

## 疫情时代中美资产负债表全景分析

### ——宏观资产负债表观察系列（一）

#### 宏观摘要

近 20 年中美央行资产负债表结构变化。1) 中国央行的资产负债表大致经历了三个阶段：2000 年之前主要通过通过对银行债权释放基础货币，到 2002 年转向通过吸收外汇占款投放基础货币，而 2014 年以来由于全球化的出现回落，央行又回到了通过对银行负债进行基础货币投放。2) 美联储基础货币投放机制主要通过持有有价证券的形式展开。2008 年之前通过再贴现、公开市场操作等常规货币政策进行基础货币投放；2008 年后至今通过在二级市场定期购买国债和 MBS 等有价证券的方式实施量化宽松政策，并通过向地方政府、市政企业、非金融企业和个人提供创新型信贷工具的方式，实施危机政策。

新冠疫情期间中美央行资产负债表规模变化。2020 年未来应对新冠疫情对经济造成的冲击，中国、美国等各国央行均采用宽松货币政策应对此次黑天鹅事件。但是，观察中国央行和美联储资产负债表可以发现，同为宽松政策下，中国资产负债表规模呈现出小幅缩表，而美联储资产负债表则表现为急速扩表。主要原因有二：1) 中国央行和美联储所选货币政策调控工具不同，中国主要以降低存款准备金率辅以再贷款再贴现政策进行宏观调控，而美联储主要通过量化宽松等政策直接向市场投放流动性。2) 中美两国货币政策调控环境不同，中国疫情前处于一轮周期底部，存在上行动力，而美国持续一轮宽松周期中；疫情对于中国经济冲击较为短暂，而对美国经济冲击时间更长；全球产业链分工带来中美劳动生产率差异，结果是货币政策空间差异。所以，美联储常规货币政策在 2008 年金融危机后基本失效，因而采取非常规政策对冲经济下行。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[当前宏观关注点问答——美元反弹](#)

2021-03-31

[美元指数与中国利率](#)

2020-09-30

[中国货币发行机制分析与展望](#)

2020-05-18

[美债危机的可能性展望](#)

2020-04-21

[三次危机中美联储政策措施比较](#)

2020-04-07

[COVID-19 冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[定位·重塑·周期](#)

2020-01-10

## 中美近二十年货币发行简史

作为货币发行端，央行是货币传导源头，研究央行资产负债表是观察货币流动性的重要手段之一。回顾近 20 年中美央行资产负债表，总体表现为：

规模持续扩张，结构显著变化。

**从规模来看**，中国央行资产负债表规模变化分为三个阶段：在 1990 年至 2002 年央行资产负债表规模维持缓慢增长，截止 2002 年规模不到 4 万亿元人民币；2002 年至 2014 年进入快速扩张区间，增长至 35 万亿，13 年扩张接近十倍；2014 年至今，规模再次放缓，截止 2021 年 5 月，央行资产负债表规模接近 27 万亿元人民币。现规模接近 37 万亿元。美联储资产负债表规模变化也分为三个阶段：2007 年以前增长较为缓慢，规模维持稳定，截止 2007 年规模不到 1 万亿美元；2008 年至 2020 年波动较大，但总体呈现扩张趋势，至 2020 年规模维持在 4 万亿美元左右；2020 年至今，美联储资产负债表快速扩张，一年多以来扩张至 7 万亿美元，增长接近 100%。

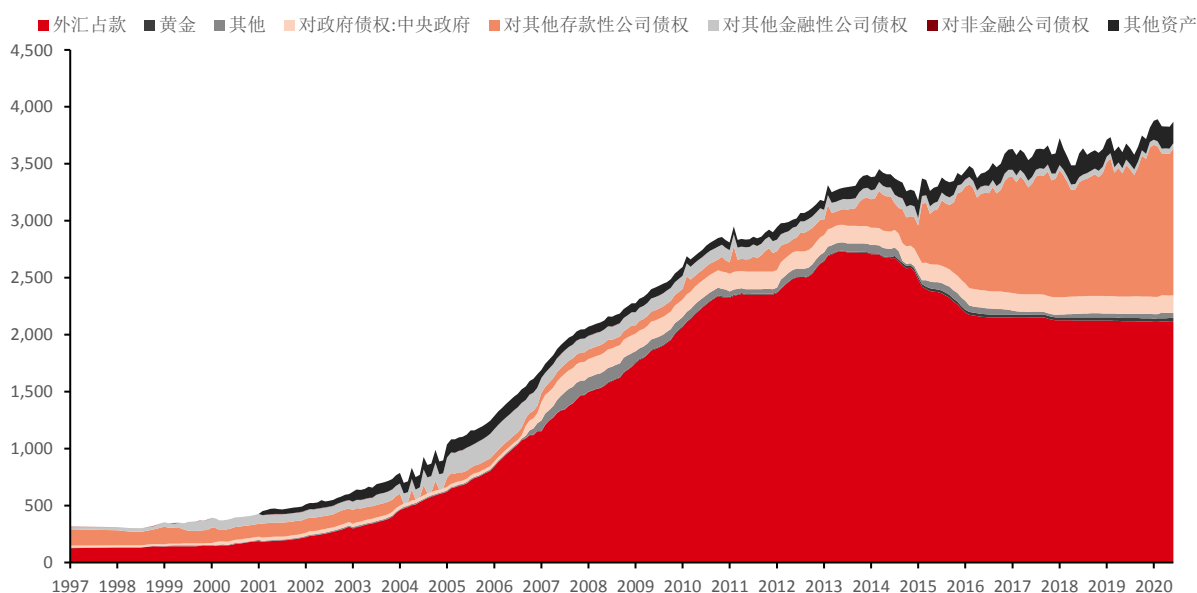
**从结构来看**，伴随着央行资产负债表规模的扩张，中国央行资产负债表资产端的主导科目经历两次轮替，从 1990 年至 2002 年的公开市场操作和再贴现再贷款货币政策工具导致央行银行负债科目增长，到 2002 年至 2014 年的外汇占款科目增长，再到 2014 年至今再次变换为银行负债科目增长。而美联储资产负债表资产端主要增长科目较为单一，近二十年来主要由持有有价证券科目增长带动资产负债表扩张。

### · 中国央行规模：90 年代末缓慢增长，2002 年快速扩张，2014 年增速再次放缓

2002 年前，央行资产负债表不到 4 万亿元人民币，且增长较为平稳。90 年代由于亚洲各国发展速度过快，吸引大量投资进入，导致杠杆率和不良贷款率居高不下，1997 年亚洲金融危机爆发。中国经济在 1998 年也开始放缓，CPI 持续下滑、投资消费和 GDP 增速均出现下降。在 1996 年以前，经济总需求远超总供给，大量投资和生产导致货币需求远超货币供给，而货币供给方面，又缺乏完善的金融体系进行市场调节手段和管理能力，基础货币需求压力较大。而 1997 年之后情况发生扭转，经济逐渐转换为总供给大于总需求，总需求疲弱导致货币需求下降，进而导致货币供给超过货币需求，在生产严重过剩和企业大面积亏损的情况下，货币流动性过剩。因此在 1997 年至 1999 年之间，央行资产负债表总规模基本维持在 3 万亿人民币，呈现小幅震荡趋势；直至 2000 年之后，我国加快金融体系建设，明确和完善央行货币政策职能，资产负债资产负债表在 2002 年小幅扩张至 4 万亿人民币。2002 年中国加入 WTO，经济开启高速发展，资产负债表规模扩张速度加快。2002 年中国加入 WTO 后，受到贸易全球化红利影响，结合本国生产要素优势，净出口持续走高，经济加速发展。同时由于外汇大量流入本国，央行资产负债表规模急速扩张，截止 2014 年扩张至 35

万亿元，扩张近十倍。2014年后，增速再次放缓，截止目前资产负债表维持在37万亿人民币。随着全球经济整体放缓，外部需求减少，贸易摩擦加剧，全球经济从增量博弈进入存量博弈阶段。同时中国传统要素优势成本丧失，供给成本边际走高，竞争力下降。资产负债表扩张速度随着经济走势再次放缓，进入缓慢增长区间。

图1： 中国央行资产负债表中资产端各项变化趋势 （百亿元）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

· 中国央行结构：主要货币发行手段从增银行负债转至增外汇占款再回到增银行负债

2002年以前，我国主要以公开市场操作、再贷款再贴现以及调节存款准备金率等采用常规货币政策进行货币投放和调节，属于央行直接调控。对应资产负债端科目为资产端“对其他存款性公司债权”，对应负债端为“储备货币：货币发行”，由央行向商业银行传导，最终流向市场。2000年储备货币中货币发行占比约达66%，因此三大常规货币政策工具是该阶段货币投放的主要工具<sup>1</sup>，而在此阶段外汇占款总额较小，增长率低，不是央行投放基础货币的主要工具。

2002年至2014年，我国经济高速发展，出口快速增加，资产负债表结构也发生巨大变化。

1) 资产端结构：截止2014年底，央行资产负债表资产端“外汇占款”占比约80%，增长超

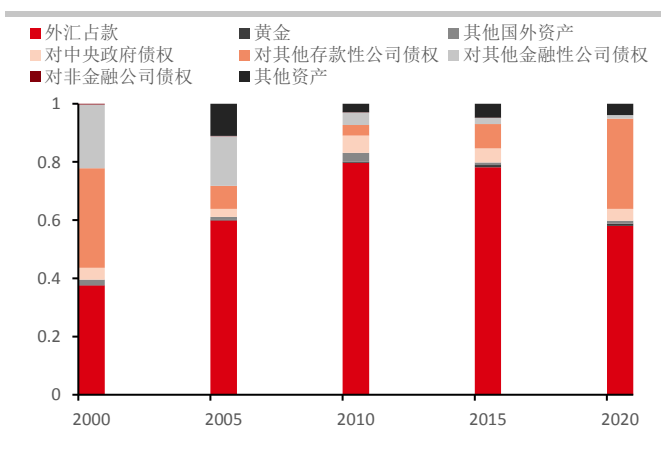
<sup>1</sup>三大常规货币政策工具为：公开市场业务、贴现政策和法定准备率

过 15 倍；而原为第一大资产的“对其他存款性公司债权”降至第二大资产且占比不足 10%，2002 年至 2014 年间增量不足 15%。2) 负债端结构：至 2005 年，“储备货币：货币发行”占比降低至 39%但仍为负债端第一大项目，同时“债券发行”增加，占比升至 31%。债券发行又称央票发行，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。在 2002 年后，其作用主要为了对冲外汇占款导致的基础货币过大的问题，而进行大量发行，控制货币流动性。从 2002 年到 2009 年，债券发行规模从“0”增加到 4.4 万亿元（并在 2018 年全部到期后再次降至“0”）。到 2010 年，“其他存款性公司存款”即商业银行存放的存款准备金大幅上涨，占负债端 64%左右，成为负债端第一大科目。而债券发行科目压缩至 15%，流动中的现金科目压缩至 18%。该科目大幅上升也是由于资产端“外汇占款”项目逐年增加导致。在企业至商业银行至中央银行结汇的过程中，央行的资产负债表实现扩张，投放了基础货币；商业银行的超额准备金增加，信用扩张能力提升；企业的资产负债表规模不变，手中的美元变成人民币，完成基础货币发行。3) “外汇占款”在该阶段成为最主要的货币投放方式，但由于此项目不属于央行直接调控，因此央行需要通过再让供给“其他存款性公司存款”进行对冲，从而维持货币市场流动性合理充裕。

2014 年底至今，中国出口优势减弱，2016 年后外汇占款增量基本为零，央行主要通过对其他存款性公司债权项目迅速扩张进行货币投放，资产负债表结构再次发生变化。2014 年以来，“外汇占款”占比逐渐下降，2021 年 5 月外汇占款约占央行总资产 55%，而增量几乎为零。为了保持货币流动性维持稳定，2014 年后央行相继创设了包括常备借贷便利（SLF）与中期借贷便利（MLF）等新型货币政策工具，通过以抵押方式<sup>2</sup>向金融机构发放不同期限长短的流动性需求，增加流动性传导。SLF 与 MLF 等货币政策工具同样帮助央行资产端的存款性公司债权科目壮大。因此，资产端“对其他存款性公司债权”占比再次回升，从 2014 年的 5%回升至当前约 33%。央行基础货币投放方式回归三大常规货币政策工具。

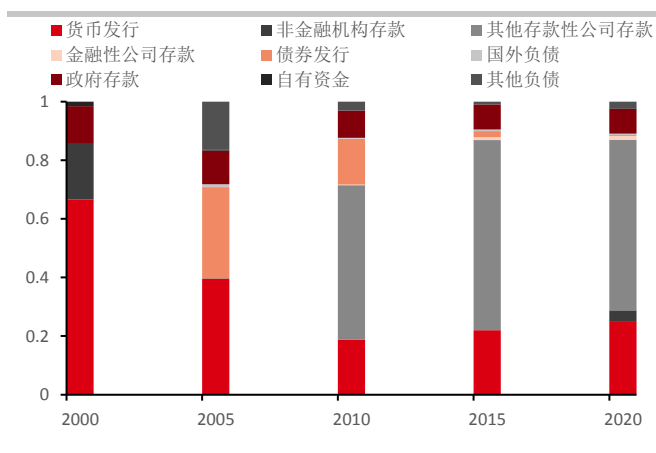
<sup>2</sup> 合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等

图 2: 中国央行资产端各项占比变动情况



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 3: 中国央行负债端各项占比变动情况



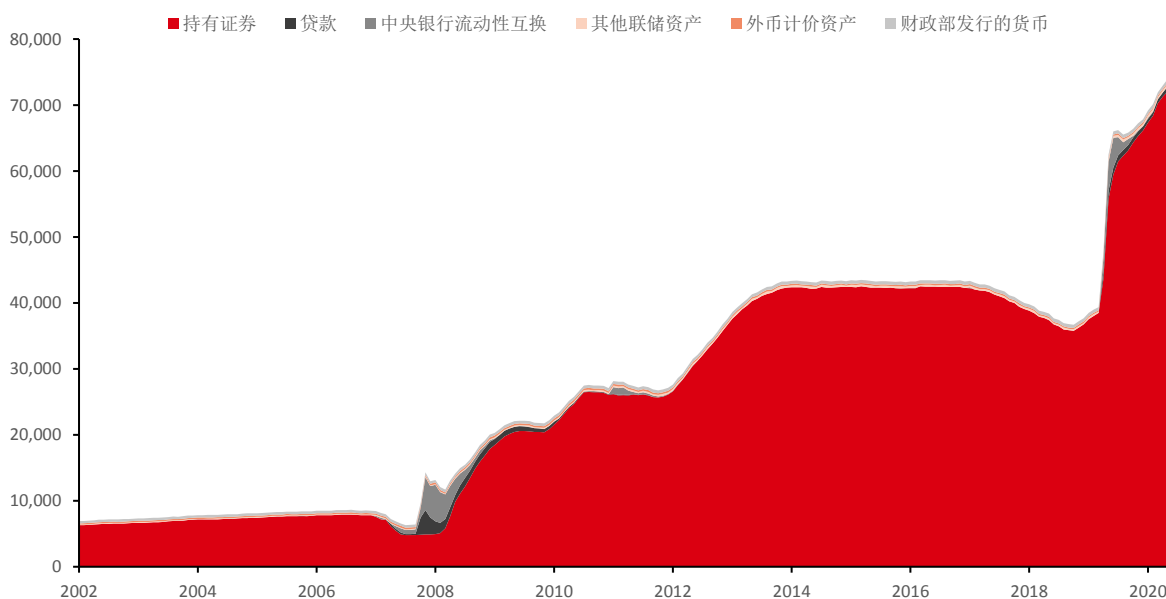
数据来源: WIND 华泰期货研究院

接着，通过观察美联储资产负债表历年走势以及与主要货币政策工具之间的关系，探索美国基础货币发行机制变迁。

• 美联储规模：2008 年以前平稳增长，2008 年后波动较大，2020 年开始快速扩张

美国作为发达经济体货币政策调控工具相对完善。1) 2008 年金融危机前，美国经济总体平稳增长，美联储资产负债表规模较为稳定（不到 1 万亿美元），扩张速度也较为缓慢。2) 2007—2014 年：2007 年次贷危机在美国爆发，快速降至“0”利率后美联储启用了“量化宽松”等一系列非常规货币政策，继续为市场注入流动性，改善实体经济融资环境。因此，美联储资产负债表也实现一轮扩张，截止 2014 年，总规模达到 4 万亿美元，扩大了三倍。3) 2015 年至 2019 年末，美联储进入到“货币政策正常化”阶段，为了实现货币政策目标开展多轮货币政策调控，在此阶段资产负债表规模在 3 万亿美元至 4 万亿美元之间波动。4) 2020 年由于新型冠状病毒疫情影响，市场流动性进入到停滞状态（美股四次熔断），美联储开启疯狂扩表模式向市场投放流动性，发挥“最后贷款人”职能。当前美联储资产负债表规模已经接近 7 万亿美元，且仍在持续扩张中。

图 4: 美联储资产负债表中资产各项变化趋势图 (亿美元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

· **美联储结构: 2008 年以前主要采用常规货币政策, 2008 年以后开启非常规货币政策**

2008 年金融危机前, 美联储主要采用包括公开市场操作 (OMO)、贴现窗口、存款准备金制度、利率政策等常规货币政策进行调控, 结构上影响资产端“持有美国债券”项目, 彼时美国国债占美联储资产负债表 80%左右。而负债端则主要通过“流通中的货币”将基础货币投向市场。

2008 年金融危机爆发, 常规货币政策工具逐渐失效, 美联储开始实施非常规货币政策对冲经济下行压力, 即通过购买抵押支持债券 (MBS) 直接向市场投放流动性, 又称量化宽松。同时为了解决其他国家美元流动性紧缺问题还创设了央行流动性互换机制。因此, 这段时间美联储资产端“央行流动性互换”、“向金融机构贷款”及“向主要信贷市场提供贷款”等科目均大幅增加对冲次贷危机的负面影响, 同时购买 MBS 继续影响资产端“持有美国债券”项目, 但受到其他科目挤压, 占比有所缩减, 美联储资产负债表结构发生变化。

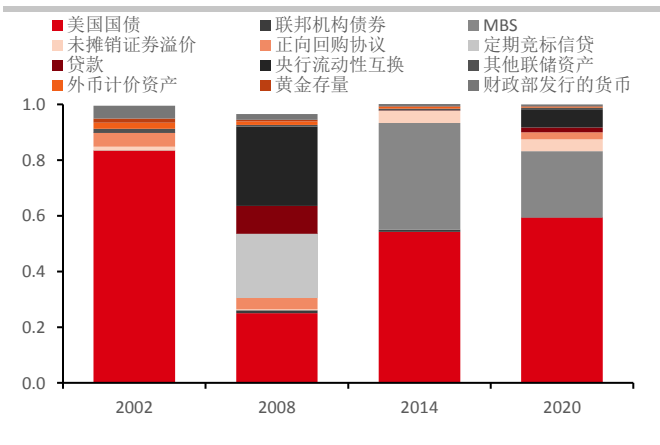
次贷危机时期的量化宽松分为四个阶段。1) **零利率政策**。从 2007 年 8 月开始, 美联储连续 10 次降息, 隔夜拆借利率由 5.25%降至 0%到 0.25%之间。2) **补充流动性**。2007 年金融危机爆发至 2008 年雷曼兄弟破产期间, 美联储以“最后的贷款人”的身份救市。收购一些公司的部分不良资产、推出一系列信贷工具, 防止国内外的金融市场、金融机构出现过分严重的流动性短缺。美联储在这一阶段, 将补充流动性的对象, 从传统的商业银行扩展到

非银行的金融机构。3) **主动释放流动性**。2008 年到 2009 年，美联储决定购买 3000 亿的美元长期国债、收购房利美与房地美发行的大量的抵押贷款支持证券。在这一阶段，美联储开始直接干预市场，直接出资支持陷入困境的公司；直接充当中介，面向市场直接释放流动性。4) **引导市场长期利率下降**。2009 年起，美国的金融机构渐渐稳定，美联储渐渐通过公开的市场操作购买美国长期国债。试图通过这种操作，引导市场降低长期的利率，减轻负债人的利息负担。

2010 年后，次贷危机的短期影响逐渐消退，“央行流动性互换”、“向金融机构贷款”及“向主要信贷市场提供贷款”等应急科目逐渐退出，占比缩小。为了稳定经济，达成美联储货币政策目标，美联储自 2010 年至 2019 年底，进行多轮量化宽松操作扩充资产负债表，又进行几轮缩减资产负债表操作维持美元流动性维持合理水平，因此该阶段资产负债表规模波动较大。但是自 2010 年起，“持有美国债券”科目长居资产端第一大项，占比维持在的 90% 以上。

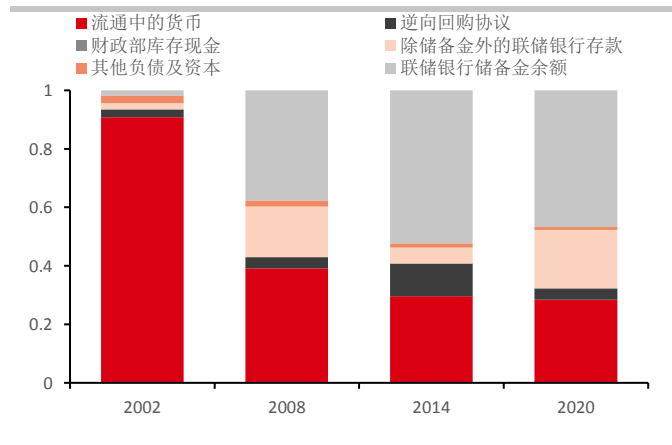
2020 年初，受到新冠疫情影响，美联储宣布采用无限 QE 购买财政部国债以及 MBS，同时进行再贷款与海外央行货币互换。此举导致美联储“持有美国债券”总数大幅增加，同时负债端“流通中的货币”小幅上升，而银行在美联储“超额准备金”同时大幅上涨。

图 5: 美联储近二十年资产占比变化 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 美联储近二十年负债占比变化 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

疫情期间的央行资产负债表：规模上中国维持震荡、小幅下行，美国大幅扩张；结构上中国延续 2014 年以后的三大常规货币政策，美国再度开启量化宽松政策。

## 疫情阶段中美央行资产负债表规模走势差异原因

2020 年疫情席卷全球，导致生产停滞，消费大幅衰退，对各国经济体造成巨大损失。为了应对疫情，中国、美国等各国央行均采用宽松货币政策应对此次黑天鹅事件。观察中国央行和美联储资产负债表可以发现，同为宽松政策下，中国资产负债表总规模稳中有缩，而美联储资产负债表总规模则大幅扩张。我们认为主要原因分为两点：1、中国央行和美联储所选货币政策工具不同；2、中国央行和美联储货币政策调控环境不同。

- 所选货币政策工具不同：中国央行“常规”货币政策，美联储“量化宽松”

- ◇ 中国资产负债表总规模从疫情前（2019 年 12 月）的 37.11 万亿元人民币小幅下降至疫情基本得到控制后（2020 年 4 月）的 36.54 万亿元人民币，降幅为 1.5%，呈现出小幅缩表趋势。

首先在 2020 年疫情发生前，中国由于人口要素优势减退，在去全球化大环境下出口持续低迷。2015 年以后通过兑换外汇增量创造基础货币将逐渐减少，外汇占款在央行资产负债表中增幅很小，有时甚至不升反降。当央行资产端“外汇占款”减少时，对应基础货币投放量有所降低，因此商业银行储备货币数量下降，相应的央行负债端“商业银行存款准备金”数量也会降低，表现为央行资产负债表“收缩”。1) 资产端：2015 年 1 月央行资产端“外汇占款”科目总额为 27 万亿元人民币，而到 2019 年 12 月，“外汇占款”项目降至 21.2 万亿元人民币，占央行资产负债表总资产的 57.2%，处于持续下行趋势。2) 负债端：2019 年 12 月“商业银行存款准备金”规模为 22.6 万亿元，占央行负债端的 60.9%；资产端第二大项目“对银行债权”规模为 11.8 万亿元，占总资产的 31.7%。

随着 2020 年疫情到来，央行采用常规货币政策，降低存款准备金率、进行公开市场操

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\\_20303](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20303)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>