

加大宏观政策实施力度，关注外部因素扰动

宏观资产负债表摘要：

【央行端】3月上旬仍有宽松窗口期：1月央行资产负债表总规模走阔，外汇占款与对银行债权走高是主因。2月超量等价续作MLF符合预期，3月仍有降息窗口期。但我们认为在3月美联储加息预期落地前，市场对于加息预期已经基本消化，中国货币政策仍存在宽松窗口期，3月存在降息可能性。后续需持续观察2月信贷数据及实体融资回暖情况，分析1月信贷开门红是短期冲量还是实体回暖的初期信号。

【银行端】宽货币对宽信用的传导初现成果：1月商业银行资产负债表规模持续扩张，企业融资回升明显。商业银行对政府债权部分在9月出现边际好转后企稳，体现当前财政发力对经济的拉动。同时1月实体企业信贷也出现边际好转，是否为宽信用的拐点仍需2月信贷数据支持；而居民信贷持续疲软，受地产拖累较大。后续来看，在宽货币的推动下下一季度实体信用有所转好，地产信贷以及需求端政策的边际松动将帮助地产需求底部回升。

【财政端】22年财政收支均将提速：预计2022年财政将持续发力，托底经济。结合目前已经公布预算收入的30个省份来看，2022年全国一般公共预算收入预算合计月114433.3亿元，相比2021年预算增长了约5%。由于2021年财政支出未完成预算目标，支出增速仅为0.3%，2022年财政支出将明显提速。在支出类型上，2021年财政支出以稳民生为主，预计2022年财政支出将向基建类倾斜，继续托底经济。此外，2021年财政收入同比增长10.7%，在2021年超收的高基数下，我们认为2022年财政收入预算增速也将有所提升，在“以收定支”政策下更好助力经济稳增长。

【企业端】2月PPI受地缘冲突扰动大，企业利润结构持续改善：近期俄乌冲突及美欧对俄罗斯制裁将大幅减少俄罗斯商品出口，从而推升相关能源板块价格，对其造成短期扰动。后续持续关注俄乌冲突最新进展以及美国政府打压能源通胀的政策。未来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】房地产周期现低点，静待政策托底成效：后续来看，在房企融资政策持续纠偏，央行释出信号表示房地产信贷将适度修复，维持合理区间。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。但在近期因城施政政策的影响下，预计后续将有更多城市逐步跟进政策放松，将带动需求承压的三四线城市房地产市场边际回暖助力稳增长。因此，22年一季度后，政策发酵后地产信贷可能逐步企稳。

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：

[关注一月信贷情况与地产政策力度](#)

2022-02-06

[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

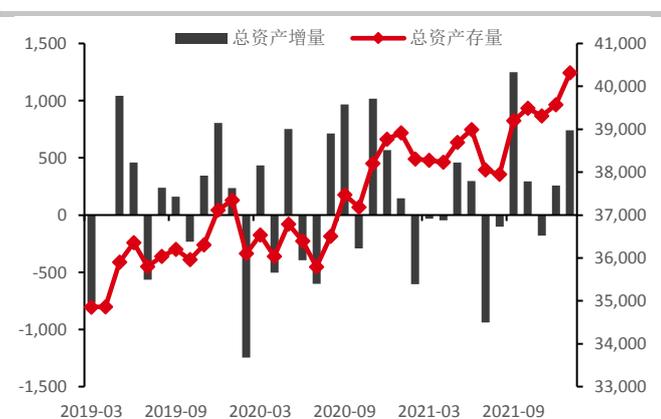
央行端：3月上旬仍有宽松窗口期

1月央行资产负债表总规模走阔，外汇占款与对银行债权走高是主因

从近期公布的最新央行资产负债表来看，1月央行资产负债表规模走扩，总资产较12月扩表7423亿元。从资产端来看，1月外汇占款录得213200.6亿元，较上月大幅上涨333.3亿元，同比增速0.85%，高出历史同期。自2020年11月以来银行结售汇经常项顺差与资本与金融项顺差持续走高与央行外汇占款增量走势基本相似，主要由于疫情反复背景下欧美国家产业链修复进程缓慢，出口增长具有韧性。同时，在欧美逐步开启加息紧缩货币政策的背景下，央行为了遏制人民币汇率进一步升值，持续从中资银行结汇释放人民币流动性。1月对其他存款性公司债权存量为134700.1亿元，环比上涨6054.6亿元，同比增速为1.99%。具体来看，1月MLF净投放2000亿元，逆回购净投放2000亿元，SLF净投放23亿元，其余增量为再贷款再贴现精准“滴灌”小微企业，约2000亿元。1月受节前实体经济流动性需求旺盛影响，央行开启MLF与LPR降息，同时实施MLF净投放与OMO净投放操作向市场投放大量流动性。当月其他资产项录得同时，当月其他资产项资产录得23376亿元，较上月大幅增长787.9亿元，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，1月货币发行项为111876.69亿元，较上月环比大幅增加15711.9亿元，持续上涨趋势。根据1月金融数据，受春节前取现需求增加以及春节错位等影响，M0余额持续走高，环比多增15363.72亿元，同比较上月改善10.8个百分点，成为货币发行量的主力军。此外，1月其它存款性公司存款项目录得194279.92亿元，环比下跌18112.9亿元。受春节取现影响和1月MLF及LPR降息影响较大。

图1： 1月央行总资产规模大幅走阔（十亿元）



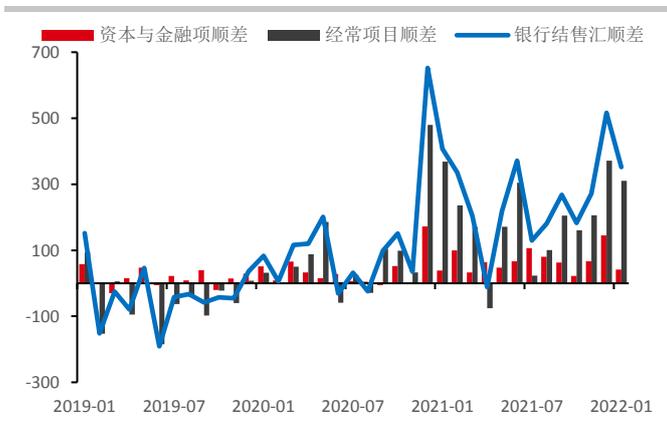
数据来源：wind 华泰期货研究院

图2： 1月外汇占款受出口影响持续增长（十亿元）



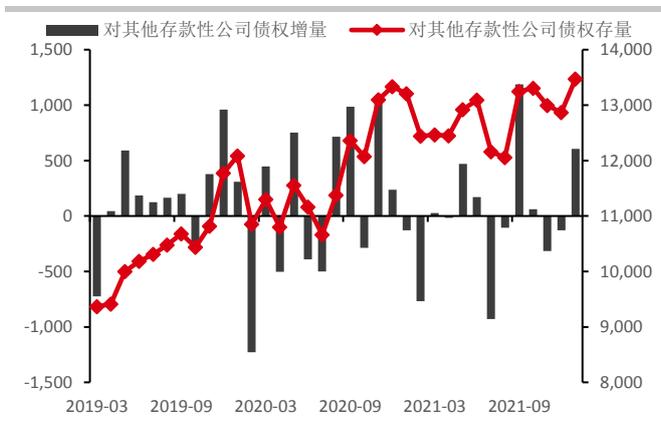
数据来源：wind 华泰期货研究院

图 3: 1 月银行结售汇延续大额顺差 (亿元)



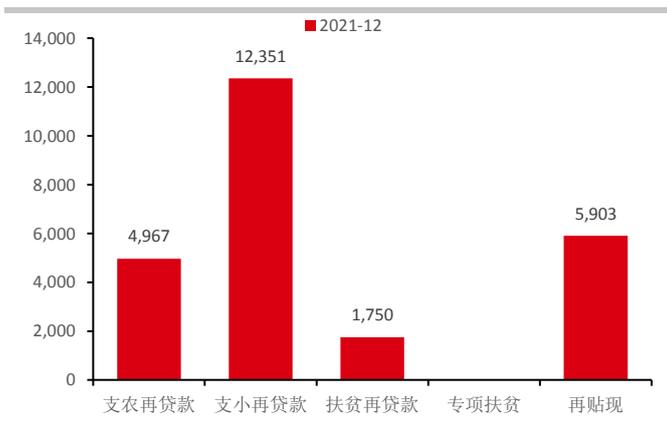
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 4: 1 月货币市场净投放, 对其他存款性公司债权环比增长 (十亿元)



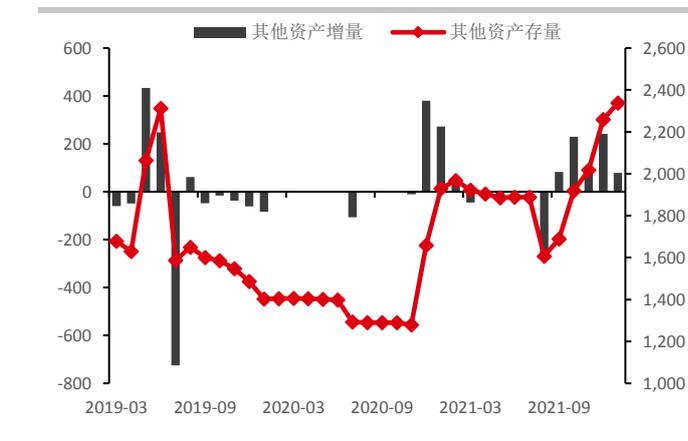
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 5: 21 年四季度再贷款再贴现工具情况 (十亿元)



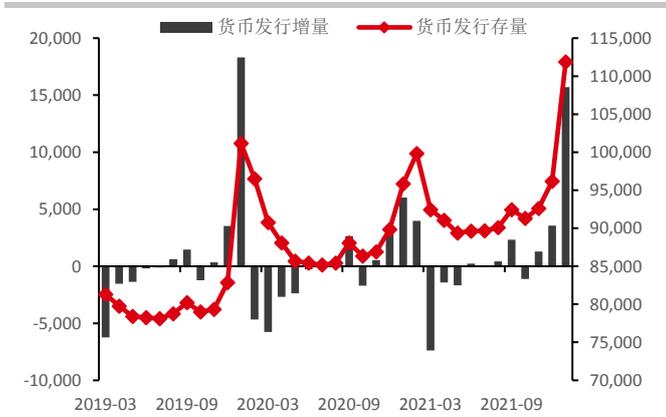
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 6: 1 月央行其他资产项持续走高 (十亿元)



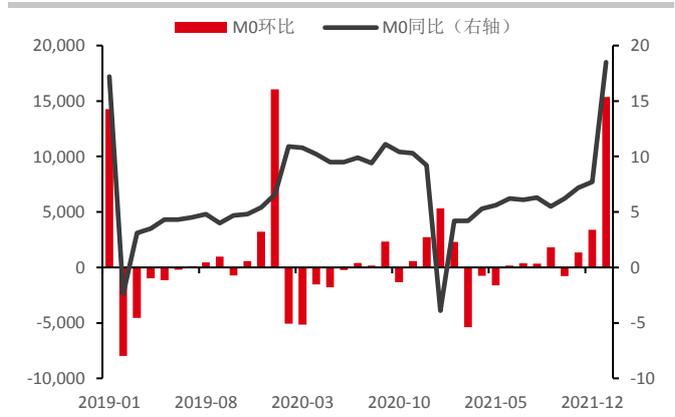
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 7: 1 月货币发行持续上涨趋势 (亿元, 亿元)



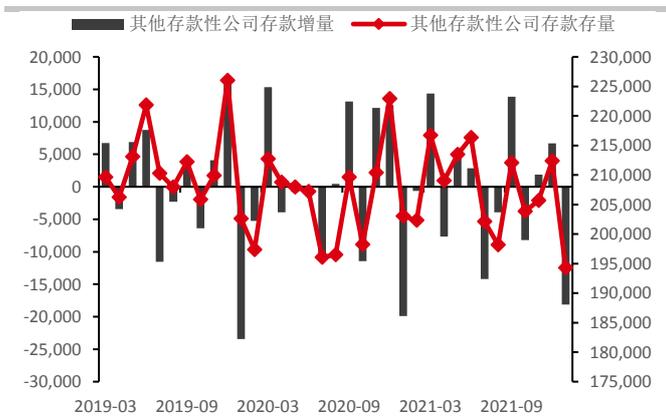
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 8: 1 月 M0 同比与环比增量受春节错位影响上升明显 (亿元, %)



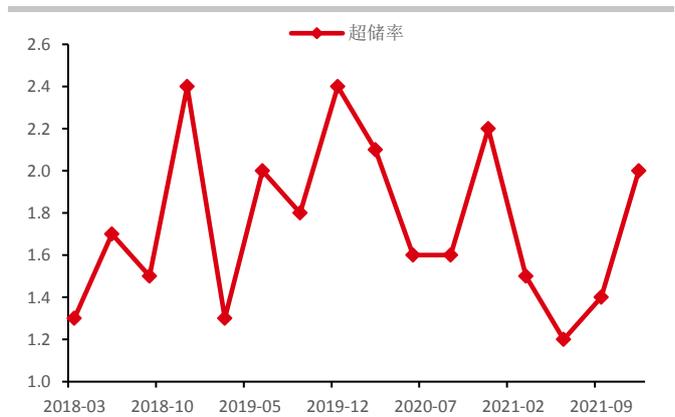
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 9: 1 月节前取现需求及降息影响导致其他存款性公司存款环比降幅较深 (亿元, 亿元)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 10: 12 月受降准影响超储率回升明显 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

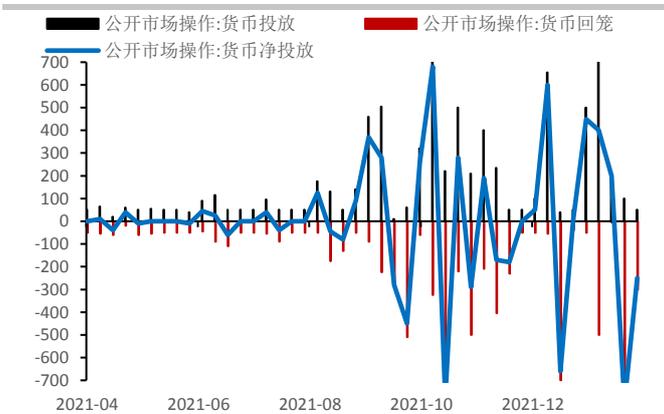
2月超量等价续作 MLF，3月仍有降息窗口期

宽货币向宽信用传导顺畅，MLF 与 LPR 未降符合预期。2月15日央行超量续作1000亿元MLF，在资金面维持宽松，7天逆回购持续净回笼的背景下，央行“缩短放长”的政策意图凸显。此外，2月21日央行公布的新一期LPR报价与上月持平，符合市场预期。在报价前，挂钩1年期LPR的利率互换均值为3.71%，基本与当前值持平。其原因主要由于1月信贷数据开门红与12月一般贷款加权平均利率出现明显下降，显示宽货币向宽信用传导路径顺畅。1月的信贷总量与结构的改善显示实体融资需求边际回暖，企业端短贷与中长贷环比均现明显回升。虽然1月居民中长期信贷仍显示地产需求低迷，但是近期各地“因地制宜”的地产需求边际宽松政策频出，料对2月居民信贷将有提振。同时央行公布的去年12月贷款利率数据为5.19%，较三季度降11BP，主要受12月降准降息的影响。货币政策的传导事实上已较为顺畅，货币宽松似乎已经不是当前的主要矛盾。此外，虽去年12月受降准影响银行净息差从低位小幅回升至2.08，但1月降息后，我们预计银行净息差再度跌回低位，因此2月降息动力不足。

货币宽松政策持续，3月仍有降息窗口期。近期市场对3月美联储加息的预期快速升温，虽然我国央行依然坚持“以我为主”的货币政策基调，但政策边际仍受到制约。美国1月创40年新高的CPI数据公布后，市场对于美联储上半年开启高频加息的预期节节攀升，导致美债收益率持续走高，对于国内市场和货币政策产生掣肘。但我们认为在3月美联储加息预期落地前，市场对于加息预期已经基本消化，中国货币政策仍存在宽松窗口期，3月存在降息可能性。后续需持续观察2月信贷数据及实体融资回暖情况，分析1月信贷开门红是短期冲量还是实体回暖的初期信号。

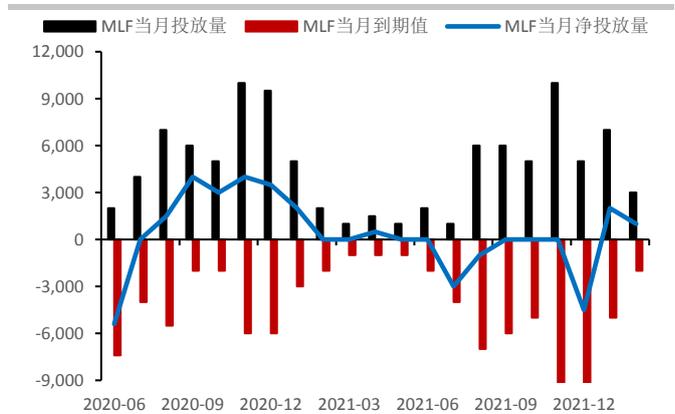
结构性货币政策为稳增长主力。2月25日政治局会议中提到：要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。去年年底以来，宏观政策明显偏积极，宽货币和宽信用均已落地，专项债发行提速或指向基建发力，地产政策也适度放松。2021年央行2000亿元再贷款额度、3000亿元支小再贷款额度、碳减排支持工具和2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等结构性工具支持小微企业，绿色创新等领域。因此我们认为后续积极政策仍然存在，还没完全发力。预计2022年全年货币政策仍将呈现结构性特征，通过进一步加大定向再贷款再贴现额度，持续用好碳减排工具和煤炭清洁高效利用再贷款等引导小微制造业降低融资成本。

图 11: 节后资金需求回落, 2 月央行 OMO 持续净回笼 (亿元)



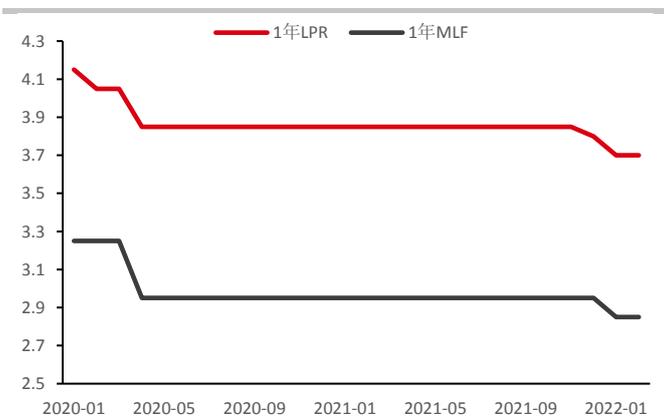
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 12: 2 月 MLF 超量等价续作, 维持流动性充裕 (亿元)



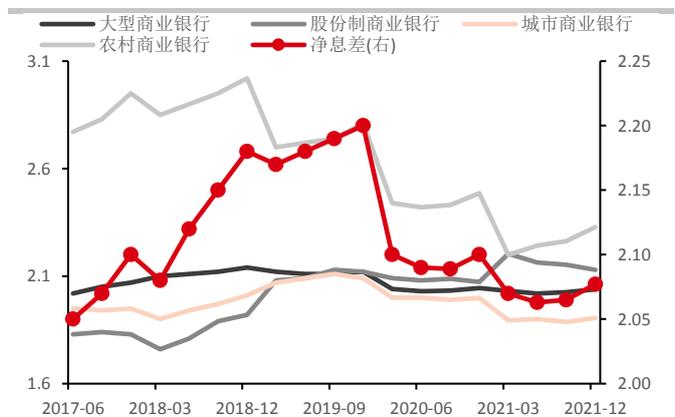
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 13: 2 月 MLF 与 LPR 均为调降, 符合市场预期 (%)



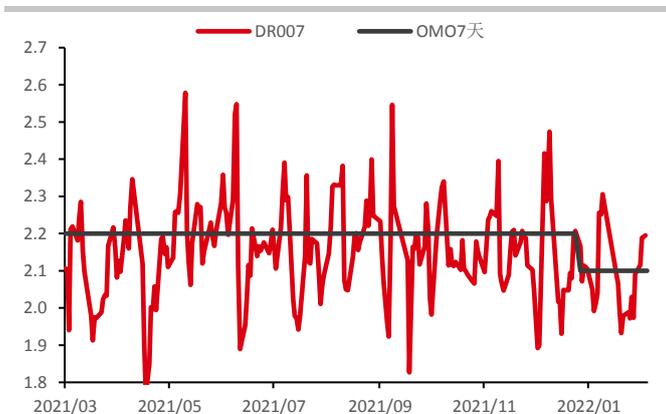
数据来源: wind 华泰期货研究院

图 14: 受 1 月降息影响, 预计银行净息差再回低位, 2 月降息动力不足 (%)



数据来源: wind 华泰期货研究院

图 15: 2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 16: 2月同业存单利率小幅回升,但仍低于MLF政策利率(%)



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初现成果

1月商业银行资产负债表规模持续扩张，企业融资回升明显

1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1月商业银行资产负债表数据可以发现，12月总资产规模持续走高40205.9亿元，前值为21252.9亿元，同比增长7.93%。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”项目回落18248.9亿元，当月准备金增量回落较大，主要受到节前资金需求及1月MLF和LPR降息影响所致，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(+8199.3亿元)，但同比持续走弱至11.73%（上月同比为12.65%）；当月环比规模增长量较大受春节季节性原因，而增速持续下跌则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。1月地产销售数据持续回落，居民信贷仍然低迷，与该数据对应。后续来看，由于近期地产需求端边际宽松政策频出，居民贷款料将受到提振，同比下跌趋势预计出现放缓。而“对非金融企业部门债权”项目同比四季度维持低位震荡，但1月出现明显回升。1月总量规模持续增长(+35079.3亿元)，同比增速为9.06%，较12月的8.52%回升明显。1月在央行MLF与LPR双降的背景下，信贷实现开门红。企业短贷与中长期贷款均出现明显回升，体现实体经济融资需求边际回暖，宽货币向宽信用的传导较为顺畅。1月“对政府债权”规模总量持续增长(+6548.6亿元)，同比走势持续去年9月以来的持续上涨趋势，1月同比走高14.61%，较12月同比(+13.54%)持续增长。去年受财政后置影响，四季度地方债发行量加速，缓解商业银行对利率债的欠配问题。而今年财政前置发力，地方债维持去年以来的发行速度，导致商业银行政府债权持有同比持续高位。后续来看，1月地方债发行量达6998亿元，2月发行量为5070.95亿元，均高于此前同期。预计今年一季度银行政府债权同比将持续高位。负债端来看，1月“对非金融机构及住户负债”总量环比减少(1770.6亿元)，同比减少26.96%，主要受春节错位以及节前等季节性因素的影响，企业及住户现金需求较大，导致银行储蓄明显减少，但同比较往年仍在合理区

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_38614

