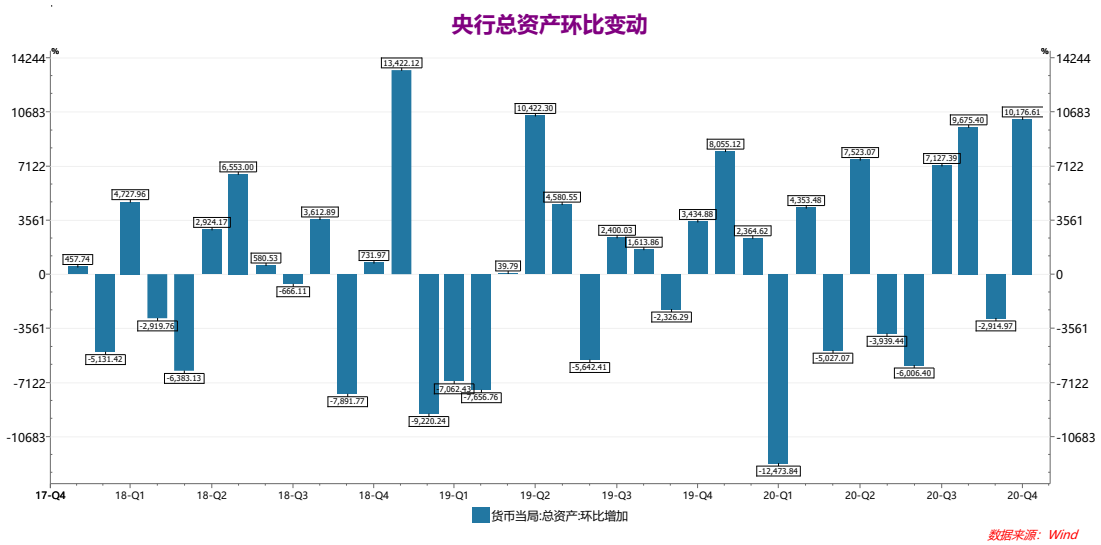
扩表：宽信用特征明显

——央行 11 月资产负债表分析

周一晚些时候，央行公布了 11 月资产负债平衡表，报表显示，11 月央行报表在 9 月扩表和 10 月缩表后再度出现了扩表。而且是 2019 年 5 月以来扩表最为明显的一个月。在资产端方面主要是继续因为 11 月对其他存款性公司债权的增加，外汇占款多月下降后首次回升。在负债端方面主要是因其他存款性公司存款公司的增加而导致基础货币的增加，而其他存款性公司存款的增加主要来源于贷款的增加，反映出宽信用的特征。

图 1：月度央行总资产环比变动



资料来源：银河期货眼睛所 央行 WIND

表 1：央行资产平衡表

资	10 月数	11 月数	变 动	负	10 月数	11 月度	变 动

资产项目	数据	数据（亿元）	（亿元）	负债项目	数据（亿元）	数据（亿元）	（亿元）
国外资产	218185.21	218209.41	24.2	储备货币	302380.38	314518.55	12138.17
外汇	211577.40	211636.8	59.4	货币发行	86357.71	86885.46	527.75
黄金	2855.63	2855.63	0	其他存款性公司存款	198214.43	210364.03	12149.6
其他国外资产	3752.09	3716.98	-35.11	非金融机构存款	17808.25	17269.06	-539.19
2.对政府债权	15250.25	15250	0	不计入储备货币的金融公司存款	5275.5	5106.09	-169.41
对其他存款性公司债权	120745.14	130987.49	10242.35	国外负债	981.22	1010.06	28.84

对其他金融公司债权	4740.42	4754.34	13.92	政府存款	49894.37	47771.7	-2122.67
对非金融性部门债权	-----	——	——	自有资金	219.75	219.75	0
其他资产	12981.7	12787.85	-193.85	其他负债	12111.49	12463.19	351.7
				债券发行	950	900	-50
总资产	371812.72	381989.33	10176.61	总负债	371812.72	381989.33	10176.61

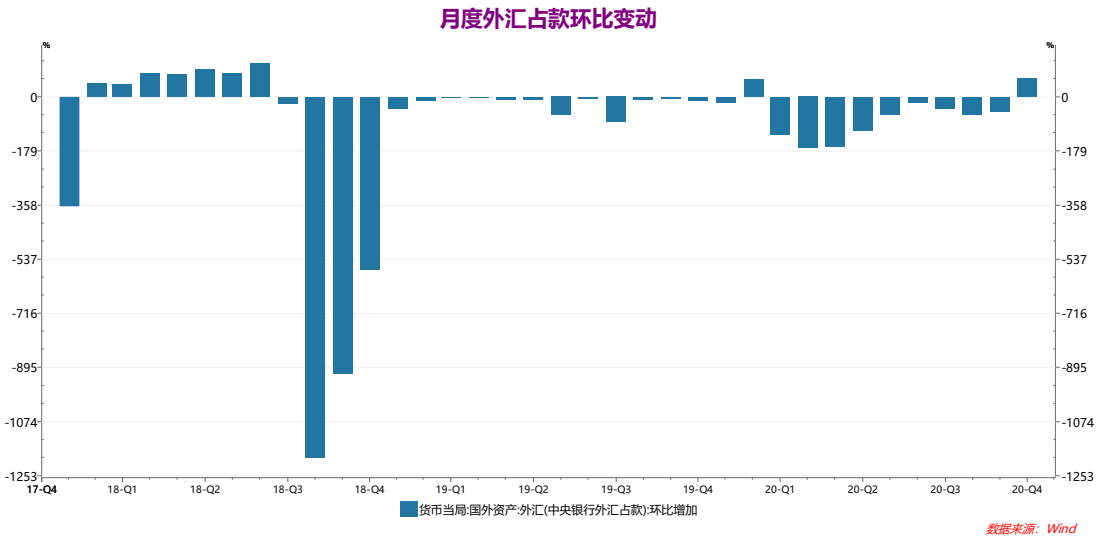
资料来源：银河期货眼睛所 央行 WIND

一．资产端分析

从资产端看，对其他存款性公司债权增加了 10242.35 亿元。从 WIND 披露的央行的公开市场活动看，因为净投放 4300 亿元，其中投放 27500 亿元，回笼 23200 亿元。其他存款性公司债权增加除央行公开市场操作外吗，还可能和着再贷款和再贴现以及发行特别国债有关。

外汇占款自 2 月以来连续多月下降后，11 月首次小幅增加，增加了 59.2 亿元，报 211636.8 亿元。而先前公布的外汇储备数据显示，11 月外汇储备数据显示增加了 505.08 亿美元，显示出央行在购买外汇资产方面滞缓。

图 2：月度外汇占款环比变动



资料来源：银河期货眼睛所 央行 WIND

但是，其他国外资产下降了 35.11 亿元。他国外资产除了央行在 IMF 等国际机构和其他国家央行资产头寸外，还包括其他存款性公司以外汇形式向央行交存的人民币存款准备金。

二. 负债端分析

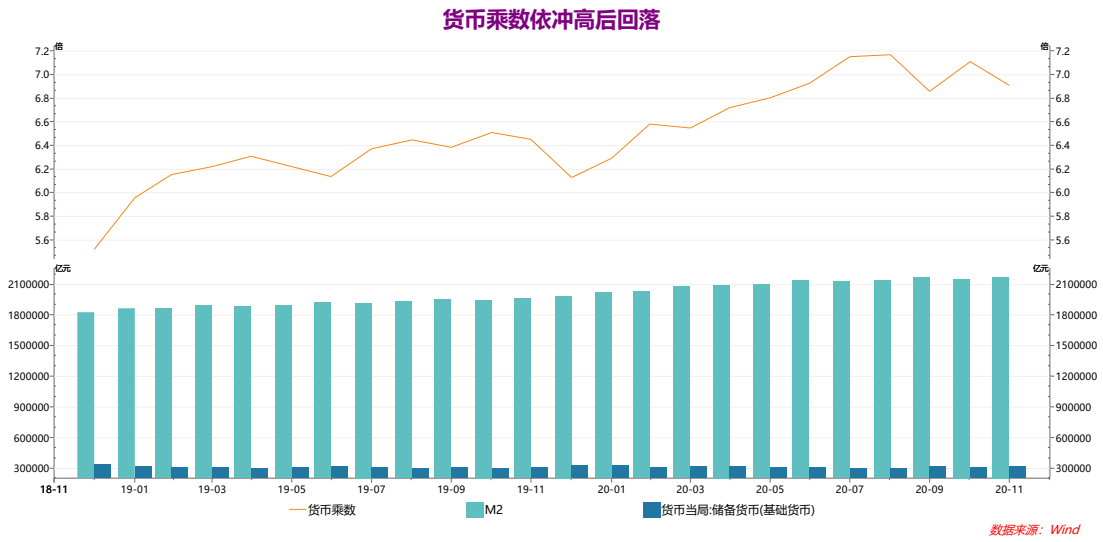
11 月负债端的增加主要是基础货币的增加。基础货币增加了 12138.17 亿元，从分项看，主要来源于其他存款性公司存款的增加，

增加了 12149.6 亿元。

其他存款性公司的增加显示出存款性公司信贷增加后，在央行的准备金的提高。先前公布的货币金融数据显示，11 月新增人民币贷款环比增加了 107.31%，显示出明显的宽信用特征。

其他存款性公司的增加也导致了 11 月货币乘数在 10 月冲高后出现了回落。11 月报 6.91 倍。10 月为 7.11 倍。8 月更高达 7.17 倍。

图 3：货币乘数依冲高后回落



资料来源：银河期货眼睛所 央行 WIND

我们注意到央行在三季度货币政策执行报告中，对货币乘数居高不下进行了解释。货币乘数是一种事后的恒等式结果，并不存在 M2 和基础货币之间直接的逻辑关系，传统货币乘数观点反映了对货币创造的机械式观察，并没有人数到商业银行才是货币创造的主体，以不适应对货币的现实分析。

政府存款的减少，显示出债券融资投放增加，同时政府债券在 11 月加快放缓。11 月包括地方专项债在内的政府债券新增 4000 亿元，低于 10 月的 4931 亿元，财政存款 11 月环比减少了 120.52 亿元。

国外负债增加了 28.24 亿元；

债券发行从 950 亿元下降到 900 亿元。央行网站 11 月披露，曾进行过 50 亿元的 CBS 操作，并在香港市场上发行了 250 亿元人民币票据。。

另外一个关注点是“其他负债”项继续出现了波动，增加明显，增加了 351.7 亿元。

11 月央行报表总体反映了央行在保持资产负债表总体稳定的情况下的宽信用的特征。政府存款的下降也显示出政府债券融资等财政投放的增加。也显示出财政政策和货币政策的配合。

（银河期货研究所 202001215）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。