

中国货币发行机制分析与展望（一）

——宏观观察分析

宏观摘要

外汇占款在近二十年为中国主要货币发行机制。在中国出口高速发展前，货币发行机制以“再贷款再贴现”政策下对其他存款性公司债权增长为主，由央行直接调控。2002 年中国加入 WTO 后，受出口红利影响，央行外汇占款大幅增加，成为主要货币发行机制。由于外汇占款不受央行直接调控，为了增强货币投放的主动性和有效性，央行同时辅以不同政策工具进行基础货币发行量及流动性管控。2014 年后出口开始衰退，外汇占款逐步被央行多种创新型政策工具取代，对其他存款性公司债权项目再次成为央行投放基础货币重要途径之一。

美国以购买国债及 MBS 为主的货币发行机制。美联储货币投放途径在近二十年从以购买国债为主的单一模式，在次贷危机冲击下转变为多种政策工具齐发力的基础货币发行模式。当前美联储资产负债表规模已经接近 7 万亿美元，主要采用无限 QE 购买财政部国债以及 MBS 相结合，同时进行再贷款与海外央行货币互换来发行基础货币。

未来中国将向“以债为锚”转变。由于疫情黑天鹅影响叠加中国出口要素优势减退，在去全球化大环境下中国出口发展将持续低迷。因此通过外汇占款增量创造基础货币将逐渐减少，而通过操作货币政策工具增加对银行债权资产作为投放货币将成为主要方式。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美取消发展中国家优惠待遇——近期中美贸易政策跟踪和评述](#)

2020-02-21

中国以外汇占款为首的基础货币发行机制

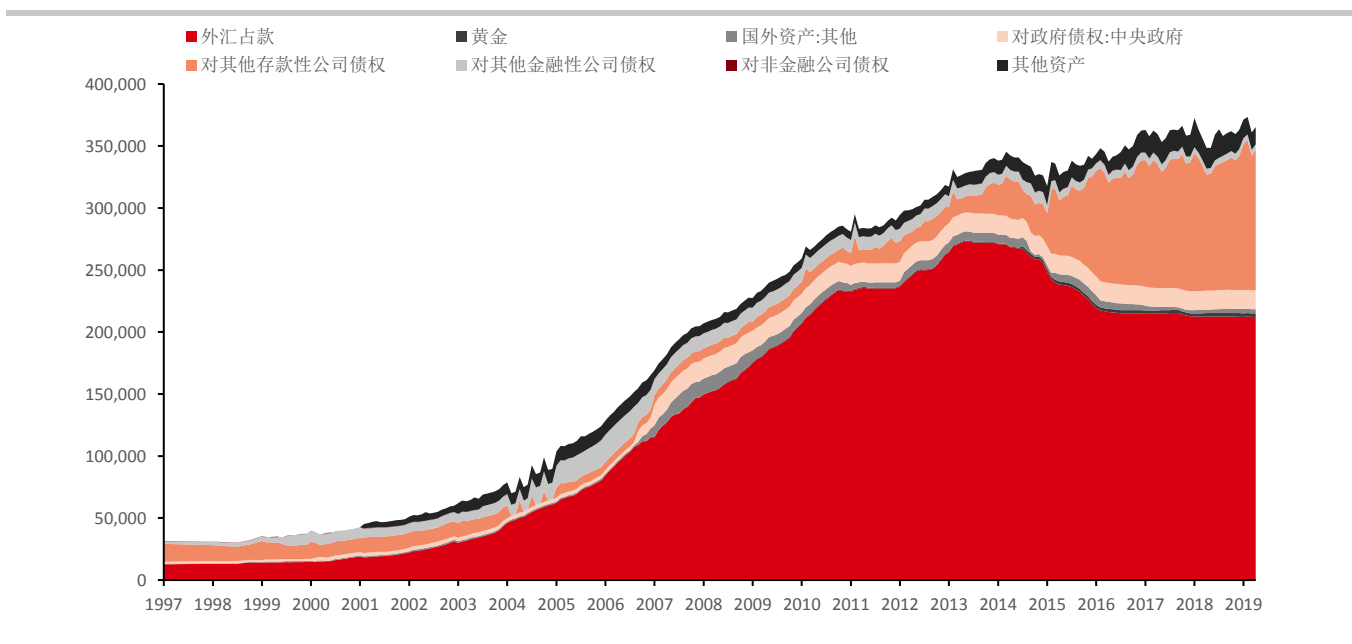
研究中国基础货币发行机制需要结合央行资产负债表变化以及货币政策工具展开。央行通过资产负债科目的增减搭配实现货币政策目标和汇率政策目标，以资产端科目为支撑，实现负债端的货币投放。通过观察过去央行资产负债表各项目变化情况寻找出不同阶段央行货币发行的主要工具。

2000 年前，央行资产负债表不到 4 万亿元人民币，且增长较为平稳。外汇占款和其他存款性公司债权为资产端占比最高的两个科目，外汇占款和再贷款再贴现成为货币投放的主要工具。2000 年至 2014 年，我国经济高速发展，外汇资产急剧增加。尤其在 2002 年中国加入 WTO 后受到贸易全球化红利影响，结合本身生产要素优势，净出口额持续走高，外汇占款成为最主要的货币投放方式。截止 2014 年底，央行资产负债表规模扩大至 33 万亿元，其中外汇占款占比约 80%，而第二大资产对其他存款性公司债权占比不足 10%，自 2000 年至 2014 年 8 月增量不足 15%。2014 年后，随着全球经济整体放缓，外部需求减少，贸易摩擦加剧；同时中国传统要素优势成本丧失，供给成本边际走高，竞争力下降。外汇占款占比逐渐下降，2020 年 3 月外汇占款约占央行总资产 58%。观察数据可以发现自 2016 年后外汇占款增量基本为零，央行主要通过对其他存款性公司债权项目迅速扩张进行货币投放，中国货币投放结构再次发生变化。

由于外汇占款属于央行间接调控科目，主要受到企业出口总额和贸易局势的影响，受央行管控力较小；而对其他存款公司债权属于央行直接调控科目，主要通过不同货币政策工具进行控制。因此在央行的货币政策手段自 2000 年从直接调控转为间接调控，又在 2015 年转回直接调控的过程中，央行负债端结构也发了巨大变化。2000 年前由于外汇占款总额较小，增长率低，处于可控状态，多数资产直接转变为现金，由商业银行向央行提取，最终流向居民手中。2000 年储备货币流动中的现金占比约达 66%。至 2005 年，流动中的现金占比降低至 39%但仍为负债端第一大项目，同时债券发行项增加，占比升至 31%。债券发行又称央票，是央行在银行间市场发行，金融机构持有的尚未到期的央行票据。在 2002 年后，其作用主要为了对冲外汇占款导致的基础货币过大的问题，而进行大量发行。从 2002 年到 2009 年，发行债券规模从 0 元增加到 4.4 万亿元，于 2018 年全部到期后回归至 0。接着，到 2010 年，其他存款性公司存款项目大幅上涨，占负债端 64%左右，成为负债端第一大科目，而债券发行科目压缩至 15%，流动中的现金科目压缩至 18%。该科目大幅上升也是由于资产端外汇占款项目逐年增加导致。由于央行向商业银行购买外汇资产时，会增加央行发放的基础货币，并派生出大量的信用货币，导致商业银行存款的增多，进而商业银行需要缴纳更多的存款准备金。同时，2008 年金融危机后，央行通过提高存款准备金率来控制信贷的扩张，加速其他存款性公司存款增长；从 2007 年的 4.29 万亿元增加到了 2012 年的 17.0 万亿元。当前，由于外

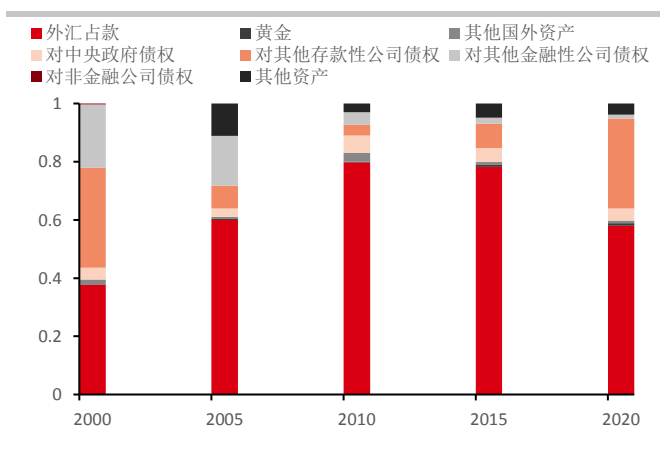
汇占款增长缓慢，其他存款性公司存款占比小幅减弱，同时流动中的现金占比逐渐回升，体现了央行从间接调控向直接调控的转变。

图 1： 中国央行资产负债表中资产端各项变化趋势 （亿元）



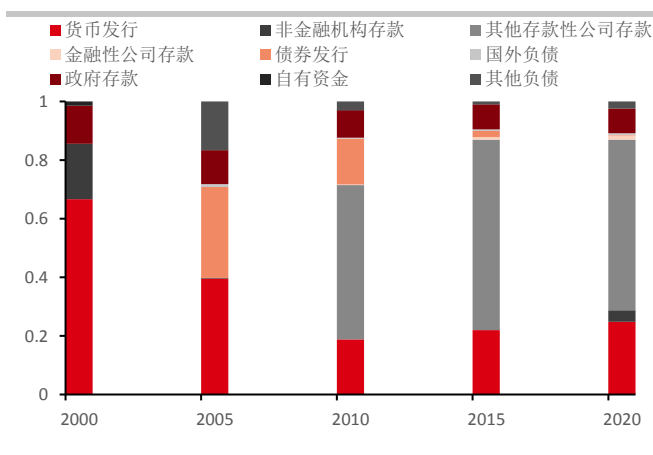
数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 2： 中国央行资产端各项占比变动情况 （%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

图 3： 中国央行负债端各项占比变动情况 （%）



数据来源：WIND 华泰期货研究院

下文将主要阐述各类货币政策工具对央行资产负债表的影响，寻找出在不同阶段进行货币投放的不同政策工具。我国主要货币政策工具包括**公开市场操作业务、中央银行贷款、存款准备金、利率政策、常备借贷便利与中期借贷便利等**。

根据上文所述，外汇占款项目不受央行政策工具的直接管控，因此没有对应的货币政策工具。外汇占款的产生是由于出口在我国经济发展中长期发挥重要作用，当企业产生净出口时外汇收入流向国内，转换成外汇经常帐项目。企业将外汇兑换成人民币，央行资产负债表上则表现为**外汇占款增加，同时向国内市场释放人民币，增加基础货币供应量**。由于外汇占款的产生受到对外贸易的被动影响，因此央行对外汇占款的主动管理权相对较弱，央行为了增强货币投放的主动性和有效性，也同时运用不同政策工具进行基础货币发行量及流动性调控。同时在2014年出口开始衰退后不断创新货币政策工具，促进了对其他存款性公司债权这一科目的增大。

公开市场操作（OMO）旨在与市场交易对手进行**有价证券和外汇交易，实现货币政策调控目标**。OMO主要为债券交易业务，包括与一级交易商买卖有价证券的回购交易，与二级市场投资者进行买卖的现券交易，和通过发行短期债券回笼基础货币、债券到期投放基础货币操作的中央银行票据。由于OMO操作的主要标的为**国债、政府债和金融债**，影响央行资产中的**债权资产项**，包括对**中央政府债权、对其他存款性公司债权、对其他金融性公司债权以及对非金融公司债权四项**。观察数据可以发现，由于2016年以来我国加大回购操作频率，OMO对基础货币投放量的影响逐渐增大。存款性公司一般是指可以吸收存款的商业银行类金融机构，信用风险较小，因此2016年后央行资产项中对存款性公司债权占比直线走高。同时，由于《人民银行法》规定，人民银行不得对政府透支，不得直接认购、包销国债和其他政府债权，因此，**央行对政府债权全部为对中央政府债权，并非普通意义上的国债，而是历史遗留问题下发行的特别国债**。近20年以来，财政部仅在2007年发行过1.55万亿特别国债用于购买约2000亿美元外汇，作为组建中投公司的资本金。央行对政府债权项仅在2007至2008年发生巨大变化，后基本平稳。

中央银行贷款包括再贷款和再贴现政策。再贷款是中央银行对金融机构提供的贷款行为，再贴现是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。央行通过适时调整再贷款和再贴现的总量及利率，吞吐基础货币量。在**央行资产负债表中表现为资产端对存款类金融机构债权规模的扩大，负债端储备货币的增加，即央行投放了基础货币**。2000年之前的其他存款性公司债权项目的增加主要是由于央行的再贷款再贴现政策，而此后由于商业银行需求缩水，同时外汇占款大幅上升，再贷款再贴现手段使用较少。2018年后，由于经济下行压力增大，同时疫情黑天鹅所产生的负面影响，再贷款再贴现政策作为逆周期调节政策之一被重新使用。

存款准备金率包括法定存款准备金率与超额存款准备金率，对央行资产负债表的资产端不产生直接影响，主要改变负债端货币发行项目和存款性公司存款的数额。当基础货币从央行投放至商业银行后，准备金率的大小将对银行货币创造能力产生影响，约束货币流动性传导。利率政策对于央行基础货币的投放无直接影响，因此不影响央行资产负债表变化。但是由于不同利率水平下商业银行借贷意愿不同，直接影响货币流动性向实体的传导。

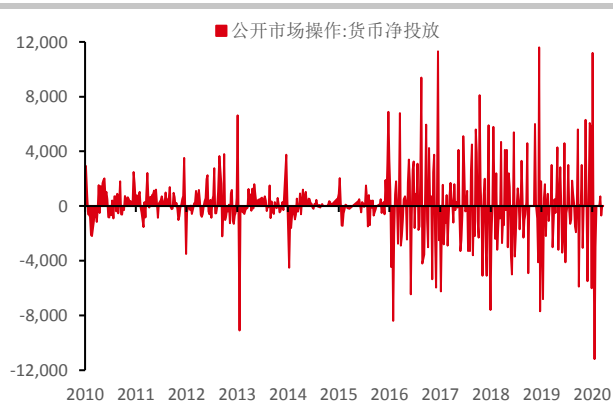
常备借贷便利 (SLF) 与中期借贷便利 (MLF) 是我国央行 13、14 年新创的货币政策工具。通过以抵押方式向金融机构发放不同期限长短的基础货币，增加流动性传导，合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等。SLF 与 MLF 同样帮助央行资产端的存款性公司债权科目壮大。

图 4: 2010 年后出口持续低迷状态 (%)



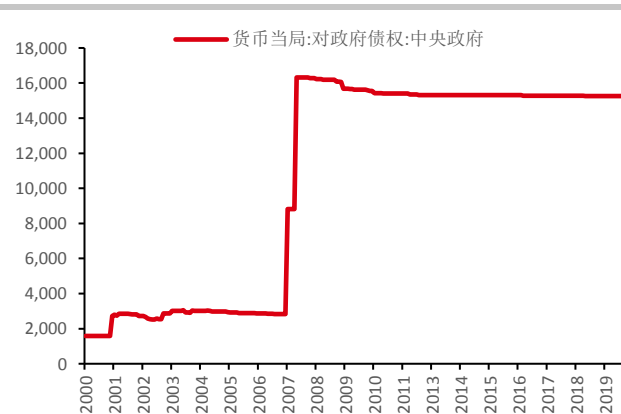
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 5: OMO 对货币净投放影响趋于明显 (亿元)



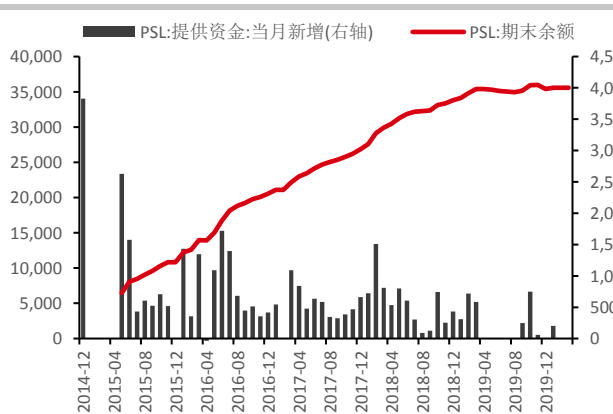
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 6: 07 年央行购买财政部发行的特别国债 (亿元)



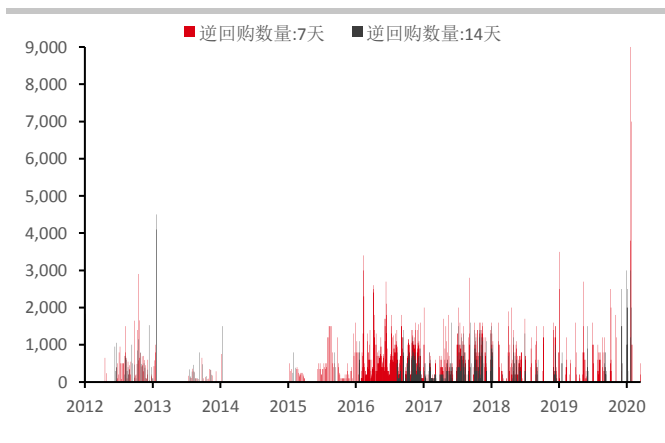
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 7: 15 年后创新工具 PLS 投放货币常态化 (亿元)



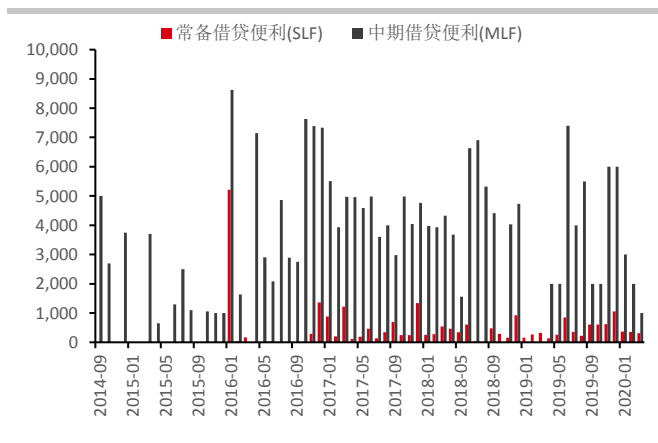
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 8: 2015 年后逆回购数量明显上升 (亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 9: 17 年后 SLF 与 MLF 操作逐渐常态化 (亿元)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

美国以有价证券为首的基础货币发行机制

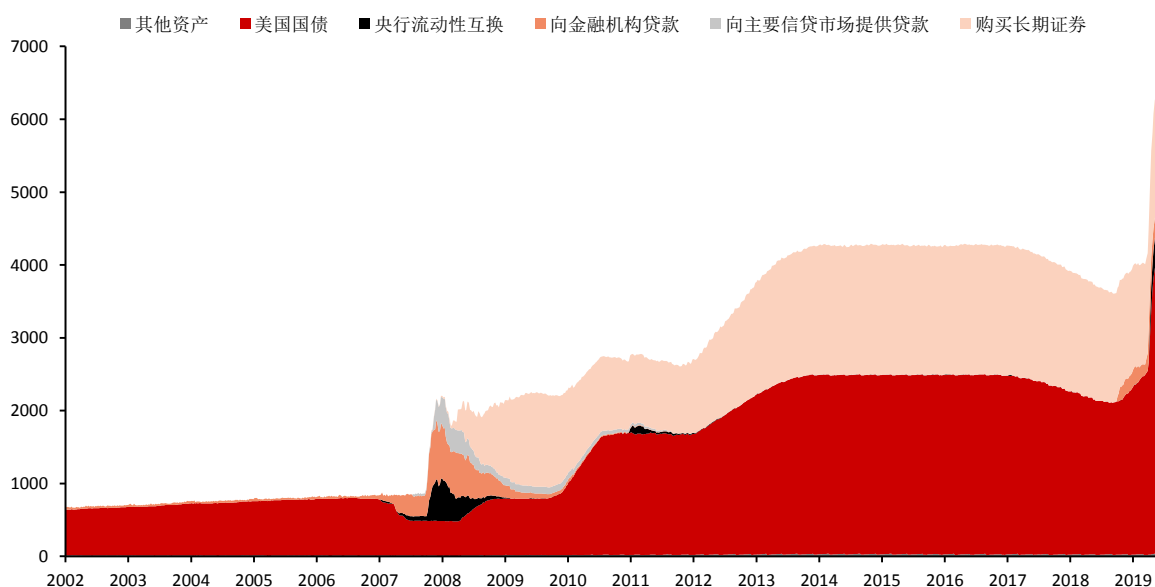
接着，通过观察美联储资产负债表历年走势以及与主要货币政策工具之间的关系，探索美国基础货币发行机制。美储在 2007 年金融危机前，资产负债表总体较为稳定，扩张速度也较为缓慢，不到 1 万亿美元。而购买美国国债是彼时美联储最主要的货币发行方式，当时美国国债占美联储资产负债表 80% 左右。2007 年至 2009 年次贷危机打响，美联储创新了一系列非常规货币政策，提高市场流动性，帮助实体经济融资。为了解决其他国家美元流动性紧缺问题还创设了央行流动性互换机制。因此，这段时间美联储资产端央行流动性互换项目、向金融机构贷款项目及向主要信贷市场提供贷款项目大幅增加对冲次贷危机的负面影响。同时受次贷危机影响美国开始实施常态化量化宽松 (QE)，通过购买抵押支持债券 (MBS) 投放基础货币，因此购买 MBS 成为 2008 年后美联储资产端重要项目。美联储资产负债表也在 2009 年至 2014 年走向快速扩张之路。

由于美国与中国不同，不需要外汇占款项目作为基础货币投放途径，购买国债、联邦机构债券、MBS 等有价证券成为美国最主要货币投放方式。从 2010 年起至 2019 年底，美联储持有有价证券量占资产总量持续维持在 90% 以上。由于 2019 年上半年美联储开始缩表操作导致银行超额准备金不足，资金紧缺，一轮“美元荒”热潮来袭。9 月，美元指数突上 99 上方高位，隔夜利率波动加大。美联储为了对冲市场流动性短缺以及资金需求高涨问题重启回购协议操作，稳定货币市场。此轮通过 OMO 方式的扩表操作使得正回购协议资产跃升为美联储资产负债表中第二大资产，约占 5% 至 10%。

2020 年由于新型肺炎疫情影响，为了对冲疫情带来的市场流动性紧缺，美联储开启疯狂扩表模式，采用无限 QE 购买财政部国债以及 MBS，同时进行再贷款与海外央行货币互换。当前美联储资产负债表规模已经接近 7 万亿美元，此举导致美联储持有美国国债总数大幅增加，同时负债端流通中的货币小幅上升，而银行超额准备金率同时大幅上涨。

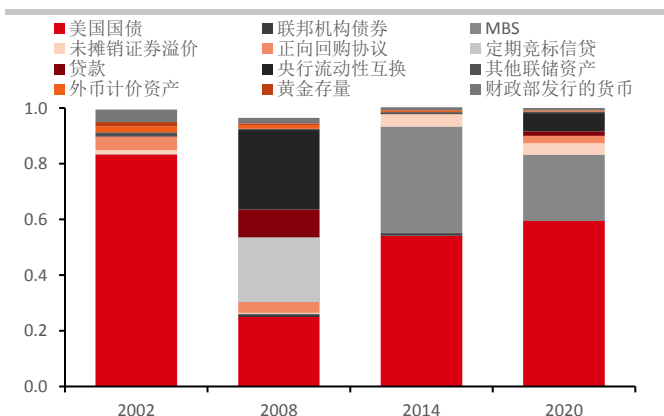
美联储主要货币政策包括公开市场操作 (OMO)、贴现窗口、存款准备金制度、利率政策、隔夜回购操作、定期存款工具等，除了常规工具以外美联储在 2008 年金融危机时期还创造了多个非常规货币政策工具，通过大规模资产购买等数量型操作方式对通过通胀和失业率等货币政策最终目标进行干预，帮助增加市场流动性。对比中国可以发现，两国常规货币政策工具基本相似，主要通过购买国债，与一级市场、二级市场交易有价证券的形式直接控制基础货币发行量；通过控制准备金率与基准利率的方式间接控制商业银行流动性传导。

图 10: 美联储资产负债表中资产各项变化趋势图 (十亿美元)



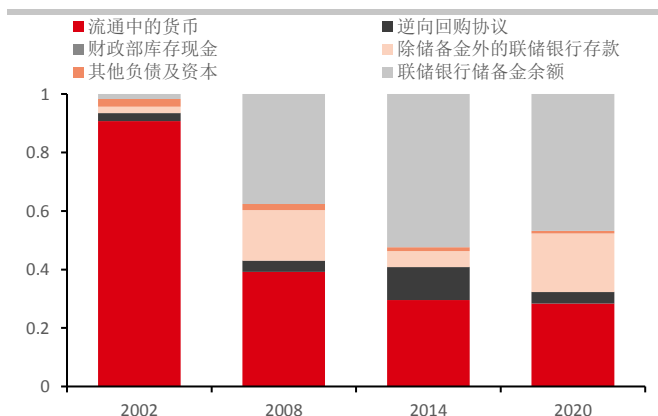
数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 11: 美联储近二十年资产占比变化 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

图 12: 美联储近二十年负债占比变化 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

总体而言,对比中国和美国货币发行机制,美国发行货币以国债为基础,国家信用作为担保。美联储通过购买财政部发行的国债使财政部获得货币,财政部再以财政开支的方式使得货币在市场中流通,完成货币发行。而中国货币发行以外汇占款为基础,通过商业银行与央行换汇使得商业银行获得人民币再向实体企业传导;其次通过增加对存款性公司债权使得存款性公司获得货币(一般以大型商业银行为主),受国家信用影响较小。

人民币发行机制展望

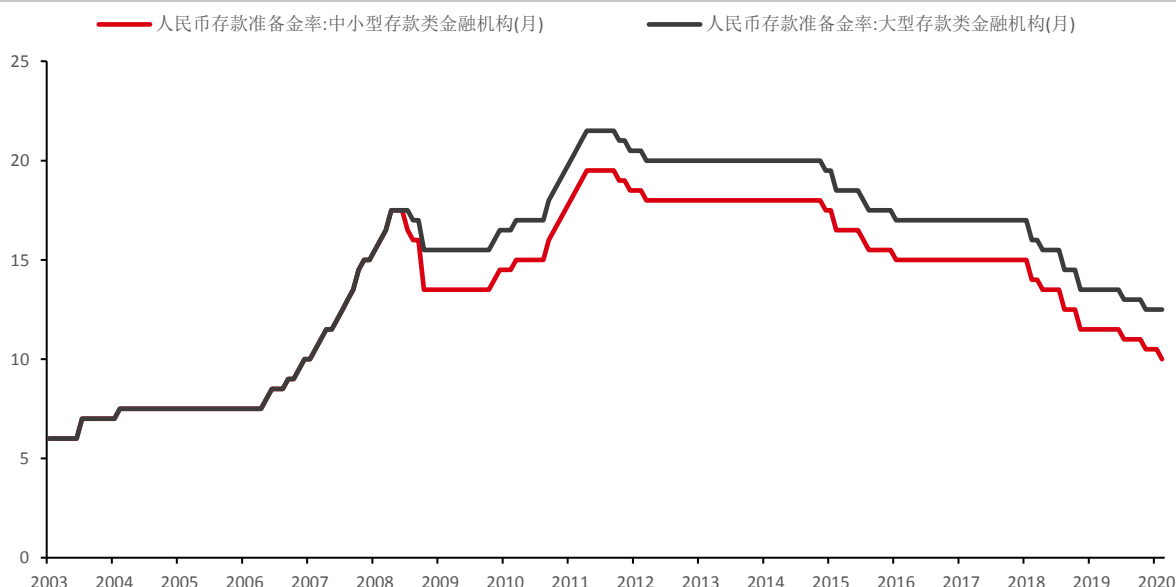
由于疫情黑天鹅影响叠加中国出口要素优势减退,在去全球化大环境下中国出口发展将持续低迷。因此通过外汇占款增量创造基础货币将逐渐减少,而通过购买国债、政府债、金融债发放基础货币将成为主流。我们认为中国货币发行机制正在从“以汇为锚”向“以债为锚”转变。

对比中国与美国货币发行机制的同异,中国可视为“国际收支型”货币发行,美国可视为“财政收支型”货币发行。由于通过外汇占款形式投放货币央行主动权较小,主要受到进出口量的影响,存在较大的被动风险,容易导致由于被动货币超发引起的通货膨胀;而通过货币政策工具进行基础货币投放可以帮助央行有效掌控向市场投放量与流动性变化。由于近五年外汇流入逐渐放缓,央行已经不断降低银行准备金率释放流动性,同时通过对不同货币工具的主动性操作提升流动性传导掌控力。

2019年1月16日,财政部国库司国库支付中心副主任郭方明在论坛上表示,2019年要拓展政府债券功能,准备研究将国债与人民银行货币政策操作衔接起来,同时扩大国债在货

币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制，健全国债收益率曲线的利率传导机制，强化国债作为基准金融资产的作用，使国债达到准货币的效果。此消息一出市场预期未来央行可能效仿美联储通过购买国债的方式发行基础货币，替代外汇占款。但由于我国信用体系与西方存在较大差异，且当前中国的地方政府隐性债务尚未清理完毕，严格的财政纪律尚未完全建立。结合近一年对央行资产负债表变动的观察，我们认为央行将仍通过操作货币政策工具增加对银行债权资产作为投放货币的主要方式。

图 13: 2015 年后央行逐步下调存款准备金率对冲外汇占款增量减小导致的流动性不足 (%)



数据来源: WIND 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com