



结构性货币政策工具发展与 银行间货币市场流动性

张时间 王孝佳

摘要: 我国的结构性货币政策工具兼具引导信贷投向和投放基础货币功能, 随着宏观政策调控框架的更新演进, 工具不断发展完善。通过模拟银行资产负债表变动可细致分析工具投放基础货币、补充金融机构流动性的机制, 本文利用 2021 年第一季度至 2023 年第一季度银行间债券回购市场交易数据, 分析表明结构性货币政策工具的选用对银行间货币市场流动性分层现象有明显影响, 支农、支小再贷款使用增加有助于改善中小银行和非银机构的流动性环境。建议继续完善工具箱, 加强政策间协调配合, 提高市场机构对各项工具的认识, 实现结构性货币政策工具组合对银行间流动性的有效补充, 为实体部门发展创造适宜的货币环境。

关键词: 结构性货币政策工具 货币市场 流动性分层 债券回购

一、引言

近年来, 人民银行推出系列结构性货币政策工具, 结构性货币政策工具在稳定宏观经济大盘、助力经济结构调整方面发挥重要作用。结构性货币政策工具的“结构性”主要体现为货币政策对金融机构信贷投向的引导, 因此多数研究聚焦于工具引导信贷投向的功能, 研究工具运行机制, 评估政策效果。结构性货币政策工具同时具有投放基础货币功能, 本文从货币市场实务角度, 结合我国银行间货币市场中流动性分层现象, 分析结构性货币政策工具对银行间货币市场的影响机制和使用效果。

二、结构性货币政策工具的构成与发展

长期以来, 人民银行注重发挥宏观政策在促进经济结构调整方面的作用, 通过创设、使用各类工具实现结构性功能。有研究认为结构性货币政策工具包括中央银行引导金融机构资金流向特定行业或特定领域和引导产业结构调整使用的全部政策工具, 包括数量型工具和价格型(或称利率导向型)工具(成学真等, 2018; 楚尔鸣等, 2019)。2022年8月起, 人民银行开始按季度公布《结构性货币政策工具情况表》^①, 并介绍定义, “我国的结构性货币政策工具是人民银行引导金融机构信

张时间, 华安证券股份有限公司固定收益部; 王孝佳, 华安证券股份有限公司副总经理。本文系个人观点, 感谢匿名审稿人和编辑部宝贵意见, 文责自负。

① 附录1《结构性货币政策工具情况表》, 中国知网—《金融市场研究》。

贷投向，发挥精准滴灌、杠杆撬动作用的工具，人民银行通过提供再贷款或资金激励的方式，支持金融机构加大的信贷投放，降低企业融资成本”。

随着宏观调控框架的更新演进，对结构性货币政策工具的理解需要更新升级。第一，明确“结构性货币政策工具”定义与工具范围。具有定向性和结构效应的货币政策工具并不都归入结构性货币政策工具的讨论范围。如定向降准^①工具通过下调向重点领域提供信贷服务或满足特定领域信贷投放标准的金融机构的存款准备金率，支持小微企业、“三农”、脱贫攻坚等信贷投放（王晋斌和杨子瑜，2023），但根据定义，结构性货币政策工具只包含部分再贷款和资金激励工具，并不包含准备金工具。第二，明确货币政策与其他宏观政策的工具范围。存款准备金相关工具通常纳入货币政策讨论范围，如人民银行2011年开始运用的差别准备金动态调整工具^②，以差别调整存款准备金率的方式引导金融机构合理、适度、平稳信贷投放，优化信贷结构（马贱阳，2011），但此项工具已于

2016年升级纳入宏观审慎政策下的宏观审慎评估体系（MPA）。2017年党的十九大报告提出“健全货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架”，因此上述工具尽管具有优化信贷结构的作用，却不应再视为货币政策工具。第三，突出结构性货币政策工具中发挥精准滴灌、杠杆撬动作用的“结构性”特征。如中期借贷便利（MLF）^③是人民银行提供中期基础货币的货币政策工具，具有引导金融机构向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，促进降低社会融资成本的作用，虽然工具的性质特点与结构性货币政策工具中再贷款工具非常类似（金成晓和姜旭，2021），但该工具并不具有对特定领域和行业信贷引导的功能，因此并不纳入结构性货币政策工具的范围。

本文讨论的结构性货币政策工具以人民银行《结构性货币政策工具情况表》统计口径为准。结构性货币政策工具包括提供再贷款资金的工具（再贷款工具）和提供资金激励的工具（资金激励工具）。两项工具都要求金融机构先对特定领域和行

① 定向降准即“定向降低存款准备金率”，如人民银行2014年4月25日起指定下调县域的农商行和农合行存款准备金率2和0.5个百分点，法人在县域的农村商业银行和农村合作银行涉农贷款比例较高，支农力度更大；2014年6月16日对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业达到一定比例的金融机构下调存款准备金率0.5个百分点。（中国人民银行包头市中心支行课题组，2016）

② 差别准备金动态调整的实质是以资本充足率为核心指标，以差别调整存款准备金率为手段控制金融机构信贷增速的调控机制，主要是基于银行信贷投放与社会经济发展目标的偏离程度及具体金融机构对整体偏离的影响，并考虑具体金融机构的系统重要性，引导金融机构积极执行货币信贷政策，合理、适度、平稳信贷投放，优化信贷结构。（吴国培等，2012）

③ 中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。



业提供信贷支持,再贷款工具方面,人民银行根据金融机构信贷发放量的一定比例予以再贷款资金支持;资金激励工具方面,人民银行以反映信贷政策执行情况的业务规模基数,如新增特定领域信贷规模、对特定信贷减息规模等,予以金融机构一定比例的资金激励。

(一) 再贷款工具的发展历程

再贷款工具是结构性货币政策工具的主体,2023年3月末存续的17项工具中,有14项属于这一类别,工具余额在全部结构性货币政策工具中占比99.2%。

再贷款工具(含再贴现)创设之初是总量型货币政策工具,是人民银行投放基础货币的重要渠道。2002年后,持续的国际收支顺差下,我国基础货币发行主要渠道切换至外汇占款,再贷款、再贴现两项工具转向以促进结构调整为主,工具的结构性作用开始体现。人民银行自1999年、2014年起向地方法人金融机构发放支农再贷款、支小再贷款,2008年再贴现开始发挥结构性功能,以上三项工具为长期性结构性货币政策工具,重点用于支持涉农、小微、民营企业融资,无明确的实施期限或退出安排。

随着供给侧结构性改革启动与深化,人民银行更加注重发挥货币政策在经济调结构中的作用,创设并使用阶段性结构性货币政策工具,工具创设使用契合阶段性宏观政策重点并有效对冲外汇占款下降的影响(孙丹和李宏瑾,2017)。为支持服务棚户区改造、地下管廊建设、重大水利

工程、“走出去”等重点领域,2014年人民银行创设抵押补充贷款(PSL)向开发性、政策性金融机构发放。为稳定和促进民营企业债券融资,2018年人民银行创设民营企业债券融资支持工具。为应对新冠疫情冲击,有力支持实体经济恢复,2020年人民银行创设系列再贷款工具,包括疫情防控、复工复产专项再贷款再贴现、普惠小微企业信用贷款支持计划(生柳荣和何建勇,2022),其中普惠小微企业信用贷款支持计划于2022年1月起并入支农支小再贷款管理。为支持重点领域和薄弱环节,2021—2022年人民银行先后创设碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款。为推动房地产业向新发展模式平稳过渡,人民银行于2022年12月至2023年2月先后创设保交楼贷款支持计划、房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划。

(二) 资金激励工具的发展历程

资金激励工具是一种新型的货币政策工具,2023年3月末存续工具中,普惠小微贷款支持工具、普惠小微贷款减息支持工具、收费公路贷款支持工具3项属于这一种类,全部为阶段性结构性货币政策工具,工具余额在全部结构性货币政策工具中占比0.8%。

2020年至今,人民银行创设资金激励工具主要用于支持普惠小微企业融资。2020年新冠疫情期间,人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具,这是人民银

行首次创设并使用资金激励工具，该工具已于 2022 年转换为普惠小微贷款支持工具，继续发挥对小微企业的金融支持作用。2022 年第四季度人民银行创设普惠小微贷款减息支持工具和收费公路贷款支持工具，降低普惠小微贷款和收费公路贷款融资主体的融资成本。

三、结构性货币政策工具补充金融机构流动性的机制

结构性货币政策工具兼具总量和结构双重功能，一方面，结构性货币政策工具建立激励相容机制，将央行资金与金融机构对特定领域和行业的信贷投放挂钩，发挥精准滴灌实体经济的独特优势；另一方面，结构性货币政策工具具有基础货币投放功能，有助于保持银行体系流动性合理充裕，支持信贷平稳增长。尽管部分结构性货币政策工具是阶段性工具，工具退出后人民银行不再新发放资金，但金融机构可以继续使用已经发放的存量资金，最长使用期限可达 3~5 年，因此结构性货币政策工具能够长期发挥流动性补充作用。从基础货币投放的角度来看，再贷款和资金激励两种工具分别使用了中央银行基础货币投放的两条渠道。

（一）再贷款工具的补充机制

再贷款工具使用了中央银行基础货币发行中为金融机构提供贷款的渠道（余振等，2016）。根据工具对贷款本金的资金支持比例不同，再贷款工具可分为全额资金支持工具和差额资金支持工具。全额

支持工具如支农再贷款、支小再贷款、抵押补充贷款、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等，上述工具均按贷款本金的 100% 予以资金支持。差额支持工具如碳减排支持工具、科技创新再贷款，上述两项工具均按贷款本金的 60% 予以资金支持。再贷款资金工具采取“先贷后借”的直达机制，金融机构发放政策工具支持领域的贷款后向人民银行提出资金申请，人民银行按照贷款本金支持额度向金融机构提供工具资金，金融机构需向人民银行提供合格债券或经央行内部评级达标的信贷资产作为质押品。

再贷款工具对金融机构流动性的补充体现为央行向因投放贷款消耗超额存款准备金的金融机构超额投放基础货币，实现金融机构超额存款准备金的增加。以支农再贷款为例，当前我国小型银行加权平均存款准备金率为 5%，假设某一金融机构适用上述法定存款准备金率。该机构投放 100 元支农贷款后，根据支农再贷款 100% 资金支持比例，可向中央银行申请 100 元支农再贷款，取得等额在央行存款；金融机构投放支农贷款创造 100 元一般存款，需根据法定存款准备金率 5% 上缴 5 元法定存款准备金，100 元央行存款中 5 元因法定存款准备金上缴冻结，剩余的 95 元央行存款为补充了该行流动性的超额存款准备金。为简化说明，笔者忽略了现金损漏和业务时差，后文做同样简化。以 T 型账户展示如表 1 所示。

再贷款工具的流动性补充如下式：



表 1 金融机构资产负债表—再贷款工具说明

资产		负债	
支农贷款本金	+100	存款	+100
法定存款准备金	+5	央行借款（支农再贷款取得）	+100
超额存款准备金	+95		

资料来源：笔者整理。

流动性补充比例 = 再贷款资金支持比例 - 法定存款准备金率

流动性补充规模 = 流动性补充比例 × 贷款规模

资金支持比例越高的工具对金融机构流动性补充力度越大，因此全额资金支持工具流动性补充力度高于差额资金支持工具。

再贷款工具以贷款本金为基数计算资金支持规模，且资金支持比例较高，总量上对流动性有明显补充。同时再贷款工具以优惠利率降低了金融机构负债成本，增强了金融机构信贷投放的可持续性（张晓军，2022）。截至 2023 年 3 月末，再贷款工具余额为 67 676 亿元。

（二）资金激励工具的补充机制

资金激励工具使用了中央银行基础货币发行中为金融机构提供补贴的渠道。实践中，人民银行通过特定目的工具（SPV）与金融机构签订利率互换协议发放资金，协议约定人民银行支付利率高于金融机构支付利率，并根据资金激励规模与互换利差约定利率互换协议的名义本金，在利率互换协议清算时金融机构即可取得资金激励。根据信贷政策考核指标不同，截至目前人民银行创设的资金激励工具可分为

延贷激励工具、增贷激励工具、减息激励工具。

1. 延贷激励工具和增贷激励工具

延贷激励工具考核基数为延期贷款本金，如 2020 年创设的普惠小微企业贷款延期支持工具资金激励约为地方法人银行延期贷款本金的 1%。增贷激励工具考核基数为新增贷款本金，如 2022 年 1 月普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，普惠小微贷款支持工具按照普惠小微贷款余额增量的 1% 提供资金激励，2022 年 5 月资金激励比例由 1% 上调至 2%。

增贷激励工具和延贷激励工具对金融机构流动性的补充体现为央行补贴缓解了金融机构因投放贷款对超额存款准备金的消耗。增贷激励工具以普惠小微贷款支持工具为例，假设某一金融机构适用 5% 法定存款准备金率。该机构新增投放 100 元小微贷款后，根据普惠小微贷款支持工具 2% 资金支持比例，可通过利率互换从中央银行取得 2 元资金激励，取得等额在央行存款；小微贷款投放创造 100 元一般存款，需根据法定存款准备金率 5% 上缴 5 元法定存款准备金，由于已取得 2 元资金激励，金融机构仅需额外补缴 3 元法定存

款准备金，贷款投放对银行流动性的负面影响减小。换言之，相较增发一般贷款，增发普惠小微贷款时金融机构可通过申请资金激励节约贷款本金 2% 规模的超额存款准备金。以 T 型账户展示如表 2 所示。

增贷激励工具的流动性缓解如下式：

流动性缓解比例 = 资金激励补充比例

流动性缓解规模 = 流动性缓解比例 × 新增贷款规模

延贷激励工具从简化的角度看可类比增贷激励工具。金融机构向央行申请延贷激励工具资金激励前，需要在贷款到期后续发一笔要素接近的贷款，从延贷激励工具“续发贷款—申请激励”流程和增贷激励工具“新发贷款—申请激励”流程来看两项工具信贷投放功能相近、流动性补充机制类似。如果将贷款到期还本付息对流动性的影响考虑在内，延贷激励工具和增贷激励工具在缓解流动性消耗方面仍有不

同。以普惠小微企业贷款延期支持工具为例，假设金融机构适用 5% 法定存款准备金率，小微贷款本期到期本金 100 元、应付利息 4 元，不考虑贷款减息补贴及贷款违约。当借款人还本付息时，存款合计减少 104 元，根据法定存款准备金率 5% 释放法定存款准备金 5.2 元转化为超额存款准备金，还本付息合计释放流动性 5.2 元。如表 3 左 T 型账户所示。当贷款本金延期，借款人只付息时，存款减少 4 元，对应释放超额存款准备金 0.2 元，同时金融机构可从中央银行取得延期贷款本金的 1% 即 1 元的资金激励，本金延期、付息释放与激励工具补充流动性合计 1.2 元。如表 3 右 T 型账户所示。

延贷激励工具和增贷激励工具并没有完全补充金融机构为满足工具申请条件投放贷款所消耗的流动性，但是两项工具可以缓解超额存款准备金消耗，进而缓解金

表 2 金融机构资产负债表—增贷激励工具说明

资产		负债	
小微贷款本金	+100	存款	+100
法定存款准备金	+5	股东权益（央行资金激励取得）	+2
超额存款准备金	-5+2		

资料来源：笔者整理。

表 3 金融机构资产负债表—延贷激励工具说明

还本、付息				本金延期，付息，申请延贷激励工具			
资产		负债		资产		负债	
小微贷款本金	-100	存款	-100-4	小微贷款应收利息	-4	存款	-4
小微贷款应收利息	-4			法定存款准备金	-0.2	股东权益（央行资金激励取得）	+1
法定存款准备金	-5-0.2			超额存款准备金	+0.2+1		
超额存款准备金	+5+0.2						

资料来源：笔者整理。



表 4 金融机构资产负债表—减息激励工具说明

正常收取利息				减息，申请减息激励工具			
资产		负债		资产		负债	
小微贷款应收利息	-1	存款	-1	小微贷款应收利息	-1	股东权益（减息放弃收益）	-1
法定存款准备金	-0.05			超额存款准备金	+1	股东权益（央行资金激励取得）	+1
超额存款准备金	+0.05						

资料来源：笔者整理。

融机构的流动性压力。尽管延贷、增贷激励工具以贷款本金为基数计算资金激励，但由于激励比例较小，总量上对流动性补充有限。截至 2023 年 3 月末，延贷激励工具已退出，增贷激励工具余额为 275 亿元。

2. 减息激励工具

减息激励工具对金融机构流动性的补充体现为央行补贴直接增加金融机构超额存款准备金。以普惠小微贷款减息支持工具为例，假设金融机构适用 5% 法定存款准备金率，小微贷款本金 100 元。金融机构对 100 元本金的普惠小微贷款减息 1 个百分点，即减息 1 元，人民银行对实际减息金额给予等额资金激励，金融机构超额存款准备金增加 1 元，如表 4 右 T 型账户所示。与之对比，如果金融机构正常收取利息 1 元，存款减少 1 元，5% 法定存款准备金率下 0.05 元法定存款准备金转化为超额存款准备金释放流动性，如表 4 左 T 型账户所示。

减息激励工具的流动性补充如下式：

$$\text{流动性补充比例} = \frac{\text{减息资金支持比例} - \text{法定存款准备金率}}$$

$$\text{流动性补充规模} = \text{流动性补充比例} \times \text{减息规模}$$

由于减息激励工具以利息规模为基数计算流动性补充规模，因此补充流动性规模明显小于以贷款本金规模为计算基数的再贷款工具。截至 2023 年 3 月末，减息激励工具余额为 269 亿元。

需要说明的是，金融机构申请资金激励工具取得的资金是“补贴”而非“债务”，资金成本为零，且无须偿还，这不同于再贷款工具。因此不能仅从流动性补充规模角度看待资金激励工具对金融机构投放信贷的激励作用。

四、流动性补充机制缓解银行间货币市场流动性分层的作用

（一）银行间货币市场流动性传导与分层

银行间货币市场流动性分层现象是指不同融资主体在通过债券回购、同业拆借等银行间货币市场工具进行短期融资时面对的融资可得性不同，承担的融资成本不同。流动性分层现象是由融资主体信用风险、融资质押品质量、货币市场流动性分层传导等多方面因素导致的，其中中央银行投放基础货币补充金融机构流动性时，基础货币分布不均是产生流动性分层现象的重要原因。2015 年至今，人民银行除

通过全面降准、定向降准等准备金工具释放深度冻结的流动性外，主要使用面向一级交易商^①招标的公开市场逆回购和中期借贷便利分别为金融机构提供短期、中长期流动性。一级交易商包括开发性金融机构、政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、部分外资银行和大型城农商行及少数非银金融机构，从一级交易商的构成可以看出，上述货币政策工具投放的对象主要为大型银行，因此大型银行是流动性传导的起点。中小银行^②流动性短缺时需要向大型银行寻求融资，超额存款准备金自大型银行转移至中小银行；非银行金融机构常态化使用资金杠杆，需要从大型银行和中小银行融入资金，银行机构依托超额存款准备金完成信用创造的同时超额存款准备金在银行机构间重新分布。货币市场形成了自中央银行至非银机构的流动性传导分层体系，以简化的单链条可概括为“中央银行→大型银行→中小银行→非银机构”，可细分为大型银行和中小银行间的“银-银分层”，银行机构和非银机构间的“银-非银分层”（胡悦等，2022）。

（二）结构性货币政策工具对“银-银分层”的缓解

总量和结构性货币政策工具在基础货币投放总量层面实现结果是一致的，中央银行投放基础货币增加了银行机构的超额存款准备金，为金融机构补充流动性，有

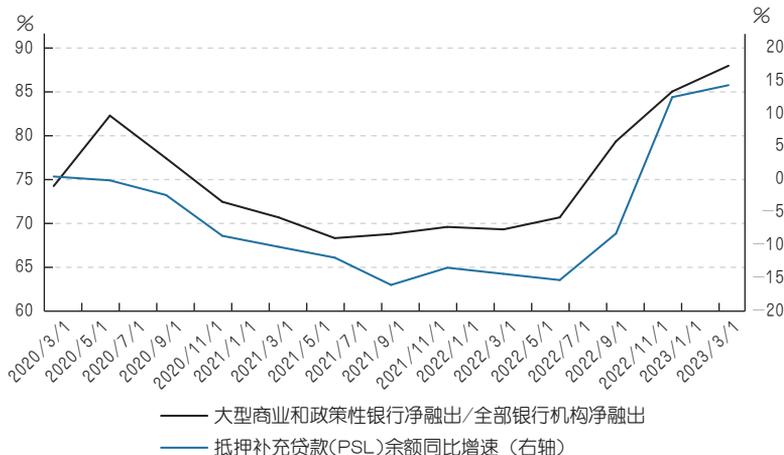
利于改善银行间各类主体融资可得性。但由于结构性货币政策工具的操作对象与总量工具不同，中央银行使用结构性工具投放基础货币也具有“结构性”效果。从结构性货币政策工具余额来看，抵押补充贷款、支小再贷款、再贴现、支农再贷款四项工具存量占比较高，分别为45.9%、21.0%、8.9%、8.7%，其中抵押补充贷款投放对象为开发性和政策性金融机构，支农、支小再贷款投放对象主要是以城农商行为代表的中小银行，因此以结构性货币政策工具投放的基础货币在银行体系中呈“两头分布”的格局。

抵押补充贷款的高增意味着开发性、政策性金融机构流动性增加。通过分析2020年1月至2023年3月的银行间回购市场交易数据，可以观察到大型商业银行和政策性银行（含开发性金融机构）净融出在全部银行机构净融出的占比与抵押补充贷款增速呈正相关关系，这一结果说明抵押补充贷款的投放确实改变了银行间流动性供给格局（图1）。

流动性聚集于传导链条上游，理论上会加剧传导链条下游机构的流动性压力，表现为银-银间流动性分层及银-非银间流动性分层明显，但流动性集中也可能有助于高效传导货币政策。2022年为应对新冠疫情冲击，人民银行加大力度实施稳健的货币政策，在此期间尽管抵押补充贷款增

① 附录2《公开市场业务一级交易商名单》。

② 含农信社等中小型存款类金融机构。



资料来源：人民银行、外汇交易中心、笔者整理。

图1 大型商业/政策性银行净融出占比与抵押补充贷款余额增速

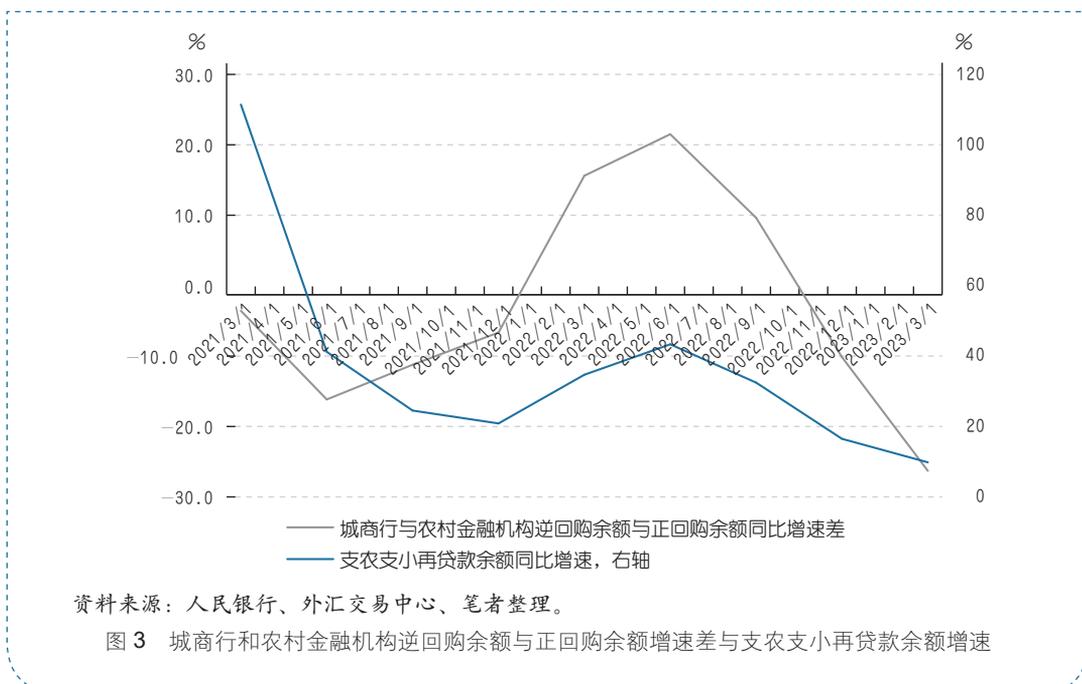
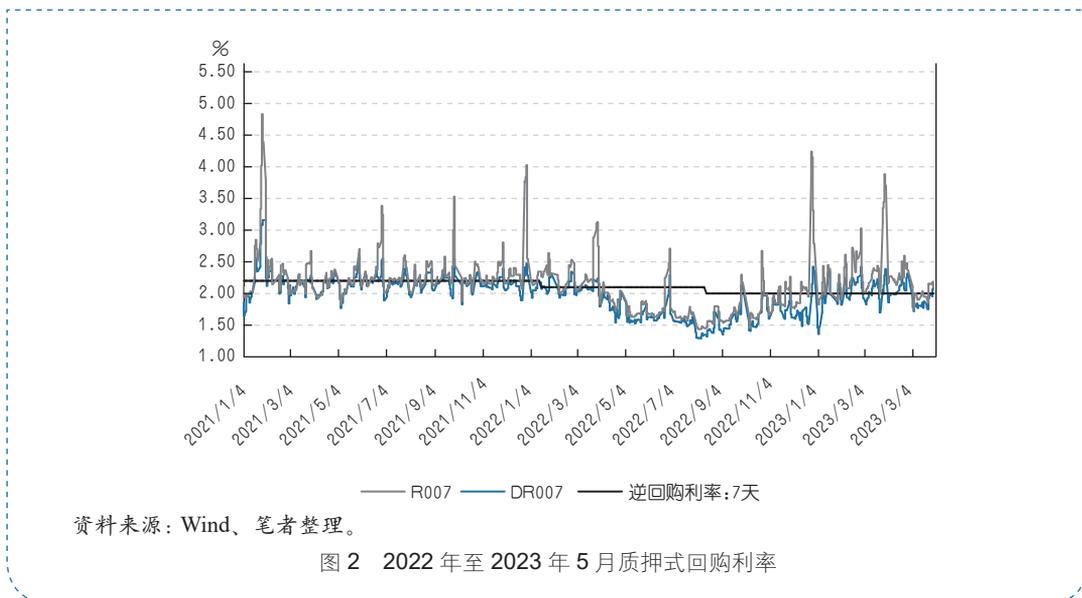
速快速上行、大型银行流动性供给占比提升，但大型银行同时也加大了资金融出力度，协助实现人民银行保持流动性合理充裕的政策目标。从实际效果来看，新冠疫情冲击期间存款类机构7天质押式回购加权利率（DR007）低于政策利率，可反映非银机构融资成本的银行间7天质押式回购加权利率（R007）与DR007利差较低，资金利率变化说明金融机构并未因流动性分布变化感受到融资压力（图2）。

结构性货币政策工具针对中小银行的基础货币投放有助于缓和流动性分层。代表性工具支农再贷款的投放对象为农商行、农合行、农信社、村镇银行，支小再贷款的投放对象为城商行、农商行、农合

行、村镇银行、民营银行。为分析上述工具对中小银行短期融资行为的影响，笔者构建城商行与农村金融机构逆回购余额增速与正回购余额增速差指标，增速差增大表示中小银行货币市场融出力度较融入力度增强，说明其流动性总量较充裕。分析回购市场交易量可以发现，上述增速差指标与支农支小再贷款余额同比增速正相关（图3）。

由于大型银行长期为资金融出方，较少参与正回购交易，且实际交易中多以政策利率融资，其正回购利率并不能反映真实融资成本^①，而平均来看农村金融机构资产规模、业务规模较城商行更小，为分析政策工具对中小银行短期融资成本的影

① 以2022年为例，大型商业和政策性银行7天正回购利率年均均为2.04%，与人民银行公开市场7天逆回购利率年均2.06%接近，但远高于衡量存款类机构平均融资成本的存款类机构7天质押式回购加权利率（DR007）年均1.76%。



响，笔者基于城商行和农村金融机构正回购利率，构建农村金融机构较城商行正回购溢价指标，溢价同比减少表示以农村金融机构为代表的中小银行货币市场融资成

本下降，说明其融资环境改善。从资金利率角度来看，支农支小再贷款存量同比增速与农村金融机构 7 天正回购溢价同比变动负相关（图 4）。



上述研究从量、价两个角度显示, 当支农支小再贷款余额增速上行时, 中小银行流动性总量更加充裕、融资成本下降。结果表明结构性货币政策工具的使用对缓解大型银行和中小银行间的“银-银分层”有明显作用, 结构性货币政策工具投放增加改善了中小银行的流动性环境。但也要注意结构性货币政策对市场流动性形成定向干预, 可能带来抑制市场配置资源作用、影响货币政策传导机制有效运行的风险(苏乃芳和李宏瑾, 2023)。

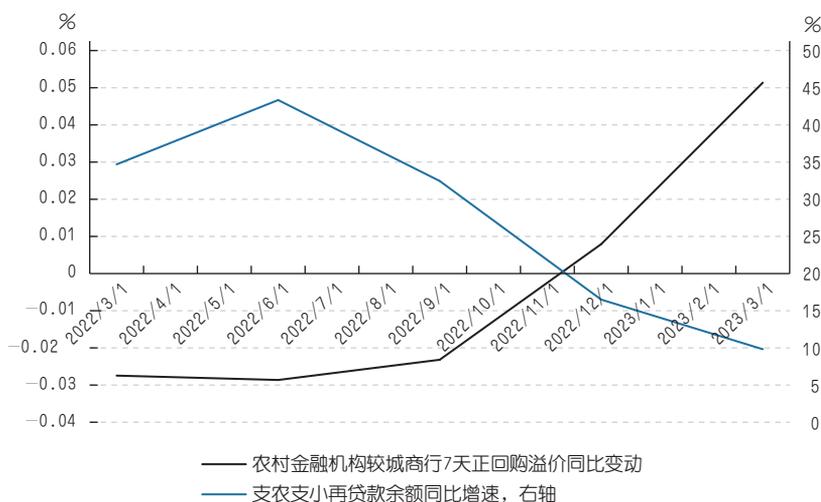
(三) 结构性货币政策工具对“银-非银分层”的缓解

由于非银机构处于“中央银行→大型银行→中小银行→非银机构”流动性传导链条末端, 因此理论上结构性货币政策工具补充中小银行流动性也有助于缓解最后一环的银-非银分层。2022年非银机构

与农村金融机构的正回购溢价呈正相关关系, 说明中小银行流动性环境的改善向非银机构传导(图5); 但市场数据同时显示, 2021年非银机构与农村金融机构的正回购溢价呈负相关关系。上述结果说明中小银行流动性改善并不能确定地缓解银-非银间流动性分层。笔者分析认为主要有两方面原因导致了上述现象。

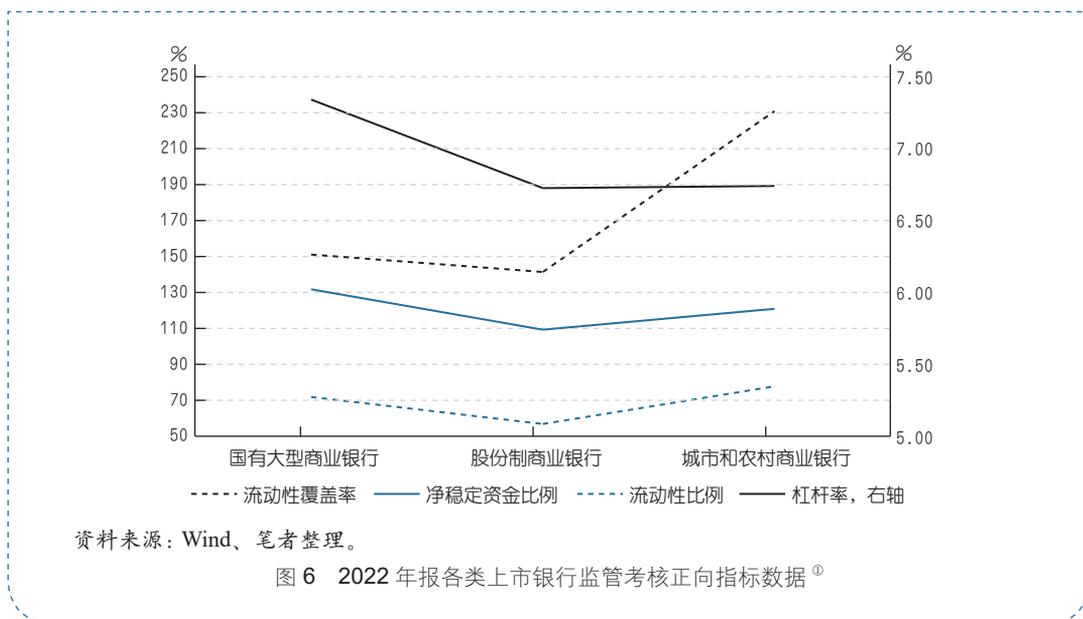
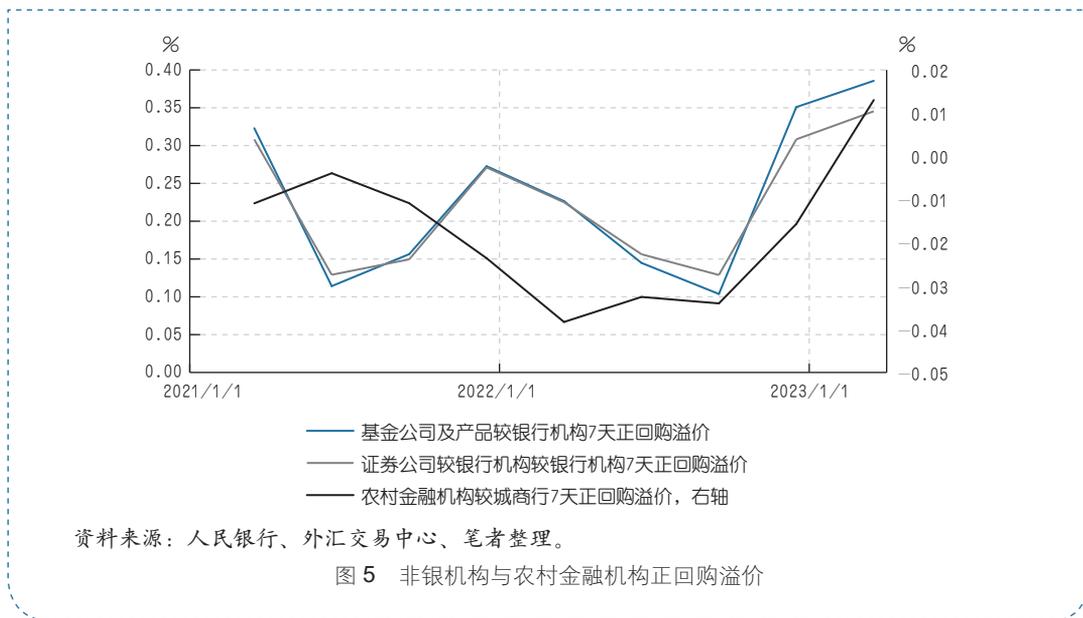
1. 银行向非银传导流动性面临多重约束

资金市场需要在金融机构的多重约束向下达成均衡, 中小银行或受限于其他约束无法向非银机构传导流动性, 政策当局或通过施加约束引导工具实现“精准滴灌”作用。银行机构向非银机构融出资金时, 除受到准备金约束外, 还受到宏观审慎评估(MPA)和商业银行流动性风险管理等各类考核指标约束。长期经营形成的资产负债结构导致不同银行承受相关考核压力



资料来源: 人民银行、外汇交易中心、笔者整理。

图4 农村金融机构正回购溢价与支农支小再贷款增速



不同，从 2022 年报披露的考核指标数据（图 6）来看，上市城农商行在杠杆率、净稳定资金比例方面都承受较国有大行更高的考核压力。准备金外的其他约束限制了

① 选取适用图中考核指标的上市银行数据计算某类银行考核指标均值。



中小银行对非银机构的融出规模, 可能会导致结构性货币政策工具补充流动性后流动性“淤积”在中小银行间无法向下传导。

从正反两面看待中小银行无法向非银传导流动性的“淤积”。政策当局设定约束有积极作用, 旨在解决外部性问题, 第一, 结构性工具对中小银行流动性投放充分高效, 要设定综合考量个体风险与系统性风险的监管指标约束信贷供给, 保证中小银行在流动性充裕环境下稳健经营; 第二, 引导金融机构将资金更多投向实体部门, 投向重点领域和薄弱环节, 继续发挥好结构性货币政策工具“精准滴灌”作用; 第三, 限制银-非银间流动性的过度传导, 避免资金在金融系统内部空转增大金融系统风险(王妍和王继红, 2021)。但也应注意到政策组合形成中小银行资金充裕而融出额度紧张的市场格局存在一些弊端, 第一, 结构性货币政策工具注入的流动性难以缓解银-非银流动性分层, 当非银机构确实面临流动性压力时, 需要货币当局在总量和结构两个维度调节货币市场, 加大了政策调控难度; 第二, 淤积在银行系统的资金尽管无法外溢非银, 但可能追逐其他资产, 也会造成局部资金空转与资产泡沫。

2. 融资方因稳定的市场结构形成对流动性刻板预期

大型银行主导资金供给的市场微观结构长期稳定, 仅依靠中小银行流动性充裕难以形成宽松预期。大型银行是货币市场上最大资金供给方, 目前结构性货币政策

工具的使用不会改变这一现实。但结构性货币政策工具使用带来大型银行和中小银行流动性占比此消彼长, 个别情况下非银机构需要在大型银行缺位的“中小银行→非银机构”甚至反向流动性传导下的“中小银行→大型银行→非银机构”链条下满足流动性需求, 此时非银机构融资体感将不如在“大型银行→中小银行→非银机构”传导链条下宽松。第一, 从激励相容角度看, 大型银行主动从市场融入资金满足非银融资需求的动机弱于中小银行。中小银行参与资金业务除实现本行流动性管理目的外还带有较强的盈利目的, 业务模式为中小银行在满足自身流动性管理需求后, 继续从市场融入资金并以成本加点的利率融出给其他金融机构, 业务盈利来自利差收益。第二, 从市场预期角度看, 即使大型银行加大流动性传导力度, 也难以缓解市场流动性紧张的预期与现实。由于大型银行在货币市场常年为融出一方, 其他机构将大型银行的融入融出行为视为全市场流动性松紧的风向标, 一旦大型银行减少融出甚至反向融入, 市场机构在有限信息下仍将普遍产生流动性收敛预期。金融市场具有预期自我实现的特征, 流动性收敛预期推升市场利率, 造成流动性紧张的现实。

综合来看, 虽然流动性传导各个环节均存在可逆的业务, 理论上只要保证全市场流动性总量充裕, 就能改善各类金融机构的流动性环境, 但中央银行如果只使用面向中小银行的结构性货币政策工具补充

流动性，尽管增加了缓和银-非银流动性分层的潜力，却可能无法起到缓解非银机构流动性紧张的效果。

五、研究结论与政策建议

我国的结构性货币政策工具兼具引导信贷投向和投放基础货币功能，包括再贷款工具和资金激励工具。中央银行在使用两类工具时分别通过向金融机构贷款和向金融机构提供补贴的渠道投放了基础货币，增加了金融机构的超额存款准备金，补充了金融机构的流动性。再贷款工具为因特定信贷投放消耗流动性的金融机构提供了超额的资金支持，工具使用体量大、流动性补充效率高，在结构性货币政策工具补充流动性方面起主要作用。资金激励工具根据考核基数不同，可分为延贷、增贷和减息激励工具。延贷和增贷激励工具可以缓解特定信贷投放对金融机构流动性的消耗；减息工具可以直接补充金融机构流动性。资金激励工具在边际补充金融机构流动性同时，有效激励了金融机构向特定领域和薄弱环节投放贷款，政策效果明显。

流动性在银行间货币市场的传导链条“中央银行→大型银行→中小银行→非银机构”导致了不同市场主体融资可得性不同、融资成本不同的流动性分层现象，可分为大型银行和中小银行间的“银-银分层”，银行机构和非银机构间的“银-非银分层”。结构性货币政策工具的使用改变了超额存款准备金在金融机构间的分布，从

当前使用情况来看，工具组合的流动性投放体现出“两头分布”的结构特征，抵押补充贷款高效补充了链条上游大型银行中开发性、政策性金融机构的流动性，支农支小再贷款有力补充了链条下游中小银行中城商行、农村金融机构流动性。

结构性货币政策工具对链条下游中小银行的流动性补充有助于缓解流动性分层现象。数据分析表明，支农支小再贷款投放增加时，中小银行净融出规模增加、资金融入成本溢价降低，银-银分层得到缓解。两项再贷款投放增加同样有利于降低非银机构资金融入成本溢价，但由于银行对非银机构资金融出受限于宏观审慎评估、商业银行流动性风险管理等多重约束，结构性货币政策工具的使用在缓解银-非银分层方面没有表现出一致性。

结构性货币政策工具发挥了针对特定金融机构精准投放基础货币的结构性作用，但也应重视可能的结构性问题，定向补充的流动性可能“淤积”于某些机构，抑制市场配置资源作用，带来局部资金空转与资产泡沫风险；金融机构面临的微观约束与金融市场刻板预期都给央行流动性调控带来挑战，需要留意可能的流动性传导不畅问题。

基于本文研究结果，笔者提出如下政策建议。

第一，完善政策工具箱，“聚焦重点、合理适度、有进有退”使用好结构性货币政策工具组合。2022年下半年以来，可观察到结构性货币政策工具种类增加，投向中



小银行的工具余额增速与占比下降, 新创设工具的投放对象为以国有商业银行为代表的大型银行。结构性货币政策工具中再贷款工具对链条下游中小银行的流动性补充有助于缓解流动性分层现象, 为中小银行支持实体适宜的流动性环境; 资金激励工具为中小银行提供补贴资金, 既能边际上补充银行流动性, 又可激励其支持小微企业等重点领域。笔者建议根据宏观政策调控需求和金融机构接受能力, 继续向中小银行提供结构性货币政策工具支持, 同时秉持“聚焦重点、合理适度、有进有退”原则做好工具的开发推广与适时退出, 避免出现工具重点不清碎片化、阶段性工具长期化等问题, 违背创设结构性货币政策工具初衷。

第二, 加强政策间协调配合, 实现结构性货币政策工具对流动性有效补充和对信贷杠杆撬动作用。由于结构性货币政策工具的基础货币投放可能带来流动性“淤积”于某些机构的结果, 为发挥工具流动性补充的积极作用, 同时避免工具流动性补充过于集中的副作用, 货币当局在创设和使用结构性货币政策工具时, 一是可继续组合使用总量工具与结构性工具, 实现对金融机构流动性的多层次补充; 二是应通过调节规模、优化参数, 合理设定结构

性工具的流动性补充能力; 三是需要协调配合宏观审慎、金融机构监管等政策, 综合考虑货币市场微观主体面临的多重约束, 评估结构性工具的实施效果。同时要
加强财政与货币政策协调配合, 财政政策可使用财政贴息等工具与结构性货币政策工具组合, 加大对金融机构特定领域信贷投放的资金支持与风险补偿力度, 财政支持资金及时到位能助力结构性货币政策工具更好发挥杠杆撬动作用。

第三, 进一步加强市场沟通引导预期, 提高市场机构对结构性货币政策工具的认识。近些年新型结构性货币政策工具种类增加、使用规模扩大, 但市场仍以过往经验评估流动性环境, 存在刻板预期, 金融机构需要学习和适应新的基础货币投放机制。货币当局如能进一步向市场机构细化说明工具申请条件 and 流动性投放机制, 提高公告工具使用情况的频率, 说明结构性工具对总量调控的补充效果, 一方面可及时引导市场流动性预期, 在金融机构探求流动性“问渠哪得清如许”时, 为金融机构指明“为有源头活水来”; 另一方面可帮助金融机构准确理解政策取向、响应政策引导, 避免央行资金使用出现“跑冒滴漏”和道德风险问题。^[N]

学术编辑: 曾一巳

参考文献

- [1] 成学真, 陈小林, 吕芳. 中国结构性货币政策实践与效果评价——基于数量型和利率导向型结构性货币政策的比较分析[J]. 金融经济研究, 2018, 33(1): 36-47.
- [2] 楚尔鸣, 曹策, 李逸飞. 结构性货币政策: 理论框架, 传导机制与疏通路径[J]. 改革, 2019(10): 9.
- [3] 胡悦, 吴文锋, 石川林. 货币市场流动性分层: 度量, 成因和影响[J]. 管理科学学报, 2022, 25(8): 104-126.

- [4] 金成晓,姜旭.中国结构性货币政策:理论辨析,政策特点与发展策略[J].经济体制改革,2021(6):8.
- [5] 马贱阳.结构性货币政策:一般理论和国际经验[J].金融理论与实践,2011(4):5.
- [6] 生柳荣,何建勇.货币政策总量和结构功能分析[J].中国金融,2022(14):3.
- [7] 苏乃芳,李宏瑾.结构性货币政策:理论基础与政策效果[J].经济社会体制比较,2023(1):12.
- [8] 孙丹,李宏瑾.经济新常态下我国货币政策工具的创新[J].南方金融,2017(9):8.
- [9] 王晋斌,杨子瑜.中国特色的结构性货币政策形成与发展[J].中国银行业,2023(2):5.
- [10] 王妍,王继红.结构性货币政策,同业业务与系统性金融风险[J].金融经济研究,2021,36(4):15.
- [11] 吴国培,徐剑波,许伟河.差别准备金动态调整实践与建议[J].中国金融,2012(6):2.
- [12] 余振,顾浩,吴莹.结构性货币政策工具的作用机理与实施效果——以中国央行PSL操作为例[J].世界经济研究,2016(3):10.
- [13] 张晓军.结构性货币政策工具与农发行履职发展[J].农业发展与金融,2022(1):42-46.
- [14] 中国人民银行包头市中心支行课题组.差别存款准备金率和定向降准政策效应研究——以包头市为例[J].北方金融,2016(7):56-60.

Development of Structural Monetary Policy Tools and Interbank Money Market Liquidity

ZHANG Shirun WANG Xiaojia

(Huaan Securities Co.,Ltd.)

Abstract The function of China's structural monetary policy tools includes both motivating financial institutions to provide financing services to designated areas and sectors by linking central bank funding to credit supply and injecting base money into the banking system. With the evolution of the nation's macroeconomic policy framework, the policy tools continue to develop and improve. The mechanism of structural monetary policy tools in base money injection and the supplementing of liquidity to financial institutions can be analyzed in detail by simulating changes in the banking system's balance sheet. An analysis of data from the interbank bond repo market from the first quarter of 2021 to the first quarter of 2023 shows that the selection and use of tools in the policy toolbox has had a significant impact on interbank money market liquidity stratification. The increasing use of central bank lending for rural development and central bank lending for micro and small businesses (MSBs) can improve the liquidity conditions of small and medium-sized banking institutions and non-banking institutions. This study offers policy recommendations which include continuing to develop the monetary policy toolbox, strengthening policy coordination and cooperation, guiding financial institutions to more deeply understand the various policy tools and using proper tool combinations to achieve effective liquidity supplements for the market to create a suitable monetary environment for the real economy.

Keywords Structural Monetary Policy Tool, Money Market, Liquidity Stratification, Bond Repo

JEL Classification E44 E51 E52