



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2020.9.9(Y-Research RN208)

整理：吴越/第一财经研究院研究员

www.cbnri.org

研究简报

宏观与央行

货币生命线——中央银行的危机应对 | BIS 年报（二）

摘要

国际清算银行（BIS）在《年度经济报告》中指出，面对新冠大流行造成的空前危机，各国中央银行再次站在政策应对的最前沿。与财政当局一起，央行采取了有针对性的迅速而有力的行动。

央行作为最后贷款人的角色出现了重要演变，直接支持范围向非银行私营部门扩大；在新兴市场经济体中，则明显向干预国内货币资产市场方面转变。

新冠危机后，更高的政府债务和整体经济环境不确定性增加，尤其是通胀的变化，可能会使各国央行面临的权衡进一步复杂化。

正文

面对前所未有的全球突然停止，各国中央银行（以下简称“央行”）

再次站在政策应对的最前沿。他们迅速而有力地采取行动，防止潜在的金融崩溃加剧对经济的破坏。他们稳定了金融体系，缓冲了企业和家庭的调整，并尽可能的恢复信心。与 2007-09 年的金融危机相比，新冠危机从根本上说是为解决公共卫生紧急情况措施所产生的真正冲击。在此次危机中，银行和金融部门一般不是骚乱的源头。相反，他们是被卷入了由经济急剧收缩引发的动荡之中。各国央行面临着调和实体经济的艰巨挑战。由于公司和家庭首当其冲地受到冲击，央行大部分应对措施旨在缓解它们面临的融资压力，同时需要根据本国的具体情况进行政策定制。

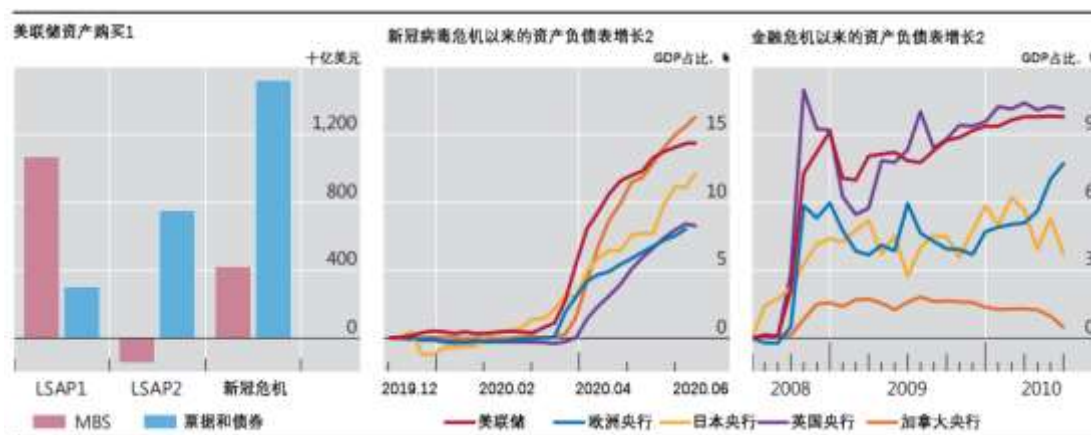
一、中央银行的危机管理：一种不断变化的状态

新冠危机再次凸显了央行在危机管理中的核心作用。随着全球经济和金融状况迅速恶化，各国央行形成了一条关键防线。防止市场功能障碍对于保持货币传导机制的有效性、维护金融稳定和支持信贷流向企业和家庭至关重要。

除了迅速而有力地降息外，各国央行还广泛且大规模地动用了资产负债表。他们向金融系统注入了大量流动性，并通过各种工具承诺了更大规模的资金注入。例如，美联储大约在四周内购买了超过 1 万亿美元的政府债券。这大致相当于 2008 年 11 月至 2011 年 6 月期间通过大规模资产购买（LSAP）计划购买的政府债券总额（图 1，左）。欧洲央行也推出了类似的融资支持机制，购买了高达 1.35 万亿欧元的证券。几周的时间主要经济体央行的资产负债表就出现大幅扩张（图 1，中），

大多超过了金融危机期间（图 1，右）的资产负债表增长。

图 1 迅速有力的回应



1. 各时期期初和期末周持有量的变化：LSAP1 为 2008.11-2010.03，LSAP2 为 2010.11-2011.06，新冠危机为 2020.01 以来。MBS 为抵押贷款支持证券。2. 中图为自 2019 年 12 月资产负债表总规模累积变化（周度），右图为自 2008 年 6 月资产负债表总规模累积变化（月度）。占四个季度 GDP 移动之和的百分比，2020 年 4 月之后为占 2019 年二季度至 2020 年一季度 GDP 之和的比。

来源：BIS

其他发达经济体和新兴市场经济体央行也针对不同细分市场采取了一系列广泛的措施，包括旨在支持银行放贷能力和意愿的监管措施。此外，随着离岸美元市场的压力变得特别大，美联储将其互换额度网络扩展至 14 家央行。

各种措施的目标近似。如最初的降息有更传统的目的——支持需求和抵消金融条件紧缩。在降息时，市场大都仍运行良好。但随着危机的加深，信心的流失造成了严重的市场混乱，迫使各国央行将注意力集中在稳定金融部门和支持信贷流向私营部门上。

1. 中央银行的目标和危机工具包

央行危机管理的首要目标是双重的。首先，它力求通过确保金融体系继续运作和继续向家庭和公司提供信贷，防止经济受到长期损害。第二，它旨在恢复信心，支持私人消费。这些目标要求央行发挥其三大主要职能，即作为货币政策当局、作为最后贷款人，以及作为银行监管机构和监督者时履行的职责。

货币政策与最后贷款人之间的关系复杂而微妙。这两项职能的目标各不相同，前者侧重于指导总需求，后者侧重于稳定金融体系。然而，它们的工具日益重叠。在金融危机之前，各国央行主要依靠对短期利率的调整来引导总需求，但自那以后，它们更依赖于资产负债表的调整，这是典型的最后贷款人工具。例如，央行以向公司和家庭贷款为条件向银行提供优惠利率资金，通过提供流动性影响总需求。另一方面，两大职能的目标又相互交织。央行为恢复市场运作而采取的干预措施稳定了金融体系，从而树立了确保货币政策顺利传导所需的信心。因此，在两个职能之间可能很难划清界限。

● 中央银行使用的工具可分为四大类

运用最广泛的工具是短期利率。政策利率可通过影响整个金融体系的资金成本产生广泛的影响。在压力时刻政策利率还能发出有力信号帮助增强市场信心。通过前瞻性指导引导市场对未来利率的预期已成为货币政策中日益重要的内容。虽然在危机时期降息是常见操作，但鉴于冲击和金融体系各不相同，降息也不是必然选择。特别是在新兴市场经济体，通常需要提高利率以阻止资本外逃，从而起到稳定汇率的效果。

第二套工具是向金融机构放贷。这包括回购业务和传统的常备融资工具/贴现窗口。有针对性的贷款业务可以为特定细分市场提供资金支持。它们还可以涉及外币，例如通过外汇掉期来缓解特定货币的资金压力。

第三套工具是直接购买（或出售）资产。这些操作通过改变市场中相应资产的供应影响特定细分市场的流动性。因此，它们对资产估值的影响可能比其它工具的影响更直接。此类工具还可传达未来政策方向的信号，有助于管理预期，从而减少不确定性。所涉及的资产范围从政府债券到私营部门证券，如商业票据、公司债券、股票和外汇。

最后，作为监管机构和监督者，央行可以调整直接影响金融中介机构和市场的法规。比如，通常被视为货币政策工具的准备金。根据央行的权力，其他工具还可能包括资本金和流动性要求，甚至是资本流动管理措施。当央行无法控制这些工具时，就需要与有关当局协调部署。

2. 最后贷款人和不断变化的金融格局

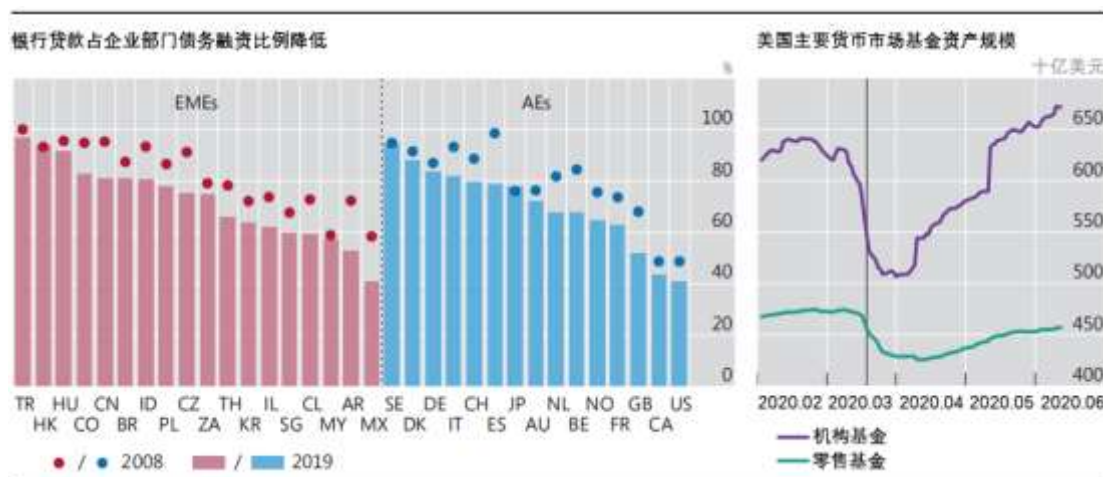
鉴于引发当前危机的冲击程度，各国央行动用了全部工具库。根据压力性质和各国特点，特别是金融体系结构及其主要参与者状况，各国具体实施的干预措施并不相同。

金融结构很重要，因为央行最后贷款人的职能历来是随着金融市场的发展而演变的。传统上，央行紧急贷款是向银行提供信贷的同义词。随着资本市场的发展以及市场融资重要性的提高，紧急贷款的范围也在扩大。

金融危机之后央行最后贷款人的角色已明显转向银行之外。在金融

危机期间，各国央行在措施的规模和范围上都有明显突破，特别是在符合条件的交易对手和抵押品方面。此次危机使这种演变更进一步。这次央行干预的一个显著特点是普遍针对非银行金融机构，包括共同基金等实体。这符合市场融资的重要性日益增强的趋势，特别是对非金融企业部门（图 2，左）。因此，各国央行越来越多地充当了做市商或最后交易商，尤其是在发达经济体。

图 2 金融危机之后金融结构变化及疫情爆发期间货币市场的收紧



注：1、右图竖线表示 2020 年 3 月 18 日美联储宣布货币市场共同基金流动性工具（MMLF）。2、TR 土耳其；HK 中国香港；HU 匈牙利；CO 哥伦比亚；CN 中国；BR 巴西；ID 印度尼西亚；PL 波兰；CZ 捷克；ZA 南非；TH 泰国；KR 韩国；IL 以色列；SG 新加坡；CL 智利；MY 马来西亚；AR 阿根廷；MX 墨西哥；SE 瑞典；DK 丹麦；DE 德国；IT 意大利；CH 瑞士；ES 西班牙；JP 日本；AU 澳大利亚；NL 荷兰；BE 比利时；NO 挪威；FR 法国；GB 英国；CA 加拿大；US 美国。

来源：BIS

这在新冠危机早期应对货币市场共同基金的严重压力时表现的尤为明显。资金避险导致美国主要货币市场基金遭大规模赎回，仅 3 月就

有约 1600 亿美元（或约 15%）的管理资产被赎回（图 2，右）。这对关键融资市场产生了巨大的连锁效应，尤其是对投资者主要是货币市场基金的商业票据市场。这些市场的融资成本飙升，发行量下降。由于非美国公司和银行严重依赖这些市场，这导致全球美元流动性短缺。美联储迅速做出反应，建立了一个支持货币市场基金的机制，以阻止赎回和避免更大的市场崩溃。为了应对类似压力，泰国央行和印度储备银行也推出了一些通过银行向货币市场共同基金提供流动性的机制。事实证明，此类支持在增强信心和缓解紧张局势方面是有效的。

更广泛地，央行通过直接购买资产支持各类细分市场。美联储承诺购买无限量的美国国债和抵押贷款支持证券，随后扩展到购买市政债券。日本央行也承诺无限量购买政府债券。澳大利亚、加拿大、印度和韩国等多个发达国家和新兴市场经济体央行首次启动了类似方案。在欧元区，大流行紧急购买计划（PEPP）的宣布有助于缩小主权债券利差，就像 2012 年宣布直接货币交易（OMT）时一样（图 3，左）。

许多央行还购买了私营部门的资产。所有主要发达经济体央行都设立或扩大了融资机制，为购买包括商业票据、公司债券、资产支持证券和股票在内的各种证券提供资金。这是为了在挤兑情况下维持市场运行和支持新债券发行。例如，欧央行 3 月 18 日宣布的大流行紧急购买计划（PEPP）也包含购买公司债券，美联储于 3 月 23 日公布了一级和二级市场债券购买计划。两者都立即导致相应市场利差收窄（图 3，中）。随着部分高收益债券被纳入购买范畴，4 月 9 日美国高收益债券利差进一步收紧。类似的，英格兰银行于 3 月 19 日宣布大幅增加公司和政府

债券的购买，市场压力得到缓解（图 3，右）。

图 3 资产购买缓解压力



注：中图的垂直线分别表示 3 月 18 日（欧央行宣布大流行紧急购买计划），3 月 23 日（美联储宣布一级和二级市场公司信贷机制）和 4 月 9 日（美联储宣布扩大公司信贷机制下的合格证券范围以包括最近降级的债券）。右图的垂直线表示 3 月 19 日（英国央行宣布购买 2000 亿欧元金边债券和公司债券计划）。

注：直接货币交易（OMT）的 0 日指 2012 年 7 月 26 日；大流行紧急购买计划（PEPP）的 0 日指 2020 年 3 月 18 日。

来源：BIS

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2610

