

关注一月信贷情况与地产政策力度

宏观资产负债表摘要:

【央行端】本轮货币宽松未完待续: 12月央行资产负债表总规模震荡走阔, 外汇占款持续走高是主因。1月降准降息后, 需观察1月社融增速是否实现反弹, 新增人民币贷款分项是否企稳, 央行宽松仍大有可为。房地产方面, 当前政策预留空间较大, 目前地产调控仍处于因城施策的边际放松阶段, 后续若地产下行速度持续, 5年期LPR调降速度或将加快。

【银行端】宽货币对宽信用的传导较慢: 12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, 实体融资需求仍然低迷。后续来看, 在宽货币的推动下2022年一季度实体信用将现好转, 但能否持续走好仍需观察政策推动情况。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。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】22年财政前置发力下开门红可期: 12月财政呈现“超收欠支”状态。当前财政部已经提前下达1.46万亿专项债限额, 高于2019年的0.81万亿元和2020年的1.0万亿元, 叠加2021年一般公共预算的超收结余(0.8万亿)和政府性基金的专项债结转(1.5万亿), 共计2.3万亿元左右, 基本将在一季度使用, 因此22年一季度财政力度最强。同时, 22年1月地方债发行量达6998亿元, 显著高于2021年与2019年, 财政开门红可期。

【企业端】利润规模承压, 但结构改善: 12月生产端价格持续回落, 工业企业利润结构分化改善。企业融资需求依然不高, 观察一季度信贷情况。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, 1月份信贷开门红问题不大。上下游盈利不均衡的局面将持续改善, 上游原材料在保供双碳等政策的持续发力下, 短期利润率下降; 而中下游的装备制造、消费制造业与私营小微企业利润率在政策持续降成本的促进下将出现提升。

【居民端】地产销售继续筑底, 等待政策助力需求侧回升: 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, 且出现因城施策。因此, 22年一季度后, 需关注政策是否加大调整力度, 助力房地产在年中筑底回升。

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:

[供给冲击缓解, 静待内需发力](#)

2022-01-04

[关注“胀”缓解后政策对“滞”的拉动](#)

2011-11-01

[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

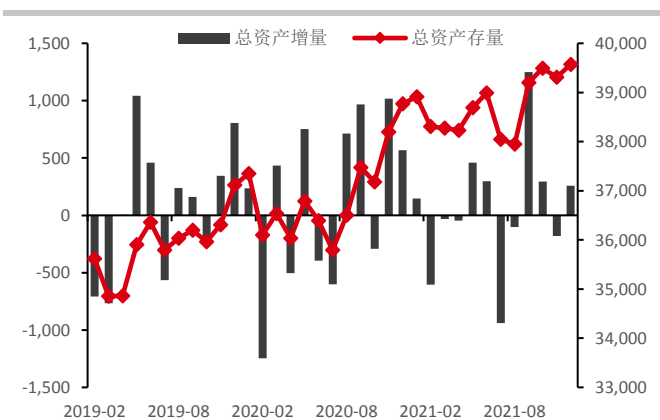
央行端：本轮货币宽松未完待续

12月央行资产负债表总规模震荡走阔，外汇占款持续走高是主因

从近期公布的最新央行资产负债表来看，12月央行资产负债表震荡走阔，较11月小幅扩张2588亿元。从资产端来看，12月外汇占款录得212867.2亿元，较上月大幅上涨257.8亿元，同比增速0.74%，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。具体来看，受年底季节性换汇影响，12月人民币中间价小幅升值，月均汇率从上月的6.4升至6.37，支撑外汇占款持续上升。而12月对其他存款性公司债权存量为128645.5亿元，较上月小幅缩减1282.9亿元，增速-3.5%，幅度较十一月的-0.81%有所扩大。具体来看，12月MLF净回笼4500元，逆回购净投放2000亿，常备借贷便利SLF净投放126亿，国库现金定存净回笼700亿；由于12月央行开始降准操作向市场投放大量流动性，市场流动性充裕合理，因此央行实施OMO缩量操作。同时，当月其他资产项资产录得22588亿元，较上月大幅增长2410.4亿元，由于该项目涵盖比较多，我们猜测可能受到央行给金融机构贷款增多等因素影响。

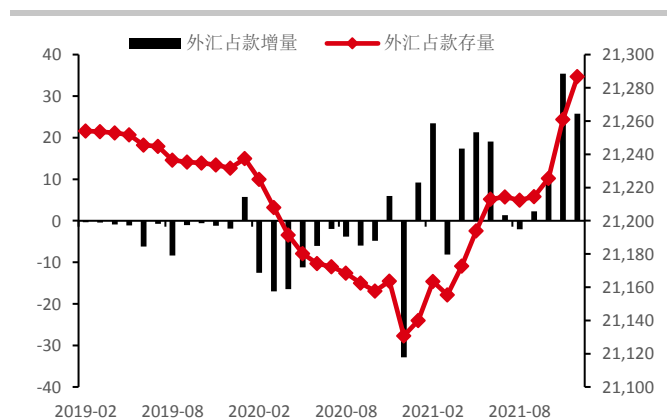
从负债端来看，12月货币发行项为96164.8亿元，较上月环比增加3569亿元，持续上涨趋势。根据12月金融数据，受年底取现需求增加等影响，M0余额持续改善，环比多增3391.74亿元，同比较上月改善0.5个百分点，成为贡献货币发行量的主力军。此外，12月其他存款性公司存款项目录得212392.9亿元，环比上升6694.3亿元，增幅明显不及历史同期水平，主要受12月央行降准影响。

图1：12月央行总资产规模震荡走阔（十亿元）



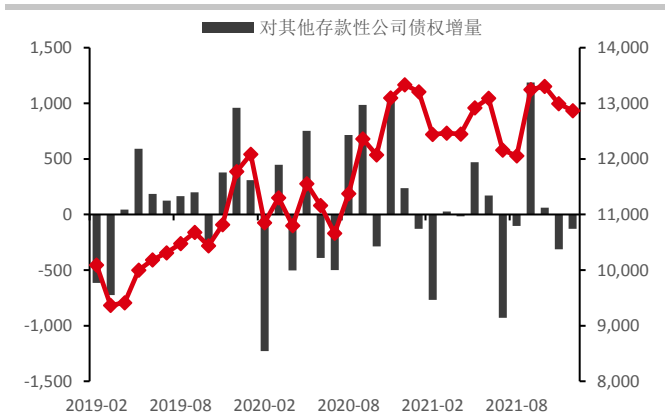
数据来源：wind 华泰期货研究院

图2：外汇占款受出口影响持续增长（十亿元）



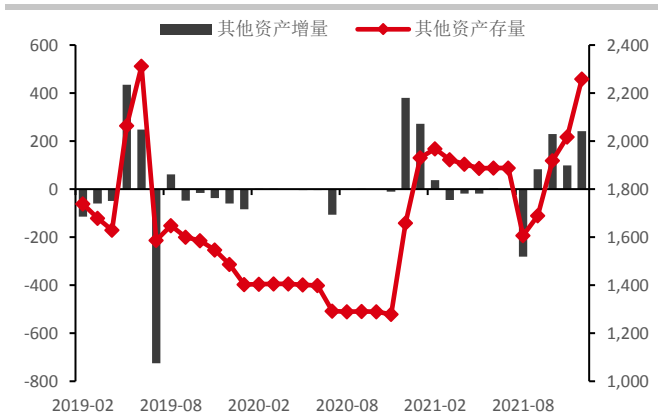
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 3: 12 月全市场实现货币净回笼 (十亿元)



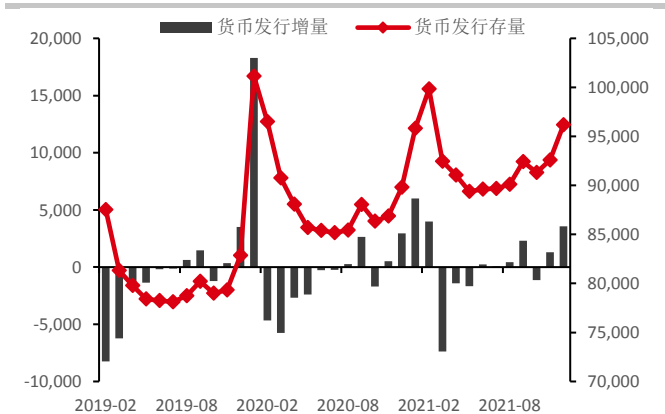
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 4: 12 月央行其他资产项持续走高 (十亿元)



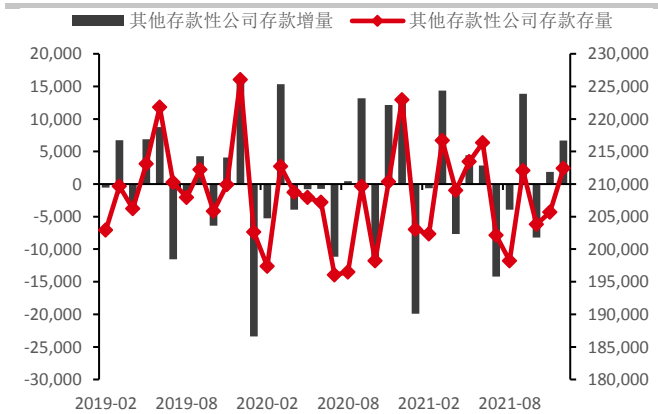
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 5: 12 月货币发行持续上涨趋势 (亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 6: 12 月受降准影响其他存款性公司存款项目增幅不及历史同期 (十亿元)



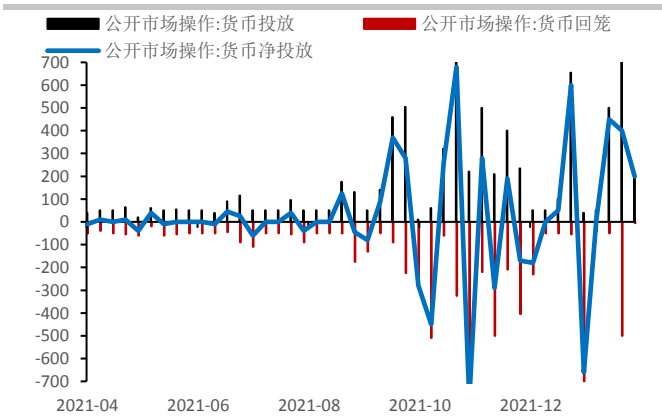
数据来源: wind 华泰期货研究院

1月开启非对称降息，央行本轮宽松未完待续

1月开启降息进程，相继下调MLF、7天OMO、1年期与5年期LPR和SLF利率。央行于1月17日宣布同时下调1年期MLF和7天OMO利率10BP后，市场对1月LPR报价将下调持有一致性预期，仅对于5年期LPR利率调降幅度存在一定分歧，也符合我们此前预期。由于MLF是LPR的基础利率，通常在MLF利率下降后银行负债成本获得降低，净息差回升，使得央行降息动力充足。本次央行降息主要为了降低实体部门融资成本，在当前疫情对经济扰动较大，市场对稳增长信心不足的情况下，适时降息有利于稳定微观主体信心。对于本次不同期限的非对称降息，我们认为，首先从历史经验来看，5年期LPR通常调降幅度更低。2020年为应对疫情所带来的冲击，央行曾在当年1月和4月下调MLF利率10BP、20BP，所对应的5年期LPR降幅仅为5BP与10BP。其次5年期LPR影响范围更广，其对企业中长期贷款、固定资产投资贷款和居民住房贷款都产生影响，因此调降较为谨慎。在央行19日的新闻发布会上，刘行长表示5年期LPR是宏观变量，是总量性和普惠性的，下调更重要的是一种引导意义；体现出在房住不炒总基调下对地产需求端的适当发力。此外，期限上1年期LPR与1年期MLF更为匹配，而5年期LPR不仅需要考虑资金成本、市场供求与风险溢价等差异化因素，还需考虑期限溢价的影响，因此降低同等幅度的难度会更大。

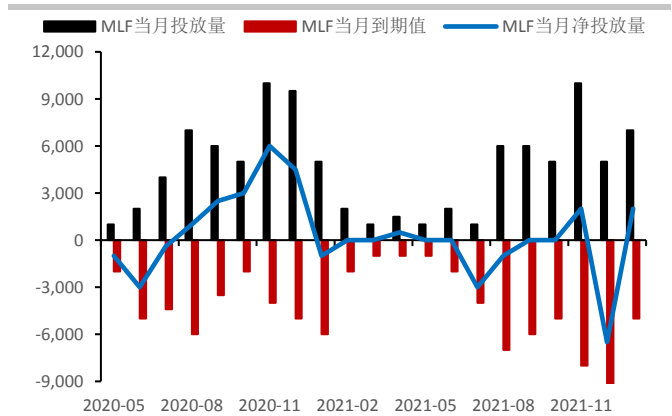
后续需观测信用数据与地产融资情况，央行宽松仍有可为。19日央行金融数据发布会上，央行领导表示，后续货币政策将在“更加主动有为，更加积极进取，注重靠前发力”的总体基调下进行。本次发布会央行领导较为罕见的用直白清晰的语言传达政策取向信息，体现出当前央行对经济放缓较为担忧。后续货币政策将着重于稳增长和宽信用，除了降准降息释放流动性和创造好的融资环境以外，还将着力于打通融资渠道和挖掘融资主体。因此，央行将把“货币政策工具箱开得再大一些”，总量性货币政策和结构性政策都还有一定空间。后续来看，我们认为此轮宽货币中的降息大概率将延续，而调降幅度和节奏主要取决于1月信用数据分项以及地产融资消费情况。此轮降息预计将使一季度企业贷款利率降幅达20BP左右，后续需观察1月社融增速是否实现反弹，新增人民币贷款分项是否企稳。房地产方面，当前政策预留空间较大，目前地产调控仍处于因城施策的边际放松阶段，后续若地产下行速度持续，5年期LPR调降速度或将加快。

图 7: 受春节等季节性因素影响, 1 月 OMO 总体维持净投放, (亿元)



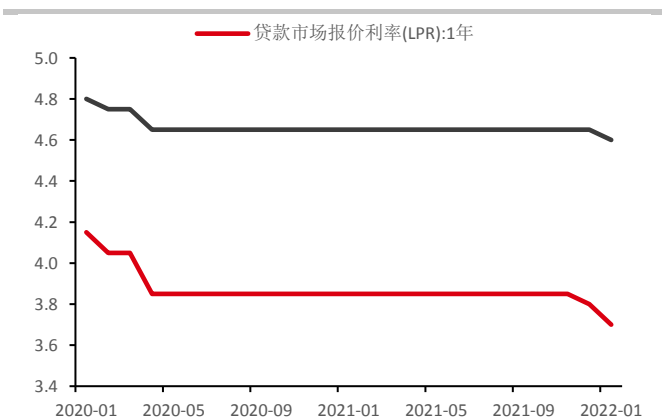
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 8: 12 月降准置换 MLF, 缩量续作; 1 月 MLF 超量续作 2000 亿元, 维持流动性充裕 (亿元)



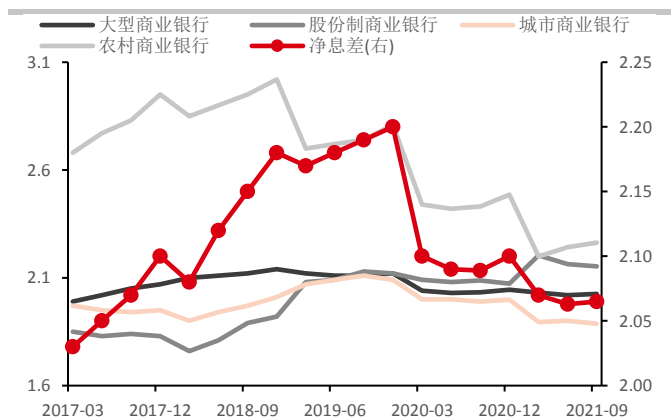
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 9: 12 月与 1 月连续连个月降息, 1 年期 LPR 利率累计下调 15BP, 5 年期下调 5BP (%)



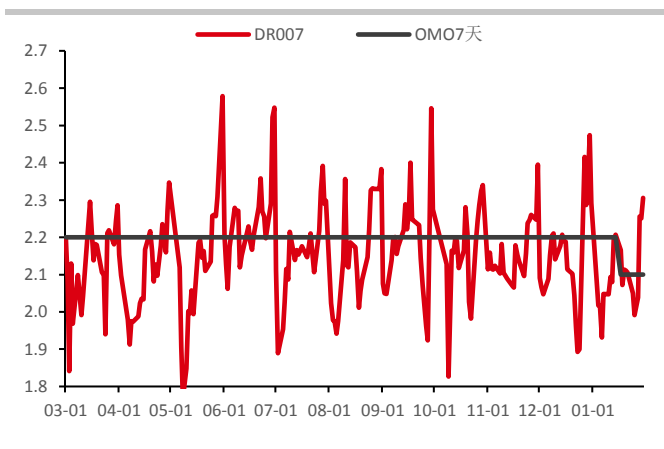
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 10: 12 月降准后银行净息差小幅回升, 释放降息空间 (%)



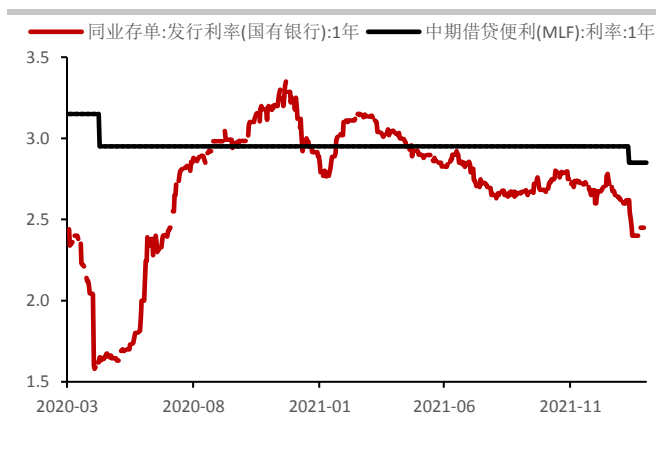
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 11: 1 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: 1 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：宽货币对宽信用的传导较慢

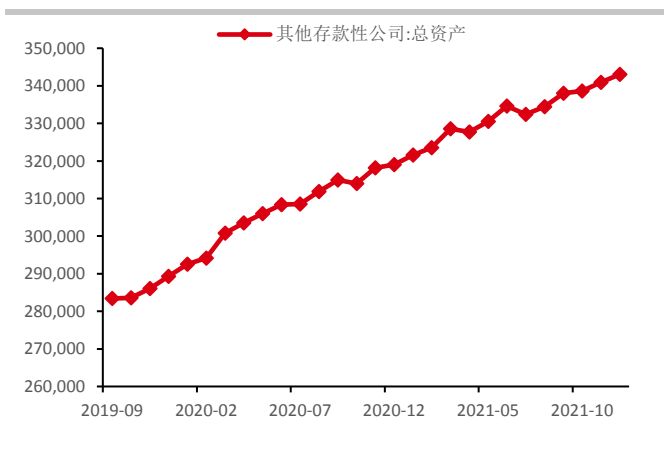
12月商业银行资产负债表走势：规模扩张，结构不变

12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12月商业银行资产负债表数据可以发现，12月总资产规模小幅走高21253亿元，前值为22898亿元，同比增长7.54%。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7668亿元，涨幅虽大但不及历史同期，主要由于央行降准所致，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(+3691亿元)，但同比持续走弱至12.65%（上月同比为13.02%）；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，主要受到地产信贷的影响。近期地产信贷政策虽然边际放宽，银行放贷速度加快，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，未能改变其同比下跌趋势。而“对非金融企业部门债权”项目走势9月出现拐点后，四季度以来维持低位震荡走势。12月总量规模持续增长(+5786亿元)，同比增速为8.52%，较11月的8.12%再度回落，维持震荡。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，随着宽货币政策的持续发力，央行两次1年期LPR降息后，预计2022年一月份信贷将现明显改善，迎来开门红。而12月“对政府债权”规模总量持续增长(+7614亿元)，同比走势持续9月以来的反弹趋势，12月同比走高13.54%，较11月同比(+12.8%)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，12月地方债发行3178亿元，较11月的6784.7亿元小幅回落，但与往年同比仍在高位（2020年12月1836亿元，2019年12月379亿元）。后续来看，1月地方债发行量为6988亿元，同比2021年1月的3623亿元显著走高，同时，财政部已经提前下达1.46万亿专项债限额，2022年财政前置毋庸置疑。预计一季度商业银行政府债欠配情况将持续缓解。负债端来看，12月“对非金融机构及住户负债”总量环比增加(+22868亿元)，同比增长6.49%，较10月的6%小幅回升。受年末临近春节等季节性因素的影响，企业及住户储蓄增量较大，但同比较往年仍在合理区间。自9月以来，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。

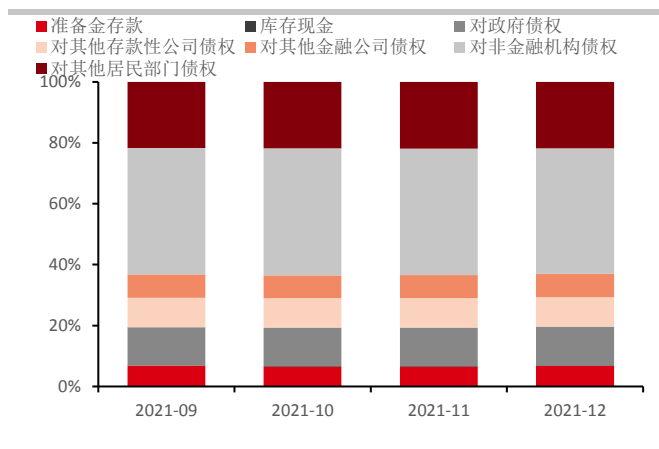
从商业银行资产负债表的角度来看，商业银行对政府债权部分在9月出现边际好转后企稳，体现当年财政后置的政策基调，但实体企业信贷及居民信贷持续疲软，符合市场预期。后续来看，在宽货币的推动下2022年一季度实体信用将现好转，但能否持续走好仍需观察政策推动情况。地产信贷政策的边际松动在“房住不炒”的大逻辑下是否可以延续值得关注。预计宽信用全面启动需等待基建信贷进一步发力以及实体信贷条件在宽货币后的改善情况。

图 13: 12 月商业银行总资产持续小幅走高 (十亿元)



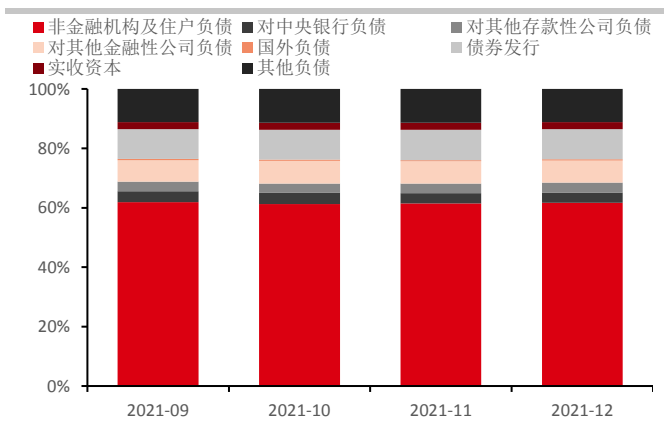
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 14: 12 月资产端结构基本不变 (%)



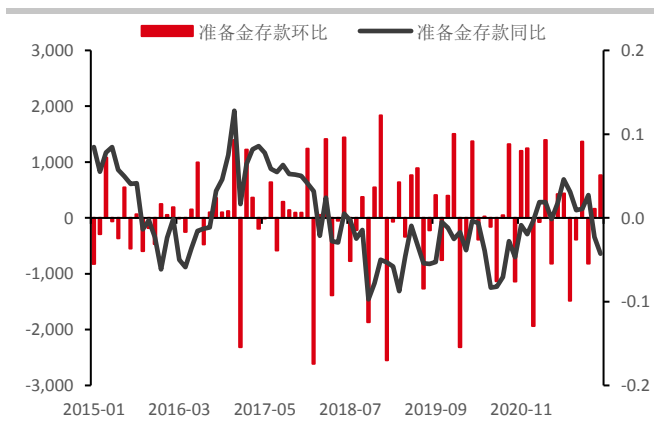
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 15: 12 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: 12 月存款准备金同比处于历史低位 (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_37105



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn