

中央银行学与货币政策

对外经济贸易大学金融学院
郭红玉

对外经济贸易大学

第七章 中央银行货币政策实践

对外经济贸易大学

本章总述

- 各国货币政策作用机制在本质是一样的，都是中央银行通过调控货币数量影响中介目标并实现最终目标。但货币政策又是艺术的，各国央行会根据本国的实际情况建立适宜的货币政策框架。
- 本章分四节介绍美联储和中国人民银行的货币政策框架及货币政策实践。

CONTENTS

01 美联储货币政策框架

02 美联储货币政策操作

03 中国人民银行货币政策演变

04 中国人民银行货币政策新框架

美联储货币政策框架

1

对外经济贸易大学

货币政策框架包含三个部分：

- 货币政策目标
- 货币政策传导机制
- 政策工具

美联储是**多目标的价格型**货币政策框架。



美联储货币政策目标

- 美联储货币政策目标：最大化就业，稳定的物价和适度的长期利率。
- FRA对货币政策的授权通常被称为“双重指令”，即最大化就业和价格水平稳定的双重目标。这是因为当价格预期稳定时，适度的长期利率目标也会实现。
- 费雪效应： $\text{名义利率} = \text{实际利率} + \text{预期通胀率}$
- 利率期限结构理论：长期利率是未来短期利率预期的平均值。



美联储货币政策的双重目标

1. 稳定的物价

- 稳定的物价指稳定的低通货膨胀水平，即通货膨胀率（CPI）为每年2%。
- 与零通胀目标相比，如果将通胀率定在略高于0的水平，则可以适当抬高名义利率。在平常时期，更高的利率水平将赋予FOMC（公开市场委员会）更多的空间，以便于经济衰退时可以通过降低利率刺激经济。



美联储货币政策的双重目标

2. 最大化就业

- FOMC没有指定一个固定的失业率目标，因为最大就业水平很大程度上取决于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素。
- 美联储会以每年4次的频率公布其对最大就业水平的估计，该估计将纳入货币政策的考量范围。
- 如果实际的就业水平低于潜在就业率或目标就业率，美联储就会实行扩张性操作刺激经济增长和恢复就业。



美联储货币政策传导机制

- 在经济平稳时期，美联储通过调整联邦基金利率目标反映其货币政策意图，并采用货币政策工具影响联邦基金利率，进而影响其他短期利率，再传导至与实体经济相关的因素，如长期利率、资产价格等，最终影响实体经济。

美联储货币政策传导机制

- 在经济平稳时期，美联储通过调整联邦基金利率目标反映其货币政策意图，并采用货币政策工具影响联邦基金利率，进而影响其他短期利率，再传导至与实体经济相关的因素，如长期利率、资产价格等，最终影响实体经济。
- 美联储关注的关键变量是：长期利率水平、资产价格和借贷条件、汇率等，其对实体经济的影响通过若干传导渠道发挥作用



关键变量对实体经济变量的影响

- 长期利率水平

美联储通过修正家庭和企业关于短期利率走势的预期，进而影响长期利率水平。

- 资产价格和借贷条件

通过利率变化影响股票价格和资产负债表，进而影响企业和家庭的借贷条件。美联储通过影响利率的变化改变股票和债券作为投资和财富持有方式的价值，利率和股价的波动会影响家庭和企业的资产负债表，进而影响家庭和企业的借款条件



关键变量对实体经济变量的影响

- 汇率

美国国内利率的变化影响美国国债与相关美国资产相对于其他国家类似资产的吸引力，而美国资产相对吸引力的变化将影响汇率，并影响以外币计价资产的美元价值。

- 随着时间的推移，上述关键变量，如利率、股价、家庭财富、信贷条件和美元汇率的变化，将对家庭和企业做出的一系列支出决定产生影响，最后影响到实体经济。



金融危机时的货币政策传导机制

- 在2008年全球金融危机期间，美联储受到零利率下限约束(联邦基金利率目标区间0-0.25%)，主要是通过前瞻指引和量化宽松（QE）等手段直接对长期利率发挥影响。
- 其传导渠道也主要是通过前瞻性指引引导市场预期、量化宽松政策通过资产组合效应传导到实体经济。



美联储主要的货币政策工具

- 美联储在其官方网站上列出了其正在使用和已经停止使用的政策工具，包括：
 - 公开市场操作(OMOs)
 - 贴现窗口(Discount Window)
 - 准备金要求(Reserve Requirement)
 - 法定准备金利率(IOR)和超额准备金利率(IOER)
 - 隔夜逆回购安排便利(ORR)
 - 定期存款便利
 - 其他工具等

美联储货币政策操作

2

对外经济贸易大学

- 美联储实施的是价格型货币政策，其关键变量是利率和资产价格。
- 央行货币政策操作主要是围绕货币市场利率。在不同阶段中，货币政策操作的思路和使用工具不同。
- 以2008年金融危机为界，美联储货币政策操作分为三个阶段：金融危机前、应对金融危机阶段及政策正常化(policy normalization)阶段。

一、金融危机前的货币政策操作

- 美在金融危机之前，美联储主要是通过公开市场操作(OMOs)调节银行系统内的准备金余额数量来管理联邦基金利率，实现联邦基金利率目标。
- 除此之外，贴现窗口工具通过对贴现率的设定，可以辅助OMOs管理联邦基金利率。



金融危机前的货币政策操作

- 在金融危机之前，美联储主要是通过公开市场操作(OMOs)调节银行系统内的准备金余额数量来管理联邦基金利率，实现联邦基金利率目标。
- 除此之外，贴现窗口工具通过对贴现率的设定，可以辅助OMOs管理联邦基金利率。

金融危机前的货币政策操作

- 美联储使用的工具

- **公开市场操作：**公开市场操是主要的政策工具，美联储通过公开市场操作买卖国债，从而增大或减少准备金的供应。
- **贴现窗口：**贴现窗口为辅助性的政策工具。通过向合格银行发放短期贷款来扩张信贷，从而缓解准备金市场的流动性紧张情况。

金融危机前的货币政策操作

- 金融危机前的货币政策操作特征

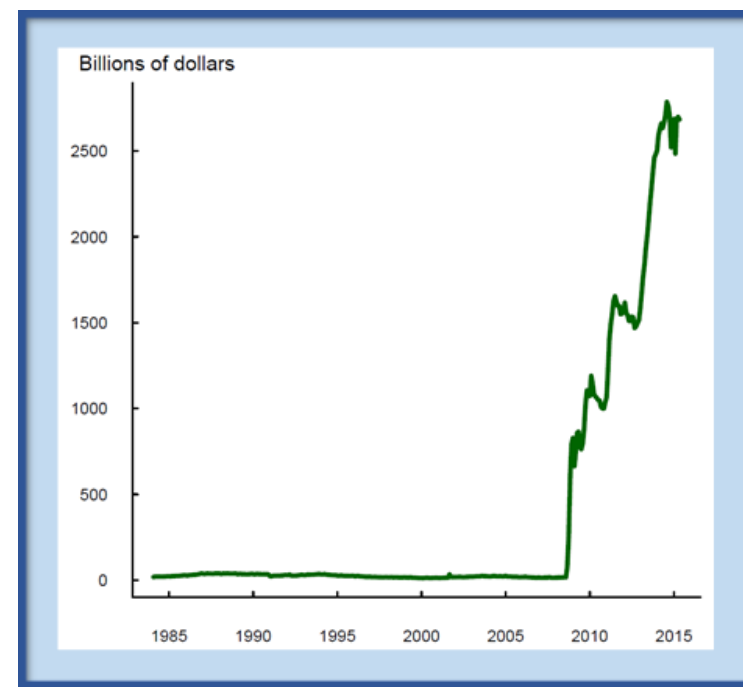
- 1. 美联储与存款机构之间的博弈

- 美联储设立了准备金要求，但在危机之前，美联储不向准备金发放利息，因此，商业银行要尽可能地将准备金维持在最低限度，从而最大化利润。二者结合在一起，便催生了活跃的银行间市场，即联邦基金市场。
 - 在联邦基金市场上，拥有超额准备金的银行会将准备金借出，准备金不足的银行则要借入准备金的隔夜利率即为联邦准备金利率。

- 金融危机前的货币政策操作特征

- 2. 准备金余额的稀缺性

- 美联储规定准备金包括库存现金和准备金余额，首选方式是库存现金，其次是准备金余额。
 - 2008年金融危机以前，整个银行系统内只有约900家银行持有准备金余额，共计约150亿美元，而超额准备金约为20亿美元。较少的准备金余额总量使得美联储能够以较小的准备金变动带来明显的联邦储备金率变化

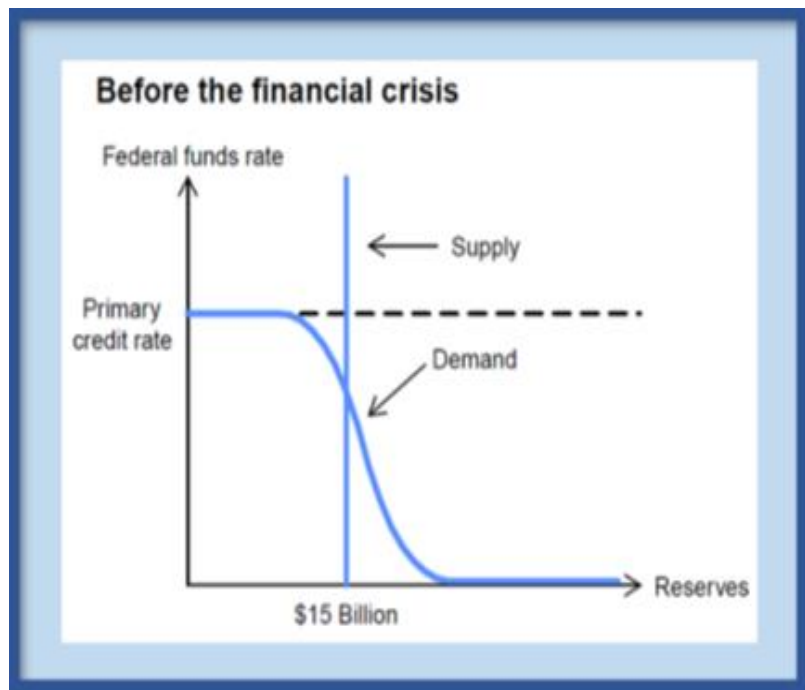


准备金余额总量变化趋势

金融危机前的货币政策操作

• 金融危机前的货币政策操作特征

3. 准备金供需曲线特性



危机前准备金供求曲线特征

横轴为准备金数量，纵轴为联邦准备金利率，联邦准备金利率为银行在联邦基金市场上的借贷成本。

需求曲线的特征是有一段倾斜向下的线段。需求曲线的纵轴的上限为初级信贷利率，若高于此利率，银行就不会从联邦基金市场获取准备金，而转而使用贴现窗口工具；需求曲线的下限则是0利率，这是由于0下限约束。在上下限之间，联邦准备金利率越高，对联邦基金的需求越小。

金融危机前的货币政策操作

- 金融危机前的货币政策操作特征

3. 准备金供需曲线特性

- 美联储提供联邦准备金的供给，它能够在任意利率水平上无限制供给准备金，因此供给曲线为垂直线。
- 在金融危机之前，准备金供需曲线交于需求曲线的倾斜部分，这保证了美联储可以通过调节供给，移动供给曲线的位置，从而调节联邦基金利率。



二、应对金融危机时的货币政策操作

- 金融危机时的货币政策措施

- 2008年，金融危机时，美联储采取了量化宽松政策(QE, Quantitative Easing)和前瞻性指引等一系列货币政策操作稳定金融市场和恢复美国经济。

应对金融危机时的货币政策操作

- 金融危机时的货币政策措施

- 具体的应对措施包括：

1. 目标利率逼近零利率水平：FOMC将目标利率从2007年9月中旬的5.25%降至2008年12月下旬的0到0.25%的区间。
2. 向准备金付息：从2008年10月1日起以准备金利率(IORR)和超额准备金利率(IOER)分别向法定准备金和超额准备金支付利息。
3. 进行大规模资产购买计划(LSAPs)：包括国债、机构抵押支持证券和政府机构债券在内的资产。

应对金融危机时的货币政策操作

- 金融危机时的货币政策措施

- 具体的应对措施包括：

4. 展期计划：美联储延长了所持债券的平均期限，进一步对长期利率施加下行压力。
5. 前瞻指引(forward guidance)：FOMC在沟通中就预期的未来货币政策提供明确的前瞻指引，为经济提供政策宽松和进一步支持。FOMC在劳动力市场取得显著改善之前会保持高度宽松的货币政策立场。长期债券收益率将因这一前瞻指引而下降。
6. 危机相关的特殊项目：美联储在金融危机期间设计了一系列项目，以支持金融机构流动性、提升金融市场状况。



应对金融危机时的货币政策操作

- 量化宽松政策操作的后果
 - 银行系统内准备金过多
 - 从2008年到2014年，美联储从二级市场购买了大约3.93万亿美元的国债、机构抵押资产支持证券(MBS)和由政府机构发行或担保的债务，向银行系统注入了庞大的准备金。
 - 准备金余额过多意味着其稀缺性的降低，因此美联储很难像金融危机之前那样，通过小幅调节银行系统内的准备金余额来影响联邦基金利率。

应对金融危机时的货币政策操作

- 量化宽松政策操作的后果

美联储资产购买计划的扩表效果

美联储资产负债简表(十亿美元)							
金融危机前(2007年8月8日)				金融危机后(2014年12月24日)			
资产		负债		资产		负债	
债券	791	准备金余额	14	债券	4247	准备金余额	2610
其他资产	78	现金	777	其他资产	262	现金	1294
		其他	45			其他	548
		资本	34			资本	57
合计	869	合计	869	合计	4509	合计	4509

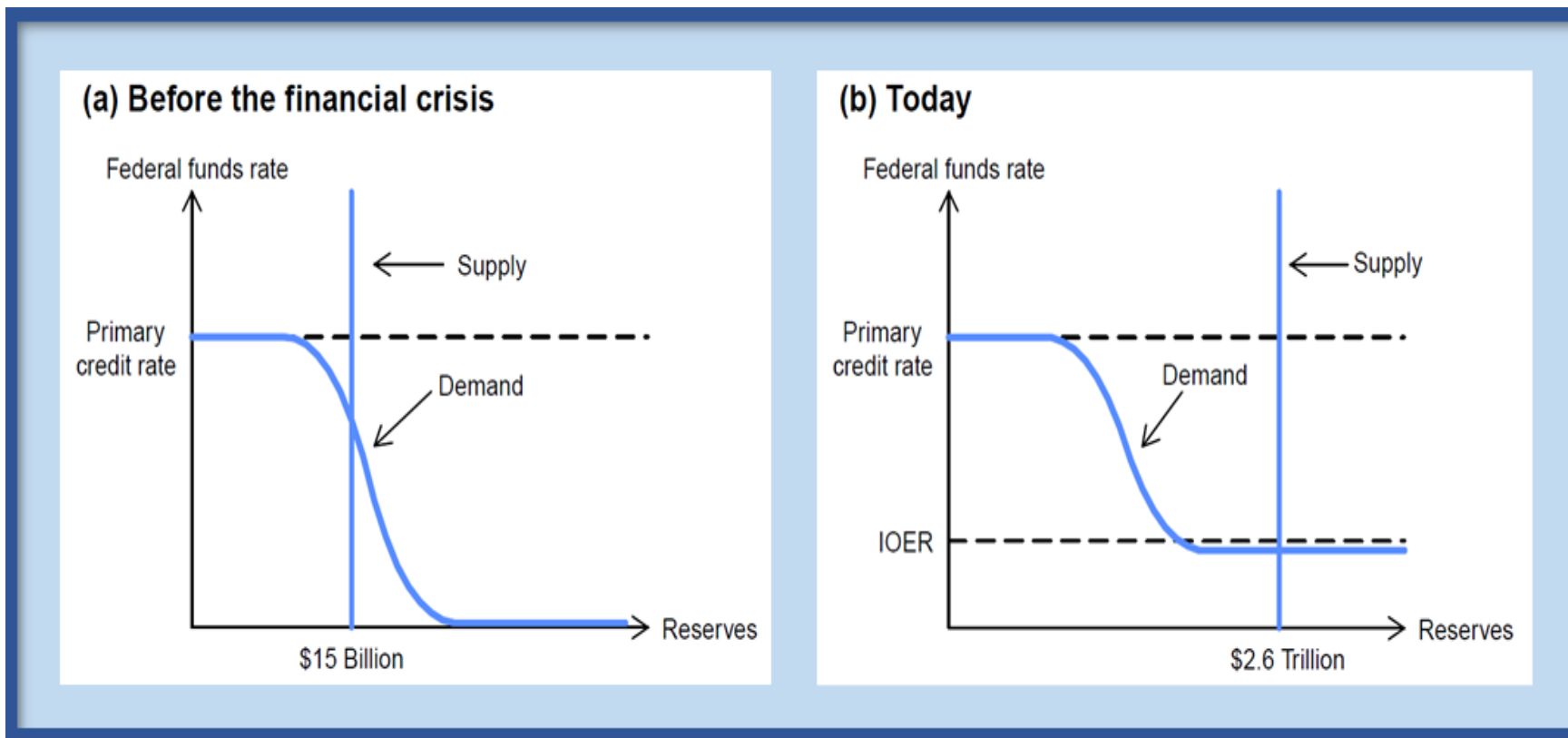
数据来源：美联储网站

应对金融危机时的货币政策操作

- 量化宽松政策操作的后果
 - **IOER对联邦基金利率的影响**
 - 尽管银行系统内准备金过多，银行不再有借入准备金的需求。但是**对于某些不具备获得IOER利息资格的机构**，他们很愿意以任何低于**IOER利率**的成本在联邦基金市场上向银行借出资金。**同时，银行也有动机借入资金**，并存在美联储账户上，以便获得息差。在这种博弈之下，联邦基金利率便维持在低于**IOER**的水平。

应对金融危机时的货币政策操作

- 量化宽松政策操作的后果
 - IOER对联邦基金利率的影响



危机前后准备金供求曲线特征

应对金融危机时的货币政策操作

- 量化宽松政策操作的后果
 - **IOER对联邦基金利率的影响**
 - 左图是金融危机前的准备金余额供需曲线，右图是金融危机后的准备金余额供需曲线。
 - 可以很明显的看到，由于准备金的超额供给，其供给曲线交于需求曲线的平坦部分，而需求曲线的平坦部分则略低于**IOER**，反映出市场上的博弈和套利情况。

量化宽松政策及资产组合再平衡渠道

- 传统的公开市场操作是美联储与商业银行之间的交易，通过扩大信贷规模支持实体经济。
- 但美联储资产购买计划的传导机制则是资产组合再平衡渠道。即金融危机时由于传统的信贷渠道不畅，美联储直接购买养老金等私人机构的投资组合，改变了其资产组合构成，当机构重新调整资产结构而购买企业债券时，就会压低长期利率，最终刺激投资。

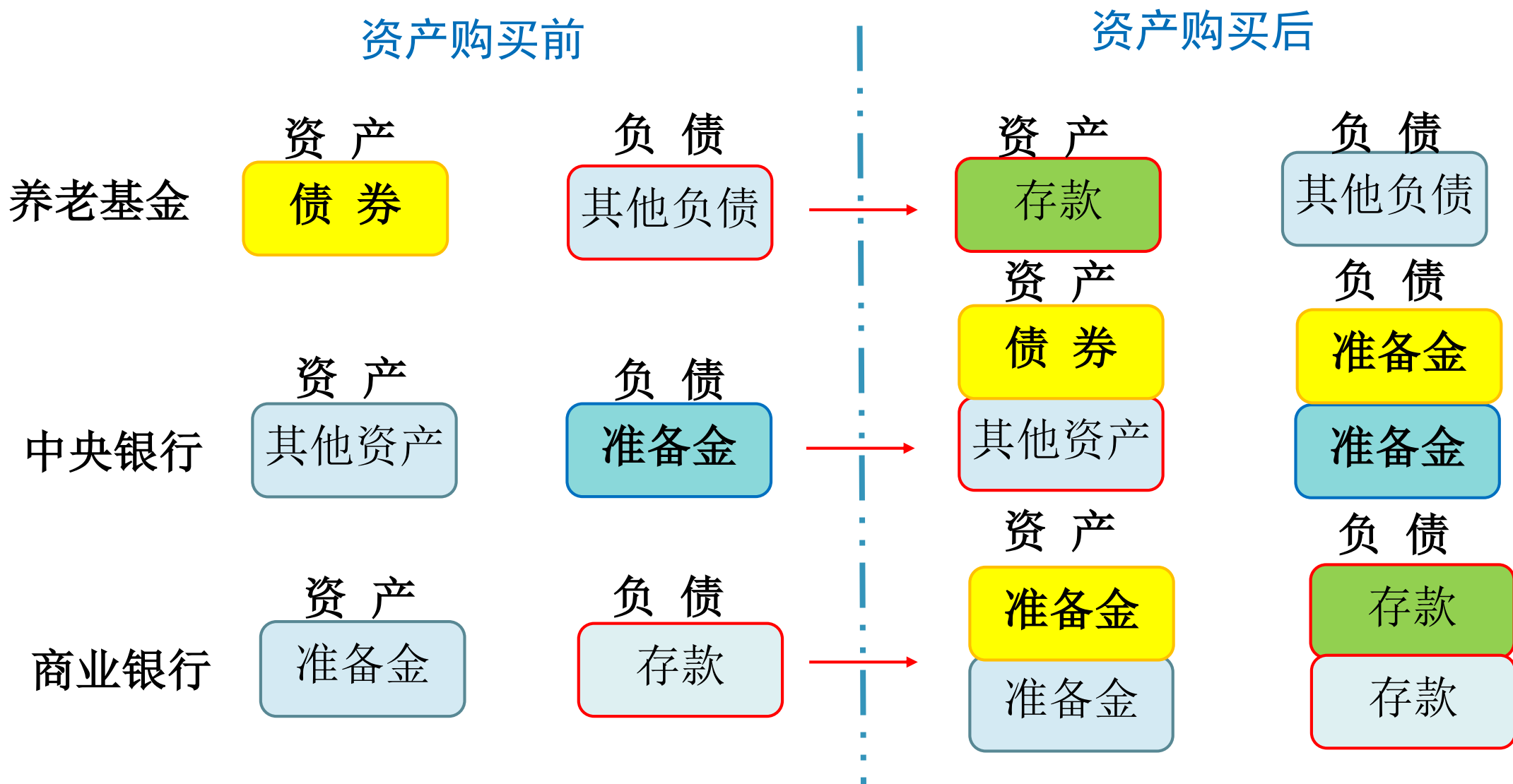


量化宽松政策及资产组合再平衡渠道

- 美联储资产购买计划的实现步骤：央行直接从机构手中（比如养老金机构）购买政府债券，机构无法直接跟央行交易，要通过银行做中介，即先把债券卖给银行然后银行再卖给央行。
 - 第一步：机构卖出资产，债券变成银行存款
 - 第二步：央行从银行购买债券，资产方债券增加，负债方银行准备金增加
 - 第三步：银行资产方准备金增加，负债方存款增加

量化宽松政策及资产组合再平衡渠道

• 量化宽松政策传导机制



量化宽松政策及资产组合再平衡渠道

- QE传导机制的特征
 - QE不是央行给银行提供的免费流动性，因为银行准备金增加的同时，也增加了相同规模的存款，而存款要支付利息。
 - QE不是通过直接增加贷款来增加货币供应，尽管银行可能因为激励（准备金和储蓄利差）会增加贷款，但同时也可能导致贷款减少，因为机构或公司通过可以发行债券来偿还贷款。
 - QE直接改变养老金等私人机构的投资组合、预期，以此改变利率期限结构，影响长期利率，最终影响投资。



量化宽松政策及资产组合再平衡渠道

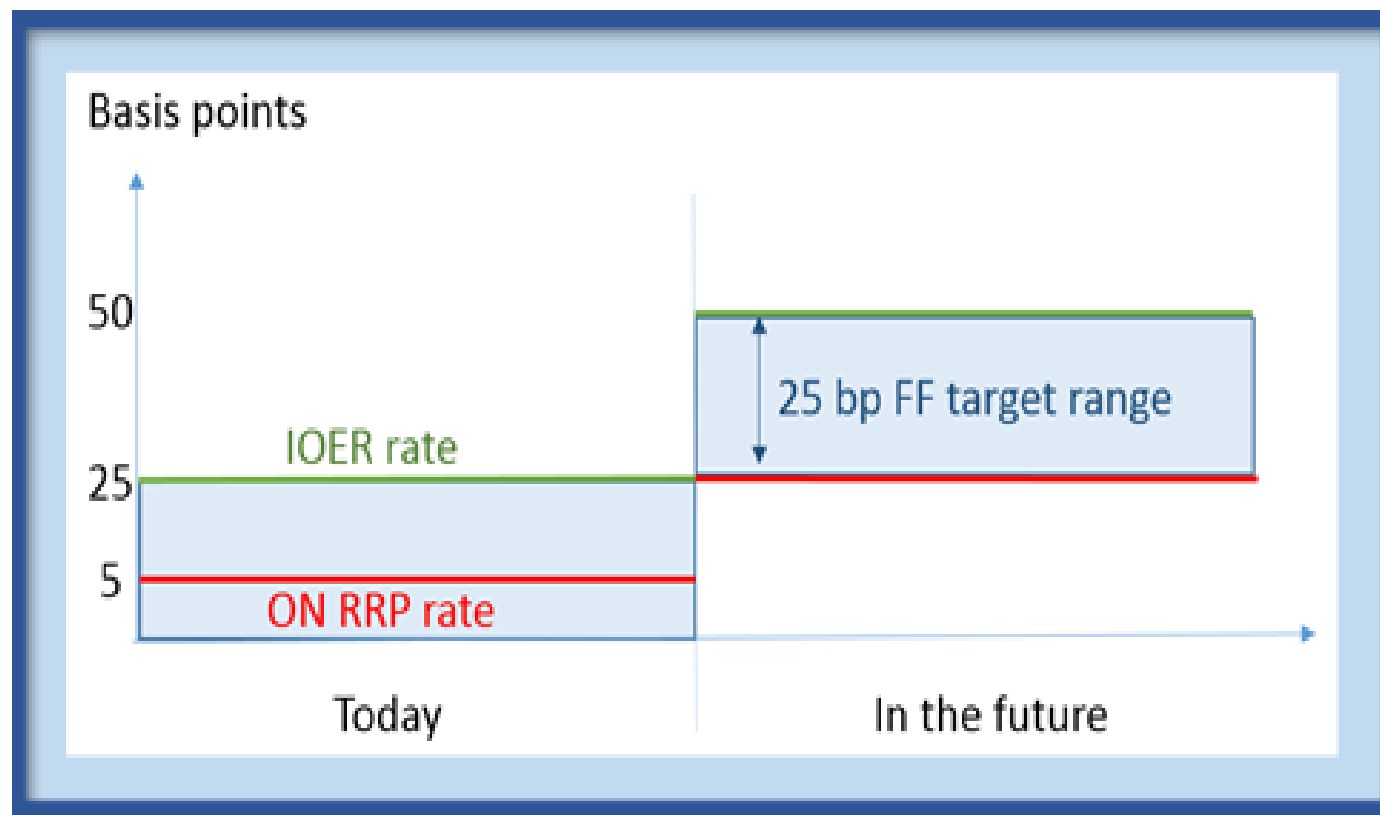
- 2009年，时任美联储主席伯南克正式将有关央行资产负债表调控的政策称为“中央银行资产负债表政策”，并将扩大资产负债表规模的相关政策称为量化宽松政策（ Quantitative Easing Policy ,QE），QE传导渠道被称为资产组合再平衡渠道。

三、危机后联邦基金利率形成机制

- 在准备金稀缺性降低背景下，美联储开发了一套框架以支持政策正常化时期的货币政策实施。
- 该框架可以在不调整准备金供应的情况下，通过一套由美联储直接管理的利率系统来影响短期利率水平。
- 这套利率系统包括IOER（超额准备金利率）和ON RRP（逆回购利率）。IOER是主要工具，ON RRP利率是补充利率。

危机后联邦基金利率形成机制

- IOER被设定为联邦基金利率目标区间上限，ON RRP被设定为联邦基金利率目标区间下限。





危机后联邦基金利率形成机制

- 超额准备金利率（**IOER**）是主要手段
 - FOMC通过逐步调整IOER，促使联邦基金利率移向目标区间。通过提升IOER，美联储可以鼓励套利，抬高联邦基金利率的上限。
 - 2018年美联储小幅调整了相关规则。在此之前IOER等于目标区间上限，调整后IOER低于目标区间上限10bp。
 - bp, basis point, 即为基点，1个bp等于一个百分点的1%，即0.01%。

危机后联邦基金利率形成机制

- 逆回购便利（**ON RRP**）是辅助工具
 - FOMC大幅扩大可以使用**ON RRP**的机构范围，并定期进行**ON RRP**操作，使得**ON RRP**成为机构的一个投资选项。
 - 金融机构会比较 **ON RRP**利率和联邦基金利率，若后者小于前者，则不会在联邦基金市场卖出资金，而是以 **ON RRP**利率向美联储借出资金。套利机制使**ON RRP**成为联邦基金利率目标区间的下限。



参考文献

- 《中央银行与货币供给》，盛松成，中国金融出版社
- 美联储网站：<https://www.federalreserve.gov/>

中国货币政策的发展演进

3

对外经济贸易大学

一、1998年之前：直接调控向间接调控转化

- 中国人民银行成立于1948年12月1日，但是直到1984年1月1日，才开始专门行使中央银行职能,这也标志着我国金融体制向市场化方向的根本转变
- 1983年9月17日，国务院作出《关于中国人民银行专门行使中央银行职能的决定》，指出自1984年1月1日起，中国人民银行不再办理针对企业和个人的信贷业务，成为专门从事金融管理、制定和实施货币政策的政府机构。

1998年之前：直接调控向间接调控转化

- 1995年，《中华人民共和国中国人民银行法》颁布，确立了中国人民银行的法律地位。该法律明确规定，中国人民银行在国务院领导下，制定和实施货币政策，对金融业实施监督管理。
- 1998年1月1日，中国人民银行对国有商业银行实行资产负债比例管理，取消贷款规模限制；同年10月，中国人民银行实行机构改革，决定成立跨省（自治区、直辖市）分行。
- (9+天津、上海、南京、广州、成都、武汉、沈阳、济南、西安)

1998年之后：确立现代货币政策框架

- 《中国人民银行法》确立的**政策目标是：保持货币币值稳定并以此促进经济增长。**
- 作为转轨和新兴经济体，我国货币政策政策的特征具有**多目标、数量型、相机抉择**等特征。

二、我国相机抉择的货币政策

- 1987~1991年：反通胀为主的硬着陆模式，紧缩和宽松交替的货币政策（财政赤字）
- 1992~1997年：反通胀和国际收支平衡的软着陆模式，实施适度从紧的货币政策（经济过热 乱集资、乱摊派和乱设金融机构和亚洲金融危机）
- 1998~2002年：反通缩和经济增长为目标的稳健的货币政策（亚洲金融危机之后出口受阻贬值压力加大、出现需求约束），稳定汇率、扩大内需、刺激经济增长



我国相机抉择的货币政策

- 2003~2007年：保持经济平稳增长的稳中从紧的货币政策（出现通胀苗头、结构性调整）
- 2008~2012：恢复经济并保持平稳增长的“适度宽松”的货币政策（2008年国际金融危机，外需下降，4万亿刺激政策、经济在危机之后依然高速增长直到2011年的9.55%，贷款规模激增、基建上马、房地产拉动、地方政府债务，前期刺激政策消化期）

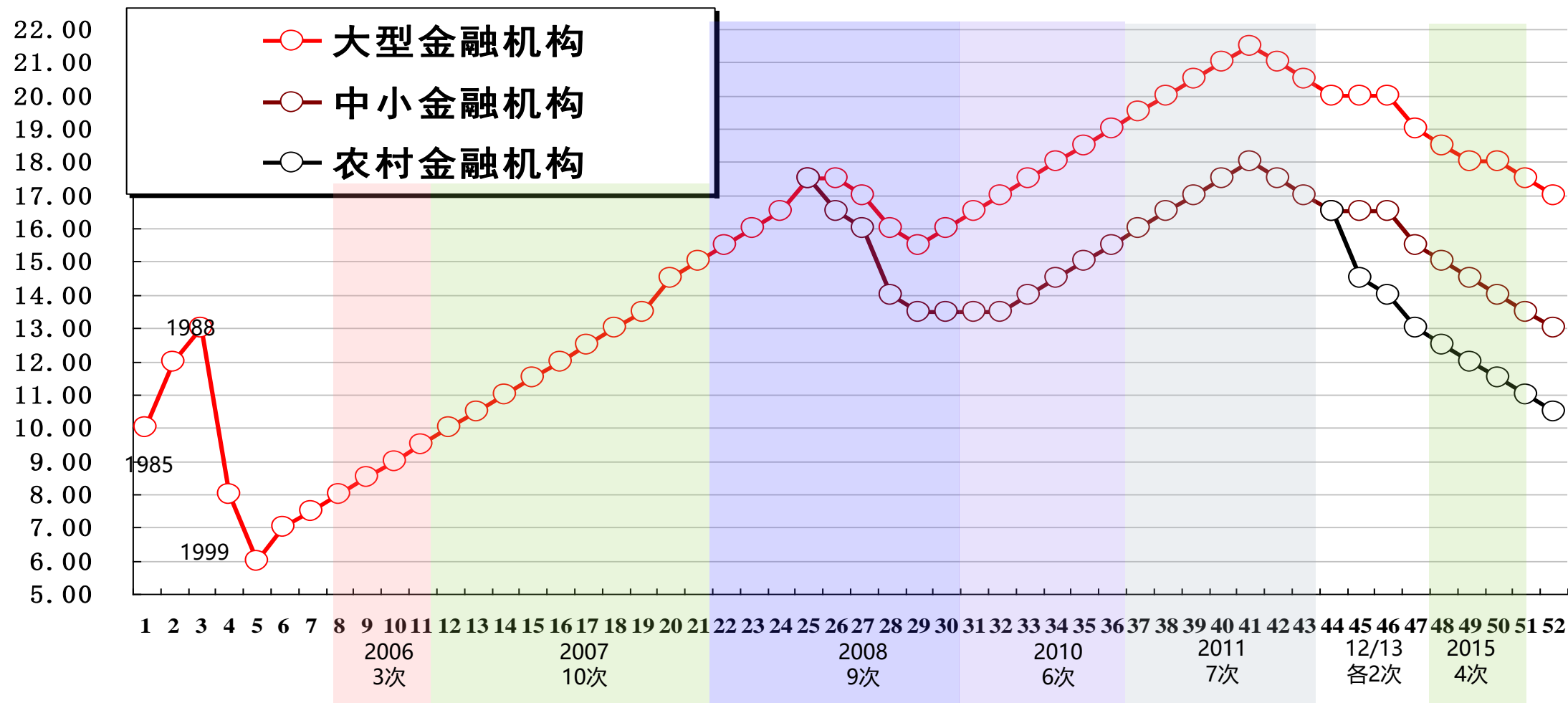


以数量型调控为主的货币政策操作

- 2013~至今：稳增长、调结构、防风险，货币政策转型
- 随着利率市场化基本完成，以及汇率形成机制改革，我国货币政策正处在从数量型向价格型转变的过程中。
- 数量型和价格型构成我国货币政策框架的双重特征。

以数量型调控为主的货币政策操作

中国人民银行存款准备金率调整



4

中国货币政策转型背景：汇率体制改革

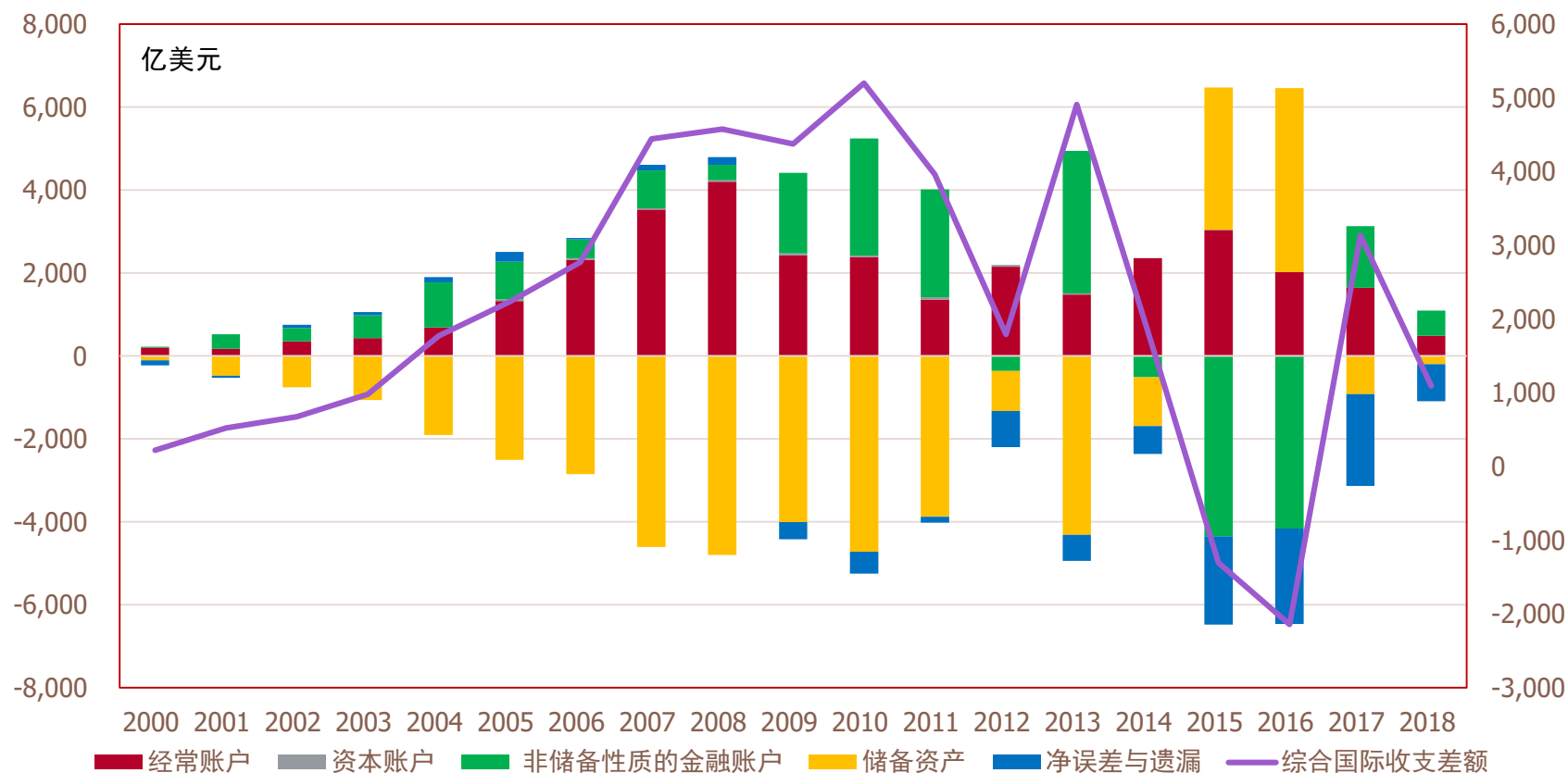
对外经济贸易大学

一、货币政策框架转型的背景

1、国际收支趋于平衡

- 国际收支趋于平衡，基础货币投放渠道发生变化，外汇占款下降
 - 2015年，中国与外部的经济关系开始发生变化，入世后国际收支第一次出现了下降。根据外管局公布的数据，当年外汇储备资产减少了3429亿美元，对应外汇占款减少21537亿元人民币。
 - （1）外汇占款占比下降，从80%降到60%以下
 - （2）再贷款占比上升，从4%上升到30%
 - （3）外汇占款从大于准备金到小于准备金

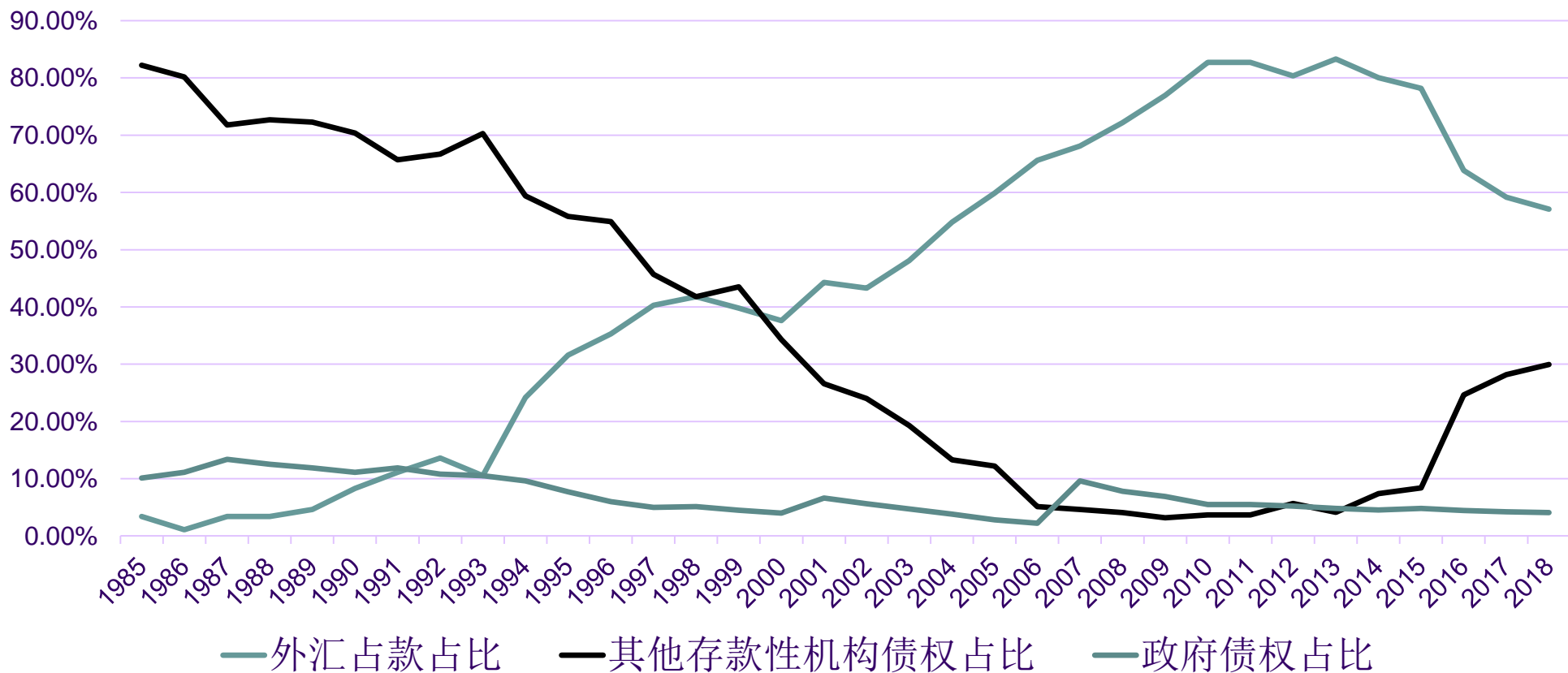
国际收支平衡表的变化



货币政策框架转型的背景

1、国际收支趋于平衡的影响

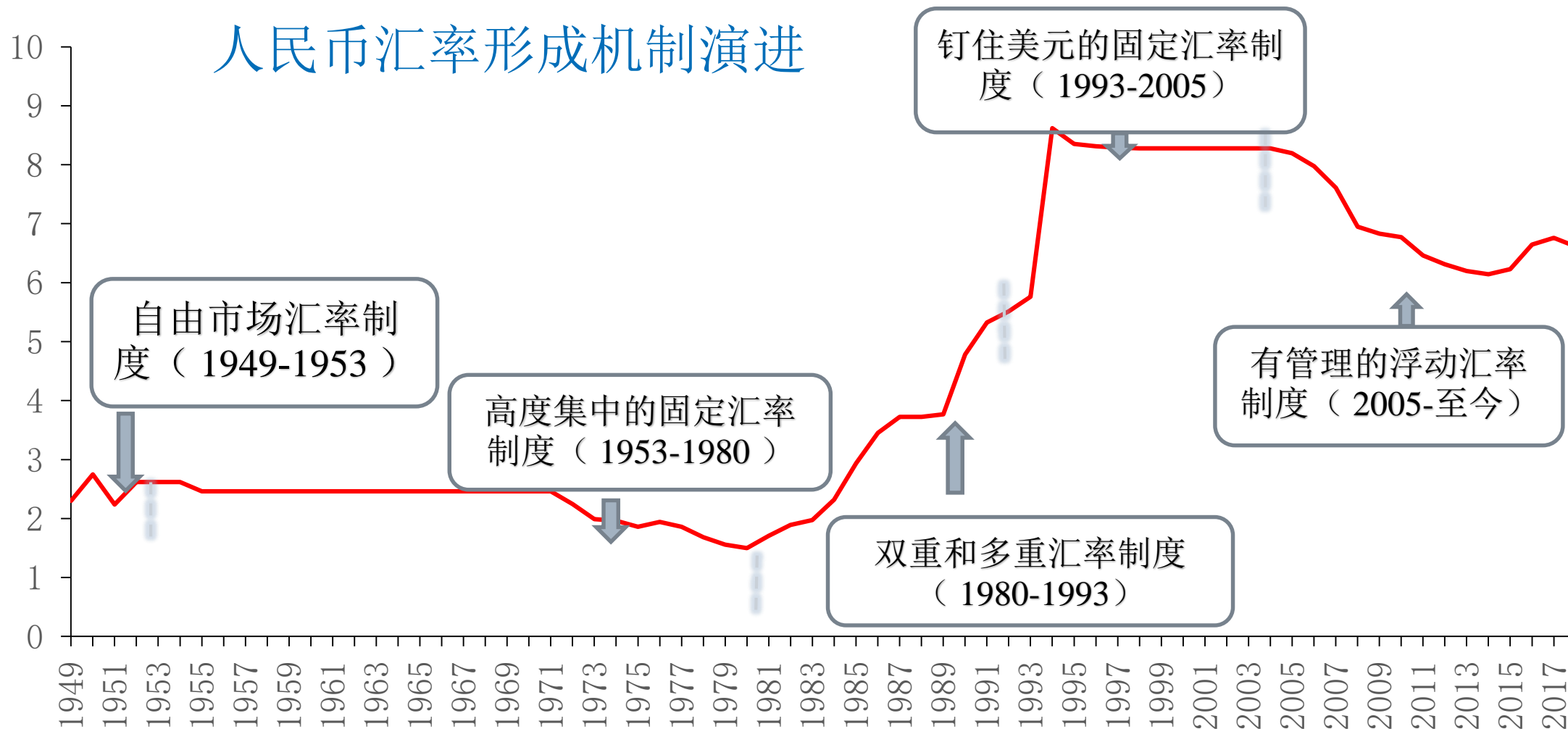
- 国际收支趋于平衡，基础货币投放渠道发生变化，外汇占款下降
- 基础货币投放渠道的变化（央行资产负债表主要科目变化情况）



货币政策框架转型的背景

- 2、市场化汇率形成机制改革
- 1994年，人民币汇率制度改革，从固定汇率制转向有管理的浮动汇率制。
- 但由于国际收支顺差，人民币一直面临升值压力，事实上央行干预力度很大。
- 2012年4月16日即期外汇市场汇率波动幅度由0.5%扩大至1%，2014年3月17日扩大至2%。

货币政策框架转型的背景



货币政策框架转型的背景

“8.11汇改” 加快汇率市场化进程

- (1) “8.11汇改” 内容：完善人民币对美元汇率中间汇率报价机制。
- 2015年8月11日，中国央行宣布调整人民币对美元汇率中间价报价机制，做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，向中国外汇交易中心提供中间价报价。具体内容：
- 今日中间价 = (使人民币汇率指数持平的人民币兑美元汇率 - 上一日中间价) + 上一日收盘价 + 逆周期因子
- (2) “8.11汇改” 意义：完善人民币对美元汇率中间汇率报价机制。

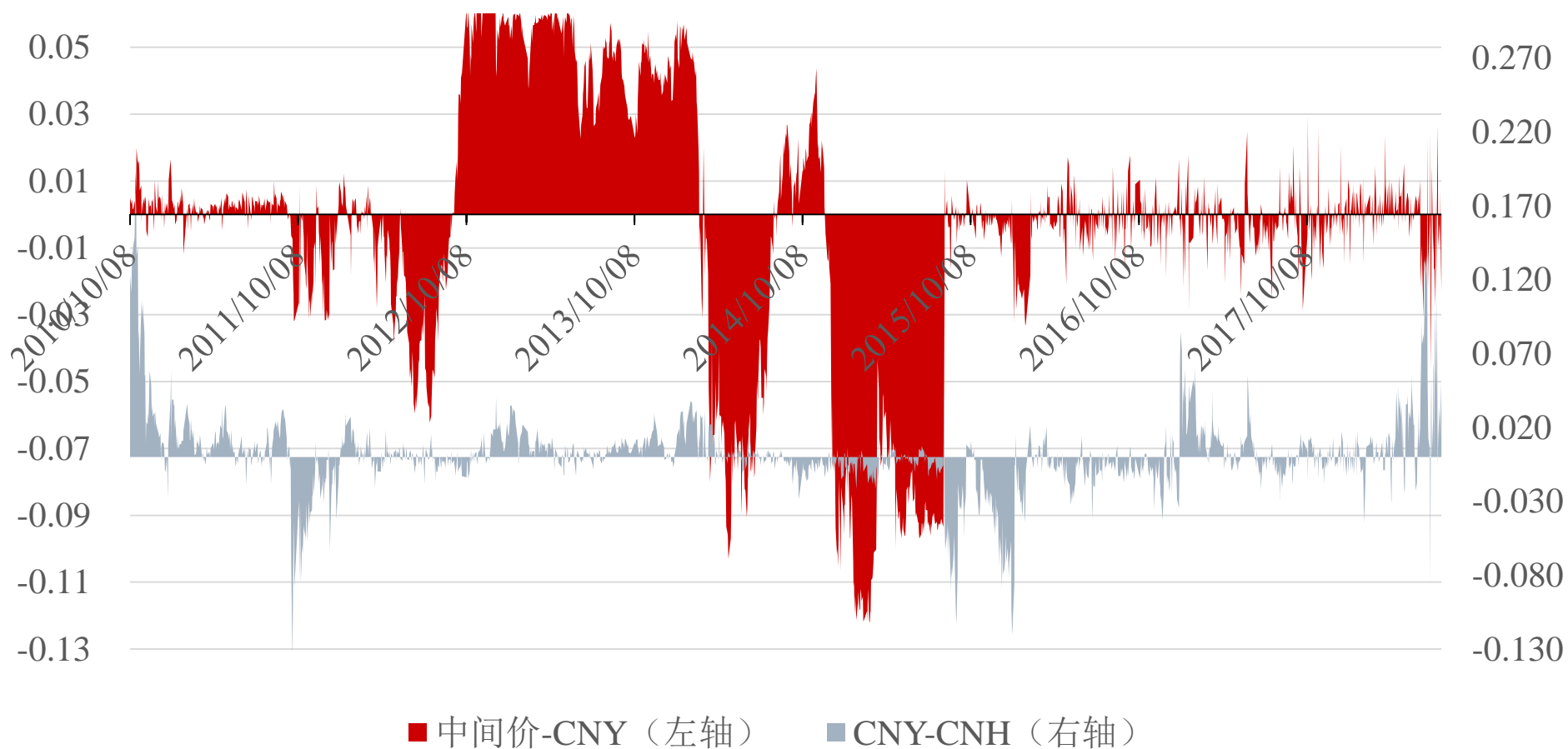
货币政策框架转型的背景

“8.11汇改” 加快汇率市场化进程

- 这一调整使得人民币兑美元汇率中间价机制进一步市场化，更加真实地反映了当期外汇市场的供求关系。人民币汇率实现了双向波动
- 今日中间价 = （使人民币汇率指数持平的人民币兑美元汇率-上一日中间价）+上一日收盘价+逆周期因子
- “8.11汇改”后，人民币汇率实现了双向波动，意味着人民币汇率市场化程度提高。

货币政策框架转型的背景

“8.11汇改”后人民币汇率实现了双向波动





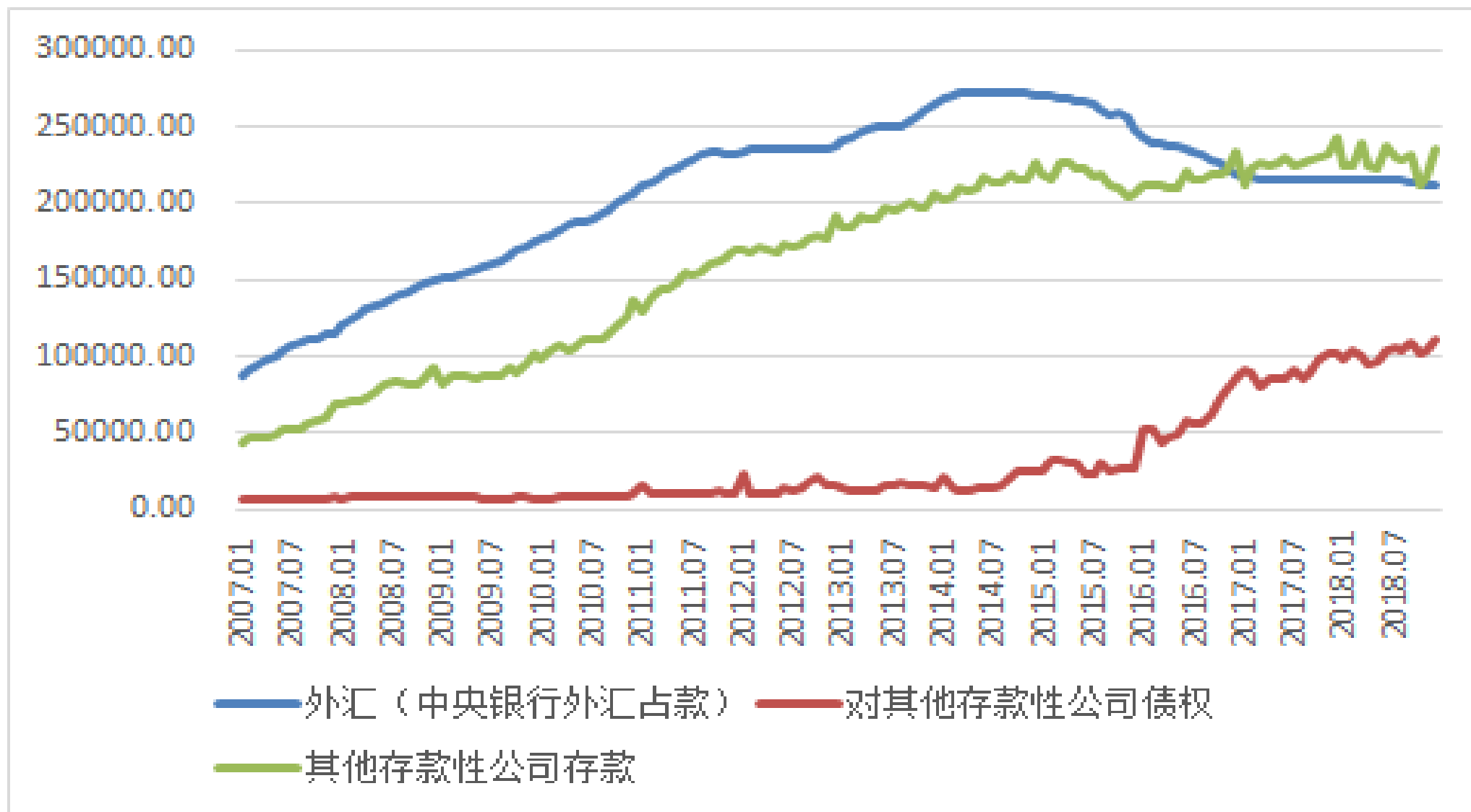
货币政策框架转型的背景

- 3、利率市场化进程加快
 - 利率市场化从1995年6月放开银行间同业拆借利率，2015年10月放开银行存款利率浮动上限，利率市场化基本完成。
 - 有可能形成货币政策利率传导机制。

二、对外关系的变化对货币政策框架转型的影响

- 货币政策操作从负债方转向资产方，再贷款逐渐替代外汇占款成为主要的基础货币投放渠道
- 流动性结构性盈余转向结构性流动性短缺，中央银行与商业银行的博弈关系发生转变
- 货币政策由被动对冲操作转向主动调控，为价格型调控提供空间

流动性盈余和流动短缺框架



中国人民银行货币政策框架

5

中国人民银行货币政策新框架

- 从数量型向价格型转变的货币政策框架

政策目标

稳增长、调结构、防风险

中介目标

货币数量、市场利率

操作目标

基础货币、货币市场利率

政策工具

数量型工具、价格型工具、资产负债表工具、结构性工具、预期工具

关键变量

不断丰富中国人民银行货币政策工具箱

性质

工具

操作目标

数量型工具

存款准备金率（RRR）、临时动用准备金安排（CRA），公开市场操作（OMO）

基础货币

价格型工具

存贷款基准利率（BIR）、公开市场操作利率（OMO）、常备借贷便利利率（SLF）、准备金利率/超额准备金利率（IOR/IOER）

短期利率
长期利率

资产负债表
工具

中期借贷便利/定向中期借贷便利（MLF/TMLF）、抵押补充贷款（PSL）

信贷规模

结构性工具

支农再贷款（ARO）、支小再贷款（SMERO）、扶贫再贷款（PRRO）、再贴现（RDO）

信贷结构

预期工具

预期工具

短期利率



新框架特征：流动性供求管理调控模式

- 货币政策新框架的特征如下：
 - **制造流动性需求：**央行通过法定存款准备金率制造流动性需求和商业银行信贷需求刚性来制造流动性短缺，强迫商业银行向央行借款。
 - **调控流动性供给：**央行通过公开市业务调控商业银行超额准备金。
 - **稳定预期：**利率走廊、沟通和提高透明度



中国人民银行货币政策操作

1. 流动性需求管理工具：存款准备金

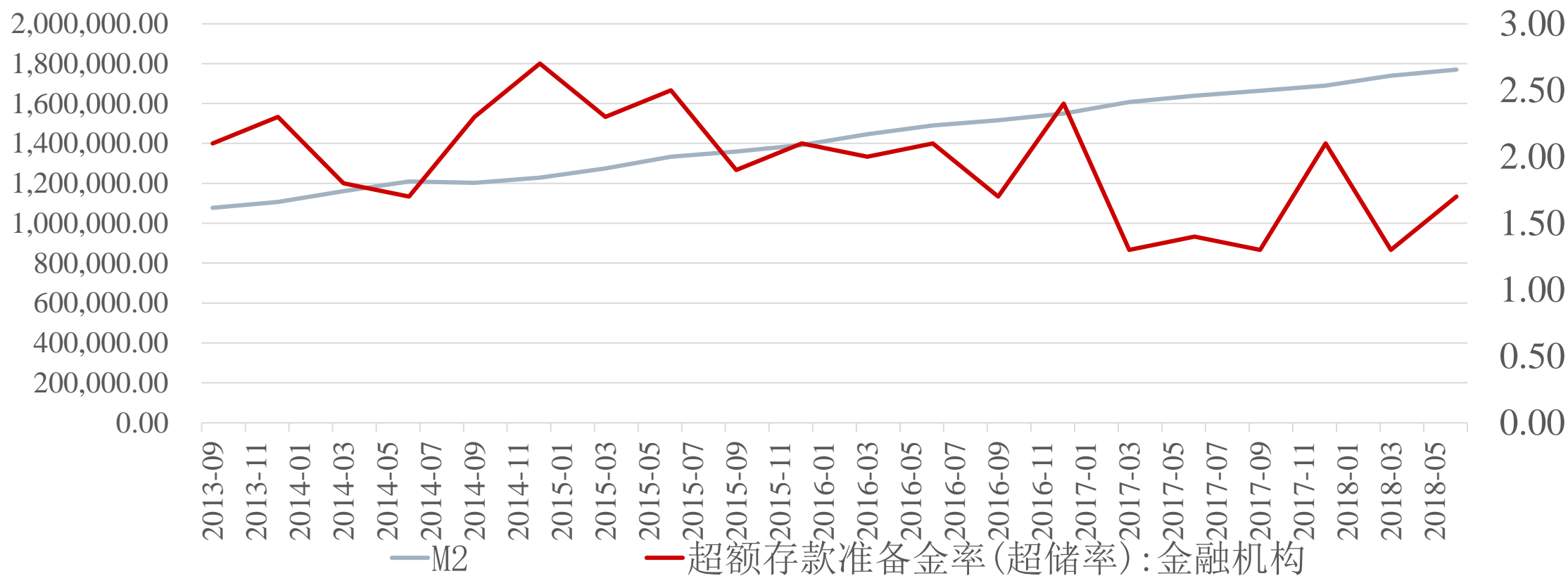
- 数量型货币政策框架中，央行调整法定存款准备金率是通过改变货币乘数（商业银行信贷扩张能力）进而调控货币供应量M2。
- 价格型货币政策框架中，存款准备金政策是流动性管理手段。央行通过法定存款准备金要求和对金融机构日常结算数据的掌握预测出货币市场对流动性（超额准备金额）的需求，在通过公开市场业务调控流动性供给。

中国人民银行货币政策操作

1. 流动性需求管理工具：存款准备金

- 下图表明了2015年以来，货币供给一直保持上升趋势，但超额准备金率下降，货币市场流动性趋于紧张。

M2和超额准备金率变化情况（亿元、%）





中国人民银行货币政策操作

2. 流动性供给管理工具：公开市场操作

- 公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。外汇公开市场操作1994年3月启动，人民币公开市场操作1998年5月26日恢复交易。
- 目前，公开市场操作中国人民银行货币政策日常操作的主要工具之一，主要作用是调控银行体系流动性水平、引导货币市场利率走势、保持货币供应量合理增长。



中国人民银行货币政策操作

2. 流动性供给管理工具：公开市场操作

中国人民银行公开市场业务主要内容

业务种类	操作目标	具体工具	利率（价格）
外汇操作	基础货币	外汇 买断交易	
人民币操作			
债券交易	基础货币 基准利率	正回购 逆回购 现券买断 现券卖断	利率招标
央行票据	基础货币 基准利率	央行票据	利率招标
短期流动性调节 工具	基础货币	短期回购	利率招标
国库现金管理	基础货币	商业银行定期存款	利率招标



中国人民银行货币政策操作

3. 流动性供给管理工具：中央银行贷款

- 再贷款是传统的中央银行借贷便利类工具。人民银行于2014年1月调整再贷款分类，将原流动性再贷款细分为流动性再贷款和信贷政策支持再贷款，金融稳定再贷款和专项政策性再贷款，以发挥流动性管理和优化信贷结构的作用。
- 流动性再贷款和2013年创新的常备借贷便利工具：向符合宏观审慎要求的金融机构按需提供流动性支持。
- 信贷政策支持再贷款则包括支农再贷款、支小再贷款和扶贫再贷款，发挥结构调节作用。



中国人民银行货币政策操作

4. 预期管理工具：利率走廊

- 利率走廊（Interest Rate Corridor）理论：中央银行的货币政策操作在没有法定准备金需求的情况下也会十分有效，只要货币当局能够设定一种恰当的利率稳定机制，那么，商业银行追求利润最大化的行为就会有助于中央银行实现平抑利率波动的目标（Kevin Clinton, 1991, 1997）。
- 加拿大、英国等国实施零准备金率，日美等发达经济体准备金率很低，货币政策以价格型调控为主。



中国人民银行货币政策操作

4. 预期管理工具：利率走廊

- 利率走廊系统的诱导效应和告示效应
 - 在利率走廊模式下，一旦央行公布了目标政策利率，银行和公众就可以得知货币当局的政策态度，并以此作为参照来调整自己的储备管理及市场交易行为。
 - 利率走廊的利益诱导（套利）效应可以最终促使实际拆借利率与央行的目标政策利率趋于一致。
 - 利率走廊的告示效应可以成为稳定市场预期的工具。

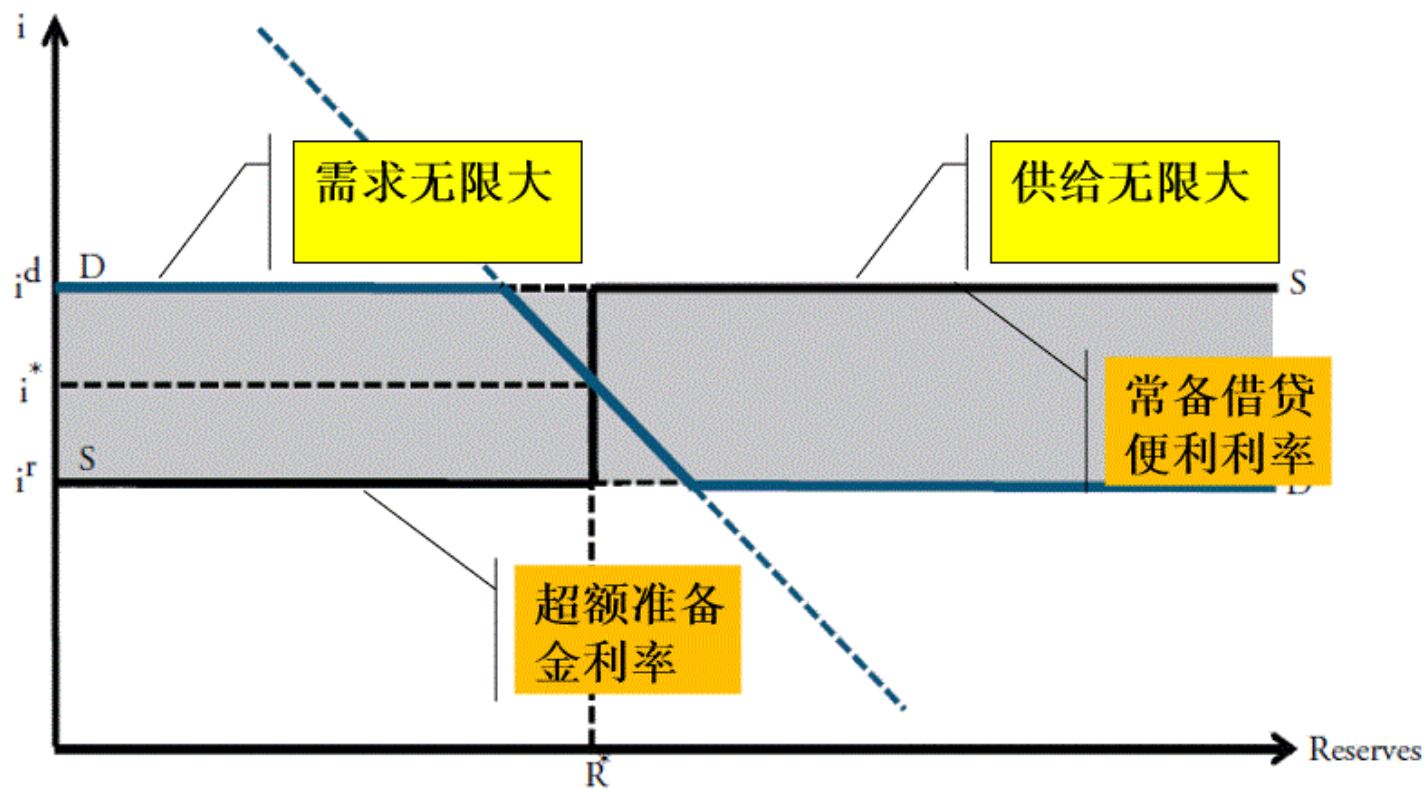


中国人民银行货币政策操作

4. 预期管理工具：利率走廊

- 利率走廊机制设计
 - 上限：贴现利率或常备借贷便利利率
 - 下限：超额准备金利率
 - 走廊的机制设计：在交易日开始时，央行宣布利率目标，而在交易日结束时，规定商业银行必须保持账户平衡；央行承诺在市场利率偏离政策目标利率时进行干预。
 - 利率干预的手段：当银行流动性不足时，能以常备借贷便利（SLF）利率获得央行提供的贷款便利；当银行在交易日结束时有流动性盈余，则这部分超额准备金可以获得央行支付的超额准备金利息。

利率走廊机制示意图



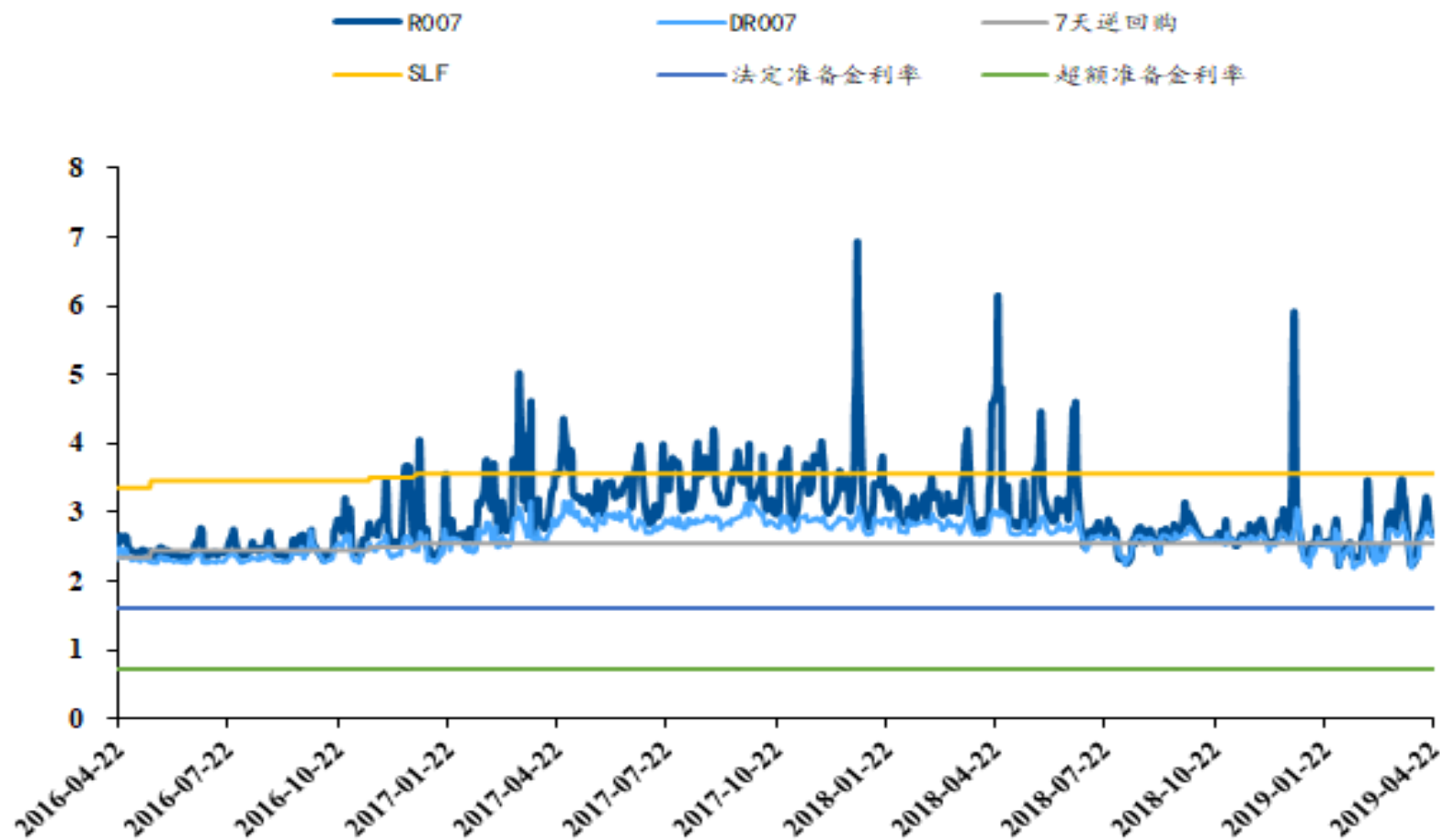
供给曲线在 R^* 上是竖直的，由央行决定，通过公开市场业务调控。如果增加了准备金额，则 R^* 右移；如果减少了准备金额，则 R^* 左移。

左边的绿色水平部分是利率走廊的底，即超额准备金的利息；右边的绿色水平部分是利率走廊的顶，即常备借贷便利利率。

中国人民银行货币政策操作

4. 预期管理工具：利率走廊

- 人民币利率走廊及基准利率





中国人民银行货币政策操作

4. 预期管理工具：利率走廊

R007、DR007和Shibor比较

利率种类	参与机构	质押标的	便利程度	利率表现
Shibor	18家报价行	无担保		报价利率
R007	49家公开市场 一级交易商	不限制	便利性较强	交易利率
RD007	存款银行	央票、国债和 政策性金融债	便利性较弱	交易利率



中国人民银行货币政策操作

5. 货币政策利率体系

- 通过公开市场操作释放短期政策利率信号，同时探索构建利率走廊机制，防范货币市场利率过度波动；
- 通过中期借贷便利引导中长期利率，主要是由于存在短期利率向中长期利率的传导以及货币市场和债券市场利率向信贷市场的传导存在障碍。

结语

- 中国人民银行适应我国市场经济发展需要，一直在不断探索和完善货币政策调控方式，新的改革课题不断出现，调控手段也在不断创新。同学们可以持续关注和学习。
- 关于中国货币政策框架发展演进和操作实践就暂告一段落。
- 谢谢同学们一学期辛苦的学习！
- 祝同学们学有所获！



参考文献

- 1、Central Bank balance sheets as policy tools, European Central Bank, Kaiserstrasse 29, 60311
- 2、Frankfurt, Germany. E-mail: alain.durre@ecb.europa.eu. The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy, Vasco Curdia, Federal Reserve Bank of New York, Michael Woodford, Columbia University. April 23, 2010
- 3、周小川, 2008年金融危机以来货币政策框架的演变
- 4、孙国峰, 蔡春春, 货币市场利率、流动性供求与中央, 经济研究, 2014 (12)
- 5、郭红玉、梁斯, 货币政策新框架渐成, 央行主动调控能力提升, 澎湃新闻, 2018.01.02