

# 中欧货币政策对比

——中欧货币政策专题报告

## 导读：

中央银行作为国家的银行，担负着一个国家或地区经济宏观调控的重大使命，在国际货币往来日益频繁的今天，其掌控的货币政策不仅牵动着国家地区的命脉，还会对世界经济造成不小的影响。中国人民银行和欧洲央行实施的货币政策以及货币政策工具由于宏观经济环境以及社会环境的不同必然有所差异。

## 摘要：

### ① 中欧宏观形势

中国经济进入了“新常态”，而欧元区依旧处于低增长的泥潭；中欧物价指数变动趋势相近，但欧元区物价波动幅度远低于中国；中国顺差近年来有所扩大，欧元区贸易差额由逆差向顺差迈进。

### ② 中欧基准利率体系

中央银行利率、金融市场利率、存贷款利率三者共同构成了中国的基准利率体系；公开市场操作利率、边际贷款便利利率以及存款便利利率这三者决定的利率走廊形成了欧元区的基准利率体系。

### ③ 中欧公开市场操作

中国公开市场操作工具主要包括回购交易、现券交易、SLO、发行中央银行票据以及中央国库现金定期存款。欧洲央行公开市场操作工具主要包括主要再融资操作、长期再融资操作、微调操作以及结构操作。

### ④ 中欧非常规货币政策

中国近年来推出的一系列非常规货币政策主要包括有常备借贷便利、中期借贷便利以及抵押补充贷款；欧洲央行推出的非常规货币政策主要包括证券市场计划、债券担保购买计划、长期再融资计划以及资产购买计划。

## 宏观研究团队

陶学节

电话：18616179848

邮箱：16210680259@fudan.edu.cn

孙东升

电话：18321762862

邮箱：16210680254@fudan.edu.cn

尹纪宗

电话：18771022309

邮箱：16210680273@fudan.edu.cn

江锐

电话：18328576949

邮箱：16210680221@fudan.edu.cn

周科帆

电话：18702178963

邮箱：16210680287@fudan.edu.cn

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

# 目录

一. 中欧宏观形势 .....	1
二. 中欧基准利率体系 .....	1
1. 中国的基准利率体系 .....	1
2. 欧洲央行的基准利率体系 .....	2
三. 中欧公开市场操作 .....	2
1. 中国公开市场操作工具 .....	2
.....	3
2. 欧洲央行的公开市场操作工具 .....	4
四. 中欧非常规货币政策 .....	4
1. 中国非常规货币政策 .....	4
2. 欧洲央行非常规货币政策 .....	5
➢ 证券市场计划 (SMP) .....	5
➢ 债券担保购买计划 (CBPP、CBPP2、CBPP3) .....	5
➢ 长期再融资计划 (LTRO) .....	5
➢ 资产购买计划 (APP) .....	6

## 表目录

表格 1: 欧洲央行公开市场操作工具 .....	4
表格 2: 中国非常规货币政策 .....	4

## 图目录

图 1: 中欧 GDP 增速 .....	1
图 2: 中欧物价指数 .....	1
图 3: 中国人民银行利率形成和调控机制 .....	2
图 4: 中国央行回购以及逆回购 .....	3
图 5: 央行票据发行数据 .....	3
图 6: 国库现金管理商业银行定期存款操作量 .....	3
图 7 欧洲央行资产负债表 MROs 和 LTROs 存量 .....	4
图 8: 中国近三年 SLF、MLF、PSL 操作金额比较 .....	5
图 9: 欧洲央行 2008 年以来 LTRO 资产的变化情况 .....	6
图 10: 欧洲央行自 08 年以来各项非常规货币政策分布情况 .....	6
图 11: 欧洲央行资产购买计划 (APP) 分布情况 .....	6

## 一. 中欧宏观形势

从 GDP 方面来看，中国经济开始进入从高速增长转变为中高速增长的经济“新常态”，在 07 年 GDP 增速达到 14.2% 后，开始进入下滑区间，基本处于每年下降 1% 的速度。欧元区方面，经济增速保持低速增长，并且经济受到 08 年金融危机的影响更大，09 年增速降为 -4.5%，且 2012, 2013 两年再次降到 0 以下，最近几年欧元区经济开始缓慢复苏，GDP 增速略有上升，但总体仍处于低增长的通道中。

从物价指数方面来看，中国和欧元区的波动趋势大体一致，在 08 年达到最高点，然后金融危机后开始下降，在 11 年达到再一个高点后开始下降直到现在。但是中国 CPI 波动幅度比欧洲央行更大，欧元区 HICP 的目标区间是 2% 左右，近几年通胀压力下降，但是 2015 年开始市场和机构开始有长期通胀预期。

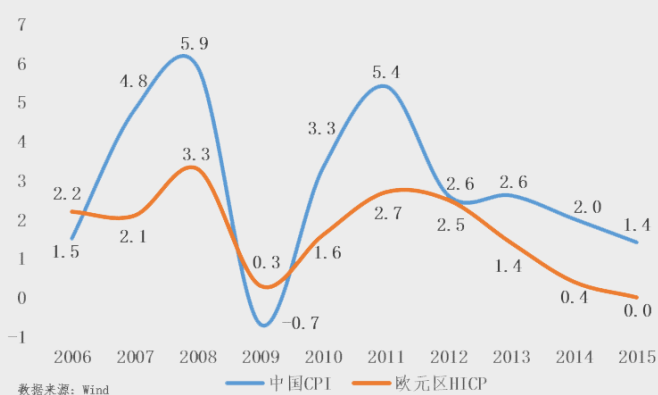


图 2: 中欧物价指数



图 1: 中欧 GDP 增速

## 二. 中欧基准利率体系

### 1. 中国的基准利率体系

按资金借贷性质划分，我国的利率体系可分为中央银行利率、金融市场利率与存贷款利率三类。中央银行利率指中央银行与金融机构之间借贷的利率，包括法定与超额准备金存款利率，再贷款利率和公开市场操作利率。中央银行设定或以市场方式确定上述利率（如公开市场操作利率），以此影响基础货币总量或市场利率，实现货币政策的调控意图。金融市场利率主要是机构之间资金借贷的利率，已经完全实现市场化，包括货币市场的拆借、回购交易利率，上海银行间同业拆借利率，国债收益率以及贷款基准利率等。存贷款利率是金融机构对客户的零售利率。在 2015 年之前，存贷款基准利率由中国人民银行公布，是非常重要的货币政策调控工具。目前，存贷款利率已经完全实现了利率市场化，通过调控存贷款基准利率来对利率体系调控已经退出了历史舞台。



图 3: 中国人民银行利率形成和调控机制

## 2. 欧洲央行的基准利率体系

发达国家金融市场已经完全实现利率市场化，中央银行通过调整政策利率引导市场利率变动，从而实现货币政策调控目标。一般说来，发达国家中央银行政策利率均为短期公开市场操作利率，本身具有较强的市场化特征，但中央银行对其具有很强的操控能力。发达国家金融市场利率亦包括机构之间的批发利率和对客户的零售利率，两者之间具有较强联动关系，这也是利率调控和传导的基础。欧洲央行的调控基准利率包括公开市场操作利率（MRO Rate）、边际贷款便利利率（Lending Facility Rate）和存款便利利率（DepositFacility Rate），通过这 3 个利率给出明确的利率走廊。MRO 是公开市场常规操作的利率，也是货币市场短期利率的目标利率，边际贷款便利类似于再贷款，是机构同业拆借的利率上限，而存款便利利率是央行给与机构存放在央行资金的存款利率，是同业拆借的下限。欧洲央行隔夜拆借利率一直游走在利率走廊内。

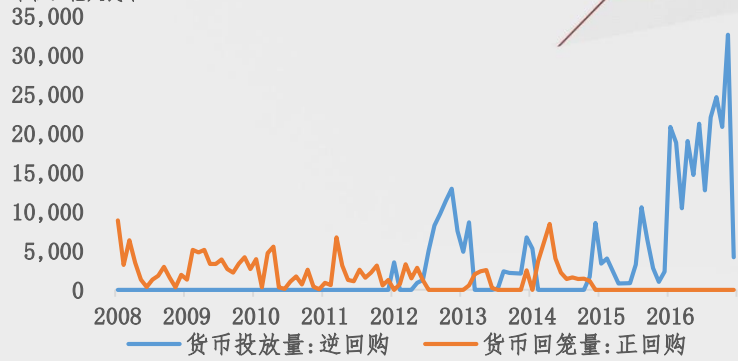
## 三. 中欧公开市场操作

### 1. 中国公开市场操作工具

公开市场操作对于调节银行体系流动性水平、引导货币市场利率走势、促进货币供应量合理增长发挥了积极的作用。中国公开市场操作包括人民币操作和外汇操作两部分。从交易品种看，中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据。2013 年 1 月，中国人民银行创设了“短期流动性调节工具（Short-term Liquidity Operations, SLO）”，作为公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用。

### 2014 年以来流动性宽松

单位：亿人民币

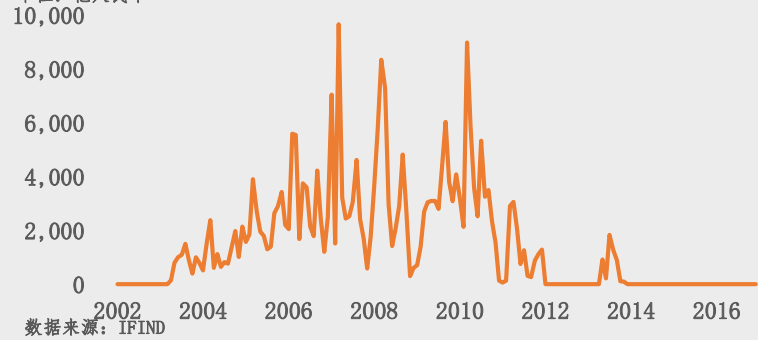


数据来源：IFIND

图 4：中国央行回购以及逆回购

### 中央银行票据仅在 2003-06-19 至 2014-01-05 期间有过发行

单位：亿人民币

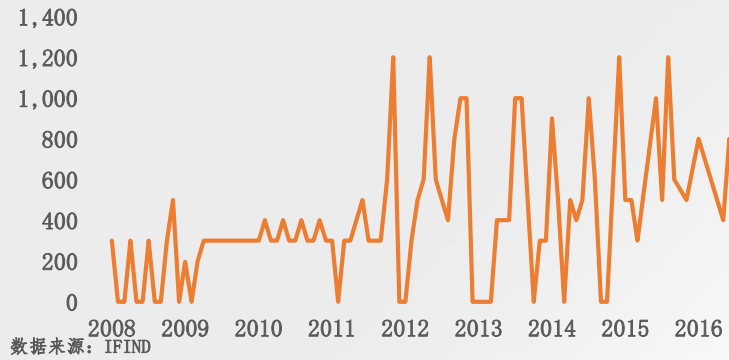


数据来源：IFIND

图 5：央行票据发行数据

### 实现国库现金余额的最小化以及投资收益最大化

单位：亿人民币



数据来源：IFIND

图 6：国库现金管理商业银行定期存款操作量

## 2. 欧洲央行的公开市场操作工具

根据公开市场操作的目标、时间安排以及程序的不同，公开市场操作工具可分为以下四种：

表格 1: 欧洲央行公开市场操作工具

	操作频率	操作期限	内容及方式
主要再融资操作 (MROs)	每周	一周	向银行系统提供流动性，由成员国央行采取标准招标的方式。
长期再融资操作 (LTROs)	每月	三个月	买入或者卖出 3 个月期限的证券。由成员国央行采取标准招标方式
微调操作	不定	不定	微调操作通常使用回购交易来执行，但也存在不附条件直接交易、发行债券、外汇掉期交易和吸收定期存款等其他形式，由成员国央行通过快速招标或双边程序实施。
结构操作	不定	不定	结构操作通过发行债券、回购交易和不附条件直接交易进行。通过发行债券和回购交易等形式进行的结构操作，由成员国央行通过标准招标进行；通过不附条件直接交易进行的结构操作，则通过双边程序进行。

2008-10 年中以及 2011-12 年底 LTRO 大幅增长

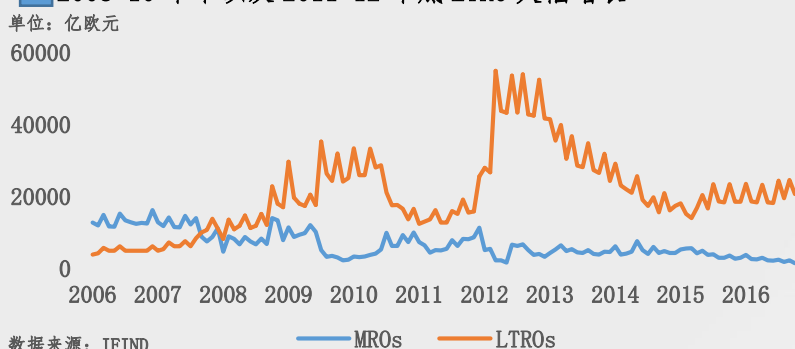


图 7 欧洲央行资产负债表 MROs 和 LTROs 存量

## 四. 中欧非常规货币政策

### 1. 中国非常规货币政策

中国央行的非传统货币政策主要包括常备借贷便利，中期借贷便利和抵押补充贷款。

表格 2: 中国非常规货币政策

货币政策	PSL	MLF	SLF
中文	抵押补充贷款	中期借贷便利	常备借贷便利
实施方	中国人民银行		
操作方式	央行抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。	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。	常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。
期限	3-5 年	3 个月	1-3 个月
资金投放渠道	政策性银行 主要是国开行和进出口银行	政策性银行 全国性商业银行	政策性银行/ 全国性商业银行
15 年资金规模	6981 亿元	21948 亿元	3348 亿元

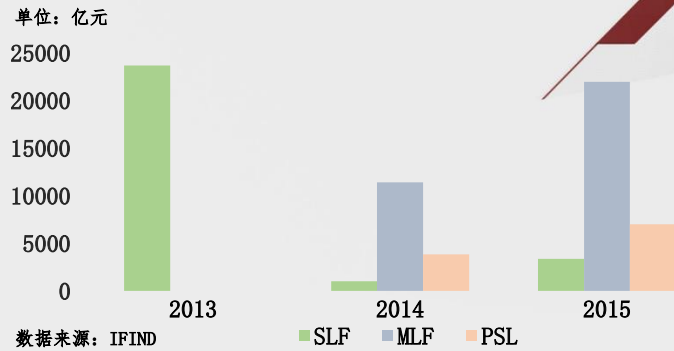


图 8: 中国近三年 SLF、MLF、PSL 操作金额比较

## 2. 欧洲央行非常规货币政策

从 2008 年 9 月的金融危机以来, 欧洲央行采取了一系列非常规的货币政策, 来确保物价稳定和货币政策传导机制的正常运行。

### ➤ 证券市场计划 (SMP)

从 2010 年 5 月开始, 欧洲央行决定建立实施证券市场计划 (Securities Markets Programme), 该计划的目的是为了解决欧洲央行某些证券市场的运行故障, 保证货币政策传导机制的通畅。在实践中, 主要是通过购买欧洲央行主权债券来进行市场干预。

2010 年, 通过 SMP 购买的债券总量为 735 亿欧元。2011 年, 通过 SMP 购买的债券总量为 1446 亿欧元。2012 年 9 月, SMP 计划终止, 2012 年底持有的通过 SMP 购买的债券余额为 2087 亿欧元。

### ➤ 债券担保购买计划 (CBPP、CBPP2、CBPP3)

CBPP: 从 2009 年 7 月到 2010 年 6 月, 欧洲央行实施了担保债券计划 (Covered Bond Purchase Programme), 购买担保债券总金额 600 亿欧元。该计划的目的是为了促进担保债券市场的复苏。

CBPP2: 从 2011 年 10 月到 2012 年 10 月, 欧洲央行实施了担保债券计划 2 (CBPP2), 购买担保债券总额为 164 亿欧元。该计划的目的是为银行和公司提供宽松的货币环境, 鼓励银行借款给客户。

CBPP3: 从 2014 年 10 月, 欧洲央行开始了担保债券计划 3 (CBPP3), 到 2014 年底, 购买担保债券总额为 296 亿欧元。2015 年, 通过 CBPP3 购买的债券总额为 930 亿欧元。

### ➤ 长期再融资计划 (LTRO)

LTRO 是欧洲央行的传统货币政策工具, 传统的到期时间为 3 个月。自 2008 年以来, 欧洲央行采取了非常规的操作手段, 延长 LTRO 的到期时间, 不断为市场提供流动性。

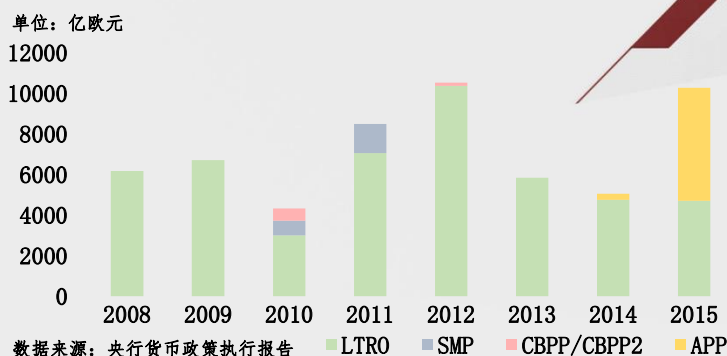


图 9：欧洲央行 2008 年以来 LTRO 资产的变化情况

### ➤ 资产购买计划 (APP)

资产购买计划主要包括以下三类计划：从 15 年 3 月开始的购买公共部门资产的计划 (PSPP)，从 14 年 10 月开始的购买有担保债券的计划 3 (CBPP3)，从 14 年 11 月开始的购买资产支持债券的计划 (ABSPP)。

CBPP3 和 ABSPP 是 LTROs 的有效补充，旨在向非金融私人部门贷款条件严苛的区域进行选择性干预。

PSPP：从 15 年 3 月开始，被市场称为欧版量化宽松政策。欧洲央行的公债购买计划包括两类资产：欧洲央行成员国主权国债；欧洲央行各国政府和机构所发行的符合相关规定的证券。欧洲央行此次购债计划规模较大，达到每月 600 亿欧元，总计 4540 亿欧元。

CBPP3：从 2014 年 10 月，欧洲央行开始了担保债券计划 3, CBPP3，到 2014 年底，购买担保债券总额为 296 亿欧元。2015 年，通过 CBPP3 购买的债券总额为 930 亿欧元。

ABSPP：从 14 年 11 月开始的购买资产支持债券的计划，到 14 年底，购买资产支持债券总额达 17 亿欧元。2015 年，通过 ABSPP 购买的债券总额达 100 亿欧元。

综合 PSPP，CBPP3，ABSPP，资产购买计划 APP14 年购买资产总额达 313 亿欧元，15 年购买资产总额达 5570 亿欧元。

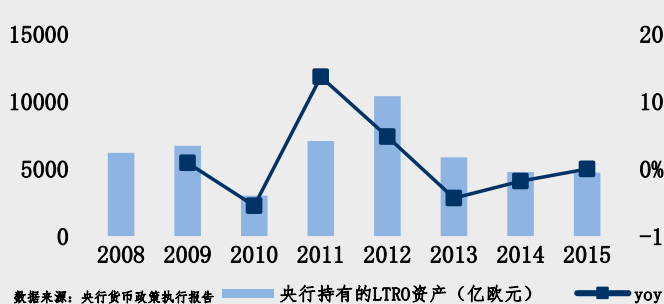


图 10：欧洲央行自 08 年以来各项非常规货币政策分布情况

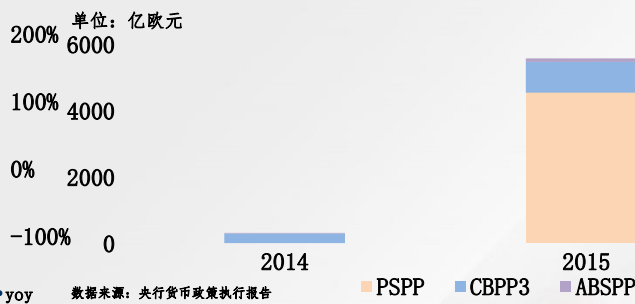


图 11：欧洲央行资产购买计划 (APP) 分布情况



我们可以看到，从 2010 年开始，在原有的 LTRO 政策的基础上，欧洲央行开始采取一些如 SMP、CBPP 等新的非常规政策，但是这些非常规政策的量并不是很大。但从 2014 年开始，欧洲央行开始采取 APP 政策，到 2015 年，APP 在非常规政策中的占比非常惊人，购买资产总额达 5570 亿欧元，释放了大量的流动性。

### **免责条款：**

本研究报告是基于本团队认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本团队力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我团队成员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我团队将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归本团队所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。