

解构央行资产负债表 浅谈货币及信用

张旭华 东海证券固定收益部

目录 | CONTENTS

第一部分
货币

第二部分
央行

第三部分
延伸

还原2013年“钱荒”事件：一场定义未来的“去杠杆”博弈

其时，本届政府执政不足百日，危机后刺激政策的“经济新常态”过后不久，经济下行态势明显，宏观政策应以

资产荒下的银行缩影：金融资产膨胀投资回报收缩 银行艰难求存

2013年银行面临“资产荒”环境，最大的挑战是在资产回报中艰难求存，银行金融投资...

一场2.5万亿的大放水乌龙

昨日，中国资本市场一扫阴霾，A股放量大涨，债市企稳回升，与此同时，一则号称“重磅利好”的消息称“央行历史上性放水”单日2.49万亿货

重磅！央行窗口指导银行增配“AA+”以下信用债， 额外给予MLF资金鼓励

以上信用债投资评级按1:1比例给予，必须为产业类，金融债不符合...

【房企融资渠道急剧萎缩成本大增 今年下半年或现“钱荒”】去年10月开始调控日渐收紧，房企融资渠道也急剧萎缩，加上美元走强，其在境内外的融资渠道均被“封锁”，导致房企融资成本大增。业内人士认为，随着调控不断深入与前期资金消耗殆尽，房企资金链日趋紧张。随着2017年下半年和2018年借贷偿还高峰来临，房企或面临“钱荒”窘境。（经参）

专题探讨的目的

Why Doing This?

- 理解不同“钱”的概念、性质、作用（“钱”的多种叫法：现金、活期存款、定期存款.....M0、M1、M2.....OMO、SLF、SLO、MLF.....）
- 理解不同层面的货币的形态及关系
- 了解央行、银行的“创造”货币的方式
-

货币到底是什么？

- 透过居民资产负债表来“发现”货币

居民资产负债表

资产		负债	
人民币	0.2万	房贷	500万
美元	0.1万	信用卡贷款	2万
黄金	1000盎司	
银行活期	2万		
银行定期	10万		
货币基金	20万		
银行理财	100万		
证券基金	100万		
房产	2套		
.....			

货币到底是什么？

金银

- 易辨认
- 可储存
- 有限性

商品货币

纸币

- 货币当局或政府发行
- 流动性高

债权

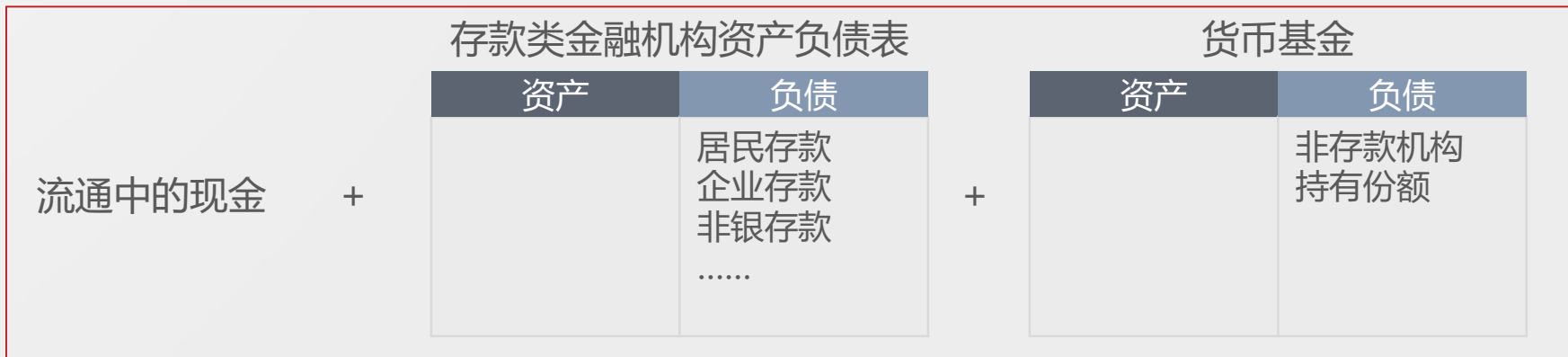
- 银行或私人部门发行
- 短期 vs 长期

信用货币

发行人的债务，持有人的债权/资产

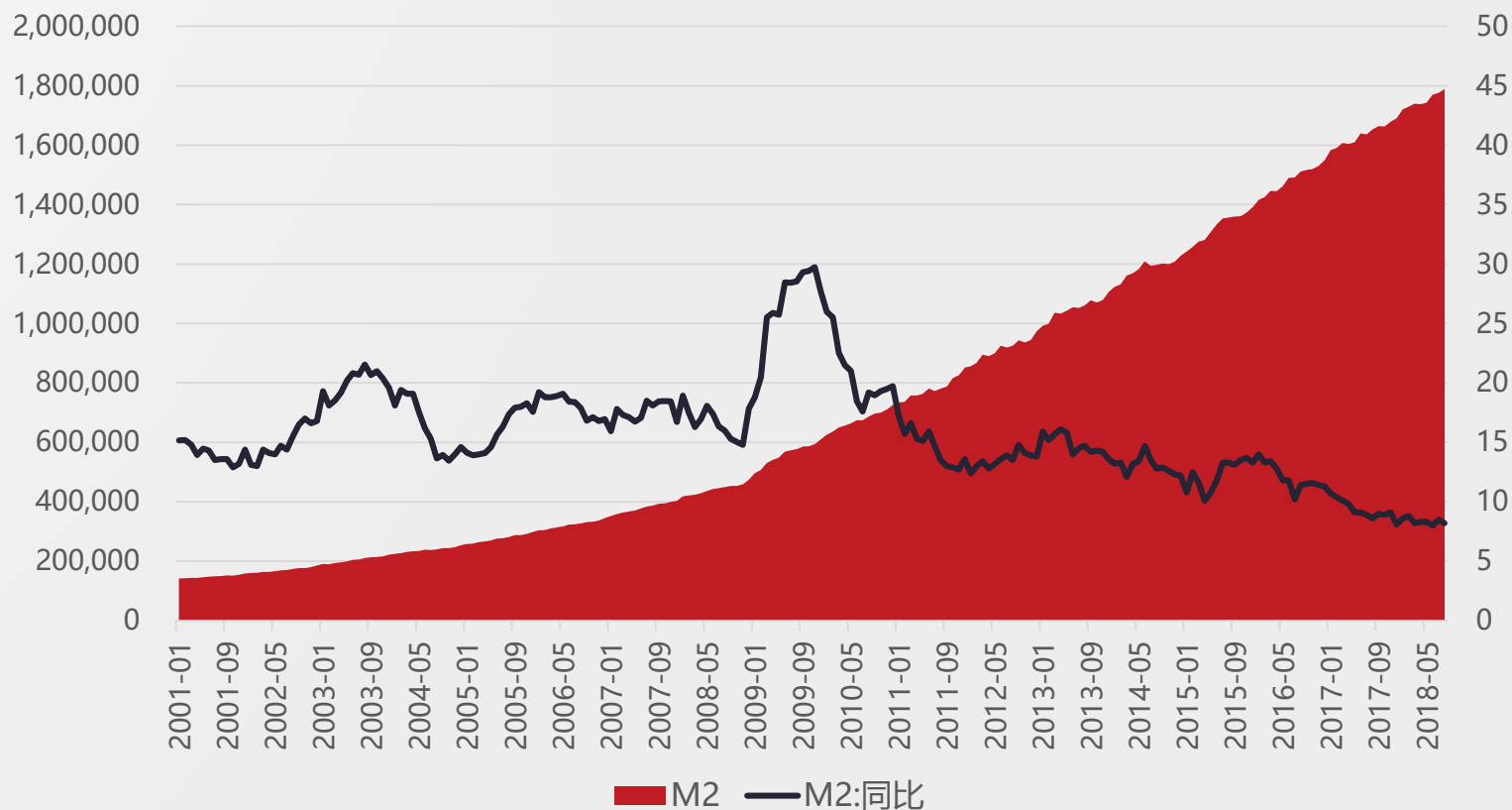
货币如何计量

- M0 = 流通中的现金
- M1 = M0 + 企业存款 (扣除单位定期存款和自筹基建存款) + 机关团体部队存款 + 农村存款 + 信用卡类存款 (个人持有)
- M2 = M1 + 城乡居民储蓄存款 + 企业定期存款 + 外币存款 + 信托类存款 (1994年口径)
 - + 证券公司存放银行同业存款 (证券客户保证金等) (2001年)
 - + 外资、合资金融机构人民币存款 (2002年)
 - + 非存款类金融机构在存款类金融机构存款 + 住房公积金中心存款 (2011年)
 - 货币市场基金存款 (含存单) + 非存款机构部门持有的货币市场基金 (2018年)



货币总量有多少？

- M2存量规模及增速统计：2018年8月M2总量达到178.8万亿

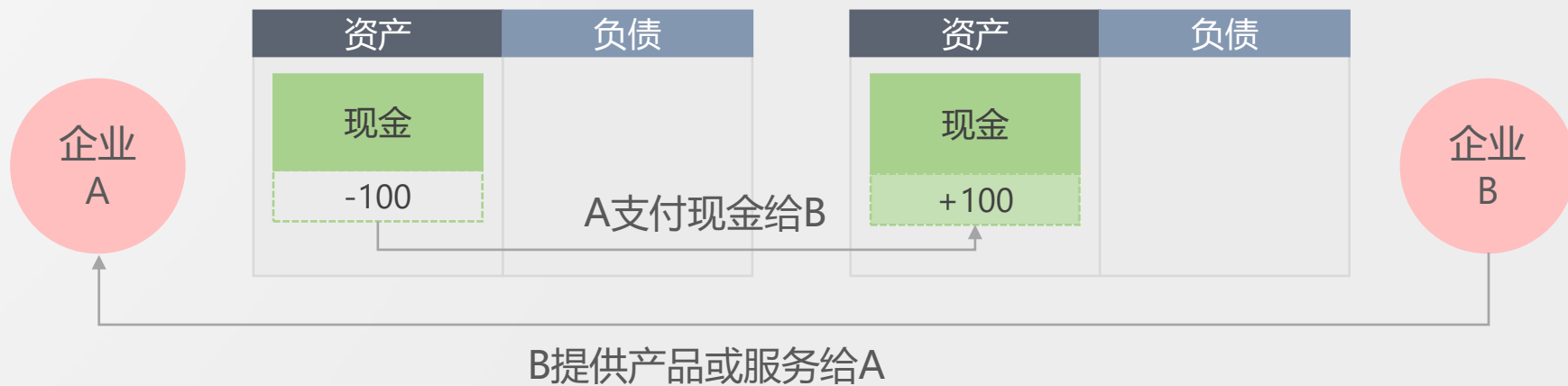


第一部分 货币

Money

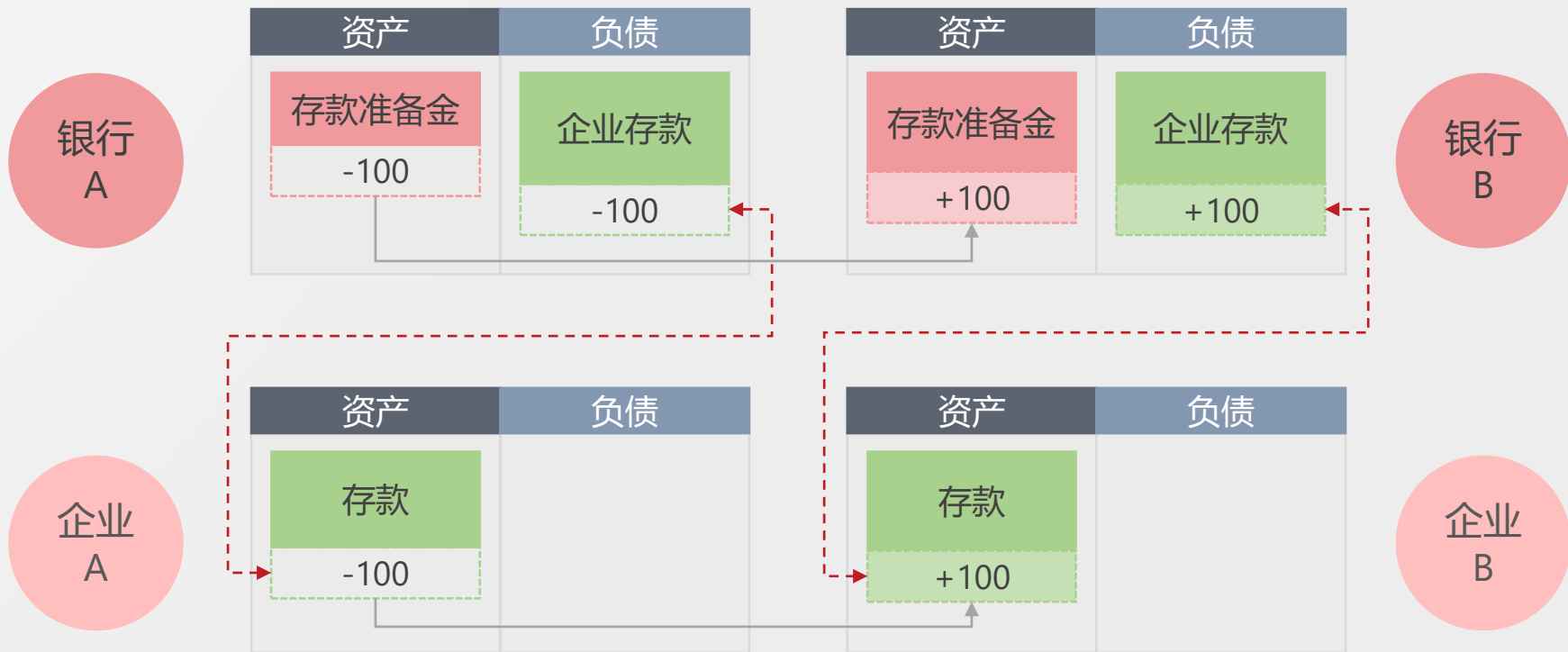
货币的功能

- 价值尺度、储藏手段、**流通手段**。



货币的功能

- 价值尺度、储藏手段、**流通手段**。



清算效率低？ 流动性危机？

中央银行概念及功能

- **中国的中央银行及职能：** 中国人民银行是中华人民共和国的中央银行。中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定。
(历史追溯到1931年，1995年首次确立其中央银行地位)
- **中央银行的功能：** 发行的银行、政府的银行、银行的银行
- **其他国家的中央银行：** 英格兰银行（1649年成立，1844年确立发行银行地位）；美联储（1914年成立，12家联邦储备银行，联邦储备委员会、联邦公开市场委员会FOMC为美联储决策机构)

金融性公司分类

金融性公司	存款性公司	货币当局	中央银行
		其他存款性公司	政策性银行、国有大行、股份制银行、城商行、农商行、农联社、财务公司等
	其他金融性公司	保险公司、基金公司、信托公司、证券公司、金融租赁公司等	
非金融性公司			

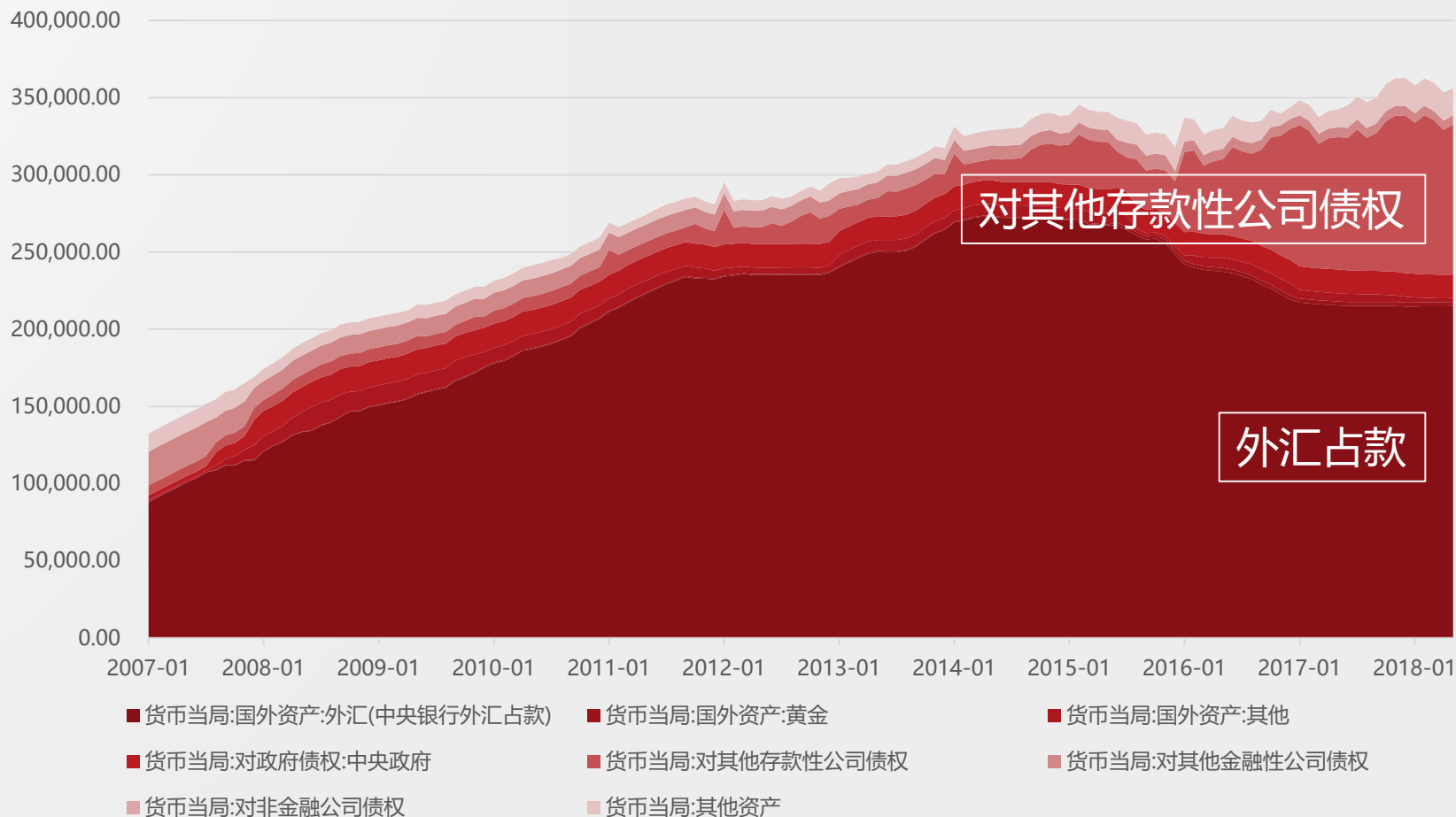
央行资产负债表

- 资产负债表主要项目

资产	负债
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
黄金	其他存款性公司存款
其他国外资产	不计入储备货币的金融性公司存款
对政府债权	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
总资产	总负债及权益

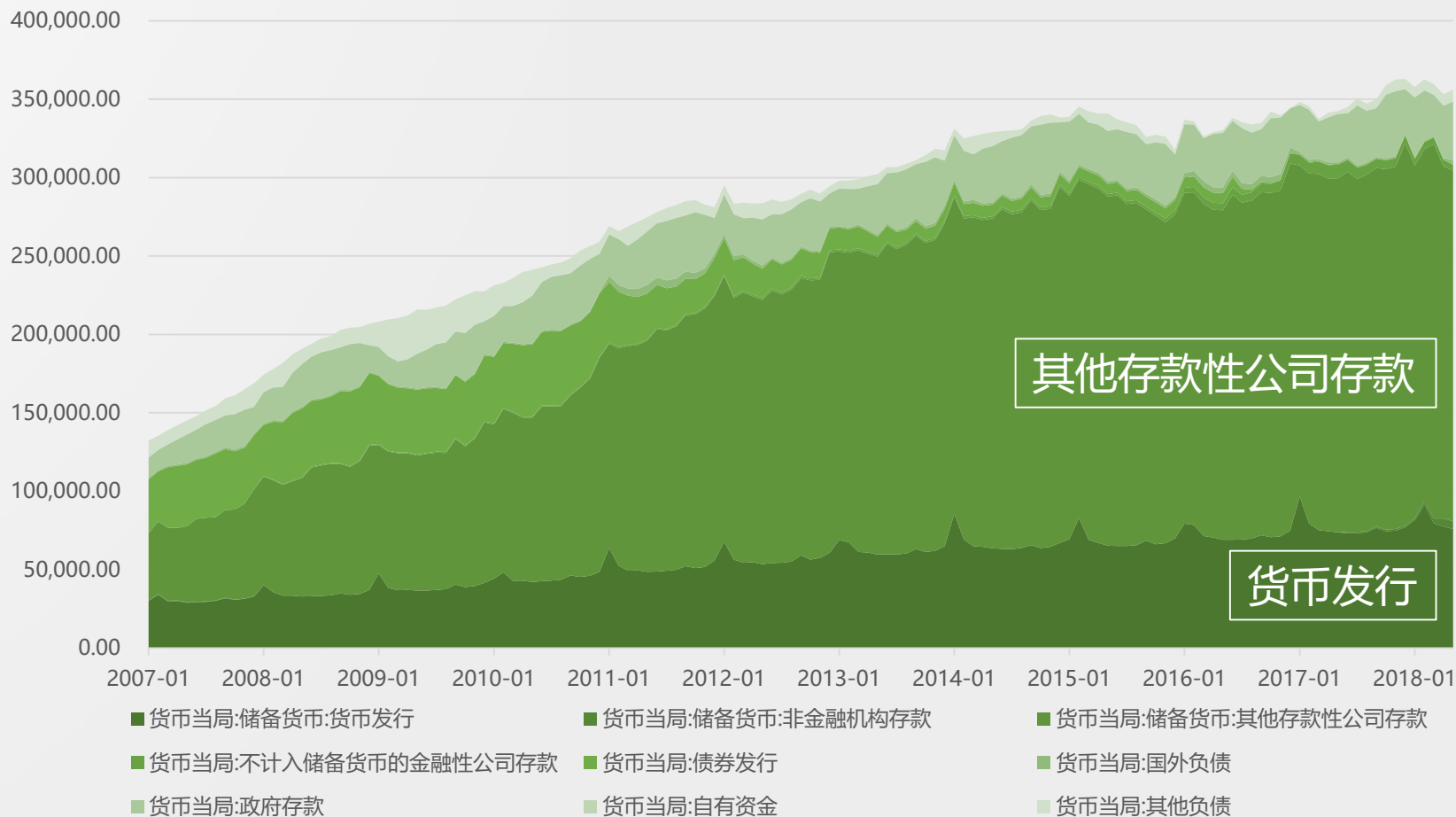
央行资产负债表

• 图：央行资产构成及变化 单位：亿元



央行资产负债表

• 图：央行负债构成及变化 单位：亿元



银行资产负债表

- 某银行资产负债表主要项目

资产	负债
贷款 (57%) : 企业、个人、政府	存款 (65%)
对同业及央行的债权 (14%)	同业负债及同业存单 (10%)
对非银机构的债权 (12%)	对非银机构的负债 (7%)
现金及存放央行款项 (11%)	对央行的负债 (4%)
其他资产 (6%)	债券发行 (7%)
	其他负债及权益 (8%)

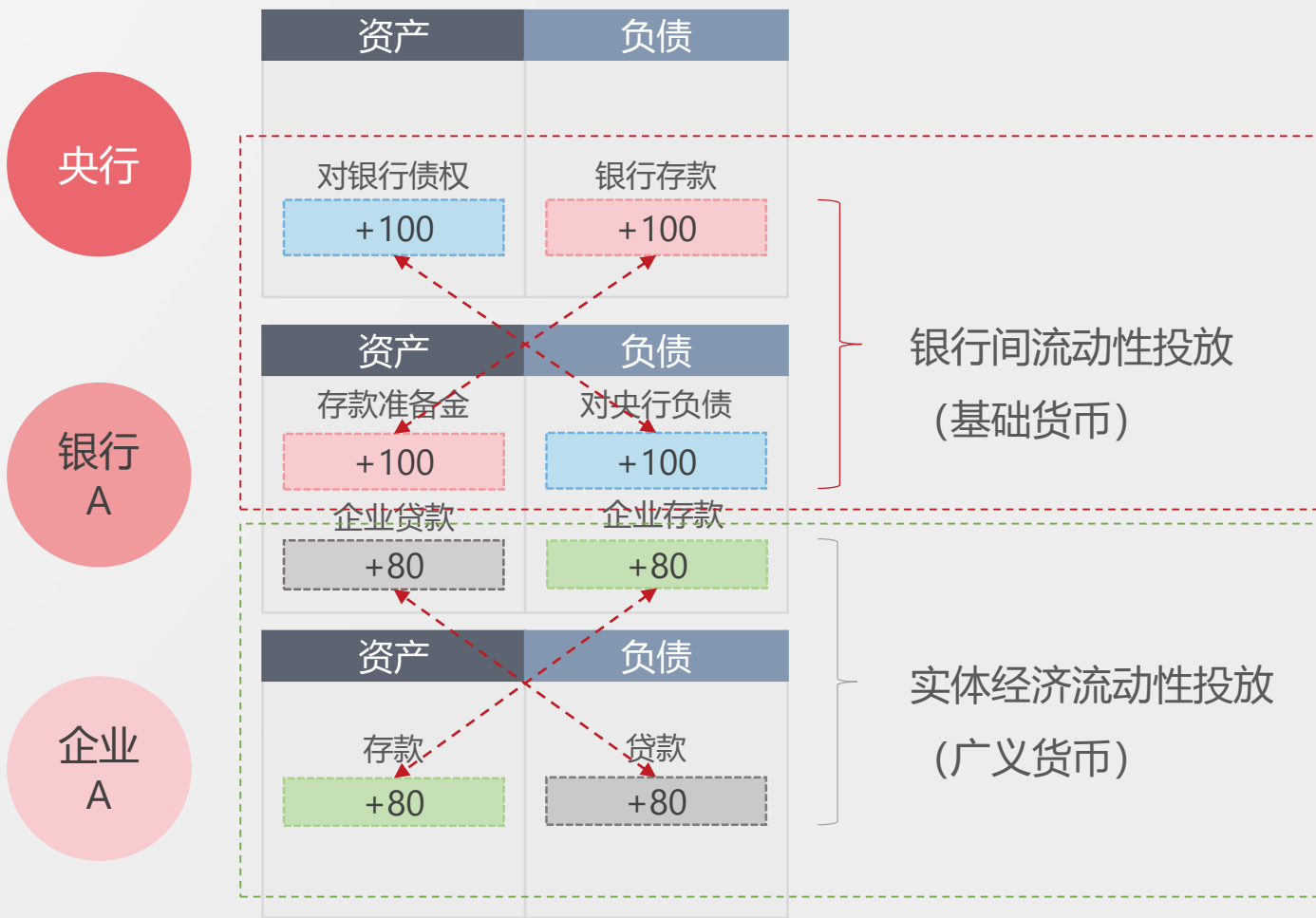
央行：银行的银行

- 央行为银行提供清算业务，提高清算效率，降低清算风险，有效解决了银行之间的债权债务关系问题。



央行：银行的银行

- 央行是金融体系流动性的最终提供者，也是我们常说的“最后贷款人”。



基础货币的概念

- 基础货币，是指现金与存款类金融机构持有的存款准备金（包括法定存款准备金和超额存款准备金）的总和。
- 基础货币是央行的债务，是其持有人的资产。
- 基础货币 = 现金 + 法定准备金 + 超额准备金

央行资产负债表

资产	负债
	<p>其他存款性公司存款 (法定准备金+超额 准备金)</p> <p>货币发行</p>

银行资产负债表

资产	负债
<p>法定存款准备金</p> <p>银行放贷</p> <p>超额存款准备金</p>	

存款准备金

基础货币的投放方式

- 向财政部门借出款项或允许其透支（已禁止）
- 买入外汇资产
- 公开市场操作：正回购、逆回购
- 再贷款、再贴现及其他创新工具：PSL、SLF、SLO、MLF.....
-

基础货币的投放方式

1、向财政部门借出款项或允许其透支（已禁止）

按照最新的《中国人民银行法》，该类方式已经被禁止。

国库管理与经理：财政部是实施国库现金管理的职能部门，中央银行是国库的经理部门。现金管理的前提是单一账户，统一支付。

国库库存支出：国库的收支两条线，会影响到基础货币的吞吐。其中支出端，包括按照财政预算计划进行投资或转移支付，将国库库存投放到实体经济的生产、消费等环节，形成基础货币的注入；国库库存的现金管理，工具为定期存放商业银行定期存款。

资产项目	负债项目
对政府债权 +	政府存款 +
其中：中央政府 +	

基础货币的投放方式

2、买入外汇资产

在央行的资产负债表中，这将表现为资产项下对“国外资产（外汇）”的增加以及负债项下“储备货币（其他存款性公司存款）”的增加。

资产项目	负债项目
国外资产 +	储备货币 +
外汇 +	其他存款性公司存款 +

基础货币的投放方式

3、公开市场操作

中央银行的公开市场业务以金融机构为交易对方，回购的标的可以是国债、地方债等，所以在资产负债表中，这将表现为资产项下“对其他存款性公司债权”的增加以及负债项下“储备货币（其他存款性公司存款）”。

资产项目	负债项目
对其他存款性公司债权 +	储备货币 +
	其他存款性公司存款 +

基础货币的投放方式

4、再贷款、再贴现及其他创新工具

	SLO短期流动性工具	SLF常备借贷便利	MLF中期借贷便利	PSL抵押补充贷款
创设时间	2013年	2013年	2014年	2014年
操作方式	类似于公开市场操作，以抵押方式展开	机构向央行主动发起，央行以抵押方式发放资金	招标方式开展，采取质押方式发放	采取质押方式向目标银行发放贷款
期限	一至七天	期限不定，最短可一天，通常为一个月至三个月	三个月、六个月以及一年不等	期限较长，一般超过一年
投放渠道	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	使用范围最广，包括政策性银行，全国性商业银行，地方商业银行，农商银行、农联社等，覆盖广	政策性银行，全国性商业银行	目前仅限三大政策性银行
特点	期限较短，作为公开市场操作的必要补充	金融机构主动向央行发起，可质押利率债、地方债及入池的信贷资产（与再贷款共享），带有惩戒性质，同时具有利率走廊上限封顶作用	期限较长，不带有惩戒性质，可质押利率债、地方债、政策性金融债、高等级信用债及同业存单等	期限最长，目前只通过政策性银行投放且资金，对应标的为政策性项目。抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产等

如何分析流动性

以下情形如何影响银行间流动性：

1. 银行进行美元结汇
2. 央行进行200亿7天期逆回购操作
3. 央行宣布定向降准50BP
4. 央行窗口指导，新增信贷或信用债投资，可提供MLF支持
5. 地方债近期密集发行，市场认购火爆

如何分析流动性

除了基础货币的投放，也有基础货币的回收，其基础货币及其银行间流动性变化总结

如下： Δ 基础货币= Δ 外汇占款+ Δ 央行净投放- Δ 财政存款+ Δ 其他资产- Δ 其他负债

基础货币（储备货币）=现金+法定准备金+超额准备金

Δ 超额准备金 = Δ 外汇占款+ Δ 央行净投放- Δ 财政存款- Δ 现金- Δ 法定准备金

央行/财政操作	央行/财政变化项目	其他存款性公司变化项目	流动性变化	超额准备金
外汇结汇	外汇占款：上升	国外资产：下降	上升	上升
MLF投放、逆回购	对其他存款性公司债权：上升	对央行负债：上升	上升	上升
发行央票	发行债券：上升	对央行债权：上升	下降	下降
正回购	其他负债：上升	对央行债权：上升	下降	下降
降准	其他存款性公司存款：不变	法定存款准备金：下降	上升	上升
政府发行债券	政府存款：上升	对政府债权：上升	下降	下降

如何分析流动性

政府发行债券：政府存款 \uparrow \rightarrow 超额存款准备金 \downarrow

资产项目	负债项目
(无变化)	储备货币 -
	其他存款性公司存款 (超额部分) -
	政府存款 +

降准：存款准备金率 \downarrow \rightarrow 法定存款准备金 \downarrow \rightarrow 超额存款准备金 \uparrow

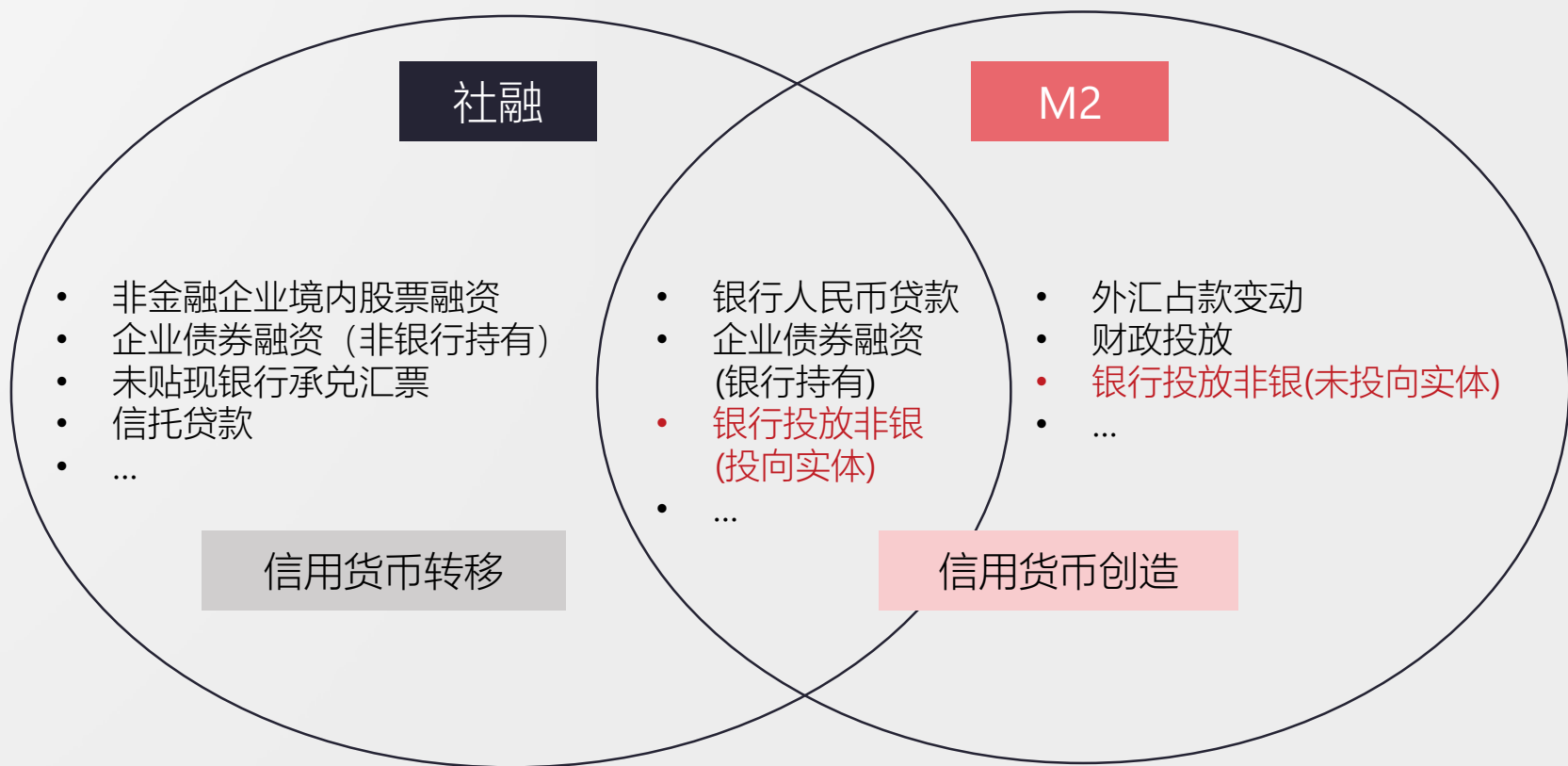
资产项目	负债项目
(无变化)	储备货币
	其他存款性公司存款 (法定部分) -
	其他存款性公司存款 (超额部分) +

小结

- 央行：基础货币的发行者，其投放需要相应的资产支持
- 银行：基础货币的持有者，信用货币的发行者，其信贷扩张受到一定限制
- 企业：信用货币的持有者，实体经济的参与者
- 银行间流动性：体现为银行在央行的“可用头寸”基础货币的情况（总体、结构性）
- 实体经济流动性：体现为企业在银行的“可用头寸”广义货币情况（M2）
- 货币：一种债权债务关系（债权人、债务人、期限、发行成本等）

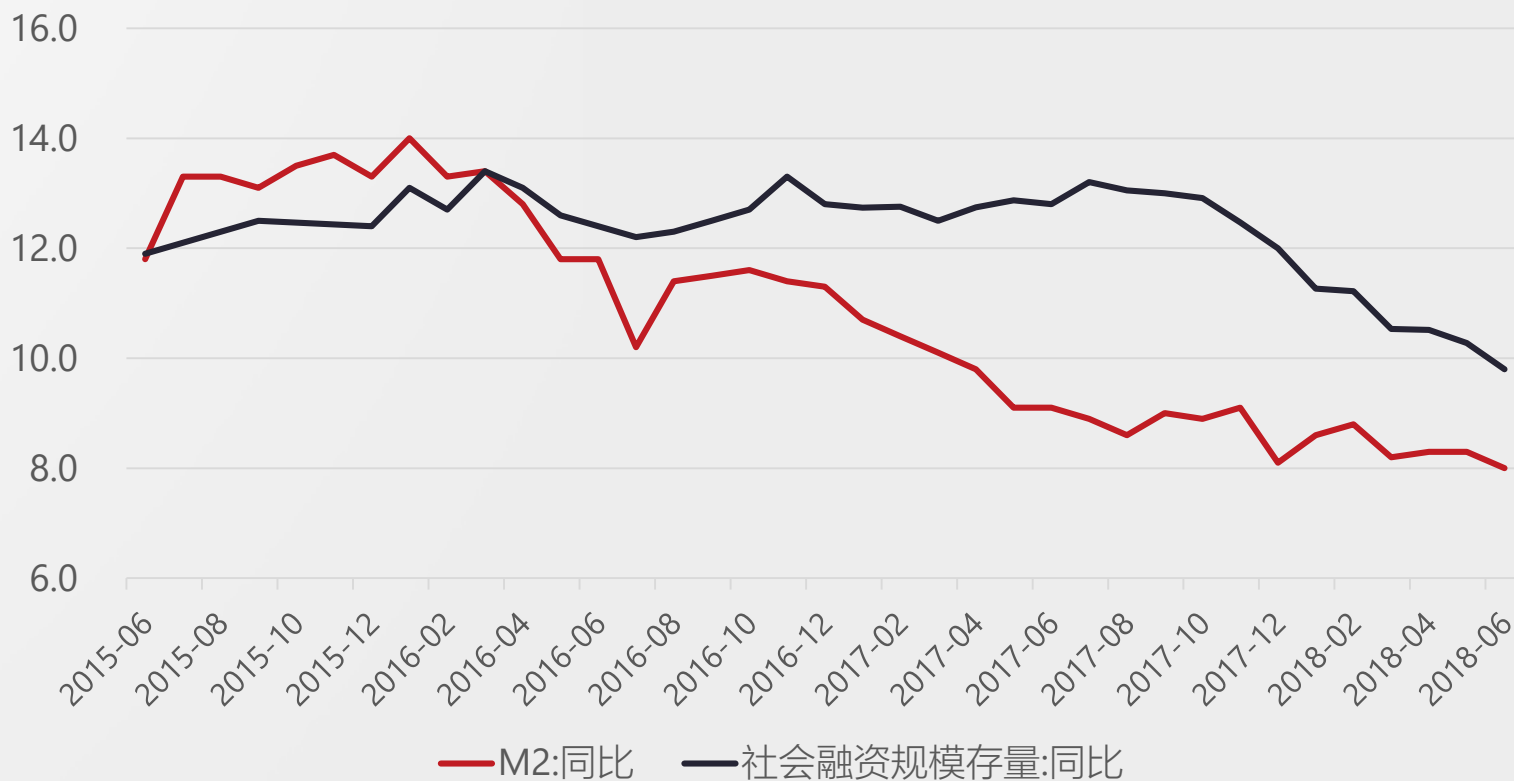
M2与社融

- M2与社会融资之间的差异



M2与社融

- M2与社会融资之间的差异

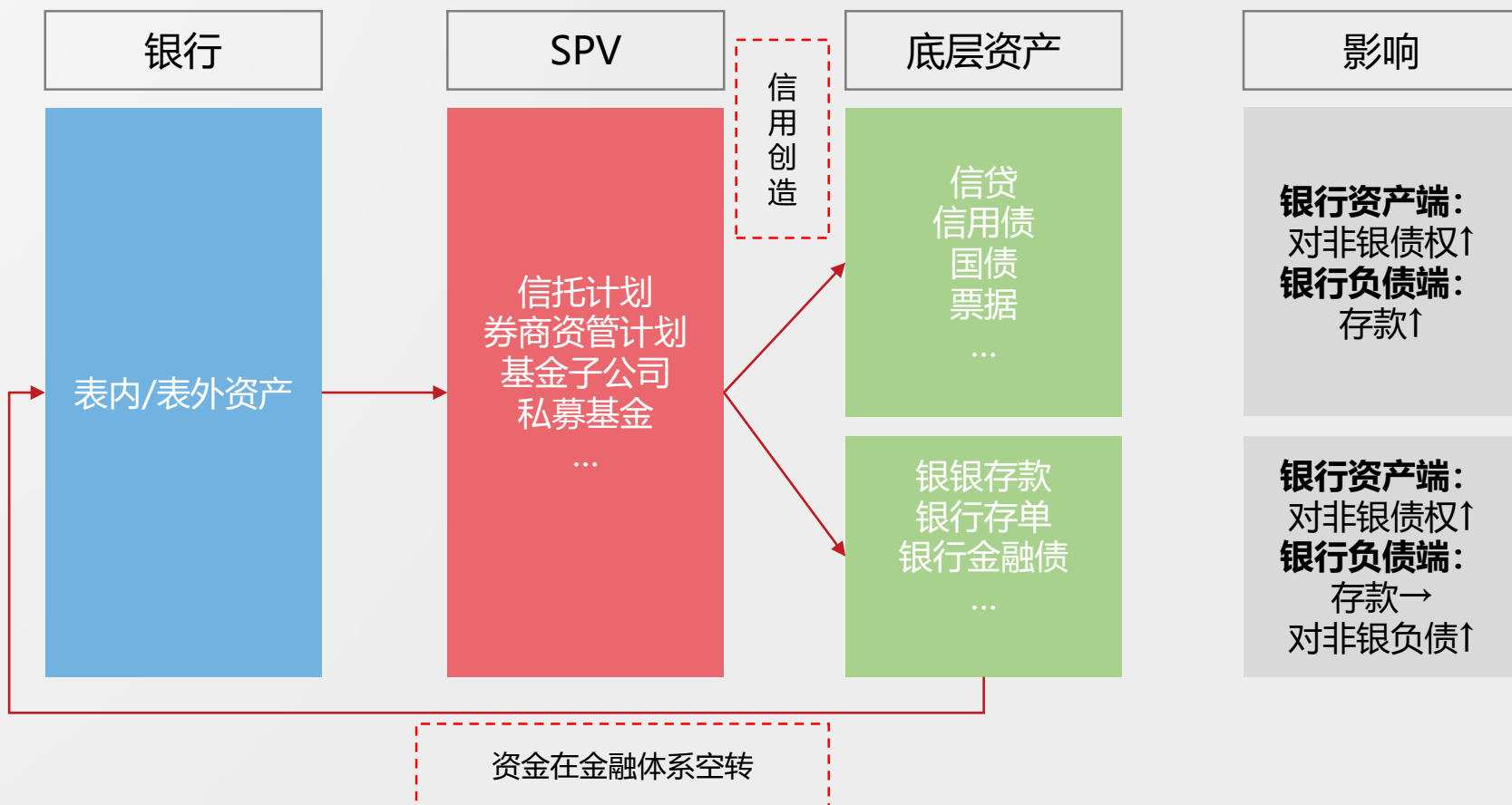


第三部分 延伸

More Discussion

金融“创新”

- 在之前，一行三会非统一监管、监管套利、风险隔离（SPV）



货币与信用

- “货币+信用” 组合分析框架

货币

- 指货币政策目标的取向，分为“宽货币”、“紧货币”两种状态
- 以法定存款准备金率、公开市场操作等信息来度量

信用

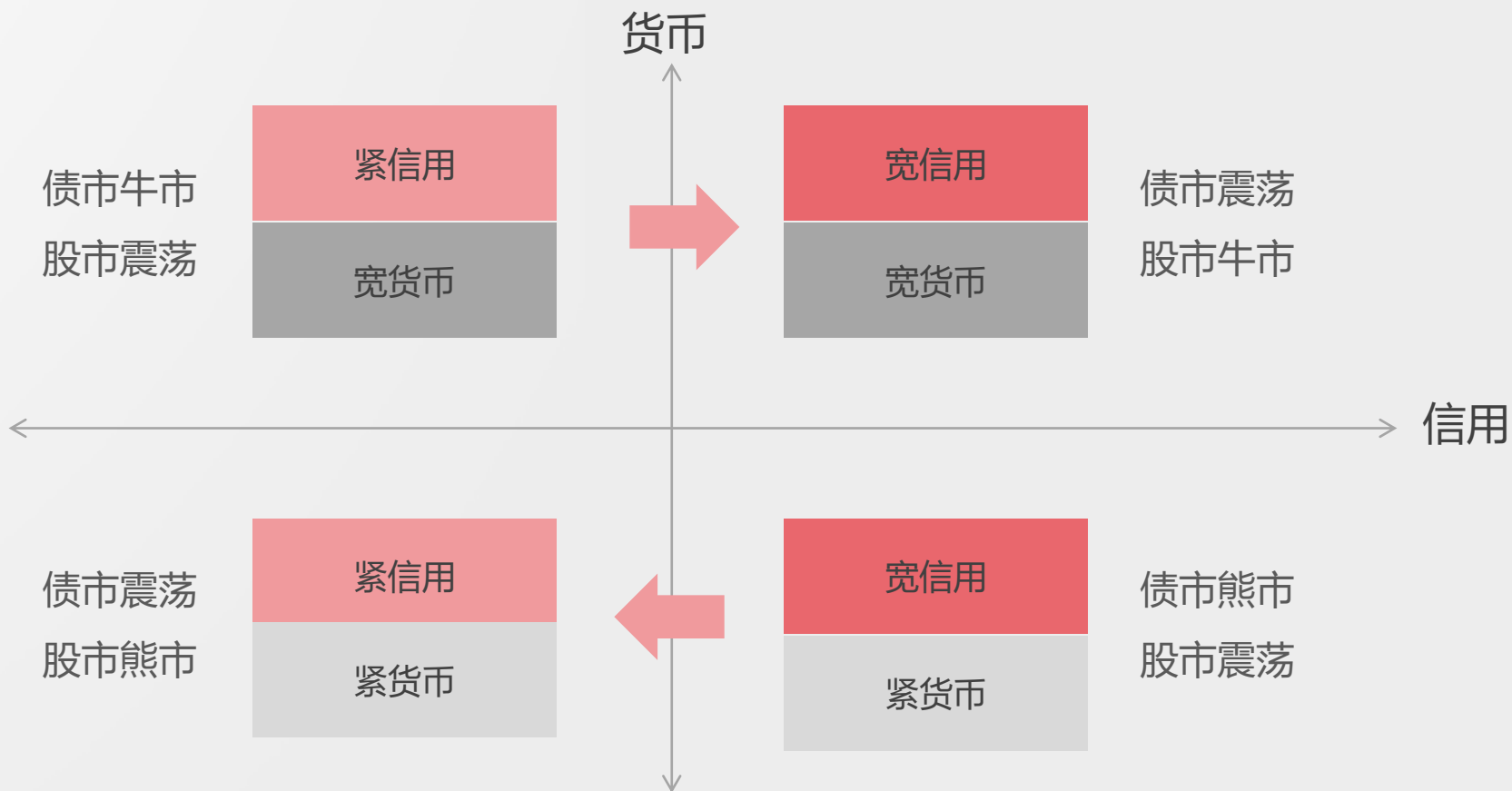
- 指信用派生的实际情况，分为“宽信用”、“紧信用”两种状态
- 一般用M2、社融同比增长率来度量

第三部分 延伸

More Discussion

货币与信用

- “货币+信用” 组合分析框架



第三部分 延伸

More Discussion

小结

- M2与社融、金融“创新”
- 货币与信用分析框架、资产轮动

第三部分 延伸

More Discussion

推荐书目

- 《美联储》，威廉·格雷德著，中国友谊出版社
- 《中央银行的逻辑》，汪洋著，机械工业出版社
- 《中央银行与货币供给》，盛松成等著，中国金融出版社
- 《Big Debt Crises》，Ray Dalio著

THANKS

东海证券固定收益部