



基础货币投放机制的变迁与新变化

A Brief Analysis of Base Money Supply

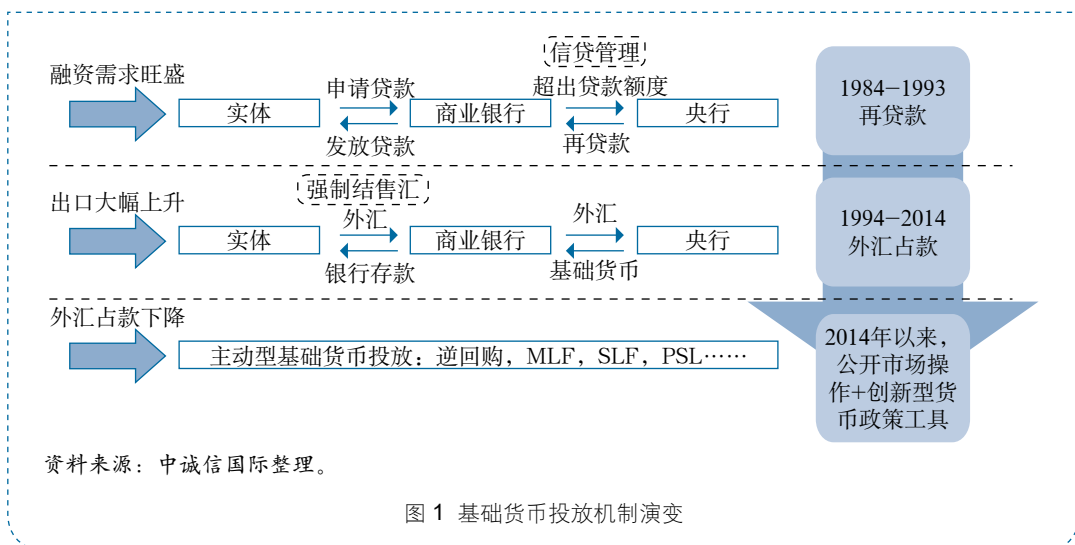
袁海霞 王 晨

基础货币投放机制如何演变

自1984年央行专门行使中国国家中央银行职能后，多年来基础货币投放机制发生了明显的改变，不同经济环境下基础货币投放机制显著不同。从历史看，央行投放基础货币主要通过再贷款、外汇占款、

创新型货币政策工具等来实现，基础货币投放机制演变过程大致可分为三个阶段。

阶段一（1984—1993年）。该阶段基础货币投放主要通过再贷款和财政透支。1983年9月，国务院决定中国人民银行自1984年起专门行使中国国家中央银行



作者单位：中诚信国际信用评级有限责任公司。



职能，央行与商业银行等金融机构的分工日趋清晰。1984年10月《中国人民银行信贷资金管理试行办法》发布，决定自1985年1月1日起，信贷资金管理实行“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的原则；各专业银行的人民币信贷资金，必须全部纳入国家综合信贷计划，由人民银行总行综合平衡，并核定各专业银行信贷资金计划和向人民银行的借款计划。即央行通过信贷计划控制商业银行信贷总量，商业银行需在央行确认的贷款额度内实施贷款。

改革开放后，计划经济逐步转向市场经济，货币需求大幅提升，在存款规模相对较低的背景下，若商业银行信贷需求较为旺盛，超出既有的负债能力，则可在规定的额度内向央行申请再贷款，央行则通过再贷款的机制投放基础货币。从数据看，1993年之前，再贷款余额占央行资产总额比例相对较高，大多数年份该比例均大于70%，央行基础货币投放主要以再贷款为主；而自1994年起，再贷款余额占央行资产总额比例大幅降低，央行基础投放机制开始转变。此外，1995年以前，我国中央政府出现财政赤字时，财政部通常向央行借款透支，因此财政透支也是该阶段重要的基础货币投放机制之一。

阶段二（1994—2014年）。该阶段基础货币投放主要通过外汇占款。1994年，我国人民币汇率并轨，形成以市场供

求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制，人民币有所贬值；同时单一汇率制有助于企业合理规划，因此汇率并轨对我国出口具有一定的刺激作用，叠加我国对外开放不断深化，出口总额大幅提升。同时，1994年起我国实行强制结售汇制度，境内所有企事业单位、机关和个人必须将多余的外汇结售给外汇指定银行，外汇指定银行必须把高于结算周转外汇的比例的外汇出售给其他外汇指定银行或央行，在这种制度下，伴随国际收支顺差额不断扩大，央行需要买入外汇指定银行卖出的外汇，从而被动投放基础货币。

为防止基础货币投放过多而引起通胀问题，在此阶段央行通过加强再贷款管理、公开市场操作等方式回收流动性。2002年之前，外汇占款增长相对较慢，央行通过加强再贷款管理控制基础货币投放规模；而在2002年之后，伴随我国加入WTO，国际收支顺差额不断扩大，外汇占款加速增加，通过再贷款方式调节流动性无法满足需求，因此央行于2002年起启动公开市场正回购以及发行央票调节基础货币供应，并通过提升存款准备金率对冲由于外汇占款不断增加而引起的流动性过剩问题。整体来看，该阶段外汇占款总量及占比均处于较高水平，外汇占款为该阶段基础货币主要投放机制。

阶段三（2014年以来）。该阶段基础货币投放主要通过公开市场操作与创新型



货币政策工具。2015年“8·11汇改”后，汇率市场化程度逐步提升，汇率波动有所加大，同时伴随国际收支格局转变，外汇占款开始呈现下行走势，基础货币投放机制开始转变，央行公开市场操作地位逐步提升，同时创设一系列货币政策工具补充基础货币，央行基础货币投放机制由此前被动型逐步转向主动型，货币政策自主性有所增强。

具体看，自2008年逆回购操作停止后，2012年央行重启逆回购操作，以调节银行间流动性；同时，2013年央行创设短期流动性调节工具和常备借贷便利，分别满足金融机构临时以及较长期限的流动性需求，基础货币投放渠道有所增加；2014年，央行创设抵押补充贷款和中期借贷便利，其中中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用；同

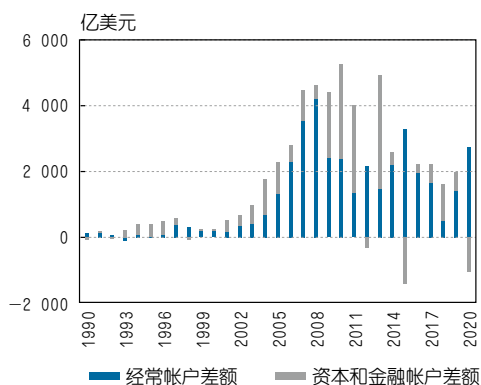
时，2014年起外汇占款规模逐步下降并趋于稳定，同年央行停止在岸央票发行，以外汇占款为主的基础货币投放机制逐步被创新型货币政策工具取代。

目前基础货币投放机制主要以公开市场逆回购和MLF为主，并加大再贷款、绿色货币政策工具（如碳减排支持工具）、直达实体经济信贷支持工具等结构性货币政策工具的使用。从2022年政府工作报告看，后续将继续发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持。

2022年基础货币需求如何？

基础货币即储备货币，从央行资产负债表来看，通常由货币发行、其他存款性公司存款（法定存款准备金、超额存款准备金）、非金融机构存款组成，是商业银行体系借以创造信贷的基础。在投放渠道上，通常由外汇占款、央行货币政策工具操作等来实现。在近年来外汇占款趋于稳定、对基础货币影响较小的情况下，缴准、政府存款、央行净投放以及短期的取现需求等或成为影响基础货币缺口的主要因素。

第一，新增存款缴准。当存款类金融机构新增存款时，需要缴纳相应的存款准备金，从而面临额外的流动性需求。我们以2021年底存款余额以及近三年存款增长率为基础，估算2022年新增缴准金额。截



数据来源：国家外汇管理局，中诚信国际整理。

图2 历史国际收支情况



至2021年底，住户、非金融企业、机关团体存款总和约为203万亿元，2019—2021年存款余额平均增长率为9.14%，以此估算，2022年新增存款约为18.58万亿元，因此，以2021年底存款准备金率8.4%为基础估算新增缴准金额约为1.6万亿元，存款缴准对基础货币或有一定需求。此外，在政府工作报告强调“扩大贷款规模”的背景下，按照“贷款派生存款”理论，银行通

过贷款等资产扩张方式创造存款，或进一步增加新增缴准需求。

第二，政府债券净融资和财政收支。

当政府债券净融资以及财政收入大于支出时，均会增加政府存款；政府债券净融资会消耗部分基础货币，同时财政净支出又会形成资金释放，二者均会对基础货币规模产生影响。据测算^①，2022年国债净融资或为2.44万亿元，地方债净融资额或超

表 1 2013—2018 年创设新型货币政策工具

操作工具	时间	对象	期限	主要作用
短期流动性调节工具 (SLO)	2013年1月	参与公开市场操作的一级交易商	1—7天	作为公开市场常规操作的必要补充，在银行体系流动性出现临时性波动时相机使用
常备借贷便利 (SLF)	2013年1月	政策性银行和全国性商业银行	1—3个月（隔夜、7天、14天、1个月、3个月）	满足金融机构期限较长的大额流动性需求
抵押补充贷款 (PSL)	2014年4月	政策性银行（2015年10月扩大至三家政策性银行，此前为国开行一家）	3—5年	为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源
中期借贷便利 (MLF)	2014年9月	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行	3个月、6个月、1年	提供中期基础货币，中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用
临时流动性便利 (TLF)	2017年1月	大型商业银行	28天	2017年1月开展，为保障春节前现金投放的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行
临时准备金动用安排 (CRA)	2017年12月	全国性商业银行	30天	释放临时流动性，满足春节前现金投放的需要
定向中期借贷便利 (TMLF)	2018年12月	符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行	操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年	进一步加大金融对实体经济尤其是小微企业、民营企业等重点领域的支持力度，保持市场流动性合理充裕

资料来源：人民银行网站，中诚信国际整理。

① 中诚信国际：两会过后，如何看待利率债供给和收益率走势？[R/OL].<https://www.ccxi.com.cn/cn/Research/info/20332>.



4万亿元，政府债券净融资额或超6.4万亿元，考虑到积极财政下财政支出规模或相对较高，政府债券净融资额与财政净支出虽然均对基础货币有所影响，但在二者互相冲销后，对基础货币影响或有限。

第三，MLF到期。2022年MLF到期4.55万亿元，到期规模较2021年有所下行但仍处于较高水平，但考虑到近期MLF通常会适度续作，预计后续MLF到期对基础货币的影响相对较小。

值得注意的是，上述分析均基于全年角度，从年内各月份看，缴税、跨节时点取现需求增加、地方债发行节奏不同等都会对基础货币产生阶段性影响，仍需关注短期资金面扰动对基础货币投放节奏带来的影响。从 $M2 = \text{基础货币} \times \text{货币乘数}$ 的角度测算，2021年末M2约为238.29万亿

元，同比增速下降1.1个百分点至9.0%；社融存量为314.13万亿元，同比增速下降2.7个百分点至10.3%，伴随严监管政策边际放缓以及2022年财政前置，2022年社融增长或将企稳回升，全年增速或达10.5%。从M2/社融比例看，2018年以来呈现逐年稳定下降态势，若2022年M2/社融比例进一步回落至75%左右，M2增量或达22万亿元（增速9.2%左右），以2021年底货币乘数7.23测算，达到全年M2增量目标需增加3万亿元基础货币。

基础货币补充方式有哪些？

考虑到目前外汇占款等对基础货币影响较小，因此对于年内近3万亿元的基础货币需求，仍需通过货币政策操作工具主动投放，具体来看有如下方式。

表2 央行资产负债表（2022年1月）

资产	金额 (亿元)	占比 (%)	负债	金额 (亿元)	占比 (%)
国外资产	225 696	56.0	储备货币	331 197	82.2
外汇	213 201	52.9	货币发行	111 877	27.8
黄金	2 856	0.7	其他存款性公司存款	194 280	48.2
国外资产：其他	9 640	2.4	非金融机构存款	25 041	6.2
对政府债权	15 241	3.8	不计入储备货币的金融性公司存款	6 041	1.5
对政府债权：中央政府	15 241	3.8	发行债券	950	0.2
对其他存款性公司债权	134 700	33.4	国外负债	1 036	0.3
对其他金融性公司债权	4 112	1.0	政府存款	49 781	12.3
对非金融性部门债权			自有资金	220	0.1
其他资产	23 376	5.8	其他负债	13 900	3.4
总资产	403 125	100	总负债	403 125	100

数据来源：人民银行网站，中诚信国际整理。

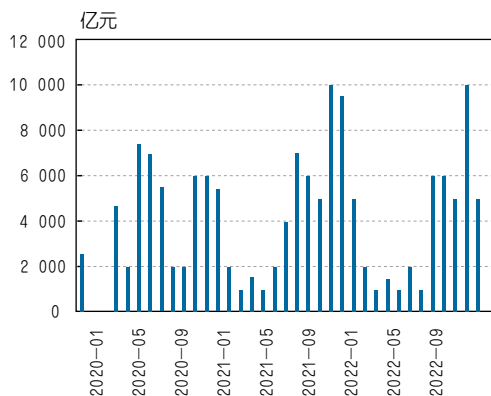


(1) 逆回购和MLF。公开市场逆回购期限通常较短，更适合熨平缴税、跨节时点取现需求增加等引起的短期流动性波动。对于中长期资金的补充，近年来一般通过投放MLF维稳流动性，但考虑到目前MLF存量规模仍处于高位，若基础货币缺口全部由MLF投放补足，或存在引导成本下降作用有限、抵押品不足等问题。因此从全年角度看，通过逆回购和MLF或不能完全补充基础货币需求。

(2) 再贷款。2014年，央行发布的《关于调整再贷款分类的通知》，将再贷款分为流动性再贷款、信贷政策支持再贷款、金融稳定再贷款和专项政策性再贷款四类，自此再贷款工具不断丰富。再贷款作为结构性货币政策工具，采用“先贷后借”机制，有利于对经济薄弱环节和重

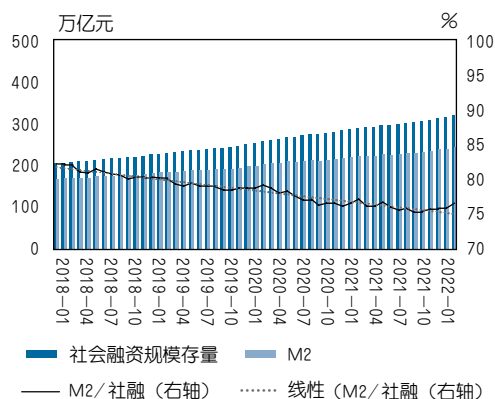
点领域精准发力。从2021年看，年初增加2 000亿元再贷款额度，9月增加3 000亿元支小再贷款额度，11月推出2 000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，加大对实体经济的支持力度。考虑到再贷款发放需要一定时间，若假设11月2 000亿元额度全部于2022年使用完毕，在不考虑2022年新增再贷款额度的前提下，再贷款提供的增量资金或为2 000亿元。

(3) 碳减排支持工具。2021年11月8日，央行宣布设立碳减排支持工具；2021年12月30日，央行向有关金融机构发放第一批碳减排支持工具资金855亿元，支持金融机构已发放符合要求的碳减排贷款1 425亿。若以此前实际发放资金简单推算，2022年碳减排支持工具提供的增量资金或超万亿元，从而增加基础货币投放规模。



数据来源：Wind，中诚信国际整理。

图3 MLF到期分布



数据来源：Wind，中诚信国际整理。

图4 社融存量与M2



表 3 部分项目变动对基础货币的影响

变动项目	央行资产端	央行负债端
外汇占款	外汇（增加）	储备货币（增加）
央行净投放	对其他存款性公司债权（增加）	储备货币（增加）
政府存款	无影响	政府存款（增加）；储备货币（减少）

数据来源：中诚信国际整理。

（4）两项直达工具接续转换。央行表示自2022年1月1日起实施普两项直达工具接续转换，将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，从2022年起至2023年6月底，央行按照地方法人银行普惠小微贷款余额增量的1%提供资金；自2022年起普惠小微企业信用贷款支持计划不再实施，原来用于支持普惠小微信用贷款的4 000亿元再贷款额度可以滚动使用。2021年末，普惠小微贷款余额19.23万亿元，同比增长27.3%，以此数据简单测算，2022年小微贷款余额增量或为5万亿元左右，普惠小微贷款余额增量的1%提供资金支持约为500亿元，叠加支持普惠小微信用贷款的4 000亿元再贷款额度为滚动使用，若不增加再贷款额度，两项直达工具对基础货币的补充或相对有限。

整体而言，上述测算的存续货币政策工具（即煤炭清洁高效利用专项再贷款、碳减排支持工具以及两项直达工具接续转换）对基础货币的增量贡献或为1.3万亿元，以M2角度并假设货币乘数不变的情况下计算的新增基础货币需求或为3万亿元，二者缺口或为1.7万亿元，基础货币缺

口仍存。在近年来外汇占款、政府存款等方式对基础货币影响相对较小的情况下，叠加2022年政府工作报告继续强调“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，全年基础货币缺口或仍需通过货币政策工具操作等主动型投放机制补足，综合运用再贷款等多种货币政策工具，保持货币信贷总量稳定增长，为实体经济提供更有力的支持。^[N]

学术编辑：曾一巳

