宏观策略周报 2020 年 4 月 7 日



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

从央行资产负债看货币政策工具

摘要：

资产端的货币政策工具主要体现在“对其他存款性公司债权”一栏，传统型如再贷款、再贴现和公开市场操作[1]（OMO），创新型如 SLO、SLF、MLF、TLF、TMLF 和 PSL 等。

上述这些工具虽然在资产负债表上体现为数量型工具，但其对应利率也可视为一种价格型工具，譬如 MLF 利率现在已成为 LPR 的挂钩对象，直接影响金融机构各项贷款的定价，PSL 能够对特定领域进行贷款投放和利率引导，3 月 30 日央行公开市场操作，7 天期中标利率降低 20bp，被市场认为是一种降息操作。

负债端的货币政策工具主要体现在“其他存款性公司存款”、“发行债券”和“其他负债”一栏上。

“其他存款性公司存款”包括发行存款准备金和超额存款准备金。法定存款准备金由央行公布。超额存款准备金的存在是为了满足支付清算需要，由此可引出超额存款准备金利率的概念。超额存款准备金利率是中央银行对超额存款准备金计付利息所执行的利率。当流动性充裕条件下，超额存款准备金利率可视为利率走廊的下限。因为流动性充裕情况下，资金寻找高收益去处，而存放在央行可获得保底收益。

本周关注：海内外疫情扩散情况　国内复工情况　全球经济下行压力　货币政策及财政政策

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

[1] 公开市场操作分为正回购和逆回购。

目录

第 1 章 宏观热点分析 3
1.1. 了解央行资产负债表 3
1.2. 从央行资产负债看货币政策工具 5
第 2 章 重要数据一览表 7
免责申明 9

第1章 宏观热点分析

4 月 3 日晚间，央行宣布,决定对中小银行定向降准 1 个百分点,并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%。预期内的降准和预期外的超额准备金利率下调引发了市场的热烈讨论。

受国内外新冠疫情接连爆发影响，经济短暂“停摆”，目前人流物流仍未恢复至正常状态。为应对经济下行压力，为完成今年的经济发展目标，央行势必进一步开足马力。因此，本周我们聚焦央行的资产负债表，从源头挖掘央行的货币政策工具箱。

1.1. 了解央行资产负债表

央行的资产负债表是央行在履行职能时形成的债权债务存量表。在我国央行——中国人民银行的官网上，“货币当局资产负债表”指的就是央行的资产负债表。因为只有央行可以发行货币，因此货币当局就是央行。

由表 1.1.1 可知，现行央行资产负债表中，资产端共有 6 大项目，负债端共有 7 大项目。

表 1.1.1：央行资产负债表各细分项

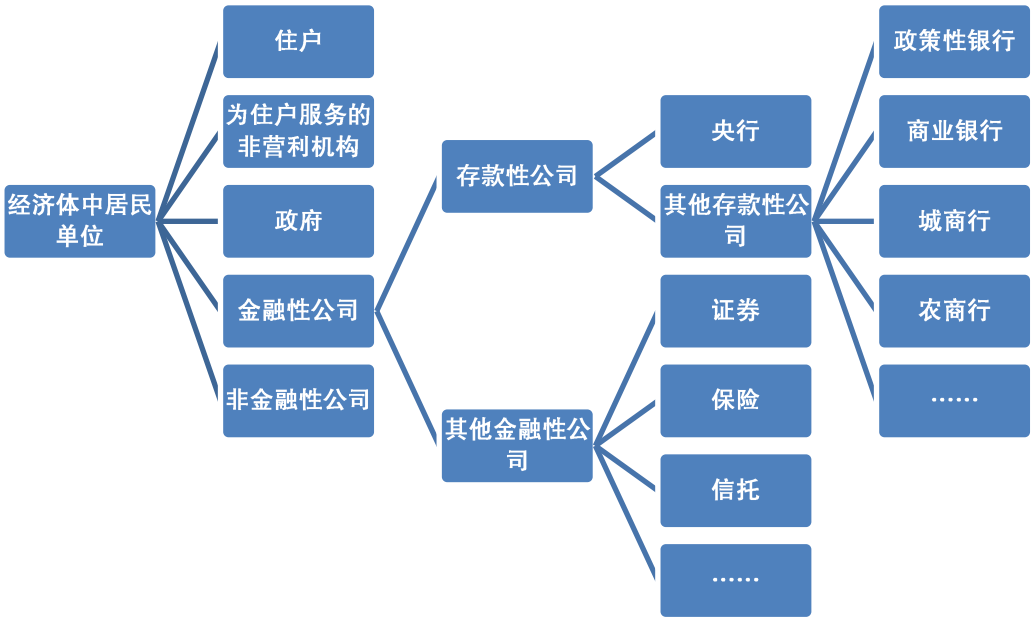
资产端项目	负债端项目
国外资产	储备货币
外汇资产	货币发行
货币黄金	金融性公司存款
其他国外资产	其他存款性公司存款
对政府债权	其他金融性公司存款
其中：中央政府	非金融机构存款
对其他存款性公司债权	不计入储备货币的金融性公司存款
对其他金融性公司债权	发行债券
对非金融性部门债权	国外负债
其他资产	政府存款
	自有资金
	其他负债
总资产	**总负债**

资料来源：中国人民银行 南华研究

央行统计口径下的金融机构包括：央行、六大行、政策性银行、股份制商业银行、城商行、城市信用合作社、农信社、农商行、农村合作银行、外资银行财务公司、信托投资公司、金融租赁公司以及村镇银行。自 2017 年 6 月起，为贯彻支付机构客户备付金制度，央行资产负债表新增“非金融性公司存款”一栏。

在对资产负债表的各项进行详细说明前，我们先简单看一下各部门的分类，具体见图 1.1.1。

图 1.1.1：金融性部门的详细分类



资料来源：IMF 南华研究

由于央行网站并没有针对各项统计指标做详细说明，我们在参考各方资料的基础上，将资产端和负债端各项指标释义进行整理，具体见表 1.1.2 和表 1.1.3。

表 1.1.2：资产端各指标描述

项目	描述
国外资产	
外汇资产	央行购买外汇资产而投放的本国货币，具体形式可以理解成个人或者企业结汇后，商业银行将外汇兑换成人民币
货币黄金	央行从国内外市场购买黄金作为官方储备，国内用人民币购买，国外则用外汇储备购买，以历史成本计价
其他国外资产	主要包括央行持有的国际货币基金组织头寸、特别提款权（SDRs）、其他多边合作银行的股权、其他存款性公司以外汇交存的人民币存款准备金
对政府债权	央行持有的政府发行的有价证券，在我国主要是指特别国债
对其他存款性公司债权	央行对商业银行和政策性银行等存款性公司的再贷款、再贴现、OMO、SLF、MLF、TLF、TMLF 和 PSL 等
对其他金融性公司债权	包括央行对其他金融性公司[2]发放的贷款；对一级交易商（券商）的公开市场操作余额。
对非金融性部门债权	为支持贫困地区的经济开发而发放的专项贷款等。
其他资产	央行的股权资产、过桥贷款、应收暂付项目等

资料来源：南华研究

[2] 其他金融性公司包括保险公司和养老基金、信托投资公司、金融租赁公司、资产管理公司、汽车金融服务公司、金融担保公司、证券公司、投资基金、证券交易所、其他金融辅助机构。

表 1.1.3：负债端各指标描述

项目	描述
储备货币	基础货币的统计口径
货币发行	从央行进入流通领域的货币减去流回到央行的货币的差额，主要包括流通中的货币（M0）和商业银行的库存现金
金融性公司存款	
其他存款性公司存款	商业银行、政策性银行的存款准备金，包括法定存款准备金和超额存款准备金
其他金融性公司存款	除其他存款性公司以外的其他金融机构在央行的结算账户余额
非金融机构存款	支付机构交存央行的客户备付金存款
不计入储备货币的金融性公司存款	非存款性公司缴存的备付金，如财务公司；证券公司等其他金融机构用以清算、结算的资金
发行债券	央行在境内外发行的票据
国外负债	以人民币计价的央行对非居民的负债，主要包括国际金融机构在央行的存款等，体现央行经理国库职能
政府存款	中央政府和地方政府在央行的财政性存款，包括国库存款和其他财政存款。
自有资金	主要指央行的资本金等
其他负债	金融机构以外汇形式缴存的法定存款准备金和正回购余额

资料来源：南华研究

1.2. 从央行资产负债看货币政策工具

在西方宏观经济学理论中，存款准备金率、公开市场操作和再贴现是三大传统货币政策工具。而在我国，央行的传统货币政策工具箱中除上述三个外，还有金融机构存贷款基准利率和再贷款政策等具有中国国情的工具。

2008 年金融危机后，各国央行资产负债表扩张并开展创新性的宽松政策已经成为潮流。我国央行为了提高流动性管理能力，促进金融稳定和经济发展，也发展了一系列新型货币政策工具。

目前，资产端的货币政策工具主要体现在“对其他存款性公司债权”一栏，传统型如再贷款、再贴现和公开市场操作[3]（OMO），创新型如 SLO、SLF、MLF、TLF、TMLF 和 PSL 等。上述工具中，除再贷款外，其余均需以特定有价证券作为载体，如正回购为央行向一级交易商卖出有价证券，约定在未来特定日期买回有价证券，SLF、PSL 都以抵押形式发放，MLF 则以质押形式发放。

上述这些工具虽然在资产负债表上体现为数量型工具，但其对应利率也可视为一种价格型工具，譬如 MLF 利率现在已成为 LPR 的挂钩对象，直接影响金融机构各项贷款的定价，PSL 能够对特定领域进行贷款投放和利率引导，3 月 30 日央行公开市场操作，

[3] 公开市场操作分为正回购和逆回购。

7 天期中标利率降低 20bp，被市场认为是一种降息操作。

除“对其他存款性公司债权”栏目外，其他部分栏目其实也呈现了部分央行的功能，但并不常见，也不典型。“外汇资产”栏体现的是外汇占款余额，2001 年我国正式加入 WTO 后，国际贸易迎来跨越式发展，贸易顺差较大带来较多外汇流入。在个人或者企业结汇，商业银行将外汇兑换成人民币过程中，央行被动投放了大量基础货币。如今随着国际收支逐渐平衡，外汇占款已不再是焦点。

《人民银行法》规定“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权”，因此，“对政府债权”栏核算的并不是普通国债，而是特别国债。目前，中央政府总共发行过两次特别国债，第一次是 1998 年 8 月，用于补充四大国有银行的资本金，第二次是 2007 年，作为组建中投公司的资本金。

“对其他金融性公司债权”核算主要是金融稳定再贷款，是人行履行最后贷款人职责、维护金融稳定过程中提供的贷款，迄今主要出现过三次，1999 至 2000 年期间向信达、长城、华融、东方四家资产管理公司发放再贷款用于收购国有商业银行的不良资产；2004 至 2007 年，向四大资产管理公司发放再贷款以收购国有银行不良资产，支持改制上市；2015 年股灾期间，维持金融体系稳定，央行向证金公司提供再贷款。

表 1.2.1：央行资产端项目与对应货币政策工具

项目	对应货币政策工具
国外资产	
外汇资产	央行口径下的外汇占款，基础货币的被动投放渠道
货币黄金	
其他国外资产	
对政府债权	特别国债，总共发生过两次
对其他存款性公司债权	再贷款、再贴现、OMO、SLO、SLF、MLF（挂钩 LPR）、TLF、TMLF 和 PSL 等
对其他金融性公司债权	再贷款形成基础性货币投放
对非金融性部门债权	为支持贫困地区的经济开发而发放的专项贷款等。

资料来源：南华研究

负债端的货币政策工具主要体现在“其他存款性公司存款”、“发行债券”和“其他负债”一栏上。

“其他存款性公司存款”包括发行存款准备金和超额存款准备金。法定存款准备金率由央行公布。超额存款准备金的存在是为了满足支付清算需要，由此可引出超额存款准备金利率的概念。超额存款准备金利率是中央银行对超额存款准备金计付利息所执行的利率。当流动性充裕条件下，超额存款准备金利率可视为利率走廊的下限。因为流动性充裕情况下，资金寻找高收益去处，而存放在央行可获得保底收益。

4 月 3 日，央行针对中小金融机构定向降准，其实是将法定存款准备金转变为超额存款准备金，再通过下调超额存款准备金利率至 0.35%，降低利率走廊下限，也从经济角度促使中小银行减少超额存款准备金，提高货币乘数，扩大信用货币创造，为实体注入更多的资金。

央行央票可分为三种，一种是为了对冲外汇占款而发放的，一种是农村信用社改革过程中为了置换金融机构的不良资产而发行的专项央票，这两种都已经逐渐退出了历史的舞台。第三种是现在较为常见的，即央行为稳定离岸人民币汇率、完善香港人民币收

益率曲线而发行的离岸央票。

正回购是公开市场操作的一种，此处不再赘述。

负债端的货币政策工具基本也是以数量型为主，但同时伴随着价格型工具，如超额存款准备金利率，如离岸央票的招标利率等。

表 1.2.2：央行负债端项目与对应货币政策工具

项目	对应货币政策工具
储备货币	基础货币
货币发行	
金融性公司存款	
其他存款性公司存款	**法定存款准备金率和超额存款准备金利率**
其他金融性公司存款	
非金融机构存款	
不计入储备货币的金融性公司存款	非存款性公司缴存的备付金，如财务公司；证券公司等其他金融机构用以清算、结算的资金
发行债券	**央行票据**
国外负债	
政府存款	
自有资金	
其他负债	**正回购**

资料来源：南华研究

除了涉及央行资产负债表的工具外，由于我国金融市场的特殊背景，也有一些工具曾发挥或者仍在发挥着重要作用，这就是本文一开始提到的金融机构存贷款基准利率。在利率市场化背景下，金融机构贷款基准利率将逐渐被 LPR 所取代，但存款基准利率依然是我国利率体系的“压舱石”，由于事关百姓的钱袋子，因此，存款基准利率的下调依然会被视为货币政策的一个大步伐。

第2章　重要数据一览表

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

指标	前值	预期值	今值
3 月官方非制造业 PMI:商务活动	29.6	---	52.3
3 月官方制造业 PMI	35.7	42.5	52
3 月财新制造业 PMI	40.3	---	50.1
3 月财新服务业 PMI:经营活动指数	26.5	---	43

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
欧盟	3 月欧元区:服务业信心指数:季调	11.1	-3	-2.2
欧盟	3 月欧元区:工业信心指数:季调	-6.2	-12.7	-10.8
欧盟	3 月欧元区:经济景气指数:季调	103.4	93	94.5
欧盟	3 月欧元区:消费者信心指数:季调	-6.6	-11.6	-11.6

日本	2 月失业率(%)	2.3	---	2.3
日本	2 月失业率:季调(%)	2.4	2.4	2.4
德国	2 月失业率:季调(%)	3.2	---	3.2
德国	2 月失业人数:季调(千人)	1410	---	1400
美国	3 月 28 日上周 ICSC-高盛连锁店销售环比(%)	2.8	---	-10.3
美国	3 月 28 日上周 ICSC-高盛连锁店销售年率(%)	2.9	---	-6.7
美国	3 月 28 日上周红皮书商业零售销售年率(%)	9.1	---	6.3
日本	3 月制造业 PMI	47.8	---	44.8
法国	3 月制造业 PMI	49.8	42.9	43.2
德国	3 月制造业 PMI	48	45.4	45.4
欧盟	3 月欧元区:制造业 PMI	49.2	44.7	44.5
英国	3 月制造业 PMI	51.7	47	47.8
欧盟	2 月欧盟:失业率(%)	6.5	---	6.5
欧盟	2 月欧元区:失业率:季调(%)	7.4	7.4	7.3
美国	3 月 ADP 就业人数:环比:季调(%)	0.138756	---	-0.020541
美国	3 月制造业 PMI	50.1	45	49.1
美国	3 月 Markit 制造业 PMI:季调	50.7	49.2	48.5
欧盟	2 月欧盟:PPI:同比(%)	-0.4	---	-1
欧盟	2 月欧元区:PPI:环比	0.2	-0.2	-0.6
欧盟	2 月欧元区:PPI:同比(%)	-0.7	-0.7	-1.3
美国	2 月耐用品:新增订单(百万美元)	226268	---	242313
美国	2 月耐用品:新增订单:季调:环比	0.07	---	1.2
美国	3 月 28 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	3307000	---	6648000
美国	2 月全部制造业:新增订单(百万美元)	465556	---	476165
日本	3 月服务业 PMI	46.8	---	33.8
法国	3 月服务业 PMI	52.5	29	27.4
德国	3 月服务业 PMI	52.5	34.2	31.7
欧盟	3 月欧元区:服务业 PMI	52.6	28.2	26.4
欧盟	3 月欧元区:综合 PMI	51.6	31.4	29.7
美国	3 月劳动力参与率:季调	63.4	---	62.7
美国	3 月失业率:季调(%)	3.5	---	4.4
美国	3 月新增非农就业人数:季调(千人)	275	---	-701
美国	3 月非制造业 PMI	57.3	---	52.5

数据来源：Wind 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400　8888　910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点