

# 中国央行货币政策工具箱：基于 欧央行与英格兰银行的经验

◎肖立晟 杨 晓

**摘要：**本文分析了英格兰银行的货币政策工具箱，以为中国货币政策工具提供借鉴。不同于欧央行和英格兰银行，中国央行主要是数量调控为主、价格调控为辅。结构性货币政策是中国当前最优选择，但未来中国央行在价格调控、货币政策传导和货币政策工具创造方面有较大发展空间。

**关键词：**中央银行 货币政策

## 一、欧洲央行货币政策框架和工具应用

### （一）欧央行货币政策目标和框架

#### 1. 选定物价稳定作为最终目标

欧央行实行单一货币政策目标制，即维系物价的稳定。欧央行通过公开市场操作影响中介目标（M3和HICP），进而在中长期实现物价的稳定。价格稳定即为中期HICP低于但接近2%水平。把维持价格稳定作为中期目标，主

---

作者肖立晟系中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员、太平洋证券首席宏观研究员，杨晓系太平洋证券宏观分析师。

要是因为央行的货币政策操作时滞较长，故对短期通胀做微调没有意义。

## 2. 货币与经济分析相结合的“双支柱”框架

欧央行“双支柱”框架重视货币与经济分析相结合，目的是在分析影响价格稳定的因素时能作出全面、前瞻的整体评价。

经济分析从商品、服务和要素市场三方面的供求变化评估短期和中长期影响价格稳定的因素。货币分析着力于识别货币的潜在增长率，但同时还关注资产价格波动，以便于对威胁金融与价格稳定的风险做前瞻性反应。

欧央行为理事会的决策构建多种货币金融情景供其交叉检验，比较各种冲击对货币、信贷增长路径及对最终经济产出的影响。

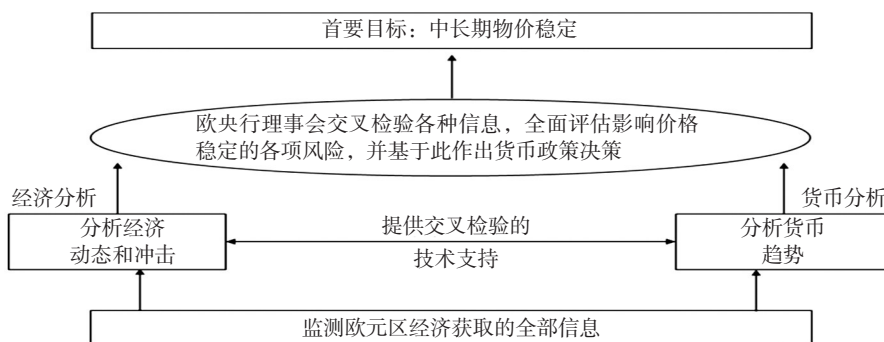


图1 欧央行货币政策“双支柱”框架

资料来源：ECB，太平洋研究院整理。

### (二) 欧央行货币政策量价调控机制

欧央行货币政策工具设置基于欧元区以银行信贷等间接融资为主的特点，包括最低存款准备金制度、基准利率和公开市场操作。

#### 1. 最低存款准备金制度

最低存款准备金制度是欧央行典型的数量型货币政策工具。欧央行存款准备金管理制度与我国基本相似，但也存在一定区别。

第一，交存基数方面，欧央行体系下准备金交存基数包括金融机构发行的债券，并未将非银行业金融机构的同业负债纳入缴存范围。第二，交存比

例方面，欧央行基于存款的不同期限实施差别化存款准备金，我国实施差别化存款准备金比例制度。第三，操作频率方面，欧央行存款准备金率长期稳定，操作频率低，原因在于欧央行主要目的是维持货币市场稳定，无需依赖其调剂流动性。第四，欧央行货币政策操作更重视利率手段，数量手段更多承担辅助角色。欧央行法定存款准备金与超额存款准备金的利率分别与主要再融资操作（MRO）利率及存款便利利率挂钩。

## 2. 基准利率

欧元区基准利率体系包括主要再融资操作利率（MRO）、边际贷款便利利率和存款便利利率。边际贷款便利利率和存款便利利率分别代表隔夜市场利率的上下限。货币市场上，欧元区银行间同业拆借利率（EURIBOR）、欧元区隔夜借款平均利率（EONIA）和欧元区回购参考利率（EUREPO）也是具有代表性的货币市场基准利率。

## 3. 公开市场操作

公开市场操作主要有四种：主要再融资（MRO）、长期再融资（LTRO）、微调（FTO）和结构性操作（SO）。通过五种交易方式达成公开市场操作，其中最重要的是以回购协议或有担保的贷款为基础的储备交易，其他四种为直接交易、发行债券、外汇互换和定期存款。

次贷危机前期，欧央行隔夜和7天期限的公开市场操作频率（MRO）显著增加，推出由7天延长至3个月期限的公开市场操作（LTRO）。在危机持续升级期间延长上述操作的期限，拓展以美元为标的公开市场操作，将常规货币政策“非常规化”以满足相应需求，如在抵押品中增加成员国国债、大规模购买计划等。

### （三）欧央行货币政策工具箱

欧央行在次贷危机后频繁使用非常规货币政策，大多为定向宽松，主要通过银行渠道缓解金融系统的流动性风险和支持信贷。欧央行强调在非常规货币政策的实施中必须遵循“分离原则”，即非常规货币政策不应带来意外冲击，而是常规货币政策的补充。

### 1. 危机前期的非常规政策

次贷危机爆发初期，欧央行增加了长期再融资操作的频率和力度，大幅提高实际资金供给量，以熨平隔夜拆借利率（EONIA）的剧烈波动。利用互惠货币互换协议为欧元区银行提供外币流动性，维持欧元汇率稳定。欧央行在2007年8月9~14日4次进行了微调操作，向市场提供隔夜流动性贷款，相对的在1999—2003年这样的调整也不过8次，提供的资金量也创下历史新高。2008年3月，为抵消贝尔斯登破产带来的隔夜拆借利率波动和货币市场利差的扩大，欧央行引入了为期六个月的“补充长期操作”。

表1 欧央行次贷危机前期采取的非常规政策工具

	政策微调	互惠货币互换协议	6个月期长期操作
宣布日	迅速完成	2007-12-12	2008-03-27
开始日	已在欧央行货币政策操作框架内	2007-12-17	2008-03-28
参与者	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行
借入款项	欧元资金	美元、瑞士法郎及英镑资金	欧元资金
抵押品	符合欧元区信贷操作要求的抵押品	符合欧元区信贷操作要求的抵押品	符合欧元区信贷操作要求的抵押品
贷款期限	隔夜-5天	7天, 28天, 35天, 84天	6个月
实施频率	必要时(拍卖)	与美联储的定期拍卖便利相联系	必要时(拍卖)
政策目标	确保欧元货币市场秩序	确保欧元区银行具有外币流动性	支持欧元货币市场的正常化

资料来源：ECB，太平洋研究院整理。

### 2. 危机恶化阶段的非常规政策

以雷曼兄弟破产为标志，次贷危机进一步恶化。

第一，再融资操作拉长期限、降低利率。再融资操作采用特殊的固定利率招标、全额分配的方式，相较过去新增1个月、6个月期和1年的长期再融资操作（LTRO），之后期限进一步延长至3年的长期再融资操作（VLTRO），同样采用固定利率（1%）形式。长期再融资操作导致欧央行资产负债表扩张，而美联储、英格兰银行等扩表主要为从金融市场大幅购买国债。

第二，扩大合格对手方和抵押品范围。欧央行将向中小企业提供贷款的重要机构纳入欧央行的合格对手方。抵押品最低评级标准降至BBB-。

第三，开展债券购买计划。实施资产担保债券购买计划（CBPP-I&CBPP-II），主要是在一二级市场购买欧元区担保债权。

第四，推出直接货币交易（OMT）。OMT专为融资成本过高、亟需援助的成员国提供支持，主要购买1~3年期的受援国主权债券。欧央行继续贯彻“分离原则”，全额对冲OMT所产生的额外流动性，以降低对常规货币政策的影响。

表2 欧央行次贷危机恶化阶段采取的非常规政策工具

	固定利率招标、全额分配的再融资操作（LTRO）	12个月期长期操作	担保债券购买计划（CBPP-I&II）	3年期长期再融资操作（VLTRO）	证券市场计划（SMP）	直接货币交易（OMT）
宣布日	2008-10	2009-05-07	2009-05-07	2011-12-21	2010-05-09	2012-08-02
开始日	2008-10	2009-06-24	2009-05-04	2011-12-22	2010-05-10	2012-09-06
参与者	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行，以及欧元组合投资对手方	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行，以及欧元组合投资对手方	接触欧元区信贷操作的所有银行，以及欧元组合投资对手方
借入款项	欧元资金	欧元资金	—	欧元资金，分别为4420亿欧元和5295亿欧元	累计购买2142亿欧元政府债券	—
抵押品	符合欧元区信贷操作要求的抵押品（根据2008年8月15日决议扩展）	符合欧元区信贷操作要求的抵押品（根据2008年8月15日决议扩展）	—	符合欧元区信贷操作要求的抵押品	—	—
贷款期限	1周，1、3、6、12个月	1年	一级和二级市场的直接购买	3年	一级和二级市场的直接购买	二级市场的直接购买
实施频率	—	2009年共三次拍卖（6、9、12月）	—	2011年12月22日、2012年3月1日两次拍卖	—	—
政策目标	确保欧元区银行能够获得流动性	在欧元区范围内增加银行向私人部门的信贷	恢复担保债券市场流动性，修复金融市场不平衡	在欧元区范围内增加银行向私人部门的信贷，缓解融资需求和银行间市场的压力	为债务危机国提供流动性支持，引导成员国国债利率并修复货币政策传导机制	改善政策传导，消除市场担忧，使一些国家过高的主权债收益率回归基本层面

资料来源：ECB，太平洋研究院整理。

### 3. 负利率时期的非常规政策

欧央行的非常规货币政策很快陷入流动性陷阱，“惜贷”使得大量流动性滞留于银行体系内。2014年6月，欧央行下调存款便利利率至-0.1%。

首先，对再融资操作进一步升级。为了激励银行增加对实体经济的信贷，推出了定向长期再融资操作（TLTRO-I），为银行提供四年期的超低利率贷款，但限定这些资金只能用于向居民部门和非金融企业放贷（不包括居民购房贷款）。定向投放的流动性疏通了银行信贷渠道的货币政策传导功能。

其次，推出资产购买计划。欧央行推出第三轮资产担保债券购买计划

(CBPP-III)。推出的资产支持证券购买计划 (ABSPP) 主要针对银行资产证券化产品, 有利于通过此类证券的“利率下降”传导到银行对私营部门的贷款利率上。欧央行推出公共部门购买计划 (PSPP) 和企业部门购买计划 (CSPP), 前者包括各成员国中央和地方政府证券, 后者交易对象是非银行公司债券。

表3 欧央行负利率时期采取的非常规政策工具

	定向长期再融资操作 (ILTRO-I)	担保债券购买计划 (CBPP-III)	资产支持证券购买计划 (ABSPP)	定向长期再融资操作 (ILTRO-II)	公共部门购买计划 (PSPP)	企业部门购买计划 (CSPP)
宣布日	2014-06-05	2014-09-04	2014-09-04	2016-03-10	2015-01-22	2016-03-01
开始日	2014-09-01	2014-10-20	2014-11-21	2016-06-01	2015-01-22	2016-05-01
参与者	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行, 以及欧元组合投资的对手方	接触欧元区信贷操作的所有银行, 以及欧元组合投资的对手方	接触欧元区信贷操作的所有银行	接触欧元区信贷操作的所有银行, 以及欧元组合投资的对手方	接触欧元区信贷操作的所有银行, 以及欧元组合投资的对手方
借入款项	欧元资金	—	—	欧元资金	—	—
抵押品	符合欧元区信贷操作要求的抵押品	—	—	符合欧元区信贷操作要求的抵押品	—	—
贷款期限	2014年9月、12月实施两轮, 期限4年	一级和二级市场的直接购买	一级和二级市场的直接购买	2016年6月、9月、12月及2017年3月实施四轮, 期限1年	二级市场直接购买	一级和二级市场的直接购买
实施频率	每三个月一次, 共8次	—	—	每三个月一次, 共4次	—	—
政策目标	在欧元区范围内增加银行向非金融部门以及私人部门的信贷	改善货币政策传导机制, 增强向实体经济信贷提供	改善货币政策传导机制, 增强向实体经济信贷提供, 增强ABS市场发行和交易	在欧元区范围内增加银行向非金融部门以及私人部门的信贷	改善政策传导, 维护政策统一, 消除市场担忧, 使一些国家过高的主权债收益率回归基本面	增强向实体经济信贷提供

资料来源: ECB, 太平洋研究院整理。

#### 4. 欧央行非常规货币政策的传导

欧央行非常规货币政策主要通过四种传导渠道作用于金融体系: 信用风险渠道、资产组合平衡渠道、银行资金渠道和信号渠道。

信用风险传导渠道是欧央行非常规货币政策的主要渠道。欧央行通过为商业银行和证券市场提供充足的流动性, 影响整个市场的利率结构, 如再融资操作、CBPP计划等。欧元区货币市场基准利率Euribor随政策下降。

资产组合平衡渠道是指央行采取量化宽松等大规模购买国债等低风险资产时会挤出市场上的私人投资者, 市场资金会转向其他如企业债券等替代资产, 从而对市场上资产价格产生影响。

银行资金渠道是通过直接缓解银行资金压力, 提高银行放贷积极性来刺



激实体经济。初期大量流动性滞留在金融部门，实行负利率政策后信贷条件充分改善。

信号渠道是指欧央行通过发布公告的形式公开货币政策信息，调整市场预期，提振市场信心，在敏感时期降低金融市场的不稳定性。欧央行通过信号渠道的信息公布取得较良好的效果，如证券市场项目（SMP）和直接货币交易项目（OMT）的公告发布后，主要债务危机国意大利、西班牙十年期主权债券收益率显著下降。

#### 5. 欧央行非常规货币政策效果

欧央行危机期间对非常规货币政策的创新未受到既有框架的制约，展现出非常高的技巧和灵活性。

欧央行非常规的宽松政策如今也让其进退两难。非常规货币政策的退出并非由欧央行所掌控。危机中对危机国家的援助加剧了道德风险，限制了欧央行量化宽松退出的进程。欧元区下调了2018—2020年的GDP增速预期和通胀预期，则预计政策正常化所需要的时间会更久。

危机以来，欧央行持续为金融市场提供大量流动性，但欧元区广义货币M3并未出现显著上涨，反映出危机期间央行流动性供给与货币供给的联系明显削弱。这种现象也在当前中国银行体系中逐步显现，值得投资者关注。

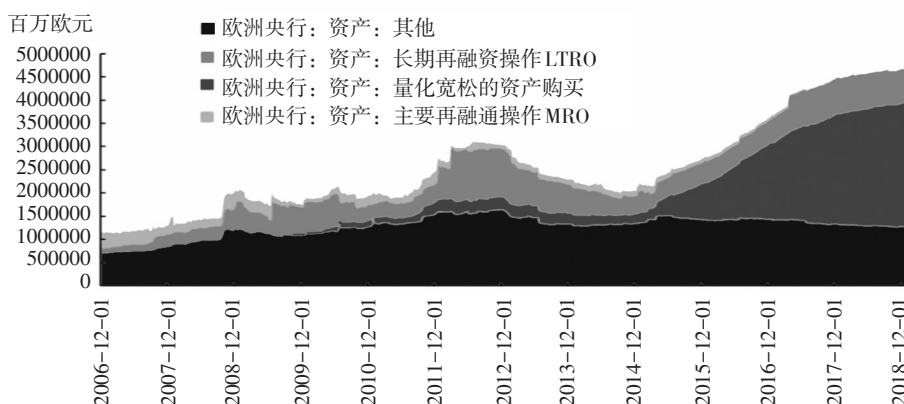


图2 非常规政策推动欧央行资产迅速扩张

资料来源：ECB，太平洋研究院整理。

## 二、英格兰银行货币政策框架和工具应用

### (一) 英格兰银行货币政策目标和框架

#### 1. 以稳定物价为目标

英国以价格稳定为主要的政策目标,将通货膨胀率控制在2%的水平上。具体目标和操作为:

(1) 稳定通胀:控制短期利率及实施量化宽松措施,对手为商业银行、贷款协会、指定投资公司(经纪人交易商)和中央交易对手(CCPs)。在英格兰银行的准备金余额按银行利率支付利息。

(2) 达成金融稳定:提供金融体系流动性保障,允许货币市场参与者提供高质量但流动性差的抵押物来获得流动性资产,由此为意外冲击提供市场流动性。

#### 2. 货币政策决定机制

货币政策委员会具体实施英国的货币政策。英国财政部设计并制定英国货币政策的通胀目标,并任命货币政策委员会成员。在此框架下,英格兰银行通过货币政策委员会来决定用何种货币政策工具,以满足设定通胀目标。

MPC会议的进行程序大致如下:

(1) 综合分析国内外金融市场,国际经济,货币、信用、需求及产出,劳动市场,成本、物价及其他因素。

(2) 分析产出与通胀,影响通胀的主要因素和经济前景的最新情况,同时考察市场预期官方利率改变下的产出及通胀预测,以作为决定利率的依据基础。

(3) 出席委员进行表决,少数服从多数原则,若无多数票则由总裁决定。

### (二) 英格兰银行货币政策量价调控机制

英格兰银行主要通过价格手段调控。此外,量化宽松也是英格兰银行重要的调控手段之一。

#### 1. 银行利率

货币政策委员会制定银行利率,使短期市场利率与银行利率相一致。银



银行利率是英国最重要的单一利率，它有时被称为“英格兰银行基准利率”。银行利率是英格兰银行向持有货币的商业银行支付的利率，它会影响银行向人们收取借款或支付储蓄的费用。2018年8月，利率上调至0.75%。

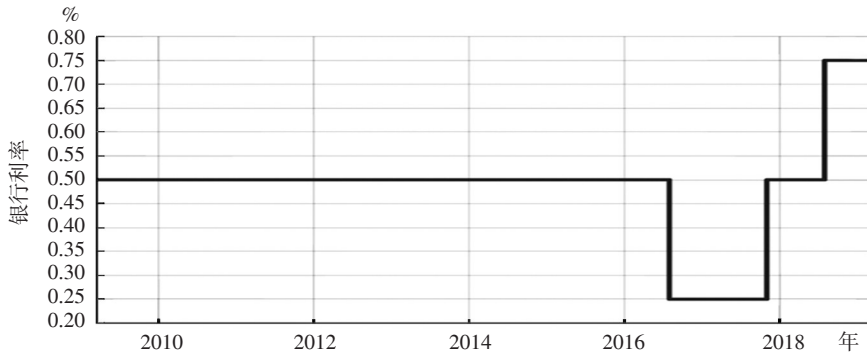


图3 英格兰银行的官方利率（银行利率）

资料来源：英格兰银行，太平洋研究院整理。

为了使英国货币市场利率与银行利率相一致，英格兰银行主要通过储备账户和操作性常备便利（Operational Standing Facilities, OSFs）两种工具来实施利率政策。

#### （1）储备账户

储备账户是货币政策框架参与者的经常账户，英格兰银行对储备余额支付利息，使得隔夜市场利率与银行利率相一致。

①平均准备金制度（Reserves Averaging System）和短期回购工具（Short-Term Repo）的暂停

在常规时期，英格兰银行平均准备金制度要求以每月为周期，SMF参与者需在周期内将平均准备金维持在目标水平，若准备金短缺或者过剩，SMF参与者可以用隔夜放款或者存款工具来调整。

然而2009年英格兰银行推行量化宽松，由于大规模的资产购买，储备供应在很大程度上取决于货币政策委员会的政策决定，而不再是储备需求的变化。潜在的储备需求和供应的不平衡可能导致英格兰银行失去对市场利率的控制。因此，英格兰银行在2009年3月暂停了平均准备金制度。随着平均准

备金制度的暂停，英格兰银行自2009年8月起也停止了短期回购工具操作。

### ②利率下限体系（Floor System）

英格兰银行目前运行“利率下限制度”，即所有准备金余额均按银行利率支付利息。即使扩大量化宽松，准备金供给曲线向右移动，也不会降低利率水平，故称为“利率下限体系”。

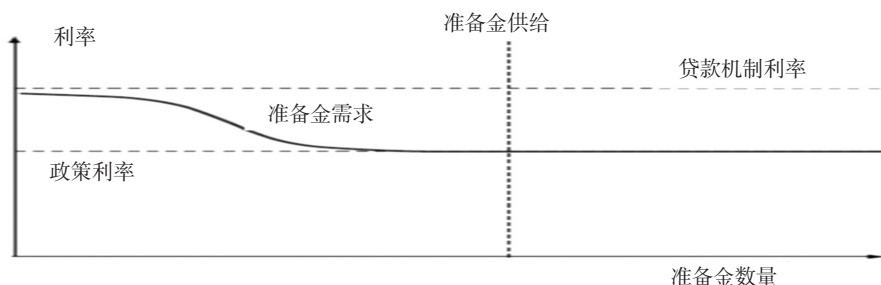


图4 英格兰银行利率下限制度

资料来源：英格兰银行，太平洋研究院整理。

### (2) 操作性常备便利（Operational Standing Facilities, OSF）和利率走廊

2008年英格兰银行推出操作性常备便利，用于引导市场利率与政策利率趋于一致，避免货币市场隔夜利率大幅波动，操作期限为隔夜。

操作性常备便利仅为吸收或融通极短期内因货币市场及支付系统发生技术性问题的资金，而非提供长期的融通资金。操作性常备便利是一种双边工具，包括操作性常备贷款工具和存款工具，目前利率分别为1%和0.5%，即官方利率 $\pm 25$ 个基点。OSF贷款利率和存款利率作为上限和下限，形成SMF参与者在市场上交易的利率走廊，以降低隔夜市场利率的波动。

目前英格兰银行继续采用利率下限体系，而利率走廊相对失效。SMF参与者在央行存放准备金的利率较操作性常备存款利率高，使其较少使用操作性存款工具。量化宽松政策给SMF参与者供应了充足的准备金，因此其也较少使用操作性放款工具。自2009年4月以来，英格兰银行的操作性存放款工具月平均余额多为零。

### 2. 量化宽松

英格兰银行另一项重要的货币政策工具则是资产购买（Asset Purchase

Facility, APF), 或称为量化宽松 (Quantitative Easing, QE)。英格兰银行的资产购买主要分为三部分: 英国国债购买 (Gilt Purchase)、公司债券购买 (Corporate Bond Purchases, CBP)、定期融资计划 (Term Funding Scheme, TFS)。量化宽松的目的很简单: 通过创造这种“新”资金, 实现与中期通胀目标相一致的名义需求利率, 从而增加经济支出和投资。

#### (1) 英国国债购买

英国国债购买在资产购买规模中占比高达90%以上, 是最主要的量化宽松工具。2009年5月至2016年8月, 英国启动四轮QE, 累计购买了4350亿英镑的英国政府债券。

#### (2) 公司债券购买

2016年8月, 货币政策委员会宣布开始进行公司债券购买计划。目的是降低公司债券的收益率, 从而降低公司直接借贷的成本, 并促使投资组合再平衡。英格兰银行购买公司债券分布在电力、非耐用消费品、交通运输、通信、水利等九大行业。目前英格兰银行没有进一步的公司债券购买计划。

#### (3) 定期融资计划 (TFS)

2016年8月, 英格兰银行推出定期融资计划。定期融资计划以接近银行利率的利率向银行提供定期资金, 目的是加强银行利率对实际利率作用的传导机制。定期融资计划以中央银行储备形式为参与者来提供资金来源, 以支持对实体经济的额外贷款。在提款期内, 参与者将能够以所有符合条件的抵押品来借入四年的储备金。提款期限为2016年9月19日至2018年2月28日, 此项计划在结束后不再继续。

### (三) 英格兰银行货币政策工具箱

英格兰银行提供了指数化长期回购工具 (Indexed Long-Term Repo, ILTR)、贴现窗口便利 (Discount Window Facility, DWF)、协议性的定期回购便利 (Contingent Term Repo Facility, CTRF) 三种流动性保障便利工具, 每种便利工具都允许SMF参与者用更少流动的抵押品交换获得更多流动性的资产。此外, 英格兰银行还推出了融资换贷款计划的贷款刺激计划, 从而进行“流

动性升级”。

### 1. 指数化长期回购工具（ILTR）

指数化长期回购工具主要是针对银行、贷款协会和证券经纪商等可预测流动性资产需求的机构。英格兰银行通过此工具，每月向有流动性需求的机构提供6个月到期的储备金借款。

SMF参与者可用符合条件的三种等级的抵押品来竞标储备金：A级抵押品，包括高流动性、高质量的主权证券；B级抵押品，包括其他主权、超国家、抵押和公司债券等高质量的流动性抵押品；C级抵押品，包括流动性较低的证券、本身承做的证券化商品和贷款组合。参与者会被强烈建议在使用ILTR工具之前，先向央行交付充足的A级或B级抵押品，而C级抵押品则在进行ILTR操作前，向央行交付拟用的量即可，并且这些抵押品与英格兰银行“预先设置好”，以便在任何需求出现前，就可以完成信用评级、评估定价和估值折扣等程序。

2017年2月底大约75%的ILTR借款存量是用A级抵押品，而到2018年2月底仅为32.4%。定期融资计划（TFS）可以直接给参与者提供储备，因此ILTR的使用率一直处在较低水平，随着定期融资计划（TFS）的停止，参与者对ILTR的需求会再次增大。

### 2. 贴现窗口便利（DWF）

贴现窗口便利是按照需求来提供流动性的工具，旨在当机构收到特殊或者市场流动性冲击时，以互换担保品的方式为其提供短期流动性支持，即以较少流动性的合格担保品，向央行借入英国政府债券。已经申请并获得央行授权的合格交易对手可以在任何时候从贴现窗口进行借贷，而无需等到央行下一次的短期回购交易（Short-term Repo，目前已经暂停使用）。

DWF的参与者范围很广，包括银行、贷款协会、证券经纪商以及中央对手方等，参与者可以通过在市场上出售政府债券或将其用作ILTR的抵押品来筹集现金。

### 3. 协议性的定期回购便利（CTRF）

协议性的定期回购便利是一个非常规的流动性保障机制，当偶发或例外的冲击导致广泛的流动性危机时，央行便实施该便利来提供流动性。央行能

够向银行、贷款协会和证券经纪商提供额外的流动性。参与者用包括 A、B 和 C 级在内的所有合格抵押品来进行投标，从而获得流动性。

#### 4. 融资换贷款计划（FLS）

FLS 是一个信贷刺激计划，是参与者与央行的抵押品互换计划。融资换贷款计划由英格兰银行和英国财政部于 2012 年 7 月推出，该计划旨在鼓励银行和贷款协会向企业和家庭提供更多贷款。凡是有 DWF 资格的银行和贷款协会，都能用符合资格的所有低流动性资产作为抵押品（如新增贷款）从英格兰银行换取高流动性的国债，并支付一定的费用，然后再用国债作为抵押换取廉价的贷款，从而进行流动性升级。

由于英格兰银行处于此计划的被动方，为了鼓励参与者的积极性，英格兰银行将资金的数量和价格与参与者的贷款业绩相挂钩。只要这些机构能有新增贷款作为抵押，就能获得更高的融资额度，所需缴纳的手续费与新增信贷反向挂钩。该计划于 2018 年 1 月结束。

#### 5. 英格兰银行贷款便利工具的区别

##### （1）抵押品范围的差异

英格兰银行的三种流动性保障工具均能用较大范围的抵押品来进行流动性升级，而货币政策实施工具 OSF 仅能用 A 级抵押品做抵押，如表 4 所示。

表 4 抵押品范围的差异

	操作性常备工具	指数化长期回购工具	贴现窗口便利	协议性的定期回购便利
等级 A-（高流动性，高质量的主权债券）	√	√	√	√
等级 B-（具有流动性的高质量主权债券、抵押贷款证券及公司债）	×	√	√	√
等级 C 担保品（较少流动性证券化贷款、金融机构本身发行的证券化商品及贷款组合）	×	√	√	√

资料来源：英格兰银行，太平洋研究院整理。

##### （2）参与者的异同

英格兰银行给各类交易方提供了不同的便利工具，其中操作性常备工具和贴现窗口便利有着最为广泛的交易方，如表 5 所示。

表5 参与者的异同

	操作性常备工具	指数化长期回购工具	贴现窗口便利	协议性的定期回购便利
银行和贷款协会	√	√	√	√
证券经纪商	√	√	√	√
中央对手方	√	×	√	×

资料来源：英格兰银行，太平洋研究院整理。

### 三、中国央行潜在的货币政策工具

不同于欧央行和英格兰银行，中国央行主要以数量调控为主、价格调控为辅。中国央行未来在价格调控、货币政策传导和货币政策工具创造方面有一定的发展空间。

#### (一) 中国央行目前货币政策机制和工具

##### 1. 数量调控为主、价格调控为辅

数量调控方面，央行主要通过调整货币乘数和基础货币控制广义货币，主要由法定存款准备金率 $r$ 变化和基础货币 $B$ 变化决定，超额存款准备金率 $e$ 也有一定贡献，其他因子贡献率相对较小。

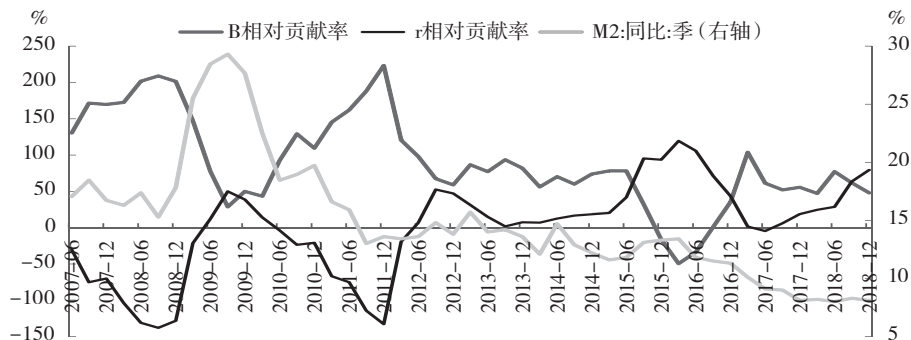


图5 基础货币和法定存款准备金率的相对贡献率

资料来源：Wind，太平洋研究院整理。



目前中国价格调控主要为存贷款基准利率，其次为各类期限的公开市场操作利率。存贷款基准利率自2015年调整之后并未有变化，公开市场操作利率则变动较多，如7天（14天、28天）逆回购于2017年12月和2018年3月跟随美联储加息而提升5个基点，MLF于2017年12月和2018年4月上调5个基点。

### 2. 中国央行货币政策工具箱

中国央行以公开市场操作和中期借贷便利（MLF）为主。按照工具时间长短可分为SLO（1~6天）、逆回购（7/14/28/63天）、SLF（7天、1月）、MLF（1年）、TMLF（3年）和PSL（3~5年）。

其中，SLO引导超短期利率，但是使用较少，如2013年12月，央行连续5天进行了SLO操作，缓和年末资金利率波动。逆回购使用最多，是银行间市场重要的参考利率。SLF主要为银行主动发起，一般作为利率走廊的上限，目前使用较少。MLF是除了逆回购之外重要的基础货币投放渠道，主要引导长端利率，截至2019年3月，MLF余额达3.7万亿元。此外，央行创设定向中期借贷便利（TMLF），提供3年期低息贷款，定向支持小微民营企业。

## （二）中国央行货币政策局限性和选择

### 1. 降准还是降息？

中国央行以数量型操作为主，数量型调控的局限性在于银行间市场和实体经济融资之间的传导不畅。央行通过降准或者公开市场操作释放流动性，银行间市场迅速反应，但银行对实体经济的融资却存在时滞，且相对于银行间市场的反应较小。这不仅是中国存在的问题，以间接融资为主的经济体在一定程度上都存在传导问题。欧央行在危机期间释放大量流动性，出现流动性淤积，银行“惜贷”现象严重，因此在不得已的情况下采取负利率政策。

中国央行价格型调控较为谨慎，降息效果较快但伴随更多负向外溢效应。首先，中国信用风险溢价主要在于非国企以及中小企业，国企和大型企业在获取融资方面优势较大，降息对降低整体信用风险溢价效果有限。其次，降息会导致大部分资产价格重估，不利于资本市场的稳定和资产脱虚向实。最后，降息容易导致利率失灵，降息后融资大量放出，房地产等资金敏

感性行业最先受益,且资金空转等现象难以避免。

降准和降息都可以达到降低实际利率的目标,降准易导致流动性淤积,降息易导致失灵,那么应该如何搭配货币政策工具箱?回顾历史,央行历次宽松通常是先降准,一段时间之后降息,从效果来看,2015年年中以来,信用利差并未趋势性下降,而是相对平稳,实体经济融资条件并未得到明显改善。近年来,央行重视结构性货币政策的实施,避免了传统货币政策的诸多弊端。

## 2. 结构性货币政策

结构性货币政策是中国当前最优选择,主要原因为:

(1) 2018年以来,政策层面一直强调不搞“大水漫灌”,不再走老路,更倾向于强调服务实体经济。

(2) 利率传导不畅是间接融资体系共存的问题,货币政策的有效性存在边界。而“央行在结构性货币政策方面大有可为,调好结构更有利于管总量”。

(3) 结构性政策是疏通利率传导机制的重要手段,货币政策传导主要由银行完成,银行必须有原动力而非行政推动,如将小微贷纳入MPA考核作为定向降准门槛等正向激励。推进“两轨并一轨”是2019年央行工作目标之一,基准利率与市场利率并轨,疏通利率传导机制至关重要。

(4) 目前我国整体法定存款准备金率平均为11%左右,农信社则为6%~8%,未来有降准空间,但是降准空间或不达市场预期。不管未来是否继续降准置换MLF,降准这个工具的空间会越来越小,且这个工具在发达国家大都已经停止。

(5) 降低实际利率是2019年目标之一(两会报告),如何在实现传导政策利率目的的同时避免市场失灵,传统货币政策工具发挥空间有限,结构性货币政策工具相对更为合适。

### (三) 中国央行潜在结构性货币政策工具

#### 1. 增加现有工具操作频率和期限

欧央行的货币工具期限涉及隔夜、7天、1个月、3个月、6个月、1年

和3年。欧央行首先增加隔夜和7天期的公开市场操作（MRO）频率，后创立延长至3个月期限的公开市场操作（LTRO）。欧央行新增1月期、6月期和1年的长期再融资操作（LTRO），后进一步延长至3年的长期再融资操作（VLTRO）。

我国目前使用较多的为逆回购和MLF，较多为7天、14天、1个月、1年。在期限结构方面的设置还有空间。

## 2. 定向工具有发展空间

欧央行推出定向长期再融资操作（TLTRO-I&II&III），为银行提供四年期的超低利率贷款，但限定这些资金只能用于向居民部门和非金融企业放贷（不包括居民购房贷款）。英格兰银行推出定期融资计划，定期融资计划以接近银行利率的利率向银行提供定期资金，以加强银行利率对实际利率作用的传导机制。定期融资计划以中央银行储备形式为参与者提供资金来源，以支持对实体经济的额外贷款。

中国相应推出TMLF，但目前只使用一次，未来还有发展空间。

## 3. 增加货币政策工具的灵敏性

英格兰银行ILTR（Indexed Long-Term Repo）又称指数化长期回购工具，英格兰银行通过此工具，每月向有流动性需求的机构提供6个月到期的储备金借款。其操作利率由基准利率与清算利差构成，清算利差增加则金融体系的资金需求增大。基准利率调整，则中长期融资成本相应变化，起到调控中长期利率的作用。

## 4. 扩大抵押品范围和减少质押量

英格兰银行抵押品分为三种等级：A级、B级、C级，C级包括流动性较低的证券、本身承做的证券化商品和贷款组合。英格兰银行指数化长期回购工具（ILTR）、贴现窗口便利（DWF）、协议性的定期回购便利（CTRF）三种流动性保障便利工具都允许SMF参与者用更少流动的抵押品交换获得更多流动性的资产。若中国央行将民营企业债券纳入抵押品组合，则利好民企融资。

## China Central Bank Monetary Policy Toolbox: Based on the Experience of the European Central Bank and the Bank of England

XIAO Lisheng

YANG Xiao

(Pacific Securities)

**Abstract:** This paper analyzes the monetary policy toolbox of the European Central Bank (ECB) and the Bank of England (BOE), and provide a reference for the tools that could be used in China's monetary policy. Unlike the ECB and the BOE, the People's Bank of China (PBC) practices the monetary policy of quantitative controls mainly and price regulations subsidiarily. Structural monetary policy is the best choice for China in the current time, while the PBC will have more room for the development in terms of price regulations, monetary policy transmissions and the creation of monetary policy tools in the future.

**Key words:** Central Bank, Monetary Policy