

货币经济学课程作业（一）

归纳货币政策实施的基本要点和中美货币政策异同

基于中美两国 2018 年度第四季度货币政策执行报告

刘祺轩

16300680023

2016 级世界经济系

1. 货币政策实施的基本要点

1.1 中国货币政策基本要点

当期中国货币政策总体实质上呈现出宽松的政策导向，旨在应对宏观经济所面临的下行压力。内外部宏观经济环境的变化是货币政策调整和实施的依据。2018 年以来，全球经济总体延续复苏态势，但外部环境发生明显变化，不确定因素增多。中国经济保持较强韧性，但在新旧动能转换阶段，长期积累的风险隐患暴露增多，小微企业、民营企业融资难问题较为突出，经济面临下行压力。

中国 2018 年四季度货币政策总体把控良好，各项经济指标稳定。总体来看，中国央行货币政策调控较好把握了支持实体经济和兼顾内外部均衡之间的平衡，在不搞“大水漫灌”的同时更好地服务实体经济，促进了国民经济的平稳健康发展。银行体系流动性合理充裕，贷款同比大幅多增，广义货币（M2）和社会融资规模存量增速与名义 GDP 增速基本匹配，宏观杠杆率保持稳定。2018 年以来，M2 增速保持在 8% 以上；人民币贷款全年新增 16.2 万亿元，同比多增 2.6 万亿元；年末社会融资规模存量同比增长 9.8%。截至 2018 年 12 月，企业贷款加权平均利率已连续四个月下降，累计下降 0.25 个百分点，其中，微型企业贷款利率已连续五个月下降，累计下降 0.39 个百分点。人民币汇率预期总体稳定，国民经济运行保持在合理区间，消费对经济增长的拉动作用增强。

对于中国未来宏观经济形势的展望方面，整体上中国经济保持平稳发展的有利因素较多，但多重变量不可忽视。当前中国和国际经济发展面临的国际环境和国内条件都在发生深刻而复杂的变化，经济运行稳中有变、变中有忧。央行的 2018 年第四季度企业家问卷调查显示，宏观经济热度指数和信心指数呈现小幅下降，但仍处于近年来较高水平，经营景气指数环比上升；城镇居民就业感受和预期指数环比小幅上升，保持在相对高位。这在经济当前较大的下行压力、错综世界经济形势错综复杂，和依然存在的较大地缘政治风险当前的情形下为下一阶段政策制定提供了良好信心基础。

下一阶段政策核心要点总结如下：

1) 仍然保持稳健的货币政策，在松紧适度的前提下强化逆周期调节。中国人民银行将维持稳健的货币政策，强化逆周期调节，即在上行期防止经济过热和通货膨胀，在下行期对抗经济衰退和通货紧缩，从而适度熨平经济的周期波动，在多目标中实现综合平衡。

2) 稳健的货币政策核心是服务好实体经济。2018 年央行四次下调金融机构存款准备金率，加强对小微企业、民营企业等实体经济的信贷支持力度。同时央行也明确指出，金融服务实体经济是货币政策的根本要求，要通过定向降准、中期借贷便利 (MLF) 等操作，增加中长期流动性供应，保持流动性合理充裕，货币市场利率整体下行，并逐步传导至实体经济。

3) 明确量化宽松 (QE) 政策的非必要性。货币政策仍有很大空间，央行大规模从金融市场上购买国债等资产意义不大，没有必要实施所谓量化宽松 (QE) 政策。下一阶段，人民银行将继续根据经济金融发展和金融宏观调控需要。

4) 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。央行在货币政策执行过程中明确要协调好本外币政策，处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。切实防范化解重点领域金融风险，平衡好促发展与防风险之间的关系。

5) 继续加强金融管控，推动出台金融控股公司监管办法。继续推动实施防范化解重大金融风险攻坚战行动方案，稳定宏观杠杆率，推动出台金融控股公司监管办法，加快补齐金融监管短板，继续开展互联网金融风险专项整治。

1.2 美国货币政策基本要点

当前美国经济总体情况向好。劳动力市场方面，在 2018 年下半年和 2019 年年初进就业状况进一步改善，就业人数增长保持强劲，自 2018 年 6 月以来平均每月保持新增 224,000 岗位，与 2018 年上半年的速度相似，显著快于 2016 年的平均就业增长速度，与此同时失业率得到显著降低。金融发展方面，尽管劳动力市场指标向好，但未来几年对联邦基金利率的预期走势已经下降，基于一级交易商的对 2020 年政策利率预期路径的预期也相对于 2018 年上半年的水平有所下调。与此同时，基于市场的政策利率约提前 1-2 年的不确定性衡量标准与 2018 年 6 月底的水平相比几乎没有变化。国际市场方面，世界各主要经济体经济增速明显放缓，这种放缓主要是由全球贸易活动流量有所放缓导致的。此外，主要的发达经济体仍面临较大的通胀难题。由于能源价格大幅下跌，整体通胀已经低于许多主要央行的既定目标，例如在欧元区和日本，低标题通胀率也反映了核心通胀疲软。

美国当前联邦基金利率目前处于其长期中性水平估计范围的较低端 - 即联邦基金利率水平既不扩张也非紧缩。在 2018 年下半年，联邦公开市场委员会 (FOMC) 继续渐进的加息过程，提高 2018 年 9 月和 12 月会议的联邦基金利率，使目标范围达到 2.25% 至 2.5%。这一决定反映了美国经济表现强健，劳动力市场的持续增强，以及通货膨胀已接近委员会 2% 的长期目标。12 月 FOMC 会议期间，包括对金融市场波动在内的全球经济前景担忧加剧，使得未来加息的适当程度和时间比以前更加不确定。在此背景下，FOMC 旨在监测全球经济和金融发展情况并评估其对美国经济前景的影响。

缩表也是美联储货币政策的重要手段。根据美国四季度报告显示，联邦公开市场委员会 (FOMC) 继续实施其自 2017 年底以来的缩表计划，逐步减少美联储的资产负债总体规模，旨在推进资产负债表规范化。

美联储在 2018 年加快加息步伐，主要是为可能出现的经济衰退预留更多的政策空间。2019 年，在经济已经放缓、通胀压力减弱的形势下，持续加息和缩表显然对美国经济不利，因此美联储大概率会放缓加息步伐。美联储 2019 年公开市场委员会 (FOMC) 的投票委员的政策倾向逐渐偏鸽，预计美联储在 2019 年及之后的一年半内将逐步放缓加息步伐。综合看，美联储本轮加息周期已经接近尾声，未来的利率决策很

可能背离原有的利率路径，依据经济数据或金融市场的表现相机抉择。但预计美联储放慢加息步伐的同时，还会按照既有节奏推动缩表。

在对美国未来经济预测方面，FOMC 下调了美国下一阶段实际 GDP 增长和通货膨胀的预期。在经济增长方面，FOMC 认为 2019 年实际国内生产总值的增长将略高于个人对其长期市场利率的估计，但实际 GDP 增长将在整个预测范围内放缓，甚至多数委员会成员预测 2021 年的增长将略低于其对长期经济增长率的估计。在就业方面，FOMC 预计到 2021 年失业率将低于其但当前对长期水平的估计值。在价格水平方面，大多数参与者预测会通货膨胀，个人消费支出（PCE）将在未来两年略有增加，预计到 2020 年将达到或略高于委员会的 2% 目标。

2. 中美货币政策比较分析

2.1 中美货币政策的相同点

宏观经济运行状况是中美货币政策共同的出发点和制定依据。“未来货币政策将根据宏观经济运行做进一步调整”共同出现在中美货币政策报告中，因此中美货币政策的制定依据和政策基础都是当前的宏观经济运行情况。2018 年下半年以来，中国宏观经济内外部环境变化明显，内部新旧动能结构性转换，外部受中美贸易摩擦冲击，经济面临下行压力。因此中国人民银行在稳健性货币政策的基础上前瞻性采取了一系列逆周期调节措施，并通过降准、中期借贷便利（MLF）等措施增强中长期流动性，保持流动性合理充裕，使货币市场利率整体下行。美国方面，采取加息和缩表等紧缩性货币政策，从而抑制宏观经济过热的顺周期性。

就业充分、物价稳定和内外部均衡是中美共同的货币政策目标。中国人民银行货币政策调控较好地把握了支持实体经济和兼顾内外部均衡，在不搞“大水漫灌”的同时更好地服务实体经济，促进了国民经济的平稳健康发展。美国作为国际货币中心国家，也在货币政策制定过程中，综合考量货币政策的实际效用和随着国际金融市场发展，联邦基金利率变动可能为他国造成的输入通货膨胀之间的权衡。

2.2 中美货币政策的不同点

直观来看，中国货币政策表现出扩张性的政策倾向，美国货币政策表现出紧缩性的政策的倾向。这是由两国所面临的宏观经济状况决定的。中国人民银行虽明确表示不搞“大水漫灌”式的货币扩张，但指出要通过定向降准和中期借贷便利增加中长期的流动性供应，保持流动性合理充裕，使“广义货币（M2）和社会融资规模存量增速与名义 GDP 增速基本匹配”。反观美国，美联储采取了加息和缩表举措，一方面提高联邦基金利率区间 25 个基点以降低流动性，另一方面通过“缩表”降低整体联邦资产-负债总体规模，从而冲抵宏观经济基本面向好的所带来的顺周期性。

细看中美货币政策结构和历史，二者差异远非表面的政策导向性差异。

第一，在政策目标方面，美国货币政策目标相对集中和稳定，长期以来看重物价和就业；中国目标更多，方向更加细分，政策导向性更强。作为具备成熟的金融体系的发达国家，美国货币政策目标集中于充分就业和控制通货膨胀在合理区间。而中国作为市场化转型中的发展中经济体和国际货币体系的非中心国家，需要兼顾国际收支平衡和推进利率市场化改革。此外相比美国，中国货币政策会聚焦于细分领域的金融支持，如“积极运用再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持”，“拓宽科技创新型企业融资渠道，切实加大创业担保贷款政策实施力度，更好支持高校毕业生、退役军人、返乡农民工等重点群体创业就业。加大对京津冀协同发展等国家重大战略、绿色金融、物流、养老等现代服务业的金融支持力度。”从而引导金融更好服务于实体经济。

货币政策目标过多可能导致政策工具的错配，从而降低政策效用。这也是中国货币政策效率相比美国货币政策效率低的原因之一。原货币政策委员会委员、社科院学部委员余永定认为：“中国人民银行货币政策目标太多了但工具不够。执行政策的过程中会不断出现动摇，一会儿要防止房地产泡沫，一会儿又要促进经济发展，准备金率升降升，有很多摇摆，这样对宏观经济的调控是不利的。”根据国际金融理论中的“丁伯根原则”，政策工具数量应与政策目标数目相对应。若仅使用一、两个工具处理七、八个目标则会造成错配，政策效用将大打折扣，目标难以实现。

第二，在货币政策中间目标方面，中国没有明确的中间目标；而美国以联邦基金利率作为核心中间目标，有利于市场形成较为明确的预期。中美两国均以走过以信贷数量和货币供应量为中间目标的阶段，虽说利率调节对中美货币政策而言均是核心手段，但从中国货币政策的执行情况来看，目前没有形成明确的中间目标机制。反观美

国，美联储通过调控联邦基金利率（Federal Fund Rate），即美国各商业银行间的同业拆息，从而影响市场利率水平，进而影响宏观经济。美联储每次加息的依据是“泰勒规则”（The Tylor Rule），根据联邦基金目标利率、长期均衡实际利率、前四季度平均通胀率、美联储目标通胀水平、产出缺口等变量决定联邦基金利率的变动。“泰勒规则”的作用不仅仅为美联储提供决策依据，也有利于增加货币政策的透明度，对市场形成明确的预期引导，而带有明确预期的市场力量又有助于宏观货币政策目标的实现。

第三，在货币政策工具方面，美联储基本上使用价格型工具，主要依赖公开市场操作；中国人民银行的工具数量型和价格型并重，对数量型政策工具更加依赖，主要有基准利率、准备金率和公开市场操作等。从中美报告中可以看出，中美货币政策工具一个很明显的差异在于美国货币政策中鲜有直接影响货币供应量（M2）的举措，但中国人民银行通过调整存款准备金率，直接影响市场中基础货币的供应量，同时此举有利于发挥货币乘数的效力，直接促进商业银行进行信用创造。从趋势上看，中国人民银行货币政策工具不断发展成熟，政策工具更加依赖公开市场操作等价格型工具。

第四，在货币政策独立性方面，美国货币政策更加独立，中国的货币政策则需要密切配合党中央、国务院的宏观经济方针。这种货币政策独立性的差异根本上是中美货币政策主导机构和金融体系发展水平不同。美联储是独立机构，银行体系市场化程度高且金融体系成熟完备，因此货币政策制定更加独立，管理作用效率更高。相比之下，中国人民银行在 2018 年 3 月才与最高法院等平行单列，统一的金融监管体系初步形成，并且货币政策仍然密切服务于党中央、国务院的宏观指导；另一方面，中国利率市场化改革仍在进程当中，金融市场建设还在不断推进。

参看文献

[1] Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report. [P].2019-02-22.

[2] 中国人民银行货币政策分析小组. 中国货币政策执行报告(二〇一八年第四季度). [P]. 2019-02-21.