

## 供给冲击缓解，静待内需发力

### 宏观资产负债表摘要：

**央行端一季度是宽货币重要窗口期：**11月央行资产负债表震荡收缩，受公开市场净回笼影响。12月降准降息后，当前货币政策定调对标2019年，我们认为2022年一季度货币宽松仍有可为。目前PPI虽然见顶回落但仍在高位，且短期难有快速回落趋势，因此当前企业降成本诉求仍高，再次降息存在必要性，宽货币是宽信用的前提。此外，由于明年二季度开始市场预期美联储进入加息窗口期，若国内于明年二季度开启宽松，则外汇压力较大。

**银行端需求收缩拖慢宽信用步伐：**11月商业银行资产负债表规模小幅走阔，资产端与负债端结构变化不大。商业银行对政府债权部分在9月出现边际好转后企稳，但实体经济信贷及居民信贷持续疲软，符合市场预期。后续来看，当前信用仍处于稳而不宽阶段，主要由于实体融资需求仍在低位。后续来看，预计宽信用全面启动需等待基建信贷进一步发力以及实体信贷条件在宽货币后的改善情况。

**财政端财政前置发力下基建投资谨慎乐观：**11月财政收入增长动能持续衰减，支出发力创年内新高。展望2022年，一季度财政前置毋庸置疑，但对基建仍持谨慎乐观。财政部已经提前下达1.46万亿专项债限额，叠加2021年一般公共预算的超收结余和政府性基金的专项债结转2.3万亿元，22年一季度财政力度最强。但是由于地方政府防风险和稳发展之间的矛盾持续，持续制约地方政府杠杆率，对基建投资落地影响较大。我们测算2022年基建投资增速将在4%-5%之间，较难有太大提升。

**企业端上下游利润传导链条加速：**11月生产端价格见顶回落，工业企业利润结构分化改善。企业融资需求依然不高，静待宽信用起步。逆周期政策对经济托底力度加大。但政策发酵需要时间，宽货币对宽信用的传导尚不明显。后续来看，随着12月制造业PMI反弹至荣枯线上、PPI与CPI剪刀差逐步减小，供给端已经开始修复，此前“合成谬误”所造成的供给冲击正在缓解。但由于房地产投资和消费相关行业需求持续收缩，且疫情反复打乱内需修复进程，需求收缩还在持续。我们认为工业企业主动去库存周期仍将持续，营收短期难出现反弹。

**居民端：地产政策释放信号寻求“软着陆”：**我们预计2022年一季度房地产销售、开工以及房地产投资同比将进一步下行，受高基数影响可能进入负区间。在“促进房地产业良性循环和健康发展”的大方向下，届时各地调控政策可能会有进一步放松，房地产信贷政策有修复的可能性，且出现因城施政。因此，22年一季度后，房地产各项数据有望在年中筑底回升，房地产行业大概率实现“软着陆”。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

投资咨询号：Z0017091

相关研究：

[关注货币政策对大额流动性缺口的应对](#)

2021-10-10

[跨周期政策：稳货币，宽财政与定向宽信用](#)

2021-09-06

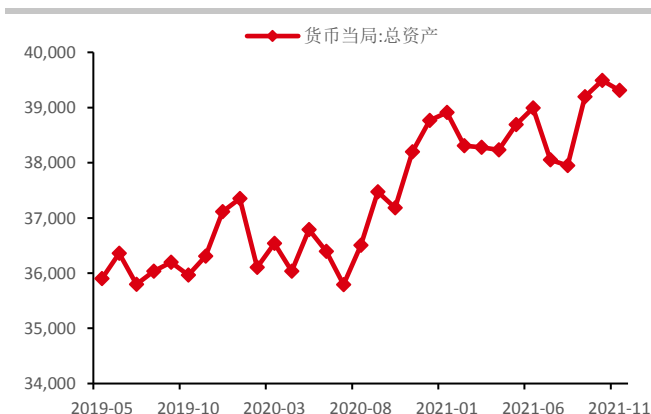
## 央行端：一季度是宽货币重要窗口期

11月央行资产负债表总规模增幅较大，OMO净投放支撑央行扩表

从近期公布的最新央行资产负债表来看，11月央行资产负债表震荡收缩，较10月小幅缩减1805亿元。从资产端来看，11月外汇占款录得212609.4亿元，较上月大幅上涨354.4亿元，同比增速0.46%，高出历史同期。2021年下半年以来，受疫情持续影响下，欧美国家产业链修复进程缓慢，经常项目顺差、以及直接投资与证券投资项下净流入大幅推升境内企业和居民持有的外币资产，由此带来的结汇需求释放支撑人民币持续走强。而11月对其他存款性公司债权为129928.4亿元，较上月小幅缩减3142.9亿元。具体来看，11月MLF等量续作，但央行公开市场操作到期净回笼金额接近5700亿元，导致央行资产端总规模小幅缩减。但与此同时，央行11月相继推出碳减排支持工具以及煤炭清洁高效利用专项再贷款，也对央行资产端产生一定支撑。我们测算，扣除央行OMO及MLF操作后，11月再贷款金额约为2500亿元左右。同时，本月其他资产项资产录得20177.7亿元，较上月小幅缩减987亿元，主要受到央行给金融机构贷款回笼等因素影响。

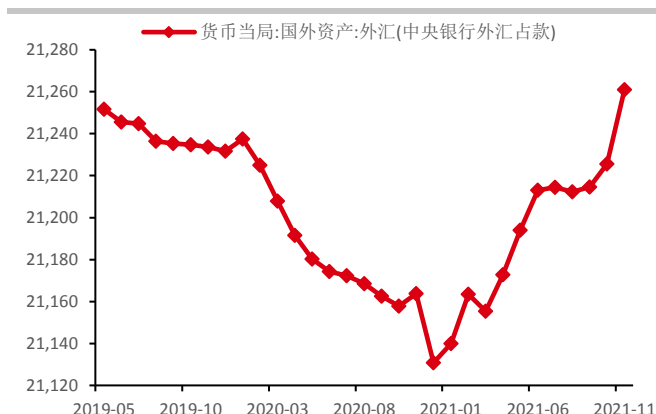
从负债端来看，11月货币发行项为92595.8亿元，较上月环比增加1294.3亿元，总体维持上涨趋势。根据11月金融数据，M0余额持续改善，环比多增1347亿元，较上月环比上升1个百分点，成为贡献货币发行量的主力军。此外，11月其他存款性公司存款项目录得205698.6亿元，环比上升1865.8亿元，升幅明显不及历史同期水平，反映出银行持有超储意愿下降、风险偏好有所提升。

图1： 11月央行总资产规模震荡收缩（十亿元）



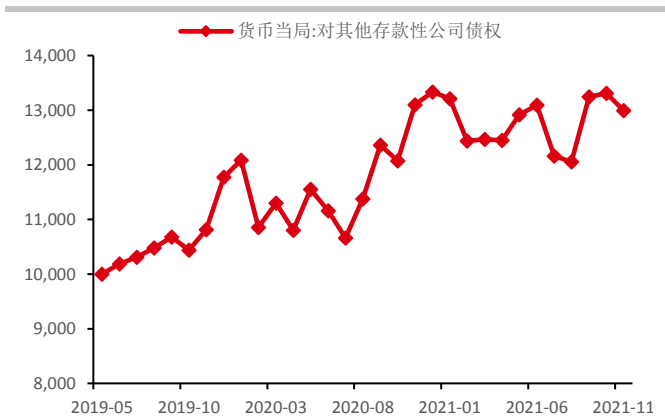
数据来源：wind 华泰期货研究院

图2： 外汇占款受出口影响大幅增长（十亿元）



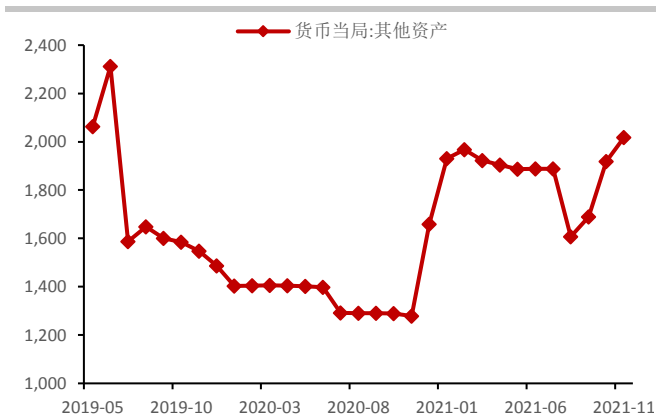
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 3: 11 月全市场实现货币净回笼, 导致央行小幅缩表 (十亿元)



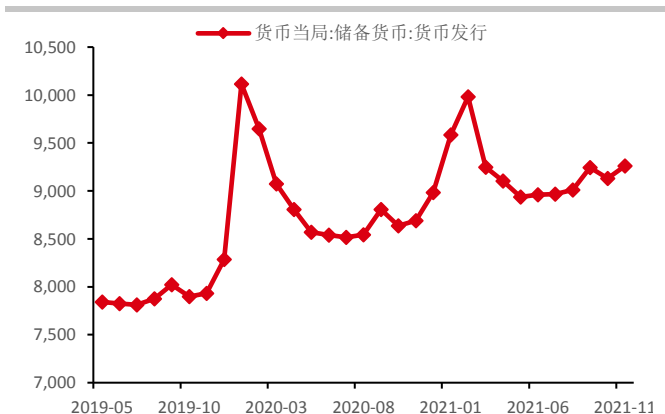
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 4: 11 月央行给金融机构贷款回笼增加, 导致其他资产项环比下降 (十亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 5: 11 月货币发行持续上涨趋势 (十亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 6: 11 月超额准备金升幅不及历史同期 (十亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

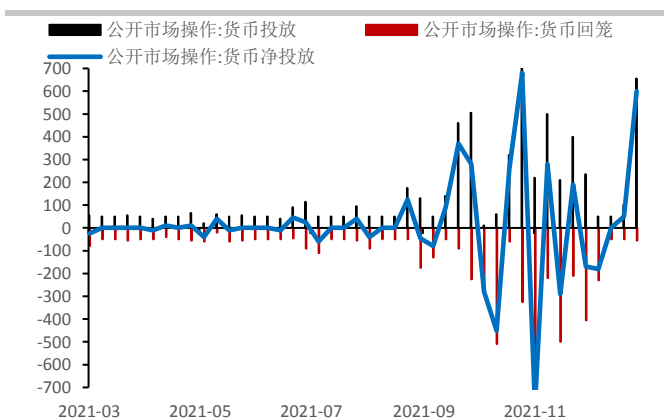
### 央行宽货币信号已现, 12 月降准降息齐发力

央行于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点, 共计释放长期资金 1.2 万亿元。本次降准落地用于置换 12 月到期的 9500 亿元 MLF, 以维护年末流动性充裕。同时, 此举可以调节资产负债表科目结构, 以投放超储率推动信用扩张。根据数据, 央行于 12 月续作 5000 亿元 MLF, 因此当月有 4500 亿元资金缺口由降准置换。后续来看, 2022 年 1 月有 5000 亿元 MLF 到期, 预计降准将置换 2000 亿元左右, 因此本次降准银行可自由使用的长期资金约为 6500 亿元。

此外，12月20日央行授权全国银行间同业拆借中心公布12月LPR：1年期为3.8%，较11月下调5BP；5年期LPR为4.65%，连续21个月持平。受今年两次降准影响，银行体系共节约利息支出约280亿元，降息空间被打开，本次一年期LPR下调总体符合市场预期。LPR的调降有利于为实体部门降低融资成本，稳定经济。在12月的中央经济工作会议上曾经提到，“要持续释放贷款市场报价利率改革潜力，促进企业综合融资成本稳中有降”。当前经济在“需求收缩”、“供给冲击”与“预期转弱”的三重压力下，调降短期LPR压力可以有效降低企业融资成本，帮助缓解企业经营压力，是“宽信用”的前提条件。同时，维持5年期LPR利率不变也体现了政策坚持房住不炒总基调的决心。当前地产政策的边际放松更多减缓地产下行周期的速度，释放的是稳地产的信号，因此短期调降5年期LPR利率的概率不大。

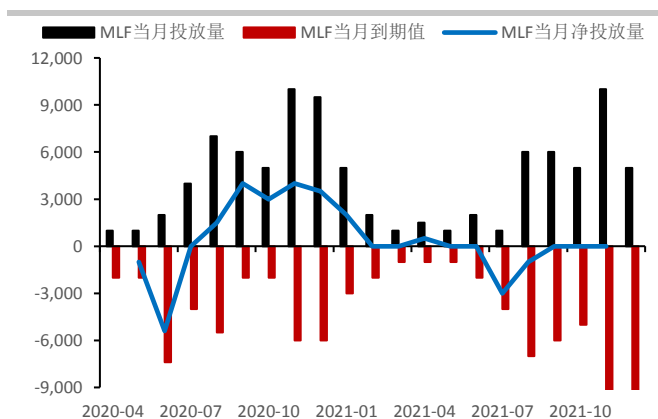
展望后市，我们认为一季度是宽货币的重要观察窗口。当前货币政策定调为“灵活适度”较此前的“灵活精准、合理适度”有所不同，但与2019年政策定调相同。回顾2019年下半年，由于经济下行压力较大，央行推出降准降息政策逆周期调节，因此明年政策再度宽松的可能性仍在。同时，当前PPI虽然见顶回落但仍在高位，且短期难有快速回落趋势，因此当前企业降成本诉求仍高，再次降息存在必要性，宽货币是宽信用的前提。此外，由于明年二季度开始市场预计美联储进入加息窗口期，若国内于明年二季度开启宽松，则外汇压力较大。

图7： 11月OMO总体维持净回笼，12月净投放力度加大（亿元）



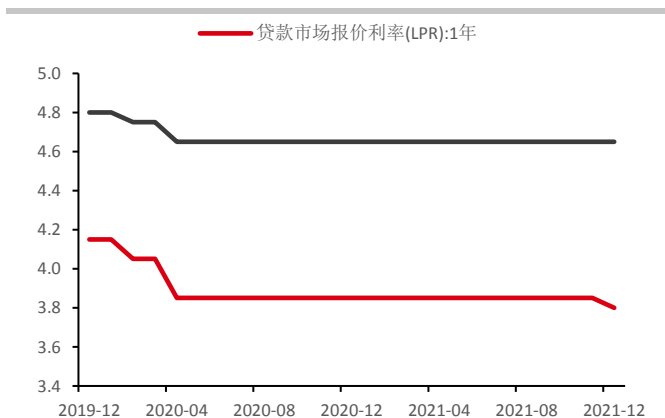
数据来源：wind 华泰期货研究院

图8： 11月MLF等量续作，12月降准释放长期资金置换4500亿MLF量（亿元）



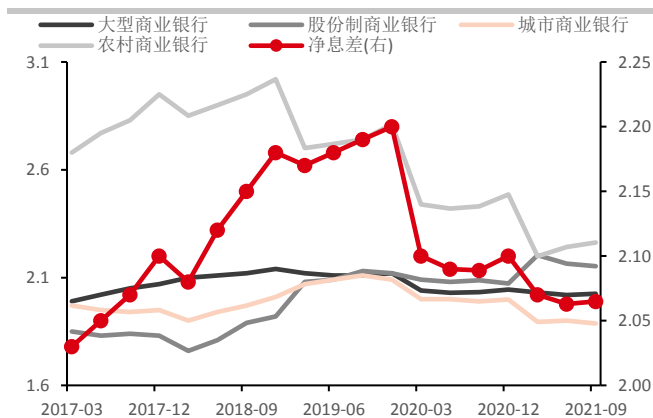
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 9: 1 年期 LPR 利率下调, 5 年期连续 21 个月不变 (%)



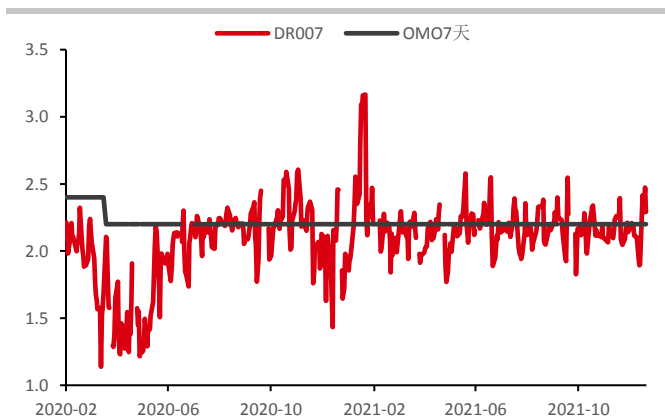
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 10: 三季度以来商业银行净息差持续低位 (%)



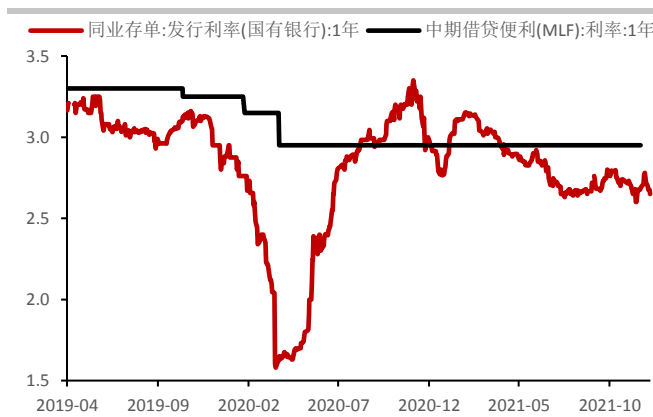
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 11: 12 月资金利率持续围绕 OMO 利率震荡 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 12: 12 月同业存单利率受降息影响出现下行 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

## 银行端：需求收缩拖慢宽信用步伐

### 11 月商业银行资产负债表走势：规模扩张，结构不变

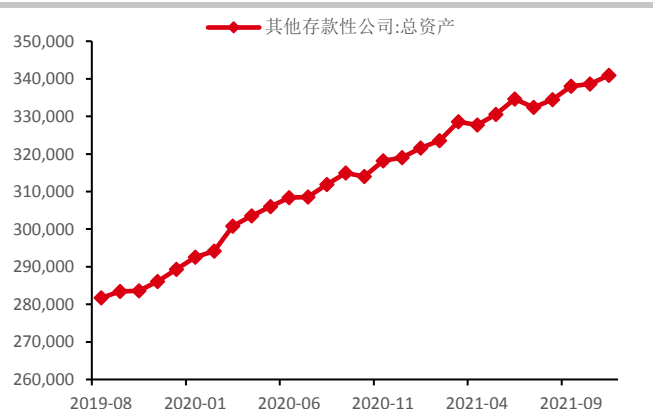
11 月商业银行资产负债表规模小幅走阔，资产端与负债端结构变化不大。观察 11 月商业银行资产负债表数据可以发现，11 月总资产规模小幅走高 2.3 万亿元，前值为 5774 亿元，资产端和负债端结构均较前几个月无明显变化。

具体而言，资产端“准备金存款”项目小幅上涨 1635 亿元，不及历史同期，主要由于商业银行存放准备金意愿有所下降所致，与央行资产负债表负债端的“其他存款性公司存款”对应。此外“对其他居民部门债权”维持今年 2 月以来的趋势，规模虽然维持增长（+7383.9 亿元），但同比持续走弱至 13.02%（上月同比为 13.19%）；增速持续下跌体现出商业银行对居民部门贷款投放的收缩，主要受到地产信用收紧政策影响。近期地产信贷政策边际出现放松，对居民信贷投放造成一定支撑，但是目前从数据端来看仅能延缓下跌速度，未能改变走势。而“对非金融企业部门债权”项目走势 9 月出现拐点后，11 月又现回落。11 月总量规模持续增长（+3941.2 亿元），同比增速为 8.12%，较 10 月的 8.44%再度回落，难改总体下行趋势。银行对企业端贷款投放的收缩是当前经济需求收缩的体现。企业融资意愿不高，资本开支持续走弱，导致信用难以企稳。后续来看，在稳经济的基调下，随着宽货币的持续发力，静待时间发酵政策。而 11 月“对政府债权”规模总量持续增长（+3662.4 亿元），同比走势持续 9 月以来的反弹趋势，11 月同比走高 12.8%，较 10 月同比（+12.2%）持续增长。自 9 月以来，地方债发行量加速，从而边际缓解商业银行对利率债的欠配问题。具体来看，11 月地方债发行 6784.7 亿元，较 10 月的 8624 亿元小幅回落，但与往年同比仍在高位。后续来看，12 月地方债发行量为 3179 亿元，同比往年持续较高，预计商业银行政府债欠配情况将持续缓解。负债端来看，11 月“对非金融机构及住户负债”总量环比增加（+2361.4 亿元），同比增长 6%，较 10 月的 5.86%小幅回升。9 月后，企业及住户储蓄现拐点，体现出实体部门由投资向储蓄的转变。

从商业银行资产负债表的角度来看，商业银行对政府债权部分在 9 月出现边际好转后企稳，但实体企业信贷及居民信贷持续疲软，符合市场预期。后续来看，当前信用仍处于稳而不宽阶段，主要由于实体融资需求仍在低位。地产信贷政策的边际松动在“房住不炒”的大逻辑下是否可以延续值得关注。后续来看，预计宽信用全面启动需等待基建信贷进一步发力以及实体信贷条件在宽货币后的改善情况。

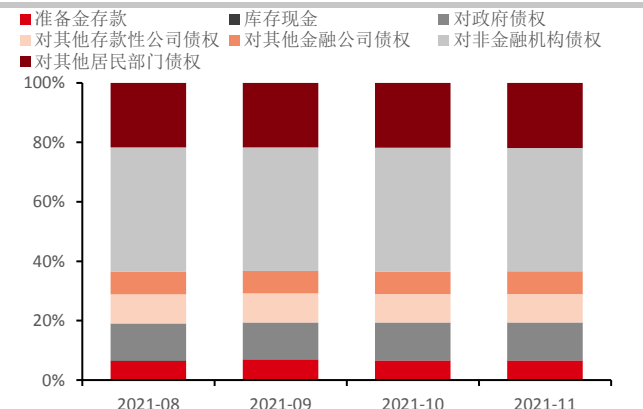


图 13: 11 月商业银行总资产持续小幅走高 (十亿元)



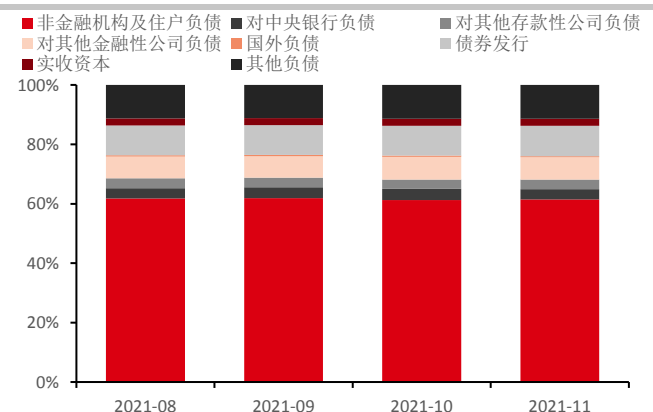
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 14: 11 月资产端结构基本不变 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 15: 11 月负债端结构基本不变 (十亿元)



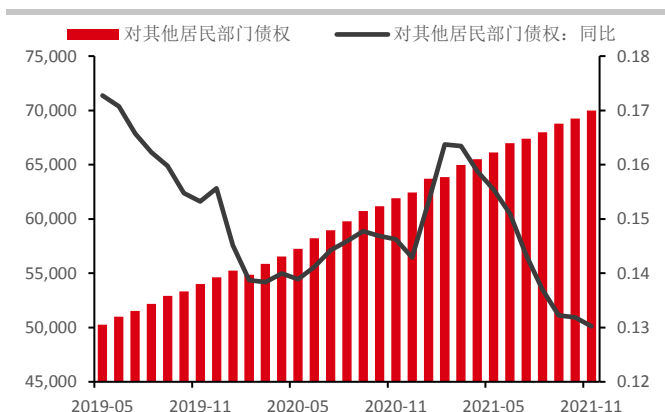
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 16: 11 月存款准备金处于历史低位 (十亿元)



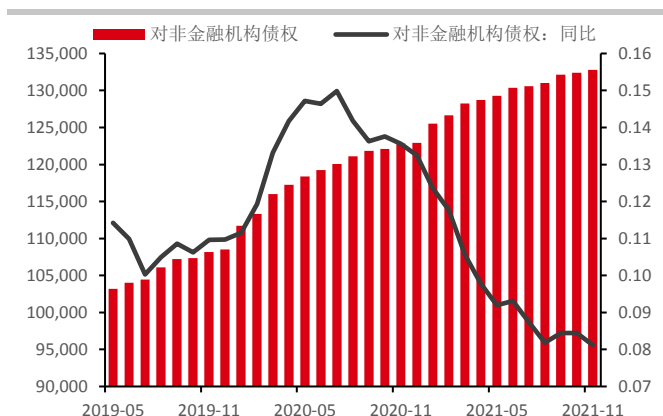
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 17: 11 月对居民贷款同比持续下跌 (十亿元, %)



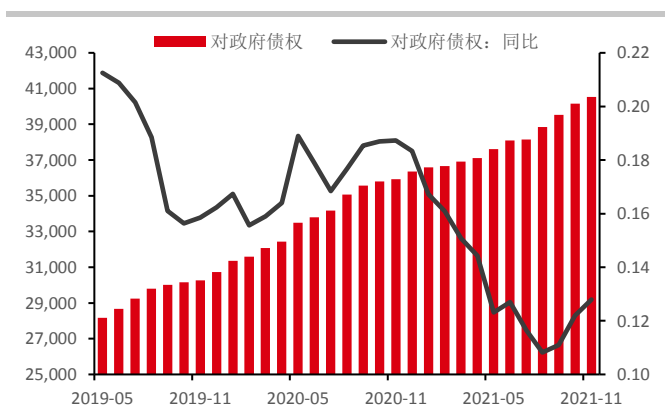
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 18: 11 月对企业端贷款不改下行趋势 (十亿元, %)



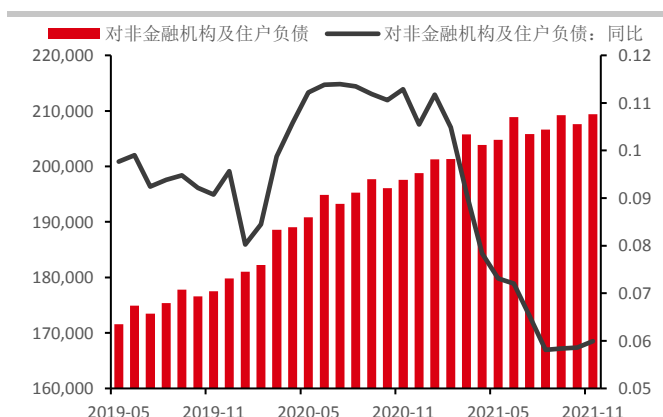
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 19: 11 月对政府债持有同比企稳走高 (十亿元, %)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 20: 11 月对实体存款同比现拐点 (十亿元, %)



数据来源: wind 华泰期货研究院

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\\_35478](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35478)

