

相关研究

《中东：“油库”中的机遇——新兴经济研究系列之七》2024.01.19

《“印度制造”：前景如何？——印度经济结构篇》2024.01.12

《低利率环境：哪些企业盈利更稳定？》2024.01.06

## 央行的快速“扩表”：如何理解？

### 投资要点：

- 2023年，我国央行“扩表”明显提速。截至2023年末，我国央行总资产45.7万亿元，2023年7月时，央行总资产约为40.8万亿元，也就是2023年下半年央行扩表接近5万亿。全年角度看，2023年央行总资产扩张4.0万亿元。而这个扩表速度较往年明显快不少。
- 与美欧央行不同，我国央行“扩表”并不能直接等同于量化宽松。从量上来说，我国央行扩表的幅度相对稳健。从用途上来说，我国央行扩表是出于正常基础货币投放的需要，而不是像其他央行那样大批量的、甚至下沉资质要求而购买资产。2022年以来，降准幅度明显放缓，而基础货币又存在一定缺口，提供基础货币是央行“扩表”加速的最主要原因。整体来看，央行流动性投放仍是适宜的。
- 往后看，随着准备金率调整空间或进一步越来越小，而货币存量又要净增加，未来我国央行“扩表”的行为或仍会延续。除了MLF、OMO常规货币工具的存量规模持续增长外，结构性货币政策工具也有投放基础货币的功能，而且会发挥越来越重要的作用。
- 风险提示：对数据、政策理解不到位。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:应镓娟

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

联系人:贺媛

Tel:(021)23185639

Email:hy15210@haitong.com

## 目 录

---

1. 哪些“扩表”了? .....	4
2. 主因：“降准”放缓，“扩表”来补.....	6
3. 扩表的趋势：或将延续 .....	9

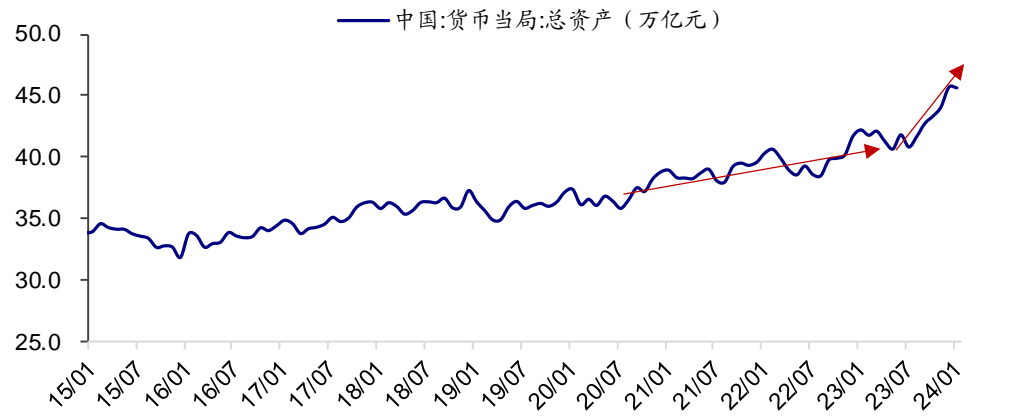
## 图目录

图 1	2023 年我国央行“扩表”明显提速（万亿元）	4
图 2	央行资产负债表分项	5
图 3	2023 年央行的资产端变化（亿元）	5
图 4	对其他存款性公司债权重要分项的变化（亿元）	5
图 5	2023 年四季度 MLF 显著加量（亿元）	6
图 6	再贷款余额及其占基础货币余额中的比重（千亿元，%）	6
图 7	外汇占款规模大量增长，带动央行扩表（万亿元）	7
图 8	央行“对其他存款性公司债权”的结构拆分（万亿元）	7
图 9	2014 年以来，需要不断提高货币乘数（%）	8
图 10	2022 年和 2023 年央行均只降准了 50bp	8
图 11	近两年，对央行“主动扩表”的依赖度提升（亿元）	9
图 12	我国社融和 M2 同比增速（%）	9
图 13	可比经济体的存款准备金率水平（%）	10
图 14	各类结构性货币政策工具在 2022/2023 年的投放规模及剩余额度（亿元）	10

**2023 年，我国央行“扩表”明显提速。**扩表就是央行资产负债表规模的扩张。截至 2023 年末，我国央行总资产 45.7 万亿元，2023 年 7 月时，央行总资产约为 40.8 万亿元，也就是 2023 年下半年央行扩表接近 5 万亿。全年角度看，2023 年央行总资产扩张 4.0 万亿元。而这个扩表速度较往年明显快不少。2022 年全年央行扩表 2.1 万亿；再往前，2017-2021 年的五年期间，央行累计扩表幅度大约为 5.2 万亿，仅是稍高于 2023 年下半年。

那么这是否意味着我国央行正在大量投放流动性，甚至像海外一样进行量化宽松呢？我们又该如何理解央行资产负债表这两年的变化？快速扩表是否会继续？

**图1 2023 年我国央行“扩表”明显提速（万亿元）**



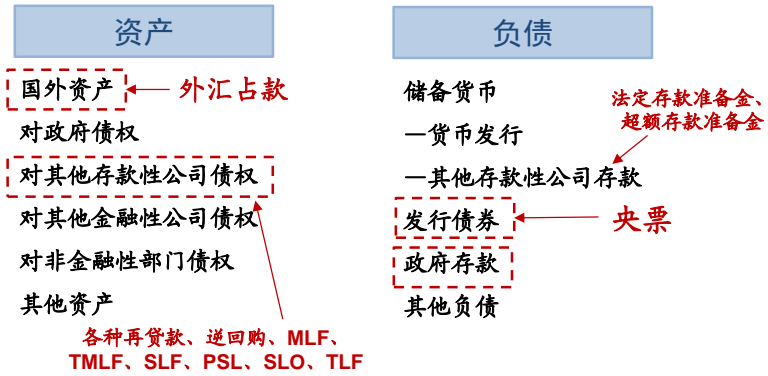
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1. 哪些“扩表”了？

**2023 年央行扩表主要由其他存款性公司债权规模的增长带动。**拆分我国央行资产负债表。资产端，**外汇占款和对其他存款性公司债权是两大主要组成。**对其他存款性公司债权，指央行对于商业银行、政策性银行的逆回购、MLF、再贷款等货币政策工具余额所形成的债权。国外资产包括外汇占款、货币黄金及其他国外资产三项。其中货币黄金和其他国外资产的占比较小，外汇占款的变化起主导作用。

2010 年以来，这两者合计长期占到央行总资产的 80% 以上。到 2023 年末，对其他存款性公司债权的占比达 41%，外汇占款占比约 48%。此外，资产项还包括对政府债权、对其他金融性公司债权、对非金融性部门债权和其他资产，他们的规模变动较小。

图2 央行资产负债表分项



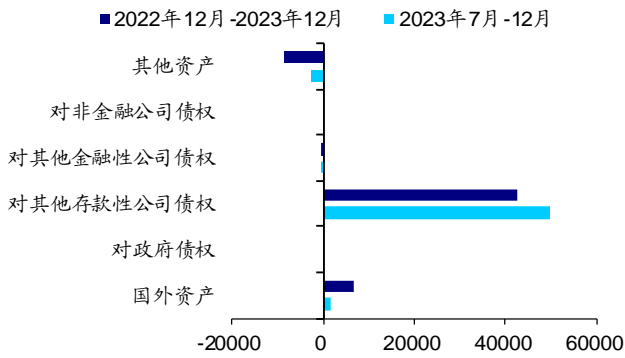
资料来源：中国人民银行，海通证券研究所

相较于 2022 年末，对其他存款性公司债权的规模增加 4.2 万亿（截至 2023 年末），基本解释了本轮央行的扩表。其中，从 2023 年 7 月到年底，对其他存款性公司债权扩张达 4.98 万亿元，也基本等于同期总资产的增幅。此外，2023 年国外资产增加了超 6600 亿元，其他资产减少了 8664.2 亿元。

其中，MLF 和结构性货币工具的余额大幅增长是主因。拆分“对其他存款性公司债权”，2023 年全年，MLF 余额增长 2.5 万亿，贡献了最大的增量。相比下，2017-2022 年，MLF 年均净增量只有 1800 亿元左右。

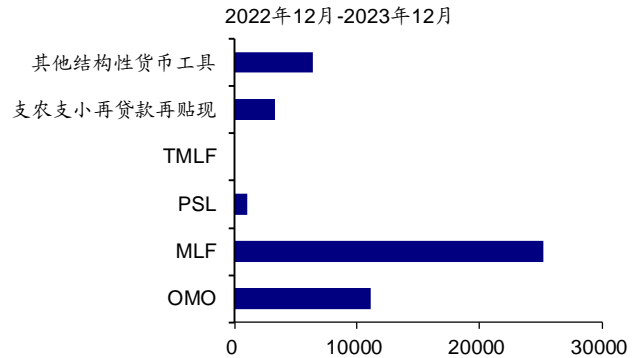
结构性货币工具的投放也接近 1.1 万亿，包括 PSL 净新增 994 亿元，主要是 12 月央行重启 PSL 投放 3500 亿元；支农支小再贷款、再贴现供给增加 3275 亿元；还有包括碳减排支持工具、设备更新改造专项再贷款等在内的短期结构性工具也投放了近 6400 亿元。

图3 2023 年央行的资产端变化（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 对其他存款性公司债权重要分项的变化（亿元）

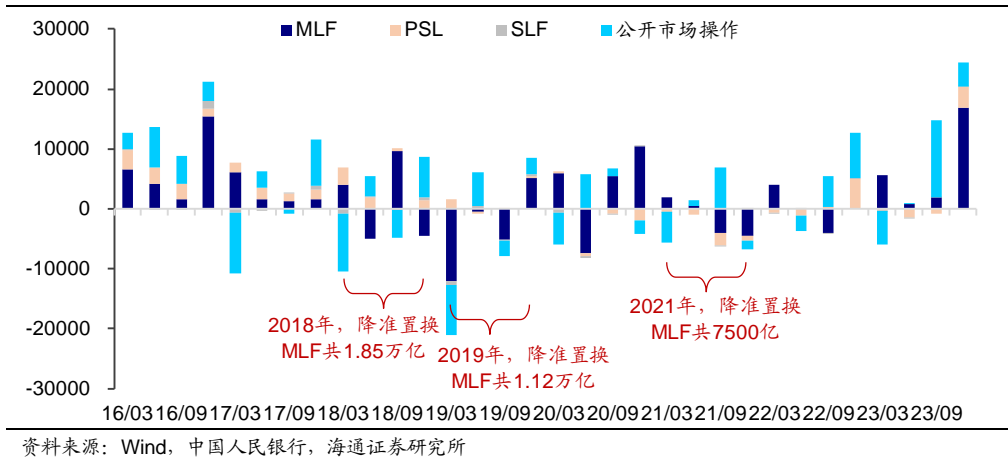


资料来源：Wind，海通证券研究所

MLF 在 2023 年四季度显著加量，1.7 万亿的净投放是工具创设以来单季度的最高增量。一方面，9 月以后特殊再融资债和国债集中发行，短期内对流动性产生“抽水”效应。因此期间 OMO 和 MLF 操作放量，来呵护流动性合理充裕。

另一方面，在 2018-2021 年间，MLF 到期量比较大的时候，央行曾多次进行降准置换 MLF 的操作，直接缩减 MLF 存量。而 2023 年仅在 3 月和 9 月进行两次 25bp 的降准，幅度较小，所以需要 MLF 增加投放，来呵护银行间市场流动性的合理充裕。

图5 2023年四季度 MLF 显著加量 (亿元)



另外,我们也可以观察负债端。负债端的“储备货币”科目对应基础货币余额。2023年,央行基础货币投放量在2.8万亿水平,占到扩表规模的70%。同时,到2023年末,政府存款余额增长超5000亿元,一定程度上与增发的政府债资金拨付存在时滞有关。

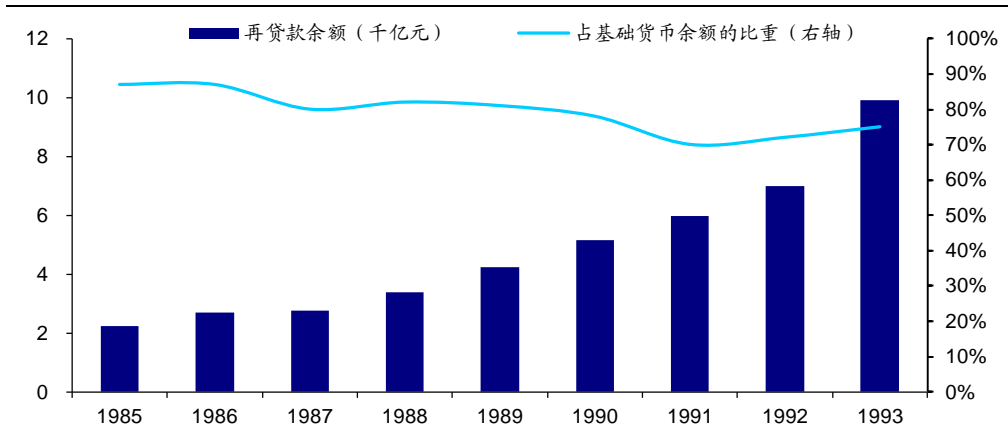
## 2. 主因：“降准”放缓，“扩表”来补

当前,之所以出现MLF、结构性货币工具大量投放带动央行扩表的现象,并不意味着央行正在过量投放流动性,背后实际上是由于央行对货币总量调控方式的转变。

具体来说,央行一方面可以通过调节基础货币的投放来调控货币总量;另一方面,也可以通过存款准备金率的调节,来影响货币流动性的松紧。

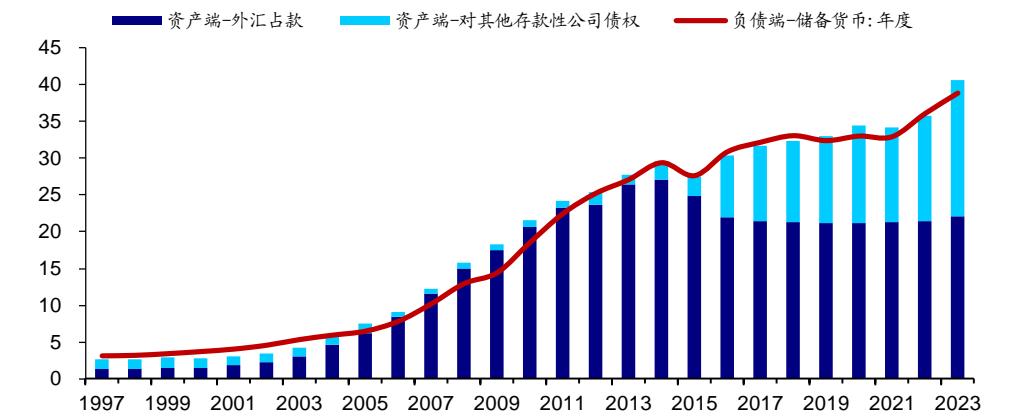
而在基础货币投放方面,过去的货币调控可以划分为三个阶段:第一阶段是八九十年代的时候,央行基础货币主要投放方式就是通过再贷款。1984年,中国人民银行开始专门行使中央银行的职能,1985-1993年,再贷款余额占基础货币投放余额的比重长期都高于70%。

图6 再贷款余额及其占基础货币余额中的比重 (千亿元, %)



第二阶段开始于2001年,特征是外汇占款逐渐成为基础货币投放的主要方式。随着我国加入WTO,商品出口持续增长,带动了我国经常项目的贸易顺差不断扩大;同时期,海外对我国的投资增加,也使得金融账户保持顺差。大量的外汇流入意味着我们企业居民手中的外汇不断增加。由于1994年以后我国实行强制结售汇制度,企业和个人将所持有的多额外汇向商业银行结汇,银行再出售给央行。这个过程中,央行买入外汇的同时,就会投放人民币基础货币,即外汇占款。

因此，2001年以来，外汇占款规模大量增长，逐步取代再贷款成为“扩表”动力。外汇占款规模由2001年的1.89万亿元上升到2014年的27万亿元，达到历史最高点，占基础货币的份额也由47%提升至超过90%。不过此时基础货币投放更多是被动的，基本就取决于我国赚取了多少外汇。

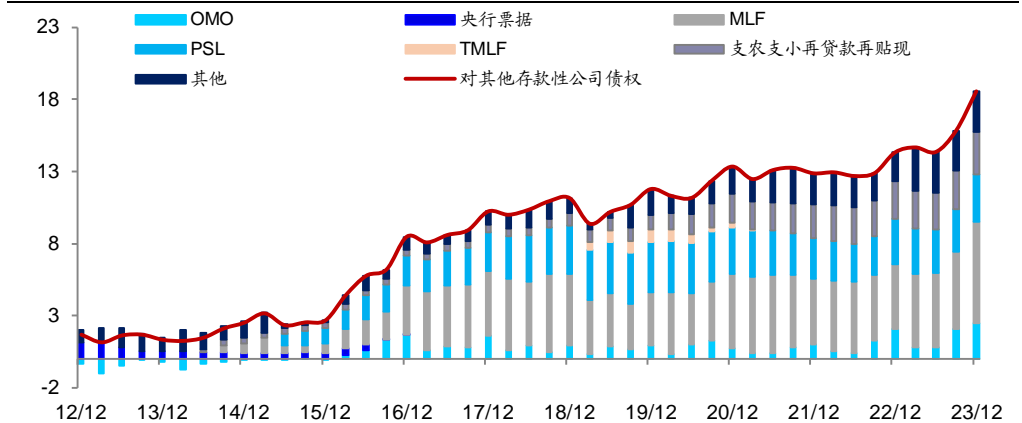
**图7 外汇占款规模大量增长，带动央行扩表（万亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

第三阶段，2014年以来，外汇占款形式投放的基础货币见顶回落，央行转而使用新型货币政策工具来补充基础货币“缺口”，包括传统的公开市场操作、还有新创设的MLF、SLF、PSL等工具。

这阶段之所以外汇占款规模回落，主要和央行取消强制结售汇制度有关，私人部门开始留存外汇。到2016年以后，外汇占款规模呈现长期稳定状态。

而要实现经济的持续增长，必要的货币和融资增长是需要的。央行转而通过货币政策操作工具来弥补货币投放缺口。这也意味着，央行对基础货币调控的主动权也大幅上升。所以我们看到，2014年以来，对其他存款性公司债权这一项的份额持续扩张。截至2023年，其占基础货币的比重已从2014年的8.5%提升至47.7%。从其内部结构看，MLF、PSL加上再贷款再贴现的投放基本占到70%以上。

**图8 央行“对其他存款性公司债权”的结构拆分（万亿元）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

随着基础货币投放的“三阶段”调整，央行对存款准备金率的调控也在发生转变。从存款准备金率看，2013年以前，整体上准备金率是不断提高的。因为这一阶段，央行通过外汇占款被动释放了大量基础货币，经常需要压低货币乘数来防止货币投放过量，最主要方式就是提高存款准备金率。

而在第三阶段，外汇占款投放下降后，央行采用“主动扩表”和“降准”相结合的方式来满足经济活动中的货币需求。虽然央行创设了多种政策工具投放基础货币，但

2014 年以后央行扩表的速度相比此前仍有所放缓。主要是同期，央行还可以调降存款准备金率、提高货币乘数来扩大信用创造。比如中小银行的准备金率持续从 18% 调降到 7%。

在这样的模式下，与美欧明显不同，我国央行“扩表”并不能直接等同于货币宽松。以美国为例，美联储“扩表”主要指美联储购买市场上的债券资产、释放美元流动性，对应着货币宽松。而我国还有正常的货币政策空间，央行“扩表”更多是满足市场对于基础货币的正常需要，而准备金率的调降，也是为了呵护流动性的合理充裕。所以我国的“扩表”和降准操作，并不一定就意味着货币宽松，因为要将扩表的幅度、降准的幅度，去和市场对流动性的实际需要对比。如果市场对流动性的需求较大，而扩表或降准的幅度较小，也未必意味着流动性就宽松了。因此，对央行“扩表”不宜简单解读。

图9 2014 年以来，需要不断提高货币乘数（%）

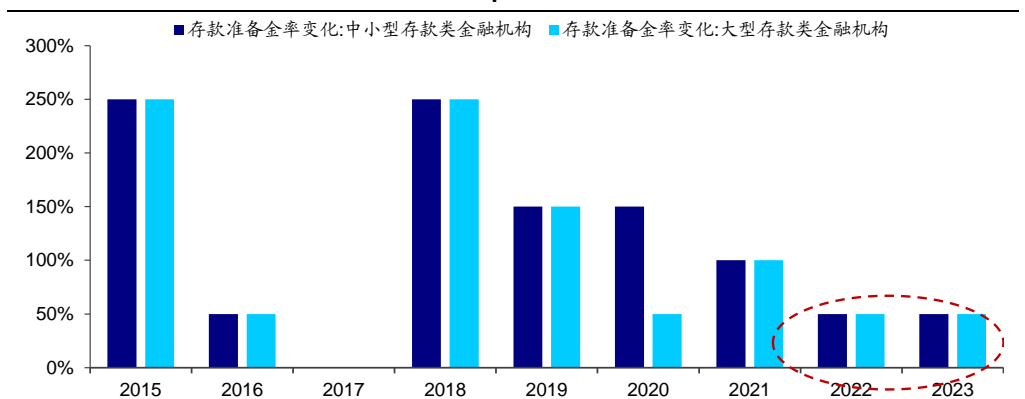


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，2022 年以来，降准幅度放缓，是央行“扩表”加速的最主要原因。整体来看，央行流动性投放仍是适宜的。

由于存款准备金率调整的空间逐步缩小，2022 年和 2023 年央行均只降准了 50bp，此前 2018-2021 年的年均降准幅度超 160bp。因此，近两年货币供应对央行“主动扩表”的依赖度明显提升，2022 年央行扩表幅度也有 2.1 万亿元。

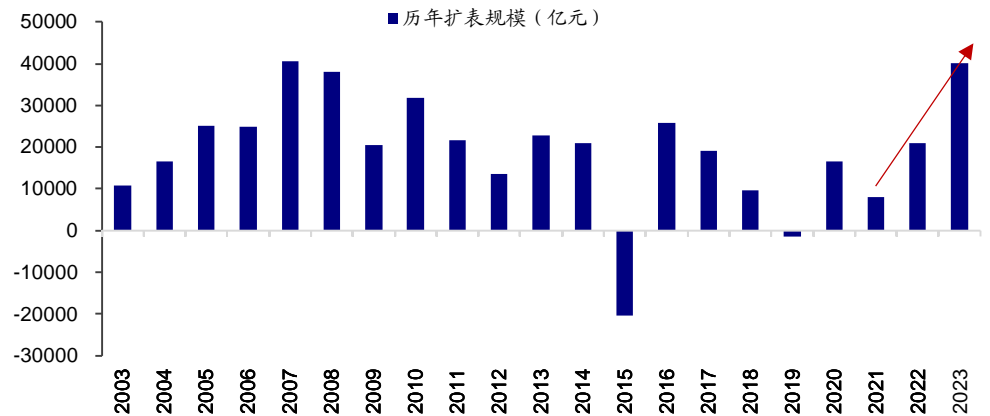
图10 2022 年和 2023 年央行均只降准了 50bp



资料来源：Wind，海通证券研究所



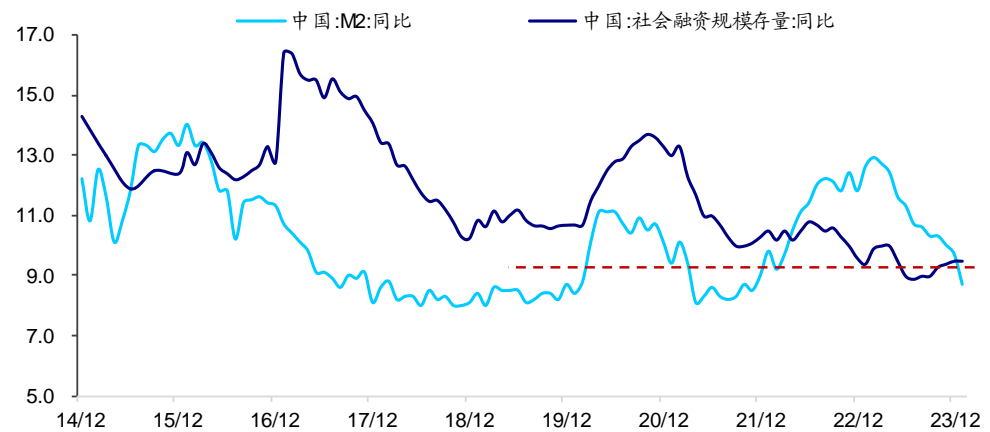
图11 近两年，对央行“主动扩表”的依赖度提升（亿元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

结合货币乘数变化来看，本轮央行扩表仍是适宜的。在2023年扩表最快的阶段，货币乘数从2023年7月的8.2倍降至12月7.5倍，M2同比增速从10.7%降至9.7%；包括同期的社融存量增速也徘徊在9.3%左右。因此，实际上广义流动性投放并没有提速，整体处在相对适宜的状态。

图12 我国社融和 M2 同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

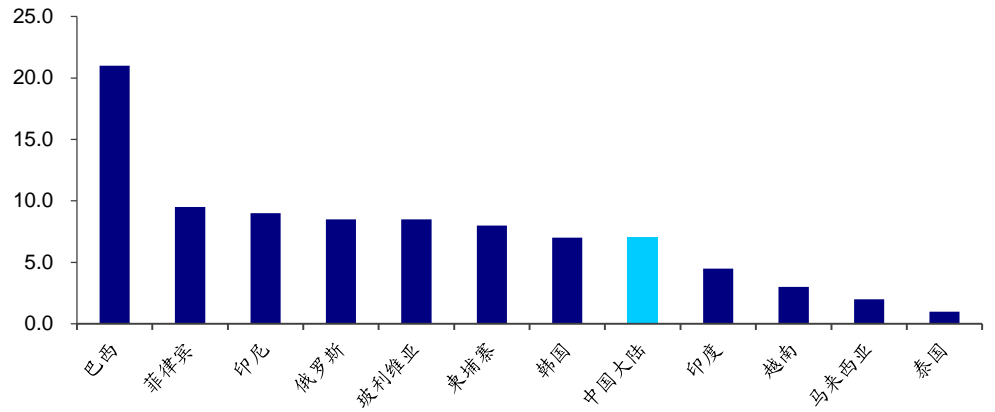
### 3. 扩表的趋势：或将延续

我们认为，往后看，我国存款准备金率相比之前高位已经回落不少，未来为了呵护流动性合理充裕，我国央行“扩表”的趋势或将延续。

首先，接下来准备金率继续调整的空间或会减小。在2024年2月降准以后，大型银行和中小型银行的存款准备金率分别为10%和7%。参考央行近年的降准公告中经常提到的“不含已执行5%存款准备金率的金融机构”，5%可能是准备金率的阶段性下限。那么对于大部分中小型银行，与5%相比，还有约200bp。

从外部看，与大部分新兴市场经济体对比，我国当前7.0%的准备金率并没有高很多。接下来，我们的准备金率调整空间或会减小，每次准备金率调整的步幅可能也会减小。

这也意味着，未来要满足货币需求，对央行“主动扩表”投放基础货币的依赖度会变得更高，像2023年这样的扩表现象或将延续。

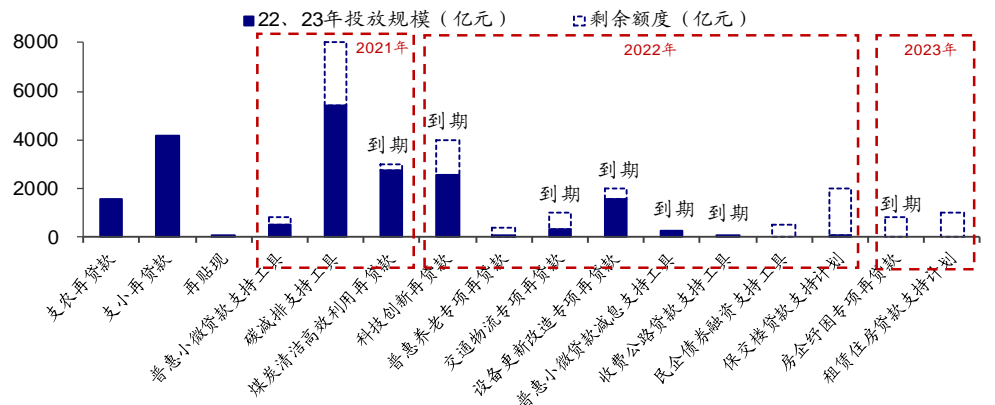
**图13 可比经济体的存款准备金率水平 (%)**


资料来源：CEIC，海通证券研究所

其次，除了 MLF、OMO 常规货币工具的存量规模可能继续增长外，结构性再贷款支持工具、PSL 也有投放基础货币的功能。**我们认为，在经济结构转型的背景下，结构性货币工具仍会发挥重要作用。**

仅 2022 年，央行就新增创设了 8 种结构性支持工具，2023 年又新增了“房企纾困专项再贷款”、“租赁住房贷款支持计划”两项。而到 2024 年，在 3 月 6 日十四届全国人大二次会议经济主题记者会上，央行行长潘功胜提出，“**将设立科技创新和技术改造再贷款**，继续实施支持碳减排再贷款”、“**将适当增加支农支小再贷款的规模**，继续实施普惠小微贷款支持工具”；我们认为，结构性工具或已在加力。

考虑三项长期性工具（支农支小再贷款、再贴现）在内，2022 年和 2023 年，各类结构性政策工具（不包括 PSL）的基础货币净投放规模均接近 1 万亿规模，已成为央行扩表的重要工具。不过结构性货币工具存在投放相对被动的问题，央行依然要通过主动的公开市场操作来调控。

**图14 各类结构性货币政策工具在 2022/2023 年的投放规模及剩余额度 (亿元)**


资料来源：中国人民银行，海通证券研究所，红框内对应的政策工具分别在 2021、2022 和 2023 年创设，图中存续状态为截至 2023 年 12 月底情况

**风险提示：对数据、政策理解不到位。**

# 信息披露

## 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
应稼娴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。