

研究部

报告摘要

卢仁扬

rylu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

■ 盛松成《中央银行与货币供给》一书中认为，法定准备金率的变动不能改变基础货币的总额，也不能影响央行的资产负债，这也符合市场的认识。但在现实中，降准虽然不会改变央行的负债总量，但会立即改变央行的负债结构，表现为对他存款性公司存款的下降，和货币发行量的增加。同时，央行在降准一次性投放大量流动性后，又会对于流动性进行回收。商业银行会在降准后采取信贷扩张的行为。这两者都会对于央行资产负债表多个科目（包括资产端和负债端）造成连续几个月的连锁影响。我们对于 2018 年至今历次降准的情况进行复盘：包括释放的流动性，与降准当月、次月、次次月央行资产负债表各科目变动情况的复盘，对该现象进行验证。

■ 降准对央行资产负债表中负债端可立即产生影响，对资产端的影响则稍有滞后：复盘 2018 年以后央行降准的情况，整体上看，降准当月和次月体现为负债端“储备货币：货币发行”增加，“储备货币：其他存款性公司存款”减少，资产端“对其他存款性公司债权”的减少。次次月，这三个科目则又体现出相反的特征：负债端“储备货币：货币发行”减少，“储备货币：其他存款性公司存款”增加，资产端“对其他存款性公司债权”的增加。主要原因是：当月降准释放的流动性后，在次月和次次月，商业银行进行逐步的信用派生。商业银行可选择将现金取出，然后向市场主体发放贷款，市场主体获取贷款后，可将贷款存回商业银行，商业银行将新派生形成的存款部分作为存款准备金存回央行，形成新的“其他存款性公司存款”，而“储备货币：货币发行”则明显减少。而与此同时，随着降准效应的退却，央行可逐步通过 OMO、MLF 去给商业银行补充流动性。同时，降准后负债端中当月和次月“政府存款”往往会产生较大增长，可能和降准本身也体现了和财政的配合：降准当月财政发债较多，转化为政府存款较多，流动性收紧，因此央行通过降准工具给予配合。资产端中，降准后，央行一次性向商业银行释放了大量流动性，但这本身不影响央行资产端，但接下来通过 OMO、MLF 回收流动性，表现为央行的缩表。而在接下来的两个月，降准的效果逐步消却，央行则通过 OMO、MLF 给市场补充流动性，表现为央行的扩表。

■ 本次降准，所处的宏观环境和信用环境和 2019 年 1 月比较相似，都体现为社融基本见底，同时各部委将稳经济作为政策的主要目标。本次降准释放流动性 12000 亿，和 2019 年 1 月的 15000 亿相对比较相近。从财政的角度看，本次降准也伴随着专项债的加速发行，和 2019 年初也比较相近。但本次的不确定在于：1 月社融能否可能出现明显反弹的迹象，这也决定了是否有 1 月再次降准的可能。如果 1 月不降准，那么预计 12 月降准后，1 月，2 月央行资产负债表各科目的变化情况和之前的情况都会比较类似。如果 1 月再次降准，两次降准加总投放的流动性就会非常庞大。央行则更有可能大幅度通过 OMO、MLF 等工具回收流动性，体现为央行显著的缩表。在资产端，“对其他存款性公司债权”也出现更大程度的连续收缩。在



负债端，负债结构发生变化：“储备货币：货币发行”先在连续降准后经历显著增加，然后再收缩。“当月其他存款性公司存款”先经历显著收缩，再经历增加。同时，“政府存款”在财政支出和财政发债同时加速的情况下，呈现出不确定性的走势。

- **生产数据：**动力煤价格较上周下降 1%，铁矿石、螺纹钢价格分别上涨 4.6% 和 4.9%。螺纹钢期货库存较上周下降 81.8%。本周高炉开工率为 46%，较上周下降 0.4 个百分点。CRB 商品和原油分别上升 1% 和 0.9%，铜现货上涨 0.9%，铝现货上涨 4.4%。
- **需求：**房产需求同比上月同期有所上升；土地供应、成交数据同比上月同期有所下降。30 大中城市房地产成交面积（12.11-12.24）同比上月同期上涨 16.6%，同比去年同期下降 19.7%。100 大中城市土地供应面积两周数据（12.05-12.19）同比上月同期下降 81.1%，同比去年同期下降 70.9%。100 大中城市土地成交面积（12.05-12.19）较上月同期下降 9.2%，较去年同期下降 71.4%。土地成交溢价率（12.13-12.19）为 1.6%，较上周下降 4.4 个百分点。
- **食品价格：**本周猪肉、鸡蛋和蔬菜价格较上周分别下滑 0.9%、1.6% 和 3.3%，水果价格上涨 0.5%。农产品批发价格 200 指数较上周下滑 0.9%。月度看，猪肉 12 月均价 24.19 元，11 月均价 19.9 元，环比上涨 21.56%。鸡蛋 12 月均价 10.14 元，11 月均价 10.5 元，环比下降 3.4%。蔬菜 12 月均价 5.25 元，11 月均价 4.5 元，环比上涨 16.67%。水果 12 月均价 6.15 元，11 月均价 5.4 元，环比上涨 13.89%。农产品批发价格 200 指数 12 月均值为 126.99，11 月均值为 113.2，环比下降 12.18%。
- **流动性：**本周 OMO 投放 500 亿元，到期 500 亿元。12.1-12.24 公开市场是 -8500 亿，本月流动性净投放加总为 3500 亿元。1 年期 AAA 同业存单利率收报 2.75%，与上周相比上升 6BP。本周 DR007 均低于 7 天逆回购利率，12 月 23 日差值最高，为 30.8BP，12 月 20 日差值最低，为 9.6BP，平均比 7 天逆回购利率低 22BP。1 年期 AAA 存单利率均低于 1 年期 MLF 利率，差值最低 17.4BP，最高 22.8BP，平均低 19.7BP，体现出银行间市场流动性比较宽松。国债收益率短端（1 年期）较上周上涨 2BP，国债收益率长端（10 年期）较上周下降 1BP，分别收报 2.35% 和 2.90%。DR007 较上周下行 2BP，收报 1.98%。本周沪市、创业板分别下调 1.06% 和 3.79%。

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com



目录

一、降准同时影响央行资产负债表中多个科目.....	3
二、降准对于央行资产负债表的影响存在时滞现象.....	4
三、对于历次降准对于央行资产负债表影响的复盘.....	6

图表目录

图表 1： 2021 年 7 月央行资产负债表	3
图表 2： 2018 年至今历次降准对央行资产负债表影响	4
图表 3： 降准当月、次月、次次月变动较大科目均值	5
图表 4： 降准释放流动性与央行资产变动较大科目相关系数（当月，次月，次次月）	6
图表 5： 高频数据更新.....	8

一、降准同时影响央行资产负债表中多个科目

“降准”是指央行通过降低法定存款准备金率令银行可贷资金数量上升，从而提高货币供应量、释放流动性的货币政策。中国人民银行调查统计司司长盛松成的《中央银行与货币供给》中对于降准和中央银行资产负债表的关系进行了论述。书中表示，基础货币是货币当局的负债，只有中央银行资产负债表中有关项目的变化，才能引起中央银行基础货币的变化。传统的“三大货币政策”中，能够对中央银行资产负债产生影响的是中央银行的公开市场操作和再贴现业务，而法定准备金政策却不能。也就是说，法定准备金率的变动并不能改变基础货币的总额，也不能影响央行的资产负债。

人民银行行长易纲于 2020 年 6 月 18 日在第十二届陆家嘴论坛上的发言中表示：“降准的过程，一方面体现为央行资产负债表‘缩表’；另一方面，体现为商业银行通过发放更多贷款形成的货币扩张效应。与此同时，央行通过增加再贷款、再贴现等货币政策工具，又会相应‘扩表’。央行降准和增加再贷款是双扩张的货币政策工具，但反映在央行资产负债表上则前者是缩表、后者是扩表。

分拆来看，在央行资产负债表中，很多科目与降准有所关联，其中受降准影响较大的科目有：

1) 资产端：“对其他存款性公司债权”。该科目主要是指央行对商业银行、城商行、农商行以及政策性银行等使用的数量性和结构性货币政策工具，向经济体中投放基础货币。其中，数量性货币政策工具主要包括再贷款、再贴现、逆回购；结构性货币政策工具主要包括：常备贷款便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、流动性调节工具（SL0）与抵押补充贷款余额等。降准后，央行往往会通过缩减 OMO、MLF 等投放量回笼流动性，从而减少资产负债表中的“对其他存款性公司债权”。

2) 负债端的：“储备货币”。该科目包括货币发行、其他存款性公司存款与非金融机构存款。降准后，银行的法定存款准备金减少，超额存款准备金增加，银行可以自由支配超储金，从而增大信贷规模，提高货币供应量，释放流动性，从而减少资产负债表中的“储备货币：其他存款性公司存款”，增加“储备货币：货币发行”，“储备货币”整体上收缩，体现央行缩表。

“不计入储备货币的金融性公司存款”。该科目包含非存款类金融机构缴存的备付金以及金融机构用以清算、结算的资金。“政府存款”。该科目指财政部门在央行账上的存款，包括中央政府和地方政府。

图表 1： 2021 年 7 月央行资产负债表

截至2021年7月	
负债	资产
储备货币 (81.63%)	国外资产 (57.93%)
货币发行 (23.57%)	外汇(央行口径外汇占款) (55.75%)
其他存款性公司存款 (53.12%)	黄金 (0.75%)
非金融机构存款 (4.94%)	其他 (1.42%)
不计入储备货币的金融性公司存款 (1.42%)	对政府债权 (4.01%)
债券发行 (0.24%)	对中央政府债权 (4.01%)
国外负债 (0.25%)	对其他存款性公司债权 (31.96%)
政府存款 (13.16%)	对其他金融性公司债权 (1.04%)
自有资金 (0.06%)	对非金融公司债权 (0%)
其他负债 (3.24%)	其他资产 (4.96%)
负债总计	资产总计

来源：Wind, 莫尼塔研究

二、降准对于央行资产负债表的的影响存在时滞现象

我们整理了 2018 年以来历次降准当月、次月和次次月央行资产负债表中变动较大的科目，并对其做出如下总结：

图表 2： 2018 年至今历次降准对央行资产负债表影响

	资产		负债				当月国债+ 地方债	降准释放 流动性	净投放（含OMO、MLF、 TMLF、国库现金定存、 PSL、SLF、SLO）	降准+净投放	月度净投 放变化					
	对其他存款性 公司债权	储备货币	储备货币： 货币发行	储备货币：其他 存款性公司 存款	政府存款	非金融机构 存款										
2018-1当月	-4341.83	-14371.48	4483.61	-19097.76	9518.19	242.67	5.36	4500		-3329.1	1170.9	10434.4				
2018-1次月	5266.19	10789.43	9920.61	-95.96	32023.11	964.78	175.27					1732.4				
2018-1次次月	-3252.83	3061.45	-12025.21	14131.49	-5649.14	955.17	1815.85					-3024.1				
2018-4当月	-6054.42	-14066.55	-1826.36	-14077.71	7059.52	1837.52	5302.82					3888.8				
2018-4次月	3313.04	-2796.54	-1713.63	-1097.1	3960.32	14.19	2728.05	4000				5232.5				
2018-4次次月	4988.26	13984.112	-254.85	14239.84	-4048.22	-0.87	6509.33					5211.2	9211.2	-9275.3		
2018-7当月	1283.06	-6613.5	-150.92	-7867.54	7200.42	1404.95	7998.11					7000	3688.2	10688.2		2271.9
2018-7次月	-361.96	-710.54	237.33	-2172.99	-398.69	1225.12	8651.34									721.4
2018-7次次月	4988.26	6771.21	2373.07	3286.58	-4048.22	1111.56	9108.11	3536.6								
2018-10当月	-7090.5	-19747.32	-1630.17	-19324.06	6909.56	1206.91	3032.04	15000	-18045.6	-3045.6						-6451.1
2018-10次月	1780.94	7668	-61.85	5240.29	-4058.24	2489.55	-247.21					-4365.5				
2018-10次次月	7493.66	25117.49	2720.29	18543.87	-9421.56	3853.34	3451.75					7500	-231.7	7268.3		16369.8
2019-1当月	-4461.01	-17720.29	16631.31	-32037.43	6886.07	-2314.18	1699.77									-13643.6
2019-1次月	-6148.66	-9666.963	-8244.5619	-543.08	3405.82	-879.32	4346.70	15000	-18045.6	-3045.6						-3042.7
2019-1次次月	-7240.25	141.77	-6221.57	6717.43	-7109.48	-354.08	3412.18									828.2
2019-9当月	2002.85	5561.23	1465.11	4284.5	6886.07	-188.38	3776.97					9000	1066.5	10066.5		-965
2019-9次月	-2400.88	-7041.33	-1227.87	-6406.06	5130.93	592.6	1870.89									6617.9
2019-9次次月	3783.77	5166.87	345.3	4059.46	-1594.16	762.11	1716.00	9000	17.2	9017.2						-9793.3
2020-1当月	3075.29	-2577.01	18297.71	-23415.54	4373.15	2540.81	7613.00									899.7
2020-1次月	-12289.18	-12921.9	-4659.47	-5249.09	3405.82	-3013.33	1824.00					9000	3398.8	8898.8		-17861.7
2020-1次次月	4479.37	9130.68	-5746.35	15321.7	-6391.7	-444.67	6344.00									11436.7
2020-3当月	4479.37	9130.68	-5746.35	15321.7	-6391.7	-444.67	6344.00	11436.7								
2020-3次月	-5017.91	-6118.48	-2677.03	-3940.26	1540.7	498.82	3357.00	-5523.6								
2020-3次次月	7528.97	-2993.46	-2385.63	-805.36	9961.87	197.52	11362.00	5500	3398.8	8898.8		9417.1				
2020-4当月	-5017.91	-6118.48	-2677.03	-3940.26	1540.7	498.82	3357.00					-5523.6				
2020-4次月	7528.97	-2993.46	-2385.63	-805.36	9961.87	197.52	11362.00					9417.1				
2020-4次次月	-3906.8	-356.23	-275.18	-732.62	-4025.24	651.57	7450.00					4000	-1446.3	2553.7		-8738.6
2021-7当月	-9288.65	-13887.02	63.06	-14199.7	4395.31	249.63	1820.00	-5239.7								
2021-7次月	-1043.69	-3169.02	431.47	-3933.98	1049.56	333.47	9738.00	-1217.1								
2021-7次次月	11882.36	16903.14	2318.19	13859.96	-4967.91	724.99	8066.00	10000	-15885.5	-5885.5						-1498.7

来源：Wind, 莫尼塔研究

1. 资产端：

1) “对其他存款性公司债权”。正如上述所言，该科目在每次降准后都会产生较大变化。在降准当月，该科目往往环比下降较大，即使环比上升，幅度也相对较小。然而，在降准次月，该科目往往会有一定反弹，甚至出现大幅度增长，随后在次次月中增速再次回落。如若在降准次月“对其他存款性公司债权”并未增长或增长幅度不大，则次次月中该科目往往环比增加较多。该科目降准后下降原因包括：央行降准释放的流动性较多（但这本身不影响这一科目）、然后通过缩减 OMO、MLF 等投放量回笼流动性（直接作用在该科目上）。而过了两个月后，降准释放的流动性已经效应基本退却，央行通过增大 OMO，MLF 的投放向市场投放流动性，表现为“对其他存款性公司”债权的增加，和央行的扩表。

2. 负债端：

1) “储备货币”。该科目在降准当月通常都有着较大幅度的下降，体现为央行的缩表。在降准次月，该科目变动往往是不确定的，可能具有较大增长，也可能有明显下降，但在次次月，“储备货币”通常会有所上升。该科目变动体现了央行降准当月的缩表和后来的扩表过程。

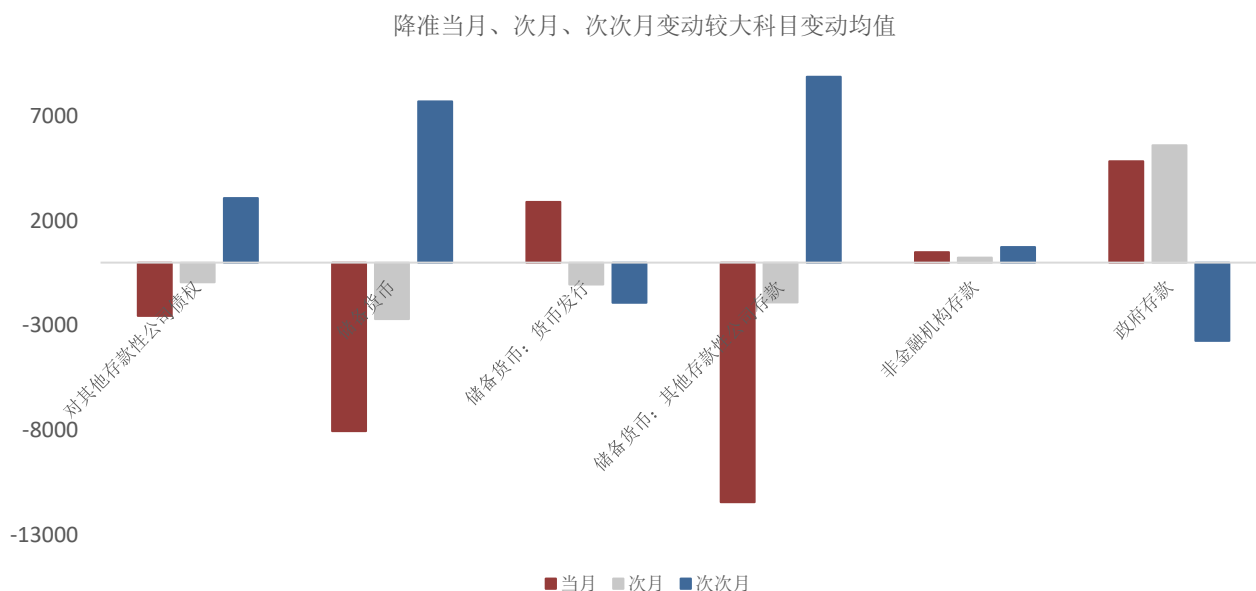
2) “储备货币：货币发行”。该科目在降准后的三月内并不一定具有较大变动。降准当月“储备货币：货币发行”往往有较大增长，体现出 M0 上升。降准次月该科目变动方向不确定，次次月则往往有所下降，体现出降准形成信贷派生后，流动性再次被存回银行形成存款。

3) “储备货币：其他存款性公司存款”。该科目基本在降准当月大幅度减小，在降准次月变动不明显，在降准次次月大幅度上升。该科目在降准后的下降主要源自商业银行存款准备金的减少，而后的上升则体现了，信贷派生形成后，银行向央行上缴新的存款准备金。

4) “政府存款”。该科目通常在降准当月和降准次月有较大上升，并在降准次次月有较大下降。政府存款主要影响因素主要在于财政收支、缴税、政府债券发行节奏等。其在降准当月和降准次月的上升可能是与财政发债加速有关。

5) “非金融机构存款”。该科目有时会在降准后有所上升，但幅度相较前述科目并不太大。“非金融机构存款”是支付机构交存中国人民银行的客户备付金存款，其在降准后的增长可能是由于降准后释放流动性，从而支付次数增加，备付金增加。

图表 3：降准当月、次月、次次月变动较大科目均值



来源：Wind，莫尼塔研究

三、降准释放资金和央行资产负债表各科目相关系数计算：

基于以上数据，我们分别计算了降准规模与降准当月、次月、次次月央行资产负债表中通常变动较大的六个科目——“对其他存款性公司债权”、“储备货币”、“储备货币：货币发行”、“储备货币：其他存款性公司存款”、“政府存款”、“非金融机构存款”——的相关系数，整理如下：

可以看出，降准当月、次月、次次月里以上六个科目变动值与降准释放流动性的相关性大致符合我们此前总结的规律：

降准当月，“对其他存款性公司债权”、“储备货币”、“储备货币：货币发行”与降准释放流动性呈现系数较大的负相关，“储备货币：其他存款性公司存款”、“政府存款”、“非金融机构存款”与降准释放流动性呈现系数较大的正相关。

降准次月，除“储备货币：其他存款性公司存款”与降准释放流动性呈现一定负相关外，其余五个科目均与降准释放流动性呈现出系数较大的正相关。

降准次次月，除“储备货币：货币发行”与“政府存款”与降准释放流动性呈现出一定负相关外，其余四个科目均与降准释放流动性呈现出系数较大的正相关。

图表 4：降准释放流动性与央行资产变动较大科目相关系数（当月，次月，次次月）

	对其他存款性公司债权	储备货币	储备货币：货币发行	储备货币：其他存款性公司存款	非金融机构存款	政府存款
当月	-0.0381	-0.2014	0.7759	-0.4549	-0.5304	0.1999
次月	-0.6309	-0.4119	-0.3731	-0.0887	-0.334	-0.3575
次次月	-0.1379	0.1235	-0.0444	0.0842	-0.1829	-0.301

来源：Wind，莫尼塔研究

四、2021 年 12 月这一次降准后对于央行资产负债表可能的影响？

本次降准，所处的宏观环境和信用环境和 2019 年 1 月比较相似。同时，本次降准释放流动性 12000 亿，和 2019 年 1 月的 15000 亿相对比较相近。同时，从财政的角度看，本次降准也伴随着专项债的加速发行，和 2019 年初也比较相近。

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_35348

