
答审稿专家的宝贵意见

审稿意见（一）：

原文内容：结构性货币政策工具对银行间货币市场影响研究

审稿专家建议作者考虑在题目中加入与结构性货币政策工具发展有关的词汇，如“结构性货币政策工具的发展及其对银行间货币市场的影响研究(此条仅供参考)。

修改说明：

感谢审稿专家意见,根据审稿专家及此前编辑老师建议,目前文章更名如下:

结构性货币政策工具发展与银行间货币市场流动性 (Development of Structural Monetary Policy Tools and Interbank Money Market Liquidity)

审稿意见（二）：

原文内容：不同工具的划分如“差别准备金动态调整工具”

此处需要明确，“差别准备金动态调整”与“定向降准”的概念存在区别。前者如作者所述属于MPA工具（将存款准备金率作为宏观审慎评估结果的惩罚或激励）。后者在以往文献中被视为典型的结构性货币政策工具，在央行新的结构性货币政策定义下则不再被视为结构性货币政策工具，然而这一政策工具仍旧是货币政策调控（属于存款准备金率调整的一部分）、且仍具有结构性调整与支持特定领域的功能，作者可参看2022年第四季度的货币政策执行报告，在其第二部分第三节内容，定向降准（即针对地方性商业银行的额外降准）是放在第三节（存准部分）而非第四节（宏观审慎部分）。

简言之，差别准备金动态调整工具确实是MPA的一部分、不应视为货币政策工具，但放在此处不太合适，因为“对结构性货币政策工具的理解需要更新升级”的工具是定向降准，而不是差别准备金动态调整。无论作者是无意中混淆了“差别准备金动态调整”与“定向降准”的概念，还是在有意举例，此处都容易造成误会。审稿专家反而建议作者在这里将两者的区别说清楚，因为如作者所言“结构性货币政策”的现行概念已经和以往文献惯用的指代范围有了较大变化，本文既然要对此进行阐释梳理，不妨说得更详细透彻一些。

修改说明：

感谢审稿专家意见和对文章工具发展历程研究价值的肯定，且提示笔者针对央行现有定义增加对准备金工具的分析。此处笔者本意做简要举例，但反而不便读者理解，因此笔者做细化说明。

综合考虑专家建议，笔者调整了行文顺序，扩展对相关工具的说明，并增加了脚注。第一，新增对“定向降准”与“结构性货币政策工具”关系说明。第二，因部分文献确将“差别准备金动态调整”纳入结构性货币政策工具范围，笔者继续说明两者区别。

【详见原文第 2-3 页】

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³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⁴，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）⁵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。

脚注

³ 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）

⁴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）

⁵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。

审稿意见（三）：

原文内容：激励工具使用参考“反应信贷政策执行情况的业务规模基数”

建议描述得稍微再详细一些，现在的说法对于不了解这些工具具体内容的读者，可能不方便理解。

修改说明：

感谢审稿专家意见，正文新增对“规模”举例说明。

【详见原文第4页】

资金激励工具方面，人民银行以反应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。

审稿意见（四）：

原文内容：激励工具流动性补充效果“总量上对流动性补充有限”

激励资金除了起到补充流动性的功能之外，也具有直接对银行进行支持或补贴的作用（“激励”一词的含义），虽然本章节是围绕流动性作用在阐述，但不应忽视其基本功能，建议用一两句话简短地对此进行补充（在结尾或章节开头均可），以免造成读者误解、认为此工具主要目的在于补充流动性。

修改说明：

感谢审稿专家意见。原稿对激励功能论述确有不足，新增对工具特点的说明。

【详见原文第12页】

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。

原稿仅分析了资金激励工具在流动性方面作用，缺乏相关政策建议，在全文结尾部分也做出补充。

【详见原文第 21 页】

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。

【详见原文第 22-23 页】

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。

审稿意见（五）：

“流动性分层现象是由融资主体信用风险、融资质押品质量等多方面因素导致的，其中中央银行向金融机构投放的基础货币分布不均，导致超额存款准备金在各存款类金融机构间分布不均是产生流动性分层现象的重要原因，流动性分层现象是货币市场流动性分层传导的具体表现。”

建议此句再斟酌，使之条理清晰，其实机理比较直观、但目前的文字反而描述得复杂了。

修改说明：

感谢审稿专家建议，对原文内容简化如下：

【详见原文第 12 页】

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。

审稿意见（六）：

机构净融出规模与支农支小再贷款融资增速图。

此处两张图，建议作者尝试将净融出额、正回购溢价，也改为增长率或变动率，看相关关系在呈现时是否会更明显。

修改说明：

认真考虑了审稿专家意见，笔者非常认同做同比处理使图中数据更可比，且能同比处理能消除市场数据的季节性影响，但考虑实际数据情况，笔者在新稿中做不同处理。

对于原图 7-净融出额指标，由于净融出额难以直接做同比处理，笔者新构建了同比指标，新指标逻辑上不影响论证结果，且更明显反应相关关系。正文中修改并补充指标说明。

【详见原文第 15-16 页】

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。

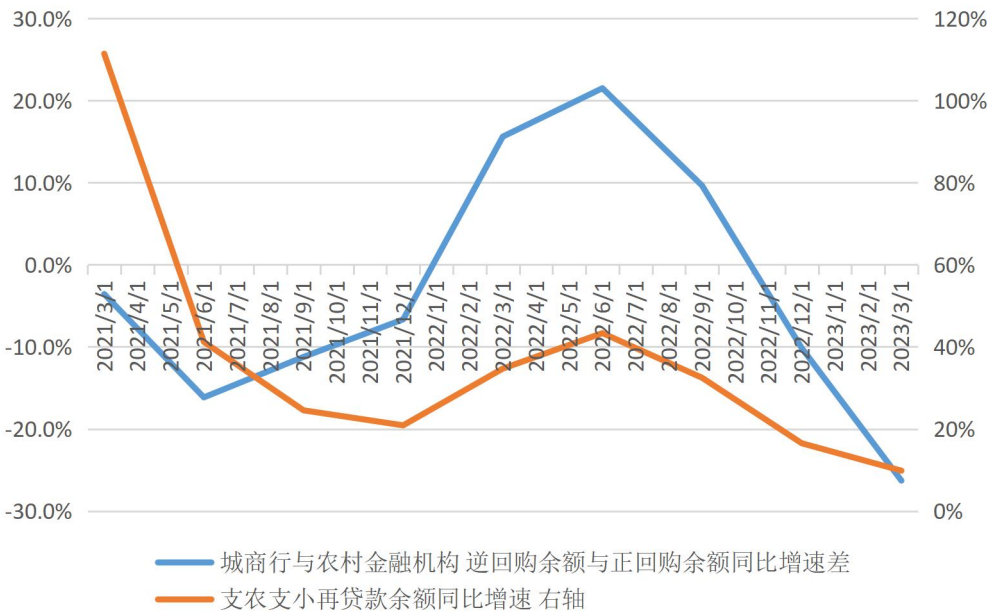


图 3 城商行和农村金融机构逆回购余额与正回购余额增速差与支农支小再贷款余额增速
资料来源：人民银行、外汇交易中心、笔者整理

对于原图 8-正回购溢价指标，笔者对原图溢价数据做同比处理，同比指标消除季节性确能更明显反应相关关系佐证结论。由于数据可得性问题，笔者缩短了作图区间。正文中修改补充指标说明。

【详见原文第 16-17 页】

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⁸，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。

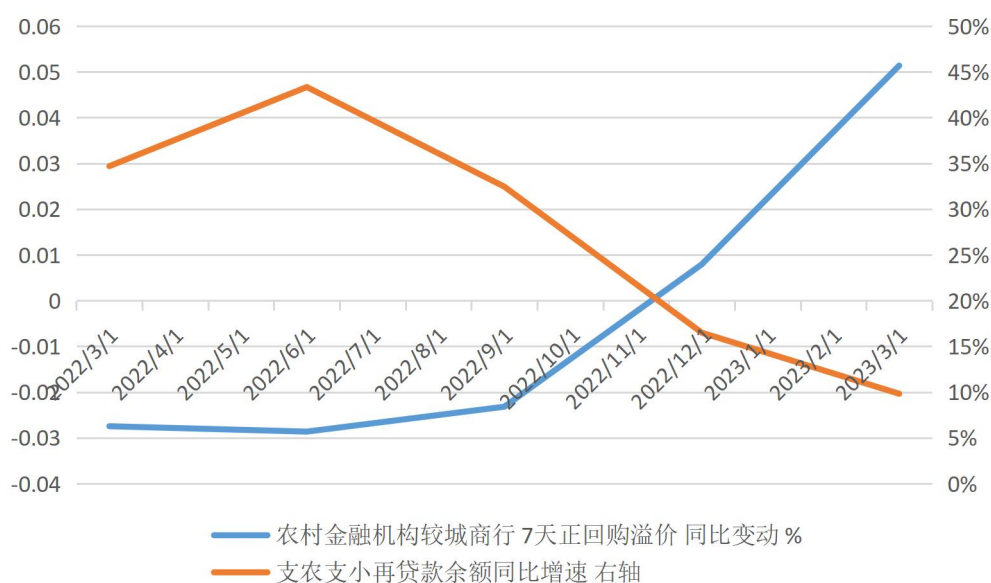


图 4 农村金融机构正回购溢价与支农支小再贷款增速

资料来源：人民银行、外汇交易中心、笔者整理

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、融资成本趋于下降。结果证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。

脚注

⁸ 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%。

审稿意见（七）：

原文内容：关于流动性分层。

审稿专家认为可能还存在第三种原因，或者说文章第一种原因中的“其他约束”影响相对而言比较大：以支小再贷款为代表的结构性货币政策工具往往带有小微贷款指标要求，按照央行的政策描述，只有上一个季度小微贷款占比、小微贷款增速同时满足要求才能够获得支小再贷款，这意味着结构性货币政策的“直达性”约束很强、绝大多数资金只能用于继续进行小微贷款投放，因而对中小银行“银-非银”影响有限。相比于MPA和流动性风险管理考核指标，审稿专家认为结构性货币政策这种“专款专用”的、从工具设计上造成的约束，可能在“银-非银”传导中，占据比较主要的因素。

审稿专家认为这种“流动性淤积”并不见得是坏事，因为中小银行更容易受到流动性风险冲击，在激励其加强对特定领域贷款投放的同时，对其定向补充流动性，是合适的。只不过这种流动性的补充不会造成流动性的外溢、也即不会完全反映在正回购溢价上。更确切地说，恰恰因为结构性货币政策的“直达性”特点，导致在中小银行流动性影响上可能具有非对称性：当其缺少资金、作为资金融入方时，结构性货币政策补充流动性效果立竿见影；当其流动性盈余、作为融出方时，结构性货币政策则不显著、会使额外补充的流动性淤积在中小银行间。另外，在后者这个过程之所以很少涉及银行间传导，一大原因是因为这并非是完全的市场行为，而可以看作是央行弥补“市场失灵”的定向支持举措，也建议作者可以考虑从这个角度补充解释。

修改说明：

很认同审稿专家的意见，金融机构面临的多重约束是最终现象的直接原因，但其中监管约束有政策导向作用，用于解决外部性问题。因此笔者对原文的原因一进行扩展。

【详见原文第19页】

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）。

但宏观调控经常会有正反两面影响，笔者分析认为结构性货币政策工具同样需要考虑“结构性”工具带来的“结构性”问题。对正外部性的补偿是否合适，对负外部性的修正是否过度，事实上需要政策层面度量权衡。本文基于研究结果提出的政策建议也有这方面考量，因此笔者增补一段分析工具可能的利弊，明确工具的积极效果，提示工具可能的盲点。

【详见原文第 19-20 页】

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。

【详见原文第 22 页】

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。

提示：外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，本刊选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。增强出版内容与纸刊正文的版权同属于《金融市场研究》，如研究中使用该内容，请遵守本刊版权声明。

答审稿专家的宝贵意见

审稿意见（一）：

对于结构性货币政策工具的构成与发展，建议用一些表格式的呈现，更为清晰的说明其发展历程和主要内容。

修改说明：

感谢审稿人意见。笔者在附录 1 中以表格形式展示结构性货币政策工具。

【详见原文第 27 页】

附录 1 结构性货币政策工具情况表（2023 年 3 月末）

表：结构性货币政策工具情况表（2023 年 3 月末）

	工具名称	支持领域	发放对象	利率（1 年期） /激励比例	余额 （亿元）	余额占比
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	5960	8.7%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	14331	21.0%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6 个月）	6061	8.9%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	275	0.4%
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	31291	45.9%
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21 家全国性金融机构、部分外资金机构和地方法人金融机构	1.75%	3994	5.9%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	1365	2.0%
	科技创新再贷款	科技创新企业	21 家全国性金融机构	1.75%	3200	4.7%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江	工农中建交、开发银行、进出口	1.75%	10	0.0%

		西试点，普惠养老项目	银行			
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	354	0.5%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	1105	1.6%
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%（激励）	269	0.4%
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	0	0.0%
	民企债券融资支持工具（II）	民营企业	专业机构	1.75%	0	0.0%
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00%	5	0.0%
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	0	0.0%
	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	0	0.0%
	合计				68219	100.0%

资料来源：人民银行、笔者整理

审稿意见（二）：

结构性货币政策还有一些不足，也建议在最后一部分，略加说明和讨论。

修改说明：

很认同审稿专家的意见，宏观调控经常会有正反两面影响，笔者分析认为结构性货币政策工具同样需要考虑“结构性”工具带来的“结构性”问题。因此在

补充分析流动性分层部分新增对工具可能导致流动性“淤积”无法缓解分层现象分析；在结论与建议部分指出潜在的结构性问题。

【详见原文第 17 页】

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）。

【详见原文第 19-20 页】

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。

【详见原文第 22 页】

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。

审稿意见（三）：

最后一部分的建议，也需要更有针对性。

修改说明：

感谢审稿专家意见，笔者三方面修改，第一将这部分重新整理，以前文中结论顺序行文增强逻辑性；然后建议增加研究结论与前文研究结论的对应（在此回复稿中以下划线标出）；第三细化补充了建议内容。

【详见原文第 22-23 页】

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 年下旬以来，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，第一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，第二应通过调节规模、优化参数，合理设定结构性工具的流动性补充能力，第三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，避免央行资金使用时出现“跑冒滴漏”和道德风险问题。

提示：外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，本刊选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。增强出版内容与纸刊正文的版权同属于《金融市场研究》，如研究中使用该内容，请遵守本刊版权声明。

答审稿专家的宝贵意见

审稿意见（一）：

（1）题目的表述没有准确地概括全文内容。原题似乎只表达了文中第四部分，且货币市场的“流动性”一词也没有表达出来，而论文第三部分，即结构性工具影响金融机构的流动性没有在原题中表达出来。建议题目改为“结构性货币政策工具是如何影响银行间货币市场流动性的？”，内容则从“央行结构性工具——金融机构流动性——银行间货币市场流动性”来安排，逻辑会更严谨一些。

修改说明：

感谢审稿专家意见，根据审稿专家及此前编辑老师建议，目前文章更名如下：

结构性货币政策工具发展与银行间货币市场流动性（Development of Structural Monetary Policy Tools and Interbank Money Market Liquidity）

内容方面，综合考虑审稿专家建议及本刊修改提示要求，二、三、四部分以“央行结构性工具——金融机构流动性——银行间货币市场流动性”逻辑将标题更名如下：

【详见原文第 2、6、12 页】

二、结构性货币政策工具的构成与发展

三、结构性货币政策工具补充金融机构流动性的机制

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

审稿意见（二）：

（2）图表不规范。该文表和图是混用的，按严谨的学术论文格式，表与图必须分开。原文中“图 1” — “图 4” 是表格，应改为“表 1” — “表 4”；“图 5” — “图 10” 才是图，但图名要放在图的下方。

修改说明：

感谢审稿专家意见，图 1-4 已改为表 1-4；图 1-6 图名已更新，置于图下方。

【详见原文第 7、9-11、14-19 页】

审稿意见（三）：

(3) 参考文献不规范。一般学术类刊物杂志都要求参考文献为实引，该文虽然不是纯学术论文，没有文献综述部分，但文后的 12 篇参考文献也应该在文中进行提示，如第 1 篇参考文献在文中应该用“(楚尔鸣等，2019)”，第 5 篇参考文献在文中用“(马贱阳，2011)”进行提示。

修改说明：

感谢审稿专家意见，已在正文、脚注中做出修正并更新了参考文献列表。

【详见原文第 2-6、8、13、17、19 页，25-26 页参考文献列表】

审稿意见（四）：

(4) “流动性分层”概念和度量的把握问题。货币市场流动性分层是指货币市场不同细分市场的流动性存在差异，但如何度量这种差异目前学术界并没有统一的方法，一般是用不同细分市场的利率差别来度量（也可以计算“非流动性”指标来度量），那么在分析“银-银分层”“银-非银分层”时，都应该用回购利率差别来度量，在此基础上再结合融进融出总量分析。

修改说明：

感谢审稿专家意见，结合实际数据可得性笔者做出两方面修改。

第一，“融进融出总量分析”方面，为增强数据可比性佐证结论，笔者新构建了同比指标。

【详见原文第 15-16 页】

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。

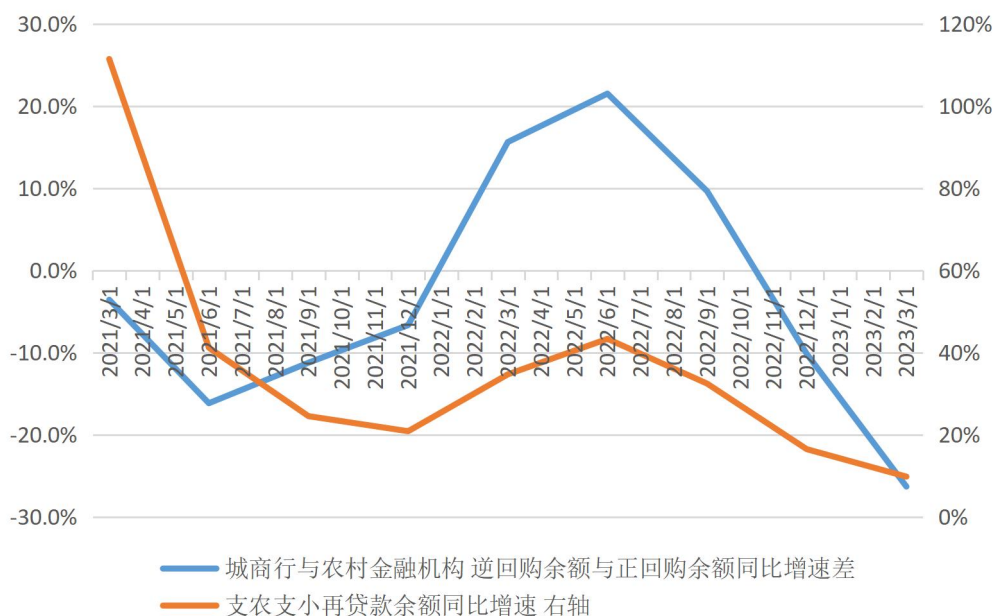


图 3 城商行和农村金融机构逆回购余额与正回购余额增速差与支农支小再贷款余额增速
资料来源：人民银行、外汇交易中心、笔者整理

第二，“回购利率差度量流动性分层”方面，原稿中笔者展示了“非银机构正回购溢价”衡量“银-非银分层”，但并未展示“中小银行正回购溢价”衡量“银-银分层”导致说理不清，因此新稿需要对此做明确说明。

笔者非常认同审稿人建议，衡量“银-银分层”直观办法就是比较中小银行和大型银行回购融资成本，构建如“中小银行正回购溢价”的指标。但是在实际的回购市场运行中，因为大型银行很少在回购市场上融资，且并不以市场利率融资（详见后文中增改部分），所以很难使用回购市场数据构建中小银行溢价指标。因此笔者使用“农村金融机构正回购溢价”和“非银机构正回购溢价”旨在分别衡量“银-银分层”与“银-非银分层”，但在原稿中对“农村金融机构正回购溢价”数据说明不够充分。

为修正上述问题，“银-银分层”方面笔者增加了对回购市场特征的说明、对“农村金融机构正回购溢价”指标的说明，指出为何本文以这一指标衡量“银-银分层”，并新构建了基于上述数据的同比指标便于更好佐证结论。

【详见原文第 16-17 页】

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，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。

脚注

⁸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，但远高于衡量市场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%。

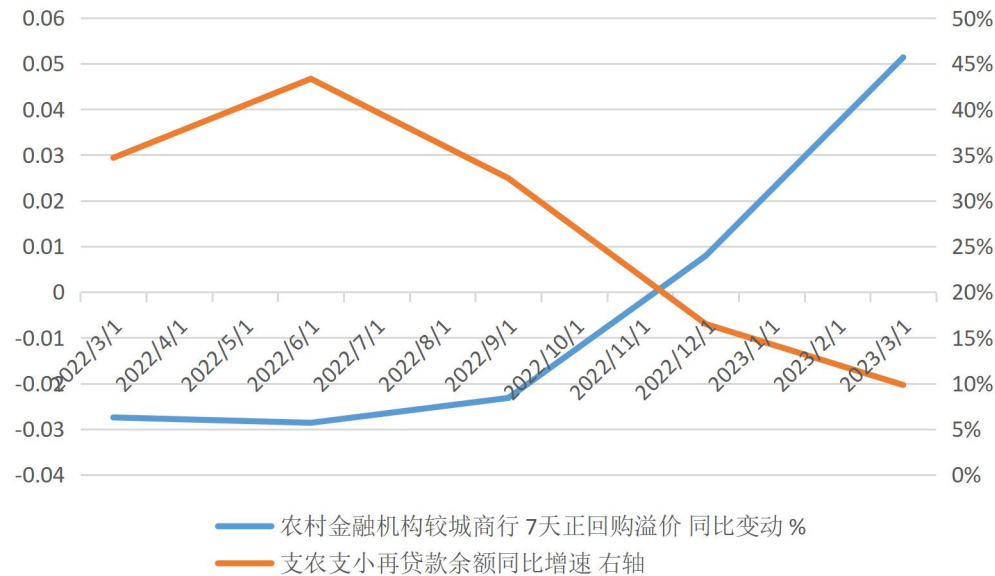


图 4 农村金融机构正回购溢价与支农支小再贷款增速

资料来源：人民银行、外汇交易中心、笔者整理

审稿意见（五）：

（5）个别用词准确性问题。如第 19 而第 2 段“传导链条分层”，传导链条本就是一环套一环的，不存在分层问题；第 19 而第 3 段“实证分析证明”，一般意义上的实证分析是先提出假设，然后用实际数据和计量模型方法证明假设是否成立，该文显然没有进行实证分析。

修改说明：

感谢审稿专家意见，对上述两问题对全文相关内容修改。

【详见原文第 21 页】

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”。

文章数据分析部分不满足学术上实证分析要求使用计量模型,因此全文修改提及“实证分析”部分。

【详见摘要】

……本文利用2021年1季度至2023年1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,……

【详见原文第22页】

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。

审稿意见(六):

(6) 政策建议中希望能添加增加“激励工具的作用”。银行间市场的流动性毕竟是从银行的角度来考察的,只有激励工具是根据中小金融机构实际发放普惠、支农等贷款进行支持的,与结构性货币政策的最终目标相符。

修改说明:

感谢审稿专家意见。原稿对激励功能论述确有不足,过于强调资金激励工具的流动性补充作用,新增对工具特点的说明。

【详见原文第12页】

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。

在全文结尾部分补充关于资金激励工具的政策建议。由于本文仅分析了资金激励工具在流动性方面的作用,并未切实证明工具对重点领域信贷的支持效果,因此没能从激励信贷投放角度提出更多的政策建议,希望审稿专家理解!

【详见原文第21页】

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。

【详见原文第22-23页】

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。

提示：外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，本刊选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。增强出版内容与纸刊正文的版权同属于《金融市场研究》，如研究中使用该内容，请遵守本刊版权声明。

答审稿专家的宝贵意见

审稿意见（一）：

第一，在文章第二部分“结构性货币政策工具的构成与发展”中，作者提出将结构性货币政策分为广义和狭义，狭义结构性货币政策依据人民银行《结构性货币政策工具情况表》统计口径，广义结构性货币政策则将定向降准、中期借贷便利（MLF）等纳入其中。建议作者不必刻意强调结构性货币政策的狭义和广义之间的区别。结构性货币政策具有定向性和结构效应，但并不意味着具有定向性和结构效应的货币政策工具都应该归入结构性货币政策的讨论范围。建议作者依据人民银行《结构性货币政策工具情况表》对于结构性货币政策的定义和工具进行描述。

修改说明：

感谢审稿专家意见。关于结构性货币政策工具定义，本稿中笔者不再做“狭义”“广义”区分，以人民银行的说明为准，且着重强调在人民银行明确定义与范围后，讨论相关问题时应从定义出发。

【详见原文第 2-3 页】

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。

关于中期借贷便利，原文中笔者本想以此为例，说明在人民银行定义下其并不属于结构性货币政策工具（早期文献中将其纳入）。原稿或表达不清，因此本稿笔者突出“发挥精准滴灌、杠杆撬动作用”特征，并强调中期借贷便利“因此并不纳入结构性货币政策工具的范围”。

【详见原文第 3 页】

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）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。

审稿意见（二）：

第二，在文章第四部分“流动性补充机制缓解银行间货币市场流动性分层的作用”中，“（三）结构性货币政策工具对“银-非银分层”的缓解”部分，作者分析论述层次不清晰，均用“第一、第二、第三”来表示，令读者混乱。建议采用不同层级小标题形式进行内容分层。

修改说明：

感谢审稿专家意见，已增加小标题易于阅读。

【详见原文第 18、20 页】

1. 银行向非银传导流动性面临多重约束
2. 融资方因稳定的市场结构形成对流动性刻板预期

审稿意见（三）：

第三，在文章第四部分“研究结论与政策建议”中，作者提出“资金激励工具使用体量小、流动性补充效率低，在结构性货币政策工具补充流动性方面起辅助作用”。此结论有待商榷。激励资金工具从工具额度规模上可能不及再贷款类工具庞大，但是，激励资金工具却具有较为出色的引导作用，其杠杆效果较为明显。以普惠小微贷款支持工具为例，根据人民银行《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》，截至 2023 年 3 月末，工具累计提供激励资金 397.6 亿元，比 2023 年初增加 123 亿元，支持地方法人金融机构累计增加普惠小微贷款 22253.5 亿元，比年初增加 6199.5 亿元。可见，激励资金工具的政策效果较为突出。

修改说明：

感谢审稿专家意见。原稿过于强调流动性补充功能，对资金激励工具的信贷激励效果说明不足，忽视了这一方面的政策效果，因此进行补充说明。

【详见原文第 21 页】

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。

审稿意见（四）：

第四，在文章第四部分“研究结论与政策建议”中，作者提出的三条政策建议需要进一步斟酌完善。一是作者提出要“丰富完善政策工具箱，做好结构性货币政策工具的开发与推广”。但结构性货币政策工具的创设不能一味地丰富政策工具箱，工具创设要讲究科学性，要控制工具数量，防止工具碎片化，同时要做好部分工具的适时退出。二是作者提出要“加强政策间协调配合，实现结构性货币政策工具对流动性的有效补充”，但并未提及货币政策和财政政策之间的协调配合。结构性货币政策的实施需要财政政策的支持，要加大财政政策对结构性货币政策的资金支持和风险补偿力度，保证财政资金的支持及时到位。三是作者提出要“进一步加强市场沟通，提高市场机构对结构性货币政策工具的认识”，这里需要强调如何加强政策工具对市场的预期引导作用，并且思考如何防范政策工具“跑冒滴漏”以及道德风险问题。

修改说明：

感谢审稿专家意见。笔者对三条政策建议分别作出修改。

第一，建议中去掉“丰富”，更注重“完善”工具箱，突出人民银行提出的“聚焦重点、合理适度、有进有退”原则，提示工具开发推广与适时退出同样重要，结构性工具使用不能违背创设初衷。

【详见原文第 22-23 页】

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 年下旬以来，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，增加对财政货币政策协调配合的建议，重在发挥财政工具与货币工具的信贷杠杆作用。

【详见原文第 23 页】

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，第一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，第二应通过调节规模、优化参数，合理设定结构性工具的流动性补充能力，第三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，说明加强市场沟通的目的是引导市场预期，并举例建议具体的沟通方式，如细化机制说明、提升公告频率等，一可引导金融机构合理展望流动性，二可引导金融机构将资金用在实处。

【详见原文第 23-24 页】

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，避免央行资金使用时出现“跑冒滴漏”和道德风险问题。

提示：外审评议和作者回复（若有）是文章的过程性材料，本刊选择其中有价值的部分，隐名后予以公开。增强出版内容与纸刊正文的版权同属于《金融市场研究》，如研究中使用该内容，请遵守本刊版权声明。

附录 1 结构性货币政策工具情况表（截至 2023 年 3 月末）

表：结构性货币政策工具情况表（2023 年 3 月末）

	工具名称	支持领域	发放对象	利率（1 年期）/激励比例	余额（亿元）	余额占比
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	5960	8.7%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	14331	21.0%
	再贴现	涉农	票据	2%（6 个月）	6061	8.9%

		农、小微和民营企业	有贴现资格的银行业金融机构			
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方方法人金融机构	2%（激励）	275	0.4%
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	31291	45.9%
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融	1.75%	3994	5.9%

			机构和地方法人金融机构			
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	1365	2.0%
	科技创新再贷款	科技企业	21家全国性金融机构	1.75%	3200	4.7%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	10	0.0%

		目				
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流企业（含快递）企业	工商 农中建交、邮储、农发行	1.75%	354	0.5%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、服务业领域和中小微企业、个体工商户	2 1家全国性金融机构	1.75%	1105	1.6%
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	1 6家全国性金融机构、地方	1%（激励）	269	0.4%

			法人 金融 机构			
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	2 1家全国性金融机构	0.5%(激励)	0	0.0%
	民企债券融资支持工具(II)	民营企业	专业机构	1.75%	0	0.0%
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建、邮储	0.00%	5	0.0%
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5 家全国性资产管理公司	1.75%	0	0.0%
	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建、邮储、开发银行	1.75%	0	0.0%
	合计				6821 9	100.0%

资料来源：人民银行、笔者整理

附录 2 2023 年公开市场业务一级交易商名单

表：2023 年度公开市场业务一级交易商名单

中国工商银行股份有限公司	中国农业银行股份有限公司
中国建设银行股份有限公司	中国银行股份有限公司
交通银行股份有限公司	中国邮政储蓄银行股份有限公司
国家开发银行	中国进出口银行
中国农业发展银行	招商银行股份有限公司
上海浦东发展银行股份有限公司	兴业银行股份有限公司
中信银行股份有限公司	平安银行股份有限公司
广发银行股份有限公司	华夏银行股份有限公司
中国光大银行股份有限公司	浙商银行股份有限公司
中国民生银行股份有限公司	恒丰银行股份有限公司
渤海银行股份有限公司	北京银行股份有限公司
宁波银行股份有限公司	南京银行股份有限公司
长沙银行股份有限公司	上海银行股份有限公司
广州银行股份有限公司	江苏银行股份有限公司
杭州银行股份有限公司	徽商银行股份有限公司
青岛银行股份有限公司	厦门国际银行股份有限公司
河北银行股份有限公司	贵阳银行股份有限公司
郑州银行股份有限公司	西安银行股份有限公司
成都银行股份有限公司	上海农村商业银行股份有限公司
广东顺德农村商业银行股份有限公司	重庆农村商业银行股份有限公司
成都农村商业银行股份有限公司	广州农村商业银行股份有限公司
北京农村商业银行股份有限公司	三菱日联银行（中国）有限公司
德意志银行（中国）有限公司	汇丰银行（中国）有限公司
渣打银行（中国）有限公司	花旗银行（中国）有限公司

中信证券股份有限公司	中国国际金融股份有限公司
中债信用增进投资股份有限公司	

资料来源：人民银行、笔者整理

提示：该附录是所发表论文的组成部分，增强出版内容与纸刊正文的版权同属于《金融市场研究》，如研究中使用该内容，请遵守本刊版权声明。