



**NIFD**  
国家金融与发展实验室  
National Institute for Finance & Development

# 金融专报

2022 年第 30 期 总第 169 期

广州金羊金融研究院

国家金融与发展实验室广州基地 编

2022 年 8 月 11 日

## 发达经济体的结构性货币政策

彭兴韵 张运才

- 2008 年国际金融危机以来，一些发达经济体逐渐认识到金融市场存在的缺陷，主要国家中央银行在大力实施非常规货币政策的同时，运用结构性货币政策工具，针对特定的经济与金融领域采取有的放矢的政策操作。
- “结构性紧急流动性救助机制”拓展了中央银行“最后贷款人”功能，为传统商业银行和一级交易商提供流动性救助，并向短期融资市场提供贷款。“调整利率结构的结构性货币政策”操作中，中央银行可以直接影响货币政策的中介目标，在必要的时候，也会通过长、短期债券的组合操作来影响利率期限结构，更好地实现货币政策的最终目

标。“信贷引导政策”为应对宽松货币向实体经济传导不畅的困局，以刺激对实体经济的信贷供给为目标。其中，英格兰银行融资换贷款计划（FLS）和欧洲中央银行定向长期再融资操作（TLTRO）等最为典型。

国际金融危机爆发后，主要国家中央银行在大力实施非常规货币政策的同时，创设了各类结构性货币政策工具，针对特定的经济与金融领域采取有的放矢的政策操作，通过结构性流动性救助机制缓解流动性危机，或者着眼于长短期利率关系的结构性操作，或者直接以刺激对实体经济的信贷供给为目标的信贷政策，都极大地不同于以往着眼于总量调节的货币政策操作范式。结构性货币政策工具是金融危机后局部流动性紧张、风险偏好下降、信贷配给增加下的举措，其对缓解金融局势，恢复市场信心和促进经济复苏方面的作用，值得高度肯定。

### 一、结构性紧急流动性救助机制

金融业是典型的高杠杆行业，且存在严重的期限错配，因而流动性风险格外突出，单一机构（或市场）的流动性风险非常容易引发公众的恐慌，使原来是个别（或少数）机构的流动性困境演变为体系性流动性危机乃至经济危机，导致资产价格的急剧下跌，信贷市场和需求急剧萎缩，失业攀升。因此，金融体系需要“最后贷款人”，为陷入流动性困境的

金融机构或市场提供流动性救助。

历史上，由于没有中央银行提供流动性救助，频繁发生金融危机。美国 1907 年的恐慌促成了美联储的诞生，但 1929~1933 年的“大萧条”期间，美联储并未能发挥好“最后贷款人”职能，结果，肇始于华尔街的股票市场下跌很快就恶化成系统性的金融与经济危机。“大萧条”后，主要国家强化了中央银行对金融体系的流动性救助职责。1987 年 10 月的“黑色星期一”，当美国股市毫无征兆地下泻 25% 时，美联储果断地发表声明，承诺将无限制地向市场提供流动性，迅速稳定了市场信心，避免了一场可能的危机。

随着利率市场化的推进、资产证券化等金融创新的蓬勃发展，较少受到监管的“影子银行”体系迅速崛起。在市场环境出现不利变化、抵押品价值下降时，影子银行面临的信息不对称问题极为严重，信用提供（创造）者会要求更高的担保比率，结果，二者的正向反馈机制使得建立在抵押品基础上的市场迅速崩溃，并最终爆发了 2008 年的国际金融危机。

2008 年国际金融危机爆发后，美联储传统以解决商业银行流行性危机为主的贴现窗口无能为力。为此，美联储通过结构性贷款工具拓展了“最后贷款人”功能。首先，通过变通方式向各类机构提供紧急贷款。例如，美联储授权纽联储向摩根大通银行提供“无追索权和背对背的”贷款，后者再向贝尔斯登公司提供期限为 28 天的担保融资。这是自 1929

年“大萧条”以来，美联储首次向非银行类金融机构提供应急资金；后来，美联储又分别对花旗集团、高盛集团提供数百亿美元的贷款，以帮助它们渡过流动性危机。其次，美联储推出定期拍卖便利、短期证券借贷便利、一级交易商信贷便利等非常规的流动性救助工具。定期拍卖便利以各类的抵押品为担保向存款机构提供 28~84 天的短期贷款。短期证券借贷便利向包括投资银行在内的金融机构以两房抵押贷款支持证券及“私人抵押贷款支持证券”置换国库券，获得国库券的机构以此到回购协议市场换取资金。一级交易商信贷便利使一级交易商可像商业银行那样向美联储申请贷款，而且担保品范围远远超过了之前的“短期证券借贷机制”。最后，为缓解短期融资市场的流动性危机，美联储创设了针对金融市场的非常规流动性救助机制，包括商业票据融资便利、货币市场投资者融资便利和定期资产担保证券贷款机制等。商业票据融资便利是美联储向 SPV 提供资金，由 SPV 购买高质量的商业票据，以恢复商业票据市场的融资功能。货币市场投资者融资便利则通过对 SPV 提供贷款，促进货币市场基金等机构从合格投资者处购买资产，以应对货币市场基金的赎回压力。定期资产担保证券贷款机制向金融机构提供无追索权的贷款，由其购买期限最多为 5 年、有资产担保的 3A 评级证券。无追索权意味着，金融机构可用它们购买的资产担保证券偿还美联储，为其提供“下行风险保护”。

通过一系列结构性流动性救助工具，美联储不仅为传统的商业银行，还为一级交易商提供流动性救助；不仅为金融机构，还为短期融资市场提供贷款。美联储通过这些特定领域的结构性流动性救助机制，使恐慌指数均出现明显下降，避免了2008年的金融危机演变成1929年那样的大量金融机构破产倒闭的大萧条。

## 二、调整利率结构的结构性货币政策

传统上，中央银行在货币政策操作中并不直接干预利率结构。如果金融体系的各种利率之间能够保持比较稳定的风险溢价或期限利差，那么，中央银行通过调整货币政策来改变作为中介目标的短期利率后，其他风险更高或期限更长的资产利率也会相应地变化。换言之，货币政策直接影响短期利率，但长期利率是否呈现出中央银行所期望的变化，还要取决于风险溢价与期限升水的变化。

然而，长期利率并不总像中央银行所期望的那样随货币政策中介目标变化，给货币政策造成困扰的情况时有发生，典型的有“格林斯潘之谜”和伯南克的“扭转”操作。格林斯潘之谜发生在2004年至2006年，那时，尽管美联储经历连续加息，美国的长期利率并没有随之明显地上升，收益率曲线十分平坦。不过，针对这一次的利率结构的变化，美联储并没有采取相应的措施来影响长期利率。

2008年国际金融危机爆发，美国的利率结构与联储货币

政策之间的关系出现了另一种美联储所不期望的反转。此次危机导致美国经济严重衰退，失业率大幅攀升。为应对危机，美联储迅速将联邦基金利率降至 0~0.25% 的超低水平。根据利率期限结构的预期理论，如果预期短期利率的平均值保持在相当低的水平，长期利率也会相应地大幅下降。然而，在美联储实施量化宽松和将联邦基金利率降至历史低水平后，美国 10 年期国债利率并没有像希望的那样下降。由于企业中长期债务融资和抵押贷款利率与 10 年期国债利率紧密相关，因此，相对较高的中长期国债利率，妨碍了企业中长期债务融资利率和居民抵押贷款利率的下行，这使得美联储在采取量化宽松后两年多的时间里，投资和信贷市场的复苏收效甚微，失业率依然高企。

鉴于此，美联储于 2011 年采取了扭转操作：在保持资产购买总量不变的前提下，卖出短期国债，同时买入 5 年期和 10 年期的中长期国债。由于美联储大幅增加了中长期国债的需求，其价格上升，相应地，其到期收益率随之大幅下降。中长期国债利率的下降，又直接带动了其他中长期债务工具的利率下降，刺激了原本凝滞的信贷市场，总需求逐渐回升，包括经济增长和就业在内的各项实体经济指标不断改善。这为美联储后来量化宽松的退出创造了条件。

在货币政策操作中，中央银行不仅可以直接影响货币政策的中介目标，而且在必要的时候，也会通过长、短期债券

的组合操作来影响利率期限结构，更好地实现货币政策的最终目标。

### 三、信贷引导政策

虽然主要国家中央银行通过一系列结构性的流动性支持工具有效缓解了流动性危机，通过量化宽松供给了大量的基础货币，但货币政策的传导仍需要银行体系的信贷渠道。若增加的基础货币供给不能转化为对实体经济的有效信贷，则宽松的流动性与超低利率反而会导致长期资产市场泡沫化与经济的“脱实向虚”。为了应对宽松货币向实体经济传导不畅的困局，一些发达国家中央银行又推出了旨在增加实体经济信贷的结构性货币政策。这方面，以英格兰银行融资换贷款计划（FLS）和欧洲中央银行定向长期再融资操作（TLTRO）等最为典型。

#### （一）英格兰银行的融资换贷款计划

正当英国经济在 2008 年的国际金融危机冲击下艰难复苏之时，2010 年又爆发了欧洲债务危机，这使英国经济雪上加霜，信贷需求严重萎缩，失业不断恶化。虽然英格兰银行为应对危机已采取了大规模购买资产的量化宽松和超低利率政策，但信贷市场需求仍十分疲弱。为了让货币政策能够直接传导到信贷市场，提高货币政策刺激实体经济的效果，英格兰银行联合英国财政部于 2012 年 7 月推出融资换贷款计划的结构性货币政策。

在融资换贷款计划的操作中，商业银行和其他信贷机构给实体经济部门提供信贷后，以此信贷资产为合格抵押品向英格兰银行借入英国国债，这些金融机构再以国债为抵押品在债券回购市场获得资金。额度方面，商业银行和其他信贷机构发放贷款后，可从英格兰银行获得对实体经济信贷余额5%的低息融资(最高约为800亿英镑)，在2012年8月至2013年12月，可进一步获得等额对实体经济部门新增信贷的融资。手续费收取上，采取反向费率的方法。若金融机构不断扩大新增信贷，手续费率相应降低，但若减少新增信贷，手续费率就会相应提高。此外，为鼓励资金流向小微企业和政府重点扶持的行业，英格兰银行还规定，发放上述贷款的机构可以更低的手续费率获得更多的国债。由于国际经济环境中的外生冲击增多，阻碍了英国经济的复苏进程，英格兰银行融资换贷款计划的结构性货币政策操作延续到了2018年。

英格兰银行的融资换贷款计划降低了实体经济部门信贷的融资成本，并增加了其信贷的可得性。2013年后，英国企业和家庭部门信贷同比增长率由负转正，摆脱了信贷紧缩的局面，一定程度上促进了英国经济的复苏。

## **(二) 欧洲中央银行的定向长期再融资操作**

2008年国际金融危机爆发后，欧洲中央银行除不断下调常规融资操作利率外，也实行了一系列非常规的货币政策操作。例如，为了避免银行流动性危机，欧洲中央银行推出固

定利率全额分配政策，承诺向欧元区商业银行以固定利率提供无限额贷款，不仅延长了贷款期限，还扩大了贷款的合格抵押品范围。2010 年欧洲主权债务危机爆发后，无风险利率及信用利差因各国不同的财政状况而出现严重分化，使得中央银行统一的货币政策在欧洲传导出现严重阻滞，债券市场也遭遇流动性困境。有鉴于此，欧洲中央银行又推出证券市场项目及货币直接交易（OMT），维护债券市场及金融机构的流动性。2014 年后，为应对信贷紧缩及通货紧缩，欧洲中央银行又推出了资产购买计划、定向长期再融资操作（TLTRO）、负利率政策等非常规货币政策，以促进实体经济的复苏。其中，定向长期再融资操作最为典型。

定向长期再融资操作（TLTRO）为信贷机构提供期限最高可达 4 年的融资，并将信贷机构的可融资金与其发放的企业及住户贷款挂钩，以此鼓励其增加对实体经济的信贷服务，这是典型的结构性货币政策。2014 年 6 月欧洲中央银行推出 TLTRO I，允许信贷机构通过欧洲中央银行获得不超过其对非金融私人部门贷款（不含家庭部门房地产贷款）余额 7% 的初始贷款。从 2015 年 3 月至 2016 年 6 月，向私人部门提供贷款的金融机构可以从欧洲中央银行获得其新增非金融私人部门贷款的 3 倍融资。2016 年推出的 TLTRO II 允许信贷机构以优惠利率获得不超过 2016 年 1 月私人部门贷款余额 30% 的贷款，TLTRO II 的融资利率为当时欧洲银行的主融资

操作利率。若金融机构的新增贷款超过基准的 2.5%，还将获得主融资操作利率与存款利率之差的利率补偿。2019 年欧中央银行推出的 TLTRO III，继续延续了前两轮的操作方式。

欧洲中央银行的定向再融资操作既刺激了信贷需求，也降低了信贷成本。TLTRO 以优惠利率向信贷机构提供了长期融资。通过 TLTRO I 和 TLTRO II，欧洲中央银行共提供了约 11710 亿欧元的低息贷款。同时，TLTRO 通过激励相容的机制确保参与的信贷机构切实增加对实体经济部门的贷款。一方面，允许信贷机构从欧洲中央银行获得其新增贷款超过基准额最高 3 倍后续融资；另一方面，新增贷款未能超过基准额的信贷机构还面临被要求提前还款的惩罚。通过为信贷机构提供低息融资，欧洲中央银行还间接地推动整个商业银行融资成本的降低。例如，在 TLTRO II 中，欧洲中央银行对新增信贷超过基准额的信贷机构提供了额外的利率优惠，最低可为 -0.40%。TLTRO 为参与银行提供了额外的低成本融资渠道，这就直接降低了金融机构自身的融资成本，进而传导到实体经济信贷成本的降低。

总体而言，定向长期再融资操作建立了一套激励相容的机制，通过向信贷机构提供对实体经济部门更为优惠的融资，促使其以更低的利率发放更多贷款，在一定程度上疏通了货币政策传导机制，缓解了宽松货币政策下实体经济与虚拟经济的矛盾。2014 年后随着定向长期再融资操作及大规模

资产购买计划的推出，欧元区信贷利率出现了明显下降，特别是债务危机较为严重的国家，信贷利率下降幅度更大。而且，2015 年后，欧元区非金融企业信贷与家庭消费信贷增速均总体由负转正。欧元区资产质量较差的银行更倾向于通过 TLTRO 获得低成本融资，并能够更大幅度地削减随后的贷款利率，在一定程度上阻止了经济形势的继续恶化。

主编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王 君	王国刚	王增武	左学金	朱 玲
汤世生	杨 涛	连 平	吴晓灵	何海峰	何德旭
余永定	张 平	张晓山	张晓晶	张跃文	陈双莲
范丽君	金 碚	周振华	胡志浩	胡岚曦	胡 滨
段雅丽	骆立云	徐义国	殷剑峰	黄国平	曹远征
阎建军	程 炼	彭兴韵	董 昀	曾 刚	谢 芳
蔡 真					

编辑（按姓名笔划排序）：

陈双莲 肖 圆

联系人：陈双莲

电子邮箱：[chensl@gzhu.edu.cn](mailto:chensl@gzhu.edu.cn)

联系电话：020-83342383

传 真：020-83343700

地 址：广州市荔湾区沙面四街 1 号

## 国家金融与发展实验室学术成果系列

### 正式出版物

- 中国金融发展报告（年度旗舰报告）
- 专项报告
- 会议实录
- 专著
- 译著

### 非正式出版物

- 智库专报
- 宏观·金融报告（季报）
- NIFD 金融指数（季报）
- 信息通报（每月 4 期）
- 金融专报（每月 4 期）
- 金融决策参考（月刊）
- 全球智库半月谈
- 资产管理月报
- 金融监管论坛（月报）
- 财富管理论坛（月报）
- 国内经济形势分析报告（季报）
- 国际经济形势分析报告（季报）
- 上海市金融运行基本情况报告（季报）