

财政补充资金，央行没有开启 QE

2022 年央行上缴留存利润

核心内容：

- **央行上缴利润不增加财政负担** 人民银行结存利润主要来自过去几年的外汇储备经营收益，不会增加税收或经济主体负担，也不是财政赤字。结存利润按月均衡上缴，人民银行资产负债表规模保持稳定，体现了货币政策与财政政策的协调联动，共同发力稳定宏观经济大盘。预计上缴 1 万亿人民币的央行利润，每月预计增加 833 亿元人民币。
- **是否是中国版 QE：从资产负债表来看** 央行上缴利润是否是中国版的 QE，主要仍然是观察央行资产负债表是否扩张。由于央行的利润表并不明确，我们分两种情况。第一，央行上缴的利润来自于自己的留存利润，并且可能结汇或者部分结汇。央行总资产不做改变，负债结构有所变化。第二，央行自身利润不够补充财政资金，央行需要创造部分资金。这种情况可以理解为 QE 的试水。
- **是否是中国版 QE：从储备货币来看** 量化宽松主要的目的是增加基础货币的投放。第一种情况来看，基础货币投放并没有增加，或者说增加的渠道较为曲折。财政需要向下发放资金，资金进入企业或者地方政府，企业或者地方政府将资金存到商业银行，商业银行缴存款准备金。第二种情况，基础货币增加仍然需要曲折行进。并没有明确的渠道增加储备货币。
- **央行大幅上缴利润体现了稳增长的态度** 央行和其他国有金融机构上缴利润用于财政支出，这本身就是政策层稳增长的态度，同时也是对财政资金的补充。2022 年我国赤字率下滑至 2.8%，总体赤字水平与 2021 年相当，地方政府专项债发行也与去年相同。政府工作报告中提到财政支出预计比去年增加 2 万亿以上。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

相关报告：

《政策组合尚未结束 货币基调更为宽松—2022 年央行年度工作会议》_2021/12/28

《锁长放短稳增长延续 政策组合持续发力—2021 年 12 月 20 日 LPR 下行》_2021/12/20

《降准对冲经济下行 货币宽松至少持续至 2 季度—2021 年 12 月降准》_2021/12/7

《央行释放政策回暖信号，4 季度货币市场平稳》_2021/10/15

《LPR 平稳，政策对经济仍然有信心》_2021/7/20

《走在经济转向之前 央行释放长期资金—7 月 15 日降准分析》_2021/7/11

中国人民银行3月8日宣布，今年依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元人民币，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。

一、央行上缴利润不增加财政负担

中国人民银行作为中央银行虽然不是盈利机构，但也有会有部分收入，大致包括利息收入和业务收入。利息收入主要指金融机构再贷款利息收入、再贴现利息收入等，央行业务收入主要指外汇储备经营收益、金银业务收入、证券买卖收益等。

央行表示，人民银行结存利润主要来自过去几年的外汇储备经营收益，不会增加税收或经济主体负担，也不是财政赤字。人民银行依法向中央财政上缴结存利润，不会造成财政向央行透支。

结存利润按月均衡上缴，人民银行资产负债表规模保持稳定，体现了货币政策与财政政策的协调联动，共同发力稳定宏观经济大盘。预计上缴1万亿人民币的央行利润，每月预计增加833亿元人民币。

表 1：1 月份央行资产负债表

2022年1月央行资产负债表			
国外资产	225,696.18	储备货币(基础货币)	331,197.31
外汇(中央银行外汇占款)	213,200.55	货币发行	111,876.69
黄金	2,855.63	非金融机构存款	25,040.69
其他	9,640.00	其他存款性公司存款	194,279.92
对政府债权	15,240.68	不计入储备货币的金融性公司存款	6,040.61
对中央政府	15,240.68	债券发行	950.00
对其他存款性公司债权	134,700.09	国外负债	1,036.28
对其他金融性公司债权	4,112.28	政府存款	49,781.39
对非金融公司债权	0.00	自有资金	219.75
其他资产	23,376.00	其他负债	13,899.89
总资产	403,125.23	总负债	403,125.23

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

二、是否 QE：从资产负债表来看

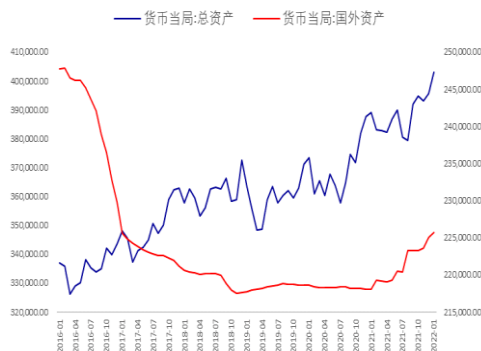
央行提及央行资产负债表规模保持稳定，体现了货币政策与财政政策的协调联动，共同发力稳定宏观经济大盘。2022年政府工作报告中也提及“今年财政收入继续增长，加之特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，支出规模比去年扩大2万亿元以上，可用财力明显增加”。

央行上缴利润是否是中国版的 QE，主要仍然是观察央行资产负债表的变化。由于央行的利润表并不明确，我们分两种情况。

第一，央行上缴的利润来自于自己的留存利润，并且可能结汇或者部分结汇。央行总资产不做改变，负债结构有所变化。总负债方面部分资金可能会从“货币发行”科目转移到“政府存款”。而财政在花出这部分资金后，央行负债表随着资金流出而对应收缩。但由于每个月不到900亿的资金流出，央行仍然可以增加“对其他存款性公司债权”来保持资产负债表平稳。

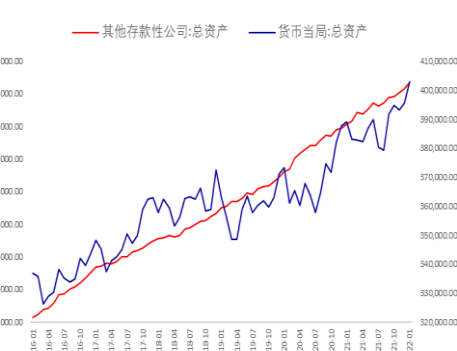
第二，央行自身利润不够补充财政资金，央行需要创造部分资金。由于资金量比较小，央行资产端可以在“对政府债权”和“其他资产”中短暂体现，负债端直接计入“政府存款”。这种情况可以理解为 QE 的试水。

图 1：央行国外资产（亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：央行其他存款性公司（亿）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、是否 QE：从基础货币来看

量化宽松主要的目的是增加基础货币的投放。第一种情况来看，基础货币投放并没有增加，或者说增加的渠道较为曲折。财政需要向下发放资金，资金进入企业或者地方政府，企业或者地方政府将资金存到商业银行，商业银行缴纳存款准备金。第二种情况，基础货币增加仍然需要曲折行进。并没有明确的渠道增加储备货币。

四、央行大幅上缴利润体现了稳增长的态度

央行和其他国有金融机构上缴利润用于财政支出，这本身就是政策层稳增长的态度。2022 年我国赤字率下滑至 2.8%，总体赤字水平与 2021 年相当，地方政府专项债发行也与去年相同。政府工作报告中提到财政支出预计比去年增加 2 万亿以上。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的

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_39263

