

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2016.04.004

# 中央银行资产负债表政策与金融危机管理研究

彭 芸

(湖北经济学院 金融学院,湖北 武汉 430205)

**摘要:**在应对金融危机的过程中,中央银行将其资产负债表成功地打造成一项灵活的货币政策工具,使得央行在短期名义利率达到下限时,仍能继续为经济和金融体系提供必要的流动性和刺激。对一些国家或地区而言,中央银行资产负债表的使用经历了从被动资产负债表政策向主动资产负债表政策的转变。如何有效地制定和实施资产负债表政策,完善央行的危机管理框架,提高应对金融危机的能力,是全球各国央行面临的一项共同课题。

**关键词:**金融危机管理;中央银行;资产负债表政策

**中图分类号:**F830.31 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-626X(2016)04-0022-05

## 一、引言

中央银行资产负债表反映着央行的资金来源和资金运用在各种金融负债和资产上的配置,它既是实施货币政策的结果,也是进一步实施货币政策的基础。在经济金融运行正常的情况下,中央银行的资产负债规模增长平稳,结构也比较简单,资产以再贴现和国债为主,负债以流通中的货币和商业银行准备金存款为主。

2008年全球金融危机爆发以来,在利率降无可降、信贷市场持续紧缩的背景下,主要经济体的中央银行采取了多项非常规货币政策措施。这些措施主要通过调整中央银行资产负债表的规模和组成这两个要素而发挥作用,又被称为“资产负债表政策”,<sup>[1]</sup>以区别于传统的以短期政策利率目标值调整为特征的“利率政策”。在应对此次金融危机的过程中,主要经济体的央行通过运用资产负债表这一政策工具,调控市场流动性,导致资产负债表规模迅速膨胀,资产负债表结构日益复杂,引发了对中央银行资产负债表政策的广泛关注。

在资产负债表政策的实施过程中,资产方和负债方分别扮演着不同的角色。<sup>[2]</sup>“资产方”,央行通过

直接购买信贷产品替代无法正常运转的私人金融机构;“负债方”,金融机构在央行超额准备金的增加,则扮演着金融市场流动性风险资金调节池的角色。两者之间相互联系,金融中介无法正常运转导致金融机构的融资流动性风险大量增加,这又会导致对超额准备金的需求增加。

学者们从不同的角度对央行资产负债表政策进行了分类。Bernanke 和 Reinhart 将其分为改变央行资产负债表资产方组成的政策和扩大央行资产负债表规模的政策;<sup>[3]</sup>Stone 等将其分为着眼物价稳定的资产负债表政策和着眼金融稳定的资产负债表政策;<sup>[4]</sup>欧洲央行的经济公报中则将其分为被动的资产负债表政策、主动的资产负债表政策和可能的资产负债表政策。<sup>[5]</sup>

随着经济形势的变化要求央行加强对资产负债表的有效调控,主要经济体的央行逐渐实现了从被动资产负债表政策向主动资产负债表政策的转变。

## 二、金融危机背景下中央银行资产负债表角色的演变

正常情况下,中央银行资产负债表的变动主要是对公开市场操作等货币政策操作所做出的被动反

收稿日期:2016-06-12

基金项目:湖北省教育厅科技处重点项目(D20132203)

作者简介:彭芸(1977-),女,湖北天门人,湖北经济学院教授,经济学博士,主要从事货币理论与货币政策研究。

应。危机爆发后,金融市场陷入混乱,传统货币政策失效。在应对金融危机的过程中,中央银行资产负债表从“后台”走向“前台”,从传统操作框架下的“附属地位”提升至“货币政策工具”的地位。

(一)传统货币政策框架下央行资产负债表的“附属地位”

2008年全球金融危机爆发前,尽管经济金融结构和货币政策操作传统存在差异,绝大多数国家或地区的中央银行都将利率作为货币政策调控变量。

正常情形下,货币政策态势是通过中央银行准备金的价格来体现的。在当前大多数中央银行的操作框架中,货币政策态势是通过银行在同业拆借市场上交易央行准备金的价格来体现,而这一价格又会受到中央银行向银行供给准备金的价格的影响。在这一操作框架中,央行根据银行的需求,向银行体系注入准备金,以引导同业拆借利率的实际水平与中央银行宣布的“政策利率”目标值趋于一致。

由此带来的结果是,央行的流动性管理操作只对政策利率目标值的实现起到技术性支撑作用,央行资产负债表的组成和规模包含的有关货币供给宽松程度的信息有限。央行资产负债表的规模源于被动地满足引导短期利率与央行期望的态势一致的需要,其很大程度上取决于央行交易对手的资金需求,而这又取决于银行体系的流动性需求。换句话说,中央银行通过有限地供给银行体系所需要的准备金数量以调控短期利率。央行资产与负债的组成反映了央行流动性管理的制度特征,包括抵押物政策、流动性供给与回收的方式。总之,当货币政策工具是短期利率时,央行资产负债表的规模和组成并不提供货币政策态势的任何信息,央行资产负债表处于附属的地位。

(二)危机背景下中央银行资产负债表的“政策工具”地位

金融危机期间,随着政策利率目标值不断下调,传统利率政策工具的操作空间越来越小,主要经济体的央行超越传统的货币政策框架,通过资产负债表规模扩张和结构调整等方式向市场注入流动性,将资产负债表提升至重要的“货币政策工具”地位。

中央银行强化“资产负债表”这一政策工具的使用,主要基于三个方面的动因:(1)出于应对金融体系流动性紧张局面和管理金融危机的需要,这与

央行传统的最后贷款人功能是一致的;(2)由于流动性风险溢价与信用风险溢价上升,导致流动性短缺和金融市场功能受到破坏,阻碍了央行所期望的货币政策态势的有效传导时,需要采取相应的措施疏通货币政策的传导渠道;(3)当短期名义利率已降至零利率下限时,为了进一步降低长期利率,需要增加货币供给以扩大货币政策的宽松态势。

在应对金融危机的政策实践过程中,央行运用资产负债表这一政策工具的方式是多样化的,主要表现为:(1)无限额地向银行体系增加流动性供给,以满足银行增加的流动性需求,以及调整流动性供给的方式,在某些情形下也提供定期贷款;(2)向非银行私人部门提供直接贷款,或购买私人部门资产;(3)大规模购买中长期政府证券或政府担保的证券。所有这些措施都会不同程度地带来资产负债表规模的扩张和结构的改变。

### 三、被动的中央银行资产负债表政策

被动的资产负债表政策是指当金融紧张局面导致流动性需求增加时,央行发挥最后贷款人功能,无限额地向交易对手提供流动性的相关措施。之所以称之为“被动”,是因为这一政策实施的最终结果完全取决于交易对手对中央银行信贷的需求。其主要可以分为两类:

(一)满足银行体系流动性需求的被动资产负债表政策

在金融机构流动性出现系统性紧张时,私人金融中介功能难以发挥。由于市场分割和出于谨慎动机的“流动性囤积”,同业拆借市场在不同市场参与者之间调剂央行准备金的能力减弱甚至完全丧失。在此情形下,银行体系对流动性的需求迅速上升,中央银行需要额外提供准备金用于满足增加的流动性需求,以试图阻止潜在的具有破坏性的去杠杆过程,这不仅有助于稳定银行体系,而且能有效阻止短期政策利率的上升。

2008年全球金融危机爆发后,为了缓解同业拆借市场的严重紧张状态,特别是应对2008年9月雷曼兄弟破产之后的金融动荡,主要经济体的中央银行作为最后贷款人从事了一系列的操作,向不同的银行部门提供流动性,导致央行资产负债表规模的扩大。央行的一系列操作,不仅有利于降低同业拆借市场的利差,也有助于改善市场的整体运行,恢复对经济的信心。事实上,通过将短期政策利率

稳定在与央行操作目标一致的水平,可以避免货币政策态势的紧缩。

(二)为银行体系提供定期贷款的被动资产负债表政策

除了满足银行体系增加的流动性需求,中央银行也可以通过提供定期贷款这一方式为银行体系提供较长期限的流动性。金融紧张不仅影响隔夜同业拆借市场,也会影响定期货币市场、无担保的银行债券市场等定期资金市场。为了应对这样的情形,中央银行超越传统,延长了其流动性干预的期限。获得更长期限的流动性可为交易对手提供与其某些资产期限相匹配的资金,这样有利于银行有效防范期限风险,从而阻止过快的去杠杆化,使得金融市场的信心效应得以放大。另外,这一措施还具有重要的信号效应,表明了央行为确保定期资金市场上的正常状况而扮演流动性支持者的决心。除了延长流动性支持的期限,央行还通过扩大合格抵押物的覆盖范围,增加流动性供给的对象,降低获得流动性的成本,改变流动性供给的方式等途径,为交易对手提供流动性支持。如美联储的定期拍卖工具、欧洲中央银行的全额固定利率招标都体现了央行流动性供给方式的创新。

流动性支持政策的整体效应取决于交易对手是否愿意借款以及愿意以何种成本借款。尽管这些流动性支持政策可能足以保持市场的运行,阻止金融市场动荡向实体经济蔓延,但央行通过这一政策对广泛的融资状况只能实施有限的控制,尤其是这些措施最终不足以阻止银行的去杠杆化以及由于限制性信贷条件可能导致的对经济的负面影响,这就要求央行更为主动地设计其资产负债表,通过积极调整资产负债表的规模和结构影响特定金融市场的价格,进而影响经济发展状况。

#### 四、主动的中央银行资产负债表政策

随着经济形势的变化要求央行更为积极地设计资产负债表的规模和结构,主要经济体的央行开始实施主动资产负债表政策。其主要分为以下两类:

##### (一)信贷宽松

信贷宽松是针对特定目标市场的干预,试图通过改变中央银行资产负债表的组成来影响信用利差,以改善所期望的货币政策态势的传导。

在某些情形下,央行无限额地为银行体系提供流动性可能还不足以修复功能受损的私人金融中

介。中央银行的流动性供给尽管非常充裕,但往往只有一部分市场参与者可以获得,即只有央行的交易对手才可以获得。在风险规避时期,甚至这些参与者都不愿意进入功能受损的市场来分配其流动性。因此,为了改善那些对实体经济融资具有重要作用的关键市场的运行,央行的直接干预会显得非常必要。

央行究竟采取何种信贷宽松的措施,不仅取决于经济体的金融结构及央行可使用的政策工具,也取决于目标市场受损的具体特征。信贷宽松措施主要包括:(1)向中央银行常规交易对手之外的金融市场参与者提供流动性;(2)以常规货币政策操作中不被接受的证券作为抵押物以提供流动性;(3)直接购买金融机构持有的有价证券、商业票据等资产。

在中央银行信贷宽松干预中,资产负债表资产方的组成非常重要。因为资产负债表的资产方反映了货币当局的调控意图,即央行希望改善融资条件的特定目标市场。为了实现这一目标,货币当局会更为积极地运用其资产负债表以改善或替代私人金融中介,疏通货币政策传导渠道,提高货币政策的有效性。信贷宽松试图通过改变特定目标市场上特定借款人的市场利差来改善非金融私人部门的融资环境,从而恢复市场的融资功能,促进央行所期望的货币政策态势的传导。

信贷宽松政策能否对经济产生积极影响与短期名义利率是否达到零利率下限之间并无必然的联系。信贷宽松政策的有效性主要取决于目标市场对非金融私人部门融资的重要程度以及这些市场的受损程度。比如,在短期名义利率仍处于零利率下限之上时,美联储设立“商业票据融资便利”,为商业票据市场提供流动性支持,有力地促进了商业票据市场功能的恢复,商业票据市场上的利差迅速下降。但是,在短期名义利率达到下限时,“信贷宽松”对经济的积极效应可能会更大。<sup>[6]</sup>

##### (二)大规模资产购买

大规模资产购买,也就是通常所说的量化宽松,是在短期名义利率处于零利率下限时,央行大规模的购买政府证券等资产,通过扩大资产负债表的规模以降低长期利率,最终实现货币政策态势的全面宽松。尽管信贷宽松也可以增加货币政策的宽松态势,但仅仅是特定市场的宽松可能还不足以达到央行实现政策目标所要求的宽松程度。在这一背

景下,央行通过大规模的资产购买这一政策工具,以期创造更为广泛的宽松融资环境。

大规模资产购买政策主要通过两条途径影响金融市场。(1)资产组合平衡渠道。随着央行资产购买所产生的流动性被投资者用于重新调整其资产组合,产生的溢出效应将会影响多个央行未干预市场上的资产价格。(2)信号渠道。资产负债表规模的扩张传递了未来政策利率走势的信号,反映了未来货币政策的取向。通过这一渠道,对未来更为宽松货币政策态势的预期将会改善当前货币政策态势。<sup>[5]</sup>

资产组合平衡渠道依赖于私人部门资产组合中资产的不完全可替代性。在存在市场分割时,由于资产的不完全可替代性和有限套利,某一证券净供给的变化不仅会影响该证券资产的价格,也会影响类似金融工具的价格。比如,如果中央银行购买长期国债,一方面将会导致长期国债的相对短缺,从而引起长期国债价格的上升,收益率的下降;另一方面投资者将会寻求重新平衡其资产组合,将卖出长期国债所获得的央行准备金转向风险更高的资产。通过这一方式,中央银行资产负债表的扩张通过推高各类资产的价格和降低长期利率来提供额外的货币宽松,从而创造更为宽松的货币环境。

资产组合平衡渠道的效应取决于央行干预规模的大小。从理论上讲,资产组合平衡渠道并不与特定类型资产的购买相联系,它强调的是所购买资产的规模对资产定价的重要性。<sup>[6]</sup>针对特定目标市场的央行干预,由于是直接的传导,其对信贷环境的改善影响速度较快;相比之下,资产组合平衡渠道传导较为间接,它需要一个溢出的过程,即新产生的流动性从一个市场传递到另一个市场,才可能影响与广泛的信贷有密切关系的那些价格。因此,为了获得显著的宏观经济效应,央行需要大规模的资产购买以实现货币政策的进一步扩张。

上述的分析也在一定程度上解释了主要经济体央行资产购买计划规模之大,以及这些购买计划主要是以政府证券作为购买对象的原因。政府债券市场,除了其在经济中各类资产定价中的关键作用外,被认为市场规模足够大,使得央行能购买必要的数量以创造广泛的宽松融资环境。在这一背景下,央行资产负债表资产方的规模不仅会影响资产组合平衡渠道的传导效果,而且会影响到广泛融资环境的宽松程度。

## 五、结语

2008年全球金融危机爆发后,在应对危机的过程中,主要经济体的中央银行超越传统的操作框架,将中央银行资产负债表打造成为一项灵活的货币政策工具,以满足不同政策操作的需要。对一些国家或地区而言,中央银行资产负债表的使用经历了从“被动”向“主动”的转变。被动资产负债表政策源于央行被动满足交易对手的流动性需求而增加流动性供给,其对广泛的金融环境影响有限;而主动资产负债表政策强调央行积极地通过调整资产负债表的结构和扩大资产负债表的规模等方式,修复功能受损的金融市场以疏通货币政策传导渠道,而且还能在短期名义利率降至零利率下限时,进一步扩大货币政策的宽松态势。

不同类型的中央银行资产负债表政策,既有各自侧重的干预目标,同时彼此之间又存在着密切的联系。比如,信贷宽松侧重对资产负债表的资产方实施积极管理,以影响资产负债表的资产规模和结构为主;而量化宽松政策侧重对资产负债表的负债方进行管理,影响的主要是负债的规模和结构。信贷宽松对央行资产负债表也会产生量化的效应,使得在实践中很难明确区分信贷宽松和量化宽松。因为信贷宽松往往是通过创造新的央行准备金来融资的,而未冲销的信贷宽松干预如果规模足够大的话,也会产生显著的宏观经济效应。

央行资产负债表综合反映央行各项活动所引致的资金来源分布状况和资金使用配置状况,它涉及诸多复杂的经济活动和金融活动。由于不同国家经济发展程度、金融发展历史、金融政策取向的差异,导致其央行的资产负债表在项目、规模和结构等方面存在诸多差异。如何在比较中央银行资产负债表政策实践的过程中,结合中国实际,寻求加强我国央行资产负债管理的新型工具,探寻提高我国货币政策针对性、有效性和前瞻性的途径,是摆在我国央行面前的一项紧迫课题。

## 参考文献:

- [1] Borio, C, P Disyatat. Unconventional Monetary Policies: an Appraisal[R]. BIS Working Papers, 2009. 292.
- [2] Shigenori Shiratsuka. Size and Composition of the Central Bank Balance Sheets: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy [R]. Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper, 2010.42.

- [3] Bernanke, B., V. Reinhart. Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates [J]. American Economic Review, 2004, (2): 85-90.
- [4] Stone et al.. Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience so far [R]. IMF Working Paper, 2011. June, WP11145.
- [5] The Role of the Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy [Z]. Economic Bulletin of European Central Bank, 2015.4.
- [6] Curdia and Woodford; The Central Bank Balance Sheet as An Instrument of Monetary Policy [R]. NBER Working Paper, 2010. July. No.16208.
- [7] Bauer, M., G. Rudebusch.. The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases [J]. International Journal of Central Banking, 2014, (9): 233-289.

(责任编辑:刘同清)

## Research on Balance Sheet Policy of Central Bank and Financial Crisis Management

PENG Yun

(School of Finance, Hubei University of Economics, Wuhan Hubei 430205, China)

**Abstract:** During the process of coping with financial crisis, Central bank has successfully made its balance sheet a flexible monetary policy instrument. Making the use of balance sheet policy, the central bank could continue to offer required liquidity and stimulation for the economy and financial system when the short-term nominal interest rate reached the effective lower bound. For many countries or areas, the use of the central bank balance sheet over time has marked a transition from passive balance sheet policy to active balance sheet policy. How to stipulate and implement "balance sheet policy" effectively, improve crisis management framework and increase the ability of coping with financial crisis has become a common concern for central banks all over the world.

**Key words:** financial crisis management; central bank; balance sheet policy