

中国宏观周报

解析近来国开行融资及投资方式的变化

随着货币政策立场趋于中性，未来财政政策可能在逆周期调控中发挥更加重要的作用。如我们在近期关于中国财政政策框架演变的报告中所指出¹，政策性银行已成为广义财政政策操作中重要的有机组成部分，而国家开发银行是三家政策性银行中最大的一家（截至2015年年底，国开行总资产规模相当于进出口银行和农业发展银行加总资产规模的1.7倍²）。在这篇报告中，我们为投资者解析近期国开行融资和投资方式的转变。我们通过分析“四大行”和“大型银行”（即四大行+国开行+邮政储蓄银行+交通银行）的信贷收支表以及大型银行公开的年报和/或季报，来推算国开行资产负债表的变化。

伴随新一轮的财政和准财政宽松，从2015年7月至2016年6月，国开行资产负债表的净扩张可能达到2.5~3万亿元左右。我们估计，2016年2季度，国开行总资产的同比增速在24~28%之间，这12个月内其资产负债表的增量约等于中国银行业总资产的1.3~1.5%³。不难想象，国开行近期在货币扩张中发挥了重要的作用，对一年间银行业总资产增长的贡献达到8~10%。

我们基于现有的数据来源，通过推理、数据间的互相印证以及回测等方法对国开行的资产负债表大项的变化进行估算——关于我们估算方法的详细介绍，请参见第3页的附录。

在负债（即资金来源）方面，过去12个月国开行的资产负债表的扩张在很大程度上依赖央行的贷款/存款以及专项建设债的发行，有别于以前主要通过发行常规国开债的模式。如图表1所示，我们估计，国开行近期负债的增加主要依靠央行的贷款/存款——过去12个月该负债项增加了1.4万亿元左右。而在央行去年推出抵押补充贷款（PSL）之前，这一项目的余额接近于零。央行资产负债表上对国开行负债的快速增加，可能表明央行朝着直接支持财政扩张的方向迈出了一步。此外，国开行资产负债表上的专项建设债自去年3季度启动以来可能增加了超过6,000亿元，而同期常规的国开债净发行量则为4,374亿元（图表1）。

在资产（即资金运用）方面，2015年7月以来，国开行在债券、股权及“其他投资”类的资产在过去一年内大幅增加，明显有别于此前主要通过贷款发放来扩张资产的模式。自去年专项建设债推出以后，国开行的“股权和其他投资”从几乎为零增加至1万亿元以上。这一现象与我们去年从上市公司观察到的情况一致⁴，即财政刺激增加了补充上市公司股本的形势，而非单纯发放贷款。如之前报告中所述，我们认为这些“点对点”的股权投资形式在财务结构优于单纯的发放贷款，而且，由于单独项目所需资金的规模往往小于国开行直接贷款，“点对点”的股权投资可能惠及的公司面更广也更多样（国企和民企皆有）。此外，2015年7月以来，国开行的债券投资可能增加了5,000亿元以上，规模扩大超过一倍。另一方面，过去一年中国国开行贷款总额的增速有所放缓，对其总资产扩张的贡献有所下降（图表1）。

分析员

易垣

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@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 | 欧央行9月议息会议预览：按兵不动，但发言鸽派（2016.09.04）
- 宏观经济 | 8月非农就业：平淡无奇（2016.09.02）
- 宏观经济 | 需求稳健及工作日效应推动PMI超预期上升（2016.09.01）
- 宏观经济 | 财政政策（将）如何发力？（2016.09.01）
- 宏观经济 | 工业景气度有所提升，但货币财政宽松程度不及6月（2016.09.01）
- 宏观经济 | SDR债券正式登陆（2016.09.01）

¹ 请参见我们2016年9月1日发布的中国宏观专题报告《财政政策（将）如何发力？》

² 截至2015年年底，国开行总资产达12.3万亿元，而中国农业发展银行和中国进出口银行总资产分别为4.2万亿元和2.8万亿元。

³ 这里我们指的是存款类金融机构（不包括央行）的总资产，截至2016年7月为217万亿元左右。

⁴ 请参见我们2015年10月28日发布的中国宏观简评《对“点对点财政宽松政策”的探讨》。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



近期国开行资产负债表的变化显示，中国的广义财政政策操作中可能出现了一些新的趋势。首先，央行可能会继续增加对财政扩张的支持力度。假以时日，央行可能会持有更多政策性银行的债权和股权。此外，我们不能排除未来央行直接购买国债和地方债的可能性，尤其是考虑到目前外汇资产增长停滞，央行需要扩张其国内资产以补充基础货币⁵。其次，与政府提高直接融资比重的政策目标相呼应，财政扩张可能继续更多地采用股权和债券投资的形式。

往前看，由于3季度专项建设债仍在准备中，且下半年基数上升，短期内国开行总资产的同比增长可能会有所放缓。但是，国开行资产扩张以及其资产组成的变化仍然是灵活、有效、且“一石多鸟”的重要财政政策工具。由于2016年三季度第7期专项建设债券的项目仍在准备中，7月以来国开行资产负债表的扩张速度可能已有所放缓（图表2），我们估算的国开债总额（包括转向建设债）以及国开、邮储和交行并表资金来源的同比增速有所放缓。但是，一年来的显著变化表明，国开行资产的扩张以及其资产结构的变化仍然是灵活、有效、且“一石多鸟”的重要广义财政政策工具。

图表1：国开行资产负债表的变化：2015年7月至2016年6月

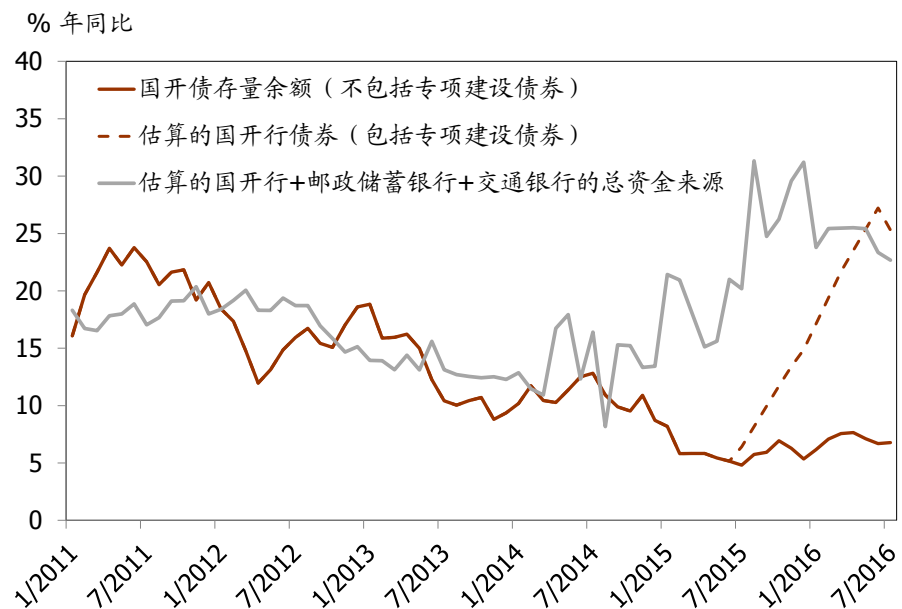
过去12个月内国开行资产负债表变化几何？——我们的估算
所有数字均为“变动量”，即“+”为2015年6月至2016年6月的新增量

总资产/总负债		+2.5-3 万亿元	
负债（资金来源）		资产（资金运用）	
<i>其中</i>		<i>其中</i>	
常规国开债	+4374 亿元	贷款	+>5000 亿元
专项建设债券*	+>6000 亿元	债权投资	+>5000 亿元
向中央银行借款	+~1.4 万亿元	股权和其他投资	+>1 万亿元
总计	+~2.5 万亿元	总计	+>2 万亿元

*我们通过国开行和农业发展银行的资产规模比例，以及新闻报道的专项建设债券总发行规模来估算国开行发行的专项建设债券规模

资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表2：如果专项建设债券发行放缓，国开行资产负债表的扩张可能会放缓



资料来源：CEIC，中金公司研究部

⁵ 请参见我们2015年3月9日发布的中国宏观专题报告《寻找中国货币投放的新常态》。



附录——我们如何估算国开行的季度资产负债表项目的季度变化？

1) 我们的数据来源：

我们的数据来源包括：

- a. 四家大型银行的信贷收支表
- b. 大型银行的信贷收支表，包括四大行、交通银行、邮政储蓄银行和国开行
- c. 交通银行的季度财务报告、国开行的年度财务报告，以及邮政储蓄银行 2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年上半年的公开财务报告（从中我们倒推出了 2015 年上半年的数据）
- d. 国开债存量余额和公布的专项建设债券总发行量

信贷收支表作为数据来源的主要好处在于其发布时间较财务报表更加频繁（按月发布），并且更加及时（次月 20 日左右即公布上月数据）。

2) 我们的估算方法：

信贷收支表中的“资金来源”与银行的总负债大体一致，而“资金来源”和“资金运用”下的子项目可以大体映射到银行资产负债表中“负债”和“资产”项下的子项目。

我们首先估算了国开行、邮储银行和交行这三家银行在信贷收支表中项目的合计值。在此基础上，我们通过邮储银行和交行的公开数据来估算国开行资产负债表的最新变化。同时，我们也用国开行的年度财务报表来对计算结果进行检查和调整。

值得注意的是，由于“四大行”和“大型银行”（即四大行+国开+邮储+交行）的信贷收支表本质上均是“并表”，意味着各家银行间交叉持有的贷款、债券和股权等资产会相互抵消；所以，我们的计算中可能有以下的误差：1) 我们的方法是用“大型银行信贷收支表”中科目减去“四大行信贷收支表”科目，从而倒推出国开、邮储和交行“三大行”的各项合并估算值；由于交叉持有项目在并表中不存在而在分表中存在，该计算方法可能会导致推算出的“三大行”各个项目一定程度上的低估——总贷款、债券以及股权和其他投资的金额可能会比实际金额要低（其中股权和其他投资受影响较小）。2) 通过类似方法估算出的国开行资产负债表项目也会有同样的误差，但好在“互相被抵消项”的总规模不算太大。因此，我们将用“减法”做出的国开行各项估算作为其金额的“下限”处理，我们也用国开行历年的资产负债表对估算值进行检验和调整。（图表 1）



图表3: 主要宏观经济指标及预测

			月度								年度		
			2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2016/5	2016/6	2016/7	2016/8	2015	2016E	2017E
经济增长													
GDP	当期	亿元	-	-	160,710	-	-	179,927	-	-	685,506		
GDP	同比	%	-	-	6.7	-	-	6.7	-	-	6.9	6.7	6.7
GDP	季调环比	%	-	-	1.2	-	-	1.8	-	-	-	-	-
名义GDP													
名义GDP	同比	%	-	-	7.1	-	-	7.3	-	-	6.4	8.1	8.2
GDP平减指数	同比	%	-	-	0.4	-	-	0.6	-	-	-0.5	1.3	1.4
经济增长贡献													
最终消费支出	累计	百分点	-	-	5.7	-	-	4.9	-	-	4.1		
资本形成总额	累计	百分点	-	-	2.4	-	-	2.5	-	-	2.9		
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-	-1.4	-	-	-0.7	-	-	-0.1		
通货膨胀													
CPI	同比	%	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8		1.4	1.9	1.8
食品CPI	同比	%	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9	4.6	3.3		2.3		
非食品CPI	同比	%	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4		1.0		
PPI	同比	%	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-1.7		-5.2	-2.2	1.2
PMI													
PMI	指数	%	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	-		
汇丰PMI	指数	%	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	50.0	-		
工业													
工业增加值	同比	%	-	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0		6.1	6.0	6.0
工业增加值	季调环比	%	0.44	0.40	0.63	0.44	0.45	0.50	0.52		-		
工业企业利润													
利润总额	累计同比	%	-	4.8	7.4	6.5	6.4	6.2			-2.3		
零售													
社会消费品零售	同比	%	-	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2		10.7	10.7	10.5
社会消费品零售	季调环比	%	0.90	0.58	0.98	0.82	0.77	0.92	0.75		-		
投资													
固定资产投资	累计同比	%	-	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1		10.0	11.3	11.8
制造业	累计同比	%	-	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3	3.0		8.1		
基础设施	累计同比	%	-	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3	18.7		17.3		
房地产开发投资	累计同比	%	-	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1	5.3		1.0		
固定资产投资	季调环比	%	0.65	0.60	0.62	0.50	0.52	0.45	0.31		-		
房地产													
商品房销售额	累计同比	%	-	43.6	54.1	55.9	50.7	42.1	39.8		14.4		
商品房销售面积	累计同比	%	-	28.2	33.1	36.5	33.2	27.9	26.4		6.5		
新开工面积	累计同比	%	-	13.7	19.2	21.4	18.3	14.9	13.7		-14.0		
施工面积	累计同比	%	-	5.9	5.8	5.8	5.6	5.0	4.8		1.3		
对外贸易和投资													
出口	同比	%	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-4.1	-4.9	-4.4		-2.9	-3.8	1.8
进口	同比	%	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-0.4	-8.4	-12.5		-14.2	-5.4	3.2
贸易盈余	当期	亿美元	609	305	274	431	473	479	523		5,930	5,988	5,873
FDI	当期	亿美元	120	179	102	200	134	153	139		1,263		
国际收支													
经常账户差额	当期	亿美元	-	-	393	-	-	594	-		2,932		
	比GDP	%									2.8		
资本和金融账户差额	当期	亿美元	-	-	-1,234	-	-	-939	-		-5,041		
外汇储备余额	期末	亿美元	32,309	32,023	32,126	32,197	31,917	32,052	32,011		33,304		
财政													
财政收入	同比	%	-	6.5	7.7	15.0	7.7	1.9	3.7		8.4		
财政支出	同比	%	-	12.2	20.3	4.6	17.8	20.3	0.3		15.8		
财政收支差额	金额	亿元	-	6,215	-5,277	2,414	0	-7,003	2,002		-23,551	-22,000	
货币信贷													
M2	同比	%	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2		13.3	13.0	13.0
M1	同比	%	18.6	17.4	22.1	22.9	23.7	24.6	25.4		15.2		
M0	同比	%	15.1	-4.8	4.4	6.0	6.3	7.2	7.2		4.9		
新增存款	增量	亿元	20,400	8,467	25,200	8,323	18,300	24,600	5,071		149,700		
新增贷款	增量	亿元	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855	13,800	4,636		117,200	139,000	151,000
社会融资总量	增量	亿元	34,253	8,245	24,040	7,872	6,836	16,293	5,460		154,086		
新增财政存款	增量	亿元	5,119	-1,690	-1,739	9,318	1,619	-3,295	4,882		-914		
央行外汇资产	增量	亿元	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-537	-977	-1,905		-22,144		
利率和准备金率													
1年期存款利率	期末	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50		1.50	1.50	
1年期贷款利率	期末	%	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35		4.35	4.35	
法定存款准备金率	期末	%	17.5	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0		17.5	16.5	
汇率													
人民币汇率中间价	期末	元/美元	6.55	6.55	6.46	6.46	6.58	6.63	6.65	6.69	6.49		
人民币即期汇率	期末	元/美元	6.58	6.55	6.47	6.49	6.58	6.64	6.65	6.68	6.49	6.68	
名义有效汇率	当期	2010=100	124.9	123.9	123.0	121.3	121.1	119.5	117.9		-		
实际有效汇率	当期	2010=100	129.8	130.9	128.7	126.3	125.2	123.1	121.7		-		

资料来源: 国家统计局, 海关总署, 中国人民银行, 外汇管理局, 财政部, 商务部, Markit, CEIC, 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，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。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。

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或建议不一致的投资决策。

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国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央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》及《财务顾问法》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向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

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。

V150902
翻译：黄金城
编辑：江薇



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
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

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A座6层
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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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

