



## 从央行资产负债表看流动性实际走向

### 摘要

在金融监管的环境下，中央银行和商业银行的整体资产规模并没有缩减，但中央银行持有的现金在增加，这部分钱并没有进入金融市场和实体部门，而商业银行更多的将资金借给了居民部门，与此同时更多地配置了国债，导致企业部门可以获取的流动性减少。所以我们就看到了一个国债利率下行而借贷利率上升的情况。另外，商业银行之间的拆借行为减少，意味着虽然表面上银行没有缩表，但借贷活动的减少在某程度上也导致了流动资金的紧张，所以银行间拆借利率居高不下，不过7月5日降准开始实行之后，银行间拆借利率已经出现了较大幅度的下行。

银行更多地把资金借给居民部门又意味着什么呢？居民更多地是拿这些钱去买房，而不是消费，那么导致大部分资金流入地产部门，而没有流向非地产行业。在利率和地价上行的阶段，地产部门的盈利并没有形成实际投资（2017年房地产实际投资下滑至历史最低水平），而是又回流到银行体系和政府部门，银行又把这些钱贷给居民和配置国债，整个流动性这些部门里面循环，无法进入实体经济。

从这种情况来看，实体经济的流动性紧张未必是央行或者监管部门的行为导致，而是商业银行自身资金运用的结果，为什么将大量资金配置于收益较低的国债，而不是贷给利率较高的实体经济，如何扭转商业银行的这种行为，这是一个难题，如何引导居民将资金进行消费而不是买房，也是一个难题。结构性货币政策很难对商业银行起作用，因为虽然实体经济缺钱，但银行并不缺钱，如果说存在央行的超额准备金是闲置资金，那么配置国债的就是半闲置资金，配置国债的占比越来越高，说明商业银行体系的流动性仍然是处于一个过剩状态。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

## 从央行资产负债表看流动性实际走向

本文主要想通过央行和商业银行资产负债表的角度来分析当前的流动性紧张问题，从央行的资产负债表来看，近几年市场对于流动性的理解时常有偏颇之处，表现为市场认为流动性宽松时，央行其实出现了缩表，而市场感觉流动性紧张时，央行的资产仍然是扩张的，如何理清清楚这些问题，我们就需要对央行的资产负债表构成及其演变进行具体分析。

表 1、人民银行资产负债表(截至 2018 年 5 月份, 单位: 亿元)

资产项	规模	占比
货币当局: 国外资产	220168.945	61.82%
货币当局: 国外资产: 外汇(中央银行外汇占款)	215117.697	60.40%
货币当局: 国外资产: 黄金	2541.4988	0.71%
货币当局: 国外资产: 其他	2509.7484	0.70%
货币当局: 对政府债权	15274.092	4.29%
货币当局: 对政府债权: 中央政府	15274.092	4.29%
货币当局: 对其他存款性公司债权	97160.4951	27.28%
货币当局: 对其他金融性公司债权	5949.9415	1.67%
货币当局: 对非金融公司债权	53.9945	0.02%
货币当局: 其他资产	17541.9761	4.93%
货币当局: 总资产	356149.444	
负债项	规模	占比
货币当局: 储备货币	304,487.07	85.49%
货币当局: 储备货币: 货币发行	75,912.60	21.31%
货币当局: 储备货币: 非金融机构存款	5,009.23	1.41%
货币当局: 储备货币: 其他存款性公司存款	223,565.24	62.77%
货币当局: 不计入储备货币的金融性公司存款	3,886.66	1.09%
货币当局: 国外负债	2,741.20	0.77%
货币当局: 政府存款	37,393.81	10.50%
货币当局: 自有资金	219.75	0.06%
货币当局: 其他负债	7,420.95	2.08%
货币当局: 总负债	356,149.44	

资料来源: WIND 资讯 南华研究

首先看一下央行资产负债表的主要构成及其实际含义。

先看负债端，负债端的项目意味着央行以何种方式获得或回收流动性。最主要的是货币发行和其他存款性公司存款这两项，两者占比分别为 21.31%和 62.77%。货币发行增加意味着流动性宽松，减少意味着紧缩；其他存款性公司存款增加则意味着央行收回流动性，银行体系出现流动性紧缩，而存款减少是则意味着流动性宽松。

再看资产端，资产端的项目代表央行是否投放了流动性，以何种方式投放流动性。资产端最主要的是外汇占款和对其他存款性公司债权两项，两者占比分别为 60.4%和

27.3%。外汇占款增减意味着流动性的增减，而对其他存款性公司债权的增减则意味着流动性的减增。

图 1、央行总资产增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 2、央行外汇占款增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

从整体角度来看, 2018 年央行投放的流动性其实要大于 2016 和 2017 年, 因为截至 5 月份, 央行总资产同比增长 3.99%, 而 2017 年同期只有 3.7%, 2016 年同期是下降 3%, 2015 年的流动性是最紧张的, 因为央行出现了缩表, 也是总资产和总负债水平的下降, 2015 年全年下滑了 6%。而主要原因是外汇占款的下降, 于是央行通过降准降息, 并增加多种货币政策工具进行流动性的投放, 表现为资产项对存款公司债权大幅增长, 同时负债项存款公司存款下降, 从而对冲外汇占款下降导致的流动性紧张。

不过, 虽然 2015-2016 年央行实行宽松货币政策, 但是事实上, 这两年虽然表面上资产价格高歌猛进, 但是实际上社会上整体的流动性并不充裕。虽然从理论上讲, 在外汇占款大幅增加或减少的年份, 央行可以通过回收或释放流动性来进行对冲, 但实际上无法实现完全对冲。具体原因在于, 在外汇占款大幅增加的时候, 央行的外汇资产增加非常快, 那么就需要通过发行央票或者提高存款准备金率的方式从商业银行体系回收流动性, 但发行央票取决于银行的购买意愿, 以前也多次出现央票流标情况, 同时存款准备金率也不可能无限提高, 而且在银行流动性本身有过剩的情况下, 提高存准实际上没有起到一个紧缩作用。

而在外汇占款下降的年份, 央行也可以通过降低存款准备金率或者发行货币来释放流动性, 可以看到央行选择的是前者, 因为多年以来货币发行的比重一直稳定在 20% 左右, 央行的货币发行量增长一直较为稳定, 没有出现其他项目那样的大起大落, 那么这种选择的结果就是央行出现了缩表的情况, 因为外汇占款下降对应央行资产项外汇占款下降和负债项其他存款公司存款下降, 准备金率下降对应资产项的对其他存款公司债权下降和负债项的其他存款公司存款下降, 双重下滑导致央行出现了一个缩表的情况。由于外汇占款和银行存款分别构成了央行资产和负债项目的大头, 所以商业银行的行为对货币政策的影响是比较大的。

一个有意思的事情是, 金融危机期间, 国债发行量是在 2007 年的时候出现大幅增长, 2007 年 8 月-2008 年 11 月, 央行对政府债权也出现了大幅增长, 但与此同时, 央行的货币发行量并未出现显著增长。相反的是, 从 2007 年 1 月到 2011 年 11 月, 存款准备金率一直在持续提高, 而央行对商业银行的负债经历了一个上升、下降又上升的过程, 直到 2011 年之后, 央行对商业银行负债增长才进入了一个长期下滑的过程, 这也是存款准备金率下调的一个结果。所以, 危机期间, 央行是通过回收商业银行流动性来进行国债购买, 而不是通过所谓印钞的方式。

图 3、央行对商业银行债权增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 4、央行对商业银行负债增长情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

2014-2016 年央行对存款性公司债权增速出现大幅增长, 2017 年之后大幅回落, 说明 2014-2016 年央行借给金融机构的钱增加, 但 2017 年之后通过这一方式释放的流动性减少, 出现这种情况应该与外汇占款密切相关, 2014-2016 年外汇占款大幅下降, 银行机构流动性减少, 需要央行补充流动性, 于是银行借给央行的钱减少, 央行借给银行的钱增加。而 2017 年之后, 外汇占款降幅收窄, 于是央行借给银行的钱开始减少。

存款机构 2016 年在央行的存款出现大幅回升, 这又是什么原因呢? 外汇占款只是降幅收窄, 整体仍是小幅负增长, 并不足以使银行在央行的存款出现正增长。值得注意的是 2015 和 2016 年商业银行的新增存款出现了明显的增长, 2015 年由于外汇占款的下降表现并不明显, 但 2016 年就表现为商业银行在央行的存款增加。

近一年可以看到央行的主要资产和负债项目都是出现负增长或者增速下滑的情况, 那么央行如何维持资产负债的适度增长呢? 可以看到, 资产项中的其他资产大幅增加, 占比从 2% 提高至将近 5%, 假定其他资产项就是货币资金的话, 这说明央行手中持有的现金增加, 这部分资金没有进入银行体系。另外, 2018 年以来, 占比 10% 的政府存款增速回升较为明显, 抑制央行资金来源的下滑, 还有是货币发行维持一个较低但相对稳定的增长, 抑制了总负债的下行。

从商业银行资产负债表的变化就可以更清楚地透视流动性的走向。2016 年至今, 商业银行负债项目占比变化不大, 但资产项目变化较为明显。表现为, 商业银行的储备资产减少, 对比 2018 年 5 月和 2016 年 1 月, 可以看到储备资产占比下降了 1.75%, 对应央行对商业银行的负债减少。此外, 商业银行之间的拆借数量也出现减少, 存款性公司对其他存款性公司的债权占比下降了 3.77%, 与此同时, 对非金融机构债权(也即企业部门)下降了 2.33%。债权增加的主要是对中央政府债权, 两年间增加了 3.73%, 同时居民部门债权增加了 3.47%。而商业银行对其他金融机构的债权反而没有减少。

图 5、存款公司持有国债占总资产比重



资料来源：WIND 资讯 南华研究

所以，答案很明显，在金融监管的环境下，中央银行和商业银行的整体资产规模并没有缩减，但中央银行持有的现金在增加，这部分钱并没有进入金融市场和实体部门，而商业银行更多的将资金借给了居民部门，与此同时更多地配置了国债，导致企业部门可以获取的流动性减少。所以我们就看到了一个国债利率下行而借贷利率上升的情况。另外，商业银行之间的拆借行为减少，意味着虽然表面上银行没有缩表，但借贷活动的减少在某种程度上也导致了流动资金的紧张，所以银行间拆借利率居高不下，不过7月5日降准开始实行之后，银行间拆借利率已经出现了较大幅度的下行。

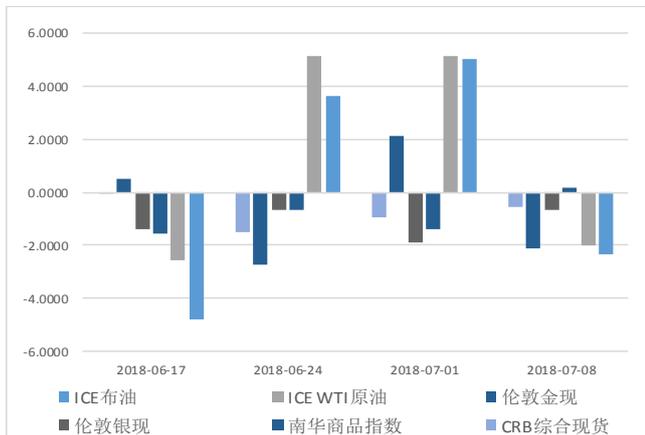
银行更多地把资金借给居民部门又意味着什么呢？居民更多地是拿这些钱去买房，而不是消费，那么导致大部分资金流入地产部门，而没有流向非房地产行业。在利率和地价上行的阶段，地产部门的盈利并没有形成实际投资（2017年房地产实际投资下滑至历史最低水平），而是又回流到银行体系和政府部门，银行又把这些钱贷给居民和配置国债，整个流动性这些部门里面循环，无法进入实体经济。

从这种情况来看，实体经济的流动性紧张未必是央行或者监管部门的行为导致，而是商业银行自身资金运用的结果，为什么将大量资金配置于收益较低的国债，而不是贷给利率较高的实体经济，如何扭转商业银行的这种行为，这是一个难题，如何引导居民将资金进行消费而不是买房，也是一个难题。结构性货币政策很难对商业银行起作用，因为虽然实体经济缺钱，但银行并不缺钱，如果说存在央行的超额准备金是闲置资金，那么配置国债的就是半闲置资金，配置国债的占比越来越高，说明商业银行体系的流动性仍然是处于一个过剩状态。

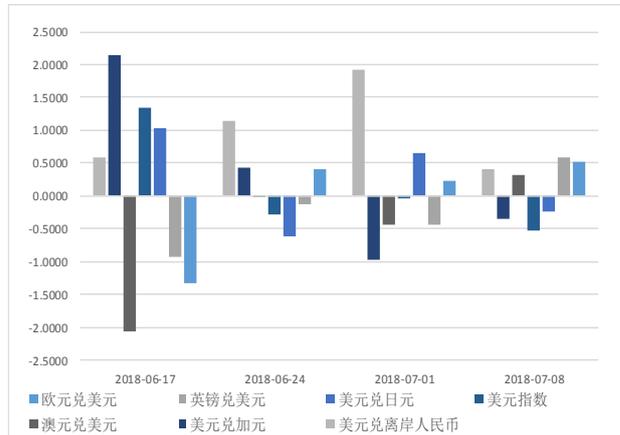
**【本周全球大类资产表现】**

2018年7月8日

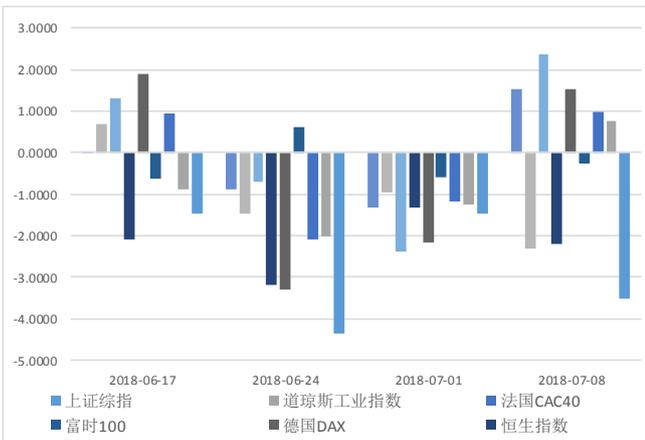
**主要大宗商品涨跌幅**



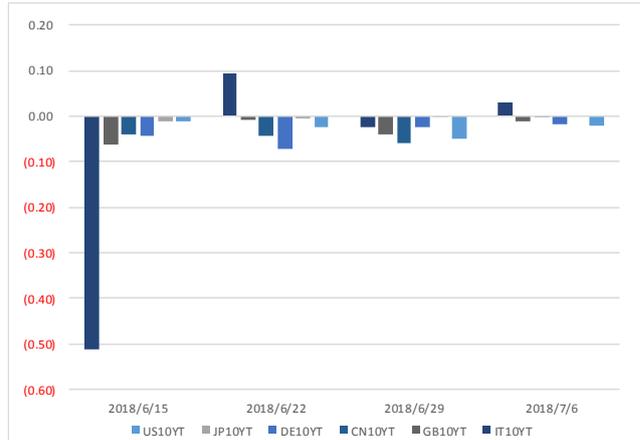
**全球主要货币对涨跌幅**



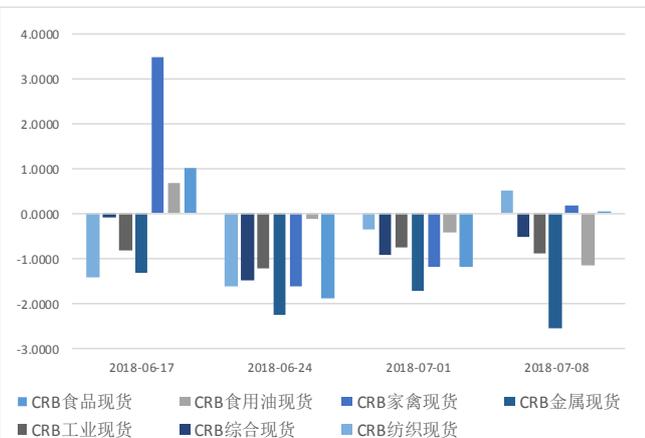
**全球股指涨跌幅**



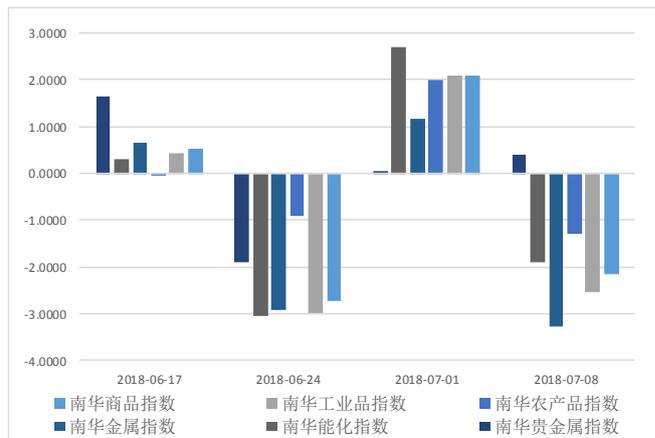
**全球债市涨跌基点**



**CRB 指数涨跌幅**



**南华指数涨跌幅**



资料来源: WIND 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801  
电话: 0577-89971808

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号  
金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座  
大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003  
电话: 022-28378072

### 上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元  
电话: 020-38904626

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室  
电话: 0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611588

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室  
电话：0351-2118018

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话：0663-2663855

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话：0573-83378538

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话：0512-87660825

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元  
电话：0592-2120291

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话：0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话：0574-85201116

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室  
电话：025-86209875

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)