

渐行渐近的宽松周期

——2022 年宏观经济展望分报告

分析师：祁宗超
证书编号：S0500519010001
Tel: 021-50295364
Email: qizc@xcsc.com

联系人：张智琨
Tel: 021-50295363
Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研
究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点：

□ 双支柱调控框架是理解央行调控政策的出发点

“双支柱”调控框架由货币政策和宏观审慎政策共同组成。传统的货币政策用于调节总需求，熨平经济周期，价格稳定和经济增长是政策的主要目标。我国货币政策正由数量型调控向价格型调控转变，政策利率的变化传递了货币政策的取向，传统数量型工具的信号意义在减弱。在政策工具方面，结构性货币政策工具逐渐成为宽信用的主要方式，发挥了精准直达的作用。另一方面，由于传统货币政策的调控对象是经济周期，缺乏对金融机构行为的约束，容易造成金融周期波动，进而加剧经济波动。而宏观审慎政策调控的对象是金融周期，核心是控制宏观杠杆率，尤其是房地产行业的加杠杆行为，与货币政策相互配合实现金融稳定的目标。

□ 2021 回顾：货币政策稳健中性，信用结构性收缩

总体来看，2021 年稳增长压力较小，防风险成为首要目标，货币政策保持稳健中性，宏观杠杆率稳中有降。从狭义流动性看，短端政策利率维持不变，DR007 围绕 OMO 利率合理波动，银行间流动性保持合理充裕。7 月起预期降准，但目的在于置换到期 MLF，11 月万亿 MLF 到期续作亦体现了货币政策中性的基调。从广义流动性看，由于房地产行业去杠杆，叠加拉闸限电、疫情反复等影响，实体融资需求走弱。而且今年地方债发行较慢，社融增速降至历史低点。结构性货币政策工具成为主角，定向宽信用，疏通货币政策传导机制，发挥精准直达的作用。

□ 2022 展望：定调稳增长，总量结构齐发力

随着中央经济工作会议召开，稳增长成为明年货币政策的主要目标。目前国内通胀水平仍处于可控范围，中美 10 年期国债利差处在合理区间，我国货币政策将坚持“以我为主”，我们认为明年上半年依然是政策宽松的窗口期。首先，12 月以来的全面降准、定向降息及 LPR 下调已经传递出政策稳中偏松的积极信号，符合“政策发力适当靠前”的要求。其次，根据降准置换 MLF 释放长期资金的操作，明年 1 月中旬有 MLF 到期压力，叠加春节临近的资金需求，我们预计明年一季度有望继续抓住窗口期进行降准。第三，单边调降 LPR 并不代表宽松周期已至，但经济进一步下行后，不排除下调政策利率的可能。第四，房地产调控边际放松，信贷和社融增速有望企稳回升，但“房住不炒”的定位下，地产对信贷的拉动作用有限。最后，小微企业、科技和绿色产业是信贷政策重点支持方向，央行强调结构性工具要做“加法”，结构性宽信用仍然是重要方式。

□ 风险提示：

通胀超预期，经济下行超预期，海外主要经济体货币政策不确定性。

正文目录

1 从央行的政策调控框架探寻调控思路	4
1.1 双支柱调控框架是核心	4
1.2 货币政策框架：重“价”轻“量”	4
1.3 宏观审慎政策：调控加杠杆行为，稳定宏观杠杆率	7
2 2021 年回顾：货币政策稳健中性，信用结构性收缩	7
2.1 流动性保持合理充裕	7
2.2 房地产去杠杆，实体融资需求下行	9
3 2022 年展望：定调稳增长，总量结构齐发力	12
3.1 货币政策的目标选择与约束	12
3.2 总量政策主动发力，传递稳增长积极信号	15
3.3 “紧信用”向“稳信用”过渡	18
3.4 结构性货币政策工具做“加法”	19
4 风险提示	21

图表目录

图 1 双支柱政策调控框架主要内容	4
图 2 传统货币政策框架	5
图 3 中国的市场利率体系	6
图 4 OMO 利率、短期市场利率 (%)	8
图 5 MLF 利率、中长期市场利率 (%)	8
图 6 MLF 投放及回笼 (亿元)	9
图 7 人民币贷款余额同比增速 (%)	9
图 8 新增人民币贷款 (亿元)	9
图 9 新增居民贷款 (亿元)	9
图 10 新增企业贷款 (亿元)	10
图 11 房地产贷款及个人住房贷款同比 (%)	10
图 12 贷款需求指数 (%)	10
图 13 M1 和 M2 同比增速 (%)	10
图 14 社会融资规模存量同比增速 (%)	11
图 15 新增社融结构 (亿元)	11
图 16 2021 年 1-11 月新增社融分项变化 (亿元)	11
图 17 宏观杠杆率 (社科院口径, %)	11
图 18 2014-2021 年中央经济工作会议要点整理	13

图 19 CPI 及核心 CPI 走势 (%)	13
图 20 PPI 走势 (%)	14
图 21 中美 10 年期国债收益率 (%)	14
图 22 历次降准与 MLF 余额和社融增速	16
图 23 MLF 到期量 (亿元)	16
图 24 MLF 利率、LPR (%)	17
图 25 商业银行净息差持续下行	17
图 26 MLF 与同业存单收益率 (%)	17
图 27 贷款基准利率 (%)	18
图 28 社融增速和 PPI 同比 (%)	18
图 29 工业企业利润总额：累计同比 (%)	18
图 30 支农、支小再贷款利率 (%)	20
图 31 新增小微企业贷款及支小再贷款余额 (亿元)	20
图 32 碳减排工具支持领域	21
图 33 绿色贷款余额 (亿元)	21

1 从央行的政策调控框架探寻调控思路

1.1 双支柱调控框架是核心

“双支柱”政策调控框架指的是货币政策和宏观审慎政策共同组成的金融调控政策框架。其中，货币政策是总量政策和总需求管理政策，主要通过逆周期调节来平抑经济周期波动，维护物价稳定。但 08 年金融危机后，金融周期波动受到广泛关注，价格稳定并不代表金融稳定，传统货币政策的缺陷和问题显现。因此，金融周期被纳入政策考量范畴，宏观审慎政策是对传统货币政策的补充和配合，由具有定向调节功能的宏观审慎政策工具来解决局部的金融失衡。

实际上，我们可以看到货币政策的调控方式也在根据经济发展阶段发生转变，目前央行更加重视价格工具的作用来稳定市场对于流动性的预期，并通过结构性货币政策工具定向宽信用，实现“精准滴灌”。另一方面，宏观审慎政策针对金融机构和融资主体进行调控，近期典型的政策就是“三道红线”及涉房贷款集中度管理，促使房地产行业去杠杆，既避免了直接收紧货币与稳增长之间的矛盾，又为货币政策预留了调控空间。

图 1 双支柱政策调控框架主要内容

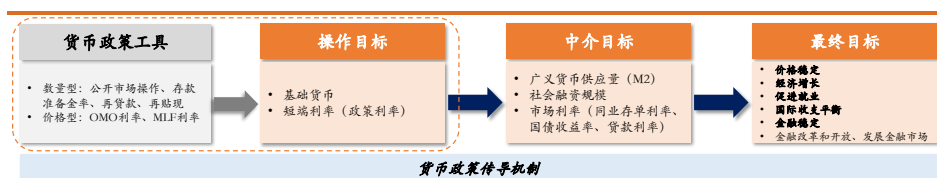
	货币政策	宏观审慎政策
调控对象	经济周期 (调控总量、总需求)	金融周期 (直接作用于金融体系)
政策目标	- 最终目标：物价稳定、经济增长、促进就业、国际收支平衡、金融稳定、金融改革和开放、发展金融市场等 - 中介目标：M2、社融	- 维护金融稳定 - 防范系统性金融风险
政策工具	- 公开市场操作 - 存款准备金率 - 政策利率 (OMO 利率、MLF 利率) - 结构性工具	- MPA 体系：资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行情况 - 资管新规 - 跨境资本流动 - 房地产金融：“三道红线”、房地产贷款集中度管理制度
观测指标	- 政策利率、市场利率 - GDP 增速、通胀、社融、M2	- 广义信贷 - 资产价格：房价 - 宏观杠杆率

资料来源：湘财证券研究所、Wind

1.2 货币政策框架：重“价”轻“量”

通常来讲，货币政策框架包括货币政策目标、货币政策工具和货币政策传导机制三个部分，是货币当局运用政策工具、借助货币政策传导机制以最终实现调控目标的一整套制度安排。政策目标是框架的核心，又可分为操作目标、中介目标和最终目标，三者之间层层递进的作用关系呈现了货币政策的传导机制。

图 2 传统货币政策框架



资料来源：湘财证券研究所

多目标制的货币政策需权衡取舍，判断政策侧重点是关键。全球来看，央行货币政策的最终目标经历了 20 世纪 80 年代之前的相机抉择多目标制，20 世纪 80 年代之后逐步向单一目标转变。国外大部分央行采取的货币政策框架是“单一目标、单一工具”，即锚定通货膨胀，其特点是政策透明度高且操作容易。但鉴于中国的经济金融体制，货币政策需要承担更多的任务，从而也增加了货币政策的调控压力，需在多个目标中进行权衡取舍。

目前我国的货币政策最终目标主要包括价格稳定、经济增长、国际收支平衡、促进就业、金融改革和开放、发展金融市场和金融稳定等，其中经济增长和价格稳定是核心，也是影响货币政策取向的决定因素。而金融稳定主要靠宏观审慎政策配合。

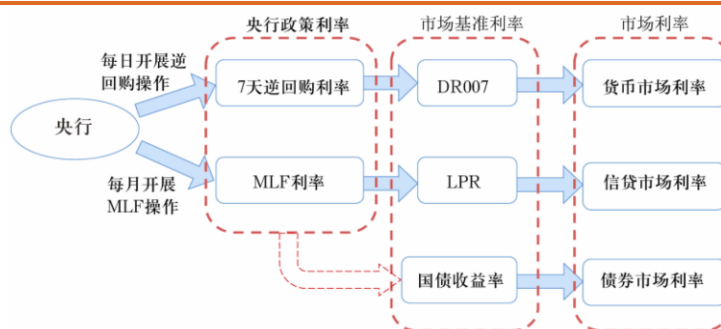
短期的数量目标逐渐被淡化，跨周期调节更注重中长期目标。实现最终目标需要通过货币政策工具调节中介目标来传导，比如市场利率、M2 和社会融资规模等指标均能作为中介目标。央行在 1998 年取消信贷限额管理后实行了间接调控，即通过货币政策工具直接调节操作目标，间接影响中介目标。由于货币政策工具可分为数量型和价格型，从而影响的中介目标也会不同。具体而言，数量型工具是以基础货币数量作为操作目标，央行可通过公开市场操作、再贷款、再贴现、法定存款准备金率等手段调控基础货币数量或者影响货币乘数，进而影响数量型的中介目标（M2 或信贷规模）。目前我国货币政策的中介目标是“保持 M2 增速和社融增速同名义经济增速基本匹配”，属于数量型目标，但 2018 年以来政府工作报告中不再提及具体的增速目标，更多作为观测指标。此外，孙国峰司长在年初的报告中提到这一中介目标锚定方式有利于跨周期调节，且稳定宏观杠杆率的目标也被嵌入其中。在操作上，“基本匹配”是中长期概念，做到按年匹配，要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。

政策利率的变化传递了货币政策取向。在价格型调控下，央行通过货币政策工具引导银行间短端利率处于合理水平，并实现利率从货币市场向债券

和信贷市场的传导。当前央行的做法是直接将货币政策工具利率作为央行政策利率，并以此为操作目标，从而实现操作目标、政策利率和货币政策工具利率合而为一。同时，央行指出在观察货币政策取向时，只需看政策利率是否发生变化即可，不宜过度关注公开市场操作数量。

OMO 利率（短期政策利率）和 MLF 利率（中期政策利率）共同构成央行政策利率体系，是衡量货币政策松紧的重要指标。在传导机制上，央行的货币政策直接影响的是银行间市场利率，通过 OMO 引导货币市场基准利率（DR007）围绕 OMO 利率合理波动。中长期市场利率（如同业存单利率、国债收益率）围绕 MLF 利率波动，并且由 MLF 利率向 LPR 传导来影响实际贷款利率，进而改变全社会的投资、消费等行为，最终实现货币政策目标。

图 3 中国的市场利率体系



资料来源：《中国的利率体系与利率市场化改革》、中国人民银行、湘财证券研究所

央行积极采用结构性货币政策工具定向宽信用，注重货币政策的精准性、直达性。传统的货币政策工具是针对总量进行调节，并且要通过银行实现货币到信用的传导，但我国经济结构处于转型升级的关键阶段，缺乏抵押品的小微企业和民营企业往往是支撑经济发展的主要动力来源，叠加金融机构的风险偏好较低，最终的信贷投向难以控制，直达实体经济的效果较差。相比之下，结构性货币政策工具可通过定向支持向金融市场注入大量流动性，提高金融机构资金可得性和放贷意愿，定向疏通货币传导机制，从而加大对经济发展中的重点领域和薄弱环节的金融支持。

自 2013 年央行创新流动性管理工具以来，截至目前已设立多种结构性货币政策工具，包括定向降准、中期借贷便利（MLF 和 TMLF）、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）、定向再贷款再贴现、2020 年推出的普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，以及今年 11 月推出的碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款等。

1.3 宏观审慎政策：调控加杠杆行为，稳定宏观杠杆率

建立货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控框架已经被写入党的十九大报告，明确了宏观审慎政策在宏观调控中的重要地位。但相较于货币政策而言，宏观审慎政策缺乏明确和可量化的目标，例如最终目标和中介目标。因此我们主要从央行对政策框架的表述和实践中来梳理宏观审慎调控的思路。

根据《2017 年三季度货币政策执行报告》，宏观审慎政策调控的金融周期主要是指由金融变量扩张与收缩导致的周期性波动，而金融周期与经济周期共振会造成更剧烈的波动。同时央行明确广义信贷和房地产价格是表征金融周期的两个核心指标，分别代表融资条件和投资者对风险的认知和态度。背后的逻辑是由于房地产作为信贷的重要抵押品，杠杆属性叠加“买涨不买跌”的特征，会引发自我强化的顺周期波动，并且广义信贷和资产价格还会通过资产负债表等渠道传导到实体经济。此外，央行副行长李波在今年 5 月的五道口全球金融论坛上提到宏观审慎政策的核心关注是金融和经济体系中的加杠杆行为，目前比较成熟的政策是对于银行和房地产领域的杠杆监管。综上，我们可以把宏观审慎政策理解为针对经济和金融系统的杠杆水平进行逆周期调控，对应货币政策执行报告中的“保持宏观杠杆率基本稳定”。

宏观审慎政策工具不断丰富，针对金融体系的结构性问题进行调控，银行和房地产是重点监管领域，分担了货币政策的调控压力。在银行监管方面，从 2016 年之前的差别准备金到后来的 MPA 体系，核心是金融机构的信贷扩张要与资本水平相匹配，控制杠杆水平。MPA 包括七个方面的考核指标，随后陆续把表外理财、同业存单、制造业中长期贷款和信用贷款等纳入考核，目的是加强对金融机构行为的引导。此外，2018 年的资管新规、2020 年的房企融资“三道红线”和房地产贷款集中度管理制度，以及外汇和跨境资本流动管理，宏观审慎管理的范畴不断扩大。随着宏观审慎政策工具的完善，传统货币政策承担的调控压力有所缓解。

2 2021 年回顾：货币政策稳健中性，信用结构性收缩

2.1 流动性保持合理充裕

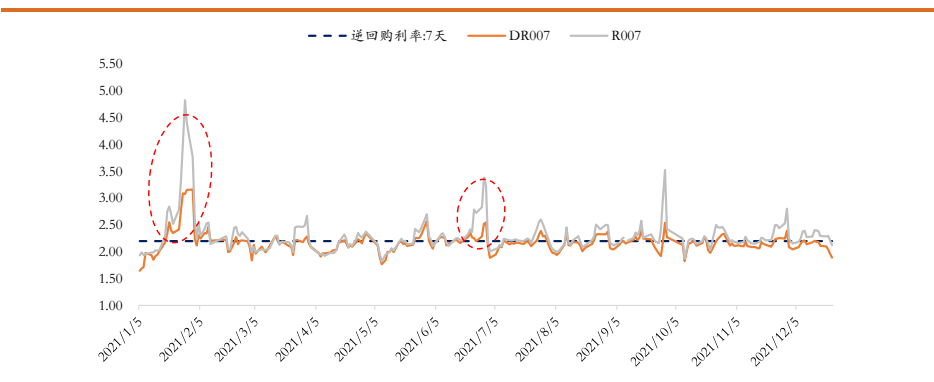
货币政策保持稳健中性，“削峰填谷”保持流动性合理充裕。今年政府工作报告设定经济增长目标为 6% 以上，全年目标完成难度并不大，但结构性问题更加突出，因此货币政策总体以稳为主，“防风险”被给予了更多权重，尤

其是房地产行业去杠杆。

从狭义流动性来看，年初央行公开市场操作持续净回笼，DR007 和中长期市场利率快速上行，引发市场对货币政策发生转向的预期。但 2 月社融增速继续上行，3 月政府工作报告指出“推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利”，叠加全球新一轮疫情爆发打消对于经济复苏的预期，所以二季度大部分时间短端利率运行在政策利率下方，中长期市场利率也回落。7 月央行虽超预期降准，但目的是弥补 MLF 到期资金缺口、释放长期资金，最终市场利率短暂下行后回到合理区间，对量的调节非常精准，宽松预期减弱。随后货币政策亦未放松，11 月万亿 MLF 到期提前续作反映了资金面以稳为主的基调。12 月降准后 DR007 继续下行，银行间流动性较为充裕。

另一方面，下半年以来经济增速放缓，大宗商品涨价导致通胀持续升温，PPI-CPI 剪刀差扩大，但货币政策对供给冲击的作用有限，过度宽松将加剧通胀。叠加美联储 Taper 及明年加息预期，因此今年货币政策较难发力，还需为明年调控预留空间。

图 4 OMO 利率、短期市场利率 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 MLF 利率、中长期市场利率 (%)

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_35415

