

央行上缴利润或将推动 LPR 报价下调

证券研究报告

2022年03月10日

● 核心结论

3月8日，财政部与人民银行分别公告了今年人民银行将依法向中央财政上缴1万亿元结存利润的计划，并引起市场参与者的广泛讨论。

我们希望以银行体系的准备金为主要线索，为投资者解答以下问题：

(1) 人民银行上缴的利润来自哪里？仍在境外的外储经营收益。

人民银行利润包括境内利润与境外利润。其中，境内利润主要来自于人民银行资产负债表资产端（再贷款、MLF等对银行体系债权的利息收入）与负债端（准备金的利息支出）的净息差；境外利润主要来自于外储的投资收益。按照我们的理解，境内利润已经在人民银行资产负债表中有所体现；而境外利润没有。公告指出本次结存利润主要来自于过去几年的外汇储备经营收益，我们推断目前待上缴的结存收益仍以外汇的形式存放在海外。

(2) 基于准备金成本视角看央行上缴利润后金融体系会有什么变化？

假设待上缴的结存利润是以外汇的形式存放在海外，那么其上缴的过程会造成人民银行资产负债表的扩张。我们理解正是因为这种扩张效应，才会使得人民银行上缴留存利润的操作按月均衡进行。再配合每月其他的资产负债表操作，人民银行总资产资产负债表规模有可能实现保持稳定。但是，从准备金的角度来看，央行上缴的结存利润时依靠外汇占款派生的准备金是没有成本的，这相当于银行体系将在2022年获得1万亿没有成本的准备金。

(3) 对于货币政策有何影响？

市场对于央行上缴结存利润有两个说法：1) 上缴结存利润相当于降准；2) 这种操作相当于央行支持财政支出。我们认为上述两种说法都不妥。

就前者而言，降准操作相当于金融监管机构降低了银行体系对于准备金的需求；而上缴结存利润，利用我们前文中得解释，相当于央行增加了准备金的供给。二者并不等价。

就后者而言，支持财政支出的是外汇储备近年来累积获得的外汇投资收益。这与央行购买国债支持财政支出差距甚远，但对财政而言此举确实增加了收入。

我们理解随着央行上缴结存利润的增加，对于货币政策直接的影响是，使得再次引导银行单独下调LPR报价成为可能。

风险提示：对人民银行资产负债表理解不到位；货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、今年人民银行将上缴 1 万亿元结存利润.....	3
二、理解人民银行货币发行机制	3
三、本次人民银行上缴的利润来自哪里？仍在境外的外储经营收益.....	4
四、如果上缴的利润来自海外，对银行体系有何影响？准备金成本的视角	5
五、对货币政策有何影响？	7
六、风险提示	8

图表目录

图 1：中央银行与银行体系的钩稽关系	4
图 2：人民银行资产负债表资产端外汇占款的变化（亿元）	5
图 3：银行体系获得准备金方式的改变	6
图 4：银行体系扩张的过程	6
图 5：疫情以来人民银行资产负债表资产端变化.....	7
图 6：结构性货币政策工具使用量	7

一、今年人民银行将上缴1万亿元结存利润

3月8日，财政部与人民银行分别公告了今年人民银行将依法向中央财政上缴1万亿元结存利润的计划，并引起市场参与者的广泛讨论。

此项计划是按照中央经济工作会议精神和政府工作报告的部署，为增强可用财力而开展的。据财政部介绍，本次安排特定国有金融机构和专营机构上缴利润，是我国的惯例做法，也是统筹财政资源、跨年度调节资金的重要手段，其中包括中国烟草总公司、中投公司等，人民银行也是上缴单位之一。考虑当前与长远，在今年实施新的组合式税费支持政策的情况下，经按程序批准，今年安排特定国有金融机构和专营机构上缴了2021年以前形成的部分结存利润。这些资金安排用于大幅增加对地方转移支付，帮助地方财政特别是县区财政缓解减压压力。上述转移支付资金将纳入直达机制管理，快速精准直达市县基层、直接惠企利民。

人民银行的公告则披露了一些细节，比如人民银行上缴结存利润的总额超过1万亿元。这部分结存利润主要来自于过去几年的外汇储备经营收益。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。

我们认为理解人民银行上缴结存利润对于金融体系的影响首先需要理解人民银行资产负债表。在本文中，我们希望以银行体系的准备金为主要线索，为投资者解答以下问题：（1）人民银行上缴的利润来自哪里？（2）上缴利润后金融体系会有什么变化？（3）对于货币政策有何影响。

二、理解人民银行货币发行机制

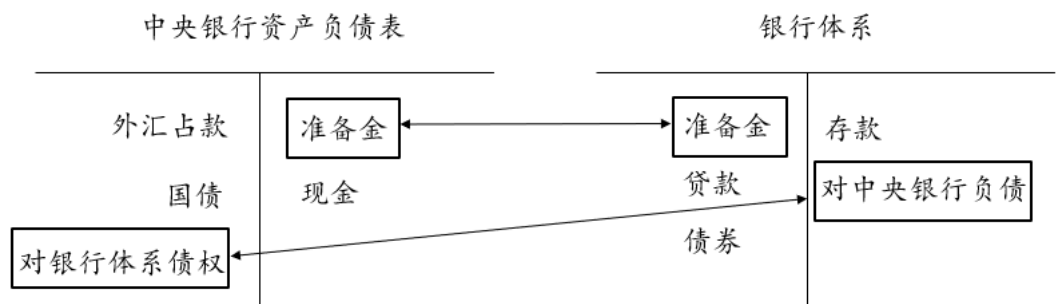
在一般的理解中，一国的中央银行扮演着“货币”发行人的角色。为了使发行的“货币”有价值，中央银行发行货币时往往需要一个价值“锚”，也就形成了不同的货币发行机制。例如，美联储主要通过是在公开市场上买卖国债投放基础货币，支持其发行货币的基础实际上是美国财政的信用。

人民银行曾在2018年第四季度货币政策执行报告中《货币发行机制》专栏中，提到了我国的货币发行机制。总结起来可以概况如下：2014年以前，由于当时我国经济运行中的一个显著特征是国际收支持续大额双顺差和外汇储备的积累。人民银行主要通过是在市场上买入外汇相应投放基础货币；2014年以后我国国际收支更趋平衡，人民银行主要通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具，向市场投放基础货币。不论是公开市场操作、MLF还是PSL，它们都是央行对其他存款类公司（银行体系）的债权。

在货币信用体系中，中央银行的负债（准备金为主）是最高层级的货币，银行之间需要通过它们来进行支付清算；银行的负债（存款为主）则是第二层级的货币，居民及企业之间一般通过存款来进行支付清算。而中央银行的资产负债表与银行体系资产负债表之间则通过准备金来钩稽。而当人民银行在2014年后开始使用对银行体系债权作为基础货币投放方式后，银行体系的负债端对人民银行负债开始大规模增加，使得人民银行有能力通过改变货币政策工具利率的方式在边际上影响银行的成本。这也解释了人民银行在专栏中提到的：“中央银行主动供给和调节流动性的能力进一步增强。我国基础货币发行机制的改变，不仅适应了经济金融发展的新情况、新变化，有效地满足了银行体系创造广义货币的需要，

也为加快推进货币政策调控框架从数量型调控为主向价格型调控为主转变创造了条件。”

图1：中央银行与银行体系的钩稽关系



资料来源：西部证券研发中心

三、本次人民银行上缴的利润来自哪里？仍在境外的外储 经营收益

公告指出本次结存利润主要来自于过去几年的外汇储备经营收益，也就是说这部分收益的初始存在形式是外汇。

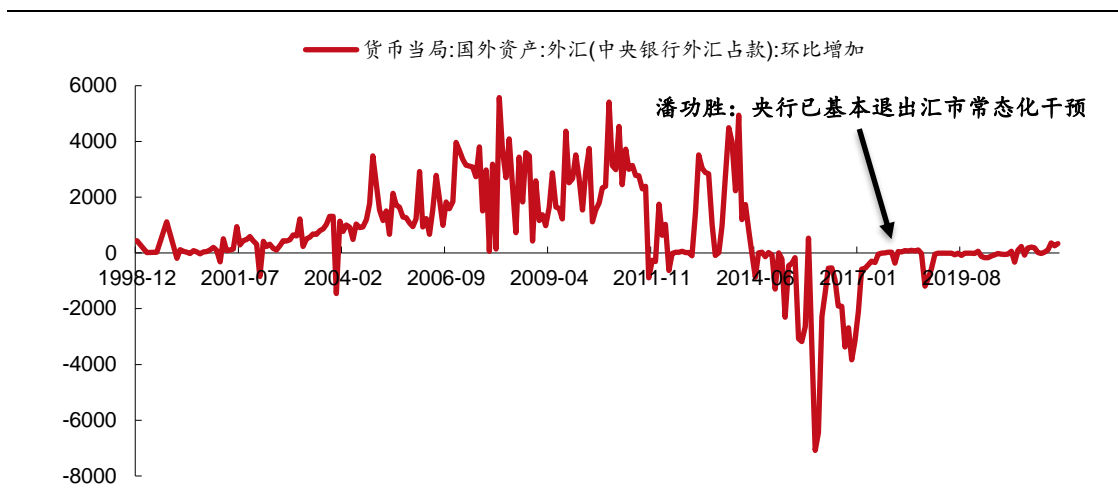
回到人民银行的资产负债表，在前文中，我们介绍了在2014年以前当外汇占款为发行人民币主要的“锚”时，人民银行是依靠购买银行体系持有的外汇完成货币发行（资产负债表扩张）的。可以简单把这个步骤理解为外汇在境内的货币化，在人民银行资产负债表的资产端会记录外汇占款（人民币项）。被人民银行买走的外汇，随后将交由外管局及其经营主体在海外进行投资。而本次人民银行上缴的利润其实来自于这些投资的收益。

目前市场讨论的一个核心问题是：人民银行经营活动赚取的利润是不是已全部在资产负债表中得到体现。我们认为回答这个问题需要对人民银行的利润进行区分，境内利润与境外利润。其中，境内利润主要来自于人民银行资产负债表资产端（再贷款、MLF等对银行体系债权的利息收入）与负债端（准备金的利息支出）的净息差；境外利润主要来自于外汇储备的投资收益。根据外管局2020年年报披露，外汇储备在2007-2016年十年的平均收益率为3.42%。为方便计算，假设近几年收益率水平在3%左右，每年外汇储备的投资收益在1000亿美元左右。

按照我们的理解，境内利润已经在人民银行资产负债表中有所体现；而境外利润没有。

根据《2014年中国跨境资金流动监测报告》，外汇储备在经营管理中产生和积累的外币形态收益，会不定期在银行间外汇市场卖出兑换为人民币。我们推断外汇储备的投资收益往往不会立刻在银行间市场被兑换为人民币。此外，在《2012年上半年中国国际收支报告》中我们发现了外汇储备经营收益部分结汇的线索，根据报告描述：“央行外汇占款余额变动主要包括两个方面：一是中央银行进行外汇买卖时相应投放或吸收的人民币资金变动，二是由于外汇储备经营收益部分结汇而投放的人民币资金变动。”也就是说，如果外汇储备经营收益被结汇了，我们可以从央行资产端的外汇占款中观察出来。

图2：人民银行资产负债表资产端外汇占款的变化（亿元）



资料来源：人民银行，西部证券研发中心

在 2017 年前，外汇占款的每月变化幅度较大，可以理解成央行进行外汇买卖的规模较大。2017 年后，央行基本退出汇率市场的常态化干预，外汇占款的每月变动幅度大幅下降，我们认为这代表着，除了汇率剧烈波动的时间里，外汇占款上升主要由外汇储备经营收益部分结汇而投放的人民币资金变动引起。

疫情以来，外汇占款的环比增加累计值不到 1000 亿元，尽管存在干扰项，但与 1 万亿元左右的结存收益值差距较大。所以，我们推断目前待上缴的结存收益仍以外汇的形式存放在海外。

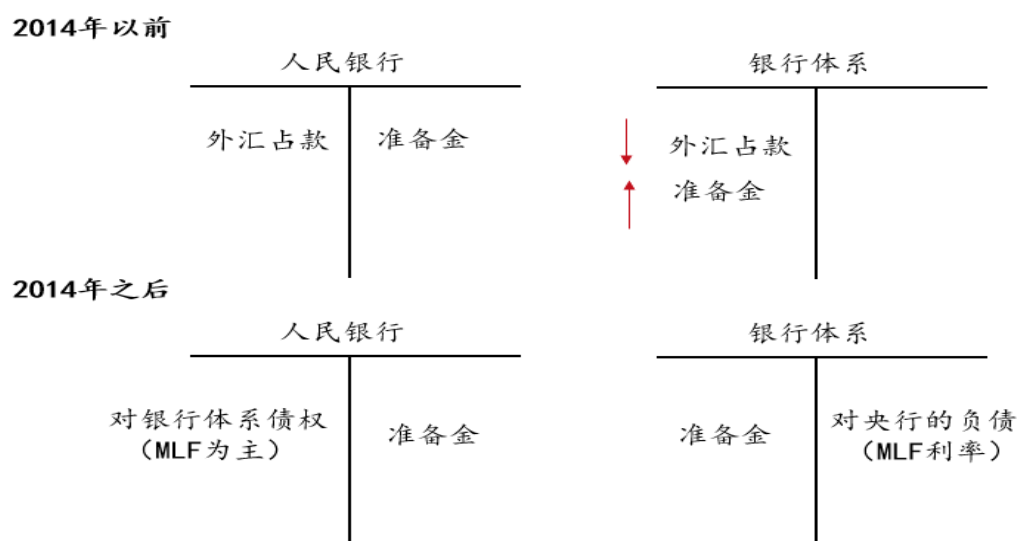
四、如果上缴的利润来自海外，对银行体系有何影响？准备金成本的视角

假设待上缴的结存利润是以外汇的形式存放在海外，那么其上缴的过程会造成人民银行资产负债表的扩张。我们理解正是因为这种扩张效应，才会使得人民银行上缴留存利润的操作按月均衡进行。再配合每月其他的资产负债表操作，人民银行总资产负债表规模有可能实现保持稳定。

但是，如果我们将关注点放在准备金，即人民银行如何为银行体系提供准备金的视角下，上缴结存利润会对银行体系产生影响。

在前文中，我们描述了人民银行货币发行机制的变化。这种变化令我国银行体系获得准备金的方式也发生了深刻的变化。在 2014 年之前，银行体系获取准备金的方式是人民银行的结汇操作。对于整个银行体系来说，其实是发生了资产端的置换——从外汇占款到准备金，相当于零成本。而在 2014 年之后，银行体系获取准备金的方式变成了对人民银行负债，即准备金其实是向人民银行借来的。而“借”来的准备金意味着银行体系需要支付成本，对于商业银行来说，特别是疫情以前，我们可以用 MLF 利率来表示这个成本。

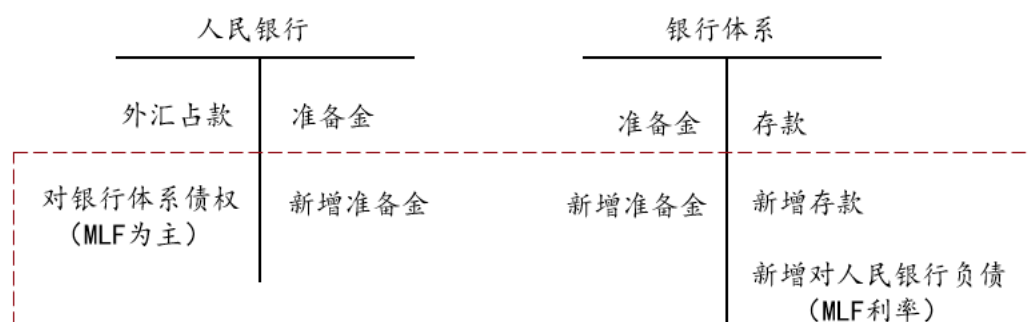
图3：银行体系获得准备金方式的改变



资料来源：西部证券研发中心

也就是说，在目前的体系下，当银行体系发生资产负债表扩张时，在给定的存款准备金率下，银行体系需要向人民银行借来相应的准备金，对应负债中的MLF，因此银行需要向央行支付MLF利率。

图4：银行体系扩张的过程



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_39332

