

# 宏观深度

## 深度理解人行资产负债表

报告侧重剖析央行资产、负债端各分项与政策工具、实体经济部门的对应关系，同时探讨了人行、美联储资产负债表的异同，以期从金融创新的角度更好的理解国内政策思路。

### ■ 资产端

人行多数资产端科目均以流动性投放、回收的方式直接影响银行体系的负债端，并通过部分科目的“价”、“量”调整，向银行体系、非银行金融机构的融资成本传导，从而影响实体企业融资。

国外资产仍是央行资产端占比最高的分项，维持在 60% 左右。2014 年以后，央行资产负债表中“对其他存款性公司债权”占比持续抬升，截至 2022 年 10 月，在资产负债表中占比 32.35%，MLF、逆回购等公开市场业务逐步成为央行投放基础货币的重要方式。

### ■ 负债端

截至 10 月，基础货币在人行负债端中占比达 83.47%，其主要包括货币发行和存款准备金。从存款准备金的结构看，2019 年以来，经济上行乏力叠加疫情因素影响，央行几次降准扶持实体经济；据中银宏观团队测算，截至 2022 年 10 月，央行超额存款准备金规模约 2.8 万亿左右，超额率约为 1.3%，银行体系流动性相对充裕；降准能够实现法储向超储的转化，推升货币乘数。

■ 对比我国央行与美联储资产负债表结构，人行与美联储在货币政策工具的选择上有较为明显的不同，其重要原因之一，即两国融资结构的明显差异。

持有证券以实现流动性投放的方式是美联储当前资产的主要构成，截至 12 月 21 日，在美联储当前的总资产中占比 94.69%；并由此衍生出美联储主要的总量及结构性工具。总量层面看，近年来美联储持续、较大规模的购买国债及 MBS，其中，中长期国债规模明显较高。

在结构性工具的选择上，美联储会以净投资组合（Net portfolio holdings）的方式“定向”购买资产。从具体操作看，净投资组合是美联储成立具有特殊目的“专项计划”；2020 年新冠疫情爆发，美联储设立了定向购买企业债、市政债、ABS 及商业票据的净投资组合。从功能上看，净投资组合能够盘活特定证券的流动性，从而间接加强对发行主体的流动性支持，具备较好的直达性。

尽管美联储过量的流动性政策是当前通胀环境的重要推手之一，但理解美联储结构性工具，能够为后续理解国内政策思路提供参考。美国资本市场证券品种较多，对特定证券的合理规模购买，能够较快实现对特定实体的流动性支持，畅通流动性传输渠道。近年来，我国加速发展资本市场，支持多种融资工具创新发展，中长期能够畅通货币政策传输渠道，加速宽货币向宽信用的传导。

**风险提示：全球通胀韧性较强；地缘关系不确定性加强**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：陈琦

(8610)66229359

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、资产端.....                      | 5  |
| 1.1 国外资产.....                   | 5  |
| 1.2 对政府的债权.....                 | 8  |
| 1.3 对其他存款性公司的债权.....            | 8  |
| 1.4 其他资产.....                   | 12 |
| 二、负债端.....                      | 13 |
| 2.1 货币发行及非金融性公司存款.....          | 13 |
| 2.2 其他存款性金融公司的存款.....           | 13 |
| 2.3 政府存款.....                   | 14 |
| 2.4 其他负债.....                   | 15 |
| 三、对比人行、美联储资产负债表的政策启示.....       | 16 |
| 3.1 以证券持有为主的美联储资产结构.....        | 16 |
| 3.2 通过美联储结构性工具，进一步理解我国政策思路..... | 17 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图表 1. 经常账户持续贡献正增长.....                 | 5  |
| 图表 2. 货物、加工贸易差额年度表现.....               | 5  |
| 图表 3. 近年金融户净流出主要由于对外贷款增加 .....         | 6  |
| 图表 4. 大型银行境外贷款表现.....                  | 6  |
| 图表 5. 美国贸易逆差与其 IMF 头寸的关系 .....         | 7  |
| 图表 6. 欧盟贸易逆差与其 IMF 头寸的关系 .....         | 7  |
| 图表 7. 中国 SDR 规模.....                   | 7  |
| 图表 8. 欧美 SDR 规模.....                   | 7  |
| 图表 9. 2020 年特别国债发行并未引起科目变动.....        | 8  |
| 图表 10. 2020 年特别国债发行时期狭义流动性水平 .....     | 8  |
| 图表 11. 再贴现规模、利率表现 .....                | 9  |
| 图表 12. 再贴现受需求影响明显.....                 | 9  |
| 图表 13. 再贴现、再贷款作为结构性工具的部分应用 .....       | 9  |
| 图表 14. MLF 变动是对存款性公司债权分项变动的重要影响因素..... | 10 |
| 图表 15. 逆回购投放规模变动较大.....                | 11 |
| 图表 16. 上一轮逆回购投放高峰为在加息周期 .....          | 11 |
| 图表 17. SLF 利率持续高于同期限央行操作利率.....        | 11 |
| 图表 18. SLF 规模处于长期下降的趋势 .....           | 11 |
| 图表 19. 其他资产对银行体系流动性有补充作用.....          | 12 |
| 图表 20. M0 在货币发行中占据主导地位.....            | 13 |
| 图表 21. 移动支付等新业态对货币发行结构形成影响.....        | 13 |
| 图表 22. 法储和超储的表现.....                   | 14 |
| 图表 23. 向其他存款公司存款的利息支出.....             | 14 |
| 图表 24. 财政支出与政府存款存在负相关关系 .....          | 14 |
| 图表 25. 政府存款具备较强的季节性 .....              | 14 |
| 图表 26. 其他资产对银行体系流动性有补充作用.....          | 15 |
| 图表 27. 持有证券是美联储资产的主要构成部分.....          | 16 |
| 图表 28. 持有证券以中长期美国债及 MBS 为主.....        | 16 |
| 图表 29. 中产阶级贷款计划规模逐渐减少.....             | 17 |
| 图表 30. 其他种类净投资组合规模逐渐减少 .....           | 17 |

本篇报告对中国人民银行（下文称“人行”或“央行”）资产负债表做出了较为详尽的梳理。除定义性描述外，报告更加侧重剖析资产、负债端各分项与政策、实体经济部门的对应关系，并结合今年以来宏观热点、后续政策导向，为投资者提供一部分增量逻辑。此外，报告还探讨了人行、美联储资产负债表的异同，以从资本市场的角度更好的理解近年国内政策思路。

## 一、资产端

从定义看，中央银行的资产是指央行在一定时点上所拥有的各种债权，体现人行如何运用其资金；多数资产端科目均以流动性吞吐的方式直接影响商业银行体系的负债端，并通过部分科目的“价”、“量”调整，向银行体系、非银行金融机构的融资成本传导，从而实现对实体企业融资成本的压降。

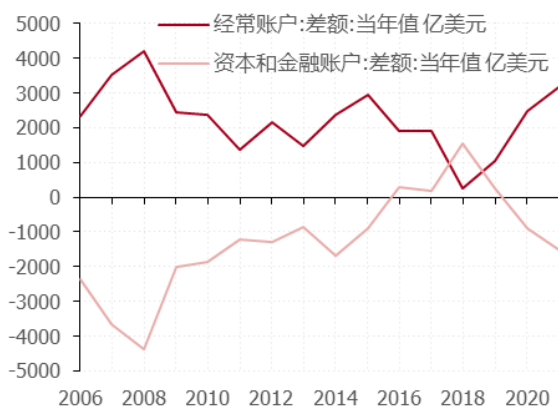
### 1.1 国外资产

#### 1.1.1 外汇储备仍占重要地位

当前尽管国外资产已不是央行投放、回笼流动性的主要方式，但国外资产仍是央行资产端占比最高的分项，维持在60%左右。国外资产科目主要包括外汇、货币黄金及其他国外资产条目，其中外汇、货币黄金均能起到流动性管理的作用。

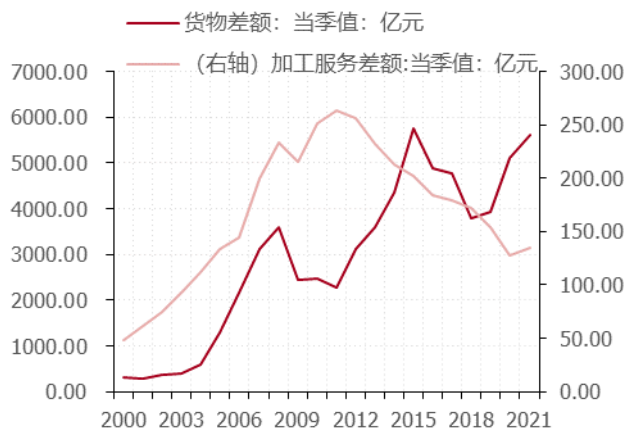
从定义看，外汇储备央行为应付国际支付，集中掌握的高流动性（易兑换）外汇资产。通过外汇储备，央行能够实现国际收支逆差管理、外汇市场干预等功能，其资金来源主要为经常账户差额及资本金融账户差额。

图表 1. 经常账户持续贡献正增长



资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 货物、加工贸易差额年度表现

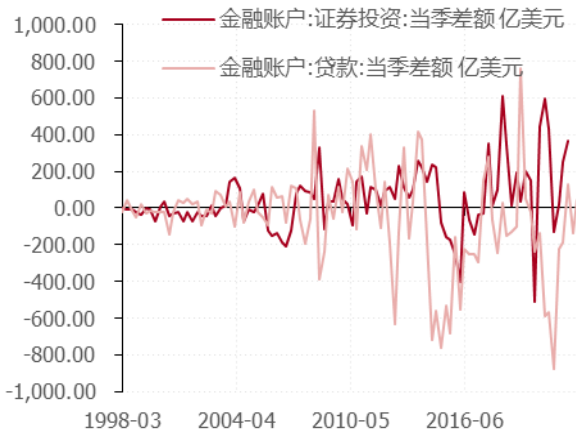


资料来源: 万得, 中银证券

**经常账户顺差是我国外汇储备的重要来源。**得益于我国较高的储蓄率及产能优势，1993年以来的20年中，我国对外贸易始终维持顺差，经常账户差额是我国外汇储备的重要贡献项，经常账户中货物、加工贸易始终维持顺差，2021年货物、加工服务贸易顺差分别为5627.24和134.69亿美元，其中货物贸易顺差规模为2015年以来最高值。

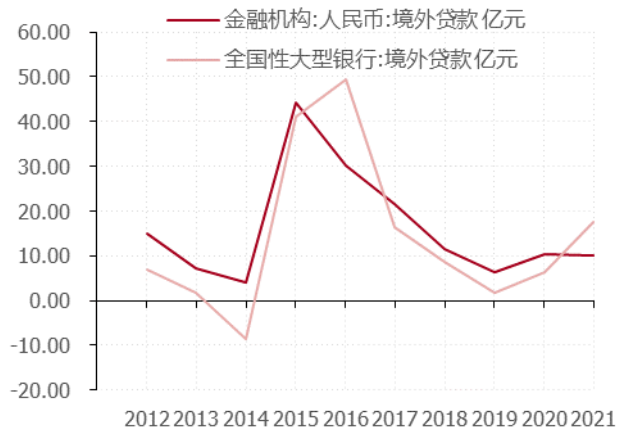
资本及金融账户方面，2020年、2021年持续处于净流出状态，但净流出规模不显著，其原因或不涉及人民币资产的吸引力降低。疫情以来，我国对境外投放的贷款规模较2019年显著回升，对外贷款规模增加是资本、金融账户资金流出的重要原因。除此之外，资本、金融账户下多数分项均为净流入，如证券投资类账户2020、2021年分别实现顺差955和510亿元，人民币资产仍具备较强的吸引力。

图表 3.近年金融户净流出主要由于对外贷款增加



资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 大型银行境外贷款表现



资料来源: 万得, 中银证券

**央行上缴利润在央行资产负债表中的路径推演：先收再放。**简单来讲，央行资产负债表的外汇占款是央行为购买外汇储备而投放的流动性，与外汇储备规模基本相等，不相等的原因往往为外汇储备中含结存经营收益及计价方式等原因。

2022 年政府工作报告中提出组织国有金融机构及特许经营结构上缴利润，央行将外汇储备的结存收益上缴至财政部，有必要对央行上缴利润的路径做出推演。我们认为，央行上缴利润应分为两步，第一步为央行将结存收益结汇为人民币，第二步央行将所获得的人民币上缴至财政部，再以财政支出的方式形成对流动性、实体经济的支持。

第一步，央行兑现外汇储备收益，或对银行间流动性形成挤占。根据中国人民银行行长易纲所著的《货币银行学》，央行早已于 1994 年开始实行外汇公开市场业务，操作方为央行公开市场业务操作室(下称“央行操作室”)，央行操作室的外汇买、卖均可直接增加或减少外汇管理局的外汇储备，同时，也对央行流动性投放有所影响。但外汇储备的收益是央行已持有的外汇储备所产生的收益，因此，若不结汇，其产生不会造成央行外汇占款的投放。

我们认为，为实现第一步，央行交易室需在中国外汇交易中心将结存收益兑换为人民币，其交易市场为中国外汇交易中心。央行操作室以会员的方式在中国外汇交易中心交易，卖出外汇储备结存收益，考虑到交易对手为各大商业银行，卖出结存收益本身具备一定的流动性回收效果：在商业银行的资产负债表中，表现为资产端国外资产规模增加，在央行的准备金存款短期将有所减少。但在第二步中，财政部会以支出的方式，加大对银行体系的基础货币支持。

货币黄金方面，在我国当前央行负债表的结构中，货币黄金占比相对较小，截至 2022 年 10 月仅为 0.7%。黄金储备具备外汇储备的部分功能，如辅助汇率调控等。不过长期以来，我国黄金储备不作为流动性调节的重要方式，其规模自 2019 年 9 月起，始终维持在 2,855.63 亿元。

### 1.1.2 其他国外资产：具备外汇功能的资产

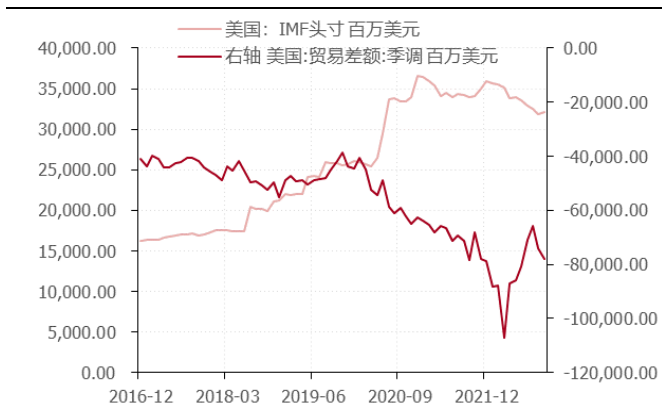
货币当局资产负债表中的其他国外资产主要包括国际货币基金组织头寸、特别提款权等，截至 2022 年 11 月，央行分别持有以上两项储备资产 107.08 亿美元和 505.13 亿美元。在应对危机方面，IMF 工具有效平衡国际收支，一定程度帮助 IMF 扮演着世界央行的角色，我国是国际收支的顺差国，具备较强的国际收支危机应对能力，因此我国在 IMF 的两种头寸规模始终维持稳定。

国际货币基金组织头寸是成员国在 IMF 储备的部分提款权余额，其性质用途类似于“信用卡”或“授信额度”；相对于 SDR 而言，即普通提款权。影响其数额大小的因素，主要取决于该会员国在国际货币基金组织认缴的份额，而会员国可在 IMF 无条件使用的最高限额是其认缴份额的 125%。

IMF 头寸主要用于弥补国际收支逆差。近年来，IMF 头寸与一国贸易逆差呈正相关关系。从图 5、6 可以看出，不同国家的 IMF 头寸与贸易逆差具备较强的正相关关系，若贸易逆差增长，同期 IMF 头寸也会维持较快的增速，这一现象在疫情爆发以后尤其明显。近年，美欧是我国贸易顺差的主要来源，2020 年 4 月以来美国贸易逆差持续走扩，其 IMF 储备头寸规模也随之抬升，欧盟情况也类似（不同点在于，欧盟贸易持续维持顺差，只是顺差规模持续收窄）。

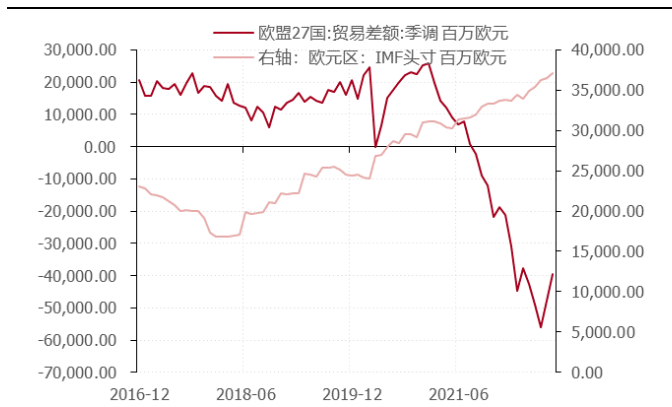
欧美贸易逆差的需求基础或来自欧美持续宽松的流动性环境。当前为应对通胀，美国正式货币政策收缩，欧盟进度相对较慢，但随着流动性收缩逐步传导至需求，欧美贸易逆差将受到一定矫正，两国 IMF 储备头寸规模应也有所反应。3 月以来，随着美联储启动流动性收缩，美国 IMF 储备头寸规模下降，与下半年出口贸易的持续弱势表现一致。

图表 5. 美国贸易逆差与其 IMF 头寸的关系



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 欧盟贸易逆差与其 IMF 头寸的关系

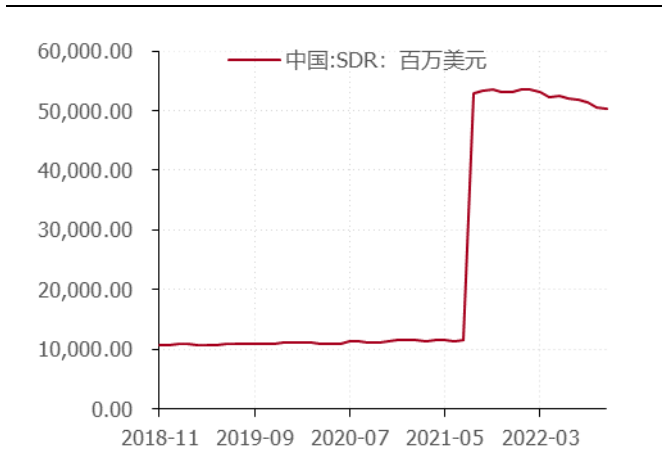


资料来源：万得，中银证券

特别提款权（SDRs）是一种账面储备资产，作为普通提款权的补充，同样具备换取外汇、国际储备等多种功能。SDRs 是由国际货币基金组织根据会员国认缴的份额分配的，可用于偿还国际货币基金组织债务、弥补会员国政府之间国际收支逆差；其价值由美元、欧元、人民币、日元和英镑一篮子储备货币决定；也只能在国际货币基金组织与成员国之间，以及成员国之间使用。

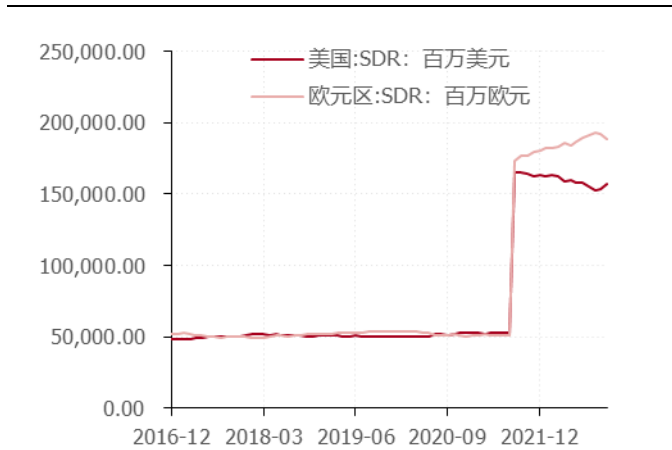
SDR 总数较为确定，只能当 IMF 成员投票（85% 以上）通过后，才会增发，各个成员国按照其认缴的份额相应增加。2021 年 8 月，为对冲世界新冠疫情的影响，帮助应对国际金融危机，IMF 理事会批准规模为 6500 亿美元的新一轮（SDR）普遍分配方案，以增加全球流动性。

图表 7. 中国 SDR 规模



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 欧美 SDR 规模



资料来源：万得，中银证券

## 1.2 对政府的债权

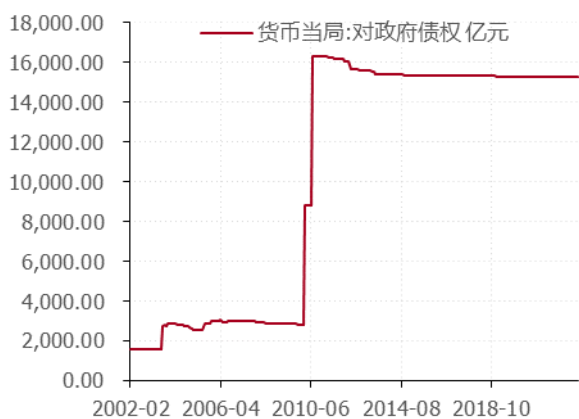
### 1.2.1 “对政府债权”主要指央行持有的特别国债规模

特别国债是往往作为特殊事件的专用措施，专款专用。在我国发行的几次特别国债中，资金用途并不固定，主要根据发行时的政策，对特定项目做出特别安排；且操作方式也有所不同。

我国特别国债的主要发行年份为 1998、2007 和 2020 年，1998 年、2007 年发行特别国债筹集的资金，主要用于为国有金融机构补充资本金。在这两次发行中，财政部通过向有关银行定向发行特别国债筹集资金，但出于对当时银行体系流动性的维护，央行以公开市场操作的方式增持了特别国债；因此 1998 年、2007 年央行资产项中，对政府的债权规模均有明显提升（2022 年 12 月发行的 7500 亿元特别国债即为 2007 年特别国债的续作，因此对政府债券规模不会产生影响）。

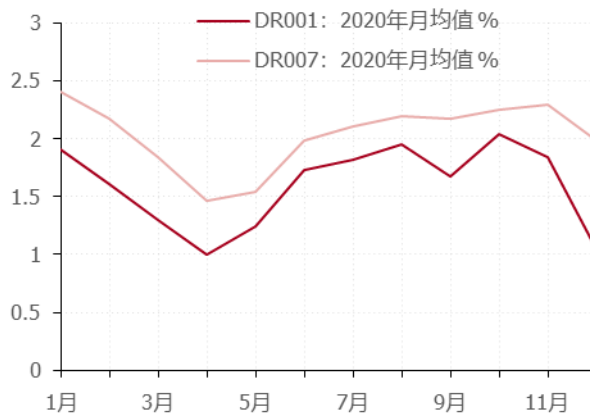
2020 年抗疫特别国债的情况则不同。2020 年抗疫特别国债均采用市场化方式，全部面向记账式国债承销团成员公开招标发行。在抗疫特别国债发行时，银行体系流动性环境已得到央行多重维护，资金成本处于当年低点的，2020 年二季度，DR001、DR007 当季均值分别为 1.32% 和 1.66%，明显低于一、三、四季度，本身具备市场化发行抗疫特别国债的条件。

图表 9. 2020 年特别国债发行并未引起科目变动



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2020 年特别国债发行时期狭义流动性水平



资料来源：万得，中银证券

## 1.3 对其他存款性公司的债权

对其他存款性公司债权是央行以借贷手段向金融机构体系投放流动性的方式，具体包括：发放贷款、再贴现、回购协议，持有其他存款性公司发行的金融债券或从其他存款性公司买入的返售证券等。2014 年以后，人行流动性投放重心转换，央行资产负债表中“对其他存款性公司债权”占比持续抬升，截至 2022 年 10 月，在资产负债表中占比 32.35%，MLF、逆回购等公开市场业务逐步成为央行投放基础货币的重要方式。

### 1.3.1 再贴现：更多以结构性政策工具出现

再贴现是人行对商业银行已贴现持有的商业银行票据的“二次贴现”融通资金，实现流动性投放，能够较好的盘活商业票据的流动性，对商业银行可贷资金形成一定补充。

2020 年 7 月，央行下调再贴现利率，由 2.25% 下调至 2.20%，旨在以“降成本”的方式鼓励商业银行为实体经济企业提供资金融通，对冲新冠疫情的影响，2020 年三季度再贴现余额升至 4822 亿元，单季增加 486.00 亿元，较 2019 年同期增长 35.00%。



2021年央行再贴现规模增长有所放缓，全年净增规模仅119亿元，为2017年以来新低。从定义上讲，能够用于再贴现的票据必须是以商品交易为基础的真实票据，与当期商品交易，乃至消费、投资需求均有一定的正相关性。图11、12中，再贴现当季新增规模与当季制造业PMI新订单均值具有较强的相关性，而新订单指数领先再贴现规模变动一季度左右，一定程度上说明再贴现、再贷款等货币政策工具受限于企业自身的交易（消费、投资）需求，因此，近年来，再贴现、再贷款更多作为结构性工具出现。

图表 11.再贴现规模、利率表现



资料来源：万得，中银证券

图表 12.再贴现受需求影响明显



资料来源：万得，中银证券

图表 13.再贴现、再贷款作为结构性工具的部分应用

| 时间         | 政策简述                         |
|------------|------------------------------|
| 2016.03.23 | 设立扶贫再贷款                      |
| 2016.06.11 | 信贷资产质押再贷款试点推广                |
| 2018.06.29 | 增加支小支农再贷款                    |
| 2018.10.22 | 增加再贷款和再贴现额度以支持小微企业和民营企业融资    |
| 2018.11.02 | 增加支持小微和民营企业的再贴现额度            |
| 2018.10.22 | 增加再贷款和再贴现额度以支持小微企业和民营企业融资    |
| 2019.07.31 | 支小再贷款额度增加                    |
| 2019.06.14 | 央行增加再贴现额度以加强对中小银行的流动性支持      |
| 2020.02.01 | 央行提供专项再贷款                    |
| 2020.02.07 | 央行强调专项再贷款应快速精准落实到位           |
| 2020.02.24 | 加速再贷款发放速度，优化重点扶持企业名单         |
| 2020.02.26 | 增加专项再贷款额度，下调支小支农再贷款利率        |
| 2020.03.31 | 继续增加再贷款再贴现额度                 |
| 2020.04.21 | 央行专项再贷款为湖北企业纾困               |
| 2020.07.01 | 央行下调再贷款再贴现利率                 |
| 2021.08.10 | 央行宣布增加部分省份再贷款额度以促进区域协调发展     |
| 2021.09.09 | 央行新增支小再贷款额度                  |
| 2021.11.17 | 创建煤炭清洁高效利用专项再贷款              |
| 2021.12.07 | 央行下调支农、支小贷款利率                |
| 2022.03.30 | 强调继续加强农支小再贷款                 |
| 2022.04.18 | 继续滚动使用支持普惠小微信用贷款的4000亿元再贷款额度 |
| 2022.04.18 | 支小再贷款利率下调                    |
| 2022.04.26 | 增加民航专项再贷款                    |
| 2022.04.26 | 增加农支小再贷款                     |
| 2022.04.27 | 国常会提出尽快推出再贷款支持物流仓储企业         |
| 2022.04.29 | 普惠养老专项再贷款                    |
| 2022.05.05 | 央行新增煤炭清洁高效利用专项再贷款额度          |

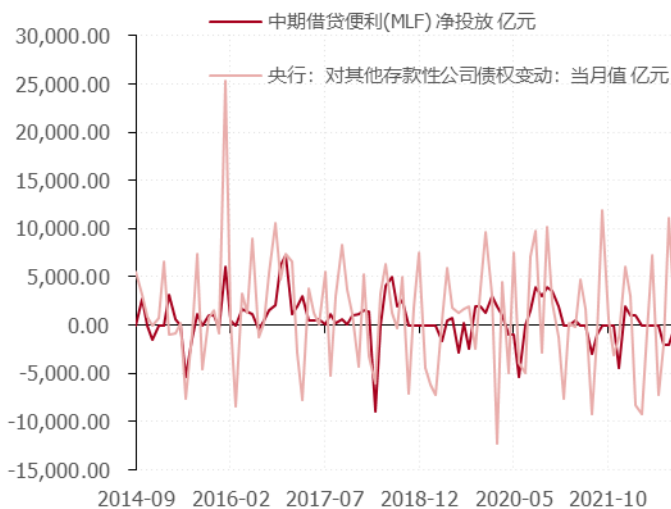
资料来源：各省市2022年政府工作报告，中银证券

## 1.3.2 MLF:正逐步变为中长期流动性投放的主要方式

中期借贷便利（MLF）是当前央行提供中期基础货币的重要货币政策工具，2014 年央行创设 MLF 以来，MLF 余额在对其他存款性公司的债权科目中占比逐步上升，并稳定在 30%-40% 水平，截至 2022 年 10 月，占比高于 35%。

从操作方式看，央行以采用质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。此外，MLF 还是央行重要政策利率，是政策利率向市场利率传导的重要一环，2019 年 LPR 市场化改革后，LPR 最新报价方式以 MLF 为基础，加点形成，2020 年以来，央行多次以对称下降的方式实现“降息”。

图表 14. MLF 变动是对存款性公司债权分项变动的重要影响因素



资料来源：万得，中银证券

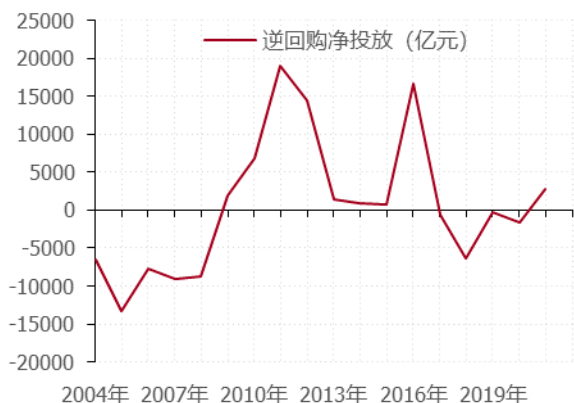
## 1.3.3 逆回购：走向常规化、精准化的短期流动性调节工具

逆回购是央行常用的短期流动性管理工具，除月末、季末等特殊时点外，基本以“常规续期”的方式操作。从定义看，逆回购是央行参与有价证券二级市场交易回收、投放流动性的公开市场操作，其主要交易对手为一级交易商。受限于其“短期性”，逆回购在央行资产负债表中“停留”的时间不长，规模变动也往往较大。

从投放特点看，2019 年以前，在全球流动性收缩阶段，逆回购往往会成为人行当期流动性压力平滑的主力军，表现为投放规模逐步扩大，且期限逐步长。2016-2018 年，美联储共计加息 8 次，国内 MLF 利率，也由 2.75% 上调至 3.30%；期间人行常规性开展 28 天逆回购操作投放，并在 2017 年末、2018 年年初时点投放多次 63 天逆回购，以平滑流动性波动。

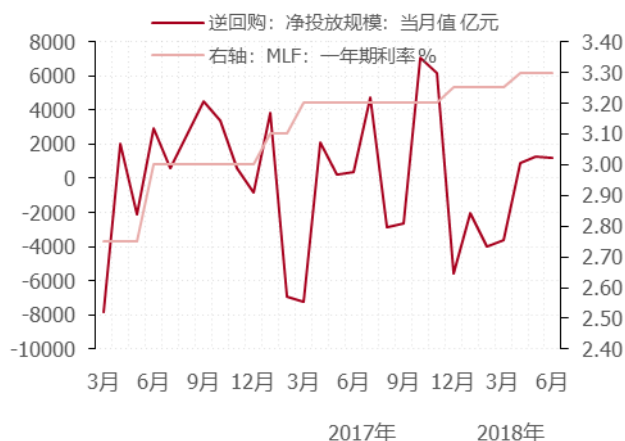
2019 年以来，随着我国货币政策“以我为主”的独立性越来越强，逆回购期限主要以 7 天期、14 天期为主，7 天期主要用于央行日常流动性管理，14 天期多用于平滑季末、年末及春节等流动性较为紧张的时点。我们认为，随着我国货币政策“以我为主”的能力越来越强，逆回购操作将逐步趋向常规化、精准化，2022 年 7 月以来，逆回购操作最小单位由 100 亿下调至 20 亿，后续逆回购操作将以“短平快”为主。

图表 15. 逆回购投放规模变动较大



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 上一轮逆回购投放高峰为在加息周期



资料来源：万得，中银证券

### 1.3.4 SLF：由金融机构自主发起的短期小额补充

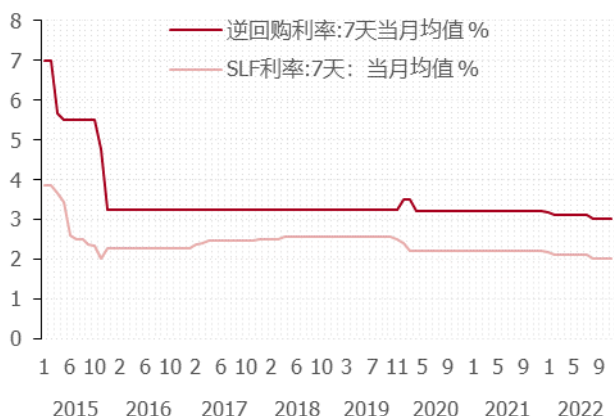
常备借贷便利 (SLF) 是央行为向金融机构提供短期流动性支持所创设的工具；但不同于逆回购等短期货币政策工具，SLF 由央行创设，但需金融机构主动发起，并以抵押、信用贷款的方式申请，“一对一”投放。从资金价格看，SLF 利率高于 MLF 水平，是我国“利率走廊”的价格上限，由于其为金融机构根据自身资金水平主动发起的，且价格相对较高，因此在金融机构对其较为谨慎，其形式及功能接近于美联储“贴现窗口”工具。

从操作时点看，SLF 更多作为一种补充工具存在，而不是央行常规操作工具。在 2016-2018 年流动性相对紧缩的周期中，SLF 规模较大，及至 MLF 加息完成，才逐步减少操作数量，其操作思路与同期央行密集的 28、63 天逆回购基本一致。

2019 年下半年至 2020 年一季度，央行对 SLF 投放的规模相对较大，究其原因，其一为 2019 年年中小银行信用风险事件对银行体系流动性形成冲击，其二则为 2020 年年年初新冠疫情爆发；在此期间央行采取多种货币政策工具，在降准、降息之余，也加大了对 SLF 的投放，但规模整体较小，且以 7 天期为主，更多作为流动性短期补充工具。

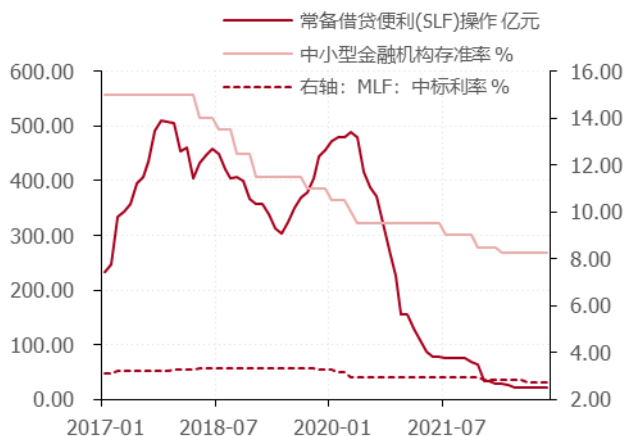
2021 年四季度以来，为对冲较大的经济下行压力，央行较多使用降准、降息等中长期货币政策工具，其间对 SLF 利率也做出调降，但随着银行体系资金成本的持续下降，金融机构对 SLF 的需求逐渐降低，规模持续下降，截至 2022 年 11 月，SLF 余额仅为 6.40 亿元。

图表 17. SLF 利率持续高于同期央行操作利率



资料来源：万得，中银证券

图表 18. SLF 规模处于长期下降的趋势



资料来源：万得，中银证券

## 1.4 其他资产

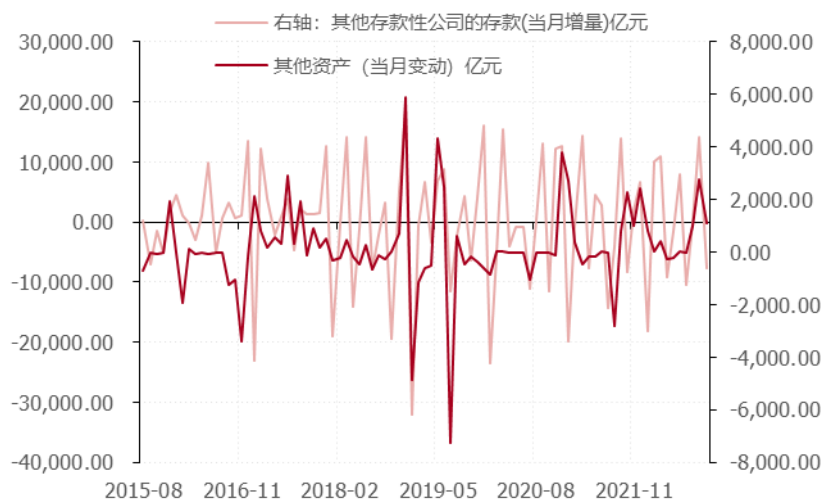
人行当前并未公布确切的其他资产明细，2019年，人行调查统计司司长阮健弘在央行金融统计数据解读吹风会上表示，人行资产负债表中的“其他资产”，是未单独列示的资产科目集合，主要是一些杂项资产项目（比如人行的一些固定资产）和应收暂付项目。从功能上看，作为人行资产项，其他资产除包含人行各类杂项资产外，还具备流动性平滑的功能，且在某些特殊事件中，起到一个“风险垫”的作用。

首先，其他资产项具备明显的季节性特征，往往在12月年末时点出现较为明显的增量；12月处于年底，为跨年流动性波动较大的时点，央行往往选择延长短期货币政策的期限，其他资产规模在这一时点走高，或说明其他资产能够起到一定的流动性平滑功能。

其次，从几次特殊风险事件的关键时点，人行信用风险管理或被记录在其他资产项中，例如2019年5月-6月中小银行信用风险爆发，其他资产分项实现连续2个月明显增长，或是以某些借贷方式为银行体系缓解压力。

最后，其他资产中的杂项资产或也包括央行未上缴收益及股权类资产，如外汇储备的投资收益、央行持有的股权资产等，如此前央行增加持有两大国有商业银行股权时，其他资产规模出现明显增加。

图表 19. 其他资产对银行体系流动性有补充作用



资料来源：万得，中银证券

## 二、负债端

人行资产端主要记录人行如何运用其资金，而负债端归根究底来自资产端，正如存款是商业银行体系的负债一样，基础货币存款是央行的负债，在资产负债表中对应的是储备货币。央行投放基础货币的方式主要集中在资产端，如外汇占款、对其他存款性公司的债权等，再通过商业银行部分准备金制度形成金融机构在央行的存款——准备金，准备金和现金（货币发行）构成了我国的基础货币。截至10月，基础货币在人行负债端中占比达83.47%。

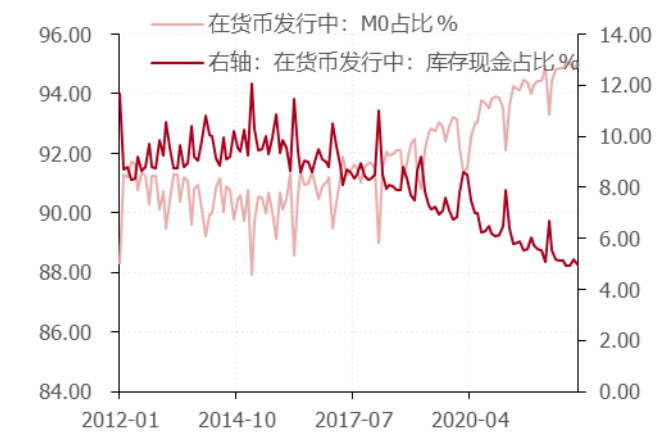
### 2.1 货币发行及非金融性公司存款

货币发行主要指央行资产负债表中的现金部分，主要体现为M0及商业银行的库存现金。现金作为基础货币的一部分，对银行体系流动性环境具有一定影响，例如春节期间，居民取现需求高涨，央行存款准备金规模有所下降。

非金融性公司存款主要为央行管理的第三方机构备付金。2017年4月起，央行开始实行对第三方机构备付金的管理，以规避第三方机构违规使用客户备付金的问题。客户备付金主要指非银行的支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收待付货币资金，其主要包括客户暂时存放在支付机构账户上的资金以及交易未完全时的在途资金，其中包括网络支付、预付卡等央行确认的其他支付服务。

从货币发行的各项占比看，2016年以来，商业银行库存现金在货币发行中占比持续走低，移动支付等新业态的兴起，使得商业银行现金支出、收取活动占比降低。

图表 20. M0 在货币发行中占据主导地位



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 移动支付等新业态对货币发行结构形成影响



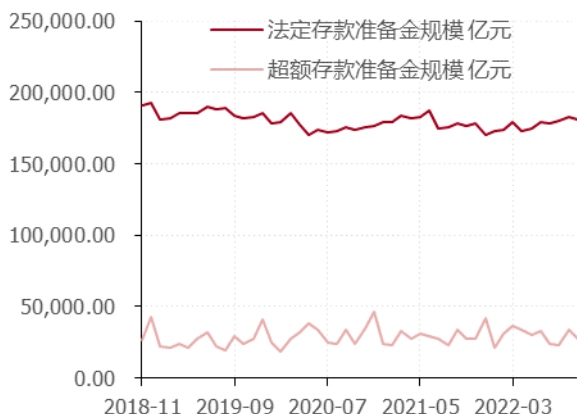
资料来源：万得，中银证券

### 2.2 其他存款性金融公司的存款

其他存款性金融公司主要为商业银行；负债端这一分项主要呈现存款性公司在央行的存款，即存款准备金，其中既包括法定存款准备金（法储），又包括超额存款准备金（超储）。权益市场关注度较高的“降准”，是央行重要的货币政策工具，通过调降法定存款准备金率，除未来上缴的法储降低外，也将部分法定存款准备金转为超额存款准备金，推高货币乘数，使得商业银行体系可贷出的存款部分增多。

从结构看，2018年以来，在疫情及经济下行压力持续存在的背景下，央行几次降准维护狭义流动性环境，超额存款准备金规模有所抬升，据中银宏观团队测算，截至2022年10月，央行超额存款准备金规模约2.8万亿左右，超储率约为1.3%，银行体系流动性相对充裕。

图表 22. 法储和超储的表现



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 向其他存款公司存款的利息支出



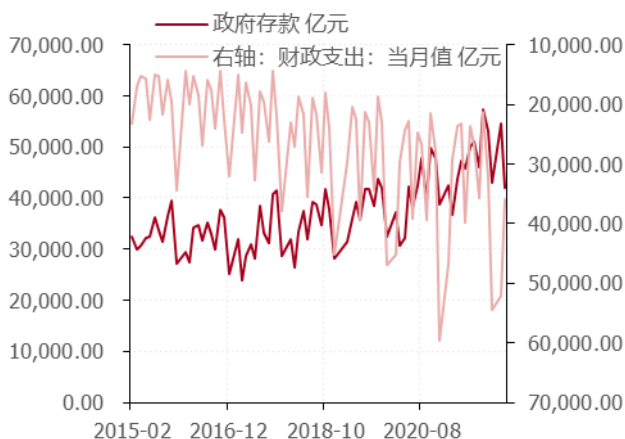
资料来源：万得，中银证券

## 2.3 政府存款

央行资产负债表中的“政府存款”分项，是中央政府和地方政府在央行的存款，主要用于呈现中央、地方国库资金，引发这一科目变动的主要行为有公共财政收支、政府性基金收支及政府债券发行等。央行资产负债表中，政府存款分项存在的基础是我国的委托国库制度，国家的预算收入、支出均交由国库收纳、拨付，而央行受委托代理国库业务。

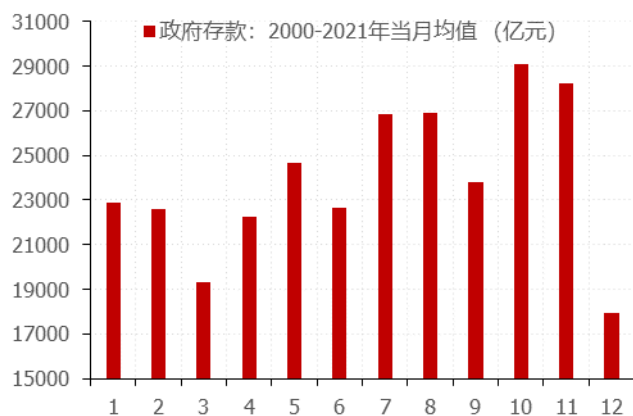
从总量看，近年经济体量持续增长，地方政府债务改革持续推进，财政存款规模也呈现波动上涨的态势，且政府存款科目也往往有较强的季节性特点，季初为收入大月，财政存款规模环比往往较高，季末则为财政支出集中期，财政存款环比则会下降。

图表 24. 财政支出与政府存款存在负相关关系



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 政府存款具备较强的季节性



资料来源：万得，中银证券

作为央行负债端的重要组成部分，政府存款对于央行的基础货币投放存在影响，进而影响银行机构的融资成本，在财政支出大月，银行体系流动性环境往往宽松，但在收入、政府债缴款较多的月份，银行融资成本往往较高。

## 2.4 其他负债

央行“其他负债”项主要包括正回购余额、金融机构以外汇形式缴存法定存款准备金等，及其他杂项负债。

2022年3、4月，央行其他负债规模明显下降，分别下降2311.5和4594.8亿元，或与央行上缴结存收益有关。中银证券此前宏观报告已明确提出：其他负债中或存在“待上缴利润”分项，用以与其他资产中的储备投资收益对应，在央行上缴利润期间，央行其他负债连续数月下降，印证报告此前判断。

图表 26. 其他资产对银行体系流动性有补充作用



资料来源：万得，中银证券

## 三、对比人行、美联储资产负债表的政策启示

人行与美联储资产负债表结构有所不同，究其原因，一方面主要由于两国货币政策的目标不同，另一方面，两国融资结构也具备较为明显的差异。但通过对美联储结构性工具的研究，能够进一步理解我国政策思路。

### 3.1 以证券持有为主的美联储资产结构

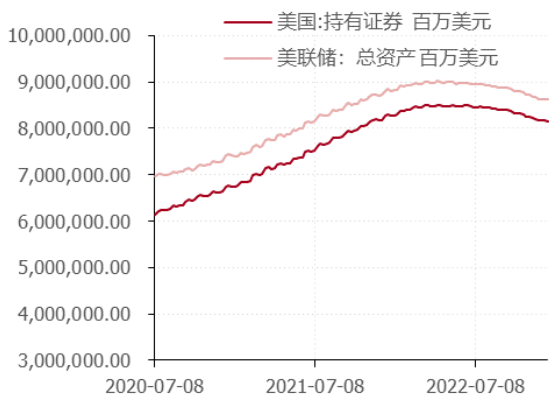
美联储资产负债表中，国外资产构成与我国有部分重合，例如黄金凭证账户、SDR 等，但不同于我国以外汇储备为主的资产结构，美国为贸易持续逆差国，且美元在国际支付中占比较大，美国外汇储备规模持续较小，因而不会作为美联储释放流动性的主要路径。

在货币政策工具的选择方面，美联储与人行存在一定异同。从相同点看，美联储的借贷工具同样较为丰富：会以贴现、借贷便利及回购等方式向境内商业银行等金融机构补充流动性，其中包括常规工具及临时性工具。常规工具，如贴现窗口（Discount Windows）涵盖一级贷款、次级贷款及季节性贷款，操作方式为以不同价格对不同资质金融机构提供的短期补充性流动资金，其方式及效果如我们前文所提的 SLF。临时工具方面，新冠疫情期间，美联储推出一级交易商信贷便利（MMLF）及薪酬保护计划流动性工具（PPPLF）等临时工具，分别以贷款的方式为货币市场基金及中小企业提供短期流动性支持。

美联储与我国货币政策工具的不同点则在于，资产购买是美联储基础货币投放的另一重要手段，即购买—持有证券以实现流动性投放的方式，持有证券同样是美联储当前资产的主要构成，截至 12 月 21 日，在美联储当前的总资产中占比 94.69%；并由此衍生出美联储主要的总量及结构性工具。这一资产结构的成因可追溯到 2008 年美联储为应对危机采取的几次“量化宽松”政策，通过公开市场操作的方式，美联储持续、较大规模的购买国债及 MBS，截至 12 月 21 日，两种债券的占比分别在 54.90% 和 30.80%。

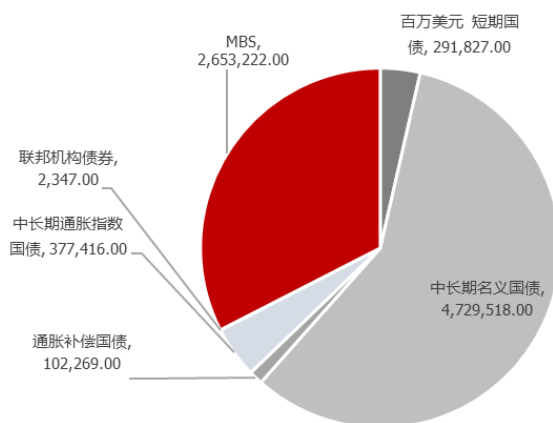
截止 2022 年 12 月 21 日，美联储持有国债规模达到 5.5 万亿美元。其中短期国债，中长期国债(名义型)、中长期国债(通胀指数型)以及通胀补偿(指通胀对通胀指数型中长期债券本金的调整量)规模分别为 0.29、4.73、0.10 和 0.38 万亿元，中长期国债规模明显较高，压低长期融资成本是这一结构的成因之一。

图表 27. 持有证券是美联储资产的主要构成部分



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 持有证券以中长期美国债及 MBS 为主



资料来源：万得，中银证券，数据截至 2022 年 12 月 21 日



## 3.2 通过美联储结构性工具，进一步理解我国政策思路

在结构性工具的选择上，美联储会以净投资组合（Net portfolio holdings）（以下简称“组合”）的方式“定向”资产购买，以实现结构性投放流动性的目的。

从具体操作看，组合是美联储成立具有特殊目的产品计划，类似于 ABS 设立过程中设立的 SPV，再向组合提供信贷以帮助其收购特定资产；例如，2020 年美国新冠疫情爆发，美联储推出为期一年的商业票据融资便利工具 CPFF，即为专门购买商业票据的净投资组合，通过购买三个月期的商业票据，缓解商业票据因无法偿付而催生的流动性风险。此外，美联储还设立了定向购买企业债、市政债、ABS(TALF II LLC 投资组合)及针对中小企业的 Main Street 的净投资组合,对各特定实体投放流动性支持。

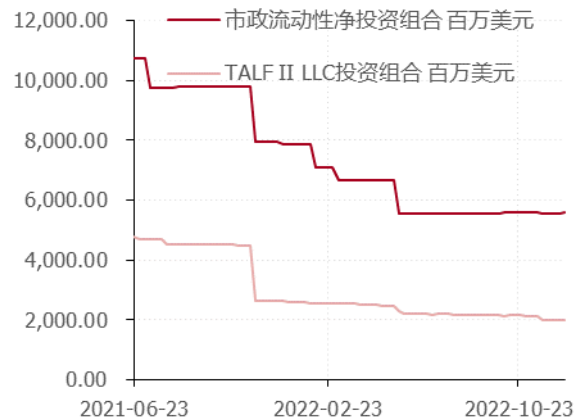
随着美联储政策重点从促进就业转向控制通胀，净投资组合工具纷纷到期或减量，截至 12 月 21 日，目前仍在存续的净投资组合主要为中产阶级贷款计划、市政债流动计划及 TALF II LLC，规模分别为 22596.00、5566.00 和 1983.00 百万美元，在美联储资产负债表中累计占比 0.35%，2022 年以来规模呈现持续下降。

图表 29. 中产阶级贷款计划规模逐渐减少



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 其他种类净投资组合规模逐渐减少



资料来源：万得，中银证券

**通过美联储结构性工具，进一步理解我国政策思路：**2020 年新冠爆发以来，美联储持续采取“非正常化”货币政策，以 QE 的方式释放过量流动性，在促成本国经济修复的同时，引发了严重通胀。

尽管美联储过量的流动性政策是当前通胀环境的重要推手之一，但理解美联储结构性工具，能够为后续理解国内政策思路提供参考。美国资本市场证券品种较多，对特定证券的合理规模购买，能够较快实现对特定实体的流动性支持，畅通流动性传输渠道。近年来，我国加速发展资本市场，支持多种融资工具创新发展，中长期能够畅通货币政策传输渠道，加速宽货币向宽信用的传导。

**发展直接融资对我国利率市场化进程也有重要意义。**在利率走廊的管理上，美联储也受益于他直接融资工具丰富的优势。美联储将联邦基金利率设定为一个区间，上限是准备金利率，下限是隔夜逆回购利率；在维护联邦基金利率在这个区间运行的过程中，若联邦基金利率高于利率走廊上限，则美联储可以上限价格买入债券等合格抵押物，投放资金，使得基准利率回归至走廊内。反之，如果基准利率运行至走廊下限的下方，则美联储可以以下限价格卖出债券等合格抵押物，促使基准利率回升至利率走廊内部，因此，直接融资市场的积极发展，本身也对我国利率市场化进程有一定的借鉴意义。

**风险提示：全球通胀韧性较强；地缘关系不确定性加强**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371