



靳毅：降准可期，12月资金面怎么看





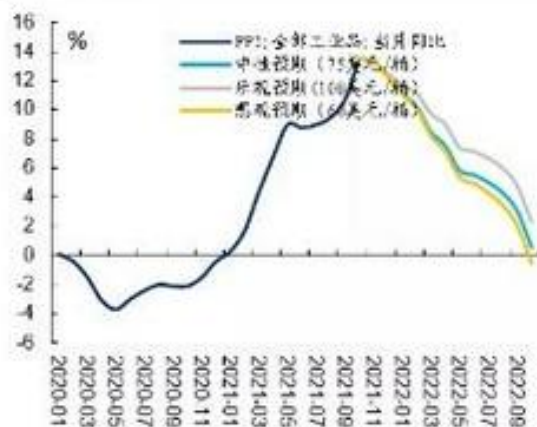
李克强总理关于“适时降准”的说法，引发市场关注。降准是否会很快落地？实施降准对近期资金面又会产生什么样的影响？

问题一：为何降准？

“PPI 见顶+地产下行”是本次降准的催化剂。通胀方面，10 月份市场降准预期落空的背后，PPI 增速超预期上行是一个关键因素。但随着近期煤炭价格及国际原油价格的大幅回落，PPI 顶部已经出现。展望 2022 年，大宗商品价格波动仅改变 PPI 下行斜率，并不改变下行趋势。因此随着当下通胀担忧的消退，央行实施降准的阻力在减轻。

而在经济方面，地产周期下行带来的“稳增长”压力及相关房企信用风险暴露，则加大了降准托底经济的必要性。尽管近期房地产监管及涉房信贷政策出现边际转向，但正如我们之前的分析，从政策转向传导到地产投资数据的转向，至少需要 3 个季度的时间。而在此期间，由于地产周期下行带来的稳增长压力，将会增大“宽货币”的必要性。与此同时，近期部分房企信用风险接连暴露，监管层也需要一个宽松的流动性环境来为化解风险提供支持。

图 1: 基于布油价格的 PPI 远期预测, 11 月起 PPI 增速开始回落



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 2014-2016 年地产周期中, 从“政策底”向“投资数据底”传导了 13 个月



资料来源: Wind, 国海证券研究所

问题二：何时降准？

从历史上来看，总理提及降准后，政策大概率于 1-3 周后落地。唯有 2020 年 6、7 月，国常会提出降准但最终未能实施。但彼时货币政策正在收紧，若实施降准会释放矛盾信号，因此未实施降准有一定现实意义。但本次降准并不存在“货币收紧”这一因素，因此我们判断降准大概率落地，具体落地时间可能在 12 月 15 日左右，方使用降准部分置换 12 月 15 日当

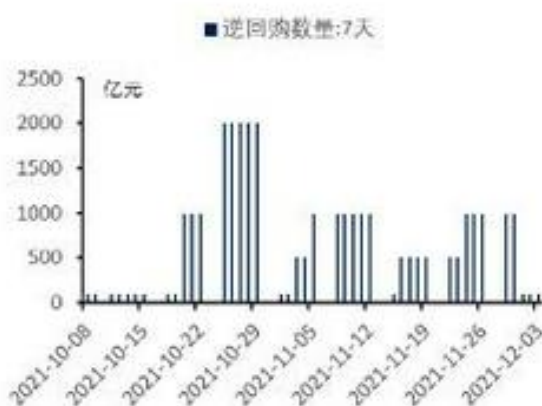
天到期的 9500 亿 MLF 资金。

问题三：降准后资金面怎么看？

年内基础货币并不存在明显缺口，12 月份若降准落地，将对年末资金面形成进一步利好。我们可以观察到，10、11 月央行在公开市场上投放逆回购的力度明显增大，从每天 100 亿的常规逆回购操作提升至 500 亿、1000 亿。从超储率数据上看，10 月银行超储率在 1.0% 左右，位于偏低水平，11 月超储率可能进一步下行。

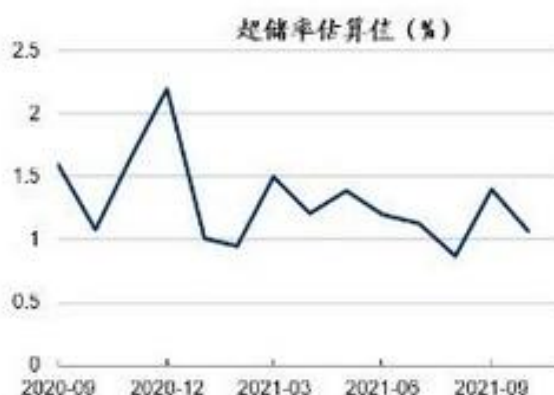
央行加大逆回购对冲与偏低的超储率数据，是否意味着当前基础货币缺口较大？其实不然。

图 3：10 月以来，央行逆回购投放量明显上升



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：10 月银行间超储率在 1.0% 左右



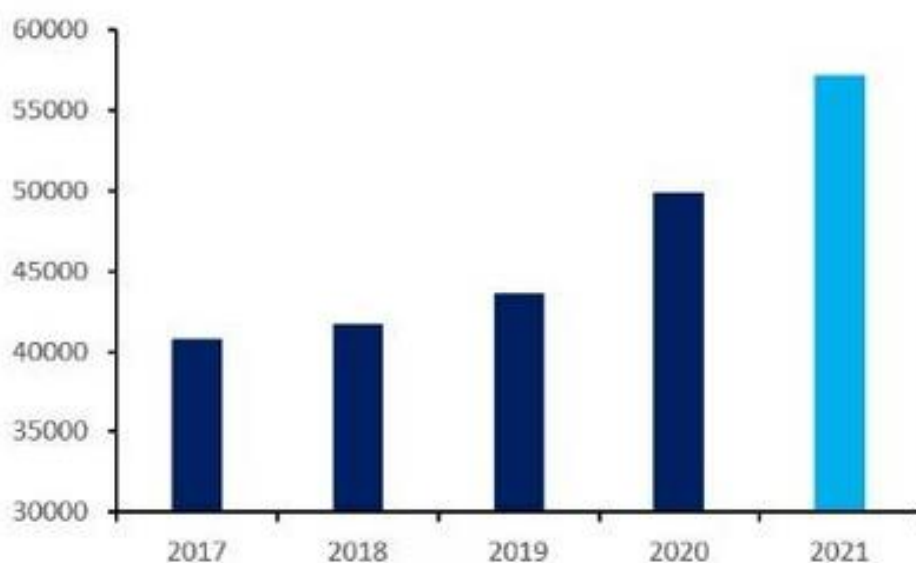
资料来源：Wind、国海证券研究所

正如 9 月 7 日国务院政策例行吹风会上，央行货币政策司司长孙国峰表示：“今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动”。10 月、11 月资金面出现波动，主要是受专项债发行加快与财政资金淤积的暂时性影响。

从数据上来看，10月份财政存款较往年同期高出7000亿以上，这一现象不同寻常，反映出今年财政开支滞后、财政资金淤积的特殊情况。而10月、11月专项债应监管要求加快发行，则加剧了财政资金的淤积。由于财政资金上缴国库，不留存在银行系统中，因此财政资金淤积客观上会造成从资金面“抽水”的效果。

图5：2021年10月政府存款余额较往年高出7000亿

货币当局：政府存款（亿元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

而近期10月及更长时间，随着年内专项债发行进一步加速，财政资金

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_30610

