

HUOBI ZHENGCE YU
GEREN LICAI

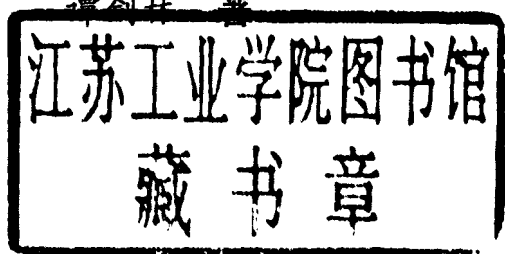
货币政策与 个人理财

谭剑林 著

黑龙江教育出版社

货币政策与个人理财

谭剑林 著



黑龙江教育出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币政策与个人理财/谭剑林著. —哈尔滨:黑龙江教育出版社, 2008. 7

ISBN 978 - 7 - 5316 - 4971 - 7

I. 货… II. 谭… III. ①货币政策—基本知识—中国
②私人投资—基本知识 IV. F822.0 F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 103681 号

货币政策与个人理财

HUOBİ ZHENGCE YU GEREN LİCAI

谭剑林 著

责任编辑 徐永进

封面设计 王 巍

责任校对 夏 为

出版发行 黑龙江教育出版社
(哈尔滨市南岗区花园街 158 号)

印 刷 哈尔滨太平洋彩印有限公司

开 本 880 × 1230 毫米 1/32

印 张 6.75

字 数 170 千

版 次 2008 年 7 月第 1 版

印 次 2008 年 7 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5316 - 4971 - 7/G · 3889

定 价 24.00 元

前 言

党的十七大报告提出,“创造条件让更多群众拥有财产性收入。”这预示着全民理财时代的到来!个人理财不是有钱人的专利,普通老百姓都要投资理财;财富再分配、创造富翁的时代已经来临!

20世纪70年代以来,全球商业银行在金融创新浪潮的冲击之下,个人理财业务获得了快速发展。从发达国家银行个人理财业务的发展趋势看,个人理财业务具有批量大、风险低、业务范围广、经营收益稳定等优势,在商业银行业务发展中占据着重要位置。根据资料显示,在过去的几年里,美国的银行业个人理财业务年平均利润率达到35%,年平均盈利增长率约为12%~15%。

中华民族历来崇尚“集腋成裘,集沙成塔”的坚韧和耐性,习惯于省吃俭用来积攒财产;更习惯于精打细算,分毫斟酌地使用和安排财产,但随着时代前进的步伐,现代的中国人在保留艰苦朴素传统美德的同时,也摒弃了将传统的银行储蓄作为个人财产保值、增值之唯一途径的观念和做法。

忽如一夜春风来,不知从哪一天起,诸如“你不理财,财不理你”,“管好自己的钱”,“让钱生更多的钱”,便成了从工薪阶层到都市新富们普遍膨胀的热望,从购买国债或基金的人在银行门前排成长龙的景象,我们不难看出,在当前环境下,人们对其他投资

理财的渠道或方式的殷切期待。

在今天,理财已经是深入人心,越来越多的人积极参与到理财大潮之中,开放式基金、信托、人民币和外币理财产品逐步走进百姓生活中,并在家庭资产中占据的比例越来越大。在这个尚未成熟的市场中,有的人盲目乐观自信,有的则谨慎保守,有的梦想一夜暴富,有的则过分追求安全,每个人对于理财都有迥然不同的心态和期待。这种差异性受各种因素的影响,按照重要性依次是学历、年龄、工资性收入在家庭总收入的权重不同。

所谓个人理财业务是指银行运用各种金融知识,专业技术以及广泛的资金信用等专业优势,根据客户的财务状况和具体要求,向客户提供全方位的量身定造的个性化金融服务,以及提供一般性信息咨询外,还运用各种理财工具如储蓄、融资、银行卡、个人支票、保险箱、保险、证券、外汇、基金、债券等相结合,提出适合的理财方案,指导客户制定家庭的理财方案,指导客户合理安排家庭收入和支出,实现个人资产的最优配置。

在我国,个人理财规划行业尚处于新兴阶段。随着市场经济体制等政府职能的逐步建立和完善,教育、医疗、住房等改革的进一步深化,个人和家庭的经济安全需要国家、企业和个人三大支柱来确保,并且后者显得越来越重要。近年来,国内商业银行的理财业务发展非常迅速,各大城市居民在铺天盖地的银行理财服务广告攻势作用下,对于个人理财的需求日趋高涨。

个人理财的含义不光是在用钱时精打细算,更重要的是广开财路,善于用钱来“生”钱。涉及个人理财的方方面面,包括,如何为买车、买房贷款,如何为自己买合适的保险,如何投资股票,如何少交所得税、遗产税等,几乎一个人一生所有的经济打算都被考虑到了。不但要掌握理财理论知识,更要吸收他人成功的理财经验。

现代意义的个人理财,不同于单纯的储蓄或投资,它不仅包括财富的积累,而且还囊括了财富的保障和安排。财富保障的核心

是对风险的管理和控制,也就是当自己的生命和健康出现了意外,或个人所处的经济环境发生了重大不利变化,如恶性通货膨胀、汇率大幅降低等问题时,自己和家人的生活水平不致于受到严重的影响。所以,对于国内个人及家庭来说,不仅要着眼目前的投资变化,积极调整个人资产和投资组合,更应关注未来趋势,逐步建立科学、长远的理财观念。

比如在人民币汇率制度改革和人民币升值之政策下如何理财?人民币汇率制度的改革和升值,其影响将是多方面与长期的,个人应该密切关注,随机应变。

对于个人来说,人民币升值可以导致人们对房地产投资需求增加,从而可能推高房价。在这种情况下,可能出现以下几方面的情况:一是房价上升,个人购买力下降,使得更多的中低收入个人无法进入房地产市场,购房更困难;二是房价上升后,财富效应也会导致国内房地产需求进一步增加,从而让房价进一步上升,吹大房地产泡沫;三是人民币的升值是一种货币紧缩政策,这就可能导致经济增长放缓,从而让房地产需求下降,房地产价格随之下落,从而把已经吹大的房地产泡沫吹破。汇率变动使外币资产的实际购买力下降,外币资产持有者感觉自己的财富在缩水。人民币升值后,一些经常进行实盘外汇交易的投资者,纷纷买入以欧元为主的非美元货币,以期从中获利。同时,由于预期非美元货币将会大幅反弹,熟悉“期权宝”业务的投资者开始买入美元看跌期权,并看好非美元货币的中期走势。

对于消费来说,人民币升值,进口产品的价格下降,个人会增加对进口产品的需求,但是就目前中国的情况而言,国内个人的消费水平还处于低水平,对进口产品的需求量仍然较小。

对于国内金融投资来说,人民币升值对国内股市是一个利好消息。国内股市基本上以人民币计价,人民币升值,公司的价值自然上升。但是,个人进入股市时,不仅要注意人民币升值对行业的

影响,更应该注意个股上市公司的具体表现,不要以人民币升值作为一个笼统的题材炒作,投资时个人一定要根据个股的具体情况决定。

但在理财专家的帮助下或在掌握了专业理财知识的情况下,可以根据投资者自身情况,采用适当的财务手段,合理安排资产配置方案,就可以从容应对人民币升值带来的各种影响。

古人云“未雨绸缪”,客户越早得到理财知识的专业指导,对自己的财富进行科学合理的规划,就越能够从从容面对各种财务问题,轻松享受属于自己的幸福生活。从一定意义上说,投资收益是对投资才能的报酬。甚至可以说个人理财就是生活的一部分,理财就是以“管钱”为中心,通过抓好攒钱、生钱、护钱三个环节,管好现在和未来的现金流,让资产在保值的基础上实现稳步、持续的增值,使家庭和个人时刻有钱花,并能满足生活需要。

在市场经济国家的宏观调控中,货币政策起着关键作用。这里简要分析一下以利率为中间目标的货币政策,即一般所说的凯恩斯主义货币政策。这种货币政策的传导机制是货币量影响利率,利率影响投资,投资影响总需求和经济。这种货币政策能否起作用关键在于投资的利率弹性。投资的利率弹性是投资变动对利率变动的反应程度。例如,利率下降了1%,投资增加了0.5%,则投资的利率弹性为-0.5;反之,投资增加了2%,则投资的利率弹性为-2。由于这两者是负相关关系,我们可以用绝对值来表示投资的利率弹性,如前一种情况称为投资的利率弹性为0.5,后一种情况称为投资的利率弹性2。投资的利率弹性小于1,属于投资缺乏弹性,即利率变动引起的投资变动小;投资的利率弹性大于1,属于投资富有弹性,即利率变动引起的投资变动大。由此可以看出,投资的利率弹性越大,利率变动所引起的投资变动越大,货币政策的效果越大。

投资的利率弹性就是个人与企业投资者对利率变动的反应,

前 言

即个人和企业对货币政策的配合程度。这种配合不能是政府规定的,完全取决于个人和企业的自愿。在市场经济条件下,个人和企业以收入或利润最大化为目标作出独立决策,受“看不见的手”的支配。利率作为资本的价格正是这只“看不见的手”。所以,不用政府命令,个人和企业也会自动配合,或者说,投资的利率弹性大。利率对企业固定资产投资、存货投资,以及个人购买住房投资,都有举足轻重的影响,货币政策能起到应有的作用。

谭剑林

2008年6月

第四章 货币政策目标选择	(55)
第一节 货币政策的中介目标	(55)
第二节 货币政策的终极目标	(62)
第三节 金融如何进一步与经济同步发展	(64)
第四节 科学发展要注意三个协调	(68)
第五章 货币政策工具及其运用	(72)
第一节 一般性货币政策工具	(72)
第二节 选择性货币政策工具和其他工具	(75)
第三节 中国货币政策工具	(77)
第四节 利率的作用越来越强	(79)
第五节 货币政策工具的组合运用	(80)
第六节 货币政策工具运用的周期性	(81)
第七节 人民币升值政策	(84)
第六章 货币政策效应	(89)
第一节 货币政策的有效性和失效	(90)
第二节 货币政策对个人和企业的不同影响	(98)
第三节 货币政策在宏观调控中发挥重要作用	(103)
第四节 货币政策对金融市场是否有效	(112)
第五节 提高货币政策效应的途径	(121)
第六节 货币政策预期和传递效应	(127)
第七章 货币政策对个人理财的影响	(130)
第一节 货币政策影响个人消费倾向	(130)
第二节 货币政策影响个人投资决策	(134)
第三节 货币政策影响个人投资收益	(143)
第八章 个人理财概况	(150)
第一节 我国个人理财的现状与发展趋势	(151)
第二节 生命周期不同阶段的理财策略	(158)
第三节 商业银行个人理财业务	(160)

第九章 个人理财投资组合理论基础	(164)
第一节 风险、收益及其度量	(164)
第二节 资产组合的风险和收益	(166)
第三节 最优资产组合	(168)
第四节 个人理财金融投资组合的原则	(170)
第十章 个人理财核心—投资组合的实证分析	(175)
第一节 不同理财工具的分析比较	(175)
第二节 个人理财的步骤	(182)
第三节 量化投资组合的计量方法	(183)
第四节 个人理财的税收筹划	(185)
第五节 关于投资组合的结论及建议	(188)
参考文献	(193)

第一章 现代西方货币政策理论

20 世纪,世界各国经济发展的特征之一是货币金融在经济中重要性日益增强,金融已成为各国经济运行和发展的核心。与此同时,经济学家对货币金融问题的研究热情也超过了以往任何一个时期,可以说对货币金融问题的研究,已成为整个经济学理论体系和框架结构的重要支柱。经过 20 世纪的发展,货币金融学科作为经济学中的一个分支学科已经奠定了其相对独立的发展基础,确立了重要的学科地位,建立了相对完善的研究体系和基本框架,指导着现实的经济运行。西方货币金融理论和政策主张,一定程度上揭示了现代金融发展的内在规律,实际上已经成为所有市场经济国家制定货币政策时的行动指南。

第一节 西方经济学界货币政策规则理论

在承认货币非中性的诸多西方经济学流派中,除了正统的凯恩斯主义及后凯恩斯主义经济学家外,几乎所有的其他学派都赞同或倾向于按规则进行货币政策操作,甚至新凯恩斯主义者也在此问题上有了某种程度的折衷(Mishkin, 2000)。西方经济学界对货币政策规则的研究由来已久,上世纪 90 年代以来,这一问题更成为一个研究热点,所得出的成果体现出近年来国际上货币政策

理论与实践的发展新趋向。目前,国内已经有很多学者注意到货币政策规则的研究与运用问题。钱小安(2002)从货币金融学说史的角度对国外学术界和各国中央银行关于货币政策规则的研究与实践作了比较系统的介绍。但对国内的运用问题涉及较少。谢平、罗雄(2002)选择同业拆借利率作为市场利率的代理变量,用1992年1季度到2001年4季度的数据,检验了泰勒规则在我国的适用性,结果认为泰勒规则能提供一个衡量中国货币政策松紧的参照尺度。向祥华等人(2004)则讨论了麦卡勒姆规则在我国的适用性问题,并得出结论认为麦卡勒姆规则更适合我国国情,但没有对该规则在我国的适用性进行实证分析。

一、货币政策规则的涵义及分类

在早期,规则被理解为静态的、简单不变的原则,其不随其他经济变量的变化而调整;而在泰勒和麦卡勒姆等经济学家的研究之后,对规则及其作用已有了新的理解。梅尔泽(Meltzer, 1993)认为,规则是以一种可持续、可预测的方式运用信息的系统性决策程序,而货币政策规则就是这种原理在货币政策执行过程中的运用;如果用数学语言来表述,则为一个用特定工具设定的、使目标变量接近其既定目标的公式。泰勒(Taylor, 1998)认为货币政策规则就是有如基础货币或利率等政策工具如何根据经济行为变化而进行调整的一般要求。现实中,几乎没有中央银行在政策实践中遵从固定、机械的规则;因此货币政策规则应该是货币政策制定的基准或依据,而非政策操作严格遵守的不变准则(Pill & Rostagno, 2001)。这一观点已经被越来越多的经济学家所认同。

根据在货币政策实施中的不同作用层次,斯文森将货币政策规则区分成工具规则(Instrument Rules)和目标规则(Target Rules)(Svensson, 1996)。目标规则表示目标值的确定,而不是工具设定。在经济形势发生变化时,工具规则要作相应的调整,而目标规

则的反应函数则根据经济结构变动的新信息自动进行修正。用一个例子说明,目标规则用于决定船所航行的目的地,而工具规则解决如何使船顺利到达这一目的地(Taylor, 2000)。根据这一理解,工具规则又称为狭义的货币政策规则,包括货币数量规则、利率规则和汇率规则等;而目标规则相应为广义上的货币政策规则,包括名义收入定标规则、通货膨胀定标规则等。

二、几种货币政策规则理论

(一)货币数量规则

通过规范货币量供给方式来稳定宏观经济波动,这样的政策操作程序或原则被称为货币数量规则。从费雪交易方程式到现代货币主义,货币数量的变化都被认为是导致经济波动的关键因素。费雪认为当货币流通速度和产出增长变化很小的时候,货币数量的变动成为价格水平变动的主要原因,因此为了避免价格的不稳定,费雪倡导美元钉住固定的黄金价值(钱小安,2002)。作为货币数量规则的主要倡导者,弗里德曼早在上世纪50年代就提出了“单一规则”的货币政策,即不管经济出现什么情况,美联储都应该保持稳定的货币增长率,以实现经济的稳定。70年代以后,为了治理“滞胀”,许多国家采取货币主义的政策主张,以货币供应量作为中介目标。但进入80年代后期,货币量与实际经济的关系出现了弱化的趋势,因此许多国家转用利率取代货币量作为调控指标。

(二)利率规则

利率规则就是根据产出、通货膨胀等其它经济变量的相对变化而调整利率的操作方法,其代表为泰勒规则。泰勒(Taylor, 1993)对美国、英国以及加拿大等国货币政策实践的研究发现,在各种影响物价水平和经济增长率的因素中,实际利率是唯一能够与物价和经济增长保持长期稳定相关关系的变量,因此,调整实际利率应当成为货币当局的主要操作方式,原本的泰勒规则为:

$$i = \pi + g\gamma + h(\pi - \pi^*) + i^f \quad (1)$$

其中 i 是短期利率, π 为实际通货膨胀率, γ 是产出缺口, g 是产出缺口影响利率的权重; π 和 i^f 是常数, 表示目标通货膨胀和均衡利率; 在典型的泰勒规则中, $g = 0.5$, $h = 0.5$, $\pi = 2$, $i^f = 2$ 。泰勒规则的政策含义在于强调央行制定政策时应将利率水平保持中性, 使之对经济既不起刺激作用也不起抑制作用, 其目的在于形成一个稳定的利率环境, 避免利率波动与经济走势的背离扰乱经济运行, 这样经济便可以其自身的潜在在目标通胀率下持续稳定增长。泰勒规则具体有以下三方面的政策含义: 1. 联邦基金名义利率 i_t 要顺应通货膨胀率 π_t 的变化以保持实际均衡利率 r^f 的稳定性。2. 如果产出的增长率超过了潜在水平或失业率低于自然失业率以及预期通胀率超过目标通胀率 π^* , 从而致使实际利率 $(i_t - \pi_t)$ 偏离实际均衡利率, 货币当局就应运用各种政策工具(如公开市场操作, 变动贴现率等)调节名义利率 i , 从而使实际利率回到实际均衡利率 r^f 。3. 从(2)式来看, 当经济中的就业率和物价处于由其自然法则所决定的合理水平上时, 亦即此时应有: $i_t - \pi_t = r^f(r^*)$, $\pi_t = \pi^*$, $\gamma_t = 0$, 该经济将会保持在一个稳定且持续增长的理想状态。

克拉里达、加利和格特勒 (Clarida, Galiand & Gertler, 1998a) 提出的前瞻性利率规则, 即每期利率目标是预期通货膨胀、产出缺口以及相应通货膨胀水平的函数:

$$r_t^* = \alpha + \beta(E[\pi_{t,k} | \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[X_{t,q} | \Omega_t] \quad (2)$$

其中 r_t 是 t 期货币政策的目标利率, $\pi_{t,k}$ 为价格从 t 期到 $t+k$ 期的变化率, π^* 为美联储的通货膨胀目标, $X_{t,q}$ 为从 t 期到 $t+q$ 期的平均产出缺口, E 是预期算子, Ω 为 t 期的信息集, α 为长期均衡名义利率, β 和 γ 分别是有关通胀和产出预期影响利率的权重。

前瞻性利率规则与泰勒规则的不同在于, 泰勒规则将利率政策定位在对滞后通货膨胀和产出的调整上, 而不是对这些变量的预期做出反应, 正是在这个意义上, 泰勒规则可以理解为前瞻性利

率规则的特例。克拉里达、加利和格特勒 (Clarida, Galiand & Gertler, 1998b) 对德国、日本和美国的货币政策反应函数进行了比较分析。结果表明在布雷顿森林体系解体之后, 美国、日本和德国的中央银行都通过提高利率控制通货膨胀, 而执行政策时都无一例外地遵从了简单 (或扩展的) 泰勒规则。以上种种表明, 泰勒规则对各国中央银行的货币操作具有重要的指导意义。

(三) 名义收入定标规则

早在 1987 年, 麦卡勒姆 (McCallum, 1987) 就提出, 货币政策的执行要以名义收入为预定目标, 同时以基础货币规划进行操作, 名义收入定标规则具体可表述为:

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^* + 0.5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}) \quad (3)$$

其中, Δb_t 为 $t-1$ 到 t 期间基础货币增长率的对数; Δx^* 为名义 GNP 目标增长率的对数; Δx_t 为 t 期名义 GNP 的对数。 Δv_t 为前 16 季度基础货币流通速度平均变化率。公式左边为基础货币的增长率, 是计划提供的货币供给量。右边的三个部分分别为: 一为中央银行在长期内追求的名义 GNP 增长目标; 二为货币流通速度的变化; 三为经济变动影响货币供给的反馈规则, 即通过基础货币调整, 弥补目标经济增长率与实际经济增长率的误差。

名义收入定标规则可以从两方面抵消货币流通速度不确定的影响: 一是基础货币增长与经济发展关系将渐进变化, 因为经济增长会带动货币供给的相应增长; 二是基础货币流通速度的变化为货币政策自动弥补, 因为货币流通速度加快带动名义收入增加, 基础货币供给相应减少, 名义收入只能回到目标范围内。反之, 货币流通速度放慢, 名义收入减少, 基础货币供给相应增加, 名义收入也要回到目标的范围内。显然, 名义收入定标规则有利于保持价格的稳定, 甚至能够将通货膨胀降低到零水平。霍尔丹、麦卡勒姆和萨门 (Haldane, McCallum & Salmon, 1996) 利用名义收入定标规则对英国货币政策操作进行研究发现, 这一规则能够保证通货膨

胀不高于 2%, 而且使货币政策工具或实际产出的变动更小。杜克和费希尔 (Dueker & Fischer, 1998) 的研究也表明名义收入定标规则可作为各国货币政策框架的有益补充, 以防止货币政策出现较大的失误。

(四) 通货膨胀定标规则

通货膨胀定标 (Inflation Targeting) 是指中央银行直接确定和公布其通货膨胀目标, 并以此规划货币政策操作的政策制度 (钱小安, 2002)。西方学术界对于通货膨胀定标规则的研究相对要滞后于各国的政策实践。新西兰在 70 年代的石油危机后, 面临高达二位数的通货膨胀, 为降低通胀率, 自 1990 年其率先采取了通货膨胀定标规则, 在此之后, 包括加拿大 (1991)、英国 (1992)、瑞典 (1993)、澳大利亚 (1993) 以及以色列、瑞士、挪威、冰岛、智利、韩国、泰国甚至转轨经济国家捷克等都相继采用了这一规则。越来越多的国家运用通货膨胀定标规则来进行货币政策操作, 引起了学术界的研究兴趣。代表人物有古德哈特和维纳 (Goodhart & Vinals), 霍尔丹 (Haldane), 本南克和米什金 (Bernanke & Mishkin), 麦卡伦 (McCallum) 和斯文森 (Svensson) 等。其中斯文森 (Svensson, 2001) 利用一个损失函数将这一规则模型化。

$$L_t = (1 - \delta) E_t \sum_{r=0}^{\infty} \delta^r [\pi_{t+r} - \pi^*]^2 + \lambda x_{t+r}^2 \quad (4)$$

其中, δ ($0 < \delta < 1$) 是贴现因子, E_t 表示在可获得的信息下 t 时刻的损失期望值, π_t 和 x_t 分别表示 t 时刻的通胀和产出缺口, π^* 表示央行的目标通货膨胀率, $\lambda > 0$ 是赋予产出缺口的权重系数。由于货币当局在正常情况下不能兼顾产出目标, 因此, 该损失函数的值就主要取决于通货膨胀目标的实现。

归纳起来, 对通货膨胀定标规则的研究主要集中在, 一是如何将通货膨胀定标规则模型化, 并为实践提供一个理论框架; 二是中央银行的独立性、透明度和责任性在成功实施通货膨胀定标规则