

# 中央银行支付清算体系中的抵押品管理

周莉萍（中国社会科学院金融研究所）

载于《上海金融》2014年第2期

金融机构越来越依赖批发市场融资，而批发市场融资越来越青睐抵押融资。过去几十年，随着衍生品交易的膨胀，抵押品，和交换一样古老的经济学概念再次发挥其特殊的信用功能。英格兰银行最早在1992年建立了现代中央银行的抵押品管理体系，迄今，各国中央银行都建立了不同层次的现代抵押品管理体系。本文探讨的是中央银行支付清算体系中的抵押品管理问题，属于中央银行抵押品管理体系的一部分。

大部分国家已经实现电子支付，中央银行的支付清算体系已经进入实时全额清算体系（RTGS），即便支付机构的清算请求能及时得到中央银行等对手方的实时处理，支付机构依然面对结算体系中的资金错位或不足。电子支付的日间透支及产生的信用风险、流动性风险，是现代中央银行清算体系面临的主要风险。为提高支付效率并保持稳定运行，央行需要减小支付清算体系中的流动性风险，及时为各类支付结算活动提供流动性。流动性供给的方式有多种，其中，短期、超短期抵押贷款成为主要工具。与此对应，央行抵押管理框架基本内容包括抵押品的级别、抵押机构的资质、抵押期限等。除了分析中央银行支付清算体系抵押品管理的常规路径和危机期间的非常规路径之外，本文尝试探讨央行抵押品管理的宏观效应与未来抵押品管理的方向，以及对中国的启示。

## 一、中央银行清算体系风险的解决路径

中央银行的信贷活动有多种类型：日间信贷、备用信贷、短期公开市场操作、指向性长期公开市场操作、贴现窗口便利等。用于降低支付清算体系风险的央行信贷活动多是日间信贷，在英国还包括备用信贷，这也是央行管理支付清算体系的日常手段。因此，可以透过日间信贷管理机制的变化观察央行支付清算体系风险管理现状。

支付清算的时间错配导致支付结算机构央行账户透支，为保证央行存款账户为零或正，结算机构会向央行拆借日间资金以维持账户平衡，同时保证最高利润和最优支付效率。支付结算机构的日间信贷如果违约，首先危及的是支付结算体系，支付结算体系出现信用风险会导致流动性不足，将危及所有参与该体系的机构。最终，支付结算体系的瘫痪最终危及的是整个清算机制，例如在美国是 Fedwire、CHIPS，而其最终的金融损失承担者必然是中央银行。因此，无论是否已经转移支付清算服务，中央银行都可能面临支付体系的诸多风险。

中央银行并不愿意无限满足支付机构的信贷需求，采取什么样的措施能使支付风险的根源——支付机构的无担保透支行为得以控制？怎样让支付机构减少透支额度和日间信贷需求？对于中央银行而言，可行的方法大致包括四类：对日间信贷服务增加约束条件（上限、收费、附抵押品等）；将中央银行的支付清算服务全面推向市场，让市场自行解决；回归有限存款准备金制度，提高存款准备金水平；在现有的 RTGS 清算体系中增加流动性-储蓄机制。

**第一类办法**是，提供有限的日间信贷服务（设定信贷额度上限、提供收费服务、要求抵押品等），同时采取一系列政策措施提高支付机构的自有资本金，用结构性的制度组合措施降低风险。如果采取此类方法，中央银行此时面临的挑战时，如何把握有限服务的度，既合理施加抵押品要求，又不影响支付清算体系的运行效率。央行唯有在实践中不断摸索，才能实现风险与效益的最佳组合。需要注意的是，此类措施的前提是中央银行还承担支付清算服务，无法回避信贷需求。如果需要更加激进而快速地降低风险，还有**第二类方法**，全部转移支付清算风险，即把支付机构的信贷需求推向市场，实现中央银行支付清算服务的市场化。

**第二类方法**，中央银行支付清算服务的市场化。支付风险的转移是否意味着中央银行失去了支付清算的“阵地”？支付清算服务市场化之后的中央银行如何降低风险？采取此类方法时，中央银行将面临两个新的调控目标：降低私人清算所的风险、降低整个支付清算体系的系统性风险。降低私人清算所的风险，需要对参与机构提出更加严格的要求，对清算所提出更高的内部治理要求。同时，中央银行需要掌握新的调控工具：在整体估算日间借贷缺口的基础上，调整日间借贷参数。支付清算体系的系统性风险包含国内系统性风险和跨境支付风险。目前，全球性的出路是 23 个成员国组成工作组在 2001 年推出的《系统重要性支付体系

核心原则》，其中对中央银行提出了四项具体要求和十项基本原则。以上两类措施都是在央行日间信贷存量不变的前提下，从央行日间信贷机制自身入手解决支付清算风险，还可以从机制之外寻找新的流动性供给，即增加商业银行自身流动性的第三类方法，以及通过改变机制内部结构而增加整个体系流动性的第四类方法。

**第三类方法**是增加存款性金融机构的法定存款准备金数量。对于商业银行等存款性机构而言，存在央行账户上的存款准备金是日间信贷的第一资金来源、或自有资金。但很多国家已经取消了固定的存款准备金制度，实行动态存款准备金、零准备金制度。这就需要从零准备金制度回到传统的存款准备金制度，要求存款性金融机构保持固定比例的存款准备金，从而直接减少中央银行日间信贷，以缓冲支付风险。美国的金融机构在金融危机期间保留了大量的超额存款准备金，与此同时，其向联储拆借的日间信贷也相应减少。这说明存款准备金与日间信贷有紧密关系。

**第四类方法**是构建成熟的流动性-储蓄机制（LSM），通过制度性措施提高支付清算体系的运营效率，节约流动性。LSM 是一种列队和抵消安排，能使实时全额清算体系节约出一部分流动性，从而满足部分支付机构的日间信贷需求。附加 LSM 的实时全额清算体系也被称为升级版的 RTGS。

在四类方法中，第二、三、四类方法涉及大幅度的制度改革，从提出到最终实现的周期会更长。因此，在短期，第一种方法比较现实、实践性比较强。抵押品管理成为各国中央银行管理支付清算体系风险的主要方法。

## 二、支付清算体系中的抵押品管理

中央银行抵押品管理的根本目的是提高支付效率、降低支付风险，满足支付机构的短期信贷需求，从而维护金融稳定。日间借贷要求抵押品，能降低逆向选择的风险，从而降低央行信贷风险。其日常管理的基本要素有哪些，危机管理的特别手段有哪些？下文将重点介绍。

### （一）央行支付清算体系日常抵押品管理

引入抵押品的支付清算管理体系，管理的要素包括：谁有资格向央行申请有抵押的日间信贷；合格抵押品的范围和信用级别；抵押品估值方法；抵押信贷定

价，抵押品的使用和处理机制等。

为降低对手方风险，央行支付清算体系的抵押品管理基本要求是：充足、有弹性。充足的含义是对手方的资产负债表上必须有足够规模的抵押品，规模包含了一定的公允价格和抵押品数量。有弹性的含义是，中央银行可以随时改变的抵押品需求机制，其中可变的参数包括预留扣减率（haircut），结算体系中要求的保证金比例，以及抵押品的主体、合格抵押品的范围、抵押品估值方法等等。这些参数应该随着市场风险状况变化而实时改变，否则就会产生新的风险。

为提高抵押品的管理效率，部分国家允许持有抵押品的机构将其用于再抵押或者回购，以增加抵押品收益，见表 1。这样，中央银行也就拥有权力二次使用抵押品，抵押品的再使用将给回购市场等带来新的活力。

表 1 各国支付清算体系中的抵押品主要用途

	抵押品用途	最高额度/上限	费用/利率
加拿大	抵押（再抵押）	无	免费
欧盟	抵押（再抵押/回购）	无	免费
日本	抵押	无	免费
英国	抵押（回购）	无	免费
美国（现行政策）	仅对问题机构和有最高限额机构提出抵押要求	有	收费

资料来源：IMF(2010)。

## （二）次贷危机期间的抵押品管理：美联储的应激政策

作为次贷危机的发源国，美国在危机期间相应改变了支付清算体系抵押品管理机制，并将其作为降低系统性风险的措施之一。

美联储最初对支付机构短期贷款是信用贷款，没有抵押品。随着面临的日间信贷风险（包括信用风险、证券结算风险）越来越高，美联储开始要求存款性机构与证券结算有关的贷款必须附有抵押品。金融危机期间，抵押品的再抵押活动却给美联储带来了额外的风险。主要是影子银行体系的负债活动——回购协议，涉及到抵押品的再抵押规模较大，成为大量不受监测的信用产生的根源之一。发现到这一点之后，美联储决定从抵押品管理的微观工具入手，降低系统性风险。

2008 年，美联储同意修改其支付体系风险政策，鼓励支付结算机构日间信

贷活动使用抵押品。新政策自 2010 年底开始实行，允许所有的存款性金融机构可以通过抵押品从联储获取日间信贷（intraday credit）；为保证政策一致性，同时提高了美联储非抵押型日间信贷的费率。同时，完善再抵押融资要求等。美联储目前采取的措施属于应激措施，主要目的是降低其向金融市场投放流动性面临的信用风险，同时降低了再抵押融资产生的信用风险、法律风险。

**表 2 美联储支付清算体系中的抵押品管理政策概览**

主要模式	现行政策	完善后的政策
抵押品	仅对问题机构和有最高额度限制的机构要求	通过对有抵押的日间透支定价，对抵押品再抵押予以详细规定。
有抵押的日间透支费用	36 个基点	零费率
无抵押的日间透支费用	36 个基点	50 个基点
扣除量（从日间透支费用中提取）	某机构 10% 的资本	用零费率的有抵押日间透支和申请费代替
申请费	25 美元/两周	150 美元/两周
净借方上限	两周平均限额和更高的单日限额。如果超过限额，事后协商	废除两周平均限额；单日限额保留；如果全部有抵押，可以完全有弹性事后协商。
最高上限	单个机构自我评估净借方上限之外的抵押能力	减少程序提高效率(2009 年 3 月 26 日起有效)，所有机构有细微变动都需申请。
不合格机构罚金	136 个基点	150 个基点

资料来源：美联储网站，美联储关于支付体系风险政策调整的公告（2008 年 12 月 24 日），IMF(2010)。

次贷危机中，影子银行体系信用创造的核心环节就是抵押品的再抵押融资，美联储已经意识到这一点，并通过改变支付清算体系中的抵押品管理体制，来缓释影子银行体系的宏观经济风险。由此可以初步判断，支付清算体系中抵押品的使用、中央银行的抵押品管理等都已经具备一定的宏观效应。具体的机理如何，下文将进一步分析。

### 三、中央银行抵押品管理的宏观效应

中央银行的短期信贷行为与其货币发行过程部分重合，因此，中央银行的日间信贷及其抵押品管理，也必然与基础货币发行紧密相关，从而具有宏观经济效应。本部分尝试从两个维度探讨央行日间信贷的抵押品管理行为的宏观效应：一是有没有货币控制效应？二是能否降低支付体系的系统性风险？

### （一）有没有货币控制效应？

从货币史可以发现，货币供给行为与抵押品紧密关联。从银行学派的真实票据理论到金本位制度，抵押品一直被内在地认为是稳定货币供给的核心因素。货币的发行一直在寻求有价值的对等物，如果没有，就可能导致货币发行量超过实体经济货币需求，导致通货膨胀。有价值的抵押品是货币产生和货币消亡的重要载体。

现代中央银行在货币统计体系中，基础货币或储备货币就是央行的货币性负债，包括商业银行的存款准备金、公众持有的通货、商业银行库存现金等，未曾考虑非现金抵押品。基础货币对应的是中央银行的资产，主要是通过各种途径发放的信贷。这并不意味着日间信贷没有货币效应。

一方面，抵押品运行的周期对应着货币流通的周期。日间信贷中的抵押品在央行存续的时间非常短暂，能解决支付机构的流动性短缺。从支付机构自身来看，拆借的货币并没有得以沉淀和应用。但支付机构只是一个载体，获得支付服务的机构则及时地满足了流动性需求，并能保证其信用创造行为的连续。因此，中央银行提供的日间信贷降低了支付机构的流动性风险，但间接为被服务的机构获得创造信用的机会，具有间接的货币调控效用。

另一方面，抵押品并不是进入央行账户之后就被静态滞留，而是会被央行进行最优动态管理。中央银行在直接持有结算机构抵押品时，经常将其出售给另外的一些对手方，从而将抵押资产置换为现金储备资产。在此过程中，中央银行也有一定的空间对其资产负债表进行结构性调整，从而改变货币供给的结构。

因此，央行支付清算体系中的抵押品管理有一定的货币调控效应。

### （二）是否能降低系统性风险？

系统性风险从何而来？2008年金融危机的讨论最终将其归结为系统重要性金融机构和系统重要性基础设施。其中，支付体系首当其冲。

引入抵押品的支付清算体系是否能降低系统性风险？支持这一观点的理由非常明确：抵押品属于审慎视角下的缓冲资产，可以降低支付清算体系对手方风险；而且，中央银行也可以主动实行逆周期的抵押品管理，从而缓释系统性风险。美联储的抵押品管理政策转换的理念依据即为上述观点。但从其实践来看，危机阶段更青睐利用抵押品降低系统性风险，也就是说，抵押品在短期内降低系统性

风险的效果比较明显。

一般情况下，中央银行会在账户上接收抵押品但并不直接管理抵押品，而是委托给第三方机构管理。例如在美国，抵押品可以通过借款人-监护安排，委托给存托公司、Fedwire 的证券服务部门、州储备银行、外国存托公司等等金融机构或者非金融实体机构进行管理。因此，也有足够的理由持对立观点，即抵押品管理并不一定会降低系统性风险。

有些市场化程度较高的抵押品在抵押过程中会产生道德风险，从而纵容支付清算体系的系统性风险。具体理由是，中央银行常通过法律程序，允许抵押品管理机构充分运用可交易的抵押品，以保值增值。运用的方式不排除再抵押融资，而后者会在短期之内使得债权债务链条拉长，债权关系复杂不清，反而更容易引发风险传染，制造新的系统性风险。事实也支持这一点，很少有中央银行或其委托机构仅仅长期持有抵押品而不加以运用的。

### （三）小结

传统金融体系中，商业银行负债被定义为“信用货币”，货币是支付体系的核心载体，而商业银行也是支付服务的主要供给者。现代金融体系发展演变的基本趋势是，支付清算业务不再是商业银行的专利，电子支付业务成为一种市场化的金融服务。与此对应，信用货币领域的深刻转变是，信用货币的创造者也并不局限于商业银行，非银行金融机构能够沉淀负债资金，并通过加速货币流通创造市场信用即流动性。因此，信用货币体系的转变是现代支付体系转变的必要条件。

支付结算服务虽然已经碎片化、分散化，但支付体系将依然依赖中央银行作为最后贷款人，中央银行也必然是整个支付清算体系的风险管理者。抵押品管理会越来越多地被中央银行运用，以降低范围越来越大的中央对手方风险、改变资产负债表结构、调控货币供给等等。抵押品管理体系将成为与货币、信用体系互相镜像的庞大“后台管理体系”，这一体系运行的复杂性和吸引力不亚于传统的货币调控体系，尤其是对于某些私人控股的中央银行。由此可见，中央银行支付清算体系中的抵押品管理，不仅具有微观管理效应，也在一定程度上影响货币总量和系统性风险，具有宏观经济效应。基于此，中央银行支付清算体系的抵押品管理有可能成为一种新的宏观审慎政策、金融稳定的新路径。

#### 四、对中国的启示

2008 年全球金融危机爆发之后，国际社会深刻反思已有的金融稳定框架，并由金融稳定理事会实时建立了新的全球金融稳定框架，基本内容包含系统重要性金融机构（商业银行和影子银行）和系统重要性金融基础设施，后者的核心内容就是支付清算体系。支付清算体系与系统性风险紧密相连，已经被证明是一国金融稳定、宏观审慎政策的重要组成部分。

抵押品被引入支付清算体系不是偶然。资产管理市场的活跃催生大量的金融资产，但金融资产无疑会占用流动性。因此，在不改变金融体系存量的情况下，抵押融资的基本功效就是迅速增加资金流量。这种方式在全社会流动性紧缺的情况下尤为重要。作为发达经济体的美国，在经历了次贷危机和大规模救助等非常态的事件之后，其支付清算体系最大的一个变化就是效仿欧盟，对清算成员的日间信贷实行抵押融资政策，不再保持中性的政策立场，而是积极干预。而国际范围内，关于支付、安全和抵押品管理体系，也早已形成了统一的技术标准——ISO 20022，以及统一的监测原则——《金融市场基础设施原则（Principle for Financial Market Infrastructures）》等。

从当前的金融市场发展趋势来看，中国的支付清算体系强化抵押品管理机制有内在的市场需求和基本条件。当前，国内资产管理市场蓄势待发，个人和机构的资产管理需求强劲，金融脱媒的趋势还会加强。在未来，商业银行之外的机构开始持有多元化的人民币资产，金融资产开始成为新的流动性载体，金融资产与流动性之间的迅速转换也将成为金融市场流动性的重要来源，而现金、活期存款等低息的高流动性将成为稀缺资源。中国金融体系的流动性将出现结构性转变。在此背景下，中央银行在货币市场的操作方式也应随之改变。为降低信用风险，中央银行对金融机构的纯信用贷款会越来越少，取而代之的是抵押（质押）融资。另外，零售支付体系在国内已经非常发达，非银行支付机构也会逐步进入央行的支付清算体系。在这两种背景下，为降低央行自身风险，强化支付清算体系的抵押品管理机制是可选路径。

自 2006 年起，我国支付清算系统开始引入自动质押融资机制和小额质押业务，为清算成员提供债券自动质押、融资、还款、解押等服务。但是，这一机制并没有发挥配置流动性的核心功能。原因大致包括：第一，有资格参与支付清算

体系的商业银行，其自身有超额存款准备金等充裕的流动性，非抵押融资机制都很畅通，无需依赖抵押融资。第二，虽然国债信用级别高，但数量远远不够吸纳全社会的流动性。中国的固定收益资产市场远不够发达，各类金融机构持有的金融证券数量偏低，没有大范围运行抵押（质押）融资的基础。第三，为保证运行的安全性，自动质押机制最初设计得过于僵化，加上参与成员长期没有出现频繁触发和需求，该机制没有实时得到完善。种种因素导致我国支付清算体系中的自动质押机制并没有发挥强有力的资金配置作用。在未来，随着国内支付业务的市场化，支付清算体系的短期流动性缺口会越来越大，需要中央银行根据市场需求，主动引入更多先进的抵押品管理理念和机制，整合现有的自动质押融资机制，扩大质押和抵押的范围（比如优质但还没有活跃二级市场的资产），形成高效的中央银行支付清算体系抵押品管理机制，使其成为中国宏观审慎政策的组成部分之一，是比较现实的选择。

## 参考文献

BIS (2001) : *Core Principles for Systemically Important Payment System*—January.

BIS(2009): *Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations*, Markets Committee.

Chailloux, A., S. Gray and R. McCaughrin (2008): “Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies”, IMF Working Paper WP/08/222.

Chailloux, A., S. Gray and R. McCaughrin(2008): “Central Bank Collateral Frameworks: Principles and Policies”, IMF Working Paper, WP/08/22.

Committee on Payment and Settlement Systems (2012): “Principles for Financial Market Infrastructures, Assessment Methodology and Disclosure Framework”. Consultative Document, Bank for International Settlements (April).

IMF (2010): *Selected Issues on Liquidity Risk Management in Fedwire Funds and Private Sector Payment Systems*, Technical Note. Monetary and Capital Markets Department.