

## 中国央行观察

# 解析央行资产负债表近期变化

过去两个月，货币信贷总量经历了明显的起落。在这背后，我们注意到央行资产负债表出现了一些重要但可能容易被市场忽略的变化，对理解货币政策走向至关重要。

- ▶ **基础货币在经历了较长时间的下滑后触底回升。**过去两个月，基础货币增加了 1.42 万亿元，是推动 M2 和信贷扩张的主要力量之一。
- ▶ **再贷款已成为基础货币投放的最主要渠道。**过去两个月内央行对存款性公司债权创纪录地激增 2.6 万亿元，抵消外汇流出而有余。
- ▶ **这些变化背后是央行打造并提升了各种再贷款工具。**央行近年推出了一系列新工具，并扩大了可接受的银行合格抵押品范围。
- ▶ **政府存款下降是基础货币扩张的另一重要因素。**该项目自基础货币回升以来已下降近 1 万亿元。尽管过去两月录得净增 2,326 亿元，但政府存款的下降趋势可能还会继续。

综合来看，基础货币投放方式正发生重要变化。调整存款准备金率变动的影 响后，进一步确认央行国内净资产的增加已超过国外净资产的减少，进而带动基础货币扩张。凭借升级的再贷款工具，央行扩张货币总量的能力似乎有所修复。这或许使得央行在面对外汇流出时尚有一定空间适当放缓其下调存款准备金率的节奏，如果它偏好这样做的话。

从以外汇占款转向以再贷款为支撑发行基础货币，其乘数效应似乎更大，并可为国内经济活动提供更直接有效的支持。

联系人

**余向荣**

SAC 执证编号: S0080115020007  
SFC CE Ref: BFA907  
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

- 宏观经济 | 整体鸽派，未给出更多加息前瞻指引 (2016.03.17)
- 宏观经济 | 房地产回暖带动政府广义收入增长加快 (2016.03.16)
- 宏观经济 | 做多日元 (2016.03.15)
- 宏观经济 | 托宾税 ≠ 资本管制 (2016.03.15)
- 宏观经济 | 海外投资者最关注哪些问题? (2016.03.14)
- 宏观经济 | 美国通胀: 趋势向上，年中是低点 (2016.03.13)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

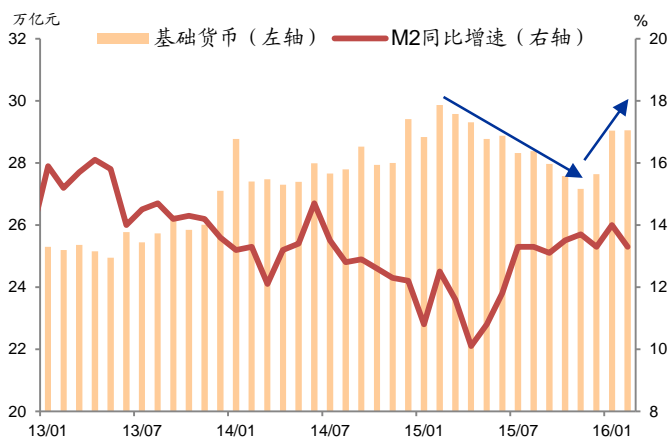


## 解析央行资产负债表近期变化

过去两个月，货币信贷总量经历了明显的起落。广义货币 M2 同比增速在 1 月份触及 19 个月高位 14.0% 后于 2 月份回落至 13.3%。新增贷款在 1 月份飙升至创纪录的 2.51 万亿元后也大幅回调至 2 月份的 7,266 亿元。在总量背后，我们注意到央行资产负债表出现了一些重要但可能容易被市场忽略的变化，对理解货币政策走向至关重要。

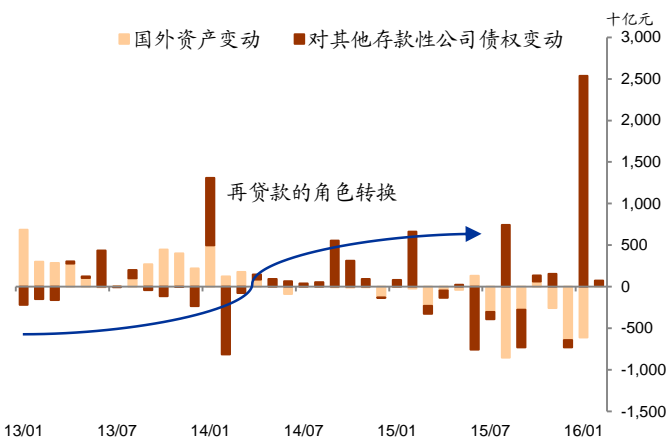
1. **基础货币在经历了较长时间的下滑后触底回升。**作为央行资产负债表中最主要的负债项目，基础货币从 2015 年 2 月开始持续下降，至 11 月见底。此后，基础货币再次进入扩张通道，今年前两个月增加了 1.42 万亿元（图表 1）。基础货币这一规模的增长显然是推动 M2 和信贷扩张的主要力量之一，这有别于以银行年初集中放贷作为主要解释的流行观点。基础货币增长放缓甚至萎缩曾是制约货币政策操作的重要因素，导致 M2 增速多年低于年度目标<sup>1</sup>。这一情况似乎正在改变。
2. **再贷款已成为基础货币投放的最主要渠道。**在过去，基础货币扩张主要由央行购买外汇所驱动。同时，央行通过上调存款准备金率来冲销外汇流入的影响，并运用再贷款工具（包括公开市场操作）对流动性状况进行微调。当国内资产的增长未能弥补外汇资产放缓的影响时，基础货币的扩张就会受到拖累。然而，外汇购买与再贷款的角色最近发生了逆转（图表 2）。特别地，过去两个月央行对存款性公司债权创纪录地激增 2.6 万亿元，相当于新增贷款的 80.3%，抵消外汇流出而有余。这一项目的变化主要是再贷款操作的结果，不能完全用季节性因素来解释。
3. **这些变化的背后是央行打造并提升了各种再贷款工具。**央行近年推出了一系列新工具，如常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）以及抵押补充贷款（PSL）等。去年 10 月，央行扩大了可接受银行合格抵押品范围，进一步加强了再贷款工具<sup>2</sup>。在前两个月提供的中央银行信用中，42%（1.1 万亿元）通过公开市场操作投放，主要是逆回购；6.9%（1,790 亿元）通过 PSL 投放，通常用来向政策性银行提供直接有效的资金支持，以用于基础设施投资和棚户区改造；25.6%（6,660 亿元）通过 MLF 投放，向银行提供中期流动性（图表 3）。
4. **政府存款下降是基础货币扩张的另一重要因素。**在资产负债表规模不变的情况下，基础货币与政府存款（央行第二大负债项）呈相反方向变动。政府存款自 2014 年底以来在波动中下行。不作任何调整，该项目自基础货币回升以来已下降近 1 万亿元（图表 4）。尽管过去两个月录得增 2,326 亿元，但考虑到政府加大支出以支持实体经济的需要，政府存款的下降趋势可能还会继续。

图表 1：基础货币经历较长期下滑后见底回升



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 2：再贷款取代外汇购买成为基础货币发行的主渠道



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

<sup>1</sup> 请参见我们 2015 年 3 月 9 日发布的中国宏观专题报告《寻找中国货币投放的新常态》。

<sup>2</sup> 请参见我们 2015 年 10 月 12 日发布的中国宏观热点速评《央行打造再贷款工具》。



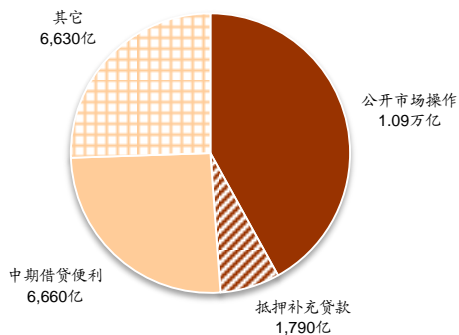
调整存款准备金率变动的影 响，进一步确认央行国内净资产的增加已超过了国外净资产的减少，进而带动基础货币扩张（图表 5）。虽然再贷款（尤其定向操作）可能带来各种扭曲，但其对创造基础货币和支持经济增长还是比较直接有效的。

的确，以国内资产为基础投放的基础货币似有更大的乘数效应（图表 6）。以外汇为基础发行货币等于借款给外汇资产的发行人，如美国政府，而当央行购买国内资产而发行货币时，将为国内经济活动提供资金，从而加快私人部门的信用创造过程。当政策性银行从央行获得再贷款时，它们的支出行为与财政扩张更加相似，将直接拉动投资。去年央行向两大政策性银行注资 930 亿美元，有助于它们在央行再贷款基础上进一步加杠杆<sup>3</sup>。从这个角度看，货币发行机制的改变应有利于中国经济增长。

总之，央行资产负债表显示，近期信贷扩张很大程度上源于央行动作。同时，基础货币投放方式也正发生重要转变。凭借升级的再贷款工具，央行扩张货币总量的能力似乎已经改善。这或许使得央行在面对外汇流出时尚有一定空间适当放缓其下调存款准备金率的节奏，如果它偏好这样做的话。

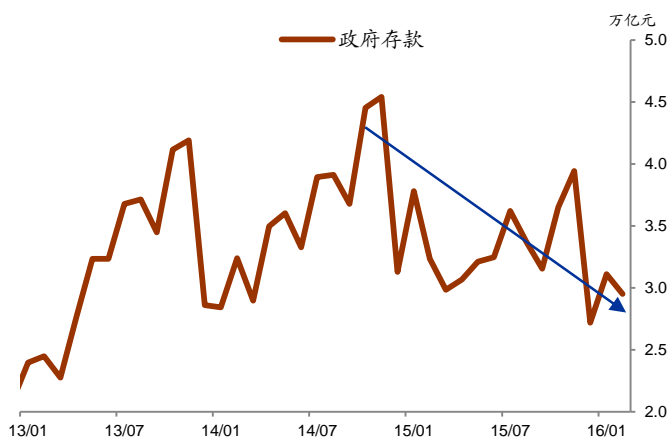
图表 3：央行通过多项工具提供再贷款

今年1-2月，对其他存款性公司债权增加2.6万亿元



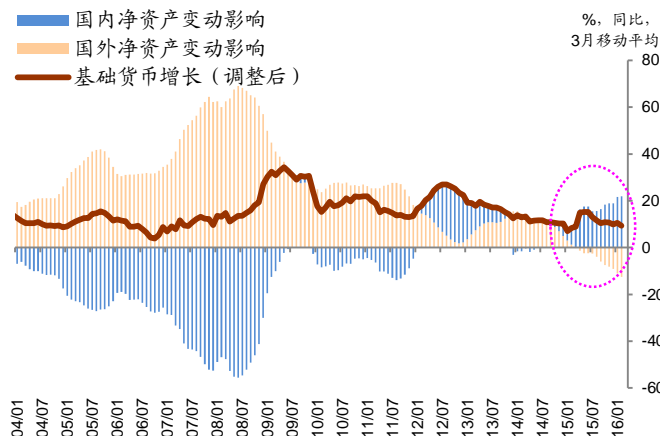
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 4：作为央行负债项的政府存款呈下降趋势



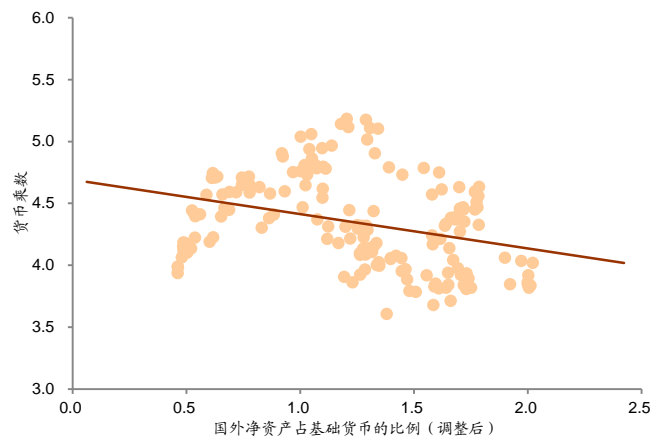
资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 5：国外净资产和国内净资产的角色已经逆转



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

图表 6：国外净资产占基础货币比重与货币乘数负相关



资料来源：中国人民银行，中金公司研究部

<sup>3</sup> 请参见我们 2015 年 7 月 24 日发布的中国宏观周报《关于中国外汇储备，你需要知道的五件事》。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

