

研究简报

(2017 年 第 1 期 总第 32 期)

清华大学国家金融研究院

2017 年 4 月 21 日

资产证券化与货币政策的操作传导机制

货币政策与金融稳定研究中心

摘要：2015 年利率市场化完成之后，我国的货币政策的操作会使用更多市场化的操作方式，同时也会因为金融市场的不完善而不断创新，此次央行将提高中期借款便利利率作为升息的手段就是很好的例子。鉴于我国目前国债市场流动性较差，短期利率向中长期利率传导的渠道不畅通，导致货币政策的有效性受到严重影响，我们认为更多使用资产证券化的产品作为央行公开市场操作的工具是未来行之有效的解决方法。

2017 年 1 月 24 日下午，央行宣布开展一年期中期借贷便利（MLF）^①操作，利率提高 10 个基点。这是 MLF 操作历史上首次上调利率，也是政策利率近六年来首次上调。虽然央行各位领导多次公开表示中央经济工作会议已经奠定了货币政策从适度宽松向

^① MLF (Medium-term Lending Facility) 是央行向商业银行或政策性银行以国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债为质押而发放期限为 3 个月的贷款以投向特定行业或产业的操作。



中期稳健转变的基调，也就是我们正在进入升息通道，因此上调MLF利率实际就是在升息，但是在当时业界普遍坚持认为这次MLF利率的上调只是新年和春节前后的流动性调整。直到3月份市场才逐渐意识到这次操作的确是在加息。

为什么市场对央行的操作存在理解上的偏差呢？虽然利率市场化的改革已经与2015年底宣布完成，但是商业银行仍然处于利率管制的逻辑中，还没有从惯性思维中走出来。大家仍然习惯盯着存贷款的基准利率作为银行存贷款定价的标准，认为只有存贷款的基准利率的变化才是央行调整利率的标志。

但是事实上，利率市场化的改革完成之后，调整存贷款基准利率不再是标准的市场化的工具，货币政策的操作一方面必须向早已利率市场化国家学习成功的经验--比如，利用公开市场操作调整短期利率进而影响中长期利率和实体经济，另一方面也要结合中国自身的实际情况和特点进行创新。这两方面是相辅相成的不能割裂开来。在从计划向市场转型的过程中，不仅央行需要不断摸索和创新，作为市场重要参与者的银行和金融机构也必须与时俱进、不断学习和适应新的货币政策实施手段。

在正常情况下，短期利率将会通过利率渠道、汇率渠道、其他资产渠道以及银行信贷渠道传导到实体经济。但是在实际操作中，由于中国经济和金融发展的特殊阶段，我们还面临很多转型摩擦与制度阻力，其中货币政策传导机制不完善是最为关键的问题。

第一，作为央行政策目标的短期基准利率是什么？在美国，这个目标是联邦基金利率（FFR），也就是银行间隔夜拆解的利率，这是一个市场化的利率。在中国，SHIBOR是市场化的利率，也是银行间隔夜拆借的利率，可以作为基准利率的备选，但是它的收益

率曲线还不完善，流动性有局限，定价机制有待提高，波动率也相对过大，距离理想的基准利率还有差距。

第二，假设我们已经确定了基准利率，并且和 FFR 一样，我们的基准利率也对银行超额储备非常敏感，那么我们也可以和美联储一样通过公开市场操作直接改变超额储备的量来影响基准利率。那么，公开市场操作的工具是什么？美国公开市场操作主要运用的是短期国债，中国的国债市场流动性较差，因此国债并不能作为公开市场操作的工具。目前，央行创造性地使用了央票作为操作的工具。但是，除了操作工具，操作的规模也很重要。美联储利用公开市场操作影响联邦基金利率的模式，在过去超额储备在 50-100 亿美元的时候是成立的，但是经过 7 年的零利率下限之后，美国的超额储备达到 2.5 万亿，几十亿美元规模的公开市场操作相对于超额储备的量太小，对联邦基金利率影响不大，因此 2015 年底首次升息以来，除了公开市场操作之外，每次联邦公开市场委员会会议上还会公布两个重要的利率：逆回购利率和超额储备利率，分别作为有效联邦基金利率的下界和上界，它们和公开市场操作一起影响有效联邦基金利率。中国的储备货币近几年也迅速增加，仅仅凭借央票，公开市场操作的规模有限，也很难对银行间借贷利率产生大的影响。因此，我们仍然需要更多的、更大规模的资产作为公开市场操作的工具。而资产证券化的产品就可以很好地扮演这个角色。资产证券化产品如果可以回购，那么就可以替代国债、央票成为央行进行公开市场操作的工具，而其规模是非常庞大的。不仅如此，资产证券化产品除了可以作为国债的替代品，还可以在金融危机时，起到稳定金融市场环境的工具。实际上，在最近的金融危机中，美联储的 TSLF, PDCF, TAF, TALF 等一系列政策都试图利用 ABS 来缓解实体经

济对资金的需求，也就是说，资产证券化在美国也已经被当成了公开市场操作和稳定金融体系的工具。

第三，在解决了基准利率和政策工具之后，央行的政策以及操作怎样从短期利率传导到长期利率以及其他资产的价格？真正影响人们投资决策的不是短期利率，而是长期实际利率。因此，央行对短期利率的操作能否顺利传导到长期利率和其他资产价格是央行政策对实体经济产生有效影响的关键一步。但是，在中国，利率曲线不完整，多数情况下，无论央行怎样操作，都只有短端利率在大幅波动，而中长端利率反应非常小。这样解释了为什么 **SHIBOR** 比国外同类型的利率波动率都大得多。再结合前面提到的基准利率不确定和公开市场操作有局限性，目前比较可行的一种解决方法是直接调整央行可以控制的中长端利率，比如 **MLF** 的利率。但这严格来讲并不算是常规的市场化的手段。正常情况下，短期利率通过银行隔夜拆解来影响金融机构贷款的能力，由于银行资金成本上升需要减少贷款，但贷款类似合约不能即时改变，那么银行必须先调整持有的其他资产，一段时间之后贷款开始降低资产持有恢复正常。在银行调整资产时，卖出资产使得资产价格下降回报率上升，使得央行政策影响其它利率对中长期资产的供需，从而影响中长期的利率。要解决货币政策向中长期利率传导问题，长远的、市场化的解决方案之一仍然是资产证券化。理论上来看，资产证券化每单产品都可以完美地涵盖短、中、长期限的债券，由于产品定价的内部关联性（基于同样的资产），因此由于短期利率改变引起的短期资产证券化债券的定价的改变，可以在中长期债券定价中得到反映否则基础资产定价和债券定价的差异会导致套利空间的存在。因此，资产证券化产品不仅可以作为公开市场操作的工具，还能帮助

货币政策顺利地传导到中长期利率，这也是保证货币政策能够有效地影响实体经济的重要一步。

正因为我国的货币政策操作仍然存在着种种摩擦，仍然没有美国等国家成熟，我们才需要在摸索中不断完善和发展，资产证券化的发展可以为央行完善货币政策的传导机制做出重大贡献。在这个过程中，一定会有新的操作形式不断出现。但是无论货币当局如何操作，货币政策想要有效地传导到各个经济部门，就一定离不开市场，因此，市场应该尽快走出利率管制的惯性思维，用发展的眼光看待央行的操作，理解央行的意图，这样才不会再次出现年初这样的交流错位，才更有利于金融机构、金融市场、以及整体经济的稳定和发展。

(2017年4月21日)

(本课题牵头人为周皓，课题组成员为郭杰群、张际)

报 送：

联系人： 付静仪

电 话：

010-62797519
