

中央银行流动性供给机制与货币政策精准调控

张成思 何启志 刘泽豪

党的二十届四中全会提出“构建科学稳健的货币政策体系”，为新时期货币政策框架优化指明了方向。科学稳健的货币政策体系内在要求货币政策在工具选择和操作机制上体现科学性，在调控效果和传导路径上体现精准性，在应对内外部冲击时体现稳健性。在现代信用货币体系下，中央银行流动性供给本质上是向银行体系提供准备金。准备金是商业银行支付清算、货币创造和银行间交易的基础，也是短端货币市场利率形成的关键变量。因此，理解中国货币政策框架转型，必须回到调控的始端，即央行如何提供准备金，不同来源的准备金如何影响超额准备金供求，以及供给结构变化如何影响短端市场利率调控的精准性。

过去三十年，我国准备金供给机制经历了明显变化。2014 年以前，外汇占款长期是准备金供给的主导来源。2014 年以后，外汇占款增长放缓甚至下降，公开市场操作、中期借贷便利、结构性再贷款等工具逐步成为重要渠道，央行流动性供给相应给由外汇占款主导转向多元工具并行的新格局。在法定准备金率趋势性下降、超额准备金逐步增加的背景下，如何在多元工具并用中保持短端利率稳定，成为完善现代中央银行制度的重要问题。

本文从中国人民银行资产负债表出发，分析央行各项业务与银行体系准备金变化之间的联动关系。银行体系准备金并不是由存款转化而来，而是由中央银行通过资产负债表操作投放形成。央行投放初始准备金后，经过银行信贷、支付清算和现金提取等过程，最终表现为法定准备金、超额准备金、银行库存现金和流通中现金等形态，在我国还包括非银行支付机构在央行存放的备付金。因此，准备金既是货币政策操作的起点，也是理解货币创造和利率形成的

关键。

基于 1997 年至 2025 年中国人民银行资产负债表数据，本文刻画了我国准备金供给结构的长期演变特征。数据显示，这一期间我国央行累计投放流动性规模约 40 万亿元人民币。2014 年以后，公开市场操作、各类借贷便利、再贷款等其他流动性工具占比明显上升，截至 2025 年 11 月比重上升至约 50%。截至 2025 年第三季度，我国总准备金规模约 22 万亿元，其中超额准备金约 4 万亿元。

本文进一步指出，准备金供给既受央行主动操作影响，也受一些不完全由央行主导的因素制约。外汇占款受国际收支、资本流动、汇率和企业结售汇意愿影响；现金流出与居民和企业现金需求相关；政府存款受财政收支节奏和国债发行缴款影响。这些因素都会改变银行体系准备金供求，进而影响 DR007 等短端市场利率。理论分析表明，当准备金供给从外汇占款单一主导转向多元工具并行时，利率调控偏差来源增多，调控复杂性上升。结构性货币政策工具能够服务科技金融、绿色金融、普惠金融等政策目标，但其投放也会改变银行体系总量流动性，从而也会影响短端利率调控精准性。

实证部分使用 2014 年 12 月 15 日至 2025 年 11 月 4 日中国银行间市场日度和月度数据。研究发现，DR007 偏离政策利率时，公开市场操作会作出及时反应，但偏离持续时间对公开市场操作投放影响不显著，说明当前操作具有较强纠偏能力，但前瞻性仍有提升空间。加总流动性净投放与 DR007 之间不存在稳定显著的动态预测关系，公开市场操作净投放对 DR007 的预测作用总体不显著，而公开市场操作利率对 DR007 具有更加明确的引导作用。这表明，价格信号在短端利率调控中仍占主导地位，数量投放更多体现为对前期流动性冲击的纠偏。2024 年以来，买断式逆回购和国债现券交易等纳入公开市场操作后，数量操作对市场利率影响出现积极变化。结构性工具占比上升虽未显著放大利率波动，但会影响 DR007 相对政策利率的偏离方向。总体看，多元流动性供给机制增强了货币政策服

务实体经济和应对冲击的能力，但也要求货币政策框架在供给管理与需求管理之间形成更好平衡。

展望未来，在多目标、多工具的制度环境下，以准备金利率为核心的准备金需求调控框架值得关注和重视。因为准备金需求调控无须对准备金规模进行精准把控，可能更加适配法定准备金率持续下行、流动性供给工具日趋多元的制度环境。依托超额准备金利率（IOER）构建准备金需求调控框架，对我国货币政策转型具备三方面潜在优势。第一，制度适配性强。我国法定准备金率仍存在下调空间，未来能够持续为市场释放稳定、充裕的可交易流动性，在充足准备金环境下，可为多元流动性工具的灵活操作提供宽松制度条件。第二，抗扰动能力更为突出。以 IOER 为利率锚、维持体系流动性充裕，能够对冲外汇占款波动带来的外部冲击，提升货币政策操作的稳定性与连续性。第三，激励相容优势更为显著。传统走廊框架依托准备金供给调节短端利率，易因工具期限与操作对象差异引发市场分割与传导碎片化；而以 IOER 为核心的需求调控机制，能够降低全市场资金机会成本，疏通政策传导堵点，兼容多元流动性供给体系，适配复杂的货币调控格局。

当然，上述政策启示并不能单独作为政策制定的核心依据，准备金供需调控框架的制度选择，本质是对货币政策调控逻辑的综合权衡与取舍。若延续准备金供给调控的传统模式，则需要维持准备金稀缺的市场环境，同时精简流动性工具品类，缓解多工具并行带来的操作复杂、协同不足等问题，并适度扩充公开市场操作可交易债券规模，完善价格型调控的基础条件。若选择调控准备金需求，则需要持续维持充裕准备金环境，开通央行与非银金融机构流动性交易渠道，并建立准备金需求动态监测体系，持续优化工具搭配。从理论层面看，此举可能会进一步强化货币政策精准调控效能，增强我国经济抵御外部不确定性的综合韧性。