

蓄势待发

2022 年中期货币流动性展望

证券研究报告

2022 年 04 月 19 日

● 核心结论

2022年下半年总量型货币政策有望由蓄力期逐步转向发力期：1) 3-4月尚未兑现的MLF降息以及不及预期的降准表明总量政策仍处蓄力期：降准落地，再加上存款利率自律机制调整等操作令商业银行有能力进一步让利实体经济。进而，商业银行仍可通过压缩点差调降LPR报价利率。我们认为操作幅度低于市场预期或与疫情掣肘政策效果、或有的通胀压力以及美联储紧货币等外部约束有关。**2) 疫情过后、外部冲击结束，降息窗口或将再次打开：**地方政府及商业银行层面已经开启了满足合理住房需求的政策阶段性放松，若房地产销售仍无法回暖，疫情过后央行大概率会下调政策利率。此外，央行提及后续货币政策需密切关注物价及海外发达经济体货币政策收紧，唯有必要性极强与负面扰动降温后方可下调政策利率。

宽信用仍是2022年最确定性的方向：政策往往是每年货币信用数据的决定性影响因素，在稳增长大背景下货币信用数据大概率逐步积极。**1) 融资需求角度：**一季度社融及信贷数据显示出逐步回暖的趋势。政府部门与企业部门信用扩张力度大，居民部门信贷主要受房地产销售低迷的影响同比少增。**2) 资金供给，特别是商业银行新增贷款结构角度：**四大行同比多增明显，中小行新增贷款乏力。地产销售低迷与中小银行新增贷款乏力是目前信用扩张的梗阻，后续货币政策发力也应围绕解决上述情况进行。

2022年下半年货币信用环境展望：1) 社融高点或在三季度，信用结构有望显著改善。预计2022年全年社融新增33.2万亿，社融增速年内高点在三季度达到11.2%，年末回落至10.6%。在社融增速触顶回落的过程中，对社融同比多增贡献的主体也将发生变化。信贷，特别是企业中长期与居民中长期贷款有望接棒政府债券成为社融增量主要来源。**2) 结构性工具仍是宽信用关键，结构性货币政策或将于近期落地：有望增加8000亿信贷规模。**疫情以来，结构性货币政策工具已经成为了人民银行保持信贷平稳增长的重要抓手。最近央行提供了新设立的科技创新再贷款及普惠养老再贷款工具的细节，二者目前设定的总规模合计2400亿元，叠加已明确增加的支小支农再贷款额度和使用量超出预期的碳减排支持工具，结构性货币政策工具今年将带来的信贷增量有望达到8000亿元。

人民币汇率波动或将加大，存在阶段性贬值风险。2021年中国出口份额较2019年高出2.1个百分点令境内美元流动性充沛，进而在美元指数升值的同时人民币汇率仍强劲。2022年下半年，随着境内美元流动性充裕程度下降，人民币汇率单阶段性贬值压力大增。此外，中美利差快速收敛后境外资金净流出亦将加剧汇率的短期贬值压力。

风险提示：经济基本面下滑超预期；国内货币政策不及预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、2022 年下半年总量型货币政策有望由蓄力期逐步转向发力期.....	4
（一）3-4 月尚未兑现的 MLF 降息以及不及预期的降准表明总量政策仍处蓄力期.....	4
（二）疫情过后、外部冲击结束，降息窗口或将再次打开.....	4
二、宽信用仍是 2022 年最确定性的方向.....	6
（一）从实体经济的融资需求来看，政府部门与企业部门信用扩张力度大，居民部门信贷同比少增明显.....	7
（二）从商业银行新增贷款量来看，四大行同比多增明显，中小行新增贷款乏力.....	10
三、2022 年下半年货币信用环境展望.....	12
（一）社融高点或在三季度，信用结构有望显著改善.....	12
1、人民币贷款.....	13
2、政府债券.....	14
3、社融增速预测.....	15
（二）结构性工具仍是宽信用关键，结构性货币政策或将于近期落地：有望增加 8000 亿信贷规模.....	16
四、人民币汇率波动或将加大，存在阶段性贬值风险.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图 1：降准与银行体系流动性约束.....	4
图 2：商业银行房贷定价偏高（%）.....	5
图 3：房价预期上涨比例快速走低.....	6
图 4：社融同比增速 2022 年继续保持回升态势.....	6
图 5：社融规模当月新增规模.....	7
图 6：社融规模同比多增结构图.....	7
图 7：企业贷款需求开始回升.....	8
图 8：企业部门新增贷款季节图.....	8
图 9：信贷数据拆解季节图.....	9
图 10：新增贷款一季度主要由企业部门贡献.....	9
图 11：居民部门新增贷款季节图.....	10
图 12：居民部门新增中长期贷款季节图.....	10
图 13：四大行新增贷款季节图.....	10
图 14：中小银行新增贷款季节图.....	11
图 15：国开行等三家大行当月新增贷款发力不明显.....	12

图 16: 社融主要贡献项 (2022/04-2022/12 为预测值)	13
图 17: 社融人民币贷款: 存量同比增速预测 (虚线为预测值)	13
图 18: 社融中的政府债券项和政府债券净融资额基本匹配	14
图 19: 地方政府新增专项债发行进度 (虚线为预测值)	15
图 20: 社融政府债券: 存量同比增速预测 (虚线为预测值)	15
图 21: 2022 年社融增速预测 (虚线为预测值)	16
图 22: 社融同比节奏对比图 (虚线为预测值)	16
图 23: 金融机构贷款投向: 房地产、绿色贷款、普惠金融同比变化 (单位: %)	17
图 24: 疫情以来我国出口份额上升明显 (%)	18
图 25: 2022 以来境内美元流动性充裕程度快速下降 (%)	18
图 26: 人民币汇率与美元指数的分叉预计将收敛	19
图 27: 外资持有国内债券环比变化与中美利差	19
图 28: 银行代客结售汇差额	19
 表 1: 四大行公告中关于 2021 年信贷投向的表述	11
表 2: 疫情后再贷款再贴现政策	17
表 3: 各类结构性货币政策工具总结	18

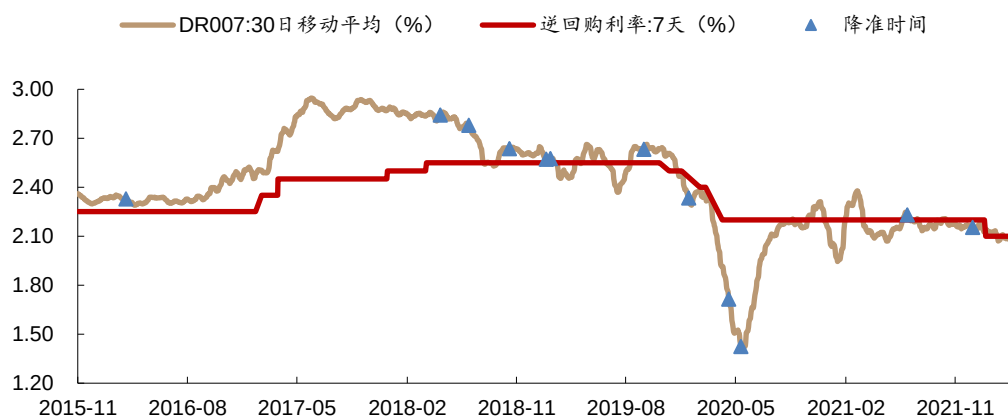
一、2022年下半年总量型货币政策有望由蓄力期逐步转向发力期

在3月16日国务院金融稳定发展委员会的专题会议后，市场参与者对于货币政策发力期待较高。降准降息作为最传统的总量型货币政策，除了对于实体经济的直接影响外，往往也代表着政策高层向市场传达宽松立场的态度。随着疫情对于经济的冲击开始显现，市场对于其落地有较强预期。但是，4月15日央行宣布维持MLF利率不变及降准0.25%的政策决策都在一定程度上低于市场预期。我们认为其符合目前的宏观环境，稳增长政策目前仍处于蓄力阶段，发力仍有待于国内疫情进一步明朗。

（一）3-4月尚未兑现的MLF降息以及不及预期的降准表明总量政策仍处蓄力期

对于降准，我们在之前的报告中提到目前的银行体系流动性环境充沛，降准操作的意义有限。4月15日25BP的降准幅度明显低于央行之前的惯例，在公告中央行也明确表示当前流动性已处于合理充裕水平，这与我们前期的判断一致。此外，我们认为操作幅度低于市场预期或与疫情掣肘政策效果、或有的通胀压力以及美联储紧货币等外部约束有关。

图1：降准与银行体系流动性约束



资料来源：Wind，西部证券研发中心

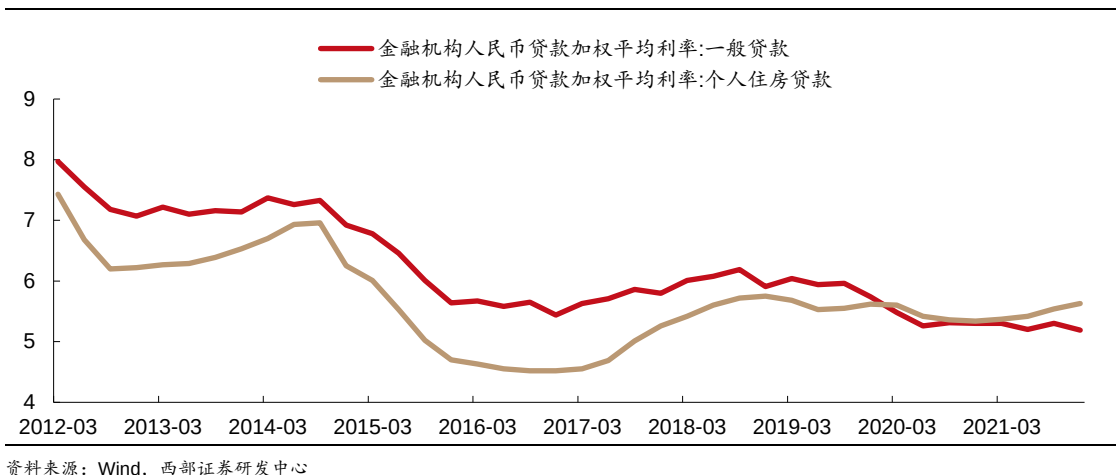
本次降准的政策目的跟2021年的两次降准类似，都是为了优化金融机构资金结构及降低金融机构成本，通过金融机构让利实体经济的方式，降低全社会的融资成本。这意味着随着降准落地，商业银行的一部分成本压力有望得到缓解。再加上其他可以帮助商业银行稳定负债成本的操作（包括存款利率自律机制调整），使得商业银行有能力进一步让利实体经济。在此基础上，在政策利率不变的情况下引导LPR报价利率的下降有望再次成为央行的政策选择。

（二）疫情过后、外部冲击结束，降息窗口或将再次打开

目前来看，企业部门新增贷款总量回暖明显，居民部门新增贷款量欠佳主要体现出房地产需求不足的现状。降息需要应对的问题是居民端房地产需求不足。除了调整政策利率外，我们看到针对这一情况，地方政府及商业银行层面已经开启了满足合理住房需求的政策阶段性放松。值得一提的是商业银行的个人住房贷款利率，我们认为其在本轮政策放松周期

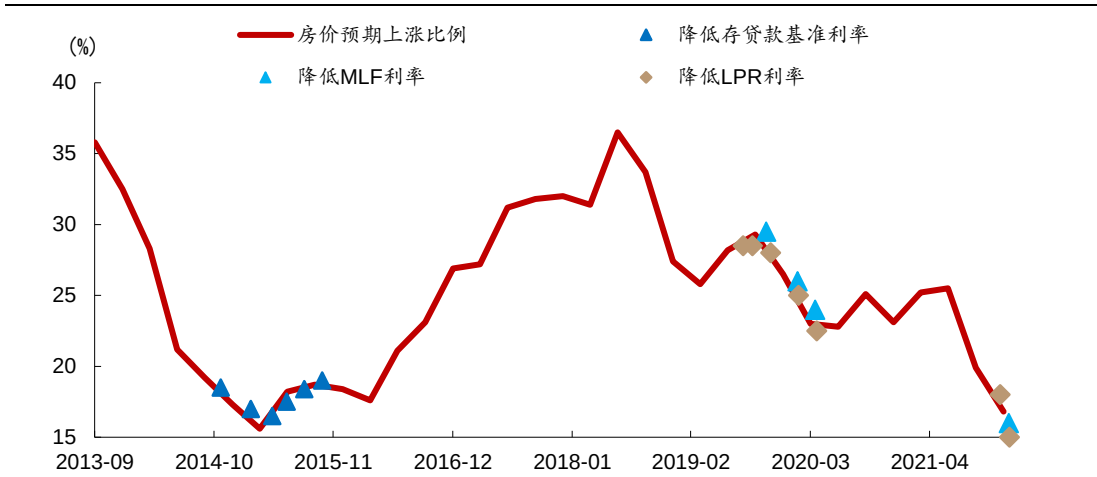
中下调的空间较大。参照历史的情况可以看到，个人住房贷款的平均利率绝大多数情况下是低于一般贷款利率的，但由于 2021 年对于房地产的监管政策，个人住房贷款的利率在年末已高出一般贷款利率 50BP。而 2016 年底，个人住房贷款利率是低于一般贷款利率 100BP 左右的水平。这意味着，当下商业银行不断下调其房贷利率符合其商业逻辑，而历史规律显示随着房贷利率的下调，一段时间后商品房的销售会有所回暖。当然，这一规律能否在当前的环境下重复需要持续观察。

图 2：商业银行房贷定价偏高（%）



目前来看，房地产市场需求侧最大的问题是居民对于房价上涨的预期下降，使得一部分刚需购房者都在场外观望。以人民银行公布的房价预期上涨比例来看，目前的数值水平已接近 2015 年的最低水平。从历史情况来看，改变购房者的预期往往需要人民银行调降政策利率。以 2014-2015 年及 2019-2020 年两轮降息周期来看，一般需要 3 次降息才能阶段性的扭转持续下滑的房价上涨预期。人民银行已于今年 1 月调降过 1 次政策利率，我们认为如果在商业银行不断下调房贷利率后，房地产销售仍旧无法回暖，央行从维护房地产市场预期稳定的角度出发，大概率会在疫情过后下调政策利率。当然，在 4 月 15 日的降准公告中，央行提到了后续货币政策的实施需密切关注物价及海外发达经济体货币政策收紧的情况，我们理解在这种情况下政策利率下调将会更加谨慎，唯有必要性极强与负面扰动降温后方可下调政策利率。我们倾向于本轮疫情反弹或进一步促进改善型住房需求，一旦各地疫情降温，地产回暖概率并不低。若有更多地产放松政策落地，则需求端改善会更为显著。

图3：房价预期上涨比例快速走低

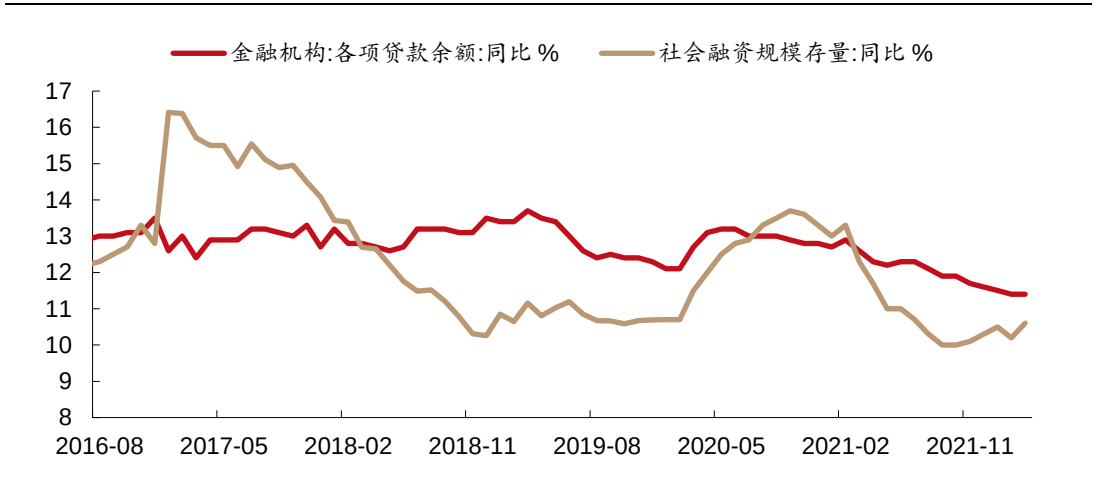


资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、宽信用仍是2022年最确定性的方向

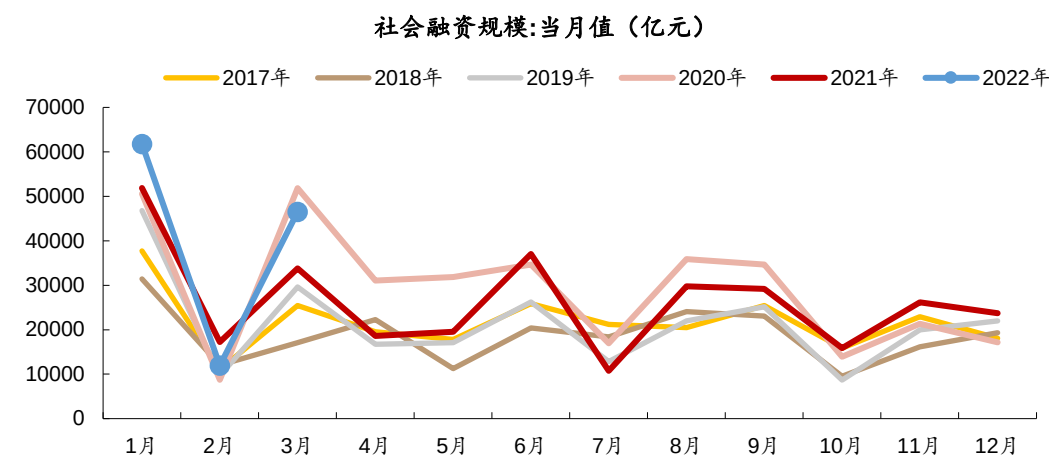
通过对近几年的信贷及社融情况进行简要复盘，我们发现政策往往是对每年货币信用数据起决定性影响的因素。所以，首先需要明确当前所处的政策环境。去年年底的一系列高层会议已明确2022年稳增长的政策基调。在稳增长必要性显现背景下，货币政策与财政政策被要求适当靠前发力。其中，人民银行在1月份已调降政策利率，并在多个场合表达了保持信贷平稳增长的政策目标。我们认为在这种政策环境下有理由对于货币信用数据保持乐观。从已经公布的一季度社融及信贷数据来看，实体经济的融资需求有逐步回暖的趋势。

图4：社融同比增速2022年继续保持回升态势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：社融规模当月新增规模

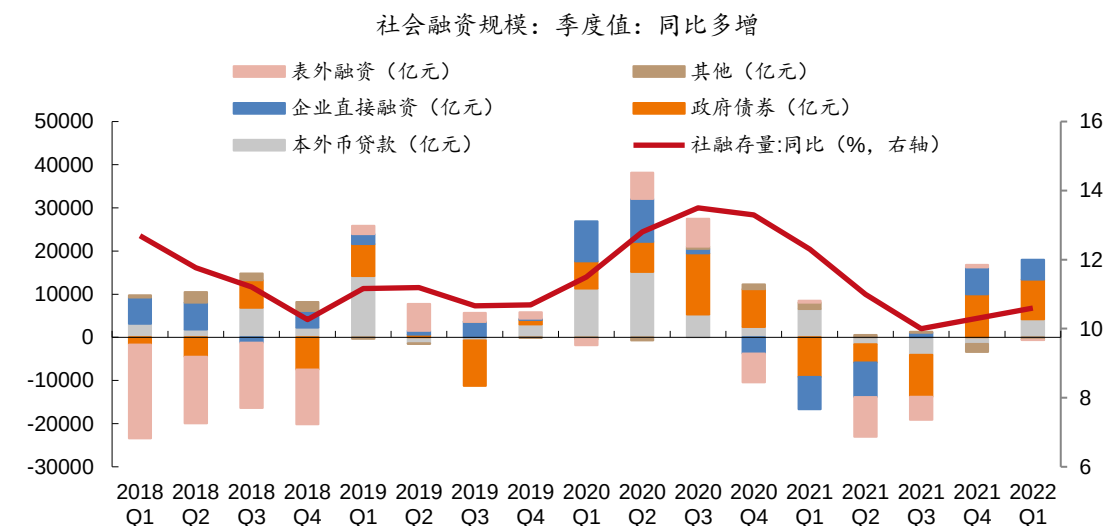


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

(一) 从实体经济的融资需求来看，政府部门与企业部门信用扩张力度大，居民部门信贷同比少增明显

从第一季度的社融结构来看，可以明显发现政府部门与企业部门是信用扩张的主要贡献者。其中，政府部门信用扩张明显是今年财政前置发力的结果，而企业部门信贷总量同比多增则显示了前期政策调整的效果。在第一季度社融同比多增的1.7万亿中，政府债券贡献0.92万亿，占比超过50%；企业部门直接融资贡献0.45万亿，占比超过25%；本外币贷款贡献0.42万亿，占比接近25%。

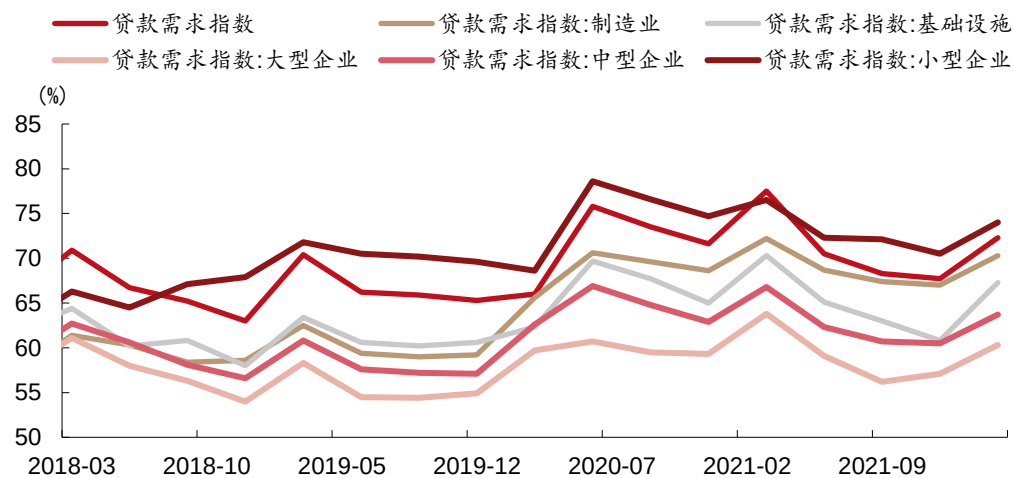
图6：社融规模同比多增结构图



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

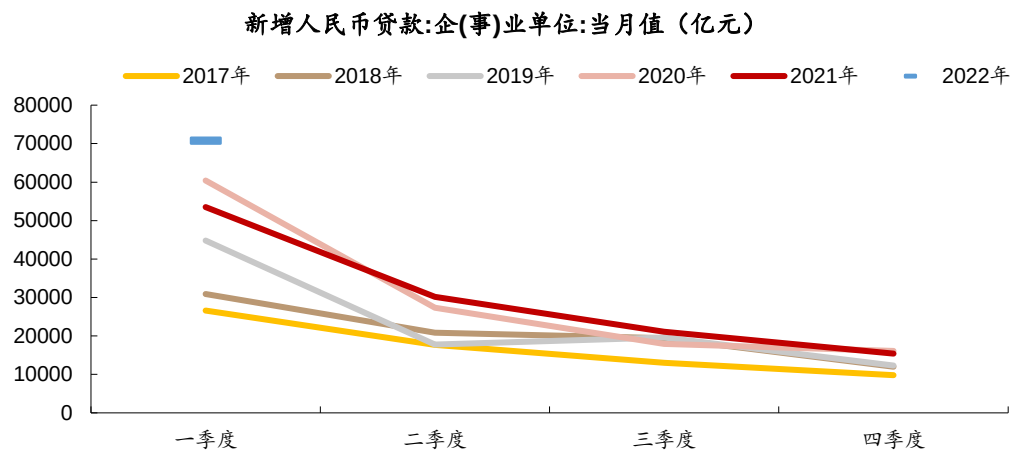
从2021年下半年开始，在“能耗双控”政策的影响下，部分企业的生产大幅下滑，在原材料价格走高、生产端不确定性增大的背景下，企业的融资需求会出现下降。随着部分前期政策的纠偏，以及人民银行调降政策利率等操作，企业的预期逐步稳定，我们观察到企业贷款需求总量也开始出现回暖。除此之外，从央行公布的贷款需求指数来看，一季度各类企业的融资需求均有所回升，特别是基础设施行业。

图 7：企业贷款需求开始回升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：企业部门新增贷款季节图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

11 本报告由西部证券 企业部门 2022 年第一季度的报告内容仅供参考，不作为投资建议，请

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_40607