

易峘 SAC No. S0570520100005  
 研究员 SFC No. AMH263  
 evayi@htsc.com

常慧丽 SAC No. S0570520110002  
 研究员 SFC No. BJC906  
 13810453741  
 changhuili@htsc.com

### 相关研究

- 1 《宏观：前瞻中央经济工作会议：促六保六稳、防范化解风险》 2020.12  
 2 《宏观：社融增速微降暂时无碍再通胀进程》  
 2020.12  
 3 《宏观：PPI 显著回升、猪肉拖累 CPI 暂时转负》  
 2020.12

## 外汇占款增加+流动性投放加大推升基础货币

### 11月央行资产负债表数据点评

11月央行资产负债表明显扩张、基础货币投放加大：一方面，央行应对信用债违约事件对流动性的冲击、(资产端)净投放力度加大。另一方面，央行外汇占款(资产)结束此前9个月的下行，实现环比增长。——11月央行资产负债表规模环比扩张1.02万亿元，大幅高于去年同期3,435亿元的增幅。在资产端，央行资产负债表扩张主要由对其他存款性公司债权增加驱动；在负债端，基础货币规模明显上升(图表1和2)。同时，11月货币乘数环比小幅下降。

#### 在资产端

1) 11月央行外汇占款环比由降转增，显示外汇流入压力升温——此趋势有望延续。11月央行外汇占款环比增加59亿元，逆转此前连续9个月环比下跌的趋势(图表3)。如我们近期报告所分析的(请参见12月7日发布的《外汇流入与估值效应共同推升11月外储水平》)，随着近期人民币汇率走强，前期未结汇的出口收入可能已开始结汇，推升对人民币的需求。

2) 11月央行对其他存款性公司债权环比明显上升1.02万亿元，明显高于去年同期的3,784亿元。为缓解信用债违约事件对流动性的冲击，11月下旬央行明显加大政策支持力度，包括25日在交易所债券市场进行大幅净投放、以及30日罕见地进行MLF操作。同时，11月央行通过公开市场操作以及常规再贷款工具净投放2,786亿元。

#### 在负债端

1) 11月基础货币环比大幅扩张1.21万亿元，明显高于去年同期5,167亿元的增幅。11月金融机构在央行的准备金存款环比上升1.22万亿元，反映信用债违约事件下银行风险偏好下降、增持超额准备金。

2) 11月政府存款环比下降2,123亿元，超出去年同期1,594亿元的降幅(图表4)。由此，11月政府存款同比增速从10月的14.3%小幅放缓至13.6%。

11月货币乘数从10月的7.11小幅下降至6.91(图表5)，而银行超储率上升、部分反映信用违约事件影响。

往前看，虽然11月央行为应对风险事件而大幅扩张基础货币供应，但我们预计货币政策仍将继续温和退出宽松。同时，外汇占款可能继续呈温和流入趋势。正如央行在3季度货币政策执行报告中所强调的(请参见11月27日发布的《金融继续支持实体、防范风险、推进国际化》)，央行资产负债表变动并非衡量货币政策松紧的关键指标。11月央行大幅扩表主要是为了缓解信用债违约事件对市场流动性的冲击。随着国内经济持续再通胀，尤其是面对外需强劲下潜在的外汇流入压力，货币政策可能继续逐步退出宽松。然而，考虑到疫情的不确定性、通胀压力总体温和以及相对较高的失业率水平，我们预计货币政策在现阶段不会剧烈紧缩。同时，外汇占款温和回升在一方面印证了我们11月23日发布的《人民币升值周期背后的效率逻辑》中详细阐释的我们对人民币强周期的判断。往前看，外汇占款小幅上升显示人民币资产吸引力及中国出口竞争力上升，助力企业盈利进一步恢复。

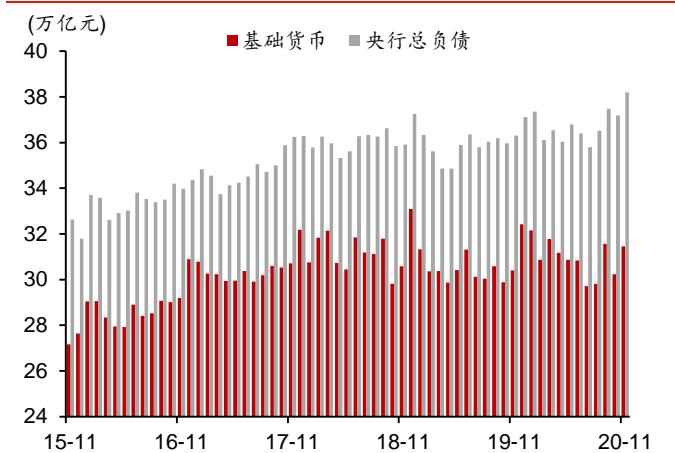
风险提示：外汇大规模流入；货币政策收紧超预期。

图表1：11月央行资产负债表的变动

截至 2020 年 11 月				规模 (十亿元)				月度变化 (十亿元)				年同比 (%)				
资产	负债	规模	月度变化	规模	月度变化	规模	月度变化	负债	规模	月度变化	规模	月度变化	负债	规模	月度变化	年同比
国外资产	储备货币	21,821	2	(0.2)		31,452	1,214	3.5								
外汇	货币发行	21,164	6	(0.3)		8,689	53	9.5								
货币黄金	其他存款性公司存款	286	0	0.0		21,036	1,215	0.2								
其他国外资产	非金融机构存款	372	(4)	7.2		1,727	(54)	16.8								
对政府债权	不计入储备货币的金融性公司存款	1,525	0	(0.0)		511	(17)	9.8								
对其他存款性公司债权	发行债券	13,099	1,024	21.1		90	(5)	(10.9)								
对其他金融性公司债权	国外负债	475	1	(14.1)		101	3	(8.7)								
对非金融性部门债权	政府存款	0	0	-		4,777	(212)	13.6								
其他资产	自有资金	1,279	(10)	(17.4)		22	0	(0.0)								
	其他负债					1,246	35	24.4								
总资产	总负债	38,199	1,018	5.2		38,199	1,018	5.2								

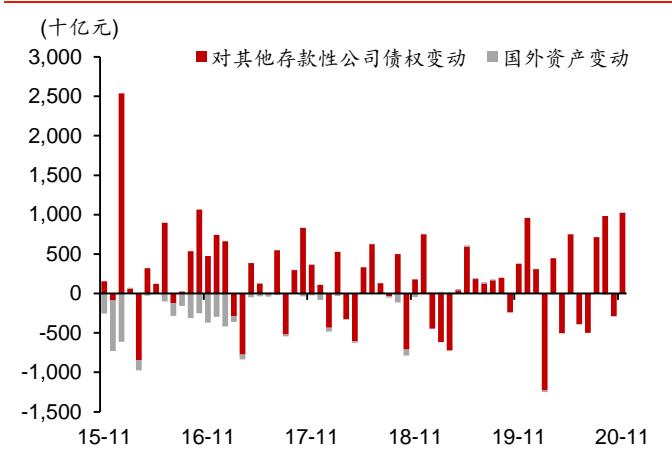
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表2：11月基础货币与央行资产负债表环比均大幅扩张



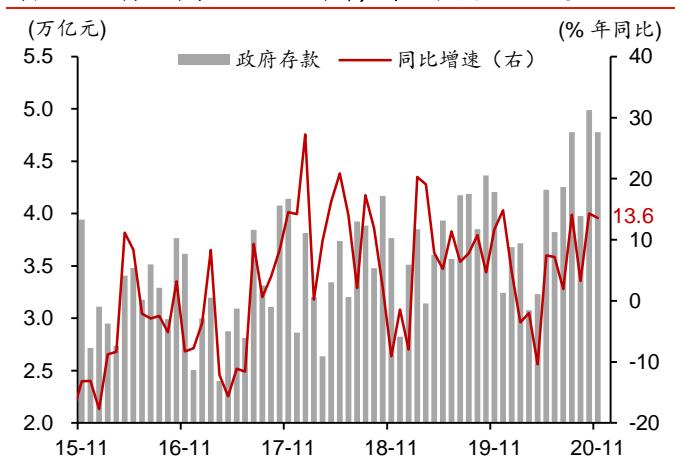
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表3：11月央行对金融机构的再贷款环比大幅增加，国外资产余额亦环比微升



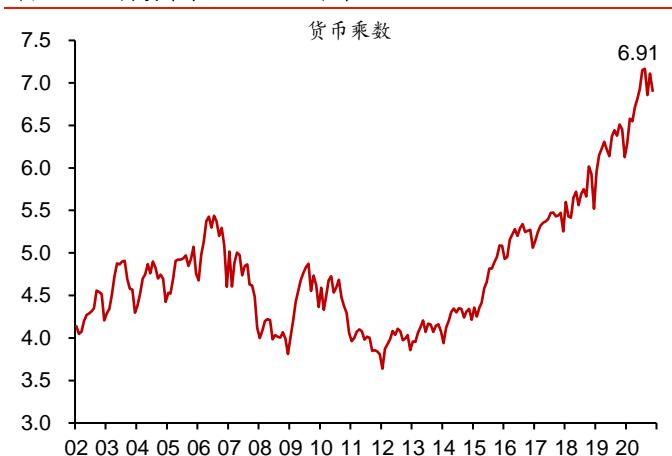
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表4：11月政府存款规模环比下降，同比增速亦小幅放缓



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表5：11月货币乘数环比小幅下降



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

## 免责声明

### 分析师声明

本人，易峘、常慧丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本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。本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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师易峘、常慧丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准  
**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上  
**增持：**预计股价超越基准 5%~15%  
**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间  
**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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\\_857](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_857)

