



孙彬彬：如何读懂央行资产负债表？



意见领袖 | 孙彬彬团队

如何看待央行行为对于央行资产负债表的影响，以及资产负债表变动的含义？此前我们已经从资产端对央行资产负债表进行解构，本篇则从负债端切入。

储备货币/基础货币

央行负债端主要包括储备货币（基础货币）、不计入储备货币的金融性公司存款、发行央票、国外负债、财政存款、自有资金和其他负债。其中，储备货币为负债端占比最大科目，主要由三个二级科目组成，分别是货币发行、准备金和非金融机构存款组成。

图 2：央行资产负债表负债结构



图 3：储备货币结构



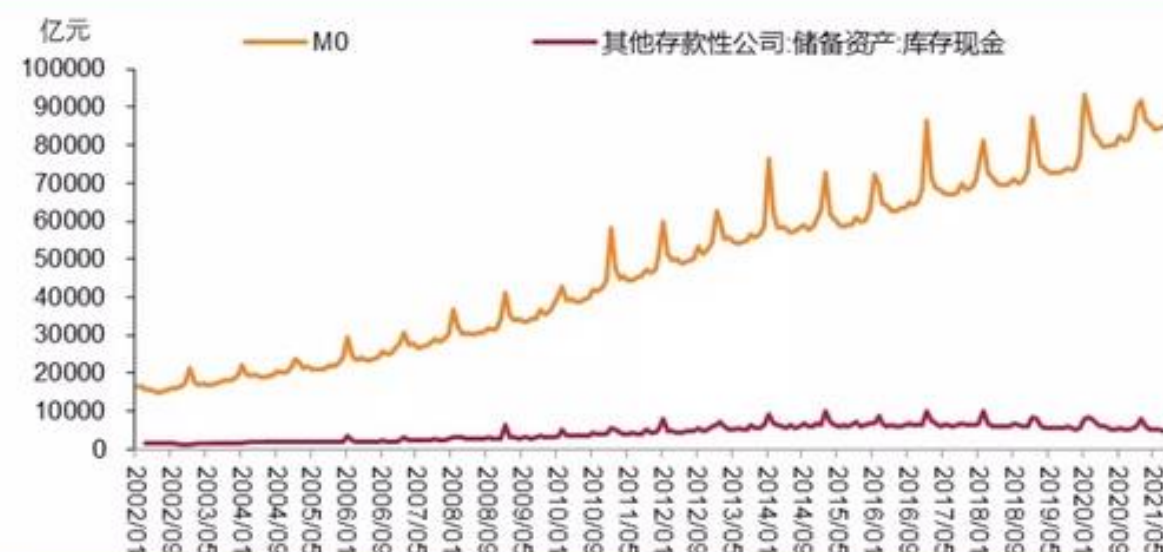
1. 货币发行

央行资产负债表负债端占比最大科目为储备货币（基础货币），主要由货币发行、准备金（法定准备金+超储）、非金融机构存款组成。

货币发行主要由流通中现金 M0+商业银行库存现金组成，其中商业银

行库存现金整体保持平稳，M0 规模波动提升。

图 4：货币发行构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

此前央行前副行长马德伦曾在《增强前瞻性，发挥主动性，努力做好人民银行货币发行工作》提到影响央行现金供应的部分因素：

经济增长

只要中国经济持续增长，那么现金需求就会继续提升。

通胀

因为现金的首要需求是现实的消费支付，只要通胀持续存在，那么居民对于现金的需求就会加大。

图 5：货币发行与名义 GDP 增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：由于货币发行具有明显的季节性特征，春节因素有时候会影响到上一年 12 月的货币发行情况，为了更好地剔除季节性因素，这里我们采用货币发行的年内月度均值来计算增速。

货币发行/M0 还有明显季节性。春节前由于居民有大额取现需求，货币发行/M0 环比会有明显增长；春节后随着现金回笼，货币发行/M0 环比会有显著下降。

图 6：货币发行变动季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

不过，最近几年随着移动支付的流行和普及，会在一定程度上替代M0/现金。无论是支付宝、微信支付等第三方移动支付，还是各家商业银行自身的移动支付，便捷性特征使其对流通中的现金形成替代，降低了公众持有现金的需求。

2. 其他存款性公司存款/准备金

负债端中的其他存款性公司存款主要指的是银行（商业银行+政策性银行）存放在央行的存款准备金。

其中，法定准备金取决于法定准备金率以及存款规模。按照“贷款创造存款”理论，在现代信用货币体系下，银行通过贷款等资产扩张方式创造存款[1]，从历史数据来看社融（旧口径）/贷款与存款增速之间走势基本一致。而银行的贷款需求主要取决于经济基本面，一般而言：

经济增长上行阶段贷款需求相对强劲并对应派生存款，次贷危机前便是一个很好地例子。

经济存在下行压力时通常伴随着信用扩张力度放缓，存款派生力度不足。比如，2018年，地方隐性债务、房地产面临更加严格的约束，其融资渠道和融资需求都面临制约，信用扩张力度不足，而新兴制造业等信用新载体仍未能很好地实现信用承接，在这样背景下社融和信贷向存款派生不足。

因此，在不考虑法定准备金率变动的情况下，经济增长、信贷需求走

强会对应派生出存款并带动存款准备金规模提升，反之亦然。

图 7：贷款、存款、社融、名义 GDP 同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：旧口径社融不含政府债券、贷款核销以及银行信贷 ABS

不过，直观观察，准备金率调整会更加显著的直接影响准备金规模。毕竟从历史数据来看，准备金增速确实与准备金率相关。

图 8：存款、法定准备金率与准备金余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，2015 年之前基础货币（特别是其中的准备金）与外汇占款走势基本相同，说明资产负债两端的这两项有着高度的内在关联。2016 年以来央行资产负债表上外汇占款余额与其他存款性公司存款基本保持一致，是否可以理解为这是存款准备金率调整的空间参考？

图 9：外汇占款、准备金与基础货币



资料来源：Wind，天风证券研究所

2015 年之前国际收支下的经常账户和资本金融账户的顺差增长，并且在加入 WTO 之后的一段时间内仍存在强制结售汇制度，即企业获得外汇后需要通过银行结汇，而银行又会找央行将外汇换成人民币。

对于银行来说，其与央行结汇之后，负债端的外汇存款会转变成人民币存款，而人民币存款需要缴纳法定准备金和形成超额存款准备金。对于央行来说，结汇之后对应其资产端的外汇占款增长，而负债端则是多了存款准备金。因此，外汇占款的变动对应是负债端基础货币（特别是其中的准备金）的变动。

然而，外汇占款增长过快的时期往往对应经济增长表现较好甚至过热的时期，流动性投放过多可能加大国内通胀压力和资产泡沫风险等。央行会通过升准（还有发行央票、正回购）等手段来回笼一部分流动性。

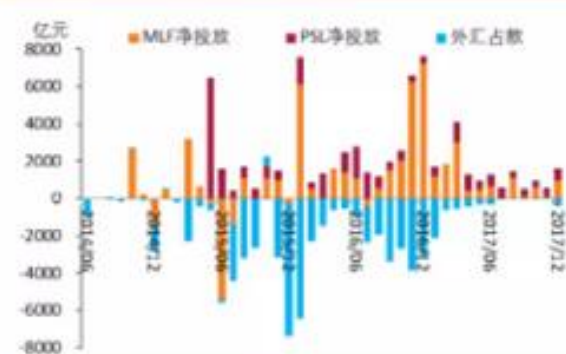
2015 年之后，国际收支呈现新的格局，外汇占款增长变少甚至开始减少，这是央行降低存款准备金的空间前提。与此同时，央行开始逐渐增加主动投放替代外汇占款成为基础货币的主要投放渠道。

图 10：货币政策工具余额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：央行投放对冲外汇占款下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 非金融机构存款

2003 年之前的非金融机构存款可能是特定历史背景下形成的，2004 年之后该科目出现明显下降，基本归零。2008 年该科目被删除。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34779

