

中国央行观察

降准助推货币乘数回升；外汇占款仍保持稳定

7月央行资产负债表数据点评

7月央行资产负债表扩张 581 亿元，而 6 月扩张 6,553 亿元。央行对金融机构债权增加以及政府存款上升分别在资产与负债两端推动 7 月央行资产负债表扩张（图表 1 和 2）：

在资产端—

- ▶ **7 月央行外汇占款小幅上升 108 亿元，表明目前尚未有明确的资本外流的迹象。**继 6 月上升 76 亿元后，7 月外汇占款进一步小幅上升，且已经在较平稳的水平保持一年有余，显示央行的立场可能是一般情况下不再进行大规模外汇干预（图表 3）。7 月央行外汇占款上升证实了我们之前的推论，即虽然 7 月份两岸人民币汇率贬值明显加速，但跨境资本流动保持大体平衡¹。
- ▶ **7 月央行对其他存款性公司债权上升 1,283 亿元，而 6 月为上升 6,264 亿元。**7 月央行通过公开市场操作以及其它再贷款工具净回笼资金 315 亿元。央行可能通过其他渠道（如存款）增加了对金融机构的债权。

在负债端—

- ▶ **7 月基础货币收缩 6,614 亿元，而 6 月为扩张 13,984 亿元。**基础货币下降主要是因为超储率受政府存款季节性上升回调——往年 6 月超储率通常会上升，而 7 月则会下降。
- ▶ **受缴税等季节性因素驱动，7 月政府存款上升 7,200 亿元，对比 6 月季节性下降 5,352 亿元（图表 4）。政府存款上升的幅度小于去年同月的增幅（去年 7 月为上升 10,330 亿元），提振广义货币增速。然而，今年 7 月政府存款的增幅仍显著高于过去几年均值，显示财政政策有较大的进一步发力空间。**

7 月货币乘数从 6 月的 5.56 回升至 5.70（图表 5），主要得益于 7 月 5 日生效的降准——央行再次大范围“定向”降准 50 个基点，有望释放总额约为 7,000 亿元的资金（其中 5,000 亿元用于支持“债转股”项目执行，2,000 亿元用于鼓励微小企业贷款）。²

7 月“准 M2”³同比增速从 6 月的 10.4% 进一步小幅下降至 10.3%，主要受调整后的社融增速放缓拖累（“准 M2” = 调整后的社融⁴存量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款）。经季节性调整后，6 月“准 M2”月环比年化增速从 6 月的 7.7% 回升至 12.0%（图表 6）。⁵

下一页

分析员

易焜

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

常慧丽

SAC 执证编号: S0080517110001
SFC CE Ref: BJC906
huili.chang@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 | 内外需不确定性上升的环境下保持充裕流动性 (2018.08.13)
- 宏观经济 | 7 月外储继续攀升，显示央行对汇率干预十分有限 (2018.08.07)
- 宏观经济 | 央行重新征收 20% 远期售汇风险准备金 (2018.08.04)
- 宏观经济 | 基础货币扩张但货币乘数下降 (2018.07.23)
- 宏观经济 | 外储小幅上升；资本流动总体平衡 (2018.07.09)
- 宏观经济 | 央行再次大范围降准 50 个基点 (2018.06.24)

¹ 请参见我们 2018 年 8 月 7 日发布的中国央行观察《7 月外储继续攀升，显示央行对汇率干预十分有限》。

² 请参见我们 2018 年 6 月 24 日发布的中国央行观察《央行再次大范围降准 50 个基点》。

³ 请参见我们 2017 年 8 月 7 日发布的中国宏观专题报告《该如何去理解 M2 增速下降及其影响？》以及 2017 年 8 月 15 日发布的中国宏观简评《“准 M2”与调整后社融作为领先指标的预测能力如何？》。

⁴ 请参见我们 2015 年 8 月 13 日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款和社融数据的影响》。

⁵ 央行 7 月调整了对社融存量的定义，将资产支持证券与贷款核销两项加回了社融。我们计算“准 M2”同比增速时采用了新的社融定义。但是，由于最新公布的社融存量数据仅从 2017 年 1 月开始，我们使用之前定义的、不加回两项的社融来计算“准 M2”的环比增速。

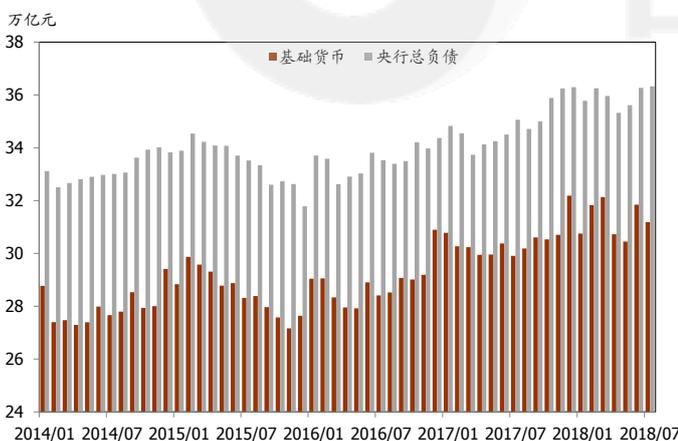
财政资金使用效率亟需提高, 央行也有进一步降准的空间, 以推动货币供应扩张。7月央行资产负债表的变动及货币乘数的回升显示央行通过降准来支持货币供应扩张的努力。往前看, 央行有进一步降准的空间——央行在2季度《中国货币政策执行报告》的第一个“专栏”中指出, 中国特有的情况是存款准备金率较高, 而降准会在降低基础货币增速的同时支持银行间流动性扩张; 往前看, 央行可能继续倾向于把降准而不是大规模公开市场操作作为释放银行间流动性的政策工具⁶。另外值得注意的是, 虽然7月财政存款的同比增速有所下降, 但财政存款存在继续下降的空间, 且总体财政政策应当更为积极, 以支持货币投放、稳定内需增长。

图表 1: 7月央行资产负债表的变动

截至2018年7月					
资产	规模 (十亿元)	月度变化 (十亿元)	负债	规模 (十亿元)	月度变化 (十亿元)
国外资产	22,013	-5	储备货币	31,186	-661
外汇	21,530	11	货币发行	7,551	-15
货币黄金	254	0	其他存款性公司存款	22,994	-787
其他国外资产	229	-16	非金融机构存款	641	140
对政府债权	1,527	0	不计入储备货币的金融性公司存款	356	-19
对其他存款性公司债权	10,471	128	国外负债	120	8
对其他金融性公司债权	595	0	政府存款	3,924	720
对非金融性部门债权	5	0	自有资金	22	0
其他资产	1,717	-65	其他负债	721	10
总资产	36,328	58	总负债	36,328	58

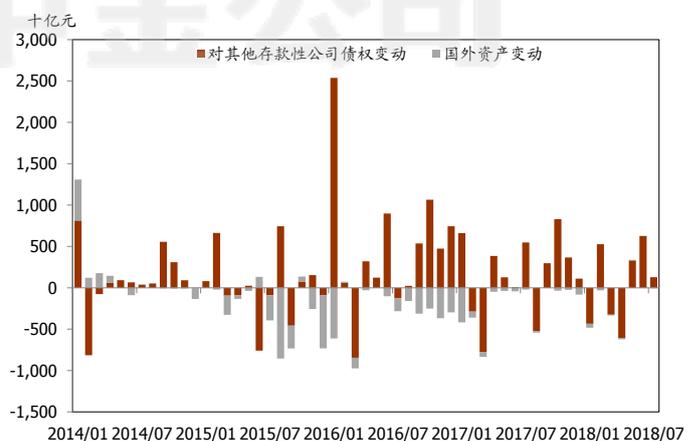
资料来源: 人民银行, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 7月基础货币收缩, 央行资产负债表小幅扩张



资料来源: 人民银行, 万得资讯, 中金公司研究部

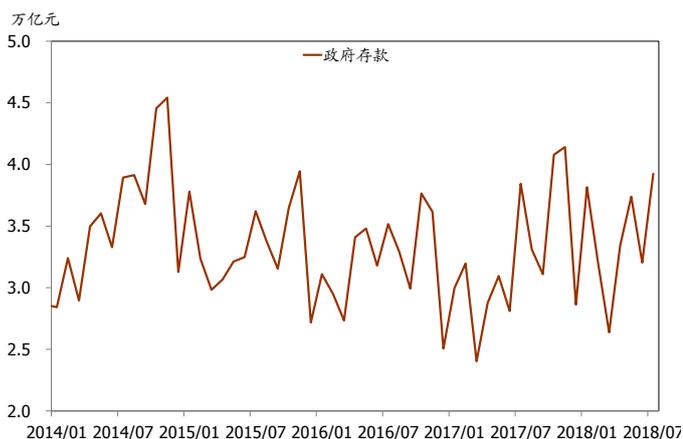
图表 3: 7月央行国外资产微降, 而对金融机构再贷款上升



资料来源: 人民银行, 万得资讯, 中金公司研究部

⁶ 请参见我们 2015 年 8 月 13 日发布的中国央行观察《内外需不确定性上升的环境下保持充裕流动性》。

图表 4: 6 月政府存款上升



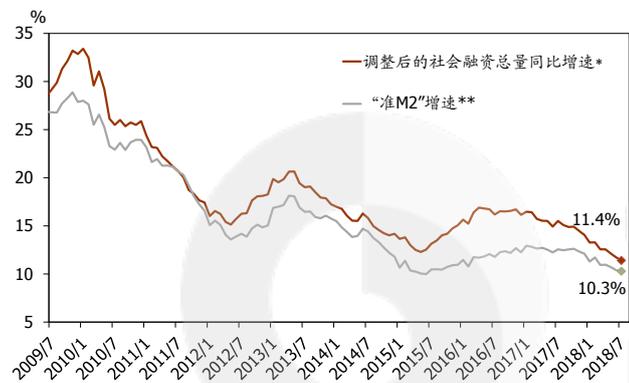
资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表 5: 6 月货币乘数上升



资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

图表 6: 7 月“准 M2”与调整后的社融增速均有所放缓



* 社会融资总量增速根据地方政府债务置换及政府债券发行进行调整，请参见我们2015年8月13日发布的中国宏观简评《论地方政府债务置换对贷款及社融数据的影响》。
** “准M2” = 调整后的社融存量 + 商业银行外汇占款 - 财政存款。

资料来源：人民银行，万得资讯，中金公司研究部

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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

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（“中金香港”）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金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照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》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联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 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”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

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。

V160908
编辑：张莹

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
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
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 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

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B座13层1311单元
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 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

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

西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司