

特定机构上缴利润有何影响？

发布日期：2022年03月09日 分析师：黄文涛 电话：010-85130608 SAC 执证编号：S1440510120015
研究助理 孙苏雨

信息或事件：

按照中央经济工作会议精神和政府工作报告的部署，为增强可用财力，今年人民银行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。

人民银行结存利润主要来自过去几年的外汇储备经营收益，不会增加税收或经济主体负担，也不是财政赤字。人民银行依法向中央财政上缴结存利润，不会造成财政向央行透支。结存利润按月均衡上缴，人民银行资产负债表规模保持稳定，体现了货币政策与财政政策的协调联动，共同发力稳定宏观经济大盘。

简评：

（1）央行的结存利润来自哪里？

央行的资产负债性质决定其具有较为稳定的利润。例如，在我国央行资产负债结构中，资产端的MLF利息2.85%，而负债端的超额存款准备金利率0.35%，该“净息差”能为中央银行创造稳定的利润。此外，央行经营的外汇资产来自于商业银行的结售汇，某种程度上也可以认为央行使用极低的存款准备金利率占用外汇资产，外汇经营中的汇兑损益以及外币投资的投资收益、利息收入都将为央行贡献净利润。

全球央行都存在这一现象，有学者将其归纳为“铸币税”。美联储在2008年金融危机后大幅扩大资产负债规模，同时带来净利润的上升，为了应对QE是征收“铸币税”的指责，联储每年上缴利润约1000亿美元。安排特定国有金融机构和专营机构上缴利润，也是我国的惯例做法，也是统筹财政资源、跨年度调节资金的重要手段。根据《中华人民共和国中国人民银行法》第三十九条“中国人民银行每一会计年度的收入减除该年度支出，并按照国务院财政部门核定的比例提取总准备金后的净利润，全部上缴中央财政”的规定，人民银行上缴利润符合我国法律规定。中央银行利润上缴财政，也是世界主要经济体的通行做法，《美联储法案》、《日本银行法》、《英格兰银行法》都有类似的规定。

央行之所以结存高达 1 万亿美元的利润，是由于 2020 年疫情以来一直没有上缴利润。世纪疫情发生以来，为应付可能出现的风险挑战，在财政政策措施上，我国一直预留政策空间。对特定国有金融机构和专营机构暂停上缴利润，因此形成了一些待上缴的结存利润，这些结存利润应该上缴。今年安排特定国有金融机构和专营机构上缴了 2021 年以前形成的部分结存利润。这些资金安排用于大幅增加对地方转移支付，帮助地方财政特别是县区财政缓解减收压力。

（2）央行结转利润在资产负债表上如何操作？

央行没有公开的利润表和所有者权益表，但出于资产负债表平衡的考虑，我们推测央行利润可能结存在“其他负债”项目下。央行的收入来自国外资产收益、MLF、再贷款等利息，而支出来自法定超储利率、央票利率等。正如前文所述，央行的特性使得其具有盈利性，该盈利理论上应该每年上缴，但由于 2020 年新冠疫情后暂停上缴，因此可能每年结余 3000 亿左右。这笔钱暂存在“其他负债”。

推测央行结转利润可能是“其他负债”减 1 万亿，同时“政府存款”项目增加 1 万亿。对基础货币的数量没有明显影响。此外，按照央行的描述，这笔结转应该按月进行，大概每月政府存款多增 1 千亿。

若政府存款形成支出，则“政府存款”项目减少 1 万亿，同时超额存款准备金增加 1 万亿，从而对基础货币形成补充，类似于投放 1 万亿流动性的准备金补充操作。

（3）央行结转利润对流动性有何影响？

按照 1 万亿每月平均结转的情况，每月补充超额存款准备金约 1000 亿人民币，对流动性形成小幅支撑。我们以 3 月份超储率为例进行测算：

图表1：超储率测算表（单位：亿元）

	2022/01	2022/03 (无结转)	2022/03 (结转但财政不支出)	2022/03 (结转后财政直接支出)
超储规模	21905	37905	37905	38905
逆回购	4000	-5000 (E)	-5000 (E)	-5000 (E)
MLF+TMLF	2000	1000 (E)	1000 (E)	1000 (E)
国库定存	0	0 (E)	0 (E)	0 (E)
其他货币投放	54	1000 (E)	1000 (E)	1000 (E)
外汇占款	593	300 (E)	300 (E)	300 (E)
货币发行	-15712	3000 (E)	3000 (E)	3000 (E)
补充法定存款准备金	-2810	-3000 (E)	-3000 (E)	-3000 (E)
政府存款	-6850	7000 (E)	6000 (E)	7000 (E)
其他负债		0	1000 (E)	1000 (E)
变动合计	-18725	4000(E)	4000(E)	4000(E)
一般存款	2064965.93	2113892 (E)	2113892 (E)	2113892 (E)
预计超储率	0.011	0.0179 (E)	0.0179 (E)	0.0184 (E)

资料来源：Wind 中信建投

情形 1：在不考虑央行结转利润的情形下，预计三月超储率为 1.79%。

一、货币发行或减少 3000 亿元：春节错位至 2 月初，按历史同类情况类比。

二、政府债净供给 3500 亿元：国债到期量大（约 1 万亿），而地方政府专项债料将继续发力。

三、财政收支赤字 1.1 万亿：财政收入进度为近三年均值，在“适度超前开展基础设施投资”的政策背景下，预计 3 月财政支出进度将略高于近三年平均水平。

四、补充法准 3000 亿：由于当下宽信用政策动机较强，且 3 月为社融增速大月，对应存款亦高增，按照 8.4% 的法定准备金率计算，预计补充法准消耗 3000 亿左右。

五、央行操作方面：预计 OMO 缩量 5000 亿，MLF 增量续作 1000 亿，其他货币投放维持 1000 亿基准假设。

情形 2：考虑央行上缴 1000 亿利润（每月），但财政不支出，则超储率不变，仍为 1.79%

政府存款增加 1000 亿，但财政支出节奏不变，政府存款多增 1000 亿。由于财政收支不变，超额存款准备金不变，因而不会对超储率形成影响。

情形 3: 考虑央行上缴 1000 亿利润(每月), 同时财政立马支出, 则超储率增加 0.05%, 为 1.84%。

政府存款增加 1000 亿, 本月即支出, 由于财政收支增加支出 1000 亿, 相当于市场上的流动性增加 1000 亿超储率上升 0.05%。

综上所述, 央行结转利润的操作会对流动性形成支撑, 但是考虑到平均至每个月, 每月对流动性的支撑可能仅不足 1000 亿, 而 OMO 和 MLF 在流动性紧张时都能轻松提供千亿级的流动性支撑, 因此央行的结转利润操作难言会对央行全年降准降息操作产生影响。更多的是为财政提供更多“弹药”, 在今年稳增长压力较大的情形下, 增加对地方转移支付, 帮助地方财政特别是县区财政缓解减收压力。

风险提示: 对央行资产负债表理解不到位; 政策变动超过预期等

分析师介绍

黄文涛：中信建投证券首席经济学家、研究发展部联席负责人，董事总经理，宏观经济团队首席分析师，中信建投投委会委员。经济学博士，纽约州立大学访问学者。多年荣获新财富，水晶球，金牛奖等最佳分析师，2016年新财富最佳分析师评比荣获固定收益第一名。2018年、2019年及2020年Wind金牌分析师宏观经济第二名、第三名、第三名。

研究助理

孙苏雨：清华大学金融学博士。主要负责货币政策、金融信贷、经济金融周期、经济比较、风险等研究。010-81158045 sunsuyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk