

## 中国央行货币政策工具箱：基于欧央行与英格兰央行的经验

### ——太平洋证券货币政策系列之三

#### 宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

**核心观点：**欧央行和英格兰银行的货币政策工具箱为中国提供了借鉴，未来中国货币政策工具有进一步发展空间。

欧央行长期以来一直实行单一货币政策目标制，即维系物价的稳定。货币政策“双支柱”框架重视货币与经济分析相结合。

欧央行货币政策设置基于欧元区以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。其中，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。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）。

欧央行在次贷危机后推出非常规货币政策。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。欧央行展现出非常高的技巧和灵活性。但危机以来，欧元区广义货币 M3 并未出现显著上涨。

英格兰银行以稳定物价作为货币政策的目标。英格兰银行主要通过价格手段进行调控，同时量化宽松也是英格兰银行重要的调控手段之一。银行利率是基准利率，英格兰银行目前运行“利率下限制度”，即准备金按银行利率支付利息。利率走廊因为量化宽松失效。

英格兰银行提供了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，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。

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。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。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。中国央行的货币政策工具以公开市场操作和中期借贷便利（MLF）为主。

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，降息易导致资产价格失控，结构性货币政策是中国当前最优选择。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。结构性政策有助于

中国央行货币政策工具箱：基于欧央行与英格兰央行的经验

引导银行，疏通货币政策传导机制。

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较大发展空间。潜在的货币政策工具有：(1) 增加现有工具操作频率和期限。(2) 定向工具有发展空间。(3) 增加货币政策工具的灵敏性。(4) 扩大抵押品范围以及减少质押量。

风险提示：经济增速不达预期

## 目录

<b>第一部分 欧洲央行货币政策框架和工具应用</b>	<b>5</b>
一、欧央行货币政策目标和框架	5
1、选定物价稳定作为最终目标	5
2、货币与经济分析相结合的“双支柱”框架	5
二、欧央行货币政策量价调控机制	6
1、存款准备金制度	6
2、基准利率	6
3、公开市场操作	6
三、欧央行货币政策工具箱	7
1、危机前期的非常规政策	7
2、危机恶化阶段的非常规政策	8
3、负利率时期的非常规政策	9
4、欧央行非常规货币政策的传导	9
5、欧央行非常规货币政策效果	10
<b>第二部分 英格兰银行货币政策框架和工具应用</b>	<b>11</b>
一、英格兰银行货币政策目标和框架	11
1、稳定物价为目标	11
2、货币政策决定机制	11
二、英格兰银行货币政策量价调控机制	12
1、银行利率	12
2、量化宽松	15
三、英格兰银行货币政策工具箱	15
1、指数化长期回购工具 (ILTR)	16
2、贴现窗口便利 (DWF)	16
3、协议性的定期回购便利 (CTRF)	17
4、融资换贷款计划 (FLS)	17
5、英格兰银行贷款便利工具的区别	17
<b>第三部分 中国央行潜在的货币政策工具</b>	<b>18</b>
一、中国央行目前货币政策机制和工具	18
1、数量调控为主、价格调控为辅	18
2、中国央行货币政策工具箱	19
二、中国央行货币政策局限性和选择	19
1、降准还是降息?	19
2、结构性货币政策	20
三、中国央行潜在结构性货币政策工具	21
1、增加现有工具操作频率和期限	21
2、定向工具有发展空间	21
3、增加货币政策工具的灵敏性	21
4、扩大抵押品范围&减少质押量	21

## 图表目录

图 1 欧央行货币政策“双支柱”框架 .....	5
图 2 非常规政策推动欧央行资产迅速扩张 .....	11
图 3 英格兰银行的官方利率（银行利率） .....	13
图 4 英格兰银行利率下限制度 .....	14
图 5 基础货币和法定存款准备金率的相对贡献率 .....	18
表格 1 欧央行次贷危机前期采取的非常规政策工具 .....	7
表格 2 欧央行次贷危机恶化阶段采取的非常规政策工具 .....	8
表格 3 欧央行负利率时期采取的非常规政策工具 .....	9
表格 4 抵押品范围的差异 .....	17
表格 5 参与者的异同 .....	18

## 第一部分 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，主因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。

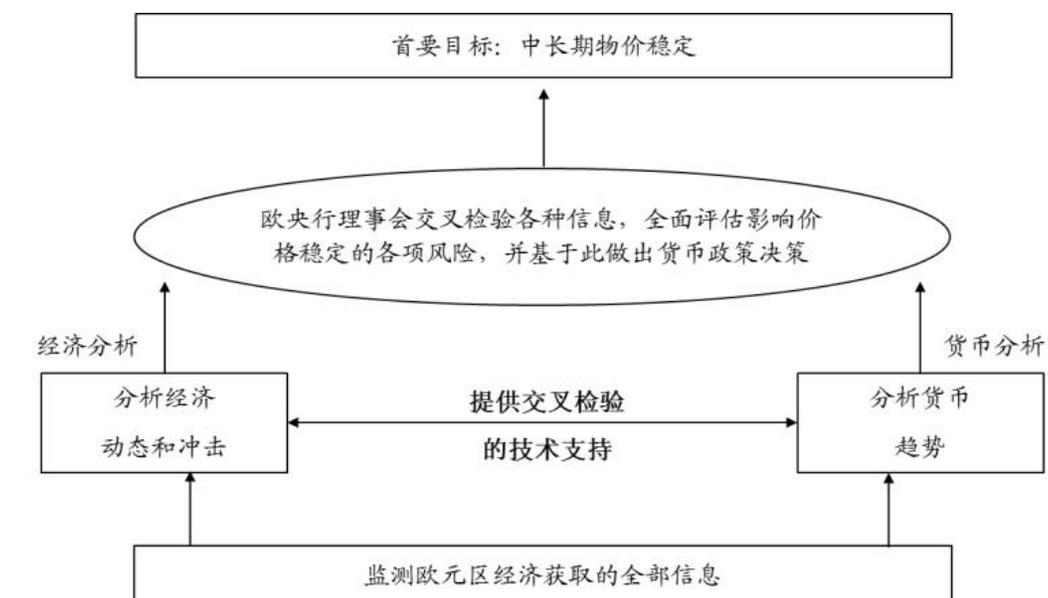
#### 2、货币与经济分析相结合的“双支柱”框架

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做出全面、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



## 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、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。

**首先**，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和主要再融资操作（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，其它四种为直接交易、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，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”。

表格 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利率相联系	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

## 2、危机恶化阶段的非常规政策

以雷曼兄弟银行破产为标志，次贷危机进一步恶化。

**首先，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，相较过去新增一月、六月期和一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。

**其次，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。

表格 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	2009-06-04	2011-12-22	2010-05-10	2012-09-06
			接触欧元区信贷操		接触欧元区信贷操	接触欧元区信贷

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_13304](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13304)

