



王剑：中外央行是如何“印钱”的？



意见领袖 | 王剑

核心观点

■次贷危机以来欧美央行资产规模大幅扩张

2021 年末,美联储、欧央行和人民银行总资产分别为 8.76 万亿美元、8.57 万亿欧元和 39.57 万亿元,较 2007 年末分别增长了 883%、467% 和 134%;“央行总资产/GDP (现价)”比值分别为 38.1%、69.9%和 34.6%。比较而言,人民银行资产负债表温和扩张,货币政策效率有所提高,欧美央行则已迈进大放水时代。

■次贷危机后美联储主要通过购买国债和 MBS 大规模基础货币

2008 年次贷危机前美联储采用传统货币政策框架,美联储资产平稳增长在 1.0 万亿美元以下。为应对次贷危机冲击,2008 年开始美联储采用非常规货币政策框架,创造性地采取了大规模资产购买计划 (QE)。2008 年-2014 年美联储为应对冲击共实施了三轮 QE,分别购买 1.725/0.6/1.613 万亿美元资产。2020 年以来为应对疫情冲击,美联储启动第四轮 QE,共购买资产 5.842 万亿美元。

■欧央行采取的是购买证券和信贷“双管齐下”的投放货币方式

为应对 2008 年金融危机、欧债危机、新冠疫情等冲击,欧央行推出资产购买计划 (APP)、非常规的长期再融资操作 (TLTRO)、大流行紧急购买计划 (PEPP),欧央行规模经历了三轮扩张,2008 年至 2012 年中旬

扩张了 1.6 万亿欧元，2014 下半年至 2018 年扩张了 2.6 万亿欧元，2019 年 11 月至今扩张了 4.0 万亿欧元。当前“和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款”占欧央行总资产的 25.3%， “欧元区居民欧元证券”占欧央行总资产的 58.0%。

■ 人民银行经历了从外汇占款被动投放到信贷主动投放

2000-2014 年，外汇占款是人民银行基础货币投放的主要渠道，是一种被动投放方式。2015 年“811 汇改”之后，外汇占款呈压缩态势，人民银行强化了再贷款、再贴现、逆回购传统工具使用，同时，人民银行不断创新货币政策工具，包括 SLF、MLF、TMLF、PSL 等，信贷成为央行投放基础货币的主要形式。

■ 欧美货币乘数大幅下降，我国货币乘数提升；各国 M2/GDP 比值均大幅下降，表明货币对经济的拉动作用逐步弱化

与经济发展模式以及货币发行和派生机制相关，首先，我国货币发行主要靠商业银行驱动，而欧美主要靠央行驱动。其次，2014 年以来我国货币自主性增强，传导效率提升。另外，存款准备金成为重要调控工具，降准不影响央行规模，但却大幅提升货币乘数。

■ 投资建议：维持银行业“超配”评级

比较而言，我国货币政策仍有充足空间，2022 年稳增长环境下，预计仍将保持偏宽松态势。

■风险提示

1、疫情反复，稳增长政策不及预期；2、资本大幅外流。



目录

次贷危机以来欧美央行规模大幅扩张

美联储货币发行回顾

美联储货币发行机制：购买国债和 MBS

美联储购买资产在资产负债表上体现

美国货币派生能力持续下降

欧央行货币发行回顾

欧央行货币发行机制

欧元区货币派生能力持续下降

人民银行货币发行回顾

货币发行机制：由外汇占款到央行信贷投放

我国货币派生能力持续提升

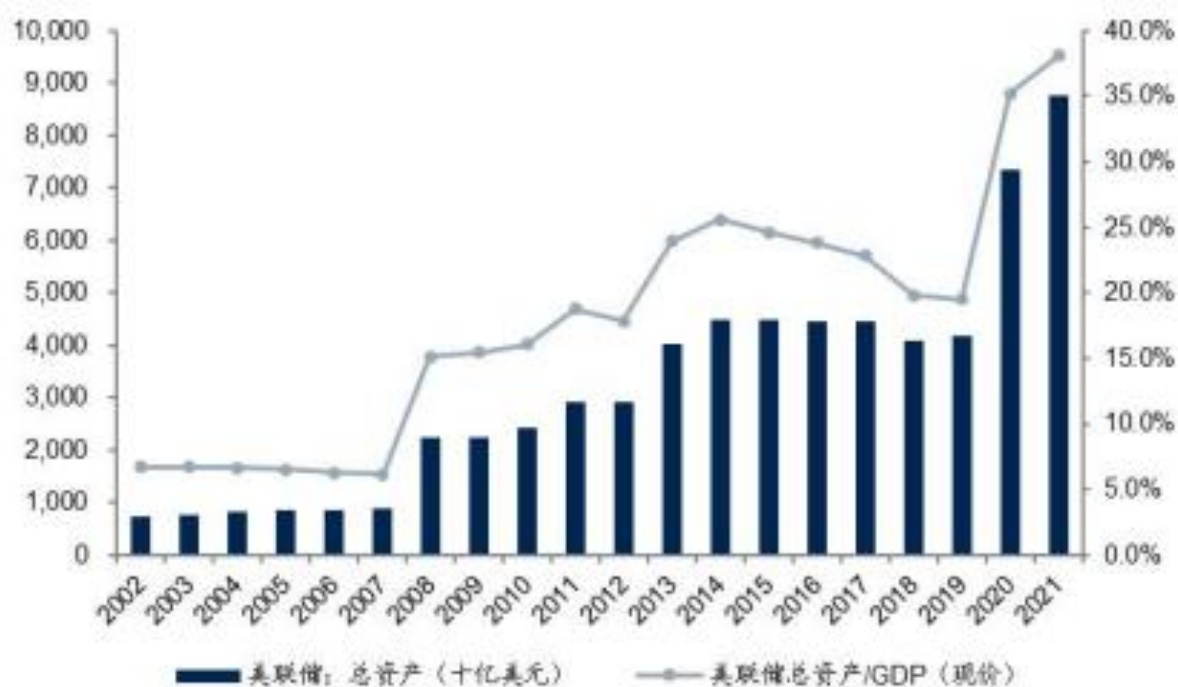
报告正文

01

次贷危机以来欧美央行规模大幅扩张

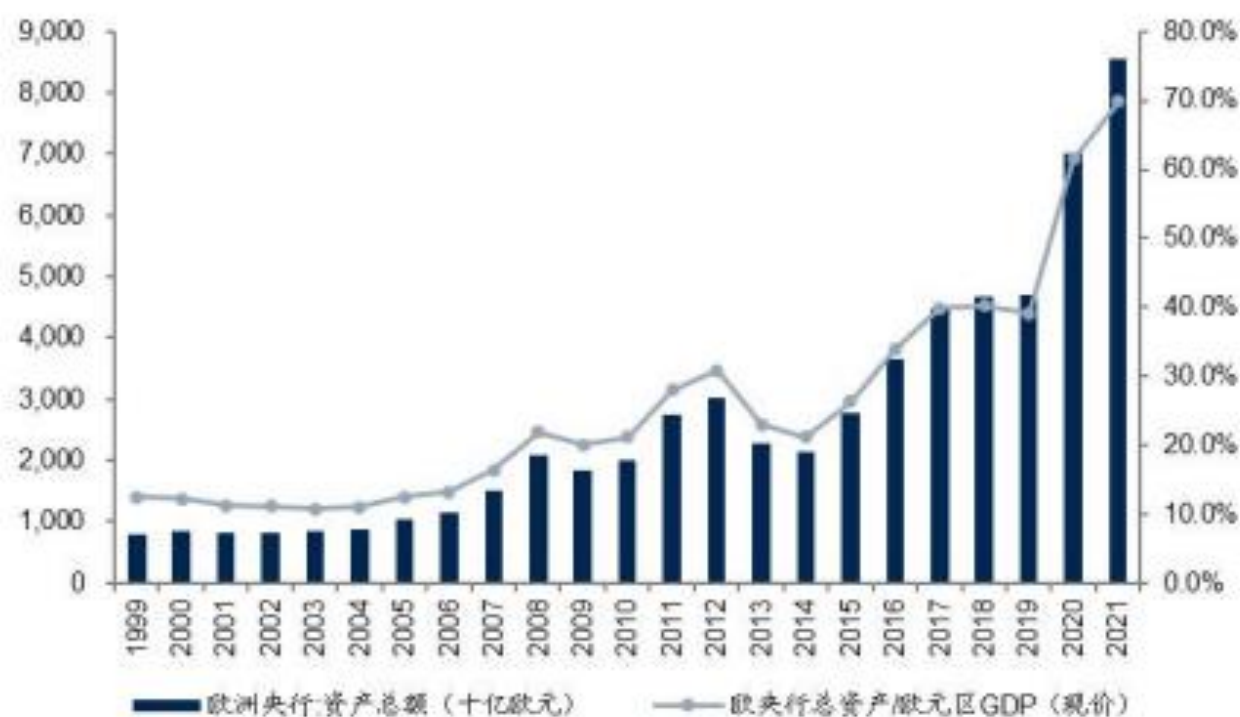
2008 年次贷危机之后，各国央行资产负债表规模普遍大幅扩张。2020 年疫情冲击以来，资产负债规模更是进一步急剧扩张。2021 年末，美联储总资产达到 8.76 万亿美元，欧央行总资产规模达到 8.57 万亿欧元，人民银行总资产规模为 39.57 万亿元，较 2007 年末分别增长了 883%、467% 和 134%，较 2019 年末分别增长了 110.2%、82.6%和 6.6%。2021 年，美联储、欧央行和人民银行“总资产/GDP（现价）”比值分别为 38.1%、69.9%和 34.6%，较 2007 年分别提升 31.9%、提升 53.5%和下降 28.0%。比较而言，人民银行资产负债表温和扩张，货币政策效率有所提高，欧美央行则早已迈进大放水时代。

图1：美联储总资产及与 GDP 比值



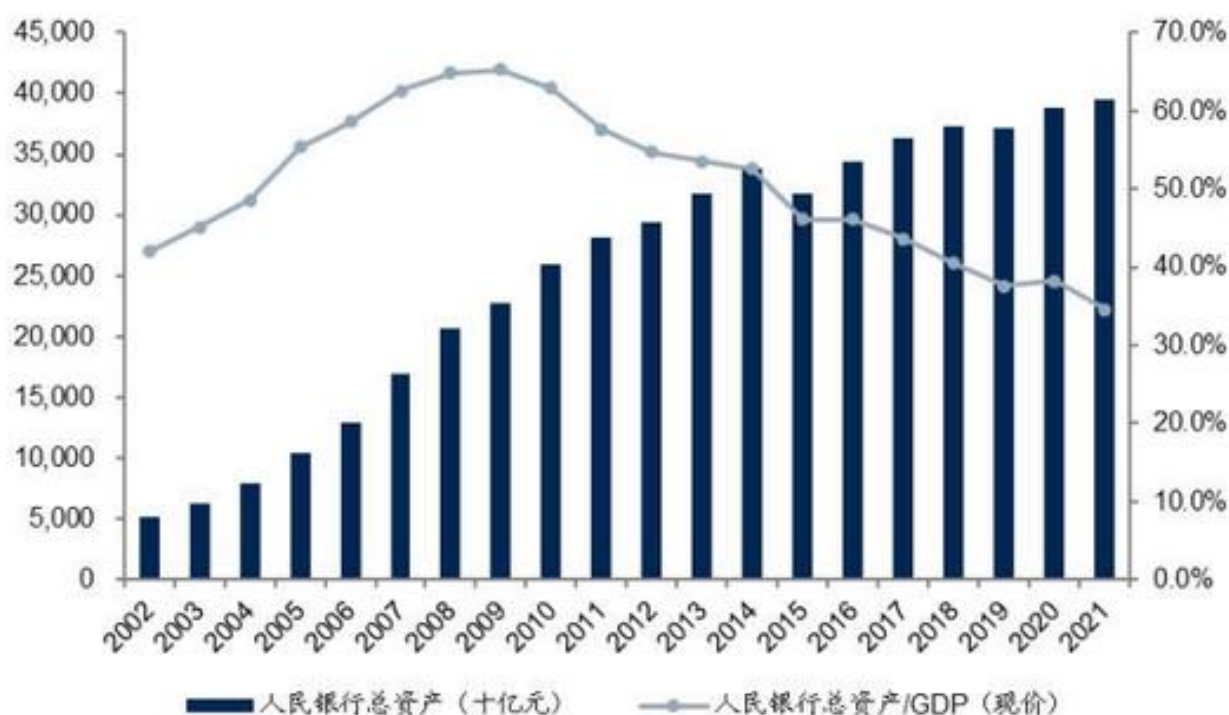
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：欧央行总资产及与 GDP 比值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3: 人民银行总资产及与 GDP 比值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

02

美联储货币发行回顾

2.1 美联储货币发行机制: 购买国债和 MBS

2008 年次贷危机是美国货币政策分界岭。2008 年次贷危机之前, 美

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_40172

