仅供内部参考，请勿外传！

流动性扩张新范式

——中国机构配置手册（2026版）之央行篇

行业研究 · 行业专题

银行

证券分析师：王剑
021-60875165
wangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：孔祥
021-60375452
kongxiang@guosen.com.cn
S0980523060004

证券分析师：田维韦
021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：刘睿玲
021-60375484
liuruiling@guosen.com.cn
S0980525040002

仅供内部参考，请勿外传！

核心结论

作为流动性的“总闸门”，理解我国中央银行货币政策操作思路：

- **我国货币政策框架包括：货币政策目标体系、货币政策工具和货币政策传导机制三大部分。**在实际操作中，货币政策目标并非一蹴而就，央行会根据传导机制，设立相应的操作目标和中介目标。同时，不同时期，货币政策当局对不同目标的相对重视程度会随着国内外经济金融形势的变化而做出相机调整。但不同目标对货币政策走向的要求并非总是一致的，彼此之间可能发生冲突，从而导致货币当局陷入两难境地。因此，判断人行行为，主要是对货币政策目标变化做出预判。
- **理解我国中央银行行为，核心要认识“中央银行-商业银行”二级银行体系之下的货币派生过程，可分两个部分：央行基础货币投放和商业银行货币派生。**不过近年来财政净支出已成为货币派生的重要途径，贡献了M2增量的约50%。另外，广义货币流动性还受派生后的货币流通和退出的影响。
- **央行控制广义货币的主要政策工具是调节法定存款准备金率和调节基础货币总量。**央行已常态化开展公开市场国债买卖操作，通过在二级市场双向交易主动调节流动性并引导收益率曲线形态，既弥补了单纯依赖短端政策利率向长端传导的不足，也有效平抑了超长期国债发行节奏与资产荒配置需求带来的期限溢价扰动，使7天逆回购利率的价格信号更顺畅地延伸至中长期限。
- **近年来货币政策调控逐步淡化数量中介目标，契合我国经济转型的现代货币政策需要。**（1）货币供应量与最终目标之间的强相关性依赖一个基本假设，即流通速度较稳定。但货币政策具有内生性，货币流通速度并不是单纯由技术和制度因素所决定的稳定变量，影响货币需求的因素也同样影响着货币流通速度，从而导致货币流通速度并不稳定。（2）中长期角度与我国经济结构转型相一致。因为新兴产业业态各异，资本和产出的也没有相对稳定的量化关系，不再适合锚定数量型中介目标。直接融资发展和金融工具的创新等都会影响数量型货币政策传导效率。

仅供内部参考，请勿外传！

核心结论（续）

➢ **“超级央行”时代来临，我国货币政策框架转型，推动资产定价主导权切换。**

- **2026年，央行货币政策正处于从“单一总量调控”向“超级央行”范式切换。**“超级央行”，是指央行在原有货币政策调控的基础上，叠加宏观审慎管理、金融监管协调与地方债务/地产风险化解的职能，对国内金融资产定价形成系统性影响力。这种影响体现在三条主线：**一是对基础货币投放机制的全面掌控，**结构性工具与国债买卖逐步替代外汇占款成为流动性主源；**二是对债券收益率曲线的边际定价权，**通过买卖国债调节期限溢价、纠偏机构非理性拉久期；**三是对权益资产的结构性引导，**互换便利、定向融资工具等驱动红利与科技板块的机会。与之配套的是，货币政策框架已完成“7天逆回购利率为单一核心政策利率+50BP新利率走廊”的锚定，流动性传导链条精简为**“OMO7天政策利率—DR007—LPR/债市/信贷”**的高效价格型机制

- **2026年，央行基础货币投放呈现“国债买卖常态化+财政净支出+外汇占款阶段性回暖”多重变化。**继2024年8月央行在二级市场启动国债买卖、2025年操作全面常态化后，2026年该工具已成为替代MLF的中长期流动性底座，兼具“降低银行边际资金成本”与“双向修正收益率曲线”的双重功能，抑制30Y-10Y期限利差过度平坦化。与此同时，2026年净结汇转正成为基础货币派生的重要增量，外汇占款结束2017年以来的长期横盘出现阶段性温和扩张，与财政净支出（中央政府加杠杆）共同构成“非信贷派生"的主力。工具层面，央行在“7天OMO+窄利率走廊”之外，将**临时隔夜正逆回购**纳入精细化管理工具箱；2026年4月起连续地量逆回购的投放方式，也反映出央行对资金空转与非银过度加杠杆的关切。

- **我国央行行为的变化，是对“汇率稳定—防范金融风险—经济增长”的多元目标进行动态权衡的过程。**2026年中央经济工作会议定调“适度宽松”，而银行业净息差已压至历史低位、人民币步入升值通道，央行操作呈现“价格温和引导+数量精准对冲”的特征：资金面告别2025年末的极致宽松。传导层面，M2与实体经济的相关性继续走弱，货币流通速度下行与存款非银化加大了调控难度。对资产定价而言，央行通过“政策利率→无风险收益率→估值中枢”夯实债券短端定价，通过卖长债压制机构长端拥挤，通过互换便利与红利导向影响权益市场风格。对于机构行为而言，这样观察并跟随央行操作，已成为银行、理财、保险、券商等机构配置的“必修课”。“超级央行”时代的真正含义，是央行从被动适应者走向主动塑造者，以价格型调控为主轴、以多目标动态平衡为边界，重构中国金融市场的流动性范式与定价逻辑。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 现代货币发行机制——钱是怎么来的?

02 央行调控基础货币渠道的演变

03 从M2结构看数量型货币政策传导效率

04 我国货币政策框架演进思路和实施

05 专栏：现代货币理论与美联储货币框架

仅供内部参考，请勿外传！

钱是什么？——货币统计的多个层次

➢ **根据货币流动性的差异，我国将货币供应量的统计主要划分为3个层次：**

- 1994年10月，中国人民银行印发《中国人民银行货币供应量统计和公布暂行办法》正式编制并向社会公布“货币供应量统计表”。首次将中国的货币供应量分为M0、M1和M2三个层次：

  M0＝流通中现金

  M1＝M0＋单位活期存款

  M2＝M1＋单位定期存款＋个人存款＋其他存款；

  此后，货币供应量的口径经过多次修订。

➢ **货币统计口径的调整**

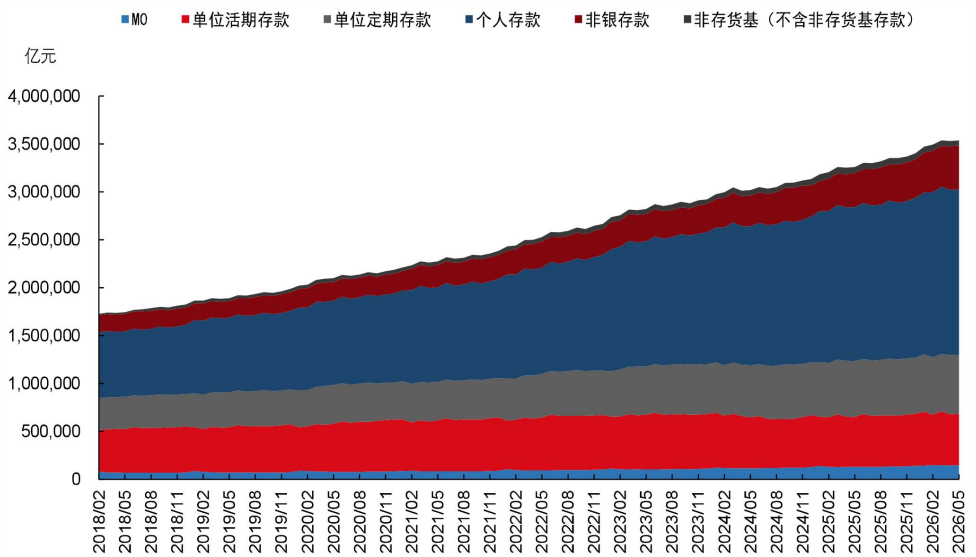
- M0:2022年末，将流通中数字人民币计入M0。
- M1：2025年1月起将个人活期存款和非银行支付机构客户备付金纳入M1范畴。
- M2：主要经历了四次调整。（1）2001年6月，将证券公司客户保证金计入M2；（2）2002年初，将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务，分别计入不同层次的货币供应量；（3）2011年将住房公积金存款和非存款类金融机构在存款类金融机构存款计入M2；（4）2018年初，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单），这其实意味着非银机构也具备了部分货币派生能力。

仅供内部参考，请勿外传！

钱是什么？——货币统计的多个层次

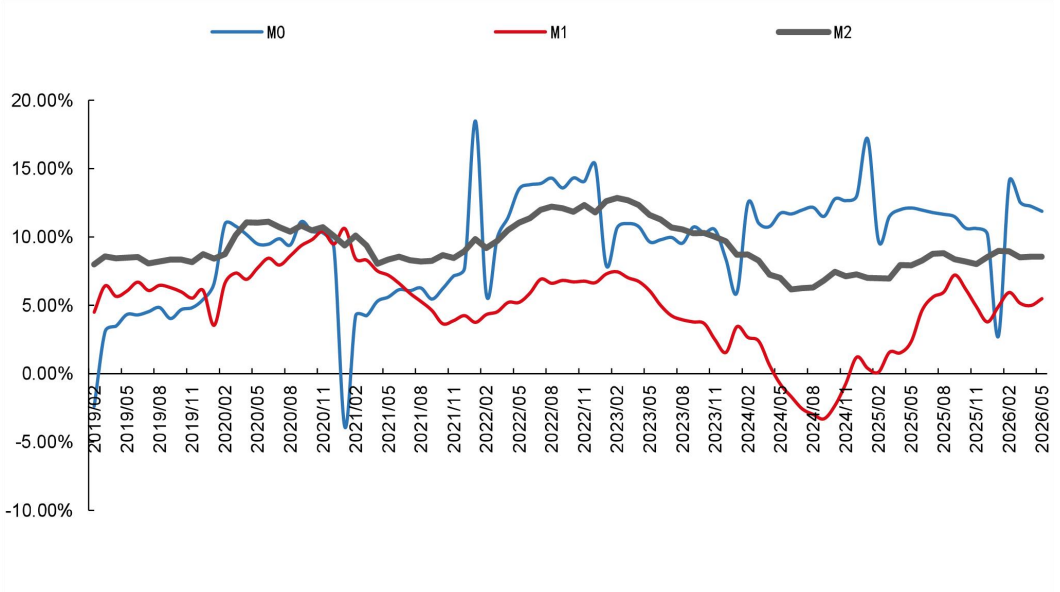
- 根据人行统计，2026年5月末，广义货币(M2)余额353.67万亿元，同比增长8.6%。狭义货币(M1)余额114.89万亿元，同比增长5.5%。流通中货币(M0)余额14.68万亿元，同比增长11.9%。
- M2结构：2026年5月末，M0占4.2%，单位存款占32.5%，个人存款占48.8%，非银存款（含非存货基）占14.6%。趋势上，M0具有明显的季节性，但整体占M2比重较为稳定。个人存款占据半壁江山，近年来非银存款和非存货基占比也有所提升。

图：M2规模及结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：M2为最新统计口径下数据。

图：M0、M1、M2同比增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：M1、M2为最新统计口径下数据。

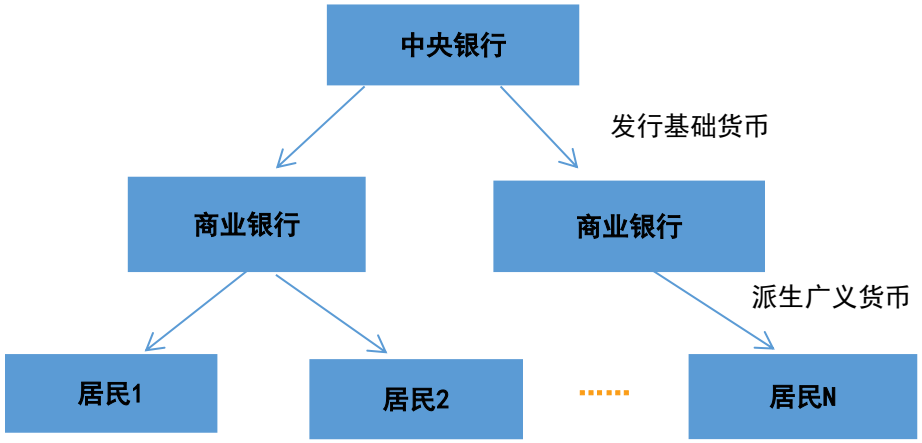
仅供内部参考，请勿外传！

货币发行和派生机制

➢ 在现行“中央银行-商业银行”信用货币体系之下，商业银行通过发放贷款等资产扩张创造广义货币，中央银行则通过资产扩张创造基础货币，并通过调节基础货币来调控商业银行创造广义货币的能力。

- **从传导链条来看，整个货币派生的过程可以分为两个部分：央行基础货币投放和商业银行货币派生。**

图：“中央银行—商业银行”二级银行体系的货币体系



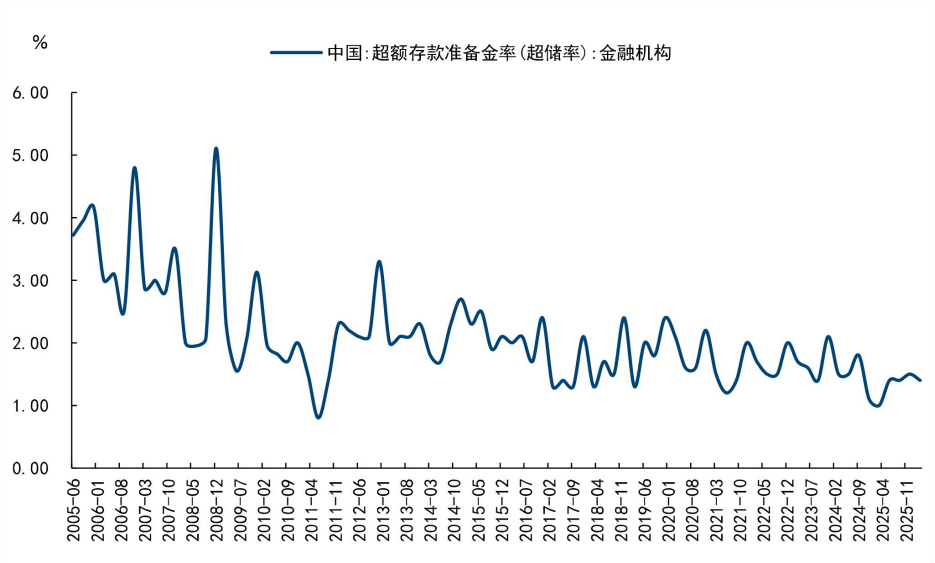
资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

货币发行和派生机制

- **基础货币流动性：衡量银行间市场资金是否充裕，指央行向银行体系提供基础货币是否充足，衡量指标超储率。**其中，基础货币中流通中现金和法定准备金并不受银行控制，超额准备金才是真正高能货币，因此数量型货币政策工具最终落脚点都是调控超额准备金。
- **广义货币（M2）流动性：银行体系通过信用扩张派生创造广义货币，主要是指相对于整体经济而言，货币总供给是偏多还是偏少，衡量指标M2增速。**央行对于广义流动性并没有绝对的控制力，因为除了超储制约以外，银行体系的信用扩张的能力和意愿还会受到企业贷款需求的强弱等因素的影响。

图：超储率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：M2增速走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

货币发行和派生机制

举例：

1、在二级银行体系下，一般情况下央行并不直接向居民发行货币，因此它首先向银行发行基础货币。最典型的发行方式，是央行向银行投放一笔再贷款，比如100元，于是银行得到了100元基础货币，并存在银行开在央行的账户上：

央 行	
资产	负债
再贷款100元	银行存入100元

银 行	
资产	负债
存放央行-超储100元	再贷款100元

2、有居民来向银行申请贷款200元。银行审核后觉得居民很不错，于是就同意投放了200元贷款。于是，在银行与居民之间发生一次和上面几乎一模一样的动作：居民领到200元，又存回银行，形成了200元存款。同样，这两步也是一次性完成的（为了便于分析，简单假定法定存款准备金率为10%，下同）。

银 行	
资产	负债
存放央行-超储80元 存放央行-法储20元 贷款200元	再贷款100元 存款200元 （M2，广义货币）

居 民	
资产	负债
存款200元	贷款200元

仅供内部参考，请勿外传！

基础货币的流动性

但光有钱还不能研究流动性，还得形成一个用钱来交易资产的市场，才会有资产流动性的概念。为了让不同主体之间能够相互交易，我们就必须突破上一节中“只有一家银行”的假设，研究两家银行和两户居民（有更多银行和居民时，原理也是如此）。

接上表：若最初是两家银行，央行各投放了50亿元基础货币，两家银行各自向居民房贷100亿元。然后，两家银行继续放贷：

央 行	
资产	负债
再贷款100元	银行存入100元

如果按法定存款准备金率10%的要求，银行2已经不达标了。

银 行 1（放贷300元）		…	银 行 2（放贷600）	
资产	负债		资产	负债
超储20元 法储30元 贷款300元	再贷款50元 存款300元		存放央行50元 贷款600元	再贷款50元 存款600元

仅供内部参考，请勿外传！

基础货币的流动性

因此，银行2提出以一定利率，向银行1借入基础货币10元，以便满足监管要求：

银 行 1			银 行 2	
资产	负债		资产	负债
超储10元 法储30元 同业拆出10元 贷款300元	再贷款50元 存款300元	…	法储60元 贷款600元	再贷款50元 同业负债10元 存款600元

于是，在不同的银行之间，会形成一个基础货币的借贷市场，亦称银行间市场或货币市场。当然，只有关系好的两家银行之间（拆出行对拆入行有授信）可以直接借钱，如果关系一般，则不会直接借钱，而是相互之间通过买卖或抵质押资产的方式，来交易基础货币。

仅供内部参考，请勿外传！

基础货币的流动性

接上表，银行1发现其准备金有10元富余，于是去向国家购买了10元的国债，刚好把超额存款准备金用完（央行表上也有变化，基础货币转为财政存款）。而这时银行2有客户来还贷款100元，多出10元准备金富余。

央 行	
资产	负债
再贷款100元	银行存入90元 财政存款10元

银 行 1			银 行 2	
资产	负债		资产	负债
超储30元 国债10元 同业拆出10元 贷款300元	再贷款50元 存款300元	…	法储50元 超储10元 贷款500元	再贷款50元 同业负债10元 存款500元

法储减少，国债增加。银行间流动性下降

银行缩表，但超储增加10元，银行间流动性增加

仅供内部参考，请勿外传！

基础货币的流动性

这时，如果恰好有客户来向银行1申请贷款，由于它已经把准备金比例用足了，不能再投放了。于是，它去跟银行2说，我把10元的国债卖给你吧。银行2觉得自己刚好有富余准备金，就答应了。于是，银行2向银行1支付了10元基础货币，把国债买了过来。

此时，银行1有了10元超额准备金，就又可以投放100元贷款（并形成100元存款）了。但银行体系整体的派生能力不变。银行2的流动性转移到了银行1。

央 行	
资产	负债
再贷款100元	银行存入90元 财政存款10元

银 行 1			银 行 2	
资产	负债		资产	负债
法储30元 超储10元 同业拆出10元 贷款300元	再贷款50元 存款300元	…	法储50元 国债10元 贷款500元	再贷款50元 同业负债10元 存款500元

所以，不同银行之间的基础货币交易，除直接借贷之外，还可以通过买卖资产（以债券为主，也可以是信贷、黄金、外汇或其他）的方式来实现交易。因此，这里就形成了一个以基础货币为“钱”，以债券为主要交易资产的市场，我们称之为银行间债券市场。但由于我国其他交易市场上的债券金额很小，远远小于银行间债券市场，所以有时不特别指明时，债券市场通常就是指银行间债券市场。而债券市场平时谈的流动性，一般就是指这个市场的流动性。它的流动性高低，取决于持有基础货币一方的金额与买的意愿、持有资产（债券为主）的总额与卖的意愿。

仅供内部参考，请勿外传！

广义货币的流动性

上一节讨论了基础货币市场（主要指银行间市场），央行投放基础货币，以及基础货币在不同银行之间交易。然后，现在我们来看下一级市场，即居民与银行之间的广义货币。广义货币的主体是居民存在银行的存款，即居民对银行的债权，这就是居民们日常口头所谓的“钱”，它对于居民来说是钱，对于银行来说则是钱的相反面，债务或欠条。

接着上例，现在有两户居民，其资产负债表分别为：

居 民 1		…	居 民 2	
资产	负债		资产	负债
存款400元	贷款400元		存款500元	贷款500元

仅供内部参考，请勿外传！

广义货币的流动性

比如，居民1花100元向居民2买了一套衣服。资产负债表变为（表中其他与货币体系关系不大的科目作简化处理，比如假设居民2出售衣服后直接形成100元未分配利润）：

居 民 1		…	居 民 2	
资产	负债		资产	负债
存款300元 衣服100元	贷款400元		存款600元	贷款500元 未分配利润100元

日常生活中，时时刻刻在发生这些以货币为交易媒介的商品交易活动，导致存量货币在不同人之间转移，因此最终拿到的货币的分布数字，与最初银行通过发贷款派生货币时的表格，是大相径庭的。比如，全部银行最初给居民1、居民2分别发放400元、500元贷款，形成相应金额存款。但过了一段时间，两户居民间交易这个交易那个，最后形成的存款分布是面目全非的。

仅供内部参考，请勿外传！

广义货币的流动性

另外一种货币转移的更重要的经济活动，是投资。比如，居民1把200元钱出借或投资入股给居民2，货币也会相应转移（以出借为例）：

居 民 1		…	居 民 2	
资产	负债		资产	负债
存款100元 衣服100元 借出200元	贷款400元		存款800元	贷款500元 未分配利润100元 借入200元

上例为两户居民间的直接投资关系。有时还会通过资产管理产品实现投资行为，那样会经过“资管产品”账户，多一个步骤，但原理不变。

因此，一般而言，居民购买资产管理产品和直接投资一样，只是转移存款，不会派生存款，原理不变，但增加了货币统计分析的复杂度。

仅供内部参考，请勿外传！

广义货币的流动性

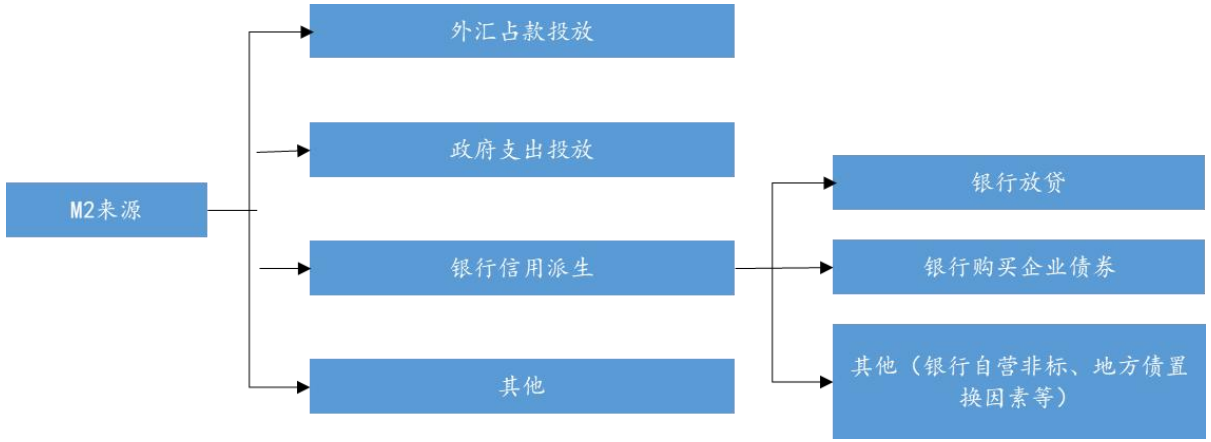
➢ 其他派生渠道

1、银行向居民投放信贷是一种资产业务，而其他资产业务包括：购买居民的债券、通过通道（SPV）向居民放款（非标）、购买资产管理产品、向居民购买楼房、黄金或外汇等其他资产，或购买服务（银行支出费用）、捐赠等。这些业务均会在银行资产负债表左边形成一笔资产（或形成费用），右边形成一笔存款（资产业务的交易对手方居民在本行的存款），这笔存款就是新派生出来的存款。

2、除了资产业务，还有些其他零碎的业务会影响广义货币，但平时金额不大，不太关注。比如银行发新股或债券，居民来购买，则银行资产负债表右边，存款科目变成股权科目或债券发行科目，广义货币下降。支付股息、支付债券利息、股份回购、债券到期偿还则刚好相反。

3、除了央行、银行自己的业务外，政府收支也会回笼或投放货币。在古代，也就是二级银行体系建立之前，这是主要的货币发放渠道，政府通过发放工资（薪俸、军饷）、采购、赏赐等方式投放货币，再通过收税、罚没等方式回笼货币。现在则不是很重要的渠道，因为政府一般全年收支基本平衡，盈余或赤字不大，所以对货币的净投放或净回笼均不算多。但由于政府收税或支出有季节性，因此，在分析月度的货币时，影响却不小，需要关注。

图：M2派生渠道



资料来源：中国人民银行、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

广义货币的流动性

➢ 货币流通和退出：上文主要分析了货币的派生，但M2最终结果还受货币派生后的流通和退出影响

- 广义货币的流通：货币派生完成投放后，随着实体经济中的不同主体之间的相互支付行为，而不断流通。比如，个人从银行账户中取出存款，则M2从个人存款转变为M0。再比如，个人向企业购买商品，M2从个人存款转变为企业存款，企业向个人发放工资则刚好相反。或者，个人、企业购买银行发行的理财产品，M2从个人、企业存款转变为非银存款（理财产品在银行的存款）。**以上这些M2流通，均是货币资金在M2统计口径范围内部的流通，不改变M2总规模，但改变M2内部结构，能够反映各主体的经济活动。**

- 广义货币的退出：如果实体部门、非银金融部门购买了银行发行的证券（包括同业存款、金融债、资本债、股票等），则银行存款转换为银行发行的债券或股东权益，不再计入M2，体现为M2的退出。或者他们将存款转为一些不计入M2的存款类别（比如可转让存款），也会退出M2。但此时，实体部门、非银金融部门虽然不再持有M2，但持有一笔金融资产（银行发行的证券、或其他存款）。M2在每期的净增加额，即为M2的派生量减去退出量。此外还有些金额很小的经济活动也会导致M2退出，比如银行向实体部门、非银金融部门收取费用（居民向银行支付利息），以及实体部门、非银金融部门购买国债（我国国债主要由银行购买，不影响M2）等，但这些活动金额有限，一般作忽略处理。

仅供内部参考，请勿外传！

广义货币的流动性

➢ **从M2派生途径结构来看，信贷派生贡献持续下降，政府净支出贡献越来越大，2026年净结汇成为重要增量，非银机构行为对M2的扰动持续扩大。**

- 银行信贷派生的资金主要流向企业和居民，用于生产和消费；而财政净支出派生的M2主要用于政府投资和公共服务，因此对于经济的影响差异也很大；
- 非银机构行为也会影响货币政策的传导效率，如资金淤积在非银金融机构。

表：M2派生渠道拆解

	M2增量	净结汇	银行向实体部门信用扩张（信贷、购债）	其中，购买企业债券	其中，人民币贷款（加回核销和ABS）	财政净支出	轧差项（银行向非银派生等途径以及货币流通行为的影响）	非存货基（不包括货基存款）
2017年	140,169	-4,637	122,669	-25,326	147,995	30,001	-22,326	14,462
2018年	136,509	-2,232	162,028	-10,779	172,807	42,711	-85,353	19,355
2019年	159,745	-239	195,477	12,057	183,420	55,341	-91,326	492
2020年	200,307	-1,009	236,221	21,580	214,641	87,203	-126,932	4,824
2021年	196,104	1,559	196,814	-15,671	212,485	59,420	-62,876	1,187
2022年	281,421	1,845	214,467	-3,088	217,555	89,610	-32,700	8,199
2023年	258,392	5,742	215,432	-11,498	226,930	88,424	-51,971	766
2024年	212,609	-535	173,092	-5,059	178,151	104,298	-81,154	16,908
2025年	267,626	10,535	170,606	-2,285	172,891	126,520	-35,166	-4,869

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。（单位：亿元）

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 现代货币发行机制——钱是怎么来的?

02 **央行调控基础货币渠道的演变**

03 从M2结构看货币政策传导效率

04 我国货币政策框架演进思路和实施

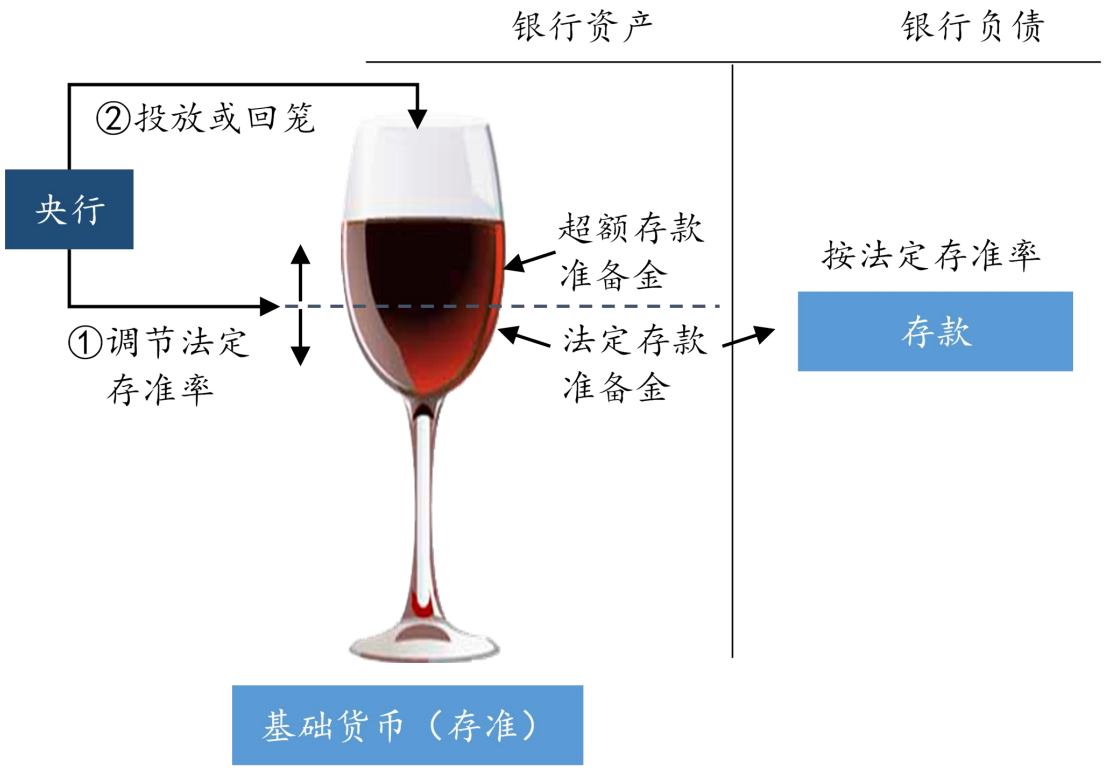
05 专栏：现代货币理论与美联储货币框架

仅供内部参考，请勿外传！

央行对基础货币的调节

- 央行控制广义货币的主要政策工具是法定存款准备金率（①），以及调节基础货币总量（②）。在基础货币总量固定的情况下，考虑法准率和其他变量，能够算出来整个体系所能够派生的广义货币的上限。

图：人行调节基础货币方式



资料来源：中国人民银行、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

央行对基础货币的调节

➢ **储备货币（基础货币）构成：**

- 货币发行：包括流通中的现金（M0）和商业银行的库存现金。
- 其他存款性公司存款：法定存款准备金和超额存款准备金，主要构成部分。
- 非金融机构存款：支付机构交存人民银行的客户备付金存款。

➢ **央行通过调节其他各种资产负债科目，最终确定一个所认为合适的基础货币总量（更严谨来说，是合适的超额存款准备金）**

- 当然，并不是所有资产负债项目央行都能主动调节，比如政府存款则取决于财政政策。
- 超储是指商业银行可以自由使用的基础货币，银行创造货币受制于其持有的超储，因此从货币政策操作及实现目标来说，超储才是央行调控目标。
- 在不改变央行资产负债科目（即保持基础货币总量不变）情况下，央行可通过调整法定存款准备金率影响超储，进而实现管控目标。

图：人行资产负债表

项目 Item	2026.01	2026.02	2026.03	2026.04	2026.05
国外资产 Foreign Assets	226843.32	227529.92	228260.72	229293.34	230257.91
外汇 Foreign Exchange	212922.61	213763.92	214425.31	215381.08	216306.85
货币黄金 Monetary Gold	4497.50	4509.01	4560.19	4641.24	4740.17
其他国外资产 Other Foreign Assets	9423.21	9256.98	9275.22	9271.02	9210.89
对政府债权 Claims on Government	22556.59	22830.33	22615.59	22519.40	22346.47
其中：中央政府 Of which: Central Government	22556.59	22830.33	22615.59	22519.40	22346.47
对其他存款性公司债权 Claims on Other Depository Corporations	216858.88	224724.13	215879.70	208060.02	203265.26
对其他金融性公司债权 Claims on Other Financial Corporations	6078.32	3148.32	3135.34	3133.94	3058.94
对非金融性部门债权 Claims on Non-financial Sector					
其他资产 Other Assets	20852.80	21630.09	21507.35	23320.80	24878.34
总资产 Total Assets	**493189.91**	**499862.79**	**491398.71**	**486327.50**	**483806.92**
储备货币 Reserve Money	395255.08	408642.86	408745.66	398320.18	391223.72
货币发行 Currency Issue	151746.07	159072.75	152481.25	152271.44	151451.14
金融性公司存款 Deposits of Financial Corporations	217858.77	221633.05	231173.73	220400.16	213983.96
其他存款性公司存款 Deposits of Other Depository Corporations	217858.77	221633.05	231173.73	220400.16	213983.96
其他金融性公司存款 Deposits of Other Financial Corporations					
非金融机构存款 Deposits of Non-financial Institutions	25650.24	27937.05	25090.69	25648.58	25788.62
不计入储备货币的金融性公司存款 Deposits of financial corporations excluded from Reserve Money	6871.58	6294.68	6423.13	6479.26	7063.56
发行债券 Bond Issue	2400.00	2400.00	2400.00	2400.00	2400.00
国外负债 Foreign Liabilities	1656.83	1858.91	1959.37	2302.98	1963.68
政府存款 Deposits of Government	65132.30	58967.42	50420.37	55655.12	60155.26
自有资金 Own Capital	219.75	219.75	219.75	219.75	219.75
其他负债 Other Liabilities	21654.37	21479.16	21230.42	20950.21	20780.95
总负债 Total Liabilities	**493189.91**	**499862.79**	**491398.71**	**486327.50**	**483806.92**

注：1.自2017年起，对国际金融组织相关本币账户以净头寸反映。

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

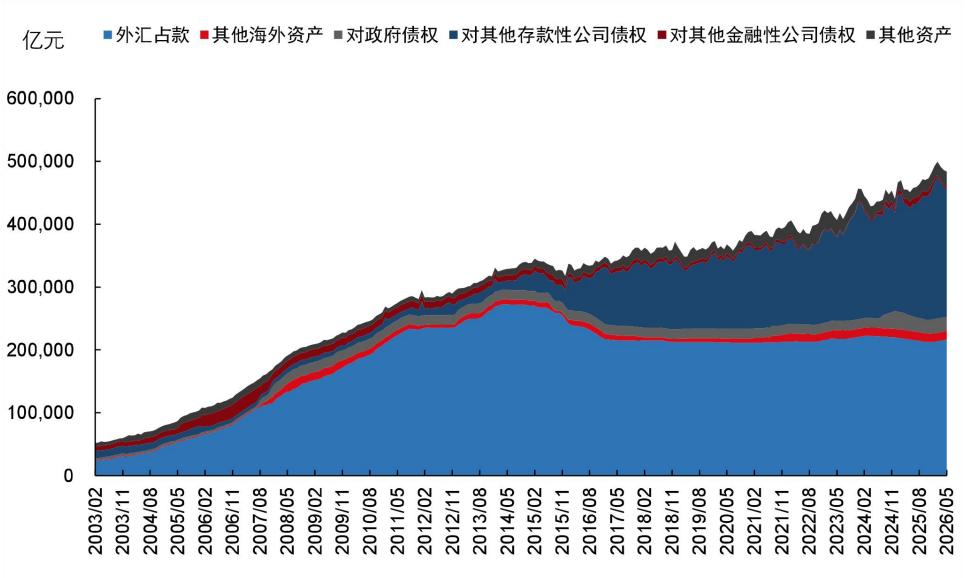
央行基础货币投放方式演变

➢ **第一阶段：外汇占款主导基础货币投放，以发行央行票据和提高法定存款准备金率进行冲销。**

- 2001年我国加入WTO后，长期充当“世界工厂”赚了很多美元。根据结售汇制度，出口商赚到美元后到银行换成人民币，银行再拿美元到央行这换成人民币。这样，就完成了一笔外汇占款投放的基础货币。外汇占款余额由2001年初的1.48万亿元快速扩张至2014年5月的高点27.30万亿元，占央行资产总额的比重提升至2014年5月末的83.0%。

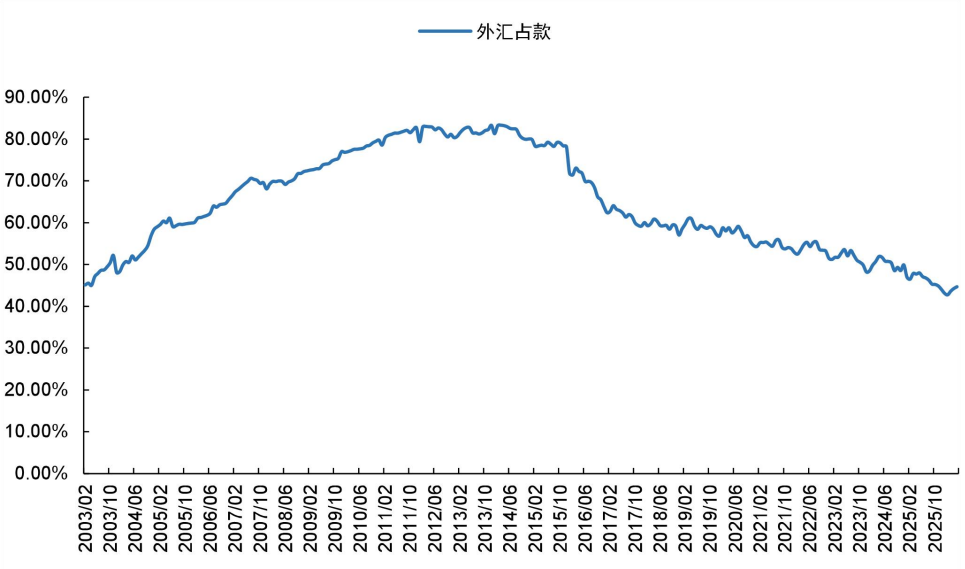
➢ **该阶段，人行基础货币调控的基本任务是应对过剩流动性带来的资产泡沫与通胀压力，主要是被动应对。**

图：人行总资产及构成



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：外汇占款占人行总资产比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

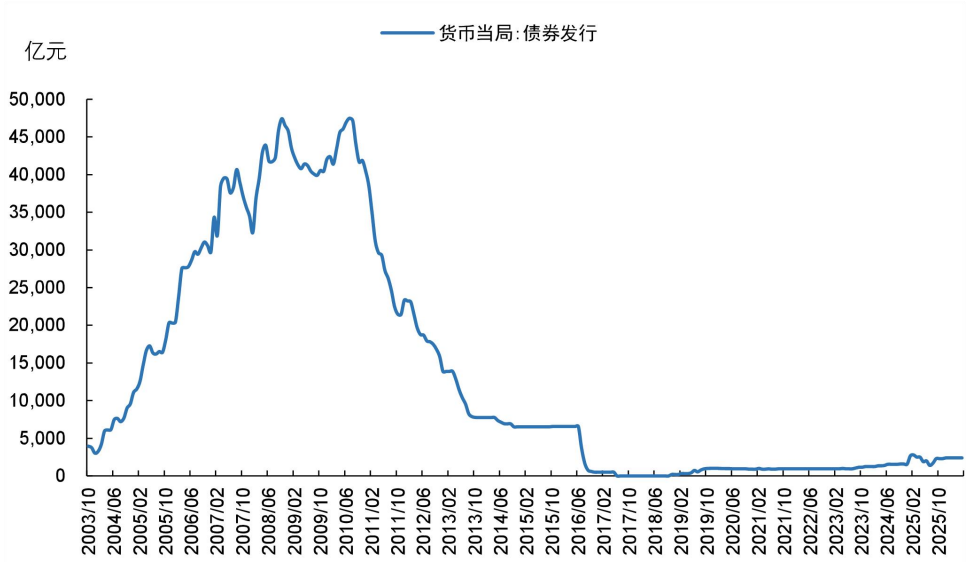
仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第一阶段：外汇占款主导基础货币投放，以发行央行票据和提高法定存款准备金率进行冲销。**

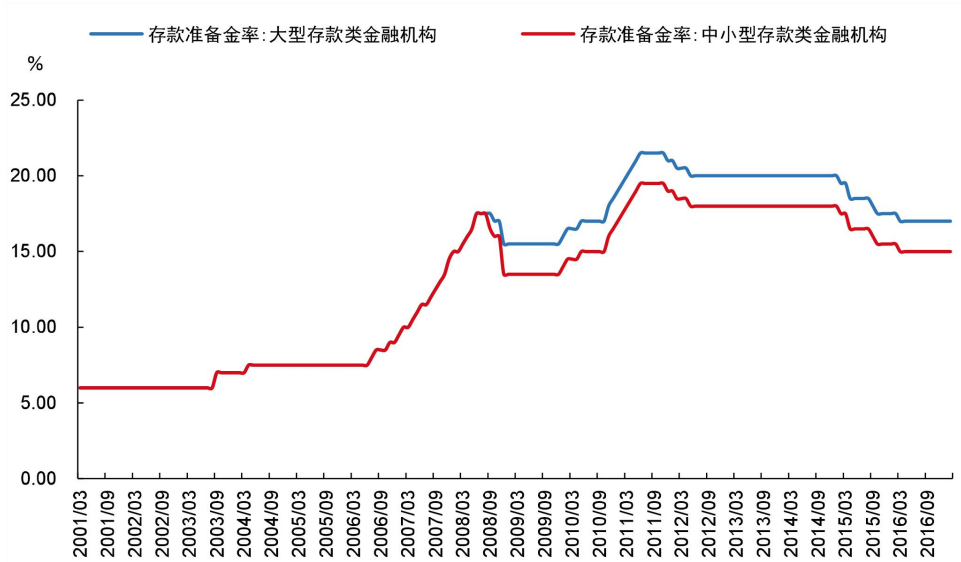
- 外汇占款快速扩张，意味着央行因购买外汇投放了大量的基础货币，迫使央行采取其他手段冲销过剩的流动性。一开始央行通过发行央行票据来回收基础货币，随后央行采取了不断提高法定存款准备金率的政策举措回收流动性。从2004年到2011年先后30余次提高法定存款准备金比率，我国商业银行法定存款准备金率从7.0%提高到最高时的21.5%水平。

图：2003-2010年央票据余额大幅增加



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2004-2011年人行多次提高法定存款准备金率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

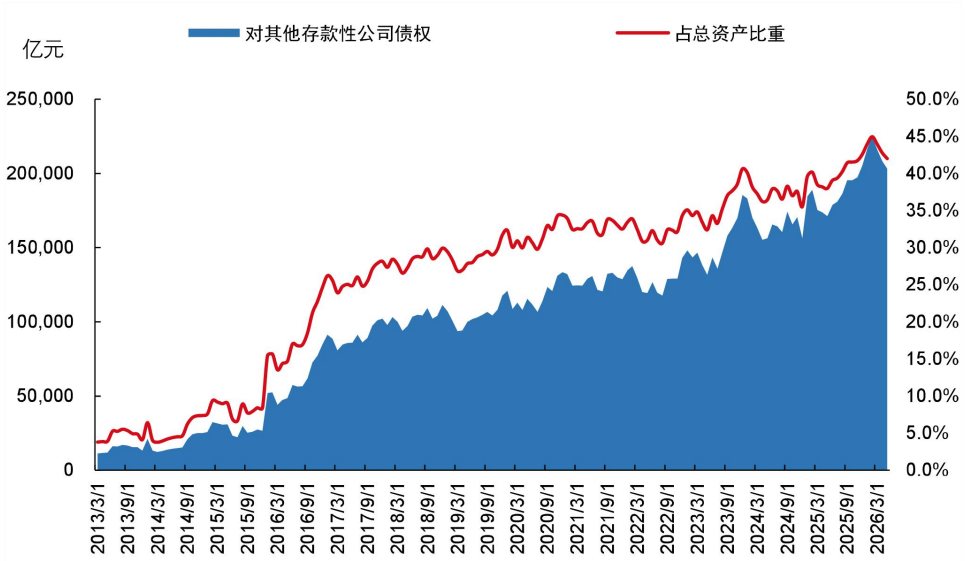
仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第二阶段：广义再贷款投放基础货币，同时不断降低法定存款准备金率释放流动性。**

- 随着国际收支对基础货币供给的影响减弱，央行迫切需要新的手段和机制来保证“流动性合理充裕”。2013年6月，前所未有的“钱荒”加速了央行创造新的贷款工具来保证流动性与基础货币供给。为向市场提供流动性，人行创设了常备借贷便利（SLF）以及后来的中期借贷便利（MLF）。**此后，人行陆续创设了种类丰富的再贷款工具，除了调节流动性外，更多的再贷款工具是结构性政策工具，不仅增加了基础货币的供给，也引导银行信贷资金更多地流向国民经济的薄弱环节和国家长期发展战略的方向。**

图：人行广义再贷款余额及占总资产比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第二阶段：广义再贷款投放基础货币，同时不断降低法定存款准备金率释放流动性。**

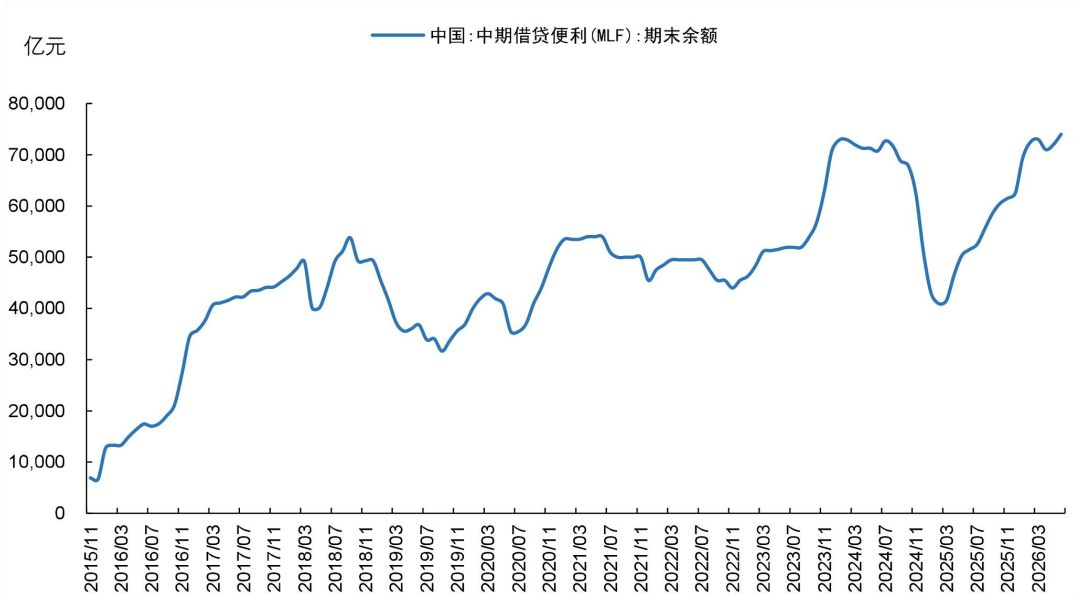
- 传统货币投放工具，如逆回购、再贴现、再贷款等；
- 诸多创新型货币政策工具，如 SLO、SLF、PSL、MLF、 TMLF、TLF等；
- 结构性货币政策工具，如支农支小再贷款、普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款、保交楼贷款支持计划、保障性住房再贷款等等。

图：人行货币政策工具



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图：MLF期末余额



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

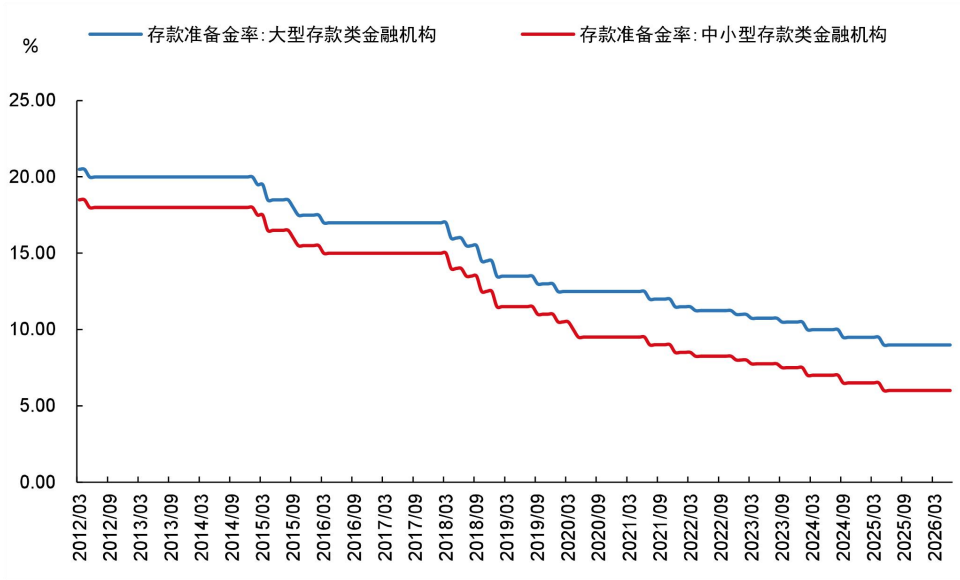
央行基础货币投放方式演变

➢ **第二阶段：广义再贷款投放基础货币，同时不断降低法定存款准备金率释放流动性。**

- 除了通过广义再贷款投放基础货币，下调存款准备金率是释放流动性的重要工具。2011年以来存款准备金率经历了多轮的下调，2025年5月最新一轮降准后，大型机构和中小机构存款准备金率分别为9.0%和6.5%。

➢ **在此阶段，人行基础货币调控的基本任务是保持流动性的合理充裕，是一种主动投放基础货币行为。相应的，央行对基础货币掌控力增强。**

图：2011年以来法定存款准备金率持续下调



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第三阶段：国债买卖操作政策演进和常态化。**

- 2024年6月潘功胜行长陆家嘴演讲将“逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱”列为框架转型四大方向之一；2024年8月正式启用，2025年国债买卖操作已成为央行基础货币投放的常规渠道之一。



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

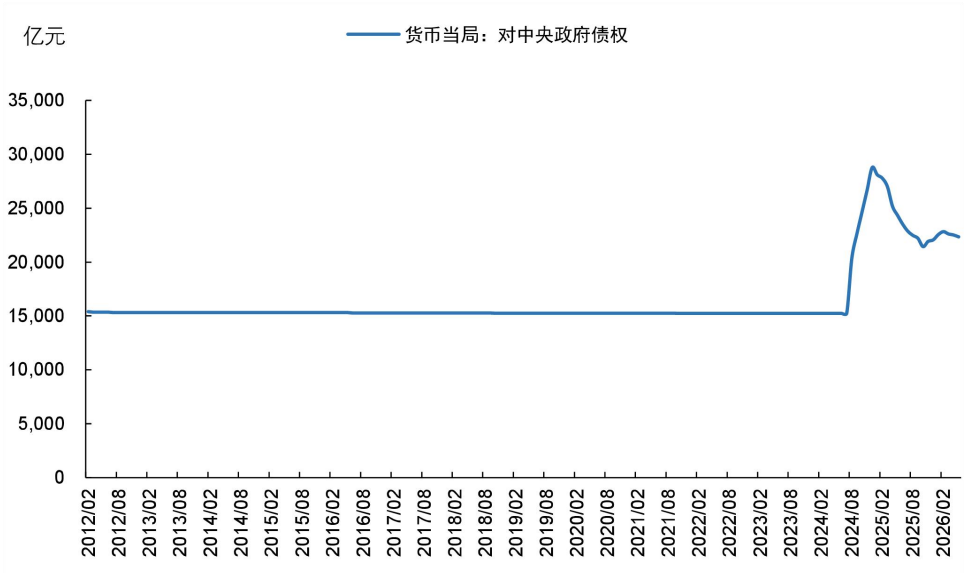
仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第三阶段：国债买卖操作政策演进和常态化。**

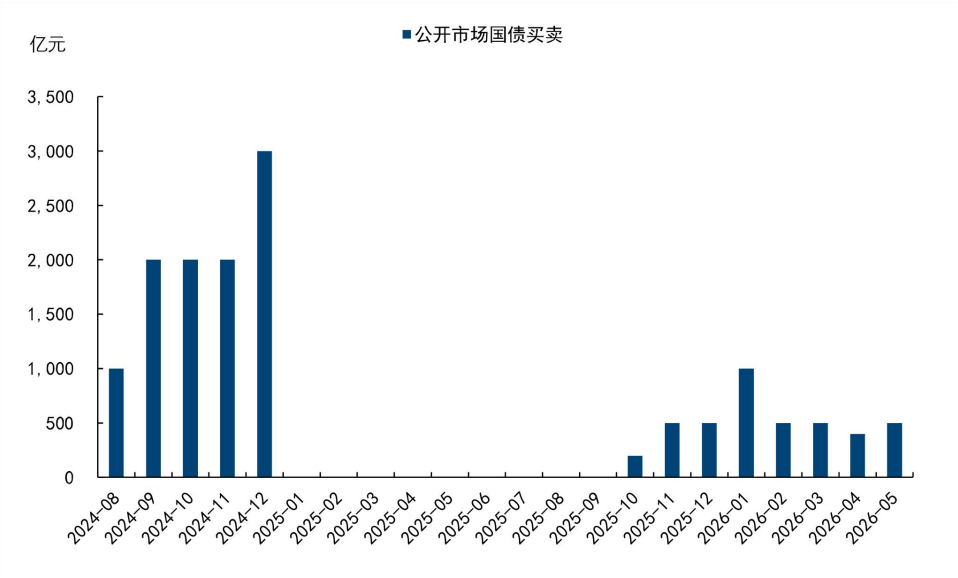
- 国债买卖操作演进并走向常态化：公开市场净买入国债操作高频落地，成为流动性调节的核心长效工具。

图：人行对中央政府债权规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：人行公开市场操作净买入国债规模



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

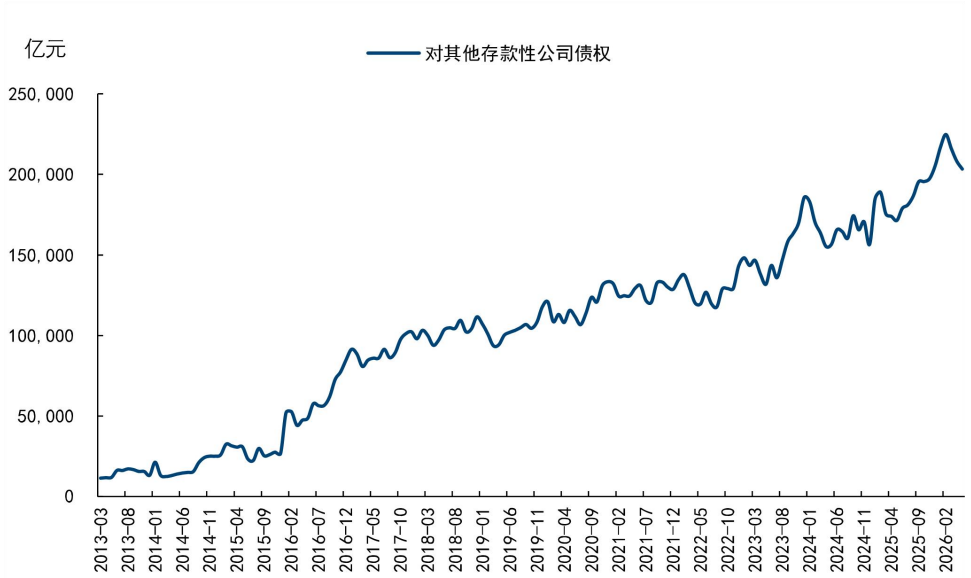
仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第三阶段：国债买卖操作的条件趋于成熟且必要性提升。**

- **一是，当前法定存款准备金率空间已经十分有限。MLF等广义再贷款规模也已经比较大了，银行需要负担的成本在增加，因此现有的基础货币投放方式面临挑战。**2025年5月大型存款类金融机构和中小存款类金融机构存款准备金率已分别降至9.0%和6.0%，如需要保持5.0%的法定存款准备金率以应对流动性风险，那么法定存款准备金率进一步下调的空间已经非常有限，尤其是中小银行。另外，MLF等结构性工具则具有成本偏高、抵押品不足等弊端，且难以惠及中小银行。

图：人行对存款类金融机构债权



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

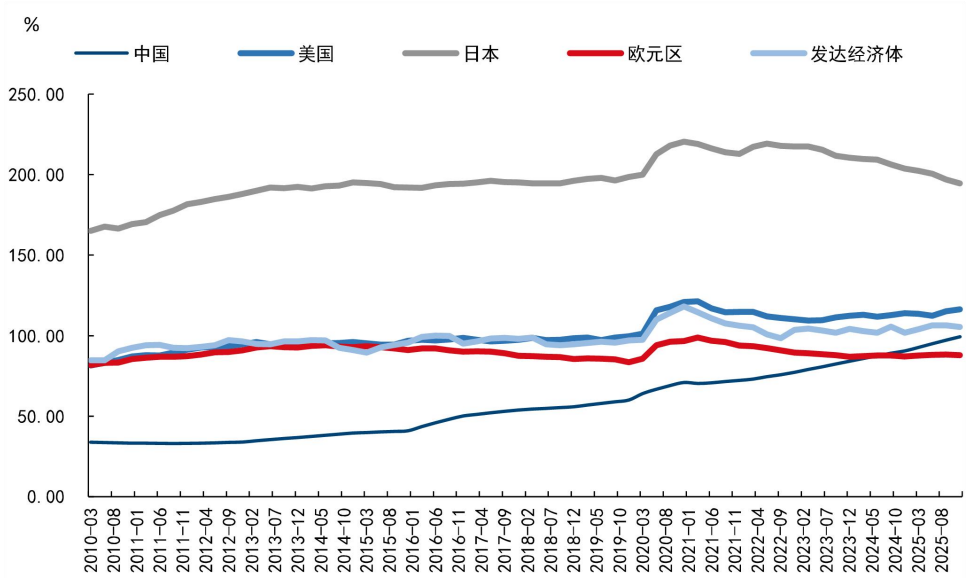
仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **第三阶段：国债买卖操作的条件趋于成熟且必要性提升。**

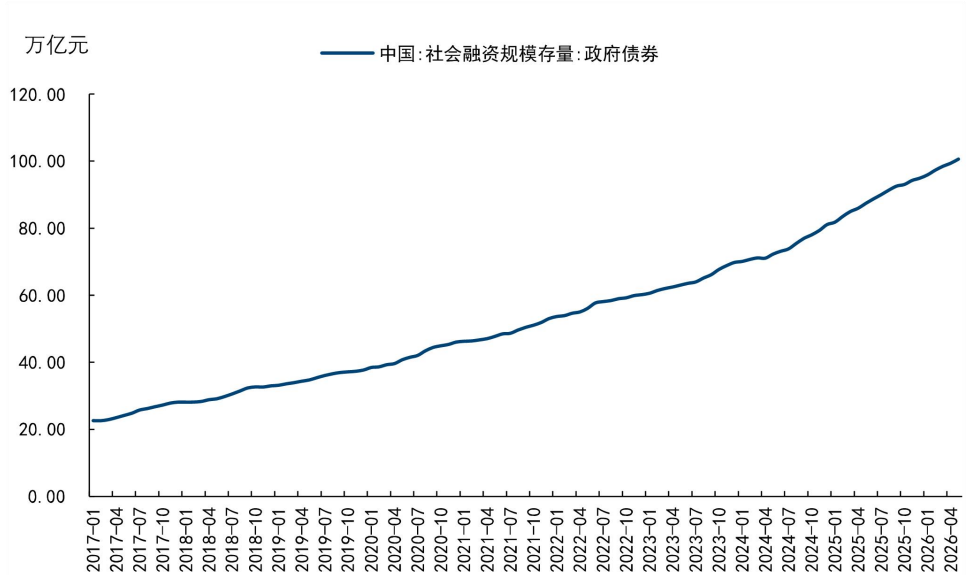
- 二是，国债市场规模已经足够大，且中央财政仍具备加杠杆的空间。同时，通过购买国债投放基础货币还有诸多优点，如，投放的资金具有长期性和稳定性、零成本、有助于进一步完善国债收益率曲线形态等。

图：政府部门杠杆率水平



资料来源：WIND，BIS，国信证券经济研究所整理

图：我国政府债券余额



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

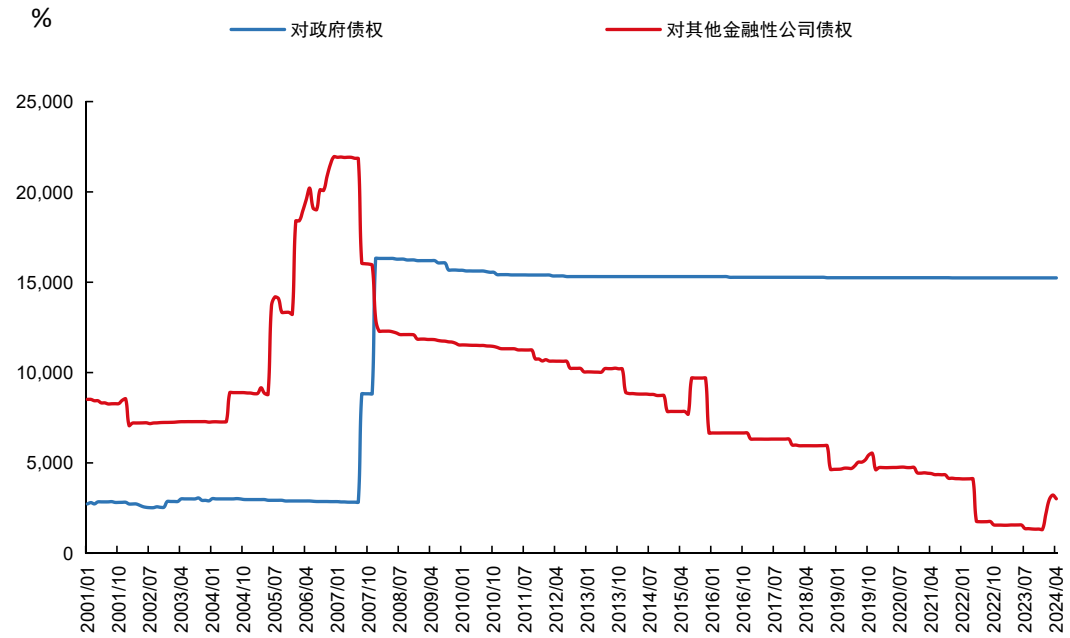
仅供内部参考，请勿外传！

央行基础货币投放方式演变

➢ **在某些特殊背景下还会采用特殊的投放渠道。**

- 特别国债定向发行：体现在央行资产端对中央政府债权增加，主要是为了避免特别国债发行对市场流动性带来扰动。如2007年财政部发行1.55万亿元特别国债，出资设立中国投资有限责任公司，其中，1.35万亿特别国债采用定向发行的方式。
- 央行向其他金融性公司发放再贷款，如早期对四大AMC的再贷款；15年救市对证金公司再贷款等。

图：特殊背景下央行采用的基础货币投放渠道



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

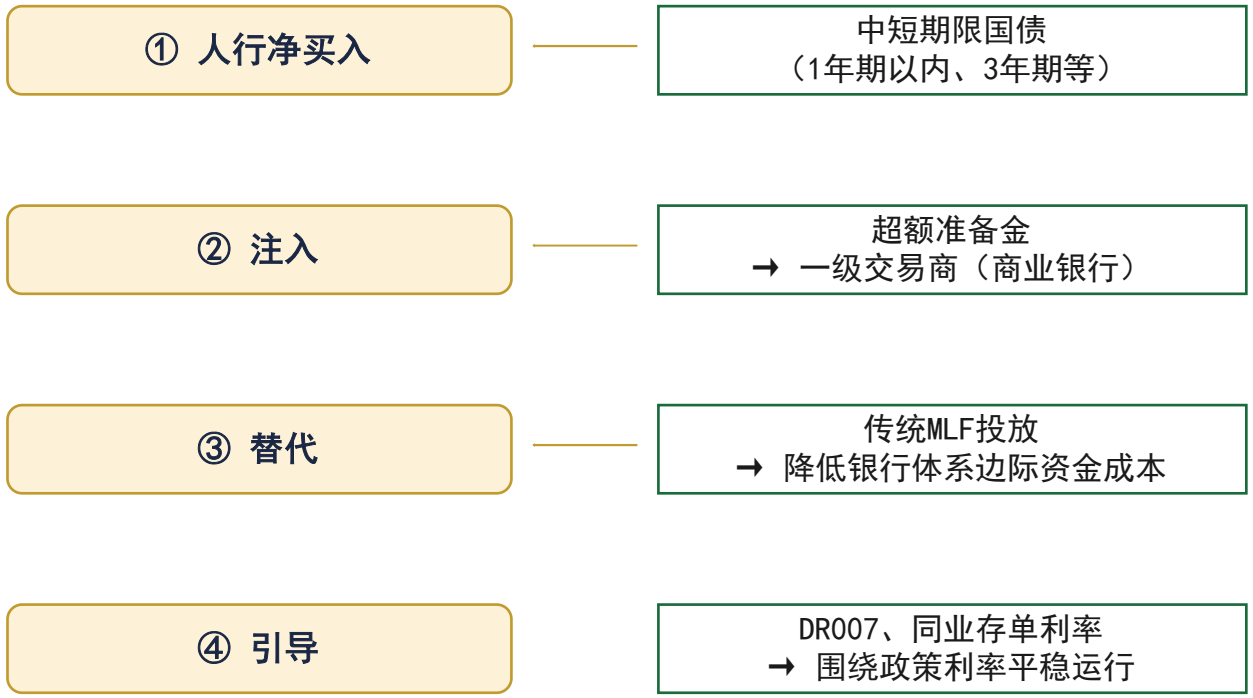
仅供内部参考，请勿外传！

国债买卖操作调控机制和效果

➢ **利率调控机制：双向操作与曲线精准锚定。**

- 短端利率调控机制：数量中性下的基础货币价格锚定。人行在二级市场净买入中短期限国债，直接向一级交易商注入超额准备金。
- 该操作旨在替代传统的MLF投放，降低银行体系的边际资金成本。通过提供稳定的人民币基础货币供给，引导DR007和同业存单利率围绕政策利率平稳运行，锁定短端利率的下沿。

图：国债买卖操作短端利率调控机制



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

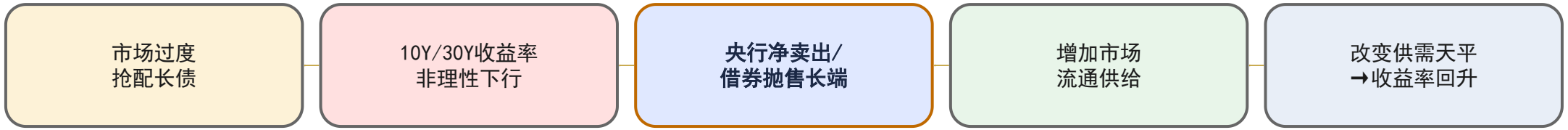
仅供内部参考，请勿外传！

国债买卖操作调控机制和效果

➢ **利率调控机制：双向操作与曲线精准锚定。**

- **长端与超长端利率调控机制（信号效应大于数量效应）：**当长端或超长端国债收益率由于市场过度抢配而出现非理性下行、偏离经济基本面时，人行通过在二级市场净卖出长端国债，或利用借入国债进行抛售，直接增加市场上长端品种的流通供给。
- 此举旨在向市场释放明确的预期信号，通过阶段性改变供需天平，压制微观机构非理性拉长久期的抱团行为，强制矫正过低的期限利差，防范系统性利率风险。

图：国债买卖操作长端利率调控机制



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

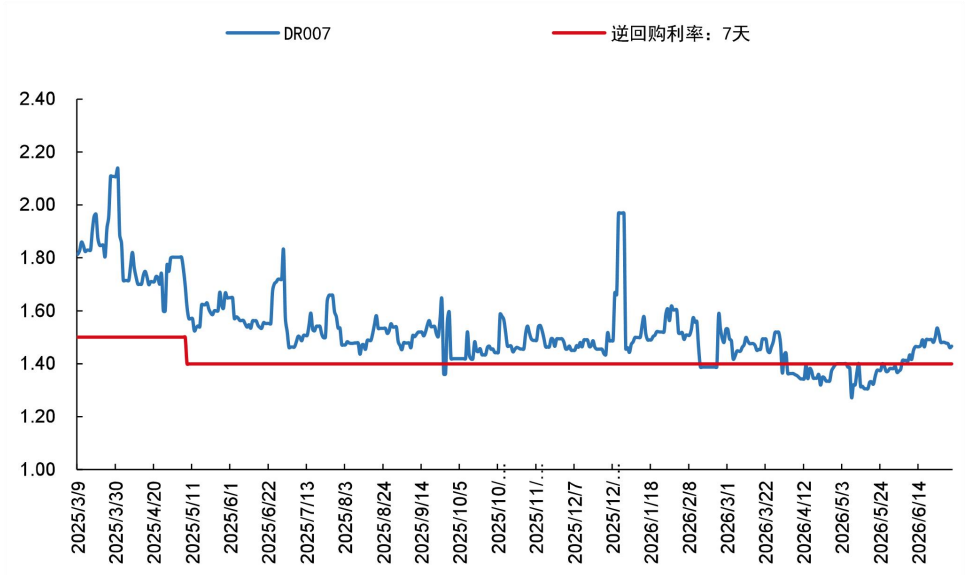
仅供内部参考，请勿外传！

国债买卖操作调控机制和效果

➢ **短端效果：资金利率波动率显著结构性压低。**

- 流动性底座更稳固：国债买入常态化后，市场对央行阶段性流动性枯竭的担忧大幅降温。短端国债利率与同业存单收益率形成了牢固的无风险价格锚。
- 资金面走向低波动：配合降准及OMO操作，人行成功将银行间短期拆借利率维持在合理合规区间，有效对冲了外部净结汇及财政缴税引发的扰动，系统性延续“低利率、低波动”的安稳格局

图：DR007和7天逆回购利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

国债买卖操作调控机制和效果

➢ **长短效果：**成功构筑长端利率的“心理与政策防线”。

1

遏制中小行无序投机

- 在常态化卖长端政策威慑以及窗口指导组合拳下，此前倒逼激进超配长债的中小银行2026年自营盘大幅收敛。

资金被迫全面向中短端退守
→ 降低银行体系久期风险敞口

2

期限利差实现合规修复

调控有效阻止了30Y与10Y国债利差的极端平坦化倒挂，将长端收益率约束在监管认为的安全运行区间内。

恢复正常的向上倾斜收益率曲线
→ 期限溢价回归合理水平

3

为长久期配置力量留出安全垫

为保险真正具有长久期资产配置硬缺口的长线配置力量留出了合理的边际安全垫。

成功防范金融机构因极端久期错配引发的账面系统性浮亏风险
→ 守住不发生系统性金融风险底线

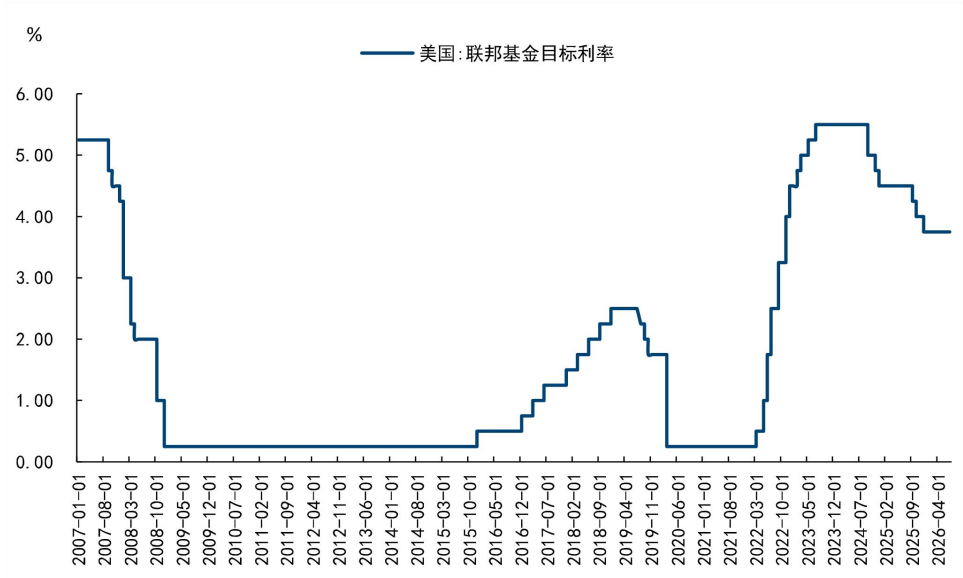
仅供内部参考，请勿外传！

国债买卖操作 VS QE：本质区别

➢ **人行购买国债不是QE，更不是财政赤字货币化。2025年4月，央行相关负责人在答《金融时报》记者问的文章中指出，央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。**

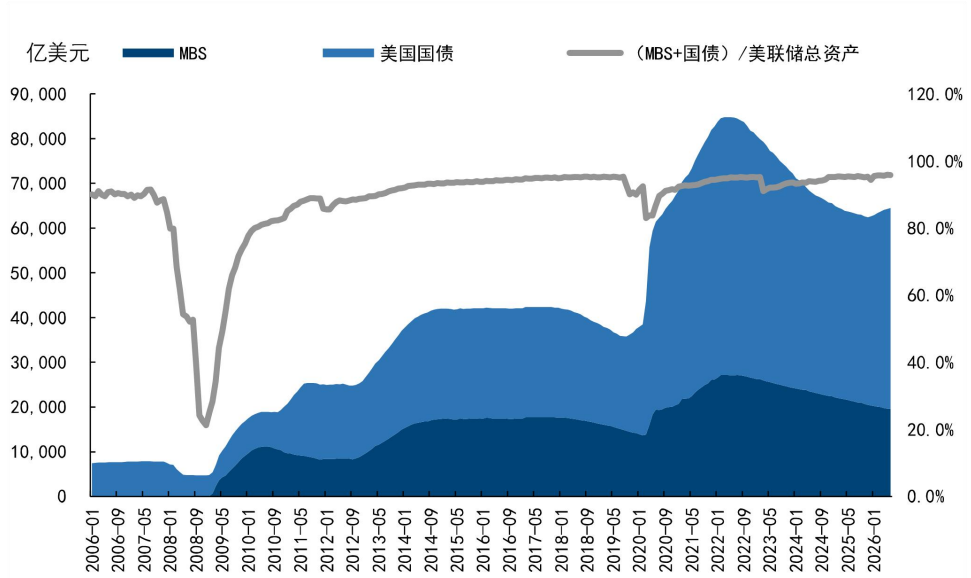
- 据《中华人民共和国中国人民银行法》第四章第二十九条，中国人民银行不得对政府财政透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券。这是指央行不得在一级市场直接认购国债，但该条款并不排斥其在公开市场买卖国债。第二十三条也指出，中国人民银行为执行货币政策，可以在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇。
- QE是指央行在基准利率处于或接近零时采取的非常规货币政策，同时，QE有比较大的规模，定期化、定量化地持续购买国债等中长期债券，有明显的“路径依赖”，一旦开启就难以退出，是非常规操作。

图：美联储联邦基金目标利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：美联储资产总规模



仅供内部参考，请勿外传！

国债买卖操作 VS QE：本质区别

➢ **中国央行的国债买卖是货币政策工具箱的增量补充，绝非量化宽松——这是理解中国货币政策框架转型的关键前提。**

表：人行国债买卖操作和QE的本质区别

维度	中国央行国债买卖	QE（美/欧/日）
操作目的	流动性调节+收益率曲线管理（日常货币政策工具）	大规模资产购买以压低长端利率、刺激经济（非常规工具）
操作规模	适度规模，与银行体系流动性缺口匹配	天量规模
政策利率环境	政策利率距零利率仍有空间	政策利率已触及零下限
央行资产负债表	温和扩张，不是主要扩表工具	急剧扩张
退出机制	双向买卖，可买可卖，自然退出	退出困难（缩表进程缓慢且易引发市场动荡）
信号含义	常规货币政策操作一部分	危机应对信号，暗示常规工具已耗尽
法律基础	《人民银行法》修订后赋予的常规权限	特殊授权/法律豁免
本质定位	公开市场操作工具的丰富化	非常规货币政策

资料来源：央行官网，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

- **如何观察基础货币流动性**

仅供内部参考，请勿外传！

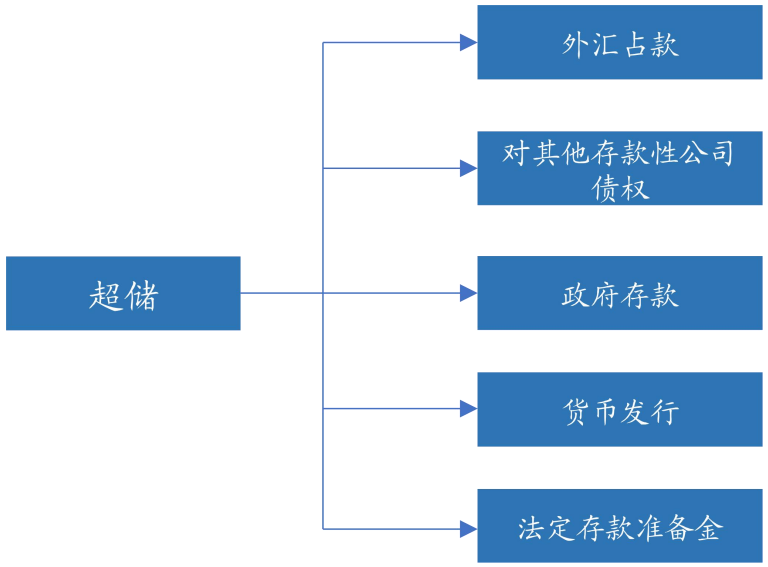
如何预测超储率？

- 除了央行主动投放或回笼基础货币外，央行向银行购买外汇、政府支出等也会投放基础货币。但这些渠道并不是央行能完全控制的。因此，实际操作中，央行会观察这些不可控的渠道投放了多少基础货币，然后主动控制它能控制的渠道（比如广义再贷款），从而实现了整个基础货币总量的合理。

- 超储五因素模型。人行仅披露季度末超储率，频率较低。根据五因素超储测算模型，我们可以测算月度末超储率水平，测算的数值与实际披露数值误差可控，表明五因素超储测算模型有效。

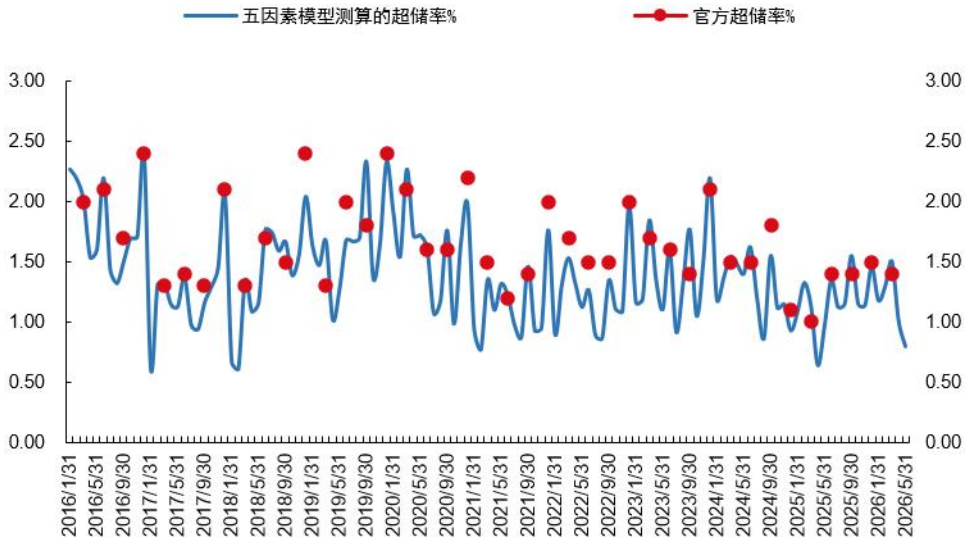
Δ超额存款准备金=Δ外汇占款+Δ对其他存款性公司债权-Δ政府存款-Δ法定存款准备金-Δ货币发行

图：影响超储的五个因素



资料来源：人民银行、国信证券经济研究所整理

图：五因素超储模型测算的下超储率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

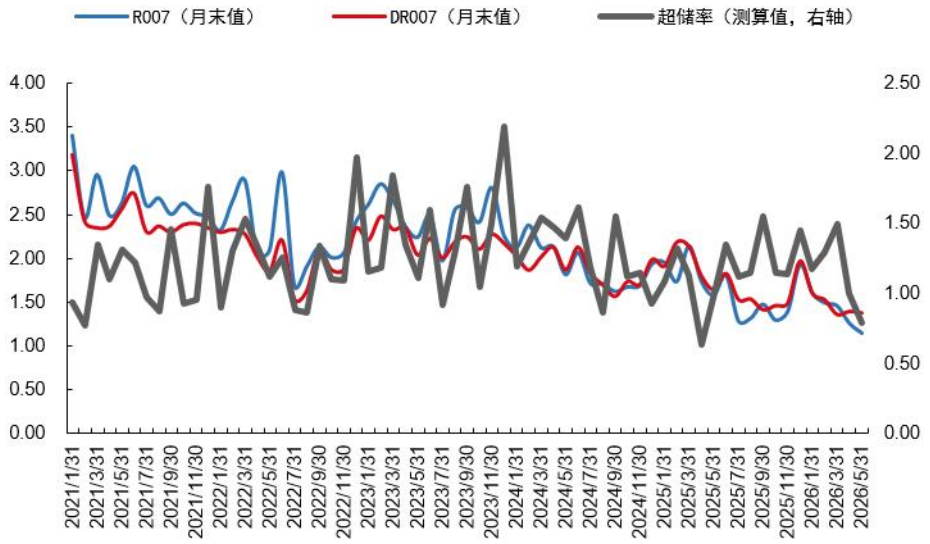
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

超储率与资金面松紧体感相关度较弱

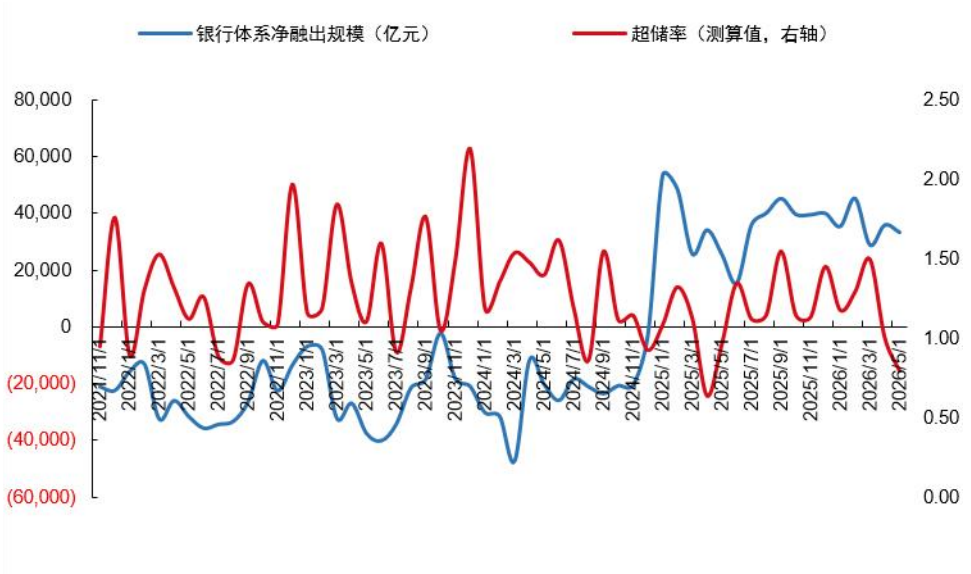
- 理论上，超储率水平越高，银行间流动性越充裕，意味着R007越低，银行体系可净融出规模增加，即超储率与R007存在负相关性，与银行体系净融出规模存在正相关性。但历史数据回溯来看，相关性并不明显。
- 《2021年第三季度中国货币政策执行报告》专栏分析了超额准备金率下降的问题，并强调应客观看待超额准备金率下降。报告指出，在坚持正常货币政策的背景下，我国金融机构超储率下降既是金融体系不断发展的结果，也是央行货币政策调控机制不断完善的表现。当前不宜单纯根据流动性总量或超储率判断流动性松紧程度，更不能认为超储率下降就意味着流动性收紧，观察市场利率才是判断流动性松紧程度的科学方法。

图：超储率水平和R007负相关性并不明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：超储率与银行体系净融出规模正相关性并不明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

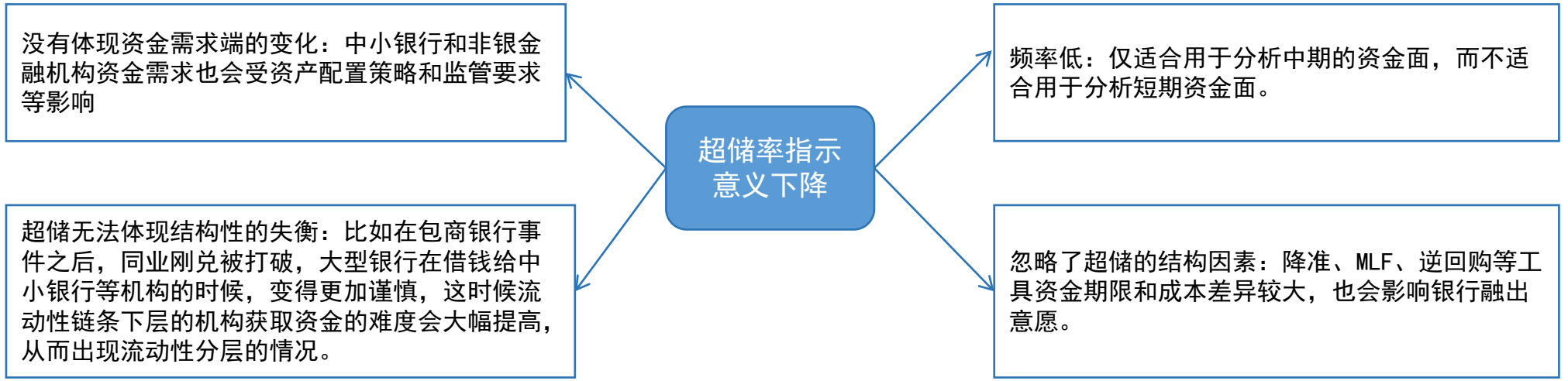
仅供内部参考，请勿外传！

超储率与资金面松紧体感相关度较弱

➢ 超储率与资金面松紧体感相关度较弱，我们判断主要由以下几个因素，

- 理论上，五因素等决定超储，超储决定银行间市场利率（不考虑融出意愿）。但央行公布的超储率是季度数据，测算的超储率也仅是月度数据，且存在不短的时滞，这也意味着超储率仅适合用于分析中期的资金面，而不适合用于分析短期资金面。
- 忽略了超储的结构，央行流动性投放工具日益多元化，降准、MLF、逆回购等工具资金期限和成本差异较大，也会影响银行行为。
- **超储率仅能够衡量资金供给总量，但没有体现投放意愿，并且不能够体现资金的需求端变化。**国内逐渐形成了“央行—大型银行—中小银行/非银金融机构”的流动性传导链条，传导链条中每个环节都会受到机构自身特征的影响，比如非银金融机构在资产配置过程中杠杆和久期策略发生变化；对中小银行流动性风险指标监管变化等等。

图：超储指示意义较差的缘由



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

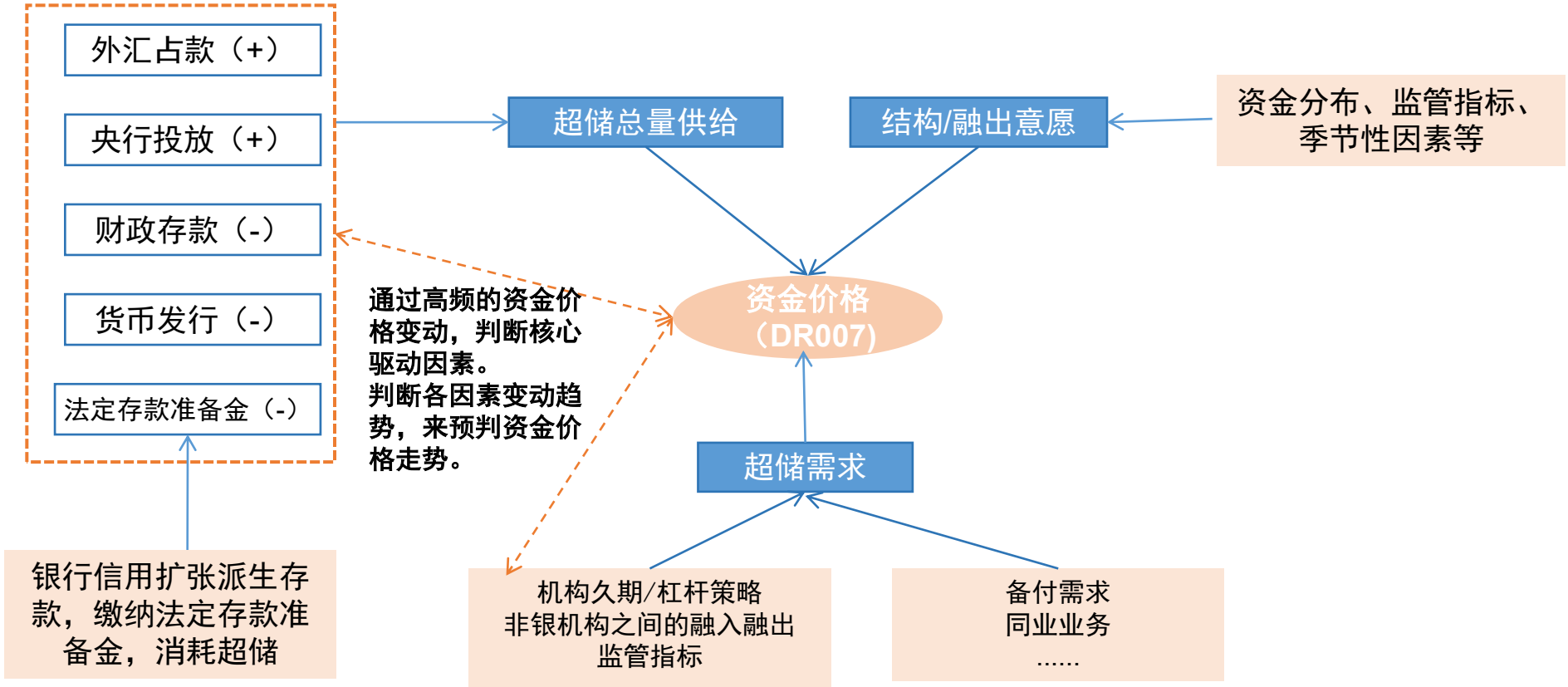
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

短期资金面松紧分析体系：聚焦价格指标（DR007）

- **上文我们分析了为什么超储率对短期资金面松紧指示意义较差，因此我们构建一个以价格为核心的分析体系。**超储总量的供给、机构融出意愿、以及超储需求等因素最终都会体现到价格因素中。但由于这些因素难以实时捕捉，因此我们跳过所谓的业绩指标，直接观测最终的价格。通过高频的资金价格变动，判断核心驱动因素，并且分析判断各因素变动趋势，来预判资金价格走势。
- 简而言之，以银行股投资为例，超储供给是银行最终的业绩，超储五因素供给因素以及超储需求影响因素是驱动银行业绩的量价质指标，资金价格则对应着银行股股价。该分析体系即直接连接银行股价和驱动因素，进行分析预判。

图：构建以价格为中心的分析体系



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

央行投放：央行态度始终是资金面松紧的核心

➢ **央行货币政策数量型工具**

- 逆回购；SLO；国库定存
- 存款准备金（不改变基础货币总量，但调节法储和超储结构）
- 常备借贷便利（SLF）
- 中期借贷便利（MLF）
- 抵押补充贷款（PSL）
- 再贷款；再贴现
- 买断式逆回购；国债买卖；证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）等。

➢ **央行货币政策价格型工具：通过资金成本影响机构行为，进而影响资金供给和需求。**

- 政策利率：OMO利率、MLF利率、SLF利率、PSL利率等。

资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

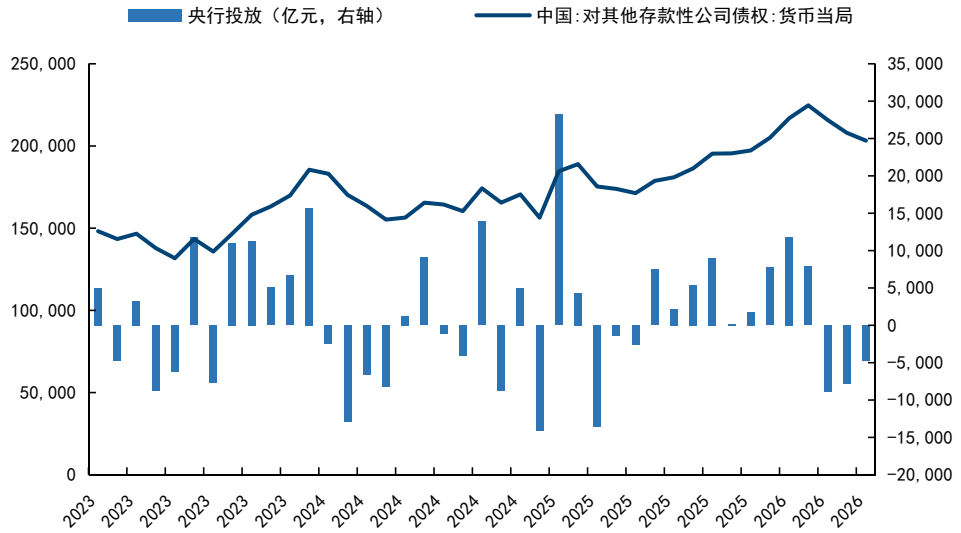
仅供内部参考，请勿外传！

央行投放：央行态度始终是资金面松紧的核心

➢ **央行货币政策主基调主要取决于基本面；短期资金面则需要观测央行态度的边际变化，即部分目标短期是否对货币政策形成掣肘。**

- 货币政策四大主要目标：经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。GDP、物价、汇率等基本面指标决定了货币政策的总体基调。但在政府债券发行、缴税、节假日、季度末银行监管因素等临时性冲击之下，央行态度是第一位。
- 主要观察途径包括，（1）通过重要的会议和央行对于货币政策表态（如中央经济工作会议、政治局会议，央行货币政策执行报告，货币政策例会等）窥探端倪；关注相关领导人在出席各种会议、论坛等上的讲话释放的信号。（2）通过不同货币政策的运用来推导政策的力度及央行态度取向，比如降准降息宽松力度一般高于逆回购、MLF等工具。

图：央行基础货币投放规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

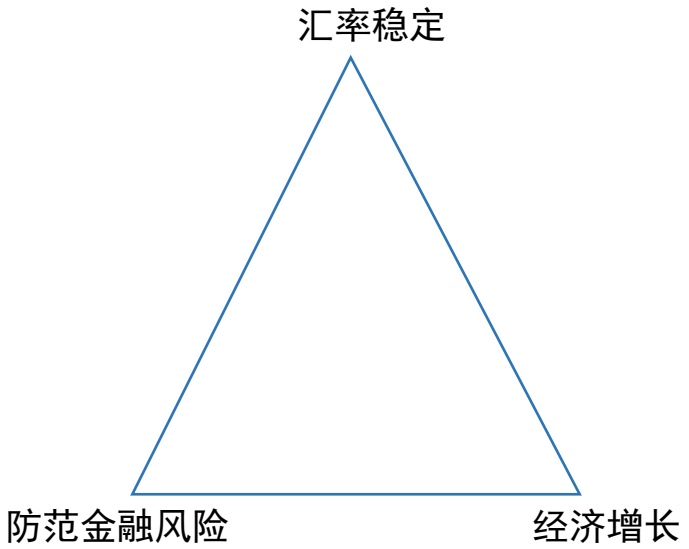
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

央行投放：央行态度始终是资金面松紧的核心

- 我国银行间流动性传导包括“央行-银行-非银”三个层次，银行融出行为背后反应了央行的态度，央行态度主要通过央行政策目标与约束来定性分析。
- 货币政策的核心约束在于多目标制，“汇率稳定+防范金融风险+充分就业（经济增长）”三大目标不可能三角形形成较强的约束。

表：新形势下央行三个目标形成不可能三角形



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

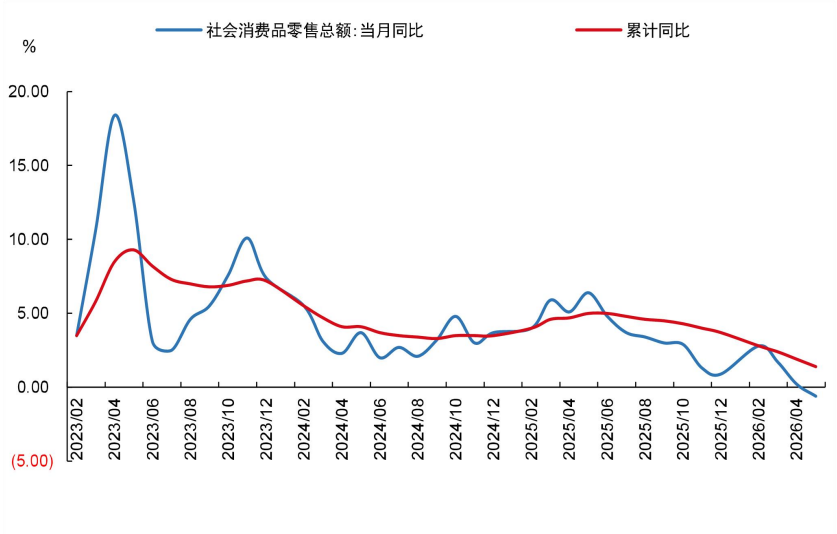
央行投放：央行态度始终是资金面松紧的核心

➢ **货币政策总体取向：平衡好四大目标，抓住中长期核心矛盾。**

➢ **面对内需仍待根本扭转、亟需逆周期政策加码的现状，价格型货币政策正面临多维夹击。**

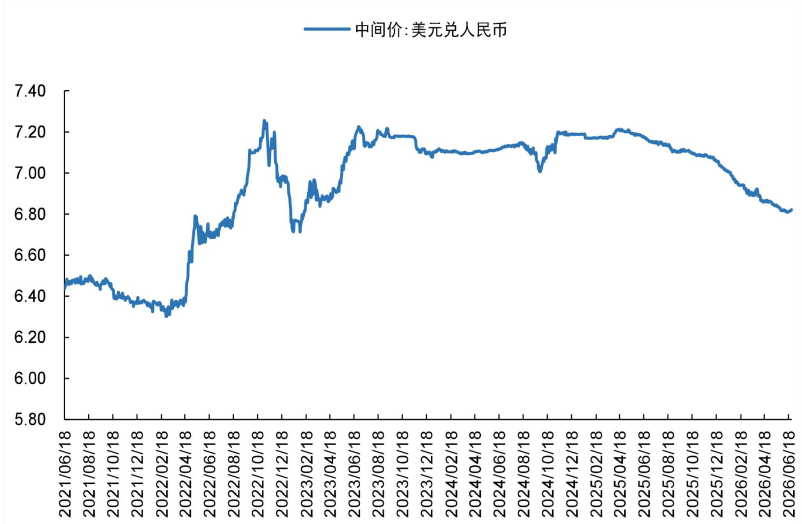
- 一方面，国内银行业净息差已降至低位，防范金融风险的诉求对降息形成内部硬约束；
- 另一方面，随着汇率步入升值通道，外部约束的边际改善正为政策腾挪释放出新的空间。货币政策正是在这种“内有息差制约、外有汇率回暖、兼顾经济增长”的多目标权衡中寻求精准发力。

图：我国内需依然较弱



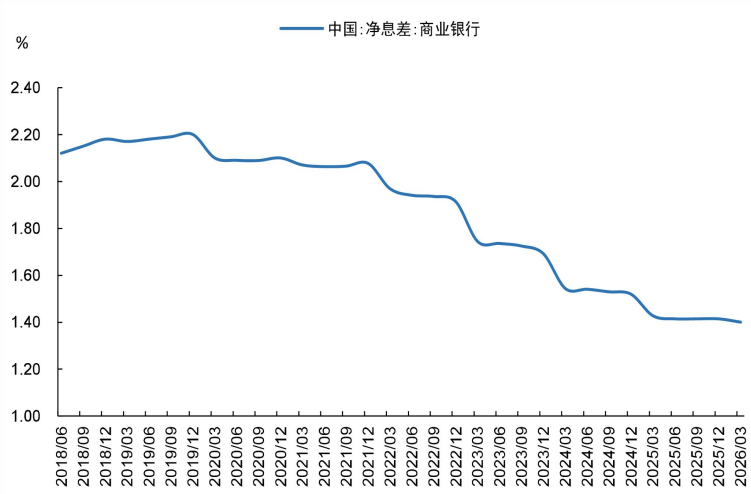
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：目前人民币处在升值通道



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：银行业净息差已处在非常低的水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

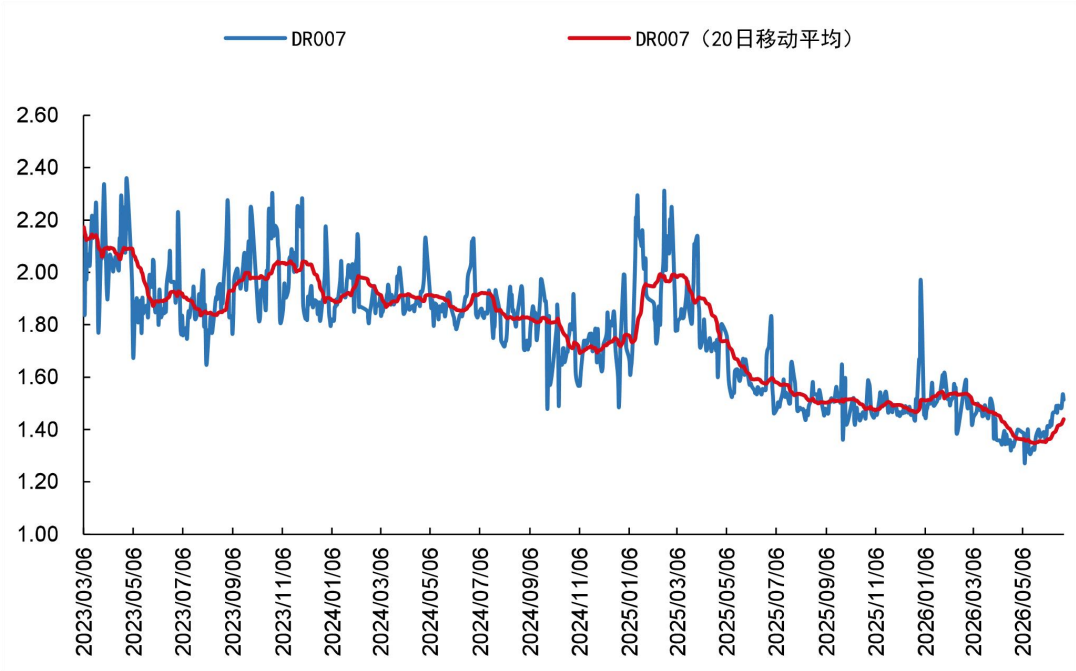
仅供内部参考，请勿外传！

央行投放：央行态度始终是资金面松紧的核心

➢ **短期资金面：在总体基调基础上，观测其他目标是否形成了掣肘，央行态度边际变化是第一位。**

- 2025年末中央经济工作会议定调2026年货币政策要“适度宽松”，进入2026年，国内房地产虽进入触底阶段，但内需仍待扭转；与此同时，人民币汇率逐步进入升值通道，外部约束显著放宽。、
- 2026年2月中旬《2025年第四季度货币政策执行报告》首设专栏强调货币与财政的协同，资金面宽裕，资金利率持续下行。

图：DR007走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

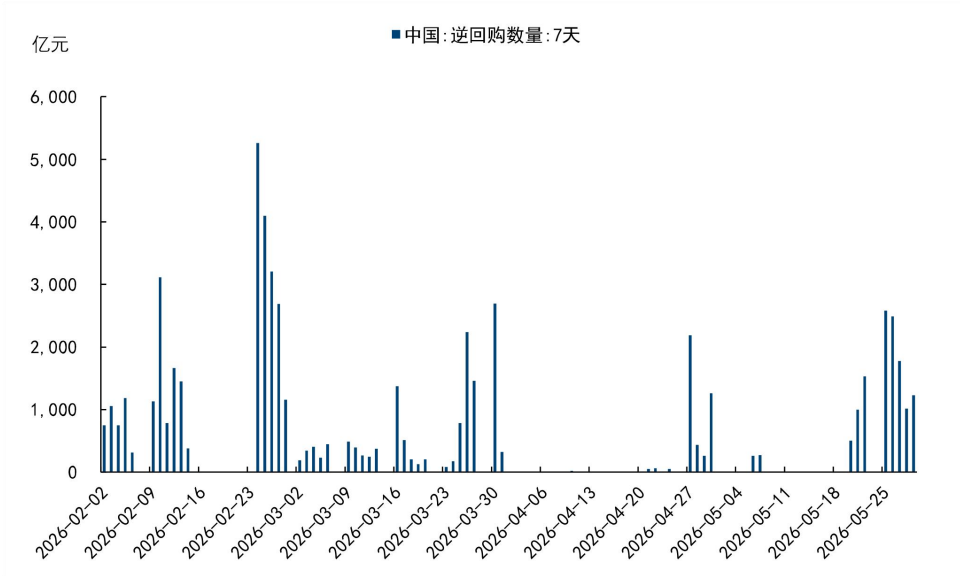
仅供内部参考，请勿外传！

央行投放：央行态度始终是资金面松紧的核心

➢ **短期资金面：在总体基调基础上，观测其他目标是否形成了掣肘，央行态度边际变化是第一位。**

- 市场资金利率过度偏离政策利率，引发了监管对资金空转与非银过度加杠杆的担忧；同时，国内商业银行净息差进一步降至极低位置，防范系统性金融风险的内部约束权重再次超越外部约束。
- 4月1日起，央行连续实施“5亿/10亿元”地量逆回购；5月中旬《2026年第一季度货币政策执行报告》中，隐去了“降准降息”的直接提法。R007及其20日移动平均线在4月中下旬触及历史低位拐点后稳步震荡回升，截至6月中下旬已重新拉升至1.50%以上。

图：逆回购数量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

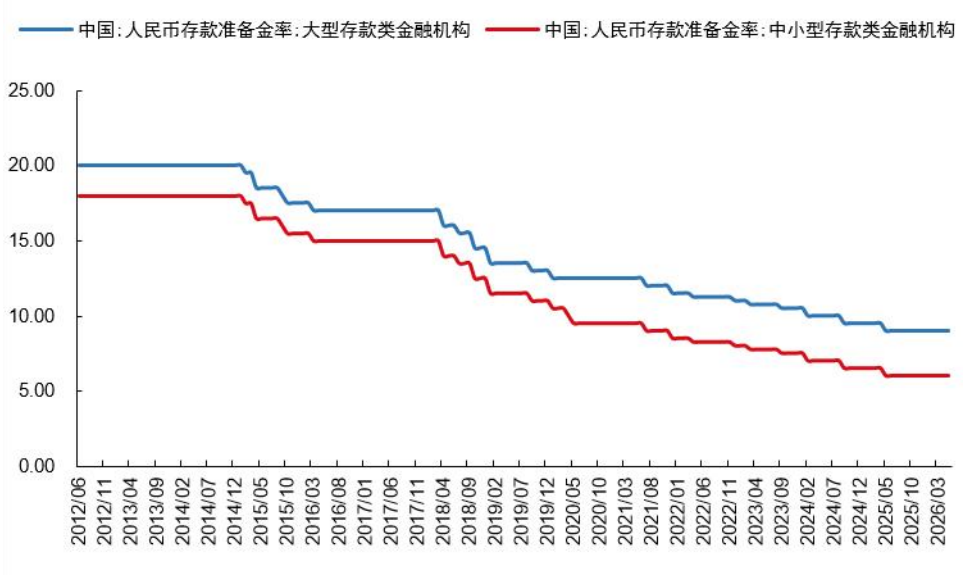
仅供内部参考，请勿外传！

法定存款准备金：核心跟踪信贷投放

- 法定存款准备金是其他存款性公司按照中国人民银行规定的法定存款准备金率和缴存范围来计算并存放在中国人民银行的存款。央行可以通过调节商业银行准备金率来控制商业银行的信贷规模，从而对全社会的货币总量和信贷总量进行调控。
- **核心跟踪信贷投放和法定存款准备金率（属于央行货币政策工具）。**

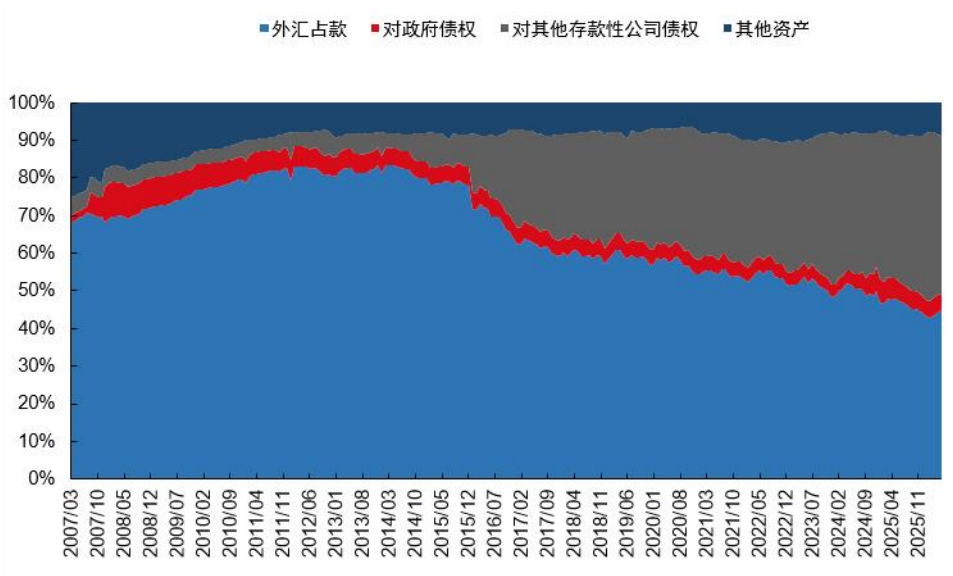
• **法定存款准备金：**2012年之前我国法定存款准备金率整体上升，原因是由于外汇占款的增长使得央行被动扩表，为避免市场流动性泛滥，央行会选择提高法定准备金率以回收流动性。2011年以来法定存款准备金率持续下行，近年来操作频繁。主要是我国基础货币投放由外汇占款驱动的被动投放转换为广义再贷款等工具，伴随广义再贷款余额的持续上行，调降法定存款准备金率来释放超储成为常规的货币政策工具。

图：法定存款准备金率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：央行资产结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

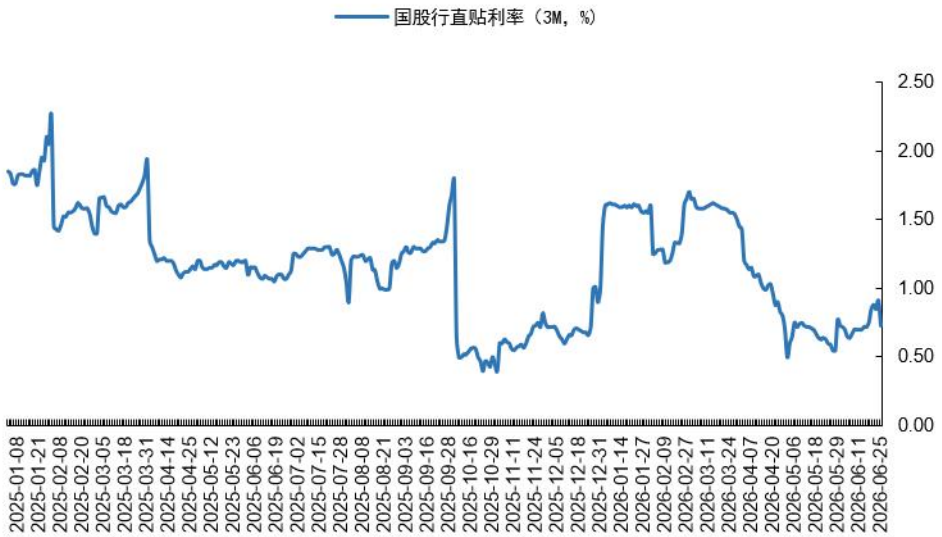
仅供内部参考，请勿外传！

法定存款准备金：核心跟踪信贷投放

➢ **如何跟踪信贷投放**

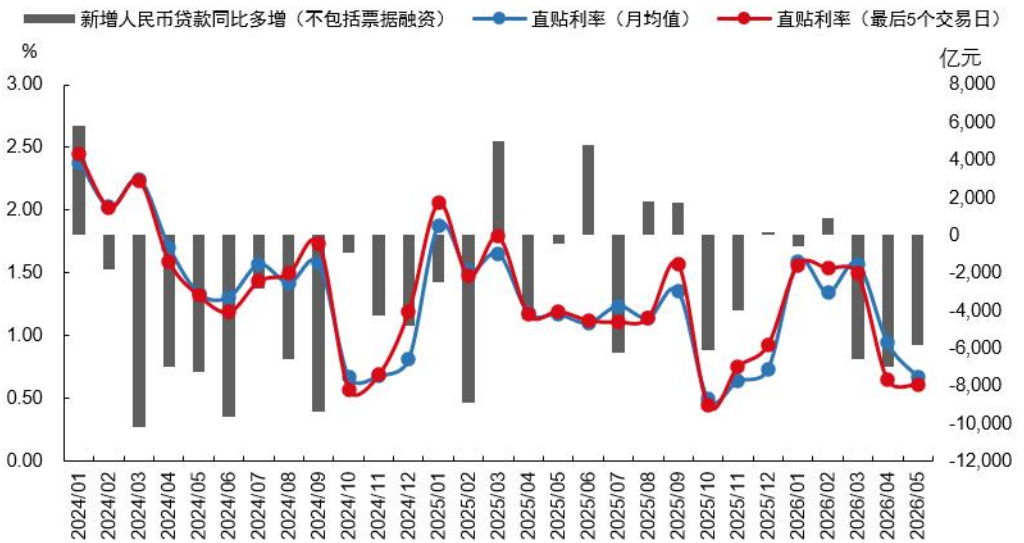
- 金融数据的公布滞后，因此票据利率往往成为市场预测信贷的一个重要指标。不过两者也经常出现背离，最后几天票据利率的走势对于预测信贷投放情况参考意义更大。
- 微观调研。

图：国股行3个月票据直贴利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国股行3个月票据直贴利率均值与信贷相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

政府存款：超储短期波动的重要因素

- **政府存款：**当财政存款增加时，意味着企业及居民部门资金通过缴税、政府债券认购等渠道上收至人行国库，这将导致超额准备金规模收缩；反之，财政支出发力、财政存款减少时，国库资金回流商业银行体系，超储回升。一般而言，人行往往通过货币政策工具对冲财政存款波动对资金面的影响。

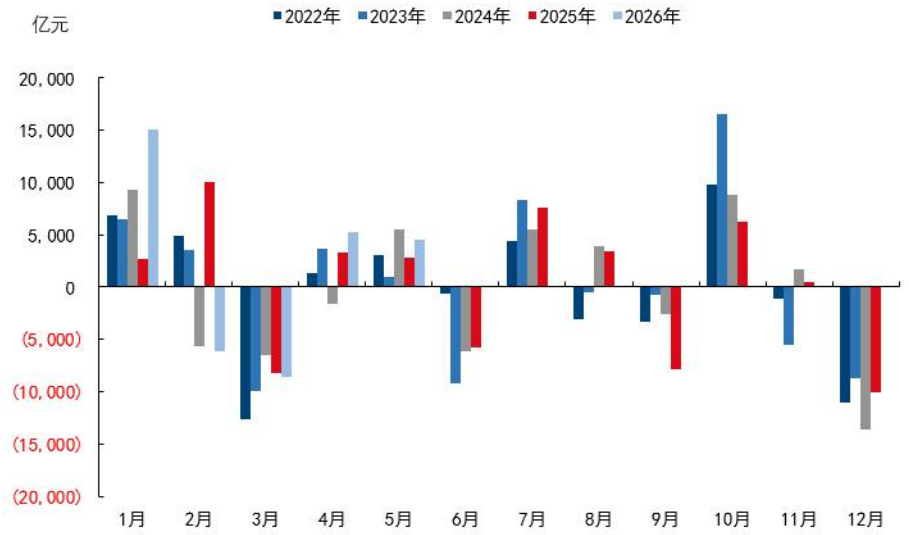
- **年度财政存款增量不大，但季节性因素明显，会给短期资金面带来比较大的冲击。**1月，2月，5月，7月，10月财政存款往往增加，3月，6月，9月，12月财政存款往往减少。

图：年度财政存款变动不大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：月度财政存款波动具有明显的季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

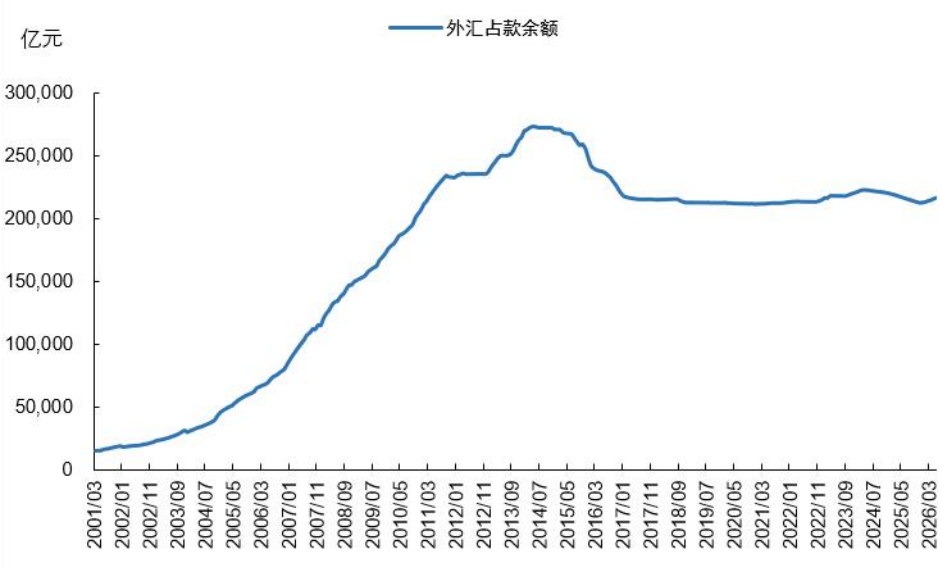
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

其他供给因素

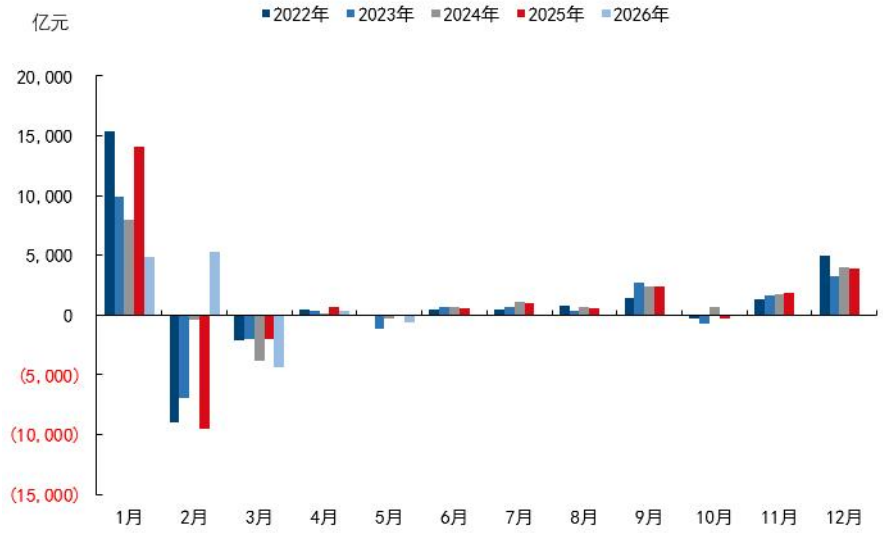
- 外汇占款：2017年以来余额趋于稳定，对流动性影响微乎其微。
- 取现：节假日取现需求增加，尤其是春节，造成短期扰动。

图：外汇占款余额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：每月M0增量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

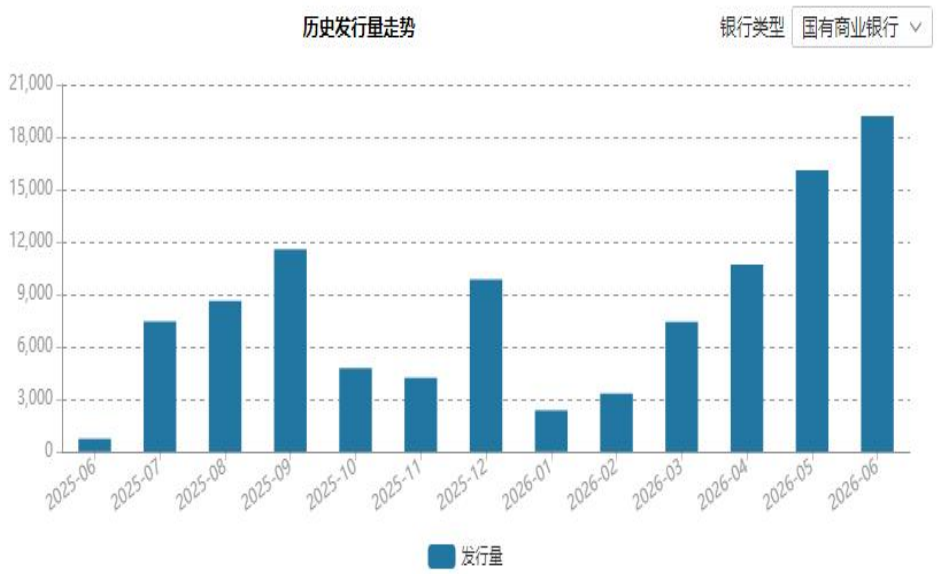
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

供给因素观测指标：大行同业存单需求

➢ 大行是银行间市场主要资金融出方，因此大行同业存单发行规模和利率可作为资金供给的一个贯彻高频指标。

图：国有大行同业存单净融资规模



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：国有大行同业存单净发行利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 现代货币发行机制——钱是怎么来的?

02 央行调控基础货币渠道的演变

03 从M2结构看数量型货币政策传导效率

04 我国货币政策框架演进思路和实施

05 专栏：现代货币理论与美联储货币框架

仅供内部参考，请勿外传！

M2总量与经济相关性明显减弱

➢ **货币供应“总量充裕与结构失衡”矛盾显现。因此除了关注货币总量，还需要关注M2的结构性变化和失衡失衡来摸排货币传导与经济运行的堵点。**

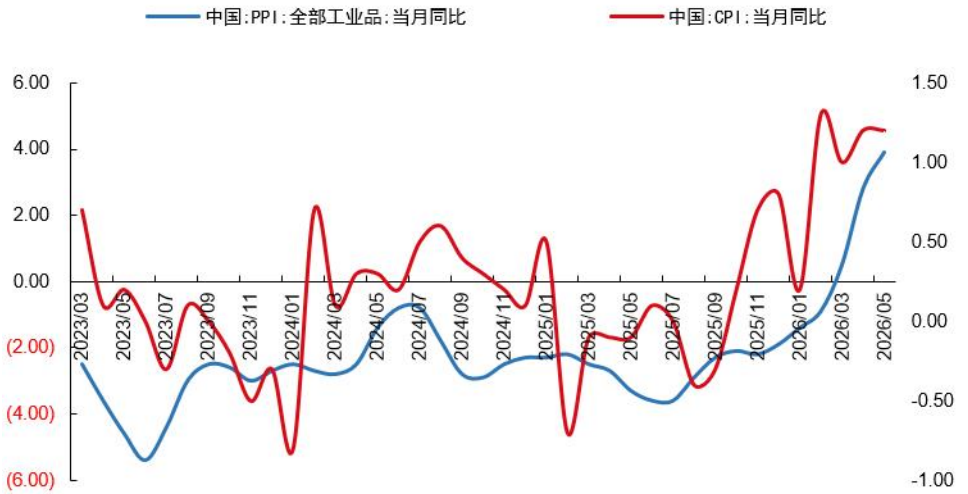
- 根据费雪方程式MV=PQ，高增的货币或是流向实际产出Q，或是流向物价或资产价格P。但2023-2025年我国货币供应总量M2持续攀升，通胀却没有随之回升，经济表现疲软，同时房地产、股市等大类资产价格没有明显提升，核心即使货币流通速度V变量出现了明显的变化。
- **货币流通速度并不是稳定变量，名义收入、利率等影响货币需求的因素也同样影响着货币流通速度，货币流通速度兼具内生性和外生性，货币流通速度不稳定极大地削弱了货币供应量与货币政策最终目标之间的相关性。**

图：M2持续保持较好增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2023-2025年PPI和CPI持续负增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

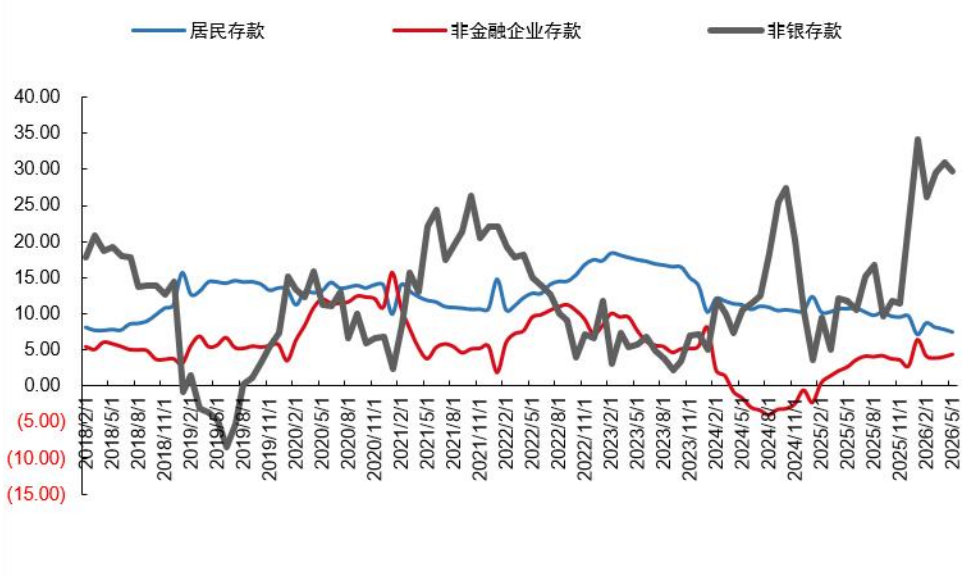
仅供内部参考，请勿外传！

M2总量的三个结构性变化

➢ **M2结构变化：居民和企业存款占比下降。**

- 企业和居民之间内循环不畅，会影响货币扩张传导效率和经济增长。

图:居民和企业资金循环不顺畅



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

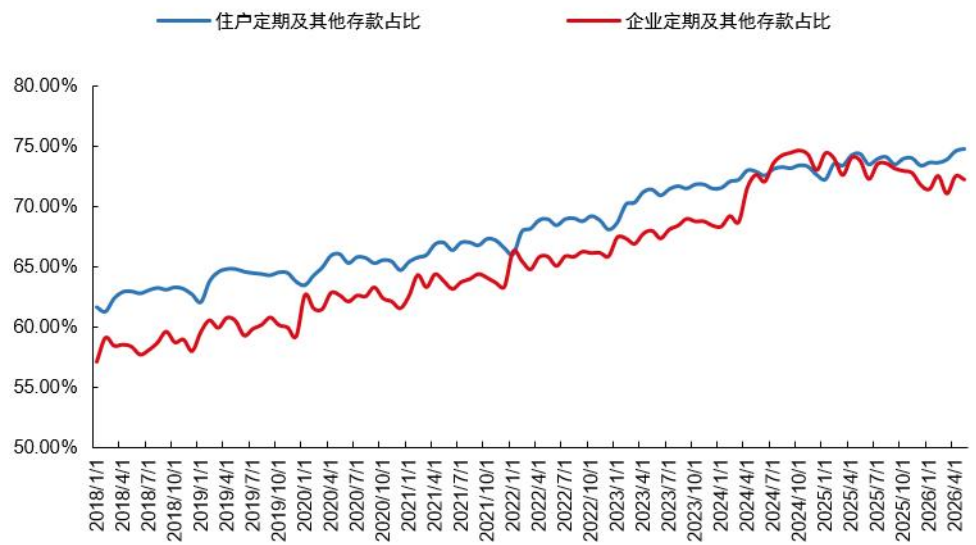
仅供内部参考，请勿外传！

M2总量的三个结构性变化

➢ **M2结构变化：存款定期化趋势明显。**

- 居民和企业存款定期化反映了其投资消费意愿较弱，货币流通速度下降。

表：居民存款和企业存款定期存款比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

M2总量的三个结构性变化

➢ **M2结构变化：存款非银化趋势加剧且波动加大。**

- 从实体部门视角，在低利率环境下，存款挂牌利率多轮下调后吸引力明显下降，加上手工补息的冲击，理财、债基等产品吸引力明显增加，有“存款脱媒”的迹象。
- 从银行视角，也有动力吸收非银存款。经历清理手工补息，以及多轮存款利率下调后，企业将存款搬家至理财和货基，银行面临资金短缺，被迫通过提升同业存款利率的方式从非银机构吸收存款，缓解负债端压力。

图：非银存款和M2增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

居民存款搬家路径

➢ 2022年9月以来，大行存款挂牌利率经历了7轮调降，一年期定期存款挂牌利率已进入“1%以内”时代，居民储蓄意愿下降。

表：工行存款挂牌利率

	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18	2025/5/20
活期	0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	0.05%
3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%	0.65%
半年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%	0.85%
一年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%	1.10%	0.95%
二年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%	1.20%	1.05%
三年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%	1.75%	1.50%	1.25%
五年	2.75%	2.65%	2.50%	2.25%	2.00%	1.80%	1.55%	1.30%
协定存款	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.70%	0.60%	0.20%	0.10%
通知存款								
一天	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%	0.15%	0.10%	0.10%
七天	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%	0.70%	0.45%	0.30%

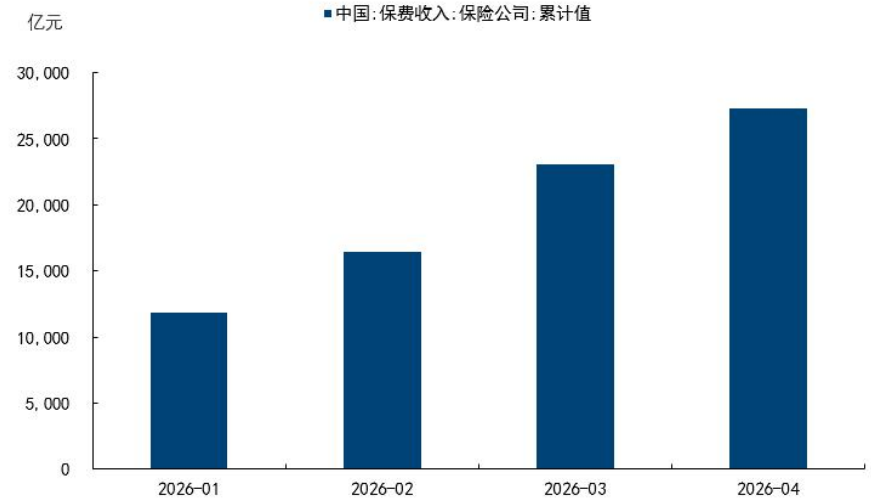
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

居民存款搬家路径

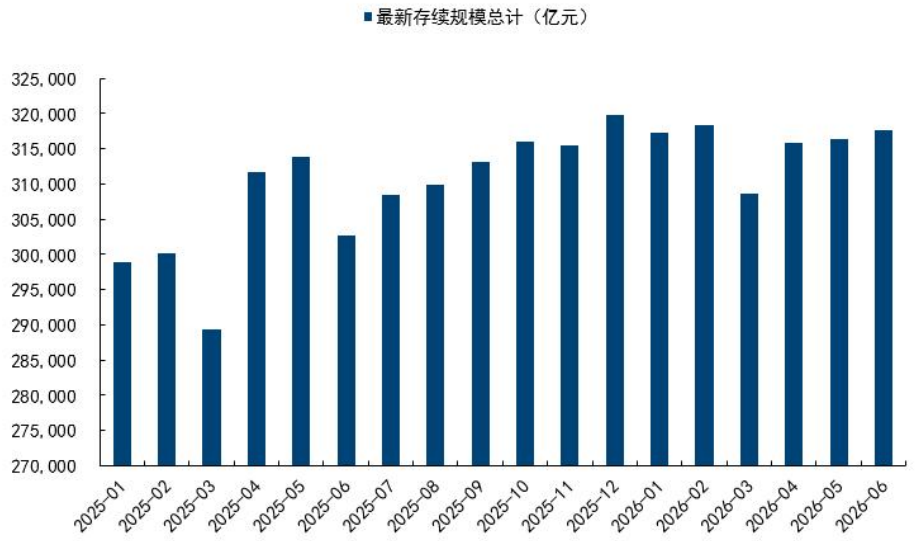
➢ 居民存款利率下降后，资金流向各类资管产品。其中，保险产品、“固收+”产品等成为资金重要去向。

表：保费大增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表：理财总体规模



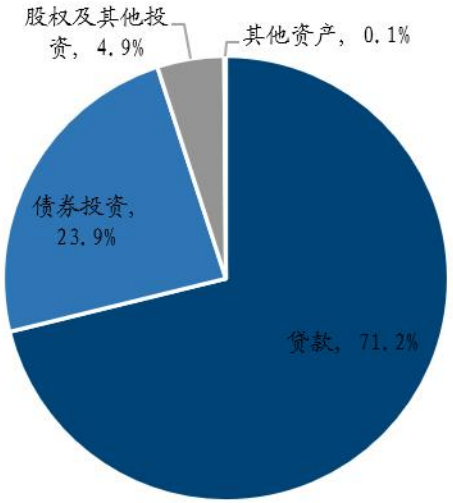
资料来源：普益标准，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

居民存款搬家路径

- 不同机构资产配置差异巨大，资金从银行流向各类资管产品，会对流动性和各类资产价格带来不同影响。

表：银行自营资产配置结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表：2025年末理财配置结构

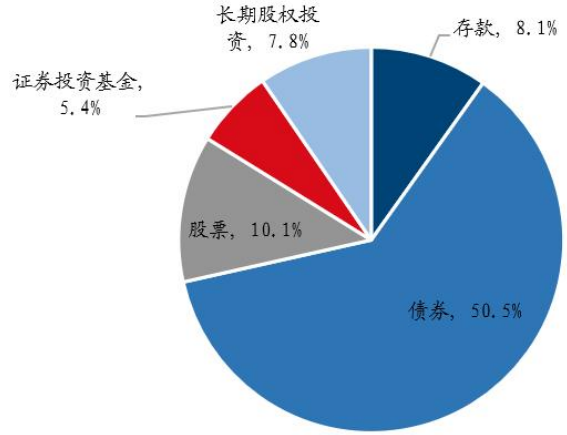


资料来源：银行业理财登记托管中心

图 3：理财产品资产配置情况

资料来源：理财年报，国信证券经济研究所整理

表：保险资金配置结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

存款“非银化”趋势下的货币政策调控

➢ **存款“非银化”不改变现有的银行货币体系，即“中央银行—商业银行”二级银行体系，但是会导致它运行中的一些侧重点发生变化。**

- 根据前文二级银行体系，央行通过再贷款向银行投放100元基础货币，然后银行向居民投放了500元贷款。然后，银行拥有50元超额准备金，可在银行间市场购买债券、同业投放，也可以用来继续投放信贷支持实体经济。如果信贷需求旺盛，或者银行间市场流动性紧张，那么央行可以继续向银行投放再贷款，增加银行的基础货币，这就是央行的货币政策对实体经济和银行间市场的调节行为。
- 可见，这一阶段央行的任务是通过增加或回笼再贷款，来影响银行能投放多少贷款，进而影响货币投放和社会融资（数量工具的控制）。同时，央行还能决定再贷款的利率，来影响后续贷款、存款等各种利率，进而影响社会融资（价格工具的控制）。这就是二级银行体系的极简模型。

央 行	
资产	负债
再贷款 100元	银行存入 100元

银 行	
资产	负债
存放央行-超储 50元 法储 50元 居民信贷 500元	再贷款 100元 居民存款 500元

居民	
资产	负债
存款 500元	贷款 500元

仅供内部参考，请勿外传！

存款“非银化”趋势下的货币政策调控

➢ **存款“非银化”不改变现有的银行货币体系，即“中央银行—商业银行”二级银行体系，但是会导致它运行中的一些侧重点发生变化。**

- 接上述报表，如果居民觉得存款利率太低，拿其中100元去买了理财产品，在不考虑理财产品配置的下资产负债表如下。
- **M2总量不变，但M2结构发生了变化，居民存款下降，非银存款增加。**

央 行	
资产	负债
再贷款 100元	银行存入 100元

银 行	
资产	负债
存放央行-超储 60元 法储 40元 居民信贷 500元	再贷款 100元 居民存款 400元 非银存款 100元

居民	
资产	负债
存款 500元	贷款 500元

理财公司	
资产	负债
存款 100元	居民理财资金 100元

仅供内部参考，请勿外传！

存款“非银化”趋势下的货币政策调控

➢ **存款“非银化”不改变现有的银行货币体系，即“中央银行—商业银行”二级银行体系，但是会影响M2总量和结构，进而影响货币政策传导效率。**

- 接上表，如果理财公司拿其中20元在一级市场购买了银行发行的同业存单，对应的各部门资产负债表如下，相对应的**M2总量下降。**

央 行	
资产	负债
再贷款 100元	银行存入 100元

银 行	
资产	负债
存放央行-超储 60元 法储 40元 居民信贷 500元	再贷款 100元 居民存款 400元 非银存款 80元 应付债券 20元

居民	
资产	负债
存款 500元	贷款 500元

理财公司	
资产	负债
存款 80元 同业存单 20元	居民理财资金 100元

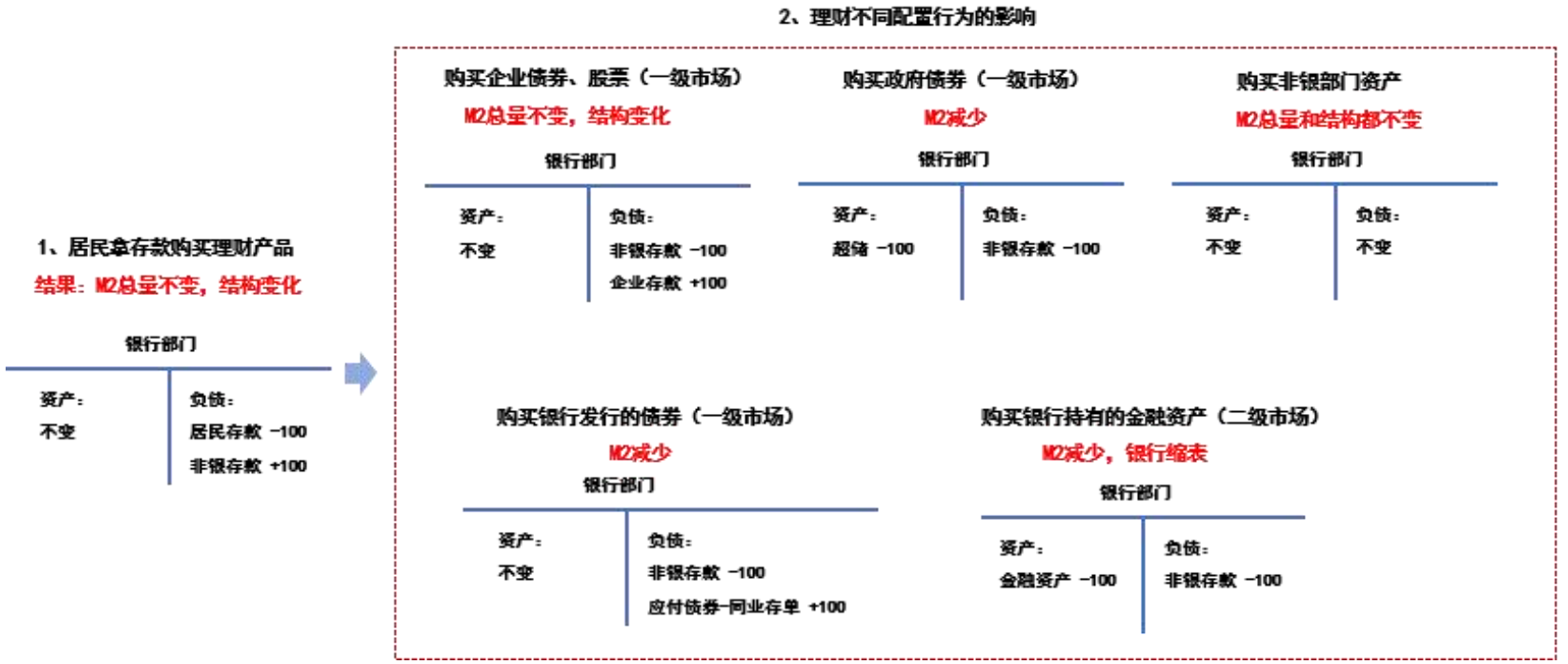
仅供内部参考，请勿外传！

存款“非银化”趋势下的货币政策调控

➢ **存款“非银化”不改变现有的银行货币体系，即“中央银行—商业银行”二级银行体系，但是加大了货币政策调控难度。**

- 居民申赎广义资管产品如何影响M2？资管产品不同投向对M2的影响不相同，这也意味着将以不同方式影响银行间市场的流动性。现实中，资管产品投资方向非常丰富，因此是上述各种情况在同时发生，让人难以捉摸，加大了货币政策调控难度。

图：理财资金不同配置行为对M2的影响



资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理

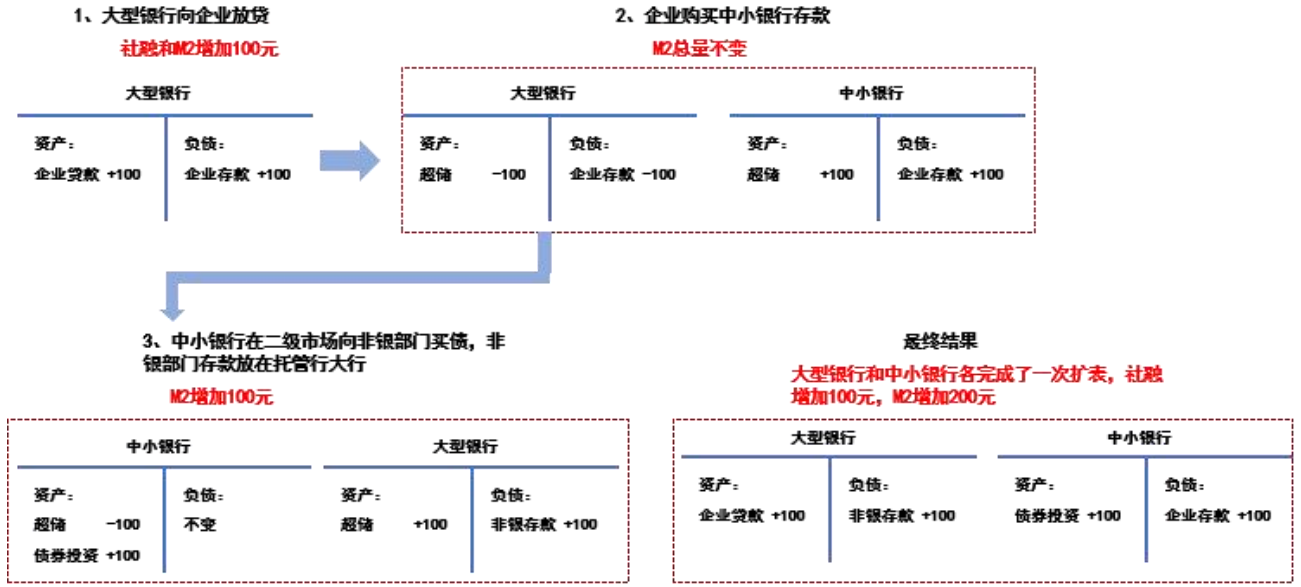
仅供内部参考，请勿外传！

存款“非银化”趋势下的货币政策调控

- **存款“非银化”不改变现有的银行货币体系，即“中央银行—商业银行”二级银行体系，但是加大了货币政策调控难度。**

- **“大行放贷和小行买债”对M2的影响？**实体部门从中大型银行拿到低息贷款，然后再去购买中小银行的高息存款，中小银行再在二级市场购买债券。该过程大型银行和中小银行都实现了扩表，但实质上属于资金空转套利行为，并没有拉动经济。

图：“大行放贷、小行买债”行为对M2的影响



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

存款“非银化”趋势下的货币政策调控

➢ 存款“非银化”加大货币政策调控难度，如何应对？

- **首先，要关注非银存款与一般存款之间的流动（即“存款搬家”现象），流动性结构性分层。年初以来的大行负债荒很重要的一个因素即是去年底非银存款纳入严监管，非银存款从大行流出。**我国对资管产品的托管行实施牌照制度，只有部分大中型银行拥有这一牌照，也就是只有他们能够作为资管产品的存款行。因此，如果社会上存款非银化剧烈发生，存款流向非银，而非银存在大中型银行，将导致很多中小银行存款短缺。好在这一现象我国还没出现，反而刚好相反，我国大量的中小银行其实是“存差行”（存款严重超过贷款），因此中小银行的主要信贷客户是中小微企业，最近信贷需求不足，导致很多中小银行形成存差。所以，反倒是很多中小银行开始试水财富业务，增加资管产品代销，分流一下自己那些过剩的存款。
- **其次，要关注非银存款与银行其他主动负债之间的流动。**贷差行（存款不足的银行）需要通过发行CD、同业拆入等方式主动负债，刚好为资管产品提供投放标的。比如过去一年监管部门整治了一些高息揽存的手段，导致一些银行出现存款的缺口，它们暂时很难找到高效的办法找回这么多存款，于是形成流动性缺口。最简单的办法是它们直接向存差行拆入资金，或向它们发行CD等。但近期中小银行存差较多，而我国实施了与美国相反的一种监管模式，对中小银行的监管比大行更严（美国是反过来），因此很多中小银行不能大量从事这类投资，富余资金主要用于购买利率债。于是，资金缺口银行转向资管产品发行CD或其他工具来融资。
- **最后，关注资管产品本身的行为，非银机构行为的高度趋同易带来非银存款波动性加大。**资管产品的行为更具羊群效应，不稳定性更高。居民存款来自于千千万万的储户，呈现出大量散客组合而成的稳定性。但与储户直接存银行相比，资管产品中一部分存放银行形成非银存款，一部分向缺口行投放资金，相似的资管产品的投资理念、投资风格均是相近的，这些投资经理有着相近的投资交易专业训练，他们的行为必然是高度趋同的。所以，存款非银化带来更大的羊群效应，可能会加剧市场波动。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 现代货币发行机制——钱是怎么来的?

02 央行如何调控基础货币

03 从M2结构看数量型货币政策传导效率

04 **我国货币政策框架演进思路和实施**

05 专栏：现代货币理论与美联储货币框架

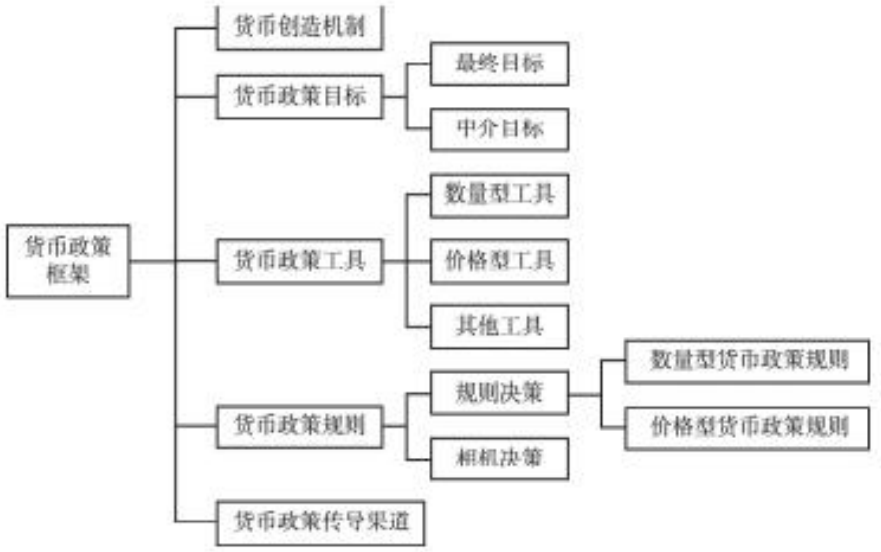
仅供内部参考，请勿外传！

人行货币政策框架内涵

- **我国货币政策框架包括：货币政策目标体系、货币政策工具和货币政策传导机制三大部分。**在整个货币政策体系中，央行首先确定目标，然后考虑工具，最后思考通过工具实现目标。在实际操作中，货币政策目标并非一蹴而就，而是需要中间目标一步步实现。央行又会根据国内货币政策传导机制，设立相应的操作目标和中介目标。
- 因此，完整的货币政策实行流程表现为：

- **央行确定货币政策最终目标；**
- **根据最终目标选定货币政策工具；**
- **通过工具去实现事先规定好的操作目标；**
- **借助货币政策传动机制，让操作目标影响中介目标，最后实现最终目标。**

图：人行货币政策框架内涵



资料来源：《新中国货币政策框架70年：变迁与转型》何德旭 冯明，2019，国信证券经济研究所整理

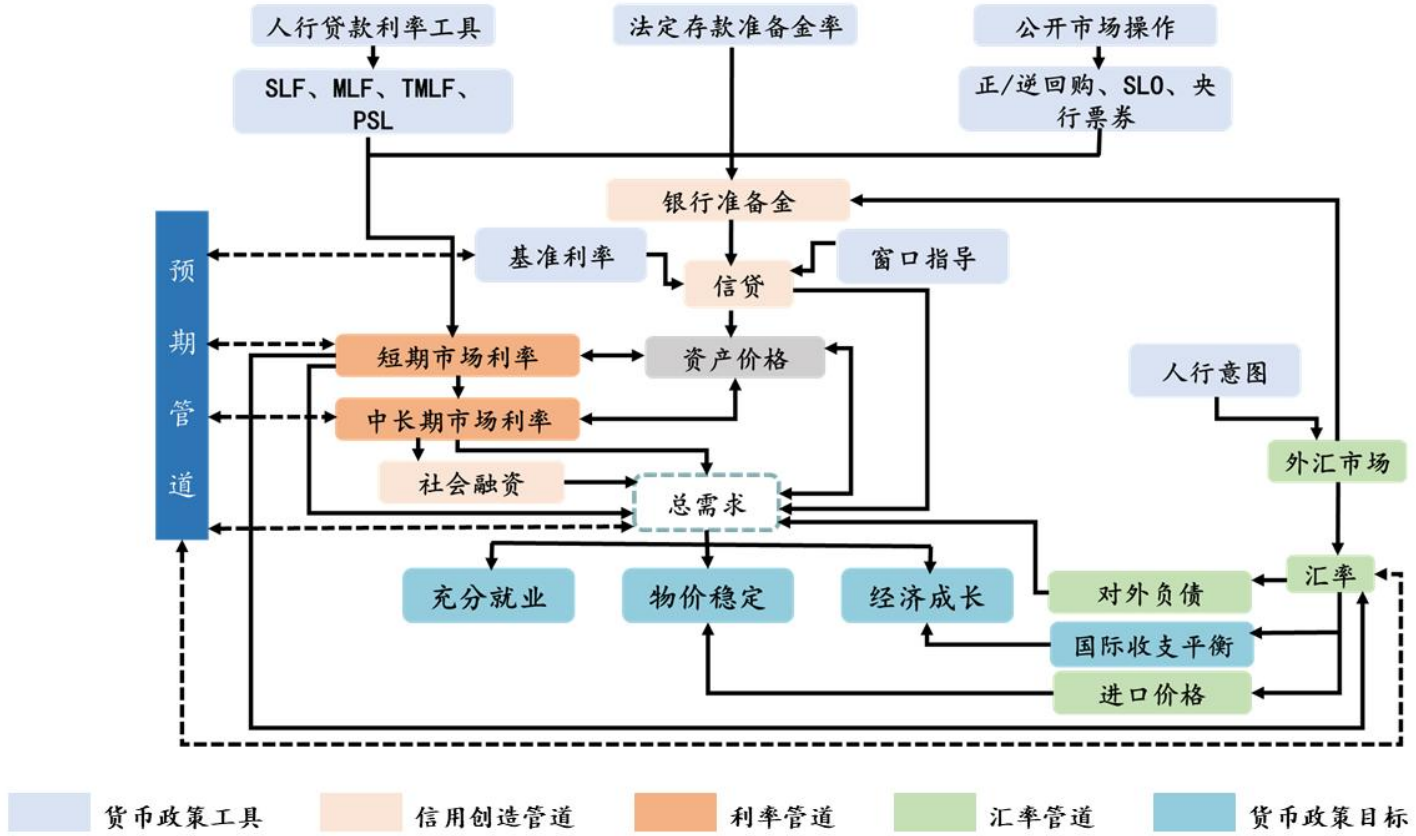
仅供内部参考，请勿外传！

人行当前货币政策传导机制

➢ **目前，人行同时使用数量型工具和价格型工具，通过货币数量、价格两个渠道，传导至货币政策之最终目标。**

- 数量型调控架构：信用创造途径实现政策最终目标。
- 价格型调控架构：通过控制市场利率，进而影响资产价格和信用创造，实现政策最终目标。

图：人行货币政策传导机制流程



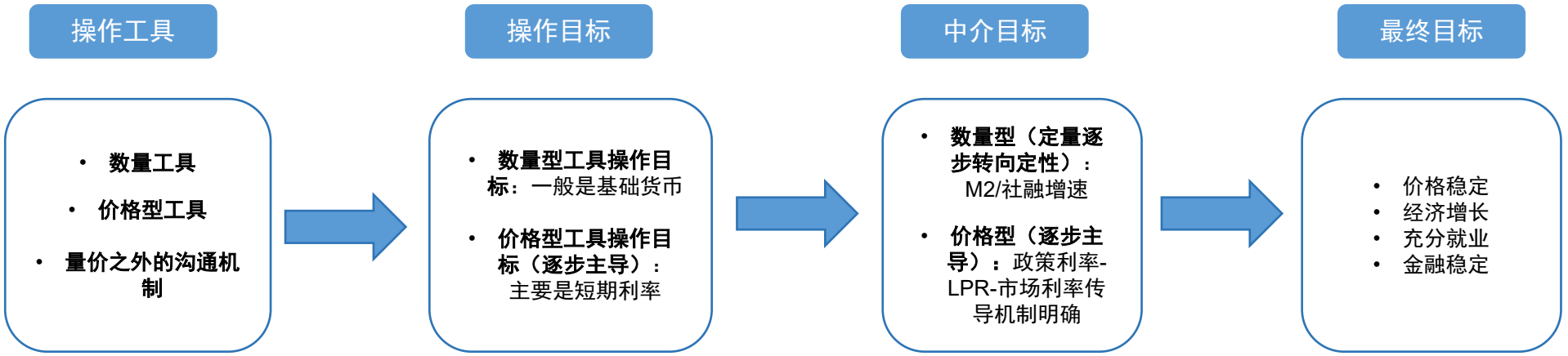
资料来源：台北外汇市场发展基金会委托计划《中国人民银行货币政策架构介绍及政策走向》，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

央行货币政策框架演进的方向和思路

- 2024年6月，央行行长潘功胜发表了《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》主题演讲，提出未来货币政策框架演进的几点思考，包括“优化货币政策调控的中间变量、进一步健全市场化的利率调控机制、逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱、健全精准适度的结构性货币政策工具体系等”。**随后货币政策经历了一系列调整，包括启用央行国债买卖、买断式逆回购、MLF利率的政策属性退出、强化7天逆回购利率的核心政策利率地位等。**
- **整体而言，当前货币政策框架演进方向，（1）中介目标：进一步淡化数量目标，强化价格型调控。（2）传导机制：积极推动以短期政策利率为主的价格型传导机制。（3）操作工具：中介目标的选择会影响操作工具的选择，适时创新货币政策工具完善以利率为中介目标的货币政策传导机制。**

图：央行货币政策框架演变思路



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

➢ 货币政策框架演进思路和实施

- 最终目标：权衡多元化的“动态目标”
- 中介目标和操作目标：淡化数量目标，强化价格型调控
- 操作工具：丰富货币政策工具

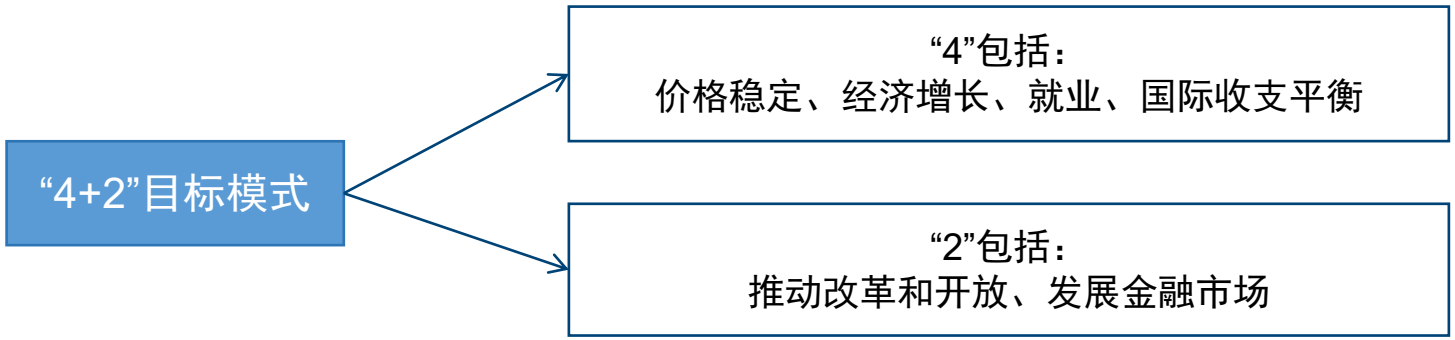
仅供内部参考，请勿外传！

最终目标:如何权衡多元化的“动态目标”

- **1995年颁布的《中国人民银行法》，赋予货币政策最终目标为：保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。央行原行长易纲曾表示，币值稳定有两重含义，一是物价稳定，二是汇率基本稳定。**
- **在实践中，我国货币政策追求的最终目标却较为多元，与中国处于经济转轨中的国情是吻合的。**

- **周小川提出了“4+2”目标模式**。周小川（ 2016）在IMF中央银行政策研讨会上向国际社会详细阐述了中国央行选择多目标货币政策框架的原因，《把握好多目标货币政策：转型的中国经济的视角》指出，“中国央行采取的多目标制，既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标，也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。这种选择与中国处于经济转轨中的国情是分不开的，中国央行长期承担了改革开放、发展金融市场和国际收支平衡这三大“不寻常”的政策目标。

图：周小川提出的“4+2”目标模式



资料来源：《把握好多目标货币政策：转型的中国经济的视角》周小川，2016，国信证券经济研究所整理

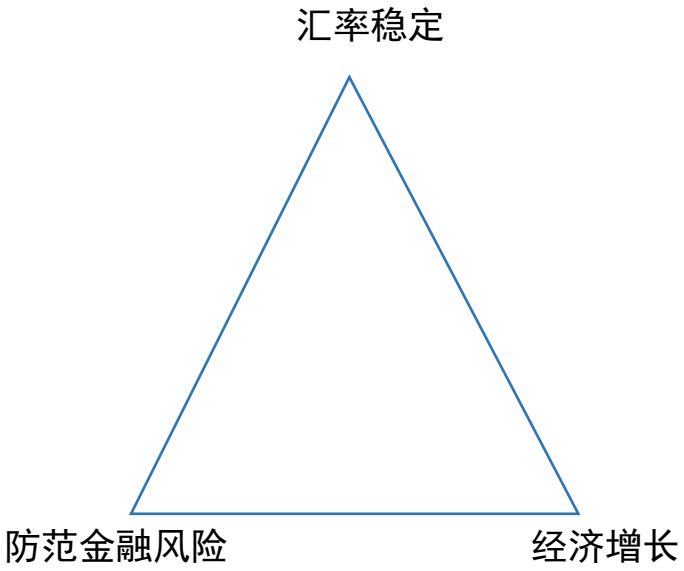
仅供内部参考，请勿外传！

最终目标:如何权衡多元化的“动态目标”

- **在不同时期，货币政策当局对不同目标的相对重视程度会随着国内外经济金融形势的变化而做出相机调整。但是，不同目标对货币政策走向的要求并非总是一致的，彼此之间可能发生冲突，从而导致货币当局陷入两难境地。**
- **2022年以来“汇率稳定+防范金融风险+充分就业（经济增长）”三大目标不可能三角形，不同形势下如何权衡是关键。**

• 受房地产三道红线政策等冲击，以及疫后疤痕效应，2022年以来我国经济处于下行周期中，内需不足，亟需逆周期政策加码提振市场信心。但美国处于加息周期中，经济增长较为强劲，人民币贬值压力非常的大，对我国货币政策形成了明显掣肘。同时，我国银行业净息差已降至低位，盈利能力下降，保息差防风险重要性不断提升，也对价格型货币政策形成一定制约。

图：我国央行三大目标不可能三角形



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

最终目标:如何权衡多元化的“动态目标”

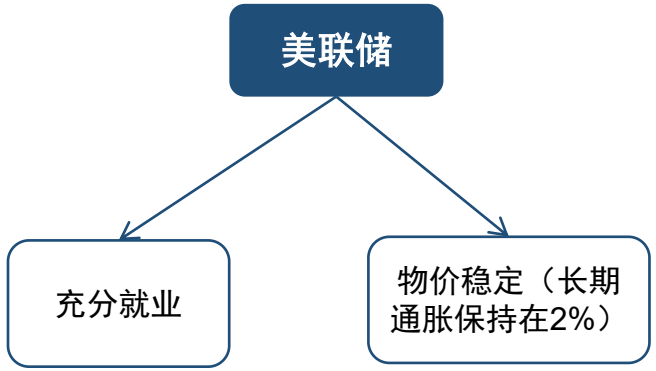
➢ **美国货币政策目标是实现充分就业和物价稳定（长期通胀稳定），长期通胀稳定则具体表述为“长期通胀保持在2%”。欧央行的货币政策是单一目标制的，即保持价格稳定。**

- 但实际运用中，货币政策目标制并不纯粹，尤其是全球金融危机之后，全球的大多数央行都被赋予了更多的使命，如美联储除就业和价格稳定外还要负责监管系统重要性金融机构，欧央行在欧洲银行业联盟建设过程中成为了单一银行业监管机构，英格兰银行也增加了审慎监管职能等等。

➢ **多目标和动态调整增加了我国货币政策实施的成本，但是符合当下中国国情的。**伴随我国经济体制和金融体制改革持续深化，目前的多目标状况未来也可能发生变化。

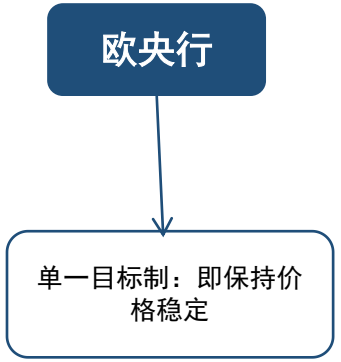
- 根据菲利普斯曲线，货币政策应是双目标的，关注物价水平和就业市场，但中国处于经济转轨、货币财政体制改革深化中。

图：美联储货币政策最终目标



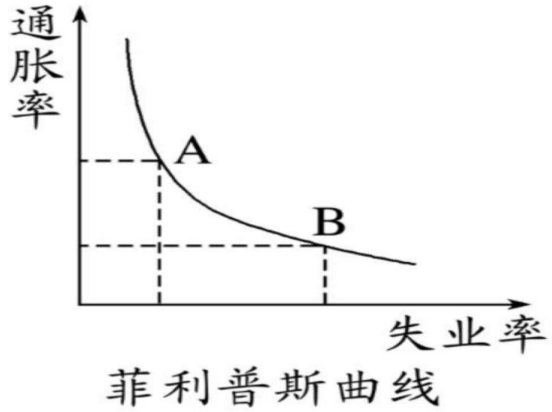
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图：欧央行货币政策最终目标



资料来源：欧央行，国信证券经济研究所整理

图：菲利普斯曲线



资料来源：《西方经济学》，高鸿业，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

➢ 货币政策框架演进思路和实施

- 最终目标：权衡多元化的“动态目标”
- 中介目标和操作目标：淡化数量目标，强化价格型调控
- 操作工具：丰富货币政策工具

仅供内部参考，请勿外传！

数量型中介目标的确立和淡化

➢ **近年来已淡出M2和社融量化目标：M2/社融从具体目标数值到锚定名义GDP增速，再调整为“与经济增长和价格水平预期目标相匹配”。**

- M2增速在2009年首次被写入政府工作报告的主要任务中，当年设定的M2增速为17%左右，2016年增加社融目标值。2018年开始不在设具体的目标数值，转为定性描述，从与“名义经济增速基本匹配”转变为“同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。

➢ **随着经济高质量发展和结构转型，实体经济需要的货币信贷增长也在发生变化。货币信贷总量增长速度的变化，实际上是我国经济结构变化，及与此相关联的我国金融供给侧结构变化的反映。**

表：政府工作报告对于货币政策数量目标的表述

2009年	保证货币信贷总量满足经济发展需求，广义货币增长17%左右，新增贷款5万亿元以上。
2010年	保持货币信贷合理充裕。广义货币M2增长目标为17%左右，新增人民币贷款7.5万亿元左右。
2011年	保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为16%。
2012年	综合运用各种货币政策工具，调节好货币信贷供求，保持社会融资规模合理增长。广义货币预期增长14%。
2013年	广义货币M2预期增长目标拟定为13%左右。综合运用多种货币政策工具，调节市场流动性，保持货币信贷合理增长，适当扩大社会融资规模。
2014年	加强宏观审慎管理，引导货币信贷和社会融资规模适度增长。广义货币M2预期增长13%左右。
2015年	广义货币M2预期增长12%左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些。
2016年	稳健的货币政策要灵活适度。今年广义货币M2预期增长13%左右，社会融资规模余额增长13%左右。
2017年	货币政策要保持稳健中性。今年广义货币M2和社会融资规模余额预期增长均为12%左右。
2018年	管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。
2019年	广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。
2020年	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。
2021年	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。
2022年	扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
2023年	保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。
2024年	保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。
2025年	发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

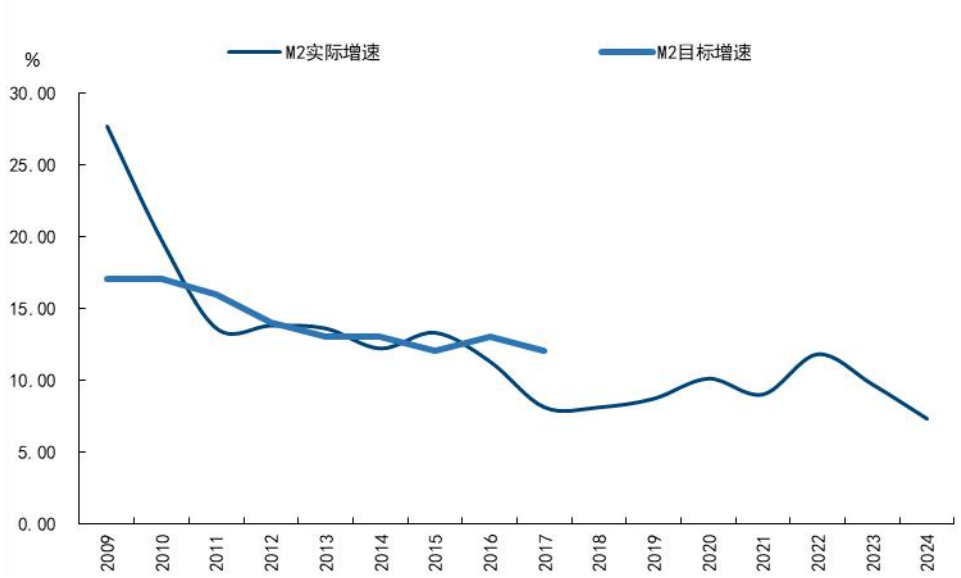
资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

数量型中介目标的确立和淡化

➢ 事实上，2018年虽不再公布M2的调控目标具体数值，但我国依然注重货币政策的“量”的调控。

图：我国M2增速目标与实际值



资料来源：人民银行，WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

缘由：近年来为什么要逐步淡化数量目标？

➢ **前文我们已经指出近年来货币供应量与通胀率、经济增长等实体经济指标之间的相关性在持续下降。非银存款大增，以及存款定期化趋势明显等映射了货币流通速度的下降，降低了宽货币向宽信用的传导效率。**

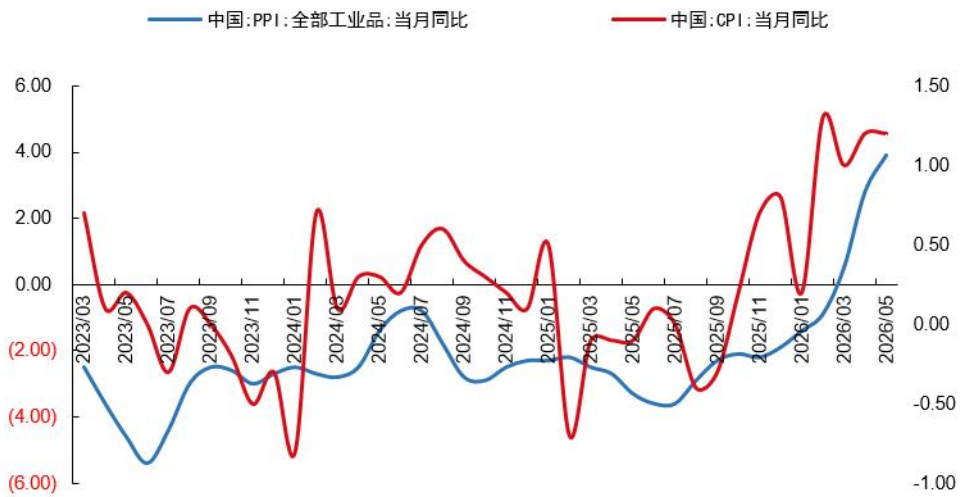
- **货币供应量与最终目标之间的强相关性依赖一个基本假设，即流通速度较稳定**。但货币政策具有内生性，货币流通速度并不是单纯由技术和制度因素所决定的稳定变量，影响货币需求的因素也同样影响着货币流通速度，从而导致货币流通速度并不稳定。并且，直接融资占比大幅提升、电子支付手段的普及等都会改变货币流通速度。

图：M2持续保持较好增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：2023-2025年PPI和CPI持续负增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

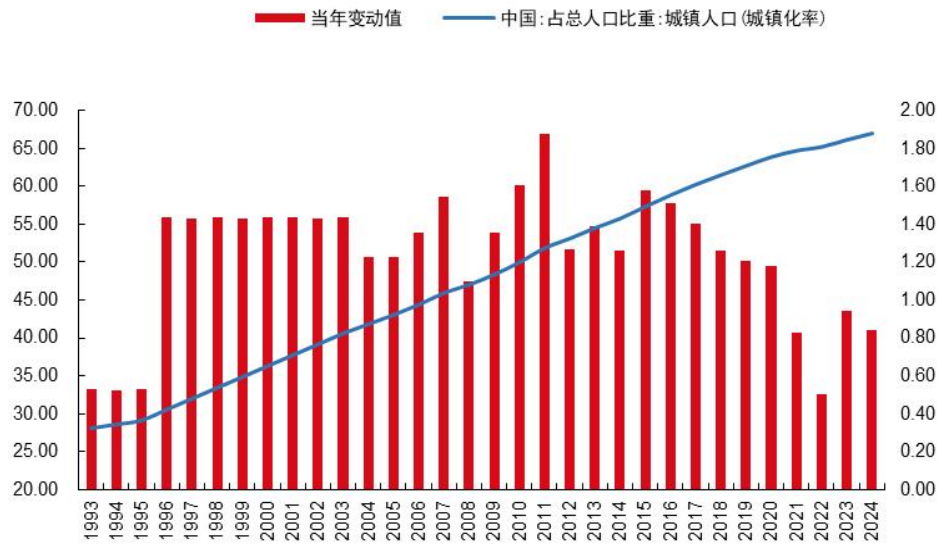
仅供内部参考，请勿外传！

缘由：近年来为什么要逐步淡化数量目标？

➢ **淡化增量，注重质效：中长期角度与我国经济结构转型相一致**

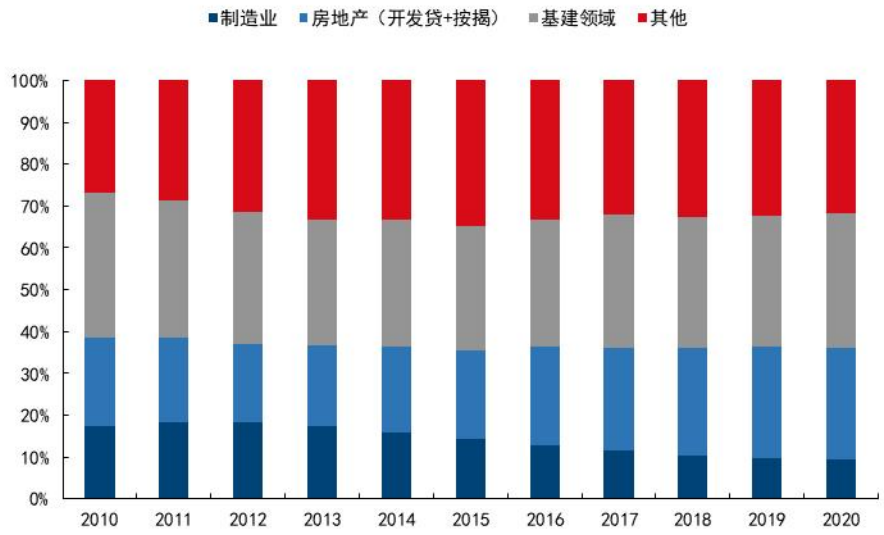
- **城镇化是推动过去信贷持续高增的主要因素，是人行货币政策以数量型调控为主的基本国情。**过去二三十年我国处于城镇化和工业化加速过程中，房地产和基建产业蓬勃发展，与信贷高增相匹配。

图：我国城镇化率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：金融机构信贷投向



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

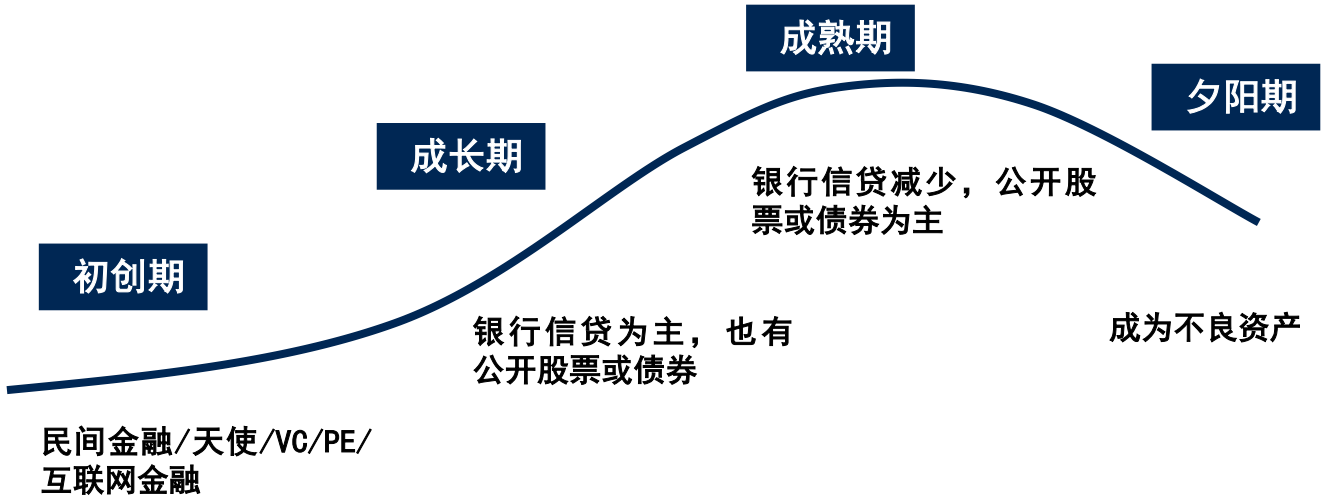
仅供内部参考，请勿外传！

缘由：近年来为什么要逐步淡化数量目标？

➢ **淡化增量，注重质效：中长期角度与我国经济结构转型相一致**

- 随着我国城镇化和工业化接近尾声，技术创新成为我国经济和金融发展的重要突破口，新兴产业（尤其是一些高科技产业）属于技术密集型，不仅对资金的需求大幅下降。同时，新兴产业初期具备“轻资产、高投入、高风险”的特点，与与贷款的适配度也大幅下降，融资方式更青睐资本市场融资（以股权投资基金为代表），因此信贷增速终将回落。
- **新兴产业业态各异，资本和产出的也没有相对稳定的量化关系，不再适合锚定数量型中介目标。**

图：企业优序融资理论



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

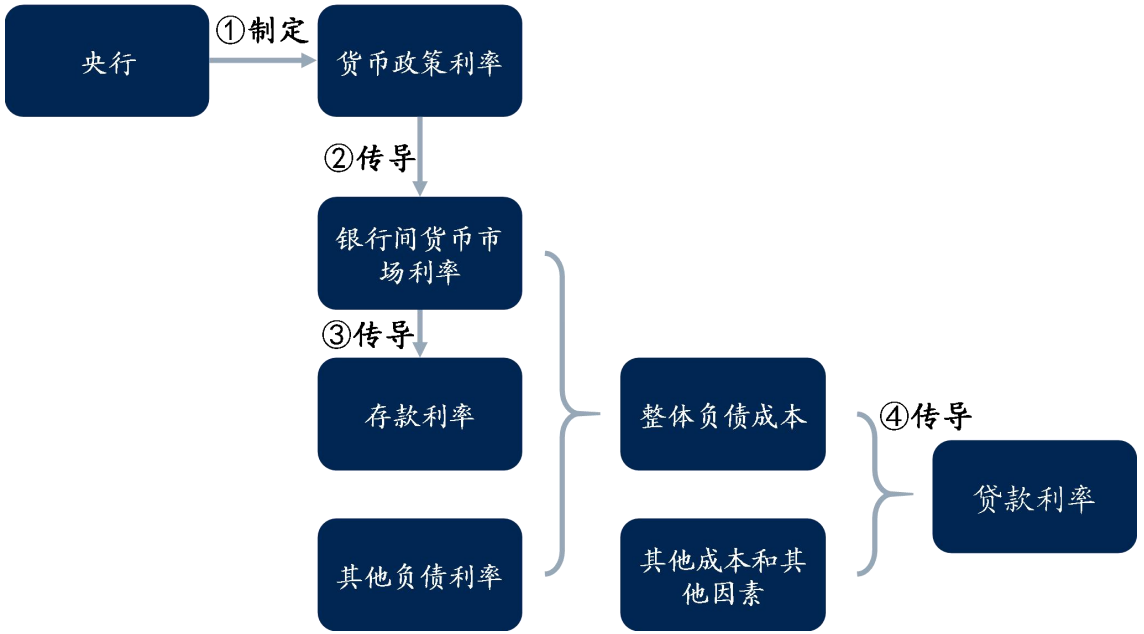
- **如何构建以利率为中间目标的调控体系**

仅供内部参考，请勿外传！

以利率为中介目标：共识与探索

- **综上，由于产业结构转型升级、金融市场快速发展以及新兴金融工具的诞生等因素，货币供应量与经济活动的关联性减弱。建立以利率为中心的新货币政策框架，已是未来的基本方向了。**潘功胜在2024年6月陆家嘴论坛上提到，“未来还可以继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注。当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时，如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在“规模情结”，显然有悖经济运行规律。需要把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用。”
- 理想化的利率传导模型：央行确定货币政策利率（如MLF、SLF等工具的利率）、货币政策利率影响货币市场利率（如SHIBOR等）、货币市场市场影响存款利率、银行的全部负债成本影响贷款利率。

图：理想化的利率传导模型



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

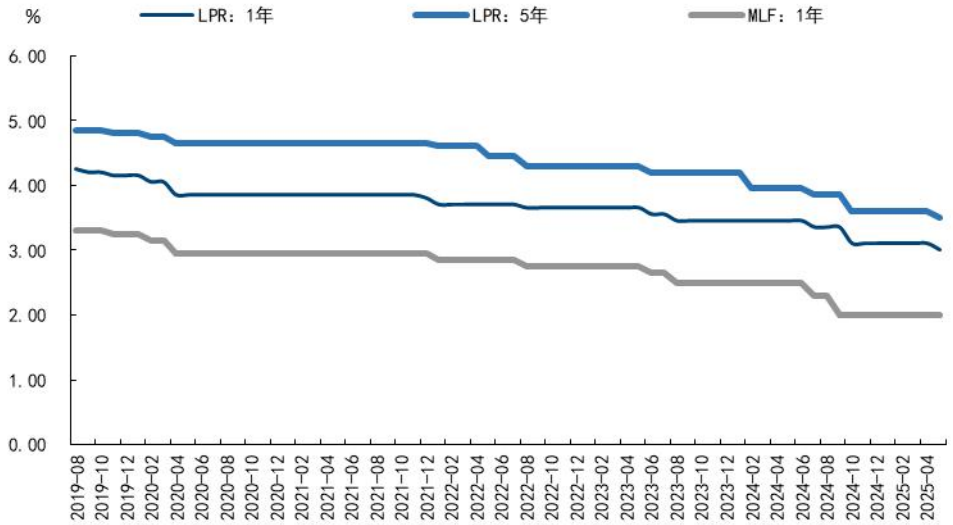
仅供内部参考，请勿外传！

以利率为中介目标：共识与探索

➢ **人行过去虽然多用数量型货币政策手段，但过去多年已经在积极探索市场化的利率调控。**

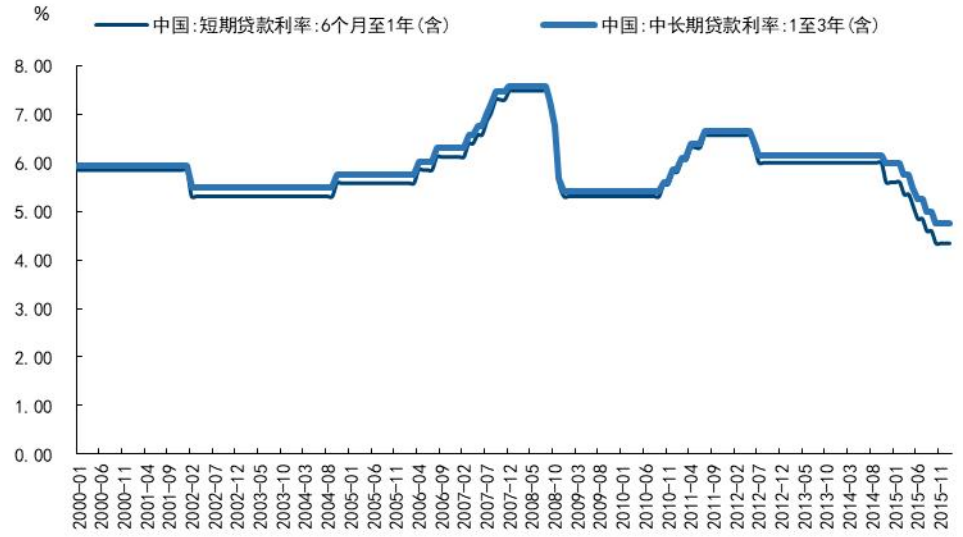
- **我国于2015年形式上完成了利率市场化改革，存贷款利率的上下浮动区间全部打开，但现实中依然是利率“双轨”局面。**由于金融市场各项机制尚不成熟，现实中其实并未实现完全市场化，银行间市场的一套利率与存贷款市场的一套利率难以相互传导，各行其是，利率“双轨”局面形成，利率市场化改革进入深化阶段。
- **2019年人行对LPR进行了改革，在货币政策操作中通过调整MLF利率来引导LPR的变化。**

图：2019年之后LRP挂钩MLF利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：贷款基准利率水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

以利率为中介目标：共识与探索

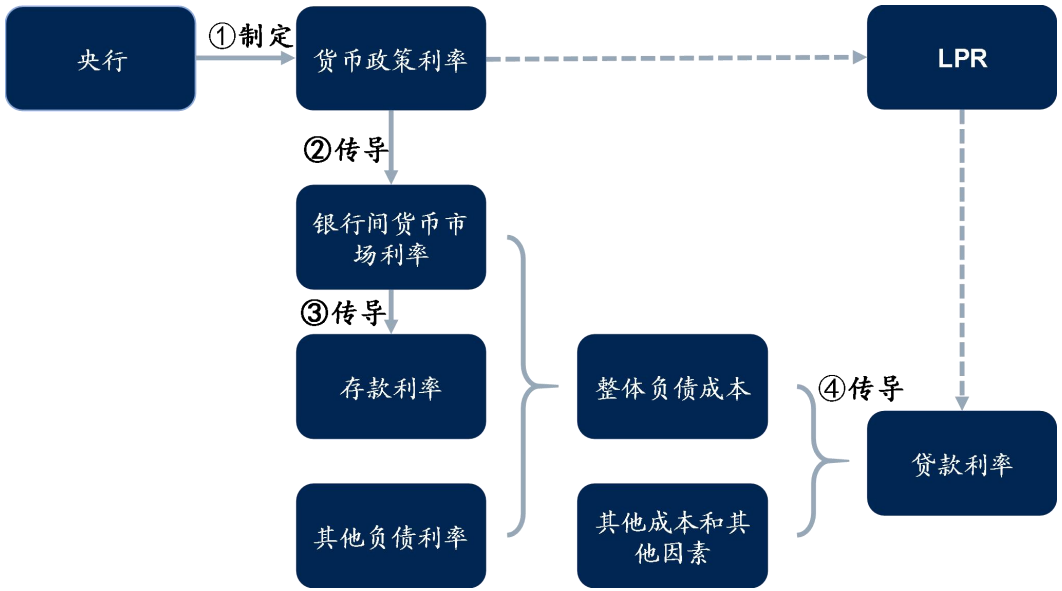
➢ **新LPR机制：选择MLF利率作为主要政策利率。**

- （1）形成LPR：根据新LPR机制，每月20日的9时，由18家报价行向全国银行间同业拆借中心提交报价，原则上应为其最优贷款客户的利率。报价以5BP为步长，报出的格式为货币政策利率（以MLF为主）加点（点可以是负数，即减点）。中心收到报价后，去掉最高最低价，剩余16家算术平均，得到新一期的LPR，对外公布。
- LPR= average（16家银行的“MLF利率+点”）

➢ （2）使用LPR：LPR报价形成后，银行在开展其他浮动利率贷款业务时，再以在LPR上加减倍数或加减点的方式在合同中约定利率。

- 实际贷款定价=LPR*（1+上下浮倍数）
- 或：实际贷款定价=LPR+点

图：新LPR机制下的利率传导模型



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

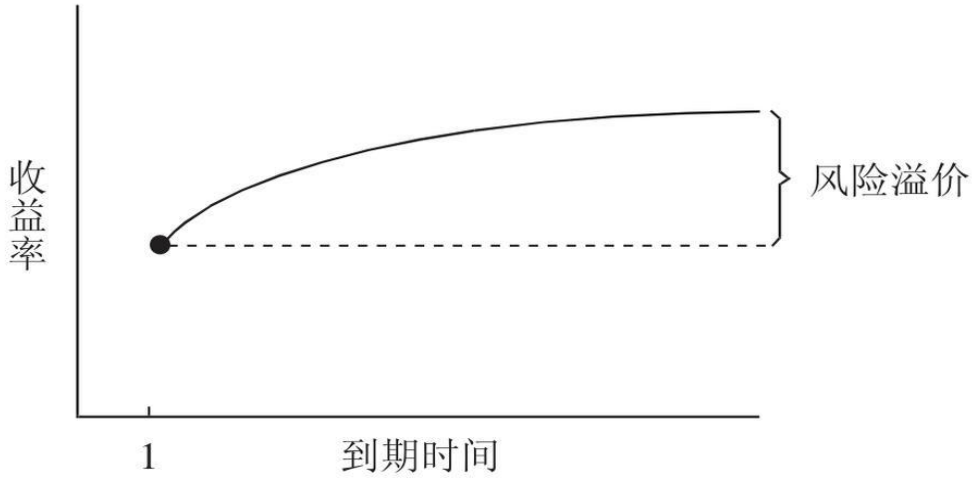
以利率为中介目标：共识与探索

➢ 尽管央行在市场化的利率调控体系中做了一些有益的探索和尝试，但这并不意味着，我国已经建立起了现代意义的市场化利率调控体系和以利率为中间目标的货币政策框架。

➢ **市场化的利率调控体系核心：确立中间目标利率和完善利率走廊机制。**

- **MLF利率属于中期利率，并不符合国际经验判断**。国际经验表明，实施价格型货币政策调控的国家，中央银行能够通过调节短端（隔夜）基准利率（目标）水平，引导市场基准利率曲线发生相应变化，从而改变各类微观经济主体投资和消费行为，进而实现价格以及产出等货币政策最终目标。之所以通过调节短端（隔夜）利率就能够实现货币政策最终目标，主要得益于利率期限结构的预期理论。

图：利率期限结构的预期理论



资料来源：费雪，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

确立中间目标利率：MLF利率退出，7天逆回购利率成为核心

➢ **核心政策利率由MLF利率转变为7天逆回购利率。**

• 2024年6月，中国人民银行行长潘功胜在2024陆家嘴论坛上明确，央行主要政策利率是公开市场7天期逆回购操作利率，并要逐步淡化其他期限工具利率的政策色彩。

图：MLF退出政策利率功能

2024年6月	明确了公开市场7天期逆回购操作利率的政策利率低位，逐步淡化其他期限工具利率的政策色彩。
2024年7月	通过MLF操作时间统一延后至LPR报价之后，实现了LPR与MLF利率的“解绑”。
2024年9月	由数量招标利率改为利率招标，并公布最高、最低投标利率以及中标利率，进一步淡化MLF政策利率色彩。
2024年10月	启用买断式逆回购工具并采用多重价位中标方式，积累操作经验后，在MLF操作中推广运用。
2025年3月	MLF采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作，不再有统一的中标利率，标志着MLF利率的政策属性完全退出。

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

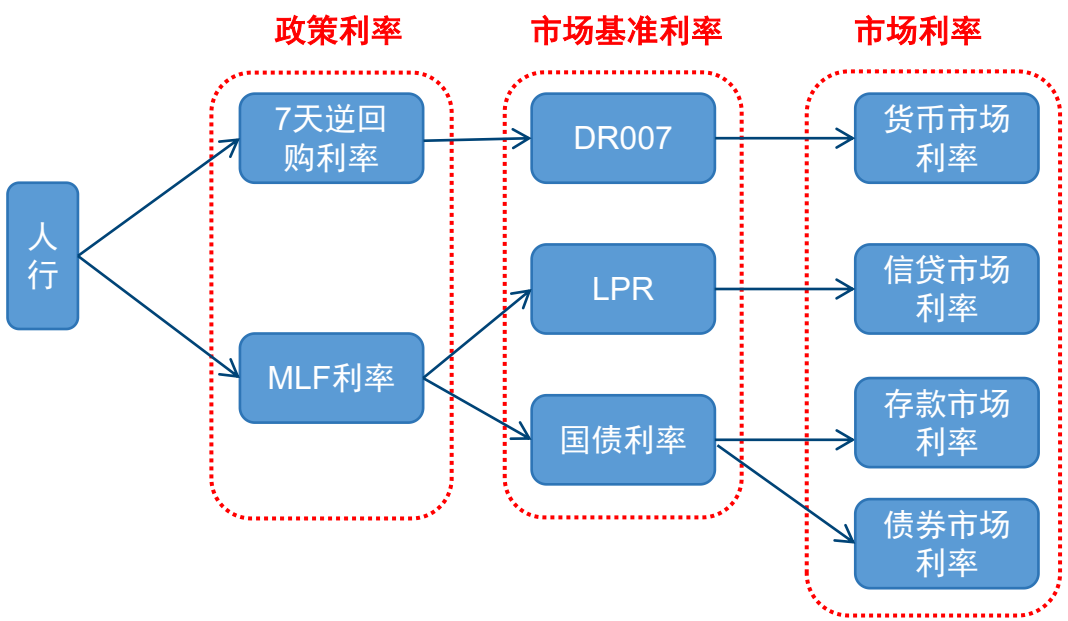
仅供内部参考，请勿外传！

确立中间目标利率：MLF利率退出，7天逆回购利率成为核心

➢ **7天逆回购政策利率传导机制逐步理顺由短及长的传导关系，增强了货币政策的传导效率。**

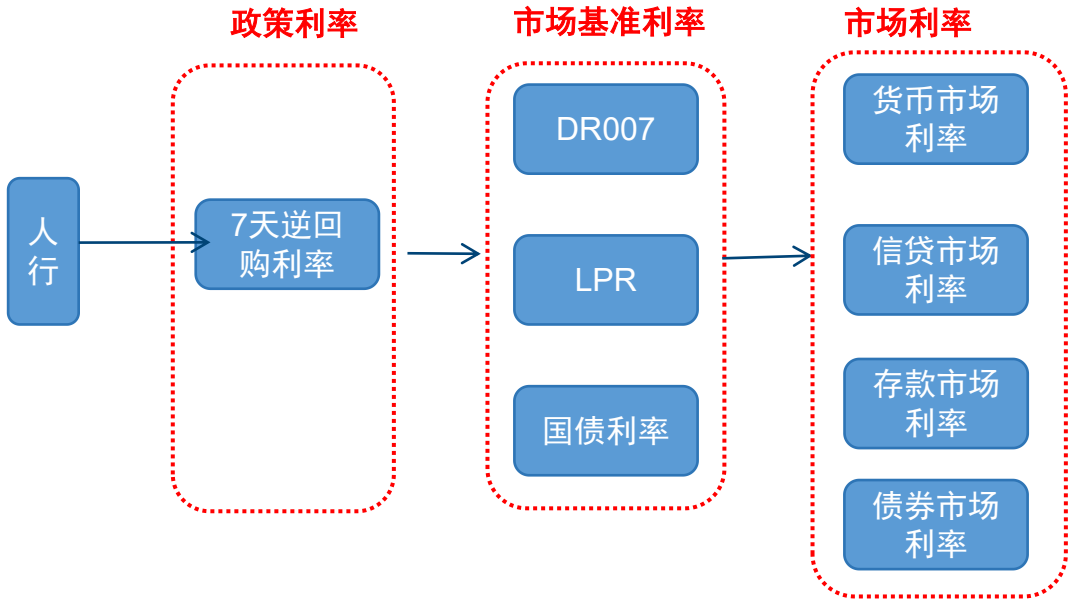
• 7天逆回购政策利率的传导为“政策利率→市场基准利率→货币市场利率/贷款市场利率”，货币政策信号通过“由短及长”的传导最终进入实体经济。其中，政策利率是央行的操作变量，市场基准利率和货币市场利率为中介变量，贷款市场利率则是货币政策的最终变量；央行只决定短端利率，长端利率由市场自发加点形成。

图：MLF政策利率传导机制



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

图：7天逆回购政策利率传导机制



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

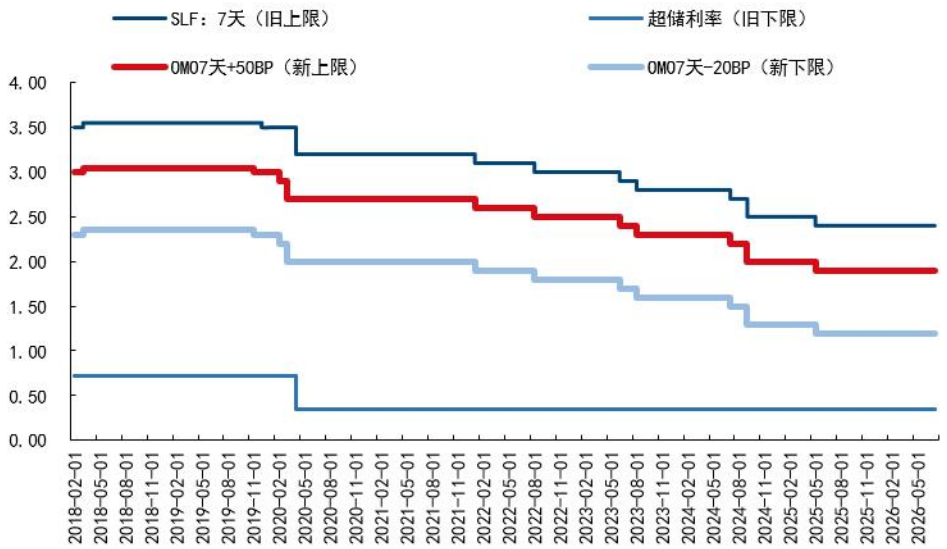
仅供内部参考，请勿外传！

建立更窄的利率走廊

➢引入7天逆回购利率后，利率走廊机制如何变化？

- 早在2015年，我国就形成了以OMO为利率中枢、SLF利率为上限、超额准备金利率为下限，当前走廊宽度约为205个BP，总体上宽度较大。新利率走廊机制启用临时隔夜正逆回购工具，上下限分别为7天OMO操作利率加点50BP和减点20BP，宽度显著收窄至70BP。
- 更窄的利率走廊能够约束资金利率的运行区间，央行的调控也会更灵活；同时，对比加点和减点的幅度来看，央行对于利率向上波动的容忍度明显更高；另外，隔夜回购工具由央行向一级交易商操作，央行的主动权更强，调控更为直接。

图：新旧利率走廊机制



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

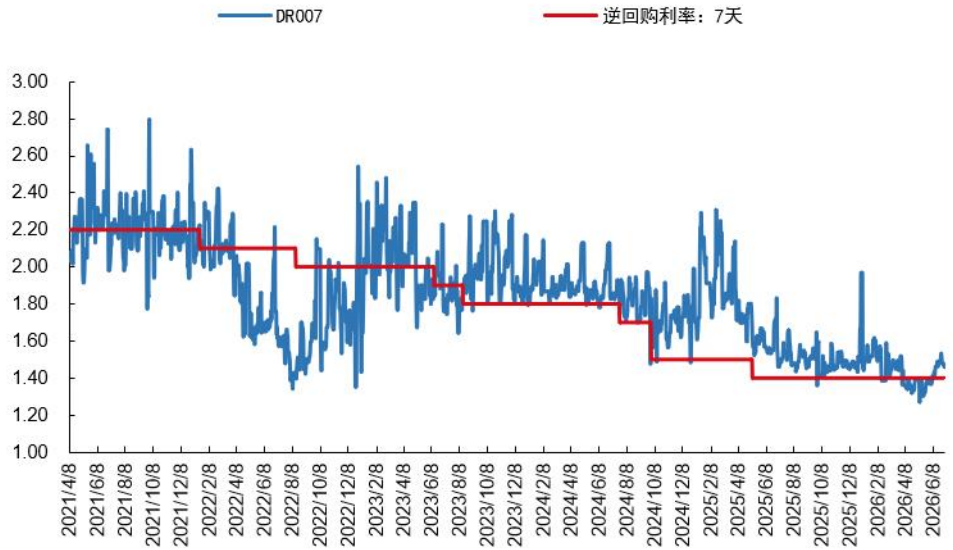
仅供内部参考，请勿外传！

7天逆回购政策利率传导效率评估

➢货币市场：传导效率极高

- 7天逆回购利率对DR007的牵引力达历史高位，短端资金市场定价更加连续，套利空间显著压缩。

图：7天逆回购利率与DR007利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

7天逆回购政策利率传导效率评估

➢债券市场：短端畅通、长端受扰。

- 短端基本实现同向同幅度快速调整：AAA同业存单、中短期国债对7天逆回购调整反应敏锐。
- 但超长期国债发行节奏、配置盘资产荒、宏观预期构成扰动。央行通过公开市场买卖国债等工具进行主动曲线修正。

图：7天逆回购利率与债市利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

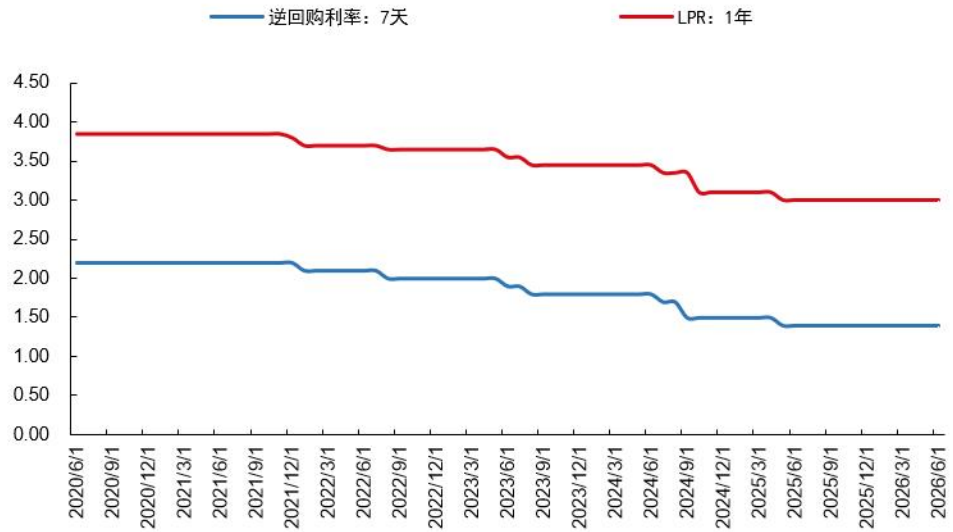
仅供内部参考，请勿外传！

7天逆回购政策利率传导效率评估

➢信贷市场：LPR基本实现同步、同幅下调。

- 传导路径已打通，定价灵敏度显著提升，需辅以降准+存款利率市场化调整，才能进一步畅通最终传导。

图：7天逆回购利率与LPR



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

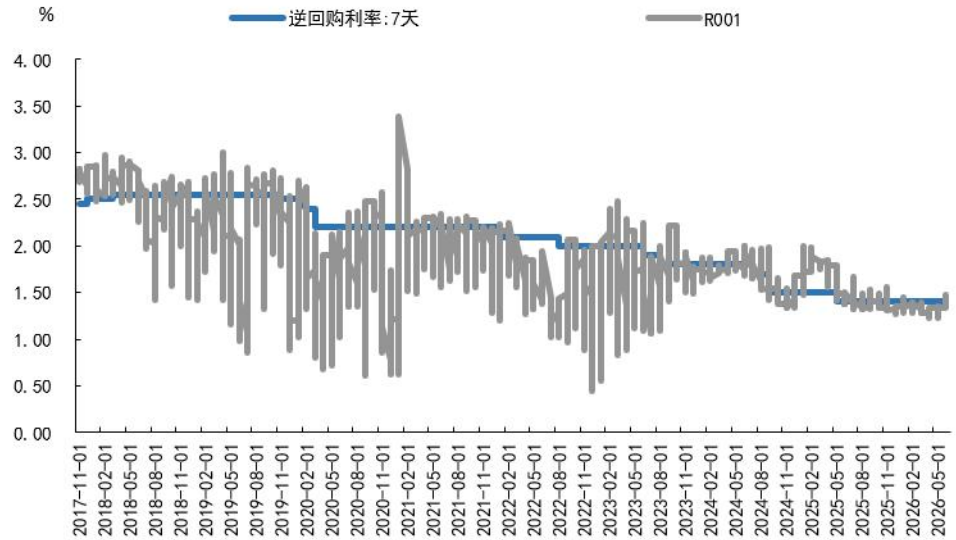
仅供内部参考，请勿外传！

思考：未来是否会锚定某种隔夜利率？

➢ 按照利率期限结构的预期理论，货币政策中间目标利率的更优选择应该是某种隔夜货币市场利率。国际经验也显示，美联储联邦基金利率是美国金融市场上最重要的隔夜拆借利率，是各种短期融资工具、信贷产品、浮息债券及利率衍生品的定价基准。与之类似，加拿大中央银行的基准利率也是隔夜拆借利率。

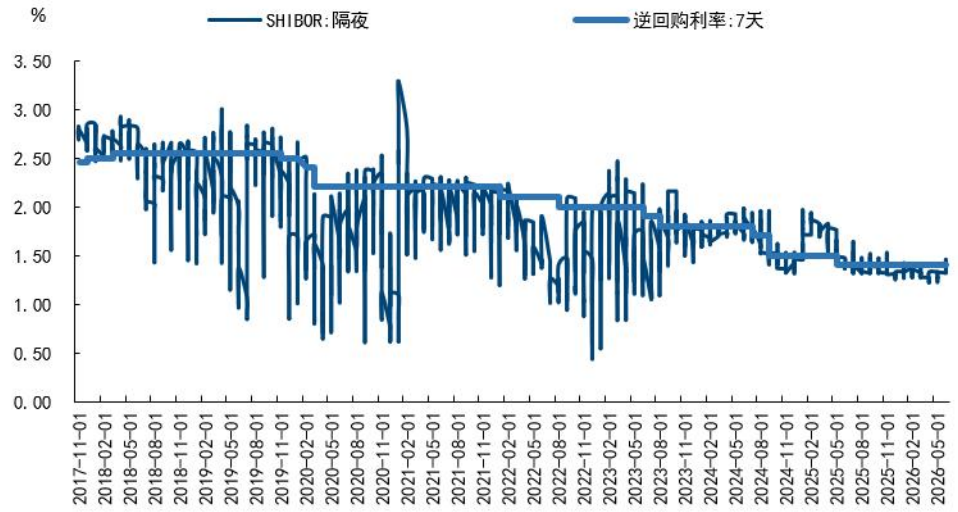
➢ 我国人行目前选择7天逆回购利率作为政策利率核心，主要原因在于7天逆回购利率在政策传导和市场反应上具有更强的稳定性和可预测性，适合当前我国处在构建市场化利率调控机制初期的国情。

图：7天逆回购利率和R001走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：7天逆回购利率和shibor走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

➢ 货币政策框架演进思路和实施

- 最终目标：权衡多元化的“动态目标”
- 中介目标和操作目标：淡化数量目标，强化价格型调控
- 操作工具：丰富货币政策工具

仅供内部参考，请勿外传！

丰富货币政策工具

- 在市场化利率调控机制中，人行调整政策利率目标值，再传导至市场利率。但基准利率和市场利率由供求关系决定，这样，可能会导致最终目标值与实际值存在差异。因此，即便在市场化的价格调控机制之下，央行仍需要通过量的调控组合来实现最终目标。**换言之，与数量型调控机制的不同之处在于，在市场化的价格调控机制之下，央行量的工具主要是服从于价的目标的实现。**
- **健全精准适度的结构性货币政策工具体系，建立买卖国债与央行贷款相结合的基础货币调控方式，补充中短期和中长期流动性投放工具。**

• **创新推出结构性货币政策工具，增强央行一级市场流动性调控功能。**若以利率为操作目标，那么就需要人行对短期市场利率由较强的调控能力，但这并不是行政化管控，而是通过货币政策工具改变货币供给引导实际利率保持在央行的目标利率。

表：近年来人行推出的部分结构性货币政策

工具名称	工具介绍	发放对象	功能作用	有效期截止日
抵押补充贷款（PSL）	采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产	政策性银行	支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资	长期有效
支农再贷款	对符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	引导银行扩大涉农信贷投放，降低“三农”融资成本	长期有效
支小再贷款	对符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以资金支持	城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和民营银行	引导银行扩大小微、民营企业贷款投放，降低融资成本	长期有效
再贴现	对金融机构持有的已贴现票据进行贴现	全国性商业银行、地方法人银行和外资银行等具有贴现资格的银行业金融机构	支持银行扩大涉农、小微和民营企业融资	长期有效
碳减排支持工具	对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点减碳领域	2027年底
科技创新再贷款	对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持	21家全国性金融机构	明确支持“高新技术企业”、“专精特新中小企业”、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技创新企业	期限1年，可展期两次、每次1年
科技创新和技术改造再贷款	对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持	21家全国性金融机构	激励引导金融机构加大对科技型中小企业，以及对重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度	5000亿元额度用完为止
保障性住房再贷款	对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持	21家全国性金融机构	支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房	2027年底
民营企业债券融资支持工具	提供再贷款资金	未明确	稳定和促进民营企业债券融资	2025年10月

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

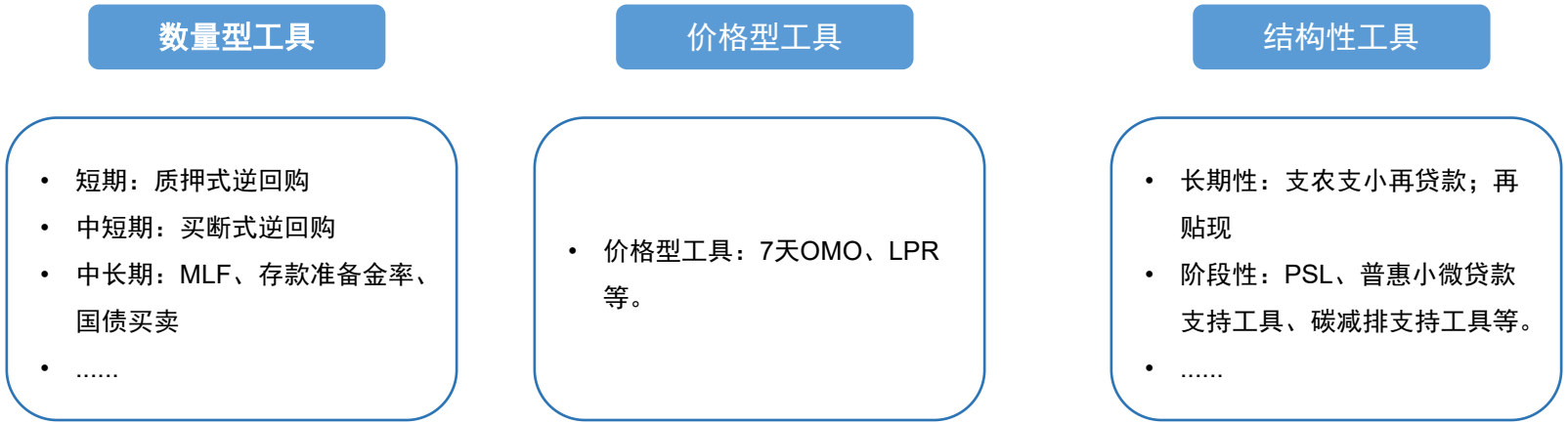
仅供内部参考，请勿外传！

丰富货币政策工具

➢ **建立买卖国债与央行贷款相结合的基础货币调控方式，补充中短期和中长期流动性投放工具。**

- 央行调整中间目标利率水平后，首先影响的就是短期国债收益率。这样，若货币政策框架以利率为中间目标，就必然要求原来的准备金调整结合央行贷款的操作组合，转变为央行贷款和国债买卖相结合的操作组合。
- **工具全期限到位，传导待进一步顺畅。**央行通过实现操作目标，间接影响广义流动性层面的中介目标，不过目前从政策利率传导至实体融资成本的效率仍然较低，这也是是价格型调控机制的主要障碍，因此可以通过健全各期限货币政策工具来提升传导效率，比如丰富国债的期限结构等。

图：央行创新货币政策工具

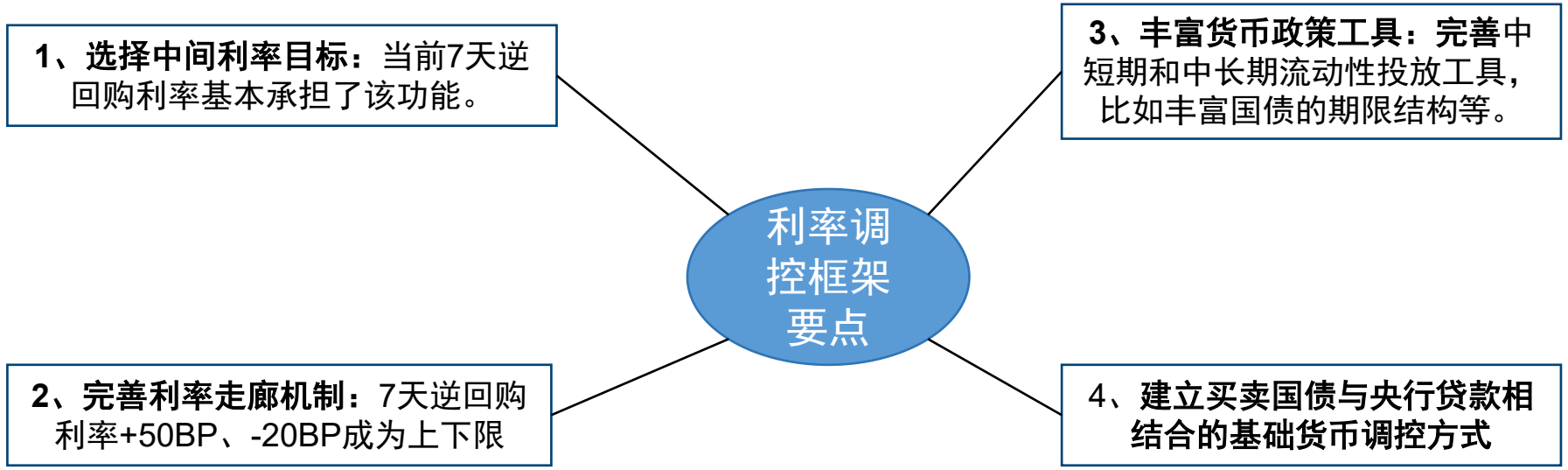


资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

总结：构建以利率为中间目标的货币政策框架要点

图：构建以利率为中间目标的货币政策框架要点



资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 现代货币发行机制——钱是怎么来的?

02 央行调控基础货币渠道的演变

03 从M2结构看数量型货币政策传导效率

04 我国货币政策框架演进思路和实施

05 专栏：现代货币理论与美联储货币框架

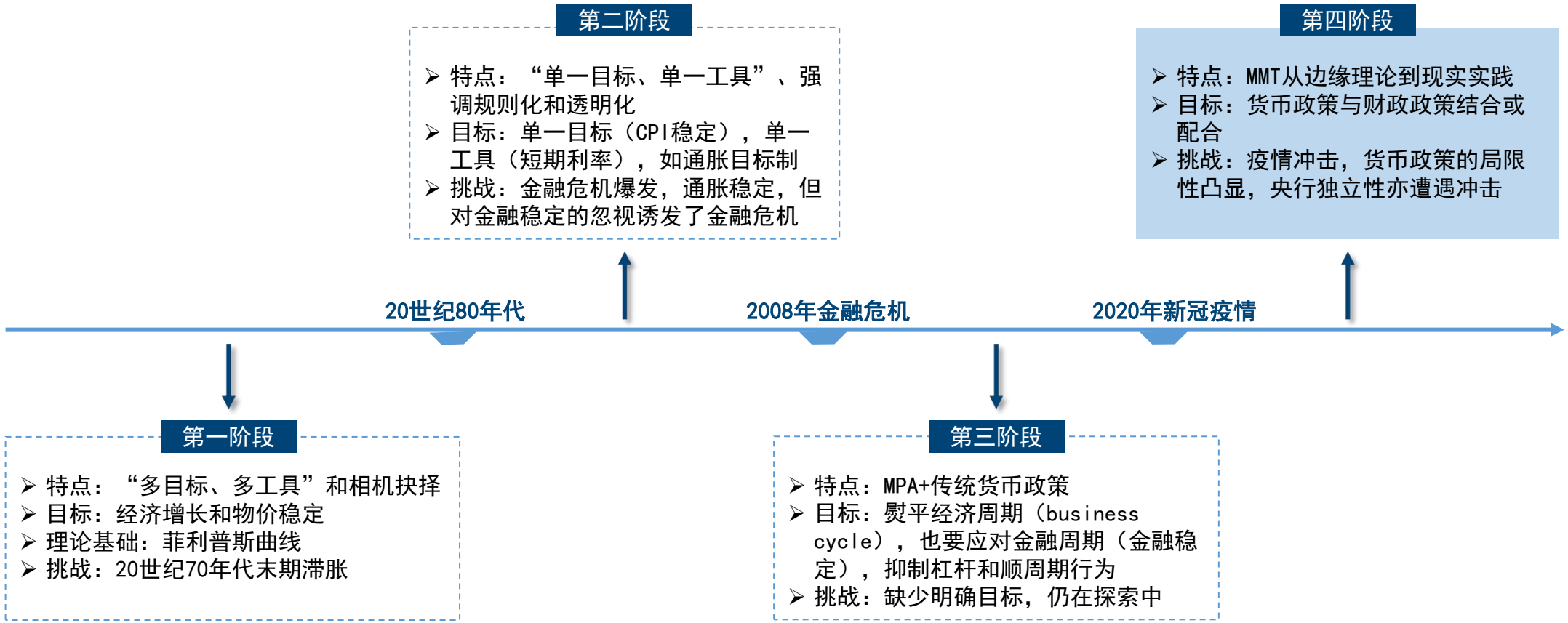
仅供内部参考，请勿外传！

- 专栏1：现代货币理论（MMT）
- 专栏2：美联储货币政策框架

仅供内部参考，请勿外传！

全球货币政策框架的演进：“摸着石头过河”

- 从历史演进和全球视野来看，主要经济体的货币政策框架都曾经历一个较为复杂的演变过程。
- 现代货币理论（Modern Monetary Theory，简称MMT）是一种非主流宏观经济学理论，诞生于20世纪90年代，从2019年因在美国的政治讨论而被推向“风口浪尖”，到因全球新冠肺炎疫情而“乘风破浪”，第四阶段里二十多年鲜有听众的MMT终于“破茧而出”。



资料来源：张晓慧《中国金融》杂志文章，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

现代货币理论（MMT）内涵

■ **MMT是用来分析主权货币的理论框架，认为现代货币体系实际上是一种政府信用货币体系。**

✓ 核心思想：国家政府选择一个记账单位，以此计价发行自身的货币（债务），同时施加一项以该货币支付的义务（即纳税义务），并要求税务的缴纳必须使用政府发行的货币，如此确保了主权政府发行货币的需求和价值，而且主权政府发行债券须以其本币支付。

✓ MMT主张功能性财政，认为主权政府支出就是货币的发行，其具体操作是：当主权政府支出时，中央银行贷记商业银行在中央银行的准备金账户，同时商业银行贷记资金接收者在商业银行的存款账户。

■ **MMT理论的误读和争议的焦点：财政赤字货币化，突破财政赤字的约束，政府支出不受约束。**

✓ 由于主权货币具有无限法偿性质，没有资金的限制，因此市场误认为政府支出不受约束。但实际上，MMT并不意味着没有完全约束，其约束是受到实际经济资源的限制，其中最重要的是通货膨胀约束。**这意味着政府支出不受赤字规模或债务规模的限制，其上限是引发通货膨胀。所以这并不意味着政府可以无限制地发行货币，而是指政府可以通过发行货币来满足支出需求，只要不引发通货膨胀。**

✓ 以上就是MMT的财政可持续性或财政空间的概念，它用资源约束替代了资金约束，用通货膨胀约束替代了人为的收入约束。主权货币国家财政预算的核心是资源可得性的预算，并将通胀风险作为决策的重要指标。在做预算时，它要关注财政支出结构，避免总需求过度、资源短缺和产能不足造成通货膨胀。

✓ 财政赤字货币化指的是政府通过发行货币来直接弥补财政赤字，这种做法在理论上会导致货币贬值和通货膨胀，因此通常被视为一种高风险的政策选择。

仅供内部参考，请勿外传！

MMT是一系列学说的综合：“站在了巨人的肩膀上”

- **MMT是一系列学说的综合**，它将经济学界遗忘或忽视的思想综合在一起，形成了一个逻辑上连贯的新的宏观经济学研究进路；它在很大程度上整合了**国家货币理论、内生货币、功能性财政、金融不稳定假说**和**部门均衡法**的成果，特别受**后凯恩斯主义经济学**的影响。

✓ 20世纪30年代，凯恩斯主义在应对大萧条取得效果，因此受到广泛认可；凯恩斯（John Maynard Keynes）主张在经济衰退时，政府应通过财政赤字来刺激经济，这与后来MMT关于政府不应受制于预算平衡的观点相似。

✓ 20世纪40年代，阿巴·勒纳（Abba Lerner）提出“功能财政”理论，认为政府可以通过财政赤字或盈余来调控总需求，而不必担忧债务规模问题，这一思想后来被MMT继承和发展。

✓ 20世纪后期，明斯基（Hyman Minsky）的金融不稳定假说强调私人部门的债务周期和政府在其中的作用，与MMT关于政府支出的调节作用有关。



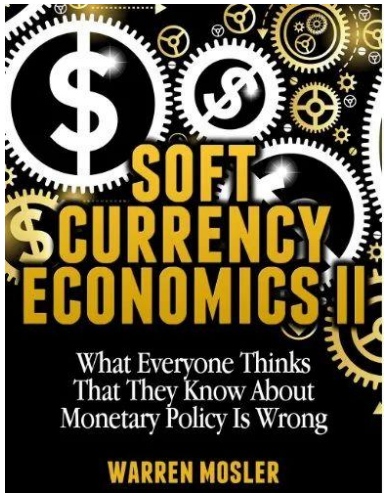
仅供内部参考，请勿外传！

MMT的奠基者

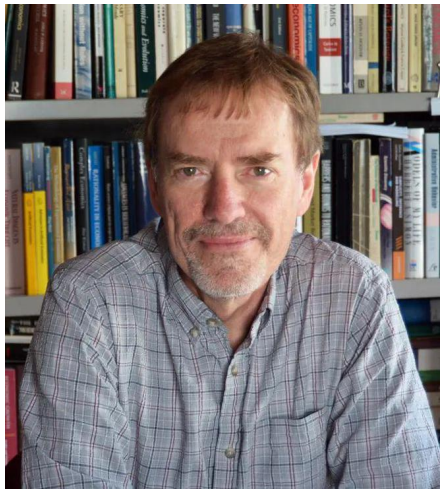
- **沃伦·莫斯勒（Warren Mosler）**被视作MMT的奠基者，他是一位华尔街的对冲基金经理，在工作中逐渐发现了货币政策和财政政策与主流教科书截然不同的一些现实运作，将这些经验写入了其在1993年出版的《软通货经济学》（Soft Currency Economics），这本书被视作MMT的肇始。
- MMT理论公认的开创者之一是**兰德尔·雷（L. Randall Wray）**，1998年兰德尔出版了《解读现代货币》一书，被看作MMT作为货币理论的正式登场，2012年兰德尔又出版了《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》一书，MMT理论逐渐得到完善。
- 后来，兰德尔·雷还和美国民主党总统前任候选人桑德斯的竞选经济顾问**斯蒂芬妮·凯尔顿（Stephanie Kelton）**一起开设了博客“新经济视野”（New Economic Perspective），更多致力于回应和厘清针对MMT的批评和误解。

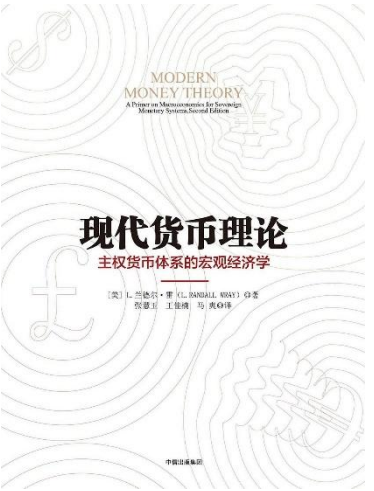
图：MMT的奠基者之一——沃伦·莫斯勒





图：MMT的开创者之一——兰德尔·雷





仅供内部参考，请勿外传！

MMT核心假设：主权货币

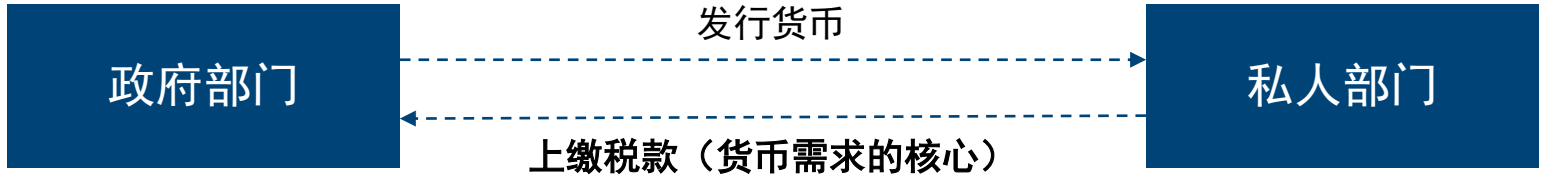
主权货币的内涵

✓ **主权货币是MMT的核心前提。**根据兰德尔·雷的描述，主权货币是指“一个国家，一种货币”。理论上，私人实体可以创造并使用记账货币，但是政府所采用的货币才是主要的记账货币。一个国家的货币具有主权，通常意味着：①由政府独立发行（不依赖外币或商品）；②政府以该货币征税或支付支出；③货币供应由政府财政和中央银行调控；④政府不需依靠税收或借贷来融资。

主权货币的制度保障

✓ **MMT认为，“税收驱动货币”是主权货币价值的根本来源，如果人们需要将一种货币上交给发行者以履行某种义务，那么这种货币才会被接受。**政府拥有的最重要权力是征税，同时，政府也决定了公民应交付哪种货币来履行纳税义务。为什么人们会接受政府的主权货币，正是因为政府的货币是缴税和偿还政府其他债务时，政府接受的主要（通常也是唯一）的货币，为了免受逃税的惩罚，纳税人需要获得政府的法定货币。

✓ 在MMT的框架中，政府是货币发行者，纳税人是使用者。政府支出是创造货币的过程，政府并不需要税收或者借债来“筹钱”。从这个意义上来说，政府的债务（政府支出）不是传统意义上的负担，而是整个货币体系的支柱。



仅供内部参考，请勿外传！

MMT核心内容：“三部门模型”（1）

- **该模型将宏观经济划分为三个部门：①本国公共部门**：中央政府和地方政府，负责税收、支出和货币创造；**②本国私人部门**：家庭、企业，负责消费、储蓄和投资；**③外国其他部门**：外国政府、公司和家庭，负责国际贸易、资本流动。
- **以下是三部门模型的推导：**

1、按照总支出法，国内生产总值Y由四个部分构成，

$$Y = C + I + G + (X - M)$$

其中，C：消费（Consumption），I：私人投资（Investment）

G：政府支出（Government Spending），$X - M$：净出口（Exports-Imports）

2、按照总收入法，经济体的总收入Y分为三部分，

$$Y = C + S + T$$

其中，S：私人部门储蓄（Savings），T：税收（Taxes）

3、由于收入分配恒等式和总支出恒等式都等于Y，

$$C + S + T = C + I + G + (X - M)$$

$$\Longrightarrow \quad S - I = (G - T) + (X - M)$$



4、最终，得出三部门恒等式（接下页）。

$$(S - I) + (T - G) + (M - X) = 0$$

仅供内部参考，请勿外传！

MMT核心内容：“三部门模型”（2）

其中，$(S-I)$：私人部门的盈余（如果为正，表示私人部门储蓄高于投资），

$(T-G)$：本国政府部门的盈余（如果为正，表示政府有财政盈余，即政府收税多于支出），

$(M-X)$：外国部门的盈余（如果为正，表示本国有贸易逆差，即本国购买外国商品多于出口）。

- **“三部门模型”结论：本国私营部门盈余、本国政府盈余和国外部门盈余三者之和始终等于0。**即无论我们怎样努力，都不可能同时出现所有部门盈余的情况。为了使一个部门出现财政预算盈余，至少有另外一个部门出现财政预算赤字。再进一步深入会发现，财富的创造是来自支出（赤字），而非像传统观点所认为的“赤字有害”。而这正是现代货币理论的一个重要特征，认为政府可以主动利用财政赤字支持私人部门储蓄，不必过度关注“平衡预算”。

- **“三部门模型”推论：**

✓ 1、私人部门盈余必须由政府赤字或贸易顺差提供。如果私人部门希望增加储蓄（$S>\mathrm{I}$），但政府不增加赤字（$G-T$不变），那么经济必须依靠顺差（$X-M>0$）来满足私人储蓄需求，否则GDP可能萎缩。

✓ 2、财政赤字≠经济问题。当私人部门想要储蓄时，政府必须提供相应的赤字，否则会引发经济收缩（如2010年欧债危机）。例如，日本长期保持高政府赤字（$G-T>0$）和贸易顺差（$X-M>0$），因此私人部门能维持净储蓄（$S>I$）。

✓ 3、政府削减赤字存在风险。如果政府削减赤字（$G-T$ 下降），私人部门需要减少储蓄或增加借贷。如果贸易仍是逆差（$X-M<0$），私人部门就只能依靠举债，这可能导致金融危机。

仅供内部参考，请勿外传！

MMT核心内容：“主权国家举债无上限”

- **MMT之所以充满争议，主要是在于其认为主权货币国家能够通过货币化的方式为政府融资，从而实现“主权国家举债无上限”。**
- **MMT认为，政府在实施财政支出时，名义上的预算限制并非刚性约束。**由于财政活动遵循“支出先于收入”的原则，政府完全能够通过主动创造负债来推行扩张性财政政策，这一过程并不需要预先积累相应的税收。因此，固守预算平衡目标的所谓“稳健财政”理念意义有限；更具实质意义的是采用“功能财政”思路，即超越传统预算框架，将政策重心锚定于实现充分就业。
- **实现财政摆脱预算约束的关键机制之一是赤字货币化。**基于“税收创造货币需求”的原理，只要本国公民承担着法定纳税义务，对该国主权货币的需求就将持续存在。这种需求不会因为财政赤字的增加或基础货币供给的扩张而消失。因此，任何拥有独立且完整货币主权的政府，都能够运用货币发行手段为财政赤字提供融资，从而从根本上排除了政府破产或主权债务违约的可能性。
- 不过，**MMT虽然认为财政政策不存在名义预算约束，但存在通胀等实际约束。**政府仍会受潜在的“实际资源”问题约束，因此仍须考虑过度支出带来的副作用。

兰德尔·雷（L. Randall Wray）列出的财政政策潜在的一些实际约束
1、过度支出带来通货膨胀；
2、过度支出增加对汇率的压力；
3、过度支出损害私人部门的利益；
4、政府承担所有的事情导致不当激励；
5、财政预算是管理和评估政府效率的一种手段
……

仅供内部参考，请勿外传！

关于MMT的一些争论：潜在问题

序号	MMT主张/特征	质疑与挑战
1	**三部门（政府、私人、国外）平衡模型**	**模型过于简化，忽视关键部门与效率问题。** - 模型未包含金融部门（特别是商业银行），而现实中金融财富（货币计价资产）主要由商业银行创造，非财政部门。 - 模型忽略了各部门内部及相互作用的效率问题，过于理想化。
2	**主权政府名义预算约束不存在（可无限赤字货币化）**	**现实内外失衡风险显著。** - 对于绝大多数非储备货币国，财政持续大规模失衡必然冲击国际收支平衡（外部失衡）和国内宏观经济稳定（内部失衡），使其不再满足MMT关于主权货币无限空间的基本前提。 - 即使是美国（美联储），其无限财政赤字货币化实质是向全球征收“铸币税”，具有掠夺性和不可持续性，会侵蚀美元信用基础。
3	**“最后雇主”/“就业保障”计划（EGP/JGP）作为核心政策工具**	**政策构想高度理想化。** - 该计划要求政府无条件提供就业岗位，其规模、管理复杂度和潜在效率低下问题使其在实践中近乎于乌托邦式的社会构想，难以有效实施且成本巨大。
4	**核心逻辑：财政主导（优于货币）、通胀为唯一约束、增税可控通胀**	**通胀约束机制忽视结构性矛盾与隐性分配效应。** - 将通胀视为唯一关键约束，并认为仅靠增税/发债即可有效控制通胀的观点过于简化且脆弱。 - 财富分配不均、社会公平与经济效率等深层次结构性矛盾是当今核心问题，无法仅凭通胀指标衡量。 - 财政赤字货币化过程本身即是财富的隐性再分配，可能加剧社会不公（如资产持有者受益）并引发严重的效率扭曲。
5	**财政货币化（赤字融资）的安全性与可行性**	**历史深刻警示了巨大风险。** - 历史上多次战争融资经验以及众多国家（如魏玛德国、津巴布韦、委内瑞拉等）因财政过度货币化引发的恶性通胀，都提供了惨痛教训，强烈警示必须对财政货币化保持高度警惕和严格约束。

仅供内部参考，请勿外传！

我国财政投放货币≠赤字货币化≠MMT

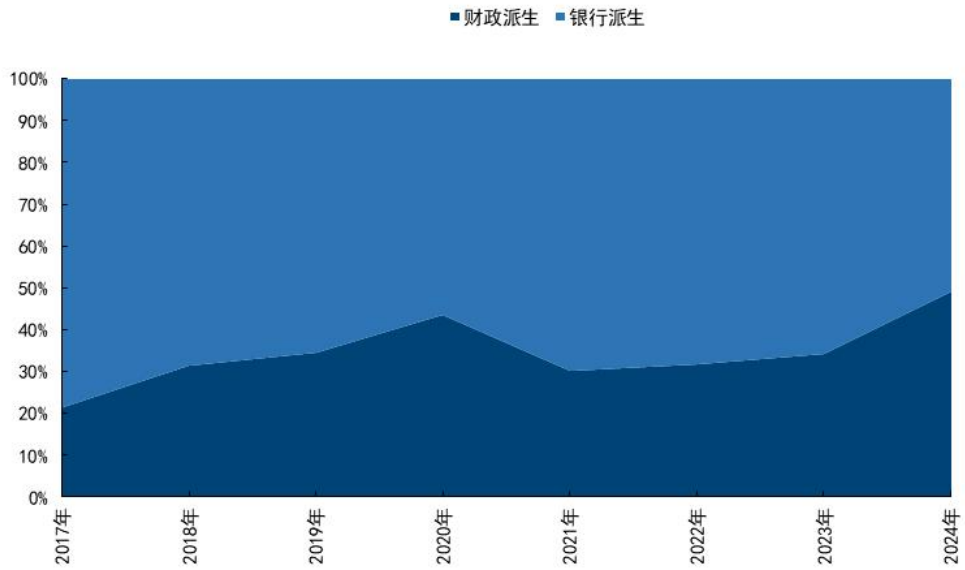
- 近年来，我国财政净支出规模持续扩大，2024年财政净支出贡献M2增量的50%。

图：广义财政赤字规模扩大

单位：亿元	2025E	2024	2023	2022	2021	2020
财政赤字率	3.8	3.0	3.0	2.8	3.2	3.6
财政赤字	56,769	40,600	48,800	33,700	35,700	37,600
新增专项债	44,000	39,000	38,000	36,500	36,500	37,500
特别国债	18,000	10,000				10,000
增发国债		5,000	5,000			
广义财政赤字	118,769	94,600	91,800	70,200	72,200	85,100
广义赤字率	8.4	7.0	7.3	5.8	6.3	8.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：我国M2派生渠道



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：财政渠道主要是财政净支出投放的M2，其他都归为银行渠道。

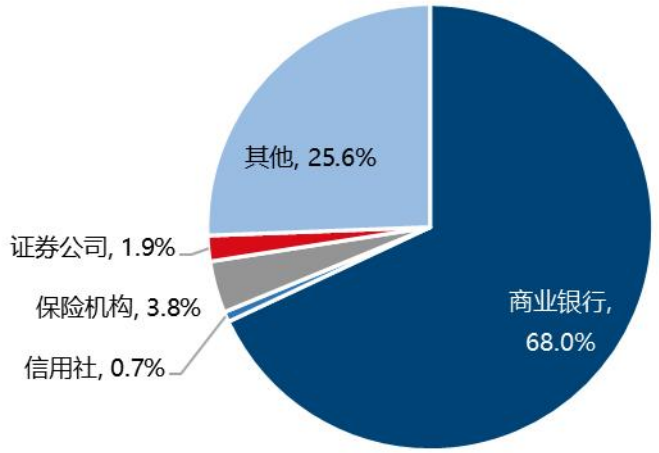
仅供内部参考，请勿外传！

我国财政投放货币≠赤字货币化≠MMT

- **与美国等国家不一样，我国银行是政府证券的主要购买者和持有者，央行持有政府债券规模很小。**

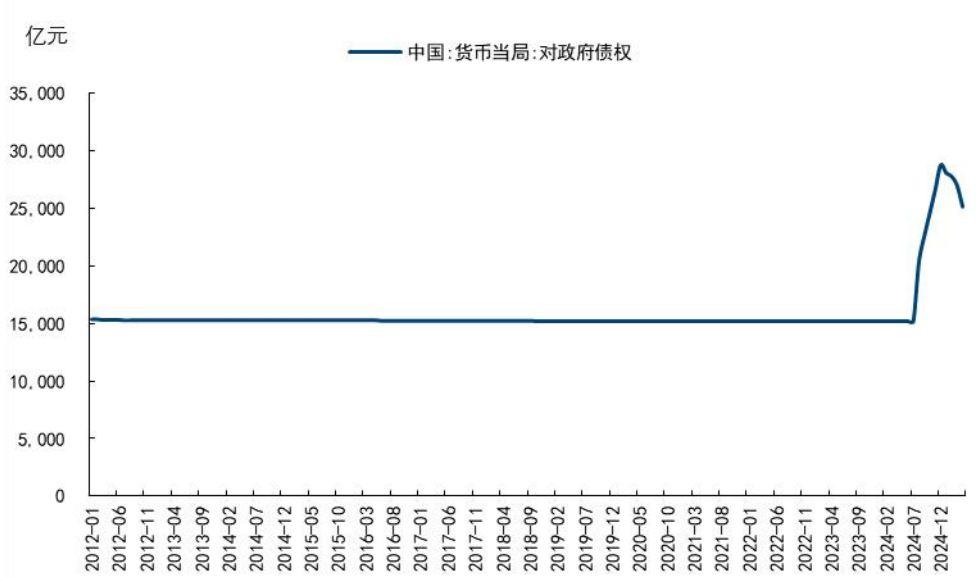
✓ 我国财政投放M2过程：银行用基础货币购买政府债券不涉及M2，但财政将资金支出后形成M2。当然，银行购买政府债券会带来超储下降，银行往往会通过广义再贷款或者降低存款准备金率来平滑流动性，待财政支出时又会通过到期不续作等方式回收流动性。

图：政府债券持有者机构（2025年4月）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：央行持有的政府债券规模较小



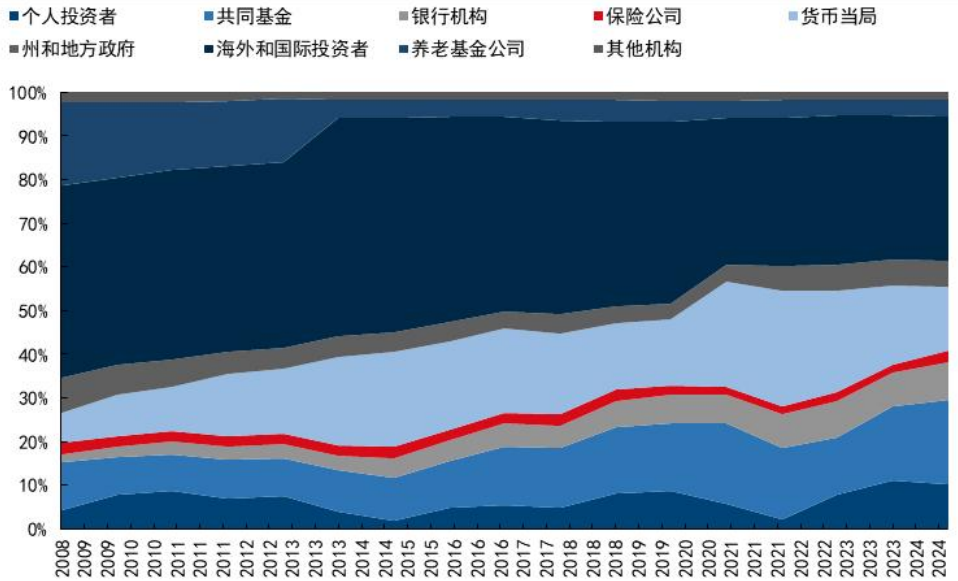
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

我国财政投放货币≠赤字货币化≠MMT

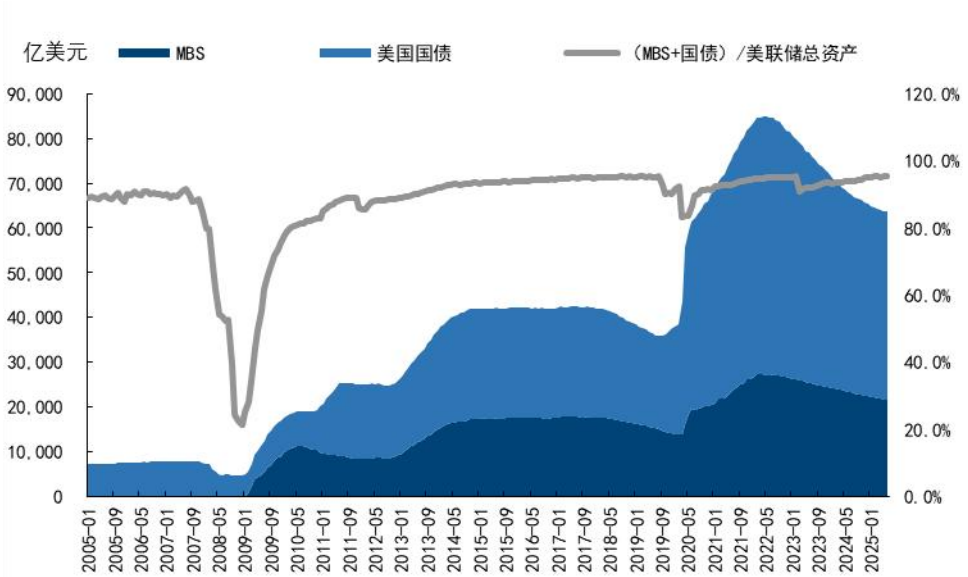
- **与美国等国家不一样，我国银行是政府证券的主要购买者和持有者，央行持有政府债券规模很小。**
- ✓ 美联储持有的政府债券和MBS资产占其资产总额的约95%，是美联储主要的数量型工具。
- ✓ 美联储是美国国债的重要持有者，差不多占到了约20%。

图：美国国债持有者结构



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图：美联储持有政府债券和MBS规模



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传！

- 专栏1：现代货币理论（MMT）
- 专栏2：美联储货币政策框架

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策目标：“双重使命”（Dual Mandate）

- 对于美联储来说，其货币政策目标都是通过国会立法决定的。1977 年出台的《美联储规格法案》规定，国会监督美联储货币政策的基石，是履行所谓的双重使命（Dual mandate）：**国会要求联邦公开市场委员会，追求充分就业和稳定物价的经济目标。但是对于双重使命的具体定义，实际上掌握在美联储自己手中，这意味着2%的这个目标是联储官员自己投票投出来的。**
- 在2020年的杰克逊霍尔会议上，美联储将自己的通胀目标修改为平均2%，至于多久平均美联储并没有给出说明，市场通常认为这个平均的计算期是两年。而充分就业实际上也没有明确的数值，大家对于对应的失业率=4%这个门槛的猜测是来自于美联储的SEP中长期失业率预期的数值。这是美联储心中的自然失业率，但实际上自然失业率究竟是多少，仍在多方论战之中。
- Dual mandate更像是财政和行政给予美联储的一个任务基准，但是并不能在不倚仗两部门配合的情况下达到这个目标。

图：鲍威尔在2020年的杰克逊霍尔会议上的发言

> “多年以来，FOMC参与者和私人部门的分析师的预测通常显示通胀将回到2%，但是这些预测从未持续地实现过。通胀对劳动力市场紧俏的反应减弱，也就是我们所说的菲利普斯曲线扁平化，也促成了低通胀的结果。”

资料来源：Powell 2020 Jackson Hole Speech，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策工具：危机前的稀缺准备金框架（before-GFC）

- 要探讨美联储的货币政策工具，必须认识到2008年全球金融危机是一个根本性的分水岭事件，它深刻重塑了美联储的操作框架。
- **危机前：稀缺准备金框架（Scarce Reserves Regime）。在此框架下，银行体系的准备金总量相对稀缺。**
- **三大核心工具包括：**
  - ✓ **公开市场操作（Open Market Operations，OMO）：** 美联储通过买卖证券（主要是国债）主动调节银行体系准备金数量，是当时最核心、最活跃的工具，能极其精准地调控作为政策目标的联邦基金利率。
  - ✓ **贴现率（Discount Rate）：** 美联储向商业银行提供紧急贷款的利率。
  - ✓ **法定准备金率（Reserve Requirements）：** 规定商业银行必须在美联储持有的存款准备金比例。OMO和准备金要求是该框架下的支柱性工具。
- 其中核心是准备金，因为准备金的稀缺性（Scarce Reserve），其可以作为调节银行间利率的重要工具。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策工具：危机后的充裕准备金框架（post-GFC）

- **危机后：充裕准备金框架（Ample Reserves Regime）。为应对危机、压低长期利率（长端收益率），美联储启动了大规模资产购买计划（即量化宽松QE），主要购买国债和抵押贷款支持证券（MBS）。QE的实施导致准备金由稀缺转为长期充裕。这一根本性变化使得依赖调节准备金数量来有效控制利率的稀缺准备金框架失效，美联储被迫并主动转向了“充裕准备金框架”。**

- 在新框架下，传统的公开市场操作作用显著下降（目前不活跃）。

- **新的核心工具组合包括：**

✓ **利率下限体系（Floor System）：** 成为最主要工具。美联储主要通过设定并调整其向银行支付的准备金余额利率（IOBR）和向非银机构提供的隔夜逆回购利率（ON RRP）作为利率走廊的实际下限，将联邦基金利率有效“托”在目标区间内。

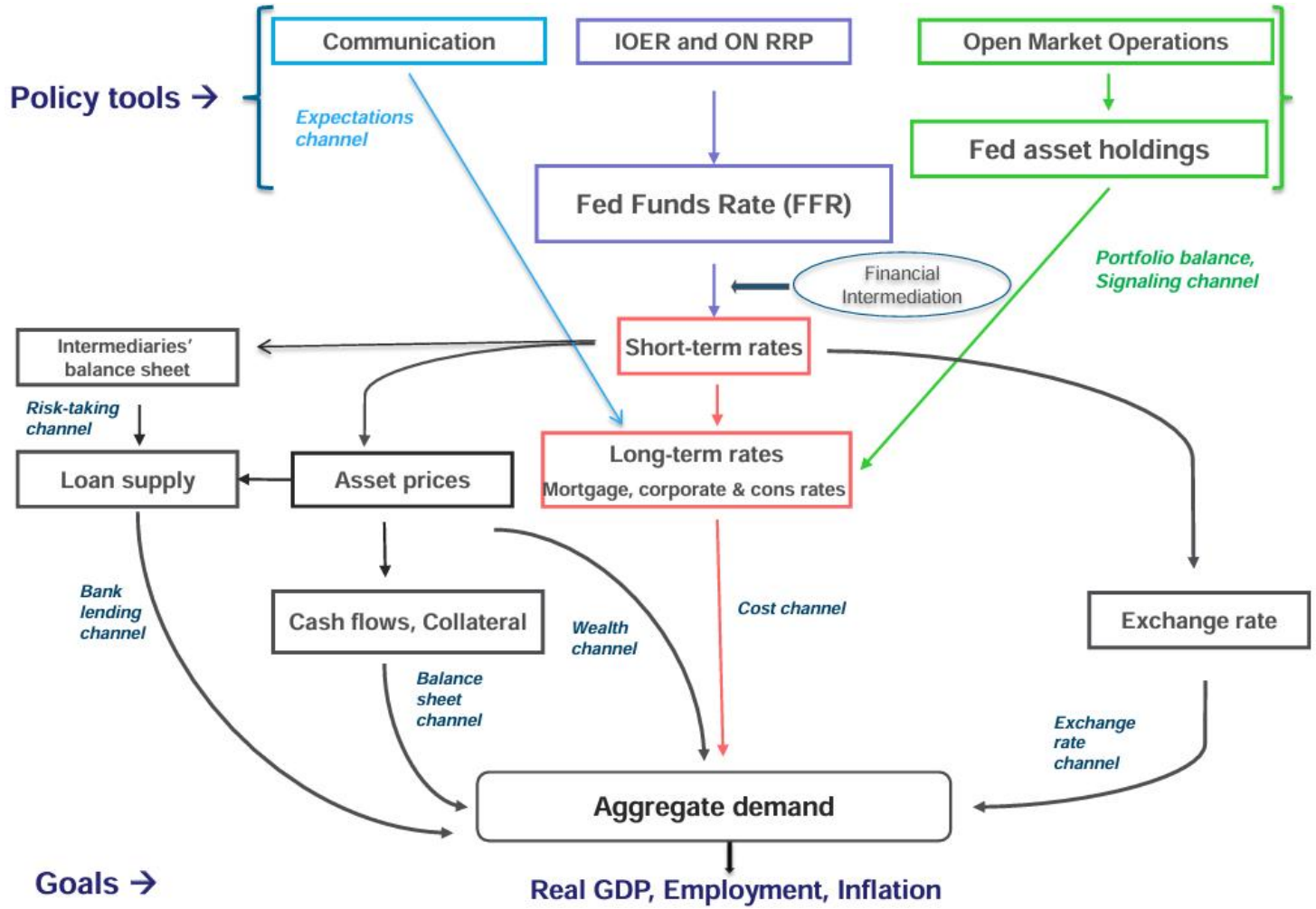
✓ **政策沟通与前瞻指引（Forward Guidance）：** 通过清晰传达未来政策路径的预期（如利率维持低位的时间、未来加息的条件等），引导市场预期，影响长期利率和经济行为。

✓ **资产购买（LSAP/QE）：** 虽非日常工具，但仍是危机时期或特殊情况下（如新冠疫情期间）扩充资产负债表、提供额外宽松的关键非常规政策工具。

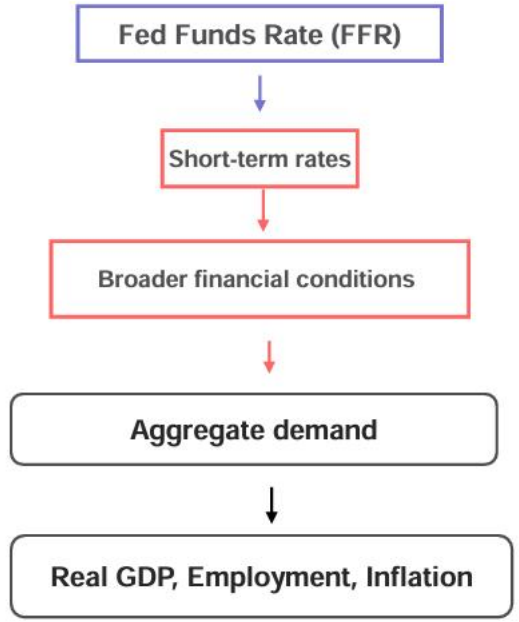
仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：如何影响实体经济？

图：美联储货币政策实施与传导过程总览图



图：简化版



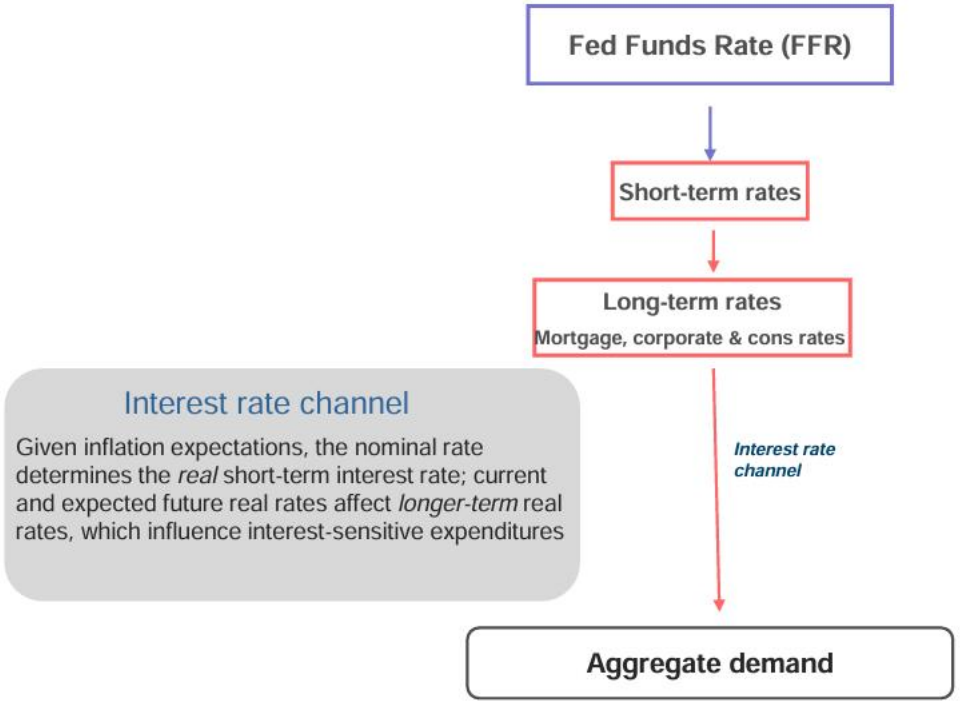
资料来源：https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/outreach-and-education/fed21-042017/SBORDONE-Implementation-and-transmission-2017-final-rev.pdf

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：利率渠道

- **对于美联储来说，要控制短端利率就是调IOER和ONRRP这两个利率。**在2021年7月IOER（超额准备金率）取消，和IORR合并成了IOBR（准备金余额利率）。
- 美联储利率控制的上界和下界也在同时期（2021年7月）SFR（常备回购便利工具）设立后发生了改变，**美联储通过IOBR\ONRRP\SRF这三个工具限制金融机构给整个货币市场提供的利率水平，使所有的货币市场（短期拆借）利率都落在自己想要控制的区间内。**

图：美联储货币政策传导的利率渠道



根据无套利原则，长期利率（如十年期利率）本质上是市场对未来一系列短期利率预期的加权平均值。当中央银行降低短期利率，并通过前瞻指引成功引导市场预期未来短期利率也将持续处于低位时，长期利率便会相应下行。这种低利率环境会降低储蓄的吸引力，从而刺激居民增加当期消费。

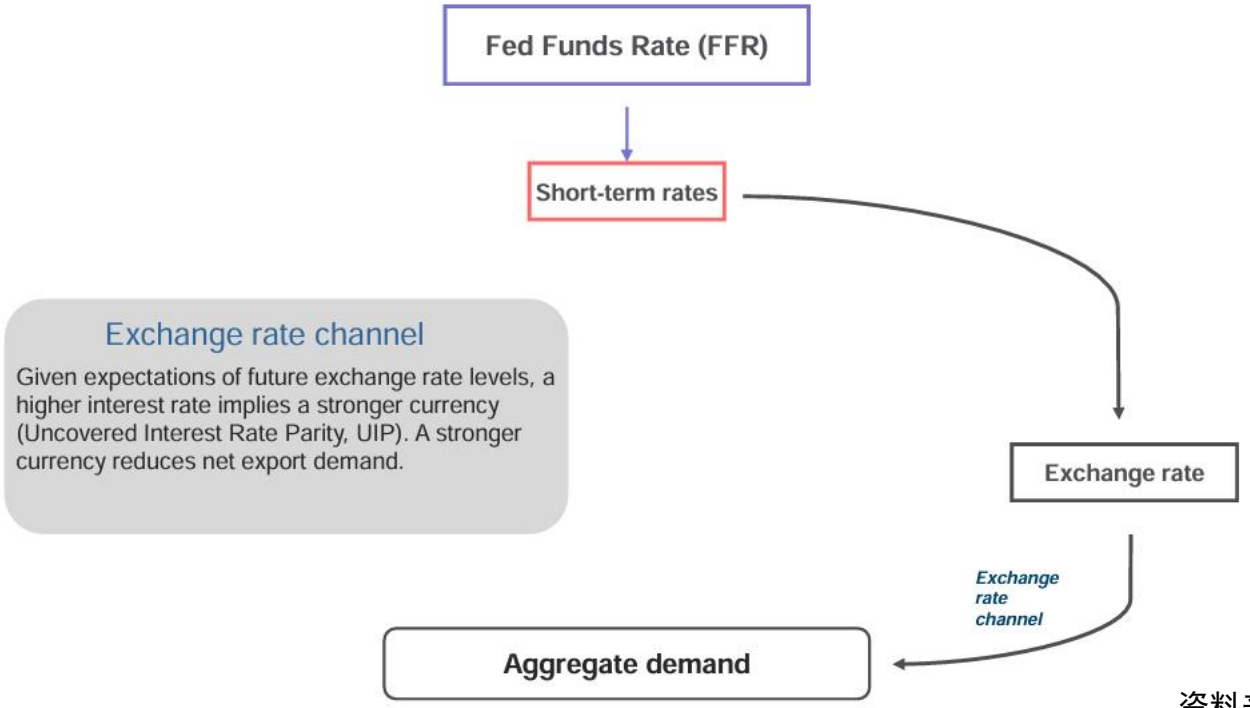
资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：汇率渠道

- **汇率传导渠道对于出口导向型经济体尤为重要，但对拥有全球主导货币美元的美国影响有限。**例如，日本高度依赖出口，通过日元贬值提振出口是其经济复苏的关键策略。
- **美元贬值时，新兴市场往往受益**——虽然新兴市场货币升值，但许多企业（如中国房企）持有大量美元计价债务，其负担因此减轻。BIS研究证实美元贬值与新兴市场资产走强高度相关，这与传统认为美国依靠竞争性贬值刺激出口的传导机制截然不同。

图：美联储货币政策传导的汇率渠道



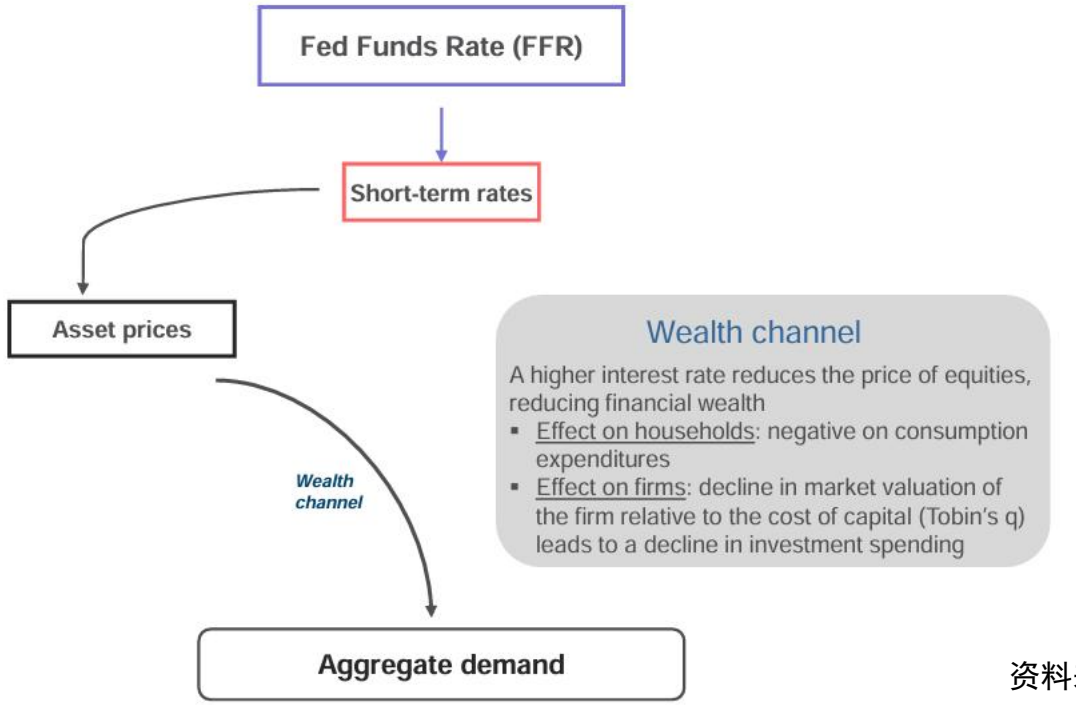
资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：财富渠道

- 货币政策通过资产价格渠道产生影响，其核心机制在于更低的利率会降低未来现金流的贴现率，从而推高股票、房地产等资产价格。理论上，资产升值带来的财富效应（居民和金融机构财富增加）应能刺激消费和投资需求。然而，现实效果呈现显著分化：**富裕阶层因持有大量资产（股票、房产）显著受益，而中产阶级资产积累有限却背负沉重债务（学生贷款、房贷、车贷）。**
- BIS研究证实此效应在美国富裕阶层中极为明显。更直接的证据来自美联储数据：**即使经历多年货币宽松，到2018年，美国中产家庭的平均财富水平仍未恢复到2008年金融危机前，这强烈表明该渠道的财富效应对中产群体的提振作用相当有限。**

图：美联储货币政策传导的财富渠道



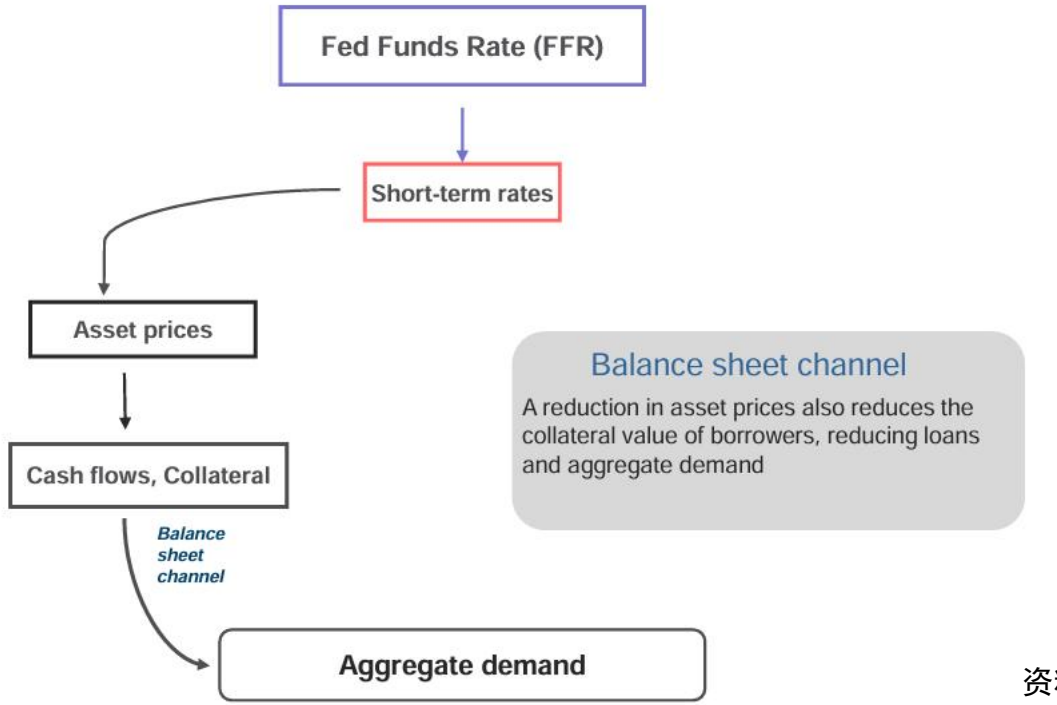
资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：资产负债表渠道

- **资产负债表传导渠道与财富效应类似，核心在于资产增值提升借贷能力。**例如，当房产等抵押品价值上升时，持有者可以获取更多抵押贷款，从而增加投资和消费支出。
- 此外，降息通过降低负债成本同时可能提升资产回报率（或减缓其下降），有效改善资产负债表健康状况。与之相反，加息则对资产负债表构成双重挤压：既可能压低资产价格，又直接推高融资成本，这正是市场普遍担忧快速大幅加息的原因。

图：美联储货币政策传导的资产负债表渠道



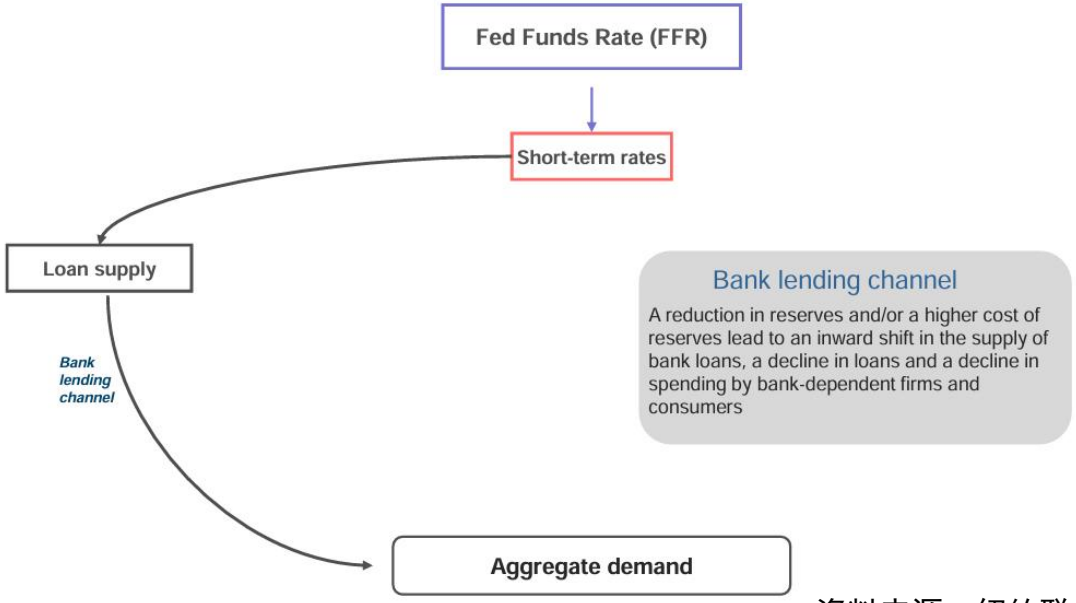
资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

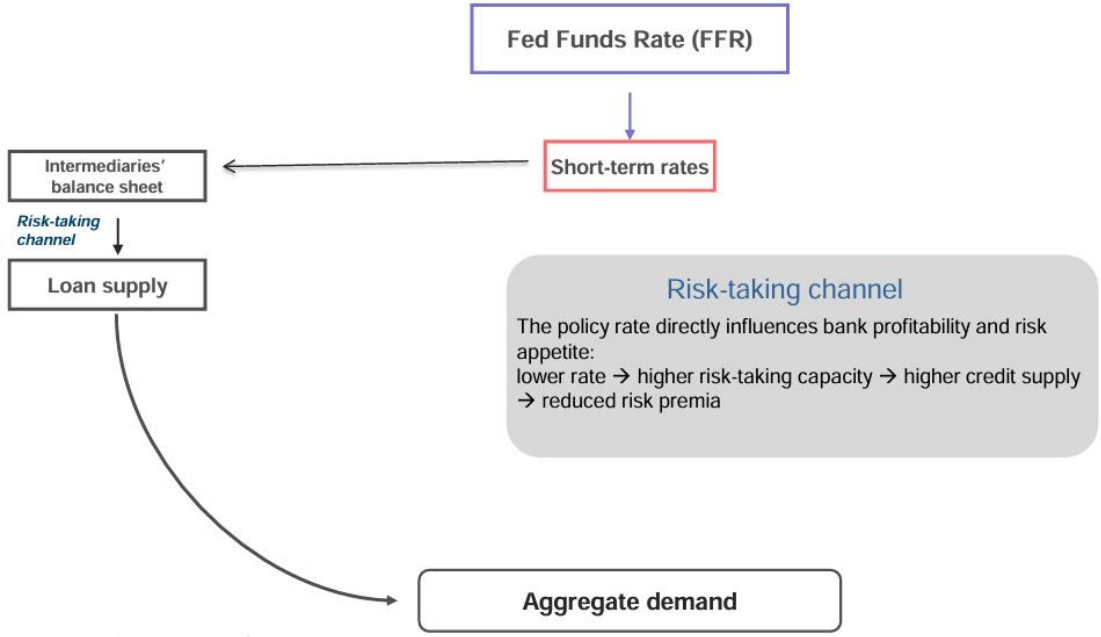
美联储货币政策的实施与传导：银行贷款渠道与风险承担渠道

- 银行贷款渠道的核心机制在于，央行政策利率下降传导至银行贷款利率下降，降低企业融资成本，使得更多项目变得可行（扭转盈亏平衡），理论上刺激银行贷款发放量增加。
- 风险承担渠道则更广泛地描述了低利率环境如何改变投资者的风险偏好和行为。当安全资产（如国债）收益率极低甚至为负时，大型资管机构等投资者为满足收益要求，被迫转向更高风险的资产（如股票、垃圾债券）。这种“追逐收益”（search for yield）行为推高了高风险资产价格，最终也使得居民和企业部门能够以更低的成本、更便利的条件获得融资（如发行股票或债券变得更容易、更便宜）。

图：美联储货币政策传导的银行贷款渠道



图：美联储货币政策传导的风险承担渠道



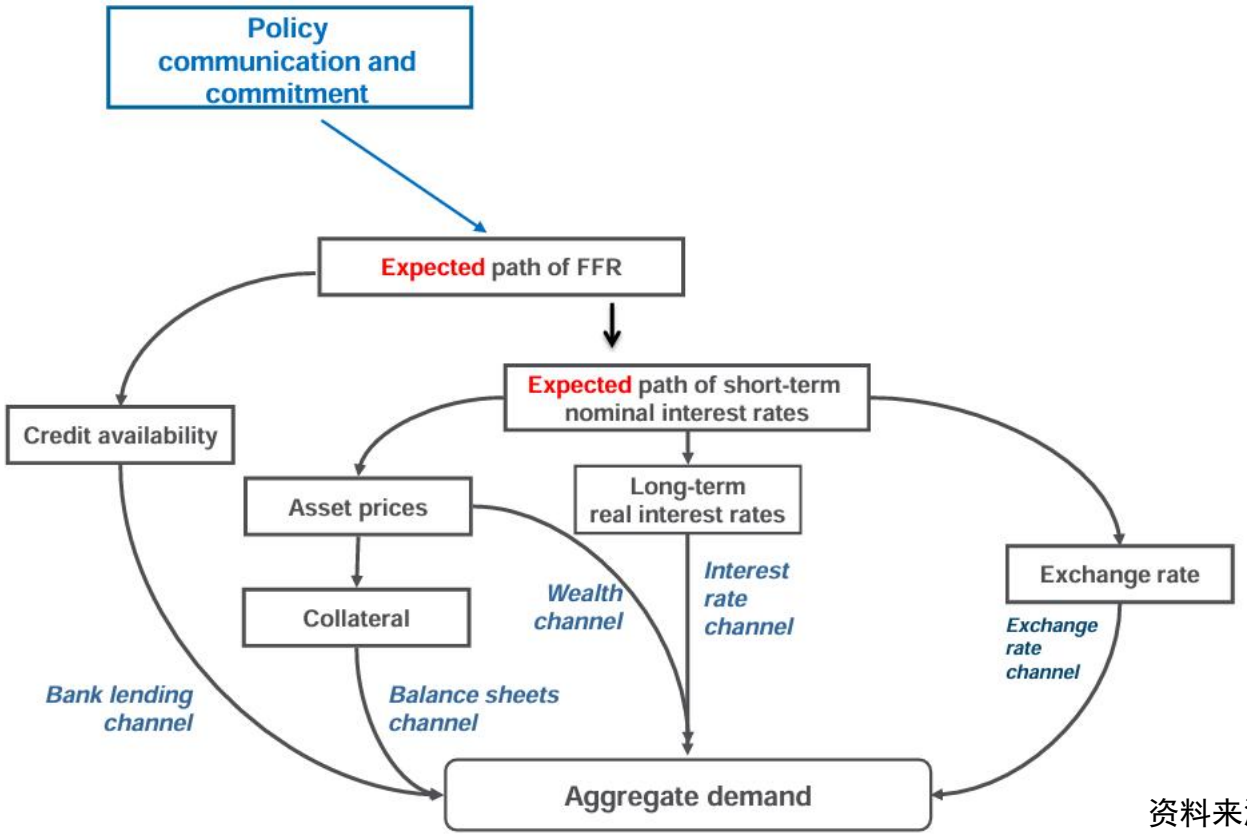
资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：前瞻指引（非常规）（1）

- 调整长端国债收益率，包括10年期/20年期/30年期的国债收益率的工具，是**前瞻指引**，然后就是**LSAP（QE）**。
- 前瞻指引主要是作用于长端，也就是为长端收益率曲线提供预期的利率路径，随后的传导路径与其他渠道一致。

图：美联储货币政策传导之前瞻指引



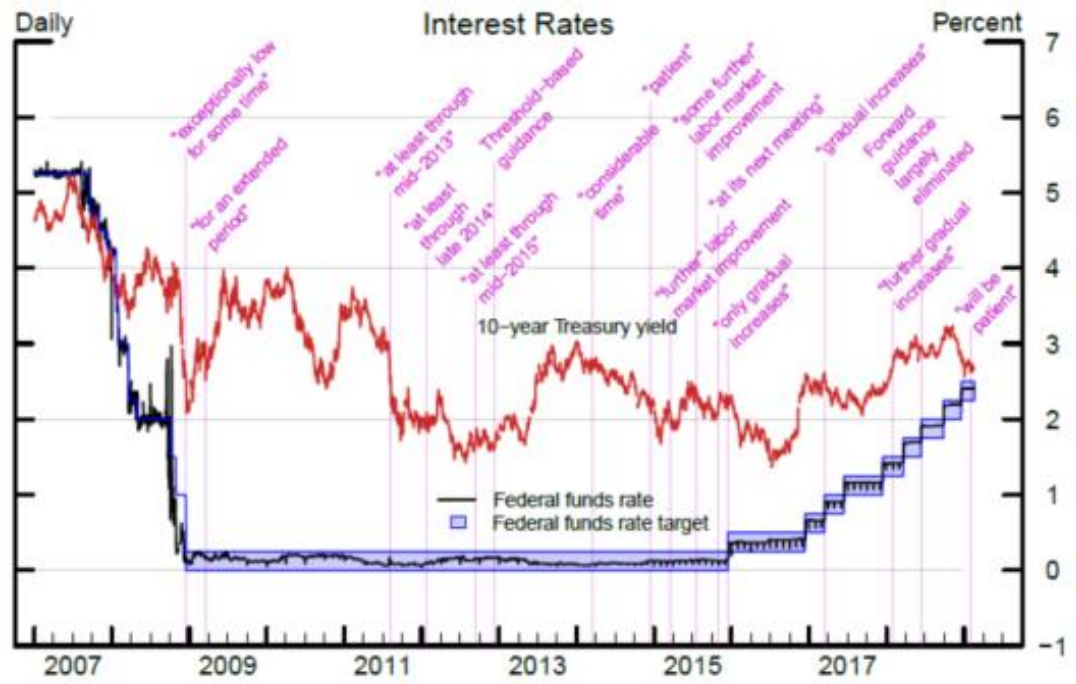
资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

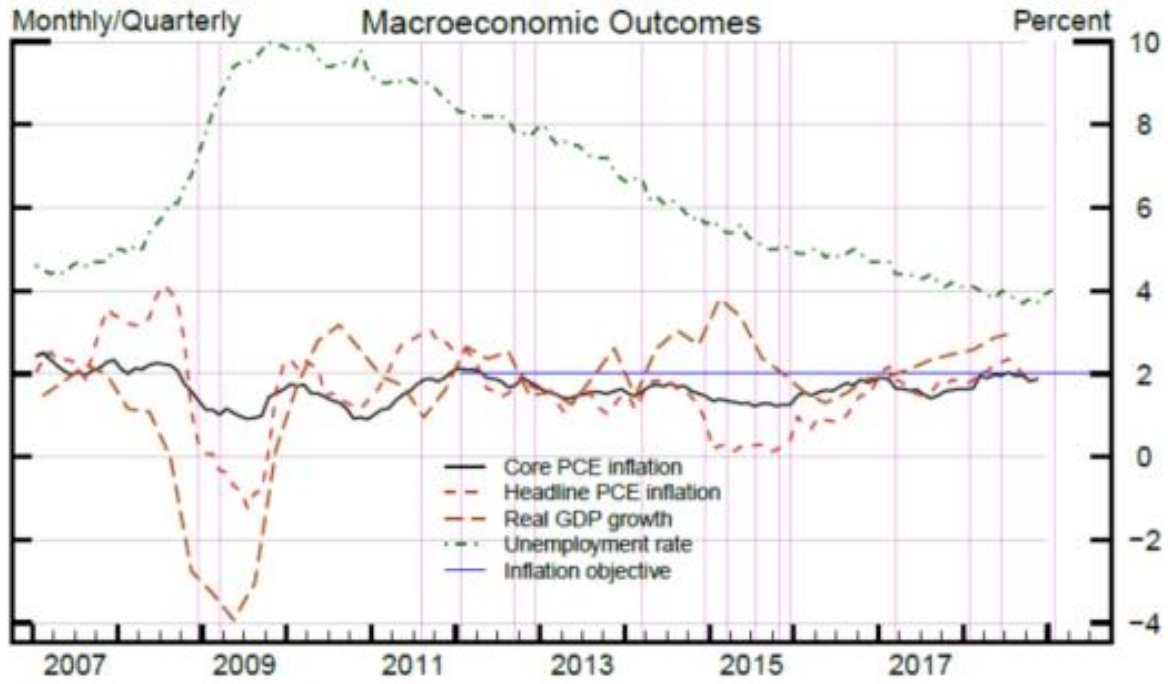
仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：前瞻指引（非常规）（2）

- **美联储危机后的前瞻指引经历了从模糊到精确的演变。**早期阶段（危机后初期）主要依赖不精确的表述，如“一段延长的时间”（an extended period）或“一段时间”（for some time）。约2013年起，指引转向更精确的时间点锚定（如“2014年底”或“2015年中”），明确向市场传递政策路径变化的预期时间。约2015年起，前瞻指引再次转型，其**核心转向以经济状态条件作为政策调整的触发点**。这种指引**明确设定经济指标需达到的具体阈值（而非特定日期）**，标志着**前瞻指引的落脚点从时间点转向了经济状况**。

图：美联储官网有关前瞻指引和宏观经济结果的图表





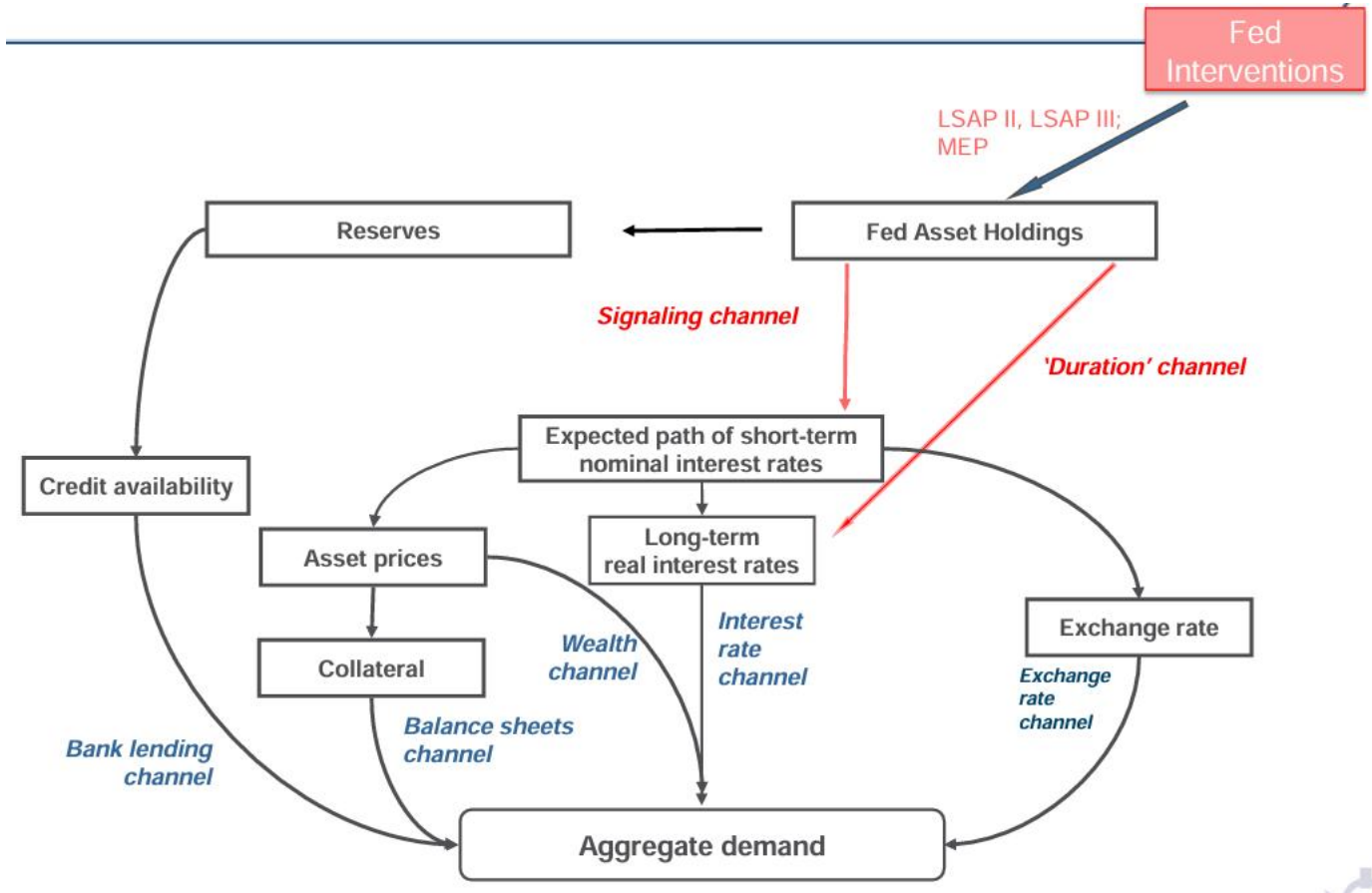
资料来源：美联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：LSAP/QE（非常规）（1）

- 美联储官方阐述的量化宽松（QE）传导机制主要依赖两个核心渠道：**久期渠道（Duration Channel）**和**信号渠道（Signaling Channel）**。

图：美联储货币政策传导之QE



资料来源：纽约联储官网，国信证券经济研究所整理。

仅供内部参考，请勿外传！

美联储货币政策的实施与传导：LSAP/QE（非常规）（2）

■ **久期渠道（Duration Channel）/ 投资组合再平衡渠道（Portfolio Balance Channel）：**

✓ 当央行大规模购买长期国债（如QE中的长期资产购买LSAP），会显著减少市场上长期资产的供应。

✓ 许多金融机构（如养老基金、保险公司）需要维持其资产与负债的久期匹配。市场上长期资产稀缺，迫使这些机构为满足匹配要求，不得不转向购买期限更长或风险更高的资产（如更长期限的债券、公司债、MBS等）。

✓ 这种被迫的“投资组合再平衡”行为，增加了对长久期资产的需求，从而有效压低了长期利率（或长期资产的收益率）。这一渠道被前美联储主席伯南克视为QE的关键传导机制，其原理类似于常规货币政策传导，但作用强度更大。其核心在于央行购买人为制造了特定资产的稀缺性，推高了其相对估值，并引发投资者广泛的资产重新配置。

■ **信号渠道（Signaling Channel）：**

✓ 央行大规模购买长期国债本身向市场传递了一个强烈的政策信号：央行承诺将在未来相当长一段时间内维持极低的短期政策利率（接近零利率）。

✓ 这种承诺的逻辑在于：加息会大幅增加央行因QE而创造的巨额银行准备金的付息成本，可能导致央行出现账面亏损。因此，央行更可能在持有的长期国债部分自然到期或主动缩减其庞大的资产负债表（即“缩表”）之后，才会考虑启动加息周期。

✓ 简言之，QE的资产购买行动本身，就是向市场发出“短期内不会收紧货币政策”的明确保证。

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- 关税政策进一步升级，以及地缘政治冲突加剧的风险，会对我国经济、人民币汇率等产生冲击，进而影响我国央行货币政策目标。
- 稳增长政策不及预期风险。外部环境不确定增大，逆周期政策对于提振市场信心至关重要。
- 目前我国存款利率已降至比较低的水平，需要警惕是否存款搬家的风险，从而对我国货币政策形成掣肘。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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±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±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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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。

仅供内部参考，请勿外传！

国信证券
GUOSEN SECURITIES

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楼

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