

# 货币政策与流动性观察

## 央行11月资产负债表变化解析

### 核心观点

#### 央行11月资产负债表变化解析

2022年11月央行资产负债表规模较10月增加2656.37亿元至40.15万亿元。其中有三项变化值得关注，分别是资产端“国外资产-外汇”科目、“国外资产-货币黄金”科目和负债端“其他负债”科目。

#### 国外资产-外汇：

近年来外汇占款科目较为稳定，但11月环比增加636亿元，引起市场关注。

2002年-2014年，伴随着中国经济高速增长和加入世贸组织，我国外向型经济取得长足发展，经常项目顺差持续扩大，积累了可观的外汇，外汇储备成为人民币发行的重要基础。2015年后，我国外汇储备规模阶段性下降，外汇占款有所回落，2017年至今基本保持稳定。尽管新冠疫情后我国经常项目顺差保持高位、外汇占款有所增长，2022年10月较2020年1月累计仅增加763亿元。

外汇占款上升主要源于商业银行置换此前以外汇形式缴纳的人民币存款准备金，对流动性的影响相对有限。置换导致“国外资产-外汇”增加，“其他资产”减少，并不改变央行的资产负债表规模。此外，该变动由历史因素形成，未来不会成为央行常态化操作。

#### 国外资产-货币黄金：

11月央行持有的货币黄金规模增加129.47亿元，是该科目3年以来（自2019年9月）的首次增加，指向央行增持黄金。需要注意的是，与外汇占款类似，该科目的统计采用了历史成本法，即按央行购买黄金支付的历史价格统计，并未按照市场价值进行调整。

#### 其他负债：

11月央行其他负债科目余额增加1718.44亿元，主要受到两个因素的影响。

一是上缴结存利润1.13万亿在去年三季度基本完成后，央行留存利润逐步增加。二是前述商业银行将外汇缴纳的人民币存款准备金置换成人民币后，记录在其他负债的外汇准备金减少，其他存款性公司存款科目增加。

#### 流动性观察

海外方面，美联储12月会议纪要释放鹰派信号。

国内利率方面，上周（1月2日-1月8日）短端利率全面下行，1年期存单发行利率回落，其中国有行、股份行、城商行的变化幅度分别为下降16bp、18bp和39bp。

国内流动性方面，上周央行回笼跨年流动性，净投放-16010亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资634.4亿元；同业存单净融资2021.6亿元；企业债券净融资-4043.7亿元。

**风险提示：**政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

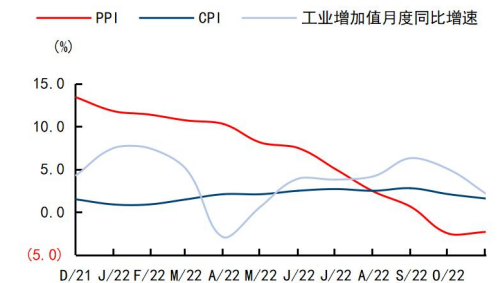
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.30
社零总额当月同比	-5.90
出口当月同比	-8.90
M2	12.40

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-12月我国经济景气水平继续回落，1月有望开始向上修复》——2023-01-04
- 《货币政策与流动性观察-央行四季度货币政策例会解读》——2023-01-03
- 《宏观经济宏观周报-国内经济景气仍偏弱，消费领域拖累最显著》——2022-12-19
- 《货币政策与流动性观察-金融数据“拐点”隐现》——2022-12-19
- 《货币政策与流动性观察-人民币升值空间有多大？》——2022-12-12

## 内容目录

周观点：央行 11 月资产负债表变化解析 .....	4
流动性观察 .....	6
外部环境：美联储 12 月会议纪要释放鹰派信号 .....	6
国内利率：中短端利率全面下行 .....	7
国内流动性：央行回笼跨年流动性 .....	9
债券融资：全面收缩 .....	11
汇率：美元走强 .....	12

## 图表目录

图 1: 央行 11 月资产负债表一览	4
图 2: 近年公开市场操作成为央行主要基础货币投放渠道	4
图 3: 2007 年 8 月-2008 年 6 月央行 11 次升准	4
图 4: 央行货币黄金 3 年多以来首次增加	5
图 5: 2005-2010 年间其他负债与正回购余额差扩大	5
图 6: 美联储关键短端利率	6
图 7: 欧央行关键短端利率	6
图 8: 日央行关键短端利率	6
图 9: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 10: 央行关键利率	7
图 11: LPR 利率	7
图 12: 短端市场利率与政策锚	8
图 13: 中期利率与政策锚	8
图 14: 短端流动性分层观察	8
图 15: 中长端流动性分层观察	8
图 16: SHIBOR 报价利率	8
图 17: 中美利差	8
图 18: “三档两优”准备金体系	9
图 19: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图 20: 7 天逆回购到期与投放	9
图 21: 14 天逆回购到期与投放	9
图 22: MLF 投放跟踪	10
图 23: MLF 投放季节性	10
图 24: 银行间回购成交量	10
图 25: 上交所回购成交量	10
图 26: 银行间回购余额	10
图 27: 交易所回购余额	10
图 28: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 29: 政府债券与同业存单净融资	11
图 30: 企业债券净融资与结构	11
图 31: 主要货币指数走势	12
图 32: 人民币汇率	12

## 周观点：央行 11 月资产负债表变化解析

央行于 1 月 4 日更新了其资产负债表数据。2022 年 11 月央行资产负债表规模较 10 月增加 2656.37 亿元至 40.15 万亿元。其中有三项变化值得关注，分别是资产端“国外资产-外汇”科目、“国外资产-货币黄金”科目和负债端“其他负债”科目。

图1：央行 11 月资产负债表一览

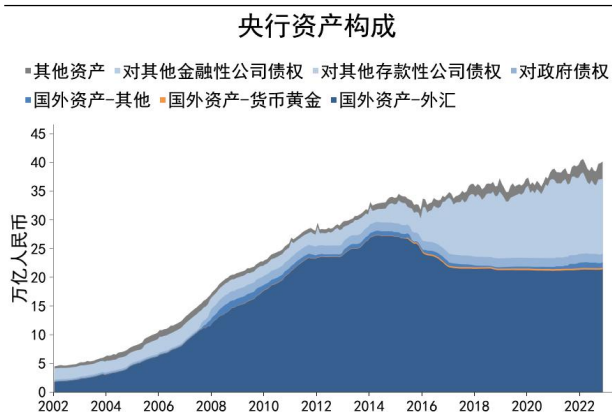
资产	项目	规模 亿元	占比 %	较上月 亿元	负债	项目	规模 亿元	占比 %	较上月 亿元
国外资产		225813.47	56.2	1076.81	储备货币	334805.67	83.4	1852.17	
外汇		213773.49	53.2	636	货币发行	104835.63	26.1	1260.11	
货币黄金		2985.10	0.7	129.47	金融性公司存款	208722.10	52.0	179.47	
其它外国资产		9054.88	2.3	311.34	其他存款性公司存款	208722.10	52.0	179.47	
对政府债权		15240.68	3.8	0	其他金融性公司存款				
其中：中央政府		15240.68	3.8	0	非金融机构存款	21247.93	5.3	412.58	
对其他存款性公司债权		129030.57	3.2	-29.31	不计入储备货币的金融性公司存款	5163.92	1.3	200.09	
对其他金融性公司债权		1555.92	0.4	-13.41	发行债券	950	0.2	0	
对非金融性部门债权					国外负债	1718.39	0.4	31.92	
其他资产		29886.98	7.4	1622.27	政府存款	52363.28	13.0	-1146.24	
					自有资金	219.75	0.1	0	
					其他负债	6306.62	1.6	1718.44	
<b>总资产</b>		<b>401527.62</b>	<b>100</b>	<b>2656.37</b>	<b>总负债</b>	<b>401527.62</b>	<b>100</b>	<b>2656.37</b>	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 国外资产-外汇

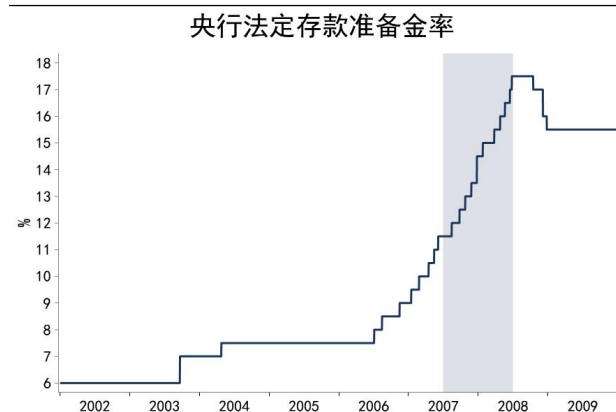
该科目即“外汇占款”，主要用于记录央行从商业银行等金融机构购买外汇资产兑付的人民币规模，是央行资产负债表占比最高的单一科目。近年来，外汇占款科目较为稳定，但 11 月环比增加 636 亿元，引起市场关注。

图2：近年公开市场操作成为央行主要基础货币投放渠道



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图3：2007年8月-2008年6月央行 11 次升准



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

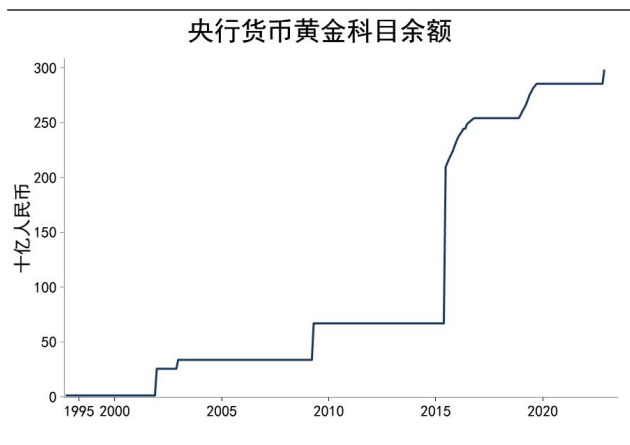
2002 年-2014 年，伴随着中国经济高速增长和加入世贸组织，我国外向型经济取得长足发展，经常项目顺差持续扩大，积累了可观的外汇。这一时期外汇占款成为央行“被动”投放基础货币的渠道，在高峰时占资产负债表规模的 8 成以上。

央行主要采用包括提升存款准备金率、正回购、发行央票等手段回收超额流动性，进行主动管理。某种意义上，这一时期外汇储备成为人民币发行的重要基础。

2015年后，我国外汇储备规模阶段性下降，外汇占款有所回落，2017年至今基本保持稳定。新冠疫情后，海外经济体商品“需求外溢”叠加服务贸易萎缩，我国经常项目顺差保持高位，外汇占款有所增长。尽管如此，2022年10月较2020年1月累计仅增加763亿元。

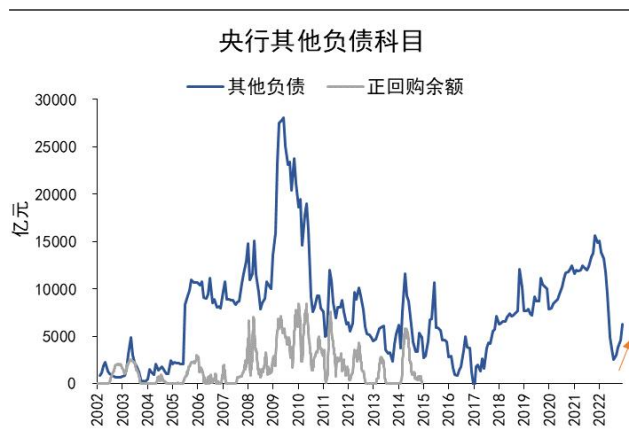
外汇占款上升主要源于商业银行置换此前以外汇形式缴纳的人民币存款准备金，对流动性的影响相对有限。事件的背景是，随着2005年汇改后人民币升值预期加强，市场结汇意愿进一步上升，外汇占款快速增加。2007年8月-2008年6月，为控制增发的流动性，央行11次升准将存款准备金率从12%上调至17.5%，并允许全国性商业银行用外汇缴准。11月外汇占款上升是前述行为的“逆操作”：“国外资产-外汇”增加，“其他资产”减少，并不改变央行的资产负债表规模。此外，该变动由历史因素形成，未来不会成为央行常态化操作。

图4: 央行货币黄金3年多以来首次增加



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 2005-2010年间其他负债与正回购余额差扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 国外资产-货币黄金

11月央行持有的货币黄金规模增加129.47亿元，是该科目3年以来（2019年9月）的首次增加，指向央行增持黄金。需要注意的是，与外汇占款类似，该科目的统计采用了历史成本法，即按央行购买黄金支付的历史价格统计，并未按照市场价值进行调整。根据央行公布的数据估算，本次购买的金价为1.26亿元人民币/万盎司，按当前汇率约合1845.7美元/盎司。

### 其他负债

11月央行其他负债科目余额增加1718.44亿元，主要受到两个因素的影响。一是上缴结存利润1.13万亿在去年三季度基本完成后，央行留存利润逐步增加。有别于传统会计意义上的资产负债表，人民银行披露的资产负债表是根据国际货币基金组织《货币金融与统计手册》原则，在传统报表上重新归并而成的适用于货币统计的资产负债表，并不包含所有者权益类科目。因此一般认为央行的留存利润记录在其他负债科目中。二是前述商业银行将外汇缴纳的人民币存款准备金置换成人民币后，记录在其他负债的外汇准备金减少，其他存款性公司存款科目增加。



## 流动性观察

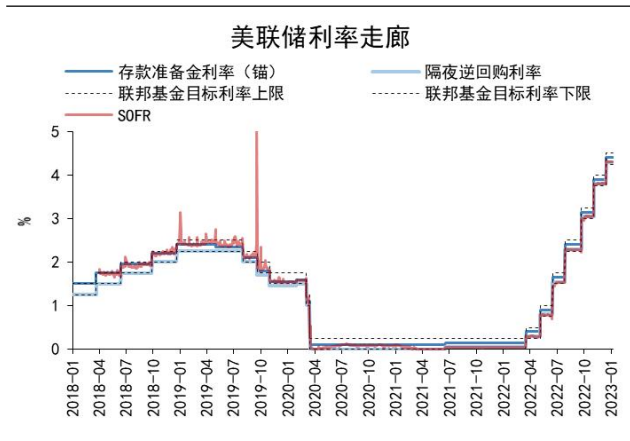
### 外部环境：美联储 12 月会议纪要释放鹰派信号

#### 美联储

12 月 FOMC 加息 50bp 后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 4.40%和 4.30%。上周四（1 月 5 日）SOFR 利率较前一周（12 月 29 日）上行 1bp 至 4.31%。美联储 12 月会议纪要释放鹰派信号，暗示货币政策继续收紧的必要性。

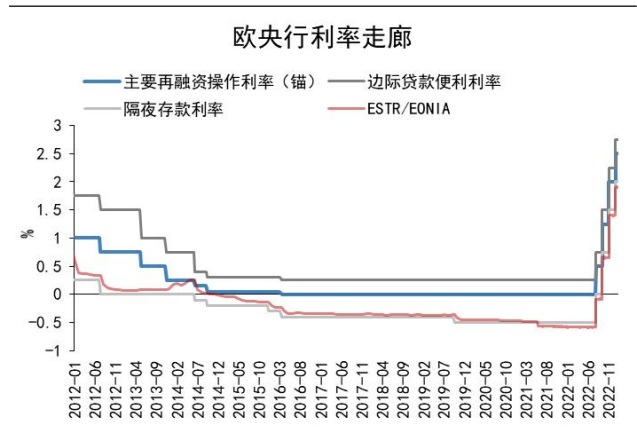
截至 1 月 4 日，美联储资产负债表规模为 8.51 万亿美元，较前一周（12 月 28 日）下降 437.4 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 94.9%。

图6: 美联储关键短端利率



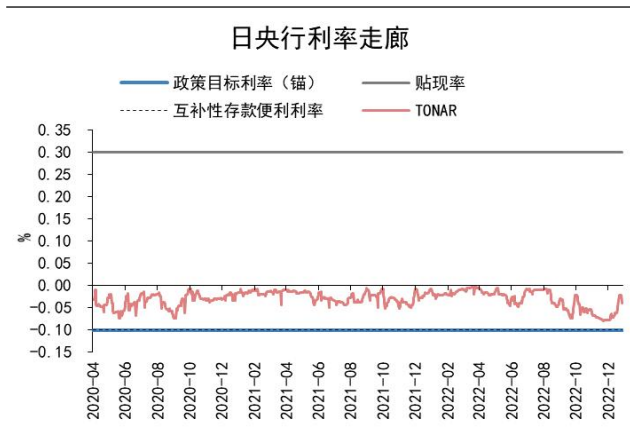
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 欧央行关键短端利率



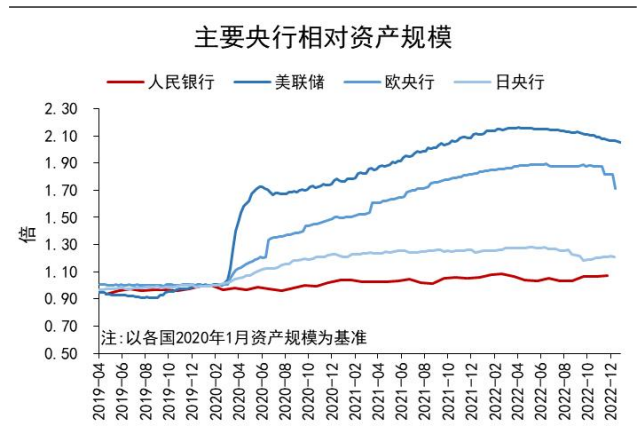
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 欧央行

欧央行加息 50bp 在 12 月 21 日生效后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于 2.50%、2.75% 和 2.00%。欧元短期利率（ESTR）上周四（1 月 5 日）较前一周（12 月 29 日）下降 1bp，位于 1.90%。

## 日央行

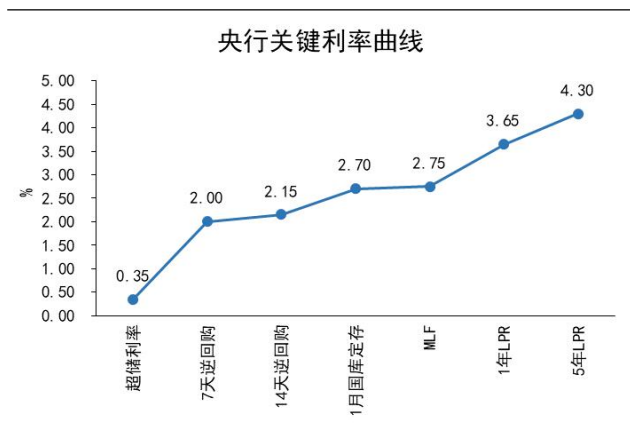
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（1 月 6 日）较前一周（12 月 30 日）回落 2bp，位于-0.04%。

## 国内利率：中短端利率全面下行

### 央行关键利率

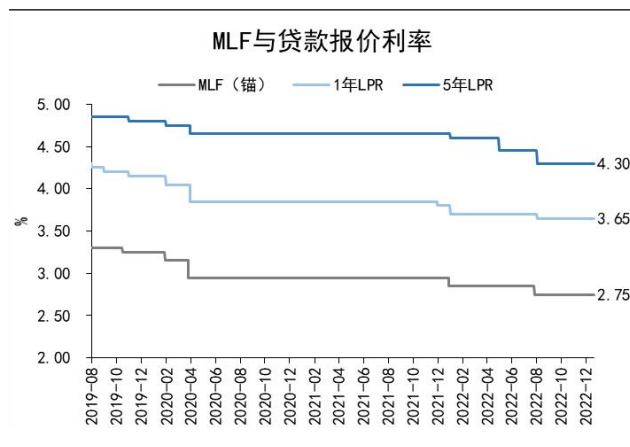
12 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.30%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图10: 央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: LPR 利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

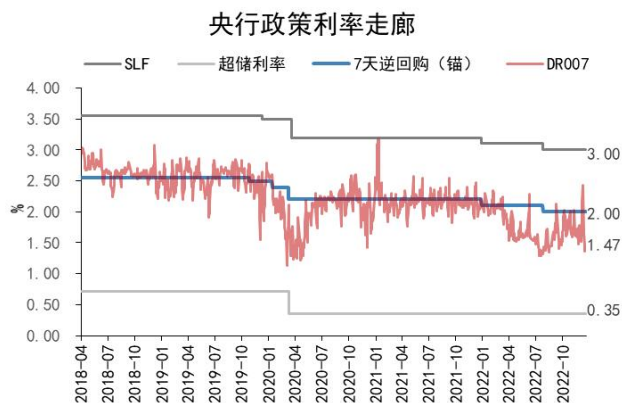
### 市场利率

短端利率方面，年后隔夜利率与七天利率大幅下行。上周五（1 月 6 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（12 月 30 日）分别下行 170bp、149bp 和 170bp；R007、DR007、GC007 分别下行 88bp、89bp 和 88bp。

存单利率方面，上周全面下行。上周五（1 月 6 日）国有行、股份行、城商行 1 年期存单发行利率较前一周（12 月 26 日）<sup>1</sup>分别下降 16bp、18bp 和 39bp 至 2.42%、2.40% 和 2.64%。

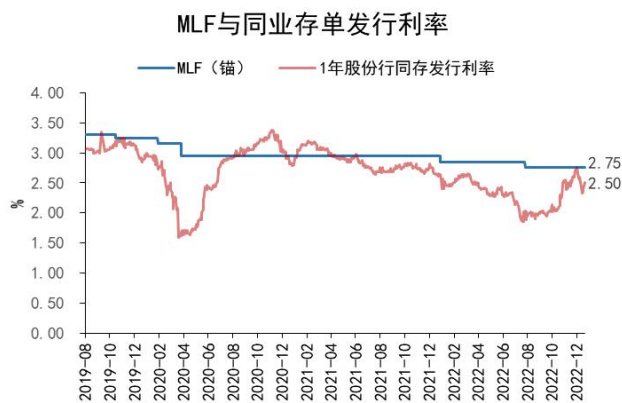
<sup>1</sup> 前一周存单发行利率仅完整公布周一（12 月 26 日）的数据。

图12: 短端市场利率与政策锚



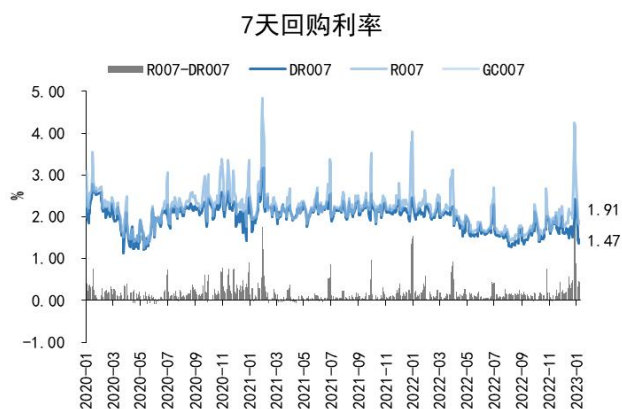
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 短端流动性分层观察



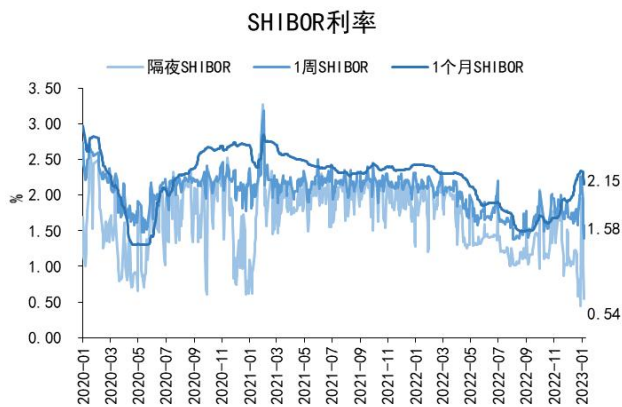
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 中长端流动性分层观察



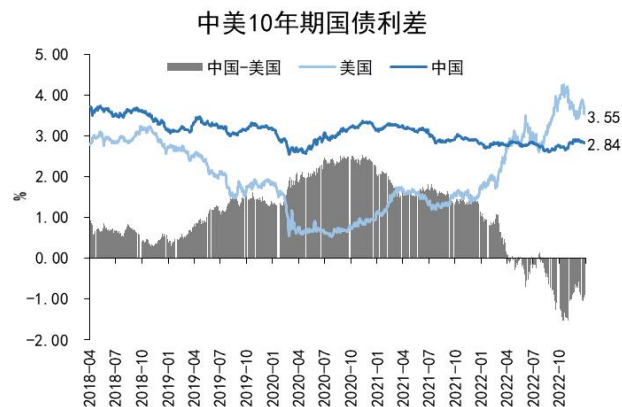
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



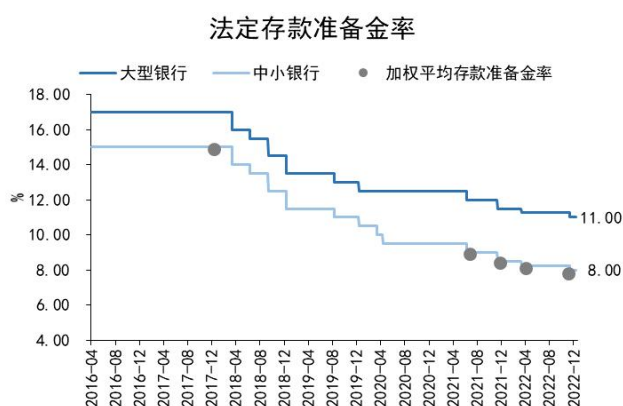
## 国内流动性：央行回笼跨年流动性

上周（1月2日-1月8日），央行净投放流动性资金-16010亿元。其中：7天逆回购净投放-8870亿元（到期9440亿元，投放570亿元）；14天逆回购净投放-7140亿元（到期-7140亿元，投放0亿元）。

本周（1月9日-1月15日），央行逆回购将到期1270亿元，其中7天逆回购到期570亿元，14天逆回购到期700亿元。截至本周一（1月9日）央行7天逆回购净投放20亿元，14天逆回购净投放-430亿元。

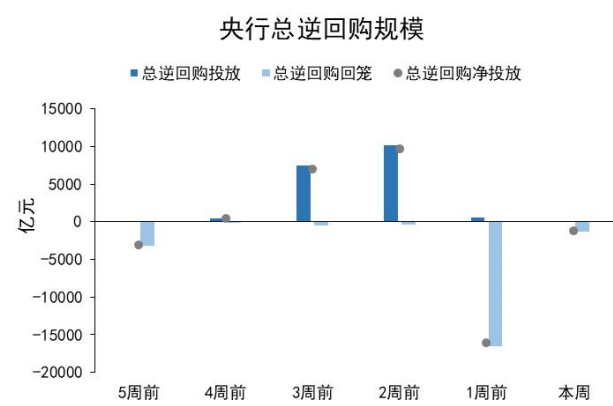
上周（1月2日-1月6日），银行间市场质押回购平均日均成交6.51万亿，较此前一周（12月26日-12月30日，3.50万亿）增加3.01万亿。隔夜回购占比为88.8%，较此前一周（70.9%）增加17.9pct。

图18：“三档两优”准备金体系



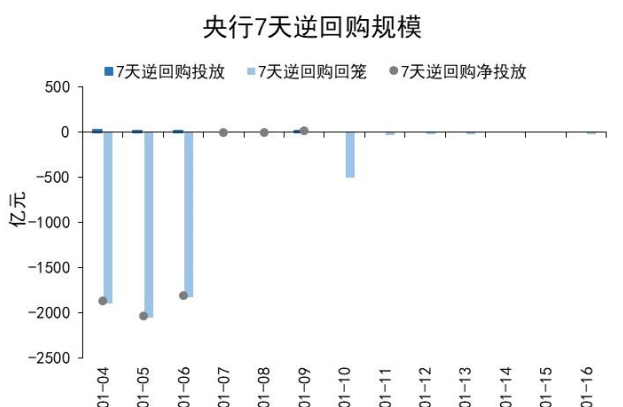
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



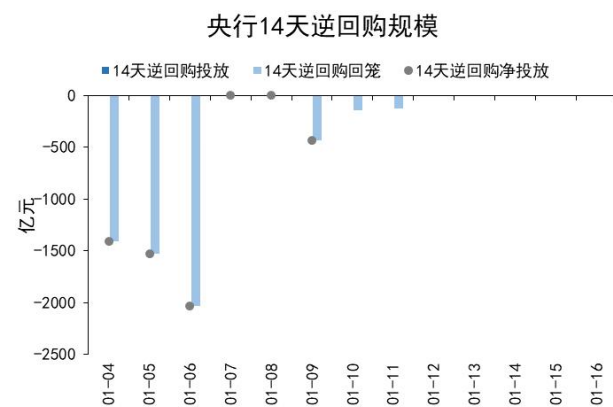
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：7天逆回购到期与投放



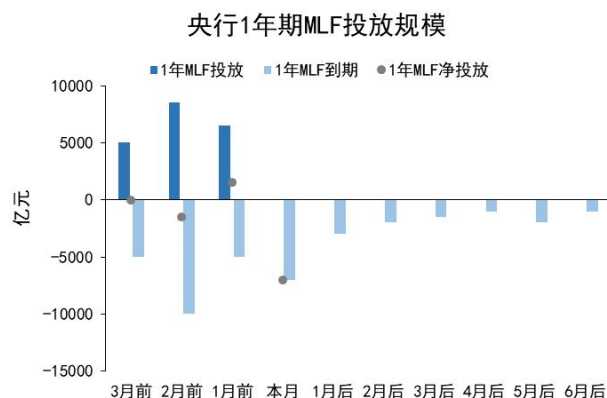
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21：14天逆回购到期与投放



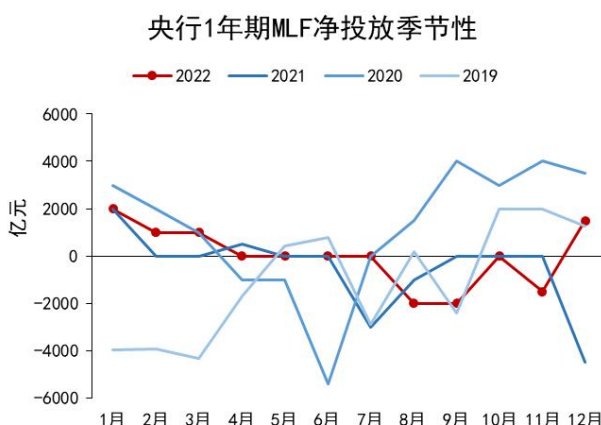
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22: MLF 投放跟踪



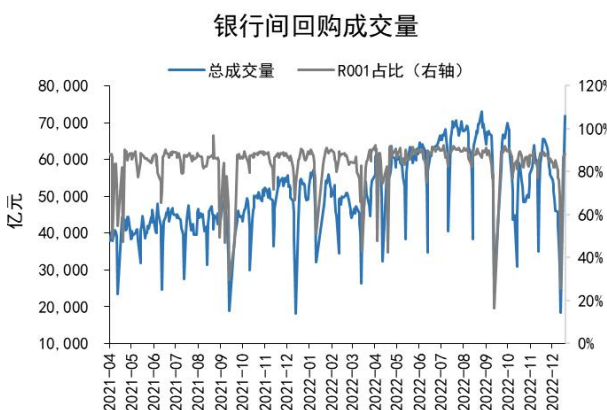
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: MLF 投放季节性



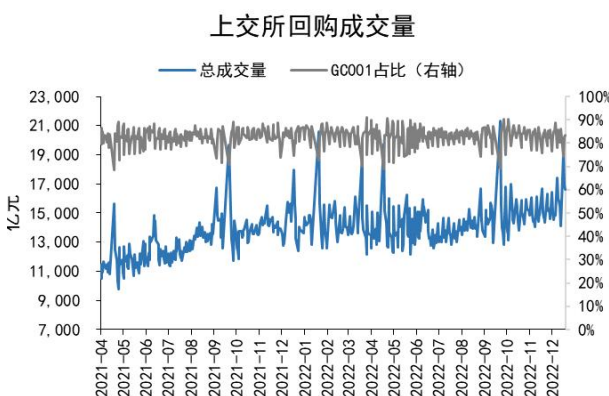
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 银行间回购成交量



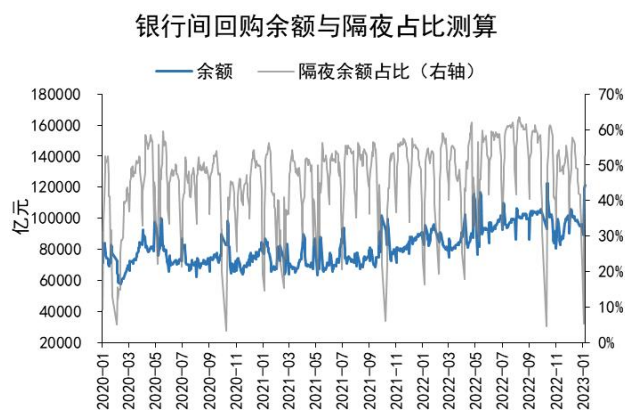
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 上交所回购成交量



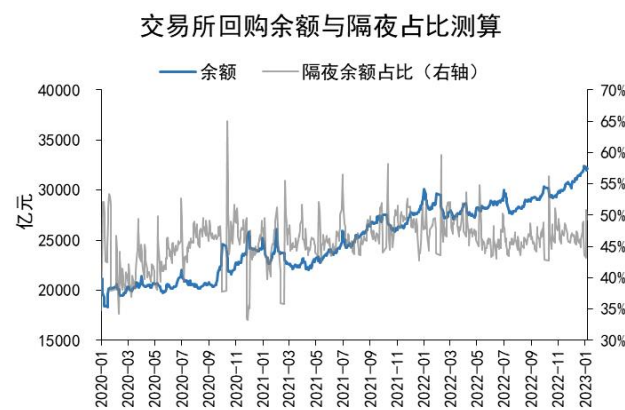
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 债券融资：全面收缩

政府债上周（1月2日-1月6日）共计发行1289.3亿元，净融资634.4亿元，较此前一周（12月26日-12月30日）的4406.7亿元明显减少。本周计划发行4699.5亿元，净融资额预计为2149.2亿元。

同业存单上周（1月2日-1月6日）共计发行9355.1亿元，净融资2021.6亿元，较此前一周（12月26日-12月30日）的3409.0亿元有所回落。本周计划发行491.7亿元，净融资额预计为-2913.5亿元。

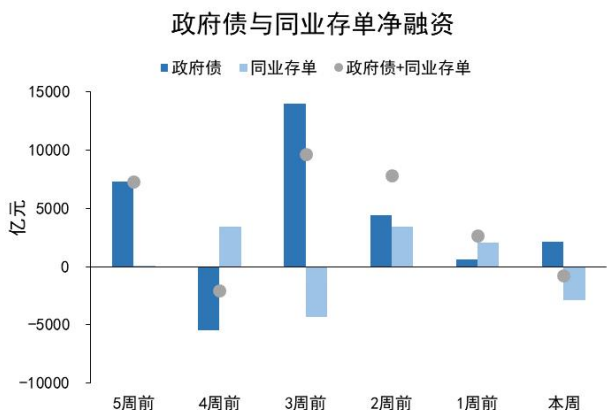
企业债券上周（1月2日-1月6日）共计发行6412.7亿元，净融资-4043.7亿元，较此前一周（12月26日-12月30日）的-2389.3亿元大幅多减。上周城投债融资贡献约-11.3%。本周计划发行834.7亿元，净融资额预计为-1676.6亿元。

图28：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位：亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	14.0	14.0	811.5	802.0	1700.0	1700.0	12.0	-388.8	2162.0	22.0	4699.5	2149.2	1289.3	634.4
国债	0.0	0.0	0.0	0.0	1700.0	1700.0	0.0	-400.8	2010.0	-130.0	3710.0	1169.2	0.0	-654.9
地方政府一般债	14.0	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.0	12.0	152.0	152.0	178.0	178.0	570.2	570.2
地方政府专项债	0.0	0.0	811.5	802.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	811.5	802.0	719.1	719.1
同业存单	483.7	204.4	8.0	-526.3	0.0	-355.0	0.0	-694.8	0.0	-883.9	491.7	-2913.5	9355.1	2021.6
企业债	559.2	233.2	219.8	-355.4	7.9	-268.8	47.9	-213.6	0.0	-546.9	834.6	-1676.6	6412.7	-4043.7
城投债	314.0	169.3	113.5	-102.1	0.0	-83.1	5.0	-69.7	0.0	-139.5	432.5	-386.7	2294.7	455.2
产业债	275.1	93.9	106.3	-253.3	27.9	-165.7	42.9	-150.7	0.0	-422.4	452.1	-1261.7	4202.5	-4433.4

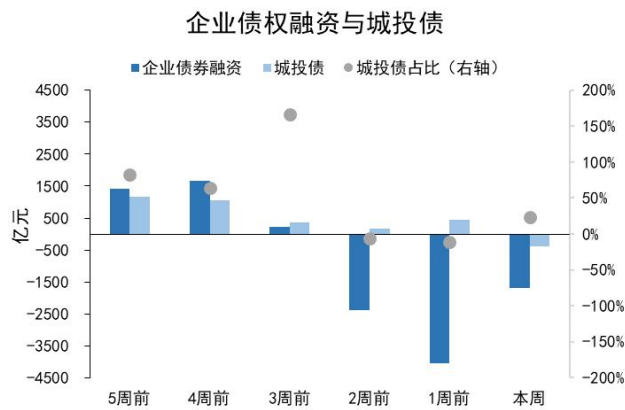
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：政府债券与同业存单净融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：企业债券净融资与结构

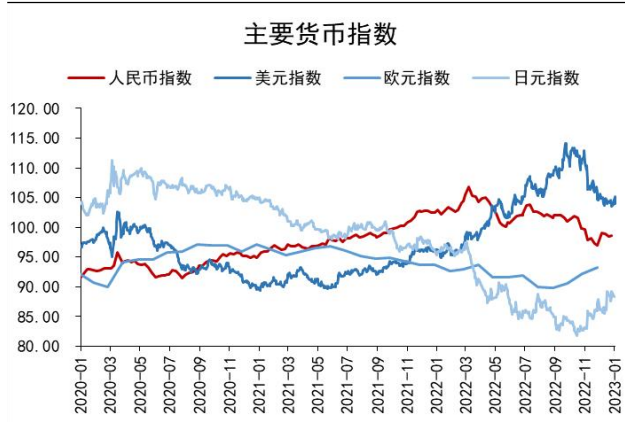


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 汇率：美元走强

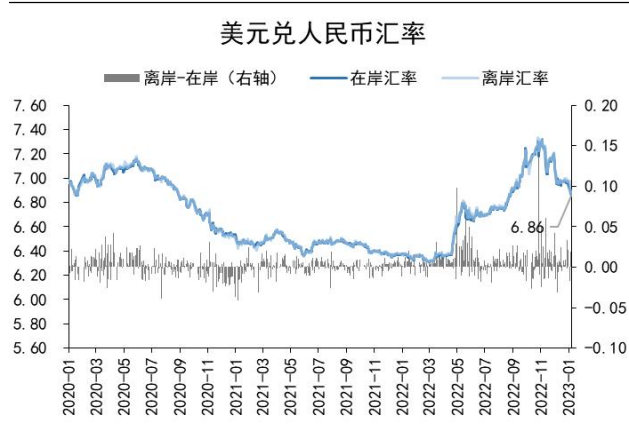
上周五（1月6日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（12月30日）上行1.36至100.03，同期美元指数上行0.42至103.91。1月6日，美元兑人民币在岸汇率较12月30日的6.95下行约926基点至6.86，离岸汇率从6.97下行约1060基点至6.87。

图31：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032