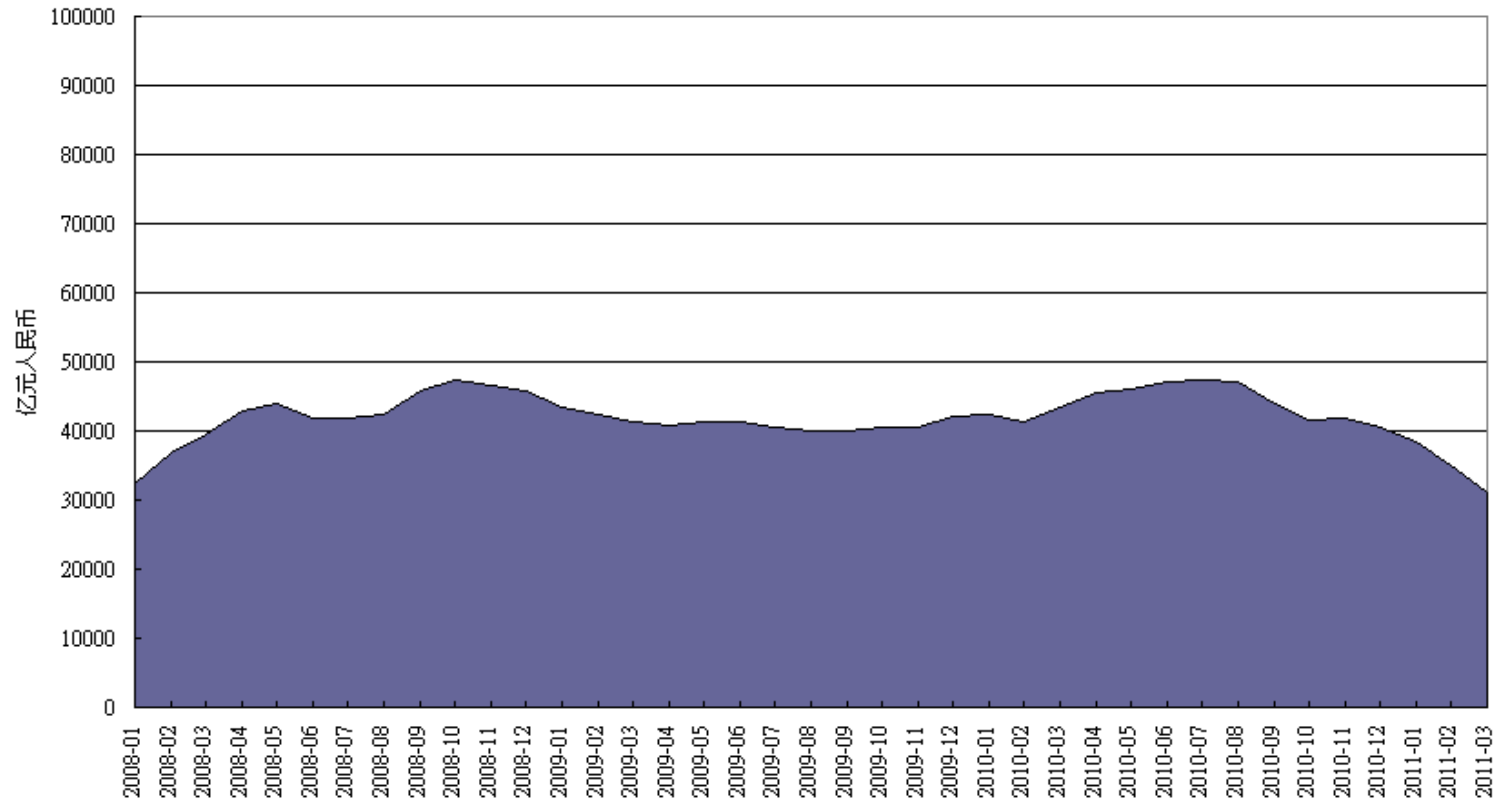
货币政策工具	影响基础货币供应 (数量型工具)	影响基础货币价格 (价格型工具)
公开市场业务	✓	✓
存款准备金	✓	✓
中央银行贷款	✓	✓
利率政策		✓

- 汇率是否货币政策工具存争论性，虽不正式包括在人民银行货币政策工具箱内，汇率水平肯定影响各货币政策目标

公开市场业务

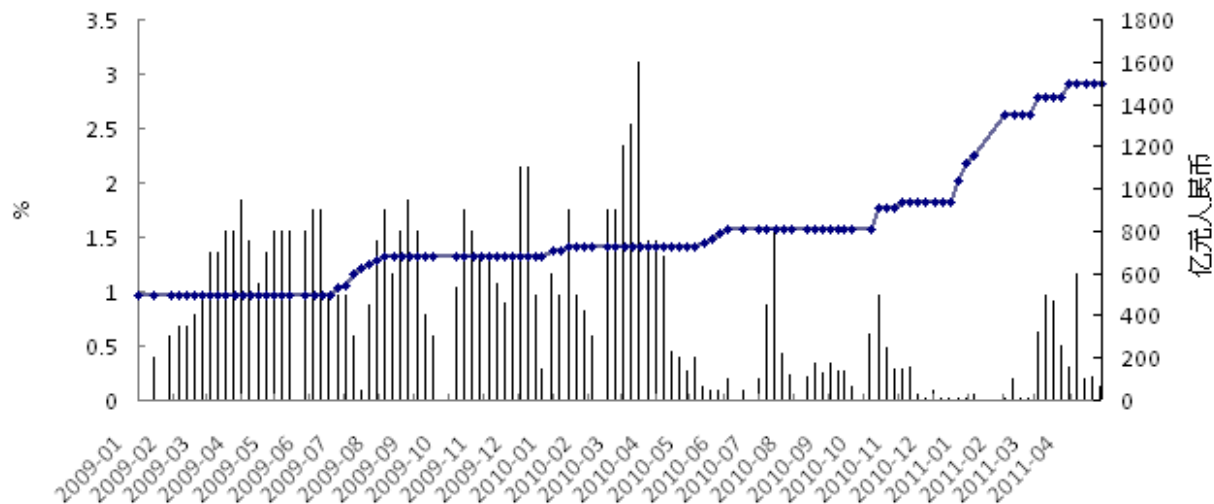
公开市场业务	对基础货币影响
回构交易: 正回购(先卖出后买回)	先回笼后投放
逆回购(先买入后卖出)	先投放后回笼
现券交易: 现券买断	投放
现券卖断	回笼
发行中央银行票据: 发行	回笼
到期赎回	投放
中央国库现金管理商业银行定期存款: 接受存款	回笼
到期还款	投放

中国人民银行票据发行量

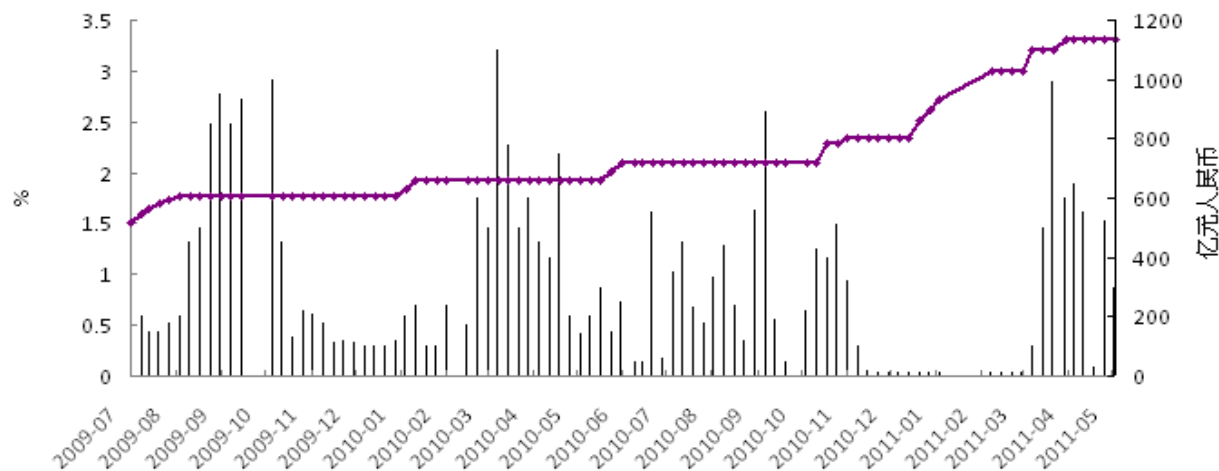


中国人民银行票据发行时孳息率

三个月期票据



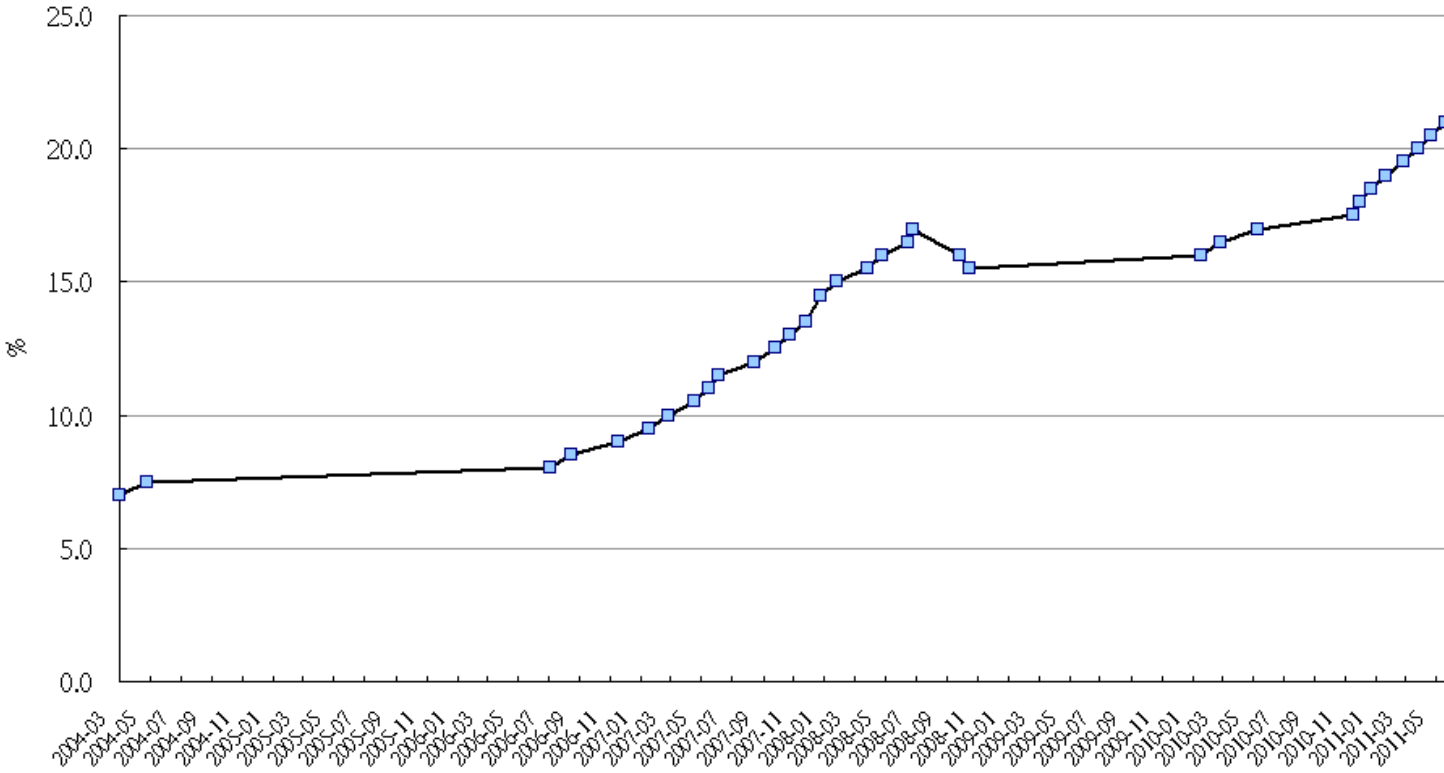
一年期票据



存款准备金

- **存款准备金**: 商业银行向中央银行缴纳为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金
- 初始作用是保证存款的支付和清算。之后逐渐演变成为货币政策工具，中央银行通过调整存款准备金率，影响金融机构的信贷供应能力，从而间接调控货币供应量
- **存款准备金率**: 存款准备金占存款总额的比例 (18.5.2011上调至21%)
- **法定准备金利率** (1.62%); **超额准备金利率** (0.72%)
- 存款准备金不足部分**罚息**每日万分之六的利率 (约21.6%)
- **差别化政策与动态调整**

存款准备金率



中央银行贷款

- 中国人民银行法第二十八条: 中国人民银行根据执行货币政策的需要，可以决定对商业银行贷款的数额、期限、利率和方式，但贷款的期限不得超过一年
- 工具多用于其他政策范围上，不是货币政策常规工具
- 信贷风险的考虑

利率政策

- 调整中央银行**基准利率**，包括：
 - 再贷款利率
 - 再贴现利率
 - 存款准备金利率
 - 超额存款准备金利率
- 调整金融机构法定**存贷款利率**
- 制定金融机构存贷款利率的**浮动范围**
- 制定相关政策对各类**利率结构和档次**进行调整

人民币现行利率表 (6.4.2011调整后)

单位：年利率%

项 目	利率水平	调整日期
人民银行对金融机构存款利率		2008. 11. 27
法定准备金	1. 62	
超额准备金	0. 72	
人民银行对金融机构贷款利率		2010. 12. 26
二十天	3. 25	
三个月	3. 55	
六个月	3. 75	
一 年	3. 85	
再贴现	2. 25	
金融机构人民币存款基准利率		2011. 04. 06
活期存款	0. 50	
三个月	2. 85	
半 年	3. 05	
一 年	3. 25	
二 年	4. 15	
三 年	4. 75	
五 年	5. 25	
金融机构人民币贷款基准利率		2011. 04. 06
六个月以内（含六个月）	5. 85	
六个月至一年（含一年）	6. 31	
一至三年（含三年）	6. 40	
三至五年（含五年）	6. 65	
五年以上	6. 80	

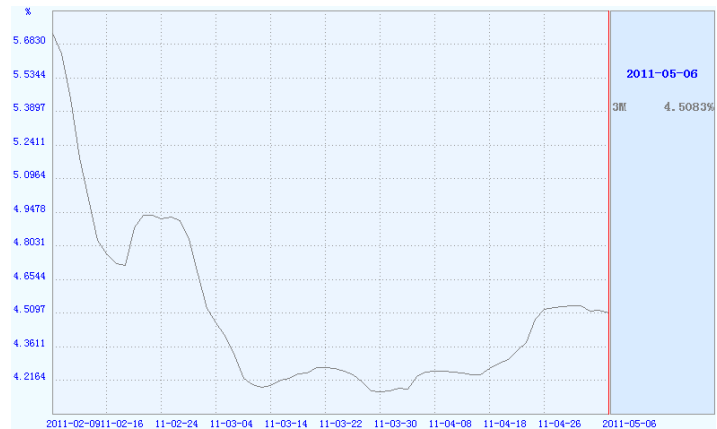
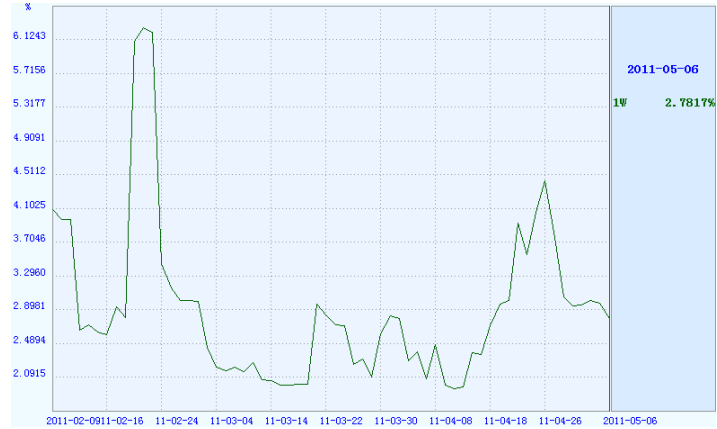
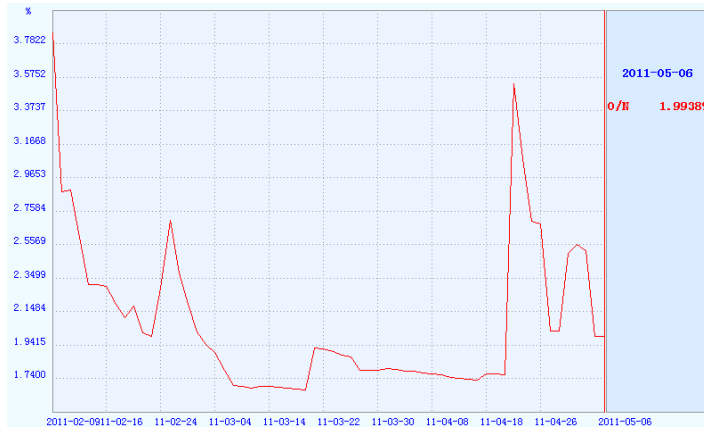
对利率工具的重视 (人行声明撮要)

- 利率政策是我国货币政策的重要组成部分，也是货币政策实施的主要手段之一
- 近年来，中国人民银行加强了对利率工具的运用
- 随着利率市场化改革的逐步推进，作为货币政策主要手段之一的利率政策将逐步从对利率的直接调控向间接调控转化
- 利率作为重要的经济杠杆，在国家宏观调控体系中将发挥更加重要的作用
- 人民银行将不断扩大金融机构的利率定价自主权，完善利率管理，并通过中央银行的间接调控，引导利率进一步发挥优化金融资源配置和调控宏观经济运行的作用

关于推进利率市场化改革的若干思考 (周小川行长: 2010年12月17日)

- 利率市场化是发挥市场配置资源作用的一个重要方面
- 利率市场化的要点是体现金融机构在竞争性市场中的自主定价权
- 利率市场化也反映客户有选择权
- 利率市场化反映了差异性、多样性金融产品和服务的供求关系以及金融企业对风险的判断和定价
- 利率市场化反映了宏观调控的需要。宏观调控，特别是在我国社会主义市场经济条件下以间接调控为基本特征的中央银行货币政策，需要有一个顺畅、有效的传导机制，并对市场价格的形成产生必要的影响

上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR)



中国货币政策的五个档次 (周小川行长: 2011年1月)

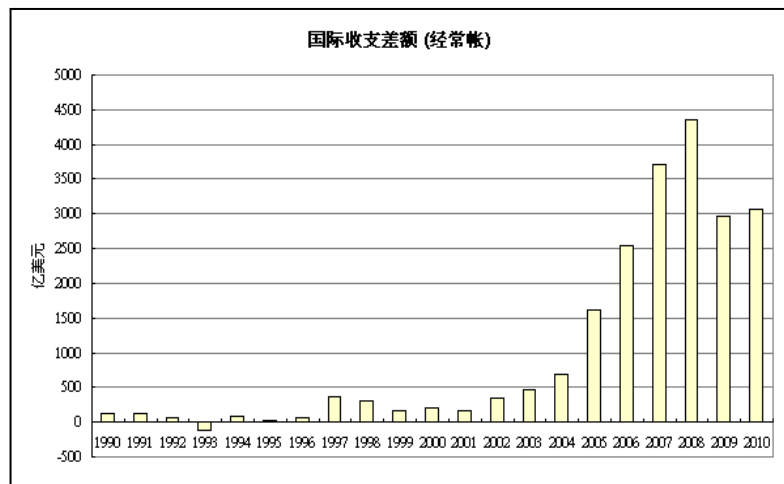
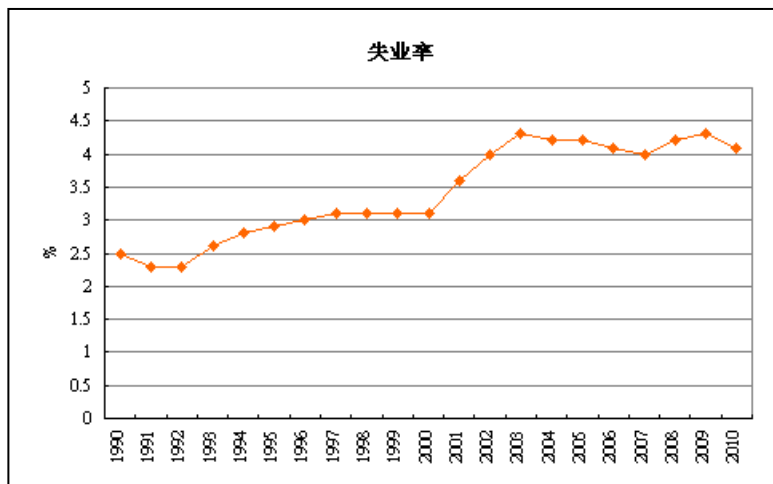
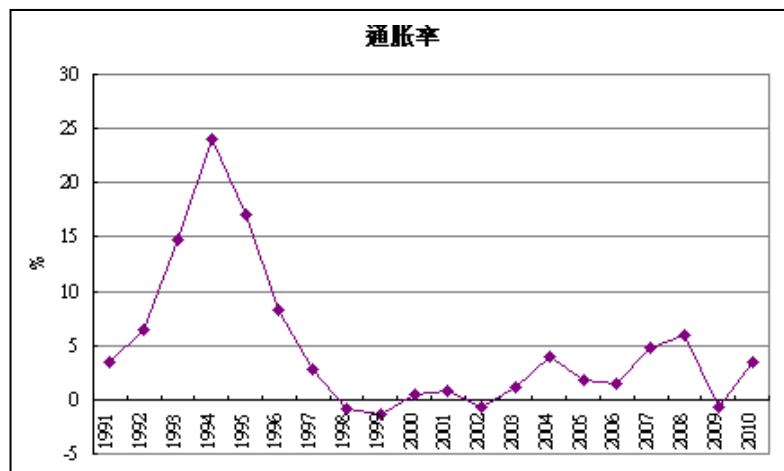
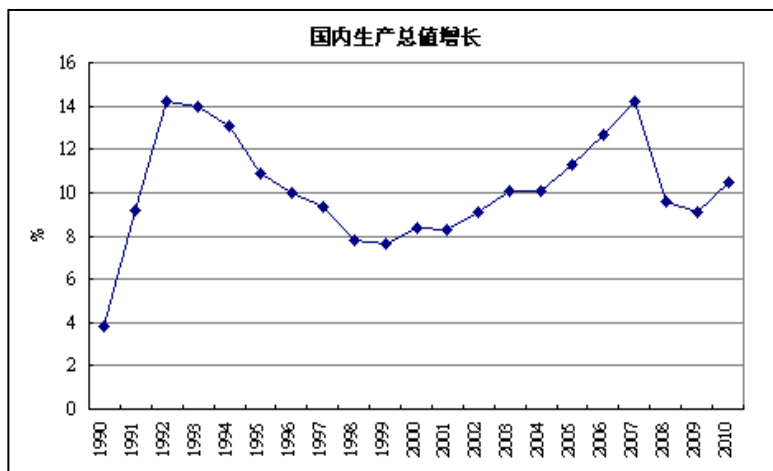
- 从紧
- 适度从紧
- 稳健
- 适度宽松
- 宽松

新华网: 周小川表示, 稳健的货币政策是经济正常运行阶段的货币政策, 抗击全球金融危机时采用了适度宽松货币政策, 而此后货币政策应回归正常。他解释说, 在货币政策从紧、适度从紧、稳健、适度宽松、宽松五个档次中, 稳健是中间值。从适度宽松到稳健, 就是特殊政策回调至正常

中国货币政策这些年 (1997-2011)

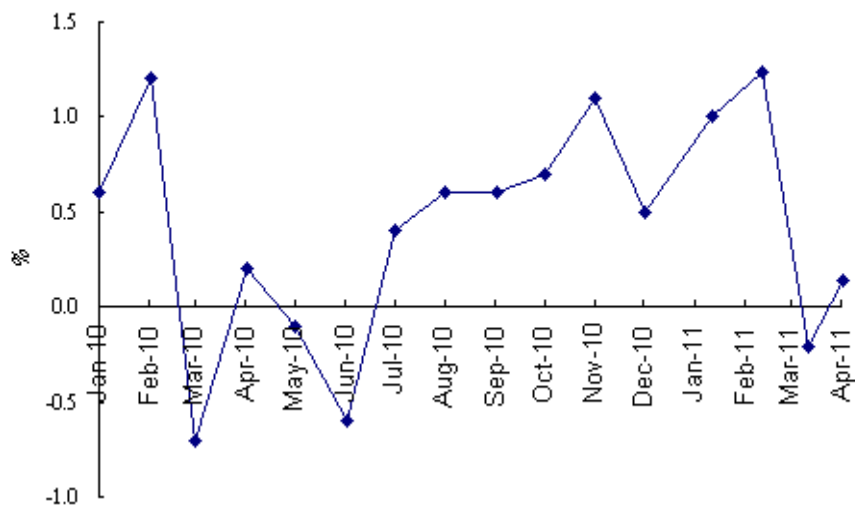
- 97: 稳健
- 98-02: 稳健，但因有通缩压力，趋向是增加货币供应
- 03-07: 稳健，但为控制经济过快增长，有适当收紧银根
- 07年6月国务院常务会议: 货币政策要稳中适度从紧
- 07年底中央经济工作会议: 要求实行从紧的货币政策
- 08年中: 面对国际金融危机加剧，人行作出货币政策调整
- 08年底国务院常务会议: 要求实行适度宽松的货币政策
- 09年中央经济工作会议，2010年3月政府工作报告，2010年7月中央政治局会议: 适度宽松
- 2010年12月中央政治局会议和中央经济工作会议: 稳健

中国宏观经济状况 (四个货币政策目标)

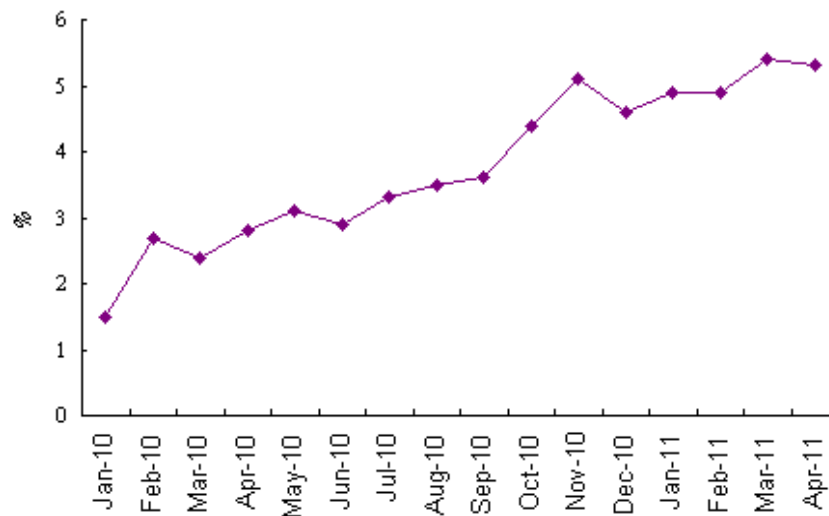


近期通胀走势

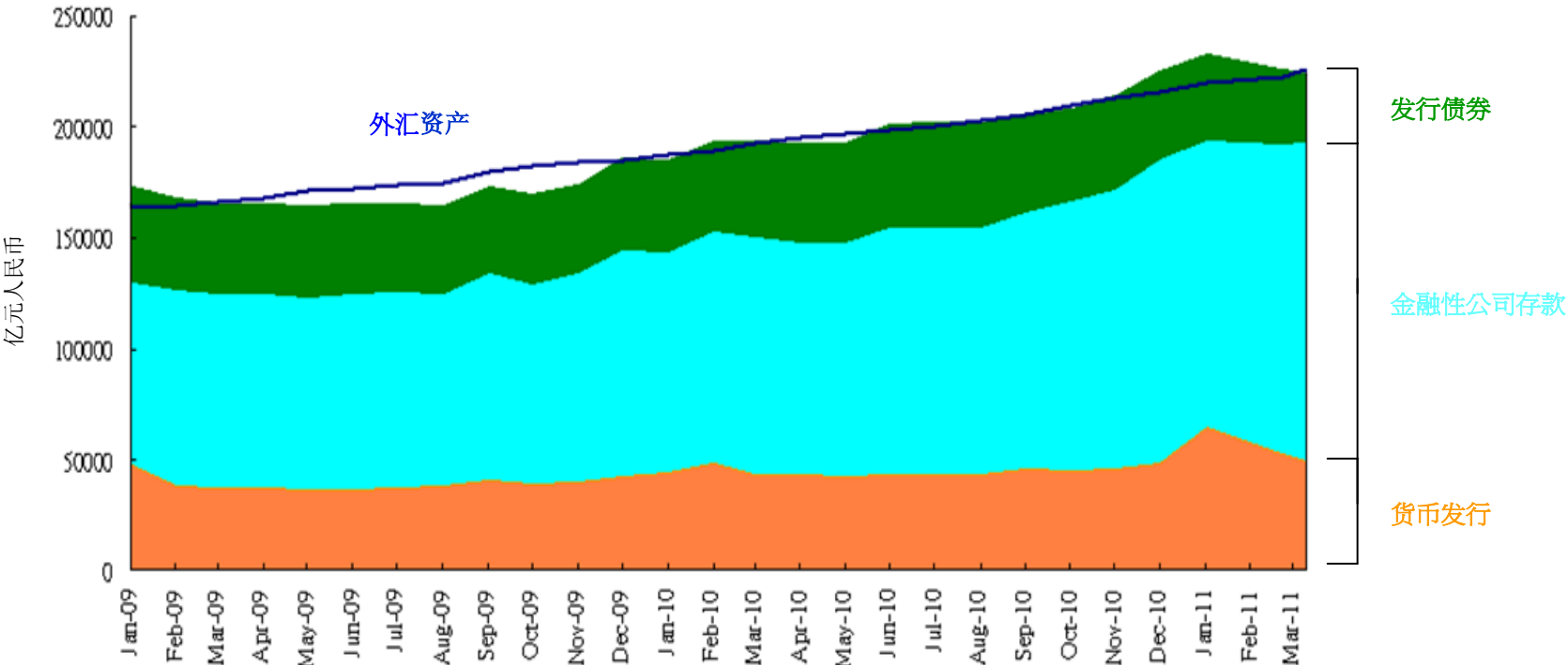
通胀率(环比增长)



通胀率(同比增长)



中国人民银行外汇资产与人民币负债的转变



中国货币政策近期运作

- 2010年1月18日起上调存款准备金率0.5%，是国际金融危机在2008年中加剧后的首次上调
- 2010年2月25日起上调存款准备金率0.5%
- 2010年5月10日起上调存款准备金率0.5%
- 2010年10月13日起为6家大行引进差别存款准备金率，上调0.5%，为期两个月
- 2010年10月20日起上调金融机构人民币存贷款基准利率
- 2010年11月16日起上调存款准备金率0.5%

中国货币政策近期运作

- 2010年11月24日胡晓炼副行长在文章中强调:“下阶段，要继续按照党中央、国务院的统一部署 ... 引导货币信贷向常态水平回归”
 - 进一步加大流动性管理力度
 - 按照宏观调控要求合理投放贷款
 - 着力改善和优化信贷结构
 - 加快研究构建宏观审慎政策框架
 - 注重加强政策沟通和解释工作
- 2010年11月29日起上调存款准备金率0.5%

中国货币政策近期运作

- 2010年12月3日 **中央政治局会议**: 实施**稳健**的货币政策
- 2010年12月12日 **中央经济工作会议**: 实施**稳健**的货币政策
- 2010年12月13日 **人民银行党委会议**: 实施**稳健**的货币政策
- 2010年12月20日起上调**存款准备金率0.5%**
- 2010年12月24日人民银行及金融机构主要负责同志会议中，胡晓炼副行长提出要正确把握**稳健货币政策的内涵**:
 - 要控制好货币总量
 - 要保持贷款总量合理适度增长
 - 要继续优化信贷结构
 - 要有效防范系统性金融风险

中国货币政策近期运作

- 胡晓炼副行长：
 - 以M2为主的货币供应总量增长应低于适度宽松时期
 - 控制好流动性的总闸门，引导货币信贷合理适度增长
 - 运用准备金动态调整，配合利率、存款准备金率、公开市场业务等常规性货币政策工具发挥作用
- 2010年12月26日起上调金融机构人民币存贷款基准利率
- 踏入2011年，人民银行继续积极做好货币政策沟通和解释工作，各领导发表多篇文章
- 至5月中，再5次上调存款准备金率和2次上调人民币存贷款基准利率

中国货币政策展望

- 周小川行长：“政策总会具有时间滞后性，也会带来一定的副作用，在反危机取得巨大成绩的同时，物价和资产价格上升等一些负面效果会慢慢显现，但政策调整一定要及时，要把抬头的物价尽快打下去” (2011年1月27日新华网)
- “不让老百姓手中的钱变毛了”
- “从更长一点的时间看，老百姓保值增值的收益和总的平均存款利率水平是会高于物价水平的”
- “在国民经济应对全球经济危机成功复苏后，通货膨胀也有所提高，在这种情况下，利率政策肯定会是一个需要运用的重要工具” (2011年3月11日新华网)
- “适当收紧的货币政策估计还会持续一段时间” (2011年4月16日)

中国货币政策展望

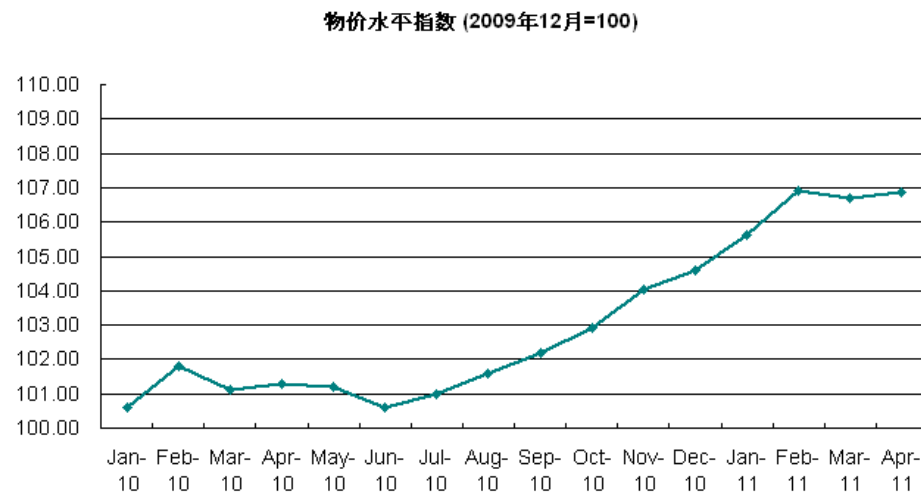
- 胡晓炼副行长：“抑制通货膨胀是当前稳健货币政策的首要任务” (2011年4月19日)
- “自2010年2月份以来，居民消费价格增长连续超过一年期存款利率，经过4次上调利率，实际利率为负的状况逐步缓解。长期持续的负利率会影响居民的储蓄和消费行为 ... 要进一步发挥利率杠杆在调节总需求、管理通胀预期中的作用”
- 张晓慧司长：“国际收支顺差使中央银行不断被动购入外汇，吐出过量的人民币基础货币，从而形成流动性过剩的压力”
- “充份发挥存款准备金工具深度冻结流动性的作用”
- 周小川行长：准备金率无绝对上限 (新华网报导)

抗通胀手段

- 温家宝总理 (2011年3月5日): 要把稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务 ... 要以经济和法律手段为主，辅之以必要的行政手段，全面加强价格调控和监管 ... 居民消费价格总水平涨幅控制在4%左右
 - 有效管理市场**流动性**，控制物价过快上涨的货币条件
 - 大力发展生产，保障主要农产品、基本生活必需品、重要生产资料的生产 and **供应**
 - 加强农产品**流通体系**建设，积极开展“农超对接”，畅通鲜活农产品运输“绿色通道”
 - 加强价格监管，维护**市场秩序**
 - 完善**补贴**制度

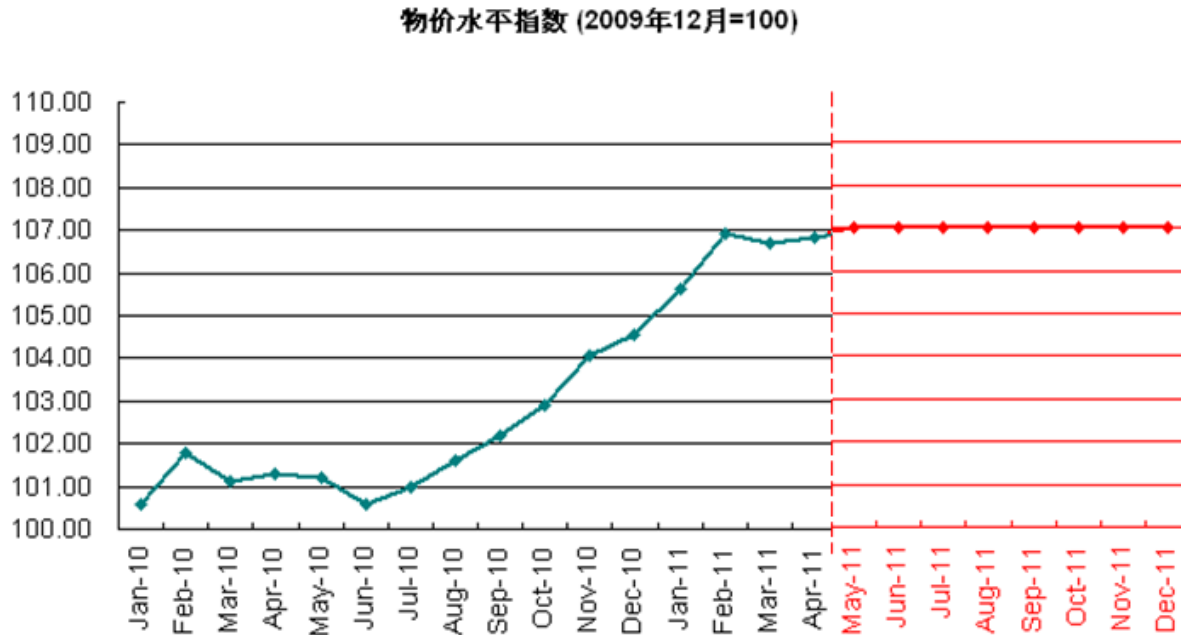
通胀率 - 同比，环比，翘尾因素与物价走势

	同比增长	环比增长
Jan-10	1.5	0.6
Feb-10	2.7	1.2
Mar-10	2.4	-0.7
Apr-10	2.8	0.2
May-10	3.1	-0.1
Jun-10	2.9	-0.6
Jul-10	3.3	0.4
Aug-10	3.5	0.6
Sep-10	3.6	0.6
Oct-10	4.4	0.7
Nov-10	5.1	1.1
Dec-10	4.6	0.5
Jan-11	4.9	1.0
Feb-11	4.9	1.2
Mar-11	5.4	-0.2
Apr-11	5.3	0.1



通胀(数字)预期的管理

(假设5月起物价保持平稳)
假设 ≠ 预测



2011	同比增长
Jan	4.9
Feb	4.9
Mar	5.4
Apr	5.3
May	5.8
Jun	6.4
Jul	6.0
Aug	5.4
Sep	4.8
Oct	4.0
Nov	3.0
Dec	2.4

人民币汇率制度的内容

人民银行网址: 我国 (1994年1月开始) 实行以**市场供求**为基础，**参考一篮子货币**进行调节，**有管理的浮动**汇率制度。包括三方面的内容:

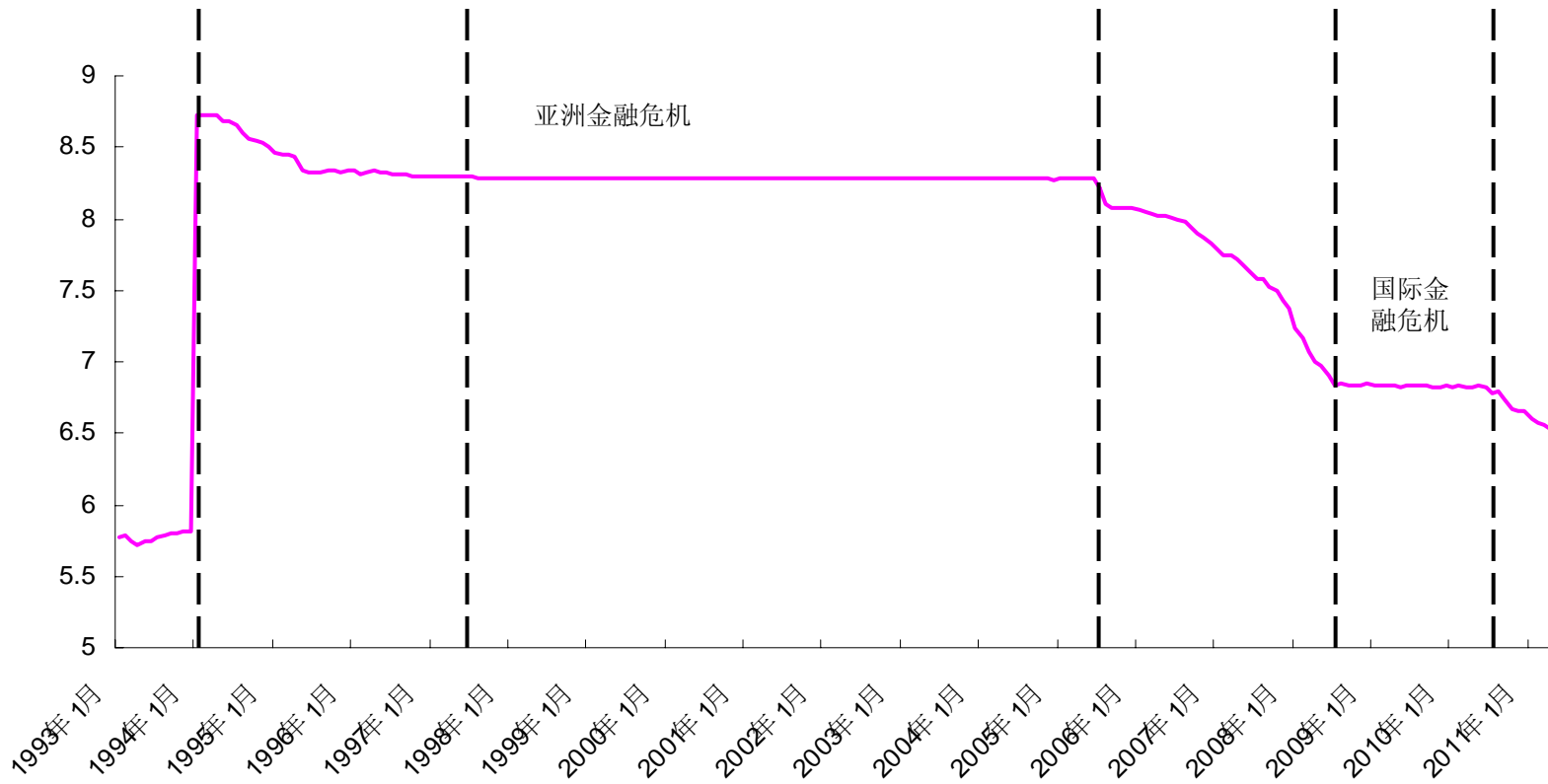
- 以市场供求为基础的汇率浮动，发挥汇率的价格信号作用
- 根据经常项目主要是贸易平衡状况动态调节汇率浮动幅度，发挥“有管理”的优势
- 参考一篮子货币即从一篮子的角度看汇率，不片面地关注人民币与某一个单一货币的双边汇率

处理两次金融风暴的“暂时”措施: 与美元挂钩

其他有关人民币汇率政策的宣言

- 遵循“**主动性、渐进性、可控性**”原则，进一步完善人民币汇率形成机制
- 人民币汇率**不进行一次性重估调整**
- 自2007年5月21日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由千分之三扩大至**千分之五**
- 按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行**动态管理和调节**
- 保持人民币汇率在**合理均衡水平上的基本稳定**
- 促进**国际收支基本平衡和金融市场的稳定**
- 更加灵活的汇率制度有助于**增强货币政策的有效性**

人民币兑美元汇率

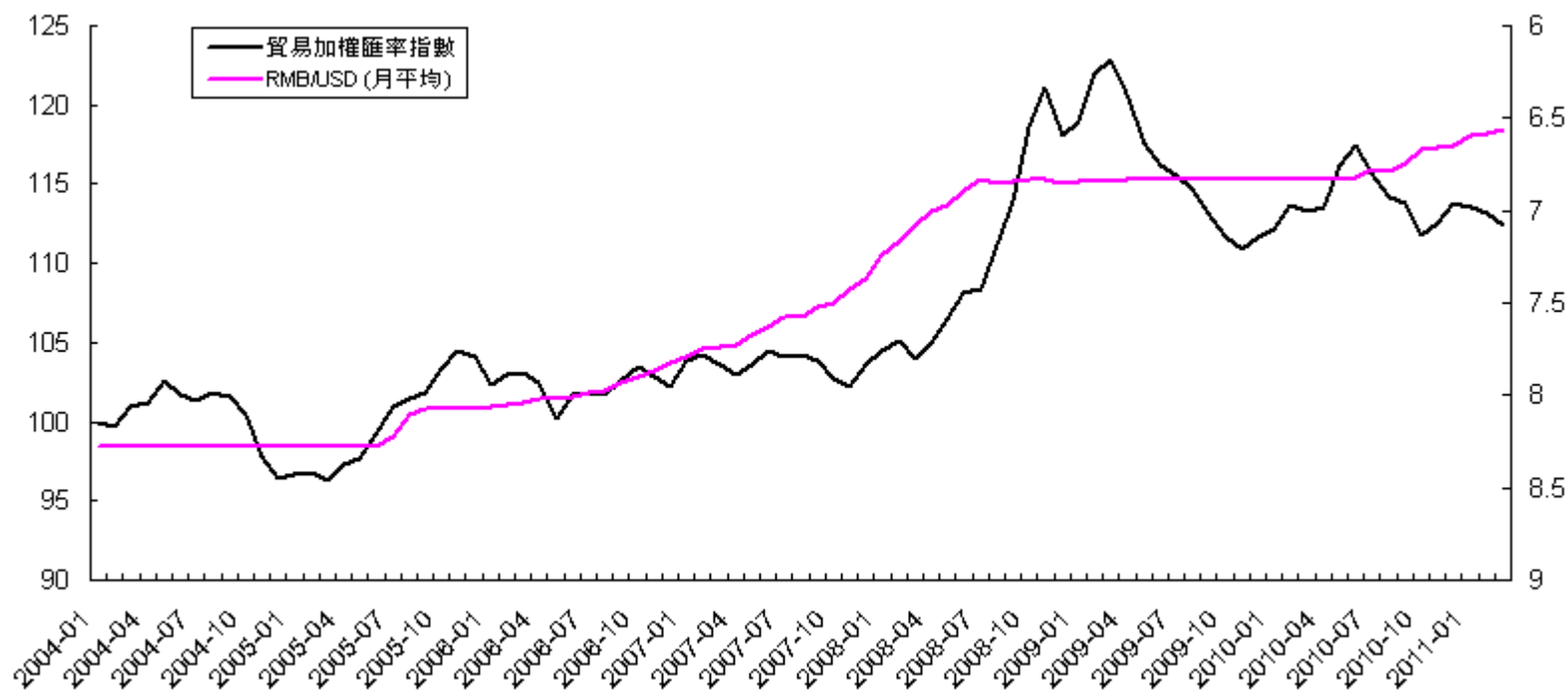


一篮子货币的组成

周小川行长(2005年8月10日):

- 以着重考虑商品和服务贸易的权重作为篮子货币选取及权重确定的基础 (周行长提及美国、欧元区、日本、韩国、新加坡、英国、马来西亚、俄罗斯、澳大利亚、泰国、加拿大等国家的货币，也提及50亿美元的双边贸易额。相信篮子里有超过20种货币，包括港元)
- 适当考虑外债来源的币种结构
- 适当考虑外商直接投资的因素
- 适当考虑经常项目一些无偿转移类项目的收支

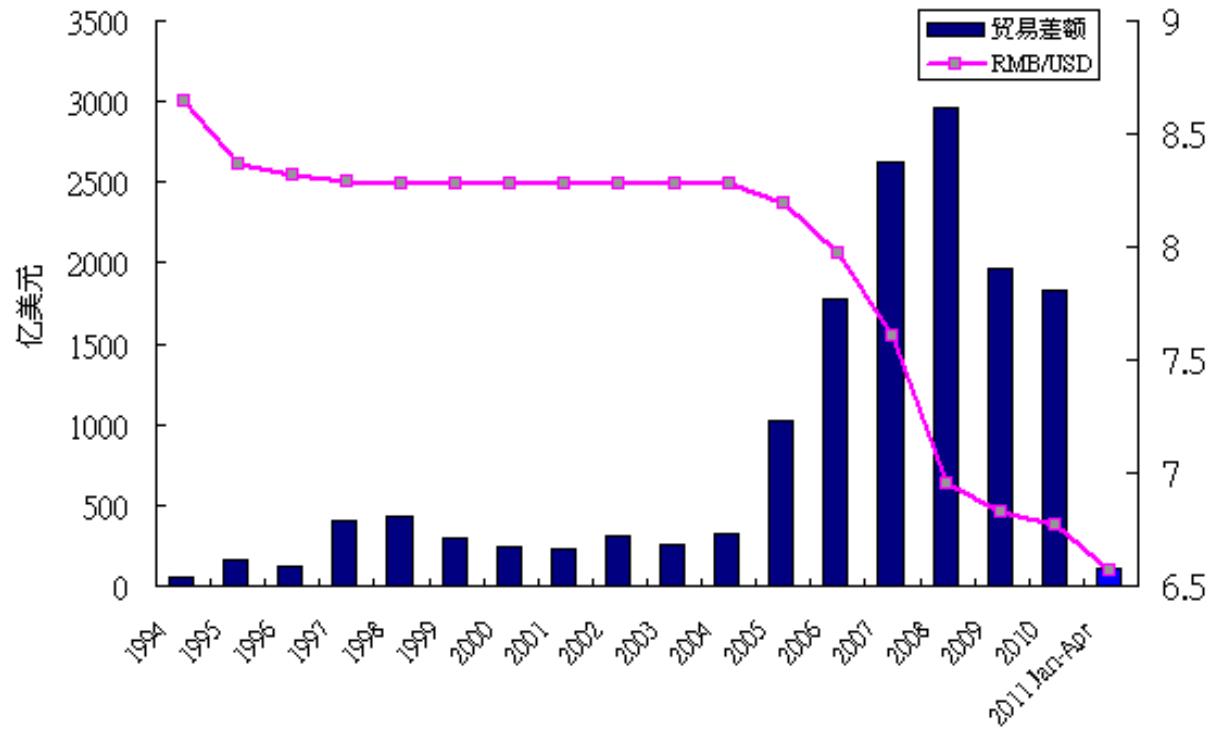
人民币贸易加权汇率指数(一篮子的代替品)



人民币名义有效汇率

- 胡晓炼副行长 (2010年7月22日): 未来可尝试定期公布**名义有效汇率**，引导公众改变主要关注人民币兑美元双边汇率的习惯，逐渐把有效汇率水平作为人民币汇率水平的参照系和调控的参考

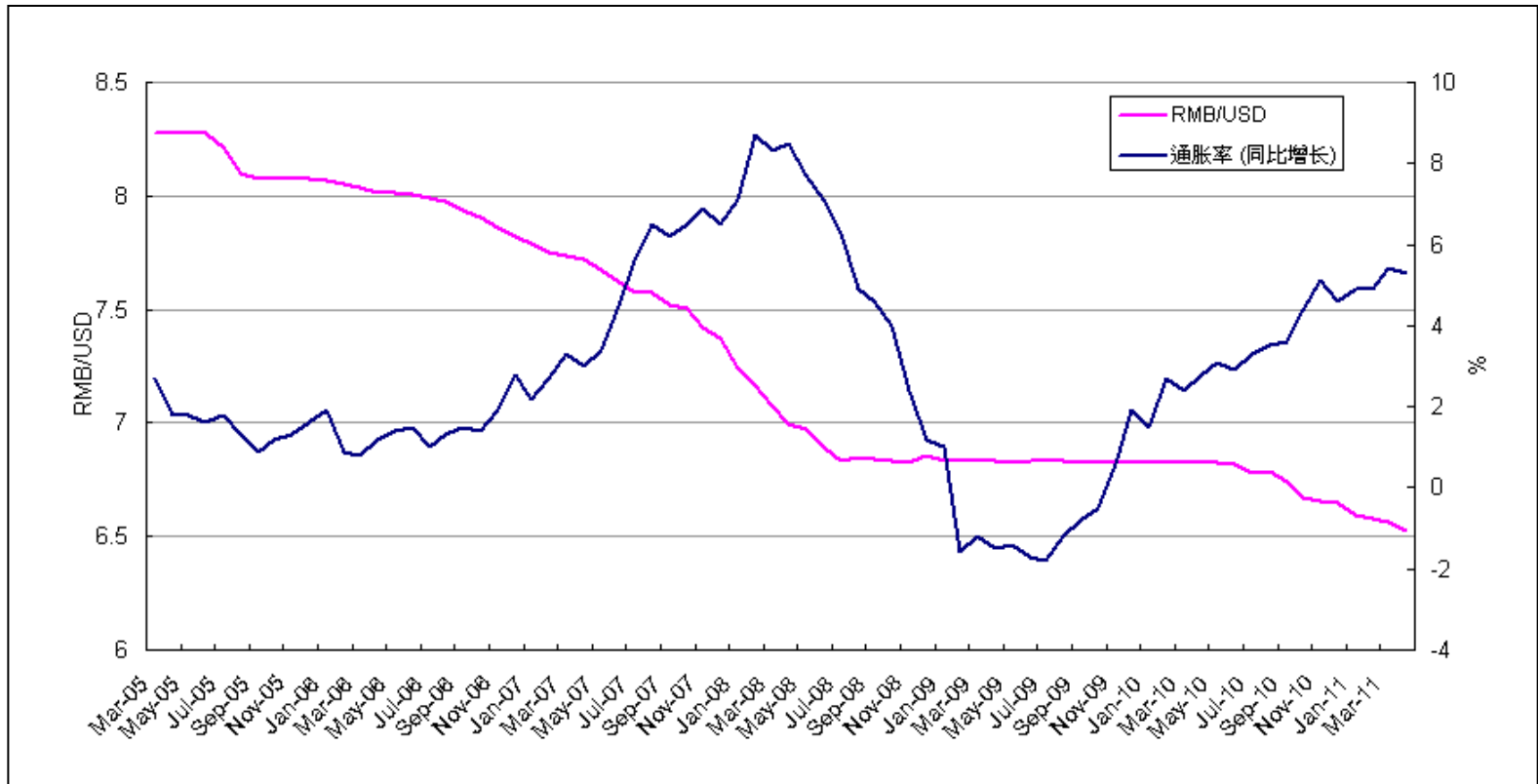
汇率与外贸顺差



中国改革开放与人民币汇率政策

- 中国改革开放，拥抱全球化
- 中国(较低)的总体价格水平会和贸易伙伴(较高)的总体价格水平拉近
- 这等于人民币**实际有效汇率**无可避免地会上升
- 名义有效汇率升值与高通胀的**选择**
- 胡晓炼副行长 (2010年7月26日): 更加灵活的汇率制度有助于抑制通货膨胀和资产泡沫 ... 汇率调整更有助于缓解输入型通胀压力
- 胡锦涛主席 (2010年1月18日): “通胀很难说是决定汇率政策的主要因素”

汇率与通胀率的关系



中国的货币及汇率政策

谢谢！
欢迎发问