

怎么看“央行向财政上缴总额超过1万亿利润”这件事儿？

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：3月8日，央行发布公告称，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。

东方金诚解读如下：

首先，央行上缴利润，是世界主要经济体的通行做法，并非财政货币化。央行在公告中明确，这些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。我国央行在经营外汇储备过程中，对外开展大规模投资，会取得各类利息和资本利得收入，从而形成央行利润。另外，各国央行在货币政策操作过程中，往往还会形成息差收入，也会增加央行利润，并上缴财政。可以看到，近年来每年美联储都向美国财政部上缴数百亿美元利润。

重要的是，央行向财政上缴利润，并非财政货币化。后者通常是指财政部发行国债，主要由央行购买，而且规模也要远大于央行利润。换句话说，靠央行上缴利润搞财政货币化，实际上是搞不起来的，规模太小了——本次央行向财政上缴利润规模超过1万亿，是历年收益的累积，平摊到每一年的规模仍然有限。目前来看，长期以来的日本央行，以及这次大规模放水中的美联储都已经在搞财政货币化。但我国法律禁止央行直接购买国债，最多是通过货币宽松等措施，支持银行等金融机构购入国债。当前我国央行对财政货币化警惕性很高，而且我国政府赤字率和国债规模可控，银行等金融机构完全能够消化，客观上也没有搞财政货币化的必要。

其次，央行向财政上缴利润，有降准效应，但也有明显区别。对实体经济而言，央行向财政上缴利润，相当于通过财政渠道向市场释放基础货币，效果上与降准相当——以1万亿规模测算，基本上相当于降准0.5个百分点——而且不通过银行，具有更强的直达效应。不过，它与直接降准还是有明显区别的。首先，央行在相关公告中明确，“结存利润按月均衡上缴”，这意味着相关资金不会一次性划入财政账户；而且具体落到财政支出方面，还需要一个过程。这样来看，与直接降准通常一次或分两次落地不同，央行上缴利润对资金面的宽松效应短期内将较为有限。其次，降准会直接增加银行长期流动性，提升其放贷能力，但央行上缴利润没有这个效果，它直接增加的是财政减税（退税）降费能力。

最后，这并不意味着二季度降准窗口就此关闭。关于此事对后续降准几率的影响，首先，央行上缴利

润有降准效应，可能会在一定程度上降低未来直接降准的必要性和次数，但这并未消除继续降准的可能性。我们判断，接下来是否实施直接降准操作，主要取决于宏观经济金融运行态势，其中一个重要观察点是即将公布的1-2月投资、消费等宏观经济数据，以及2月金融数据。建议重点看一下2月各项贷款余额增速能否实现“由降转升”。

1月新增人民币贷款3.98万亿，规模创历史新高，信贷实现“开门红”。但1月各项贷款余额同比增速为11.5%，比上月末下行0.1个百分点，续创近二十年以来新低。这意味着近期加大货币政策实施力度的效果在信贷增速上还未充分体现。若接下来贷款增速没有出现一定幅度的趋势性上行，全面降准、乃至政策性降息的可能性就会仍然存在。

总体而言，在外部地缘政治紧张局势升温，国内房地产市场尚待回暖，以及消费修复较弱背景下，今年实现“5.5%左右”的GDP增长目标需要宏观政策进一步发力。这样来看，央行上缴利润并不意味着二季度降准窗口关闭。我们认为，在当前形势下，对于央行上缴利润，更宜从政策面加大对稳增长支持力度的角度解读，而不应把重点放在未来货币政策边际宽松的必要性就此下降上。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。