

宏观经济 * 研究框架

宏观研究宝典：详解央行资产负债表

宏观首席分析师：孙付
SAC NO: S1120520050004

2020年9月3日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

contents

中国人民银行篇

- 一 央行资产负债表概览
- 二 央行资产负债表的资产结构
- 三 央行资产负债表的负债结构
- 四 央行资产负债表结构变化：历史与展望

美联储篇

- 一 美联储资产负债表结构
- 二 美联储政策工具
- 三 美联储货币政策新框架

目录

contents

中国人民银行篇

- 一 央行资产负债表概览
- 二 央行资产负债表的资产结构
- 三 央行资产负债表的负债结构
- 四 央行资产负债表结构变化：历史与展望

如何理解央行资产负债表

央行资产负债表的负债规模可视为其为了获得资产而印发的钞票数。其分成两部分，一部分是央行印了钞投放到实体部门（即货币发行）和银行间市场（即超额存款准备金）上的钱，另一部分是央行曾经投放在市场上的钱，但目前被暂时回笼了起来（主要是政府存款和法定存款准备金）。

界定资产负债表中的交易对手

其他存款性公司：除中央银行以外的，主要进行吸收存款、发放贷款、办理（支票）转账结算等中介服务的存款性公司或准公司。主要包括商业银行（存款货币银行）、信用合作社以及专门把储蓄存款作为资金来源的储蓄机构等。

其他金融性公司：非银行类金融机构，接受证监会、保监会管理，主要包括证券类金融机构、保险类金融机构等。

非金融性部门：不从事金融业务的普通公司。向市场提供各种货物和非金融性服务，并以营利为目的，是国民经济中进行生产活动、提供产品的主要部门。非金融性公司是最重要的资金需求部门。正是由于非金融性公司部门的对资金的需求导致了金融活动以及金融部门的发展和壮大。

央行资产负债表 (2020.07)

资产 (亿)		负债 (亿)	
国外资产	218374.92	储备货币 (基础货币)	297172.87
外汇	211723.16	货币发行	85166.78
货币黄金	2855.63	其他存款性公司存款 (准备金)	196061.37
其他国外资产	3796.14	非金融机构存款	15944.72
对政府债权	15250.24	政府存款	42557.88
中央政府	15250.24		
		不计入储备货币的金融性公司存款	4876.51
对其他存款性公司债权	106614.95	发行债券	950.00
对其他金融性公司债权	4762.43	国外负债	1079.54
对非金融性部门债权	0.00	自有资金	219.75
其他资产	12922.35	其他负债	11068.35
总资产	357924.90	总负债	357924.90

资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

注：阴影加粗表示占比较大项目

目录

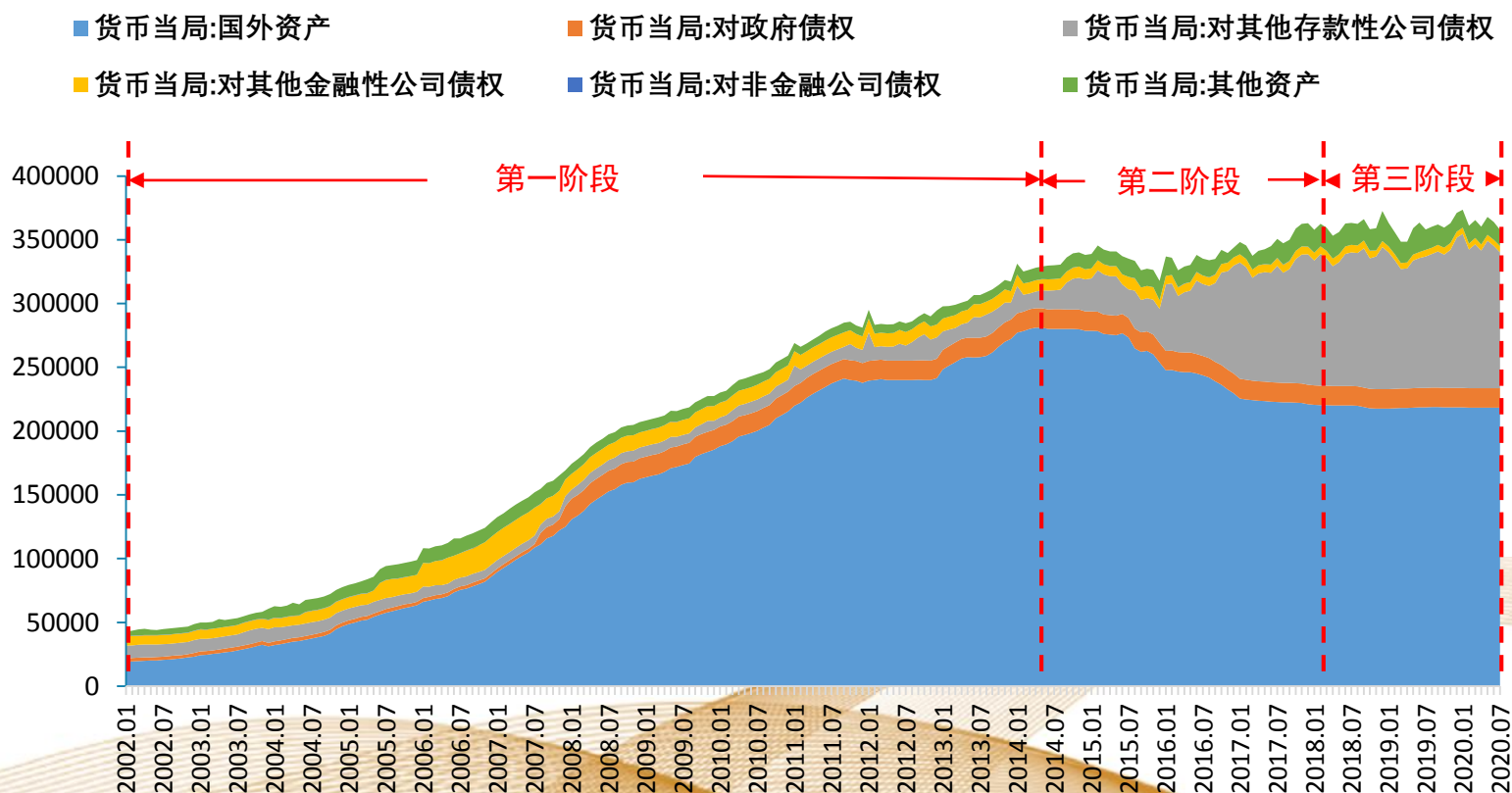
contents

中国人民银行篇

- 一 央行资产负债表概览
- 二 央行资产负债表的资产结构
- 三 央行资产负债表的负债结构
- 四 央行资产负债表结构变化：历史与展望

2. 资产端的结构变迁

- 第一阶段（2015年以前）：双顺差带来大量外汇流入。在严格的结售汇制度下，央行被动买入外汇、投放基础货币，“国外资产”项迅速增长，推动资产负债表被动迅速扩张；
- 第二阶段（2015年-2018年）：外汇流入速度放缓、部分月份甚至为净流出。央行通过扩大“对其他存款性公司债权”进行对冲，资产负债表扩张速度放缓。
- 第三阶段（2018年以后）：各类资产小幅波动，多次降准，但规模与结构整体趋稳。



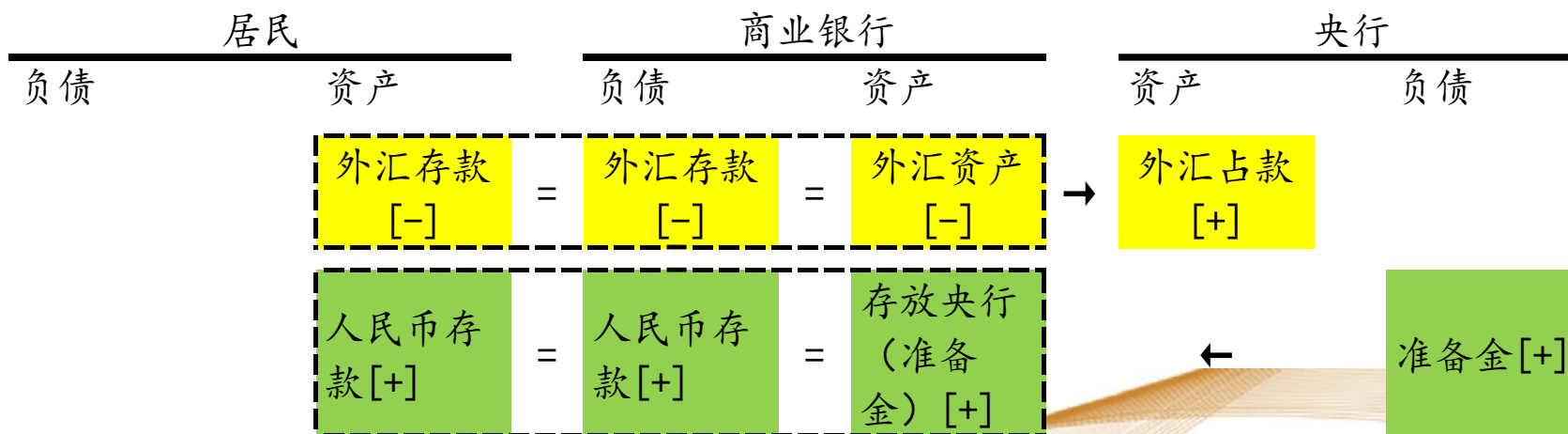
资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

2.1 国外资产：主要是央行口径外汇占款

“国外资产”包括外汇、黄金和其他国外资产。其中外汇占比高达96.95%（截至2020年7月）。

“国外资产”中的外汇项即俗称的央行口径外汇占款。由于人民币是非自由兑换货币，外资引入后需兑换成人民币才能进入流通使用，国家为了外资换汇要投入大量的资金，需要国家用本国货币购买外汇，因此增加了负债端的“储备货币”，从而形成了外汇占款。

外汇占款投放基础货币的各主体资产负债表变化



2.1 国外资产：主要是央行口径外汇占款

- 央行口径外汇占款以成本法、人民币计价，而外汇储备以公允价值、美元计价。
- 外汇储备的变动可分解成以下几个因素，其中仅第一项和央行口径外汇占款相关：
 - 1) 央行口径外汇占款折美元。（央行参与、干预外汇市场所致）
 - 2) 利息和投资收益。
 - 3) 外汇储备统一以美元计价，美元汇率变动导致的其它币种资产估值差异。
 - 4) 外汇储备统一以公允价值计价，美债、日债等收益率变动导致的资产公允价值变动。

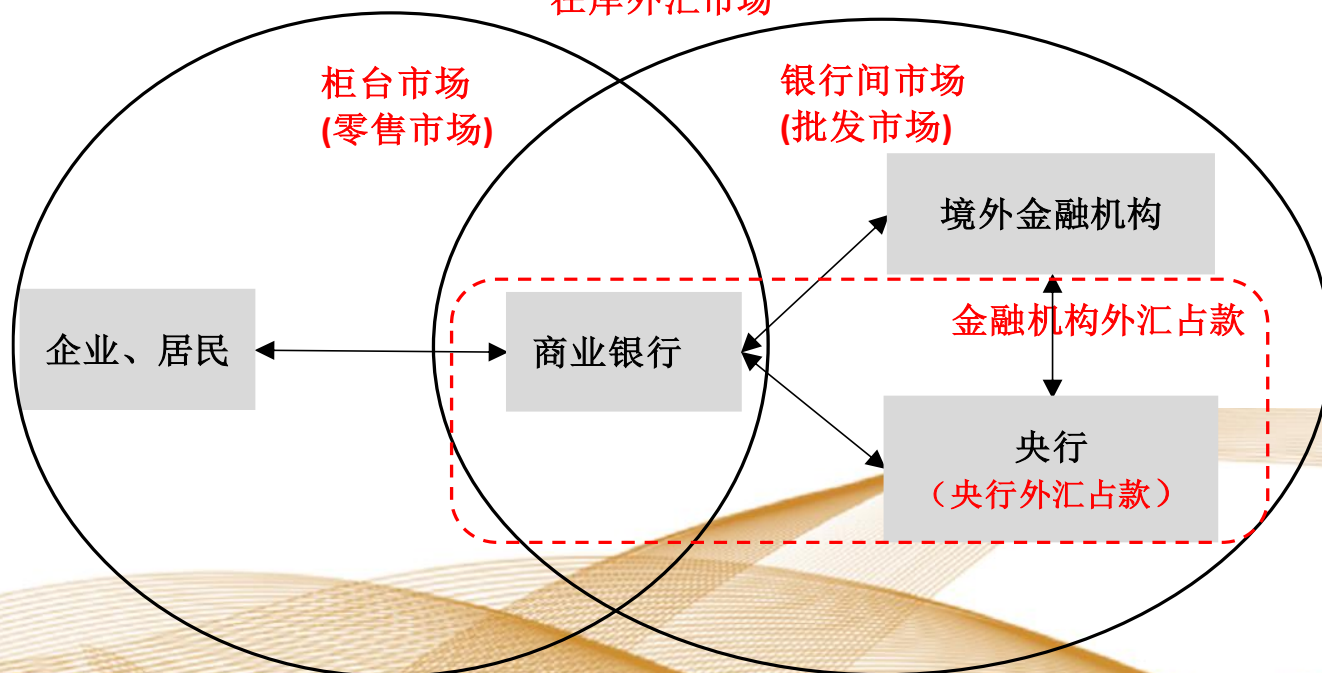
2.1 国外资产：央行口径和金融机构口径外汇占款的差异

金融机构外汇占款由央行口径外汇占款和银行类金融机构外汇占款合并组成，只有央行口径外汇占款变动才会影响基础货币。金融机构外汇占款统计在《金融机构人民币信贷收支表》中，计入资金运用方的外汇买卖项下（2015年12月以后不再公布）。

例如，企业和个人通过与商业银行的结售汇柜台操作，实现外汇和人民币之间的兑换，或者银行自身在银行间市场进行本外币兑换操作，均计入商业银行的信贷收支表，形成金融机构外汇占款。然而，只有商业银行与央行之间进行结售汇操作，实现外汇和人民币之间的兑换，才计入央行的资产负债表，形成货币当局的外汇资产，进而影响基础货币。

央行口径与金融机构口径外汇占款

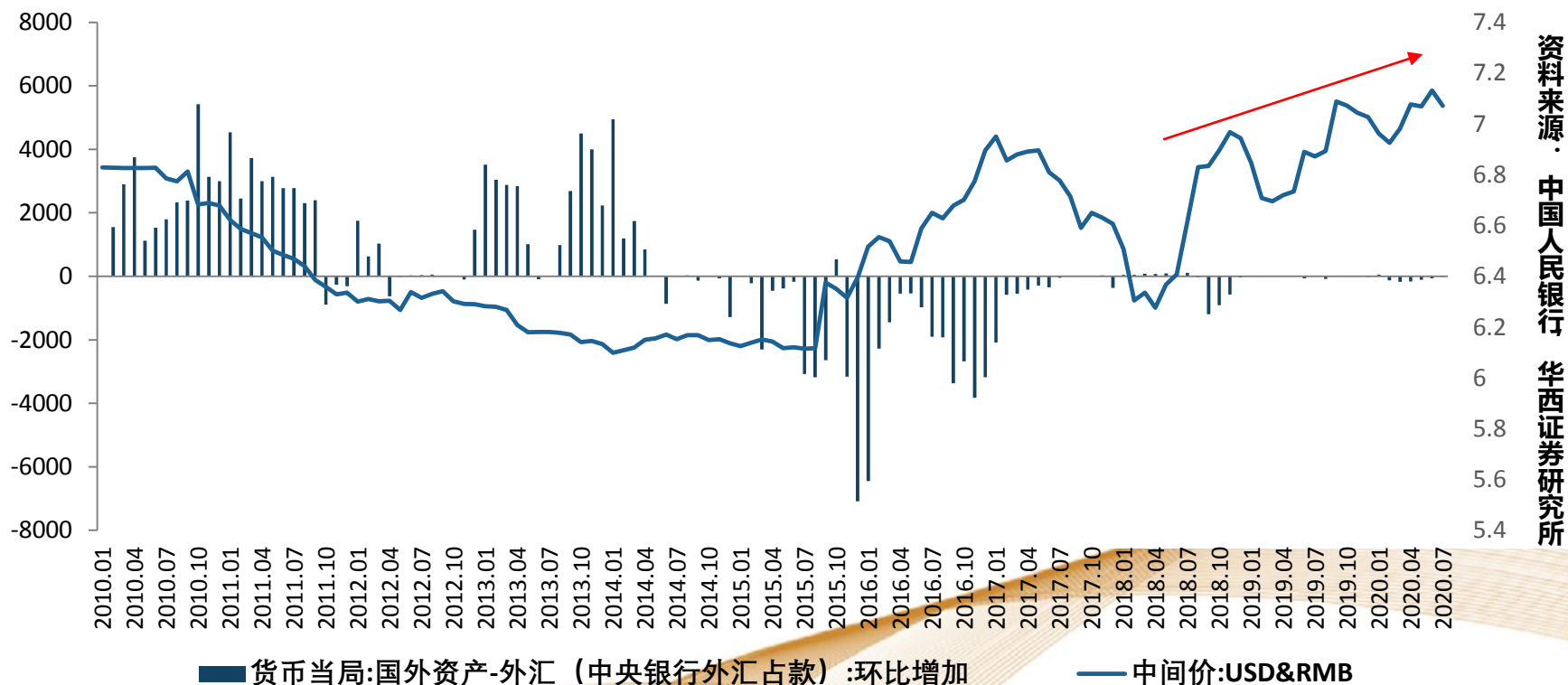
在岸外汇市场



2.1 国外资产：央行口径外汇占款改善后总体规模趋稳

2018年一季度至2020年5月中旬，美元整体走强，人民币对美元有所贬值；跨境资本流动虽有波动但总体稳定，央行口径的外汇占款也基本保持稳定，央行未对外汇市场进行大规模直接干预。

央行口径外汇占款与人民币汇率（亿元）



2.2 对其他存款性公司债权：资产端对应货币政策工具

“对其他存款性公司债权”指央行通过公开市场操作、创新工具和其它工具（再贴现、再贷款）向其他存款性公司投放的基础货币。

“对其他存款性公司债权”主要投放方式

政策工具		操作方式	期限	资金投放渠道	工具性质
公开市场操作 工具 (传统型)	逆回购	质押回购	7天、14天、 28天、63天	公开市场业务一级交易商。	数量、价格引导复合型。
	短期流动性调节工具 (SL0)	短期回购	1-7天，节假日可延长	公开市场业务一级交易商中具有系统重要性、资产状况良好、政策传导能力强的部分金融机构。	数量、价格引导复合型。
	中央国库现金管理 商业银行定期存款	利率招标	3个月、6个月、9个月	具有资格的商业银行	数量、价格引导复合型。

资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

接下页

2.2 对其他存款性公司债权：资产端对应货币政策工具

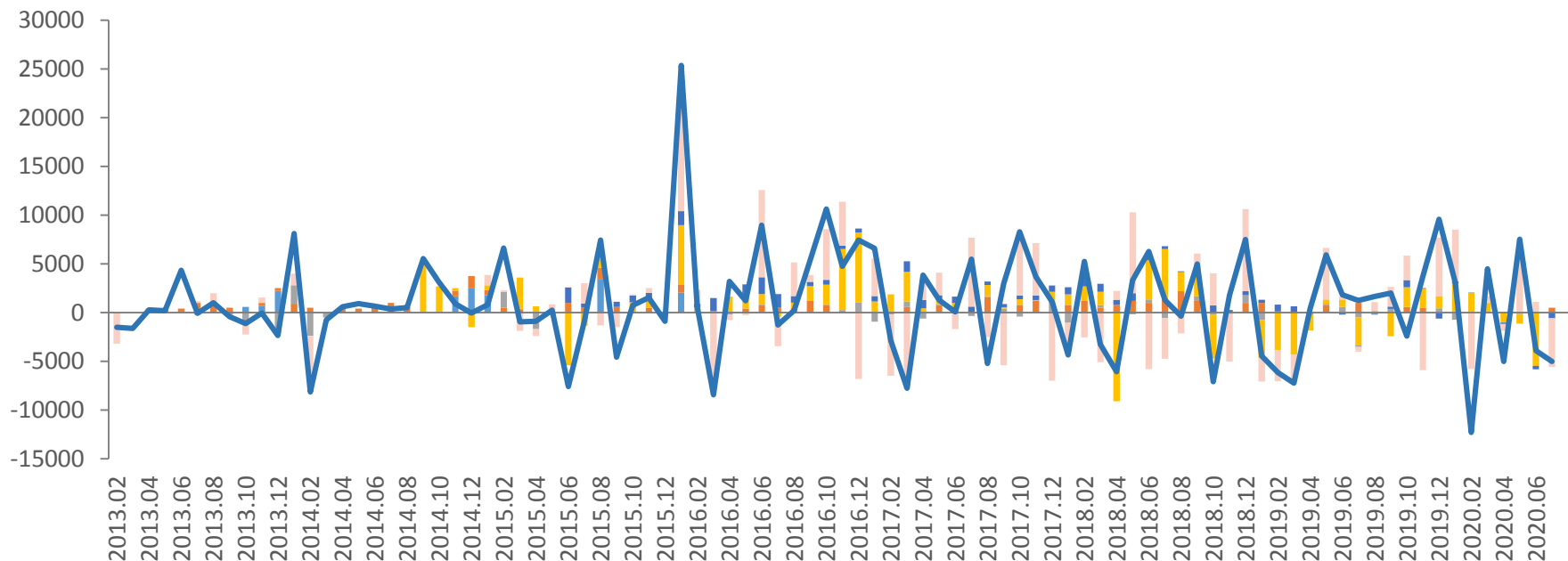
“对其他存款性公司债权”主要投放方式（接上表）

政策工具		操作方式	期限	资金投放渠道	工具性质
创新工具	常备借贷便利（SLF）	以抵押方式发放，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。	1-3个月	政策性银行、全国性商业银行。	数量、价格引导复合型。正探索让其利率发挥货币市场利率走廊上限的功能。
	中期借贷便利（MLF）	以质押方式发放，需提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。	3个月、6个月、1年	政策性银行、全国性商业银行。	数量、价格引导复合型。利率发挥中期政策利率的作用，引导金融机构降低贷款利率和社会融资成本。
	抵押补充贷款（PSL）	以抵押方式发放，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。	3-5年	政策性银行，主要是国开行和进出口银行。	数量、价格引导复合型。
	临时流动性便利（TLF）	无需抵押品发放。	28天	政策性银行、全国性商业银行。	数量、价格引导复合型。
其他工具	再贴现	指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，最长期限6个月。			
	再贷款	指中央银行对金融机构的贷款。近年来，适应金融宏观调控方式由直接调控转向间接调控，再贷款所占基础货币的比重逐步下降，新增再贷款主要用于促进信贷结构调整，引导扩大县域和“三农”信贷投放。			

资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

2.2 对其他存款性公司债权：资产端对应货币政策工具

■ SLO:净投放
■ 常备借贷便利(SLF):净投放
■ 抵押补充贷款(PSL):净投放
—— 货币当局:对其他存款性公司债券:环比增加
■ 国库现金管理商业银行定存:净投放
■ 中期借贷便利(MLF):净投放
■ 逆回购:净投放



资料来源：中国人民银行 Wind 资讯 华西证券研究所

*将公开市场操作和创新工具月度净投放加总，其与“对其他存款性公司债权”月环比增减并不能完全拟合，主要原因：

- 1) 统计误差：逆回购净投放原始数据为周度数据，换算成月度并不完全精确。
- 2) 通过再贴现、再贷款投放的基础货币缺少公开数据，未纳入统计。

2.3 占比较低、变化不大的资产项目 - 对政府债权

“对政府债权”记录的是央行持有的政府发行证券，主要是特别国债。该项自从2007年以后几乎无波动；关注后续央行是否会增加。

之所以采用“特别国债”的称谓，主要是为了规避1995年《中国人民银行法》规定的“中国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”。

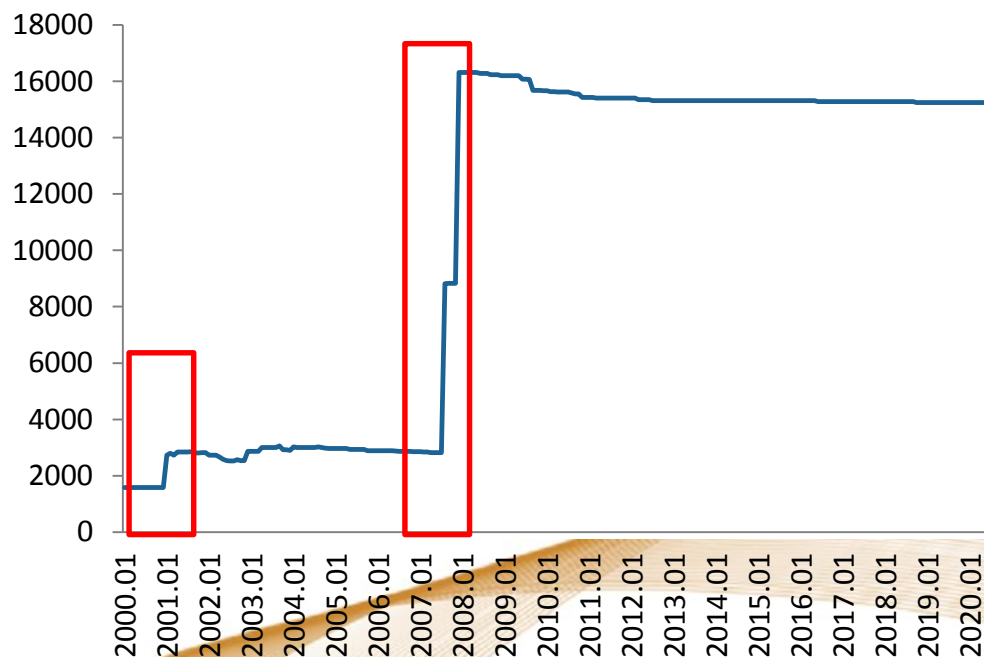
特别国债目前发行过三次，到期后均进行了滚动续发：

1) 1998.8：财政部向四大国有独资商业银行发行2700亿元长期特别国债，用于补充国有独资商业银行资本金；

2) 2007：发行15500亿10年期特别国债，用于购买约2000亿美元外汇，作为即将成立的国家外汇投资公司的资本金。

3) 2020年：发行1万亿抗疫特别国债。

“对政府债权”历年规模（亿元）



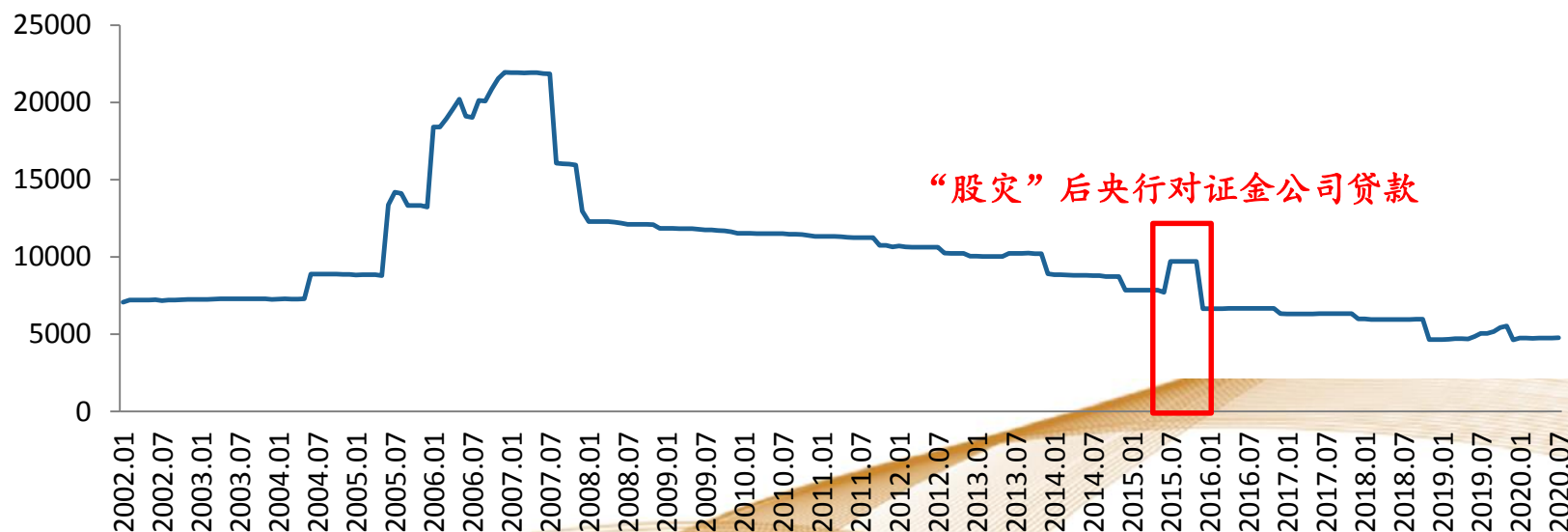
资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

2.3 占比较低的资产项目 - 对其他金融性公司债权

“对其他金融性公司债权”主要分两类：

- 1) 央行为维护金融稳定过程中提供的贷款。最近一次例如2015年7月，“对其他金融性公司债权”环比增加2000亿，2015年12月环比又减少3000亿，可能是股灾之后对证金公司的贷款。
- 2) 央行对资产管理公司的贷款，具有历史遗留性。资产管理公司是配合四大国有商业银行改制过程中所出现的一类特殊机构，承担了当时四大国有商业银行所剥离出的呆坏帐。当时中国人民银行对于资产管理公司给予了资金支持，从而形成了该部分债权。

“对其他金融性公司债权”历年规模（亿元）

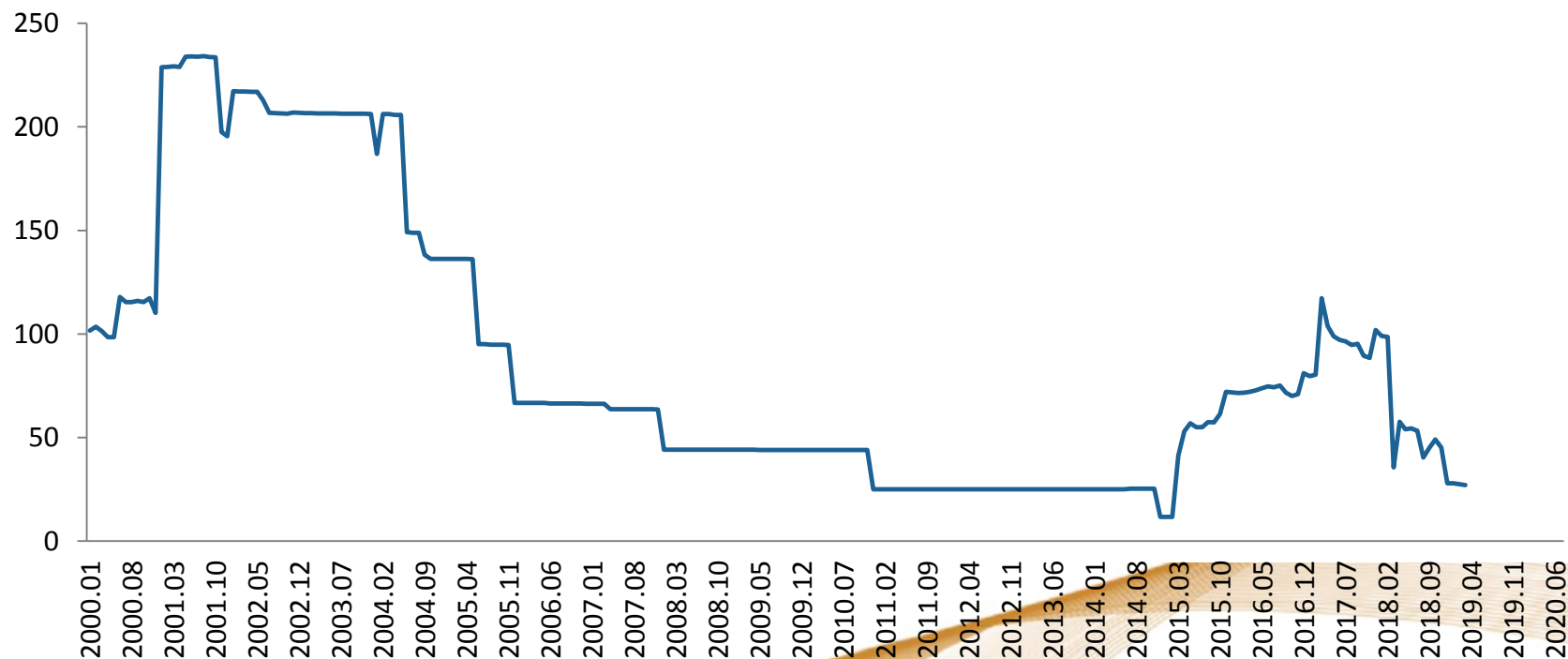


资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

2.3 占比较低的资产项目 - 对非金融性公司债权

“对非金融性公司债权” 主要是央行为支持老少边穷地区经济开发所发放的贷款, 规模极小。

“对非金融性公司债权” 历年规模 (亿元)



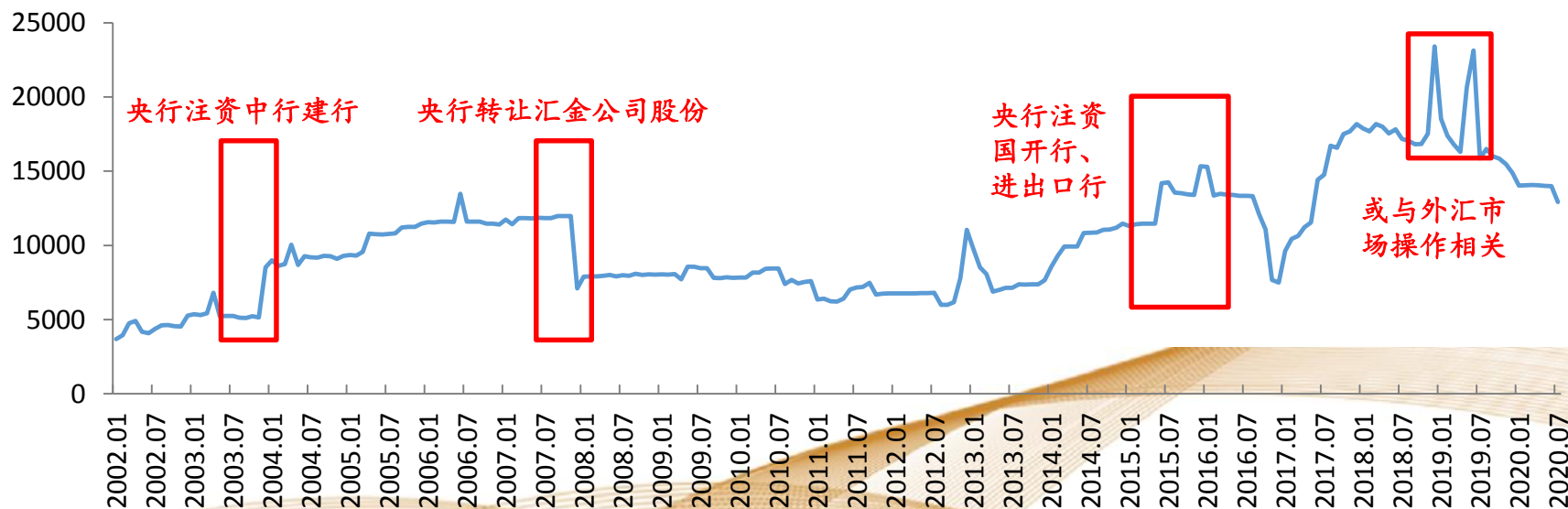
资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

2.3 占比较低、变化不大的资产项目 - 其他资产

“其他资产”主要是固定资产和持有其它公司的股份，历年来几次大的变动：

- 1) 2003年12月中央银行动用450亿美元的外汇储备注资中国银行和中国建设银行，当月“其他资产”出现了3367.39亿元的上升；
- 2) 2007年12月中投公司从央行手中购买汇金公司，当月“其他资产”下降了4881.02亿元；
- 3) 2015年7月，国家外汇储备分别向国家开发银行、进出口银行注资480亿和450亿美元，对应央行资产负债表上表现为2015年6月“其他资产”出现了2735.44亿元的增加。
- 4) 2018年12月、2019年6月，其他资产项激增5875.22、2485.98亿元，或与外汇市场操作相关。

“其他资产”历年规模（亿元）



目录

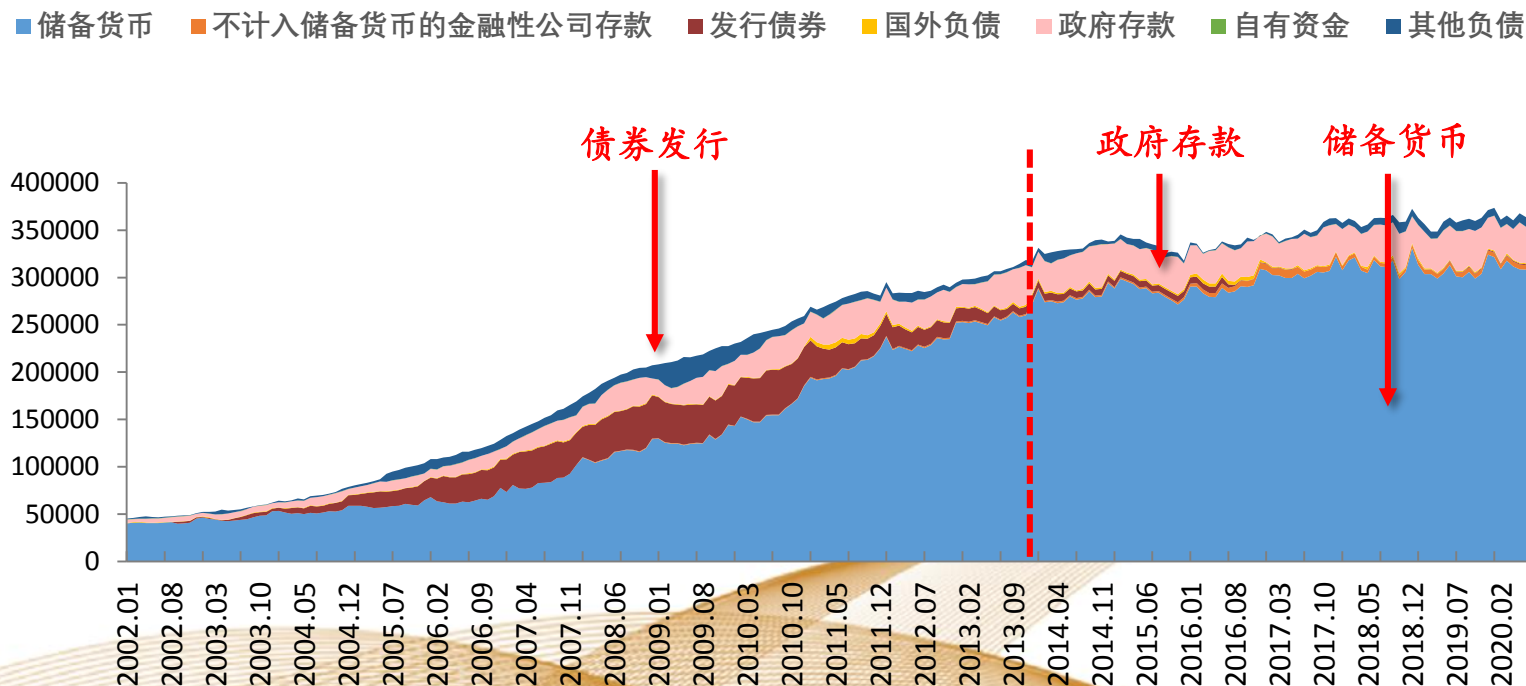
contents

中国人民银行篇

- 一 央行资产负债表概览
- 二 央行资产负债表的资产结构
- 三 央行资产负债表的负债结构
- 四 央行资产负债表结构变化：历史与展望

3. 负债端的结构变迁

- 负债端中占比最大的项目是“储备货币”和“政府存款”。
- 2014年以前，“债券发行”（主要是央票）占负债比重较高；2015年之后占比逐渐下降。与货币投放的第一阶段相对应，为了对冲当时外汇占款迅速增加、被动投放的基础货币，央行不得不发行债券（央票），来回收多余的流动性。

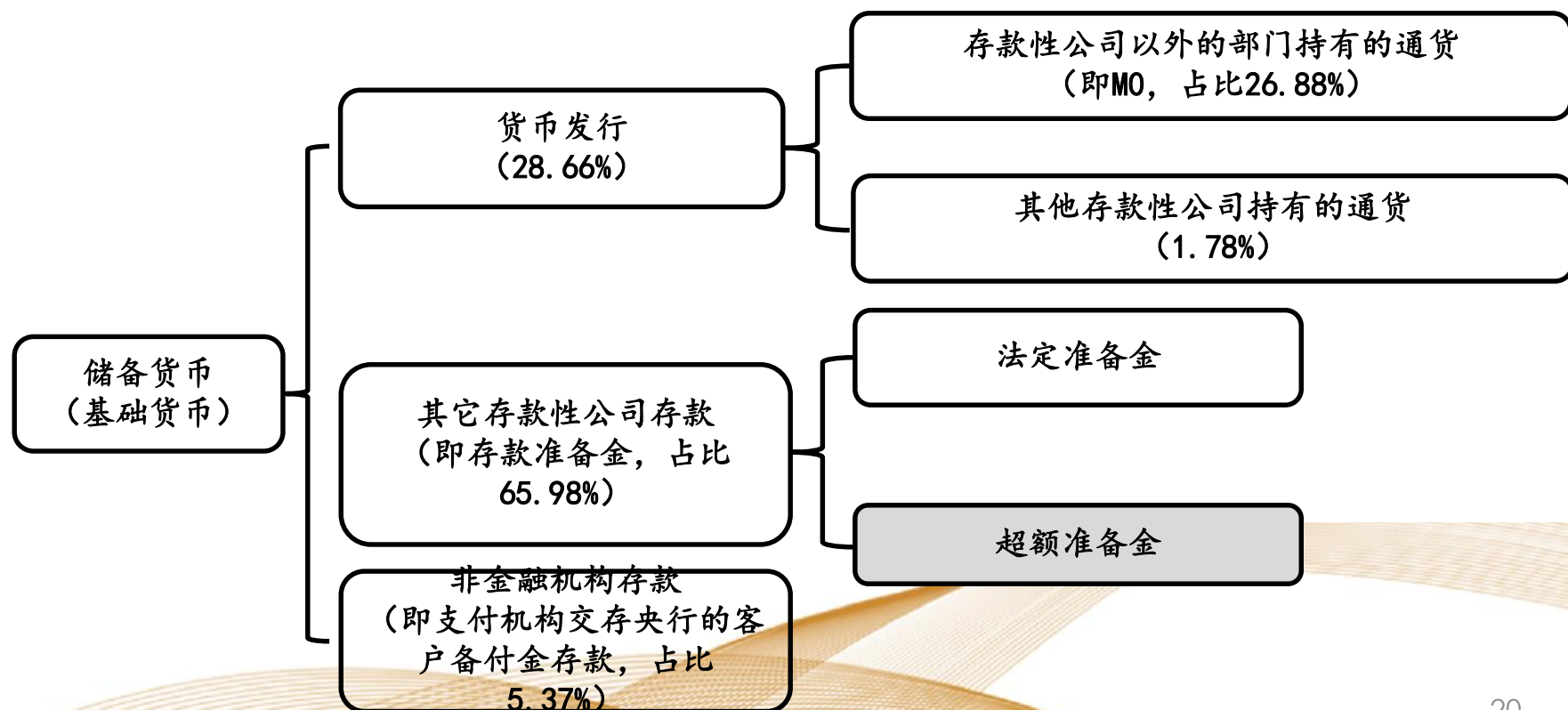


3.1 储备货币：概览

- 从央行资产负债表来看，储备货币主要影响因素：

储备货币（即基础货币） $\approx$ 国外资产（ $\approx$ 外汇占款）+ 对其他存款性公司债权 - 政府存款

- 从储备货币内部结构来看，其主要分为货币发行（占比28.66%）、其它存款性公司存款（占比65.98%）和非金融机构存款（占比5.37%）。



3.1 储备货币：超储率是核心

- 对于银行体系而言，可以自由动用的资金就只有超额准备金，因此超额准备金（或超储率）是衡量银行体系流动性松紧的关键指标。

- 超额准备金主要影响因素：

$$\begin{aligned}\text{超额准备金} &= \text{储备货币} - \text{货币发行} (\approx M0) - \text{法定准备金} \\ &\approx \text{国外资产} (\approx \text{外汇占款}) + \text{对其他存款性公司债权} \\ &\quad - \text{政府存款} - \text{货币发行} (\approx M0) - \text{法定准备金}\end{aligned}$$

- 估算超储率：

央行仅公布季度超储率，可根据央行资产负债表和其他存款性金融机构信贷收支表估算月度超储率。

$$\text{超储率} = \frac{\text{其他存款性公司存款}}{\text{缴准存款}} - \text{平均法定存准率}$$

*其他存款性公司存款：来自央行资产负债表

*缴准存款：“对非金融机构及住户负债：纳入广义货币的存款” + “对其他金融性公司负债：计入广义货币的存款”（来自其他存款性金融机构信贷收支表）

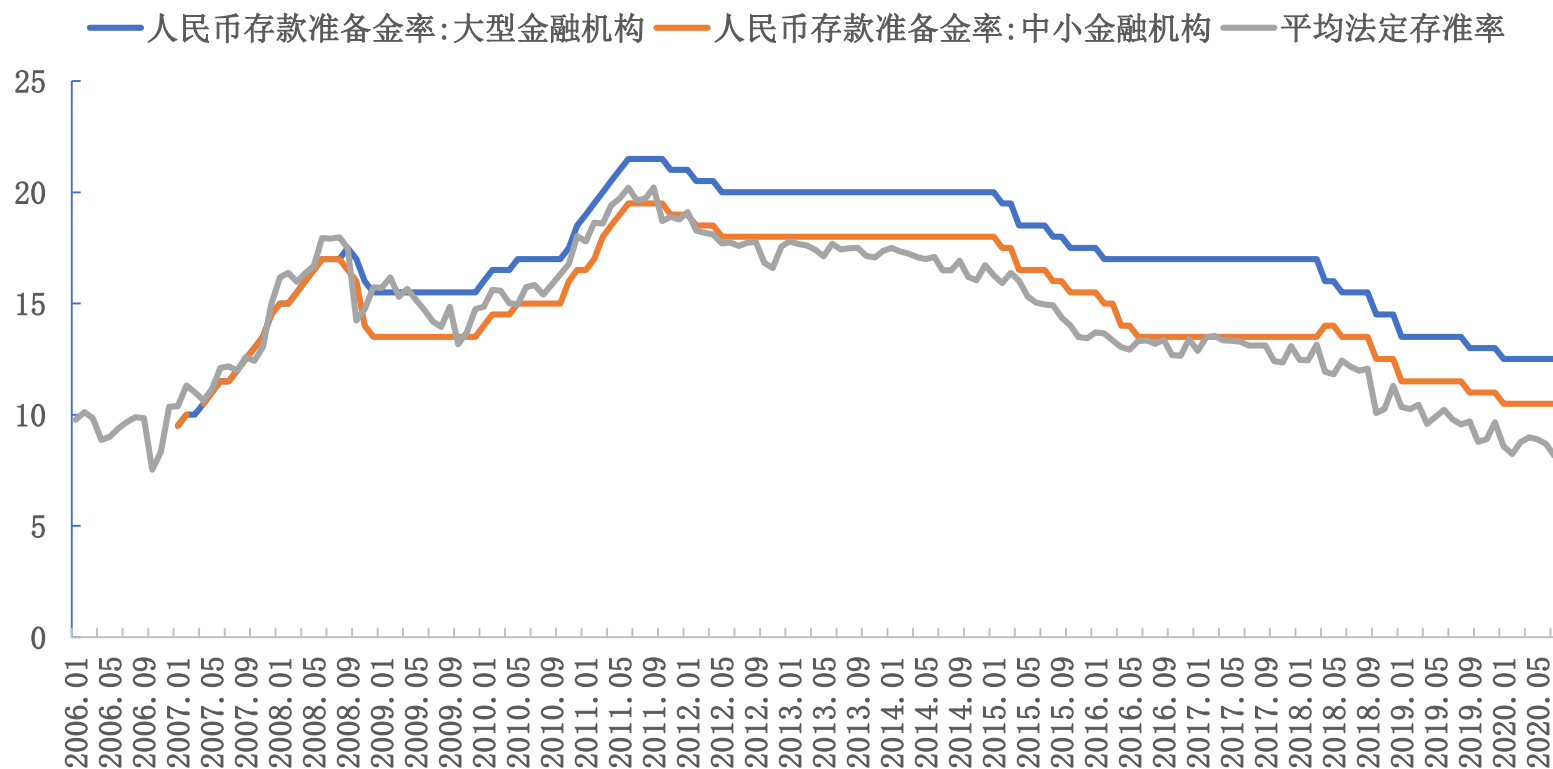
*法定存准率：央行实行差别准备金率，需要通过倒推的方法
计算上期平均法定存准率，调整后代入本期。

3.1 储备货币：超储率是核心

STEP 1：估算上季度(t-1)平均法定存准率

平均法定存准率=其它存款性公司存款/缴准存款-公布超储率

估算平均法定存准利率与公布值趋势一致 (%)

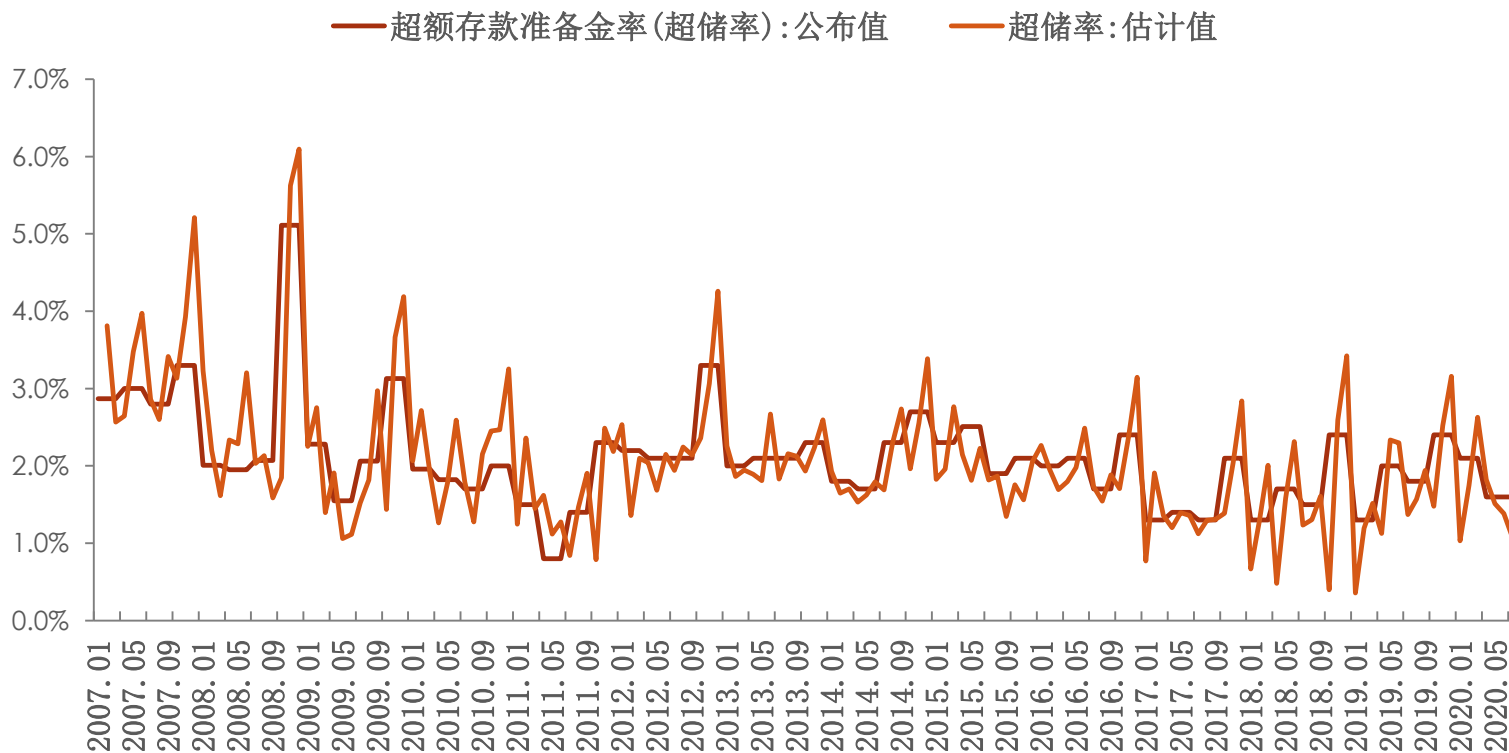


3.1 储备货币：超储率是核心

STEP 2: 将上季度估算平均法定存准率代入当期(t)数据:

超储率=其他存款性公司存款 / 缴准存款-平均法定存准率（上季度估算值）±
本期法定存准率调整

估算超储率（月度）与公布超储率（季度）趋势一致



3.1 储备货币：与M2的关系

• $M2 = \text{储备货币} * \text{货币乘数}$

• $\text{货币乘数} = \frac{1 + \text{现金漏损比例}^*}{(\text{法定准备金率} + \text{超额准备金率} + \text{现金漏损比例})}$

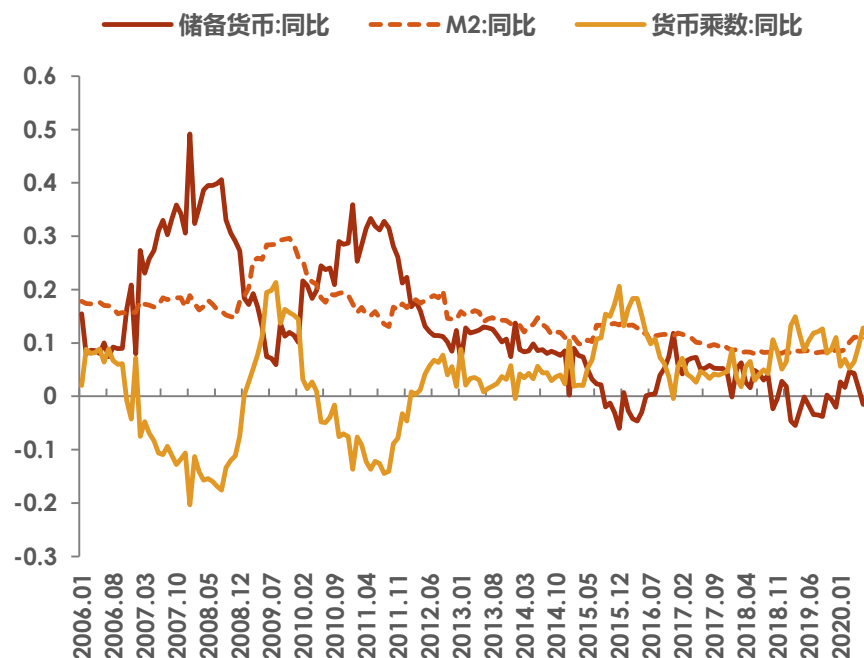
• 储备货币与货币乘数同比呈现明显的负相关性。

2016年以前，可能是央行“逆周期”宏观调控行为导致，最终目的是使得M2保持平稳增长**。

例如：当经济出现过热苗头或流动性过多时，基础货币快速增长，这时商业银行的超储率通常呈较快上升趋势，央行也有较强的上调法定存准利率的动力，最终导致货币乘数下降。

2017年以来，M2淡出央行货币政策决策框架，储备货币与货币乘数同比负相关关系仍存在（储备货币增速下降，货币乘数增速上行），主要是货币政策稳中偏紧，超储率偏低。

货币乘数、储备货币与M2同比 (%)



资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

*指流通中的现金与商业银行活期存款的比率

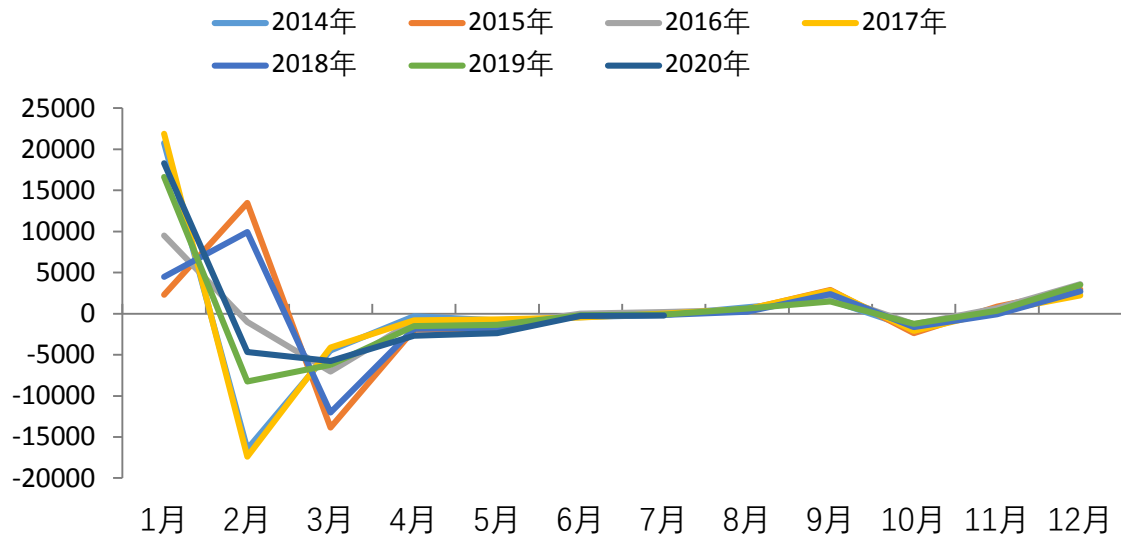
**引自《信用创造、货币供求与经济结构》，李斌 伍戈著

3.2 “储备货币-货币发行”的季节性特点：春节效应

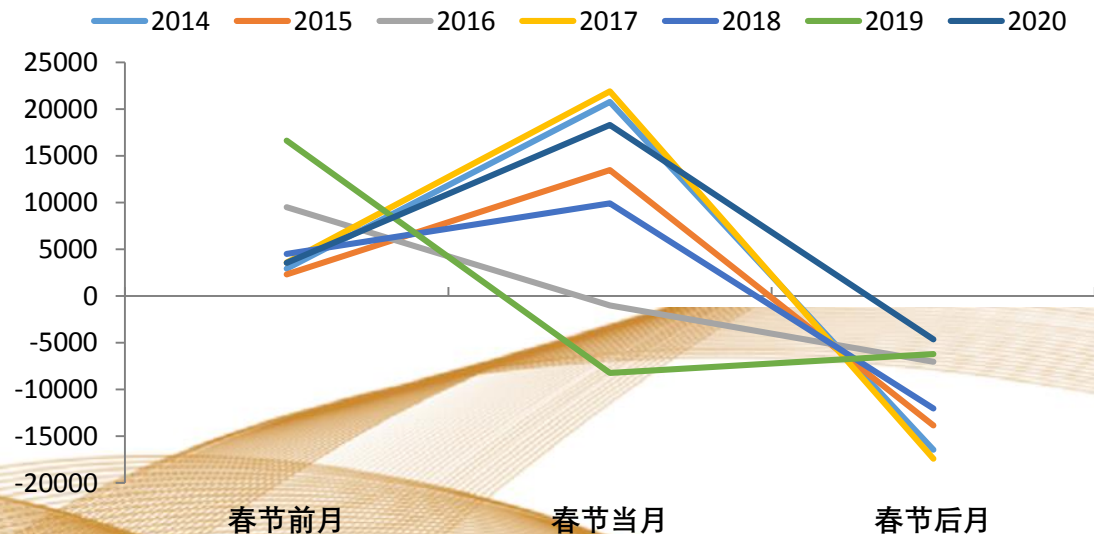
- 春节当月，居民和企业有较强取现需求，“货币发行”大幅增加。在基础货币和法定存款准备金总量不变的情况下，超额准备金下降、银行间资金面比较紧张。
- 春节后一个月，居民和企业手中现金回流银行体系，“货币发行”减少。在基础货币和法定存款准备金总量不变的情况下，超额准备金增加。

3.2 “储备货币-货币发行”的季节性特点：春节效应

货币发行历年环比新增
(分月份, 亿元)



货币发行历年环比新增
(春节前后, 亿元)



3.3 政府存款：季初上缴、季末投放，加剧了储备货币的波动

- 政府存款对储备货币的影响，主要源于预算收入的收缴和预算资金的拨付：

（1）企业税收在上缴前作为商业银行的存款，银行需要计提存款准备金，准备金属属于储备货币；当企业等缴款人向当地国库上缴税收，或基层征收机关将税收集中上缴至人民银行或其分支机构经理的国库（进入央行开设的国库账户），企业在商业银行的存款减少，则计提的准备金相应减少，因此储备货币减少。

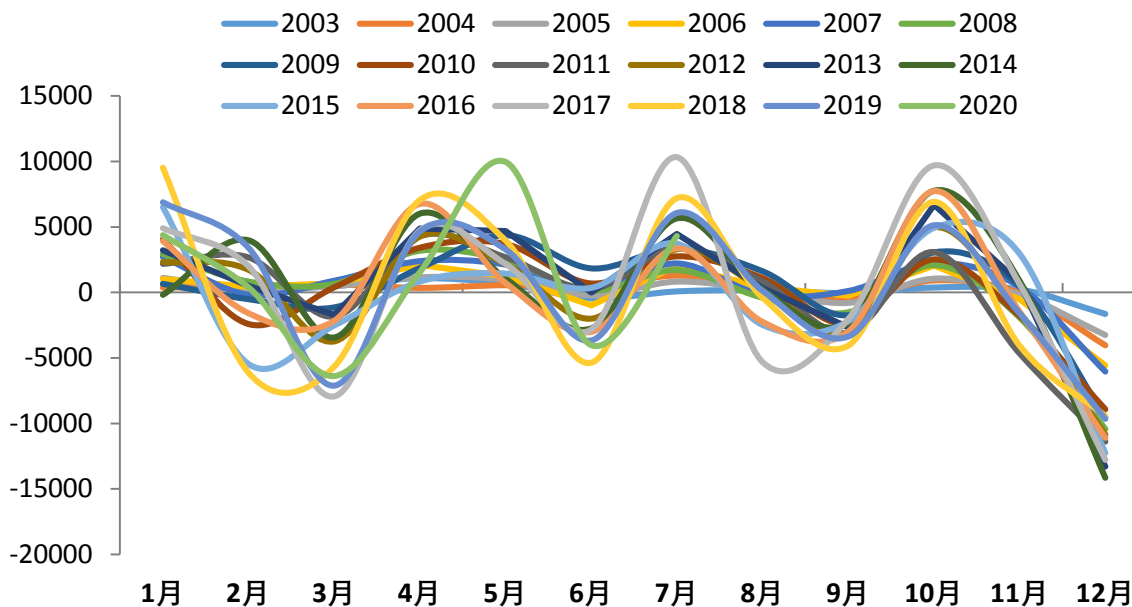
（2）反之，财政预算资金的拨付是指，当预算单位得到商品或劳务后，国库资金将流向商品或劳务供应商在商业银行的账户，银行需计提存款准备金，从而增加储备货币。

- 政府存款存在较为明显的季节性特征，与储备货币变动存在明显负相关性，加剧了储备货币的波动。

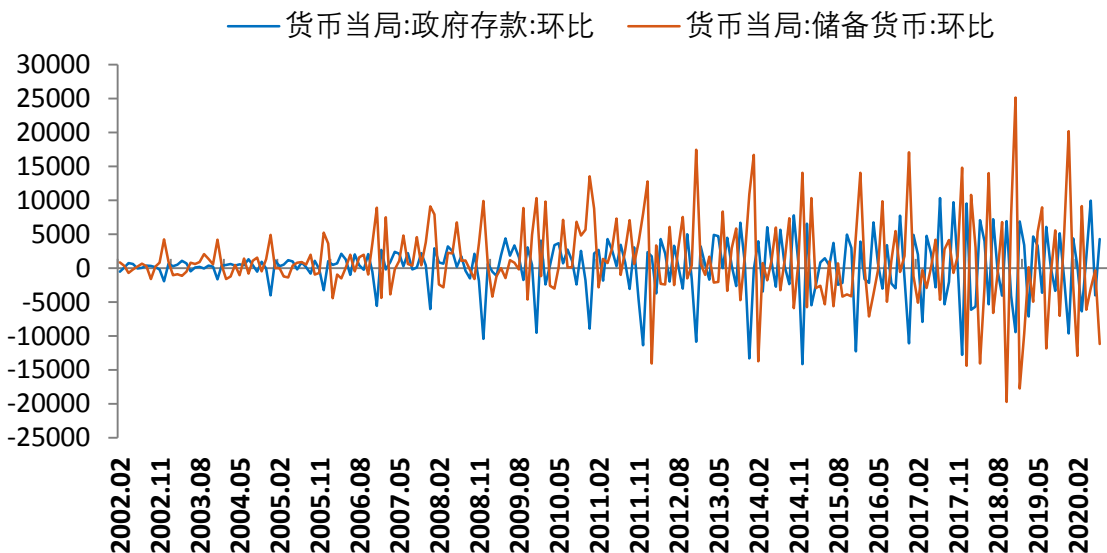
一般情况下，季度初1、4、7、10月财政存款上缴，对应基础货币减少；季度末3、6、9、12月财政存款投放，对应基础货币增加（特殊情况：2016年1月，由于外汇占款下降较多，叠加财政存款上缴，央行通过公开市场操作释放了大量流动性，储备货币和政府存款当月同时上升）。

3.3 政府存款：季初上缴、季末投放，加剧了储备货币的波动

历年政府存款环比增减
(分月份，亿元)



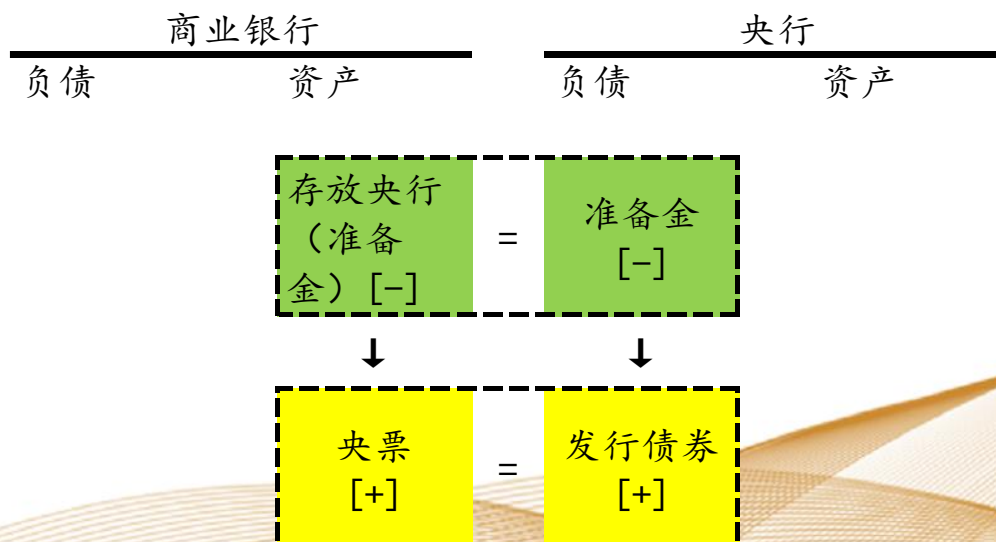
政府存款与储备货币环比存在较为明显的负相关性 (亿元)



3.4 发行债券：回收基础货币的工具

- 央行发行债券又称中央银行票据，这是外汇流入阶段为回收基础货币的产物。是中央银行为调节商业银行超额准备金而向商业银行发行的短期债务凭证，其实质是中央银行债券。
- 央行票据与金融市场各发债主体发行的债券具有根本区别：各发债主体发行的债券是一种筹集资金的手段，其目的是为了增加可用资金；而央行发行的央行票据是央行调节基础货币的一项货币政策工具，目的是减少商业银行可贷资金量。商业银行在支付认购央行票据的款项后，其直接结果就是可贷资金量的减少。
- 随着外汇占款波动趋于平缓，央行不再发行央票，截止2018年10月该项余额为0；2018年11月开始，央行为稳定离岸人民币汇率、完善香港人民币收益率曲线，开始发行离岸央票，截止2020年7月，该项余额为950亿元。

央票回收基础货币的机制



准备金减少，
收缩基础货币，
央行、商业银行资产负债表不变

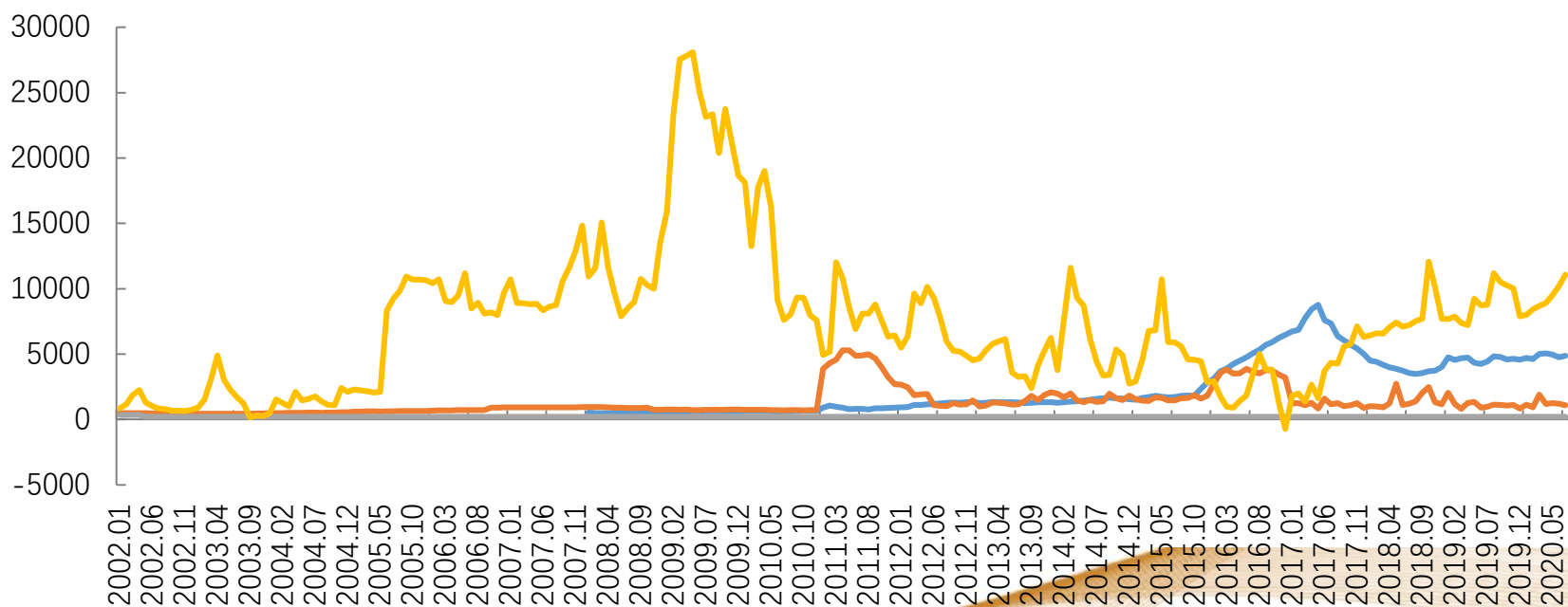
3.5 占比较低、变化不大的负债项目

- “不计入储备货币的金融性公司存款”：除去存款准备金之外金融机构在央行的存款。主要包括两部分内容，一部分是金融机构业务往来清算支付所需的资金；另一部分是非存款类金融机构向央行缴纳的法定存款准备金。考虑到非存款类金融机构派生货币能力较弱，2011年1月起，央行按照IMF对储备货币定义，不再将其他金融性公司缴纳的准备金计入储备货币（汽车金融、金融租赁公司等）。
- “国外负债”：包括外国政府贷款、国家金融组织贷款、国外银行及其他金融机构贷款和对外发行债券，其中，国家金融组织（IMF）贷款所占比重最大。
- “自有资金”：央行资本金和信贷基金。
- “其他负债”：主要包括正回购余额、金融机构以外汇形式缴存法定存款准备金等。

3.5 占比较低、变化不大的负债项目

占比较低的负债项目历年规模（亿元）

— 货币当局：不计入储备货币的金融性公司存款 — 货币当局：国外负债 — 货币当局：自有资金 — 货币当局：其他负债



资料来源：中国人民银行 华西证券研究所

3.6 负债端项目对应货币政策工具

负债端项目	说明
其他存款性公司存款	“其他存款性公司存款”包括发行存款准备金和超额存款准备金。法定存款准备金率由央行公布。超额存款准备金的存在是为了满足支付清算需要，由此可引出超额存款准备金利率的概念。 超额存款准备金利率是中央银行对超额存款准备金计付利息所执行的利率。 当流动性充裕条件下，超额存款准备金利率可视为利率走廊的下限。因为流动性充裕情况下，资金寻找高收益去处，而存放在央行可获得保底收益。
发行债券	央行央票可分为三种，一种是为了对冲外汇占款而发放的，一种是农村信用社改革过程中为了置换金融机构的不良资产而发行的专项央票，这两种都已经逐渐退出了历史的舞台。 第三种是现在较为常见的，即央行为稳定离岸人民币汇率、完善香港人民币收益率曲线而发行的离岸央票。
其他负债	正回购 ，与逆回购相反，中国人民银行向一级交易商卖出有价证券，并约定在未来特定日期买回有价证券的交易行为收回流动性。

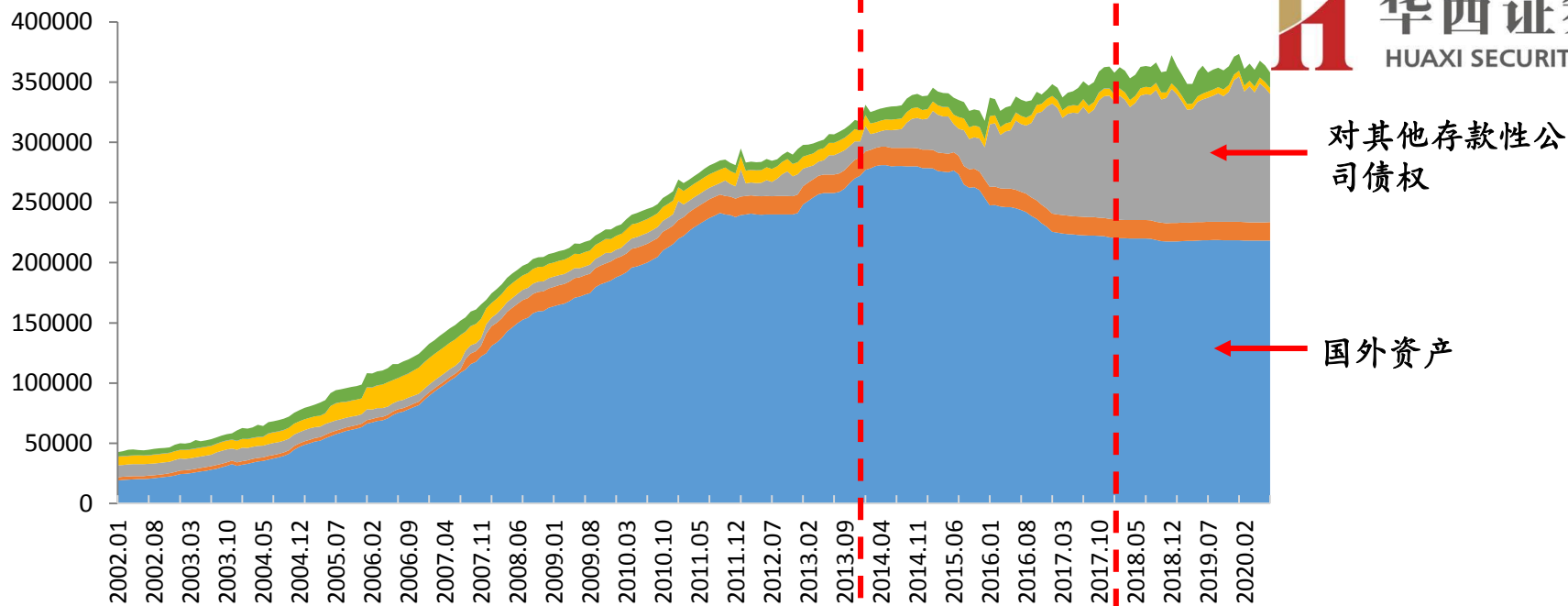
目录

contents

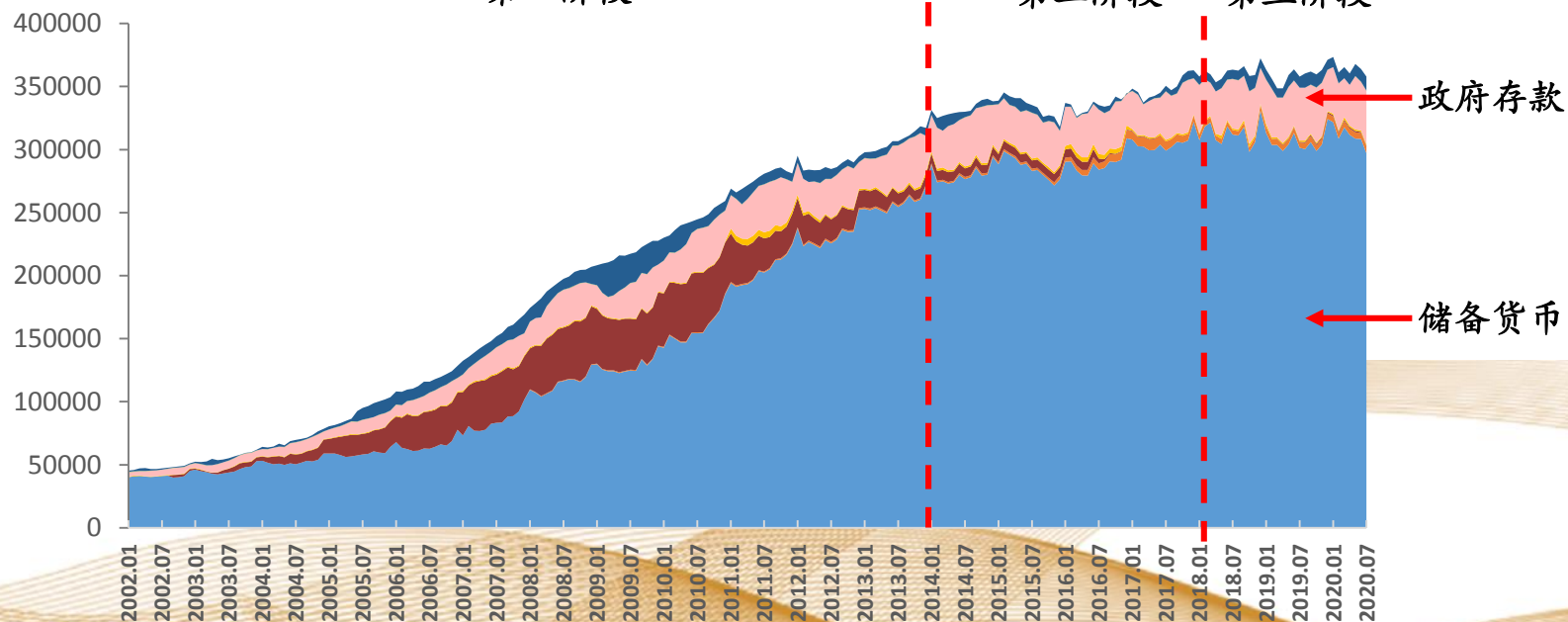
中国人民银行篇

- 一 央行资产负债表概览
- 二 央行资产负债表的资产结构
- 三 央行资产负债表的负债结构
- 四 央行资产负债表结构变化：历史与展望

资产端



负债端



4.1 央行资产负债表变动三阶段：货币政策变迁路径

- 第一阶段（2014年以前）：双顺差带来大量外汇流入。在严格的结售汇制度下，央行被动买入外汇、投放基础货币。（**被动性较强**）
资产端：“国外资产”项迅速增长，推动资产负债表迅速扩张；
负债端：为了对冲外汇占款迅速增加、被动投放的基础货币，央行不得不发行债券（央票），来回收多余的流动性，表现为“储备货币”和“债券发行”项共同增长。
- 第二阶段（2015年-2018年）：外汇流入速度放缓、部分月份甚至为净流出。央行通过扩大“对其他存款性公司债权”进行对冲，资产负债表扩张速度放缓。（**主动性较强**）
资产端：“国外资产”稳中趋降，“对其他存款性公司债权”增速较快；
负债端：“储备货币”增速放缓，“债券发行”逐渐降至0。
- 第三阶段（2018年以后）：央行通过12次降准操作共释放约8.4万亿长期资金，整体规模与结构较为稳定。（**结构调整优化**）
资产端：“对其他存款性公司债权”在10.5万亿规模左右波动；
负债端：“储备货币”在31万亿规模左右波动。

4.2 降准对央行资产负债表的影响

- 2018年以来，人民银行12次下调存款准备金率，金融机构平均法定存款准备金率为9.4%左右，较2018年初已降低5.2个百分点，共释放长期资金约8万亿元，满足了银行体系特殊时点的流动性需求，加大了对中小微企业的支持力度，降低了社会融资成本，推进了市场化法治化“债转股”，鼓励了广大农村金融机构服务当地、服务实体，有力地支持了疫情防控和企业复工复产，发挥了支持实体经济的积极作用。
- 降准并不直接影响央行资产负债表规模和基础货币总量，但会影响货币乘数和资产负债表结构（法定存款准备金下降，超额存款准备金上升）。

4.3 疫情以来央行的货币政策工具

货币政策工具一览

工具	日期	备注
全面降准	2020年1月6日	央行全面降准0.5个百分点释放约8000亿元
公开市场操作	2020年2月3日	1.7万亿逆回购；7天、14天逆回购中标利率分别下降10bp
MLF	2020年2月17日	1年期MLF下调10bp
定向降准	2020年2月17日	对达到考核标准的银行定向降准0.5-1个百分点；对符合标准的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点
LPR	2020年2月20日	一年期LPR下调10bp，5年期LPR下调5bp
下调再贷款、再贴现利率	2020年2月26日	下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%
普惠金融定向降准	2020年3月16日	央行实施普惠金融定向降准释放约5500亿长期资金
公开市场操作	2020年3月30日	央行开展500亿元7天逆回购操作，中标利率为2.20%，较前值2.40%下降20bp
金融定向降准	2020年4月3日	定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元
超额存款准备金	2020年4月7日	下调超额存款准备金，由0.72%至0.35%
LPR	2020年4月20日	1年期LPR下调20bp至3.85%，5年期下调10bp至4.65%
下调再贷款、再贴现利率	2020年7月1日	再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点；再贴现利率下调0.25个百分点至2%；下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点

资料来源：中国人民银行、华西证券研究所

注：此后相关政策均未发生重要变动

4.3 疫情以来央行的货币政策工具

货币政策工具一览：直达实体经济的货币工具

工具名称	日期	操作对象	运用对象	金额	备注
防疫专项再贷款+财政贴息	2020年1月31日	3 家政策性银行；6 家国有大行；10 家地方法人银行	国家发改委、工信部根据疫情防控需要拟定的重点企业名单	3000 亿元	截至8月20日已基本投放完毕，财政贴息后企业实际融资利率约为1.25%
再贷款、再贴现	2020年2月26日	中小银行	中小微企业	支农支小再贷款分别为1000 亿和3000 亿；再贴现为1000 亿元	运用再贷款再贴现专项额度支持金融机构累计发放优惠利率贷款（含贴现）共4720亿元
再贷款、再贴现	2020年4月3日	中小银行	中小微企业	1 万亿	
普惠小微企业信用贷款支持计划	2020年3月1日	地方法人银行	小微企业	4000亿	通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，按地方法人银行实际发放信用贷款本金的40%提供优惠资金，期限1年。
普惠小微企业贷款延期支持工具	2020年6月1日	地方法人银行	小微企业	400亿	通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%
下调再贷款、再贴现利率	2020年7月1日	地方法人银行	小微企业	-	再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点；再贴现利率下调0.25个百分点至2%；下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点

目录

contents

美联储篇

- 一 美联储资产负债表
- 二 美联储政策工具
- 三 美联储货币政策新框架

1.1 美联储资产负债表与基础货币投放

美联储进行资产购买分别对美联储和商业银行资产负债表的影

美联储				A银行			
资产		负债		资产		负债	
证券	+1亿美元	准备金	+1亿美元	证券	-1亿美元		
				准备金	+1亿美元		

- **第一、扩张美联储的资产负债表。**如图所示，美联储通过资产购买可以实现主动的扩表，能够从资产端增加持有债券，而从负债端增加银行的准备金。
- **第二、保证商业银行和私人的资产负债表不减值。**在危机中，整体利率环境的上行，会导致资产价格的减值。商业银行在危机的初期，资产减值，资本充足率下降。为了保护商业银行的资产负债表，美联储通过资产购买计划为资产价格进行了托底，避免存量资产价格下行。
- **第三、扩大了基础货币。**美联储通过资产购买从资产端扩大了其资产规模，而从负债端用于资产购买的资金又回流进入银行系统构成了存款类金融机构在美联储的存款，也就是银行准备金。基础货币等于流通中的现金加上银行准备金，基础货币得以扩张。
- **但资产购买并不会引发货币供应量的增加。**虽然资产购买扩大了基础货币，但是由于次贷危机导致的信贷不畅，货币的派生效应有所趋缓。派生存款指银行由发放贷款而创造出的存款，是原始存款的对称，是原始存款的派生和扩大，是指由商业银行发放贷款、办理贴现或投资等业务活动引申而来的存款。派生存款产生的过程，就是商业银行吸收存款、发放贷款，最终使用者又将其存入银行，形成新的存款额，最终导致银行体系存款总量增加的过程。由于货币派生放缓导致货币乘数下降，实际的货币供给（M1、M2）并未显著增加，未导致通货膨胀。

1.2 美联储资产负债表与量化宽松

事件	具体情况
金融纾困 (2007年12月- 2008年4月)	在2007年12月12日，美联储推出短期资金标售工具（TAF），向银行发放固定金额的贷款，贷款利率通过竞争性拍卖决定。在2008年3月11日，推出定期证券借贷工具（TSLF）为信贷市场提供用作抵押品的国债。2008年3月14日，美联储通过向J.P.摩根发放无追索权的贷款，买入贝尔斯登300亿美元资产，为J.P.摩根收购贝尔斯登提供便利。2008年3月16日，启用一级交易商信贷工具(PDCF)，向一级交易商开放贴现窗口。2008年6月起，美联储开始对Maiden Lane LLC发放贷款，2008年12月17日当周美联储持有的Maiden Lane II LLC的资产净额约为200亿美元，之后开始缓慢减少，目前在美联储资产负债表中仍设有专门科目记录，截至2017年4月12日，联储持有的Maiden Lane II LLC的资产净额为17.08亿美元。2008年9月16日，美联储向AIG发放850亿美元的贷款，对其实施救助，2011年AIG完成了贷款偿还。
第一轮量化宽松 (2008年11月 启动)	2008年11月25日，美联储宣布开始第一轮QE（QE1），购买了由房利美和房地美担保的总计1.25万亿美元的抵押支持证券（MBS），占美国GDP的8.59%，以刺激MBS市场，降低住房抵押贷款利率，推动房地产市场发展。截止到2010年4月28日，美联储所持有的MBS规模达到10964.16亿美元，占美国GDP的7.36%，美联储资产负债表规模扩至2.3万亿美元，占美国GDP的15.68%。
第二轮量化宽松 (2010年12月 启动)	2010年12月，美联储宣布进行QE2，购买6000亿美元的长期国债，每月利息约750亿美元，目的是为了降低长期利率，增加投资支出，刺激经济。截止到2011年6月QE2结束，美联储所持有的国债规模达到7663.49亿美元，占美国GDP的10.46%，而美联储资产负债表规模增加到2.9万亿美元，占美国GDP的18.56%。
第三次量化宽松 (2012年9月- 2014年10月)	2012年9月，美联储开始每月购买400亿美元的MBS和450亿美元的长期国债，此为QE3。在2014年10月，美联储彻底结束了资产购买计划，但并没有停止到期资产的再投资。截止到2014年10月，美联储持有国债共2.46万亿美元，持有MBS共1.72万亿美元，分别占美国GDP的13.91%和9.71%，美联储资产负债表总规模扩至4.49万亿美元，占美国GDP的25.36%。

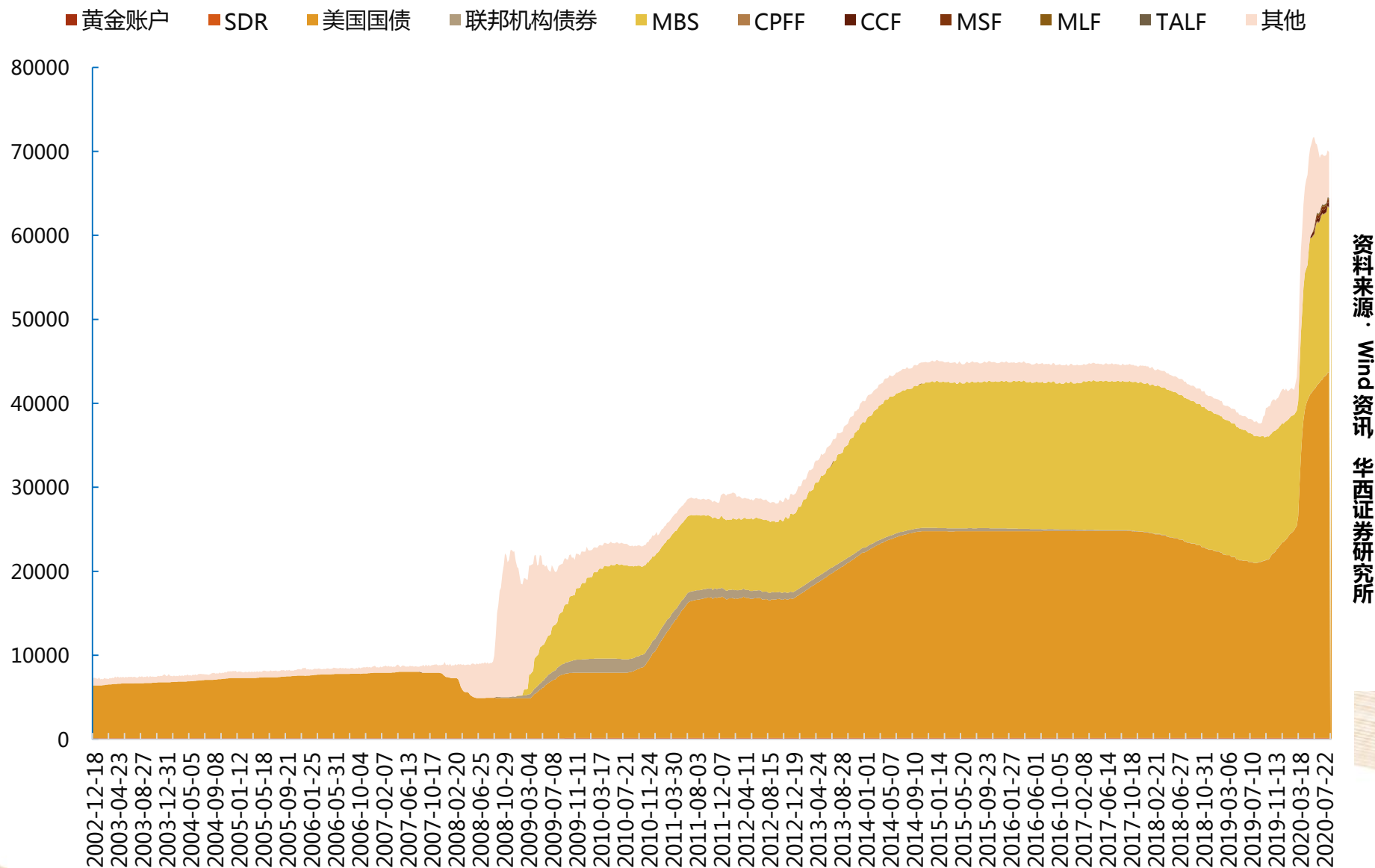
1.3 美联储资产负债表结构

美联储资产负债表 (2020.08.27, Million \$, 来源 Fed)

资产端		负债与资本账户	
黄金账户	11037	负债端	
SDR	5200	联储票据、联储银行持有净额	1,965,113
硬币	1490	逆向回购协议	213,075
证券, 未摊销的溢价和折价, 回购协议和贷款	6,712,320	存款	4,652,207
持有证券合计	6,310,134	存款机构定期存款	0
美国国债	4,358,55	存款机构其他存款	2,875,400
短期债券	326,044	美国财政部一般账户	1,607,449
中长期名义债券	3,718,169	外国官方	16,614
中长期通胀指数债券	276,906	其他存款	152,743
通胀补偿债券	37,440	延迟入账现金项目	371
联邦机构债券	2,347	财政部对信贷部门的捐助	114,000
MBS	1,949,228	其他负债及应计股息	6,722
当前持有的未摊销证券溢价	326,070		
当前持有的未摊销证券折扣	-4,989	总负债	6,951,487
正向回购协议	0		
其他贷款	81,105	资本账户	
持有的商业票据融资公司的投资组合净额	8,588	实缴资本	32,106
有限责任公司的公司信用贷款投资组合净值	44,604	结余	6,825
MS Facilities LLC的净投资组合持有量(中产阶级贷款计划)	38,371	其他资本账户	0
市政流动性基金有限责任公司持有的净投资组合(8)	16,541		
持有TALF II LLC投资组合净额(8)	10,771	全部资本	38,931
托收中项目	45		
银行不动产	2,197		
中央银行流动性互换(9)	92,140		
外币计价资产(10)	21,594		
其他联储资产(11)	25,521		
总资产	6,990,418	总负债与资本账户	6,990,418

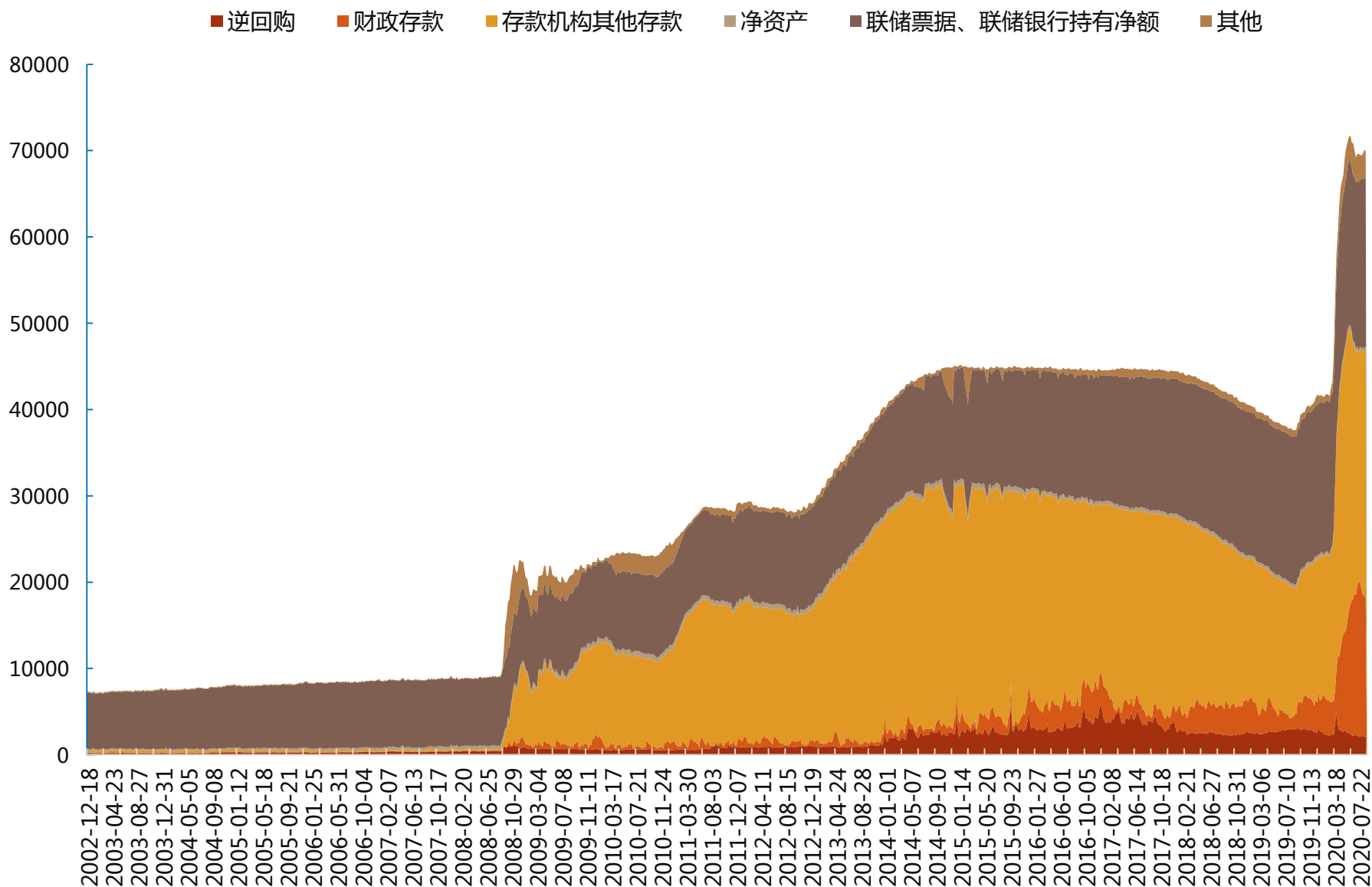
1.3 美联储资产负债表：资产端

单位：亿美元



1.3 美联储资产负债表：负债端

单位：亿美元



1.3 美联储资产负债表结构

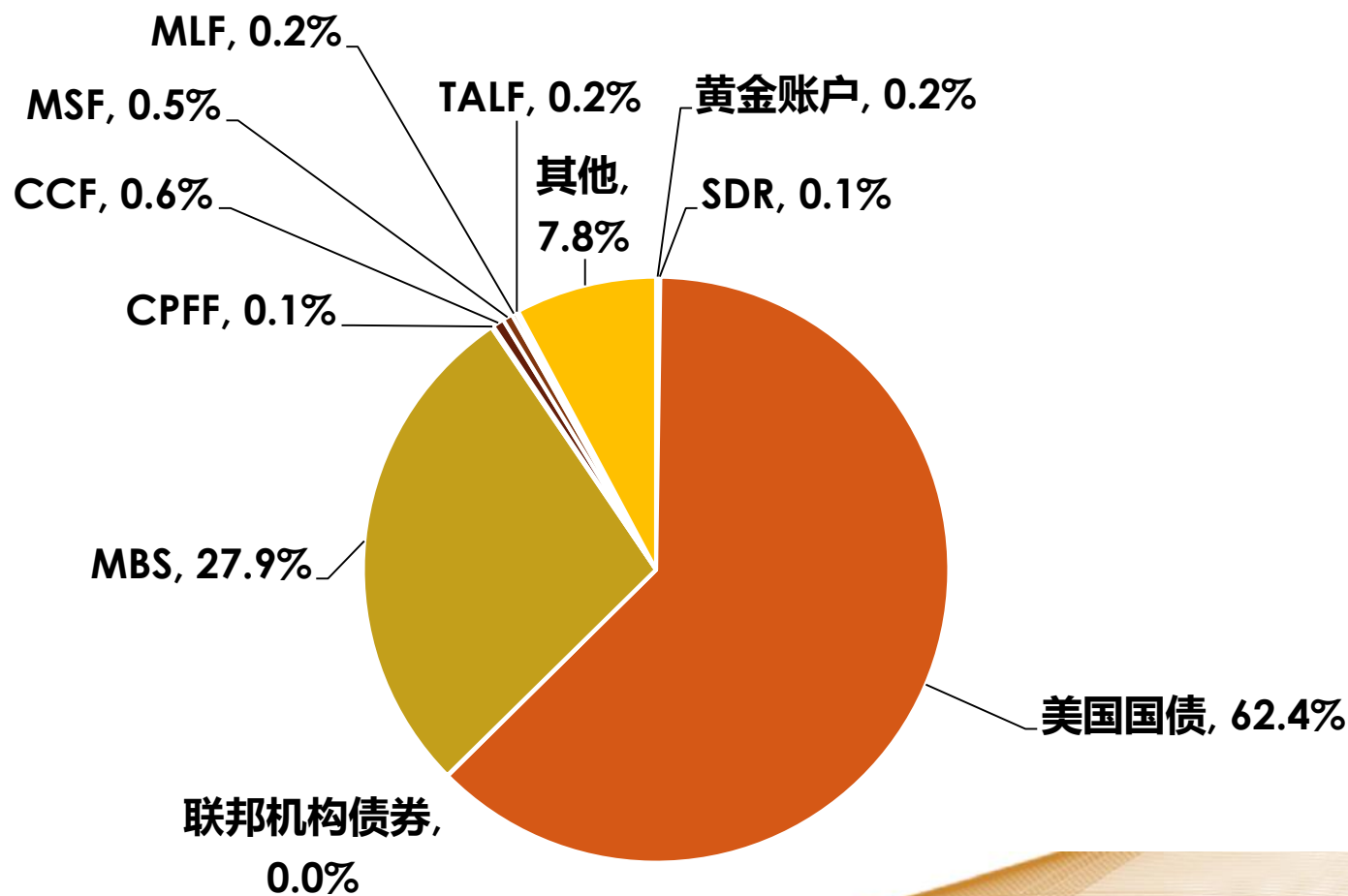
资产端：

- 第一，资产端变化的主要分项是美联储持有的国债和MBS。两者共经历了两次攀升，分别是2008年金融危机后与2020年新冠疫情爆发后。其中，2007年1月，美联储仅持有国债7789亿美元，经过3轮QE后，美联储持有国债增至24645亿美元，扩大了近2倍；2007年美联储并未持有MBS，MBS从0增至当前的17811亿美元。从2020年年初，国债规模为23289亿美元，8月26日规模达到43586亿美元，扩大近一倍；MBS则分别为14087亿美元、19492亿美元，增长近38.4%。
- 第二，资产端 CPFF、CCF、MSF、MLF、TALF逐步铺开。截至8月26日，上述工具规模分别为85.88亿美元、446亿美元、383.71亿美元、165.41亿美元、107.71亿美元。

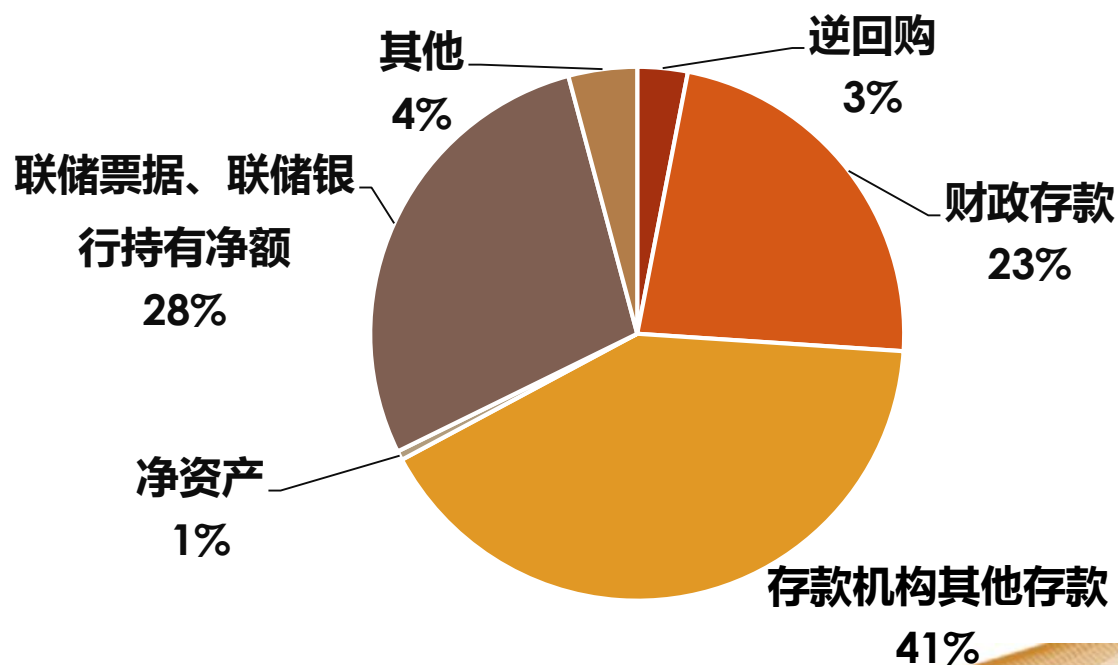
负债端：

- 第一，负债端变化的主要分项是财政存款、存款机构其他存款和联储票据、联储银行持有净额。两者同样经历了两次攀升，分别是2008年金融危机后与2020年新冠疫情爆发后。以财政存款为例，多轮次QE后，财政存款上涨幅度接近20倍；2020年疫情爆发后，财政存款增长幅度则接近4倍。
- 第二，超额存款准备金则大幅下降。其中，金融危机后超额存款准备金率从1%降至0.25%；2020年年初疫情爆发后，从1.55%降至0.1%。

1.3 美联储资产负债表结构：资产端



1.3 美联储资产负债表结构：负债端



目录

contents

美联储篇

- 一 美联储资产负债表结构
- 二 美联储货币政策工具
- 三 美联储货币政策新框架

2.1 美联储货币政策工具箱：概况

- 2020年3月以来，为应对新冠疫情以及石油冲击带来的负面影响，缓解金融市场压力，美联储不仅使用传统货币政策工具，而且再次祭出部分金融危机时的非传统工具，同时还创设更合适当前金融市场形势的新型货币政策工具。
- 当前美联储共有**22种传统与非传统货币政策工具**：**3种为传统工具**，即公开市场操作、贴现率与准备金率；**3种为实现货币政策正常化而创设的工具**，包括IORR利率和IOER利率、隔夜逆回购便利(ON RRP)以及定期存款便利(TDF)；**11种为应对此次疫情而推出的非传统货币政策工具**，其中**4种由金融危机时创设**；**5种暂时退出历史舞台的非传统货币政策工具**，这些工具曾在08年金融危机时发挥作用，但目前经济情形下，美联储并未重新启用。

2.2 美联储货币政策工具箱：主要政策工具

美联储政策工具箱

名称	参与对象	推出时间	备注
公开市场操作 (OMOs)			传统工具，联邦基金目标利率区间维持在0%-0.25%
贴现窗口和贴现利率			传统工具
法定存款准备金 (IORR) 利率和超额存款准备金 (IOER) 利率		2008. 10. 1	IORR利率可抵消准备金带来的隐含税收；IOER利率可作为货币政策正常化工具
隔夜逆回购便利 (ON RRP)		2014. 09. 17	货币政策正常化工具
商业票据融资工具 (CPFF)	合格的美国商业票据发行人	2020. 03. 17	金融危机时创设
一级交易商信贷便利 (PDCF)	一级交易商	2020. 03. 17	金融危机时创设
货币市场共同基金流动性工具 (MMLF)	存款类机构和银行控股公司	2020. 03. 18	新创设
一级市场企业信贷便利 (PMCCF)	投资级企业债发行人	2020. 03. 23	新创设
二级市场企业信贷便利 (SMCCF)	金融机构、企业及家庭	2020. 03. 23	新创设
定期资产担保证券信贷便利 (TALF)	美国企业	2020. 03. 23	金融危机时创设
工资保障机制借贷便利 (PPPLF)	存款类机构	2020. 04. 06	新创设

2.2 美联储货币政策工具箱：主要政策工具

美联储政策工具箱（续）

名称	参与对象	推出时间	备注
市政流动性便利（MLF）	各州及市政单位	2020. 04. 09	新创设
主街借贷计划（MSLF）	存款类机构	2020. 04. 09	新创设
中央银行货币互换	部分国外央行	2020. 03. 15	金融危机时创设
短期国际货币主体借贷便利（FIMA）	外国央行和国际组织	2020. 04. 06	新创设
货币市场投资者融资工具（MMIFF）	货币市场共同基金	2008. 10. 21	金融危机时创设，2009. 10. 30已停止
资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（AMLF）	合格的美国商业票据发行人	2008. 09. 22	金融危机时创设，2010. 02. 01已停止
定期证券借贷便利（TSLF）	一级交易商	2008. 03. 11公布，27日施行	金融危机时创设，2010. 02. 01已停止
定期标售工具（TAF）	存款机构	2007. 12. 12	金融危机时创设，2010. 03. 08最后一次拍卖
展期计划与再投资政策（MEPRP）		2011. 09宣布	已停止

2.3 美联储货币政策工具箱：应对危机的重要工具说明

应对危机重要政策工具说明

工具名称	工具介绍
PDCF	一级交易商向美联储提供合格抵押品，作抵押品、投资级企业债、国际机构债券、获得90天的贷款。抵押品包括公开市场商业票据、市政债券、MBS, ABS、股票。
CPFF	美联储设立SPV，从商业票据发行方购买美元计价的评级A2/P2/F2以上的无担保、有资产支持的商业票据和高质量、免税的商业票据。此举相当于美联储直接向非银机构提供流动性支持，因为在当前环境下，中介机构可能出于审慎监管或者风险考量，无法有效发挥中介职能。
MMLF	美联储设立SPV，向拥有合格抵押品的金融机构发放贷款。抵押品为美国国债、机构债、GSE(政府资助企业)证券、资产支持商业票据、无抵押商业票据、12个月期限以内的市政债权、市政可变利率即期票据(VRDNs)、银行存单。
TALF	美联储设立SPV，向拥有合格抵押品的企业发放3年期无追索权贷款。合格抵押品为2020年3月23日之后发行的，评级为AAA/Aaa的传统ABS (Non-synthetic ABS)，底层资产为学生贷款、汽车贷款、应收信用卡账款、设备贷款、展会贷款(floorplan loan)保费贷款、由小企业管理局(SBA)担保的贷款。4月8日，美联储将范围扩大至AAA级商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)和贷款抵押证券(CLO)。规模保持在1000亿美元。
PMCCF	美联储设立SPV，从一级市场购买投资级企业债或向发行人提供贷款(为期4年的过渡融资，借款人可选择前6个月推迟支持利息和本金)。2020年4月8日，美联储将范围扩大至疫情期间评级被降至BB-/Ba3的企业债。
SMCCF	美联储设立SPV，在二级市场上直接购买投资级美国企业债权及ETF。2020年4月8日将范围扩大至疫情期间评级被降至BB-/Ba3的企业债。

资料来源：

美联储网站

华西证券研究所

2.3 美联储货币政策工具箱：应对危机的重要工具说明

应对危机重要政策工具说明（续）

工具名称	工具介绍
PPPLF	美联储向给中小企业发放PPP贷款的存款类机构提供贷款支持，规模约为3500亿美元。PPP计划是由美国小企业管理局所推出的一项计划，主要是向小企业(员工少于500人)提供贷款，保证小企业工人工资的正常发放。具体过程就是美联储向小企业管理局提供资金，再由小企业管理局将资金提供给企业，用于发放工人工资。目前预计操作持续到2020年9月。
MLF	美联储设立SPV，直接向各州以及市政当局购买短期票据，可提供至多5000亿美元的贷款。
MSLF	美联储设立SPV，SPV从合格贷款人手中收购合格贷款的95%(贷款人保留5%)。财政部通过外汇平准基金为美联储提供750亿美元的担保。最终借款人为雇员10000人或年收入25亿美元以下的企业。可提供至多6000亿美元贷款。
中央银行货币互换	3月15日宣布调低现有货币互换利率，从OIS+50bps降低至OIS+25bps，对象包括欧央行、英格兰银行、日本央行、加拿大央行和瑞士央行。3月20日起增加9个新的临时性货币互换，对象包括澳大利亚央行、巴西央行、韩国央行、墨西哥央行、新加坡金管局、瑞典央行(以上最高限额为600亿美元)、丹麦央行、挪威央行和新西兰央行(上限为300亿美元)。此举主要是为了缓解近期离岸市场美元流动性的短缺，有利于其国内外信贷的扩张。
FIMA	主要针对的对象是外国央行，并于4月6日开始实行，持续至少6个月。FIMA帐户持有人(在纽约联邦储备银行开户)可以与美联储订立回购协议，暂时将其持有的美国国债兑换为美元，然后将美元提供给她辖区内的机构使用，以此来缓解离岸美元流动性紧张的问题。

2.3 美联储货币政策工具箱：应对危机的重要工具说明

其他已停止使用的非传统货币政策

- 货币市场投资者投融资工具 (MMIFF): 美联储设立SPV, 从货币市场购买美元
- 存款凭证和高信用评级的商业票据。
- 资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利 (AMLF): 美联储以贴现率向
- 金融机构提供无追索权贷款, 供金融机构从货币市场共同基金买入资产支持商业票据 (ABCP)。
- 定期证券借贷便利 ((TSLF): 一级交易商向美联储提供合格抵押品交换国债。
- 定期标售工具 (TAF): 美联储通过拍卖方式为存款机构提供为期28天/84天的抵押贷款, 抵押品与贴现窗口借款相同。
- 展期计划和再投资政策 (MEPRP): 扭曲操作, 通过从市场购买长期国债, 同时卖出基本等额的短期国债来压低长期国债利率。2011年9月美联储公开市场委员会 (FOMC) 宣布4000亿美元展期和再投资计划, 并在2012年6月底结束。2012年6月, FOMC续作2670亿美元该计划, 并于2012年底结束。

目录

contents

美联储篇

- 一 美联储资产负债表结构
- 二 美联储政策工具
- 三 美联储货币政策新框架

3 美联储货币政策新框架

- 2020年8月27日，美联储公布新版《关于长期目标和货币政策战略的声明》。
- 新版框架修订内容：

(1) 下调长期利率预期：新框架新增了“长期来看，与充分就业和物价稳定相一致的联邦基金利率水平相较于历史平均水平有所下降，因此与过去相比，联邦基金利率很可能受到有效下限的限制。美联储认为，部分是因为利率接近有效的下限、就业和通货膨胀的下行风险有所增加”的表述。

(2) 对就业的重视度提高：一方面，新框架的表述为“就业、通胀和长期利率会随着时间的推移而波动…”，而之前是“通胀、就业和长期利率…”，新框架将就业目标置于首位。另一方面，旧框架中，美联储货币政策的调整取决于“通胀与长期目标的偏离、就业与最大就业的偏离”（deviations）；新框架中，美联储对通胀的表述维持不变，对就业的表述修改为“相较最大就业水平的短缺程度”（shortfall）。

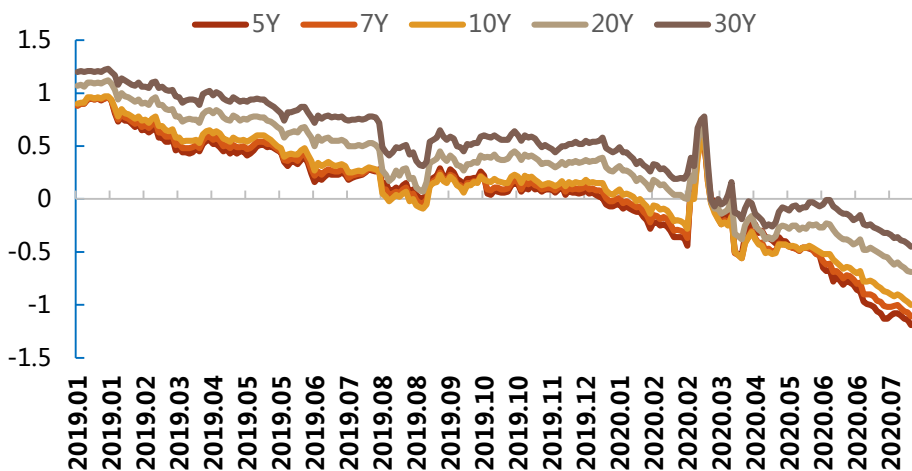
(3) 更加灵活的平均通胀目标制：新框架对于通胀目标的表述修改为“美联储力求使通胀率（PCE通胀）在一段时间内平均达到2%”，因此在通胀率持续低于2%的目标后，美联储将采取适当的货币政策使通胀在之后的一段时间内略高于2%（moderately above 2 percent）。

3.1 修订政策框架的原因

在本次新框架的Q&As中，美联储表示自2012年首次发布《长期目标和货币政策战略声明》以来，经济发展方式已经发生了重要变化，本次的修订主要是为了适应这些新变化。主要可以概括为两大变化：

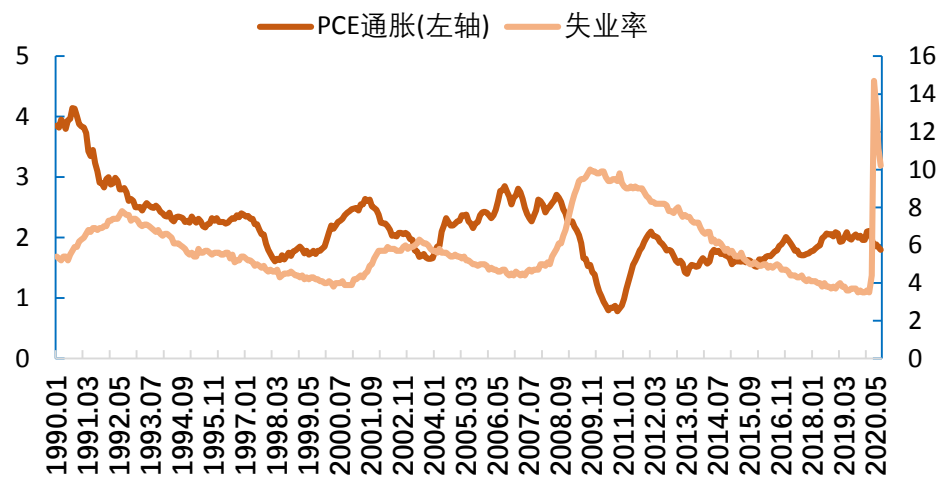
- 无论美国还是全球的利率水平都已大幅下降，即使在经济繁荣时期，利率也接近有效下限，因此货币政策空间在缩小
- 在疫情之前，美国经济经历了创纪录的长期扩张，劳动力市场非常强劲，但这并没有引起通胀大幅上升

各期限美国国债收益率，单位：%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

PCE通胀与失业率，单位：%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

3.2 新框架下的展望

- 在旧版框架下，美联储采取的是“前瞻式加息”，即预期将实现充分就业、通胀抬升时就开始加息。历次美联储启动加息时，失业率往往尚未降至自然失业率，通胀也大多低于政策目标。
- 但新版框架下，美联储仅考虑就业与最大就业之间的“短缺”，且实行“平均通胀目标制”，意味着即便劳动力市场已经过热，只要平均通胀不达标，美联储也不会加息。截至7月，美国PCE通胀率仅有1.0%，且自2018年11月以来持续低于2%的目标，因此美联储将在相当长的时期内维持宽松政策。当前CME FedWatch显示，美联储在2021年3月之前维持利率0-0.25%的概率均为100%；而6月FOMC会议公布的点阵图显示，美联储官员预计至少到 2022 年底都不会加息。
- 因此，新版政策框架下，未来美联储货币政策收紧将更加迟缓。

由于新冠疫情对经济活动影响较大，如果疫情出现反复，将会对我们的相关预测带来较大的不确定性；宏观经济出现超预期波动，比如中美贸易摩擦出现超预期的变化，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

谢 谢！！

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。