如何从财政和货币两方面理解央行上缴利润？

报告日期：2022-03-09

分析师：何宁
执业证书号：S0010521100001
电话：15900918091
邮箱：hening@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_社融的内生弱与外生强》2021-12-10
2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算：LPR 还有再降息空间吗？》2022-01-10
4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问开年降息，对经济和配置有何影响？》2022-01-17
5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳信贷表述更加积极——央行 21Q4 货币政策报告解读》2022-02-13
8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05

主要观点：

●**事件：**北京时间 3 月 8 日，人民银行晚间公告称，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。

● **从财政政策的角度：缩小赤字、减轻政府发债压力、为财政支出提供有力支撑。**

1.央行上缴利润属于中央政府性基金特定国有金融机构上缴的利润部分

根据“财政部答记者问”，《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，也是世界主要经济体的通行做法。

安排特定国有金融机构和专营机构上缴利润，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。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，以应不时之需，是预留的政策空间措施之一。

在《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告（摘要）》中，2022 年政府性基金预算收入预计部分提到，“中央政府性基金预算收入 4216.67 亿元，增长 5.3%。加上上年结转收入 354.67 亿元、特定国有金融机构和专营机构上缴利润 16500 亿元，收入总量为 21071.34 亿元”，说明央行上缴利润属于 2022 年政府性基金预算收入中特定国有金融机构上缴的利润部分。

在央行晚间公告中提到，“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”。央行上缴利润将会扩大财政支出，但赤字率不会同时扩大，将维持在较低稳定的水平。因此 2022 年预算中 2.8% 的赤字率不意味着财政“节流”，而是以“开源”的方式继续扩大财政支出。

2.央行上缴利润使用机制

2022 年政府工作报告中提到：“预计今年财政收入继续增长，加之特定国有金融机构和专营机构依法上缴近年结存的利润、调入预算稳定调节基金等，支出规模比去年扩大 2 万亿元以上，可用财力明显增加。”

在扩大中央及地方财政支出并维持赤字率在稳定较低水平的目标下，中国人民银行、中国烟草总公司、中投公司等上缴利润从国有特定金融机构和专营机构、预算稳定调节资金调入财政预算收入的使用机制为：

（1）央行上缴的 10000 亿元调入特定国有金融机构和专营机构上缴利润；

（2）国有金融机构和专营机构上缴利润 16500 亿元调入中央政府性基金预算收入；

（3）中央政府性基金预算支出中 9000 亿元纳入中央一般公共预算收入，同时国有资本经营预算中 900 亿元、中央预算稳定调节基金中 2765 亿元调入中央一般公共预算收入；

（4）中央一般公共预算支出中 97975 亿元用于地方一般公共预算本级收入。

今年央行上缴利润之所以备受关注，原因在于政策力度大，一方面政府预算赤字率为 2.8%，较 2020 年、2021 年赤字率明显下降，央行上缴利润可以使政府在扩大财政支出的同时减少发债，政府债供给压力减小；另一方面又对财政支出提供了强有力的支撑，缓解地方财政压力、保障经济平稳运行、达到“稳增长”的目的。

●**从货币政策的角度：央行利润上缴财政是常规做法，但今年力度确实增加；上缴后，央行资产负债表保持稳定，对流动性短期影响有限，长期影响偏正面。**

1.央行利润上缴财政是常规做法，本次 1 万亿元源自疫情停缴的结存利润。

央行指出“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”。正如前文所述，《中华人民共和国中国人民银行法》第三十九条规定：“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。”实际上《美联储法案》《日本银行法》《英格兰银行法》都有类似的规定，央行利润上缴财政是国际通行的普遍做法。而我国人民银行法明确规定“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”，人民银行严格遵守不通过购买国债对财政直接进行货币支持的纪律，这与海外央行频频购债向政府透支来支持财政赤字货币化有本质区别。

央行指出“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”。根据《中国人民银行财务制度》，除了金融机构再贷款利息收入和再贴现利息收入外，人民银行在行使央行职能和办理业务过程中还会发生业务收入，主要包括外汇储备经营收益、金银业务收入、证券买卖收益、手续费收入和预算外专项收入等，而本次利润上缴明确来源于国家外汇储备经营过程中取得的收益。国家外汇管理局曾在 2020 年报中《外汇储备投资情况概览》专栏披露“外汇储备 1997—2016 年二十年平均收益率为 4.23%，2007—2016 年十年平均收益率为 3.42%”。据此我们可以根据官方储备资产中的外汇储备规模和美元兑人民币平均汇率进行估算，近年来外储经营收益规模上限保持在每年 7000 亿元左右。

央行指出“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”。《中

国人民银行财务制度》指出人民银行实现的没有进行分配的利润在年初上缴后，变为财政存款。财政部表示“对特定国有金融机构和专营机构暂停上缴利润，以应不时之需，是预留的政策空间措施之一。”“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。”表明人民银行在疫情后暂停利润上缴，2020-2021 年结存利润一并在今年上缴财政。假设 2020-2021 年外汇储备投资保持平均收益率 3.42%，我们测算 2020 和 2021 年外储经营收益分别为 1100 和 1112 亿美元、对应 6952 和 7025 亿元，收益上限不超过合计 1.39 万亿元。考虑到汇率变动及近年来收益率下行影响，这印证了央行“总额超过 1 万亿元”的表述。

2.央行资产负债表保持稳定，对流动性短期影响有限、长期影响总体正面。

外储经营收益的同时包括人民币与外币两种形态，负债端变动尚不清晰。我国央行在 2016 版 IMF《货币金融统计手册及编制指南》（MFSMCG2016）的框架下，采用复式记账编制职能型资产负债表，侧重于央行的货币政策职能。而更类似于会计意义的分析型资产负债表并未公布，因此央行的所有者权益科目尚不清晰，具体的利润情况无从得知、只能通过公开信息进行推测。国家外汇管理局 2014 年曾在跨境资金流动监测报告中《跨境资金究竟是流入还是流出》专栏指出“外汇储备在经营管理中产生和积累的外币形态收益，会不定期在银行间外汇市场卖出兑换为人民币。”据此我们推测外储经营收益同时存在外币与人民币两种形态，在利润上缴财政时增加央行负债端“政府存款”项目，而用于配平的科目尚不明晰。

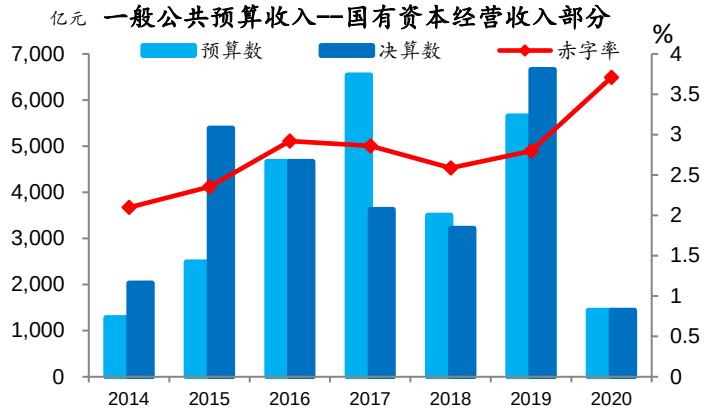
短期来看，人民币形式保持资产规模不变，对流动性大概率没有影响。上缴人民币形式的外储经营收益会引起央行负债端某一科目调减，若当前收益存在于储备货币项目下，则调减该科目会对流动性产生负面影响；若当前收益存在于其他项目下，则对流动性并没有影响，只是央行负债自身的结构性调整。**外币形式的影响取决于结汇方式，对流动性影响有限。**上缴外币形式的外储经营收益需要进行结汇，若央行与自身平台购汇结汇，则会引起资产端“国外资产”和负债端“储备货币”同时增加（扩表），然后再上缴财政，引起负债端调减“储备货币”调增“政府存款”，短期对流动性没有影响。若央行在公开市场出售国外资产结汇，则会引起资产端“国外资产”和负债端“储备货币”同时减少（缩表），然后再回归到用人民币上缴的程序上，短期对流动性产生了负面的影响。总体而言，我们认为大部分外储收益以人民币形式存在、对流动性影响有限，可能与 2020 年的收益 7000 左右亿元持平。少部分外储收益以外币形式存在，约为 3000 亿元，且两种结汇方式平衡操作，对央行资产负债表的影响非常有限。

对流动性的长期影响取决于财政，总体偏正面、几乎没有节奏扰动。央行上缴利润后便完全转变为财政政策行为，政府将资金转移给实体厂商和消费者。存款由政府部门向企业和居民户转移，体现为央行负债端 “政府存款”调减、“储备货币”调增，银行的超额存款准备金增加，银行间市场和实体的流动性都更加充裕，可能带动信贷社融共同增长。节奏方面，央行指出“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”，表明未来央行将在十个月内均衡上缴，平均每月上缴 1000 亿元，对流动性几乎不会产生扰动。

● 风险提示

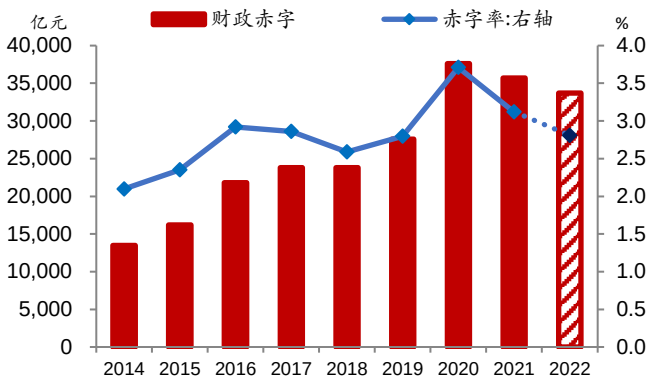
政策宽松超预期，模型测算有偏差。

图表 1 中央一般公共预算收入中国有资本经营收入部分预算数和决算数



资料来源：财政部，华安证券研究所

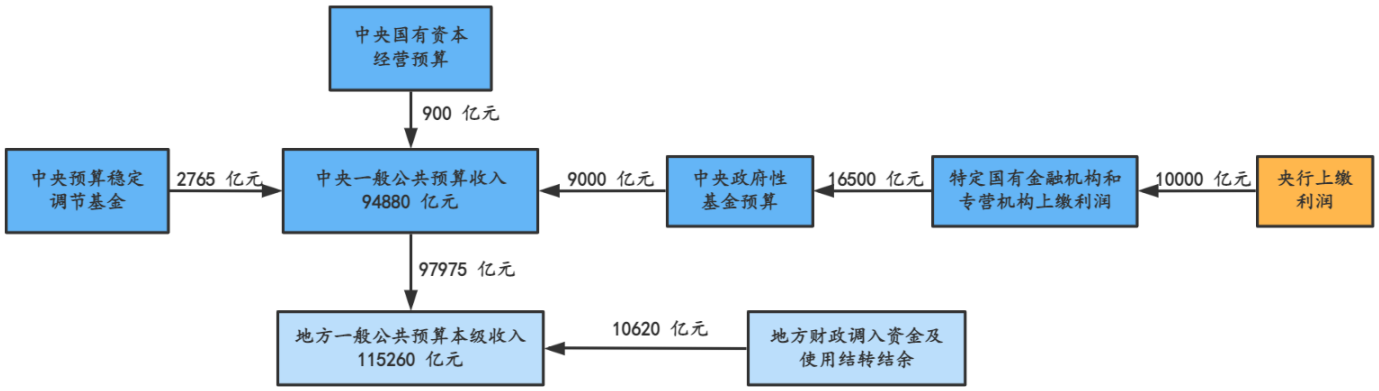
图表 2 财政赤字及赤字率



注：其中 2022 为估算，其余年份为决算

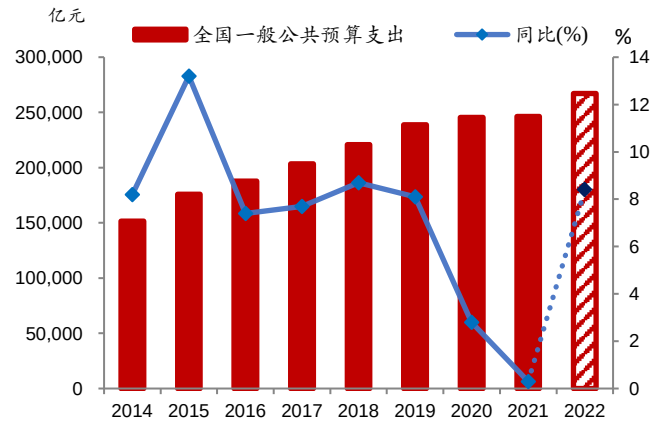
资料来源：财政部，华安证券研究所测算

图表 3 2022 年央行上缴利润转入中央及地方一般公共预算收入的机制



资料来源：财政部，华安证券研究所整理

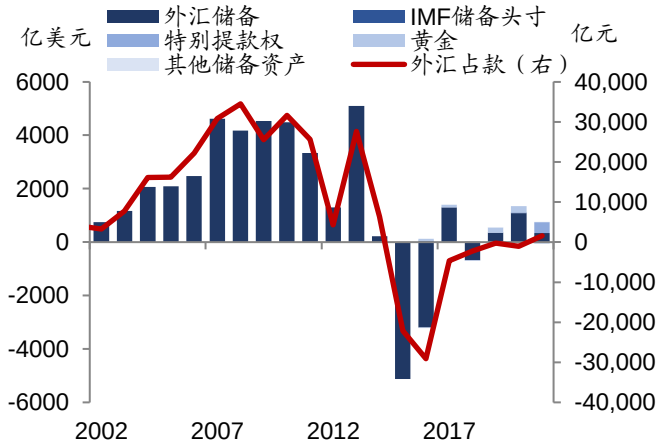
图表 4 全国一般公共预算支出及增速



注：其中 2022 为预算，其余年份为决算

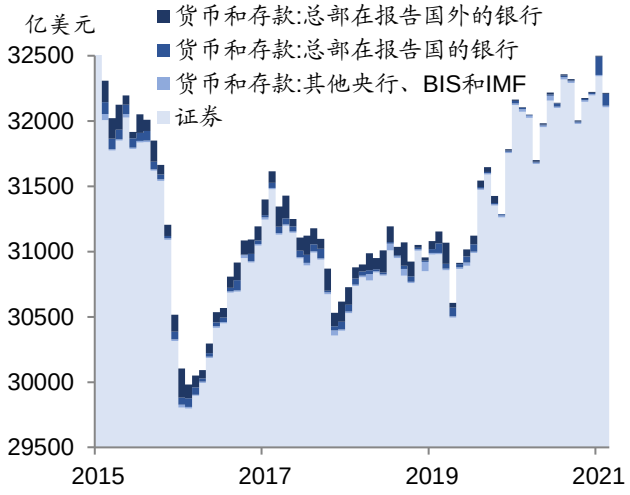
资料来源：财政部，华安证券研究所

图表 5 官方储备资产与外汇占款



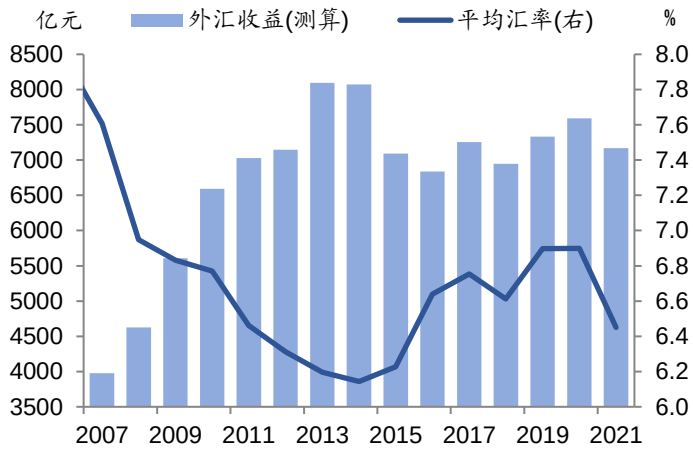
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 外汇储备资产的结构变化



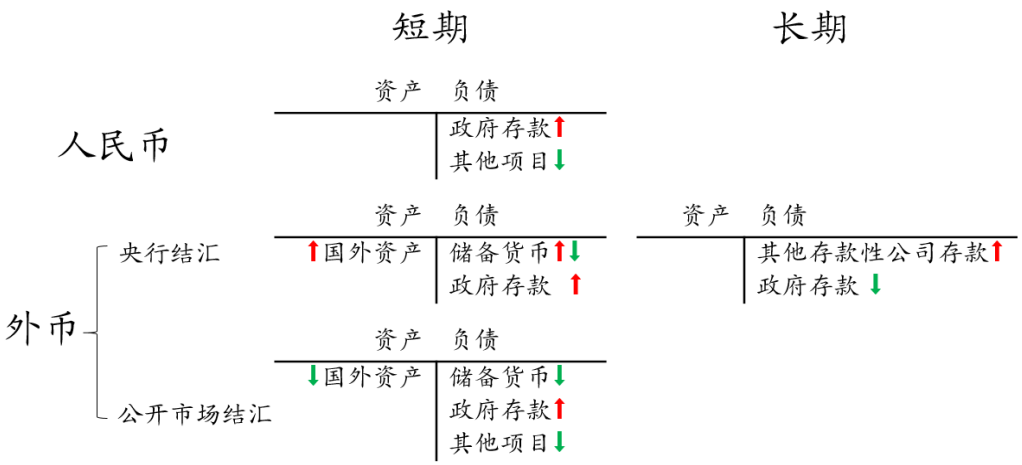
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 外汇储备经营收益测算



资料来源：wind，华安证券研究所测算

图表 8 央行资产负债表的变动情况



资料来源：财政部，华安证券研究所整理

图表 9 货币当局资产负债表：2022 年 1 月（亿元）

资产项目	余额	占比	负债项目	余额	占比
国外资产	225696	56.0%	储备货币(基础货币)	331197	82.2%
外汇（中央银行外汇占款）	213201	52.9%	货币发行	111877	27.8%
货币黄金	2856	0.7%	非金融机构存款	25041	6.1%
其他国外资产	9640	2.4%	其他存款性公司存款	194280	48.2%
对政府债权	15241	3.8%	不计入储备货币的金融性公司存款	6041	1.5%
其中：中央政府	15241	3.8%	债券发行	950	0.2%
对其他存款性公司债权	134700	33.4%	国外负债	1036	0.3%
对其他金融性公司债权	4112	1.0%	政府存款	49781	12.4%
对非金融公司债权	0	0.0%	自有资金	220	0.1%
其他资产	23376	5.8%	其他负债	13900	3.5%
总资产	403125	100%	总负债	403125	100%

注：金融机构包括人民银行、大型国有银行、政策性银行、股份制银行、城商行、信用社、农商行、农村合作银行、外资银行、财务公司、信托投资公司、金融租赁公司、邮储银行、村镇银行。存款性公司包括货币当局和其他存款性公司（银行和财务公司），其他金融性公司主要指资产管理公司、保险公司、证券公司、投资基金等。

资料来源： 中国人民银行，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。