

# 结构性货币政策的国际实践与启示

封北麟

为适应国民经济转型升级的需要，近年我国的货币政策管理日益强调政策的经济结构调整功能，进一步向总量与结构调控相结合的模式转变。这种转变无疑与强调结构调整功能的财政政策再次形成新的交叉碰撞，二者的协调配合成为宏观政策管理中有必要充分关注与重点研究的问题。

## 结构性货币政策实践的国际经验

**基本概念。**所谓“结构性货币政策”是我国理论界和实务界对世界主要发达国家在应对2007年爆发的全球金融危机时所采取的一类非常规货币政策（Unconventional Monetary Policy）或者选择性信贷宽松（Credit Easing）政策的统称。具体政策操作工具包括：美国的期限拍卖便利（Term Auction Facility, TAF），英国的融资换贷款计划（Funding for Lending Scheme, FLS）以及欧洲央行的定向长期再融资操作（Targeted Long-term Refinancing Operation）等。这些政策工具为缓解危机时期的信用市场紧张局面发挥了积极作用。

**出台背景。**2007年全球金融危机爆发后，欧美等发达国家货币当局纷纷采取了大幅降低短期名义利率、维持短期名义利率接近于零的宽松政策，为金融市场注入了大量的流动性，期望金融机构尤其是银行类金融机构能够放松信贷、增加投资，刺激经济增长。然而，面对持续恶化的资产负债表，金融机构却继续紧缩信贷，导致货币当局释放的大量流动性并没有进入实体经济而是留在了金

融体系之中，市场融资功能几近丧失。为了应对市场恐慌情绪，解决金融机构的“借贷”问题，以美联储为首的发达国家货币当局采取了非常规的选择性“信贷宽松”政策，为抑制欧美经济的持续恶化和促进缓慢恢复发挥了积极作用。

**操作方式与传导机制。**美欧发达国家主要是通过货币当局直接参与相关市场交易，购买金融机构持有的低流动性、中长期私人部门债权资产，提供高等级政府债券或其他资产，放宽合格抵押品范围，达到促进信贷投放、活跃资产交易、压低市场中长期利率和恢复信贷市场功能的目标。具体的传导渠道包括信号传递、资产组合、风险溢价、银行贷款等，即货币当局通过政策操作向市场传递其对未来形势的判断、政策目标和实施步骤的信息和政策姿态，引导金融机构改变其投资组合，降低信用风险溢价，增强金融机构信心，放松银行信贷，最终达到恢复金融市场功能、增加投资、促进消费的政策目标。

**政策效果。**从金融市场的实际表现以及一些数量分析结果看，欧美国家采取的针对特定市场的信贷宽松政策达到了预期目标。但是，实施选择性信贷宽松政策通常需要货币当局买断金融机构持有的低流动性资产，从而最大程度体现出政府救助意图，达到强化政策效果的目的。该操作的直接后果是导致货币当局资产负债规模和结构的持久变化：资产方的中长期、低流动性非政府性债券或信贷资产大规模增长，同时负债方的储备负债大规模增加。这种结构变化

使美欧国家的货币当局暴露在严重的违约和市场风险中。如何把握时机有序退出这些非常规信贷宽松政策也增加了货币当局政策制定和执行的难度。

## 结构性货币政策与财政政策协调

从国际实践看，结构性或选择性货币政策与财政政策协调可以区分为危机情形下的政策协调和经济常态条件下的政策协调。二者适用的条件和目标不一致。

**危机时期的政策协调。**从国际经验看，美欧国家货币当局制定的具有结构调整功能的“信贷宽松”政策主要是一种危机救助手段，仅是特殊时期的特殊政策。选择性信贷宽松政策的主要目标是为金融市场提供不同期限的流动性支持。可以避免金融机构因为筹措流动资金而被迫贱卖资产的行为，进而阻止资产价格的持续普遍下跌（交易行为导致）和防范系统金融风险。但是，这种支持只能解决金融机构的流动资金不足，却不能解决金融系统因资产贬值（基本面因素恶化导致）而普遍出现的资本充足率不断下降问题。如何缓释市场因金融机构资不抵债而出现的破产恐慌和信心不足变得十分关键。此时给予财政资金支持是修缮问题机构资产、充实其资本的有效途径，有助于最大限度释放结构性货币政策效力。危机时期的结构性货币政策与财政协调不仅体现在流动性支持与资本支持的协调配合，而且体现在结构性货币政策的具体执行过程中。结构性货币政策的实施，通常需要高信用

等级的政府资产,其中政府债券深受政府与市场的青睐。因此,中央银行要充分使用结构性货币政策必须掌握足够的政府债券,以确保救助政策的可行性和可信度。不仅如此,实际投入使用的政府债券在期限、利率的设计方面也必须有利于改善问题金融机构的资产配置状况,否则不合理的政府债券置换可能导致金融机构的资产负债不匹配形成利润缺口,不断侵蚀资本,反而进一步恶化了金融机构的状况。这就需要财政部门在政府债券的发行与设计方面做出精心设计与安排,全面支持结构性货币政策的执行。此外,央行救助政策的可信度和有效性还要取决于同期政府债务政策的可行性。财政部门必须制定可信的政府偿债计划以确保市场相信由此形成的政府债务是可持续的、财政成本是可消化的。否则,救助政策可能因受到公众的质疑甚至反对而在政治上不可行、经济上不可信。

**经济常态下的政策协调。**选择性货币政策是欧美国家应对危机的一种救助手段,一旦度过危机将有序退出,继而恢复常规货币政策调控,突出强调市场机制在资源配置中的基础性作用。这些市场经济国家普遍认为,选择性信贷宽松政策对市场有较强的干预。一旦市场主体适应这种政策,将极大地阻碍和损害市场机制的恢复与运用,不适宜作为经济常态下的货币政策实践。因此,欧美国家在经济常态下基本不存在结构性货币政策与财政政策的协调配合问题。

在我国,为适应经济转型升级的需要,人民银行日益强调货币政策在经济结构调整中的作用并设计了相应的政策工具,推出了短期流动性操作、常备借贷便利、抵押补充贷款等选择性政策调节工具。这些工具与我国传统的再贷款、再贴现、差别存款准备金率等定向调节工具共同构成了我国结构性货币政策工具的初步架构和工具箱。因此,在

经济常态时期,我国的结构性货币政策与财政政策之间也有充分合作的必要和空间。结构性货币政策的一个重要特征是交易由金融机构发起,即金融机构是交易的主动方,而中央银行是交易的被动方。因此,金融机构的利益取向在政策执行过程中发挥着关键作用。如果政策意图与金融机构或者业务经办者的利益相冲突,结构性货币政策的传导机制就会因此受到阻滞,政策效力大大减弱。随着我国金融体系市场化改革的逐步深入,金融机构以“利润为中心”的经营模式的建立,往往会出现结构性货币政策意图与金融机构或者业务经办者的利益不相符甚至冲突,这类现象在“三农”、“中小微企业”、“科技金融”、“生态保护”等领域普遍存在。因此,仅仅依靠结构性货币政策支持,政策效力十分有限。此时给予财政政策支持,有助于平衡利益冲突,引导金融机构的选择。例如,在小微企业融资领域,财政政策可以通过风险补偿机制、财政奖励机制等弥补商业银行小微企业信贷的风险损失或分担成本,激励商业银行增加信贷支持。此外,根据企业生命周期不同阶段的差异,结构性货币政策与财政政策可以进行协调分工:对处于初创期企业,由于风险过高,不符合金融机构业务开展的条件,可以由财政部门通过设立创投基金的方式提供资金支持;一旦小微企业进入成长期,经营稳定、财务健全时,则由结构性货币政策按照一定的市场化原则提供信贷融资支持。除了在信贷市场上合作提供支持外,结构性货币政策与财政政策还可以在其他重要资金市场上发挥重要作用。例如,债权和股权市场。结构性货币政策操作过程中需要大量的合格抵押品。如果可以扩大合格抵押品的范围,将中小企业的集合债券、中小企业股权纳入其中,将有助于增加市场对中小企业债券和股权的市场需求,进而间接增加了中小企业

融资的可获得性。为了增强该政策的效力,同时降低中央银行的风险,财政可为具有较好信用评级的中小企业债券和股权提供公共担保,以此增强市场信心和政策可信度,助力结构性货币政策的实施和扩大成效。

虽然我国与欧美国家对选择性或结构性货币政策在政策内涵、设立初衷、适用条件、政策目标、操作方式、预期效果等方面有着不同的诉求和设计安排,但是欧美国家的一些重要经验仍然值得借鉴:第一,西方国家采取的选择性货币信贷政策主要是一种危机救助手段,一旦进入常态将恢复常规货币政策调控,强调市场机制在资源配置中发挥基础性作用。第二,以应急流动性支持为目的选择性信贷宽松政策的政策效力是有限的,特别是其对实体经济结构的调整效果因为受到金融机构自身利益导向的影响而大打折扣。第三,大规模持久买断资产的选择性信贷宽松政策虽然具有较好的政策效力,但是实施该类政策对中央银行的资产负债表带来一定的负面影响。大规模低流动性资产和高储备负债的存在使得中央银行面临严重的市场信誉和政策可信度下降、未来通货膨胀风险明显上升的不利局面。第四,结构性货币政策的实施带有较强的政府干预,会阻碍市场机制的运行与恢复,增加了常规货币政策宏观调控和微观操作的难度。如何有序退出更是中央银行需要谨慎细致考虑的问题。第五,我国结构性货币政策设计必须进一步提升适应性,要与金融机构的资产配置偏好和行为特征以及非金融行业生产流通周期相适应,增加政策工具的可用性,进而提高政策效力。最后,无论是危机时期还是经济常态下,单一的选择性或结构性货币政策效力都十分有限,需要财政政策的积极配合才能达到更好的政策效果。□

(作者单位:中国财政科学研究院)

责任编辑 李艳芝