

研究部

报告摘要

莫尼塔研究

sales.list@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

■ 国内宏观经济摘要

■ 盛松成《中央银行与货币供给》一书中认为，法定准备金率的变动不能改变基础货币的总额，也不能影响央行的资产负债，这也符合市场的认识。但在现实中，降准虽然不会改变央行的负债总量，但会立即改变央行的负债结构，表现为对他存款性公司存款的下降，和货币发行量的增加。同时，央行在降准一次性投放大量流动性后，又会对于流动性进行回收。商业银行会在降准后采取信贷扩张的行为。这两者都会对于央行资产负债表多个科目（包括资产端和负债端）造成连续几个月的连锁影响。我们对于 2018 年至今历次降准的情况进行复盘：包括释放的流动性，与降准当月、次月、次次月央行资产负债表各科目变动情况的复盘，对该现象进行验证。

■ 海外宏观摘要

■ 上周美股三大指数均涨幅较大，其中纳指涨幅最高，高达 3.19%，标普 500 上涨 2.28%，道指上涨 1.65%。欧股市场同样表现强势，富时 100 收涨 1.41%，法国收涨 2.31%，德国上涨 1.45%。亚洲股市涨跌幅较小，日经收涨 0.83%，韩国收跌 0.18%，恒生指数收涨，达 0.13%。新兴市场表现弱势，俄罗斯下挫 0.55%，巴西市场跌幅 2.15%，印度指数上涨 0.20%。前期市场对于货币政策担忧以及新型冠状病毒有所减缓，发达地区股市表现强势，但亚洲及新兴市场小幅下挫。

■ 十年美债收益率由 1.40% 上升 9 个 bps 至 1.49%，美国长债上方压力减弱；德国国债收益率大幅上涨 12.8%，日本十年国债收益率回落至 0.06%。美债期限利差扩大 4 个 bps 至 0.80%。

■ 美元指数小幅下跌，最终收于 96.1327。澳元、欧元兑美元均出现升值，澳元涨幅 1.35%，欧元小幅收涨 0.72%，日元兑美元继续下挫 0.56%，人民币兑美元上涨，涨幅为 0.12%，英镑涨幅为 1.16%。美元指数快速上涨告一段落，市场对于加息预期的担忧有所缓解。



目录

一、宏观经济周报：降准对央行资产负债表的影响	3
二、海外宏观周报：美联储如期加速 Taper，全球股市下行	9
三、电子行业周报：士兰微将集资拓建 8 寸晶圆产能	13
四、计算机行业周报：华为智能汽车解决方案创新中心正式启用	16
五、商贸零售行业周报：腾讯大幅减持京东，直播电商全面查税	20
六、光伏行业周报：硅料继续下行，12 月开工率进一步恢复	24
七、锂电池行业周报：中上游材料轮番涨价，锂电池电芯大概率再提价	37

一、宏观经济周报：降准对央行资产负债表的影响

一、降准同时影响央行资产负债表中多个科目

“降准”是指央行通过降低法定存款准备金率令银行可贷资金数量上升，从而提高货币供应量、释放流动性的货币政策。中国人民银行调查统计司司长盛松成的《中央银行与货币供给》中对于降准和中央银行资产负债表的关系进行了论述。书中表示，基础货币是货币当局的负债，只有中央银行资产负债表中有关项目的变化，才能引起中央银行基础货币的变化。传统的“三大货币政策”中，能够对中央银行资产负债产生影响的是中央银行的公开市场操作和再贴现业务，而法定准备金政策却不能。也就是说，法定准备金率的变动并不能改变基础货币的总额，也不能影响央行的资产负债。

人民银行行长易纲于 2020 年 6 月 18 日在第十二届陆家嘴论坛上的发言中表示：“降准的过程，一方面体现为央行资产负债表‘缩表’；另一方面，体现为商业银行通过发放更多贷款形成的货币扩张效应。与此同时，央行通过增加再贷款、再贴现等货币政策工具，又会相应‘扩表’。央行降准和增加再贷款是双扩张的货币政策工具，但反映在央行资产负债表上则前者是缩表、后者是扩表。

分拆来看，在央行资产负债表中，很多科目与降准有所关联，其中受降准影响较大的科目有：

1) 资产端：“对其他存款性公司债权”。该科目主要是指央行对商业银行、城商行、农商行以及政策性银行等使用的数量性和结构性货币政策工具，向经济体中投放基础货币。其中，数量性货币政策工具主要包括再贷款、再贴现、逆回购；结构性货币政策工具主要包括：常备贷款便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、流动性调节工具（SL0）与抵押补充贷款余额等。降准后，央行往往会通过缩减 OMO、MLF 等投放量回笼流动性，从而减少资产负债表中的“对其他存款性公司债权”。

2) 负债端的：“储备货币”。该科目包括货币发行、其他存款性公司存款与非金融机构存款。降准后，银行的法定存款准备金减少，超额存款准备金增加，银行可以自由支配超储金，从而增大信贷规模，提高货币供应量，释放流动性，从而减少资产负债表中的“储备货币：其他存款性公司存款”，增加“储备货币：货币发行”，“储备货币”整体上收缩，体现央行缩表。

“不计入储备货币的金融性公司存款”。该科目包含非存款类金融机构缴存的备付金以及金融机构用以清算、结算的资金。“政府存款”。该科目指财政部门在央行账上的存款，包括中央政府和地方政府。

图表 1： 2021 年 7 月央行资产负债表

截至2021年7月	
负债	资产
储备货币 (81.63%)	国外资产 (57.93%)
货币发行 (23.57%)	外汇(央行口径外汇占款) (55.75%)
其他存款性公司存款 (53.12%)	黄金 (0.75%)
非金融机构存款 (4.94%)	其他 (1.42%)
不计入储备货币的金融性公司存款 (1.42%)	对政府债权 (4.01%)
债券发行 (0.24%)	对中央政府债权 (4.01%)
国外负债 (0.25%)	对其他存款性公司债权 (31.96%)
政府存款 (13.16%)	对其他金融性公司债权 (1.04%)
自有资金 (0.06%)	对非金融公司债权 (0%)
其他负债 (3.24%)	其他资产 (4.96%)
负债总计	资产总计

来源：Wind, 莫尼塔研究

二、降准对于央行资产负债表的影响存在时滞现象

我们整理了 2018 年以来历次降准当月、次月和次次月央行资产负债表中变动较大的科目，并对其做出如下总结：

图表 2：2018 年至今历次降准对央行资产负债表影响

	资产			负债					净投放 (含OMO, MLF, TMLF, 国库现金定存, PSL, SLF, SLO)		月度净投放变化
	对其他存款性公司债权	储备货币	储备货币: 货币发行	储备货币: 其他存款性公司存款	政府存款	非金融机构存款	当月国债+地方债	降准释放流动性		降准+净投放	
2018-1当月	-4341.83	-14371.48	4483.61	-19097.76	9518.19	242.67	5.36				10434.4
2018-1次月	5266.19	10789.43	9920.61	-95.96	32023.11	964.78	175.27				1732.4
2018-1次次月	-3252.83	3061.45	-12025.21	14131.49	-5649.14	955.17	1815.85	4500	-3329.1	1170.9	-3024.1
2018-4当月	-6054.42	-14066.55	-1826.36	-14077.71	7059.52	1837.52	5302.82				3888.8
2018-4次月	3313.04	-2796.54	-1713.63	-1097.1	3960.32	14.19	2728.05				5232.5
2018-4次次月	4988.26	13984.112	-254.85	14239.84	-4048.22	-0.87	6509.33	4000	5211.2	9211.2	-9275.3
2018-7当月	1283.06	-6613.5	-150.92	-7867.54	7200.42	1404.95	7998.11				2271.9
2018-7次月	-361.96	-7105.4	237.33	-2172.99	-398.69	1225.12	8651.34				721.4
2018-7次次月	4988.26	6771.21	2373.07	3286.58	-4048.22	1111.56	9108.11	7000	3688.2	10688.2	3536.6
2018-10当月	-7090.5	-19747.32	-1630.17	-19324.06	6909.56	1206.91	3032.04				-6451.1
2018-10次月	1780.94	7668	-61.85	5240.29	-4058.24	2489.55	-247.21				-4365.5
2018-10次次月	7493.66	25117.49	2720.29	18543.87	-9421.56	3853.34	3451.75	7500	-231.7	7268.3	16369.8
2019-1当月	-4461.01	-17720.29	16631.31	-32037.43	6886.07	-2314.18	1699.77				-13643.6
2019-1次月	-6148.66	-9666.963	-8244.5619	-543.08	3405.82	-879.32	4346.70				-3042.7
2019-1次次月	-7240.25	141.77	-6221.57	6717.43	-7109.48	-354.08	3412.18	15000	-18045.6	-3045.6	828.2
2019-9当月	2002.85	5561.23	1465.11	4284.5	6886.07	-188.38	3776.97				-965
2019-9次月	-2400.88	-7041.33	-1227.87	-6406.06	5130.93	592.6	1870.89				6617.9
2019-9次次月	3783.77	5166.87	345.3	4059.46	-1594.16	762.11	1716.00	9000	1066.5	10066.5	-9793.3
2020-1当月	3075.29	-2577.01	18297.71	-23415.54	4373.15	2540.81	7613.00				899.7
2020-1次月	-12289.18	-12921.9	-4659.47	-5249.09	3405.82	-3013.33	1824.00				-17861.7
2020-1次次月	4479.37	9130.68	-5746.35	15321.7	-6391.7	-444.67	6344.00	9000	17.2	9017.2	11436.7
2020-3当月	4479.37	9130.68	-5746.35	15321.7	-6391.7	-444.67	6344.00				11436.7
2020-3次月	-5017.91	-6118.48	-2677.03	-3940.26	1540.7	498.82	3357.00				-5523.6
2020-3次次月	7528.97	-2993.46	-2385.63	-805.36	9961.87	197.52	11362.00	5500	3398.8	8898.8	9417.1
2020-4当月	-5017.91	-6118.48	-2677.03	-3940.26	1540.7	498.82	3357.00				-5523.6
2020-4次月	7528.97	-2993.46	-2385.63	-805.36	9961.87	197.52	11362.00				9417.1
2020-4次次月	-3906.8	-356.23	-275.18	-732.62	-4025.24	651.57	7450.00	4000	-1446.3	2553.7	-8738.6
2021-7当月	-9288.65	-13887.02	63.06	-14199.7	4395.31	249.63	1820.00				-5239.7
2021-7次月	-1043.69	-3169.02	431.47	-3933.98	1049.56	333.47	9738.00				-1217.1
2021-7次次月	11882.36	16903.14	2318.19	13859.96	-4967.91	724.99	8066.00	10000	-15885.5	-5885.5	-1498.7

来源：Wind, 莫尼塔研究

1. 资产端：

1) “对其他存款性公司债权”。正如上述所言，该科目在每次降准后都会产生较大变化。在降准当月，该科目往往环比下降较大，即使环比上升，幅度也相对较小。然而，在降准次月，该科目往往会有一定反弹，甚至出现大幅度增长，随后在次次月中增速再次回落。如若在降准次月“对其他存款性公司债权”并未增长或增长幅度不大，则次次月中该科目往往环比增加较多。该科目降准后下降原因包括：央行降准释放的流动性较多（但这本身不影响这一科目）、然后通过缩减 OMO、MLF 等投放量回笼流动性（直接作用在该科目上）。而过了两个月后，降准释放的流动性已经效应基本退却，央行通过增大 OMO，MLF 的投放向市场投放流动性，表现为“对其他存款性公司”债权的增加，和央行的扩表。

2. 负债端：

1) “储备货币”。该科目在降准当月通常都有着较大幅度的下降，体现为央行的缩表。在降准次月，该科目变动往往是不确定的，可能具有较大增长，也可能有明显下降，但在次次月，“储备货币”通常会有所上升。该科目变动体现了央行降准当月的缩表和后来的扩表过程。

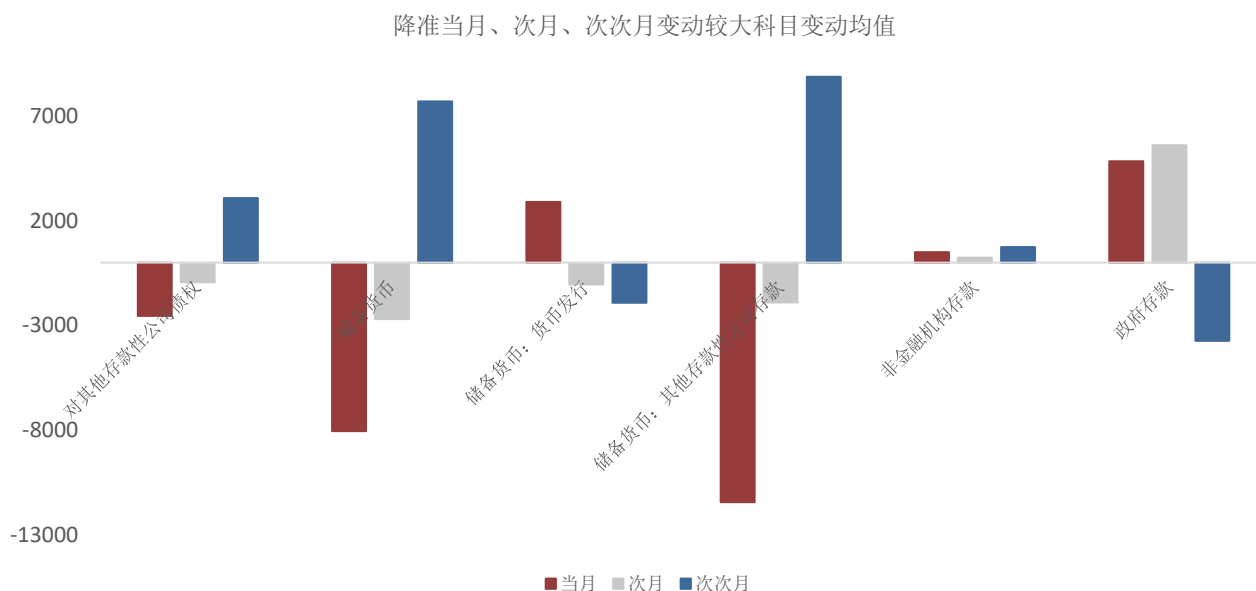
2) “储备货币：货币发行”。该科目在降准后的三月内并不一定具有较大变动。降准当月“储备货币：货币发行”往往有较大增长，体现出 M0 上升。降准次月该科目变动方向不确定，次次月则往往有所下降，体现出降准形成信贷派生后，流动性再次被存回银行形成存款。

3) “储备货币：其他存款性公司存款”。该科目基本在降准当月大幅度减小，在降准次月变动不明显，在降准次次月大幅度上升。该科目在降准后的下降主要源自商业银行存款准备金的减少，而后的上升则体现了，信贷派生形成后，银行向央行上缴新的存款准备金。

4) “政府存款”。该科目通常在降准当月和降准次月有较大上升，并在降准次次月有较大下降。政府存款主要影响因素主要在于财政收支、缴税、政府债券发行节奏等。其在降准当月和降准次月的上升可能是与财政发债加速有关。

5) “非金融机构存款”。该科目有时会在降准后有所上升，但幅度相较前述科目并不太大。“非金融机构存款”是支付机构交存中国人民银行的客户备付金存款，其在降准后的增长可能是由于降准后释放流动性，从而支付次数增加，备付金增加。

图表 3：降准当月、次月、次次月变动较大科目均值



来源：Wind，莫尼塔研究

三、降准释放资金和央行资产负债表各科目相关系数计算：

基于以上数据，我们分别计算了降准规模与降准当月、次月、次次月央行资产负债表中通常变动较大的六个科目——“对其他存款性公司债权”、“储备货币”、“储备货币：货币发行”、“储备货币：其他存款性公司存款”、“政府存款”、“非金融机构存款”——的相关系数，整理如下：

可以看出，降准当月、次月、次次月里以上六个科目变动值与降准释放流动性的相关性大致符合我们此前总结的规律：

降准当月，“对其他存款性公司债权”、“储备货币”、“储备货币：货币发行”与降准释放流动性呈现系数较大的负相关，“储备货币：其他存款性公司存款”、“政府存款”、“非金融机构存款”与降准释放流动性呈现系数较大的正相关。

降准次月，除“储备货币：其他存款性公司存款”与降准释放流动性呈现一定负相关外，其余五个科目均与降准释放流动性呈现出系数较大的正相关。

降准次次月，除“储备货币：货币发行”与“政府存款”与降准释放流动性呈现出一定负相关外，其余四个科目均与降准释放流动性呈现出系数较大的正相关。

图表 4：降准释放流动性与央行资产变动较大科目相关系数（当月，次月，次次月）

	对其他存款性公司债权	储备货币	储备货币：货币发行	储备货币：其他存款性公司存款	非金融机构存款	政府存款
当月	-0.0381	-0.2014	0.7759	-0.4549	-0.5304	0.1999
次月	-0.6309	-0.4119	-0.3731	-0.0887	-0.334	-0.3575
次次月	-0.1379	0.1235	-0.0444	0.0842	-0.1829	-0.301

来源：Wind，莫尼塔研究

四、2021 年 12 月这一次降准后对于央行资产负债表可能的影响？

本次降准，所处的宏观环境和信用环境和 2019 年 1 月比较相似。同时，本次降准释放流动性 12000 亿，和 2019 年 1 月的 15000 亿相对比较相近。同时，从财政的角度看，本次降准也伴随着专项债的加速发行，和 2019 年初也比较相近。

从 2019 年 1 月的情况来看，当月、次月、次次月央行资产端的“对其他存款性公司债权”都显著收缩，体现出降准后，央行通过 OMO，MLF 等工具回收流动性。同时，在 2019 年初，稳增长成为各部委的共识，信贷、社融、专项债的反弹都较为明显。2019 年 1 月“当月其他存款性公司存款”显著收缩，2 月，3 月则逐步开始反弹；2019 年 1 月“储备货币：货币发行”显著扩张，2 月，3 月则逐步开始收缩；两者共同体现出商业银行的负债端的结构发生了快速的变化：降准后，商业银行可支配的资金快速增多，然后形成了信用派生，商业银行将部分新形成的存款存回央行，形成“其他存款性公司存款”的上升和“储备货币：货币发行”的下行。政府存款经历了 1,2 月的上升后，3 月又下降，体现出了财政发债和财政资金投放的节奏带来的影响。同时，1,2,3 月央行降准+净投放资金为-3045 亿，体现出在社融出现显著反弹后，央行回收流动性。

本次的情况也与之类似。但本次的不确定性在于社融能否在明年 1 月出现显著反弹的迹象，1 月是否可能再次降准。考虑两种情况：

情形 1：2022 年 1 月社融出现明显反弹的迹象，在这种情况下，降准的需求就明显下降，同时公开市场操作回收流动性可能性增加。考虑 1 月不再降准，各科目的变化应与 2019 年 12 月的情况较为类似，但本次投放的 12000 亿流动性相对于上一次的 15000 亿更少。大致预期本次表现为：在资产端，2021 年 12 月，2022 年 1 月，2022 年 2 月的“对其他存款性公司债权”先收缩再扩张。在负债端，2021 年 12 月，2022 年 1 月，2022 年 2 月的“储备货币：货币发行”，先增加再减少。“当月其他存款性公司存款”先经历显著收

缩，再经历反弹。同时，政府存款在财政支出和财政发债同时加速的情况下，呈现出不确定性的走势。

情形 2：2022 年 1 月社融出现反弹不明显。1 月再次降准的可能性大大上升。如果 1 月再次降准，两次降准加总投放的流动性就会非常庞大。央行则更有可能大幅度通过 OMO，MLF 等工具回收流动性。**在资产端，2021 年 12 月，2022 年 1 月，2022 年 2 月的“对其他存款性公司债权”也出现更大程度的连续收缩。**在负债端，负债结构发生变化：2021 年 12 月，2022 年 1 月，2022 年 2 月的“储备货币：货币发行”先在连续降准后经历显著增加，然后再收缩。“当月其他存款性公司存款”先经历显著收缩，再经历增加。同时，“政府存款”在财政支出和财政发债同时加速的情况下，呈现出不确定性的走势。

图表 5：高频数据更新

		单位	当周值	环比	上周值	11 月	10 月	2020 年	2019 年
实体经济	期货结算价(连续):动力煤	元/吨	851.28	-1.0	859.92	1044.5	1032.4	570.9	587.7
	期货结算价(连续):铁矿石	元/吨	687.9	4.6	657.5	785.0	966.6	821.7	729.6
	期货结算价(连续):螺纹钢	元/吨	4671.4	4.9	4452.6	5592.3	5218.9	3694.1	3824.1
	库存期货:螺纹钢	吨	1679.8	-81.8	9226	145347.0	72072.9	27992	19860
	高炉开工率(163 家):全国	%	46.0	-0.9	46.4	54.6	57.2	67.5	65.3
	水泥价格指数:全国	/	188.9	-1.8	192.4	170.9	147.7	148.9	151.2
	南华工业品指数	/	3184.1	1.0	3153.5	3340.0	3172.4	2210.1	2255.3
	30 大中城市:商品房成交面积	万平方米	421	67.2	252	1270.0	1301.0	17478	17994
	100 大中城市:供应土地占地面积	万平方米	627	0.2	626	5447.0	6696.0	87197	80806
	100 大中城市:成交土地占地面积	万平方米	1299	76.5	736	3583.0	3594.0	76255	71191
	100 大中城市:成交土地溢价率	%	1.6	-73.8	6.0	2.8	7.1	6.0	10.5
	当周日均销量:乘用车:厂家批发	辆	72458	16.2	62369	39019.8	45914.0	50968	53292
食品价格	农产品批发价格 200 指数	/	125.5	-0.9	126.7	113.2	113.5	122.2	114.2
	平均批发价:猪肉	元/公斤	23.8	-0.9	24.0	19.9	21.1	44.883	28.788
	平均批发价:鸡蛋	元/公斤	10.0	-1.6	10.2	10.5	10.5	7.5	9.3
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	5.0	-3.3	5.2	4.5	4.6	4.6	4.2
	平均批发价:7 种重点监测水果	元/公斤	6.2	0.5	6.2	5.4	5.5	5.6	6.3
大宗商品	RJ/CRB 商品价格指数	/	227.3	1.0	225.1	222.3	215.6	148.0	179.1
	期货结算价(连续):布伦特原油	美元/桶	74.8	0.9	74.1	74.9	70.7	43.2	64.2
	期货结算价(连续):WTI 原油	美元/桶	71.9	0.9	71.2	71.4	67.6	39.5	57.0
	现货结算价:LME 铜	美元/吨	9548.0	0.9	9460.2	9324.1	9307.9	6180.6	5996.8
	现货结算价:LME 铝	美元/吨	2763.7	4.4	2646.8	2839.7	2636.2	1704	1798.5
金融市场	DR007	%	1.98	-9.17	2.18	2.2	2.2	2.02	2.53
	R007	%	2.20	-6.81	2.36	2.4	2.2	2.23	2.67
	SHIBOR:隔夜	%	1.80	-13.37	2.08	2.0	2.1	1.59	2.18
	AAA 同业存单利率:1 年	%	2.75	2.23	2.69	2.7	2.7	2.65	3.11
	货币净投放	亿元	-8500	-88.89	-4500	-5700.0	1600.0	8940	-7784
	国债到期收益率:1 年	%	2.35	0.88	2.33	2.3	2.3	2.2	2.6
	国债到期收益率:10 年	%	2.90	-0.26	2.91	2.9	2.9	3	3.2

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35182

