

# 抽丝剥茧，拆解人民银行资产负债表

## ——全球央行资产负债表专题之二

✍ : 孙付 执业证书编号:S1230514100002 吴伟 (联系人)  
 ☎ : 021-64718888-1308 021-80108134  
 ✉ : sunfu@stocke.com.cn wuweil@stocke.com.cn

### 报告导读

随着美联储预计 2017 年年底开始启动缩表，我们在前面一篇深度报告详细分析了美联储资产负债表的情况，结合近年国外货币政策变动产生的外汇流动以及国内货币政策，进一步拆解中国人民银行的资产负债表。

### 投资要点

1. 央行资产负债表扩张（投放基础货币）分为两个阶段：一是双顺差带来的外汇流入导致的资产负债表的扩张，二是为了对冲人名币贬值预期带来的外汇流出，通过对扩大存款性公司的债权来扩大央行的资产负债表。
2. 为对冲外汇流出导致央行基础货币和资产负债表的收缩，央行通过公开市场操作扩大资产负债表，创新型货币政策工具（SLF、PSL、MLF）逐渐成为货币投放的主体方式。
3. 在资产不变的情况下，央行资产负债表的负债占比最大的分别为储备货币（88%）和政府存款（8%），合计占比 96%，因此，基础货币大致等于央行的负债减去财政存款。在总量不变的情况下，财政存款变动对基础货币有反向作用。
4. 由于受居民取现需求的影响，货币发行具有明显的春节效应，呈现出季节性特点。
5. 财政存款由于政府财政支出和收入的变动，在季初和季末存在大幅变动。

### 相关报告

《拂尘见金，破解缩表的“联络图”：美联储缩减资产负债表专题研究》  
 2017.5.9

报告撰写人：孙付  
 数据支持人：吴伟

## 正文目录

<b>1. 2017 年 5 月央行资产负债表</b>	<b>4</b>
<b>2. 央行资产负债表的资产结构</b>	<b>4</b>
2.1. 现有结构	4
2.1. 结构变化	5
2.2. 外汇与货币投放	6
2.3. 传统型、创新性公开市场工具与货币投放	7
2.3.1. 传统型货币政策工具	8
2.3.2. 创新型货币政策工具	8
2.4. 当前央行变动较低的资产项目	9
2.4.1. 对政府债权：财政部特别国债	9
2.4.2. 对其他金融性公司债权	10
2.4.3. 对非金融性公司债权	10
2.4.4. 其他资产	10
<b>3. 资产负债表里的负债结构、</b>	<b>11</b>
3.1. 现有结构	11
3.2. 结构变化	11
3.3. 储备货币：货币发行与准备金	12
3.3.1. 货币发行：流通中的货币（M0）+ 其他存款性公司库存现金	12
3.3.2. 准备金与 M1、M2、超额准备金率的关系	13
3.4. 货币发行的季节性特点：春节效应	14
3.5. 财政存款及其周期性特点	15
3.6. 当前央行的变动较低的负债项目	17
3.6.1. 央行“发行债券”（央票）与货币投放的关系	17

## 图表目录

图 1：2017 年 4 月人民银行资产分类占比	5
图 2：人民银行资产结构变化	5
图 3：中国国际收支（BOP）数据	6
图 4：中国国际投资头寸（IIP）数据	6
图 5：外汇占款投放基础货币的各主体资产负债表变化	7
图 6：为对冲外汇占款下降，投放基础货币的各主体资产负债表变化	7
图 7：人民银行对其他存款性公司债权与创新型金融工具	9
图 8：人民银行对政府债权	10

图 9: 人民银行的其他资产 .....	10
图 10: 2017 年 4 月人民银行负债分类占比 .....	11
图 11: 2017 年 4 月人民银行负债分类占比 .....	11
图 12: 货币发行和准备金共同构成了储备货币 .....	12
图 13: M0 和流通中的现金构成了货币发行 .....	13
图 14: 货币发行影响央行、商业银行、居民的资产负债表 .....	13
图 15: 货币乘数与超储率呈反比 .....	14
图 16: 货币发行的季节性变动 .....	15
图 17: 货币发行在春节前后的变动 .....	15
图 18: 财政存款的变动 .....	16
图 19: 财政存款的季节性因素图 .....	16
图 20: 部分人民银行负债项目的变动 .....	17
图 21: 央票回收基础货币的机制 .....	18
 表 1: 2017 年 4 月中国人民银行资产负债表 .....	 4
表 2: 央行货币政策概览 .....	8
表 3: 2008-2017 年财政存款的季节性因素的统计分析 .....	17

## 1. 2017 年 5 月央行资产负债表

在每月 10-15 日，人民银行发布初步的金融机构数据；在每月 19 日左右，人民银行发布完整的金融机构数据。人民银行的资产负债表是在每月的 19 日公布。

因此，我们选取了最近的数据（5 月份）的数据来进行分析。

**表 1：2017 年 5 月中国人民银行资产负债表**

资产（单位：亿）		负债（单位：亿）	
国外资产（外汇占款）	223,430.64	储备货币	299,584.96
外汇	215,496.18	货币发行	73,746.18
货币黄金	2,541.50	其他存款性公司存款（准备金）	225,838.79
其他	5,392.96		
		政府存款	30,943.56
对政府的债券	15,274.09	中央（2005 年不再公布）	0.00
中央政府	15,274.09		
其他政府（地方政府）	0.00	金融性公司存款	8,772.30
		发行债券	500.00
对其他存款性公司的债权	85,834.20	国外负债	829.56
对其他金融性公司的债权	6,313.41	自有资金	219.75
对非金融公司的债权	98.94	其他负债	1,635.09
其他	11,533.93		
总计	342,485.22	总计	342,485.22

资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

人民银行资产负债表的分类是依据交易对手的类型来进行划分的。据此，我们对人民银行的交易对手进行界定。其中中央政府、其他政府、外汇等就不再赘述，下面对其他存款性公司、其他金融性公司进行解释。

**其他存款性公司**指的是银行类金融机构，接受银监会管理的金融机构。定义是除中央银行以外的，主要进行吸收存款、发放贷款、办理（支票）转账结算等中介服务的存款性公司或准公司。主要包括商业银行（存款货币银行）、信用合作社以及专门把储蓄存款作为资金来源的储蓄机构等。

**其他金融性机构**指的是非银行类金融机构，接受证监会、保监会管理的金融机构，主要包括证券类金融机构、保险类金融机构等。

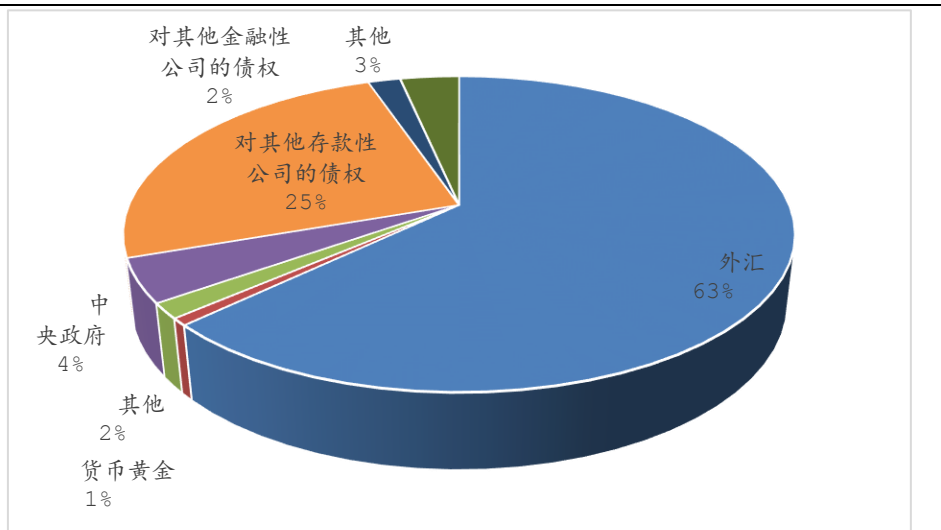
**非金融性公司**指的不从事金融业务的普通公司。定义是向市场提供各种货物和非金融性服务，并以营利为目的，是国民经济中进行生产活动、提供产品的主要部门。非金融性公司是最重要的资金需求部门。正是由于非金融性公司部门对资金的需求导致了金融活动以及金融部门的发展和壮大。

## 2. 央行资产负债表的资产结构

### 2.1. 现有结构

人民银行的资产负债表的资产主要由国外资产、对政府的债权、对其他存款性公司的债权、对其他金融性公司的债权、对非金融公司的债权和其他债权等构成。其中占比最多的两个二级分项为外汇（63%）、对其他存款性公司的债权（25%），两者相加等于总占比的 90%左右。

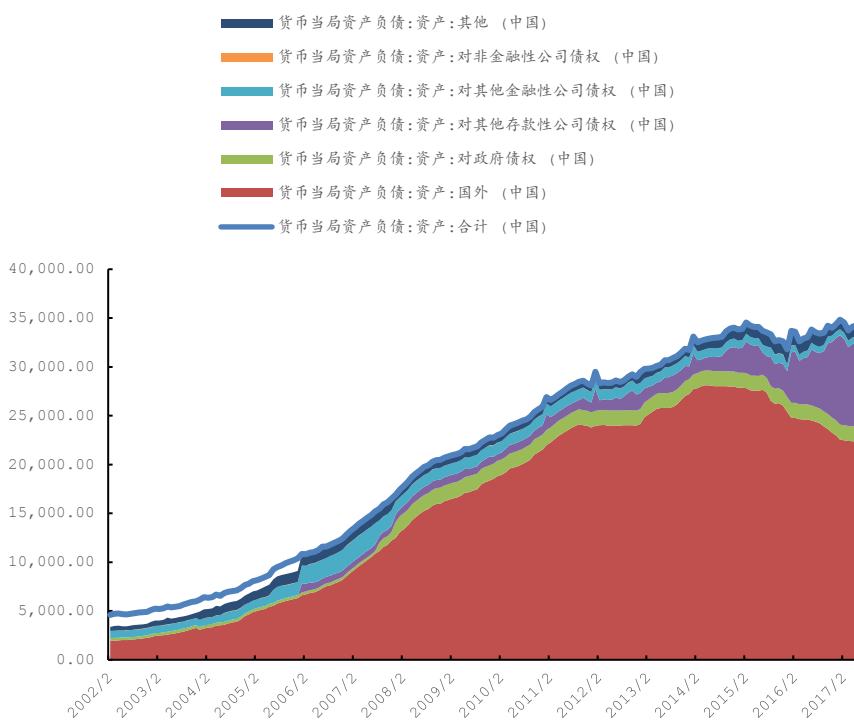
图 1：2017 年 4 月人民银行资产分类占比



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

## 2.1. 结构变化

图 2：人民银行资产结构变化

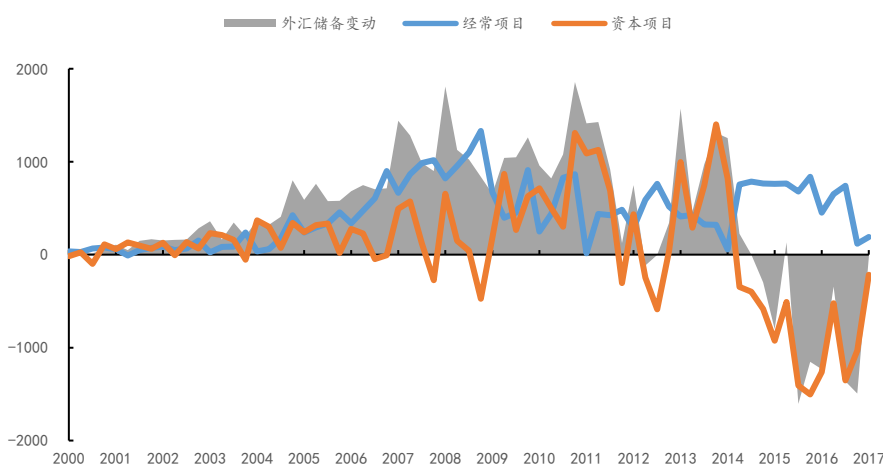


资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

根据人民银行资产结构变化，我们发现人民银行资产负债表的资产扩张主要分为两个阶段：

**第一个阶段（2014 年以前），双顺差带来的外汇流入导致的资产负债表的扩张。**自中国改革开放以来，快速的生  
产效率提高以及外向型经济策略形成了国际收支经常项目顺差，而人民币升值压力和国际投资环境的改善形成了国际  
收支资产和金融项目的顺差。在双顺差和升值预期的环境下，企业很强的动力将外汇兑换成人民币，客观上要求人民  
银行购入外汇。

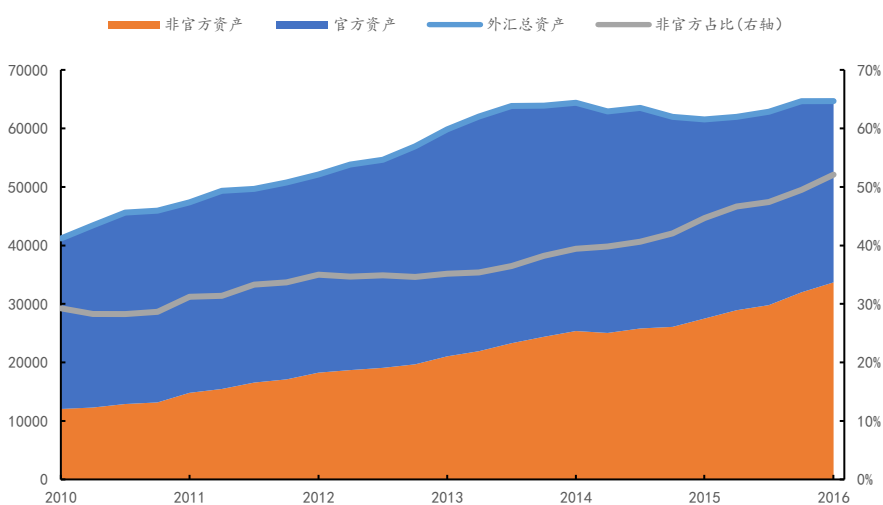
图 3：中国国际收支（BOP）数据



资料来源：国家外汇管理局，CEIC，浙商证券研究所

第二个阶段（2015 年以后），为了对冲人民币贬值预期带来的外汇流出，扩大对存款类金融公司的债权来稳定乃至扩大央行的资产负债表。国家外汇管理局局长潘功胜说，“随着新兴经济体增长放缓，发达国家货币政策分化，特别是美联储量化宽松货币政策的退出并启动加息，跨境资本流动开始转向”。跨境资产开始流出，导致央行的外汇资产开始下降。并且在人民币的贬值预期，私人持有外汇资产的需求开始旺盛，非官方储备的占比从 2010 年不足 35% 上升至至今超过 50%。为了对冲跨境资本流动导致的央行外汇资产（外汇占款）的下降，人民银行开始采用创新性的金融工具（SLF、MLF、PSL 等）来扩大央行的资产负债表。

图 4：中国国际投资头寸（IIP）数据



资料来源：国家外汇管理局，CEIC，浙商证券研究所

## 2.2. 外汇与货币投放

外汇占款是指本国中央银行收购外汇资产而相应投放的本国货币。由于人民币是非自由兑换货币，外资引入后需兑换成人民币才能进入流通使用，国家为了外资换汇要投入大量的资金，需要国家用本国货币购买外汇，因此增加了“货币供给”，从而形成了外汇占款。

需要特别指出的是：

第一、 外汇占款指的是央行资产负债表下的外汇科目。

第二、 外汇占款采取的是成本法，不随着外汇储备价格的变动而变动。

在 2014 年前，外汇流入对各主体的资产附表表的变化如下：如下所示，当居民向银行结汇时，外汇存款减少。商业银行将个人的外汇存款汇集到央行，央行形成外汇占款，并把换汇所得以准备金的形式交给银行，银行在其资产负

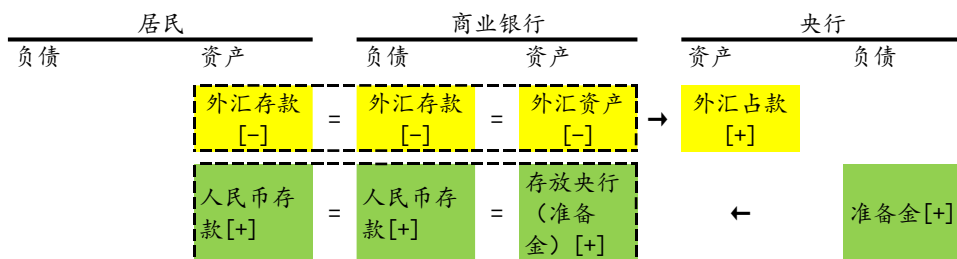
债表记录居民的人民币存款。因此，我们看到在居民结汇的过程有以下几点：

第一、居民与商业银行的资产负债表规模不变。

第二、央行扩大了其资产负债表的规模。

第三、央行向市场投放了基础货币。

图 5：外汇占款投放基础货币的各主体资产负债表变化



资料来源：浙商证券研究所

## 2.3. 传统型、创新性公开市场工具与货币投放

对其他存款性公司债权权指的是中国人民银行对其他存款性公司发放的信用贷款、再贴现和债券回购等性质的融和持有的其他存款性公司发行的债券。央行对其他存款性公司债权项目的主要表现形式是对商业银行的再贴现、再贷款、买入返售证券（逆回购），以及近年来新创设的货币政策工具 MLF、SLF、PSL、TLF 等，其综合效应表现为基础货币投放。

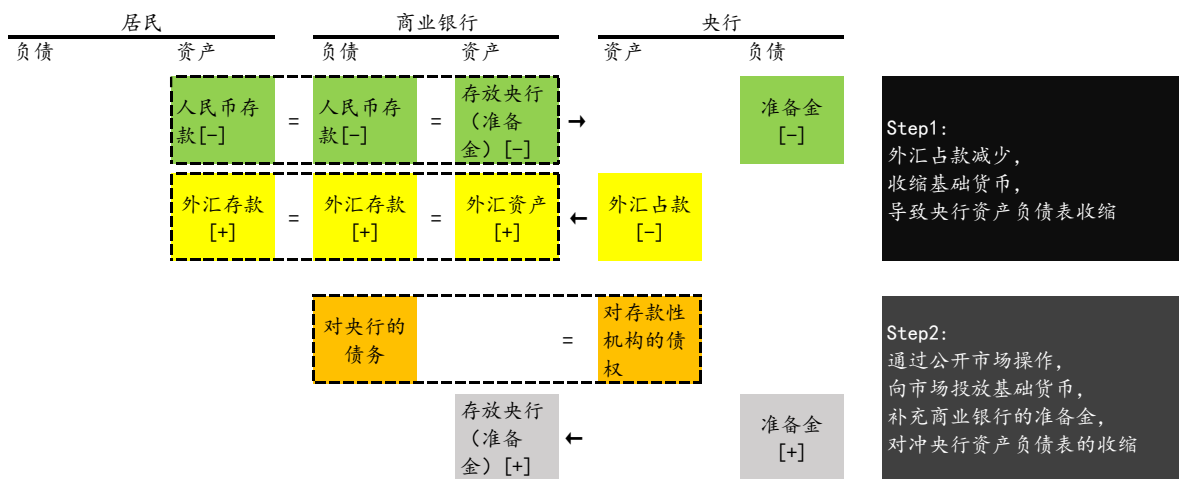
在目前的情况下，由于经济逐步复苏、稳定汇率等的考虑，央行难以通过改变法定准备金率的方式来改变货币供应量。在这样的背景下，为适应经济增长的需要，保持货币供应量与经济增长相适应，对其他存款性公司债权就成为了央行进行基础货币投放的主要渠道。

在 2015 年后，为对冲外汇流出，央行投放流动性对各主体的资产负债表的变化如下：

第一步，居民持有的人民币去银行换汇。当居民去银行换汇的时候，他的资产里面减少的是人民币存款，增加的是外汇存款。而对于银行而言，负债这边是用外汇存款替换了人民币存款，在资产端使用外汇资产替换了存放在央行的准备金。而对央行而言，最终付给居民的外汇来源于央行的外汇资产（外汇占款）；为换汇银行支付给央行，央行收缩了准备金。最终的结果是央行收缩了基础货币。

第二步，为对冲，央行通过公开市场操作投放流动性。为了对冲换汇所带来的基础货币的减少，央行保持基础货币供给的稳定，必须通过其他方式来投放基础货币。这里就是央行通过增加对其他存款类公司的债权来达到。简单的说，就是央行通过公开市场操作向商业银行发放一笔准备金，然后在资产端簿记一笔对其他存款类公司的债权来达到。

图 6：为对冲外汇占款下降，投放基础货币的各主体资产负债表变化



资料来源：浙商证券研究所



**表 2：央行货币政策概览**

政策工具		操作方式	期限	资金投放渠道	工具性质
公开市场 操作工具 (传统 型)	逆回购	质押回购	7 天、14 天、28 天	公开市场业务一级 交易商。	数量、价格引导复合 型。
	短期流动性 调节工具 (SLO)	短期回购	1-7 天， 节假日可 延长	公开市场业务一级 交易商中具有系统 重要性、资产状况 良好、政策传导能 力强的部分金融机 构。	数量、价格引导复合 型。
	中央国库 现金管理 商业银行 定期存款	利率招标	3 个月、6 个月、9 个月	具有资格的商业银 行	数量、价格引导复合 型。
创新工具	常备借贷 便利 (SLF)	以抵押方式发放，合 格抵押品包括高信用 评级的债券类资产及 优质信贷资产等。	1-3 个月	政策性银行、全国 性商业银行。	数量、价格引导复合 型。正探索让其利率 发挥货币市场利率走 廊上限的功能。
	中期借贷 便利 (MLF)	以质押方式发放，需 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。	3 个月、6 个月、1 年	政策性银行、全国 性商业银行。	数量、价格引导复合 型。利率发挥中期政 策利率的作用，引导 金融机构降低贷款利 率和社会融资成本。
	抵押补充 贷款 (PSL)	以抵押方式发放，合 格抵押品包括高信用 评级的债券类资产及 优质信贷资产等。	3-5 年	政策性银行，主要 是国开行和进出口 银行。	数量、价格引导复合 型。
	临时流动 性便利 (TLF)	无需抵押品发放。	28 天	政策性银行、全国 性商业银行。	数量、价格引导复合 型。

资料来源： 浙商证券研究所

**2.3.1. 传统型货币政策工具**

传统的公开市场操作工具主要有三种回购交易、现券交易和发行中央银行票据三种，其中回购交易和现券交易都是通过改变央行的资产来进行实行对基础货币的控制，而中央银行票据是通过改变央行的负债来实现对基础货币的控制。

**回购交易**分为正回购和逆回购两种，正回购为中国人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为，正回购为央行从市场收回流动性的操作，正回购到期则为央行向市场投放流动性的操作；逆回购为中国人民银行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为，逆回购为央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则为央行从市场收回流动性的操作。

**现券交易**分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币。

**中央银行票据**中央银行作为调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券，之所以叫“中央银行票据”，是为了突出其短期性特点（从已发行的央行票据来看，期限最短的 3 个月，最长的也只有 3 年），其发行的对象是公开市场业务一级交易商，作用主要是为市场提供基准利率，以及推动货币市场的发展。中央银行票据即中国人民银行发行的短期债券，央行通过发行央行票据可以回笼基础货币，央行票据到期则体现为投放基础货币。

**2.3.2. 创新型货币政策工具**

自 2008 年第三季度以来，为应对全球金融危机对我国经济的冲击以及后危机时期的结构性调整，我国进行了一系列货币政策创新，丰富并优化了货币政策工具箱，包括常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）和中期借贷便利

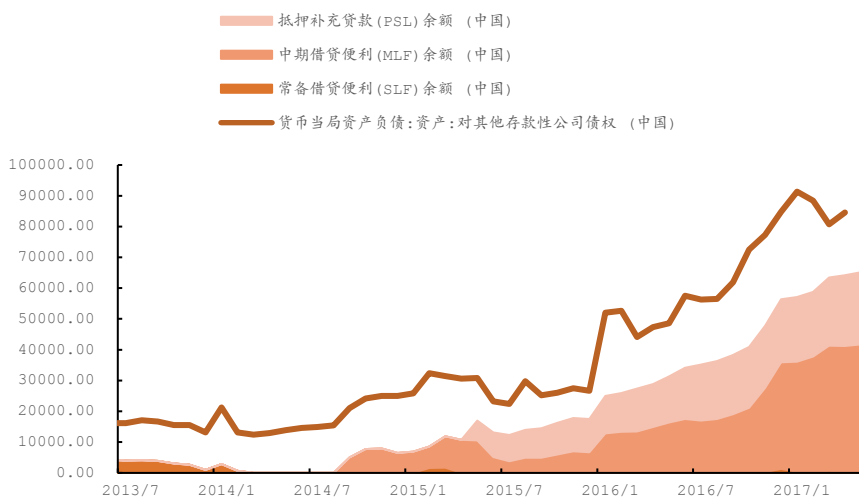


(MLF) 等。

从 2014 年以来，以 SLF、MLF、PSL 等创新型货币政策工具逐渐取代传统性公开市场工具，成为央行投放基础货币的主要途径。截至到 2017 年 5 月底，常备借贷便利存量为 118.22 亿，占对其他存款性公司的债权的 0.14%；中期借贷便利存量为 41578 亿，占比为 48.44%；抵押补充贷款存量为 23473 亿，占比为 27.35%。

创新型货币政策工具合计占对其他存款性公司的债权的 75.92%。

图 7： 人民银行对其他存款性公司债权与创新型金融工具



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

**2013 年初，借鉴国际经验，中国人民银行于创设了常备借贷便利 (SLF)。**它是中国人民银行正常的流动性供给渠道，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限为 1-3 个月。利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。常备借贷便利以抵押方式发放，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。

**2014 年 7 月，中国人民银行创设抵押补充贷款 (PSL)。**2014 年 7 月，央行向国开行注入为期 3 年 1 万亿的 PSL，利率 4.5%，用于支持棚户区改造、保障房安居工程、三农和小微企业发展。央行通过 PSL 可以调节向金融机构融资的成本，引导其向需要支持的实体经济部门注入低成本流动性，以降低特定实体经济部门的融资成本。PSL 最大突破在于，将商业银行贷款纳入用于基础货币投放的合格抵押品框架，从而摆脱再贷款的信用风险问题，打造一个常规的基础货币投放渠道。

**2014 年 9 月，中国人民银行创设中期借贷便利 (MLF)。**中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。发放方式为质押方式，并需提供国债、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。

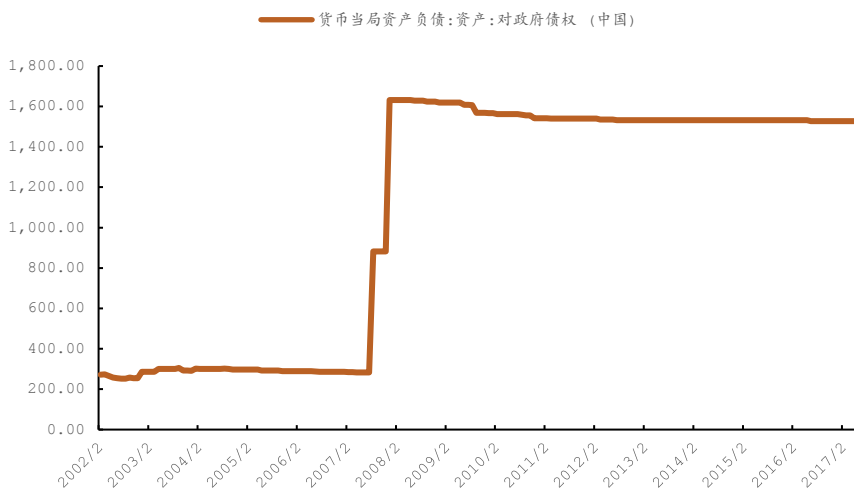
## 2.4. 当前央行变动较低的资产项目

### 2.4.1. 对政府债权：财政部特别国债

**对政府债权记录的是央行持有的政府发行证券，主要是特别国债。**对这一科目有两点值得强调：第一、对政府债权全部是对中央政府的债权，所以“对政府债权”规模与“对中央政府债权”规模完全相等。第二、1995 年《中国人民银行法》规定“中国人民银行不得对政府透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”。既有“对政府债权”项余额为历史沉淀，例如 2007 年特别国债发行。之所以出现特别国债发行这样比较为复杂的资金流转，最终还是为了规避《中国人民银行法》规定的不得“对政府透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债券”。

我国的特别国债目前发行过两次，第一次，经第八届全国人大常委会第 30 次会议审议批准，财政部于 1998 年 8 月向四大国有独资商业银行发行了 2700 亿元长期特别国债，所筹集的资金全部用于补充国有独资商业银行资本金；第二次，2007 年十届全国人大常委会第二十八次会议决定：批准发行 15500 亿特别国债，用于购买约 2000 亿美元外汇，作为即将成立的国家外汇投资公司的资本金。

图 8： 人民银行对政府债权



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

#### 2.4.2. 对其他金融性公司债权

“对其他金融性公司债权”主要包括央行对其他金融性公司的金融稳定再贷款。主要是央行为维护金融稳定过程中提供的贷款。“对其他存款性公司债权”和“对其他金融性公司债权”之间的差异，不仅因为其他存款性金融公司和其他金融性公司分别涵盖不同类型的金融机构，还有一个重要原因在于两者反应了央行投放流动性的不同目的。“对其他存款性金融公司债权”主要记录了央行为维持货币市场流动性而进行主动投放基础货币的方式，“对其他金融性公司债权”主要记录央行为了金融稳定而开展的再贷款。

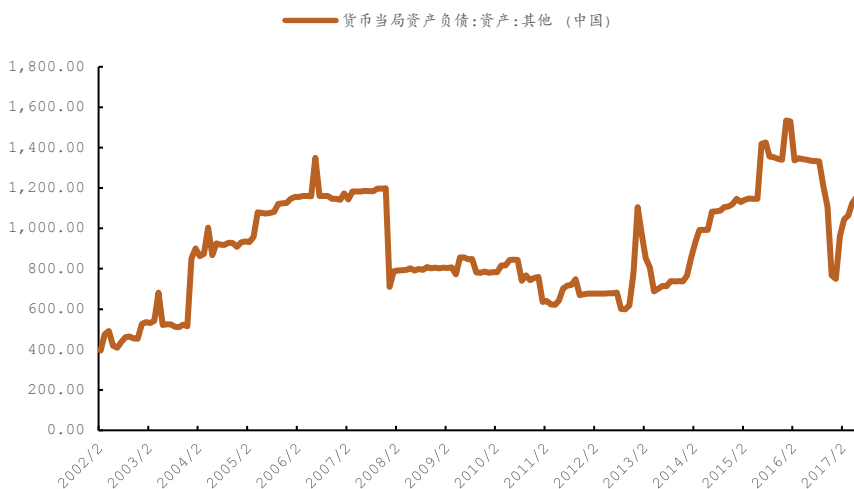
#### 2.4.3. 对非金融性公司债权

“对非金融性公司债权”的形成主要是央行为支持老少边穷地区经济开发所发放的贷款，对非金融性部门债权规模较小。

#### 2.4.4. 其他资产

根据官方“外汇管理工作综述”信息，2003年年底，央行采用资产划拨一次到位的办法，动用450亿美元外汇储备，向中国银行和中国建设银行注资，央行资产负债表中的“其他资产项”在2003年12月骤升3367.4亿人民币。如图所示，在2014年1月其他资产的规模有一个很大的跃升。

图 9： 人民银行的其他资产



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

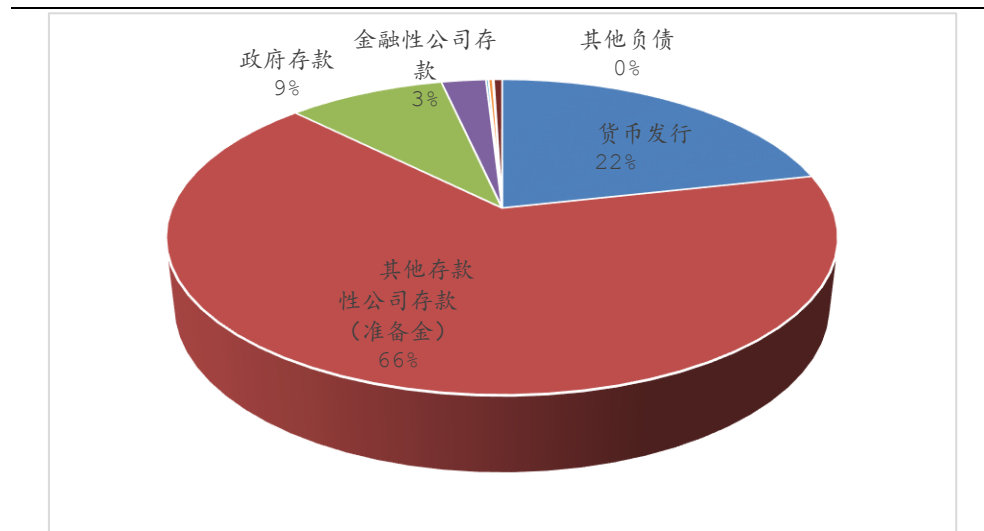
### 3. 资产负债表里的负债结构、

#### 3.1. 现有结构

人民银行的资产负债表的负债主要由储备货币、政府存款、金融性公司存款、发行债券、国外负债、自有资金、其他负债等。

其中占比最大的分别为储备货币（88%）和政府存款（8%），两者合计占比为 96%。而储备货币中的货币发行占负债的比例为 22%，其他存款性公司存款（准备金）占负债的比例为 66%。因此，基础货币大致等于央行的负债减去财政存款。

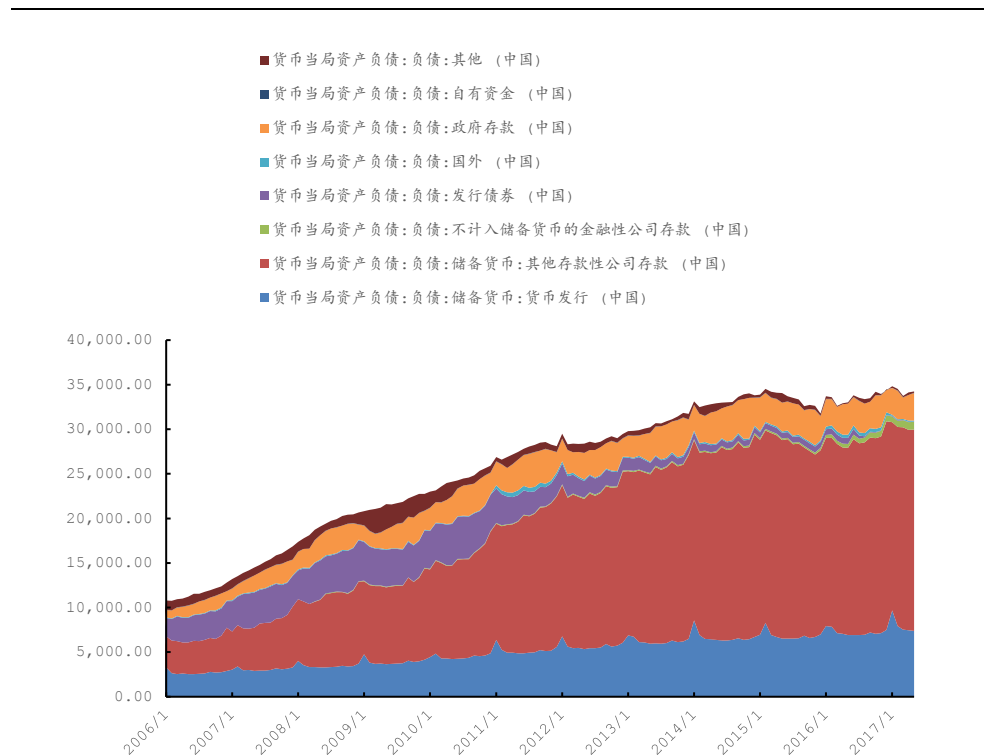
图 10：2017 年 4 月人民银行负债分类占比



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

#### 3.2. 结构变化

图 11：2017 年 4 月人民银行负债分类占比



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

不同于人民银行的资产，**人民银行的负债基本保持稳定，占比前三的分别是储备货币中的准备金、货币发行以及财政存款。**

**变动最大的是央行的发行债券，也就是我们常说的央票。**这也与货币投放的第一阶段相对应，央行因为外汇占款快速增加导致的资产负债表扩张，而被动向市场投放流动性；为了对冲新增的流动性，央行不得不发行债券（央票），来回收多余的流动性。

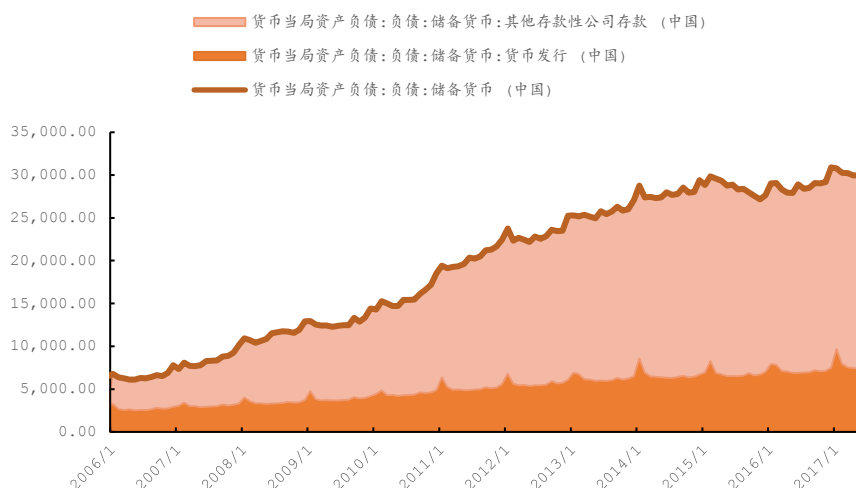
### 3.3. 储备货币：货币发行与准备金

**储备货币就是我们常说的基础货币，是央行负债的最大构成项。**主要包括货币发行和其他存款性公司存款两个部分。其中货币发行根据持有部门的不同，又可分为其他存款性公司持有的通货（即各银行为了应付提款等的库存现金）以及存款性公司以外的部门持有的通货（流通中的货币 M0）。2017 年 5 月，人民银行的储备货币约为 30.0 万亿，约占整个央行负债的 87.5%。

**公式 1：储备货币（基础货币）=货币发行+其他存款性公司存款（准备金）**

储备货币由货币发行和准备金构成，其中准备金约占 3/4，货币发行约占 1/4。如下图所示，2017 年 5 月，其他存款性公司存款（准备金）为 22.6 万亿，占储备货币的比例为 75.4%；货币发行为 73.7 万亿，占储备货币的比例为 24.6%。

图 12：货币发行和准备金共同构成了储备货币



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

基础货币是整个商业银行体系借以创造存款货币的基础，是整个商业银行体系的存款得以倍数扩张的源泉。从质上看，**基础货币具有几个最基本的特征：**

**第一、中央银行的货币性负债，而不是中央银行资产或非货币性负债。**

**第二、中央银行通过自身的资产业务供给出来的。**中央银行通过公开市场操作等资产工具向市场注入流动性。

**第三、基础货币是外生变量，央行具有完全的调控力。**通过由中央银行直接控制和调节的变量对它的影响，达到调节和控制供给量的目的。

**第四、基础货币通过货币乘数效应提供货币供应量。**货币乘数是经济的外生变量。基础货币是支撑商业银行负债的基础，商业银行不持有基础货币，就不能创造信用。

#### 3.3.1. 货币发行：流通中的货币（M0）+ 其他存款性公司库存现金

**货币发行是一定时间内从央行进入流通领域的货币减掉回流到央行的货币的差额，代表着中央银行的“发行的银行”的职能。**国家授权发行货币的银行将货币从发行基金保管库调拨给银行业务库，并通过它向流通界投放货币的活动。

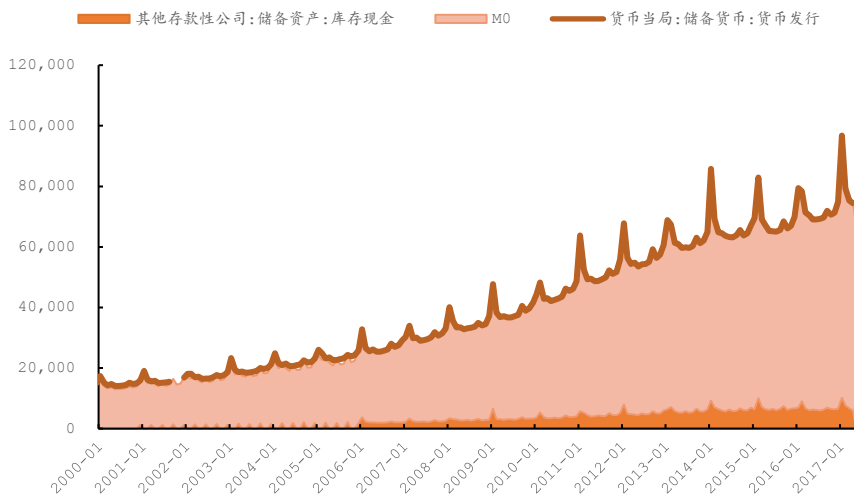
货币发行扣除成本就是铸币税，就是发行货币的收益。一张 100 美元的钞票印刷成本也许只有一美元，但是却能购买 100 美元的商品，其中的 99 美元差价就是铸币税，是政府财政的重要来源。使用别国的货币，就是主动放弃了大

量的财富。

货币发行主要有两个部分，一个是在流通领域，一个是商业银行的窖藏。流通领域的就是流通中的货币也就是 M0。商业银行的窖藏就是对应着商业银行的资产负债表里的“库存现金”。2017 年 4 月，流通中的货币占货币发行的比例为 91.3%，而商业银行的库存现金占比为 8.7%。

公式 2：货币发行=流通中货币（M0）+其他存款性公司库存现金

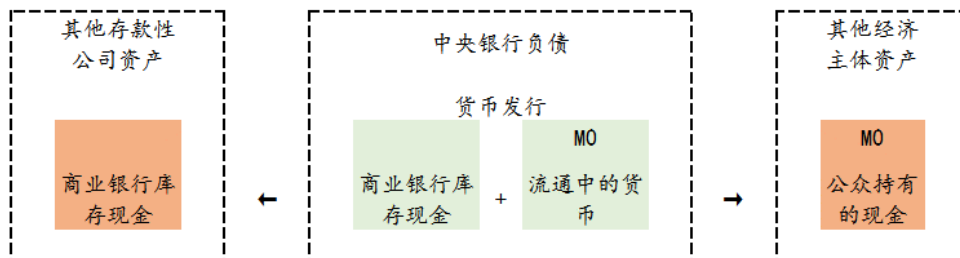
图 13：M0 和流通中的现金构成了货币发行



资料来源：中国人民银行，Wind，浙商证券研究所

央行发行货币以后，货币就进入了流通领域，成为其他主体的资产，而成为央行的负债。具体影响如下。

图 14：货币发行影响央行、商业银行、居民的资产负债表



资料来源：浙商证券研究所

### 3.3.2. 准备金与 M1、M2、超额准备金率的关系

准备金是商业银行库存的现金按比例存放在中央银行的存款，代表着中央银行“银行的银行”的智能。实行准备金的目的是为了确商业行在遇到突然大量提取银行存款时，能有相当充足的清偿能力。自 20 世纪 30 年代以后，法定准备金制度还成为国家调节经济的重要手段，是中央银行对商业银行的信贷规模进行控制的一种制度。中央银行控制的商业银行的准备金的多少和准备率的高低影响着银行的信贷规模。这个制度规定，商业银行不能将吸收的存款全部贷放出去，必须按一定的比例，或以存款形式存放在中央银行，或以库存现金形式自己保持。准备金占存款总额的比重，称为准备率。

狭义货币（M1）是流通中现金与商业银行活期存款的总和。构成狭义货币的现金，是法定通货的存在形式；商业银行的活期存款，存款人随时可签发支票进行转让或者流通，具有支付手段和流通手段两种职能，是狭义货币中的存款通货。

广义货币以 M2 来表示，其计算方法是交易货币以及定期存款与储蓄存款。

公式 3：狭义货币（M1）=M0+企业活期存款；

广义货币（M2）=M1+准货币（定期存款+居民储蓄存款+其他存款）



公式 4:  $M1 \text{ 货币乘数} = M1 / \text{储备货币}$

$M2 \text{ 货币乘数} = M2 / \text{储备货币}$

公式 5:  $\text{准备金率} = \text{其他存款性公司存款 (准备金)} / \text{存款}$

公式 6:  $\text{超额准备金率} = \text{准备金率} - \text{法定准备金率}$

所谓货币乘数也称货币扩张系数或货币扩张乘数,是指在基础货币(高能货币)基础上货币供给量通过商业银行的创造存款货币功能产生派生存款的作用产生的信用扩张倍数,是货币供给扩张的倍数。在实际经济生活中,银行提供的货币和贷款会通过数次存款、贷款等活动产生出数倍于它的存款,即通常所说的派生存款。货币乘数的大小决定了货币供给扩张能力的大小。

公式 7:  $\text{货币乘数} = \frac{1 + \text{现金比例}}{(\text{法定准备金率} + \text{超额准备金率} + \text{现金比例})}$

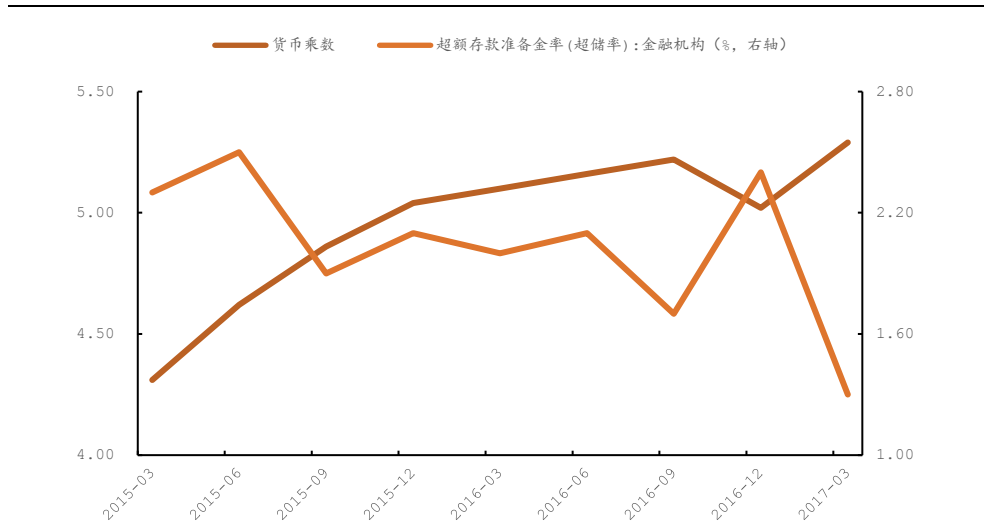
不特别说明,货币乘数特制 M2 货币乘数,是由法定准备金率、超额准备金率以及现金比例共同决定的。货币乘数与法定准备金率、超额准备金率、现金比例呈反比;法定准备金率、超额准备金率、现金比率越低,货币乘数越高。

现金比率是指流通中的现金与商业银行活期存款的比率。现金比率的高低与货币需求的大小正相关。因此,凡影响货币需求的因素,都可以影响现金比率。例如银行存款利率下降,导致生息资产收益减少,人们就会减少在银行的存款而宁愿多持有现金,这样就加大了现金比率。现金比率与货币乘数负相关,现金比率越高,说明现金退出存款货币的扩张过程而流入日常流通的量越多,因而直接减少了银行的可贷资金量,制约了存款派生能力,货币乘数就越小。

商业银行保有的超过法定准备金的准备金与存款总额之比,称为超额准备金率。显而易见,超额准备金的存在相应减少了银行创造派生存款的能力,因此,超额准备金率与货币乘数之间也呈反方向变动关系,超额准备金率越高,货币乘数越小;反之,货币乘数就越大。

近期,基础货币的收缩和 M2 呈现出成正增长共同导致了货币乘数的扩张。货币乘数的扩张使得银行的超额准备金率下降。

图 15: 货币乘数与超储率呈反比



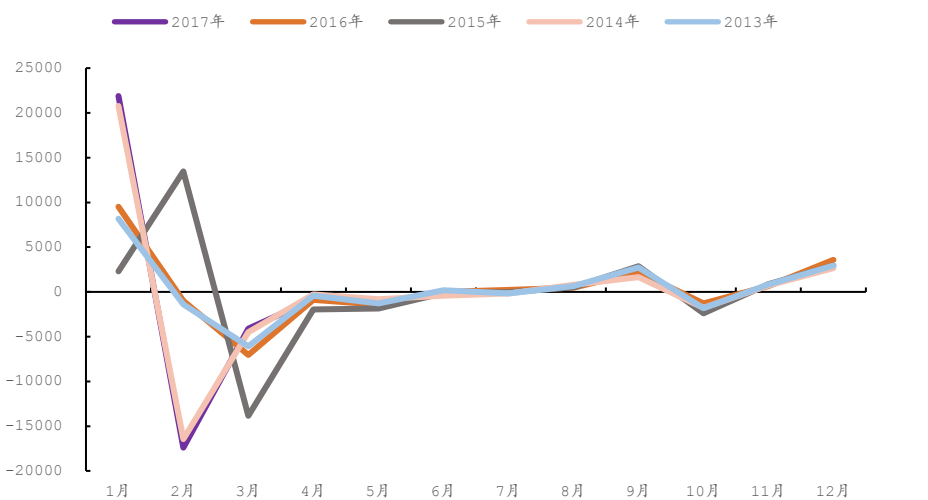
资料来源: 中国人民银行, Wind, 浙商证券研究所

### 3.4. 货币发行的季节性特点: 春节效应

货币发行表现出比较强的周期性特点。下图展示的是 2013 年至 2017 年货币发行量 1 月至 12 月的环比增加量, 可以看到在每年年初货币发行的增加量变动很大, 而从 4 月份开始这一增加值每年的该月都呈现出稳定的增长, 表现在折线图中可以看到, 4 月份开始, 2013 年至 2017 年每月的货币发行量增加额曲线几乎重合。



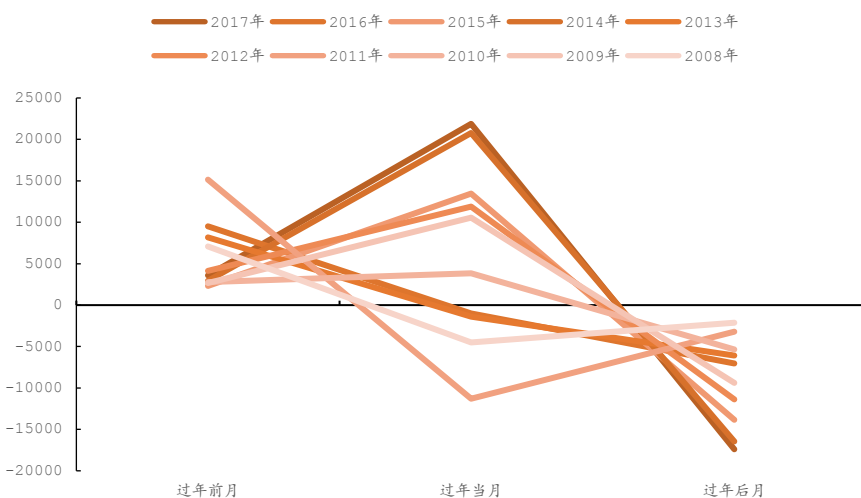
图 16：货币发行的季节性变动



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

由于取现需求增加，流通中的现金季节性增加，触发了货币发行的春节效应。春节前，由于居民具有较强的持有现钞的意愿，同时还有较强的取现需求，这就导致流通在银行体系之外的现金大幅增加，银行需要提高备付金水平，常态化的资金供需出现失衡，资金面会比较紧张。同时，节前资金利率抬升，节后资金利率下降，一定程度上反映了春节效应。

图 17：货币发行在春节前后的变动

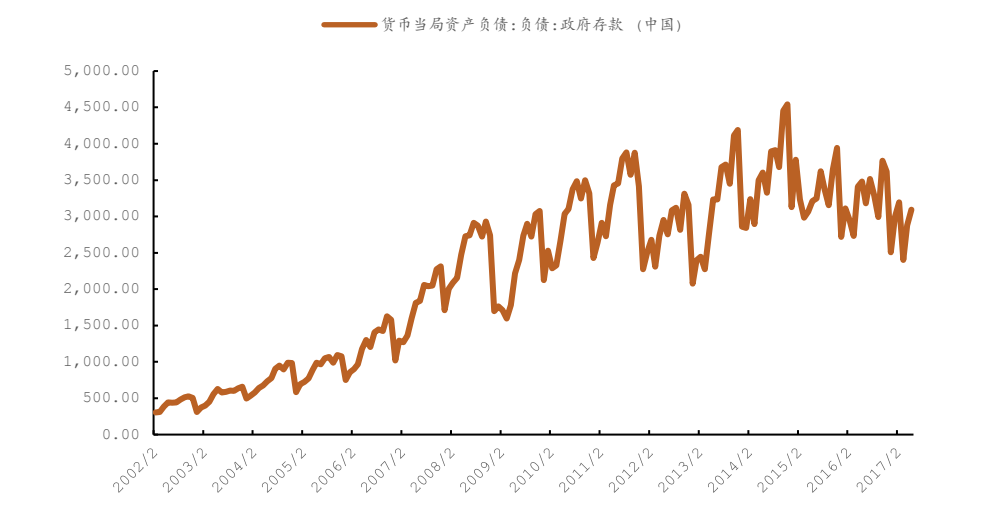


资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

### 3.5. 财政存款及其周期性特点

财政性存款主要是财政国库款项和其他特种公款等，代表了中央银行是“政府的银行”的职能。各级财政部门代表本级政府掌管和支配的一种财政资产。包括国库存款和其它财政存款。国库存款是指在国库的预算资金（含一般预算和基金预算）存款。其它财政存款是指未列入国库存款的各项财政在银行的预算资金存款以及部分由财政部指定存入银行的专用基金存款等。

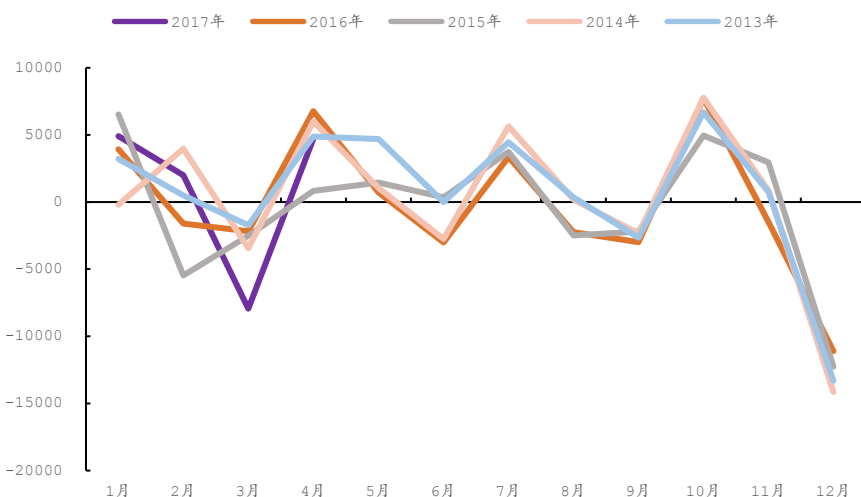
图 18：财政存款的变动



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

财政存款存在很强的季节性特征，每个季度季初（1月、4月、7月、10月）新增财政存款会大幅增加，每个季度季末（3月、6月、9月、12月）会大幅减少。

图 19：财政存款的季节性因素图



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

财政存款的季节性特征是由财政支出、财政收入导致的。财政支出是指在市场经济条件下，政府为提供公共产品和服务，满足社会共同需要而进行的财政资金的支付。财政支出是国家将通过各种形式筹集上来的财政收入进行分配和使用的过程，它是整个财务分配活动的第二阶段。财政清缴是指纳税人在纳税年度终了后规定时期内，依照税收法律、法规、规章及其他有关企业所得税的规定，自行计算全年应纳税所得额和应纳所得税额，根据月度或季度预缴的所得税数额，确定该年度应补或者应退税额，并填写年度企业所得税纳税申报表，向主管税务机关办理年度企业所得税纳税申报、提供税务机关要求提供的有关资料、结清全年企业所得税税款的行为。我国的财政支出有在季末、年末集中支出的季节性特点。而财政收入由于私人部门根据季末、年末的结算额来计算税额，在下一季度初集中缴税，形成财政收入的季初增长的季节性效应。

我们根据 2008-2017 年的财政存款进行了季节性因素的统计分析，发现财政存款在季末、季初的季节性特征十分明显。

**表 3：2008-2017 年财政存款的季节性因素的统计分析**

政府存款	均值	标准差	信息比率
1 月	761.72	7,553.68	10.08%
2 月	173.3	2,769.38	6.26%
3 月	-2,343.38	2,427.88	-96.52%
4 月	4,027.52	1,785.98	225.51%
5 月	2,591.98	1,418.91	182.67%
6 月	-495.01	1,674.22	-29.57%
7 月	3,530.35	1,086.53	324.92%
8 月	-80.43	1,417.05	-5.68%
9 月	-2,439.68	564.14	-432.46%
10 月	4,762.01	2,221.54	214.36%
11 月	-704.64	2,207.96	-31.91%
12 月	-11,329.00	1,688.97	-670.76%

资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

**财政存款对基础货币的影响十分显著。**货币当局资产负债表上的政府存款的变化直接影响基础货币的投放，政府存款增加是回收基础货币的过程，政府存款减少是投放基础货币的过程。财政存款的变动加剧了基础货币的变动；第一，财政支出的变化与储备货币的变化步调一致，受财政存款变动的影响，储备货币也具备这样的变动规律，每年的3月、6月、9月和12月，大幅增加。第二，积极财政政策下，财政支出的大幅增加，带动了储备货币的增加。

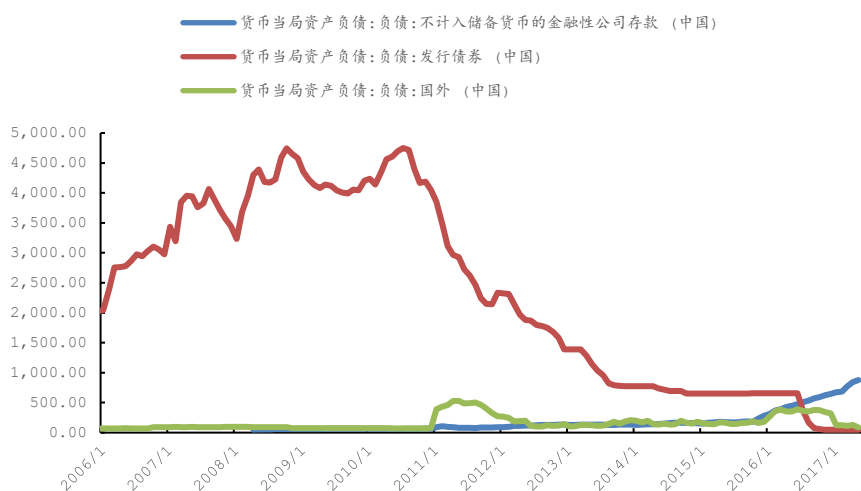
### 3.6. 当前央行的变动较低的负债项目

**“不计入储备货币的金融性公司存款”指的是除去存款准备金之外金融机构在央行的存款，主要包括两部分内容，一部分是金融机构业务往来清算支付所需的资金，另一部分是非存款类金融机构向央行缴纳的法定存款准备金。**

**“国外负债”包括外国政府贷款、国家金融组织贷款、国外银行及其他金融机构贷款和对外发行债券，其中，国家金融组织（IMF）贷款所占比重最大。**

**“自有资金”是央行资本金和信贷基金。**

**“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。**

**图 20：部分人民银行负债项目的变动**


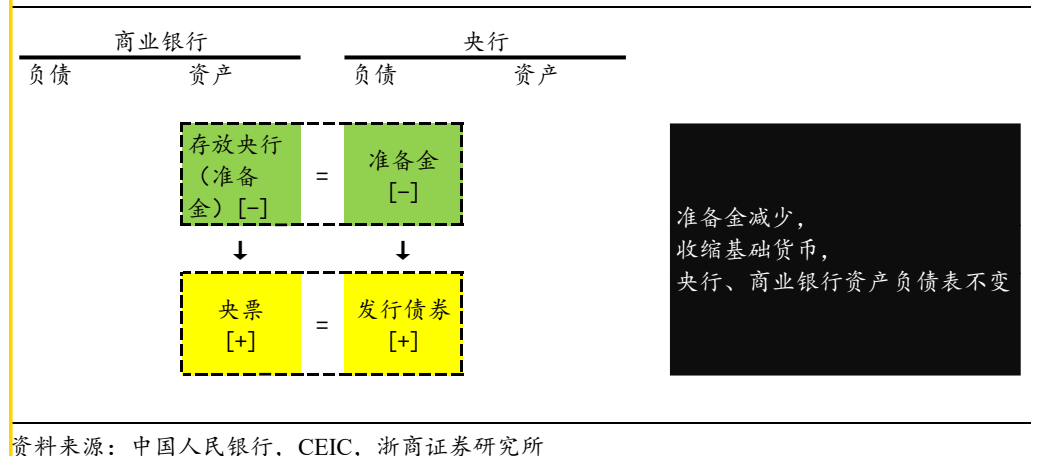
资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

#### 3.6.1. 央行“发行债券”(央票)与货币投放的关系

**央行发行债券又称中央银行票据，这是外汇流入阶段为回收基础货币的产物。是中央银行为了调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券。**之所以叫“中央银行票据”，是为了突出其短期性特

点（从已发行的央行票据来看，期限最短的 3 个月，最长的也只有 3 年）。但央行票据与金融市场各发债主体发行的债券具有根本的区别：各发债主体发行的债券是一种筹集资金的手段，其目的是为了筹集资金，即增加可用资金；而中央银行发行的央行票据是中央银行调节基础货币的一项货币政策工具，目的是减少商业银行可贷资金量。商业银行在支付认购央行票据的款项后，其直接结果就是可贷资金量的减少。

图 21：央票回收基础货币的机制



资料来源：中国人民银行，CEIC，浙商证券研究所

**股票投资评级说明**

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

**行业的投资评级：**

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

**法律声明及风险提示**

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**浙商证券研究所**

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn