



# 2022 年中国货币政策 展望



2021年12月以来,中国货币政策稳中趋松越发明朗。我们认为,2022年中国货币政策兼具宽松的必要性和可行性;存款准备金率仍有1-1.5个百分点的下调空间,通过推进利率市场化改革和降准,即可带动实体经济付息压力下降;而若经济下行压力较大,需以类似2016年的更大力度支持实体经济,则还需降息10-15bp。我们倾向于认为,货币政策需要“多措并举”支持实体经济(尤其是其中的薄弱环节),并避免中国宏观杠杆率再度过快攀升。

2022年中国经济总量走弱与结构不均衡的压力并存,货币宽松的必要性有四个主要来源:

一是,中央经济工作会议指出“2022年稳健的货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕”,奠定了货币宽松的政策基调。近年来,“灵活适度”的表述出现在对2016年、2020年的货币政策部署中,都对应着宽货币、宽信用的年份;而2019年是“松紧适度”,2017年、2018年都提到了“货币总闸门”,2022年货币政策偏向宽松的趋向不言自明。此前,央行在《2021年第三季度中国货币政策执行报告》中,也拿掉了延续多时的“管好货币总闸门”。

二是,就业压力逐步显现,凸显出货币政策托底的必要性。从滚动12个月的城镇新增就业人数可以看到,2021年9月以来,中国新增就业人数已经出现显著下滑;到2021年11月,新增就业人数已经远低于疫情前的中枢水平。回顾历史,与当前就业压力较为相似的是2015年至2016年、

2018年下半年到2019年末、2020年上半年三个时间段，货币政策在这些时间都以宽松托底为主。

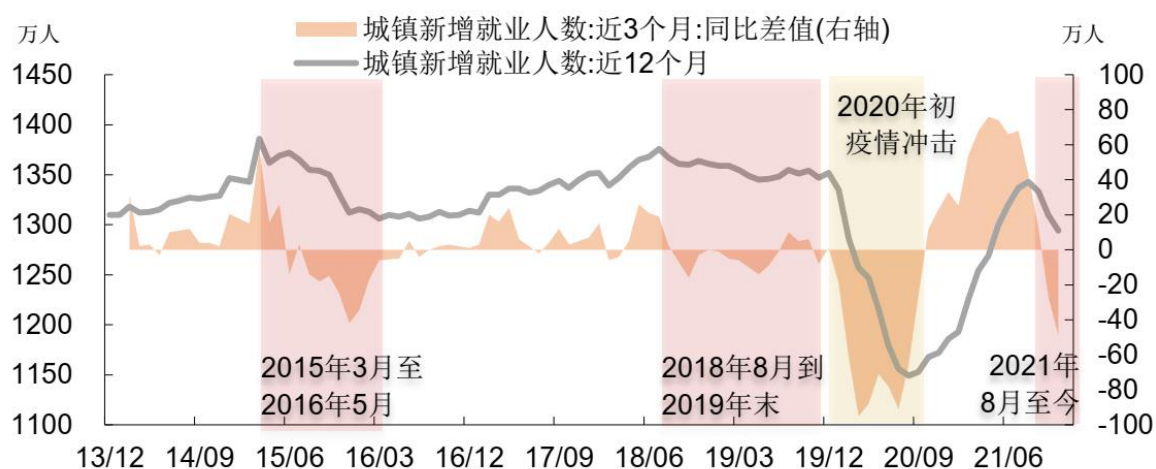


图1 中国就业压力初步显现，货币政策宽松的必要性提升

三是，2022年若无进一步的逆周期宏观政策，中国GDP可能仍运行在潜在增速之下，给完成“十四五”规划与2035年的远景目标带来挑战。一方面，根据人民银行调查统计司课题组在《“十四五”期间中国潜在产出和增长动力的测算研究》中的测算，2021到2025年中国潜在产出增速分别为5.7%、5.5%、5.5%、5.3%、5.1%。而2021年三季度中国GDP两年复合增速已回落至4.9%低位，2022年GDP增速也较难达到5.5%。另一方面，虽然“十四五”规划没有明确制定GDP增速目标，但习近平总书记指出“中国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、到2035年实现经济总量或人均收入翻一番”，这蕴含着未来15年中国经济需实现年均4.73%的增速水平。考虑到2025-2030年中国潜在增速水平还可能进一步下移，若“十四五”疫情正

常化后开局 GDP 增长仅在 5%甚至以下，则对后续完成远景目标会带来更多挑战。

四是，实体经济结构不均衡问题仍然突出，重点行业和民营企业的融资成本仍有降低的必要性。2021 年以来，原材料价格持续高涨，导致利润不断向上游采矿和中游原材料行业集中，挤压了中游装备制造、下游消费制造及公用事业领域的毛利率。从规模以上工业企业经营数据看，私营企业的负债与财务费用在近两年快速上行，是中国经济运行中的薄弱环节。以可比口径的上市公司数据计算，由于上游工业品价格上行幅度较大，集中于制造业中下游的民营企业 ROIC 三季度已降至 4.9%的低位，与三季度的银行一般贷款加权平均利率 5.3%出现“倒挂”。预计 2022 年经济下行压力加大后，需求端或将进一步承压，相关行业和民营企业的投资和盈利情况不容乐观，货币政策有必要对症下药，进一步降低企业的融资成本。

2022 年中国货币宽松面临的掣肘整体减弱，货币宽松的空间已然打开。

### 1.外部因素：美联储紧货币掣肘有限

2008 年全球金融危机之后，美联储先后进行了三轮量化宽松，而后于 2015 年至 2018 年开启了加息紧缩的周期。面对四轮美联储货币政策边际收紧，中国央行的货币政策整体保持了“以我为主”的独立性，尤其在国内经济增长态势不稳固和下行压力突出的时期。具体来看：1) 在国内通胀压力过大的 2010 年和中美经济周期共振上行的 2017 年，中国央行货币政策相对收紧，与美联储货币政策的边际趋紧和加息联动。2) 在国内经济相

对稳定，但增长态势并不稳固的 2014 年与 2016 年，央行面对美联储的政策收紧，货币政策操作相对克制，以稳健中性为基调，结构调节为主，较少使用降准、降息的总量性政策。3) 在国内经济下行压力突出的 2012 年、2015 年及 2018 年，尽管美联储货币政策边际收紧，但中国央行坚持宽松的货币政策取向，将促进经济增长与稳定就业作为更为重要的目标。

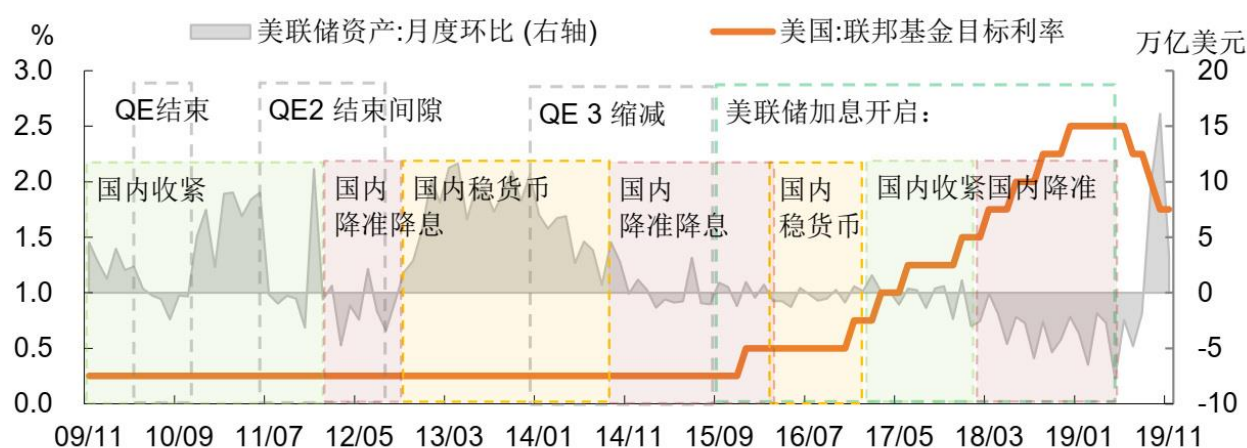


图2 全球金融危机后的美联储货币趋紧阶段，中美货币政策周期多有错位

自2015年“8·11”汇改之后，人民币汇率与美元指数的联动性增强。在一些时点，中美利差收窄和人民币汇率贬值压力，一定程度上也对中国货币政策形成掣肘。具体来看：1) 2015年11月，国内降准降息后债市快速走牛，人民币汇率进一步贬值，中美利差一度收窄至80BP以下，而后央行未进一步“大水漫灌”。除回暖的经济基本面外，或亦担心中美货币政策分化加大人民币汇率贬值压力。2) 2016年12月前后，中美利差再度收窄至80BP以下，央行初步表露出加强金融领域监管的态度，并于2017年1月加息。到2017年3月，美联储加息，中美利差再度触碰80BP

左右分位，央行跟进了加息操作。3) 在中美贸易战的影响下，人民币汇率贬值压力较大，中美利差自 2018 年 4 月至 2019 年 4 月持续处于 80BP 的水准以下，尽管央行坚持了货币政策的宽松取向，但具体操作上却是以降准替换 MLF 为主，直至 2019 年 8 月利差回升至 100bp 以上，才祭出了降息操作。

与全球金融危机后相比，本轮美联储 Taper 和加息的节奏更快。美联储此前的 Taper，QE1 后历时 7 个月结束，QE2 后是 OT 扭曲操作（买长卖短），QE3 后的 Taper 历时 9 个月结束，之后间隔 14 个月才开启加息。而按照美联储 12 月议息会议决议，本轮 Taper 将于 2022 年 3 月完成，历时仅 5 个月。不仅如此，据 CEM FedWatch 反映的市场预期，目前期货市场隐含了 2022 年美联储 5 月首次加息、7 月第二次加息、12 月第三次加息的预期。

但我们认为，2022 年美联储加息对中国货币政策的掣肘比较有限：

其一，目前中美利差绝对水平保护性较强。新冠疫情之后，中国率先控制好疫情，并于 2020 年 5 月起开启货币政策的正常化，中美利差一度拉至 240bp 以上。尽管 2021 年以来海外复苏态势较好，中美利差出现收敛，但绝对水平截至 12 月 20 日仍高达 142bp，距离 80bp 左右的经验警戒值还有着充分的保护垫。

其二，美债利率上行更可能体现为收益率曲线平坦化，长端利率上行有限。从 1990 年以来美联储 4 次典型加息周期的经验来看，美债收益率

曲线的平坦化进程往往在美联储加息前就已开启，并持续至加息结束。本轮美联储 Taper 之后可能紧随加息，这将使得加息预期加快计入，对通胀预期和实际利率均产生更明显压制。此外，考虑到 2022 年美债供给进一步减少，美联储缩减购债规模对实际利率的拉升或有限。因此，美联储加息反映在 10 年美债收益率上幅度预计有限，2022 年 10 年美债利率突破 2% 还面临较大难度。

其三，可通过人民币汇率的适度贬值，释放国内货币政策空间。2021 年下半年以来，人民币汇率维持强劲，尤其在 11 月下旬美元指数升破 96 之后，人民币汇率依然坚挺于 6.4 以下。这为国内货币政策创造了充足空间，未来若伴随着美元的阶段性强势，人民币汇率“顺势”贬值，国内货币政策将会拥有更多“以我为主”跨周期调节的空间。同时，对出口导向型企业而言，人民币适度贬值也具有正向增益。

## 2. 通胀因素：2022 年通胀压力可控

“稳定物价”是中国货币政策的首要目标，通胀变化在货币政策决策中具有重要地位。复盘 2010 年以来的货币政策操作，央行降息降准开始时，PPI 往往已经连续下滑或处于负值区间；CPI 数据受猪周期影响较大，而剔除食品与能源的核心 CPI 更具借鉴价值，在降息、降准周期中核心 CPI 往往趋于下行或在 2% 之下。具体来看：1) 2011 年 7、8 月份 PPI 与 CPI 非食品项（核心 CPI 尚未发布）双双见顶，央行于 2011 年 10 月开启降准操作。待 2012 年 6 月降息时，PPI 已连续 10 个月下滑；CPI 回落至 3%

以下，且 CPI 非食品项低于 2%。2) 2014 年 7 月 PPI 与核心 CPI 阶段性见顶，央行于 2014 年 10 月降息开启宽松周期。待 2015 年 3 月二次降息时，PPI 连续 7 个月下滑，且自 2012 年 3 月以来连续 3 年为负值；CPI 在 3% 以下，核心 CPI 低于 2%。3) 2017 年末 PPI 与核心 CPI 阶段性见顶，央行于 2018 年 4 月开启宽松，先以降准操作为主，2019 年 8 月降息加码宽松时，PPI 连续 3 个月下滑，上月跌入负值区间；尽管 CPI 处于 3% 的较高位置，但核心 CPI 低于 2%。

展望 2022 年，预计 PPI 在高基数下趋于回落，四季度或至负值区间。我们预测，中性情境下，2022 年一季度到四季度的 PPI 同比分别为 7.8%、3.7%、1.4% 和 -1.5%，全年 PPI 均值为 2.9%。若 2022 年油价上探 90-100 美元/桶区间，则 2022 年油价中枢从我们中性预测的 75 美元/桶升至 85 美元/桶，可能推动全年 PPI 中枢上行至 3.2% 左右。预计 2022 年核心 CPI 趋于下行，难以触碰 2% 的高位。需求方面，预计 2022 年中国经济大多数时间运行在潜在增速之下，产出缺口仍然为负，需求不振的情况下价格较难上行；货币方面，历史上社会融资规模往往领先经济增速的拐点，对核心 CPI 有着一年左右的领先性，而 2020 年 11 月以来社会融资规模增速回

**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\\_31902](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31902)

