



目录

金本位货币制度.....	2
国际货币体系.....	3
利率决定理论.....	5
利率期限结构理论.....	7
直接融资和间接融资.....	9
货币市场.....	10
金融衍生工具.....	11
离岸金融市场.....	14
商业银行负债业务.....	16
商业银行资产业务.....	17
商业银行的表外业务和中间业务.....	18
商业银行经营的三性原则.....	20
商业银行资产管理理论.....	21
商业银行负债管理.....	21
资产负债管理理论.....	22
中央银行的作用.....	23
中央银行的资产负债表.....	26
存款货币的创造.....	26
货币需求理论.....	28
商业银行的超额准备金.....	32
货币供给的外生性和内生性.....	33
财政赤字与货币供给.....	36
国际收支专题汇总.....	37
国际储备专题.....	41
通货膨胀专题.....	42
相机抉择与单一规则.....	47
货币政策工具专题.....	48
中国货币政策工具的使用.....	50
货币政策传导机制.....	50
货币政策效果的影响因素.....	53
货币政策和财政政策.....	57
新巴塞尔协议.....	60
金融抑制.....	62
金融自由化.....	65



金本位货币制度

1、金银复本位制。金银复本位制 (gold and silver bimetallism) 是本位制的一种, 曾在 18~19 世纪被英、美、法等国长期采用。在这种制度之下, 黄金与白银同时作为本位币的制作材料, 金币与银币都具有无限法偿的能力, 都可以自由铸造、流通、输出与输入。金币和银币可以自由兑换。其最严重的缺点在于使用双本位制时会出现劣币驱逐良币现象。由于金币和银币间的比率是由政府通过法律形式定下的, 所以比较稳定。然而市场上的金银之间的相对价格却经常波动, 例如当黄金实际价值增大时, 人们就会将手中价值较大的金币 (“良币”) 融化成黄金, 再将这些黄金换成银币 (“劣币”) 来使用。反之, 当白银实际价值上涨时, 也会发生相仿的情况。所以, 当实行双本位制时, 市场上的良币很快会被人们融化而退出流通, 劣币则会充斥着市场并严重扰乱市场秩序。

2、金币本位制。盛行于 1880—1914 年间。自由铸造、自由兑换及黄金自由输出入是该货币制度的三大特点。在该制度下, 各国政府以法律形式规定货币的含金量, 两国货币含金量的对比即为决定汇率基础的铸币平价。黄金可以自由输出或输入国境, 并在输出入过程形成铸币—物价流动机制, 对汇率起到自动调节作用。这种制度下的汇率, 因铸币平价的作用和受黄金输送点的限制, 波动幅度不大。

黄金输送点 (gold point) 是指汇价波动而引起黄金从一国输出或输入的界限。汇率波动的最高界限是铸币平价加运金费用, 即黄金输出点 (Gold Export Point); 汇率波动的最低界限是铸币平价减运金费用, 即黄金输入点 (Gold Import Point)。在金本位制度下, 实际汇率围绕平价浮动, 只要黄金自由流进、流出, 对其买卖不加以限制, 不会出现银行券超过黄金储备的过量发行, 银行券不会贬值, 汇率将在黄金输送点之间波动。如果因供求变化, 使得汇率波动超过黄金输送点, 货币兑换就不如直接运送黄金再换取它种货币来得成本低, 因此黄金输送点是实际汇率波动的范围。但当纸币大量发行, 其名义含金量与实际代表的金量不符时, 自由兑换遭到破坏, 以黄金输送点为基础的汇率便也会遭到破坏。随着黄金输出量或输入量的增加, 将减轻外汇市场供给和需求的压力, 缩小汇率上下波动的幅度, 并使其逐渐恢复或接近铸币平价, 这样就起到了自动调节汇率的作用。

3、金块本位制。在该制度下, 由国家储存金块, 作为储备; 流通中各种货币与黄金的兑换关系受到限制, 不再实行自由兑换, 但在需要时, 可按规定的限制数量以纸币向本国中央银行无限制兑换金块。可见, 这种货币制度实际上是一种附有限制条件的金本位制。

4、金汇兑本位制。这是一种在金块本位制或金币本位制国家保持外汇, 准许本国货币无限制地兑换外汇的金本位制。在该制度下, 国内只流通银行券, 银行券不能兑换黄金, 只能兑换实行金块或金本位制国家的货币, 国际储备除黄金外, 还有一定比重的外汇, 外汇在国外才可兑换黄金, 黄金是最后的支付手段。实行金汇兑本位制的国家, 要使其货币与另一实行金块或金币本位制国家的货币保持固定比率, 通过无限制地买卖外汇来维持本国货币币值的稳定。

在历史上, 自从英国于 1816 年率先实行金本位制以后, 到 1914 年第一次世界大战以前, 主要资本主义国家都实行了金本位制, 而且是典型的金本位制——金币本位制。1914 年第一次世界大战爆发后, 各国为了筹集庞大的军费, 纷纷发行不兑现的纸币, 禁止黄金自由输出, 金本位制随之告终。第一次世界大战以后, 在 1924—1928 年, 资本主义世界曾出现了一个相对稳定的时期, 主要资本主义国家的生产都先后恢复到大战前的水平, 并有所发展。各国企图恢复金本位制。但是, 由于金铸币流通的基础已经遭到削弱, 不可能恢复典型的金本位制。当时除美国以外, 其他大多数国家只能实行没有金币流通的金本位制, 这就是金块本位制和金汇兑本位制。金块本位制和金汇兑本位制由于不具备金币本位制的一系列特点, 因此, 也称为不完全或残缺不全的金本位制。该制度在 1929—1933 年的世界性经济大危机的冲击下, 也逐渐被各国放弃, 都纷纷实行了不兑现信用货币制度。第二次世界大战后, 建立了以美元为中心的国际货币体系, 这实际上是一种金汇兑本位制, 美国国内不流通金币, 但允许其他国家政府以美元向其兑换黄金, 美元是



其他国家的主要储备资产。但其后受美元危机的影响，该制度也逐渐开始动摇，至1971年8月美国政府停止美元兑换黄金，并先后两次将美元贬值后，这个残缺不全的金汇兑本位制也崩溃了。

国际货币体系

国际货币体系就是各国政府为适应国际贸易与国际支付的需要，对货币在国际范围内发挥世界货币职能所确定的原则、采取的措施和建立的组织形式的总称。它包括以下几方面内容：1、各国货币比价即汇率的确定 2、各国货币的兑换性和对国际支付所采取的措施，包括对经常项目、资本金融项目管制与否的规定，国际结算原则的规定 3、国际收支的调节 4、国际储备资产的确定 5、黄金外汇的流动与转移是否自由等。

布雷顿森林体系

布雷顿森林体系是指第二次世界大战后以美元为中心的国际货币体系协定。布雷顿森林体系是该协定对各国对货币的兑换、国际收支的调节、国际储备资产的构成等问题共同作出的安排所确定的规则、采取的措施及相应的组织机构形式的总和。1944年，美国于当年5月邀请参加筹建联合国的44国政府的代表在美国布雷顿森林举行会议，签定了布雷顿森林协议，建立了金本位制崩溃后的人类第二个国际货币体系。在这一体系中美元与黄金挂钩，美国承担以官价兑换黄金的义务。各国货币与美元挂钩，美元处于中心地位，起世界货币的作用。实际是一种新金汇兑本位制，在布雷顿货币体制中，黄金无论在流通还是在国际储备方面的作用都有所降低，而美元成为了这一体系中的主角。“布雷顿森林体系”的核心内容有：建立了两大国际金融机构即国际货币基金组织（IMF）和世界银行（World Bank）；美元与黄金挂钩，成员国货币和美元挂钩，实行可调整的固定汇率制；取消经常账户交易的外汇管制等。该体系建立了以美元和黄金挂钩和固定汇率制度，结束了混乱的国际金融秩序，为国际贸易的扩大和世界经济增长创造了有利的外部条件。美元作为储备货币和国际清偿手段，弥补了黄金的不足，提高全球的购买力，促进了国际贸易和跨国投资。该体系还存在着难以弥补的基本缺陷：美元的清偿能力和对美元的信心构成矛盾，表现为美元的国际货币储备地位和国际清偿力的矛盾、储备货币发行国与非储备货币发行国之间政策协调的不对称性以及固定汇率制下内外部目标之间的两难选择等；汇率体制僵硬，无法通过汇率浮动自动实现国际收支平衡，调节国际收支失衡的责任主要落在非储备货币发行国一方，牺牲了它们的发展目标。

20世纪50~60年代，欧洲多国经济渐渐复苏，并认为这种固定汇率对国家不利，于是开始利用体系换取较为保值的黄金，自此美国的黄金储备开始流失，美国外汇收支逆差迅速增加。20世纪60~70年代，爆发多次美元危机，其后以1971年12月《史密森协定》为标志美元对黄金贬值，同时美国联邦储备系统拒绝向国外中央银行出售黄金，至此美元与黄金挂钩的体制名存实亡；1973年2月美元进一步贬值，世界各主要货币由于受投机商冲击被迫实行浮动汇率制，至此布雷顿森林体系完全崩溃。但直至1976年国际社会才达成了以浮动汇率合法化、黄金的非货币化等为主要内容的“牙买加协定”。

牙买加货币体系

布雷顿森林体系崩溃以后，国际金融秩序又复动荡。直至1976年1月，国际货币基金组织（IMF）理事会“国际货币制度临时委员会”在牙买加首都金斯敦举行会议，签定达成了“牙买加协议”，同年4月，国际货币基金组织理事会通过了《IMF协定第二修正案》，从而形成了新的国际货币体系。



一、牙买加协议的主要内容

1、实行浮动汇率制度的改革。牙买加协议正式确认了浮动汇率制的合法化，承认固定汇率制与浮动汇率制并存的局面，成员国可自由选择汇率制度。同时 IMF 继续对各国货币汇率政策实行严格监督，并协调成员国的经济政策，促进金融稳定，缩小汇率波动范围。

2、推行黄金非货币化。协议作出了逐步使黄金退出国际货币的决定。并规定：废除黄金条款，取消黄金官价，成员国中央银行可按市价自由进行黄金交易；取消成员国相互之间以及成员国与 IMF 之间须用黄金清算债权债务的规定，IMF 逐步处理其持有的黄金。

3、增强特别提款权的作用。主要是提高特别提款权的国际储备地位，扩大其在 IMF 一般业务中的使用范围，并适时修订特别提款权的有关条款。

4、增加成员国基金份额。成员国的基金份额从原来的 292 亿特别提款权增加至 390 亿特别提款权，增幅达 33.6%。

5、扩大信贷额度，以增加对发展中国家的融资。

二、牙买加货币体系的运行特点

1、储备货币多元化。与布雷顿森林体系下国际储备结构单一、美元地位十分突出的情形相比，在牙买加体系下，国际储备呈现多元化局面，美元虽然仍是主导的国际货币，但美元地位明显削弱了，由美元垄断外汇储备的情形不复存在。目前，国际储备货币已日趋多元化，欧元很可能成为与美元相抗衡的新的国际储备货币。

2、汇率安排多样化。在牙买加体系下，浮动汇率制与固定汇率制并存。一般而言，发达工业国家多数采取单独浮动或联合浮动，但有的也采取钉住自选的货币篮子。对发展中国家而言，多数是钉住某种国际货币或货币篮子，单独浮动的很少。不同汇率制度各有优劣，浮动汇率制度可以为国内经济政策提供更大的活动空间与独立性，而固定汇率制则减少了本国企业可能面临的汇率风险，方便生产与核算。各国可根据自身的经济实力、开放程度、经济结构等一系列相关因素去权衡得失利弊。

3、多种渠道调节国际收支。主要包括：

(1) 运用国内经济政策。国际收支作为一国宏观经济的有机组成部分，必然受到其他因素的影响。一国往往运用国内经济政策，改变国内的需求与供给，从而消除国际收支不平衡。比如在资本项目逆差的情况下，可提高利率，减少货币发行，以此吸引外资流入，弥补缺口。需要注意的是：运用财政或货币政策调节外部均衡时，往往会受到“米德冲突”的限制，在实现国际收支平衡的同时，牺牲了其他的政策目标，如经济增长、财政平衡等，因而内部政策应与汇率政策相协调，才不至于顾此失彼。

(2) 运用汇率政策。在浮动汇率制或可调整的钉住汇率制下，汇率是调节国际收支的一个重要工具，其原理是：经常项目赤字本币趋于下跌本币下跌、外贸竞争力增加出口增加、进口减少经济项目赤字减少或消失。相反，在经常项目顺差时，本币币值上升会削弱进出口商品的竞争力，从而减少经常项目的顺差。

(3) 国际融资。在布雷顿森林体系下，这一功能主要由 IMF 完成。在牙买加体系下，IMF 的贷款能力有所提高，更重要的是，伴随石油危机的爆发和欧洲货币市场的迅猛发展，各国逐渐转向欧洲货币市场，利用该市场比较优惠的贷款条件融通资金，调节国际收支中的顺逆差。

(4) 加强国际协调。这主要体现在：①以 IMF 为桥梁，各国政府通过磋商，就国际金融问题达成共识与谅解，共同维护国际金融形势的稳定与繁荣。②新兴的七国首脑会议的作用。西方七国通过多次会议，达成共识，多次合力干预国际金融市场，主观上是为了各自的利益，但客观上也促进了国际金融与经济的稳定与发展。

三、对牙买加体系的评价

1、牙买加体系的积极作用

(1) 多元化的储备结构摆脱了布雷顿森林体系下各国货币间的僵硬关系，为国际经济提供了多种清偿货币，在较大程度上解决了储备货币供不应求的矛盾；



(2) 多样化的汇率安排适应了多样化的、不同发展水平的各国经济，为各国维持经济发展与稳定提供了灵活性与独立性，同时有助于保持国内经济政策的连续性与稳定性；

(3) 多种渠道并行，使国际收支的调节更为有效与及时。

2、牙买加体系的缺陷

(1) 在多元化国际储备格局下，储备货币发行国仍享有“铸币税”等多种好处，同时，在多元化国际储备下，缺乏统一的稳定的货币标准，这本身就可能造成国际金融的不稳定；

(2) 汇率大起大落，变动不定，汇率体系极不稳定。其消极影响之一是增大了外汇风险，从而在一定程度上抑制了国际贸易与国际投资活动，对发展中国家而言，这种负面影响尤为突出；

(3) 国际收支调节机制并不健全，各种现有的渠道都有各自的局限，牙买加体系并没有消除全球性的国际收支失衡问题。

如果说在布雷顿森林体系下，国际金融危机是偶然的、局部的，那么，在牙买加体系下，国际金融危机就成为经常的、全面的和影响深远的。1973 年浮动汇率普遍实行后，西方外汇市场货币汇价的波动、金价的起伏经常发生，小危机不断，大危机时有发生。总之，现有的国际货币体系被人们普遍认为是一种过渡性的不健全的体系，需要进行彻底的改革。

利率决定理论

一、马克思的利率决定理论

马克思的利率决定理论是以剩余价值在不同资本家之间的分割作为起点的。马克思指出，利息是贷出资本家从借入资本的资本家那里分割来的一部分剩余价值。剩余价值表现为利润，因此，利息量的多少取决于利润总额。利息率取决于平均利润率。利润率决定利息率，从而使利息率具有以下特点：(1) 随着技术发展和资本有机构成的提高，平均利润率有下降趋势，因而也影响平均利息率有同方向变化的趋势。由于还存在某些其他影响利息率的因素，如社会财富及收入相对于社会资金需求的增长程度，信用制度的发达程度等，它们可能会加速这种变化趋势或者抵消该趋势。(2) 平均利润率虽有下降趋势，但这是一个非常缓慢的过程。而就一个阶段来考察，每个国家的平均利润率则是一个相当稳定的量。相应地，平均利息率也具有相对的稳定性。(3) 由于利息率的高低取决于两类资本家对利润分割的结果，因而使利息率的决定具有很大的偶然性，平均利息率无法由任何规律决定；相反，传统习惯、法律规定、竞争等因素，在利率的确定上都可直接起作用。

二、古典的利率理论

19 世纪八九十年代，奥地利经济学家庞巴维克、英国经济学家马歇尔、瑞典经济学家维克塞尔和美国经济学家费雪等人对支配和影响资本供给与需求的因素进行了深入的探讨，终于提出资本的供给来自于储蓄，资本的需求来自于投资，从而建立了储蓄与投资决定利率的理论。由于这些理论严格遵循着古典经济学重视实物因素的传统，强调非货币的实际因素在利率决定中的作用，因此被西方经济学者称为古典利率理论，也被后人称为实际利率理论。古典的利率理论认为，利率决定于储蓄与投资的均衡点。投资是利率的递减函数，即利率提高，投资额下降；利率降低，投资额上升；储蓄是利率的递增函数，即储蓄额与利率成正相关关系。



三、凯恩斯利率理论

凯恩斯学派的流动性偏好理论认为利率不是决定于储蓄和投资的相互作用，而是由货币量的供求关系决定的。凯恩斯学派的利率理论是一种货币理论。流动性偏好利率理论认为，利率决定于货币数量和一般人的流动性偏好两个因素。凯恩斯认为，货币的供应量由中央银行直接控制，货币的需求量起因于三种动机。即交易动机、预防动机和投机动机。前两种动机的货币需求是收入的递增函数，记为 $M_1=L_1(Y)$ 。投机动机的货币需求是利率的递减函数，记为 $M_2=L_2(r)$ 。货币总需求 $M_d=L_1(Y)+L_2(r)$ 。货币总供给为 M_s (M_s 由货币当局决定)，当 $M_d=M_s$ 时可以求均衡利率 r_e 。当利率非常低时，市场就会产生未来利率会上升的预期，这样货币投机需求就会达到无穷大，这无论中央银行供应多少货币，都会被相应的投机需求所吸收，从而使利率不能继续下降而“锁定”在这一水平，这就是所谓的“流动性陷阱”。

四、可贷资金理论

由英国的罗伯逊和瑞典的俄林倡导。他们一方面反对传统经济学对货币因素的忽视而将利率的决定仅限于实际因素；另一方面又批评凯恩斯只强调货币供求而否定实际因素在利率决定中的作用。按照可贷资金理论，借贷资金的需求与供给均包括两个方面：借贷资金需求来自某期间的投资流量和该期间人们希望保有的货币余额；借贷资金供给则来自于同一期间的储蓄流量和该期间货币供给量的变动。用公式表示，有：

$$DL=I+\Delta M D$$

$$SL=S+\Delta M S$$

式中， DL 为借贷资金的需求； SL 为借贷资金的供给； $\Delta M D$ 为该时期内货币需求的改变量； $\Delta M S$ 为该时期内货币供应的改变量。显然，作为借贷资金供给一项内容的货币供给与利率呈正相关关系；而作为借贷资金需求一项内容的货币需求与利率则呈负相关关系。就总体来说，均衡条件为： $I+\Delta M D=S+\Delta M S$

这样，利率的决定便建立在可贷资金供求均衡的基础之上。如果投资与储蓄这一对实际因素的力量对比不变，按照这一理论，则货币供需力量对比的变化即足以改变利率，因此，利率在一定程度上是货币现象，如图所示。图中的 M_0 是尚未增加 $\Delta M S$ 的货币供给量， M_1 是增加了 $\Delta M S$ 之后的货币供给量。可贷资金利率理论从流量的角度研究借贷资金的供求和利率的决定，可以直接用于金融市场的利率分析。特别是资金流量分析方法和资金流量统计建立之后，用可贷资金理论对利率决定作实证研究有实用价值。

$O \quad M_0 \quad M_1$

五、IS—LM 模型的利率决定

可贷资金利率理论批判的继承了前人的研究成果，使利率决定理论研究取得了较大的发展。但是该理论存在着一个明显的缺陷，那就是没有考虑收入因素对利率的影响。而在实际工作中，收入因素对利率的决定是有重要作用的，这种作用是通过储蓄和货币需求的影响来实现的。由英国经济学家希克斯首先提



出、美国经济学家汉森加以发展而形成 IS—LM 模型，充分考虑了收入在利率决定中的作用，从而促进了利率决定理论的发展。IS—LM 分析模型，是从整个市场全面均衡来讨论利率的决定机制的。该模型的理论基础有以下几点：（1）整个社会经济活动可分为两个领域，产品领域和货币领域。在产品领域中要研究的主要对象是投资 I 和储蓄 S ，在货币领域中要研究的主要对象是货币需求 L 和货币供给 M 。（2）产品领域均衡的条件是投资 I = 储蓄 S ，货币领域均衡的条件是货币需求 L = 货币供给 M ，整个社会经济均衡必须在实际领域和货币领域同时达到均衡时才能实现。（3）投资是利率 r 的反函数，即 $I(r)$ ；储蓄是收入 Y 的增函数，即 $S(Y)$ 。货币需求可按不同的需求动机分为两个组成部分 L_1 和 L_2 ，其中， L_1 是满足交易与预防动机的货币需求，又是收入的增函数，即 $L_1(Y)$ ；而 L_2 是满足投机动机的货币需求，它是利率的反函数，即 $L_2(i)$ 。即货币需求 $L = L_1 + L_2$ ；货币供给 M 在一定时期由货币当局确定，因而是经济的外生变量。

根据以上条件，必须在产品领域找出 I 和 S 相等的均衡点的轨迹，即 IS 曲线；在货币领域找到 L 和 M 相等的均衡点的轨迹，即 LM 曲线。然后由这两条曲线所代表的两个领域同时达到均衡的点来决定利率和收入水平，此即 IS—LM 模型。其中，IS 曲线是产品市场均衡时利率与收入组合点的轨迹， $S = I$ 是产品市场均衡的条件。IS 曲线向右下方倾斜，从 IS 曲线反映的收入与利率的关系来看，利率较低，则投资较大，从而收入增加，储蓄也将增大。LM 曲线是在货币市场均衡时反映利率与收入的关系的轨迹。从 IS—LM 模型我们可得以下结论：均衡利率的大小取决于投资需求函数、储蓄函数、流动偏好即货币需求函数、货币供给量。当资本投资的边际效率提高，IS 曲线将向右上方移动，利率将上升；当边际储蓄倾向提高，IS 曲线将向左下方移动，利率将下降；当交易与谨慎的货币需求增强，即流动偏好增强时，LM 曲线将向上移动，因此利率将提高；当货币供给增加时，LM 曲线将向下移动，利率将降低。IS—LM 模型是揭示利率决定的比较系统的理论，该模型成为分析利率变动趋势一个较好的工具。

利率期限结构理论

利率期限结构 (Term Structure of Interest Rates) 是指在在某一时点上，不同期限资金的收益率 (Yield) 与到期期限 (Maturity) 之间的关系。利率的期限结构反映了不同期限的资金供求关系，揭示了市场利率的总体水平和变化方向。利率的期限结构是指不同期限的利率之间的关系，这可用债券的回报率曲线来表示。这是因为在一般情况下，债券回报率和利率有同向变动关系。这种债券的回报率曲线是指把期限不同，但风险、流动性和其他条件相同的债券回报率连成的一条曲线。这种曲线有四种可能的状态，如图所示。其中，(a) 是平坦型，表明长期利率和短期利率水平相同，这种情形很罕见；(b) 是递增型，表明利率水平和期限同增，期限越长，利率水平越高，这种情形最常见；(c) 是递减型，表明期限越长，利率水平越低，这种情形很少见；(d) 是隆起型，表明一种利率起初随期限延长，利率水平逐步上升，而在一定期限后，利率水平随期限延长而缓缓下降，这种情形也较多见。

1. 预期理论

预期理论 (Expectation Theory) 最早由费雪提出，是最古老的期限结构理论，也是最著名的、最容易应用的、定量化的期限结构理论，在资本市场上被广泛用作利率相关证券的定价依据。预期理论有如下假说条件：①持有债券和从事债券交易时没有税收和成本的影响；②没有违约风险；③具有完善的货币市场，资金的借贷双方能够正确合理地预期短期利率的未来值；④所有投资者都是利润最大化的追求者，他们购入具有较高预期收益率的债券，也不持有预期收益率低于其他具有不同到期期限的债券；⑤不同期限的债券可以完全替代，即不同期限的债券的预期回报率必须相等。其基本观点是：利率曲线的形状是由人们对未来利率的预期所决定的，因此，对未来利率的预期是决定现有利率结构的主要因素；长期利率是预



期未来短期利率的函数，长期利率等于当期短期利率与预期的未来短期利率之和的平均数。该理论表明：

①长期利率是由未来短期利率的市场预期所决定的。因此，预期决定了利率期限结构的形式。利率期限结构形式的变化反映了未来短期利率的市场预期的变动。预期未来短期利率高于当前市场短期利率时，收益率曲线向上倾斜；预期未来短期利率低于当前市场短期利率时，收益曲线向下倾斜；当预期短期利率不变时，收益率曲线则相应持平。这一理论最主要的缺陷是严格地假定人们对未来短期债券的利率具有确定的预期；其次，该理论还假定，资金在长期资金市场和短期资金市场之间的流动是完全自由的。这两个假定都过于理想化，与金融市场的实际差距太远。

2. 流动性升水和偏好理论

流动性升水和偏好理论源自于凯恩斯（1936）和希克斯（J. R. Hicks, 1946）的工作，卡尔博特森（J. M. Culbertson, 1957）和范·霍恩（1965）也对预期理论进行了修正。该理论认为，由于以下两个原因，短期债券的流动性比长期债券要高：第一，短期债券到期并获得清偿的期限较短；第二，市场变化导致的价格波动比长期债券要小得多，因而更易于定价。故持有长期债券存在风险，而且债券期限越长，风险就会越大（因为期限与价格的易变性直接相关）。由于存在这种不确定性，以及考虑到投资者具有短期倾向且为风险厌恶，即投资者对高流动性投资比对低流动性投资更为偏好，这就意味着长期证券必须提供更高的收益率以吸引投资者，并对他们承担的风险进行补偿。如果能够得到高于平均预期未来利率，投资者就会愿意持有较长期限的投资工具。换句话说，长期利率应该既能反映出利率的预期，又能反映出流动性补偿。期限越长该收益应该越高。因此，①证券在下个时期被预期产生不同的收益率，这取决于证券的流动性。通常，长期的、低流动性的证券被预期为比短期的、流动性高的证券的收益率高。②长期利率是由未来短期利率的市场预期加上与投资的期限和流动性有关的流动性升水（liquidity premium）所决定的。即长期债券的利率等于该种债券到期之前短期利率预期的平均值加上该种债券的期限和流动性升水。

另外还有一种理论，被称为偏好理论（preferred habitat theory），它也接受了下列观点，即期限结构反映了对未来利率变化以及风险收益的预期，然而偏好理论，抛弃了风险收益的增长一定得与期限保持一致的观点。该理论的支持者认为，只有在所有的投资者都打算以最短的时间结清（liquidate）所投资金，而所有的借款人都急于借取长期资金时，第二个结论才能成立。由于机构投资者的持有期限取决于其负债的性质，因此可以拒绝这个假设。偏好理论认为，如果一定期限的资金供求并不一致，一些投资者和借款者就会转向其他的期限，显示出相反的不平衡，然而，他们需要适当风险收益的补偿，其大小反映了投资者对价格或再投资风险厌恶的程度。因此，该理论提出，收益曲线的形状由长期利率的预期和诱使投资者改变偏好的风险收益（正或者负）共同决定，显然，根据该理论，收益曲线向上、向下倾斜，或者是水平、驼峰或其他复杂情形都有可能。

3. 市场分割理论

由于预期理论假定长期和短期资金市场是统一的，资金可在长短期资金市场上自由移动，因此，长期证券和短期证券就能够顺利地相互替代转换，从而导致长期利率与短期利率发生相应的变动。一些经济学家认为这一假定并不完全符合现实，因此就出现了市场分割理论。市场分割理论首先假设不同类型的投资者具有与投资到期期限相关的偏好。这些偏好与他们的债务结构、风险厌恶有关，或者是两者兼有。个人投资者既可能喜欢短期投资也可能喜欢长期投资，这取决于他们对承担风险的需要和能力。除了不同期限的证券投资者，债务发行者也需要在他们所资助的项目期限内锁定一个给定的利率。这样，借入方与出借方之间的交互作用产生了不同到期期限证券的供给与需求曲线。这些需求和供给曲线反映了投资者对长期利率变化的预期和他们对参与某个分割市场的偏好。由于投资者的偏好，他只喜欢这种债券，而不喜欢另



一种债券；故只关心偏好的期限债券的预期回报率，从而导致不同期限的债券不能完全替代。由此可见，该理论将不同期限的债券市场视为完全独立和分割的市场。由于市场是分割的，资金不能在长短期市场上自由移动，这样，各种期限债券的利率就由该种债券的供求决定，而不受其他期限债券预期回报率的影响，亦即收益率曲线的不同形状为不同期限债券的供求差异所决定。

总之，该理论承认投资者具有受其负债性质决定的偏好，并提出收益形成的主要原因在于资产负债管理的约束（制度性的或自律的）和贷款人（借款人）对他们贷出资金的期限限制。然而市场分割理论与流动性升水和偏好理论的不同之处在于，它假设投资者和借款人都不愿意从一种期限转向另一种期限以利用预期和长期利率的差异所产生的机会，因此对于市场分割理论，收益曲线的形状是由每种期限内证券的供求关系决定的。市场分割理论虽然考虑到某些投资者或借贷者偏好长期证券投资的事实，因而在一定程度上补充了预期理论的不足，但其最大缺陷是忽略了长、短期证券市场之间的重要联系。市场分割理论最大的缺陷正是在于它旗帜鲜明地宣称，不同期限的债券市场是互不相关的。因为它无法解释不同期限债券的利率所体现的同步波动现象，也无法解释长期债券市场的利率随着短期债券市场利率波动呈现的明显有规律性的变化。

至于造成市场分割的原因，它认为主要有如下几点：①法律上的限制，政府限制某种资金进入特定的市场。②缺乏能够进行未来债券交易的市场，且这种债券的未来价格能够与现期价格连接起来。如中国就只有即期，而没有远期的资金市场。③缺乏在国内市场上销售的统一的债务工具。④债券风险的不确定性。⑤因各种不同期限的证券各有其特点，可满足不同投资者的偏好，而不同投资者或借款者往往也只对某种期限的证券感兴趣，故不同期限的债券完全不能替代，以至一种期限债券的预期回报率对另一种期限债券的需求没有影响。

直接融资和间接融资

一、直接融资和间接融资的含义

直接融资是指没有金融机构作为中介的、以股票、债券为主要金融工具融通资金的方式。需要融入资金的单位与融出资金单位双方通过直接协议后进行货币资金的转移。相反，间接融资指暂时闲置的资金先行提供给这些金融中介机构，然后再由这些金融机构以贷款、贴现等形式，或通过购买需要资金的单位发行的有价证券，把资金提供给这些单位使用，从而实现资金融通的过程。

二、直接融资和间接融资的优缺点

直接融资的优点在于：①资金供求双方直接联系，可以根据各自融资的条件，例如借款期限、数量和利率水平等方面的要求，实现资金的融通。②由于资金供求双方直接形成债权、债务关系，债务人面对直接债权人的监督，在经营上会有较大的压力，从而促进资金使用效益的提高。③通过发行长期债券和发行股票，有利于筹集具有稳定性的、可以长期使用的投资资金；由此筹集的资金具有可以长期使用的特点。在存在较发达的证券市场条件下，短期性资金也进入市场参与交易，支持这类长期融资的发展。

直接融资也有其局限性，主要表现在：①直接融资双方在资金数量、期限、利率等方面受到限制比间接融资为多。②对资金供给者来说，由于缺乏中介的缓冲，直接融资风险比间接融资要大。

间接融资的优点在于：①在间接融资中，由于金融机构的资产、负债是多样化的，融资风险便可由多



样化的资产和负债结构分散承担，从而安全性较高。②降低融资成本。金融机构具有了解和掌握借款者有关信息的专长，而不需要每个资金盈余者自己去搜集资金赤字者的有关信息，因而降低了整个社会的融资成本。间接融资的局限性，主要是由于资金供给者与需求者之间加入金融机构为中介，隔断了资金供求双方的直接联系，在一定程度上减少了投资者对投资对象经营状况的关注和筹资者在资金使用方面的压力和约束。

三、我国金融市场直接融资和间接融资的发展现状

随着金融改革的不断深入，我国的金融市场有了长足的发展，直接融资也有了大幅增加，但是直接融资与间接融资发展仍存在较大的不平衡，直接融资比例偏低，使金融风险过度集中于银行，不利于经济金融的稳定；此外债券市场发展落后于股票市场，企业（公司）债券发展更加滞后。

四、我国未来资本市场发展方向

进一步完善多层次金融市场体系建设，加快金融市场发展。多层有序、结构合理、运行安全的金融市场体系是金融市场快速健康发展的有力保障。我国金融市场体系建设要以推进产品创新和制度建设为抓手，以增强市场功能为着力点。大力发展资本市场，特别是公司债券市场，扩大直接融资规模和比重。

货币市场

货币市场是短期资金市场，是指融资期限在一年以下的金融市场，其功能在于满足交易者短期的流动性需求；按照金融产品的不同划分可以分为许多子市场，包括票据市场、短期债券市场、证券回购市场、同业拆借市场、大额存单市场等。

1、票据市场

票据市场指的是在商品交易和资金往来过程中产生的以汇票、本票和支票的发行、担保、承兑、贴现、转贴现、再贴现来实现短期资金融通的市场。票据市场是短期资金融通的主要场所，是直接联系产业资本和金融资本的枢纽，作为货币市场的一个子市场，在整个货币体系中票据市场是最基础、交易主体中最广泛的组成部分。票据市场可以把“无形”的信用变为“有形”，把不能流动的挂帐信用变为具有高度流动性的票据信用。票据市场的存在与发展不仅为票据的普及推广提供了充分的流动性，还集中了交易信息，极大地降低了交易费用，使得票据更易为人所接受。这个市场按票据发行主体来划分，有银行票据市场、商业票据市场。**商业票据**指发行体为满足流动资金需求所发行的、期限为2天至270天的、可流通转让的债务工具。一般是指商业上由出票人签发，无条件约定自己或要求他人支付一定金额，可流通转让的有价证券，持有人具有一定权力的凭证。**银行承兑汇票**是由在承兑银行开立存款账户的存款人出票，向开户银行申请并经银行审查同意承兑的，保证在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或持票人的票据。对出票人签发的商业汇票进行承兑是银行基于对出票人资信的认可而给予的信用支持。

2、证券回购市场

证券回购市场是指债券持有人在卖出一笔债券的同时，与买方签订协议，约定一定期限和价格买回同一笔债券的融资活动。证券回购作为一种短期融资的方式具有期限短、风险小、市场性高的特点。金融市场发达国家的银行，非银行金融机构和大公司常利用作为相互间大额流动资金的交易，另外证券回购还可被中央银行用来实施国家货币政策，如美国联邦储备系统往常利用证券回购协议(RA)来开展公开市场业务活动，并用以影响整个银行系统的储备状况。回购协议方式的特点①将资金的收益与流动性融为一体，增



大了投资者的兴趣。投资者完全可以根据自己的资金安排，与借款者签订“隔日”或“连续合同”的回购协议，在保证资金可以随时收回移作他用的前提下，增加资金的收益。②增强了长期债券的变现性，避免了证券持有者因出售长期资产以变现而可能带来的损失。③具有较强的安全性。回购协议一般期限较短，并且又有 100% 的债券作抵押，所以投资者可以根据资金市场行情变化，及时抽回资金，避免长期投资的风险。

3、同业拆借市场

同业拆借市场，是指金融机构之间以货币借贷方式进行短期资金融通活动的市场。同业拆借的资金主要用于弥补银行短期资金的不足，票据清算的差额以及解决临时性资金短缺需要。同业拆借市场具有以下特点：（1）融通资金的期限一般比较短；（2）参与拆借的机构基本上是在中央银行开立存款帐户，交易资金主要是该帐户上的多余资金；（3）同业拆借资金主要用于短期、临时性需要；（4）同业拆借基本上是信用拆借。同业拆借可以使商业银行在不用保持大量超额准备金的前提下，就能满足存款支付的需要。

4、短期国库券市场

国库券市场又称短期政府债券市场，是政府为弥补国库资金临时不足而发行的短期债务凭证。它是货币市场中最重要的一部分，发行量和交易量都非常巨大，在满足政府短期资金周转的需要方面发挥着重要作用。国库券市场的活动包括国库券的发行与转让流通。国库券市场不仅是投资者的理想场所，是商业银行调节二级准备金的重要渠道，还是政府调整国库收支的重要基地，是中央银行进行公开市场业务操作的重要场所。具有以下特点：1、无风险或风险极低，期限短，流动性强；国库券发行频率高，但存量可观。2、国库券发行一般采用间接发行方式由金融机构承销，金融机构也是国库券的最大持有者。

4、可转让大额存单市场

可转让大额存单市场 60 年代以来商业银行为吸收资金发行了一种新的金融工具，即可转让大额定期存单（Negotiable Certificates of Deposit），简称 CD。这种存款单与普通银行存款单不同：一是不记名，二是存单上金额固定且面额大；三是可以流通和转让。CD 的持有人到期可向银行提取本息；未到期时，如需现金，可以转让。这对企业或个人有闲置资金想贷出，而又恐有临时需要者具有很大的吸引力；对于银行来说，也可以减轻存款提前支取的流动性压力。故 CD 成为货币市场重要交易对象之一。

金融衍生工具

金融衍生工具，又称“金融衍生产品”，是与基础金融产品相对应的一个概念，指建立在基础产品或基础变量之上，其价格随基础金融产品的价格（或数值）变动的派生金融产品。

目前最主要的金融衍生工具有：远期、期货、期权和互换等。金融衍生产品具有以下几个特点：1、零和博弈：即合约交易的双方（在标准化合约中由于可以交易是不确定的）盈亏完全负相关，并且净损益为零，因此称“零和”。2、高杠杆性：衍生产品的交易采用保证金制度（margin），即交易所所需的最低资金只需满足基础资产价值的某个百分比。保证金可以分为初始保证金（Initial margin），维持保证金（maintains margin），并且在交易所交易时采取盯市制度（marking to market），如果交易过程中的保证金比例低于维持保证金比



例,那么将收到追加保证金通知(margin call),如果投资者没有及时追加保证金,其将被强行平仓。可见,衍生品交易具有高风险高收益的特点。金融衍生产品的作用有规避风险,价格发现,它是对冲资产风险的好方法。但是,任何事情有好的一面也有坏的一面,风险规避了一定是有人去承担了,衍生产品的高杠杆性就是将巨大的风险转移给了愿意承担的人手中,这类交易者称为投机者(Speculator),而规避风险的一方称为套期保值者(hedger),另外一类交易者被称为套利者(arbitrager)这三类交易者共同维护了金融衍生产品市场上述功能的发挥。

1、**远期** 远期合约是一种交易双方约定在未来的某一确定时间,以确定的价格买卖一定数量的某种金融资产的合约。合约中要规定交易的标的物、有效期和交割时的执行价格等项内容。

2、**期货** 期货与远期十分相似,买卖双方透过签订标准化合约,同意按指定的时间、价格与其他交易条件,交收指定数量的现货。

期货与远期的区别有: 1、标准化程度不同。远期交易遵循“契约自由”的原则,合约中的相关条件如标的物的质量、数量、交割地点和交割月份都是根据双方的需要确定的。期货合约则是标准化的。期货交易所为各种标的物的期货合约制订了标准化的数量、质量、交割地点、交割时间、交割方式、合约规模等条款,只有价格是在成交时根据市场行情确定的。由于开展期货交易的标的物毕竟有限,相关条件又是固定的,因此期货合约满足人们各种需要的能力虽然不如远期合约,但标准化却大大便利了期货合约的订立和转让,使期货合约具有极强的流动性,并因此吸引了众多的交易者。2、交易场所不同。远期交易并没有固定的场所,交易双方各自寻找合适的对象,因而是一个无组织的效率较低的分散的市场。在金融远期交易中,银行充当着重要角色。由于金融远期合约交割较方便,标的物同质性较好,因此很多银行都提供重要标的物的远期买卖报价供客户选择,从而有力推动了远期交易的发展。期货合约则在交易所内交易,一般不允许场外交易。交易所不仅为期货交易提供了交易场所,而且还为期货交易提供了许多严格的交易规则(如涨跌停板制、最小价格波动幅度、报价方式、最大持仓限额、保证金制度等),并为期货交易提供信用担保。可以说期货市场是一个有组织的、有秩序的、统一的市场。3、违约风险不同。远期合约的履行仅以签约双方的信誉为保障,一旦一方无力或不愿履约时,另一方就得蒙受损失。期货合约的履行则由交易所或清算公司提供担保。交易双方直接面对的都是交易所,即使一方违约,另一方也不会受到丝毫影响。交易所之所以能提供这种担保,主要是依靠完善的保证金制度和结算会员之间的连带无限清偿责任来实现的。可以说,期货交易的违约风险几乎为零。4、价格确定方式不同。远期合约的交割价格是由交易双方直接谈判并私下确定的。由于远期交易没有固定的场所,因此在确定价格时信息是不对称的,远期交易市场定价效率很低。期货交易的价格则是在交易所中由很多买者和卖者通过其经纪人在场内公开竞价确定的,有关价格的信息较为充分、对称,由此产生的期货价格较为合理、统一,因此期货市场的定价效率较高。5、履约方式不同。由于远期合约是非标准化的,转让相当困难,并要征得对方同意(由于信用度不同),因此绝大多数远期合约只能通过到期实物交割来履行。而实物交割对双方来说都是费时又费力的事。由于期货合约是标准化的,期货交易又在交易所内,因此交易十分方便。当交易一方的目的(如投机、套期保值和套利)达到时,他无须征得对方同意就可通过平仓来结清自己的头寸并把履约权利和义务转让给第三方。在实际中,绝大多数期货合约都是通过平仓来了结的。6、合约双方关系不同。由于远期合约的违约风险主要取决于对方的信用度,因此签约前必须对对方的信誉和实力等方面作充分的了解。而期货合约的履行完全不取决于对方而只取决于交易所或清算公司,因此可以对对方完全不了解。在期货交易中,交易者甚至根本不知道对方是谁,这就极大方便了期货交易。7、结算方式不同。远期合约签订后,只有到期才进行交割清算,其间均不进行结算。期货交易则是每天结算的。当同品种的期货市场价格发生变动时,就会对所有该品种期货合约的多头和空头产生浮动盈余或浮动亏损,并在当天晚上就在其保证金账户体现出来。因此当市场价格朝自己有利的方向变动时,交易者不必等到到期就可逐步实现盈利。当然,若市场价格朝自己不利的方向变动时,交易者在到期之前就得付出亏损的金额。

3、期权



期权 (Option)，是一种选择权，指是一种能在未来某特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的某种特定商品的权利。期权的持有者可以在该项期权规定的时间内选择买或不买、卖或不卖的权利，他可以实施该权利，也可以放弃该权利，而期权的出卖者则只负有期权合约规定的义务。按期权的权利划分，有看涨期权和看跌期权两种类型。看涨期权 (Call Options) 是指期权的买方向期权的卖方支付一定数额的权利金后，即拥有在期权合约的有效期内，按事先约定的价格向期权卖方买入一定数量的期权合约规定的特定商品的权利，但不负有必须买进的义务。而期权卖方有义务在期权规定的有效期内，应期权买方的要求，以期权合约事先规定的价格卖出期权合约规定的特定商品。看跌期权 (Put Options) 是指期权的买方向期权的卖方支付一定数额的权利金后，即拥有在期权合约的有效期内，按事先约定的价格向期权卖方卖出一定数量的期权合约规定的特定商品的权利，但不负有必须卖出的义务。而期权卖方有义务在期权规定的有效期内，应期权买方的要求，以期权合约事先规定的价格买入期权合约规定的特定商品。

按期权的交割时间划分，有美式期权和欧式期权两种类型。美式期权是指在期权合约规定的有效期内任何时候都可以行使权利。欧式期权是指在期权合约规定的到期日方可行使权利，期权的买方在合约到期日之前不能行使权利。

期权合约主要有三项要素：期权费、执行价格和合约到期日。1、**期权费**。期权费是期权合约中唯一的变量，是期权的买方为获取期权合约所赋予的权利而必须支付给卖方的费用。对于期权的买方来说，期权费是其损失的最高限度。对于期权卖方来说，卖出期权即可得到一笔期权费收入，而不用立即交割。2、**执行价格**。执行价格是指期权的买方行使权利时事先规定的买卖价格。执行价格确定后，在期权合约规定的期限内，无论价格怎样波动，只要期权的买方要求执行该期权，期权的卖方就必须以此价格履行义务。3、**合约到期日**。合约到期日是指期权合约必须履行的最后日期。

影响期权价格的重要因素有：

影响因素	1、股票的市价	(1) 其他因素不变，随着股票价格的上升，看涨期权的价值也增加；(2) 其他因素不变，当股票价格上升时，看跌期权的价值下降。
	2、执行价格	(1) 看涨期权的执行价格越高，其价值越小；(2) 看跌期权的执行价格越高，其价值越大。
	3、到期期限	(1) 美式期权来说，较长的到期时间，能增加看涨期权的价值。(2) 欧式期权来说，较长的时间不一定能增加期权价值。
	4、股票价格的波动率	(1) 股价的波动率增加会使期权价值增加；(2) 期权的价值并不依赖股票价格的期望值，而是股票价格的变动性 (方差)。这是期权估价的基本原理之一。
	5、无风险利率	利率对于期权价格的影响是比较复杂的。(1) 无风险利率越高，看涨期权的价格越高；(2) 无风险利率越高，看跌期权的价格越低。
	6、期权有效期内	(1) 看涨期权与预期红利大小成反向变动；(2) 看跌期权价值与预期红利大小成



预计发放的红利

正向变动。

期权和期货的区别有：1、标的物不同。期货交易的标的物是商品或期货合约，而期权交易的标的物则是一种商品或期货合约选择权的买卖权利。2、投资者权利与义务的对称性不同。期权是单向合约，期权的买方在支付保险金后即取得履行或不履行买卖期权合约的权利，而不必承担义务；期货合同则是双向合约，交易双方都要承担期货合约到期交割的义务。如果不愿实际交割，则必须在有效期内对冲。3、履约保证不同。期货合约的买卖双方都要交纳一定数额的履约保证金；而在期权交易中，买方不需交纳履约保证金，只要求卖方交纳履约保证金，以表明他具有相应的履行期权合约的财力。4、现金流转不同。在期权交易中，买方要向卖方支付保险费，这是期权的价格，大约为交易商品或期货合约价格的5%~10%；期权合约可以流通，其保险费则要根据交易商品或期货合约市场价格的变化而变化。在期货交易中，买卖双方都要交纳期货合约面值5%~10%的初始保证金，在交易期间还要根据价格变动对亏损方收取追加保证金；盈利方则可提取多余保证金。5、盈亏的特点不同。期权买方的收益随市场价格的变化而波动，是不固定的，其亏损则只限于购买期权的保险费；卖方的收益只是出售期权的保险费，其亏损则是不固定的。期货的交易双方则都面临着无限的盈利和无止境的亏损。6、套期保值的作用与效果不同。期货的套期保值不是对期货而是对期货合约的标的金融工具的实物（现货）进行保值，由于期货和现货价格的运动方向会最终趋同，故套期保值能收到保护现货价格和边际利润的效果。期权也能套期保值，对买方来说，即使放弃履约，也只损失保险费，对其购买资金保了值；对卖方来说，要么按原价出售商品，要么得到保险费也同样保了值。

4、互换

互换是当事人之间约定在合约有效期内以事先约定的本金为基础，依据利率、汇率、股指期货数等变量相互交换现金流量的协议。主要类型有：1. 利率互换：是指双方同意在未来的一定期限内根据同种货币的同样的名义本金交换现金流，其中一方的现金根据浮动利率计算出来，而另一方的现金流根据固定利率计算。2. 货币互换：是指将一种货币的本金和固定利息与另一货币的等价本金和固定利息进行交换。3. 商品互换：是一种特殊类型的金融交易，交易双方为了管理商品价格风险，同意交换与商品价格有关的现金流。它包括固定价格及浮动价格的商品价格互换和商品价格与利率的互换。

互换与其他衍生工具相比有着自身的优势：1、互换交易集外汇市场、证券市场、短期货币市场和长期资本市场业务于一身，既是融资的创新工具，有可运用于金融管理。2、互换能满足交易者对非标准化交易的要求，运用面广。3、用互换套期保值可以省却对其他金融衍生工具所需头寸的日常管理，使用简便且风险转移较快。4、互换交易期限灵活，长短随意，最长可达几十年。

互换交易本身也存在许多风险。信用风险是互换交易所面临的主要风险，也是互换方及中介机构因各种原因发生的违约拒付等不能履行合约的风险。另外，由于互换期限通常多达数年之久，对于买卖双方来说，还存在着互换利率的风险。

离岸金融市场

离岸金融市场，是指主要为非居民提供境外货币借贷或投资、贸易结算；外汇黄金买卖、保险服务及证券交易等金融业务和服务的一种国际金融市场，亦称境外金融市场，其特点可简单概括为市场交易以非居民为主，基本不受所在国法规和税制限制。离岸金融市场作为一个高度自由灵活、快捷便利、高效新型的市场，它的建立必须具备以下条件：所在国或地区的政治和经济稳定；有发达的国内金融市场，完善的金融体系和经验丰富、运作高效的金融机构；有灵活自由的金融法规制度及有利于市场发育的财税政策，放松或取消外汇管制，放松金融管理，提供减免税的优惠；有比较优越的经济和自然地理位置。



第一、离岸金融市场发展历程

以美元为中心，离岸金融市场起源于欧洲美元市场。1973年和1979年，石油输出国组织两次大幅度提高油价而获得了巨额国际收入，积累了大量石油美元，石油美元投放到欧洲美元市场生息获利，使得欧洲美元市场存款总额急剧增加，市场规模迅速扩大。同时，因油价上涨而造成国际收入逆差的石油进口国，纷纷向欧洲美元市场举债，形成欧洲美元的现实需求方。因而，石油美元充实和扩大了欧洲美元市场。20世纪70年代以后，由于美元的霸权地位日益衰落，美元危机频频爆发，美元的地位极其不稳定，各国中央银行为了保持储备价值的稳定，也纷纷将原来持有的单一的美元储备转换成持有多种货币的组合，以降低外汇风险。全球外汇储备中非美元资产的比重明显上升。为提高本国金融业在国际金融中的地位，争夺国际金融市场份额，参与国际金融利润平均化过程，从20世纪70年代起，一些国家开始由政府推动建立本国的离岸金融市场。20世纪50年代，伦敦成为全球非正统货币金融交易中心。一个在美国境外经营美元存贷款业务的信贷市场最初是在伦敦出现的。近年来，伦敦的欧洲美元市场日益发展成为一个大规模的国际性美元融通市场。

离岸金融市场是在传统国际金融市场的基础上发展起来的，但又突破了交易主体、交易范围、交易对象、所在国政策法规等众多限制。其特点有：1、离岸金融市场是一个高度国际化的金融市场，吸纳了全球范围的剩余资本和资金。2、离岸金融市场有其独特的利率体系，均以伦敦同业拆借利率（LIBOR）为基准利率，是各种货币在国际借贷过程中的唯一参照标准。3、离岸金融市场的经营环境和市场业务高度自由化，是一种超国家、无国籍的资金融通市场，货币借贷和外汇买卖既不受制于交易所货币发行国的金融法规，又不受制于市场所在国的银行法以及外汇管制。4、离岸金融市场上的交易规模很大，是大型金融机构的资金融通，以银行间交易为主，其业务往往带有批发的性质。5、离岸金融市场利率一般来说，其存款利率略高于国内金融市场，利差很小，更富有吸引力和竞争性。

第二、离岸金融市场的作用

国际金融市场的作用是广泛的，一般有以下几个方面：

1、推动世界经济全球化的巨大发展。国际金融市场能在国际范围内把大量闲散资金聚集起来，从而满足了国际经济贸易发展的需要，同时通过金融市场的职能作用，推动了生产与资本的国际化。

2、为各国经济发展提供资金。国际金融市场是世界各国资金的集散中心，各国可以充分利用这一国际性的蓄水池，获取发展经济所需的资金。可以说，某些国家或地区就是以在国际金融市场上借钱付利息的代价来推动经济发展的。

3、有利于调节各国的国际收支。国际金融市场的产生与发展，为国际收支逆差国提供了一条调节国际收支的渠道，即逆差国可到国际金融市场上举债或筹资，从而更能灵活地规划经济发展，也能在更大程度上缓和国际收支失衡的压力。

4、促进金融业的国际化。国际金融市场的发达，吸引着无数的跨国金融组织，尤其银行业汇集于此。国际金融市场成了国际大银行的集散地。金融市场通过各种活动把这些银行有机地结合在一起，使世界各国的银行信用突破空间制约而成为国际间的银行信用，在更大程度上推动诸多金融业务国际化。

5、引导大规模的国际资本流动。国际金融市场会导致国际资本在国际间充分流动，使当前的国际资本流动达到了空前的规模。与此同时，也带来了一些负面效果。为此，近几年在西方各国推行金融自由化的同时，都不同程度地加强了对国际金融市场的干预与管理。

第三、离岸金融市场的类型

1、**避税港型离岸金融市场**。该类型的金融市场在自身经济规模极小的小型国家或地区，起一个“记帐中心”的作用，该类型的市场以加勒比海地区开曼和巴哈马的离岸经济为代表。

2、**内外一体型离岸金融市场**。该类型的金融市场需要金融业具有高度的经营自由，境内市场几乎完全



开放，对所在地的经济、金融发展基础和管理水平又较高的要求。该类型的市场以伦敦和香港的离岸经济为代表。内外一体型离岸金融市场模式代表着国际离岸金融市场的发展方向。

3、内外分离型离岸金融市场。该类型的市场是由政策诱导、推动，专门为非居民交易所创设。一方面便于金融管理当局对在岸业务、离岸业务分别加以监管，另一方面可以较为有效地阻挡国际金融市场对国内金融市场的冲击。该类型的市场以纽约、新加坡和东京的离岸经济为代表。

商业银行负债业务

负债业务是商业银行形成的资金来源的业务，是商业银行资产业务和中间业务的基础，主要由自有资金、吸收的存款和对外借款构成，其中吸收的存款和对外借款属于吸收的外来资金。

1、自有资金。

银行开业、经营和发展的前提条件，是必须拥有一定数额的资本，或称自有资金。银行资本包括银行成立时所筹集的资本、储备资本和未分配利润。

2、吸收存款。

商业银行最重的资金来源是依靠吸收外来资金，其中主要是吸收存款。传统分类方法按照存款方式的不同，可划分为活期存款、定期存款和储蓄存款。①活期存款。活期存款是商业银行的传统存款业务，不规定存取期限，存户可随时提取，银行有义务随时兑付的存款。由于活期存款可用支票随时提存，存取数量大，流通速度快，商业银行对活期存款一般不支付利息，而且有的银行要收取一定的手续费。②定期存款。客户与银行事先约定期限，到期才能支付的存款。这和存款凭存单提取，存单可分为可转让和不同“转让两种。具有稳定性，均给予较高的利息。③储蓄存款。存款人为了积蓄货币和取得利息而开立的帐户，可分为活期和定期两种。商业银行对其支付利息，一般不能据账户签发支票。④其他存款。A. 通知存款。存款人在提取存款时，提前几天将资金使用数额和使用时间通知银行，以便银行提前准备资金存款的支付，其利息一般低于定期存款。B. 同业存款。其他金融机构存入商业银行的存款。C. 其他存款，商业银行为适应客户需要而开立的存款形式。

3、对外借款：

①同业拆借。金融机构之间发生的短期或临时性的借贷活动，利率水平较低。同业拆借有两种形式，可以通过存款货币银行在央行的存款账户进行，也可以采取同业存款以及回购协议等形式进行。

②向中央银行借款。中央银行作为最后贷款人，向其发放的贷款，以解决商业银行融通资金的需要。向中央银行借款主要有两种形式：一是再贴现。即把自己办理贴现业务所买进的未到期票据，如商业票据、国库券等，再转卖给央行；二是直接借款，即用自己持有的商业票据、银行承兑汇票、政府债券等有价证券作为抵押品向中央银行取得抵押贷款。

③向国际金融市场借款。除了在本国货币市场上取得借款外，商业银行还可以从国际金融市场筹资来补充银行资金的不足，最典型的就欧洲货币市场借款。借款银行凭借其在国际金融市场中的资信取得借款。商业银行在欧洲货币市场借款，主要通过发行大额定期存单，出售商业票据、银行承兑汇票及发行债券等方式筹集资金。

4、发行金融债券。发行金融债券是指商业银行以发行人身份，通过承担债券利息的方式，直接向货币所有者举借债务的融资方式。通过发行金融债券融资可以拓宽商业银行负债渠道，促进负债来源多样化，增强负债的稳定性，但是发行金融债券融资筹资成本较高，债券的流动性受市场发达程度的制约，管理当局的限制也较严格。



商业银行资产业务

商业银行的资产业务是指商业银行体系对通过负债业务形成的资金加以运用的业务。内容有：现金资产业务、贷款、贴现和证券投资等。

1、现金资产业务

现金资产业务指商业银行的库存现金、存放在中央银行的准备金、存放同业以及托收中的现金。商业银行的现金资产具有流动性强、安全性高、交易成本低的特点。是维护商业银行支付能力的第一道防线。也称为一级准备。其作用具体表现为：（1）现金资产是商业银行维持其流动性而必须持有的资产，它是银行信誉的基本保证。如果银行的现金资产不足以应对客户的提现要求，将会加大银行的流动性风险，引起挤兑风潮，甚至导致银行破产，弱化商业银行的信用功能。（2）适度流动性是银行经营成败的关键，同时也是银行盈利性与安全性的平衡杠杆。现金资产是一种无利或微利的资产，现金资产占全部资产的比重越高，银行的盈利性资产就越少。现金资产管理的目的就是要在确保银行流动性需要的前提下，尽可能地降低现金资产占总资产的比重，使现金资产达到最适度的规模。

2、贷款业务

贷款是按一定利率和确定的期限贷出货币资金的信用活动，是商业银行资产业务中最重要的项目，在资产业务中所占比重最大。

按保障程度(风险程度)，贷款可划分为信用贷款、担保贷款和抵押贷款。信用贷款是指银行完全凭借客户而无须提供担保品而发放的贷款。担保贷款是银行凭借客担保人的双重信誉而发放的贷款。抵押贷款要求客户提供具有一定价值的商品物质或有效证券作为抵放的贷款。这种标准划分，有利于银行加强贷款安全性或管理。银行在选择发放贷款方式时，应视贷款对象、贷款风险程度加以确定。

按期限，贷款可分为短期、中期和长期贷款。1年以内为短期贷款；1—6年为中期贷款；7—10年为长期贷款。

按对象和用途，贷款可以分为工业贷款、农业贷款、科技贷款、消费贷款、投资贷款、证券贷款等。这种法一方面有利于按贷款对象的偿还能力安排贷款秩序，另有利于考察银行信贷资金的流动方向及在国民经济各部门间的分布状况，从而有利于分析银行信贷结构与国民经济情况。

按贷款的质量或占用形态，贷款可以分为正常贷款、关注、次级、可疑、损失。正常：借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑贷款本息不能按时足额偿还。关注：尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响的因素。次级：借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能会造成一定损失。可疑：借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失。损失：在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

3、贴现

贴现是商业银行应客户要求，按一定的利率购进未到期票据的行为，从而为客户提供资金。贴现是银行的一项资产业务，汇票的支付人对银行负债，银行实际上是与付款人有一种间接贷款关系。

票据贴现和发放贷款，都是银行的资产业务，都是为客户融通资金，但二者之间却有许多差别。（1）资金流动性不同。由于票据的流通性，票据持有者可到银行或贴现公司进行贴现，换得资金。一般来说，贴现银行只有在票据到期时才能向付款人要求付款，但银行如果急需资金，它可以向中央银行再贴现。但贷



款是有期限的，在到期前是不能回收的。(2) **利息**收取时间不同。贴现业务中利息的取得是在业务发生时即从票据面额中扣除，是预先扣除利息。而贷款是事后收取利息，它可以在期满时连同本金一同收回，或根据合同规定，定期收取利息。(3) **利息率**不同，票据贴现的利率要比贷款的利率低，因为持票人贴现票据目的是为了得到现在资金的融通，并非没有这笔资金。如果**贴现率**太高，则持票人取得**融通资金**的负担过重，成本过高，贴现业务就不可能发生。(4) 资金使用范围不同。持票人在贴现了票据以后，就完全拥有了资金的使用权，他可以根据自己的需要使用这笔资金，而不会受到贴现银行和公司的任何限制。但借款人在使用贷款时，要受到贷款银行的审查、监督和控制，因为贷款资金的使用情况直接关系到银行能否很好地回收贷款。(5) 债务**债权**的关系人不同。贴现的**债务人**不是申请贴现的人而是出票人即付款人，遭到拒付时才能向贴现人或**背书人**追索票款。而贷款的债务人就是申请贷款的人，银行直接与借款人发生债务关系。有时银行也会要求借款人寻找保证人以保证偿还款项，但与贴现业务的关系人相比还是简单的多。(6) 资金的规模和期限不同。票据贴现的金额一般不太大，每笔贴现业务的资金规模有限，可以允许部分贴现。票据的期限较短，一般为2—4个月。然而贷款的形式多种多样，期限长短不一，规模一般较大，贷款到期的时候，经银行同意，借款人还可继续贷款。票据贴现可以使一部分闲散资金所有者互相利用，共获利益。故贴现现在货币市场活动中处于中心地位。票据贴现市场与其他市场相比较，有许多特殊的优点。对银行来说，贴现银行可获得如下利益：利息收益较多；资金收回较快；资金收回较安全等。对于贴现企业，通过贴现可取得短期融通资金。

4、证券投资

证券投资是商业银行为获取收益、分散风险、增强流动性，对有一定期限限定的资本证券的购买行为，美国商业银行业投资对象主要为商业银行投资的证券产品有政府债券、政府机构债券、市政债券、按揭抵押债券(MBS)、资产抵押债券(ABS)、股权投资等。由于我国银行业采取分业经营和管理的方式，投资对象主要是政府债券、政策性银行发行的金融债券以及央行票据。

5、租赁业务

商业银行的租赁业务是指商业银行作为出租人，向客户提供租赁形式的融资业务，包括融资性租赁和经营性租赁。

融资性租赁：当客户需更新或添置大型设备、仪器而资金不足时，由银行出资购买这些设备出租给客户，客户对此具有使用权，并按时交纳租金，银行通过租金逐步收回资金。融资租赁是商品资金形式表现的借贷资金运动形式，是集融资和融物为一体的信用方式，兼有商品信贷和资金信贷的双重特征。在这个过程中，出租人通过出租设备商品的形式向承租人提供了信贷便利；而承租人直接借入设备商品，取得了设备商品的使用权，这实际上就是获得了一笔资金信贷，并在从事生产经营的过程中创造出新的价值。这种既表现出设备融通的贸易形式，又反映了资金融通的信贷方式的融资性租赁。

经营性租赁是指出租人向承租人提供短期设备出租，出租人负责设备的安装、保养、维修、纳税、支付保险费和提供专门的技术服务等，租金高于融资性租赁。经营性租赁是一个反复出租的过程，出租人与多个承租人签订出租合同，租赁物件一般是通用设备或技术含量高，更新速度快的设备。

商业银行的表外业务和中间业务

表外业务表外业务是商业银行从事的不列入资产负债表内但能影响银行当期损益的经营活动。广义的表外业务既包括传统的风险极低的中间业务，还包括金融创新中有风险的一些业务，即狭义表外业务。主



要种类有：**1. 担保类业务**，指商业银行为客户债务清偿能力提供担保，承担客户违约风险的业务。主要包括银行承兑汇票、备用信用证、各类保函等。（一）银行承兑汇票，是由收款人或付款人（或承兑申请人）签发，并由承兑申请人向开户银行申请，经银行审查同意承兑的商业汇票。（二）备用信用证，是开证行应借款人要求，以放款人作为信用证的收益人而开具的一种特殊信用证，以保证在借款人破产或不能及时履行义务的情况下，由开证行向收益人及时支付本利。（三）各类保函业务，包括投标保函、承包保函、还款担保函、借款保函等。**2. 承诺业务**，是指商业银行在未来某一日期按照事前约定的条件向客户提供约定信用的业务，主要指**贷款承诺**，包括可撤销承诺和不可撤销承诺两种。（一）可撤销承诺附有客户在取得贷款前必须履行的特定条款，在银行承诺期内，客户如没有履行条款，则银行可撤销该项**承诺**。可撤销承诺包括**透支**额度等。（二）不可撤销承诺是银行不经客户允许不得随意取消的贷款承诺，具有法律约束力，包括备用**信用额度**、**回购协议**、**票据发行便利**等。**3. 金融衍生交易类业务**，是指商业银行为满足客户保值或自身头寸管理等需要而进行的货币（包括外汇）和利率的远期、掉期、期权等衍生交易业务。

中间业务，是银行不需动用自己的资金，而是依托业务、技术、机构、信誉和人才等优势，以**中间人**的身份代理客户办理收款、付款和其他委托事项而收取手续费的业务。**银行经营**中间业务无须占用自己的**资金**，是在**银行的资产**负债信用业务的基础上产生的，并可以促使**银行信用**业务的发展和扩大。传统的中间业务的主要内容有：**1. 转账结算和汇兑业务**。转账结算业务又称“非现金结算”或“划拨清算”，即用划转客户存款余额的办法来实现货币收支的业务活动。转账结算业务主要是银行支票、银行汇票等结算业务，这是银行中间业务中最频繁最量大的业务。汇兑业务是指商业银行将客户交付的款项汇往异地的指定收款人的业务活动。**2. 承兑与信用证业务**。承兑业务是指商业银行为企业的商业票据进行担保，承诺到期一定付款的业务活动。信用证业务是由银行担保付款的业务，可以解决买卖双方互不了解信用能力的矛盾。信用证是银行有条件的付款承诺，是开证行应开证申请人的要求和指示，开给受益人的书面保证文件，开证行在一定的期限和规定的金额内，只要受益人交来的单据与信用证条款相符，开证银行一定付款。银行经营信用证业务可以从中收取手续费，并可占用一部分客户的资金。**3. 代收业务**。代收业务指银行接受客户的委托，代替客户根据各种凭证收取款项的业务。代收业务的主要凭证有支票、有价证券、商品凭证、外汇和其他票据。**4. 银行卡业务**。银行卡业务是指商业银行通过发行各种形式的银行卡卡人办理存取款、转账支付等的业务活动。银行卡有信用卡、支票卡、记账卡、智能卡等多种形式。**5. 信托业务**。信托业务是指商业银行信托部门接受客户的委托，代替委托单位或个人经营、管理或处理货币资金或其他财产，并从中收取手续费的业务。**6. 保理融资业务（factoring）**。保理是指**出口商**将其现在或将来的基于其与买方订立的货物销售/服务合同所产生的**应收账款**转让给银行，由银行向其提供资金融通、进口商资信评估、销售账户管理、信用风险担保、账款催收等一系列服务的综合金融服务方式。除上述业务之外，商业银行的其他业务还包括代客买卖业务、咨询业务，为客户提供保险箱子计算机服务业务等。

与表内资产负债业务相比，商业银行中间业务呈现以下特点。一是自由度较大。中间业务不像传统的资产负债业务，受金融法规的严格限制。一般情况下，只要交易双方认可，就可达成协议。中间业务可以在场内交易，也可以在场外交易。绝大多数中间业务不需要相应的资本金准备，这导致部分商业银行委托性和自营性中间业务的过度膨胀，从而给商业银行带来一定的潜在风险。二是透明度差。中间业务大多不反映在资产负债表上，许多业务不能在财务报表上得到真实反映，财务报表的外部使用者如股东、债权人和金融监管当局难以了解银行的全部业务范围和评价其经营成果，经营透明度下降，影响了市场对银行潜在风险的正确和全面的判断，不利于监管当局的有效监管。三是多数交易风险分散于银行的各种业务之中。中间业务涉及多个环节，银行的信贷、资金、财会、电脑等部门都与其相关，防范风险和明确责任的难度较大。四是高杠杆作用。这主要是指金融衍生业务中的金融期货、外汇按金交易等业务所具有的特征。由于高杠杆的作用，从事金融衍生业务交易，既存在着大赚的可能性，也存在着大亏的可能性。



与商业银行表内资产业务相比，商业银行中间业务具有以下作用：一是不直接构成商业银行的表内资产或负债，风险较小，为商业银行的风险管理提供了工具和手段。商业银行在办理中间业务的时候，不直接以债权人或债务人的身份参与，不直接构成商业银行的表内资产或负债，虽然部分业务会产生“或有资产”或“或有负债”，但相对于表内业务而言，风险较小，改变了商业银行的资产负债结构。在商业银行的中间业务中，金融衍生业务风险相对较大。但这部分业务在具有一定的风险的同时，也给商业银行管理自身的风险提供了工具和手段，提高了商业银行资产负债管理的能力和风险防范的手段。二是为商业银行提供了低成本的稳定收入来源。由于商业银行在办理中间业务时，通常不运用或不直接运用自己的资金，大大降低了商业银行的经营成本。中间业务收入为非利息收入，不受存款利率和贷款利率变动的影响。由于信用风险和市场风险较小，中间业务一般不会遭受客户违约的损失，即使损失，影响也不大。这样，中间业务能给商业银行带来低成本的稳定收入来源，有利于提高商业银行的竞争能力和促进商业银行的稳健发展。中间业务收入已经成为西方国际性商业银行营业收入的主要组成部分，占比一般为 40%至 60%，一些银行甚至达 70%以上。三是完善了商业银行的服务功能。随着财富的积累、物质生活和文化生活的日益丰富，不管是企业还是个人，对个人理财、企业理财、咨询、外汇买卖、证券买卖等各个方面均存在较大需求，因此，人们对金融服务提出了更多的要求。中间业务的发展，丰富和完善了银行的功能，使银行在提供传统的银行业务之外，能根据客户的需求，不断进行产品创新，提供多方面的服务。西方部分商业银行的中间业务产品已经覆盖了银行业、保险业、证券业、信托业，甚至工商流通领域，成为“金融超市”，具有强大的服务功能，大大提高了银行的竞争能力。

商业银行经营的三性原则

一、商业银行的经营原则的基本内容

商业银行的经营原则一般有三条，即盈利性、流动性、安全性。其中，盈利性是商业银行经营目标的要求，占有核心地位；流动性是清偿力问题，即银行能随时满足客户提款等方面的要求的能力；安全性是指银行管理经营风险，保证资金安全的要求。

二、商业银行的经营原则之间的辩证联系

1、三者之间是相互矛盾的。

盈利性、流动性、安全性三者是相互矛盾的，从盈利性角度看，商业银行的资产可以分为盈利资产和非盈利资产，资金用于盈利资产的比重越高，商业银行收取的利息就越多，盈利规模也越大。从流动性角度看，非盈利的资产如现金资产的库存额越高，商业银行体系应付提现的能力越强，商业银行的流动性越强。从安全性角度看，一般情况下，具有较高收益率的资产，其风险总是较大的。为了降低风险，确保资金的安全，商业银行不得不把资金投向收益率较低的资产。

2、三者之间又是协调统一的。

商业银行经营的首要目标在于盈利，商业银行在实现这个目标的过程中又要受到流动性与安全性的制约，忽视这两者，单纯追求盈利性，商业银行的经营必然陷入混乱。因此，现代商业银行必须在追求盈利性目标的同时，兼顾到安全性和流动性。这各矛盾关系要求商业银行的管理者必须对“三性”原则之间进



行统一协调,只能从现实出发,统一协调,寻求最佳均衡点。对各种风险因素进行综合计量后得出的收益,才是商业银行的实际盈利状况。

商业银行资产管理理论

资产管理理论,是最传统的商业银行管理理论。早期商业银行家认为银行的负债主要取决于客户的存款,银行对此没有决定权,是被动的。而商业银行可以主动安排自己的资金运用,合理安排资产结构,通过资产业务获得尽量高的利润,并保证资产的流动性和安全性。银行管理关键在资产管理,在既定负债所决定的资产规模前提下,实现资产结构的最优化。

根据资产管理理论的分类,主要可以分为三个方面:

- 1、商业贷款理论。商业贷款理论,又叫真实票据理论。商业贷款理论认为,银行的资金,来源于客户的存款,而这些存款是要经常提取的。银行只能将资金短期使用,而不能发放长期贷款或进行长期投资。其次,只有商业贷款能满足银行的既能保持安全性,又有收益,并具有短期贷款性质的要求。
- 2、可转换理论。可转换理论认为:银行的贷款不能仅依赖于短期和自偿性。只要银行的资产能在存款人提现时随时转换为现金,维持银行的流动性,就是安全的,这样的资产不管是短期还是长期,不管是否有自偿性,都可以持有。可转换理论的产生,是商业银行资产的范围扩大,业务经营更加灵活。但是在市场参与者竞相抛售证券时,银行很难不受损失地将所有证券顺利转让。
- 3、预期收入理论。预期收入理论认为:商业银行的贷款,应当根据借款人的预期收入或现金而制定的还款计划为基础。只要借款人的预期收入有保证,即使它是长期贷款,或是不能很快转换的资产,也不会给银行带来流动性问题。该种理论为中长期设备贷款、分期付款的消费贷款和房屋抵押贷款提供了依据,但是银行将经营建立在对借款人未来收入的收入的预测上,承担了信用风险。

商业银行负债管理

负债管理理论产生于20世纪50年代末期,盛行于60年代。当时,世界经济处于繁荣时期,生产流通不断扩大,对银行的贷款需求也不断增加。在追求利润最大化的目标下,银行希望通过多种渠道吸收资金、扩大规模。与此同时,欧洲货币市场的兴起,通信手段的现代化,存款保险制度的建立,大大方便了资金的融通,刺激了银行负债经营的发展,也为负债管理理论的产生创造了条件。负债管理理论是以负债为经营重点,即以借入资金的方式来保证流动性,以积极创造负债的方式来调整负债结构,从而增加资产和收益。这一理论认为:银行保持流动性不需要完全靠建立多层次的流动性储备资产,一旦有资金需求就可以向外借款,只要能借款,就可通过增加贷款获利。

负债管理理论的发展依次经历了以下三个阶段:



(1) **存款理论。** 存款理论曾经是商业银行负债的主要正统理论。其基本观点是：①存款是商业银行最主要的资金来源，是其资产业务的基础；②银行在吸收存款过程中是被动的，为保证银行经营的安全性和稳定性，银行的资金运用必须以其吸收存款沉淀的余额为限；③存款应当支付利息，作为对存款者放弃流动性的报酬，付出的利息构成银行的成本。这一理论的主要特征是它的稳健性和保守性，强调应按照存款的流动性来组织贷款，将安全性原则摆在首位，反对盲目存款和贷款，反对冒险谋取利润。存款理论的缺陷在于它没有认识到银行在扩大存款或其他负债方面的能动性，也没有认识到负债结构、资产结构以及资产负债综合关系的改善对于保证银行资产的流动性、提高银行盈利性等方面的作用。

(2) **购买理论。** 购买理论是继存款理论之后出现的另一种负债理论，它对存款理论作了很大的否定。其基本观点是：①商业银行对存款不是消极被动，而是可以主动出击，购买外界资金，除一般公众外，同业金融机构、中央银行、国际货币市场及财政机构等，都可以视为购买对象；②商业银行购买资金的基本目的是为了增强其流动性；③商业银行吸收资金的适宜时机是在通货膨胀的情况下。此时，实际利率较低甚至为负数，或实物投资不景气而金融资产投资较为繁荣，通过刺激信贷规模以弥补利差下降的银行利润。购买理论产生于西方发达国家经济滞胀年代，它对于促进商业银行更加主动地吸收资金，刺激信用扩张和经济增长，以及增强商业银行的竞争能力，具有积极的意义。但是，其缺陷在于助长了商业银行片面扩大负债，加重了债务危机，导致了银行业的恶性竞争，加重经济通货膨胀的负担。

(3) **销售理论。** 销售理论是产生于 20 世纪 80 年代的一种银行负债管理理论。其基本观点是：银行是金融产品的制造企业，银行负债管理的中心任务就是迎合顾客的需要，努力推销金融产品，扩大商业银行的资金来源和收益水平。该理论是金融改革和金融创新的产物，它给银行负债管理注入现代企业的营销观念，即围绕顾客的需要来设计资产类或负债类产品及金融服务，并通过不断改善金融产品的销售方式来完善服务。它反映了 20 世纪 80 年代以来金融业和非金融业相互竞争和渗透的情况，标志着金融机构正朝着多元化和综合化发展。

负债管理理论的缺陷：①提高了银行的融资成本，因为借款成本通常要比存款利率高。②增加了经营风险，当银行不能从市场借到相应的资金时，就可能陷入困难，而市场是变幻难测的。③不利于银行稳健经营，短期资金来源比重增大，借短放长的问题日趋严重，银行不注意补充自有资本，风险增加了。

资产负债管理理论

资产负债管理理论产生于 20 世纪 70 年代中后期，市场利率大幅上升，使得负债管理在负债成本提高和经营风险增加等方面的缺陷越来越明显。单纯的负债管理已经不能满足银行经营管理的需要。这一时期各国金融管制放松，使得银行吸收存款的压力减小，商业银行由单纯偏重资产或负债管理转向资产负债综合管理。资产负债综合管理理论认为，商业银行单靠资金管理或单靠负债管理都难以达到流动性、安全性、盈利性的均衡。只有通过资产结构和负债结构的共同调整，资产负债两方面的统一协调，才能实现银行经营总方针的要求。

资产负债管理理论是以资产负债表各科目之间的“对称原则”为基础，来缓解流动性、盈利性和安全性之间的矛盾，达到三性的协调平衡。所谓对称原则，主要是指资产与负债科目之间期限和利率要对称，以期限对称和利率对称的要求来不断调整其资产结构和负债结构，在合理经济增长基础上的动态平衡上资产规模与负债规模相互对称，以实现经营上风险最小化和收益最大化。



中央银行的作用

中央银行的性质一般表述为，中央银行是国家赋予其制定和执行货币政策、对国民经济进行宏观调控和管理的特殊的金融机构。

一、中央银行的性质

1. 中央银行是特殊的金融机构，中央银行虽然也称为银行，也办理银行固有的“存、贷、汇业务”，但与普通的商业银行和金融机构相比，在业务经营目标、经营对象和经营内容上都有着本质的区别：（1）从经营目标来看，商业银行以及其他的金融机构作为经营货币业务的机构，一般以追求利润最大化为其经营目标；而中央银行不以盈利为目的，原则上也不从事普通商业银行的业务，而是以金融调控为己任，以稳定货币、促进经济发展为宗旨。虽然中央银行在业务活动中也会取得利润，但盈利不是目的。（2）从服务对象来看，普通商业银行和其他金融机构一般以企业、社会团体和个人为其主要的服务对象；而中央银行在一般情况下不与这些对象发生直接的业务关系。中央银行只与政府和商业银行等金融机构发生资金往来关系，并通过与这些机构的业务往来，贯彻和执行政府的经济政策，并履行其管理金融的职责。（3）从经营内容来看，中央银行独占货币发行权，通过制定和实施货币政策，控制货币供应量，使社会总供给和总需求趋于平衡，而商业银行和其他金融机构则没有这种特权；中央银行接受银行等金融机构的准备金存款和政府财政性存款，但其吸收存款的目的不同于商业银行等金融机构，即不是为了扩大信贷业务规模，而是为了调节货币供应量，因此，其接受的存款具有保管、调节性质，一般不支付利息。中央银行负有调节信用的职能，其资产具有较大的流动性和可清偿性，一般不含有长期投资的成分，可随时兑付清偿，以保证其调节功能的正常发挥。

二、中央银行的职能

中央银行的职能是中央银行的性质在其业务活动中的具体体现。传统上把中央银行的职能归纳为“发行的银行、银行的银行、国家的银行”。随着中央银行制度的发展，现代中央银行的职能有了更加丰富的内容，对中央银行职能的归纳与表述也就多种多样，如有的归纳为服务职能、调节职能和管理职能三大类；有的归纳为政策功能、银行功能、监督功能、开发功能和研究功能五大类，等等。下面我们就按传统的归纳方法进行分析。

1. 中央银行是“发行的银行”。所谓“发行的银行”，主要具有两个方面的含义：一是指国家赋予中央银行集中与垄断货币发行的特权，是国家惟一的货币发行机构；二是指中央银行必须以维护本国货币的正常流通与币值稳定为宗旨。中央银行集中与垄断货币发行权是其自身之所以成为中央银行最基本、最重要的标志，也是中央银行发挥其全部职能的基础。中央银行垄断货币发行权是统一货币发行与流通和稳定货币币值的基本保证。货币发行是中央银行的重要资金来源，也为中央银行调节金融活动和全社会货币、信用总量，促进经济增长提供了资金力量。

2. 中央银行是“银行的银行”。所谓“银行的银行”，其一，是指中央银行的业务对象不是一般企业和个人，而是商业银行和其他金融机构及特定的政府部门；其二，中央银行与其业务对象之间的业务往



来仍具有“存、贷、汇”业务的特征；其三，中央银行为商业银行和其他金融机构提供支持、服务的同时，对其进行管理。具体表现在以下几个方面：（1）**集中存款准备金**。实行中央银行制度的国家通常以立法的形式，要求商业银行和其他金融机构将其吸收的存款按法定的比率向中央银行缴存存款准备金，存款准备金集中于中央银行的“法定存款准备金”账户，成为中央银行的资金来源，并由中央银行集中统一管理。中央银行集中保管存款准备金的意义在于：一方面确保存款机构的清偿能力，从而保障存款人的资金安全，以防止商业银行等存款机构因发生挤兑而倒闭。另一方面中央银行通过调整存款准备金的上缴比率，来控制商业银行的货币创造能力和信用规模，以达到控制总体货币供应量的目的。（2）**充当商业银行等金融机构的“最后贷款人”**。当商业银行和其他金融机构发生资金困难而无法从其他银行或金融市场筹措时，可通过再贴现或再贷款的方式向中央银行融通资金，中央银行则成为整个社会信用的“最后贷款人”。中央银行向商业银行发放贷款的资金主要来源于国库存款和商业银行缴存的存款准备金，如果中央银行资金不足，则可以通过增发货币的方式加以解决。中央银行作为最后贷款人向商业银行和其他金融机构提供资金融通，一方面可以增强整个货币供应的弹性，提高商业银行和其他金融机构的资金流动性；另一方面也可以通过调整再贴现率，起到调控货币供应量和信用规模的作用。充当最后贷款人是中央银行极其重要的职能之一，也确立了中央银行在整个金融体系中的核心地位。（3）**全国资金清算中心**。在存款准备金制度建立以后，各商业银行都在中央银行开设了存款准备金账户和超额准备金账户，各银行之间发生的资金往来或应收、应付款项，都要通过中央银行划拨转账，中央银行遂成为全国的清算中心。清算时只要通过各商业银行在中央银行的存款账户进行转账、轧差，直接增减其存款金额便可完成。中央银行通过组织全国银行系统的清算，一方面为各家银行提供服务，提高了清算效率，加速了资金周转；另一方面也便于中央银行利用清算系统强化对整个金融体系的监管和控制。

3. 中央银行是“国家的银行”。中央银行是国家的银行是指：一方面代表国家制定并执行有关金融法规、代表国家监督管理和干预各项有关经济和金融活动，另一方面还为国家提供多种金融服务。中央银行具有国家的银行的职能，主要通过以下几个方面得到具体体现：（1）**代理国库**。国家财政收支一般不另设机构，而交由中央银行代理。财政的收入和支出均通过财政部在中央银行内开设的各种账户进行。具体包括按国家预算要求代收国库库款，并根据财政支付命令拨付财政支出，向财政部门反映预算收支执行情况，代理国库办理各种收支和清算业务。因此中央银行又被称为国家的总出纳。（2）**代理政府债券的发行**。当今世界各国政府均广泛利用发行国家债券的形式以弥补开支不足。中央银行通常代理国债的发行、推销以及发行后的还本付息等事宜。（3）**为政府融通资金、提供特定的信贷支持**。当财政因先支后收而产生暂时性收支不平衡时，中央银行一般会向政府融通资金、提供信贷支持。各国中央银行一般不承担向财政提供长期贷款或透支的责任。因为向政府发放中长期贷款将会陷入弥补财政赤字而发行货币的泥潭，会导致通货膨胀，危及金融体系的稳定。同样中央银行也不宜在一级市场上承购政府债券。中央银行在二级市场上买卖政府债券虽然也是对政府的间接资金融通，但一般不会导致通货膨胀，反而是中央银行控制货币量的有效手段。（4）**保管外汇和黄金储备，进行外汇、黄金的买卖和管理**。世界各国的外汇、黄金储备一般都由中央银行集中保管。中央银行可以根据国内国际情况，适时适量购进或抛售某种外汇或黄金，可以起到稳定币值和汇率、调节国际收支、实现国际收支平衡的作用。（5）**代表政府从事国际金融活动，并提供决策咨询**。中央银行一般都作为政府的代表，参加国家的对外金融活动，如参加国际金融组织、代表政府签订国际金融协定、参加国际金融事务与活动等；同时，在国际、国内的经济和金融活动中，中央银行还充当政府的顾问，提供经济、金融情报和决策建议。（6）**对金融业实施金融监督管理**。中央银行作为国家最高的金融管理当局，行使其管理职能。其主要内容包括：制定并监督执行有关的金融政策、金融法规、基本制度和业务活动准则等；监督管理金融机构的业务活动；管理和规范金融市场。

三、中央银行的作用



由于商品经济的迅猛发展、经济货币化程度的加深、金融在经济中作用的增强和国际经济联系的推进，中央银行在现代经济体系中的作用就越来越突出，具体表现在以下几个方面：

1. 现代经济发展的推动机

现代化的社会经济本质上是一种货币信用经济，货币资金是社会经济增长的第一推动力和持续推动力。一方面，中央银行作为惟一的发行银行，垄断一国的货币发行权，从理论上说，除了经济增长的适度性制约外，中央银行具有无限供应货币的能力。另一方面，在现代经济发展的要素投入中，资本和劳动的投入均需借助于货币来实现，通过货币才能把各种要素结合为现实生产力，即货币已成为经济发展的一个先决条件。中央银行根据经济发展对货币增长的客观需要增加货币发行，可以充分发挥货币对扩大再生产的第一推动力和持续推动作用。同时，中央银行作为全国货币信用制度的枢纽，通过“最后贷款人”职能的发挥，满足经济发展对扩大信用的需求，支持和促进企业、单位和个体经营者的生产、流通和发展，形成现代社会经济高速发展的巨大支撑力量。

2. 国家调节宏观经济的工具

在现代市场经济体制中，国家调控宏观经济主要依靠货币政策和财政政策，中央银行作为货币政策的制定者和执行者，成为国家最重要的宏观调控部门之一。中央银行根据本国经济、金融的发展情况和国家的金融政策意图，通过国家授权的特定业务操作，改变货币供应和信用量，实现宏观调控的目的。如经济过热，发展速度过快，通货膨胀加剧的情况下，中央银行可通过提高再贴现率、提高商业银行的存款准备金率、在公开市场上出售有价证券等金融手段，降低社会货币需求，减少商业银行贷款供给，缩减存款派生能力，紧缩货币供给，进而达到缓和过热、抑制通货膨胀的目的。相反，如果出现经济萎缩、增长滞缓、物价低迷等通货紧缩状况，中央银行可通过降低贴现率、降低存款准备金率、在公开市场上购进有价证券等政策措施扩大货币信用供给，以刺激经济增长，实现国家经济发展的目的。中央银行作为国家最重要的宏观调控部门之一，对一国经济的持续、稳定和健康发展，发挥着越来越重要的作用。

3. 对外联系的重要纽带

当今全球经济的一体化已成为不可逆转的趋势，中央银行基于其独特的地位，在这一强大趋势中扮演着十分重要的角色，发挥着桥梁和纽带的作用。在各国经济相互依存、共同发展的大格局下，世界经济宏观管理越来越重要。对世界经济的管理需要各国政府的相互协调和密切配合，共同建立和维护新的国际秩序，保证世界经济健康稳定发展，而中央银行就成为担负这一职责的重要国家部门，是国际金融组织的参加者，承担着维护国际经济、金融秩序的责任。

4. 提高经济、金融运行效率的推进器

中央银行金融服务职能的发挥，对提高社会经济和金融的运转效率有着巨大的推进作用。例如，中央银行通过金融调查、统计和金融分析，能够全面、及时地掌握全国经济、金融的信息及其发展动向，作为国民经济运行的温度计和气象台，显然能大大提高政府和中央银行对宏观经济和金融的监管和调控能力。再如，中央银行对各银行和金融机构提供清算服务，有利于实现汇划款项和资金清算同步，变事后清算为事先清算，从而大大提高了清算系统的效率；尤其是电脑和通讯技术在清算系统中的运用，使汇路更畅通便捷，以确保资金周转加速，提高了社会资金的运转效率。

5. 社会经济和金融运行的稳定器



中央银行作为管理全国金融事业的国家机关，对各银行和金融机构进行监督管理，使之能合规、稳健经营，发挥着社会经济和金融运行的稳定器的作用。中央银行制定的金融政策、法令和管理条例，强调的是稳健经营原则，侧重于流动性、安全性目标，因此，能够有效防范和减少各商业银行和金融机构因片面追求盈利而增加的金融风险，通过强化稳健经营而提高金融体系的稳定性。中央银行运用各种金融监管手段，从市场准入、监督检查、紧急救援等方面进行监管，把金融领域的多种隐患消灭在萌芽状态；对一些金融机构的违规行为，运用稽核检查等手段予以纠正，即使对一些出了问题的金融机构，也可及时采取相应补救措施，这一切对维护一国良好的金融秩序具有巨大的作用。

中央银行的资产负债表

中央银行资产负债表称为职能性资产负债表，此类资产负债的最大特点是如实地记录中央银行为了履行传统职能而进行的各项活动或操作，尤其是在经济中作为所有或大部货币最终来源所发挥的特殊作用。

一、中央银行的负债项目

1. **流通中货币**。作为发行的银行，发行货币是中央银行的基本职能，也是中央银行的主要资金来源，中央银行发行的货币通过再贴现、再贷款、购买有价证券和收购黄金外汇投入市场，成为流通中货币，成为中央银行对公众的负债。

2. **各项存款**。包括政府和公共机构存款；商业银行等金融机构存款。作为国家的银行，政府通常会赋予中央银行代理国库的职责，政府和公共机构存款由中央银行办理。作为银行的银行，中央银行的金融机构存款包括了商业银行缴存准备金和用于票据清算的活期存款。

3. **其他负债**。包括对国际金融机构的负债或中央银行发行债券。

二、中央银行的资产项目

1. **贴现及放款**。中央银行作为最后贷款者对商业银行提供资金融通，主要的方式包括再贴现和再贷款。还有财政部门的借款和在国外金融机构的资产。

2. **各种证券**。主要指中央银行的证券买卖。中央银行持有的证券一般都是信用等级比较高的政府证券。中央银行持有证券和从事公开市场业务的目的是为了调节货币供应量，而不是为了盈利，而是通过证券买卖对货币供应量进行调节。

3. **黄金和外汇储备**。黄金和外汇储备是稳定币值的重要手段，也是国际间支付的重要储备。中央银行承担为国家管理黄金和外汇储备的责任，也是中央银行的重要资金运用。

4. **其他资产**。主要包括待收款项和固定资产

存款货币的创造

一、原始存款和派生存款



原始存款是指银行吸收的现金存款或从中央银行对商业银行获得再贷款、再贴现而形成的存款，是银行从事资产业务的基础。原始存款对于银行而言，是现金的初次注入，是银行扩张信用创造存款通货的基础。由于现金和中央银行签发的支票都属于中央银行向流通中投入的货币量，所以，商业银行能吸收到多少原始存款，首先取决于中央银行发行多少货币，其次取决于商业银行对中央银行发行货币的吸收程度。原始存款同派生存款相比具有如下特点：1、在原始存款量的变化中，商业银行处于被动的接受地位。2、原始存款是创造派生存款的基础。3、吸收原始存款可增加商业银行的支付准备金，增强银行的清偿能力。

派生存款是原始存款的对称，是原始存款的派生和扩大。是指由商业银行发放贷款、办理贴现或投资等业务活动引申而来的存款。派生存款产生的过程，就是商业银行吸收存款、发放贷款，形成新的存款额，最终导致银行体系存款总量增加的过程。用公式表示： $\text{派生存款} = \text{原始存款} \times (1 \div \text{法定准备率} - 1)$ ，即经过派生后的存款总额剔除原始存款的部分。

原始存款和派生存款以及派生存款创造的条件原始存款是指银行以现金形式吸收的，能增加其准备金的存款。派生存款的创造必须具备两大基本条件：1、**部分准备金制度**。准备金的多少与派生存款量直接相关。银行提取的准备金占全部存款的比例称作存款准备金率。存款准备金率越高，提取的准备金越多，银行可用的资金就越少，派生存款量也相应减少；反之，存款准备金率越低，提取的准备金越少，银行可用资金就越多，派生存款量也相应增加。2、**非现金结算制度**。在现代信用制度下，银行向客户贷款是通过增加客户在银行存款帐户的余额进行的，客户则是通过签发支票来完成他的支付行为。因此，银行在增加贷款或投资的同时，也增加了存款额，即创造出了派生存款。如果客户以提取现金方式向银行取得贷款，就不会形成派生存款。

影响存款货币创造乘数的诸因素分析。一国货币乘数的大小取决于现金比率（k）、定期存款比率（t）、超额准备金比率（e）、活期存款法定准备率（rd）和定期存款法定准备率（rt）。1. **现金比率（k）**。即流通中的现金占商业银行活期存款的比率。k 值大小，主要取决于社会公众的资产偏好。一般来讲，影响 k 值的因素有：（1）公众可支配的收入水平的高低。可支配收入越高，需要持有现金越多；反之，需持有现金越少。（2）公众对通货膨胀的预期心理。预期通货膨胀率高，k 值就高；反之，k 值则低。（3）社会支付习惯、银行业信用工具的发达程度、社会及政治的稳定性、利率水平等都影响到 k 值的变化。2. **超额准备金率（e）**。e 值的大小完全取决于商业银行自身的经营决策。商业银行愿意持有多少超额准备金，主要取决于以下几个因素：（1）持有超额准备金的机会成本大小，即生息资本收益率的高低。（2）借入准备金的成本大小，主要是中央银行再贴现率的高低。如果再贴现率高，意味着借入准备金成本高，商业银行就会保留较多超额准备金，以备不时之需；反之，就没有必要保留较多的超额准备金。（3）经营风险和资产的流动性。如果经营风险较大，而现有资产的流动性又较差，商业银行就有必要保留一定的超额准备金，以备应付各种风险。3. **活期存款法定准备率（rd）和定期存款法定准备率 rt**。rd 和 rt 的大小是由中央银行直接决定的。4. **定期存款与活期存款间的比率**。由于定期存款的派生能力低于活期存款，各国中央银行都针对商业银行存款的不同种类规定不同的法定准备率，通常定期存款的法定准备率要比活期存款的低。这样即便在法定准备率不变的情况下，定期存款与活期存款间的比率改变也会引起实际的平均法定存款准备金率改变，最终影响货币乘数的大小。综合上述分析说明，货币乘数的大小是由 k、t、e、rd、rt 等因素决定的。也就是说，货币乘数受到银行、企业、个人各自行为的影响，而货币供应量的另一个决定因素即基础货币，是由中央银行直接地控制和供应的。

二、基础货币和货币乘数



基础货币，也称货币基数 (Monetary Base)、强力货币、始初货币，因其具有使货币供应总量成倍放大或收缩的能力，又被称为高能货币 (High-powered Money)。根据国际货币基金组织《货币与金融统计手册》(2000 年版) 的定义，基础货币包括中央银行为广义货币和信贷扩张提供支持的各种负债，主要指银行持有的货币 (库存现金) 和银行外的货币 (流通中的现金)，以及银行与非银行在货币当局的存款。基础货币是整个商业银行体系借以创造存款货币的基础，是整个商业银行体系的存款得以倍数扩张的源泉。从来源上看，基础货币是中央银行通过其资产业务供给出来的。从用途上看，基础货币表现为流通中的现金和商业银行的准备金。从数量上看，基础货币由银行体系的法定准备金、超额准备金、库存现金以及银行体系之外的社会公众的手持现金等四部分构成。其公式为：基础货币=法定准备金+超额准备金+银行系统的**库存现金**+**社会公众手持现金**。基础货币由现金和存款准备金两部分构成，其增减变化，通常取决于以下四个因素：

(1) **中央银行对商业银行等金融机构债权的变动**。这是影响基础货币的最主要因素。一般来说，中央银行的这一债权增加，意味着中央银行对商业银行再贴现或再贷款资产增加，同时也说明通过商业银行注入流通的基础货币增加，这必然引起商业银行超额准备金增加，使货币供给量得以多倍扩张。相反，如果中央银行对金融机构的债权减少，就会使货币供应量大幅收缩。通常认为，在市场经济条件下，中央银行对这部分债权有较强的控制力。(2) **国外净资产数额**。国外净资产由外汇、黄金占款和中央银行在国际金融机构的净资产构成。其中外汇、黄金占款是中央银行用基础货币来收购的。一般情况下，若中央银行不把稳定汇率作为政策目标的话，则对通过该项资产业务投放的基础货币有较大的主动权；否则，中央银行就会因为要维持汇率的稳定而被动进入外汇市场进行干预，以平抑汇率，这样外汇市场的供求状况对中央银行的外汇占款有很大影响，造成通过该渠道投放的基础货币具有相当的被动性。(3) **对政府债权净额**。中央银行对政府债权净额增加通常由两条渠道形成：一是直接认购政府债券；二是贷款给财政以弥补财政赤字。无论哪条渠道都意味着中央银行通过财政部门把基础货币注入了流通领域。(4) **其他项目(净额)**。这主要是指固定资产的增减变化以及中央银行在资金清算过程中应收应付款的增减变化。它们都会对基础货币量产生影响。

货币乘数是指在基础货币基础上货币供给量通过商业银行的创造**存款货币**功能产生派生存款的作用产生的信用扩张倍数，是**货币供给**扩张的倍数。货币乘数的大小决定了货币供给扩张能力的大小。其基本意义是表示中央银行创造或消灭一单位的**基础货币**，能使货币供给量增加或减少的数额。或者说，货币乘数就是货币供给量对基础货币的倍数。货币乘数的这个定义可用公式简要表示：

式中的 m 代表货币乘数， ΔM_b 代表基础货币的改变量， ΔM_s 代表货币供给量的改变量。某一时点的**货币供给量**，由流通中公众持有的现金与存款**货币**（即流转在银行体系内可使用支票转账结算的活期存款）所构成，即上述表达式中的 $C+D$ ，两者分别为**中央银行**和**商业银行**的**货币性负债**。 R 为存款货币银行的存款准备金，是银行在央行的准备存款和银行系统的库存现金之和。 C 与 D 的比称为通货-存款比，由社会公众（包括个人、企业）的现金偏好等因素决定所决定， R 与 D 的比称为准备-存款比，这取决于存款货币银行的行为。这就是说，一定时期的货币供给量是由中央银行，商业银行及社会公众等三个部门共同决定的。如果货币乘数的变动能预测，且其值的变动比较稳定时，中央银行就可以藉控制**基础货币**的各种措施，适当地创造或消灭基础货币量，以调整和控制货币供给量，适应经济运转的正常需要，实现其**货币政策目标**。

货币需求理论

一、传统货币数量论

传统货币数量论最早产生于 17 世纪，当时并不是完整系统的论述，而是散见在许多学者的论述中。其主要意思是货币本身没有内在价值，对经济并不发生实质性的影响，物价水平的变动因此由货币数量的多少决



定的。传统货币数量论在20世纪30年代发展到了顶峰,并采取了数学的表达方式。其中影响最广的是费雪的现金交易数量说和马歇尔、庇古为代表的剑桥学派的现金余额数量说。

1. 费雪的现金交易数量说

美国经济学家欧文·费雪在其1911年出版的《货币购买力》一书中,对传统货币数量论作了系统清晰的阐述。费雪十分注重货币的交易媒介功能,认为货币是用来交换商品和劳务,以满足人们的欲望,货币最终都将用于购买。因此,在一定时期内,社会的货币支出量与商品、劳务的交易量的货币总值一定相等。据此,费雪提出了著名的数量方程式: $MV = PT$,式中, M 代表货币数量; V 代表货币流通速度; P 代表物价水平; T 代表交易总量。费雪分析, V 是由制度因素决定,而制度因素变化缓慢,因而它可视为常数。 T 与产出水平保持一定的比例,大体上也是相对稳定的。因此,费雪认为货币与价格在短期内存在如下所示的函数关系: $M/P = a$ 其中 $a = T/V$ 。交易方程式虽然主要说明 M 决定 P ,但当把 P 视为给定的价格水平时,交易方程式也就成为货币需求的函数: $M = 1/V \cdot PT$ 。这一公式表明,在给定的价格水平下,总交易量与所需要的名义货币量具有一定的比例关系,这个比例就是 $1/V$ 。

2. 剑桥学派的现金余额数量说

以马歇尔和庇古为代表的剑桥学派从微观经济学中关于需求的一般理论出发,对货币需求问题进行了研究。庇古认为,行为人持有货币可以随时满足行为人对于交易的需求(也就是交易动机),因此,货币需求可以根据行为人的效用最大化原则推导出来。由于交易水平与收入水平之间具有稳定的比例关系,货币需求应当与收入水平正相关。此外,剑桥学派认为,由于货币还具有价值储藏功能,因此,持有货币会有一些的机会成本,这样,货币需求就应与利率水平负相关。剑桥学派认为,在短期内,如果其他情况不发生变化(特别是利率保持稳定),有如下的货币需求方程式: $M_d = k \cdot PY$,式中, M_d 代表货币需求量; k 是个常数; P 代表物价水平; Y 代表总收入; PY 代表名义总收入。剑桥方程式表明,实际货币需求由实际收入水平决定,并且与实际水平同比例变化。

3. 费雪与剑桥学派的比较

费雪和剑桥的古典经济学家都发展了货币需求的古典理论,而且他们的货币需求公式的数学意义基本相同,但他们在很多地方还是有很大差别:①费雪重视货币作为媒介的功能,认为货币是为了便于交换;而剑桥学派强调货币的价值贮藏手段的功能,认为不仅交换需要货币,而且持有货币也是持有资产的一种形态。②与费雪不同,剑桥学派以收入 Y 代替了交易量 T ,以个人持有货币需求对收入的比 K 代替了货币流通速度。因为剑桥学派是以个人货币需求作为考虑的出发点,其自变量当然是收入,而不是社会的交易量,相应地也就必然有一个新的系数 K 来代替 V 。③费雪重视影响交易的金融及经济制度等因素;而剑桥学派则重视持有货币的成本与持有货币的满足程度的比较,重视预期和收益等不确定性因素。④费雪没有明确地区分名义货币需求与实际货币需求,所以,交易次数、交易量以及价格水平都影响到货币的需求;而剑桥学派的货币需求是实际货币需求,它不受物价水平的影响,物价变动只能影响名义货币需求。显然,费雪和剑桥学派的着眼点是不同的,费雪主要是从整个宏观经济的角度来考察货币数量与整个经济的最终产品和劳务支出总量之间的关系,而剑桥学派着眼点是个人对货币持有的需求,重视微观主体的行为。

剑桥学派的现金余额数量说比较费雪的现金交易数量说是货币需求理论的一大进步。尽管两者理论方程式中 K 与 V 在数学上是倒数关系,但是,在经济意义上却有着因果关系,是货币的停留时间决定货币的流通速度。在这个意义上,货币流通速度只是描述了货币流通中的现象,而 K 的研究才进入到决定这种现象的原因探讨,后来的凯恩斯、弗里德曼的研究正是沿着这个方向作进一步的展开。剑桥学派的现金余额数量说因此比费雪的现金交易数量说具有更新的承前启后的意义。

二、凯恩斯学派的货币需求理论

1. 凯恩斯的流动性偏好理论

凯恩斯经济理论是在二十世纪二三十年代资本主义经济出现大萧条的背景下产生的。他强调经济的长期性和非充分就业。凯恩斯在其1936年出版的《就业、利息和货币通论》一书中,对货币需求提出著名的



流动性偏好理论。凯恩斯把行为人对货币的需求称为流动性偏好,他认为形成流动性偏好是出于以下三个动机:(1) 交易动机。指人们为日常交易而持有货币。对这个问题的研究,是对剑桥传统的继承,因为费雪和剑桥学派的理论都假设个人持有货币的动机是因为货币具有交易媒介的功能,可用来完成每日的交易。凯恩斯进一步指出货币的交易需求主要由人们的交易水平决定,而交易水平与收入成正比(2) 预防动机。又称谨慎动机,是指为了预防意料之外的情况而产生的持币愿望。它的产生主要因为未来收入和支出的不确定性,为了防止未来收入减少或支出增加这种意外变化而保留一部分货币以备不测。凯恩斯认为,人们愿意持有的预防性货币余额主要取决于人们对未来交易水平的预期,从而使得预防动机的货币需求与收入成正比。(3) 投机动机。是指愿意持有货币以供投机之用。其原因是相信自己对未来的看法,较市场上一般人高明,想由此从中获利,所以愿意持有货币以供投机之用。这是凯恩斯作出同古典学派不同并运用规范化的分析

建立起的函数方程式,这也是他对货币需求理论的发展做出的重大贡献之所在。投机动机的货币需求取决于三个因素,即当前市场利率、投机者正常利率水平的目标值以及投机者对利率变化趋势的预期。其中第三个因素依赖于前两个因素,所以投机动机的货币需求实际上取决于当前市场利率水平与投机者对正常利率目标的取值之差。从总体分析,如果当前市场利率水平较低,那么预期利率上升的投机者就会越多,从而以货币形式持有其财富的投机者也就越多,货币的投机性需求就越大;反之亦然。所以,货币的投机性需求是当前利率水平的递减函数。综上,凯恩斯的货币需求函数如下:

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

式中, M_1 代表交易动机和预防动机引起的货币需求,它是 Y 的函数; M_2 代表投机动机的货币需求,是 r 的函数; L 是作为“流动性偏好”函数的代号,货币最具有流动性,所以流动性偏好函数也就相当于货币需求函数。

值得注意的是,凯恩斯提出,当利率降低到某一低点后,货币需求就会变得无限大。这时,没有人会愿意持有债券或其他资产,每个人只愿意持有货币。这就是著名的“流动性陷阱”。如图,当利率降至 r_0 时,货币需求曲线变成与横轴平行的直线,在该直线部分,货币需求的利率弹性变得无限大。

2. 后凯恩斯派的鲍莫和托宾的现金管理模型

后凯恩斯派的鲍莫和托宾首先正式将货币交易需求的利率弹性和规模经济特点用数学公式表达出来,这一理论被称为“鲍莫-托宾模型”。它分析了持有现金的好处和坏处,持有现金的好处在于可以节省往返银行所需的时间及各种麻烦,而坏处在于损失了银行利息。他们发现人们持有现金的平均数量与去银行提取现金的频率有关。假如一个人一年需要花费 Y 元,如果他只去一次银行,则他在年初持有从银行一次性提出的 Y 元,然后随着他不断地开销,所持有的现金数量逐渐下降,到年末为零,这样他一年之中的平均持有现金量为 $Y/2$,如果这个人一年之中去银行 N 次,则每次只需提出 Y/N 元,这样他持有现金的平均数量就是 $Y/(2N)$ 元。鲍莫和托宾注意到,人们在进行现金管理的时候,将承担两种成本:一种是所放弃的银行利息,等于 $iY/(2N)$;另一种是往返银行所花费的时间及麻烦,我们将其称为交易成本。假设每次往返银行的各种麻烦及所花费时间相当于 F 元的损失,且这一损失是常数,则交易成本等于 FN 。总成本相当于利息损失和交易成本之和: $C = iY/(2N) + FN$,这两种成本是此消彼长的,如果货币持有人去银行提钱的次数较多,他承担的交易成本较高而利息损失较低,如果货币持有人去银行提钱的次数较少,则损失了较多的利息,但节省了较多的交易成本。货币持有人通过选择合适的次数 N ,使总成本达到最小,则最优的去银行次数:因此,最优的持有现金的平均量则为:

$$N^3 = (iY/2F) \cdot 1/2$$

因此,最优的持有现金的平均值则为:

$$Y/(2N^3) = (YF/2i) \cdot 1/2$$

这就是著名的“平方根公式”。它表明现金交易需求与收入的平方根成正比 L_h ,而与利率的平方根成反比。

3. 后凯恩斯派的惠伦模型

美国经济学家惠伦认为,预防性货币需求产生于未来的不确定性,因此,人们实际保持的货币往往比预期所需要的多一些,其中超额部分就属于预防动机的货币需求。他认为,影响最适度预防性货币需求的因素



主要有三个:一是非流动性的成本,二是持有该现金余额的机会成本,三是收入和支出的平均值和变化的状况。非流动性成本是指因低估在某一支付期间内的现金需要而付出的代价,即少持有或不持有预防性货币余额而可能造成的损失,该成本之高甚至是很难估量的。持有预防性现金余额的机会成本则是指为持有这些现金而需放弃的一定利息收益。以上非流动性成本和持有预防性现金余额的机会成本构成了持有预防性现金余额的总成本: $C = r \cdot M + N \cdot b$, 式中, r 代表利率, M 代表预防性现金的平均持有额, b 代表每次将非现金资产转换成现金的手续费, N 代表一定期间内这种转换的可能次数。慧伦假设,企业和家庭都是风险规避者,所以,在估计净支出可能超过预防性现金余额时,即作最保守的估计,取 $N = S^2 / M^2$, 其中 S 为净支出的标准差,则有: $C = r \cdot M + (S^2 / M^2) \cdot b$ 。因此,货币持有者选择最适度的预防性现金余额为: $M^3 = (2S^2 b / r) \cdot 1/3$ 。上式表明,最适度的预防性现金余额同净支出分布的方差 S^2 、非流动性的成本 b 成正相关,与持有现金余额的机会成本率 r 成负相关。

三、弗里德曼的现代货币数量论

美国经济学家米尔顿·弗里德曼在其1956年出版的《货币数量论:一种新的解释》一文中,给传统货币数量论以新的解释。他认为货币数量论并非关于产量、货币收入或物价的理论,而是关于货币需求的理论,是明确货币需求有何种因素决定的理论。他认为,影响货币需求的因素是多种多样的,他用一个多元函数来表示货币需求,其公式为:

$$M_d = f(p, r_b, r_e, 1/p \cdot dp/dt, Y, w, U)$$

式中, M_d 代表名义货币需求量, f 代表函数关系, p 代表物价水平, r_b 代表固定收益的债券利率, r_e 代表非固定收益的证券利率, $1/p \cdot dp/dt$ 代表物价变动率, Y 代表恒久性收入, W 代表非人力资本对人力资本的比率, U 代表反映主观偏好和风尚及客观技术与制度等因素的综合变数。这个货币需求函数被称为现代货币数量论的新解释。在影响货币需求的多种因素当中,弗里德曼认为各种形式资产总和的财富总额是最重要的变量,但由于财富总额的直接计算比较困难,故以收入来代替。又由于年度收入常受各种因素的影响而经常变化,故弗里德曼提出了恒久性收入的概念,就是所有未来预期收入的折现值,也可以称为长期收入的平均预期值。弗里德曼的货币需求函数是对单个财富持有者提出的,但是,只须排除 w 即成为企业的货币需求函数。弗里德曼还认为,如果略去 Y 、 w 在分配上的影响则上面的货币需求函数就能应用于全社会,即 M 代表社会货币需求总量, Y 代表按不变价格计算的国民收入, W 则为以财产形式所表示的总财富的那一部分。

四、凯恩斯学派与弗里德曼的比较

尽管凯恩斯和弗里德曼都追随他们剑桥学派的传统,但是它们的货币需求和货币政策理论有着很大的差别。这种差别构成两大学派长期争论的主要内容。

(1) 关于货币需求量的决定

在凯恩斯学派的货币需求理论,人们持有货币的三大动机中决定交易动机与预防动机的是货币收入水平,而决定投机动机的是利率的高低。在短期内,货币收入是相当稳定的,因此决定货币需求量的主要因素是利率的变化。利率的变化是经常的,所以对货币的需求量不稳定。弗里德曼则认为,决定货币需求量的主要因素是恒久性收入,因此利率对货币需求量的影响很小,而恒久性收入对货币需求量的影响较大。因为恒久性收入是指人们在长期中的正常收入,这种收入的稳定,决定了货币需求的稳定。

(2) 关于货币政策的选择

凯恩斯学派比较重视财政政策,而相对轻视货币政策。弗里德曼从货币的至关重要中,引出货币政策的重要性。凯恩斯学派主张“逆经济风向”行事的货币政策,而弗里德曼则强调规则的货币政策。凯恩斯从有效需求不足出发,认为资本主义经济的运行是不稳定的,所以主张实行国家干预,即通过财政政策与货币政策来调节经济。在这两种政策中,凯恩斯更加重视财政政策的作用,这不仅因为财政政策是政府当局的主动性行为,而货币政策则要通过影响人们的投资消费欲望再影响它们的支出,其方式迂回,效果较差,更因为在危机时期,人们的货币需求趋于无穷大,货币供给的增加很可能进入到流动性陷阱,从而无法对国民收入产



生积极影响。

弗里德曼则坚持剑桥的经济学传统,他主张依靠自由市场的调节作用,取消国家对经济活动的人为干预,这就实际上淡化了财政政策的作用,而突出货币政策的效果。他反对凯恩斯“逆经济风向”行事的货币政策,因为他认为这种政策充其量只能在短期中增加产出,而在长期中只会造成物价水平的上涨,不仅如此,因为经济运行有其固有的周期性倾向,而管理层对经济形势的认识、判断和决策,以及政策生效都有一段时差。从而不是“熨平”,而是扩大经济波动的幅度。所以弗里德曼则主张采取“规则”的货币政策,即不管经济运行处于什么状态,货币供给都按预期的经济增长率和物价上涨率之和增长。这就能给经济提供一个稳定的金融背景,避免凯恩斯学派财政政策和货币政策的扰乱,从而抵消经济体制中由其他原因所引起的动荡。

五、对货币需求理论的综合比较

(1). 关于考察对象

费雪的数量方程式已将古典理论中货币代表物金币排除在外,同时开始注意存款通货。凯恩斯较为明确指出,他说的货币就是现钞和支票存款。而弗里德曼所说的货币已是较大口径的M2。显然,随着货币需求理论的发展,考察对象已从金到纸币再到一切可称为货币的金融资产,这本身说明货币需求理论正逐步走向成熟。

(2). 关于考察范围

费雪的货币需求理论是从宏观总量上考察货币需求,而从剑桥学派开始,货币需求理论的思路就转向微观主体行为的持币动机,从而扩大了对货币需求考察的范围。

(3). 关于对影响货币需求变量分析

费雪的现金交易数量说阐明总支出仅仅决定于货币数量的变动,而对利率波动不具有敏感性。剑桥学派认为对实际余额的需求是与实际收入成比例的,且不排除利率对货币需求的影响。凯恩斯提出了持有货币的三种动机,他将其归结成流动性偏好理论,并认为货币需求的交易成分和预防成分同收入成比例,而货币需求的投机成分对利率及关于利率未来动向的预期极为敏感。费里德曼的货币需求理论将货币视作任何一种资产,运用资产需求理论得出了货币的需求是持有货币的机会成本和恒久性收入的函数。上述看出,西方货币需求理论实际上是伴随着对影响货币需求变量分析的深化而发展的。

商业银行的超额准备金

超额准备金是指商业银行及存款性金融机构在中央银行存款帐户上的实际准备金超过法定准备金的部分。其计算公式为: $\text{存款准备金} = \text{库存现金} + \text{商业银行在中央银行的存款}$ $\text{法定存款准备金} = \text{法定存款准备金率} \times \text{存款总额}$ $\text{超额存款准备金} = \text{存款准备金} - \text{法定存款准备金}$ 。商业银行持有超额准备金,通常有两种动机:一是成本和收益动机;另一个是风险规避动机。

1、成本和收益动机。通常情况下,商业银行在央行的准备存款是没有利息的,而一笔资金用于贷款或证券投资则能获得收入,因此商业银行从机会成本的角度考虑则会尽可能把超额准备金压低到最低限度。如果商业银行保有的超额准备金能得到一定的利息收入,那么银行就要进行运用与否的成本和收益的衡量、对比。



2、风险规避动机，是指商业银行为了防止存款流出所可能造成的损失而采取保有超额准备金的考虑。银行在经营过程中，如果出现存款大量流出的情况，若无超额准备金作为缓冲，就得采取诸如出售证券、抽回贷款、向央行借款、同业拆借等行动，这会增大成本，使资产负债管理工作限于被动；如果流动性问题无法解决，银行甚至会面临倒闭的威胁。这说明银行保有超额准备金数量与预期存款流量成正相关关系。如果在某一时期银行预期存款流动有相当大的不确定性，就会增加超额准备金的保有数量；反之亦然。

从趋势看，我国金融机构超额存款准备金率逐年下降。主要原因包括：一是1998年3月中国人民银行改革存款准备金制度后，法定存款准备金可用于营业日中支付清算。二是随着超额存款准备金利率逐步下调和商业银行股份制改革不断推进，金融机构更加注重提高资金使用收益，主观上倾向于降低超额存款准备金率水平。三是金融市场深度和宽度不断拓展，货币市场短期融资工具增加，金融机构债券资产持有规模大幅增加等，客观上为其提高流动性管理水平创造了有利条件。四是随着中国人民银行支付清算技术的进步和系统发展，支付清算效率大大提高，为金融机构进一步降低超额存款准备金率提供了技术支持。总体上看，超额存款准备金率持续下降是金融机构自愿选择的结果。

从近两年看，受资本市场波动、资金流动和政策预期等多种因素影响，金融机构超额存款准备金率波动较大。2006年以来，资本市场的发展变化成为引起超额存款准备金率大幅波动的主要因素之一，特别是大盘股发行期间，大规模资金跨银行、跨地区流动，金融机构资金来源稳定性下降，从而需要提高超额存款准备金率；而在股票发行结束后，超额存款准备金率又回复到正常水平。此外，金融机构对宏观调控政策的预期及其他市场突发事件也有可能增加超额存款准备金率的波动性。分机构看，受清算效率、流动性管理偏好等因素的影响，不同类型商业银行的超额存款准备金率存在一定差异。一般地，融资能力相对较弱、系统内部资金调剂效率相对较低的中小商业银行倾向于持有较高的超额存款准备金率；国有独资商业银行的超额存款准备金率则处于相对较低水平。金融机构自身流动性管理是一个动态过程，其准备金需求增加时既可通过货币市场融资方式解决，也可以通过调整资产结构等方式实现。金融机构应根据自身资产负债状况、银行体系流动性、货币市场利率及预期等因素，将超额准备金率保持在相对合理的水平，前瞻性地应对银行体系流动性波动可能带来的影响。

货币供给的外生性和内生性

一、货币供给外生性

货币供给外生性指的是货币供应量由中央银行在经济体系之外，独立控制。其理由是，从本质上看，现代货币制度是完全的信用货币制度，中央银行的资产运用决定负债规模，从而决定基础货币数量，只要中央银行在体制上具有足够的独立性，不受政治因素等的干扰，就等从源头上控制货币数量。由美国货币学派代表人物M. 弗里德曼提出的一种货币供给理论，认为货币供应量主要是由经济体系以外的货币当局决定的，货币供给具有外生性，是外生变量。货币当局可以通过发行货币、规定存款—储备比率等手段来控制货币供应量。

在弗里德曼的货币供给理论模型中，货币供应量的决定因素主要有：①强力货币H（基础货币）；②存款—准备金比率D/R；③存款—通货比率D/C。在这三项决定因素中，强力货币反映货币当局的行为，存款—准备金比率反映商业银行的行为，存款—通货比率反映非银行部门的行为。其中，强力货币可由货币当局直接控制，商业银行从强力货币中吸收存款准备金及其所意愿保有的超额准备金，非银行部门从强力货币中吸收通货以满足其货币需求，因而强力货币对D/R和D/C产生决定性的影响。因而货币当局可以通过控



制强力货币来控制货币供应量，货币供应量可以说是由货币当局在经济货币体系以外决定的，是一个外生的可控的变量。

二、货币供给的内生性

货币供给内生性 (Money Supply Endogeneity) 指的是货币供应量是在一个经济体系内部由多种因素和主体共同决定的，中央银行只是其中的一部分，因此，并不能单独决定货币供应量；因此，微观经济主体对现金的需求程度、经济周期状况、商业银行、财政和国际收支等因素均影响货币供应。

1、托宾关于货币供给的“新观点”

托宾是当代货币供给内生论的最著名代表。对于弗里德曼的货币外生性理论，J. 托宾指出，弗里德曼货币理论模型中的三个变量，即强力货币、存款—准备金比率和存款—通货比率之间实际上存在着交叉影响，存款—准备金比率和存款—通货比率往往随着实际经济活动的涨落而变动，从而不能假定为一常数，它们的变动也是极不稳定的。就存款—通货比率的变动而言，实际经济活动的扩张往往会增加非银行部门对通货的需求，使存款—通货比率在经济活动达到顶峰之前便开始下降，而实际经济活动的收缩则往往会导致通货由非银行部门向商业银行回流，从而使存款—通货比率在经济活动降至谷底之前便开始回升。可见，存款—通货比率与实际经济活动存在着因果关联，二者往往反向变动，货币当局很难通过强力货币的变动将其纳入自己的政策意向轨道。就存款—准备金比率的变动而言，商业银行的准备金系由法定准备金与超额准备金共同构成，超额准备金的多少主要取决于持有超额准备金的机会成本。在经济衰退时期，短期利率趋于零，强力货币越多，商业银行持有超额准备金的意愿就越强，强力货币与存款—准备金比率反向变动，中央银行难以通过控制强力货币来控制货币供应量。

他认为，货币当局与一般银行不是可以任意创造货币与信用，也不是每新增一笔准备金就得增加一笔或一连串的贷款，一切都得依据成本与收益的比较来决定，其信用创造受其贷款边际收益与存款边际成本相等的制约。货币同其他金融资产一样，其供给和需求不仅取决于这种资产本身的价格和收益，且决定于其他所有资产的价格和收益。在托宾看来，若是各经济主体根据收入、利率率、风险等选择资产结构的结果是货币需求增加，则利率会提高，银行会千方百计解决准备金问题(如压缩超额准备、提高定期存款减少活期存款以释放部分准备金、借款等)，从而以更多的货币供给来满足这一需求；若货币需求缩减，银行就无法强迫公众接受货币供给，多余的货币供给会被公众以还债等方式退回来。因此，货币供给与其他金融资产的供给一样，决定于商品生产和商品流通过程本身，货币供给因受到货币需求的制约而内生。

托宾认为，在现代竞争性的金融世界里，随着金融体系的日益发达及其内部竞争的加剧，金融机构趋于同样化的发展道路，各种非银行金融机构蓬勃兴起。这种货币金融新的发展趋势使得各种银行金融机构与非银行金融机构在资产运用与负债经营上相互交叉，彼此融合，从而冲淡了货币与其他金融资产、商业银行与其他金融机构的传统区别，人们的注意力已经从货币数量和货币流通速度转向所有资产的供求，并以利率和资产收益结构、信用可得性取代货币量，作为连结货币金融体系及政策与实际经济活动的纽带。其结果是，非银行部门的货币需求受其资产偏好制约，包括商业银行在内的所有金融机构的基本职能都是同时满足借贷双方的资产偏好。其中，每一类金融机构的贷款利率都应恰好等于它支付给债权人的边际利率，这就使借贷双方的资产偏好在决定银行存款从而在整个货币供给方面都起举足轻重的作用，进而使商业银行与其他金融机构不再存在“货币创造者”与“非货币创造者”的严格区分。这就是说，在竞争性金融世界里，随着金融体系的日益发达及其内部竞争加剧，随着公众可选择的资产持有形式的日益多样化及其相互替代性的增强，一方面，商业银行的存款和资产规模要受存款的资产偏好和银行的贷款、投资机会



的影响，另一方面，其他非银行金融机构的存款创造能力也会随其贷款融资活动的增加而提高。这样，就货币创造能力而言，它们只有程度上的差异，而无本质上的区别。而公众资产偏好导致的资产结构又是实际经济活动经常调整变动的结果，这就使货币供给的变动往往是内生的。因此，在托宾的理论体系中，货币是内生货币，而不是游离于经济活动之外的外生货币，货币供应量是由货币当局、商业银行和非银行部门在经济体系以内共同决定的，难以由货币当局直接控制。

托宾虽然力主货币供给的内生性，但他并不因此否认货币当局控制货币供应量的有效性。他指出，商业银行的存在，即使它不受控制，也并不意味着通过强力货币供给所实行的货币控制对经济没有影响；非银行金融机构的存在也并不意味着对商业银行的货币控制形同虚设。即使不受控制的非银行金融机构的资产和债务的增减完全能够抵消受控制的商业银行的货币资产强制性的反向变动，货币当局对货币供应量的控制仍然起作用问题只是在于货币资产与其他金融资产之间、商业银行的货币创造能力与非银行金融机构的货币创造能力之间的替代性，会大大降低货币当局对货币供应量的控制效果。

2、后凯恩斯主义者的内生性货币供给理论

后凯恩斯货币经济学家的代表人物西德尼温特劳布和尼古拉斯卡尔多在 20 世纪 70 年代提出的内生货币理论是从另外一个角度进行论证的，即中央银行不得不迁就市场的需要而使货币有所增加。

温特劳布认为，商品价格是在劳动成本及劳动成本之上的某种加成决定的。假定劳动生产率随时间的推移而提高的速度是相对稳定的，如果名义工资率(w)的相对增长率超过平均劳动生产率(A)的提高，物价(P)就会上升，从而社会名义收入(Py)也就增加，货币需求随之增加。如果此时中央银行拒不增加货币供给，就会导致利率上升，投资、真实收入以及就业量就要缩减，以使货币需求与供给在低收入水平上被迫相等。这当然是中央银行，特别是政府当局所不愿看到的。因此，只要货币工资在谈判桌上外生地决定，货币当局就最多只能保证货币的充分供给，以消除充分就业和增长的金融障碍。

卡尔多认为，中央银行的基本职责是作为最后的贷款人，通过贴现窗口，保证金融部门的偿付能力。中央银行为了防止信贷紧缩导致灾难性的债务紧缩，货币当局除了满足“交易需求”之外，别无选择，否则整个金融系统都将面临流动性不足的困难。该观点表明，在中央银行制定和维持的任何既定利率水平上，货币供给曲线的弹性都无限大，即货币需求创造自己的货币供给，供给因此而能满足经济对货币的需求，货币供给曲线呈水平。

80 年代末，莫尔又将上述理论进一步推向深化，对金融运行机制变化的影响进行了深入探讨。莫尔的理论主要包括以下几点：

(1) 信用货币的供给内生。莫尔把货币分为三种，商品货币、政府货币和信用货币。商品货币是从各种实物演变而来，最后体现在黄金上的货币；政府货币是由政府发行债券而沉淀在流通中的货币，这两种货币都是外生的；信用货币是商业银行发行的各种流通和存款凭证，它们形成于商业银行的贷款发放，而这又取决于公众对贷款的需求和贷款的期限，因而信用货币的供给并不脱离于其需求，具有内生性。

(2) 基础货币内生。中央银行买卖有价证券的对象是追求利润最大化的商业银行，它们通常已经将其资产用于有价证券或者商业贷款，一般不会有闲置的资金参与公开市场买卖。商业贷款在发放之前就有规定的偿还日期，企业的生产周期也限制它们提前还贷，因此商业银行很难提前收回贷款。商业银行是否出售手头持有的有价证券也取决于其自身的成本收益比较，只有政府证券的价格降低到一定程度从而使其收益率超过、或至少是相当于商业银行现有的有价证券，才会吸引商业银行购买，而这时利率之高又是政府所



不能承担的。所以，中央银行不能顺利地通过公开市场操作决定基础货币量。在再贴现的运用上，中央银行完全处于被动的地位，提高再贴现率虽可遏制商业银行的贷款需求，但它却不能阻止商业银行向贴现窗口寻求基础货币的补充。中央银行从理论上讲，拥有拒绝提供贴现的权力，但这种拒绝不仅会形成沉重的政治压力，甚至可能危及银行系统的流动性。

(3) 负债管理使基础货币自给。莫尔指出，60年代开始的金融创新，使商业银行可以直接在金融市场上筹集资金，而无需等待中央银行的基础货币注入。商业银行已由原来的资产管理转向负债管理，其主要资金来源已由原来的吸引存款为主转变为直接在金融市场上发行融资工具，欧洲美元市场的发展更加方便了商业银行从国际市场上筹集所需的资金。由于一家企业往往与多家银行建立业务关系，这样，处于激烈竞争环境下的商业银行，为保持与客户的稳定关系，只能随时发行可上市的存款凭证来满足企业的货币需求。由于所有可上市的金融工具几乎都不受中央银行直接控制，这就使商业银行比以往任何时候都不依赖中央银行。

(4) 银行角色转换传导的内生性。莫尔把金融市场分成批发市场和零售市场，前者是商业银行筹集资金的市场，后者是商业银行发放贷款的市场。在批发市场上，商业银行是贷款条件的接受者和贷款数量的决定者，而在零售市场上，商业银行则是贷款条件的决定者和贷款数量的接受者。这就是说，公众在零售市场上对于资金的需求将通过商业银行直接传导至包括中央银行在内的批发市场予以满足，货币供给因而由货币需求决定。

此外，莫尔还否定货币乘数的意义，认为它不能解释创造货币过程中的因素及其创造的过程，以往的货币供给等于基础货币乘以乘数的等式仅仅是对现象的描述，而不是对现象的解释。政府无法控制信用货币的供给。

3、对内生性货币供给理论的评价。从以上对货币供给内生论的介绍可以看出，它在对非银行金融机构及其金融资产的作用、中央银行对政治压力的屈从、商业银行对负债管理的重要性方面的强调有过头之嫌，但它毕竟对传统的货币经济理论作出了很大贡献。在货币控制上，不管是凯恩斯主义逆风向而动的相机抉择，还是货币主义不变增长率的固定规则，甚至理性预期学派的货币政策无效论，都以货币供给的外生性作为其理论前提。但是，从20世纪60年代兴起的金融创新浪潮，使得传统的货币定义日益模糊，除商业银行以外的其他金融机构在信用创造过程中发挥着越来越大的作用。这样，就使建立在传统外生性货币供给理论之上的货币控制的效果大打折扣。货币供给的内生论无疑使我们对此类问题的观察有了一个新的视角。它使得货币当局在制定和实施货币政策时，要注意对公众货币需求的预测，研究影响货币乘数变动的因素。为提高货币政策的效果和精准度，中央银行还应采取措施合理引导公众预期，使之朝着合乎政策当局意愿的方向发展。中央银行也不应仅仅是对商业银行和货币供应量的控制，而要注意对包括商业银行在内的整个金融体系所创造的信用规模的控制。

财政赤字与货币供给

财政赤字是影响一国货币供给的重要因素，但财政赤字并不一定必然导致货币供给增加，财政赤字对货币供给的影响主要是由财政赤字的弥补方式及其规模决定的。在比较发达的市场经济中，政府弥补财政赤字的办法不外三种：增加税收、增发政府债券和变动基础货币。



1、增加税收。属于紧缩性措施。增加税收包括开增新税、扩大税基和提高税率。从短期效果来看，它并不会直接缩减货币供给，因为从个人、公司征收到财政的货币必然要支出，用于转移性支付，最后又会流到个人、公司，货币的总量不变。增加税收会降低投资的积极性，降低对贷款的需求，从而可能成为控制货币增长的因素。

2、增发货币。增发货币是弥补财政赤字的一个方法，通常情况是：财政部发行债券，中央银行直接收购。财政部用出售债券的收入支付商品、服务或其他支出。公司、个人收入货币存入银行，银行则相应增加了在央行的准备存款。债券出售给公司或商业银行，从而造成银行准备金的减少，但这些债券或抵押或出售给中央银行，中央银行购买债券的支出又会补足了商业银行的准备金。而财政把出售债券的收入再支出，则仍然成为准备金增加的因素。

3、发行公债。通过发行公债来弥补财政赤字是世界各国通行的作法。如果债券的购买者是公众或商业银行，并不直接产生增加供给的效应。因为政府取得货币后，流通中的货币虽以同等金额减少，但是政府将这笔货币再用于购买支出时，这些流通的货币又会回到流通系中。具体过程是：公众开出商业银行的支票或是商业银行开出自己支付的支票，这都使各银行在中央银行的准备金减少。但财政支出后，这些准备金又会恢复。准备金不变，创造货币的规模也不会变。居民或企业的购买资金不同，具体的货币效应也有所不同。一是用现钞或活期存款购买，意味着 M1 相应缩减，财政再用于支出，又形成 M1 的供给，因而 M1 的供给规模不变；二是用储蓄或定期存款购买，意味着 M2 中的准货币减少，而财政支出形成 M1 时，虽然货币供给总规模不变，但 M1 的规模增加，对市场均衡必将产生一定影响。

国际收支专题汇总

一、 国际收支和国际收支平衡表

国际收支是一种统计报表，系统的记载了在一定时期内经济主体与世界其他地方的交易。大部分交易在居民与非居民之间进行。国际收支是一个流量概念，所反映的内容是经济交易，包括：商品和劳务的买卖、物物交换、金融资产之间的交换、无偿的单向商品和劳务的转移、无偿的单向金融资产的转移。国际收支记载的经济交易是居民与非居民之间发生的。

国际收支平衡表是反映一定时期一国同外国的全部经济往来的收支流量表。国际收支平衡表是对一个国家与其他国家进行经济技术交流过程中所发生的贸易、非贸易、资本往来以及储备资产的实际动态所作的系统记录，是国际收支核算的重要工具。通过国际收支平衡表，可综合反映一国的国际收支平衡状况、收支结构及储备资产的增减变动情况，为制定对外经济政策，分析影响国际收支平衡的基本经济因素，采取相应的调控措施提供依据。

1、经常账户

经常账户或称经常项目。它是国际收支平衡表中最基本、最重要的项目。经常账目的净差额是计量一经济体储蓄水平的重要内容。反映一国同其他国家之间资源的转移。**(1)货物与服务。**①货物：货物通常包括了居民和非居民之间所有权发生变更的大部分交易。它包括一般商品的进出口、用于加工的货物的进出



口、货物修理、各种运输工具在港口购买的货物和非货币黄金的进出口。②服务：服务包括运输服务、旅游、通讯服务、建筑服务、保险服务、金融服务、计算机和信息服务、专利使用费和特许费、其他商业服务、个人、文化和娱乐服务等。(2)收入。收入包括居民和非居民之间的两大类交易：职工报酬：指我国个人在国外工作（一年以下）而得到并汇回的收入以及我国支付在华外籍员工（一年以下）的工资福利；投资收益：包括直接投资项下的利润利息收支和再投资收益、证券投资收益（股息、利息等）和其它投资收益（利息）。(3)经常转移。包括侨汇、无偿捐赠和赔偿等项目，包括货物和资金形式，是不以收入或者支出为特征的单方面交易行为。贷方表示外国对我国提供的无偿转移，借方反映我国对外国的无偿转移。

2、资本和金融账户

资本和金融账户反映居民和非居民间资产或金融资产的转移。这一账户由资本账户和金融账户两部分组成。(1)资本账户：资本转移、非生产/非金融资产交易以及其他所有引起一经济体对外资产和负债发生变化的金融项目。资本转移是指涉及固定资产所有权的变更及债权债务的减免等导致交易一方或双方资产存量发生变化的转移项目，主要包括固定资产转移、债务减免、移民转移和投资捐赠等。非生产/非金融资产交易是指非生产性有形资产（土地和地下资产）和无形资产（专利、版权、商标和经销权等）的收买与放弃。(2)金融账户：包括直接投资、证券投资、其他投资。

3、储备资产

一国金融当局用以满足国际收支平衡和稳定汇率所需要的一切资产，它包括货币用黄金、外汇储备和特别提款权等。：计算公式：国际收支总差额=经常账户差额+资本与金融账户差额+净差错与遗漏 国际收支总差额+储备资产变化=0

4、错误与遗漏 由于错误和遗漏的存在，缺口数与使用官方储备的实际增减并不相同。因而设立了这个“错误与遗漏”项目来人为加以平衡。

储备资产和错误与遗漏项又可以统称为“平衡项目”，为了在技术上调查弥补这经常账户和资本与金融账户这两个账户收支的不相抵所产生的净差额而设置的一种与自主性交易相辅的平衡项目。

二、国际收支失衡

1、在国际收支平衡表里，国际收支最后总是平衡的，这种平衡是会计意义上的平衡。但在实际当中，国际收支经常存在不平衡，即出现不同程度的顺差或逆差，这就是国际收支失衡。自主性交易是否平衡，是衡量国际收支长期性平衡的一个重要标志。自主性交易，是指个人或经济实体为了经济上的某种目的而自主进行的交易。一国在一个长时期里自主性交易平衡，无须再依靠调节性交易来调节与维持，就可以说该国国际收支达到了实质性平衡。调节性交易指为弥补自主性交易所造成的收支不平衡而进行的融通性交易。调节性交易是自主性交易的附属物，主要包括短期资本项目和官方储备项目的变动。调节性交易实际上是对国际收支不平衡所采取的平衡措施。

2、国际收支平衡表的主要差额有：1、贸易账户差额：商品进出口之间的差额，在经常项目中的地位极其重要，而且数据易于迅速收集，传统上曾经常作为整个国际收支的代表。2、经常账户差额：包括商品、劳务与单向转移收支，经常账户差额一般为一国国际收支目标，用以反映该国的国际竞争力的强弱。3、基本账户差额：包括经常账户与长期资本账户所形成的余额。4、综合账户差额：综合账户差额是指经常账户和资本与金融账户中的资本转移、直接投资、其他投资账户所构成的余额，也就是将国际收支账户中官方储备账户剔除后的余额（如果考虑基本账户差额的话，综合账户差额可以理解为基本账户差额加上了短



期资本流动)。综合账户的意义在于可以衡量国际收支对一国储备持有所造成的压力,因为综合账户差额必然导致官方储备的相反方向变动。

3、国际收支不平衡的原因。1). 周期性不平衡,由于国际间各国所处的阶段不同而造成的不平衡。经济周期一般包括四个阶段,危机---萧条---复苏---繁荣。当一国处于繁荣阶段,而贸易伙伴国处于衰退阶段,易造成本国的贸易收支赤字。由于各国经济都会经历繁荣和衰退的交替,就有周期性,两国的国际收支也会交替的出现顺差和逆差。只要经济周期不太长,程度不太深,这种失衡就是短期的、较轻微的。2). 结构性不平衡,由于国际市场对本国的出口和进口的需求条件发生变化,本国贸易结构无法进行调整所导致的国际收支不平衡。如果本国产品的供需结构不能满足国际市场产品供需结构的变化,如不考虑资本项目,将会导致本国国际收支的长期不均衡。3). 货币性不平衡,由于一国的价格水平、成本、汇率、利率等货币性因素而造成的国际收支不平衡。如果一个国家货币发行不当,或其他因素引起的物价上涨,生产成本上升,本国产品竞争力下降,导致出口下降,进口上升;或者利率下降导致资本外流增加,内流减少,使一国国际收支处于逆差状态。4). 收入性不平衡,由于一国国民收入相对快速增长,导致进口增长超过出口增长而引起的国际收支失衡。各国处于经济周期的不同阶段和不同的经济增长率会导致收入水平不同,进而影响进出口需求。如一国的经济增长率相对较高,人们收入较高,进口需求增加,国际收支会产生逆差。5). 季节性和偶然性不平衡,由于季节变化或突发事件所造成的国际收支不平衡。如由于气候原因造成一国粮食减产,出口减少,进口增加。

4、国际收支持续失衡对一国经济的影响。

一、国际收支逆差的不利影响。持续的、大规模的国际收支逆差对一国经济的影响表现为以下几个方面:

1、不利于对外经济交往。存在国际收支持续逆差的国家会增加对外汇的需求,而外汇的供给不足,从而促使外汇汇率上升,本币贬值,本币的国际地位降低,可能导致短期资本外逃,从而对本国的对外经济交往带来不利影响。

2、如果一国长期处于逆差状态,不仅会严重消耗一国的储备资产,影响其金融实力,而且还会使该国的偿债能力降低,如果陷入债务困境不能自拔,这又会进一步影响本国的经济和金融实力,并失去在国际间的信誉。如20世纪80年初期爆发的国际债务危机在很大程度上就是因为债务国出现长期国际收支逆差,不具备足够的偿债能力所致。

二、国际收支顺差的不利影响。持续的、大规模的国际收支顺差也会对一国经济带来不利的影响,具体表现在:

1、持续性顺差会使一国所持有的外国货币资金增加,或者在国际金融市场上发生抢购本国货币的情况,这就必然产生对本国货币需求量的增加,由于市场法则的作用,本国货币对外国货币的汇价就会上涨,不利于本国商品的出口,对本国经济的增长产生不良影响。

2、持续性顺差会导致一国通货膨胀压力加大。因为如果国际贸易出现顺差,那么就是意味着国内大量商品被用于出口,可能导致国内市场商品供应短缺,带来通货膨胀的压力。另外,出口公司将会出售大量外汇兑换本币收购出口产品从而增加了国内市场货币投放量,带来通货膨胀压力。如果资本项目出现顺差,大量的资本流入,该国政府就必须投放本国货币来购买这些外汇,从而也会增加该国的货币流通量,带来通货膨胀压力。

3、一国国际收支持续顺差容易引起国际摩擦,而不利于国际经济关系的发展,因为一国国际收支出现顺差也就意味着世界其他一些国家因其顺差而国际收支出现逆差,从而影响这些国家的经济发展,他们要求顺差国调整国内政策,以调节过大的顺差,这就必然导致国际摩擦。

可见,一国国际收支持续不平衡时,无论是顺差还是逆差,都会给该国经济带来危害,政府必须采取适当的调节,以使该国的国内经济和国际经济得到健康的发展。



三、国际收支失衡的调节机制

国际收支失衡的调节包括两个方面，即市场机制对国际收支失衡的自动调节和政府可能采取的政策引导措施。

一、国际收支失衡的自动调节

国际收支失衡的自动调节是指由市场这只“无形的手”来实现的国际收支调节，即在政府没有干预的情况下，由市场经济中的其他变量与国际收支相互作用和相互影响来实现的国际收支调节。通常，国际收支的失衡会引起汇率、物价、国民收入、利率的变化，而后者又会改变国际收支的失衡。

1、汇率机制

国际收支是影响汇率变动的实际经济因素之一。现实经济生活中，人们对汇率的预期和资本流动的决策等，都要把国际收支状况作为主要的考虑因素；另一方面当汇率发生变动时，不仅一国商品的进出口、服务的贸易会受到显著的影响，而且资本的跨国流动也会出现大规模的变化。

2、价格机制

英国的经济学家大卫休谟最早注意到物价变化同国际收支状况之间的关联，休谟指出，在国际金本位制度下，各国的国际收支失衡会通过价格水平的变化而自动地得到调整。这是因为每一个国家的货币供给是以黄金本身或以黄金为基础的纸币构成的。在当代，价格变化对国际收支状况仍然存在重要的影响，当一国出现国际收支逆差时（顺差情况正好相反），意味着对外支出大于收入，货币外流（基础货币减少，从而减少了社会的货币量），物价下降，同时该国的货币会贬值，即汇率上浮，由此引起本国出口商品价格相对下降，进口商品价格相对上升，从而使出口增加，进口减少，贸易收支得到改善。

3、收入机制

当一国国际收支发生逆差时，表明国民收入水平下降。国民收入水平下降导致社会总需求、进口需求下降，从而贸易收支得到改善。国民收入水平下降不仅能改善贸易收支，而且也能改善经常项目收支和资本项目收支。因为国民收入水平下降会使对外国劳务和金融资产的需求都程度不同的有所下降，从而使整个国际收支得到改善。值得注意的是，国民收入变动对国际收支的影响是“不完全的”，它很可能在国际收入完全恢复平衡以前就不再起作用，而不象“物价——铸币流动机制”那样会消除国际收支的失衡。

4、利率机制

一国的国际收支出现顺差，表明该国银行所持有的外币存款和其他外国资产增多，负债减少，因此产生银行信用膨胀，国内金融市场银根趋于松动，利率水平逐渐下降。利率下降会引起本国资本外流，同时也阻止外国资本内流，于是在资本帐户中净差额减少，国际收支的顺差也会减少；相反，一国的国际收支出现逆差，即表明该国银行所有持有的外国货币和其他外国资产减少，而负债增多，于是该国信用会出现紧缩，银根也会相应地趋于紧张，利率也会随着市场供求关系的变化而上升。利率上升必须会导致本国资本不再外流，同时外国资本也纷纷流入本国谋求高利。因此，资本帐户的逆差就会向顺差方向转化。

以上是国际收支与各种经济变量，在没有政府干预的情况下，实现的国际收支调节，这种调节是一种基于内生因素的自动调节，它的成立必须具备一系列的条件：（1）这种调节只有在进口商品价格弹性较大时，才能发挥作用。如果弹性小，即无法缩小进口，也就不能改变贸易入超状况；（2）由物价变动导致商品进出口的变化，其前提条件是物价的弹性较大，否则，它也不能起到自动调节作用。（3）这种自动调节需要对利率升降有较敏感的反应。如果对利率的反应迟钝，那么即使是信用有所扩展或紧缩，也难以立即引起资本流入与流出。对利率反映的敏感程度与利率结构也有关系，也与一个国家金融市场业务的发展情况息息相关。（4）这种自动调节必须在国家财政金融政策不过分干预的情况下，才能发挥作用。

二、国际收支失衡的政策调节

自动调节过程可能需要很长的时间，因此，各国不能单纯地依靠市场来自动调节国际收支，而必须利用各种政策措施来调节国际收支的失衡，政策引导就是指政府为校正国际收支失衡而采取各种措施。

1、财政政策调节。财政政策对国际收支失衡的调节机理表现为运用财政收入政策、支出政策和公债政



策影响社会总需求的变动，进而通过对边际进口倾向的影响达到调节国际收支的目的。如果一国出现国际收支逆差，则政府应采用紧缩性的财政政策，减少财政支出和提高税率，政府支出的减少通过乘数效应使国民收入数倍的减少；同时，税率的提高进一步降低了企业的收益和个人的可支配收入，收入的减少必然导致本国居民商品和劳务支出的下降，其中包括对进口商品和劳务的需求下降，至于下降的程度则取决于边际进口倾向的高低，最终达到改善国际收支的目的。值得注意的是，除了通过总需求间接调节国际收支失衡以外，财政政策还可直接作用于恢复国际收支的均衡，特别是当国际收支的赤字源于财政赤字时，控制国内财政赤字即可直接改善国际收支。

2、汇率政策调节。国际收支逆差时，压低本币汇率，有利于刺激出口，抑制进口；反之国际收支顺差时，货币当局则支持本币汇率升值，以减少出口，增加进口。

2、货币政策调节。货币政策可以改变社会总需求的水平，进而影响价格、利率等变量，达到最终调节国际收支失衡的目的。如果出现国际收支逆差，运用紧缩性的货币政策，可以降低国内生产的出口品和进口替代品的价格，增强本国产品的竞争力，从扩大出口和减少进口两个角度纠正国际收支经常项目的逆差。再者，紧缩性的货币政策将促进一国国内利率水平的提高，有利于吸引资本流入，改善国际收支的资本和金融账户。

3、信用政策调节。信用政策也可以调节国际收支失衡。如果一国面临较严重的经常项目逆差，可以有针对性地直接向出口商提供优惠贷款，鼓励其扩大出口；中央银行也可以通过提高进口保证金比例，抑制进口。另外，还可以通过向外商提供配套贷款吸引投资，通过资本和金融项目的顺差来平衡经常项目的逆差。信用政策的运用还可以通过影响利率水平的变化，进而对投资，价格等变量产生影响，并作用于社会总供给和总需求，通过社会总供给和社会总需求的变化来进一步调节国际收支失衡。

4、外贸政策调节。外贸政策调节国际收支比较典型的做法是通过关税和非关税壁垒来实施贸易的管制。前者主要是通过提高外国出口商品的关税来抑制进口，刺激对本国进口替代品的需求。但是，其对国际收支失衡的调节仅仅是一种对进口方面的单向调节。后者则一方面运用配额、进口许可证等措施限制进口，另一方面运用出口补贴等措施鼓励本国商品的出口，从进出口两方面双向调节国际收支失衡。如果一国出现国际收支逆差，可以通过提高关税和增加非关税壁垒来抑制进口、鼓励出口，改善国际收支。但是，通过外贸政策调节国际收支会扭曲市场机制配置资源的效果，因此将导致一系列问题的出现。例如，走私猖獗、黑市活跃、千方百计逃脱管制。外贸管制还容易产生国际贸易摩擦，陷入报复与反报复的恶性循环。

5、外汇管制。对外汇收支与汇率进行行政性干预，诸如强制结汇政策，对外汇支出进行限制。

6、加强国际合作，完善各国国际收支协调，借助国际货币基金组织应付短期内国际收支失衡。

国际储备专题

一、国际储备基本概念

1、国际储备是一国货币当局为弥补国际收支逆差、维持本国货币汇率的稳定以及应付各种紧急支付而持有的、为世界各国所普遍接受的资产，其构成一般包括黄金储备、外汇储备、在国际货币基金组织的储备头寸和特别提款权。

2、外汇储备的功能主要包括以下四个方面：一是调节国际收支，保证对外支付。二是干预外汇市场，稳定本币汇率。三是维护国际信誉，提高对外融资能力。四是增强综合国力和抵抗风险的能力。一定的外汇储备是一国进行经济调节、实现内外平衡的重要手段。当国际收支出现逆差时，动用外汇储备可以促进



国际收支的平衡；当国内宏观经济不平衡，出现总需求大于总供给时，可以动用外汇组织进口，从而调节总供给与总需求的关系，促进宏观经济的平衡。同时当汇率出现波动时，可以利用外汇储备干预汇率，使之趋于稳定。因此，外汇储备是实现经济均衡稳定的一个必不可少的手段，特别是在经济全球化不断发展，一国经济更易于受到其他国家经济影响的情况下，更是如此。

二、外汇储备管理原则

一般说来，外汇储备的增加不仅可以增强宏观调控的能力，而且有利于维护国家和企业在国际上的信誉，有助于拓展国际贸易、吸引外国投资、降低国内企业融资成本、防范和化解国际金融风险。

外汇储备并非越多越好：第一，外汇储备表现为持有一种以外币表示的金融债权，并非投入国内生产使用。这就产生了机会成本问题，就是如果货币当局不持有储备，就可以把这些储备资产用来进口商品和劳务，增加生产的实际资源，从而增加就业和国民收入，而持有储备则放弃了这种利益。因此，持有外汇储备，要考虑机会成本问题。第二，外汇储备的增加要相应扩大货币供应量，如果外汇储备过大，就会增加通货膨胀的压力，增加货币政策的难度。此外，持有过多外汇储备，还可能因外币汇率贬值而遭受损失。

适度外汇储备水平取决于多种因素，如进出口状况、外债规模、实际利用外资等。应根据持有外汇储备的收益、成本比较和这些方面的状况把外汇储备保持在适度的水平上。

1)、保持外汇储备的货币多元化，以分散汇率变动的风险；2)、根据进口商品、劳务和其它支付需要，确定各种货币的数量、期限结构以及各种货币资产在储备中的比例；3)、在确定储备货币资产的形式时，既要考虑储备资产的收益率，也要考虑流动性、灵活性和安全性；4)、密切注意储备货币汇率的变化，及时或不定期调整不同币种储备资产的比例。5)、外汇储备是否适度，还要结合自身的国情特点。以我国为例，正处在经济体制转轨时期，存在较多不确定的因素，在外汇储备问题上应从审慎、动态、综合的角度去观察和判断。

因此，国家外汇储备的管理原则是：“安全、灵活、保值、增值”。第一位是安全，只有在安全的前提下，保值和增值才有基础。但由于储备资产是支付工具，应该随时能变现，因此必须具有灵活性，这两者缺一不可。当然，这里所说的安全，不仅是货币汇率、利率风险的防范，更重要的是变现、流通、兑换风险的防范。因此，为减少储备资产风险，在考虑对外支付的情况下，应该采取积极主动的手段，把储备当作金融资产进行管理和运营。在保值的基础上，不仅仅要获取基本利息的收益，还要努力争取获得较高的投资收益，实现储备资产的增值。

通货膨胀专题

一、通货膨胀定义及种类

通货膨胀意指一段时间内整体物价水平持续性上升。按照物价价格增长速度来分类，通货膨胀可以分为：1、温和的或爬行的通货膨胀。这是一种使通货膨胀率基本保持在2%-3%，并且始终比较稳定的一种通货膨胀。2、疾驰的或飞奔的通货膨胀。疾驰的或飞奔的通货膨胀是一种不稳定的、迅速恶化的、加速的通货膨胀。在这种通货膨胀发生时，通货膨胀率较高（一般达到两位数以上），所以在这种通货膨胀发生时，人们对货币的信心产生动摇，经济社会产生动荡，所以这是一种较危险的通货膨胀。3、恶性的或脱缰的通货膨胀。也称为极度的通货膨胀、超速的通货膨胀。这种通货膨胀一旦发生，通货膨胀率非常高（一般达到三位数以上），而且完全失去控制，其结果是导致社会物价持续飞速上涨，货币大幅度贬值，人们对货币彻底失去信心。这时整个社会金融体系处于一片混乱之中，正常的社会经济关系遭到破坏，最后容易导致社会崩溃，政府垮台。这种通货膨胀在经济发展史上是很少见的，通常发生于战争或社会大动乱之后。



二、通货膨胀的社会经济效应

1、强制储蓄效应

强制性储蓄是指政府可通过通货膨胀手段，来增加储蓄的比重。这里所说的储蓄，是指用于投资的货币积累，主要来源于家庭、企业与政府。正常情况下，三个部门各有各的储蓄规律：均由其正常收入中形成。但若政府以向中央银行借债，从而增发货币，这种筹措建设资金的办法就会强制增加全社会的投资需求，结果将是物价上涨。在公众名义收入不变条件下，按原来的模式和数量进行的消费和储蓄，两者的实际额均随物价的上涨而相应减少，其减少部分则大体相当于政府运用通货膨胀实现强制储蓄的部分。当政府为赤字而向央行融资时，货币发行增加引发通货膨胀。从而把家庭和企业持有的部分货币收入转移到政府部门，这部分收入就是通货膨胀税，它以隐蔽的手段增加了政府的投资。

2、收入分配效应

由于通货膨胀形成的物价上涨而造成的收入再分配。1. 以工资或薪金为主要收入者。工资的增长常常落后于物价的上涨，货币工资的增长，滞后的时延越长，则受通货膨胀影响的损失越大。另外，感受到通货膨胀的存在和实际的通货膨胀发生，要求增加工资和实行增加工资的时间上，总是存在一定的间隔，工资增加总是滞后于通货膨胀。因此，总的说来，只要有通货膨胀的存在，以工资、薪金为主要收入者，总会受到损害的。2. 以利息和地租及其他租金为主要收入者。通货膨胀后，由于利息、租金的调整也存在时延问题，使得以利息和租金为生的人，在通货膨胀期间遭受损害。3. 以利润为主要收入者。通货膨胀中，利润因货币工资调整时延长短而受影响，货币工资调整的时间间隔越大，或者增长的相对减少，利润增长得越多；反之，则利润增长趋缓；当货币工资率与通货膨胀率一致时，利润不变。如果企业采用按成本利润的定价方式，则利润可以不受通货膨胀的影响。因此，以利润为收入者，在通货膨胀中至少可以不受影响，如果因企业工资调整的滞后、举债、产品销售提价等因素，则可以大获其利。

3、财富分配效应

一般说来，在一个家庭拥有的资产中，可以分成商品性资产、金融性资产、货币性资产、企业性资产四大块，资产的价值变动是观察通货膨胀的财富分配效应的重点。商品性资产、企业性资产实际就是商品，企业性资产的收益变动属于通货膨胀的收入分配效应范畴，而企业性资产的现有价值就是它作为商品的价值，通货膨胀中，由于物价上升，商品的价值在升值，拥有商品性资产、企业性资产，特别是多余的资产，不会在通货膨胀受到损失，甚至可以得到额外利益。如果持有的是权益类的金融资产，基本特征与企业性资产相同，其资产价值由通货膨胀的收入分配效应和财富分配效应共同决定，将来收益决定于收入分配效应，现在的账面价值和市场价格取决于财富分配效应，通过价值评估，可以得出比较精确的结论，但在通货膨胀中，一般损失也不大。固定收益的金融性资产和货币性资产，由于其收益是固定的，当出现通货膨胀时，家庭中拥有的固定收益资产的实际价值将会减少。存款越存越少主要是因为通货膨胀。同时，还必须注意负债结构，固定的利率偿还的负债在通货膨胀中债务负担大大减轻，有时甚至类似于银行贴息，可以通过通货膨胀获益，这就是所谓借钱是硬道理的理论基础。通货膨胀后，一般利率也会调整，但有一定的滞后期，调整滞后期越长，债务人在通货膨胀中得到的好处越多。

三、通货膨胀的产出效应

对于通货膨胀和经济增长的关系分成三种，即促进论、促退论和中性论。

1、促进论

1) 凯恩斯的“半通货膨胀”论。凯恩斯认为货币数量增加，在实现充分就业前后，所产生的效果不同。在经济达到充分就业之前，货币量增加可以带动有效需求增加。也即，在充分就业之前，增加货币既可提高单位成本，又可增加产量。这是由于两方面的原因：第一，由于存在闲置的劳动力，工人被迫接受低于一般物价上涨速度的货币工资，因此单位成本的增加小于有效需求的增加幅度。第二，由于有剩余的生产



资源，增加有效需求带动产量——供给的增加，此时货币数量增加不具有十足的通货膨胀性，而是一方面增加就业和产量，另一方面也使物价上涨。这种情况被凯恩斯称之为半通货膨胀。当经济实现充分就业之后，增加货币量就产生了显著的通货膨胀效应。由于各种生产资源均无剩余，货币量增加引起有效需求增加，但就业量和产量就不再增加，增加的只是边际成本中各生产要素的报酬，即单位成本，此时的通货膨胀才是真正的通货膨胀。由于在凯恩斯的理论中，充分就业是一种例外，非充分就业才是常态，因此，增加货币数量只会出现利多弊少的通货膨胀。

2) 新古典学派的促进论。这一学派认为，通货膨胀通过强制储蓄，扩大投资来实现增加就业和促进经济增长，当政府财政入不敷出时，常常借助于财政透支解决收入来源。如果政府将膨胀性的收入用于实际投资，就会增加资本形成，而只要私人投资不降低或降低数额不小于政府新增数额，就能提高社会总投资并促进经济增长。当人们对通货膨胀的预期调整比较缓慢，从而名义工资的变动滞后于价格变动时，收入就会发生转移，转移的方向从工人转向雇主阶层，而后的储蓄率高，因而增加一国的总储蓄。由于通货膨胀提高了盈利率，因而私人投资也会增大，这样政府与私人的投资都增加，无疑有利于经济增长。

3) 收入在政府与私人部门的再分配与通货膨胀促进论。在经济增长过程中，政府扮演着非常重要的角色。政府要建设基础设施、扶植新兴产业的发展、调整经济结构。政府的上述行为都依赖于政府的投资，而政府筹资主要包括政府本身的储蓄，举借内债和外债。从 20 世纪 60 年代，通过货币扩张或通货膨胀政策来筹资建设变得越来越重要。在货币扩张中，正常发行的货币量的一部分直接转化为财政收入。从长期看，政府储蓄倾向高于私人部门平均的储蓄倾向。因此，通货膨胀时，政府占收入的比率增加，社会的储蓄率提高，有利于经济增长。这种有利影响主要表现在：首先，降低资本—产出系数。由于政府在进行投资决策时可以更多考虑宏观经济平衡的需要，而宏观经济平衡能使生产能力得到更大限度的发挥。其次，改变投资结构。在经济发展时期，会出现许多新兴的产业部门，这些部门是经济起飞的基础。但由于其新兴的性质，向这些部门的投资往往周期长、风险大，而且原始的投资数额也非常大。如果投资都依赖于私人部门，则新兴产业将是投资的空白。在这方面，只有政府才能平衡投资结构。政府通过货币扩张政策进行投资的产业应该是基础设施和重工业，只有这样，才能维持经济长期稳定发展。最后，促进对外贸易发展。在开放经济中为使投资超过计划储蓄，除国内实行温和的通货膨胀外，还可以采取扩大进口吸收国内储蓄的办法。但发展中国家往往缺少外汇，要保持较高的进口率，就要想办法通过各种途径弥补国际收支逆差。从国际金融关系上看弥补逆差的资金可以来自国际金融市场和国际金融机构的借款，也可以来自外国私人资本的流入，除此之外，还有一种无形的外汇收入渠道，即实行本币贬值政策。本币贬值可以促进出口，限制进口，从而弥补前一时期进口扩张的外汇缺口。国内通胀政策制造了这样一个外贸的循环，其结果是既提高了国内储蓄总水平，又促进了对外贸易的发展。

促进论认为，通货膨胀是政府的一项政策，政府可以获得直接利益，获利大小完全取决于政府调控经济水平的高低。政府应努力提高自己的管理技能，最大限度地发挥通货膨胀的积极作用，并把它带来的经济利益转化为经济增长的动力。

2. 通货膨胀促进论

1) 通货膨胀降低储蓄。通货膨胀意味着货币购买力下降，减少了人们的实际可支配收入，从而削弱了人们的储蓄能力，造成本币贬值和储蓄的实际收益下降，使人们对储蓄和未来收益产生悲观预期，为避免将来物价上涨所造成的经济损失，人们的储蓄意愿降低，即期消费增加，致使人们的储蓄率下降。

2) 通货膨胀降低投资。首先，在通货膨胀的环境下，从事生产和投资的风险较大，而相比之下，进行投机却有利可图。这说明，在通货膨胀的环境中，长期生产资本向短期生产资本转化，短期生产资本向投机资本转化。生产资本的减少对一个国家的长期发展是不利的。同时，短期资本，特别是投机资本增加会



使各种财产价格上升，土地、房屋等所有者可以坐享其成。其次，投资者是根据投资收益预期而从事投资的，在通货膨胀环境中，各行业价格上涨的速度有差异，市场价格机制遭到严重的破坏。由于市场价格机制失去了所有的调节功能，投资者也无法判断价格上涨的结构，做出盲目的投资或错误的投资决策，不利于产业结构的优化和资源的合理配置，使经济效率大大下降。

3) 通货膨胀造成外贸逆差。本国通货膨胀率长期高于他国，会产生两种影响：一是使本国产品相对于外国产品的价格上升。从而不利于本国的出口，并刺激了进口的增加。二是使国内储蓄转移到国外，势必导致本国国际收支出现逆差，并使黄金和外汇外流，给本国经济增长带来压力。

4) 恶性通货膨胀会危及社会经济制度的稳定。当发生恶性通货膨胀时，价格飞涨，已经不能再反映商品供给和需求的均衡，信用关系也会产生危机。这样就会危及社会经济制度的稳定，甚至令其崩溃。

5) 通货膨胀持续一段时间后，在公众舆论压力下，政府可能采取全面价格管制，从而削弱了经济的活力。

三、通货膨胀的成因分析

1、需求拉动型。总需求的增长速度超出经济潜在生产能力而发生的通货膨胀叫做需求拉动型通货膨胀。如果通货膨胀是由需求拉动开始的，即过度需求导致物价上涨，物价上升使工资水平上升，工资成本上升又引起成本推动的通货膨胀。由于需求方的货币竞相追逐有限的商品供给，从而将价格提高；由于失业率下降、劳动力变得稀缺，工资也被抬高；这些现象会导致通货膨胀的到来。除此之外，需求拉动型通货膨胀的产生与货币的发行量有直接的关系。货币的供给快速增加时，随之货币的需求也增加，而货币的需求又使价格水平上升。所以货币的供给通过货币的需求产生通货膨胀。此时货币变得不值钱，没有人储存纸币，反而使大量的纸币涌入市场或甚至流向国外。

2、成本推动型。在失业率很高且资源利用不足时，由于成本上升所造成的通货膨胀，叫做成本推动型通货膨胀。这种通货膨胀首次发生在20世纪30年代和40年代。它使第二次世界大战以后的价格变动发生了根本性变化。成本的上升主要是由工资的增加引起的。在现代经济中，在不完全竞争的劳动市场上，存在着强大的工会组织，它们不断地鼓励工人给企业施加压力，迫使企业提高工资，而具有一定垄断性的企业又会相应地提高产品价格，从而引起通货膨胀。这种由工资的提高引起的通货膨胀被称为工资推进的通货膨胀。还有一些垄断企业和寡头企业为了追求更大的利润，操纵价格，把产品价格定得很高，由此引起的通货膨胀称为利润推进的通货膨胀。同时，进口原材料价格的上升及由资源枯竭、环境保护政策造成的原材料、能源等生产成本的提高也会引起成本推进的通货膨胀。

3、结构型。结构型通货膨胀是指收入结构与经济结构的不适应和错位引起的通货膨胀。首先，高成长性产业和行业，由于种种约束，不能即时获得所需的资源和人才而将使资源的价格和工人的工资水平不断地上涨。与此同时，那些夕阳性的产业和面临衰退行业的资源和人才相对过剩。但是，由于他们的收入不会下降而引起比较效应上升，工资成本推动物价上涨。这种局面的持续会自然而然地引起通货膨胀。其次，劳动力市场的技术结构、地区结构、性别结构之间的差距将使工资刚性（工资水平能上不能下）增加。同时，这些结构的不合理也会引起失业与空缺位置的并存，最终导致通货膨胀。最后，大国或者发达国家示范效应时，小国或者发展中国家向大国或者发达国家看齐。同样，非开放的部门向开放的部门看齐。因此，工资水平和通货膨胀的国际之间和部门之间的传递会导致通货膨胀。

四、治理通货膨胀的对策

1、物价和收入政策



工资和物价都会继续上升是推进通货膨胀的主要原因。这时有必要对各种生产要素的收入增长率进行限制，特别是工资增长率。这使工资增长率不会超过劳动生产率的增长幅度。这需要政府拟定物价和工资标准，劳资双方共同遵守。采取这虚张声势措施会降低通货膨胀率，保证一定的经济发展速度和就业水平。采取措施时可以采用自愿性和强制性两种方法。自愿性的做法是政府以劝导的形式使劳资双方自愿约束价格和工资的变动，它适用于通货膨胀程度较轻的情况。强制性的做法事实上是对工资的冻结。该方法对控制成本推进型和结构性通货膨胀是一种较为有效的方法。

2、收入指数化政策

又称指数连动政策，是指对货币性契约订立物价指数条款，使工资、利息、各种债券收益以及其他货币收入按物价水平的变动进行调整。这种措施主要有三个作用：一是借此剥夺政府从通货膨胀中获得的收益，杜绝其制造通货膨胀的动机；二是可以消除物价上涨对个人收入水平的影响，使社会各阶层原有生活水平不致于降低，维持原有的国民收入再分配格局，从而有利于社会稳定；三是可稳定通货膨胀环境下微观主体的消费行为，避免出现抢购囤积商品、储物保值等加剧通货膨胀的行为，维持正常的社会经济秩序，并可防止盲目的资源分配造成的浪费资源和低效配置；四是可割断通货膨胀与实际工资、收入的互动关系，稳定或降低通货膨胀预期，从而抑制通货膨胀的持续上升。收入指数化政策对面临世界性通货膨胀的开放小国来说尤其具有积极意义，是这类国家对付输入型通货膨胀的有效手段，比利时、芬兰、巴西等国曾广为采用。但由于全面实行收入指数化在技术上有很大的难度，对一些金融机构会增加经营上的困难，而且有可能造成工资物价的螺旋上升，反而加剧成本推进的通货膨胀，因此该政策通常仅被作为一种适应性的反通货膨胀的措施，不能从根本上对通货膨胀起到抑制作用。

3、供给管理政策

供给是影响物价的重要因素。因此，控制货币数量和控制社会总需求都是消除通货膨胀的有效措施。从长远看，发展生产，增加经济中有效供给是抑制物价水平上涨和控制通货膨胀的根本性措施。在面临通货膨胀时很多国家都注意到了压缩总需求的同时改善投资结构，集中资金优先发展占用资金不多，投产期限短，市场紧缺的产品。同时，鼓励企业技术创新，提高生产技术水平，提高资源的利用效率，从而较快地增加有效供给，减轻市场需求压力，改善产业结构。

4、需求紧缩政策

需求拉动型通货膨胀发生时，政府一般都会采取需求紧缩政策。因为，这种通货膨胀的根本原因是货币供应量过多引起的。因此，紧缩的财政、货币政策是需求紧缩政策的核心。

a. 货币紧缩政策

货币当局可能采取的紧缩政策有：1) 通过公开市场业务出售政府债券，以相应地减少经济体系中的货币存量。2) 提高再贴现率，用以影响商业银行的借款成本，进而影响市场利率。3) 提高法定准备金率，用以缩小货币扩张乘数。

b. 财政紧缩政策

财政政策方面国家可以通过调整财政收支总额，减少财政支出，增加财政收入，调整财政收支项目怎样能压缩公共开支，开征新税种，提高税率而控制社会总需求。

5、国际收支政策与国际紧缩政策

如今的通货膨胀与以往的相比具有世界性和长期性，这对世界经济发展的负面影响很大，主要表现在国际收支不平衡方面。当某一个国家发生通货膨胀后，通过外贸等国际间的经济往来向其他国家传播，所以采用外贸与国际收支政策是有必要的。这样不仅能够制止本国内通货膨胀，也能够遏制国际通货膨胀传播。但是，这种国际性的通货膨胀必须依赖国际性的紧缩政策来调整，仅靠一国的力量是不够的。

总之，通货膨胀的出现是不可预期的、也具有长期性。政府应针对通货膨胀期的不同阶段采取有效的货币政策、财政政策和收入政策来减少通货膨胀对经济社会发展的负面影响。



相机抉择与单一规则

一、 相机抉择的货币政策

1、相机抉择货币政策(discretionary monetary policy) 又称权衡性货币政策,是指货币当局或中央银行依据对经济情势的判断,为达成既定的货币政策目标而采取的权衡性措施,如经济趋冷时采取扩张性货币政策,刺激经济;经济趋热时采用紧缩性货币政策,使经济保持较稳定发展。

2、凯恩斯则认为,市场机制不能完全保证经济均衡发展,市场经济在其运行过程中会导致有效需求不足,从而产生危机与失业。要避免危机与失业,国家必须干预经济。干预的基本方式是需求管理,即通过财政政策与货币政策调节社会需求,使社会总需求与社会总供给均衡,保证经济均衡发展。当社会总需求小于社会总供给,即总需求低于充分就业产量,失业扩大时,政府就实行扩张性财政政策,减少财政收入,增加财政支出,扩大财政赤字;或者实行扩张性货币政策,即增加货币供应量以降低利率的廉价货币政策;或者同时实行这两种政策,以刺激社会需求,特别是刺激投资需求,使需求与供给均衡,消除失业。当社会总需求大于社会总供给,即总需求高于充分就业产量发生通货膨胀时,政府就实行紧缩性财政政策,增加财政收入,压缩财政支出,减少财政赤字;或者实行紧缩性货币政策,减少货币供应以提高利率;或者同时实行这两种政策,以抑制社会需求,使需求与供给均衡,消除通货膨胀。凯恩斯主义曾长期在西方经济学界居统治地位,西方国家货币当局亦多采用相机抉择货币政策即权衡性货币政策。为了实现这一政策,采用了众多的政策工具。凯恩斯学派认为,权衡性货币政策是有效的,是正确的货币政策,它优于单一规则的货币政策。但是,20世纪60年代末,西方国家开始出现失业与通货膨胀并存的滞胀局面。对于这一现象,凯恩斯学派缺乏深刻的理论分析,也未提出有力的解决措施,从而引起其他学派对相机抉择货币政策的批评,指出:“相机抉择”具有很大的主观随意性,由于货币政策时滞长而且不稳定,往往导致过头的政策行为,加深对经济的干扰,况且货币政策目标之间存在矛盾,难以兼顾。

3、相机抉择的货币政策规范具有三个特点:(1)货币政策本身属于一种能动性的短期经济稳定政策,货币当局之所以要根据经济运行态势相机抉择,其目的是要用货币政策所造成的能动性名义国民收入波动来抵消因总需求扰乱所导致的自发性名义国民收入波动,借以调节经济周期,稳定经济运行。(2)货币政策对因总需求扰乱所导致的名义国民收入的自发性波动的能动抵制作用,从而是对经济运行的稳定作用,是通过“逆对经济风向行事”的“反经济周期”的具体操作方式而实现的。(3)在“逆对经济风向行事”的“反经济周期”的货币政策的具体操作过程中,货币当局被赋予广泛的权力,它可以根据自己的主观判断权衡取舍。

4、实行相机抉择货币政策的三个主要工具:1. 公开市场业务,这是联邦政府对货币实行逐日管理的工具。所谓公开市场业务,就是在公开市场上,通过中央银行买卖政府金融债券以调整和影响货币供给量的一种措施。2. 改变法定准备率。联邦储备系统可以通过法律改变其成员银行的法定准备率,以影响货币乘数,最终影响货币供给量。3. 改变贴现率。通过改变中央银行贷款给它的成员银行的贴现率,可以起到调整和影响货币供给量的作用。中央银行降低贴现率,会鼓励商业银行借钱,增加高能货币的数量,这样在货币乘数本变的情况下,就会导致货币供给的增加;反之亦然。

二、 单一规则的货币政策

单一规则(single rules) 单一规则货币政策是指将货币供应量作为唯一的政策工具,并制定货币供应量增长的数量法则,使货币增长率同预期的经济增长率保持一致。单一规则是美国货币学派代表人物M. 弗里德曼作为相机抉择货币政策(即权衡性货币政策)的对立面提出的。弗里德曼认为,由于货币扩张或紧缩对经济活动从而对价格水平的影响有“时滞”,故货币当局或中央银行采取相机抉择的货币政策必然



产生过头的政策行为，对经济活动造成不利的影响，这是西方国家产生通货膨胀的重要原因。赞同单一规则的学者还认为，由于当前人们对经济周期的原因及货币在形成周期中的作用，尚缺乏科学缜密的说明，西方国家不具备成功执行反周期货币政策所需要的技术知识，而且多重货币政策目标难以兼顾，相机抉择会导致过头的政策行为，因此主张应实行单一规则的货币政策。

反对此规则的经济学家提出如下理由：

①单一规则以完全的自由市场经济为条件，但在资本主义发展的早期阶段，实行自由主义经济政策和金属铸币流通制度，金属铸币流通制度虽具有自动调节功能，但仍不能避免周期性经济危机，保证经济的稳定发展；

②单一规则忽视供给突然发生变化对货币需求的影响，例如石油提价和农业歉收使粮食价格上涨都会破坏这一规则；

③单一规则是假设货币流通速度按稳定的比率递减，但实证表明并非如此；

④虽然货币政策时滞会降低反周期效果，但不会使其效果为零。而且货币当局可以吸取经验教训，改善操作技术，提高权衡性货币政策的效果。

基于以上理由，各国的货币当局仍多以权衡性货币政策来干预经济。

货币政策工具专题

货币政策工具是中央银行为达到货币政策目标而采取的手段。狭义货币政策：指中央银行为实现既定的经济目标（稳定物价，促进经济增长，实现充分就业和平衡国际收支）运用各种工具调节货币供应量和利率，进而影响宏观经济的方针和措施的总称。广义货币政策：指政府、中央银行和其他有关部门所有有关货币方面的规定和采取的影响金融变量的一切措施。根据货币政策工具的调节职能和效果来划分，货币政策工具可分为以下三类：

1、一般性货币政策工具。指中央银行所采用的、对整个金融系统的货币信用扩张与紧缩产生全面性或一般性影响的手段，是最主要的货币政策工具，包括存款准备金制度，再贴现政策和公开市场业务，被称为中央银行的“三大法宝”。主要是从总量上对货币供应时和信贷规模进行调节。

存款准备金率通常被认为是货币政策最强的工具之一。这一政策效果表现在以下几个方面：(1)法定存款准备金率是通过决定或改变货币乘数来影响货币供给，即使准备金率调整的幅度很小，也会引起货币供应量的巨大波动。(2)即使商业银行等存款机构由于种种原因持有超额准备金，法定存款准备金的调整也会产生效果。如果提高准备金比率，实际上是冻结了相应的超额准备金。(3)即使存款准备金率维持不变，它也在很大程度上限制了商业银行体系创造派生存款的能力。存款准备金率操作简单，但其操作时的副作用也很大：1、由于准备率调整的效果较强烈，不宜作为央行日常调控货币供给的工具。2、对整个经济和社会心理预期都会产生显著的影响，以至使得它有固定化的倾向。3、存款准备金对各类银行和不同种类的存款的影响不一致，因而政策效果不易把握。

再贴现政策是中央银行的一项主要的货币政策工具。再贴现利率是商业银行向中央银行借贷资金的成本。通过贴现率的升降进而影响市场利率的升降，或是规定商行向央行申请再贴现的资格，都可以影响信用的规模。再贴现利率有限性有以下几点：1. 主动权并非只在中央银行，甚至市场的变化可能违背其政策



意愿。因为商业银行是否再贴现或再贴现多少，取决于商业银行的行为，由商业银行自主判断、选择。如商业银行可通过其他途径筹措资金而不依赖于再贴现，则中央银行就不能有效控制货币供应量。2. 再贴现率的调节作用是有限度的。在经济繁荣时期，如果市场利率上升，提高再贴现率也不一定能够抑制商业银行的再贴现需求；在经济萧条时期，调低在贴现率，也不一定能够刺激商业银行的借款需求。3. 与法定存款准备金率比较而言，再贴现率易于调整，但随时调整都会引起市场利率的经常波动，使商业银行无所适从。

公开市场业务是指中央银行在金融市场上公开买卖有价证券，以此来调节信用规模等，以实现政府的经济目标的政策工具。其作用机制是中央银行卖出的有价证券，首先影响货币供应量，紧缩银根，同时提高市场利率、降低商业银行超额准备金，从而缩小整个社会信贷规模，紧缩全社会投资规模和社会总需求，最后降低通货膨胀率，实现稳定物价的目标，但同时伴随着经济增长速度减慢、就业率下降；反之亦然。

公开市场业务特点和优势分析是：1. 主动性强。公开市场业务效果明确，中央银行可按自己意图主动出击，把货币流量控制在自己所期望的规模内。2. 弹性大。中央银行可以根据形势随时决定证券买卖，并随时调整买卖的有价证券量，进行经常性、连续性的操作，而贴现率和准备率不能频繁地变动。3. 操作灵活。公开市场业务操作灵活，可以按调节目标，选择长中短有价证等，如一年期、三年期、五年期的国库券分别影响短期或长期利率，有时甚至进行反方向控制，央行可以对货币供应量进行微调，避免产生震动性的影响。

公开市场业务虽然能够有效地发挥作用，但必须具备以下条件才能顺利实施：首先，公开市场业务要有发达的金融市场，包括一级和二级证券市场。其次，中央银行有权威性，处于金融领袖地位，并且拥有雄厚的资金力量和操作证券买卖的权利。最后，必须其他政策工具的配合。

2、选择性货币政策工具。是指中央银行针对某些特殊的信贷或某些特殊的经济领域而采用的工具，常见的选择性货币政策工具主要包括：证券市场信用控制、不动产信用控制、消费者信用控制。（1）、消费者信用控制：是指中央银行对不动产之外的各种耐用消费品的销售融资予以控制。其主要内容包括：对分期付款购买耐用用品时的首次付款规定最低比例；规定消费信贷的最长期限；规定可用消费信贷购买的耐用品种类，对不同消费品规定不同的信贷条件。（2）、证券市场信用控制：是指中央银行对有关证券交易的各种贷款进行限制，目的在于限制对证券市场的信贷数量，稳定证券市场的价格。如规定一定比例的证券保证金比率。（3）、不动产信用控制：是指中央银行对金融机构在房地产放款方面的限制措施，如规定贷款限额，最长期限以及首次付款比例等，目的是抑制房地产投机。（4）、优惠利率：是指中央银行对国家产业政策要求重点发展的经济部门或产业，规定较低的贷款利率，一支持其发展，多用于不发达国家。（5）、预缴进口保证金：即中央银行要求进口商预缴相当于进口商品总值一定比例的保证金，以抑制进口的过快增长。多为国际收支出现赤字的国家采用。

3、补充性货币政策工具。除以上常规性、选择性货币政策工具外，中央银行有时还运用一些补充性货币政策工具，对信用进行直接控制和间接控制。**信用直接控制工具**，指中央银行依法对商业银行创造信用的业务进行直接干预而采取的各种措施，主要有信用配额、直接干预、流动性比率、利率限制、特种贷款；**信用间接控制工具**，指中央银行凭借其在金融体制中的特殊地位，通过与金融机构之间的磋商、宣传等，指导其信用活动，以控制信用，其方式主要有窗口指导、道义劝告。**窗口指导**是指中央银行通过劝告和建议来影响商业银行信贷行为的一种温和的、非强制性的货币政策工具，是一种劝谕式监管手段。指监管机构向金融机构解释说明相关政策意图，提出指导性意见，或者根据监管信息向金融机构提示风险。窗口指导是监管机构利用其在金融体系中特殊的地位和影响，引导金融机构主动采取措施防范风险，进而实现监



管目标的监管行为，可以是指导性政策也可以是指令性政策。**道义劝告**，指中央银行利用其声望与地位，对商业银行和金融机构经常发出通告，指示或与各金融体系的负责人举行面谈，劝告其遵守政府政策，自动采取若干相应措施。

中国货币政策工具的使用

根据我国《中国人民银行法》的规定，中国人民银行运用的货币政策工具主要有：存款准备金制度；基准利率制度；再贴现政策；再贷款制度；公开市场业务制度；其他货币政策。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：① 要求银行业金融机构按规定的比例交存存款准备金；② 确定中央银行的基准利率；③ 为在中国人民银行开立账户的银行业金融机构办理再贴现；④ 向商业银行提供贷款；⑤ 在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇；⑥ 国务院确定的其他货币政策工具。

货币政策传导机制

货币政策传导机制是指中央银行运用货币政策工具影响中介指标，进而最终实现既定政策目标的传导途径与作用机理。

1、凯恩斯学派的货币政策传导机制理论

凯恩斯学派的货币传导机制理论，可以归纳为：中央银行通过改变货币供给 M ，改变了利率 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。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。而并没有考察商品市场对货币市场的影响，没有反映出两个市场之间循环往复的反馈作用。考虑到货币市场与商品市场的相互作用，凯恩斯学派又进行了进一步的分析，即一般均衡分析。其主要内容如下：第一，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，也是局部分析。第二，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。第三，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



间往复不断相互作用。第四，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。

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国民收入。用符号表示就是： $M \rightarrow E \rightarrow I \rightarrow y$ 。货币学派认为，利率在货币传导机制中不起主导作用，而是货币供应量在整个传导机制中发挥着直接作用。货币供应量对名义收入的具体影响过程如下所述。过程步骤一： $M \rightarrow E$ 表示的是货币供应量的变化直接影响支出。其原理是：第一，根据货币需求理论，货币需求有其内在的稳定性。第二，弗里德曼的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，货币主义将其视为外生变量。第三，当作为外生变量的货币供给改变，比如增大时，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，即货币供给量大于货币需要量，从而利率下降，公众支出增加。过程步骤二： $E \rightarrow I$ 表示的是变化了的支出用于投资的过程，货币主义者认为这是对资产结构进行调整的过程。过程如下：第一，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，直至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。第二，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。如果投资于金融资产偏多，金融资产市值上涨，受益相对下降，从而会刺激对非金融资产的需求；如果对非金融产品投资增加，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。第三，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。最后，是名义收入 y ， y 是价格和实际产出的乘积。由于 M 作用于支出 E ，导致资产结构调整，并最终引起 y 的变动，这一变动究竟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？货币主义者认为，货币供给短期内对两方面均可发生影响；但就长期来说，则只会影响物价水平，即货币是中性的。

显然，与凯恩斯学派强调利率在货币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。该学派认为，货币政策的影响主要不是通过利率间接来影响投资和收入，而是因为货币供应量超过了人们的意愿持有量，从而直接地影响到社会的支出和货币收入。

3、资产价格传导机制——托宾 Q 理论和财富传导机制

货币政策的资产价格传导机制主要通过两种途径：一种是基于 Q 理论的“托宾效应”实现的，另一种是基于莫迪利亚尼的“消费财富效应”实现的。

托宾的 Q 比率是公司市场价值对其资产重置成本的比率。反映的是一个企业两种不同价值估计的比值。 $Q \text{ 比率} = \text{公司的市场价值} / \text{资产重置成本}$ ，当 $Q > 1$ 时，购买新生产的资本产品更有利，这会增加投资的需求；当 $Q < 1$ 时，购买现成的资本产品比新生成的资本产品更便宜，这样就会减少资本需求。托宾的 Q 反映在货币政策上的影响就是：当货币供应量上升，股票价格上升，托宾的 Q 上升，企业投资扩张，从而国民收入也扩张。根据托宾 Q 理论的货币政策传导机制为：货币供应 $\uparrow \rightarrow$ 股票价格 $\uparrow \rightarrow Q \uparrow \rightarrow$ 投资支出 $\uparrow \rightarrow$ 总产出 $\uparrow$ 。

财富效应是指由于金融资产价格上涨（或下跌），导致金融资产持有人财富的增长（或减少），进而促进（或抑制）消费增长，影响短期边际消费倾向（MPC），促进（或抑制）经济增长的效应。



4、信贷传导机制

信贷传导理论出现于 20 世纪 50 年代，该理论强调由于金融市场不完善，信用因素在货币政策传导过程中的作用不容忽视。信贷渠道传导机制主要有银行贷款渠道和资产负债表渠道两种方式：

1. 银行贷款渠道

银行贷款渠道是指中央银行采取特定的调控措施影响金融中介机构的贷款行为（贷款规模和结构），从而影响到投资和总需求的变动。在信息不对称条件下，金融中介机构的贷款具有特殊地位。银行在评估、筛选贷款申请人，以及监督贷款使用方面所拥有的专业知识，使得他们可以向那些难以在公开市场上获得资金的借款者提供贷款服务。假定银行贷款与其

它金融资产(如债券)不可完全替代，特定类型借款人的融资需求只能通过银行贷款得以满足，成为“银行依赖者”，这样银行就有了传导货币政策的作用，从而使得货币政策可通过银行贷款的增减变化进一步强化其对经济运行的影响。信贷在货币政策的传导机制中将起到重要的作用。银行贷款渠道传导过程表示为：货币供给 $M \uparrow \rightarrow$ 存款 $D \uparrow \rightarrow$ 贷款 $L \uparrow \rightarrow$ 投资 $I \uparrow \rightarrow$ 总产出 $Y \uparrow$ 。

2. 资产负债表渠道

在该渠道下，货币政策通过影响借款人的资产净值和受信能力，从而影响到银行对其给予的授信，并影响到借款人的投资活动，达到货币政策传导作用。资产负债表机制的理论假设是借款者所面临的外部融资风险溢价的大小正向取决于它的资产状况。银行向借款者贷款是在安全性与盈利性之间进行权衡，在盈利性相同的情况下，则着重考虑贷款的安全性，也就是偿债能力。借款者的资产净值越大，偿债能力越强，其外部融资风险溢价也就越低；相反，其外部融资风险溢价就越高。企业的资产净值通过影响其面临的外部融资风险溢价从而影响到它所面临的信贷条件。因此，企业资产净值的波动会引起他们投资和消费需求的变动。借款者资产负债表的内生性变动具有周期性特点，能够强化和传导商业周期，这种现象称之为金融加速器，资产负债表的恶化，银行贷款下降，将直接导致他们对耐用消费品和住房的购买下降，社会产出下降。

即可表示为：货币供给 $M \uparrow \rightarrow$ 利率 $i \downarrow \rightarrow$ 净现金流 NCF 和资产价格 $P \uparrow \rightarrow$ 逆向选择和道德风险 $\downarrow \rightarrow$ 银行贷款量 $L \uparrow \rightarrow$ 投资 $I \uparrow \rightarrow$ 产出 $Y \uparrow$ 。

5、开放经济下的汇率传导机制

在开放经济条件下，货币政策可以通过影响国际资本流动，改变汇率，并在一定的贸易条件下影响净出口。在实行固定汇率制度的国家，中央银行可以直接调整汇率；在实行浮动汇率制度的国家，中央银行必须通过公开市场操作来改变汇率。当一国实行紧缩的货币政策，利率随之上升，该国的债券则会引起外国投资者的需求增加，从而导致对该国货币需求的增加，引起该国货币汇率的上升。本币升值不利于本国商品的出口，同时提升外国商品在本国的市场竞争力，该国贸易差额减少，净出口下降，这样的机制可以简述如下： M 货币供给 $\downarrow \rightarrow r$ 本国利率 $\uparrow \rightarrow e$ 汇率 $\uparrow \rightarrow NX$ 净出口 $\downarrow \rightarrow$ 产出 $\downarrow$ 。



货币政策效果的影响因素

一、 货币政策时滞

货币政策时滞是政策从制定到获得主要的或全部的效果所必须经历的一段时间，是影响货币政策效应的重要因素。分为内部时滞和外部时滞两个阶段。

内部时滞是指作为货币政策操作主体的中央银行从制定政策到采取行动所需要的时间。当经济形势发生变化，中央银行认识到应当调整政策到着手制定政策再到实行政策，每一步

都需要耗费一定的时间。内部时滞又可以细分为认识时滞和决策时滞两段。1. 认识时滞。这是指从确有实行某种政策的需要，到货币当局认识到存在这种需要所需耗费的时间。这段时滞之所以存在，主要有两个原因：一是搜集各种信息资料需要耗费一定的时间，二是对各种复杂的社会经济现象进行综合性分析，作出客观的、符合实际的判断需要耗费一定的时间。2. 决策时滞。这是指制定政策的时滞，即从认识到需要改变政策，到提出一种新的政策所需耗费的时间。中央银行一旦认识到客观经济过程需要实行某种政策，就要着手拟定政策实施方案，并按规定程序报批，然后才能公布、贯彻。这段时滞之所以存在，是因为中央银行根据经济形势研究对策、拟定方案，并对所提方案作可行性论证，最后审定批准，整个制定过程的每一个步骤都需要耗费一定的时间。这部分时滞的长短，取决于中央银行对作为决策依据的各种信息资料的占有程度和对经济、金融形势的分析、判断能力，体现着中央银行决策水平的高低和对金融调控能力的强弱。

外部时滞是指从中央银行采取行动到这一政策对经济过程发生作用所耗费的时间，这也是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会有：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——新政策发生作用等过程，其中每一步都需要耗费一定的时间。外部时滞也可以细分为操作时滞和市场时滞两段。1. 操作时滞。这是指从调整政策工具到其对中介指标发生作用所需耗费的时间。中央银行一旦调整政策工具的操作方向或力度，需通过操作变量的反应，传导到中介变量。这段时滞之所以存在，是因为在实施货币政策的过程中，无论使用何种政策工具，都要通过操作变量的变动来影响中介变量而产生效果。而政策是否能够生效，主要取决于商业银行及其他金融机构对中央银行政策的态度、对政策工具的反应能力以及金融市场对央行政策的敏感程度。2. 市场时滞。这是指从中介变量发生反应到其对目标变量产生作用所需耗费的时间。货币政策要通过利息率的变动、经由投资的利率弹性产生效应；或者通过货币供应量的变动、经由消费的收入弹性产生效应。不仅企业部门对利率的变动、私人部门对货币收入的变动作出反应有一个滞后过程，而且投资或消费的实现也有一个滞后过程。各种政策工具对中介变量的作用力度大小不等，社会经济过程对中央银行的宏观金融调控措施的反应也是具有弹性的。因此，中介变量的变动是否最终能够对目标变量发生作用，还取决于调控对象的反应程度。

外部时滞的长短，主要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。外部时滞较为客观，它不像内部时滞那样可由中央银行掌握，是一个由社会经济结构与产业结构、金融部门和企业部门的行为等多种因素综合决定的复杂变量。因此，中央银行对这段时滞很难进行实质性的控制。

二、货币流通速度的影响

货币流通速度是指单位货币在一定时期内的周转(或实现交换)次数。商品实现交换后，一般会退出流通，进入生产或生活消费；而货币作为实现商品交换的媒介手段，是处在流通中不断地为实现商品交换服务。在一定时间内，多种商品交换活动不断继起，同一单位货币就可以为多次商品交换服务，从而实现多次周转。货币流通速度的影响因素主要有经济和心理两个方面，其中经济因素是基本的，包括：



①居民的货币收入水平和支出结构变化的影响。一般情况下，收入水平既定，消费结构不会有大的变化。当收入水平有较大提高时，消费结构中用于高档消费品的部分会增加。在积储过程未实现购买力，居民持币率就呈上升趋势。这就会促成货币流通速度的减慢。

②产业结构及生产专业化状况的影响。不同生产周期、不同资本有机构成的产业部门之间的比重不同，以及社会生产的专业分工程度不同等，都会影响货币流通速度。生产周期长的部门，资金周转慢，其货币流通速度相对较慢；反之，则较快。资本有机构成高的部门，资金占用多，使货币流通速度减慢；反之，则加快。社会生产的专业化分工越细，进入市场交易的中间产品越多，生产效率越高，生产周期缩短，实现国民生产总值越多，流通速度就越快；反之，则较慢。社会再生产过程中所有这些方面发生变化，都会相应地影响货币流通速度发生快慢不等的变化。

③经济单位数量和金融市场发达状况的影响。参与经营及收入分配的个人和企业数量越多，社会整体效益提高，货币流通速度就加快，否则货币流通速度就慢。金融市场越发达，商品交易之外的货币交易占用量越多，货币流通速度越慢；反之，则相对加快。

④财务及结算制度的影响。如一定时期中分多次支付工资，每项支付期短，会加快货币流通速度；反之，则慢。金融业发达，能采用多样灵活的结算方式，减少资金占用时间，可以加快货币流通速度；反之，则慢。

影响货币流通速度的心理因素主要是消费者对经济形势的预期和对信用货币及纸币的信任程度。心理因素包括人们的支付习惯、消费心理、价值观念，以及对通货膨胀率、利率等变动的预期，还包括对政府的重大政策变化和其他政治因素的预期等。心理预期导致的行为变化，会在一定程度上有时甚至是很大程度上左右人们的储蓄和购买行为，从而影响货币流通速度。上述影响货币流通速度的诸多因素错综复杂地交织在一起，使货币流通速度在很大程度上成为难以考察和计算的变量。

货币政策影响经济能否有效扩张的另一重要因素是货币流通速度。因为，货币供应量增加对实体经济影响的大小还依赖于货币流通速度变动。央行通过调控基础货币和货币乘数，能够有效控制货币供应量的增长，但是对货币流通速度应该加以监测、判断，把握货币流通速度的变化趋势，提高货币政策调控方向、节奏和力度的有效性。如果货币当局在制定货币政策时，未能考虑到货币流通速度的变化，那么政策的效果很可能事与愿违。

根据传统货币数量说理论，要实现一定规模的国内生产总值，必须有一定数量的货币和一定水平的货币流通速度。即使经济体的货币存量增加，如果货币流通速度下降，货币流通受阻，金融市场和商品市场的交易水平将下降，整个经济规模也会下滑，实体经济增长将会变缓。其实，货币流通速度下降，反映了一定量的货币供给实现国内生产总值的水平下降了，货币扩张对经济刺激的效果下降。

三、金融创新的货币政策效应

1、金融创新的货币政策工具效应

金融创新对三大政策工具(存款准备金政策、再贴现政策以及公开市场业务)都有程度不同的影响，但这种影响并不是同步的，有的影响大，有的影响小。

金融创新使得中央银行通过法定存款准备金来调节货币供应量的能力减弱。一方面金融创新使得证券化趋势增强，大量的原来可用来作为存款的资金流向了非存款性金融机构，从而改变了银行业的资金负债比例，使存款在负债中的比例下降，非存款负债比例上升，因而使整个银行体系的存款减少，存款准备金的提缴基数降低；另一方面金融创新破坏了存款准备金的作用机理，使中央银行通过增加或减少法定存款准备金率倍数收缩或扩张银行货币创造能力减弱，形成了流动性陷阱。

(二)对再贴现政策的影响

首先，金融创新削弱了中央银行调整再贴现率的作用力。中央银行根据货币市场对资金的需求调整再贴现率，其作用与金融机构对再贴现率的依赖程度呈正比，金融机构对再贴现率的依赖程度大，中央银行调整再贴现率的作用就越强，反之就弱。金融创新使得金融机构对再贴现率的依赖程度减弱，由于创新，



金融机构可以通过出售证券、贷款证券化、票据发行便利、在国际金融机构借款等多种途径来满足对资金的流动性需求，于是通过再贴现来弥补资金的流动性需求的比率相应下降，使中央银行再贴现率的作用削弱；其次，金融创新使得中央银行对再贴现票据要求条件放松，“真实票据说”的影响逐步削弱，创新巧妙地使各种新型票据都符合中央银行对贴现票据的规定，从而使中央银行有关合格票据的规定失效，调整能力减弱。

(三)对公开市场业务的影响

金融创新所带来的证券化趋势和金融市场的全球一体化为中央银行的公开市场业务提供了极大的便利，增强了这一货币政策工具的作用。金融创新给国际金融市场带来的一个重大变化是信贷流量从银行放款转为可上市买卖的债务证券。证券日益成为公众及经济实体所持有的重要资产形式。其中政府债券因具备良好的流动性、安全性和盈利性，而成为重要的流动资产，其收益率和价格成为其他证券的标准。于是中央银行的公开市场业务就可以通过变动政府债券的收益率和价格来影响一般证券的收益率和价格，调控货币供应量和信用总量，继而调节整个经济。此外，金融创新也为中央银行的业务操作提供了大量的可供买卖的工具，使其吞吐基础货币的能力加强。

2、金融创新的货币政策中介目标效应

中介目标是介于货币政策最终目标和货币政策工具之间的金融变量，各国对中介目标的选择不尽相同，但一般较为广泛使用的主要有利率、货币供应量和汇率。

(一)金融创新对利率的作用和影响

在金融创新出现之前，大多数国家的货币政策变化主要是通过调整利率或者改变信用的可获得性传递到经济中去的。前者主要是规定利率的上限；后者主要是对某种形式的信用实行数量限制。金融创新绕过了中央银行对利率上限的规定，并使可获得信用数量限制的作用减弱。许多过去只能利用有限的融资渠道和信用形式的经济实体，现在可以利用金融创新工具来获取信用替代。这就使得中央银行试图通过对利率的控制和对国内金融机构的资产负债设置各种限制的方法来压缩信用总供给量的扩张有效性被抵消。创新使市场信息的传递十分灵敏和充分，利率作为内生变量和外生变量的界限被模糊，利率的决定因素变得越来越复杂。例如，确定一个利率的上限主要是为了抑制需求，但经济运行中的内部机制却把利率推向了这一高度。于是政策效果和非政策效果混在一块，使中央银行无法确定货币政策是否奏效，中央银行对利率的可控性减弱；此外，创新所带来的储蓄和投资实际收益的提高，又使得中央银行所能控制的名义利率对储蓄和投资的影响力下降，在这种情况下，即使中央银行控制了利率，也未必能控制货币量和信用总量，实现最终目标。

(二)金融创新对货币供应量的影响

金融创新首先造成了货币总量定义的混乱，模糊了货币供应的层次。由于金融创新使各种金融资产的流动性发生了很大变化，因此要清晰地划分狭义货币和广义货币已经十分困难，界定 M1、M2、M3 等不同层次的货币的内涵十分不易，因为金融创新使货币的概念不断扩大，流通中的现金是货币，信用卡、储蓄卡中的磁媒体是货币，存储在自动提款机上的数字信号也是货币，中央银行试图严格界定货币量定义的努力，终因金融创新的不断涌现而失去效力。此外，金融创新使得基础货币的扩张系数失去了以往的稳定性，并使得货币总量同最终目标的关系更加不确定，最终失去了中央银行对货币总量供给的强有力的控制。正由于此，进入 90 年代以后，大多数发达国家又放弃了以货币供应量作为货币政策的中介目标，重新转向以利率作为中介目标。

(三)金融创新对汇率作用的影响

汇率的变动常常是与国际资本的流动联系在一起。当资本处于国际性流动的时候，货币政策通过引导利率和汇率的变化来影响经济，随着资本的国际性流动程度的上升，汇率渠道变得相对重要，而利率的重要性则相对削弱。金融创新，尤其是诸如货币利率互换、票据发行便利等金融工具的创新，使借贷双方越来越容易在世界范围内获得一系列信用替代形式，从而使资本的国际流动性加剧。而较高程度的资本流动除了对货币政策的实施产生影响外，还对汇率未来走势的预期产生影响，并且使二者产生互动。例如，



假定资本市场的大多数参与者预期货币政策的变动将对汇率产生最终影响的话，那么，货币政策的变化在一开始就会导致汇率的大幅度上升，偏离汇率的均衡价值。当市场的参与者无法预期汇率的均衡水平，则货币政策的初始变化将会导致汇率的一定水平的下降。当对汇率的预期与汇率的实际变动相反时，中央银行试图以货币扩张来降低国内利率将会使汇率同时下降。并且汇率会以自身的特性发生波动，迅速反映在国内价格上，妨碍货币政策的积极作用。可见，资本的国际性流动的影响是外部经济部门对独立的货币政策实施的一种制约。在价格和汇率预期变化不定的情况下，实施一种独立的货币政策将会付出较高的代价。

3、金融创新的货币政策传导机制效应

金融创新正在使货币政策的传导机制逐步发生深刻的变化。按照凯恩斯学派的货币政策传导机制理论，货币政策的传导机制可表述为：中央银行货币政策的实施，首先是引起商业银行准备金数量发生增减变化，然后引起货币供应量发生增减变动，市场利率相应发生变动，继而引起投资发生增减变动，通过乘数效应，最终影响总收入和总支出的变动。金融创新部分地改变了货币政策的传导机制，使传统的传导机制受阻。首先，金融市场的创新(如欧洲货币市场的建立)使中央银行执行货币政策的难度加大，例如，一国拟实行紧缩性的货币政策，但国内金融机构却可以通过欧洲货币市场筹措资金，达到信用规模，这就抵消了紧缩性货币政策效应，当一国实行扩张性的货币政策时，国内金融机构则可能将资金转移到欧洲货币市场，回避中央银行的货币控制；其次，金融创新使得商业银行的存款结构发生了很大变化，大量的非银行金融机构分流了商业银行的资金来源，使商业银行的存款，尤其是活期存款大幅度下降，这就使中央银行通过增减法定存款准备金数量来控制信贷规模的货币政策作用力降低，使运用存款准备金率传导机制部分失效，货币政策的力度减弱；第三，金融创新使货币创造的主体形成多元化，使中央银行控制货币能力减弱；中央银行传统的控制货币的方法主要是通过控制商业银行的派生存款来控制货币的供应量，但金融创新使非银行的金融机构越来越多，其经营业务的范围越来越广，大量的活期存款涌入这些机构，创造出了大量的派生存款，使中央银行的货币控制能力降低。

四、微观主体预期的对消作用

当一项货币政策提出时，微观经济行为主体会立即根据可能获得的各种信息预测政策的后果，从而很快的做出对策，因此货币政策面对微观主体广泛采取的对消其作用的决策，可能归于无效。鉴于微观主体的预期，只有在货币政策的取向和力度没有或没有完全为公众知晓的情况下才能生效，但是现实情况是货币当局不可能长期不让社会公众知道它所采取的政策。

四、其他政治经济因素的影响

一般来说一项既定的货币政策出台后总要继续一段时间，在这一段时间内如果客观经济条件出现变化，而货币政策又难以做出相应的调整，就可能出现货币政策效果下降甚至失效的情况。政治因素对货币政策的效果影响也是巨大的，由于任何一项货币政策方案的贯彻可能被不同阶层、集团、部门或地方利益带来一定的影响。这些主体在自己利益受损时会做出强烈的反应，如此形成的政治压力会迫使货币政策进行调整。

四、透明度和公众的信任度

从方针政策和决策准则来说，要求决策者和广大公众之间高度沟通，货币当局的行为也要力求规范、有规则可循。如果决策过程不透明，就难以树立公众对货币当局的信任；如果没有必要的透明度使公众领会决策者的行为准则和意向，在胡乱猜测中所造成的紊乱必然会使经济付出代价。不透明、货币当局自身



没有可信性，此情形下的公众的预期和对策，会对货币政策的效应；有了必要的透明度，货币当局取得公众的信任，由此诱导的公众预期，则是贯彻货币政策的助力。

货币政策和财政政策

一、 货币政策和财政政策的内涵

财政政策是指根据稳定经济的需要，通过财政支出与税收政策来调节总需求。增加政府支出，可以刺激总需求，从而增加国民收入，反之则压抑总需求，减少国民收入。税收对国民收入是一种收缩性力量，因此，增加政府税收，可以抑制总需求从而减少国民收入，反之，则刺激总需求增加国民收入。

财政政策主要有三种类型：一是扩张性财政政策，旨在复苏经济，降低失业率，解决社会需求不足；二是紧缩性财政政策，旨在抑制社会总需求，降低通货膨胀率，实现经济稳定增长；三是介乎扩张性财政政策和紧缩性财政政策之间的中性财政政策，不干扰市场机制的作用，多在经济运行基本上处于稳定状态，又存在结构性矛盾的条件下实行，其核心是松紧适度、着力协调、放眼长远。

货币政策：指中央银行为实现既定的经济目标（稳定物价，促进经济增长，实现充分就业和平衡国际收支）运用各种工具调节货币供给和利率，进而影响宏观经济的方针和措施的总合。

货币政策也可分为三类：一是紧缩性货币政策，是指中央银行在通货膨胀情况下，采取提高存款准备金率、提高利率、减少信贷规模等方式来减少货币供应量的政策；二是扩张性货币政策，是指中央银行在经济萧条时采取降低存款准备金率、降低利率、扩大信贷规模等手段来增加货币供应量的政策；三是稳健（中性）货币政策，指中央银行在社会供给和总需求基本平衡、经济运行较为稳定的情况下采取货币供给与经济发展相适应的一种政策，其主要目标是在保持经济稳定增长的前提下抑制通货膨胀，避免经济的大起大落和保持物价的稳定。

二、 财政政策和货币政策对经济发展的作用机制

1、 财政政策对经济的影响

财政政策对经济发生作用的过程，称为财政政策传导机制，表明财政政策影响产品市场的总需求，总需求影响国民收入，国民收入影响货币市场上的货币需求，货币需求又影响利率，利率最后影响产品市场上的投资与总需求。以政府购买支出增加为例，其作用过程可用符号表示为：

$G(\text{政府支出}) \uparrow \rightarrow AD(\text{总需求}) \uparrow \rightarrow Y(\text{国民收入}) \uparrow \rightarrow L(\text{货币需求}) \uparrow \rightarrow i(\text{利率}) \uparrow \rightarrow I(\text{投资}) \downarrow \rightarrow AD(\text{总需求}) \downarrow$ 。

2、 货币政策对经济的影响

货币政策由三大要素组成：政策工具、中间目标和最终目标。中央银行通过公开市场业务、贴现率、存款准备金率以及其它政策工具，来调节银行的准备金、利率和贷款规模，从而调节全社会的货币总供给，最终影响经济增长率（国民收入）、通货膨胀率、失业率和国际收支平衡。以货币供给量增加为例，其作用过程可用符号表示为：

$MD(\text{货币供应量}) \uparrow \rightarrow MD > MS(\text{货币需求大于货币供给}) \rightarrow i(\text{利率}) \downarrow \rightarrow I(\text{投资}) \uparrow \rightarrow AD(\text{总需求}) \uparrow \rightarrow Y(\text{国民收入}) \uparrow$ 。



三、财政政策和货币政策的区别和联系

两大政策既是有密切联系，又是不同质的两种宏观经济政策，其作用既有统一的一面，又有特殊性。

1、两大政策的区别

第一，制定和实施的主体不同。财政政策由国家的财政部制定和实施，而货币政策一般由中央银行制定和实施。第二，实施的具体手段不同。财政政策是过财政收支的数量、结构及平衡关系的变化对国民经济产生影响，如主要手段包括税种增减、税率升降、支出预算缩张、公债增减、补贴等等。货币政策比财政政策复杂，它通过调节货币供应量、利率、增减信贷规模、增减社会现金供应及运用存款准备金、再贴现率、公开市场业务等手段对国民经济产生影响。第三，两大政策的影响方式不同。财政政策直接影响总需求的规模，其作用的发生是没有通过任何中间变量的；货币政策通过利率的变动来对总需求发生影响，间接地发挥作用。

2、两大政策的联系：

第一，两大政策的目标一致。实现物价稳定、经济增长、充分就业和国际收支平衡是其共同任务。

第二，两大政策对总需求的影响具有互补性。例如通过增加政府购买和加大公共支出，或减税，能够扩大社会总需求，实现对于国民经济增长的促进作用。但是，积极财政政策在刺激经济扩张的同时也可能产生紧缩效应，这些紧缩效应主要表现为如下两种形式：首先，政府增发国债和扩大支出势必减少公共储蓄，由此造成的货币需求压力会迫使利率上升，从而减少私人部门的投资，这就是积极财政政策产生的对于私人部门投资需求的“挤出效应”，其次，财政扩张可能引起的本币升值将产生本币升值的压力，从而促使汇率上升进而降低国外需求，导致出口的减少，从而对经济产生一定的紧缩效应。政府如果同时采取扩张性的货币政策，可以抑制利率上升，扩大信贷，刺激投资，消除或减少扩张性财政政策产生的“挤出效应”。在调节需求上，货币政策的主导方面是进行总量调控以使总供给与总需求达到动态平衡；财政政策对需求的扩张或紧缩效应要通过信贷机制的传导才能发生。

第三，两大政策同是资金分配的渠道，都与货币流通密切联系。从社会总资金的运动来看，财政政策对资金运动的影响和货币政策对资金运动的影响，相互间必有千丝万缕的联系和连锁反应。两大政策调控的着眼点，都是针对社会供需总量与结构在资金运动中表现出来的有悖于货币流通稳定和市场供求协调正常运行状态的各种问题；两大政策调控的归宿，都是力求社会供需在动态过程中达到总量的平衡和结构的优化，从而使经济尽可能实现持续、稳定、协调发展。

如上文所述，财政政策和货币政策相互区别又密切联系，各种经济政策手段在具体操作上也表现出不同的特点。从政策作用的强度看，财政政策中的政府支出和货币政策中的法定存款准备金率的作用较为猛烈，而财政政策中的税收政策和货币政策中的公开市场业务、贴现率政策的作用较慢。从决策的速度来看，财政政策中的政府支出政策、税收政策和货币政策中的法定存款准备金率决策较慢，而货币政策中的公开市场业务、贴现率决策较快。从政策执行的阻力来看，财政政策中的政府支出政策、税收政策阻力较大，而货币政策中的贴现率政策阻力小，公开市场业务、法定存款准备金率阻力较小。从作用对象看，财政政策直接作用对象是总需求，货币政策直接作用对象是货币供给。政府在制定和实施财政政策和货币政策时，必须考虑上述特点，以便使其协调配合共同为经济政策目标服务。财政政策与货币政策又具有紧密的联系，这种联系来源于双方政策手段的互补性以及政策传导机制的互动性，一方的政策调控过程，通常都需要对方的政策手段或机制发挥其特长来加以配合策应，各自的政策实施及其变动，必然要牵动对方，产生协调配合的客观要求。

三、财政政策和货币政策的搭配使用

凯恩斯主义认为，经济经常处于非充分就业状态，不时出现膨胀缺口性或紧缩性缺口，只有采取权衡性政策，才能使之接近物价稳定或充分就业水平。在通货膨胀和经济过热时期，财政政策的作用不明显，要通过紧缩性货币政策，如公开市场业务卖出债券、提高再贴现率或法定存款准备金率等来抑制投资，降低总需求，从而消除膨胀缺口；在严重的通货紧缩和经济衰退时，货币政策的作用不明显，要通过扩大支



出、支持公共工程建设、降低税收等来拉动经济复苏。这就是著名的凯恩斯需求管理理论，即财政政策与货币政策协调配合的理论基础。由此我们可得出结论，财政政策和货币政策只有协调配合，才能扩大和强化这种它对宏观经济的调控作用。

1、财政政策和货币政策配合运用的主要模式

财政政策与货币政策如何进行搭配，并没有一个固定不变的模式。常见的配合方式主要有以下几种：

(1) “双扩张”政策，即扩张性财政政策和扩张性货币政策。当社会总需求严重不足，生产资源大量闲置，解决失业和刺激经济增长成为宏观调控的首要目标时，适宜采取以财政政策为主的“双扩张”政策配合模式。

(2) “双紧缩”政策，即紧缩性财政政策和紧缩性货币政策。当社会总需求极度膨胀，社会总供给严重不足和物价大幅度攀升，抑制通货膨胀成为首要调控目标时，适宜采取“双紧缩”政策。

(3) 紧缩性财政政策和扩张性的货币政策。当政府开支过大，物价基本稳定，经济结构合理，但企业投资并不十分旺盛，经济也非过度繁荣，促进经济较快增长成为经济运行的主要目标时，适宜采用此政策配合模式。

(4) 扩张性财政政策和紧缩货币政策。当社会运行表现为通货膨胀与经济停滞并存，产业结构和产品结构失衡，治理“滞胀”、刺激经济增长成为政府调节经济的首要目标时，适宜采用此政策配合模式。

除紧缩和扩张这两种情况外，财政政策、货币政策还可以呈现中性状态。若将中性财政政策与货币政策分别与上述松紧状况搭配，又可产生多种不同的配合方式。

2、注意政策使用相机抉择

财政政策与货币政策及其不同的政策手段如何进行搭配，并没有一个固定不变的模式，这是一个政策运用技巧问题。政府可根据市场供求情况，灵活地决定。经济政策配合中的相机抉择就是政府根据市场供求情况、各种调节措施的特点及政策调控目标，机动地决定和选择配合方式。

一般说来，财政政策与货币政策的搭配在运用了一段时间以后，应选用另一种搭配取而代之，形成相互交替运用的政策格局。这是因为，一方面，经济形势是不断变化的，固守一种配合方式，有可能因不适应变化的形势而达不到预期目的；另一方面，即使经济形势是稳定的，也不能一成不变的长期使用某一种政策，否则往往是正效应递减，而负效应递增，不仅不利于预期目标的实现，而且还可能产生相反的作用。因此政府根据宏观经济形势的变化和经济运行不同阶段的特点，适时调整财政政策和货币政策，加强宏观调控。

3、两大政策的配合运用应服从国家的发展战略

要通过国民经济和社会发展中长期规划对财政和货币政策进行统筹安排，包括两大政策目标的协调。以往我国在财政政策和货币政策协调方面，主要通过关注总需求管理，致力于实行经济总量稳定。我们知道，在凯恩斯主义政策理念影响下，财政与金融的协作问题，主要研究在封闭体系的自由利率条件下，财政政策与货币政策是如何通过有效配合来促进总需求水平的稳定。对于健全的市场经济国家来说，这样的政策选择是相对有效的。然而对中国这样面临发展与转轨双重任务的经济体来说，则显得过于单一。长远来看，两大政策的协调运用，除了要努力实现社会总供求总量基本平衡之外，还必须关注经济结构的优化、调整以及开放条件下的金融制度优化等层面。经济结构调整一直是中国经济增长面临的根本问题，而由于种种原因，财政政策和货币政策的协调一直没能在此方面发挥作用，所以两大政策有充分的功能可以发掘。比如实体经济结构方面，有产业结构、产品结构、区域结构、城乡结构等领域；而对金融结构方面，则有金融机构、金融产品、金融市场等众多热点。财政政策要在促进经济增长、优化经济结构和调节收入分配方面发挥重要功能，货币政策要在保持币值稳定和经济总量平衡方面发挥作用。



4、完善财政部和人民银行之间的协调机制

从我国情况来看，虽然在历史上，经常由中央确定一段时期内的财政政策和货币政策协调方式，但往往只是确定了政策“扩张”或“紧缩”的大方向，在“松”“紧”力度，以及动态协调方面，都缺乏明确的原则。究其原因，就是因为没有真正建立起两大政策部门（财政部和人民银行）的交流通道，无法在日常工作中充分考虑不同政策的衔接和配合。长远来看，我国应该考虑建立持续性的两大政策磋商机制。可以考虑在中央财经领导小组的框架内设立专门的财政货币政策协调委员会，由财政部、人民银行、国家发改委、国家税务总局等部门的相关负责人组成，协调委员会定期举行会议。一方面，交流对宏观经济形势的判断，评估前一阶段各部门政策的实际效果，从政策协调角度提出改进意见，通报各自拟采取的政策措施，征求其他部门的意见和建议，尽量避免不协调情况的出现；另一方面，应加强两部门的政策执行人员的沟通，包括专门数据的互通有无、工作理念的交流，以及政策工具协调的路径磨合等。要完善统计体制，健全经济运行监测体系，加强各宏观经济调控部门的功能互补和信息共享，提高我国财政货币政策的组合效应。

新巴塞尔协议

新巴塞尔资本协定简称新巴塞尔协议或巴塞尔协议 II（英文简称 Basel II），是由国际清算银行下的巴塞尔银行监理委员会（BCBS）所促成，内容针对 1988 年的旧巴塞尔资本协定（Basel I）做了大幅修改，以期标准化国际上的风险控管制度，提升国际金融服务的风险控管能力。新资本协议从操作层面正式引入了全面风险监管的理念，其内容更复杂、更全面，充分考虑了银行可能面临的多种风险，风险敏感性也更大，较为全面地考虑了引起风险的多种因素，并力求把资本充足率与银行资产面临的主要风险紧密地结合在一起，在评判资产风险的计量方法上也为银行提供了多种选择，从而提高了资本监管的风险敏感度和灵活性。《巴塞尔协议 II》标志着以指标为核心的数量型监管模式正在逐步向以风险管理为核心的质量监管模式过渡。

一、新巴塞尔协议的内容

新巴塞尔资本协定最主要的特点则是建立了有效资本监管的三大支柱，即“最低资本要求、监管当局的监督检查、市场约束”，进一步丰富了资本监管的手段，从多个维度对银行风险管理能力提出了要求，更加强调从多视角、多层次进行灵活宽松的资本监管。

第一支柱——最低资本规定。新协议在第一支柱中考虑了信用风险、市场风险和操作风险，并为计量风险提供了几种备选方案。关于信用风险的计量，新协议提出了两种基本方法：第一种是标准法；第二种是内部评级法。内部评级法又分为初级法和高级法。对于风险管理水平较低的银行，新协议建议其采用标准法来计量风险，计算银行资本充足率。根据标准法的要求，银行将采用外部信用评级机构的评级结果来确定各项资产的信用风险现状。当银行的内部风险管理系统和信息披露达到一系列严格的标准后，银行可采用内部评级法。内部评级法允许银行使用自己测算的风险要素计算法定资本要求。其中，初级法仅允许银行测算与每个借款人相关的违约概率，其他数值由监管部门提供；高级法则允许银行测算其他必须的数值。类似地，在计量市场风险和操作风险方面，委员会也提供了不同层次的方案以备选择。

第二个支柱是监管当局的监管。监管约束第一次被纳入资本框架之中，其基本原则是要求监管机构应该根据银行的风险状况和外部经营环境，要求银行保持高于最低水平的资本充足率，对银行的资本充足率有严格的控制，确保银行有严格的内部体制，有效管理自己的资本需求。银行应参照其承担风险的大小，



建立起关于资本充足整体状况的内部评价机制，并制定维持资本充足水平的战略；同时监管者有责任为银行提供每个单独项目的监管。监管者的责任包括决定银行管理者和董事会是否有能力决定自己的资本需求，是否对不同的风险有不同的应对方法。监管当局应对银行资本下滑的情况及早进行干预。监管当局监督检查的四大原则：原则 1：银行应具备与其风险状况相适应的评估总量资本的一整套程序，以及维持资本水平的战略。原则 2：监管当局应检查和评价银行内部资本充足率的评估情况及其战略，以及银行监测和确保满足监管资本比率的能力。若对最终结果不满意，监管当局应采取适当的监管措施。原则 3：监管当局应希望银行的资本高于最低监管资本比率，并应有能力要求银行持有高于最低标准的资本。原则 4：监管当局应争取及早干预从而避免银行的资本低于抵御风险所需的最低水平，如果资本得不到保护或恢复，则需迅速采取补救措施。

第三个支柱是市场对银行业的约束（市场纪律）。新框架第一次引入了市场约束机制，让市场力量来促使银行稳健、高效地经营以及保持充足的资本水平。新框架指出，稳健的、经营良好的银行可以以更为有利的价格和条件从投资者、债权人、存款人及其他交易对手那里获得资金，而风险程度高的银行在市场中则处于不利地位，它们必须支付更高的风险溢价、提供额外的担保或采取其他安全措施。市场的奖惩机制有利于促使银行更有效地分配资金和控制风险。新的巴塞尔协议要求市场对金融体系的安全进行监管，要求银行及时披露信息。加大透明度，也就是要求银行提供及时、可靠、全面、准确的信息，以便市场参与者据此做出判断。新框架指出，银行应及时公开披露包括资本结构、风险敞口、资本充足比率、对资本的内部评价机制以及风险管理战略等在内的信息，披露的频率为至少一年一次。

二、新巴塞尔协议的特点

新协议考虑到了银行业近年来的发展变革，特别是考虑了银行混业经营、资产证券化等新业务，新产品发展所产生的影响，是在吸收多方意见后对 1999 年 6 月公布的原有框架进行修改后的结果。这表明，新协议广泛考虑了当今银行业发展的现状，具有一定的涵盖性。总体上看，新协议体现了以下几个主要特点：

1. 突破了传统银行业限制。新协议本身考虑到控股公司下的不同机构并表问题，在产品方面，涵盖了证券化资产和银行持有证券的资本要求，同时巴塞尔委员会也着手推动与保险业监管机构的合作，以进一步推动新规则的发展。新协议从机构和业务品种方面，推广了经典的最低资本比例的适用范围，这为银行业全能化发展环境下，金融业合并监管的形成确立了重要的政策基础。

2. 更加灵活、更加动态化的规则。新协议允许银行实行内部评级方法，使新的监管规则有一定的灵活性，有利于吸收现代化大型银行管理风险的各种先进经验。新协议为了鼓励对支柱一所确立的资本要求方法进行更新，鼓励银行不断改进风险评估方法，不断发展更为精细的风险评估体系。同时，也鼓励银行在具备充分数据的条件下，采用高级的内部评级方法。新协议有利于促进现代银行业风险管理技术进步。

3. 重视定性和定量的结合，定量的方面更加精细化。新协议以三大支柱构建新的政策架构，并强调三大支柱协调发展的必要性，是定量（资本计算）和定性（对监管过程、银行管理体制的要求和利用市场约束规则）方面的结合。众所周知，资本定量计算固然重要，但由于数据获取的困难和有些风险难以度量等原因，无法实现完全的计量化。因此，制度建设和过程控制是非常重要的补充。新规则对信息披露也同时强调定量和定性的要求。与 1988 年的政策框架相比，新协议定量计算更为精细。如内部评级方法中风险估测采用了借款人的违约概率（PD）、借款的特定违约损失（LGD）和违约风险暴露（EAD）等多种变量，银行的风险归并中考虑到各类风险的相关性，将更复杂的非线性关系引入到银行风险测量中，这无疑更合乎实际情况。

三、金融危机中新巴塞尔协议暴露的问题



在此次金融危机中，巴塞尔协议引发了三个效应：1、监管套利效应；2、系统风险增大；3、顺经济周期效应。

1、监管套利

监管套利是指大型金融机构利用不同监管机构制订的不同甚至相互冲突的监管规则或标准，选择金融监管相对宽松的市场展开经营活动，以此降低监管成本、规避管制和获取超额收益。造成监管套利的原因有：1）、分业多头的监管体系导致监管重叠和监管真空。多头监管格局使得美国的监管机构过于庞大、严重重叠，加上各监管机构权力分散而又缺乏协调，经常会导致监管当局的监管工作陷入“监管重叠”（regulatory duplication）和“监管真空”（regulatory gap）的困境中，从而为金融机构的监管套利行为提供了空间。2）、各国监管理念和监管文化的冲突导致监管差异。3）、金融中心之间的为吸引金融机构和国际资本而竞争，导致监管放松。

《新巴塞尔协议》为银行提供了测算信用风险的两种模式，标准法的弱点在于外部信用评级机构信息的不充分。而运用公司内部评级机制的问题在于：一是个别公司标准的过于灵活化；二是指导性规则的缺失可能导致监管套利（regulatory arbitrage）。各金融机构在缺乏统一标准指导的情况下出于自身利益的考虑，会对不同资产的不同风险度作出不够细致准确的内部评级，从而降低监管机构对银行风险的估量，加重了总经济风险。为防范监管资本套利，最重要的是使监管资本要求真正体现对风险的衡量，从根源上杜绝监管资本套利的动机，最终达到监管资本与经济资本统一。在监管真空的情形下，由于各监管机构均回避或遗漏监管，金融机构的业务活动游离于监管体系之外，从而为监管套利提供了机会。以投资银行为例，其相对于商业银行受到的监管要少得多：根据各监管机构之间的分工，证券交易委员会（SEC）负责监管投资银行，但只要要求投行提供连续的年度财务报告，并且只监管其中的证券经纪业务，而不监管其他业务。另外，由于美联储（FED）负责监管银行控股公司和商业银行，而投资银行不在美联储的监管范围内。而投资银行正是利用了这种监管真空，采取高杠杆、高盈利和自由扩张的发展模式，为次贷危机的爆发埋下了伏笔。金融机构在面临多个监管机构的不同监管标准时，就很有可能通过“监管选购”（go regulator shopping）来选择对自己最有利的监管机构开展经营活动，从而实现监管套利。

2、系统风险增大

第一大支柱（即监管资本）与第三支柱（即市场约束）一起导致了各国金融市场同质性。《新巴塞尔协议》强调对公司内部风险管理系统的使用。监管资本的计量方式促使基相似历史数据和同一分析模式的银行，敏感于类型市场信息，形成同样的风险决策。而市场约束鼓励银行遵循同样的披露标准并相应地调整他们的市场运作，促使银行面对相同的市场信息出相同的反应行为。另外，金融市场的同质性将加大市场对于导致系统性风险的客观市场信息的应度。

金融抑制

第一、金融抑制的概念

所谓金融压抑，是指市场机制作用没有得到充分发挥的发展中国家所存在的金融管制过多、利率限制、信贷配额以及金融资产单调等现象。也就是金融市场发展不够、金融商品较少、居民储蓄率高。表现为利率管制、实行选择性的信贷政策、对金融机构进行严格管理以及人为高估本国汇率，压低本国币值等。



金融抑制论认为，发展中国家在加速工业化的目标下，企图人为以低成本来利用国内和国外金融资源，从而人为压低存贷款利率和高估本币汇率，由此造成金融市场调节资金供给和需求的能力丧失。低利率一方面限制了金融体系动员国内储蓄的能力，造成资金供给不足；另一方面刺激了资金的过度需求。于是金融市场供求失衡，这又迫使政府进一步加强干预，即通过信贷配给，抑制过度的资金需求，强制实现资金供求平衡，从而使有限的资金大多低效率地使用。在其他条件不变的情况下，低效率地使用资金，束缚了发展中国家的实际经济增长和国民收入的增加，这又反过来降低了发展中国家的国内储蓄。从汇率角度分析，发展中国家对本币汇率的高估目的在于：刺激进口和抑制出口。一方面减少了外汇供给，另一方面造成外汇的过度需求，并使金融市场丧失了对外汇供求的调节能力。在这种情况下，政府被迫实行严格的外汇管制和外汇配给，其结果又导致外汇资源的低效率分配和使用。

第二、金融抑制的表现形式

金融抑制是由美国经济学家麦金农等人，针对发展中国家实际提出的。它解释发展中国家金融业因抑制而不能有效促进经济增长的现象，其所描述的金融抑制现象主要表现在以下几个方面：

1、名义利率限制。发展中国家一般都对贷款和存款的名义利率进行控制，时而采取规定上限的形式，时而又采用规定某一百分比的形式。这种低的或负的及不确定的实际存款利率，压制了社会对金融中介机构实际债权存量的需求。同时，这些措施使间接融资表层化，限制了这一金融过程提供用于投资的储蓄的能力。存在贷款低利率甚至负利率时，只能依靠信贷配额来消除对中介机构贷款的过高要求。中介机构的贷款利率水平往往偏低，某些利率还为特殊类别的借款人带来净补贴收益。

2、外汇汇率高估。发展中国家，为了保持本币的稳定，往往将本币价值盯住一种坚挺的硬通货。然而，发展中国家的经济情况却无法同拥有硬通货的发达国家相比，在实际执行过程中，出现了本币价值的高估。由于这种高估，汇率无法真实反映本币价值，国内商品的出口受到很大限制。于是，政府便采取出口补贴和出口退税等措施，鼓励国内企业扩大出口，而且这种出口往往也只是限定在政府规定的具有出口权的企业之中，更多的没有出口自主权的企业，则得不到这种补贴，只能将出口商品交给有出口自主权的企业，企业无法在同一水平上竞争。

3、政府通过干预限制外源融资。在金融抑制下，政府对于外源融资进行控制，由政府决定了外源融资的对象，并且主要是作为政府融资的工具。中央银行将廉价的信贷资源导引至国有银行机构，这些银行机构就承担了部分政府的功能，中央银行的信贷也可以直接流向财政部，以弥补政府的预算赤字。

4、发展中国家存在着明显的二元结构：一是以大城市和经济发达地区为中心的由现代化为代表的现代部门，二是以落后农村地区为中心的由钱庄、当铺、合会为代表的传统部门。

5、发展中国家金融结构单一，商业银行在金融活动中居于绝对的主导地位，非银行金融机构极不发达，并且金融机构的专业化程度较低，金融工具形式单一，规模有限。

第三、金融抑制的消极作用

1、资本市场效率降低。任何加剧“金融抑制”的措施，都会降低已被限制的由银行导向的资本市场效率，这种代价将特别大。因为如果减少总需求而产生了商品和劳务的总供给瓶颈，这种需求下降就是自我打击的。如果相对于总供给的商品和劳务总需求被减少，价格水平只会下降(或停止上升)。价格不能真



实反映供给与需求之间的关系，价格也不能起到刺激供给、限制需求的作用。

2、经济增长达不到最佳水平。麦金农强调，不管怎样，金融抑制看来极其可能阻碍最初的经济增长。因为通过提高储蓄倾向和资本形成的质量，货币改革能够刺激实际产量增长，这个观点已得到确认了。反过来，一个增长经济中的高增长率对储蓄倾向和获得货币资产的倾向的积极影响也是需要肯定的。凯恩斯理论认为，经济增长的合意水平的前提条件是，投资等于储蓄。但在发展中国家，由于出现了金融抑制，使储蓄很难达到最佳水平，金融动员起来的储蓄也不能有效地转化为投资，导致了投资不能等于储蓄的结局，最后经济也就达不到合意的增长水平，金融抑制影响了经济增长。

3、限制了银行体系适应经济增长的需要。抑制论者主张，银行体系应该扩大，其边界是直到持有货币的实际收益加上提供银行服务的边际成本等于新投资的边际收益时为止。一个有效的银行体系，可以将私人储蓄引向高收益的投资。然而，在金融抑制下，银行体系的扩展受到了限制，根本达不到理论上的边界，货币实际收益与服务的边际成本往往大于新投资的边际收益，银行业本身出现了缺陷，更无法引导私人储蓄向高收益的领域进行投资。

4、加剧了经济上的分化。发展中国家的另一个重要金融现象是汇率抑制，即高估本币价值。其结果是本国商品出口缺乏国际竞争力，限制了本国商品的出口。由于当局是通过金融抑制手段来支持出口贸易，低价从农民手中收购农副产品，但在出口时又给出口商以补贴，或者从有利于制造业产品这个角度来改变商品贸易条件，榨取其他地方——特别是农村地区——的强制性储蓄，且无须做出补偿。另一方面，正如前面所讲，内源融资使收入分配有利于城市中已拥有许多财富的富人。这样，使贫困的那部分受剥夺而更加贫困，使富裕的人在分配中受益而更加富裕，市场经济的公平原则在这里得不到体现。

5、融资形式受到了限制。一个企业或个人的内部积累毕竟有限，于是，外源融资就成了一种被大家趋之若鹜的权力，争取到外源融资的权力，就相当于拥有了一种稀有的金融资源，就相当于争取到了发展权。但是，金融抑制下对外源融资，尤其是对中小企业的外源融资是采取限制措施的，只有一些政府认为极为重要的大企业才有外源融资的权力。限制外源融资的后果是，阻止了大批企业进行获得最佳生产技术的连续投资。

第一、金融抑制在中国的表现

相对于经济发展的成就而言，中国金融业发展极为滞后，股市背道而驰，银行不良资产居高不下，金融压抑极为明显，从而严重影响了生产要素的有效配置，阻碍了经济效益的提高和经济增长方式的转变。

我国金融压抑的主要表现为：整个社会过多地依赖于间接融资，间接融资占国内金融市场融资的比重为80%左右，间接融资和直接融资中融资方的所有制结构不合理，过多地向效益相对低下的国有企业集中，而效益良好的非国有企业又只能依赖于内源融资和非正规融资，形成了金融市场的分割；投资工具的缺乏，未来收入的不确定预期和未来支出的刚性增长预期，导致居民储蓄高居不下；存贷差过大和存贷款利率存在上下限制。

由于高度负债的特性和经济周期的原因，银行业具有内在的金融脆弱性，一旦形成大量的不良资产，如果存款不能得到有效的补充，则资金链断裂，发生挤兑，爆发金融危机。所以，为了保证国有商业银行的稳定，就必须保证居民储蓄的增长和银行账面的盈利，银行账面的盈利可以稳定居民信心、核销部分坏账、增加税收。居民储蓄的增长，依赖于国家信用担保和现有金融制度对金融产品的压抑；银行账面的盈利，依赖于存贷差的保持和扩大，而存贷差的保持或扩大又只能依靠金融压抑，降低居民存款利率。由此，人为地降低了资金成本，造成资金的稀缺，而作为国家信用支持的国有商业银行贷款又只能偏向于国有企业，再加上由于信息不对称造成的逆向选择和道德风险问题，非国有企业难以获得正规市场的低成本资金，难以发展壮大，也难以与银行建立信贷关系并形成良好的信用记录。而国有企业对资金的垄断使用，又只能导致金融继续恶化。另一方面，利率无法市场化，市场资金的合理价格无法形成，其他金融产品和金融方式的出现和发展受到限制，金融压抑特征更加明显。所以，金融压抑和金融恶化不断强化，相互内生。

我国股票市场的发展，虽然具有打破间接融资方式的金融深化特点，但是，金融压抑特点更为明显。



从股市发展伊始，政府便强调为国企改革服务，实行发行额度审批制和后来的发行核准制，人为地造成了发行上市资格和股票的稀缺性，过多地将注意力集中在股指的涨跌上，进行托市或干预，使市场价格较为严重地脱离公司内在价值和投资回报，资本市场投机气氛异常。拟上市公司和上市公司发行融资成功与否，发行规模大小，更多地取决于监管部门的审核。由于过会发行的不确定性和过高的发行溢价，使得这些公司具有极强的融资冲动和盲目投资冲动。实证结果表明，上市公司融资后普遍效益下滑，而投资者保护的体系又不健全，过度投机之后的股市价格逐年下降，财富效应丧失，股市的基本功能得不到发挥。

金融自由化

一、金融自由化的概念

金融自由化也称“金融深化”，是“金融抑制”的对称。金融自由化理论主张改革金融制度，改革政府对金融的过度干预，放松对金融机构和金融市场的限制，增强国内的筹资功能以改变对外资的过度依赖，放松对利率和汇率的管制使之市场化，从而使利率能反映资金供求，汇率能反映外汇供求，促进国内储蓄率的提高，最终达到抑制通货膨胀，刺激经济增长的目的。

二、金融自由化的核心内容

具体表现为以下四个方面：

- 1)、价格自由化。即取消利率、汇率的限制，同时放宽本国资本和金融机构进入外国市场的限制，让金融商品的价格发挥市场调节作用。
- 2)、业务自由化。即允许各类金融机构交叉业务，公平竞争。
- 3)、市场自由化。即放松各类金融机构进入金融市场的限制，完善金融市场的融资工具和技术，尤其是扩大直接融资。
- 4)、资本流动自由化。即放宽外国资本、外国金融机构进入本国市场的限制。

三、金融自由化对金融市场发展和经济增长的影响

1)、金融自由化对金融市场的积极影响：

1、金融自由化无疑增强了金融市场的竞争性，提高了世界金融市场的效率，促进了世界银行业的发展。金融自由化对所有的金融市场参与者，无论是借款者还是贷款人，都既形成了压力也提供了机会，使他们有可能，也有必要降低成本或提高收益。

2、人们普遍认为在金融自由化的条件下，金融信息更具公开性，能够更为准确，更为迅速地反映市场的供求状况，亦即资金的稀缺程度，形成更为有效的价格信号体系。尤为重要的是，金融自由化减少了产品间、银行间的资金流动障碍，从而使资源配置更为接近最优化。

3、金融自由化为金融企业提供了更多的盈利机会。一方面，金融自由化极大地推动了金融资本的形成，为金融企业提供了更广阔的活动空间；另一方面，分业管理制度的逐步解除为金融企业（尤其是商业银行）提供了更灵活的经营手段。

4、金融自由化，尤其是分业管理制度的逐步解除，为商业银行在盈利性与安全性之间的平衡选择提供了条件和手段。分业管理制度的建立原本着眼于商业银行的安全性，然而在传统的分业管理制度下，由于商业银行一方面囿于经营手段的匮乏，另一方面却面对国内外同业的竞争，安全性并未真正得到保障，银行破产倒闭现象依旧层出不穷。在分业管理制度逐步解除之后，商业银行的经营手段大量增加，从而有可



能将高风险高收益的产品与低风险低收益的产品合理地搭配起来，使商业银行从原有的两难局面中解脱出来。

5、金融自由化推动了世界性的金融一体化，随着各国日益敞开本国金融市场的大门，资本流动的速度不断加快。如果不考虑时区划分，世界性金融市场应当说已经初具雏形。资本流动的自由化使资源配置能够在世界范围得到改善。

2)、金融自由化对金融市场的消极影响:

1、金融自由化在某些方面提高金融市场效率的同时，却在其他方面也有其降低金融市场效率的作用。例如，金融市场的一体化、数不胜数的金融创新、大量金融机构的出现降低了金融市场的透明度。银行客户面对极端复杂的衍生工具，只能听从银行的建议，从而使银行对提高效率的积极性下降。此外，金融市场容量的扩张给银行带来了一来了机会，同时也减弱了银行降低成本增加效益的压力。

2、银行致力于金融创新的动力明显下降。在实行严厉金融管制的条件下，金融机构（尤其是商业银行）被迫不断推出新的金融产品，以便绕开金融管制，增强自身竞争实力。而在金融自由化已成气候的今天，当世界各国普遍实行利率、汇率自由化，分业管理的藩篱已基本拆除，金融创新的必要性也就不再那么突出。近些年，金融创新的势头减缓，传统业务的比重逐渐回升，便是根源于此。

3、金融自由化加大了客户和金融业自身的风险。利率和汇率管制的解除导致市场波动幅度剧增。解除分业管理制度实行商业银行全能化之后，商业银行大量涉足高风险的业务领域，风险资产明显增多。资本流动障碍的削减以及各国金融市场的日益对外开放，加快了资本的国际流动。虽然从理论上讲，更为顺畅的资本流动有助于资源的最优配置，但在“半完善”市场条件下，游资的冲击有时也会造成巨大危害。

4、在金融自由化之后，银行之间，商业银行与非银行金融机构之间以及各国金融市场之间的联系更加密切，单一企业财务危机冲击金融体系稳定性的危险加大。

5、由于银行客户面对极端复杂的衍生工具、茫然不知所措，只能听从银行的建议，由此而生的银行员工诈骗案件频频出现。而与此同时，在竞争加剧的条件下，为了追求效益，银行普遍出现了忽视风险追求利润的倾向，放松了客户审查，客户违约率不断上升，银行遭到诈骗的事件也屡见不鲜。

6、在实行金融自由化之后，尽管商业银行获得了更多的赢利机会，但垄断地位的丧失和竞争的加剧，却又导致商业银行利润率出现下降苗头。

综上，金融自由化在增强金融市场效率的同时，往往在其他方面又具有降低金融市场效率的作用；在提供了提高安全性的金融工具的同时又是增加风险的因素，切不可把金融自由化理想化。

3)、金融自由化对经济增长的促进作用

金融深化能获得收入效应、储蓄效应、投资效应、就业效应和分配效应，而这些效应有助于一个国家摆脱贫困。

1、提高储蓄水平的储蓄效应，包括：提高国内私人储蓄占收入的比率；政府储蓄；增加外国储蓄。金融自由化使得进入一国资本市场比较容易，这将扭转资本外逃。金融深化纠正了扭曲了金融价格，使储蓄者对收入发生变化，从而会鼓励其减少当前消费，增加储蓄，最终提高一国私人储蓄对收入的比率，使金融机构有能力给投资者提供更多借款机会，即增加一国利用外源储蓄的机会。

2、投资效应。金融自由化开辟了优化储蓄分配的道路，一国边际投入一产出比例将上升。金融深化使有限的资金能够在竞争中进行最有效的分配，真正起到奖优罚劣的作用，从而取得较好的投资效益。

3、就业效应。利率的上升将使投资者的资金成本上升。在劳动力同资本发生替代或同资本发生替代之处，资本价格的上升，诱使投资者增加劳动密集型的投资，从而会扩大就业水平。金融深化有利于信贷超分配和稳定通货，从而有利于为经济发展创造良好的经济环境，有利于劳动密集型产业的发展。

4、收入分配效应。金融深化将导致整个国民产业水平的稳定增长。从分配方面看，金融深化还使少数大企业大公司的信贷资金特权分配受限制，阻止腐败的发展，有利于促进收入的公平分配和政治稳定。

5、稳定效应。通过采取适宜的金融自由政策，改善国内储蓄流量和国际收支状况，使得经济对国际贸易、国际信贷与国际援助等方面的波动可以有较大的承受能力。由于金融自由化导致储蓄增加，有利于改



善财政收支，减少财政对通货膨胀政策的过度依赖，从而使稳定的货币政策成为可能。

第四、世界其他国家金融自由化改革的宝贵经验

发展中国家金融改革的最终目标是促进资金（资源）的市场优化配置，不过发展中国家对外开放本国金融市场的步伐和节奏应该得到有效控制，以避免因过早地开放国内金融市场可能导致的资金流动对国内经济和金融的冲击。而完全摆脱政府宏观调节的金融自由化将会贻害无穷，拉美国家的经验充分显示了这一点。这对我国的金融体制改革有着重要的借鉴意义。

目前，我国经济发展水平较低，金融很脆弱，竞争力不强。如果完全开放金融市场，必然会使国内经济面临国际金融市场的动荡和国际投机资本的冲击，甚至发生金融危机。金融自由化不当发生金融危机，退回的损失不会比金融抑制对经济阻碍造成的损失小。所以，我国金融自由化、金融国际化将是一个渐进的过程。应遵循以下原则：

1、金融自由化的过程应与市场发展的进程相适应，各类金融机构的改革应同步进行。自由化过程如果超过市场的承受力，就会产生严重的后果。对必须进行的金融自由化改革，如果采取拖延政策，不但不能避免或推迟金融风险，反而会导致新的市场扭曲。同时，如果金融市场改革不同步，对有的金融机构放松管制，而对有的金融机构仍进行严格管制，就会扭曲各类金融机构的竞争地位。金融当局只有通过高效地执行适当金融自由化策略，才能保证金融市场的发展。

2、金融自由化的过程与我国金融体系抵御风险的能力相适应，金融市场的发展应规范化与自由化并举。如果金融自由化步伐超出了金融体系抵御风险的能力，就会导致金融危机。只有加快改革金融体制，包括完善金融监管制度，加强金融基础设施，促进专业化银行的商业化改造才能更好地推进金融自由化。真正做到金融市场发展与规范并举，当改革取消了对金融市场的行政干预时，市场约束力和功力机制要取而代之。

3、国内金融自由化必须在金融约束之后，外部自由化必须在外贸自由化和国内金融自由化之后，金融体制改革与发展是渐进的过程，从金融抑制到金融自由化必须经历金融约束的过程，金融约束指的是一组金融政策，如对存款利率加以控制，对进入加以限制和对来自资本市场的竞争加以限制等。它突出了政府在金融发展中的积极作用。金融约束随着金融改革的深入可适当减轻，直到过渡到金融自由化。随着金融市场的建立与完善，我国可逐步开放资本市场，在开放的同时应采取一些政策措施和间接的资本控制，消除资本注入的消极影响，提高短期资本进入成本，减少短期资本涌入，避免资本大进大出对国内经济的冲击，这样才符合渐进式的改革思路。因此，部分地控制资本自由化在相当长的时期内是我国金融自由化的最佳选择。