

## 关注“胀”缓解后政策对“滞”的拉动

### 宏观资产负债表摘要：

#### 央行端：四季度稳货币意图不变，短期流动性投放稳定资金面

9月央行资产负债表总规模增幅较大，公开市场操作及MLF净投放支撑央行扩表。后续来看，四季度央行将继续运用结构性政策工具维护年末流动性合理充裕。11月与12月共有1.95万亿巨额MLF到期，我们预计央行将延续9月与10月做法，在等量或小幅超量续作MLF的基础上，每日千亿OMO净投放，为货币市场持续提供资金。同时，不排除央行继续辅以再贷款再贴现等直达实体经济的逆周期政策拉动经济。

#### 银行端：紧信用拐点将现，关注四季度逆周期政策变化

9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。其中实体企业端融资与商业银行对政府债权部分在9月出现边际好转迹象。后续来看，随着定向宽信用逐步启动，结合近期监管层托底经济、支持信贷的举措连连出台，商业银行对实体部门的贷款投放同比走势将持续改善。同时在四季度流动性平稳充裕的环境下，关注央行对于实体经济的扶持政策。

#### 财政端：财政收入或将继续放缓，四季度财政赤字可期

9月财政收入增长动能减弱，财政支出力度减弱，财政收支双双持续回落。后续来看，四季度财政收入或将放缓，而财政赤字额度需有效释放。由于前三季度一般公共预算支出完成进度较快，在四季度减税降费政策的影响下，10月财政收入动能将进一步降低。此外，对于地方专项债对于财政支出的拉动，根据9月和10月已披露的地方债发行计划可以发现，地方债发行速度已经明显加快，但由于债券发行至基建项目落地仍需一定时间发酵，因此地方债对基建的拉动将更多体现在12月或明年一季度财政支出上。

#### 企业端：四季度PPI大概率回调，关注企业信贷需求能否回升

9月生产端价格继续高位，采掘工业品继续主要贡献项。但后续来看，随着煤炭、化工、有色、黑色四大行业商品价格10月的回调，10月PPI同比增速将出现放缓。9月企业融资需求依然不高。后续来看，随着定向宽信用投放政策逐步浮出水面，叠加国家能源供给端的压制将更多的转向需求端，能源企业的利润与信贷需求将得到提振。

#### 居民端：疫情反复使得服务业受限，关注后续地产信贷政策

根据地产投资、9月居民长期信贷以及购房面积等高频数据显示，房地产持续下行周期中。但根据央行近期对地产调控信贷政策修复的发言，后续关注地产信贷是否存在边际放松的可能。

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

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

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

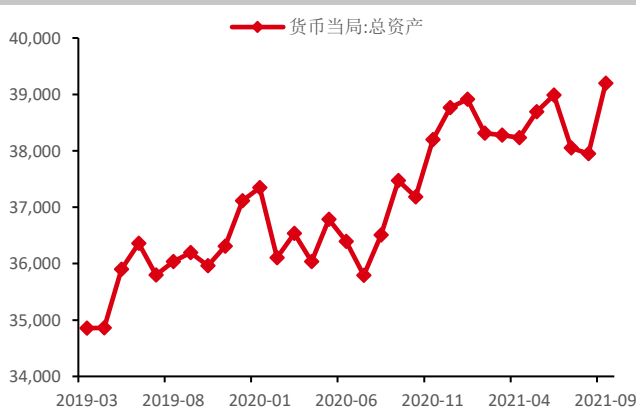
## 央行端：四季度稳货币意图不变，短期流动性投放稳定资金面

### 9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，9月央行扩表幅度较大，存量规模较7月和8月涨幅较大。从资产端来看，9月外汇占款录得212145.9亿元，较上月小幅上涨22.3亿元，同比增速0.3%，高出历史同期。主要受到9月美元指数上升导致人民币相对贬值以及出口持续强劲影响。而9月对其他存款性公司债权为132450.5亿元，较上月明显上涨11882.4亿元。具体来看，9月公开市场操作中MLF净投放0元、逆回购净投放5900亿元、SLF各期限合计投放24.6亿元、国库现金定存投放700亿，累计净投放6624.6亿元。此外，央行9月增加3000亿支小再贷款和“专精特新”企业资金支持，通过结构性货币政策工具保障流动性总体充裕，也推动央行资产规模走高。同时，本月其它资产项资产录得16893.9亿元，较上月小幅上升823.7亿元，主要受到央行给银行或其他金融机构注资或央行给金融机构贷款影响。

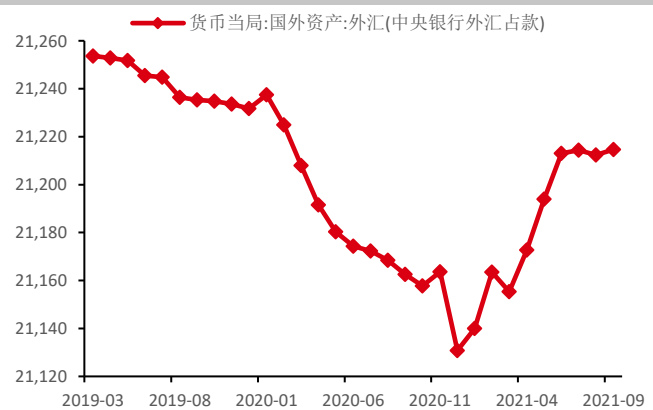
从负债端来看，9月货币发行项为92426.8亿元，较上月环比增加2318.2亿元，连续四个月呈现小幅上涨趋势。根据9月金融数据来看，M0环比增多1800亿元，较上月降低0.8个百分点；银行库存现金环比增加510亿元，较上月明显改善；两者合计成为贡献货币发行量的主力军。9月其他存款性公司存款项目录得212047亿元，环比增加13680亿元，主要是由于商业银行加大存放超额准备金至央行所致，体现出9月商业银行流动性总体维持平稳。

图1： 9月央行总资产规模扩张明显（十亿元）

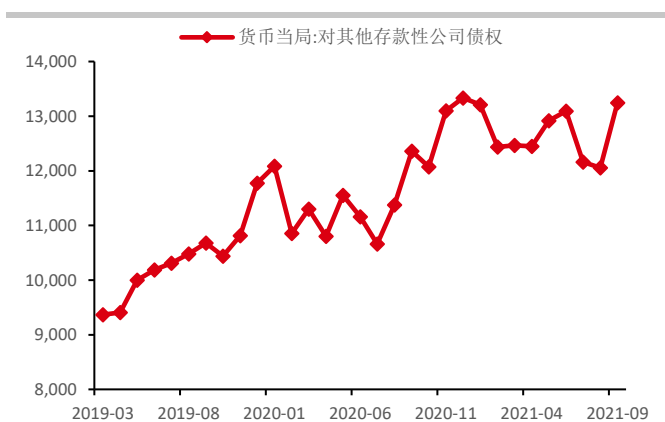


数据来源：wind 华泰期货研究院

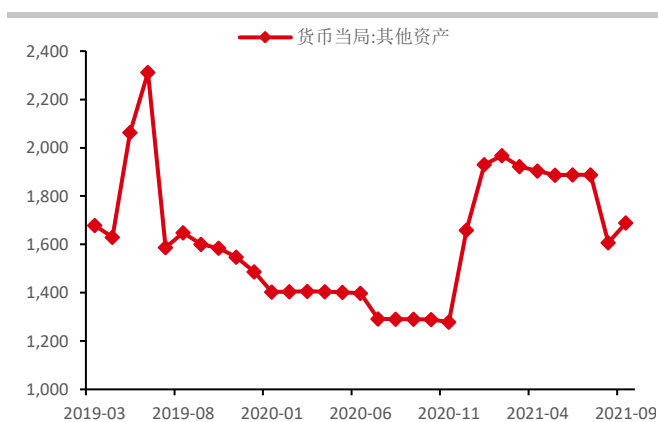
图2： 外汇占款三季度总体维持平稳（十亿元）



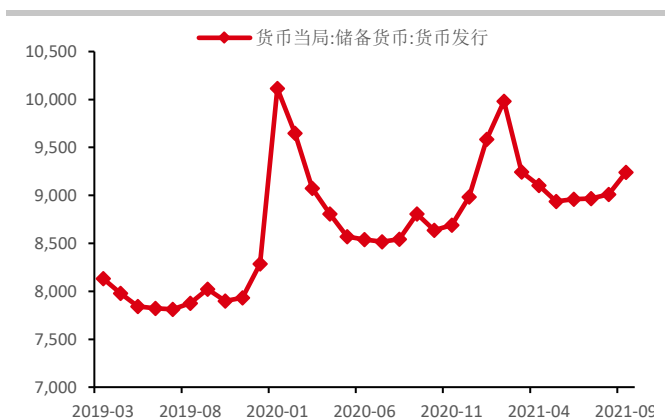
数据来源：wind 华泰期货研究院

**图 3: 9 月全市场实现货币净投放, 同时增加再贷款再贴现, 成为央行扩表主因 (十亿元)**


数据来源: wind 华泰期货研究院

**图 4: 9 月央行给商业银行注资增加, 导致其他资产项环比上升 (十亿元)**


数据来源: wind 华泰期货研究院

**图 5: 9 月货币发行继呈现上涨趋势 (十亿元)**


数据来源: wind 华泰期货研究院

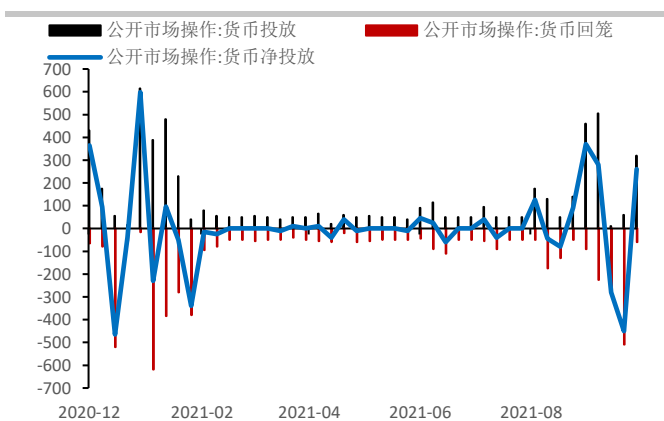
**图 6: 9 月超额准备金出现回升 (十亿元)**


数据来源: wind 华泰期货研究院

**央行将继续运用结构性政策工具维护年末流动性合理充裕。**三季度金融统计数据发布会上, 央行表示将“灵活运用 MLF、OMO 等货币政策工具, 适时适度投放不同期限流动性, 熨平短期波动, 保证流动性合理充裕”, 并强调“结构性货币政策工具在增加流动性总量方面将发挥一定作用”使得市场降准预期大减。10 月央行等额续做 5000 亿元 MLF, 同时自 10 月 20 日起, 连续开展大额逆回购操作, 以求采用结构性货币政策对冲短期流动性缺口。后续来看, 11 月与 12 月共有 1.95 万亿巨额 MLF 到期, 我们预计央行将延续 9 月与 10 月做法, 在等量或小幅超量续作 MLF 的基础上, 每日千亿 OMO 净投放, 为货币市场持续提供资金。同时, 不排除央行继续辅以再贷款再贴现等直达实体经济的逆周期政策拉动经济。

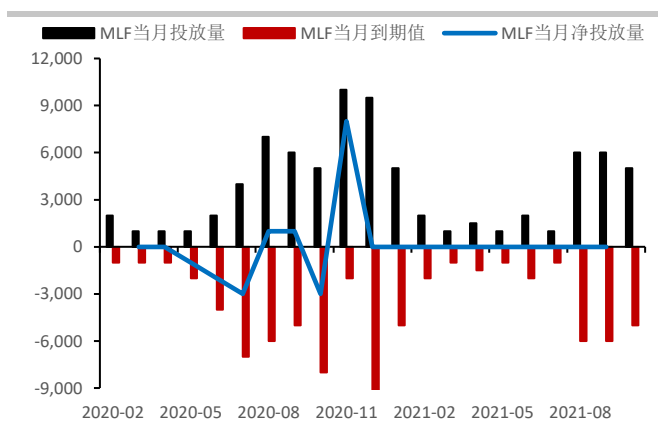
因此，四季度“对其他存款性公司债权”项目不会因货币政策工具集中到期而明显收缩，央行将持续保证流动性合理充裕，预计四季度央行将持续扩表状态。

图 7: 9 月后央行 OMO 货币净投放量加大 (亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 8: 9 月 MLF 等量续作 (亿元)



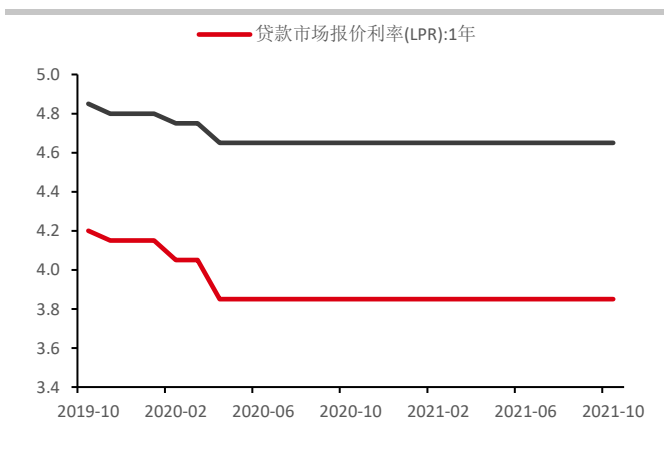
数据来源: wind 华泰期货研究院

### 10 月 LPR 维持不变，降息预期再度落空

当前 LPR 利率连续 19 个月不变，市场降息预期有所降温。自 7 月降准后，尽管市场对于降息的预期持续未断，但随着 7、8、9、10 四个月 MLF 利率维持不变，市场降息预期逐步落空。具体来看，9 月以来同业存单利率回升趋势明显，10 月呈现持续回升状态；观察 DR007 短期资金利率总体围绕 OMO7 天政策利率波动，未现明显下行趋势。因此商业银行在货币市场的融资成本边际上升，LPR 下调的动力进一步减弱。同时，观察商业银行净息差数据可以发现，截止最近的二季度数据，商业银行净息差呈现持续走低趋势，至近四年低位，导致商业银行主动下调贷款利率定价参考基准的动力不足。

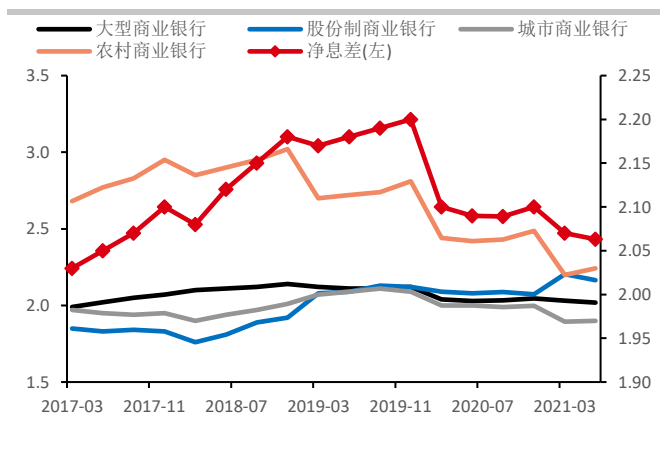
后续来看，我们认为年底 LPR 降息的概率不到 50%。根据近期央行强调要“灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”，结合近期央行操作可以看出，央行更多采取短端放量政策维护货币市场合理充裕，而在缓解小微企业成本压力的角度，选择再贷款再贴现等直达政策为小微企业助力。但是从另一个角度来说，四季度的降准概率虽然有所下降但仍有几率，若央行为刺激年底融资需求开启降准，那 LPR 下调概率将显著增加。

图 9: LPR 利率连续 19 个月不变 (%)



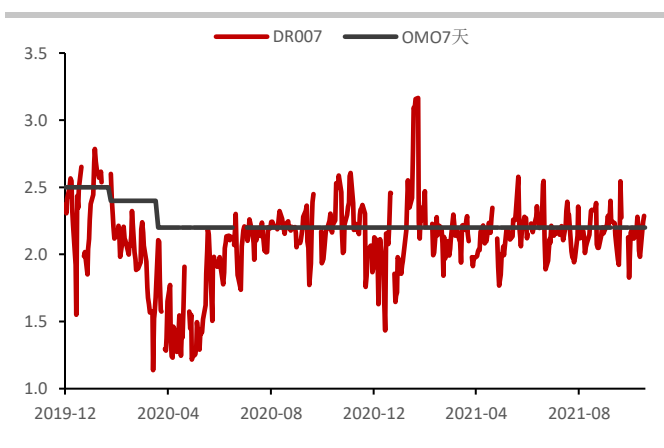
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 10: 二季度以来商业银行净息差持续低位 (%)



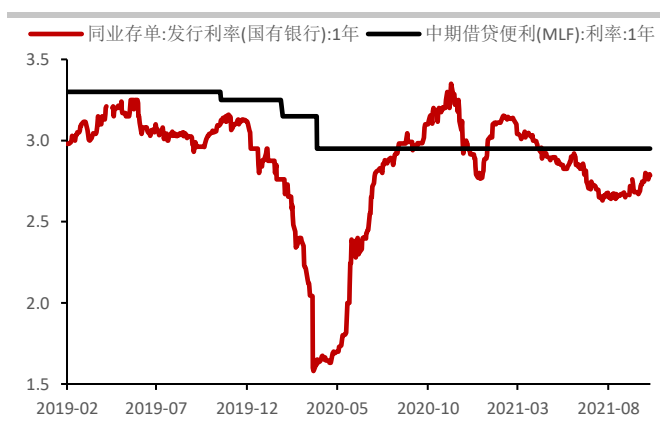
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 11: 10 月资金利率围绕着 OMO 利率震荡 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 12: 10 月同业存单利率呈现回升趋势 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

## 银行端：紧信用拐点将现，关注四季度逆周期政策变化

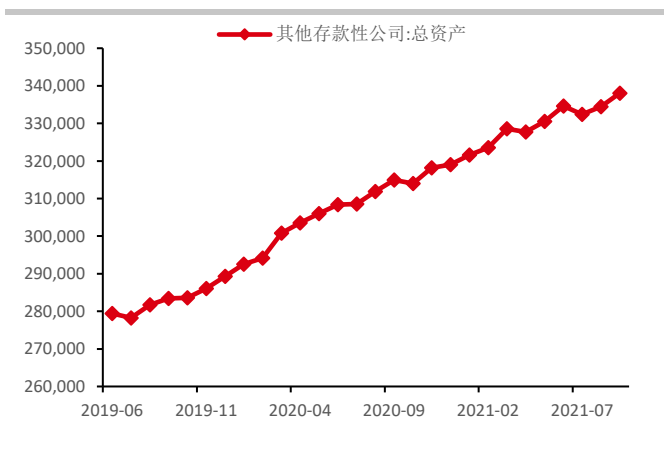
### 9月商业银行资产负债表走势：规模扩张，结构不变

9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9月商业银行资产负债表数据可以发现，9月总资产规模小幅走高3.6万亿元，前值为-2万亿元，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13637.2亿元，主要由于商业银行加量存放准备金至央行处所致，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(+7889.9亿元)，但同比持续走弱至13.22%（上月同比为13.7%）；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。而“对非金融企业部门债权”项目走势出现拐点，9月总量规模持续增长(+11503.7亿元)，同比增速为8.45%，较8月的8.19%出现小幅回升，一改下行趋势；增速小幅反弹体现出企业端紧信用向稳信用的边际转变，企业融资意愿环比有所回升。而9月“对政府债权”规模总量持续增长(+6698.3亿元)，同比走势也出现小幅反弹，从8月的10.82%反弹至9月的11.09%，其中主要由于9月地方债发行量加速，从而边际缓解商业银行对利率债的欠配问题。具体来看，9月公布的地方债发行计划共发行13631.76亿元，较8月公布值增加2800.78亿元，较7月公布值增加7046.0亿元。负债端来看，“对非金融机构及住户负债”总量环比增加(+26166亿元)，同比走势基本与8月持平，体现出2021年后实体部门由储蓄向投资的转变。

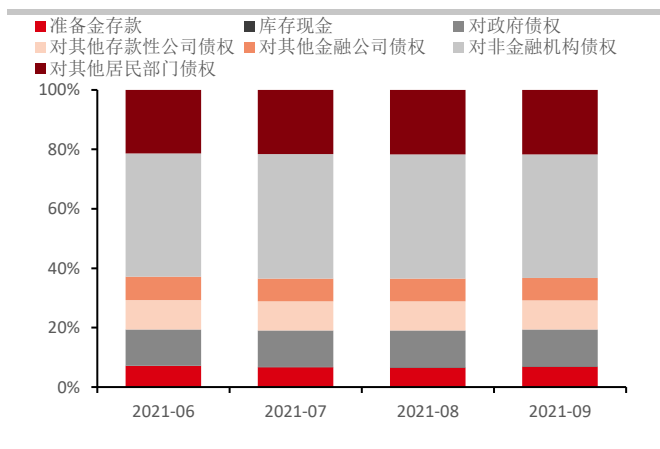
从商业银行资产负债表的角度来看，实体企业端融资与商业银行对政府债权部分在9月出现边际好转，符合上月预期。后续来看，当前紧信用拐点已现，随着定向宽信用逐步启动，结合近期监管层托底经济、支持信贷的举措连连出台，商业银行对实体部门的贷款投放同比走势将持续改善。同时在四季度流动性平稳充裕的环境下，关注央行对于实体经济的扶持政策。具体来看，10月24日中共中央、国务院印发的《关于完整准确全面贯彻新发展理念有序推进绿色低碳金融产品和服务开发，设立碳减排货币政策工具，做好碳达峰碳中和工作的意见》将绿色信贷纳入宏观审慎评估框架，引导银行等金融机构为绿色低碳项目提供长周期、低成本资金。同时，根据10月已发行地方债数据来看，10月新增发行量为13178亿元，与9月发行量基本持平，预计10月“对政府债权”同比将维持平稳。

图 13: 9 月商业银行总资产小幅走高 (十亿元)



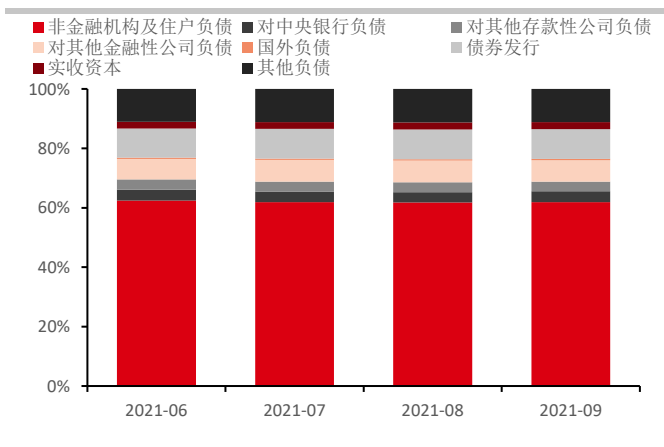
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 14: 9 月资产端结构基本不变 (%)



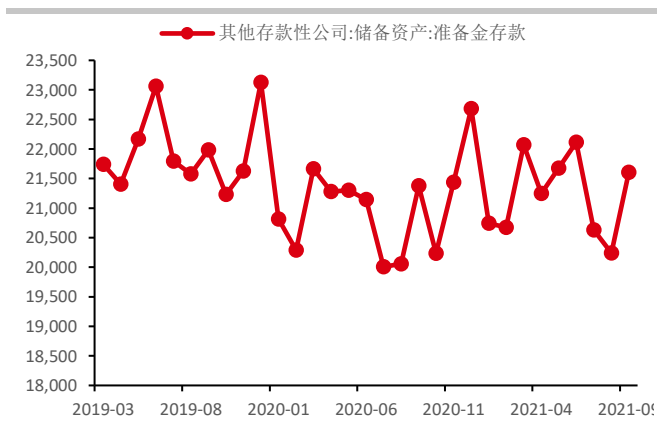
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 15: 9 月负债端结构基本不变 (十亿元)



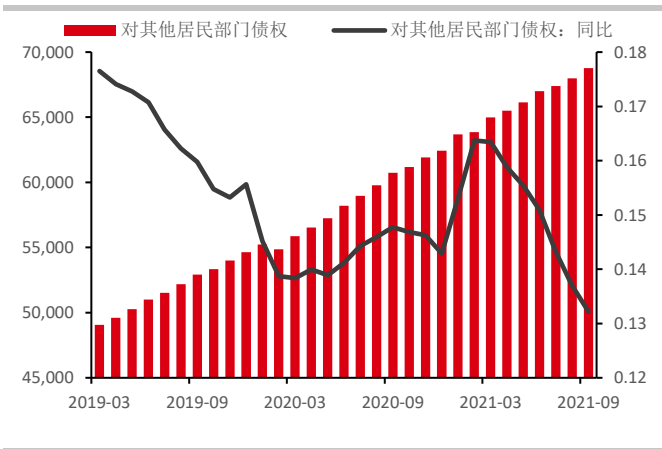
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 16: 9 月存款准备金出现上升 (十亿元)



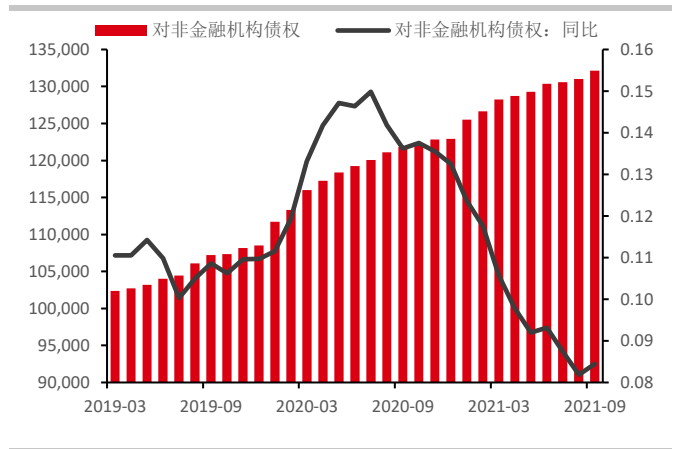
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 17: 9 月对居民贷款同比持续下跌 (十亿元, %)



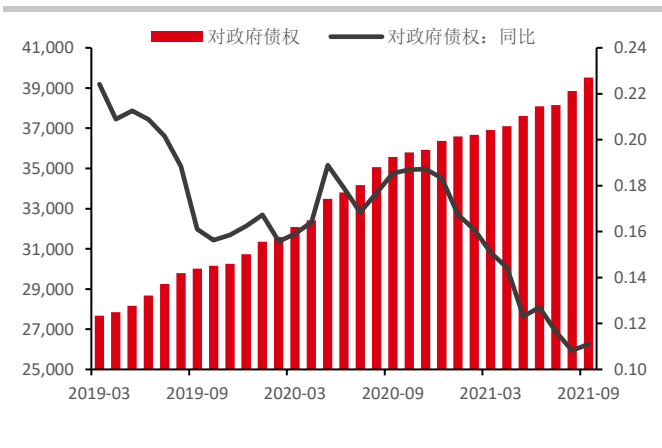
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 18: 9 月对企业端贷款同比现拐点 (十亿元, %)



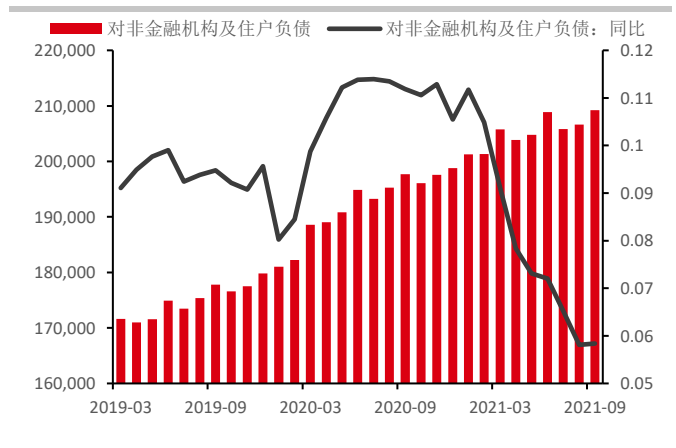
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 19: 9 月对政府债持有同比略有回升 (十亿元, %)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 20: 9 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\\_28747](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28747)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn