



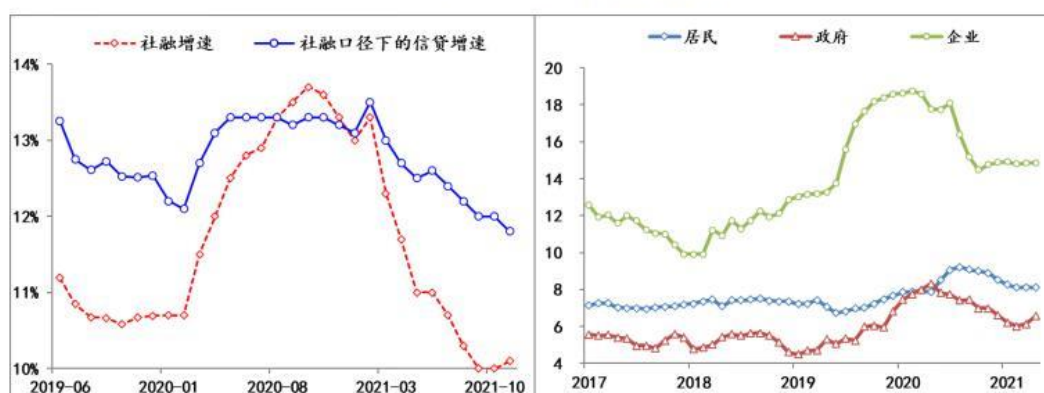
事关 2022 年金融环境的 三个变化



【财新网】（专栏作家 张涛）三季度经济增速破位 5%之后，市场参与者和政策部门都开始了行为调整，相应金融环境出现了前所未有的变化：

第一，社会融资增速依然是经济增长的领先指标。社会融资与信贷的增速是从今年 2 月份的高点开始回落的，前融资环境依然没有实质性改善，11 月份社会融资增速的回升主要是地方政府类债券发行加速所致。截至 11 月末，社会融资增速依然徘徊在 10% 左右的历史底部，信贷增速则继续下降至 11.8%，较 2 月份高点分别下降了 3.3% 和 1.7%。与此同时，经济增速也开始“下台阶”，以 2020 与 2021 两年平均增速的口径来看，一季度 GDP 增速为 5.8%，二季度 GDP 增速为 5.6%，到了三季度 GDP 增速已经降至 4.9%。如果按照社会融资环境的现状而言，四季度 GDP 增速还将进一步下探。

图 1：融资环境的变化情况

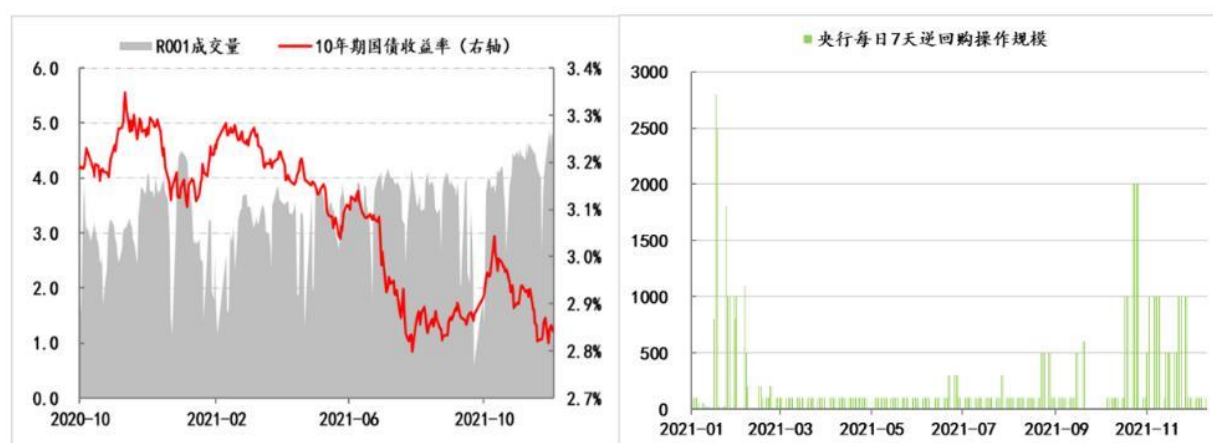


数据来源：Wind

第二，经济下行的客观现状叠加对政策宽松的主观预期，市场杠杆情绪上升。实际上，市场对于三季度经济破位 5% 的反应并不灵敏，例如，10 月 18 日统计局公布三季度经济数据的当天，10 年期国债收益率不降反

升，由 2.95% 升至 3.05%，反映出当时市场对于经济数据反映的迟钝，只是之后伴随 10 月份经济数据的公布，市场对于经济前景的预期开始快速调整，加之海外变异病毒的蔓延，更加重了市场对经济下行的担忧，债券市场开始对经济下行进行了重估，同时 11 月份以来，央行更加注重市场流动性的稳定，动态调整了每日公开市场操作的规模，两者叠加影响下，市场也开始了增加“期限错配”的交易行为，即“加杠杆”——通过借入隔夜资金购买债券，再通过抵押债券获得更多隔夜资金，再买入债券……所以在 11 月份，金融市场出现了“一上一下”的局面——隔夜回购质押交易的成交量大幅上升，期间 10 年期国债收益率由 2.95% 上方最低下行至 2.82% 附近，表明市场对经济前景和政策去向的预期差发生了明显变化。

图 2：流动性政策态度和债券市场杠杆行为



数据来源：Wind

第三，人民币汇率与美元指数同步走强。伴随 6 月份美联储政策转向的明确，美元指数开始走强，二季度美元指数由 90 上行至 93 附近，三季度进一步涨至 94 上方，目前已经上行至 96 上方。与此同时，人民币兑美元汇价经过二季度 6.5 附近阶段性稳定之后，三季度开始持续升值，最强

升至 6.34，相应人民币汇率和美元指数呈现出同步走强的特殊行情。人民币汇率的强与社会融资的低迷、市场预期的走弱呈现明显反差。

图 3：人民币汇率和美元指数走势



数据来源：Wind

上述三个变化的同时出现，恰恰是这段时光值得记录的所在。

例如，经济下行和社会融资疲弱，较容易理解，不过现状提醒我们，经济增速已是我们必须面对问题了；再如，市场对政策走向和经济前景的预期能否会将债券利率进一步拉低，例如 10 年期国债利率能否降至 2.8%

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_31216

