

宏观深度报告

2022年中国货币政策展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



2021年12月以来，我国货币政策稳中趋松越发明朗。本文主要分三个层次对2022年我国货币政策的空间进行展望。

平安观点：

- **货币宽松的必要性之来源。**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。二是，就业压力逐步显现，凸显除货币政策托底的必要性。2021年11月，城镇新增就业人数的12个月滚动平均值已经远低于新冠疫情前的中枢水平。三是，2022年如无进一步的逆周期宏观政策，我国GDP可能仍然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。四是，实体经济的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。
- **货币宽松的空间如何打开。**1、**外部因素：**2022年美联储加息对国内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；其二，美债利率上行更可能体现为收益率曲线平坦化，即长端利率上行有限；其三，可通过人民币汇率的适度“顺势”贬值，释放国内货币政策空间。2、**通胀因素：**2010年以来，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；在降息、降准周期中核心CPI往往趋于下行或在2%之下。2022年，持续下行的PPI、趋于下行的核心CPI、与PPI转负同期发生的CPI上探3%，将不再对货币政策形成紧约束。3、**宏观审慎与货币政策的配合：**在宏观审慎组合拳下，目前货币宽松对地产、城投、资金空转等外溢效应已减弱，从而可获得更大的调节空间。同时，在防范化解风险、稳定房地产投资的过程中，货币政策还有必要配合宽松。
- **货币宽松的工具如何使用。**1、**再贷款成为基础货币投放的重要一极。**央行从基础货币投放开始就具有了较强的定向特征，在引导资金流向上发挥更大作用。2、**降准凸显弥补基础货币缺口的中性含义。**2015年以来外汇占款规模下降，我国货币创造对货币乘数提升的依赖度提高，2022年要保持大致平稳的M2增长，存款准备金率仍有1-1.5个百分点的下调空间。3、**降低实体贷款利率存在三条路径。**一是，推进存款利率市场化改革，进一步释放LPR改革红利，有望推动贷款利率进一步下行7-8bp（对应贷款利率与LPR利差收窄）。二是，降低存款准备金率1-1.5个百分点，或可间接推动贷款利率下行7-8bp（对应LPR与MLF利差收窄）。三是，从减轻实体经济利息偿付压力的角度出发，上述前两类政策工具红利释放之后，2022年我国实体经济付息增速即有望下降至偏低水平（7%）；如经济下行压力较大，需以类似2016年的更大力度支持实体经济（对应实体经济付息增速5%），则政策利率还需下调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，避免宏观杠杆率再度过快攀升。

正文目录

一、 货币宽松的必要性之来源	4
二、 货币宽松的空间如何打开	5
1、外部因素：美联储紧货币掣肘有限.....	5
2、通胀因素：2022年通胀压力可控.....	8
3、监管因素：防风险或需宽货币配合.....	10
三、 货币宽松的工具如何使用	12
1、再贷款成为基础货币投放的重要一极.....	12
2、降准凸显弥补基础货币缺口的中性含义.....	13
3、降低实体经济融资成本存在三条路径.....	15

图表目录

图表 1	我国就业压力初步显现，货币政策宽松的必要性提升.....	4
图表 2	疫情后私营工业企业财务费用大幅提升.....	5
图表 3	疫情后私营工业企业负债增速远超国企.....	5
图表 4	目前民营企业投资回报率偏低，与贷款利率倒挂.....	5
图表 5	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.....	6
图表 6	美联储加息期间，极端情况下的中美利差收窄一定程度上对我国货币政策操作形成掣肘.....	7
图表 7	本轮美联储实施 Taper 乃至加息的过程将快于历史.....	7
图表 8	当前中美利差水平相比疫情前处于高位，具备充分的保护垫.....	8
图表 9	近十年物价指标与央行降息、降准操作的关联.....	9
图表 10	2022 年 PPI 在高基数下大概率回落.....	10
图表 11	预计 2022 年核心 CPI 趋于下行.....	10
图表 12	近年来宏观审慎政策框架不断完善，货币政策不再与金融监管政策“亦步亦趋”.....	10
图表 13	我国宏观审慎政策框架持续完善.....	11
图表 14	历史上，当稳定房地产投资诉求增强时，往往伴随降准、降息的推出.....	12
图表 15	再贷款开始在基础货币投放中发挥突出作用.....	13
图表 16	专项再贷款有“开正门，堵偏门”的效果.....	13
图表 17	2020 年以来央行结构性再贷款、再贴现工具的运用.....	13
图表 18	2018 年以来降准往往伴随着替换 MLF.....	14
图表 19	2022 年还需通过提升货币乘数稳定货币供应.....	14
图表 20	2021 年 12 月降准后的“三档两优”存款准备金率.....	15
图表 21	2022 年降低实体经济融资成本的三个路径.....	15
图表 22	LPR 改革红利推动贷款利率更大幅度下行.....	16
图表 23	LPR 改革后执行减点的贷款利率比例显著提升.....	16
图表 24	降准 0.5 个百分点对银行负债成本的影响测算.....	17
图表 25	2022 年不同债务、付息增速下，贷款利率理论下行幅度.....	17
图表 26	假设 2022 年贷款年化付息规模增速与 2016/20 年相当.....	17

2021年12月以来,我国货币政策稳中趋松越发明朗。12月6日央行宣布全面降准0.5个百分点;紧随其后,12月7日央行下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点;12月10日的中央经济工作会议对货币政策采用了“灵活适度”的积极表述;12月20日LPR利率如期下调5bp。

本文主要分三个层次对2022年我国货币政策的空间进行展望:一是,货币宽松的必要性之来源;二是,货币宽松的空间如何打开;三是,货币宽松的工具如何使用,并对降准、降息的空间进行定量评估。我们认为,2022年我国货币政策兼具宽松的必要性 and 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),并避免我国宏观杠杆率再度过快攀升。

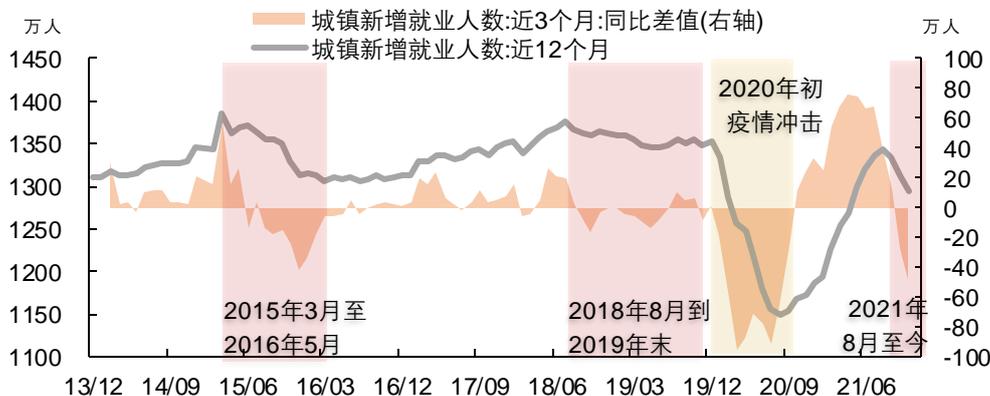
一、货币宽松的必要性之来源

2022年我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,我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(图表1)。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。

图表1 我国就业压力初步显现,货币政策宽松的必要性提升



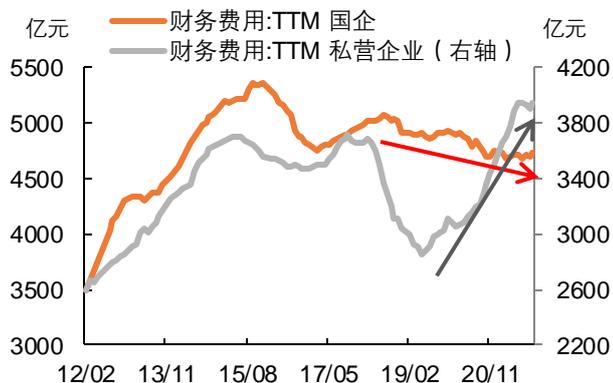
资料来源:Wind,平安证券研究所

三是,2022年若无进一步的逆周期宏观政策,我国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”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》中的测算,2021到2025年我国潜在产出增速分别为5.7%、5.5%、5.5%、5.3%、5.1%。而2021年三季度我国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“我国经济有希望、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

年我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。

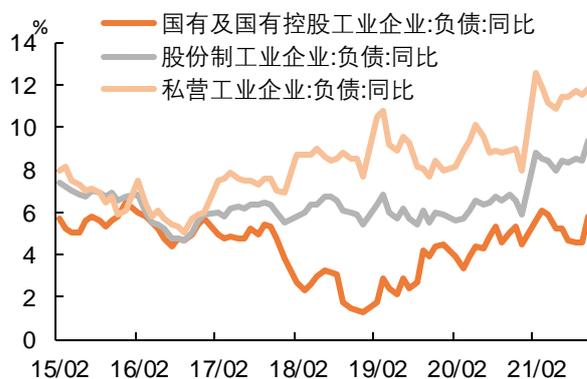
四是，实体经济结构不均衡问题仍然突出，重点行业和民营企业的融资成本仍有降低的必要性。2021 年以来，原材料价格持续高涨，导致利润不断向上游采矿和中原材料行业集中，挤压了中游装备制造、下游消费制造及公用事业领域的毛利率。从规模以上工业企业经营数据看，私营企业的负债与财务费用在近两年快速上行，是我国经济运行中的薄弱环节（图表 2、图表 3）。以可比口径的上市公司数据计算，由于上游工业品价格上行幅度较大，集中于制造业中下游的民营企业 ROIC 三季度已降至 4.9%的低位，与三季度的银行一般贷款加权平均利率 5.3%出现“倒挂”（图表 4）。预计 2022 年经济下行压力加大后，需求端或将进一步承压，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。

图表2 疫情后私营工业企业财务费用大幅提升



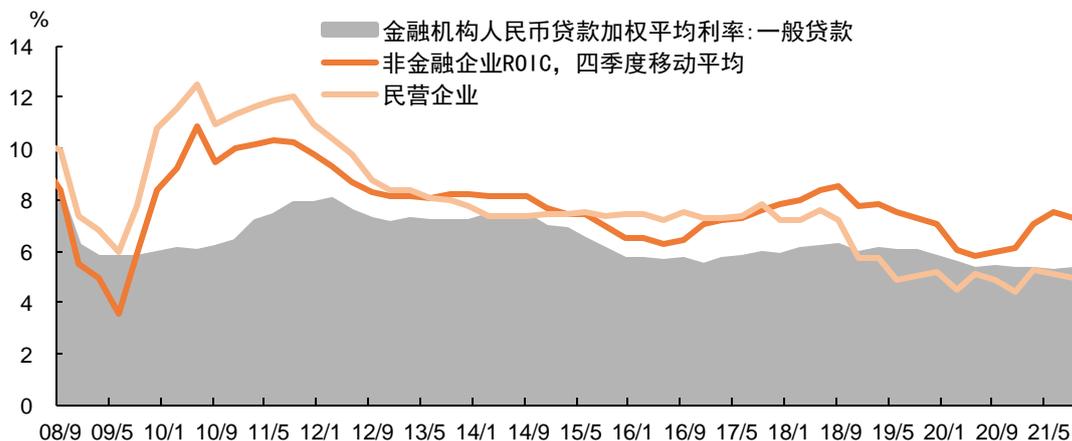
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 疫情后私营工业企业负债增速远超国企



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 目前民营企业投资回报率偏低，与贷款利率倒挂



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、货币宽松的空间如何打开

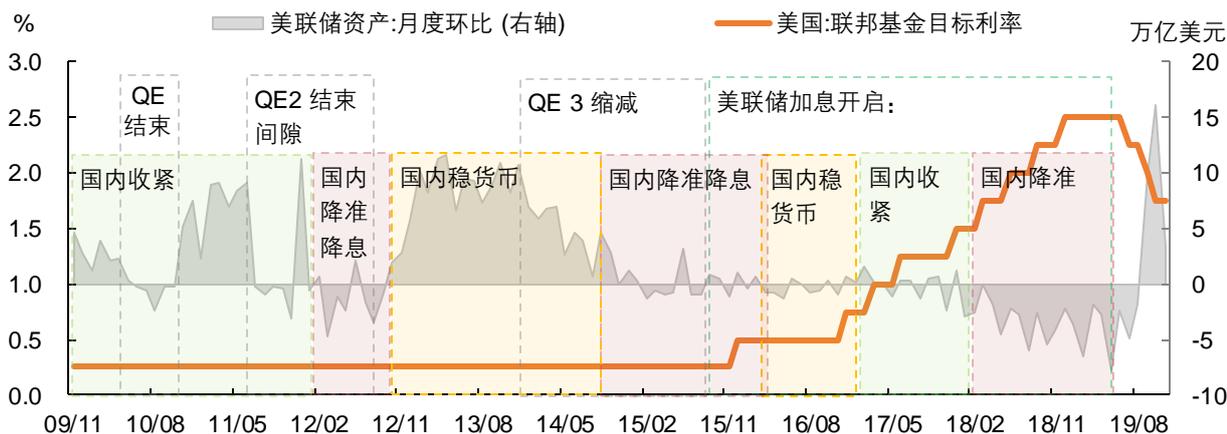
2022 年我国货币宽松面临的掣肘整体减弱，货币宽松的空间已然打开。

1、外部因素：美联储紧货币掣肘有限

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

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，我国央行的货币政策整体保持了“以我为主”的独立性，尤其在经济增长态势不稳固和下行压力突出的时期（图表 5）。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，我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，但我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。

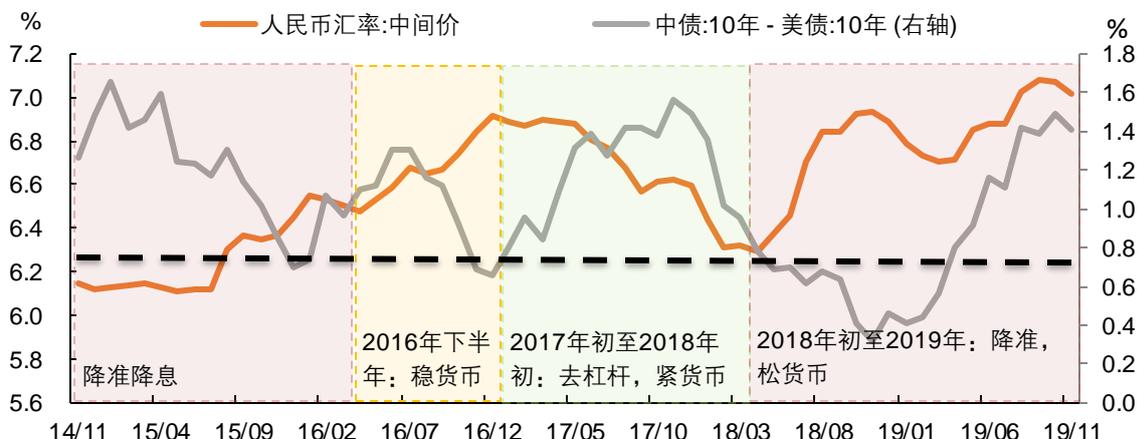
图表5 全球金融危机后的美联储货币趋紧阶段，中美货币政策周期多有错位



资料来源: Wind,平安证券研究所

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，一定程度上也对我国货币政策形成掣肘（图表 6）。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。

图6 美联储加息期间，极端情况下的中美利差收窄一定程度上对我国货币政策操作形成掣肘



资料来源: Wind, 平安证券研究所

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（图表 7）。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。

图7 本轮美联储实施 Taper 乃至加息的过程将快于历史



资料来源: Wind, 平安证券研究所

但我们认为，2022 年美联储加息对我国货币政策的掣肘比较有限：

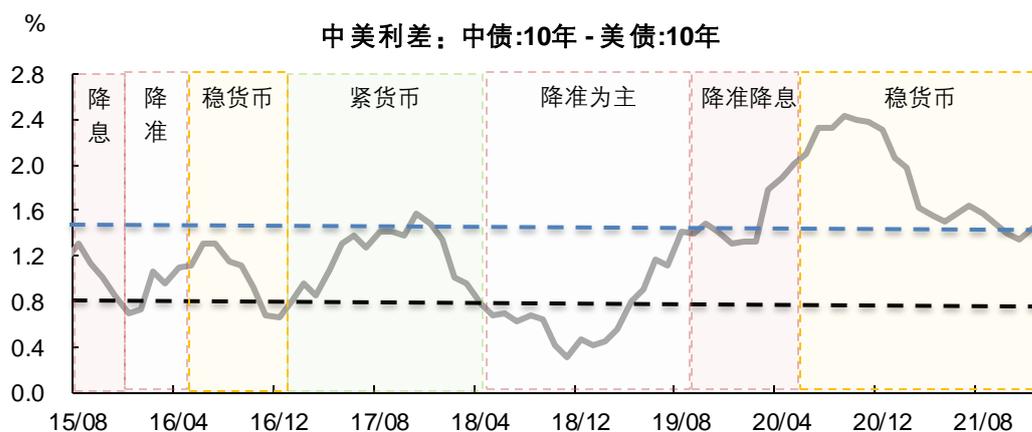
其一，目前中美利差绝对水平保护性较强。新冠疫情之后，我国率先控制好疫情，并于 2020 年 5 月起开启货币政策的正常化，中美利差一度拉至 240bp 以上。尽管 2021 年以来海外复苏态势较好，中美利差出现收敛，但绝对水平截至 12 月 20 日仍高达 142bp，距离 80bp 左右的经验警戒值还有着充分的保护垫（图表 8）。

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。

图表8 当前中美利差水平相比疫情前处于高位，具备充分的保护垫



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2、通胀因素：2022 年通胀压力可控

“稳定物价”是我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（图表 9）。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；

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_31788

