

央行资产负债表解读

作者：翟帅男（Z0013395），宋晓东（助理分析师）

央行的六大资产和七大负债见表 1。在央行 6 个资产科目中，“国外资产”和“对其他存款性公司债权”绝对规模较高，几乎占据央行总资产规模的 90%，且这两项分别反映经济增长伴随的外汇占款变动以及央行择机对冲的货币政策。央行 7 个负债科目中，“储备货币”、“政府存款”为主要负债科目，两者占据央行总负债规模的 95%以上。其余科目占比较小，对整体资产负债表的理解作用不大，因此，本文将就这四项核心资产和核心负债进行详细解读。

表 1 货币当局资产负债表

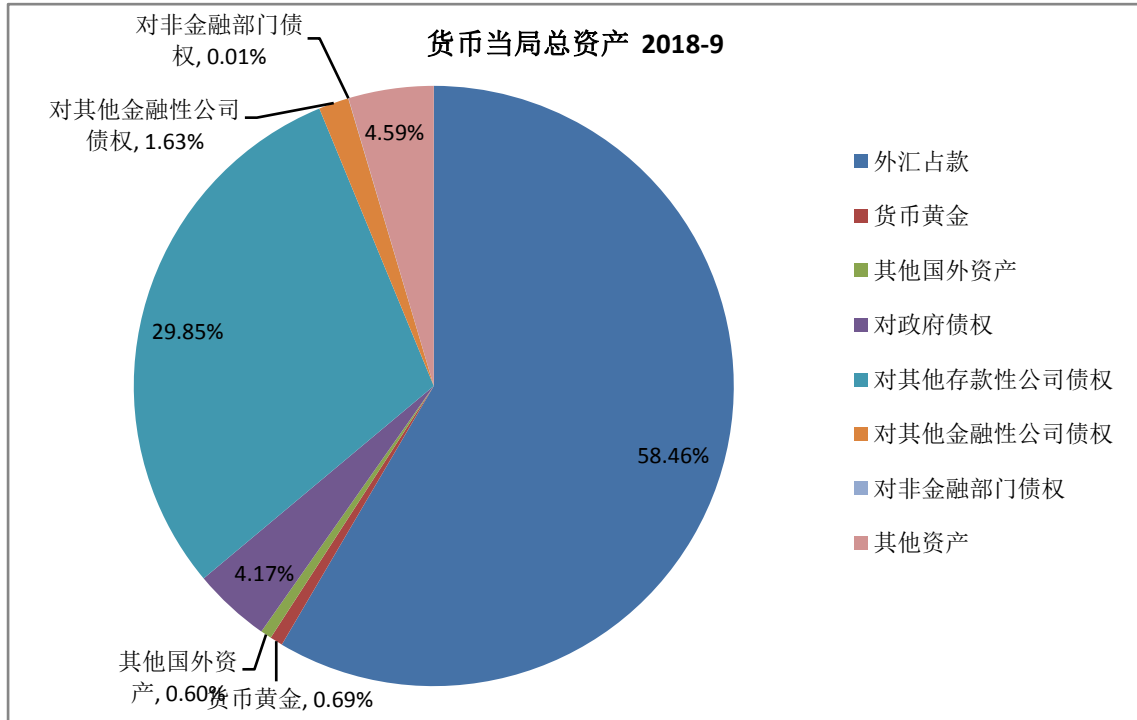
资产	负债
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	其他存款性公司存款
其他国外资产	
对政府债权	不计入储备货币的金融性公司存款
其中：中央政府	发行债券
对其他存款性公司债权	国外负债
对其他金融性公司债权	政府存款
对非金融性部门债权	自有资金
其他资产	其他负债

数据来源：中国人民银行

一、资产端

如下图所示为 2018 年 9 月货币当局资产端的各个组成部分，外汇占款占比 58.46%，对其他存款性公司债权占比 29.85%，是最大的两个组成部分，对政府债权占比 4.17%，其余部分占比较小。

图 1 2018 年 9 月货币当局资产端构成



数据来源：央行官网南华研究

1.1 国外资产

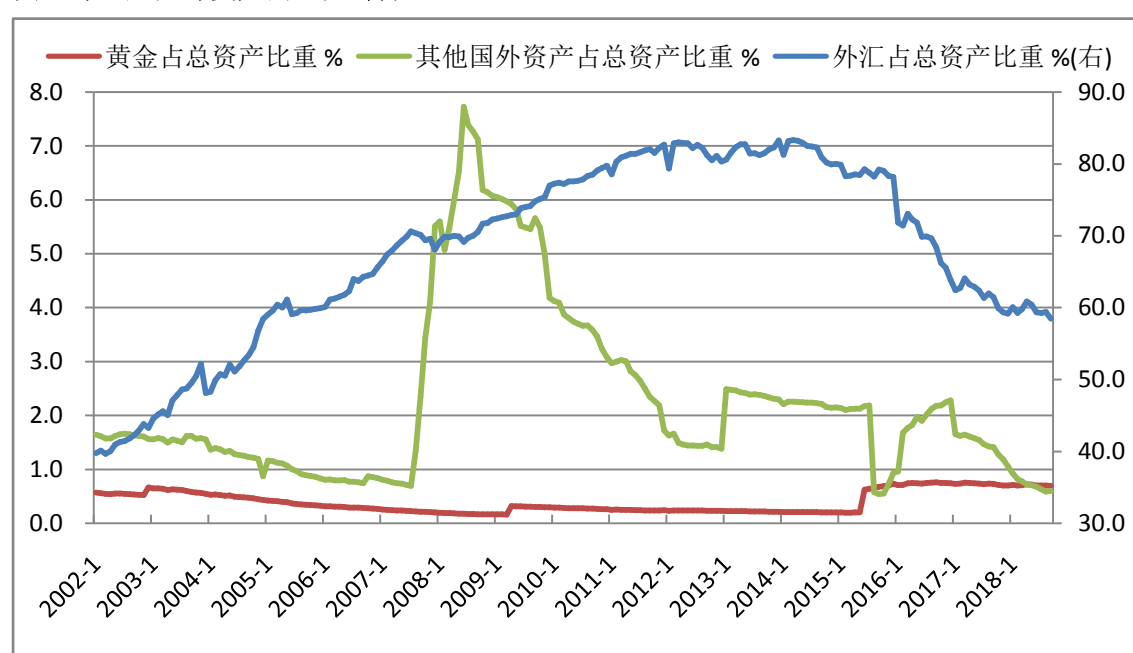
国外资产是央行资产负债表资产端的重要组成部分，外汇是最主要的国外资产，在 2018 年 9 月，外汇资产规模约为 21.41 万亿元，占总资产的 58.46%。2002 年 1 月外汇资产规模占总资产的比例不足 40%，随后不断走升，自 2011 年 2 月超过 80%，随后几年一直维持高位。这意味着中国加入 WTO 后，因招商引资、人口红利等原因，经常帐和资本帐出现“双顺差”，由于我国实行结售汇制度，最终央行资产端的外汇资产占比越来越大。

2008 年金融危机之后，美联储采取大幅度降息和三轮量化宽松政策供给流动性以促进经济恢复，同时也导致其资产负债表急剧扩张。随着美国经济的复苏，美联储着手退出宽松计划，2014 年 10 月彻底结束资产购买计划即标志着 QE 退出的开始。货币政策的不同步叠加部分对中国经济的担忧导致我国资本不断外流，使得央行的外汇资产自 2015 年“811 汇改”开始出现明显下滑。到了 2017 年初，外汇占款才有所企稳，但至今一直维持在低位震

荡。为应对新增外汇占款的不足，央行逐渐以公开市场操作和 MLF 等新型货币政策工具进行主动管理。

国外资产除了外汇还有黄金和其他国外资产，其中黄金占比虽有所走升，但始终低于 1%，我们接下来主要看其他国外资产。其他国外资产包含了中国央行所持有的国际货币基金组织头寸、特别提款权、其他多边合作银行的股权和“其他存款性公司”以外汇缴存的人民币准备金等。其中，IMF 头寸，SDR 和其他多边合作银行股权其实是比较稳定的，其他国外资产主要随“其他存款性公司”以外汇缴准变化而变化。2007 年 8 月央行曾要求商业银行以外汇缴存本币存款准备金，从而导致此块内容在 2007 年占比骤升的现象。

图 2 外汇是国外资产的主要部分



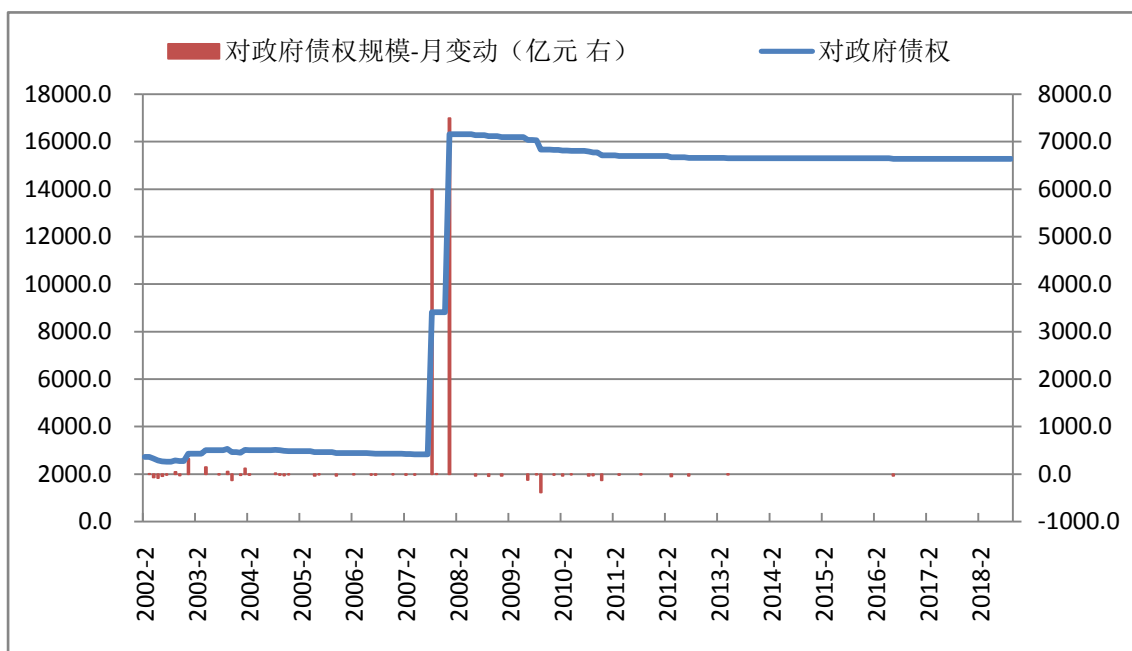
数据来源：央行官网南华研究

1.2 对政府债权

“对政府债权”指的是央行持有的政府发行债券的数额。主要来自于政府发行的特别国债。2018 年 9 月对政府债权 1.527 万亿，占总资产比重为 4.17%。2007 年央行买入财政部当年发行的巨额特别国债，使该规模大幅提升，比重一度高达 9.6%。

在 2007 年时，中国财政部向农行等金融机构发行总计 1.55 万亿特别国债。财政部通过发行国债，把募集的资金向央行购买外汇。财政部进而在该年成立中投公司的同时，财政部把该笔外汇注资中投公司。而央行也因为向财政部出售外汇，因此筹集到人民币资金，最终向农行等金融机构购买特殊国债。由于央行“对政府债权”的操作次数非常少，所以该项“对政府债权”的实际数额变化在持有特别国债之后表现的常年稳定。

图 3 对政府债权变动



数据来源：央行官网南华研究

注：后文图表中未标明单位的均为亿元

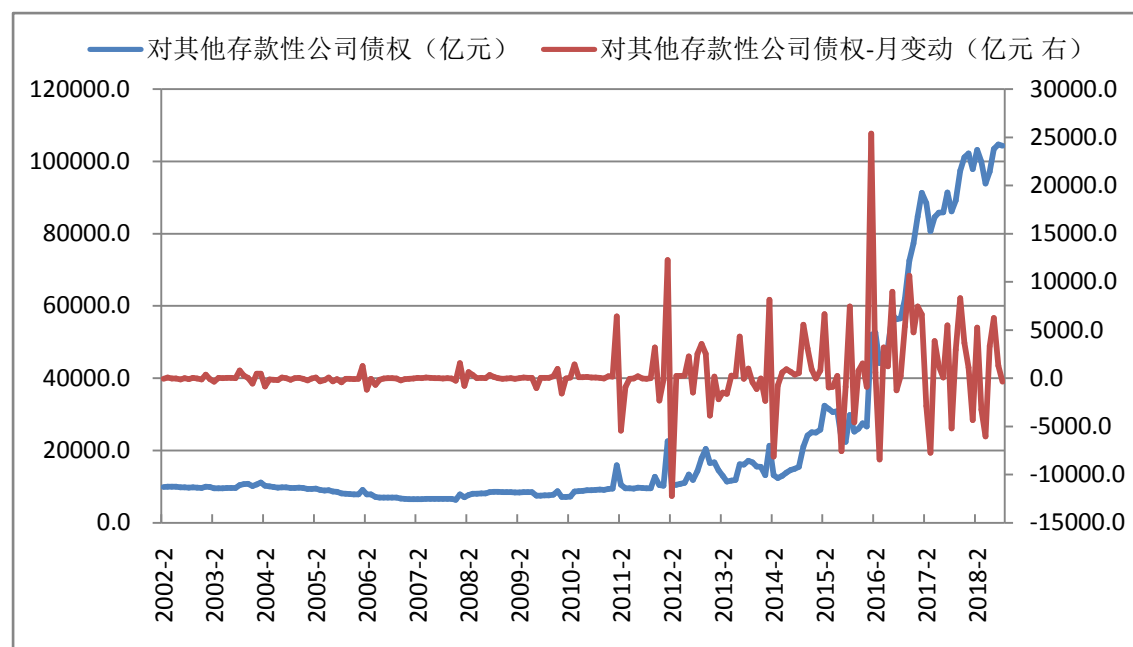
1.3 对其他存款性公司债权

“对其他存款性公司债权”是央行对商业银行、政策性银行等其他存款性公司的再贴现、再贷款、逆回购操作（正回购记录在负债端的其他负债项里）和结构性货币政策工具余额等形成的债权。到了 2014 年，我国的外汇储备因资本外流而大幅下滑，外汇占款的增速也有所放缓，最终导致基础货币的投放也在放缓。而在此背景之下，央行创设的中期借贷便利（MLF），常备借贷便利（SLF）和抵押补充贷款（PSL）等货币政策工具提供基础货币，用以对冲外储流失所造成的基础货币的被动减少。因此，对其他存款性公司债权占总资产的比重便在 2014 年以后有所提高，截止到 2018 年 9 月，对其他存款性公司债权为 10.93 万亿，占总资的比重为 29.85%。

“对其他存款性公司债权”所记录的再贷款，事实上发挥着非常重要的四点作用：1、对我国重要金融机构的救助，重组，改制予以支持，央行充当“最后贷款人”的角色，这发挥了金融稳定的功能；2、1994 年为了适应经济需要，遵循政策性银行和商业性金融机构的分离原则，我国成立了国开行，进出口行和农发行这三家政策性银行，而这三家政策行所的资金来源除了发政策性金融债之外，主要就是来自于央行的再贷款。这发挥了“对存款性机构债权”的政策支持功能。3、央行总行对全国性存款类金融机构发放的流动性再贷款，和央行的分支机构对地方性存款类法人金融机构发放的短期再贷款，这发挥了流动性的供给功

能；4、为了支持城商行扩大对中小企业的贷款和消费信贷，和支持农村金融机构扩大涉农信贷投放，央行做出再贷款，这发挥了调节和存进信贷结构调整的功能。

图 4 对其他存款性公司债权变动



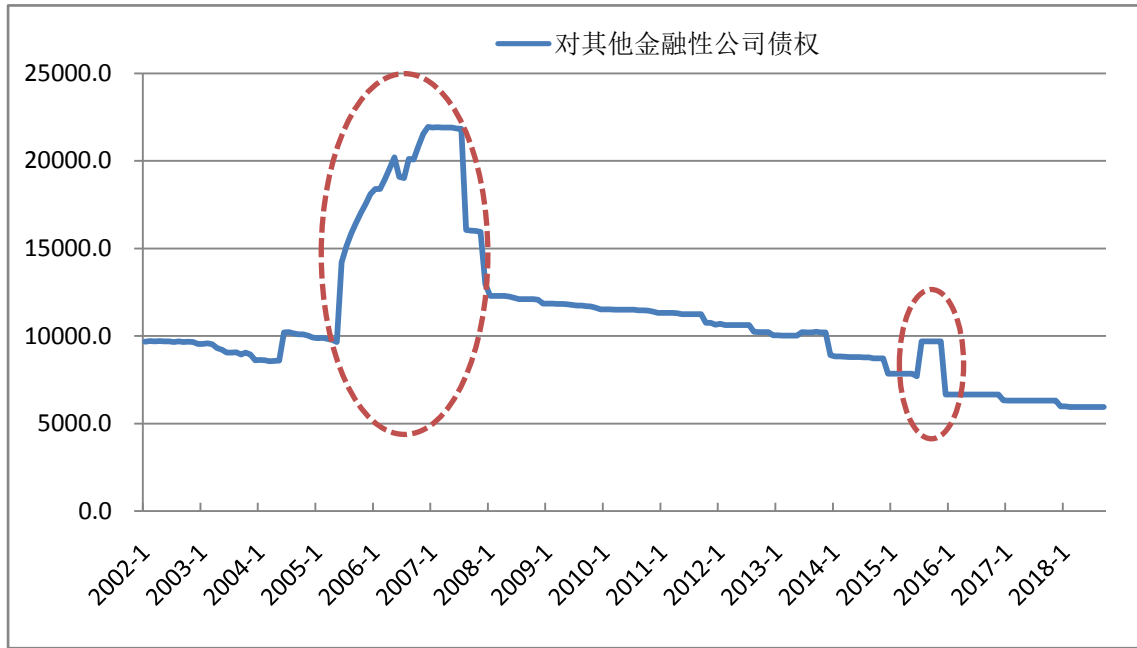
数据来源：央行官网南华研究

1.4 对其他金融性公司债权

对其他金融性公司债权主要是央行向其他金融性公司发放的再贷款。主要的覆盖范围包括证券，保险，养老基金等。目前对央行总资产的占比仅 1.63%。与“对其他存款性公司债权”不同的是，“对其他金融性公司债权”的投放并不是因为维护市场流动性，而是主要出于金融救助与金融稳定。

2004-2006 年，央行对这四大资管公司提供专项的再贷款，以处理中行、工行和建行在银行改制过程中的可疑类再贷款。而在 07 年以后，随着这些再贷款的期限逐渐到期偿还，该比重便不断下降。其后，再次对其他金融性机构实施再贷款是在 15 年股灾时期，央行为了维护股市和金融体系的稳定，对证金公司做出的再贷款。而同样的，随着贷款的逐步到期偿还，到了 2018 年 9 月，该比重下降至仅为 1.63%。

图 5 对其他金融性公司债权变动



数据来源：央行官网南华研究

1.5 对非金融性部门债权

“对非金融公司债权”主要是央行发放贷款给老少边穷地区的经济开发，对非金融性部门债权规模常年较小，目前仅占总资产的 0.01%。

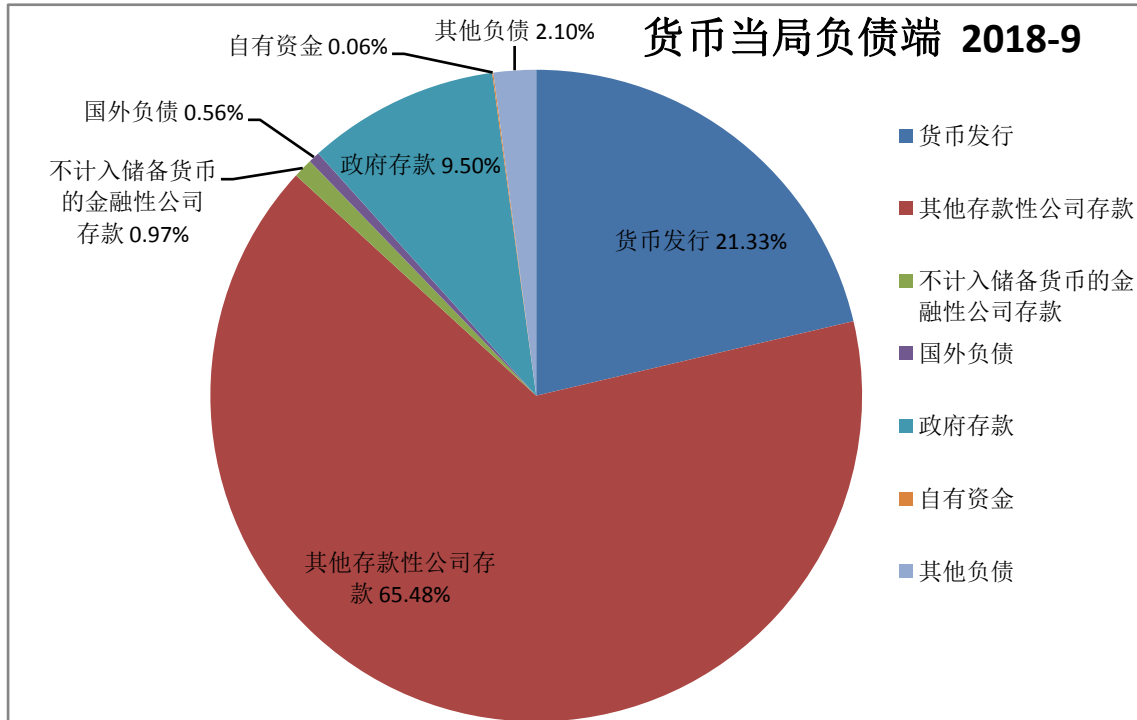
1.6 其他资产

中央银行其他业务形成的资产，包括国际金融组织资产、投资、在途资金占用、暂付款项、待清理资产、待处理损失以及其他资产等，目前约占总资产的 4.59%。

二、负债端

从整体的负债端来看，储备货币/总负债达到了 86.81%，政府存款/总负债比例是 9.5%，其余各项占比较小。所以，储备货币是负债端的重中之重，也是最需要研究的地方。

图 6 2018 年 9 月货币当局负债端构成



数据来源：央行官网南华研究

2.1 储备货币

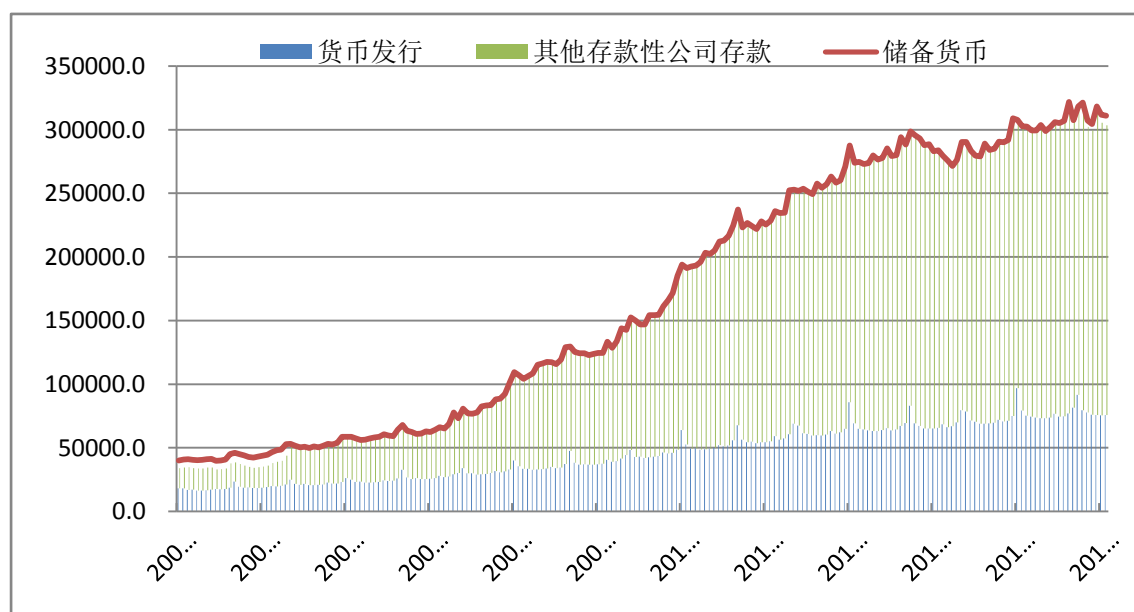
储备货币包括货币发行和存款准备金（其他存款性公司存款）。其中货币发行又分为流通中的货币（亦为 M0）和银行库存现金，存款准备金又分为法定存款准备金和超额存款准备金。

货币发行的速度跟随着中国经济发展的体量 and 经济需要而逐步增加。货币发行包括两个部分，一是流通中的货币，即 M0，二是商业银行的库存现金。央行不直接对公众发行货币，需要通过商业银行提现的方式使货币在市场中流通。商业银行提现后，如果被公司或个人储户提取就形成了流通中的货币，而暂时没有提取仍由商业银行保管的部分就是商业银行的库存现金。因此，从货币发行的渠道可以看出，货币发行是由商业银行主动提取产生，而非央行主动发行，反映的是市场中的现金需求。

我国货币系统一直实行的是“部分准备金制度”，在这个制度下，商业银行和政策性银行等存款机构所吸收的存款须依法缴纳一定比率的现金并上存中央银行。这被称之为存款准

备金。而在准备金中，还有另一块叫超额存款准备金，也就是其他存款性机构存放在中央银行、超出法定存款准备金的金额。是为了满足头寸调拨，日常支付清算或作为资产运用而存放在中国人民银行的备用资金。这两种准备金体现在央行的资产负债表上，就记录在负债端的“其他存款性公司存款”。而这一款项增加的过程，一般归因于商业银行将资产出售给中央银行或者是商业银行而从中央银行获得的贷款。另外，由于央行实施的再贷款对金融机构提供基础货币，在央行资产端的“对其他存款性公司债权”增加的同时，也会在负债端下的“其他存款性公司存款”相应增加。主要原因来自于，存款性金融机构获得央行所投放的基础货币时，会增加法定准备金和超额准备金，最终推升“其他存款性公司存款”的增长。从图 7 可以看出存款准备金的占比不断增加，占据储备货币的主导。

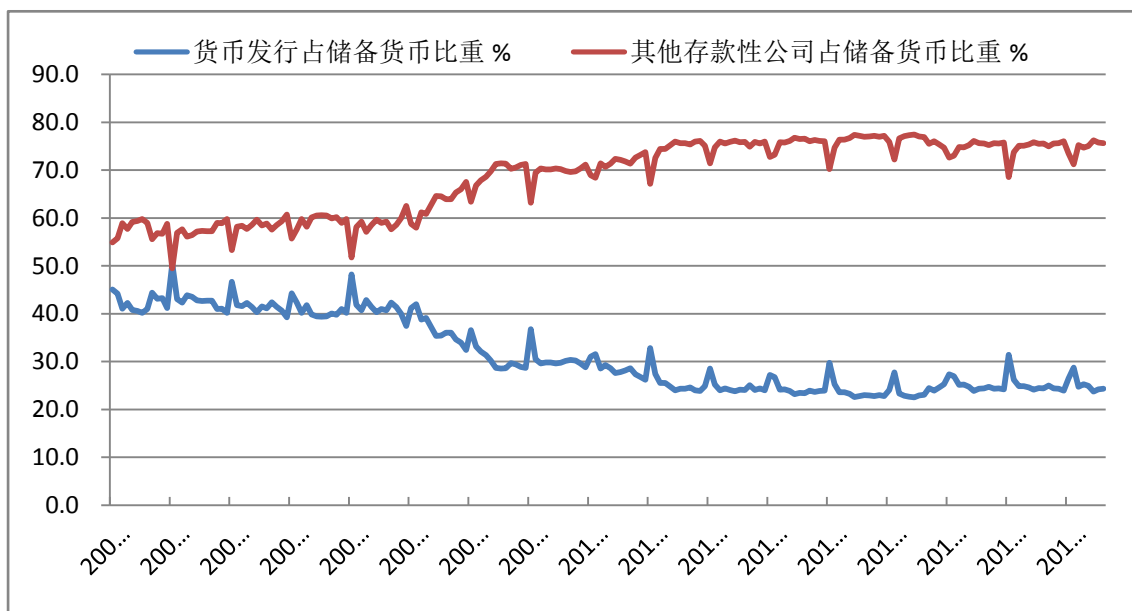
图 7 储备货币规模变化



数据来源：央行官网南华研究

从图 8 可以看出，在 2002 年到 2007 年，货币发行和存款准备金相对基础货币的占比基本稳定在 40%和 60%左右，2007 年存款准备金占比不断增加，2010 年存款准备金占比再度走升，其后基本维持在 75%左右波动，货币发行则占据约 25%。同时，货币发行具有很强的季节性特征，每年的 1-2 月份因为春节效应，现金需求明显上升，货币发行也会出现显著增加。

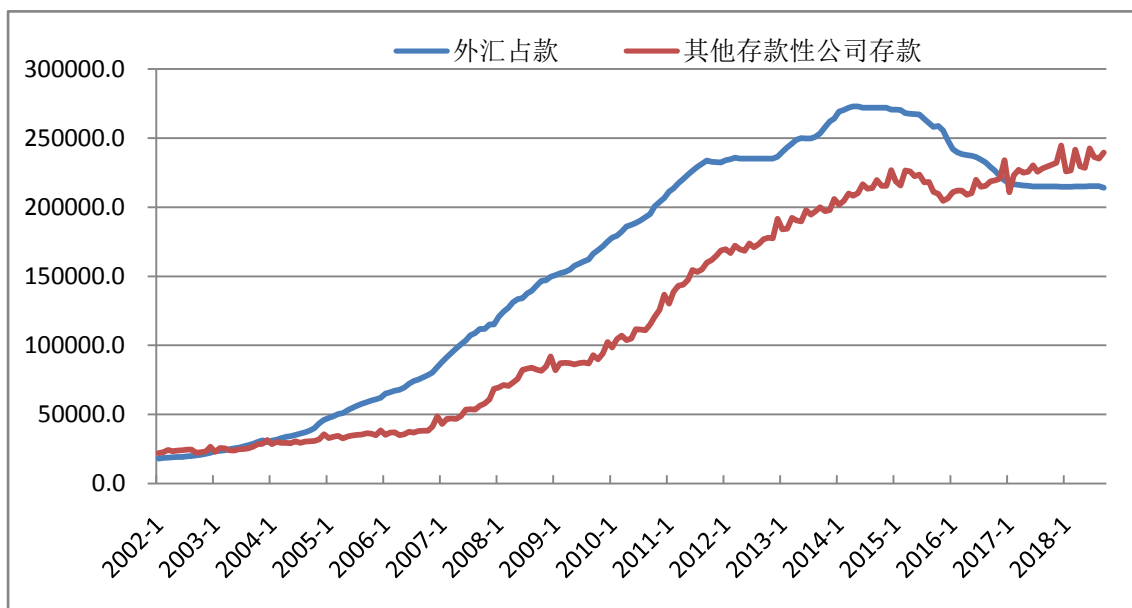
图 8 货币发行和其他存款性公司存款占比



数据来源：央行官网南华研究

与此同时，央行资产端中的“外汇占款”的增加也会相应增加负债端下的“其他存款性公司存款”。在央行向商业银行购买外汇资产时，会同时投放基础货币，增加商业银行超额准备金。在这个外汇占款投放基础货币过程里，央行资产负债表的资产端对“国外资产（外汇储备）”增加的同时，对负债端下的“储备货币（其他存款性公司存款）”也会相应增加。最初，中国人民银行对商业银行的再贷款是我国基础货币投放的主要方式；随后，伴随外贸的飞速发展，外汇占款成为基础货币投放的主要方式；现在，随着外汇占款的下降，央行采用货币政策工具主动管理货币投放成为了基础货币投放的主要方式。

图 9 外汇占款与存款准备金变动规律



数据来源：央行官网南华研究

2.2 政府存款

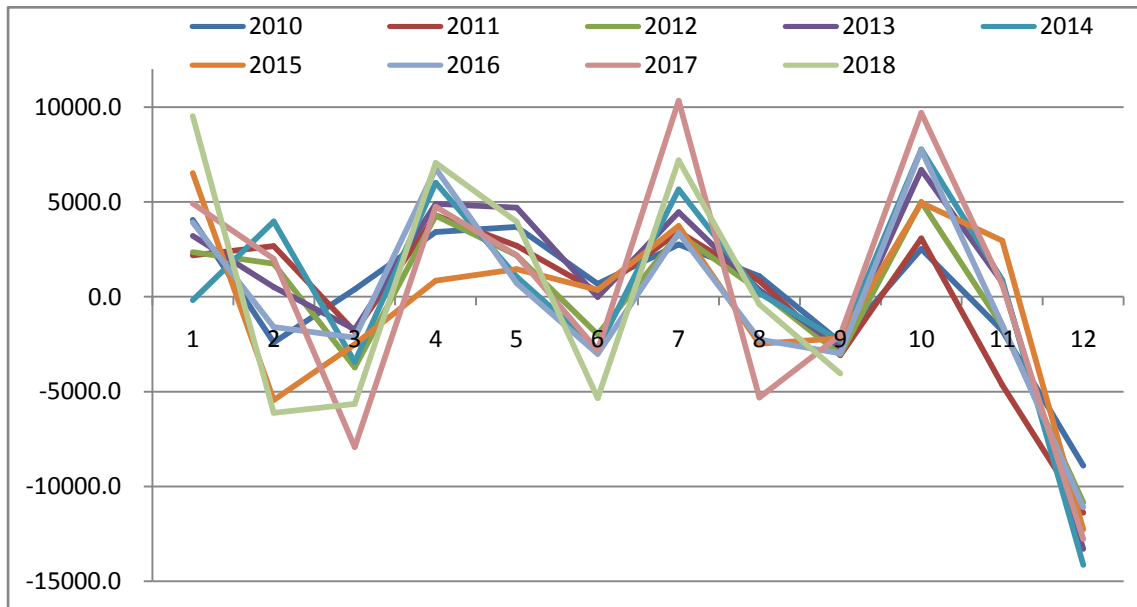
政府存款存在中央银行而不存在商业银行其作用相当于减小了商业银行的货币信用扩张功能。《中国人民银行法》第四条第八款规定，中国人民银行的职责包括经理国库。中国实行的是委托国库制度，“中央国库业务由中国人民银行经理，地方国库业务依照国务院有关规定办理”。

缴税、地方债的发行和财政支出是三大影响财政存款变动的因素，其中缴税和财政支出具有明显的季节性，其变动都会反映在央行资产负债表负债端的“政府存款”项目中。财政存款的增加对应着银行体系流动性的减少；反之，财政支出意味着流动性的增加。从图 10 可以明显看出财政存款的变动具有明显的季节性规律。

通常，每个月中旬时段会有申报纳税截止日。根据我们对历史数据的统计，纳税申报截止日起 4 个工作日内，或对资金面产生一定扰动。而每年 1 月、4 月、5 月、7 月、10 月，都会有企业所得税和增值税的集中缴款，会使得政府存款项目明显上升。

此外，各季度末所在月份（3 月、6 月、9 月和 12 月）的下旬一般会有财政的集中支出，其中 12 月支出力度会更大，央行会根据实际情况在公开市场上采取相应措施。

图 10 政府存款环比变化



数据来源：央行官网南华研究

2.3 不计入储备货币的金融性公司存款

“不计入储备货币的金融性公司存款”主要包括了两块：1. 金融机构由于业务往来的

需要，用以清算、结算的资金。2. 非存款类金融机构，例如证券公司、信托投资公司、财务公司，金融租赁公司等缴纳在央行的法定存款准备金。

2.4 债券发行

央行负债端下的“债券发行”指的是央行在银行间市场发行，金融机构持有的尚未到期的央行票据，也称央票。自 2001 年中国加入 WTO 之后，中国因为双顺差（贸易项和资本项顺差），积累了大量外汇占款。而由于中国采用的是结售汇制度，外汇占款的增加势必会导致基础货币的增加。所以，为了解决外汇占款激增而导致大量基础货币的“被动”投放，央票就作为非常重要的一种类国债工具，在 2002 年~2011 年期间大量使用，以对冲基础货币的大量投放。在货币当局的资产负债表中，央行票据的发行表现为负债项下“储备货币（其他存款性公司存款）”的减少以及“发行债券”的增加。

央行在 2002 年~2011 年期间大量采用央票去对冲基础货币的投放，这是特定时期的一种政策创新工具。如下图所示是央票存量的历史走势，央票存量在 2008 年曾经达到 4.5 万亿元的高度，通过央票发行回笼的基础货币甚至占到了 50% 以上。后续随着外汇占款开始下降，央票到期未再进行续作，目前央票已基本退出历史舞台。

2.5 国外负债

本来“国外负债”主要记载的是央行对非中国居民的负债，主要来自于外国机构存放在我国央行的存款，或央行向国外发行央票，或者来自于国际合作的清算和各国央行之间存在的货币互换协议等等。但自从 2011 年 1 月起，境外金融机构存放于央行的存款被重新划分，从央行负债端的“其他存款性公司存款”挪出，并放在“国外负债”项下。因此，我们可以看到“国外负债”的规模从 10 年 12 月的 720 亿大幅上升至 3879 亿。此后该项占比非常稳定，截止至 2018 年 2 月份，“国外负债”占总负债规模大致维系在 1.82%。

2.6 自有资金

如果按照一般公司资产负债表的惯例，自有资金包括成立时发行股票所筹集的股本（实收资本）、公积金、未分配利润等。这部分归类为权益资本，属于企业的所有者权益。但对于央行来说，这笔“自有资金”是国家出资给央行的自有资本，相当于是中央政府存入央行的一笔资产，所以对于央行来说，这笔资本金就是央行对政府的负债。没有特殊情况或没有中国财政部的指示，央行无法自主支配，所以归类在央行的负债端。这和商业银行的记账是一样的，储户放在商业银行里的钱，都是储户的，因此属于商行的负债。自有资金占总负债

的比例小到可以忽略不计，且变动不大，在历史上看波动比较平稳。

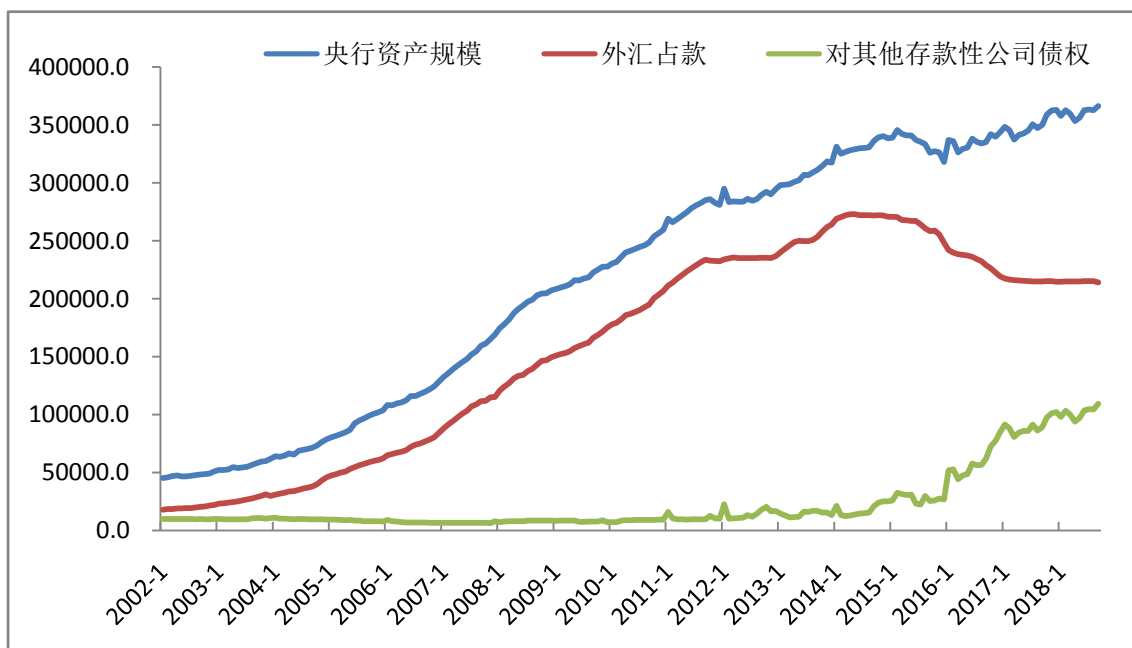
2.7 其他负债

“其他负债”科目包括两项内容：1、正回购余额（也就是央行回笼基础货币的数据）；
2、金融机构以外汇形式缴存的法定准备金，该项与资产端下的“其他国外资产”相对应。

三、央行资产负债表的变化

2014年之前，外汇占款是央行“扩表”的主要方式。2014年5月，央行外汇占款余额达到峰值27.30万亿，较之2002年初增加了25.50万亿，与此同时，央行资产规模增加了28.37万亿。从2014年起，我国非储备性质的金融账户（详见外汇管理局国际收支平衡表）开始出现逆差，2014年人民币汇率贬值的预期也开始出现；直到2015年“8-11”汇改，人民币出现较大幅度的贬值，外汇占款大量减少。2014年之后，随着外汇占款的下降，央行主要通过MLF、PSL、SLF、逆回购等工具扩张资产负债表，对其他存款性公司的债权成为央行扩张资产负债表的主要途径。截至2018年9月底，对其他存款性公司债权资产由2014年5月的1.39万亿增加至10.93万亿，累计增加9.54万亿；外汇占款下降5.89万亿，净增加3.65万亿。同期，央行资产规模增加3.72万亿（见图11）。

图11 央行资产负债表的扩张路径



数据来源：央行官网南华研究

同样，央行的“缩表”也是通过减少资产的方式来实现。2015年2月到12月，央行外汇占款减少2.19万亿，同期央行资产规模减少2.76万亿；2017年2、3月央行公开市场操作和MLF共计净回笼资金9185亿元，对存款类公司债权减少1.06万亿，同期央行资产规模减少1.09万亿；2018年3、4月央行公开市场操作和MLF共计净回笼资金4525亿元，对存款类公司债权减少0.93万亿，同期央行资产规模减少0.93万亿。2015年的“缩表”主要是外汇占款减少导致的央行资产规模被动减少，而2017年2、3月和2018年3、4月，系央行主动减少投放，由此资产规模减少。

在本篇报告中，我们按照央行资产负债表的各个科目进行了介绍，分析了各个科目的解释、历史变动轨迹、变动原因等，当然这只是我们后续分析金融市场货币政策和流动性变动的基础。详细解读央行资产负债表各个核心结构点，更有助于我们理解央行货币政策操作对市场流动性的影响，以及金融市场去杠杆与央行缩表之间的关联。