

欧洲中央银行货币政策探析

——与美国联邦储备银行体系的政策比较

王应贵 夏业良

欧洲中央银行主要拥有三大货币政策工具,即公开市场操作、经常性融资便利、法定准备金制度,虽然这三者目的相同,都致力于调节金融机构的流动性,但它们在设计机理上毕竟存在较大的差异,对市场的影响也不尽相同,各具特色。

公开市场操作具有以下几方面特点:(1)扩大或减少金融机构的超额储备,影响其创造信贷的能力;(2)通过对银行超额储备的影响来改变货币利率水平;(3)建立有序的国债市场;(4)影响短期债券和票据市场,改变金融机构的再贴现和借款

活动;(5)通过对货币利率的影响改变外汇市场和国际间资本流动。欧洲中央银行体系的公开市场操作方式较多,选择余地也较大,当然成为使用最多的重要工具,但另外两种政策工具的重要性也不容忽视。

经常性融资便利用于吸收或提供隔夜货币流动资产,影响金融市场的利率水平,除公开市场操作外,它是调节货币市场流动性的又一常用工具。

欧洲中央银行货币政策操作一览表

货币政策操作	交易类型		期 限	时间安排	程 序
	提供流动资产的交易	吸收流动资产的交易			
公开市场操作					
主要再融资操作	反向交易	-	两周	每周一次	标准投标
长期再融资操作	反向交易	-	三个月	每月一次	标准投标
微调操作	反向交易 外汇互换	外汇互换 吸收定期存款 反向交易	非标准化	不定期	快速投标 双边交易
	直接交易	直接交易	-	不定期	双边交易
结构性操作	反向交易 直接交易	发行债券 直接交易	标准化/非标准化 -	定期或不定期 不定期	标准投标 双边交易
经常性融资便利					
抵押贷款便利	反向交易	-	隔夜	由交易商自主决定	
存款便利	-	存款	隔夜	由交易商自主决定	

值得注意的是,备受争议的最低准备金制度在欧洲中央银行体系的货币政策工具中也占有一席之地。法定准备金设立之初是为了保持银行的货币流动性和偿付能力,防止银行破产。但随着金融业的发展,它对流动性的调节作用却渐次削弱,而转变为抑制银行信贷、投资及存款扩张的工具。法定准备金制度通过改变储备水平来引起货币供给的扩张或收缩,因为相对于储备需求而言,储备的一定变化会影响到借贷成本、其它利率及货币存量。

尽管公开市场操作被认为是中央银行能够最易灵活运用的货币政策工具,但从对金融机构超额储备影响的一致性、时效性及影响范围角度来看,变动法定准备金无疑是最有效的工具,并且最适合于中、长期才能见效的货币政策。世界大多数中央银行都或多或少地使用这三种货币政策工具。我们拟就欧洲中央银行体系与美国联邦储备系统的货币政策工具作一比

较,从而突出欧洲中央银行在此方面的设计意图。

一、公开市场操作的特点

欧洲中央银行的公开市场操作共分四类,即主要再融资操作、长期再融资操作、微调性操作和结构性操作。欧洲中央银行体系的公开市场操作方式也可划分为五大类:反向交易、直接买卖、外汇互换、发行债券和吸收定期存款。对于这些操作的目的和程序这里不作论述,我们只对其操作方式进行比较。

欧洲中央银行体系把反向交易定义为中央银行根据回购协议买进或卖出资产的操作,也包括中央银行的抵押贷款业务。因而反向交易实际上包括通常所说的正向回购和相当于买卖等额交易的反向回购。按照欧洲中央银行体系的货币政策操作一览表,反向交易在向市场提供流动性时适用于所有公开市场操作,但是在吸收流动性资产时只在微调操作中选用。

换句话说,欧洲中央银行体系主要使用正向回购交易,而

较少选用反向回购交易。而美国的实践则正好相反，美联储大量使用反向交易。以1994年和1995年为例，据1996年第4期《联邦储备公告》统计，美联储在正向回购交易时买进资产的总额分别为3093和3317亿美元，卖出资产的总额为3119和3285亿美元，但其同期所进行的反向回购交易却放大了好几倍；买入资产总额分别达17008和21977亿美元，卖出资产总额也分别达17013和20202亿美元。

在微调操作和结构性操作中欧洲中央银行体系和美联储均采用直接买卖方式。一般而言，美国联邦储备银行使用直接买卖交易，以求长期改变货币总量，对于因无法直接控制的因素所造成的基础货币和银行储备的短期或临时变化，联储使用回购交易（包括正、反向两种）来抵销其对基础货币和储备可能引起的影响。

据1996年第4期《联邦储备公告》，在1994年和1995年两年里，美国公开市场操作室直接买入证券金额分别为353和206亿美元，直接卖出证券金额分别为23和24亿美元。目前，尚不清楚欧洲中央银行体系会怎样使用直接操作方式，但可以预测欧洲中央银行很可能主要依靠回购交易，而较少使用直接操作方式，因为欧洲与美国的金融市场在许多方面有着共同或相似之处。

与美国联邦储备银行不同，欧洲中央银行体系在公开市场操作中设计了外汇互换交易和创造性负债方式。在美国，对外汇市场的干预是由美联储银行和财政部共同负责的，而具体操作则由外汇操作室进行，再由美联储定期公布操作情况。然而，从最近几年的趋势来看，美国有关机构参与外汇市场的干预活动越来越少，基本上是放手不管，而由市场供需因素直接决定汇率水平。

欧洲中央银行体系以外汇互换的形式进行公开市场业务的货币政策操作。进行外汇互换的目的是微调，主要是管理市场的货币流动性，调节利率水平，它对外汇市场的影响是直接见效的。成员国的中央银行按欧元对某一种外币的即期汇率买入或卖出欧元的同时，再卖出（或买入）欧元。

欧洲中央银行体系的外汇互换业务跟回购交易很相似。这里所说的外币不是欧元区的货币，而是指区外货币。欧洲中央银行体系对外汇市场的干预，原则上是在不危害物价稳定的基本目标下进行的。就短期融资安排而言，欧洲中央银行体系尚未达成最后协议。据估计，欧洲中央银行体系将会照搬美联储作法，让市场去决定欧元的对外汇率，而不会经常使用外汇互换操作的方式。

创造负债(Create Liabilities)是欧洲中央银行体系的又一创新。为了调整中央银行体系对金融部门的结构性寸寸，欧洲中央银行体系在市场上发行一年期以内的短期债券，以创造流动性资产短缺。同时，为了吸收流动资产，欧洲中央银行还可以吸收定期存款。而美国联邦储备银行就没有这样的操作方式创造负债。在实际操作中，欧洲中央银行体系吸收定期存款的利率可随时调整，如在货币联盟启动时该利率被定为2.75%，现在降至2%。

最后，公开市场操作所具有的准确、灵活、主动等优势

充分发挥还依赖于与之相匹配的货币市场的发达程度、交易制度及资产的选用方式。欧元区国内债市场的总规模大体与美国相当，但货币市场规模尚不及美国的一半。在美国，公开市场可迅速影响具有全国规模的联邦储备基金市场和可转让的大额存款单市场。而目前，欧元区货币市场规模偏小，限制多，这将会影响欧洲中央银行体系的公开市场操作效率。

另外，交易商制度直接制约着市场的广度与深度，因而对公开市场操作也有影响作用。在欧元区，凡是已缴存法定准备金、财务稳健并接受成员国中央银行一定形式监管的金融机构均可参与公开市场操作和使用经常性融资便利。根据1998年4月公布的机构名单来看，有11000家机构具备这一资格。

欧洲中央银行对欧元作出这些规定的目的在于扩大交易队伍，创造公平竞争的环境，确保监管工作的顺利进行。而在美国，纽约联邦储备银行只与约40家“公认的”一级交易商进行交易。最近，美联储正考虑制定严格的入市标准，改革交易商制度，提高交易的透明度。由此可见，欧洲交易商制度注重市场范围的广阔，而美国则强调少而精，追求交易的有效性。

欧洲中央银行体系所确定的合格资产也体现了多而广的特点，有流通的也有不流通的，资产发行人有中央银行本身，也有公共部门、私营部门、国际机构和跨国机构，最引人注目的是，在正规交易所上市的股票也被列入其中。与此相比，美国公开市场选用的证券通常包括：政府债券、银行承兑汇票、商业汇票、州或其下属机构发行的半年期税收预付券，体现出其少而精的特点。

二、经常性融资便利的特点

欧洲中央银行体系的经常性融资便利主要用于隔夜存贷款业务，在正常情况下抵押贷款的利率成为隔夜市场利率的最高限额，而经常性存款便利则成为隔夜市场利率的底限。所以，两种利率限制了隔夜市场利率的波动幅度，起着基准利率的作用。抵押贷款采用反向交易方式，也就是前文所说的正回购协议。

经常性存款便利是欧洲中央银行体系的又一创新，它丰富了欧洲中央银行的货币政策工具，提高了央行的操作灵活性。此外，欧洲中央银行体系对使用经常性融资便利的限制较少，凡有资格参与公开市场操作的金融机构都可以利用这一便利。

美联储政策工具也包括类似的便利——贴现窗口，但与欧洲中央银行体系的经常性融资便利存在着较大的差别。首先，美联储的贴现窗口的设立是为了解决突发事件所引起的短期储备不足，而且贷款期限很短。对大银行来说，期退通常为一天，对小银行的期限则在一周以内。银行只能以贴现窗口借款，以解决储备不足，而不可将超额储备存放在联储银行生息。

所以，贴现窗口是单向政策工具。与经常性融资便利相比，美联储对贴现窗口的限制较多，比如联储所采用的笼统标准是：银行只能出于实际需要向窗口借贷，而不是出于盈利的目的。从贴现窗口借款是对银行的优惠，而不是银行的固有权利。正因为限制太严，银行顾虑较多，因此银行一般不愿从贴现窗口借钱。

欧洲中央银行体系的经常性融资便利跟美联储的贴现便利一样，不会成为主要的货币政策工具，其地位和重要性将大

大低于公开市场操作。

三、最低准备金制的特点

法定最低准备金制度是中央银行货币政策工具的纽带，因为准备金率决定金融机构的超额储备水平，而超额储备水平代表金融市场的流动性状况。同公开市场操作和经常性融资便利一样，它也针对市场流动性：流动性偏紧时，中央银行可向市场注入储备资金以提高流动性；而流动性偏松时，中央银行则吸收储备资金，引起流动性的紧缩。法定准备金工具的优势在于对市场影响速度快、效果直接并且不存在偏袒，较适于在紧急情况下使用。该政策工具的劣势则是缺乏灵活性，并且对市场冲击过大。正因为如此，存款准备金制度经常引起较大争议。

保留派基于对公开市场操作的考虑，认为准备金制度要继续保留下去。他们断言，为了降低银行储备，央行出售债券，促使银行系统出售所持有的债券、回收贷款或向央行借款以保持法定准备金水平。而如果取消存款准备金，这一情况就不会出现，银行就会任其储备水平下降，公开市场出售也就起不到作用，所以法定准备金制度很有必要保留。另外，由于央行与银行之间总会出现信息不对称，如果银行自主决定持有何种储备，在没有法定准备金的情况下，央行就无法知道银行对储备需求的预测能力，无法掌握储备水平并根据需求变化进行结构性调整。

取消派则认为，即使没有法定准备金制度，银行出于审慎的经营原则也会持有一定比例的储备，以应付日常货币和结算的需要，而不会使其储备低于一定水平。事实上，许多银行不受准备金制度的限制，但他们持有的货币及清算余额的最优水平超过了法定准备金率。因此，法定准备金率无足轻重，对储备不会产生根本影响，也无助于央行决定货币供应量，同时金融创新会使银行轻易获得流动性要求所需的贷款。

银行业的发展趋势强有力地支持了这一派的立场：银行的传统业务日益萎缩，资产管理业务却呈上升趋势，银行终究会成为开放型的共同基金，其资产价值将由市场持续调整。由此可见，政府没有必要控制存款创造过程，只要通过在经纪代理人之间转移股票或共同基金，支付体系就可运作起来，不需要外来资金。

以米尔顿·弗里德曼为代表的一些经济学家则主张实行100%的准备金制度，因为这样一来央行能更好地并直接地控制货币供应量。另外，准备金率若不是100%，它的存在则只是对银行业务的一个不痛不痒的限制，因为它虽然给了银行借贷业务的权利，但当发生挤兑时，这部分准备金对解决银行困境却如同杯水车薪，而银行又无力出售足够的资产以偿还债务，势必发生恐慌。再加上信息的不对称，银行债务人对个别银行贷款组合质量缺乏了解，弄不清楚哪一家银行受到影响，从而可能对许多甚至所有银行都失去信心。而实行100%的准备金制度则可以避免以上这些不利因素。

欧洲中央银行体系制定的最低准备金政策一出台就招致金融部门的猛烈抨击，因为在他们看来，这是一项过时的工具。不过，欧洲中央银行体系的存款准备金制度多少也有令金融机构满意的地方。

首先，欧洲中央银行对纳入储备基数的负债定义范围要广一些。具体来说，在期限结构方面，负债不仅包括隔夜存款，还包括两年以内的定期存款，通知存款及债券。另外，负债定义也涉及表外业务引起的债务。与欧洲相比，美联储定义的须缴存准备金的交易帐户期限短一些，而流动性则强一些。交易帐户具体包括：活期存款，可转让支付命令（Negotiable order of Withdrawal），自动转帐储蓄帐户，股金汇票帐户，及可通过支票、汇票、流通票据、借方卡或类似方式付款的帐户，允许存款人每月进行三次以上事先授权或电话支付的帐户，通过取款机（ATM）或远程服务设施付款的帐户。

在定义存款时，美联储将本票（商业票据）、不合格承兑票据（融资票据）、应付票据、预付确认书、非国债或完全由政府担保的债券回购协议和非存款机构提供的资金均视为存款，其到期日不足14天的归于交易帐户，超过者归入非个人定期存款，但后者可转让或由非自然人持有。

其次，在储备金基数计算方法和保持期问题方面，两大央行体系也存在着较大的差异。欧洲中央银行体系要求，须缴存准备金的机构根据月末的资产负债表数据确定保持期的储备基数，这里保持期限为一个月，即从当月24日起到下个月的23日止。而美联储的储备基数计算采用两周平均法，保持期为15天。从1994年1月2日起，美联储对中等规模及较大规模的存款机构实行无时差准备金计算制度，取消了自1968年以来的“滞后”制度。

最后，两大央行体系法定准备金最大的差别在于，欧洲中央银行体系是按最近一次主要再融资操作的边际利率对准备金支付利息，而美联储却不对存款准备金计息。美联储的这一规定影响了银行的获利能力和竞争能力，因而从1994年1月开始，许多存款机构为了少缴纳法定准备金而实施了零售转存计划（Retail Sweep Program），即存款机构将存款人存放在支票帐户中超过一定限额的资金，转入货币市场存款帐户。但前者需缴纳法定准备金，而后者免交法定准备金。用这种转存方法，存款机构把本该缴纳的准备金用于投资生息，以期获利。而欧洲中央银行对准备金支付利息，使得存款机构加强其主营业务能力，而不必在钻央行政策的空子上下功夫。

参考文献

1. European Central Bank (1998), The Single Monetary Policy in Stage Three Frankfurt: ECB, Oct
2. Federal Reserve Board (1997), Federal Reserve Bulletin Washington D. C, November
3. Woelfel, Charles J. (1994), Encyclopedia of Banking & Finance, Irvin Professional Publishing
4. Thomas, Lloyd B. (1997), Money, Banking and Financial Markets New York: The McGraw-Hill Companies, Inc
5. Tobin, James and Golub, Stephen S. (1998), Money, Credit and Capital New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.

(作者单位: 复旦大学经济学院 上海 200437)
(责任编辑: 向运华)