



美联储非银流动性支持工具的实践、边界与启示

王 晴 宫恺男

摘 要 非银行金融机构深度参与金融市场，流动性风险具有较强的市场传染性，特定情景下央行如何提供紧急流动性并控制风险，是完善金融稳定框架的重要课题。将美联储相关工具按政策功能与风险承担方式重新分类可见，其分别承担货币政策实施与利率调控、一级交易商融资支持、货币市场基金赎回压力缓释和特定信用市场修复等职能，直接交易对手、财政信用保护和退出约束存在系统差异。结合中国已明确的政策边界，建议围绕触发条件、操作对象、抵押品、定价、风险分担和退出安排，构建特定情景非银流动性支持制度框架。

关键词 非银行金融机构 流动性支持 宏观审慎政策 中央银行 金融稳定

一、引言

2025 年《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出完善中央银行制度，构建科学稳健的货币政策体系和覆盖全面的宏观审慎管理体系，畅通货币政策传导机制。2025 年 10 月，人民银行提出探索在特定情景下向非银行金融机构提供流动性的机制性安排；2026 年 6 月，政策构想进一步细化为特定情景非银流动性支持宏观审慎工具。在非银机构资产管理规模扩大、市场参与加深以及风险跨机构、跨市场传导渠道增多的背景下，如何前瞻性地构建相应的流动性支持框架，已成为完善中国金融稳定机制的重要议题之一。

本文聚焦于中央银行在何种条件下，通过何种机制设计，向非银机构提供流动性支持，以在维护金融稳定与防范道德风险之间取得平衡。现有讨论多集中于是否

需要设立此类工具，对不同工具承担的政策功能、央行的直接交易对手、抵押品风险、财政信用保护和退出约束区分不足。本文将美联储相关工具按照政策功能和风险承担方式重新分类，并从中提炼适用于中国特定情景互换工具的使用情景。

二、非银金融机构重要性提升与流动性脆弱性凸显

非银机构的市场角色及其流动性风险形成机制，决定了央行提供流动性支持的必要性与边界。

（一）非银机构流动性脆弱性的形成机制

一是部分非银机构的业务模式使其内生地面临流动性风险。广义的非银行金融中介部门涵盖保险公司、养老基金、货币市场基金、对冲基金、证券交易商等多

王晴，中国农业银行金融市场部资深专员；宫恺男，中国农业银行金融市场部专员。

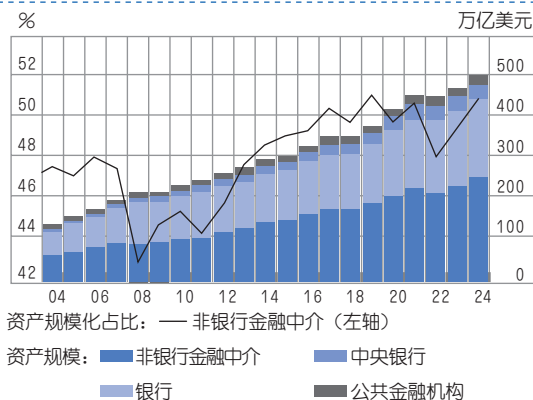


类主体,不同机构在流动性转换、期限转换和杠杆运用上的程度差异较大,风险形成机制不可一概而论。部分机构或部分业务模式涉及期限错配和杠杆运用,这既是其盈利的来源,也是其脆弱性的根源。非银机构一般缺少从央行直接获得融资的渠道,较多依赖回购等批发融资渠道,当融资流动性收紧时,难以在短期内以合理成本获得资金。具体来看,开放式基金面临集中赎回与资产变现压力,在赎回条款与底层资产流动性错配时尤为突出;证券交易商受回购融资、保证金和自身资产负债表容量约束,融资条件恶化时做市能力收缩;杠杆投资者可能因追加保证金而被迫集中去杠杆;保险、养老金等负债久期较长的机构,也可能因衍生品保证金追缴产生临时性现金流需求。

二是非银流动性问题加剧市场波动,具有突发性和传染性。非银机构的行为具有较强的同质性和顺周期性,在压力时期往往集体抛售资产,形成“下跌-赎回-抛售-再下跌”的负反馈循环,成为市场波动的“放大器”。个别机构的融资流动性紧张,也可能由此演变为资产市场交易流动性的整体收缩。非银机构还通过存款、回购交易、债券持有和衍生品交易等渠道,与银行及债券市场相互关联,流动性压力可能沿这些渠道向银行体系和关键市场传导。2025年中国非银行业金融机构存款增量较大,可能提高银行负债波动性和流动性管理要求。

(二) 非银机构近年呈现快速发展态势

一是全球金融“脱媒”特征突出,非银



注: 1. 非银行金融中介指除中央银行、银行和公共金融机构以外的金融机构; 2. 图中样本为FSB“21个经济体+欧元区”可比口径,该报告整体覆盖29个司法辖区,图中样本范围小于报告全部覆盖范围。

资料来源:FSB(2025)。

图1 全球金融资产规模与非银行金融中介占比 (2004—2024年)

机构的市場重要性提升。非银行金融中介资产占全球金融资产的比重由2008年约42%升至2024年约51%,银行占比降至约38%(图1)。投资者需求及金融创新推动非银快速扩张,保险、养老基金、货币市场基金资产均明显增长,对冲基金扩张尤为迅速(陈卫东, 2025)。发达经济体与新兴经济体均呈现这一趋势,但新兴经济体扩张速度更快,非银资产增幅及其占本经济体金融业总资产比重的升幅均明显高于发达经济体。

二是中国非银机构的规模、市场重要性提升。中国目前仍呈现以银行业为主的金融格局,银行业资产规模占比相对稳定,2018年末至2025年9月末,银行业资产占金融业机构总资产的比重由91.4%小幅降至89.2%^①。2012年前后,证券公司资产

① 根据人民银行“金融业机构总资产”统计数据计算:2018年末金融业机构总资产293.52万亿元,其中银行业268.24万亿元;2025年9月末分别为531.76万亿元和474.31万亿元。



管理等业务制度持续调整，叠加居民资产配置需求增长，各类资产管理业务规模持续扩大，2025 年按不同监管口径直接加总约为 186 万亿元^①。非银机构是银行间市场交易活跃度与品种创新的重要驱动力，已成为银行间市场重要的交易主体和债券投资主体之一，是推动直接融资发展的重要力量。非银机构的崛起，改变了金融体系的微观结构，也重塑了流动性风险的分布与传导路径。

三、美联储相关流动性支持与市场修复工具：分类与比较

美联储的实践显示，央行流动性支持职能逐步覆盖银行融资、核心交易商和关键金融市场等不同层面，各层面的法律基础和风险承担方式并不相同。其工具设计并非简单地将对银行的“最后贷款人”职能平移至非银机构，而是针对不同政策目标分别作出制度安排。本节先按政策功能对相关工具分类，再从支持对象、实施方式、抵押品与定价、风险分担、退出机制五个维度进行比较（表 1）。

按照政策功能和风险承担方式，可将美联储与非银机构或金融市场运行相关的工具分为四类：**一是**货币政策实施与利率管理工具，包括永久性公开市场操作、常备回购便利（Standing Repo Facility, SRF）和隔夜逆回购工具（Overnight Reverse

Repurchase Agreement Facility, ON RRP）；**二是**一级交易商融资支持工具，包括一级交易商信贷便利（Primary Dealer Credit Facility, PDCF）和定期证券借贷便利（Term Securities Lending Facility, TSLF）；**三是**货币市场基金赎回压力缓释工具，包括资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF）、货币市场共同基金流动性便利（Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, MMLF）和货币市场投资者融资便利（Money Market Investor Funding Facility, MMIFF）；**四是**特定信用市场修复工具，以定期资产支持证券贷款便利（Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF）为代表。这些工具均与非银机构或金融市场运行相关，但政策目的、直接交易对手、最终受益主体和风险承担方式各不相同，后文的比较均以此分类为基础。

（一）支持对象与触发条件

上述各类工具，在对象选择上呈现清晰的层次性。

一是面向合格交易对手的货币政策实施与利率调控工具。一级交易商多为大型非银机构，是公开市场操作的直接对手方，处于货币政策传导和金融市场流动性的关键节点。永久性公开市场操作^②主要用于调整美联储证券持有规模、实施货币政策；SRF 向

① 数据来源：金融监管总局、证监会、证券业协会、银行理财登记中心、基金业协会、信托业协会等。2025 年各类资产管理业务规模直接加总约 186 万亿元，其中银行理财 33.3 万亿元，保险资金 38.5 万亿元，信托资产 32.4 万亿元（2025 年 6 月末），公募基金 37.7 万亿元，基金公司管理的养老金 7.04 万亿元，券商、期货、私募及 ABS 规模 36.9 万亿元。上述各分项为不同监管口径下的机构资产或产品规模直接相加，统计时点不完全一致，且未剔除产品间交叉持有，实际净规模低于直接加总数。

② 美联储在公开市场上直接向一级交易商购买或出售系统公开账户（SOMA）中的债券。



一级交易商及合格存款机构提供隔夜回购融资, 有助于限制回购利率上行; ON RRP 则吸收货币市场基金等交易对手的隔夜现金, 为货币市场利率提供下限^①。ON RRP 的资金流向与流动性支持相反, 不宜作为向非银机构提供紧急流动性的直接类比。

二是对特定市场或机构类型的非常时期支持。当系统性风险显现时, 美联储将支持对象扩展至流动性链条中更为脆弱的环节。2008 年金融危机期间, 美国回购市场呈现紧张态势, 商业银行可通过贴现窗口从美联储获得流动性, 但非银机构缺少类似工具。为防止信贷市场流动性危机的蔓延扩散, 美联储创设 PDCF, 向一级交易商提供抵押融资。2008 年 9 月, 部分货币市场基金因持有雷曼兄弟商业票据而跌破面值, 引发大范围赎回, 美联储创设 AMLF, 经由银行体系承接货币市场基金出售的资产支持商业票据; 2020 年 3 月, 美联储创设功能相近、合格资产范围更广的 MMLF, 两者均以缓释货币市场基金赎回压力为目标。危机期间 ABS 发行停滞、信贷供应中断, 美联储创设 TALF, 向持有合格 ABS 的广泛主体提供融资, 旨在恢复 ABS 发行与交易功能。

常备工具与危机工具在支持对象上的差异, 体现了“实施货币政策、维护市场运行”与“应对系统性风险”的功能区分: 前者面向合格交易对手, 机制化程度高; 后者根据风险传导路径, 定向覆盖脆弱环节。

(二) 实施方式与操作路径

在实施方式的设计上, 美联储根据不

同对象的法律地位和风险特征, 采取直接与间接相结合的方式。

一是直接向一级交易商提供流动性。一级交易商作为央行公开市场操作的直接对手方, 具备直接向美联储融资的资格。2008 年设立的 PDCF 向一级交易商提供隔夜抵押贷款; 2020 年重启后, 融资期限延长至最长 90 天。TSLF 则是“以券换券”的证券借贷安排: 一级交易商以流动性较弱的合格证券作为抵押, 借入系统公开市场账户 (SOMA) 持有的国债, 再利用所借国债改善回购融资能力或缓解优质抵押品短缺, 美联储并不投放现金。这类直接操作能够在危机时期迅速缓解核心交易商的融资压力, 并经由其向其他非银机构传导。

二是通过中介机构间接向脆弱市场输送流动性。对于货币市场基金等不属于央行常规交易对手的机构, 美联储设计了间接支持路径。AMLF、MMLF 的操作模式是: 美联储向存款机构或银行控股公司提供无追索权的抵押贷款, 再由这些机构购买货币市场基金出售的合格资产。在该结构中, 直接借款人是银行, 最终支持对象是货币市场基金及相关短期融资市场。MMIFF 则通过授权特殊目的实体 (SPV) 购买短期债务工具, 美联储为 SPV 提供 90% 的高级担保融资, 贷款上限 5 400 亿美元、对应 SPV 资产购买能力 6 000 亿美元; 该工具获授权后未实际发生操作。

三是针对性支持特定市场流动性修复。TALF 的结构设计更具指向性: 以合格资产支持证券 (ABS) 为抵押, 向持有 AAA

^① 按照纽约联储的说明, SRF 有助于限制货币市场利率的上行压力、提供上限支撑, ON RRP 有助于为隔夜货币市场利率提供下限。资料来源: Federal Reserve Bank of New York. Monetary Policy Implementation. <https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation>.



级ABS的各类美国企业和投资者（不限于金融机构）提供无追索权抵押贷款。该机制通过恢复ABS发行与交易，间接修复面向居民、小微企业等实体部门的信贷供给。其政策目标侧重于特定市场融资功能的修复，而非对特定非银机构的直接救助。

三类路径各有侧重：直接融资操作简单、传导迅速；间接输送通过中介机构构建了操作缓冲，适用于投资者基础广泛的机构类型；结构化安排则针对特定市场的功能修复，操作设计更为复杂。

（三）抵押品安排与定价激励机制

抵押品安排和资金定价是流动性支持工具设计中的关键激励约束机制。

一是抵押品范围的动态调整。常态下，美联储常规回购操作使用的合格证券主要包括国债、机构债和机构MBS等。危机时期，为增强工具的有效性，美联储大幅扩大抵押品范围。PDCF在2008年创设时抵押品为投资级证券，随后于2008年9月扩大至三方回购市场中两大清算银行下所有可接受的抵押品；2020年重启时进一步接受股票作为抵押品。AMLF接受的抵押品是资产支持商业票据（ABCP），MMLF将范围扩大至国债、机构债、无担保商业票据、可转让存单、部分市政债和可变利率即期票据（VRDN）等货币市场基金广泛持有的资产。TALF接受由汽车贷款、信用卡贷款、学生

贷款、小企业贷款等支持的AAA级ABS作为抵押品，2009年扩展至存量CMBS，2020年重启时新增静态CLO等。

二是资金定价的惩罚性与激励约束。各工具的定价方式并不整齐划一：PDCF、AMLF按PCR^①定价，MMLF按抵押品类别在PCR基础上加0至100 bps，TSLF通过拍卖形成借券费率，TALF则按LIBOR、OIS或SOFR等市场基准加点，并随抵押品类型和期限差异化定价。这些安排总体上使央行资金不具价格优势，避免替代市场化融资。白芝浩原则^②提供了分析参照，但现代市场支持工具并非一律采用高于危机时期市场利率的简单惩罚性利率：危机中市场利率本身可能失真，工具定价还需兼顾恢复市场功能、限制逆向选择和促进退出等多重目标（BIS，2014）。美联储也曾直接调整贴现窗口定价：PCR相对于联邦基金目标利率（上限）的利差于2007年8月和2008年3月由100 bps先后压缩至50 bps、25 bps^③，2020年3月起与目标区间上限持平。这类调整不是对价格约束的否定，而是在“防止道德风险”与“防止系统性崩溃”之间的再平衡。

危机时期扩大抵押品范围，使相关机构能够将暂时难以变现的资产转化为可用流动性；折扣率、费率与加点等价格条款相互配合，抑制机构对央行支持的持续依

① PCR (Primary Credit Rate, 一级信贷利率) 是美联储贴现窗口面向财务稳健存款机构的短期后备融资利率。2003年贴现窗口改革后，PCR曾较联邦基金目标利率（上限）高100 bps；2007年8月、2008年3月先后降至50 bps、25 bps；2020年3月起与目标区间上限持平。

② 白芝浩原则 (Bagehot's Dictum) 是现代中央银行危机管理理论的基石，其核心为在金融危机时，中央银行应慷慨放贷，但只放给有优质抵押品的机构，并且要收取高利率。

③ PCR历史数据来源：圣路易斯联储FRED数据库DPCREDIT序列 (<https://fred.stlouisfed.org/series/DPCREDIT>，访问日期：2026年6月30日)；联邦基金目标区间上限来源：FRED数据库DFEDTARU序列：<https://fred.stlouisfed.org/series/DFEDTARU>。



赖, 推动市场化融资恢复。

(四) 风险分担与央行资产负债表保护

风险分担安排是美联储危机工具设计中的关键制度要素, 其要点是保护央行资产负债表: 风险并未凭空消失, 而是经由各工具不同的追索安排、抵押品折扣和财政信用保护, 在相关主体与央行之间重新分配, 不同工具的损失分担结构并不相同。

一是通过中介机构和 SPV 构建风险缓冲。AMLF、MMLF 和 MMLFF 的设计体现这一逻辑。在这两类工具中, 美联储的对手方是银行或 SPV, 而非货币市场基金本身。银行购买货币市场基金出售的资产, 美联储向银行提供融资; SPV 则作为独立法人持有资产, 形成破产隔离。但缓冲并不等于免除风险。AMLF、MMLF 的贷款为无追索权安排, 若抵押资产违约, 美联储不能向借款银行追偿; 为此, 美国财政部承诺通过外汇稳定基金为 MMLF 提供最高 100 亿美元信用保护 (实际投入约 15 亿美元, 后已返还)。在无追索权安排下, 美联储的风险敞口取决于抵押资产本身的信用质量以及 MMLF 项下的财政信用保护, 不能概括为风险完全留在中介机构, 剩余风险最终仍由央行及其背后的财政承担。

二是通过“以券换券”转换风险形态。TSLF 的操作模式是美联储借出国债、收取流动性较弱的证券作为抵押, 不投放现金。在这一结构中, 美联储面临的主要是交易对手违约与抵押品价值不足并发的风险, 而非底层资产的直接信用风险。通

过限定合格抵押品范围、设置折扣率并每日盯市, 美联储将风险敞口控制在有限水平。

三是引入财政信用保护, 明确极端损失的分担机制。TALF 由财政部提供信用支持, 2008 年为 200 亿美元 TARP^① 资金, 2020 年为通过 TALF II 特殊目的实体注入的 100 亿美元股权投资, 使财政资金先于美联储吸收损失; MMLF 亦有类似安排。《多德-弗兰克法案》后, 动用《联邦储备法》第 13 条第 3 款设立危机便利须事先获得财政部长批准, 且必须具备广泛适格性, 不得以救助单一失败机构为目的, 也不得向资不抵债主体提供贷款; 财政信用保护是 TALF、MMLF 等部分工具采用的具体风险安排, 并非该条款对每一项便利的统一强制要求。

从效果看, TALF 以无追索权贷款配合抵押品折扣、SPV 结构与财政资本形成多层缓冲, AMLF、MMLF 主要依托抵押资产质量 (MMLF 另有财政信用保护) 控制风险, “以券换券”的 TSLF 则将信用风险转化为交易对手与抵押品的组合风险。从最终结算结果看, 上述实际运作的工具未给美联储形成已实现的信用损失, 但这不改变其风险分担的制度逻辑。

(五) 退出机制

退出机制是流动性支持工具完整制度设计的重要组成部分, 关系到央行职能的边界和道德风险的防范。

一是明确设定工具的临时性。绝大多数非常规工具在创设之初即明确其临时性

① TARP (Trouble Asset Relief Program) 是美国国会在 2008 年 10 月通过的《紧急经济稳定法》授权的 7 000 亿美元联邦救助计划, 财政部负责执行, 用于购买和担保金融机构的问题资产。

表 1 美联储相关流动性支持与市场修复工具比较^①

工具名称	政策功能	直接交易对手	最终支持对象或市场	操作方式	抵押品	定价	期限	规模口径	实施时间
一、货币政策实施与利率控制工具									
永久性公开市场操作 (Permanent OMO)	实施货币政策、调整 SOMA 证券持有规模	一级交易商	货币政策目标 (非流动性救助工具)	买卖国债、机构债、机构 MBS	—	市场价格成交	—	— (存量体现为 SOMA 持仓)	常设
常备回购便利 (SRF)	平抑回购利率上行、支撑利率上限	一级交易商、合格存款机构	货币市场利率调控	隔夜回购 (固定利率、足额供应)	国债、机构债、机构 MBS	3.75% (2026 年 6 月末, 为联邦基金目标区间上限)	隔夜	曾设每日操作总额上限 5 000 亿美元 (2021.7—2025.12); 2025 年 12 月起取消总体操作规模上限, 保留每个交易对手每次操作、每类合格证券最高 400 亿美元的申报限额	2021.7 设立, 常设
隔夜逆回购工具 (ON RRP)	提供货币市场利率下限、吸收隔夜现金 (资金流向与流动性支持相反)	一级交易商、货币市场基金、存款机构、政府支持企业	货币市场利率调控	隔夜逆回购	国债 (以美联储持有证券为担保)	3.50% (2026 年 6 月末)	隔夜	峰值余额约 2.554 万亿美元 (2022.12.30); 2026 年 6 月 29 日余额约 35 亿美元 (单一交易日, 季末 6 月 30 日跳升至约 269 亿美元); 单一交易对手日上限 1 600 亿美元	2013.9 起操作, 常设
二、一级交易商融资支持工具									
一级交易商信贷便利 (PDCF, 2008 年轮)	一级交易商后备融资	一级交易商	交易商融资与回购市场	抵押贷款	初为投资级证券, 2008 年 9 月扩大至三方回购合格抵押品	PCR	隔夜	峰值余额约 1 300 亿美元 (2008.9.26, PDCF 单项目峰值口径)	2008.3—2010.2
PDCF (2020 年轮)	一级交易商后备融资	一级交易商	交易商融资与回购市场	抵押贷款	范围更广, 含投资级债券、商业票据、市政债、股票等	PCR	隔夜至最长 90 天	峰值余额约 360 亿美元 (2020.4.15 当周, H.4.1 周报口径)	2020.3—2021.3

① 数据截至 2026 年 6 月 30 日。



续表

工具名称	政策功能	直接交易对手	最终支持对象或市场	操作方式	抵押品	定价	期限	规模口径	实施时间
定期证券借贷便利 (TSLF)	缓解优质抵押品短缺、改善交易商回购融资	一级交易商	国债融资与回购市场	以券换券 (借出 SOMA 国债, 不投放现金)	Schedule 1 为国债、机构债等; Schedule 2 另含 AAA 级 MBS、ABS、投资级债券、市政债	拍卖形成借券费率 (最低 10/25 bps)	28 天	授权上限 2000 亿美元; 峰值余额约 2 355 亿美元 (2008.10.1, 含 TSLF 期权计划 TOP 相关余额)	2008.3—2010.2
三、货币市场基金赎回压力缓释工具									
资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利 (AMLF)	缓释货币市场基金赎回压力	存款机构、银行控股公司	货币市场基金及 ABCP 市场	无追索权抵押贷款, 购买货基出售的 ABCP	高评级 ABCP	PCR	与 ABCP 期限匹配 (银行类借款人最长 120 天、其他最长 270 天)	峰值余额约 1 521 亿美元 (2008.10.1, 单日余额口径)	2008.9—2010.2
货币市场共同基金流动性便利 (MMLF)	缓释货币市场基金赎回压力	存款机构等	优先型与免税型货基、短期融资市场	无追索权抵押贷款 (财政部外汇稳定基金承诺最高 100 亿美元信用保护, 实际投入约 15 亿美元并已返还)	国债、机构债、ABCP、无担保商业票据、可转让存单、部分市政债等	按抵押品分层: PCR、PCR+25 bps、PCR+100 bps	与资产期限匹配, 不超过 12 个月	峰值余额约 530 亿美元 (2020.4)	2020.3—2021.3
货币市场投资者融资便利 (MMIFF)	货币市场基金资产变现后备安排	特殊目的实体 (SPV)	货币市场基金	向 SPV 提供 90% 高级担保融资, SPV 购买货基持有的短期工具	剩余期限 7~90 天的存单、商业票据等	PCR	不超过 90 天	授权口径: 美联储贷款上限 5 400 亿美元、SPV 资产购买能力 6 000 亿美元; 实际未发生操作	2008.10 宣布, 2008.11 进入实施阶段, 2009.10 到期
四、特定信用市场修复工具									
定期资产支持证券贷款便利 (TALF, 2008 年轮)	恢复 ABS 发行与消费、小微信贷供给	持有合格 ABS 的美国企业和投资者	ABS 市场	无追索权抵押贷款 (SPV 结构, 财政部 TARP 资金 200 亿美元信用保护)	AAA 级 ABS (汽车、信用卡、学生、小企业贷款等), 2009 年扩至存量 CMBS	按 ABS 类型分别采用 LIBOR、OIS 或相应互换利率等基准差异化加点	3 年 (部分 5 年)	授权 2 000 亿美元 (曾宣布可扩至 1 万亿美元); 累计发放约 710 亿美元, 峰值余额约 482 亿美元 (2010.3)	2009.3—2010.6



续表

工具名称	政策功能	直接交易对手	最终支持对象或市场	操作方式	抵押品	定价	期限	规模口径	实施时间
TALF (2020 年轮)	恢复 ABS 市场融资功能	持有合格 ABS 的美国企业和投资者	ABS 市场	无追索权抵押贷款 (TALF II SPV, 财政部 100 亿美元股权投资)	在既有合格 ABS 范围基础上纳入静态 CLO 等, 并按 2020 年条款重新规定各类合格资产	按 2/3 年期 OIS 加 125~150 bps、30 天平均 SOFR 加 150 bps 等	3 年	授权 1 000 亿美元; 峰值余额约 40 亿美元	2020.3 宣布, 2020.6 首次放款, 2020.12 停止新增贷款

资料来源: 美联储理事会“Policy Tools”专栏各工具页面及条款文件 (<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm>); 纽约联储市场操作专栏 (<https://www.newyorkfed.org/markets>) 及其 2025 年 12 月 10 日《关于常备回购便利操作的声明》。ON RRP 日度余额来自纽约联储公开市场操作数据 (FRED 序列 RRPONTSYD); 2008—2010 年危机工具峰值口径另参照 United States Government Accountability office (2011)。

特征。PDCF 于 2008 年 3 月创设, 2010 年 2 月退出; AMLF 于 2008 年 9 月创设, 2010 年 2 月退出; MMLF 于 2008 年 10 月创设, 2009 年 10 月退出。退出安排包括明确的到期日与授权期限、到期停止新增操作、存量贷款自然到期, 以及财政信用保护和 SPV 的相应清算。2020 年新冠疫情期间, 美联储重启 PDCF、MMLF (功能与 AMLF 相近)、TALF 等工具, 但同样保持其临时性定位, 在情况好转后及时退出。危机工具再次启用时, 仍须重新获得授权或重新设定条款。这种“危机时启用、结束后退出”的模式, 避免了常态化支持可能引发的道德风险。

二是通过定价机制激励主动退出。市场融资条件恢复后, 工具利率和费率相对于市场价格逐渐失去吸引力, 使用量随之回落, 形成内生退出。2020 年多数危机便利的使用峰值出现在启用初期, 随后自然

回落。这种机制避免了对行政性退出手段的过度依赖, 使流动性支持能够随着市场恢复而“自动收缩”。

明确的授权期限、停止新增后的存量自然到期、价格吸引力的内生衰减, 共同构成美联储危机工具的退出机制。

四、中国央行非银流动性工具的现状与制度构建

中国央行在非银流动性支持方面已有初步探索。2015 年股市异常波动期间, 人民银行表示将通过多种形式向中国证券金融股份有限公司提供流动性支持, 维护股票市场稳定。2019 年包商银行事件后, 货币市场对非银机构的风险偏好骤降, 多家头部证券公司经人民银行核准提高短期融资券余额上限, 并获准发行金融债券; 据公开报道, 监管部门还推动大型券商向中小非银机构提供融资, 传导流动性^①。2024

① 2019年6月下旬, 中信证券等多家头部证券公司公告收到人民银行关于提高短期融资券最高待偿还余额上限的通知; 支持证券公司发行金融债券及由大型券商向中小非银机构传导流动性的安排, 详见<https://m.21jingji.com/article/20190624/herald/3fdd6bd419b89a7a70066377dd1e0850.html>。



年9月24日,为稳定资本市场,央行宣布创设证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)和股票回购增持再贷款,并分别于同年10月10日和10月18日正式设立,首期规模分别为5 000亿元和3 000亿元,2025年5月两项工具额度合并使用(合计8 000亿元)^①。三类安排的性质并不相同:SFISF由符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等合格资产,换入国债、央行票据等高流动性资产,属于“以资产换流动性”的互换安排,与拟设立的非银流动性支持工具最具可比性;股票回购增持再贷款经由银行向上市公司及主要股东发放贷款,资金用于股份回购与增持,不宜直接归为央行向非银机构提供流动性;2015年和2019年的安排则属于特定事件下的应急响应。

潘功胜(2026)进一步明确拟设立的特定情景非银流动性支持宏观审慎工具的实施方式,“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”,并明确参与机构须符合宏观审慎要求、提供高等级抵押品,该机制不承担非银机构常态化流动性供给职能。

基于前文对非银机构脆弱性的分析、美联储制度设计的比较,结合中国金融市场银行间市场与交易所市场并存、机构类型多样的特点,以下围绕启动条件、适用对象、互换操作与抵押品、定价与退出、宏观审慎约束等方面提出建议,以求在稳

定功能与激励约束之间取得平衡。

一是明确特定情景的识别与启动条件。工具启用应同时满足监管已明确的四项条件: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、风险可能演化为系统性风险。市场信用利差、回购融资折价、基金集中赎回规模、保证金追缴需求和市场成交深度等,可作为识别特定情景的监测指标,但不宜规定单一指标触及某一数值即自动启动,是否启用宜由人民银行会同相关部门基于整体评估作出。常态时期的流动性调节仍通过公开市场操作等既有渠道进行,新工具不承担常态化流动性供给职能。

二是明确适用对象和交易对手资格。宜区分直接交易对手、最终流动性需求机构和被支持市场三个层面。对符合宏观审慎要求、风险信息可穿透、持有合格抵押品且具备偿付能力的非银机构,可建立事前准入名单,仅在特定情景下启用;名单管理和资格评估可与证券、基金、保险公司互换便利的参与机构框架相衔接,系统重要性非银机构可作为重点监测对象。该安排面向向危机情景,不改变非银机构常态时期通过市场渠道融资的格局。

三是以互换方式提供流动性支持,建立科学的抵押品机制。监管已明确通过互换方式提供紧急流动性。互换期限宜以短期为主,明确续作条件与提前终止情形;协议应事先约定互换期间资产的所有权归属、利息归属和价格风险承担,以及对手方违约时的处置程序。抵押品范围应与监

① 2024年9月24日国新办新闻发布会宣布创设两项工具;10月10日人民银行发布公开市场业务公告〔2024〕第6号,正式创设证券、基金、保险公司互换便利;10月18日人民银行会同金融监管总局、证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》;2025年5月7日国新办新闻发布会宣布两项工具额度合并使用。



管已明确的高等级要求一致，在此前提下可进一步研究不同资产的准入层级。应建立科学的估值和折扣机制，根据抵押品的流动性、信用风险和市场波动情况，动态调整折扣率，确保央行风险敞口可控。抵押品管理需特别关注激励扭曲问题。

四是完善定价、费用和退出安排。从政策来看，价格约束并非对特定机构的惩罚，而是“最后贷款人”框架下的基本原则。中央银行应以较高利率向具备偿付能力的机构提供流动性支持，但互换型工具的约束不必依赖单一的高利率，互换费率、抵押品折扣、期限溢价、续作成本和额度限制，均可形成价格与数量约束，使工具保持后备融资定位。工具应设置临时性授权与额度上限，市场恢复后停止新增操作、存量自然到期，使其相对于正常市场融资逐渐失去价格吸引力，形成内生退

出。定价机制的设计需权衡稳定功能与激励约束，定价过低可能加剧道德风险，定价过高则可能使支持工具在危机时期失去有效性。

五是建立宏观审慎约束和风险分担机制。日常通过建立流动性监管指标体系，促使非银机构保持充足的高流动性资产，降低期限错配，从源头降低流动性风险。工具使用前，应进行宏观审慎资格审查；使用期间，可对使用机构施加资产负债表约束，暂停分红、限制新增高风险业务等安排可作为研究储备；使用结束后，可视具体成因提出整改要求。适时披露工具使用情况，增加市场信息透明度。披露安排需兼顾市场纪律与预期稳定，可采取延迟披露、汇总披露等方式，在强化纪律的同时防止“预期的自我实现”。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 陈卫东.全球非银行金融机构发展演进、脆弱性特征及风险传染[R].亚洲金融合作协会研究动态, 2025(2).
- [2] 潘功胜.中国金融结构的变迁和金融市场现代化——在2026陆家嘴论坛上的主题演讲[EB]. (2026-06-17).
- [3] 潘功胜.中国宏观审慎管理体系的建设实践与未来演进——在2025金融街论坛年会上的主题演讲[EB]. (2025-10-27).
- [4] 曾刚.探索非银机构流动性支持,筑牢金融安全网[N].21世纪经济报道, 2025-10-29.
- [5] 张继强,芦哲.脆弱的流动性与危机中的美联储——美国流动性传导路径和美联储工具箱解析[R].华泰证券研究所, 2020-03-23.
- [6] BIS.Re-thinking the lender of last resort[R].2014-09.
- [7] BIS Committee on the Global Financial System.Designing frameworks for central bank liquidity assistance: Addressing new challenges[R].2017-04.
- [8] Financial Stability Board.Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2025[R].2025-12-16.
- [9] International Monetary Fund.Nonbank financial intermediaries:Vulnerabilities amid tighter financial conditions [R].2023-04-11.
- [10] Mehrling P.The new lombard street:How the Fed became the dealer of last resort[M].Princeton: Princeton University Press,2011.
- [11] United States Government Accountability Office.Federal reserve system:Opportunities exist to strengthen policies and processes for managing emergency assistance[R].2011-07-21.



Federal Reserve Liquidity Support Facilities for Nonbank Financial Institutions: Practices, Boundaries, and Implications

WANG Qing GONG Kainan

(Financial Markets Department, Agricultural Bank of China)

Abstract Non-bank financial institutions are deeply involved in financial markets, and their liquidity risks can spread rapidly across markets. How central banks should provide emergency liquidity support while containing attendant risks under specified stress scenarios is therefore an important issue in strengthening financial stability. Reclassifying the relevant Federal Reserve facilities according to their policy functions and risk-bearing arrangements shows that they serve distinct purposes, including monetary policy implementation and interest-rate control, as well as financing support for primary dealers, the alleviation of redemption pressures on money market funds, and the restoration of functions in specific credit markets. These facilities differ systematically in terms of direct counterparties, fiscal credit protection, and exit constraints. In light of China's established policy boundaries, this paper proposes developing an institutional framework for liquidity support to non-bank financial institutions under specified stress scenarios, covering activation conditions, eligible counterparties, swap arrangements, collateral requirements, pricing, risk-sharing mechanisms, and exit provisions.

Keywords Non-bank Financial Institutions, Liquidity Support, Macroprudential Policy, Central Banks, Financial Stability

JEL Classification E58 G18 G23