

宏观经济深度报告

从稀缺准备金体系到充裕准备金体系——谈货币政策调控机制的改革

核心观点

- 1、稀缺准备金体系与充裕准备金体系，对于货币政策的传导机制具有显著不同的要求。
- 2、2008年后，美国经历了这种转变：2008年前美联储的操作以数量型为主。美联储通过议息会议决定联邦基金目标利率，即美国政策利率，其意图是通过政策利率的调整来影响货币市场基准利率（美元隔夜 SOFR 利率），进而通过收益率曲线最前端的隔夜 SOFR 利率来传导到收益率曲线中后端，完成“联邦基金目标利率—隔夜 SOFR 利率—中长期利率”的调控路径。次贷危机后，美联储的政策操作框架面临转型。核心原因在于，为对冲市场风险偏好骤减带来的流动性冲击，美联储提供的流动性规模短时间内增加数十倍。
- 3、对于中国而言，超额存款准备金规模在 1-2 万亿区间时，确实属于稀缺准备金体系，但是当这个规模扩张到 4 万亿附近时，是否属于“稀缺准备金体系”，是值得警惕的。此外，与当时美国货币市场的发展特征相似，近些年来，我国也出现了大量的具有相当规模的货币市场基金（公募基金、银行理财子公司等），其所掌控的货币流动性体量已经不能忽视，且这些机构原本并不在公开市场一级交易商名单中，中央银行的公开市场操作工具无法对其进行直接调控，如何更为有效的将其流动性纳入调控范围是值得思索的问题。
- 4、鉴于这些变化，我国中央银行也似乎在做出一些制度方面的改进，有两点内容非常值得关注。
- 5、当前传导机制还可能面临着改进的空间。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观深度

证券分析师：董德志

021-60933158

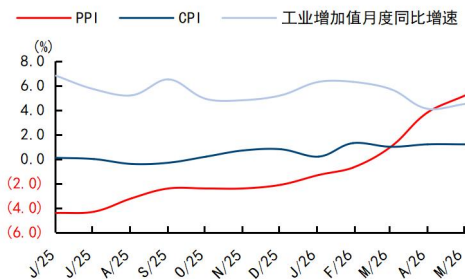
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-4.10
社零总额当月同比	-0.60
出口当月同比	19.40
M2	8.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观深度：从央行政策目标看本轮流动性收紧进程——核心目标是促进经济增长》——2026-6-24
- 《2026年5月财政数据快评：收入修复延续，支出静待拐点》——2026-6-22
- 《再通胀叙事下的AI与利率：观察即坍塌？》——2026-6-22
- 《宏观经济周报：5月经济边际修复》——2026-6-20
- 《多资产周报：日元加息难阻贬值》——2026-6-20

内容目录

从稀缺准备金体系到充裕准备金体系	4
风险提示	6

图表目录

图1： 次贷危机后美联储投放巨量流动性	4
---------------------------	---

从稀缺准备金体系到充裕准备金体系

利率定价的供需框架，是从供给量和需求量的角度来构建，这其中“量”的概念是非常重要的，且对于资金供给量的分析有一个隐含的前提就是政策可以较为有效的调节货币市场资金量，并准确的影响超额准备金规模。

这个前提假设在稀缺准备金体系中是成立的，在超额准备金总规模水平有限的背景下，中央银行的货币吞吐可以有效的调节货币市场流动性，从而通过量的改变来影响价格（市场利率）。

在 2016-2017 年时期理论学界以及中央银行研究部门提出，“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”。即央行希望自己始终处于有利的地位，为此要设计合理的流动性管理框架，其实际上就是货币政策操作框架。流动性管理框架设计的首要出发点是处理好事前准备金需求和供给的对比关系。其次，在确立了流动性短缺的基本操作格局后，还要设计准备金需求函数的单向刚性来保证货币政策操作的效力。央行采用法定准备金率的制度安排来制造结构性的流动性短缺。

结构性流动性短缺、资金面紧平衡或稀缺准备金体系，三者内涵一致，即从中央银行货币政策传导机制来看，需要在此条件下顺畅的进行“货币量”的调控，这样政策因素才能有效的影响资金供给曲线，资金供给曲线的外生属性会越发增强起来在，这也会令供需缺口对于利率的指引效应更强。

但是当各种因素导致货币市场脱离了稀缺准备金状态，转为充裕准备金状态时，货币当局通过货币政策的数量型工具对于整体流动性的控制力度就会明显弱化下来，资金供给曲线的外生属性就会不断弱化，内生属性相应不断强化，这样就会令市场利率的内生决定成份大大增加，这也绝非是货币当局所乐见的局面。

事实上，这样的过程在美国市场中早已呈现。2008 年前美联储的操作以数量型为主。美联储通过议息会议决定联邦基金目标利率，即美国政策利率，其意图是通过政策利率的调整来影响货币市场基准利率（美元隔夜 SOFR 利率），进而通过收益率曲线最前端的隔夜 SOFR 利率来传导到收益率曲线中后端，完成“联邦基金目标利率—隔夜 SOFR 利率—中长期利率”的调控路径。

次贷危机后，美联储的政策操作框架面临转型。核心原因在于，为对冲市场风险偏好骤减带来的流动性冲击，美联储提供的流动性规模短时间内增加数十倍。

图1：次贷危机后美联储投放巨量流动性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

由于流动性不再稀缺，资金利率对于其规模不再敏感，美联储通过吞吐国债调节进而影响资金价格的数量型操作失效。

当整体货币市场从“稀缺准备金体系”切换到了“充裕准备金体系”后，美联储的数量型操作工具失效，从而向真正的价格型操作转型。

价格型框架的核心在于根据政策利率目标设定所谓的“管理利率”，引导市场利率自发围绕政策利率目标波动。

当市场基准利率出现偏离时，管理利率将鼓励市场参与者通过无风险套利方式自发引导市场利率向政策利率回归。目前美联储有两个管理利率，分别是银行在美联储存放准备金获得的准备金利率（IOR）和货币基金等非银机构将资金暂存在美联储获得的隔夜逆回购利率（ON RRP）。

IOR 利率可以理解为联邦基金利率的“锚”，ON RRP 类似于联邦基金利率的“底”，两者共同维护美联储设定的政策利率走廊。

他山之石为鉴，事实上中国的流动性体系很有可能也隐约面临着这种困境。

2005 年至 2019 年长达十余年时间里，我国的超额存款准备金规模并没有出现显著性的提升，基本保持在 1-2 万亿区间波动（伴随存款基数的不断提升，事实上超额存款准备金规模是存在不断扩张的可能性的）。主要的变化出现在 2020 年至今，伴随疫情冲击的出现，2020 年、2022-2023 年两个时间段中，我国超额存款准备金的总规模呈现出大幅走升态势，一举突破了 4 万亿关口，相比于前期扩张了近一倍。

超额存款准备金规模在 1-2 万亿区间时，确实属于稀缺准备金体系，但是当这个规模扩张到 4 万亿附近时，是否属于“稀缺准备金体系”，是值得警惕的。此外，与当时美国货币市场的发展特征相似，近些年来，我国也出现了大量的具有相当规模的货币市场基金（公募基金、银行理财子公司等），其所掌控的货币流动性体量已经不能忽视，且这些机构原本并不在公开市场一级交易商名单中，中央银行的公开市场操作工具无法对其进行直接调控，如何更为有效的将其流动性纳入调控范围是值得思索的问题。

鉴于这些变化，我国中央银行也似乎在做出一些制度方面的改进，有两点内容非常值得关注。

其一，明确政策利率基准，并建立上下走廊机制。2024 年 6 月，中国人民银行行长潘功胜在陆家嘴论坛发表主题演讲，表示“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。”。随后的 7 月，中国央行设立了临时隔夜正回购与临时隔夜逆回购工具，操作利率分别为 7 天逆回购利率减 20bp、7 天逆回购利率加 50bp。这事实上已经确立了我国的政策利率基准为公开市场 7 天逆回购操作利率，但是其所意图调控的目标可能是货币市场隔夜回购利率，因为在中国货币市场融资结构中，隔夜品种的占比远超其他品种，是最主要的融资品种，同时它也是中国收益率曲线的最前端。

在随后的 2026 年 6 月份陆家嘴论坛中，潘功胜行长进一步宣布“完善短端利率调控机制。为进一步推动货币政策框架向价格型转型，增强短端利率调控的精准性和有效性，人民银行将对利率调控机制进行进一步探索和优化。一方面，在 2024 年 7 月设立临时隔夜正/逆回购工具的基础上，完善工具使用机制，并将操作利率调整为 7 天期逆回购操作利率加、减 25 个基点，区间由 70 个基点收窄为 50 个基点”。

中国人民银行行 2026 年 6 月 17 日发布公告称，即日起优化临时隔夜正逆回购工具操作要素，利率分别调整为公开市场 7 天期逆回购操作利率减点 25bp 和加点 25bp；进一步明确工具使用规则，在货币市场隔夜利率（DR001）持续低于或高于相应工具操作利率时，中国人民银行将结合一级交易商需求启动相应操作。

事实上，公开市场 7 天逆回购操作利率是否指引货币市场 7 天回购利率，已经变得不再重要，更为重要的是 OMO 的操作利率需要指引控制最主要的货币市场融资利率—隔夜货币市场回购利率，从这个意义上看，公开市场 7 天逆回购操作利率更倾向于是一种符号含义，而是否要真的每天进行公开市场隔夜逆回购操作也并不重要了。

这个机制的建立在未来还可能面临两个改进：1、进一步缩窄上下轨，强化对货币市场隔夜回购利率的精准化控制；2、与美联储的模式相比，尚缺乏“自动化”的调节机制。当隔夜回购利率脱离锚定的上下轨区间时，目前我国是采用中央银行主动操作方式，以一级交易商上报需求，中央银行主动发起隔夜正逆回购操作为主，如果能参考美联储模式，设置自动存贷功能，当货币市场利率脱离控制区间后，市场主体能自发主动的向中央银行上存隔夜资金或借贷隔夜资金，这样会更为及时有效的调控隔夜利率水平，保证其在锚定区间内运行。

其二，扩大中央银行流动性调控的直接主体范围。2026 年 6 月的陆家嘴论坛，中央银行行长潘功胜支出，“创设境外央行回购工具。设立境外央行类机构回购工具（RMB Repo Facility for Foreign and International Monetary Authorities, FIMA RMB Repo），包括境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金，都可以用中国国债等高等级债券回购的方式，从人民银行获得人民币流动性，便利境外央行类机构的人民币流动性管理和人民币资产配置。”、“研究设立特定情景非银流动性支持宏观审慎工具。研究政策工具，当债券等市场出现系统性压力，正常流动性渠道受阻，机构群体性面临流动性危机且可能引发系统性风险时，通过互换方式向非银机构提供紧急流动性。机制设计将综合权衡维护金融市场稳定运行和防范金融市场道德风险。“特定情景”意味着该机制不是对非银金融机构的常态化流动性供给；“防范金融市场道德风险”意味着非银机构与央行操作必须满足宏观审慎要求，还要提供高等级抵押品””。

这意味着将更多的市场主体纳入到了中央银行的直接调控范围，其目的可能也是类似于当年美联储将货币市场基金等掌握大量流动性的机构纳入到联邦基金目标调控框架内。以往传统的操作模式是针对大型商业银行作为直接调控主体，但是当某类非银金融机构也开始掌握了大量的货币流动性后，必须要重视其行为对于整体货币市场的影响，不宜再以间接传导模式对其进行管理，应该纳入到直接调控群体范围内。

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032