

央行上缴利润，财政配合大于流动性投放

2022年03月09日

3月8日，央行宣布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，今年人民银行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，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。

我们首先要意识到，央行上缴利润并不是一件新鲜事。

远且不说，2019年中国就曾出现过国有金融企业利润上缴，其中包括央行。

只不过当年利润上缴规模并不大，今年超1万亿的结存利润上缴，在规模上确实历史少见。当然，其他国家央行利润上缴财政，也是较为普遍的操作。

央行上缴结存利润，并不必然带来总量流动性宽松。

理解央行缴存利润的关键，需要明白货币当局资产负债表并不记录所有的央行行为。我们理解货币当局资产负债表主要记录一国货币供需，不影响货币供需的央行行为就不在货币当局资产负债表记录之内。厘清央行缴存利润对流动性的影响，关键是要厘清在利润缴存过程中，哪些行为影响货币供需。

央行利润主要有人民币和外币两种形式。人民币形式的利润缴纳，最终会带来总量流动性宽松。外币形式的利润缴纳，上缴前后是否会带来总量流动性宽松，关键在于外币利润是否会通过商业银行，最终与央行结汇。如果结汇，则带来总量流动性宽松，如果不是，则总量流动性在利润缴存前后没有变化。

即便最后财政支出环节，单这个环节的确投放了流动性，效果上也远不能与降准等传统工具相提并论。

央行逾万亿利润缴存，配合财政纾困的三大用途。

特定国有金融机构和专营机构上缴利润，不仅只针对央行，还包括烟草总公司、中投公司等。总共利润缴存规模1.65万亿，其中央行缴存结存利润规模超1万亿。按照财政账本运行逻辑推演，我们认为1.65万亿缴存利润，它的用途可以拆分为三部分。一部分掉经过账本资金绕转之后，最终用向“留抵退税和地方转移支付”，规模大概在9000亿元。另一部分用于账本二，或用于应对地方土地出让减收风险，规模约为4000亿元。最后一部分用于新增中央本级支出，今年中央本级账本二支出规模约3800亿元，或用于支持国家战略重大项目。

央行利润缴存，重要的不是流动性投放而是财政配合。

政策具体形式可以千变万化，难以预判，也无需预判。政策意图以及所需达成的目标，才是政策分析的精髓。这次特定机构利润上缴，本身是财政大棋盘中的一个环节。我们可以通过央行缴存利润的用途，捕捉今年宽财政的着力点。

透过这次缴存利润的来源和用途，我们可以清晰发现，今年宽财政暗含三大平衡逻辑：跨年财政资金腾转（本质上是之前年份较强的经济余力对冲今年经济压力较大的需求板块）；金融企业利润反哺中下游企业现金流和土地出让收入；中央财政调转来尽量平抑地区财政分化。

风险提示：财政刺激力度不及预期；人民币汇率大幅波动，对央行货币政策理解不到位。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

目 录

1 央行上缴结存利润并非新鲜事	3
2 央行利润来源和上缴方式有多种理解	4
3 央行缴利润，重要的不是流动性投放	6
4 央行上缴利润最重要是配合宽财政	7
5 从央行缴利润看今年宽财政的着力点	9
插图目录	12

1 央行上缴结存利润并非新鲜事

中国央行本就需要依法向中央财政上缴利润。

《人民银行法》规定，央行每年需要依规将提取总准备金后的利润，全部上缴中央财政。总准备金的比例由国务院财政部门核定。

提取总准备金，目的是为防止出现净亏损。一旦出现净亏损，首先由历年提取的总准备金弥补，不足弥补的部分由中央财政拨补。**即，除去净亏损年份，央行每年都必须向财政上缴利润。**

央行上缴利润并非中国独特国情，海外央行利润同样作为财政收入。

以美联储为例，美联储每年利润派发给股东股息，剩余部分上缴给美国财政部。2020 年美联储向美国财政部上缴资金估计为 885 亿美元，创历史新高。

瑞士央行、英国央行、欧元体系央行等都在运作中产生收益，并以此补充财政收入。

就中国本土而言，央行上缴结存利润也并非历史首次。

2019 年有过类似经历。2019 年当年实施了较大规模的制度性减税降费，给各级财政带来较大压力。当年政府工作报告同样提出“*中央财政要开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润*”，根据当年财政部决算，包括央行在内的其他央企共上缴利 0.67 万亿，较 2018 年多增 0.3 万亿。

这次央行利润上缴早已纳入全国财政预算之中。

央行上缴 1 万亿收入已经涵盖在今年财政预算中，且早在财政部 3 月 5 日政府工作报告中就提到“*预计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*”，此处国有金融机构即包括央行。

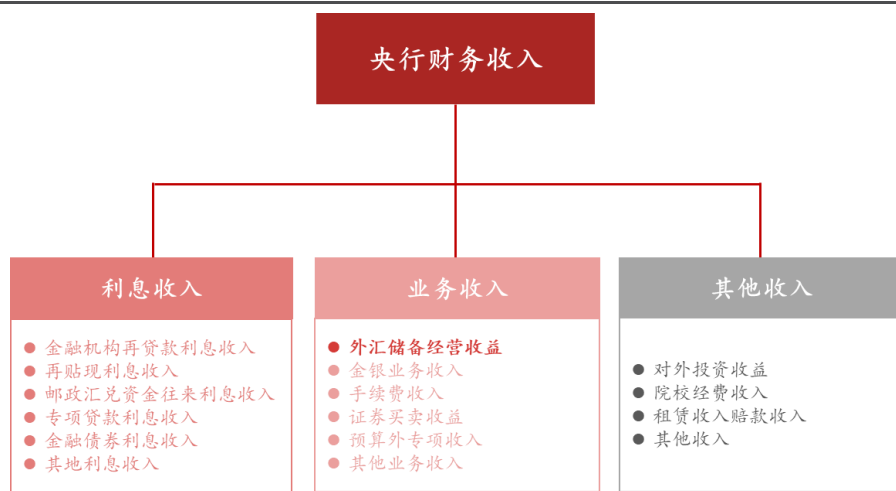
2 央行利润来源和上缴方式有多种理解

央行收入主要包括利息收入、业务收入和其他收入。

央行业务收入包括外汇储备经营收益、证券买卖收益、预算外专项收入等多种渠道。

按照央行公布信息，本次央行上缴的结存利润主要来自于外汇储备经营产生的收益。外汇出口经营相关收入，减去对应的成本，即产生了央行利润。

图 1：央行财务收入来源



资料来源：民生证券研究院

这些收入产生的利润很有可能并不在央行公布的货币当局的资产负债表上，原因在于货币当局资产负债表不完全表征央行所有的资产负债行为。

根据央行定义，货币当局帐户又称货币当局资产负债表。货币当局资产负债表主要是为汇总、记录并展示一国货币发行、持有国际黄金储备、外汇和特别提款权等行为。货币当局资产负债表编制目的是在一国货币体系内调控货币供需，并形式国际银行职能。

既然货币当局资产负债表主要反应一国货币供需，不影响一国货币供需的行为，可能就并不在货币当局资产负债表记录范围之内。换言之，并非所有的央行行为都会反应在货币当局资产负债表之中。特别的，人民银行运营产生的财务收支，不影响货币供需，所以也就不在货币当局资产负债表记录范围之内。所以当前货币当局资产负债表上，并未体现这部分利润。

分析央行上缴利润对流动性带来的影响，最终还是要回归到货币当局资产负债表。

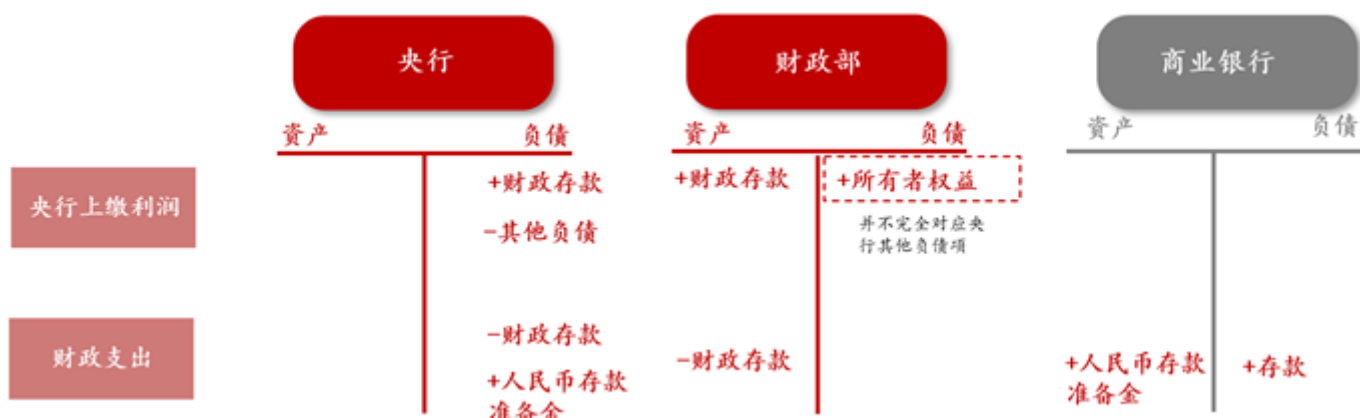
不同的利润来源和缴纳方式，对货币当局资产负债表影响截然不同，对市场的流动性影响也迥然有别。

首先可以明确，无论央行利润通过何种方式计入货币当局资产负债表，央行上缴利润这个动作，一定会带来财政存款增加。

同样可以确定，若财政存款支出，则商业银行超额准备金增多，即出现所谓的流动性多增。

最终判断央行缴纳利润对市场流动性的综合影响，关键是判断央行利润通过何种方式归入到货币当局资产负债表。

图 1：央行上缴利润和财政支出对应的资产负债变动



资料来源：民生证券研究院

央行利润以何种方式并入货币当局资产负债表，主要有两大情形。

情形一，人民币形式利润。

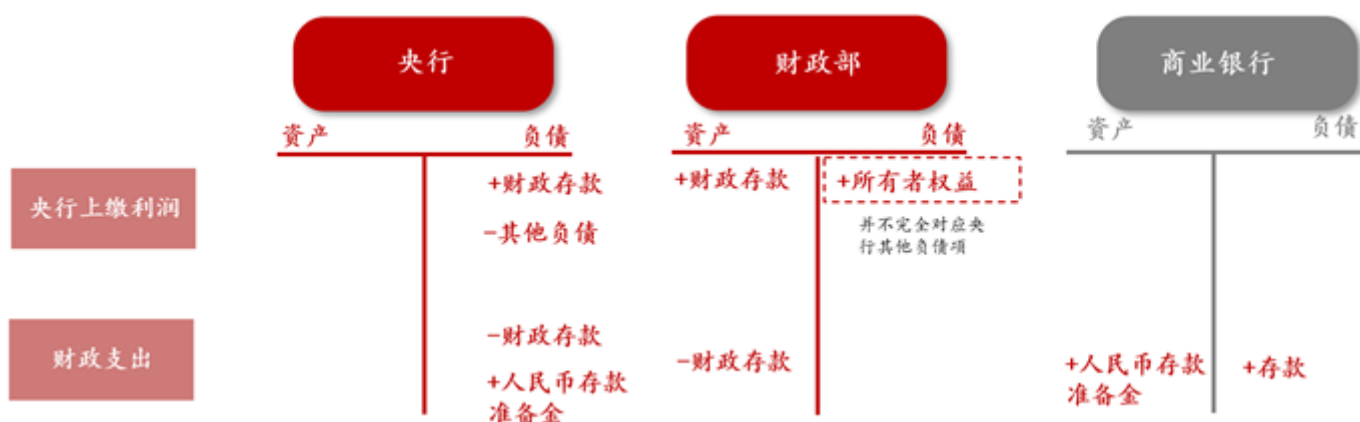
这一模式最为简单，央行未分配利润已经记录在“其他负债项”，直接换成财政存款（同为货币当局负债科目）。利润缴纳前后并不扩表。

情形二，外汇形式利润。

央行可直接以外汇形式将利润转移给财政部，然后财政部再找商业银行结汇。也有另外一种可能，央行将利润先在银行间外汇市场进行结汇，再转移给财政部。

不论哪种方式，商业银行流动性都会因为结汇而被挤占。若后续商业银行与央行在结汇，那么对应央行扩表，从上缴利润到财政支出后即等于释放新的流动性；否则，央行不扩表，利润上缴到财政支出的全过程并不释放新的流动性。

图 3：当直接转移外币形态收益给财政部时，对应的资产负债表变化



资料来源：民生证券研究院

图 4：当外管局先换汇转移人民币形态收益给财政部时，对应的资产负债表的变化

	外汇管理局		央行		财政部		商业银行	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
在银行间市场 卖出外汇	-外汇 +存款						+外汇占款	+存款
上缴给财政部	-存款				+财政存款	+所有者权益	-存款准备金	-存款
若商业银行与 央行结汇			+外汇占款	+存款准备金			-外汇占款 +存款准备金	

资料来源：民生证券研究院

3 央行缴利润，重要的不是流动性投放

上缴利润的重点并不是给商业银行体系注入了流动性。理解这一流动性的影响有两个关键点。

第一，单纯上缴利润，对流动性的影响取决于利润上缴形式。

不同的利润上缴形式，对流动性总量的影响存在差异。

若是人民币形态的利润，上缴利润将给商业银行体系注入流动性，本质上是“其他负债”向“财政存款”转变，再转变为“超额准备金”。

若是外币形式的利润，那么无论是财政部还是外管局与商业银行结汇，对流动性的影响最终取决于商业银行是否与央行进一步结汇。

如果结汇，则上缴利润给商业银行体系注入流动性。若不结汇，则那么注入的流动性其实是对冲了商业银行兑换外币而收缩的流动性，并没有释放新的流动性。

考虑到此次上缴的利润主要是外汇储备管理产生的盈余，很有可能部门利润是以外币形态存在。分析央行利润上缴对流动性的影响，适用外币形式利润分析框架。

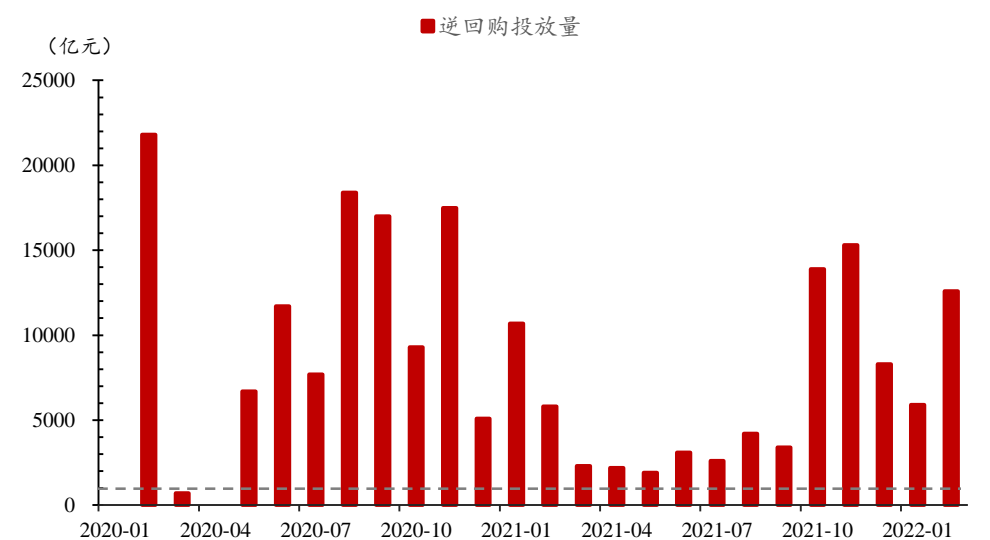
第二，单看财政存款使用支出环节，对市场流动性影响也迥然有别于降准等传统工具。

上缴利润并不是立即释放流动性，只有财政支出这笔资金，流动性才能注入商业银行体系，所以上缴利润并不立即对货币市场流动性产生影响。

不同商业银行之间的影响有较大差异。与降准最大的不同是，这笔注入的流动性在商业银行体系中并不是均匀分摊的，反之，降准对于所有的金融机构是公平的，对于各家银行负债成本压力都得到了与之资产负债表匹配的程度的缓解。举一个最极端的例子，假设财政支出最终形成的企业和居民部门的存款全部都在同一家商业银行，那么意味着这家银行获得了释放的所有流动性，但对于其他银行而言，只能通过有成本的同业负债形式吸收这部分流动性，而相比之下降准则可以没有成本的释放一部分流动性，这两者之间存在显著区别。

月度缴纳意味着流动性的实际影响可能有限。按央行公告，存量的利润将按月均衡上缴，意味着每个月可能在 1000-2000 亿元规模之间，而财政支出是较为平均的，除了年末之外，全年其余时间的季节性特征并不明显，所以各月利润上缴或将较为平稳，这使得利润上缴行为对货币市场流动性影响很小。

图 5：中国月度逆回购量



资料来源：wind, 民生证券研究院

4 央行上缴利润最重要是配合宽财政

央行上缴结存利润，虽然这不是一件新鲜事，国外已有案例，不久之前国内也有相关历史经验。但这并不代表着央行上缴利润是一件常见的事情。尤其缴纳逾 1 万亿的结存利润，力度之大，应该说是历史罕见。

3 月 8 日，央行对这次上缴结存利润给出了非常明确的解释，“增强可用财力……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”。浅白的意思就是，今年宽财政资金有限，“特定国有金融机构和专营机构”（包括央行）需要贡献历史结存利润，用来补足财政收支缺口。央行结存利润上缴，更多定位为宽财政的配合政策。

上缴结存利润配合财政宽松，有两个问题需要解答。问题一，为什么需要用央行等机构的利润来平滑财政缺口？问题二，央行结存利润上缴，补充财政缺口，主要用于哪些财政支出？

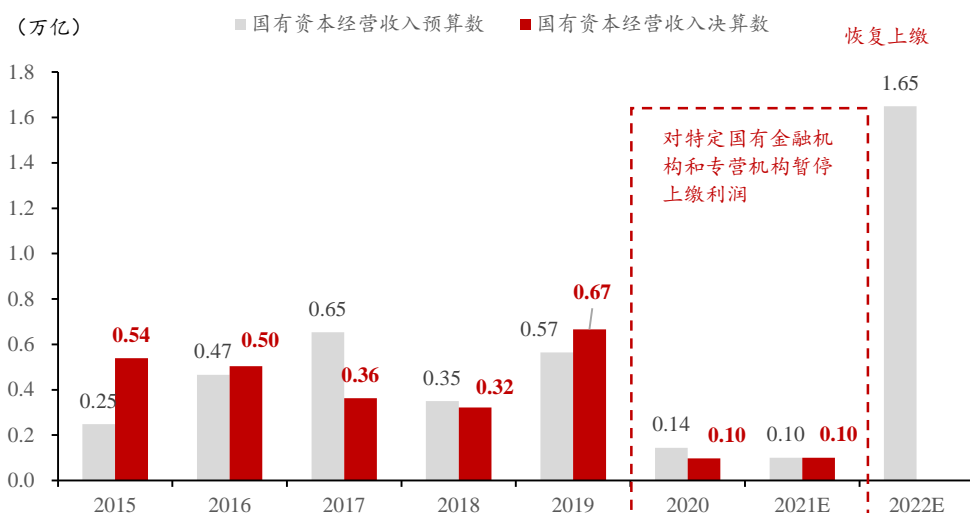
问题一，为什么需要用央行等机构的利润来平滑财政缺口？

之所以用央行等机构的利润来平滑缺口，这与疫情以来经济运行特征以及政策发力密切相关。疫情冲击全球的第一年，也就是 2020 年，中国财政货币双宽，尤其财政宽松力度非常大。当年财政收入端减税降费，支出端积极扩张支出，赤字率创下历史新高。当年还罕见地发行了特别国债。2020 年财政余量资金消耗较多，今年宽财政需要其他渠道的存量资金予以补充。

而当年为应对疫情不确定，“对特定国有金融机构和专营机构暂停上缴利润，以应不时之需¹”。2020 年中央非税收入中，“国有资本经营收入”科目实际所得额仅 973 亿元，较往年显著下降。中央非税中的“国有资本经营收入”收入主要统计央行、中央金融企业及其他央企的国有资本经营收入，可简单理解为这些企业的利润和分红。过去两年特定国有金融机构和专营机构利润结存在企业内部，今年“这些结存利润应该上缴”。

¹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcejiedu/202203/t20220308_3793511.htm

图 6：2020 年-2021 年暂停特定国有金融机构上缴利润



资料来源：财政部，民生证券研究院。注：此处国有资本经营收入为计入一般公共预算中非税收入科目。且 2015-2018 年科目名称为“国有资本经营收入（部分金融机构和央企上缴利润）”，2019 科目名称为“国有资本经营收入（特定金融机构和央企上缴利润）”，2020 年科目名称变为“国有资本经营收入”。

问题二，央行结存利润上缴，补充财政缺口，主要用于哪些财政支出？

3 月 8 日央行给出解释，上缴结存量利润主要用于“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”。对照财政部年度公共预算，我们能够发现另一些有趣的线索。

3 月 7 日财政部给出全年公共预算时，账本二赫然列出全新的调节资金科目“特定国有金融机构和专营机构上缴利润”（以下简称特定机构），额度为 1.65 万亿。这 1.65 万亿应该包括了央行上缴的历史结存利润。

按照财政账本运行逻辑推演，我们认为 1.65 万亿利润的用途可以拆分为三部分，一部分掉经过账本资金绕转之后，最终用向“留抵退税和地方转移支付”，规模大概在 9000 亿元。另一部分用于弥补赤字，或用于应对地方土地财政收缩风险，规模估计 4000 亿元。最后，一部分用于新

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_39342



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>