

## 货币政策工具种类及其应用梳理

货币政策工具是央行为达到货币政策目标而采取的手段。根据《中国人民银行法》第三条规定，我国货币政策最终目标为“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”央行通过货币政策工具的运作，影响商业银行等金融机构的活动，进而影响货币供应量，最终影响宏观经济指标。那么，货币政策工具都有哪些？每种工具有什么功能？本文简单梳理央行货币政策工具箱，为分析经济环境、宏观政策方向及资本市场走势提供参考。

### 年初以来使用的货币政策工具

2024年一季度，多项货币政策引发金融市场关注。其一，三大政策性银行的抵押补充贷款（PSL）余额在2023年12月新增3500亿元，随后2024年1月又新增1500亿元，继2022年11月后再现大幅增长。其二，央行自1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。其三，央行自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），向市场提供长期流动性约1万亿元。其四，中期借贷便利（MLF）方面，央行逐月续作1年期MLF，1月、2月、3月净投放资金量分别为2160亿元、10亿元、-940亿元，利率均持平于2.5%。其五，贷款市场报价利率（LPR）方面，LPR在1年期MLF基础上加点形成。2月LPR非对称下调，1年期LPR持平于3.45%，而5年期LPR大幅下调25个基点至3.95%，该项调整有利于促投资、扩内需，支持经济持续回暖向好。其六，公开市场操作（OMO）方面，临近农历年底，1月中下旬，央行公开市场连续两周较大额度净投放，其中截至1月21日当周净投放13400元，截至1月28日当周净投放4100亿元，随后四周逐周回笼，直到2月最后一周，又开启较大额度净投放。3月份逐步回笼资金，季末流动性方面较为平稳。

关于未来货币政策走向，根据央行行长潘功胜2024年3月的发言，央行货币政策调控将强化逆周期和跨周期调节，着力提振信心、稳定预期、稳定物价，以做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章为重点，进一步加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融服务。

以上货币政策工具中，存款准备金率、公开市场操作是常规货币政策工具，二者都是数量型工具；MLF于2014年创设，可提供中期基础货币，MLF往往被归类为公开市场操作的一种；LPR属于市场基准利率的一种，报价方式是公开市场操作利率（主要为1年期MLF利率）加点形成，LPR属于价格型工具；PSL、支农支小再贷款及再贴现这几项属于结构性货币政策工具，其中PSL兼具准财政、宽货币双重功能，是阶段性工具，其他为长期性工具。

## 货币政策的定义

在经济运行过程中，政府会实施一些宏观政策措施来进行调节，这就是宏观调控。宏观调控目标通常包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡等，宏观调控政策主要分两大类：财政政策和货币政策。

财政政策是通过政府部门的收入和支出来调节经济的政策。

**货币政策是通过控制和调节货币供应量来调节经济的政策。**在我国，由中国人民银行（即央行）制定和执行货币政策。货币政策目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。

货币政策分为扩张性货币政策、紧缩性货币政策和稳健货币政策。比如，经济偏弱时期，为促进经济增长及就业稳定，央行往往增加货币供应量，降低实体融资成本，即采取扩张性货币政策。在经济过热、物价高涨时，央行会收紧银根，提高利率，以达到抑制通胀的目的，即采取紧缩性货币政策。

货币政策工具如何传导并实现最终目标呢？一般来说，可以使用数量型或价格型两种调控框架。比如降低法定存款准备金或在公开市场进行逆回购操作，可以投放基础货币，进而拉动社会融资规模增加，这属于数量型；降低基准利率水平，可以引导市场利率下行，这属于价格型。

## 货币政策工具种类

央行官网列出以下种类货币政策工具：公开市场业务、存款准备金率、中央银行贷款、利率政策、常备借贷便利、中期借贷便利以及一些结构性货币政策工具。

### 公开市场业务

公开市场操作 (Open market operations, OMO) 是货币政策主要工具之一，对调节银行体系流动性水平、引导货币市场利率走势、促进货币供应量增长发挥积极作用。2023 年度，公开市场业务一级交易商共有 51 家。**交易品种方面，公开市场债券交易包括回购、现券和中央银行票据。**其中回购交易分正回购和逆回购两种，逆回购操作，是央行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为。央行通过逆回购向市场投放流动性，逆回购到期时，则从市场收回流动性。**现券交易**分为现券买断和现券卖断两种。**中央银行票据**即央行发行的短期债券。2004 年到 2011 年，央行发行央票规模较大，每年都在 1 万亿元以上，最高年份超过 4 万亿。2014 年以来，没有在内地市场未发行央票，有时会在香港市场发行，比如 2023 年，央行通过香港金融管理局债务工具中央结算系统 (CMU) 债券投标平台共招标发行十二期央票，期限有三个月、六个月及一年这几种，每次金额 50 亿-300 亿元（人民币）不等，合计 1600 亿元。

**短期流动性调节工具 (Short-term Liquidity Operations, SLO)** 在流动性出现临时波动时相机使用，是公开市场常规操作的必要补充。2013 年 1 月到 2016 年 1 月期间，央行阶段性使用过该工具。

公开市场业务中，还有一项是**国库现金管理业务**。2023 年，财政部、央行共开展 10 期中央国库现金管理商业银行定期存款招投标。

### 中期借贷便利

中期借贷便利 (Medium-term Lending Facility, MLF) 是提供中期基础货币的货币政策工具，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生意向，引导金融机构向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，促进降低社会融资成本。MLF 一般由央行通过招标方式向符合条件的商业银行、政策性银行提供，采用质押方式发放。自 2014 年 9 月创设至今，央行持续开展 MLF 操作。2023 年，央行对金融机构开展十二次中期借贷便利操作，每月一次，期限均为 1 年。MLF 利率在 6 月和 8 月两次下降，最新为 2.50%。2023 年末 MLF 余额为 70750 亿元。

另外，在 2019 年一季度、二季度，央行开展过两次**定向**中期借贷便利 (TMLF) 操作，操作对象为符合条件并提出申请的商业银行。操作金额根据有关金融机构之前一个季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定。

表 1：2023 年公开市场及 MLF 操作货币投放（回笼）统计

	投放量				回笼量				净投放量
	逆回购	国库现金 定存发行	MLF 投 放	投放量 总和	逆回购 到期	国库现金 定存到期	MLF 回 笼	回笼量 总和	
12 月	59830	1800	14500	76130	58250	900	6500	65650	10480
11 月	78230	900	14500	93630	78350	500	8500	87350	6280
10 月	62140	500	7890	70530	59680	500	5000	65180	5350
9 月	47630	500	5910	54040	38450	500	4000	42950	11090
8 月	28510	500	4010	33020	16800	600	4000	21400	11620
7 月	5280	600	1030	6910	13390	0	1000	14390	-7480
6 月	16490	0	2370	18860	5670	500	2000	8170	10690
5 月	1510	500	1250	3260	7910	500	1000	9410	-6150
4 月	10220	500	1700	12420	14560	900	1500	16960	-4540
3 月	22040	900	4810	27750	29300	500	2000	31800	-4050
2 月	60530	500	4990	66020	63930	0	3000	66930	-910
1 月	35460	0	7790	43250	30470	0	7000	37470	5780

数据来源：iFind; 华安期货研究院

### 存款准备金率

**存款准备金**是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资

金，金融机构按规定向央行缴纳的存款准备金占其存款总额的比例就是**存款准备金率**。央行通过调整存款准备金率，影响金融机构的信贷资金供应能力，从而间接调控货币供应量。1998年，央行对存款准备金制度进行过一次改革。

2023年，为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，央行分别在3月27日和9月15日各下调机构存款准备金率0.25个百分点。2024年2月5日，央行再次下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），这次降准后，大型、中小型金融机构法定存准率分别为10%、7%。

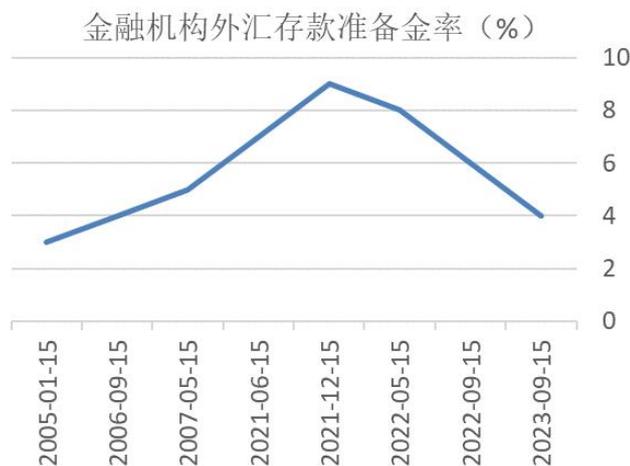
外汇存款准备金率是金融机构按规定向央行缴纳的外汇存款准备金与其吸收外汇存款的比率。这也是央行货币政策工具之一。为提升金融机构外汇资金运用能力，央行于2023年9月15日起下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，由6%下调至4%。

图表 1：法定存款准备金率



数据来源：ifind；华安期货研究院

图表 2：金融机构外汇存款准备金率



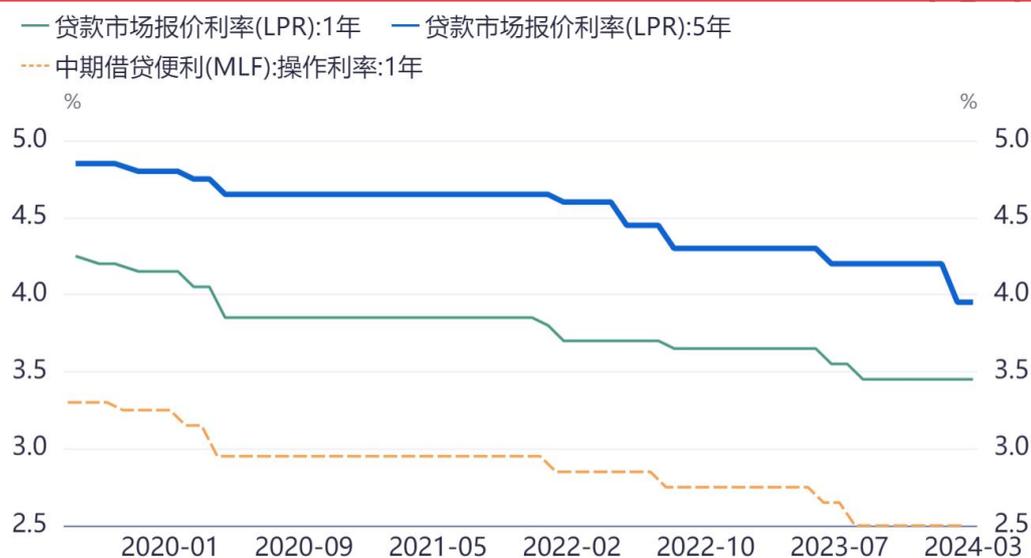
数据来源：ifind；华安期货研究院

## 利率水平

基准利率作为各类金融产品定价的参考，是重要的金融市场要素，也是货币政策传导的核心环节。当前，我国利率市场化改革持续推进，基准利率体系也不断健全完善。货币、债券、信贷等市场基本都培育了各自的指标性利率。

通常，央行通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策信号，引导市场利率走向，形成央行政策利率（逆回购利率、MLF 利率）、市场基准利率（DR007、LPR）、市场利率（货币市场利率、贷款市场利率）逐层传导的效果。

图表 3：中期借贷便利（MLF）利率与贷款市场报价利率（LPR）



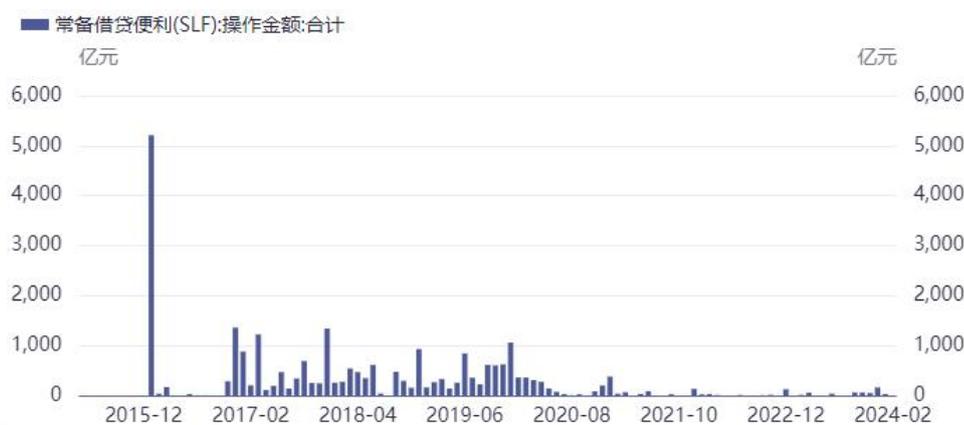
数据来源：ifind; 华安期货研究院

基准利率为观测金融市场、指导金融产品定价提供参考。比如，DR007 指存款类金融机构间以利率债为质押的 7 天期回购利率，是货币市场重要基准利率之一；10 年期国债收益率是国债市场基准利率；贷款市场报价利率（LPR）则在信贷市场发挥重要基准作用。

## 常备借贷便利

常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF）用于满足金融机构期限较长的大额流动性需求，期限通常为 1—3 个月，以抵押方式发放。SLF 具有金融机构主动发起申请、一对一交易、交易对手覆盖面广等特点。2013 年创设以来，央行日常开展 SLF，自 2016 年至今，每个月操作规模不大，多则超过 1000 亿元，少则几亿元，也有少数月份未开展。2023 年 12 底，SLF 余额为 157.30 亿元。隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别为 2.65%、2.80%、3.15%。常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用，有利于维护货币市场利率平稳运行。

图表 4：常备借贷便利操作金额



数据来源：ifind; 华安期货研究院

图表 5：常备借贷便利操作利率变化



数据来源：ifind; 华安期货研究院

### 结构性货币政策工具

结构性货币政策工具包括：中央银行贷款、抵押补充贷款、专项支持工具、支持计划等等。

中央银行贷款包括再贷款、再贴现。再贴现是央行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现，再贷款是中央银行对金融机构的贷款，两项操作都能起到吞吐基础货币、实施金融宏观调控的目的，均可用于促进信贷结构调整，比如，引导扩大县域和“三农”信贷投放，降低社会融资成本，支持实体经济。1984年以来，再贷款一直是我国央行重要货币政策工具；1999年，央行推出支农再贷款；2014年，开始发放支小再贷款；2015年，央行在部分地区推广信贷资产质押再贷款试点；2016年，央行设立扶贫再贷款，专项用于支持贫困地区地方法人金融机构扩大涉农信贷投放。

**抵押补充贷款 (Pledged Supplemental Lending, PSL)** 采用质押方式发放，主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供

的期限较长的大额融资。PSL 发放对象为三大政策性银行。在过去十年间，PSL 投放有几个高峰：2014-2019 合计投放逾 3.6 万亿元，其中 2016 年投放量接近万亿元，这一阶段，PSL 主要为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金来源；2022 年 PSL 投放约 6300 亿元，用于支持保交楼、基建；最近一次，PSL 两个月新增量已达 5000 亿元，预计后续几个月仍有较高规模投放。结合历史表现，在 PSL 重启阶段，利率水平、货币增速等方面都有相应变化，值得关注。

图表 6：抵押补充贷款月度新增额（单位：亿元）



数据来源：ifind; 华安期货研究院

表 2：结构性货币政策工具一览表

工具大类	分类	发放对象（或支持对象）	创设时间（或实施期）
再贴现	再贴现	具有贴现资格的银行业金融机构	1986 年创设，1995 年起进入货币政策工具体系。
再贷款	支农再贷款。引导扩大涉农信贷投放。	地方法人金融机构如农商行、农信社（按贷款本金的 100% 予以资金支持）	1999 年
	支小再贷款。引导扩大小微、民企信贷投放。	地方法人金融机构如城商行、农商行（按贷款本金的 100% 予以资金支持）	2014 年
	支持煤炭清洁高效利用再贷款	7 家全国性金融机构	实施期 2021 -2023，按季操作。
	科技创新再贷款	21 家全国性金融机构	2022 年 4 月，按季操作。
	普惠养老专项再贷款	7 家全国性金融机构	2022 年 4 月，实施期暂定两年，按季操作。

	交通物流专项再贷款	7家全国性金融机构	实施期 2022.5-2023.6, 按月操作。
	设备更新改造专项再贷款	21家全国性金融机构	2022年9月到年底, 按月操作。
	房企纾困专项再贷款	为五家全国性金融资产管理公司(支持其对受困房地产企业并购化险)	2013年1月到年底, 按季操作。
<b>抵押补充贷款</b>	<b>服务于棚户区改造、地下管廊建设等</b>	<b>三大政策性银行</b>	<b>2014年</b>
支持工具	普惠小微贷款支持工具	地方法人金融机构(按普惠小微贷款余额增量的一定比例提供激励资金)	实施期 2022年到2024年末, 按季操作。
	碳减排支持工具	21家全国性以及部分外资、地方法人金融机构	实施期 2021年-2024年末, 按季操作。
	普惠小微贷款减息支持工具	16家全国性金融机构、地方法人金融机构(支持其对普惠小微贷款减息1个百分点, 对于实际减息金额给予等额资金激励)	实施期为2022年第四季度, 按月操作。
	收费公路贷款支持工具	21家全国性金融机构(支持其对收费公路贷款减息0.5个百分点, 等额资金激励)	实施期为2022年第四季度, 按季操作。
	民营企业债券融资支持工具(第二期)	向专业机构提供再贷款资金, 市场化运作, 稳定和促进民企债券融资	实施期 2022.11-2025.10。
支持计划	保交楼贷款支持计划	6家全国性金融机构, 可扩展至18家(支持其向已首逾期难交付住宅项目发放保交楼贷款)	实施期 2022.11-2024.5, 按季操作。
	租赁住房贷款支持计划	7家全国性金融机构(支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给)	实施期 2023年2月至2024年末, 按季操作。

数据来源: 中国人民银行; 华安期货研究院

## 货币政策工具小结

我们梳理了央行货币政策工具及每种工具的实施方法、功能用途等。通过分析, 可以得出几点: 第一, 货币政策是宏观政策的一个大类, 随着经济环境的变化, 货币政策工具体系在不断发展完善; 第二, 常规货币政策调控框架分为数量型或价格型两种, 随着经济发展需要及政策工具的创新, 越来越多结构性货币政策工具被创设出来, 用于在特定时期向特定领域提供金融货币支持。第三, 货币政策功能的发挥离不开财政、产业、监管等政策的配合。通常, 在经济调控目标指引下, 多种政策联合发力。第四, 货币政策的实施会影响货币市场、债券市场、汇率市场及更多资本市场领域, 同时不同国家的货币政策也有可能相互影响, 这些都是在分析货币政策传导机制和效果时需要考虑的问题。

(本文同时刊发于 2024.3.25 期货日报)

日期：2024年3月23日

作者：华安期货 曹晓军 F3008012/Z0010934

单位：华安期货 投资咨询业务资格 证监许可[2011]1776

审核：夏雨辰 F3031745/Z0014542

复核：闫丰 F0251054/Z0001643

#### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究院力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，  
不构成任何投资建议