

### 3、中国货币市场、 货币政策和利率体系

宋芳秀

## 引子（1）

- 2018年8月22日至9月11日，央行连续15个交易日暂停公开市场逆回购操作，9月12日，央行终于又重启逆回购操作，上周共计净投放3300亿元。 逆回购——增加货币
- 9月17日，央行开展2650亿元1年期MLF操作，利率持平于3.30%。
  - 这也是本月以来央行第二次MLF操作，10天前，当日有1765亿元MLF到期，无逆回购到期，央行续作到期的MLF
- 在央行MLF投放之后，市场资金面继续宽松态势
  - 无论是银行间市场存款类机构7天期债券回购利率DR007，还是上海银行间同业拆借利率3月期Shibor，都呈现出下行态势

利率下跌意味着货币市场资金宽松

来源：财经报道

## 引子（1）

- 为维护银行体系流动性合理充裕，2022年1月17日人民银行开展7000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1000亿元公开市场逆回购操作。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。
- 数据显示，当日有5000亿元MLF和100亿元逆回购到期。

MLF操作情况

期限	操作量	中标利率
1年	7000亿元	2.85%

逆回购操作情况

期限	中标量	中标利率
7天	1000亿元	2.10%

## 引子（2）

- 2019年1月25日，央行实施年内第二轮降准（1月4日宣布），释放资金7500亿元左右；同样在1月25日，中国银行获准发行400亿元永续债；1月24日晚间，中国人民银行网站消息显示，人民银行决定创设央行票据互换工具（CBS）。
- 2月20日第一期，操作量为15亿元，期限1年，面向公开市场业务一级交易商进行固定费率数量招标，费率为0.25%

# 1、央行的货币政策工具

- 中央银行贷款
- 利率政策
- 存款准备金RRR
- 公开市场业务OMO
- 常备借贷便利SLF
- 中期借贷便利MLF
- 抵押补充贷款PSL
- .....



# 货币政策工具简史：四个阶段

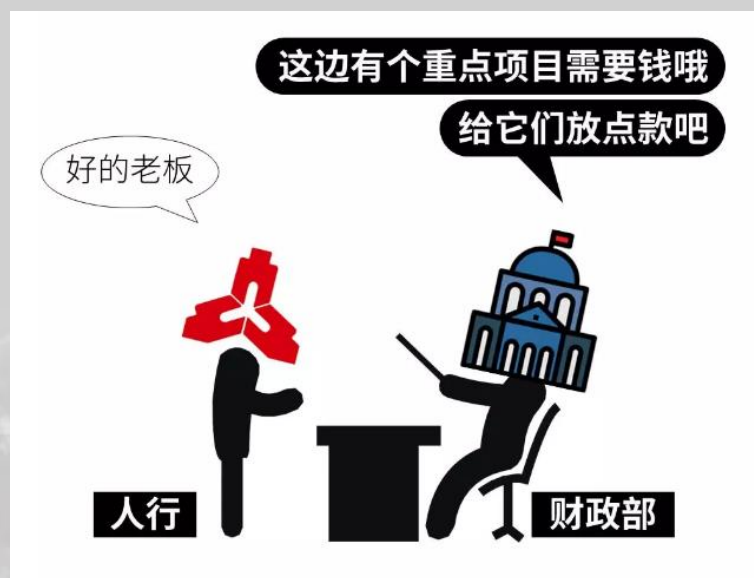
- 1979年以前
- 1979-1997年
- 1998-2013年
- 2013年以来





## 货币政策工具：1979年以前(无调控阶段)

- 1979年之前：一家银行(人行)；统存统贷



- 1969年7月，中国人民银行并入了财政部。央行副行长刘鸿儒：这在全世界是“独一无二”的创举。

# 货币政策工具：1979-1997年

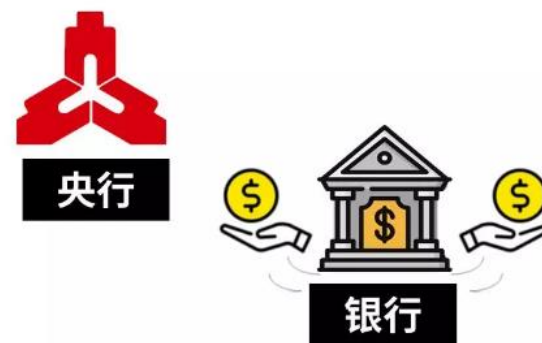
## （直接调控阶段）

- 启用工具：中央银行贷款（1）+利率政策（2）
- 1979年8月，人民银行从财政部分立，成立三家专业银行：中农建
  - 部分宏观调控功能 从财政部到人民银行
  - 财政资金和信用资金：比例调整（1980、1983）
  - 1983：《关于中国人民银行专门行使中央银行职能的决定》，工商信贷和储蓄业务由中国工商银行承担。
  - 1984年，开始行使央行职能，进行宏观调控



# 货币政策工具：1979-1997年

- 中央银行贷款：
  - 再贷款（主要货币投放渠道）  
（信贷规模）
  - 再贴现  
（商业票据-贴现 -再贴现）



\*1985年-1994年，再贷款投放的基础货币占供应总量超过70%

- 1994年，三大政策性银行成立
- 1995年，《进一步规范和发展再贴现业务的通知》，再贴现成为真正有效的货币政策工具

# 货币政策工具：1979-1997年

- 利率政策
  - 再贴现和再贷款利率
  - 基准利率
- 干预利率的缺陷
- 贸然利率市场化的缺陷
  - 2015年存款保险制度的建立和存款利率的放开  
(1996年银行业同业拆解利率放开)
  - 现在：行业定价自律协会

# 货币政策工具：1998-2013年

（间接调控）

- 启用工具：存款准备金+公开市场操作
- 存款准备金（RRR）
  - 1984年，专业银行交存存款制度
  - 1998年，存款准备金制度改革，20%到8%。
  - 2004年（7%）到2008年6月（17.5%）
- 公开市场业务（OMO）：正回购（回笼）和逆回购（投放）；（现券、中央银行票据）
  - 一般是7天/14天/21天/28天

存款准备金率。2008年的创新，大型金融机构和小型机构存款准备金率不同。  
很多国家弃用了存款准备金制度  
原因：调节幅度过大

# 货币政策工具：2013年到现在

## 非常规可定向的货币政策工具创新

- SLO, short-term liquidity operations
  - 公开市场短期流动性操作
  - 超短期，7天内
- SLF, standing lending facility
  - 常备借贷便利
  - 短期，1-3个月，不可展期
- MLF, Medium-term lending facility
  - 中期借贷便利
  - 中期，三个月，可以展期，商业银行贷款扩张
- PSL, Pledged Supplementary Lending
  - 抵押补充贷款工具
  - 长期，可三年

## 1.1 SLO——短期流动性调节工具

- 短期流动性调节工具（SLO，Short-term liquidity Operations）
  - 1-6天，公开市场操作的一种
  - 2013年1月推出



# 1.1 SLO——短期流动性调节工具

- SLO: 以7天期以内短期回购为主，遇节假日可适当延长操作期限，采用市场化利率招标方式开展操作。
- 人民银行根据货币调控需要，综合考虑银行体系流动性供求状况、货币市场利率水平等多种因素，灵活决定该工具的操作时机、操作规模及期限品种等。
- 该工具原则上在公开市场常规操作的间歇期使用，是公开市场操作的补充，有助于平抑货币市场利率的短期大幅波动。





# 1.1 SLO：期限更短的回购

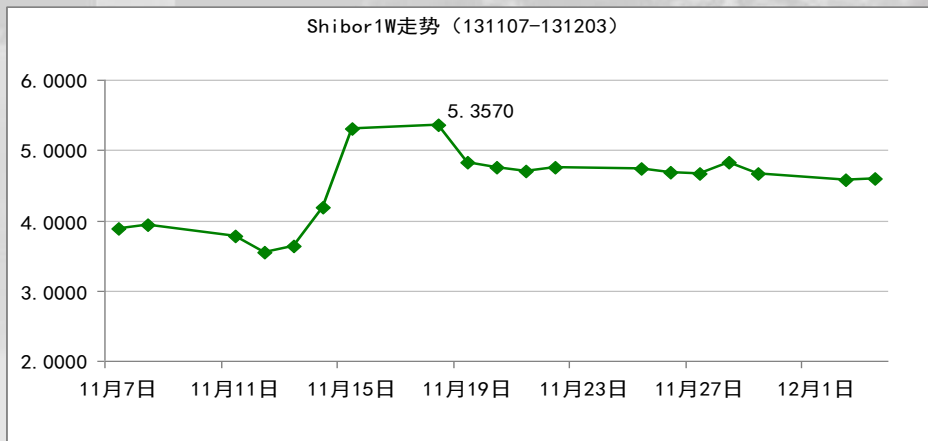
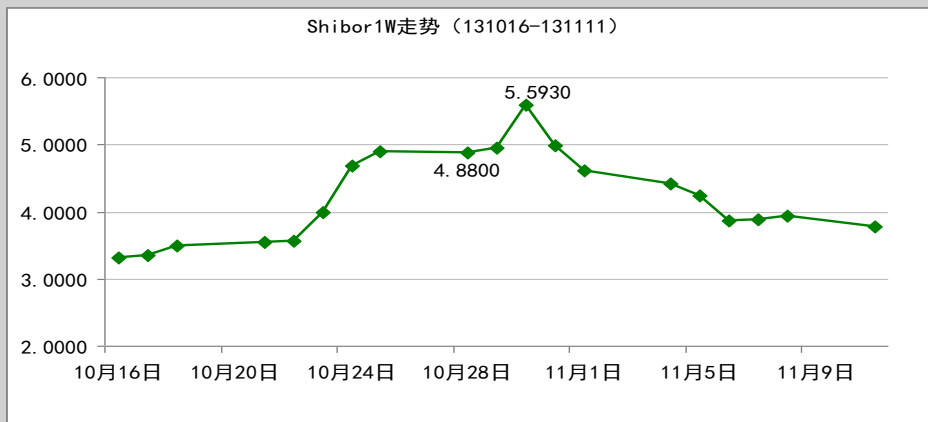
操作日期	操作方向	期限	交易量	利率
2013-10-28	投放流动性	2天	410亿元	4.50%
2013-10-30	投放流动性	2天	180亿元	4.50%
2013-11-18	投放流动性	3天	700亿元	4.70%
2013-12-18	投放流动性	2天	1000亿元	4.20%
2013-12-19	投放流动性	4天	600亿元	4.70%
2013-12-20	投放流动性	4天	1500亿元	4.70%
2013-12-23	投放流动性	3天	1800亿元	5.00%
2013-12-24	投放流动性	1天	300亿元	4.20%
		3天	1030亿元	4.30%
2013-12-30	回笼流动性	3天	1500亿元	3.00%
2013-12-31	回笼流动性	2天	1000亿元	3.00%
2014-2-27	回笼流动性	5天	1000亿元	3.40%
2014-11-20	投放流动性	6天	710亿元	3.15%
2014-11-21	投放流动性	1-6天	650亿元	2.84%
2014-11-28	投放流动性	6天	300亿元	3.28%

## 特点：

- 操作时间灵活，原则上在常规操作间歇期开展
- 多用于平滑短期市场利率波动，常于年末，月末，节假日等时点开展
- 开展不频繁，央行会根据市场行情相机操作

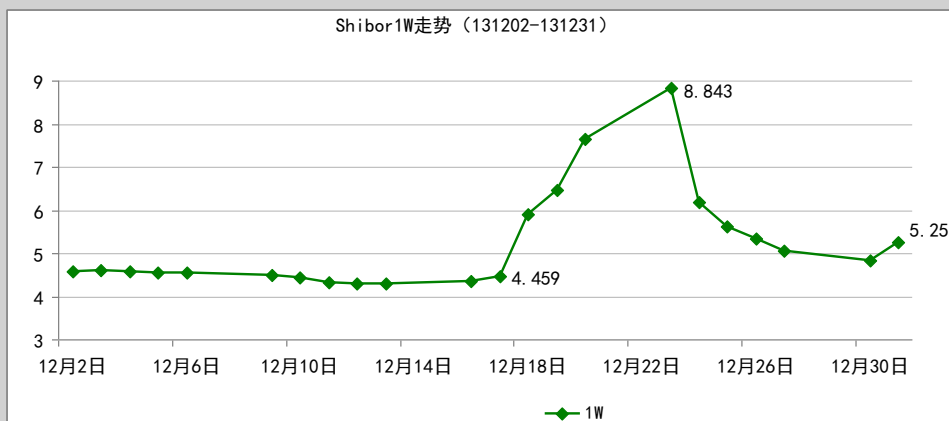


# 1.1 SLO：期限更短的回购



- 2013年10月28日和30日央行在1Wshibor利率临近月末大幅上行时适时开展SLO投放短期流动性，一定程度上缓解了市场短期流动性紧张的局面
- 11月18日，央行在1Wshibor利率升至高位时开展了SLO操作，使1Wshibor走势趋于平稳

# 1.1 SLO：期限更短的回购



2013-12-18	投放流动性	2天	1000亿元	4.20%
2013-12-19	投放流动性	4天	600亿元	4.70%
2013-12-20	投放流动性	4天	1500亿元	4.70%
2013-12-23	投放流动性	3天	1800亿元	5.00%
2013-12-24	投放流动性	1天	300亿元	4.20%
		3天	1030亿元	4.30%
2013-12-30	回笼流动性	3天	1500亿元	3.00%
2013-12-31	回笼流动性	2天	1000亿元	3.00%

- 2013年12月下旬，市场流动性因临近年末等因素逐渐趋紧，但当时央行奉行较为保守的货币政策，并未在17日（周二），19日（周四）开展逆回购操作，市场悲观情绪加重，1Wshibor一路大幅走高。
- 央行虽未开展逆回购，但开展了SLO短期流动性调节工具释放流动性。从上述两张表可以看出，18日-23日，投放SLO的对于稳定资金市场作用并不十分迅速和明显，1Wshibor仍然迅速上升，在连续5个工作日的大量SLO投放后，才由升转降。

## 1.2 SLF——常备信贷便利

- 酸辣粉（SLF, Standing Lending Facility），大名“常备信贷便利”，中国人民银行于2013年初创设。
- 主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限通常为隔夜/7天/3个月。
- 利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。 利率比银行间市场高。
- 银行主动申请，常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。

## 1.2 SLF——常备信贷便利

- 用于满足金融机构期限较长的大额流动性需求，由金融机构向央行按需申请，自主性强。
- 针对对象主要为政策性银行和全国性商业银行。
- 最长期限为3个月。



## 1.2 SLF——常备信贷便利

时 间	常备借贷便利余额(单位: 亿元)
2013年6月	4160
2013年7月	3960
2013年8月	4100
2013年9月	3860
2013年10月	3010
2013年11月	2610
2013年12月	1000
2014年1月	2900
2014年2月	700
2014年3月	0
2014年4月	0
2014年5月	0
2014年6月	0
2014年7月	0
2014年8月	0
2014年9月	0

- SLF主要也是一种流动性补充工具，流动性紧张时，余额较高，流动性宽裕时余额较低。
- 2014年3月份-9月份市场流动性十分充裕，SLF没有市场需求，余额一直为0。

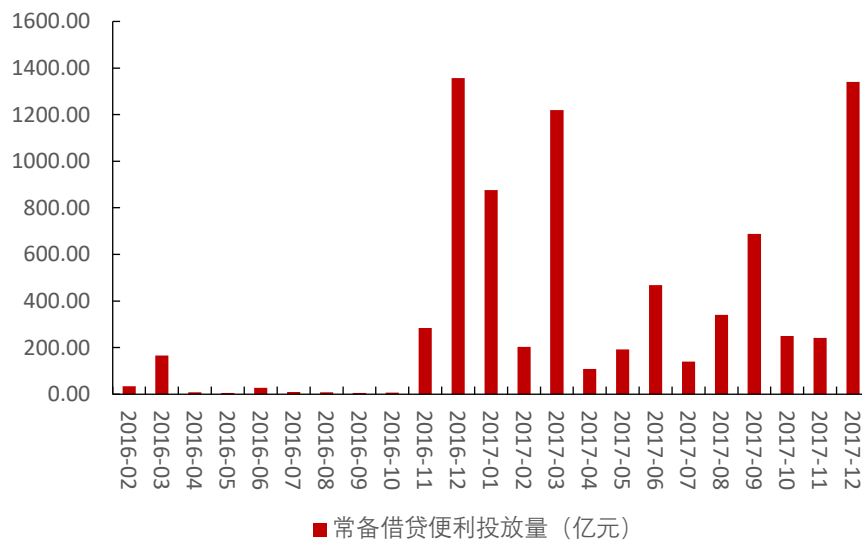
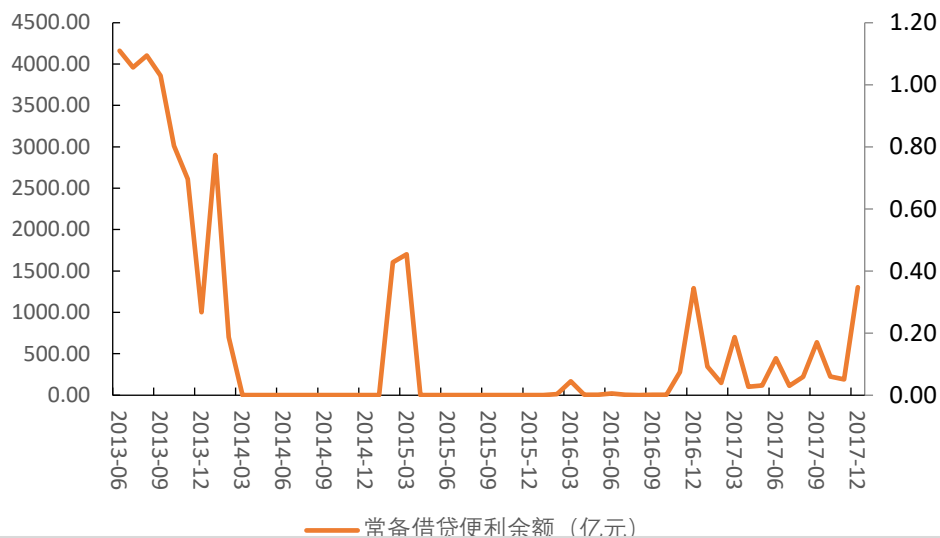


## 1.2 SLF——常备信贷便利

下限——商业银行超额存款准备金利率

- 酸辣粉是一种数量型工具，它也肩负着价格型调控的功能，即作为利率走廊的上限。
- 当前在我国二元利率调控下，这种功能体现得不是很明显。
- 但在长期我国金融深化、市场化程度提高，货币政策由数量型向价格型转变的大趋势下，这种功能会逐渐发挥更大作用。

## 1.2 SLF——常备信贷便利



## 1.2 SLF——常备信贷便利

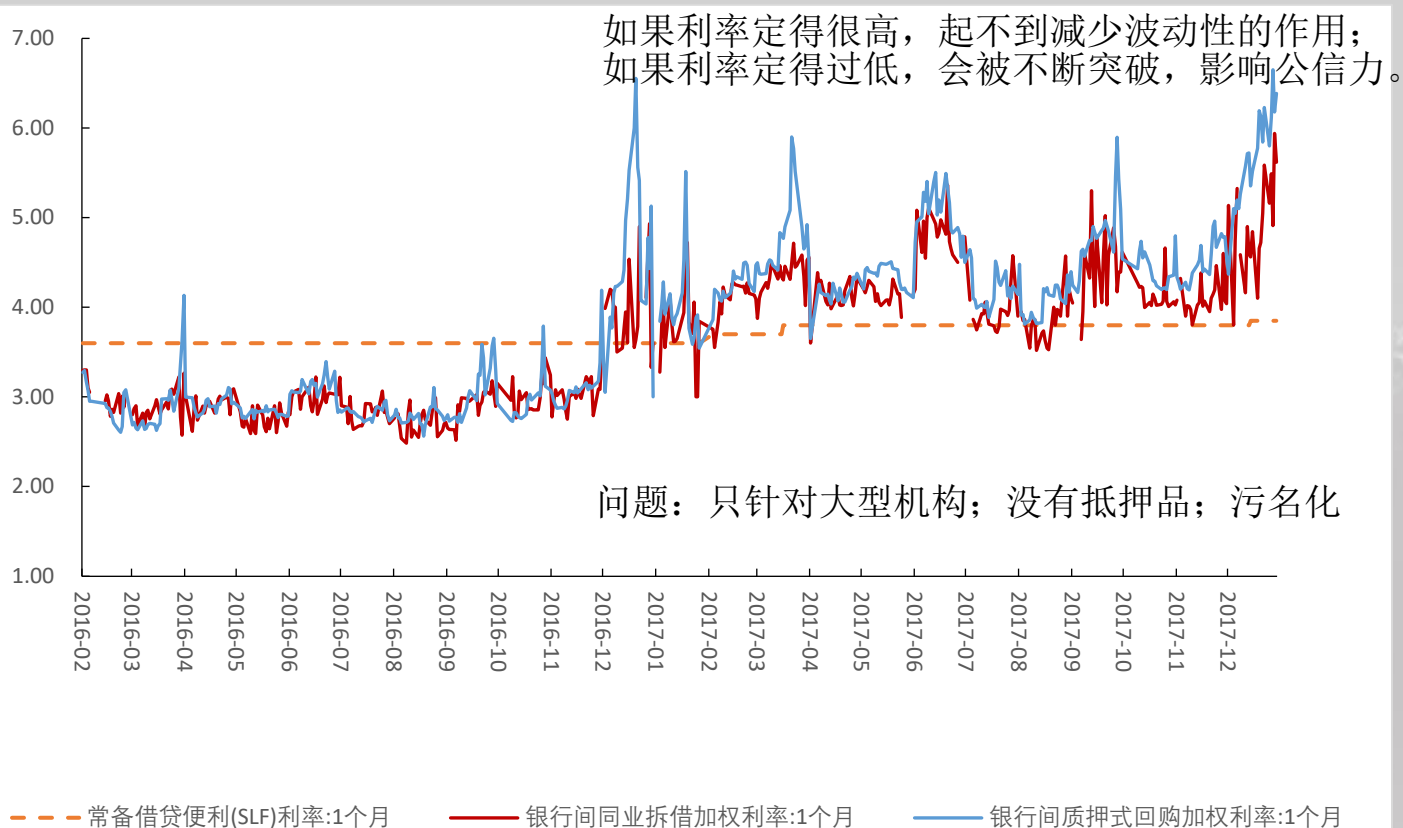


# SLF——常备信贷便利





## 1.2 SLF——常备信贷便利



## 1.3 MLF——中期信贷便利

- 麻辣粉（MLF, Mid-term Lending Facility），大名“中期信贷便利”，它和酸辣粉的区别主要在期限上。2014年9月创设，通常在3个月/6个月/1年
- 虽然期限是3个月，临近到期可能会重新约定利率并展期。各行可以通过质押利率债和信用债获取借贷便利工具的投放。
- MLF要求各行投放三农和小微贷款。



## 1.3 MLF——中期信贷便利

- 抵押品：开始为国债、央行票据、3A级企业债。
- 2018年6月，扩大抵押品范围：AA+和AA级债券，要求投放小微企业贷款和绿色贷款。
- 可以缓解可能的钱荒，缓解债市信用风险，同时让中小银行受益。



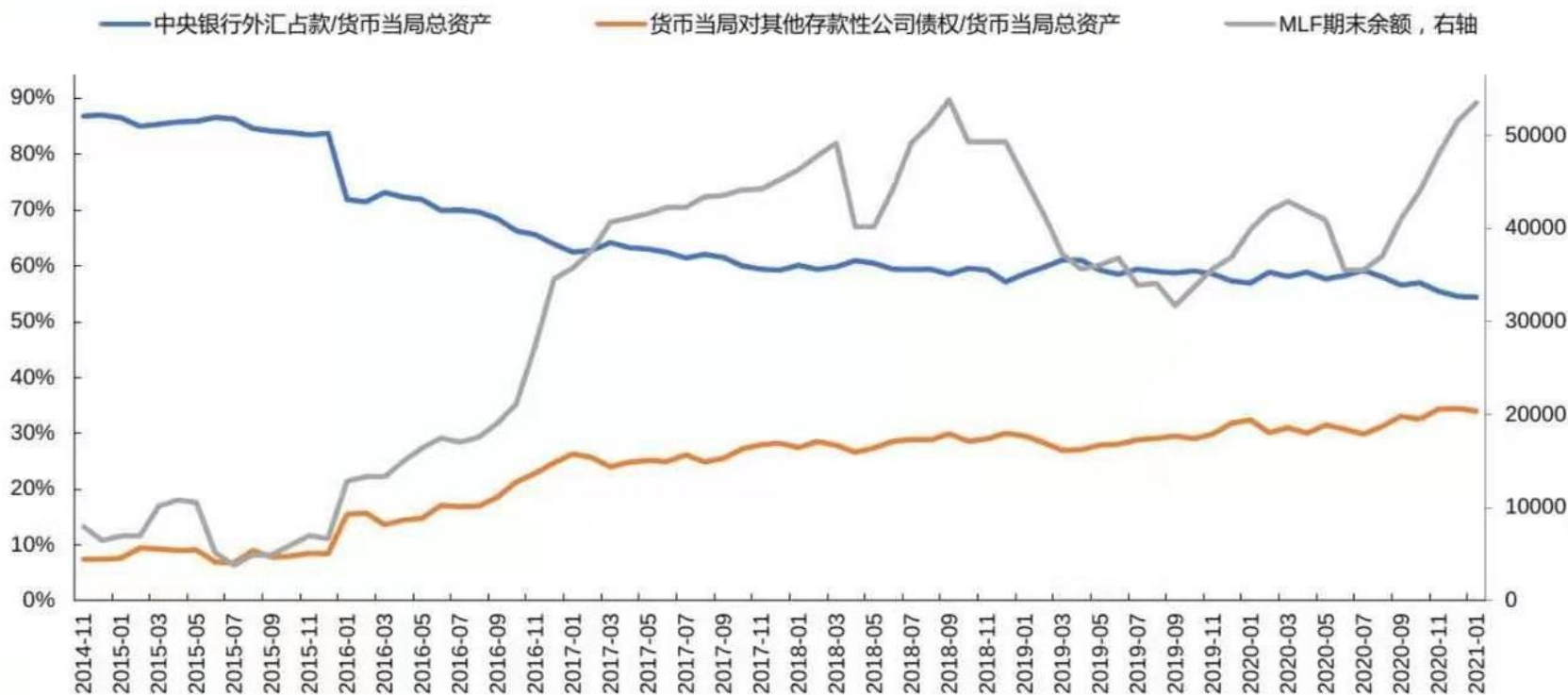
## 1.3 MLF：可展期的长期SLF

- 总体看，在外汇占款渠道投放基础货币出现阶段性放缓的情况下，中期借贷便利起到了主动补充流动性的作用，有利于保持中性适度的流动性水平。
- 中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用，引导金融机构降低贷款利率和社会融资成本，支持实体经济增长。

同时进行货币量和价格的调整



## 1.从投放基础货币的角度看，MLF的地位正在快速上升



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

- 随着外占规模持续下降，央行越来越倚重MLF投放基础货币，MLF的地位也变得越来越重要。

## 1.4 PSL——抵押补充贷款

- 抵押补充贷款（PSL，即Pledged Supplementary Lending的缩写），PSL作为一种新的储备政策工具（2014），有两层含义：
- 首先量的层面，是基础货币投放的新渠道；
- 其次价的层面，通过商业银行抵押资产从央行获得融资的利率，引导中期利率。
- 棚户区改造有关（央行-政策性银行-地方政府-拆迁户），期限比较长，3-5年

## 1.5 TLF——临时流动性便利

- 特辣粉（TLF, Temporary Lending Facility），“临时流动性便利”其特点便在于不需要抵押物，2.55%的资金成本也略低于MLF2.85%（2017年1月20日），约等于同期公开市场操作。
- 直接给中农工建交等大型银行，提供期限28天的6000亿左右流动性。





## 1.5 TLF——临时流动性便利

- 当时推出TLF的原因：一是节前随着居民和企业提现增加、一月底企业缴税等因素，流动性需求上升本是正常现象。
- 二是随着近2000亿左右规模的MLF到期，若不进行对冲或滚动操作，市场上可能面临流动性收紧，甚至像16年11月那样的“钱荒”局面。



## 1.6 TMLF（特麻辣粉）

- TMLF（俗称特麻辣粉， Targeted Medium-term Lending Facility，TMLF） 定向中期借贷便利，2018年12月19日
- 特点是定向，央行给定向小微企业贷款的金融机构更多的资金和利率支持。
- 操作对象是大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，银行主动申请。
- **TMLF的操作期限为一年，但由于到期可根据金融机构需求续做两次，其实际使用期限可达到三年。**
- TMLF的利率比中期借贷便利（MLF）利率优惠（开始时优惠15个基点）。

## 1.7 CBS——央行票据互换工具

- CBS，央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap，CBS），中国人民银行为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性而创设CBS，公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。
- 目的：理顺从货币到信用进而支持实体经济的货币政策传导机制；支持银行发行永续债补充资本，防范和化解金融风险。
- 通过创设CBS这个政策工具，将流动性差的永续债变成了流动性好的央票。

大家都不想要永续债

## 1.7 CBS——央行票据互换工具

释放资金，让市场有钱买永续债

- 组合拳：2019年1月25日，央行实施年内第二轮降准（1月4日宣布），释放资金7500亿元左右；同样在1月25日，中国银行获准发行400亿元永续债；1月24日晚间，中国人民银行网站消息显示，人民银行决定创设央行票据互换工具（CBS）。
- 2019年2月20日第一期，操作量为15亿元，期限1年，面向公开市场业务一级交易商进行固定费率数量招标，费率为0.25%  
不能白白让人将流动性差的永续债换成好的央行票据。所以要征收一些费用。



## 1.7 CBS——央行票据互换工具

- 对银行业是利好
- 对债券市场有负面影响
- 对宏观经济和金融稳定是利好



## 1.8 直达实体经济的货币政策工具

- 普惠小微企业贷款延期支持工具（本金的1%作为奖励）和普惠小微企业信用贷款支持计划（央行按季度购买40%，一年后银行把贷款购回）  
免抵押
- 2020年6月推出  
这40%免利息，如果利息2.5%，相当于补贴了1%的利息
  - 具有显著的市场化、普惠性和直达性等特点
  - 有效地缓解中小微企业融资困境，促进就业，稳定经济增长

结构型货币政策常见问题：扭曲、套利



## 1.9 证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）

- **SFISF**：允许符合条件的证券、基金、保险公司以持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等资产作为抵押，从央行换取国债、央行票据等高流动性资产，从而提升资金获取能力和股票增持能力。
- 特点：
  - 首期规模：**5000亿元**，后续可根据市场情况扩大规模。
  - 资金用途：通过该工具获取的资金仅限用于投资股票市场，不得用于其他领域。
  - 风险承担：盈亏风险由金融机构自行承担，央行仅提供流动性支持。
  - 目标：缓解非银机构短期流动性压力，增强市场信心，优化资产负债结构。



## 1.10 股票回购增持专项再贷款

- 央行通过向商业银行提供**100%**资金支持的再贷款（利率**1.75%**），引导银行向符合条件的上市公司及主要股东发放贷款，用于股票回购和增持。
- 特点：
  - 首期额度：**3000**亿元，后续可追加。
  - 适用范围：覆盖国有企业、民营企业和混合所有制企业，不区分所有制。
  - 贷款利率：商业银行对客户的贷款利率约为**2.25%**（在央行再贷款利率基础上加**0.5**个百分点）



## 央行资金店：非常规可定向的货币政策工具创新

工具	时间	对象	期限	利率决定	抵押/质押品	补充
公开市场操作 (OMO)	1994年3月	参与公开市场操作的商业银行和证券公司	正/逆回购：7、14、28、63、91、182天 央票：3、6、12个月	招标	国债、央票、政策性金融债等	7天逆回购现行利率为1.80%
短期流动性调节工具 (SLO)	2013年初	一级交易商中具有系统重要性的12+7家商业银行	1-7天	招标	国债、央票、政策性金融债、政府支持机构债、商业银行债等	SLO是公开市场操作的补充；2016年后基本不再使用
常备借贷便利 (SLF)	2013年初	全国性商业银行、政策性银行、部分地方法人金融机构	隔夜、7天、1个月	央行确定	高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等	SLF利率作为利率走廊上限；7天SLF现行利率为2.80%
中期借贷便利 (MLF)	2014年9月	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行	3个月、6个月、1年	招标	国债、央票、政策性金融债、高等级信用债、绿色和“三农”金融债等	提供中期基础货币、平抑流动性波动、一定程度上起降准作用；1年MLF现行利率为2.50%
抵押补充贷款 (PSL)	2014年4月	三家政策性银行：国开行、进出口银行、农发行	3-5年	优惠利率约为1%	高等级债券资产和优质信贷资产	支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展
定向中期借贷便利 (TMLF)	2018年12月	符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制银行和大型城商行	1年，可根据金融机构需求续做至3年	略低于MLF	与MLF相近	期限更长、利率更低、投向更明确的加强版MLF

## 货币政策工具：2013年到现在

- 2013年之后，银行间市场的利率更加平稳

○

