

2026年4月9日

由美联储储备管理购买（RMP）计划看央行买卖国债

联合解读：民银研究团队

温彬 民生银行首席经济学家
兼民银国际首席经济学家

李鑫 民生银行研究院高级研究员

应习文 民银国际研究部主管
兼海外宏观策略研究员

联系人：应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

【内容摘要】

准备金由充裕转向平衡，美联储按计划启动 RMP。尽管美联储的货币政策框架一直在调整，但存款机构准备金在具体调控中始终占据较为重要的位置。美联储在 2025 年四季度停止缩表并开启 RMP，是在准备金由充裕到平衡的转折点上按事先声明的计划推进，只是在具体时点上比原先预期的要快一些。

RMP 应对流动性冲击，购债规模较合理。直接买卖国债适用于美联储资产负债表的长期趋势性扩张，但在日常调节方面则不如临时性操作灵活。考虑到提前对冲 2026 年 4 月纳税季对流动性的冲击，以及 2025 年四季度和 2026 年一季度美国财政部平均 5000-6000 亿美元/季的美债净发行规模，RMP 每月 400 亿美元的购债规模并不能被视为美联储货币政策立场的明显转向。

QE 拉长美联储持债久期，RMP 集中买超短期国债。量化宽松和扭曲操作对持有债券的期限结构带来难以逆转的破坏。RMP 主要购买 1 年以内国库券，尤其倾向于购买超短期国库券，75% 为 1-4 个月期限，只有在国库券供给不足时才购买剩余期限 3 年以内国债，对于降低美联储整体持有美债的平均期限有所帮助。

QE 带来量价分离，RMP 凸显货币政策正常化困境。美联储非常规手段救市打破了量价协同关系成立的前提，故金融危机后频繁使用各种资产负债表操作，RMP 是为缓解缩表中货币市场出现的流动性紧张。

美联储买卖国债的经验和教训：一是货币投放工具宜长短结合，直接购债适合长期趋势性投放；二是对于买卖国债而言，政策透明度对预期引导同样至关重要；三是避免将央行购债用于大规模刺激，否则易带来持久负影响；四是尽量减少对市场定价的干扰，收益率曲线过度扭曲后难修复。

目 录

1. 准备金由充裕转向平衡，美联储按计划启动 RMP	1
2. 直接购债适合趋势性扩表，RMP 购债规模较合理	3
3. QE 拉长美联储持债久期，RMP 集中买超短期国债	5
4. QE 带来量价分离，RMP 凸显货币政策正常化困境	7
5. 对央行买卖国债的启示	10

由美联储储备管理购买（RMP）计划看央行买卖国债

美联储在 2025 年 10 月的议息会议上宣布将自 12 月 1 日起停止以每月 50 亿美元速度进行的国债缩表操作，但允许每月至多 350 亿美元抵押贷款支持证券（MBS）自然到期，到期所得资金将再投资于国库券。12 月议息会议上，美联储进一步批准自 12 月 12 日起启动新的国债购买操作，即“储备管理购买（Reserve Management Purchases, RMP）”计划，初期规模为每月 400 亿美元，购买 3 年期以下的中短期国债，以维持充足的准备金水平。这意味着自 2022 年 6 月启动的缩表计划告一段落，美联储再度转向扩表。

RMP 虽只是一个技术性、结构化的资产购买计划，旨在维持金融体系中充足的准备金，与量化宽松（QE）存在明显区别，并非代表美联储货币政策立场的大幅转向。但是，若对此进行深入探究，依然有助于加深对央行买卖国债的理解。

1. 准备金由充裕转向平衡，美联储按计划启动 RMP

在价格型调控框架下，货币政策主要以利率而非货币总量作为中介目标，但在操作层面却并非不使用数量型工具，也并非不关注数量型指标，比如存款机构准备金余额就是美联储在公开市场操作中十分关注的指标之一。

存款机构准备金包括用于满足准备金要求的库存现金以及其存放在联邦储备银行的资金。从需求来看，准备金通常可分为法定准备金和超额准备金，不过随着 2020 年 3 月美国所有存款机构存款的法定准备金率均已调至零，故当前美国存款机构准备金均为超额准备金。从供给来看，准备金通常可分为借入准备金和非借入准备金。借入准备金主要通过美联储的贴现窗口贷款工具提供给存款机构，非借入准备金通过贴现窗口以外的方式提供，其中主要是公开市场操作。

在 20 世纪 70 年代末至 80 年代初期，美联储一度将非借入准备金规模作为公开市场操作的目标，以实现对其 M1 的更大控制。而后在淡化货币总量指标后，又将操作重点由非借入准备金转向借入准备金，通过提供少于估算需求规模的准备金量，迫使存款机构通过贴现窗口借款来满足其剩余的准备金需求。这样美联储就可以通过调整借入准备金目标来干预联邦基金利率变化。不过，随着

人们对一些存款机构的财务状况越来越怀疑，许多机构逐渐不愿意在贴现窗口借款，从而削弱了借入准备金与联邦基金利率之间的联系，1995 年美联储明确将联邦基金利率的目标水平作为其公开市场操作的短期目标。尽管准备金规模已不再是操作目标，但在实际操作中，美联储主要还是通过买卖国债等方式来影响准备金的供给，进而使联邦基金利率调整至其目标水平。

2008 年以来，随着大规模 QE 的推出，存款机构的准备金变得极其充裕，这使得美联储不得不强化利率走廊的作用，并调整利率走廊调控框架，形成所谓的“地板模式”，而联邦基金利率也基本上是在准备金利率下方运行，准备金利率与隔夜逆回购协议（ON RRP）利率分别作为利率走廊的上下限。至少在新的上限常备回购便利（SRF）利率能够稳定运行之前，利率走廊的顺利运行依赖于准备金的盈余。故相比于 2008 年之前，当前美联储对准备金余额的关注度要更高，尤其是在缩表期间。

由此可见，尽管美联储的货币政策框架一直在调整，但存款机构准备金在具体调控中始终占据较为重要的位置，事实上估算市场对准备金的需求特别是对非借入准备金的需求，是有效开展公开市场操作的前提，或者说是公开市场操作的第一步。

此外，值得注意的是，随着 20 世纪 90 年代美联储彻底转向价格型调控，其政策透明度也明显增强，通过让公众清楚地了解其目标，以更好地实现“量价协同”。¹透明度原则在充足准备金框架下也同样被遵循。以最近一轮缩表为例，在美联储 2022 年 5 月宣布缩表计划时，实际上就已声明当准备金余额略高于充足准备金水平时，其就会减缓而后停止缩表，甚至“储备管理购买”这种表述也是在当时的声明中就被提出，以应对在停止缩表后准备金余额可能继续以较慢的速度下降。

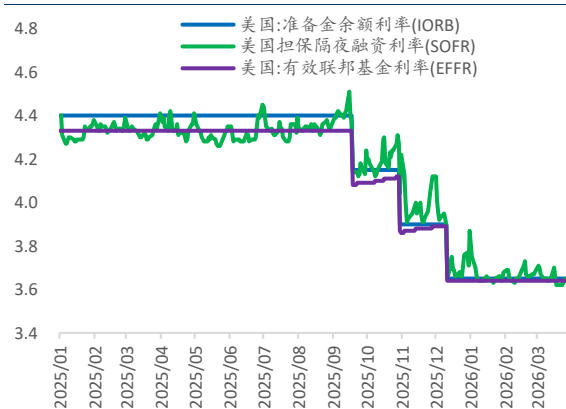
2025 年 11 月末，美国存款机构准备金余额一度降至 2.88 万亿美元，较 2021 年 9 月峰值下降 31%，占 2025 年四季度 GDP 现价折年数的比重为 9.16%。按照美联储理事沃勒的看法，9%就是储备不足的阈值。²同时，提供过剩流动性的逆回购工具（ON RRP）余额截至启动 RMP 前已降至 3300 亿美元左右，较 2023 年 4 月峰值 2.68 亿美元下降近 90%，缓冲资金几近耗尽。

¹ 这里的“量价协同”并非指同时设置数量和价格中介目标并使二者相协调，而是指通过买卖国债等数量型工具来调节准备金供给，以实现其利率目标。

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20250710a.htm>

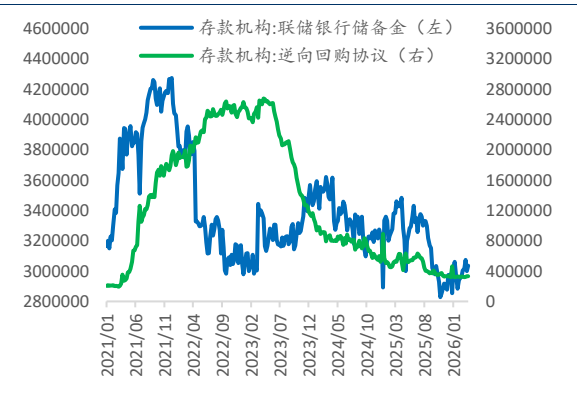
流动性紧张从货币市场利率中也可看出。由于回购市场交易主体覆盖更为广泛，且流动性紧张时期机构对担保融资需求的上升更为显著，因此综合反映美国回购市场利率水平的担保隔夜融资利率(SOFR)往往快于有效联邦基金利率(EFFR)发生变化，使得两者利差成为反映美元流动性紧张与否的灵敏指标。2025年9月SOFR利率开始明显且持续高于EFFR；10月SOFR-EFFR利差进一步走高，并于10月31日达到36BP的高位；而另一方面有效联邦基金利率(EFFR)则与准备金余额利率(IORB)³几乎重合。可见，美联储选择在2025年四季度停止缩表并开启RMP，基本上是在准备金由充裕到平衡的转折点上按事先声明的计划推进，或许只是在具体时点上比原先预期的要快一些。

图1: IORB、SOFR和EFFR走势(%)



数据来源: Wind

图2: 美联储储备金和逆回购规模(百万美元)



数据来源: Wind

2. 直接购债适合趋势性扩表，RMP 购债规模较合理

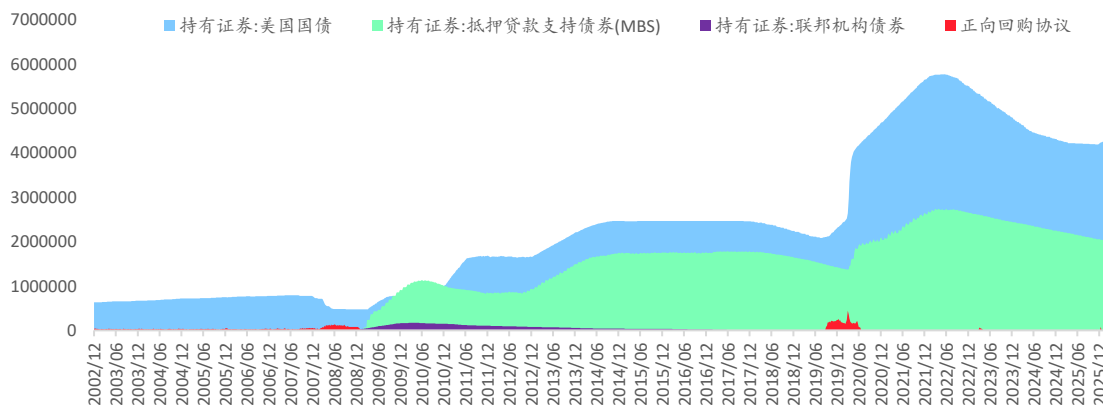
随着美联储其他负债(如M0等)的不断增长，超额准备金自然会被消耗，美联储则需要持续地通过购买证券特别是国债来补充准备金供给，以维持其供需平衡。

本质上讲，围绕准备金的公开市场操作背后，就是美联储调整资产负债表的过程。主要有两种形式，即永久性操作和临时性操作。永久性操作涉及直接购买或出售美联储投资组合系统公开市场账户(SOMA)的证券，其中主要是直接购买，直接出售并不多见。购买证券以美国国债为主，推行QE后也购买MBS等。临时性操作主要使用回购或逆回购协议，即根据协议购买或出售证券，并

³ 2020年，受疫情冲击，美联储将交易存款的法定存款准备金率下调至0%，2021年将准备金余额利率(IORB)作为货币政策工具，取代法定存款准备金率(IORR)和超额存款准备金利率(IOER)，IORR和IOER数据不再公布。

承诺在未来出售或购买。回购或逆回购协议相当于美联储的抵押贷款或抵押借款，其中购买和出售的价差则是利息。

图 3：美联储持有证券及正向回购协议规模变化（百万美元）



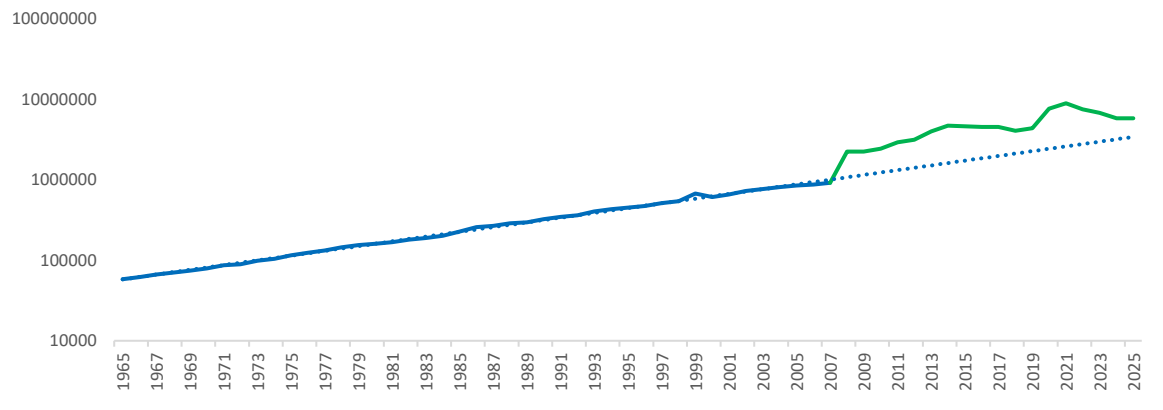
数据来源：美联储，Wind

比较而言，直接买卖国债等永久性操作与回购、逆回购等临时性操作各有优劣：直接买卖国债适用于美联储资产负债表的长期趋势性扩张，在日常调节方面则不如临时性操作灵活；诸如借贷等临时性操作主要是为了抵消准备金供需的日常失衡，避免联邦基金利率短期内大幅偏离目标，若应用其来推动资产负债表的长期扩张，则可能会明显增加操作难度。

人们对美联储扩表和缩表的关注主要是在推行 QE 后，但实际上长期以来其资产负债表一直都在稳步扩张。只不过，2008 年以前美联储并不频繁进入市场直接买卖证券，1995 年以前每年直接购买次数甚至通常仅为个位数，而直接销售则更加罕见。此前美联储只有当预测准备金需求和供应之间存在巨大且持续的不平衡时方才进行直接购买证券，而推行 QE 后则是公布按月购买计划，这或许使得直接购债在大众心目中的存在感明显增强。事实上，若不考虑 2008 年一次性的大幅跳升，美联储资产规模在随后年份中并未持续偏离 2008 年以前的趋势线，不过伴随着历次的 QE 和 QT，其波动确实明显加大。这意味着仅从趋势上看，美联储在 2009 年及以后的资产扩张速度与 2007 年及以前差别并不大，而两段时期支撑其扩表的主要操作实际上一直都是直接购买证券，尤以购买美国国债为主。⁴

⁴ 2008 年之前主要是直接购买国债。在第一轮 QE 中，美联储大量购买 MBS，到 2010 年 MBS 在美联储持有证券中占比一度超过一半，目前 MBS 占比不到三分之一，国债占比超过三分之二。

图 4：美联储金融资产规模变化（百万美元）



数据来源：Wind，虚线为 1965-2007 年的趋势线

在 2008 年扩表之前的三年（2005-2007 年）中，美联储年均资产增速约为 4.3%，以当前总资产规模测算，若保持该年均增速，每月平均需永久性扩张资产 230 多亿美元。这大体可以印证鲍威尔的说法，即在资产负债表持续扩张的情况下仅为保持准备金水平不变，美联储每月就需要永久性购买 200-250 亿的证券。此外，考虑到提前对冲 2026 年 4 月纳税季对流动性的冲击，以及 2025 年四季度和 2026 年一季度美国财政部平均 5000-6000 亿美元/季的美债净发行规模，RMP 每月 400 亿美元的购债规模并不能被视为美联储货币政策立场的明显转向。RMP 每月购债规模有可能在度过纳税季后逐渐减少。

3. QE 拉长美联储持债久期，RMP 集中买超短期国债

美联储 20 世纪早期在参与公开市场操作中并不倾向于购买各种公共债务，直到大萧条之后才将资产长期持有策略从银行票据转向国债。1951 年美国财政部与美联储达成协议，大幅限制了美联储在债券市场的影响力，特别是停止了以大规模购债的方式来人为干预收益率的行为。从期限上讲，美联储逐渐形成了在正常情况下只进行短期国债操作的规范，从而尽可能不干预中长期国债收益率。只有当国债市场遭受了流动性冲击时，美联储才可以干预中长期国债市场，且只限于纠正市场的无序，而非为了市场的有序。

随着美联储不断的扩表，其大量持有美债不可能不对债券市场造成影响⁵，但美联储在直接购债时尽量涵盖多种期限，以避免过度影响市场定价，干扰收益率曲线。在 20 世纪 80 年代初，美联储国债投资组合的平均期限略高于四年，与公众持有的可销售美国国债的平均期限相似。1984 年春夏之际，作为美国十大

⁵ 在美联储大规模扩表前的 2007 年末，公众持有的美国国债中，美联储持有占比为 12.9%。作为对比，2025 年三季度末该占比为 13.7%。

银行之一的大陆伊利诺伊银行经历了严重的流动性危机，这使得美联储也意识到拥有流动性投资组合的重要性。随后美联储购买国库券（1 年以内）的比例明显增加，持有国债的平均到期日也呈下降趋势。到 1991 年底，该投资组合的平均到期日不到三年。尽管 1992 年以后美联储开始适度拉长其持有国债的平均久期，但此时**确保高度的流动性仍是美联储管理国内证券投资组合的主要目标之一**。

表 1：美联储持有的可交易国债的平均期限变化（月）

年份	美联储持有	私人投资者持有
1975	31	29
1980	54	45
1985	47	60
1990	39	71
1991	35	72
1992	36	70
1993	38	68
1994	38	66
1995	39	63
1996	41	63
1997	42	64

资料来源：Open Market Operations in the 1990s, Federal Reserve Bulletin, November 1997, 859-874.

市场干预最小化的原则一直持续到 2008 年美联储启动 QE 之前。2008 年金融危机爆发后，在传统的利率工具失效的情况下，美联储通过大规模购买长期国债和 MBS，直接压低长端利率，从而降低实体经济融资成本。而后在经济依然疲弱但通胀担忧抬头的情况下，美联储索性开展卖短买长的扭曲操作（OT），进一步拉长了其国债投资组合的平均期限。由于 2017 年以后美联储开展的两轮量化紧缩（QT）都是通过持有到期收回本金后不再投资的方式进行缩表，故可以看到在实施 QT 后，尽管美联储持有短债的占比有所提升，但大于 10 年的长债占比同样在被动提升，美联储持有美债的期限结构难以恢复到 QE 前的较合理水平。可见，**量化宽松和扭曲操作的副作用之一就是**对持有债券的期限结构带来难以逆转的破坏，进而可能会持续地对市场定价及收益率曲线带来干扰****。事实上，在此方面美联储或许并非个例，在曾经大规模购债的央行中，除英国央行外，很少有主动卖出国债的操作。⁶

⁶ 美联储在 1951 年之前曾有过卖债的操作，日本央行 2026 年初主动抛售 ETF 和 J-REITs，欧洲央行 2025 年曾试探性地抛售过企业债。

表 2：美联储持有的可交易国债的平均期限变化（月）

年份	15 天以内	16-90 天	91 天-1 年	1-5 年	5-10 年	大于 10 年	备注
2025 年	1.66%	4.95%	10.65%	33.14%	11.84%	37.76%	结束 QT2
2019 年	0.79%	4.91%	14.82%	38.14%	13.84%	27.50%	结束 QT1
2012 年	0.02%	0.00%	0.00%	22.04%	52.27%	25.66%	结束 OT2
2008 年	4.02%	4.41%	13.31%	36.42%	20.45%	21.40%	开启 QE1
2007 年	6.10%	19.45%	20.89%	30.93%	10.86%	11.77%	
2002 年	5.35%	23.33%	22.53%	27.64%	8.47%	12.68%	

资料来源：Wind，按面值计算，含调整后的通货膨胀指数证券

目前美联储持有国债组合的加权平均期限约为 9 年，而国际金融危机之前仅为 3 年左右。美联储主席提名人选凯文·沃什在竞选期间呼吁美联储要与财政部达成新协议，希望通过财政部发债配合，将美联储持仓从长期国债大幅转向短期国债，从而回到那个美联储对市场干预更小的时代。

按照纽约联储公告，RMP 主要购买 1 年以内国库券，尤其倾向于购买超短期国库券，75% 为 1-4 个月期限，只有在国库券供给不足时才购买剩余期限 3 年以内国债，因此对长端利率及实体经济融资成本的影响有限，这与 QE 购买长债或 MBS 等风险资产截然不同。尽管 RMP 购债规模较小，但集中购买超短期国库券对于降低美联储整体持有美债的平均期限多少仍有所帮助。

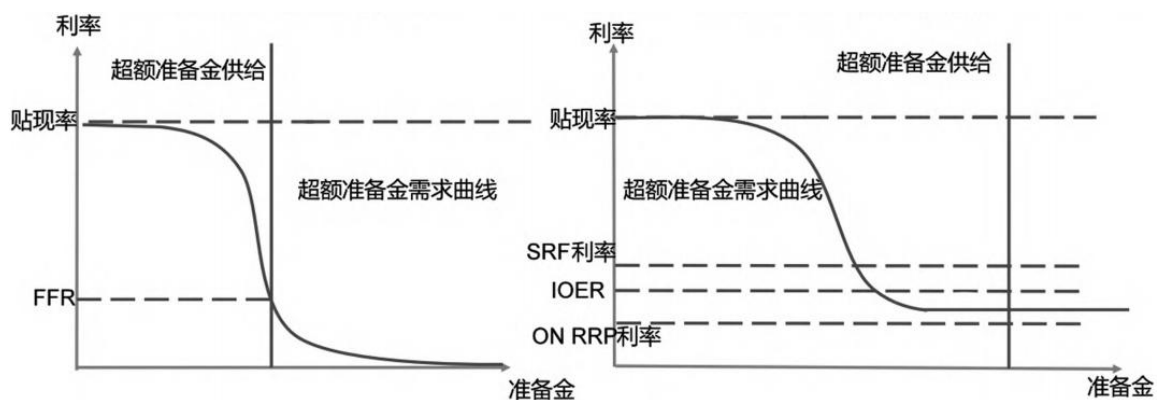
4. QE 带来量价分离，RMP 凸显货币政策正常化困境

国际金融危机前，美联储通过公开市场操作，调整准备金供给来调控联邦基金利率。银行超额准备金与联邦基金利率间存在直接“量价对应”关系。这一关系成立的前提是银行超额准备金总体稀缺。由于当时美联储不对超额准备金付息，故银行倾向持有最少的超额准备金，银行间通过相互拆借以维持流动性需求。在美联储被迫采取非常规手段救市后，超额准备金急剧增加使得存款机构准备金不再稀缺，甚至远远过剩，从而打破了量价协同关系成立的前提，传统利率传导机制失灵，美联储的利率调控从此“量价分离”。在此情况下，其转而通过地板体系（Floor System）来设定利率下限，更加依赖利率走廊来引导联邦基金利率。

金融危机前，美国货币政策利率走廊上限为贴现率，下限为超额存款准备金利率（IOER），即为 0，不过此时利率走廊调控作用相对有限，因为美联储可以通过调整准备金来更加精准地调控利率。随着存款机构准备金极度充裕，美联

储通过公开市场操作影响准备金供给、进而调控利率的逻辑失效，为了让联邦基金利率能够向政策目标靠拢，美联储逐步设置了两个关键政策利率作为利率下限。2008 年美联储开始为超额存款准备金支付利息，试图让 IOER 成为“地板”。但现实中，由于市场中非银机构（如房利美、房地美）持有大量无息准备金，可以低于准备金利率的价格出借给银行，故联邦基金利率绝大部分时候是在 IOER 下方运行。2013 年美联储推出了隔夜逆回购协议（ON RRP），将其利率下限的作用范围扩展到非银机构。而在充足准备金框架下，IOER 反而成为了利率上限，并与 ON RRP 利率一同组成更狭窄的“走廊”。ON RRP 利率、IOER 以及后期的 IORB 基本上就是跟随联邦基金目标利率上下限变动，并且二者构成的区间范围比联邦基金目标利率区间更窄。联邦基金利率大体上就在这更窄幅的区间内波动，并随着政策利率的调整而调整，其变化受美联储公开市场操作及存款机构超额准备金规模变动的影响不大。

图 5：金融危机前后美联储利率走廊调控框架



资料来源：徐鹏、于祝焱：《美联储资产负债表演变及政策内涵研究》，《宏观经济研究》2023 年第 2 期。

不过，地板利率走廊机制有效运行的关键在于存款机构拥有充裕的超额存款准备金。一旦超额存款准备金减少过快，超出存款机构能够承受的水平，则可能会带来市场的流动性紧张。

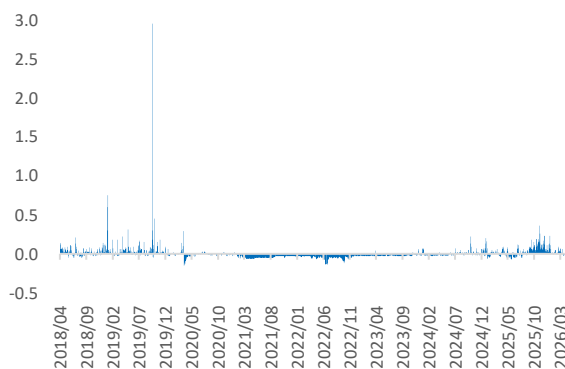
早在 2010 年，伯南克就提出资产负债表扩张的退出策略。不过 2013 年伯南克仅是在国会听证会上表示美联储可能缩减购债规模，就曾引发市场的剧烈反映，10 年期美债收益率在随后数月内从约 1.6% 飙升至近 3%。2014 年 9 月美联储公布《货币政策正常化的原则与计划》，提出美联储将以渐进、可预测的方式缩减资产负债表。此后，美联储分别于 2017-2019 年和 2022-2025 年推行了两轮量化紧缩（QT）。当前美联储主席提名人选凯文·沃什也是极力主张缩表的代表者之一。美联储之所以一直在试图逐步退出量化宽松，背后必然有很多方面的考虑，包括减少对金融市场的干预和扭曲、为未来危机预留政策空间、

避免财政赤字货币化对美元信用的侵蚀等等，而重回量价协同的货币政策框架，进而增强政策灵敏度、畅通政策传导机制或许也是潜在考量之一。

然而，尽管美联储在实际缩表前已经作了较为充分的考虑，但随着超额存款准备金持续减少，货币市场仍出现流动性紧张的局面。2019年3月开始，联邦基金利率向上突破了 IOER；2019年9月17日击破当时 2.25% 的目标利率上限，造成市场流动性严重恐慌，美联储不得不通过正回购和购买现券持续向市场注入流动性。为了在退出量化宽松的同时能够避免重蹈 2019 年回购市场危机覆辙，美联储于 2021 年 7 月宣布建立国内常设回购机制（SRF），每天对符合条件的证券进行隔夜回购操作。这一工具确立了利率走廊的新上限，且比之前的上限 IOER 更具稳定性。

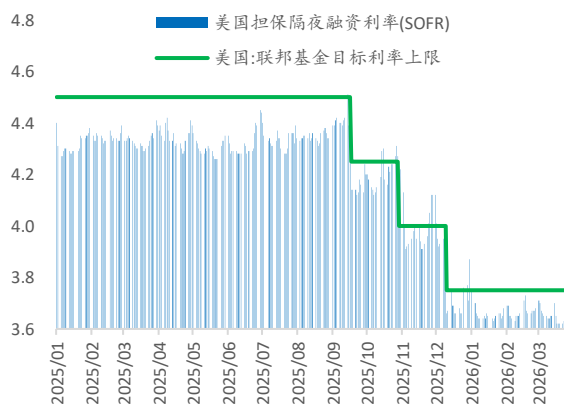
本次 RMP 出台的背景同样是在缩表过程中货币市场出现流动性紧张的问题。尽管这次最终并未引发如 2019 年那样的“钱荒”，但 SOFR-EFFR 利差仍达到 2019 年 10 月以来的最高水平，利差高度及其持续性也已超过 2020 年 3 月新冠疫情引发的流动性紧张时期。正是美元流动性的紧张迫使美联储资产负债表操作紧急转向——2025 年 10 月宣布停止缩表，12 月转为扩表。

图 6：SOFR-EFFR 利差走势（%）



数据来源：Wind

图 7：SOFR 利率走势（%）



数据来源：Wind

值得一提的是，尽管货币市场环境趋紧情况下 SRF 使用量显著增加，2025 年 12 月 31 日 SRF 单日使用量甚至高达 746 亿美元，但 2025 年 9 月以来 SOFR 多次超过利率走廊上限 SRF 利率，其中 10 月末至 11 月初、11 月末至 12 月初均出现 SOFR 持续超过 SRF 利率的情况。这表明作为利率走廊上限的 SRF 工具或仍存在问题。最主要问题是 SRF 同样存在类似贴现窗口的“污名化效应”，此外 SRF 在应用中也存在部分摩擦因素，如 SRF 拍卖通常在下午进行，而回

购市场交易集中于上午，这可能增加使用 SRF 获得资金并转贷给客户过程中交易商资金不确定性。

本质上讲，金融危机后，美联储频繁使用各种资产负债表操作，本身就是其货币政策量价难以协调的表现，当调控价格（利率）失效的时候，就不得不调整资产负债表。此前，直接购债曾是调整准备金余额、调控市场流动性是有效工具，但在将其大规模运用于直接的经济刺激措施后，尽管短期实现了较好效果，但长期来看却对货币政策的制定与执行产生了持久的负面影响。目前来看，美联储资产负债表想要收缩至有效执行传统常规货币政策的水平恐怕仍困难重重。

5. 对央行买卖国债的启示

1996 年，人民银行曾面向 14 家商业银行购买过 29 亿元国债以投放基础货币，但主要是对《中国人民银行法》出台的响应，象征意义大于实际意义。随后人民银行也曾进行过买卖国债调节流动性的尝试，但当时国债市场规模小，难以支持央行大规模的公开市场操作，加之 2001 年后国内流动性过剩，要求央行通过政策手段来回笼基础货币，购买国债作为一种扩表的流动性释放工具，存在的必要性明显减弱，交易量逐步萎缩。

2007 年，财政部发行 1.55 万亿元特别国债成立中投公司，其中分两次共定向发行给农业银行 1.35 万亿元，并由人民银行在二级市场从农业银行全部购入，避免了大规模集中发行国债对市场的冲击，同时由于所筹资金全部用于向人民银行购入外汇，因此也不对应基础货币的扩张。此后，人民银行资产负债表在中央政府债权项目上基本没有变动。

2024 年 8 月，人民银行正式开始在公开市场上买卖国债，并连续 5 个月共净买入国债 1 万亿元。不过 2025 年初由于国债市场供不应求压力进一步加大，人民银行阶段性暂停在公开市场买入国债，直到 2025 年 10 月随着国债市场供求趋于平衡又重新恢复国债买入操作。

尽管当前人民银行常态化买卖国债操作日趋成熟，但从上文对美联储 RMP 的相关分析中，仍可归纳出一些在央行买卖国债方面值得借鉴的经验和教训。

一是货币投放工具宜长短结合，直接购债适合长期趋势性投放。从美联储经验看，借贷类工具（包括回购、逆回购等）更适合调节中短期流动性，若应用此类中短期工具的持续滚动来提供中长期基础货币，则随着规模的扩张以及借贷期限的复杂化，操作难度可能会明显增加。相比较而言，直接买卖国债则更加适用于资产负债表的长期趋势性调整，而其在日常调节方面反而或不如借贷类工具操作灵活。从国际经验来看，央行主动卖债很少见。

二是对于买卖国债而言，政策透明度对预期引导同样至关重要。不论是QE还是QT，美联储都提前公布其每月购债或到期不续投的大致计划。然而，政策透明并不完全排斥相机抉择。以RMP为例，这本是美联储资产负债表操作的紧急转向，但由于数年前已事先声明会根据准备金余额情况适时启动，故并未对市场造成明显扰动。美联储还通过公布准备金相关指标（如存款准备金需求弹性）的官方估算结果来帮助市场更好地把握政策节奏。

三是避免将央行购债用于大规模刺激，否则易带来持久负面影响。直接购债曾是美联储调整准备金余额、调控市场流动性是有效工具，但在将其大规模运用于直接的经济刺激措施后，尽管短期实现了较好效果，但长期看却对货币政策的制定与执行产生持久的负面影响，“量”“价”之间变得难于协调。美联储因此不得不频繁调整其政策框架并使用各种资产负债表操作。更为麻烦的是，其想要回归到传统的常规货币政策目前来看也是困难重重。

四是尽量减少对市场定价的干扰，收益率曲线过度扭曲后难修复。金融危机前，美联储在直接购债时尽量涵盖多种期限，以避免过度影响市场定价，干扰收益率曲线，但量化宽松和扭曲操作却对其持有债券的期限结构带来难以逆转的破坏，时至今日想要恢复正常都不容易。此外，对我国而言，未来若要将买入国债作为主要货币投放方式，或仍需进一步增大国债市场规模、优化存量国债的期限结构，否则也易扭曲收益率曲线。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下（1）持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，（2）进行与此报告内容相异的仓盘买卖，（3）与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，（4）又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。（5）民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。（6）此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。（7）民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及（8）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此

报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。