



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期：2022 年 01 月 10 日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

调控艺术的成熟

——2022 年流动性展望

■ 投资摘要

2021 年流动性回顾

传统分析框架中，超额准备金率是重要的衡量银行间流动性松紧的量指标，但目前来看，超储率的指标意义正不断下降。在现代货币政策框架下，央行通过完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系，引导 DR007 为代表的市场利率围绕政策利率为中枢波动。2021 年以来央行通过平稳的操作以及预期管理，引导市场从对日常操作量的关注，转向了价格指标，稳定了市场预期。DR007 持续围绕政策利率为中枢平稳运行，波动区间也从较此前有所收窄，流动性合理充裕。

广义流动性方面，在经历 2020 年疫情冲击，逆周期调控的非正常宽松后，2021 年 M2 与社融均呈现出下降的态势。M2 在 2 季度以后走稳，并且已回归到疫情前的水平。但社融却下跌不止，目前维持在 10 左右的增速，较疫情前也是偏低的水平。社融的持续下滑不仅是需求走弱的影响，金融监管、财政后置以及自我政策选择对地方债务以及房地产的约束均是重要的因素。

2022 年流动性展望

按照 M2 与社融和名义经济增速相适应的基准，适宜的货币增速应该在 7-9 之间，由于经济运行实际上偏弱，因此货币当局实际上倾向于让货币增长位于区间上半部。因此，我们预测 2022 年 M2 的增速 7.5-8.5。对于社融而言，也将在 2022 年迎来修复，主要拖累项在 2022 年将有所好转，预计全年增速在 10.5-11。

根据超储的五因素模型，针对根据各因素的变动的假定分析推断，我们得出 2022 年各月的资金缺口情况。但所测算的资金缺口并不直接应对流动性的松紧，还需综合考虑央行的公开市场上量的投放，以及更重要的在稳定预期管理对于市场利率的区间调控，价格运行的实际情况将更能代表的流动性的松紧。并且相较于具体的数值，其所显示的变动趋势可能更值得我们关注。比如从我们的测算中来看，1 月、6 月或是全年资金压力较大的时间段，而 12 月的流动性宽松的基础更强。而针对 1 月的流动性压力，央行 12 月的降准也有助于春节前流动性的平稳充裕。2022 年在央行的精准调控和预期管理下，市场利率仍有望围绕政策利率平稳运行，虽时点冲击难免，但整体的波动性也将下降。

■ 风险提示

预测值与实际表现存在差距；通胀超预期上行，对政策的制约加强；地方债发行进度不及预期，信贷疲弱，宽信用进程偏慢。

目 录

一、2021 年流动性回顾.....	4
1. 银行间流动性.....	4
1.1 超储指标意义下降.....	4
1.2 市场利率围绕政策利率为中枢波动.....	6
2. 广义流动性——社融连续下滑.....	7
二、2022 年流动性展望.....	12
1. 广义流动性.....	12
1.1 经济增长回归.....	12
1.2 CPI 平稳运行.....	14
1.3 M2 平稳，社融修复.....	15
2. 狭义流动性.....	16
2.1 外汇占款.....	17
2.2 对其他存款性公司债权.....	18
2.3 M0.....	19
2.4 法定存款准备金.....	20
2.5 财政存款.....	22
2.6 总结.....	27
三、风险提示.....	28

图

图 1 超储率 (%)	5
图 2 超储率的季节性效应弱化	5
图 3 市场利率与政策利率 (%)	6
图 4 货币市场利率 (月度均值, %)	7
图 5 M2 与社融增速 (同比, %)	8
图 6 社融构成占比 (% , 人民币贷款右轴)	8
图 7 社融各部分增速 (同比, %)	9
图 8 企业债券融资新增累计值 (亿元)	10
图 9 政府债券发行进度 (%)	11
图 10 新增专项债发行进度 (%)	11
图 11 贷款需求指数 (%)	11
图 12 各项投资 (%)	13
图 13 房地产开发资金来源 (累计同比, %)	14
图 14 煤炭价格 (元/吨)	15
图 15 螺纹钢价格 (亿元/吨)	15
图 16 M2、社融与名义 GDP 相适应 (%)	16
图 17 央行资产负债表项目	17
图 18 外汇占款规模与变动 (右轴) (亿元)	17
图 19 对其他存款性公司债权规模与变动 (右轴) (亿元)	18
图 20 2022 年 MLF 到期量 (亿元)	19
图 21 M0 季节性变动 (亿元)	19
图 22 缴准基数变动 (亿元)	20
图 23 基础货币增长持续低于广义货币 (月/同比, %)	21
图 24 法定存款准备金变动 (亿元)	21
图 25 财政存款的变动 (亿元)	22
图 26 财政收支差额的变动 (亿元)	23
图 27 2022 年财政收支差额的预测 (亿元)	23
图 28 国债月度发行 (亿元)	26
图 29 地方债月度发行 (亿元)	26
图 30 2022 年国债月度发行预测 (亿元)	26
图 31 2022 年地方债月度发行预测 (亿元)	26
图 32 2022 年政府债券净融资预测 (亿元)	27
图 33 2022 年财政存款变动预测 (亿元)	27
图 34 2022 年各月资金缺口测算 (亿元)	28

表

表 1 2021 主要货币政策一览	4
表 2 历年财政赤字安排与债券发行 (亿元)	24
表 3 专项债提前批额度 (万亿)	25
表 4 再融资债券发行情况 (亿元)	25

一、2021 年流动性回顾

1. 银行间流动性

1.1 超储指标意义下降

今年以来，央行坚持以稳为主，做好跨周期设计，综合运用多项货币政策工具，年内两次降准，新增 3000 亿元支小再贷款额度，对 10 个信贷增长缓慢省份增加再贷款额度 2000 亿元，创设碳减排支持工具，并配以 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等多管齐下保证了流动性的合理充裕。

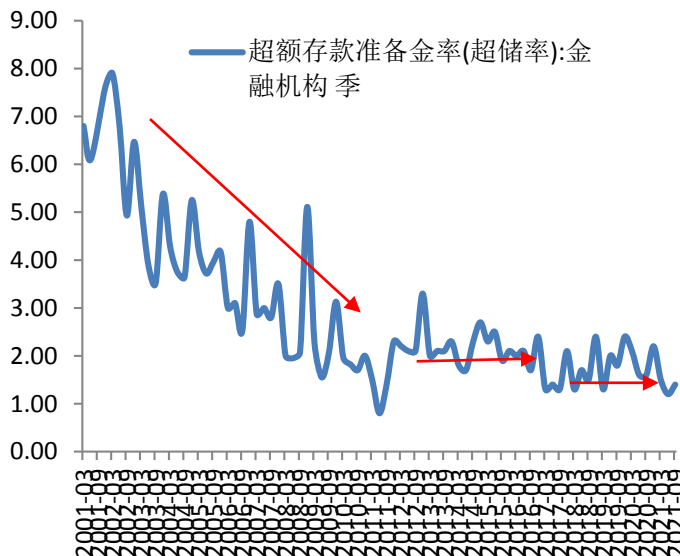
表 1 2021 主要货币政策一览

年份	政策	详情
3 月 16 日	普惠金融定向降准 0.5~1 个百分点	对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元。
7 月 15 日	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%，降准释放长期资金约 1 万亿元，降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，
9 月 9 日	再贷款	新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持其增加小微企业和个体工商户贷款，要求贷款平均利率在 5.5% 左右
11 月 8 日	碳减排支持工具	对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%。
11 月 18 日	专项再贷款	设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，配合碳减排支持工具
12 月 7 日	下调支农、支小再贷款利率	下调 0.25 个百分点。下调后，3 个月、6 个月、1 年期再贷款利率分别为 1.7%、1.9%、2%。此外，金融稳定再贷款利率为 1.75%，再贴现利率为 2%。
12 月 15 日	下调存款准备金率 0.5 个百分点	下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%，释放长期资金约 1.2 万亿元，降低金融机构资金成本每年约 150 亿元
12 月 20 日	LPR 报价下调	1 年期 LPR 下调 5BP 至 3.8%，5 年期 LPR 维持 4.65%

资料来源：央行，上海证券研究所

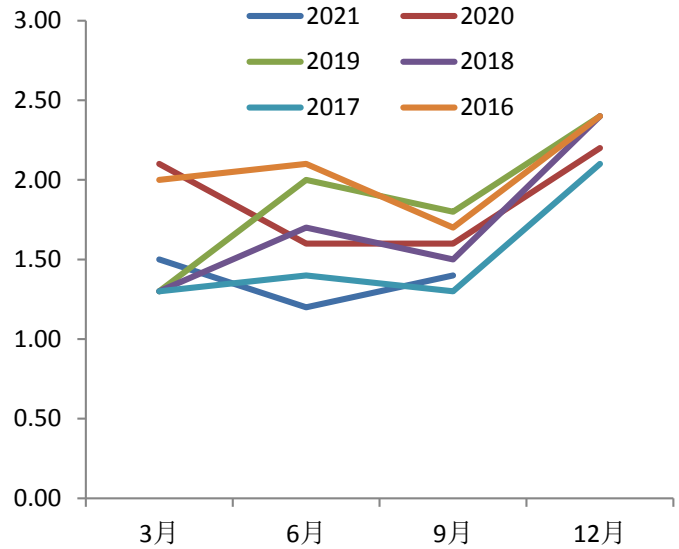
传统分析框架中，超额准备金率是重要的衡量银行间流动性松紧的量指标，但目前来看，超储率的指标意义正不断下降。9 月末金融机构超额准备金率为 1.4%，比 6 月末高 0.2 个百分点，比 2020 年同期低 0.2 个百分点。2021 年以来超储持续偏低，尤其是二季度的超储率创下有记录以来的次低，但却与实际流动性的表现不符。

图 1 超储率 (%)



资料来源：WIND、上海证券研究所

图 2 超储率的季节性效应弱化 (%)



资料来源：WIND、上海证券研究所

近年来我国的超储率呈持续下降的态势，目前稳定在 2 以下的水平。对此，央行也曾多次在货币政策报告中进行了专栏讨论，引导市场淡化超储的指标意义。

在 2018 年三季度的货币政策报告中央行提出超储的趋势性下降主要有以下几个原因：首先，随着商业银行存款的增加所带来的规模效应，不需要日常支付清算所需的超储同比例增长；其次支付清算以及市场效率的提高也降低了对超储的需求；央行存款准备金改革以及公开市场操作不断完善，也有利于降低机构预防性超储的需求；另外金融机构的流动性管理能力也不断提高。

在 2021 年三季度的货币政策报告中，央行再次呼吁客观看待超储率的下降，也解释了 2021 年超储偏低与货币市场平稳运行相矛盾的原因。2020 年由于超额准备金利率的下调，使得机构持有超储的意愿下降，这也使得 2020 年超储变动突破了以往的规律。而央行通过日常的操作，引导市场利率围绕公开市场操作利率为中枢平稳运行，加强与市场沟通，形成平稳预期。货币市场利率波动性降低，降低机构预防性资金需求。因此央行认为不宜单纯根据流动性总量或超储率判断流动性松紧程度，更不能认为超储率

下降就意味着流动性收紧，观察市场利率才是判断流动性松紧程度的科学方法。

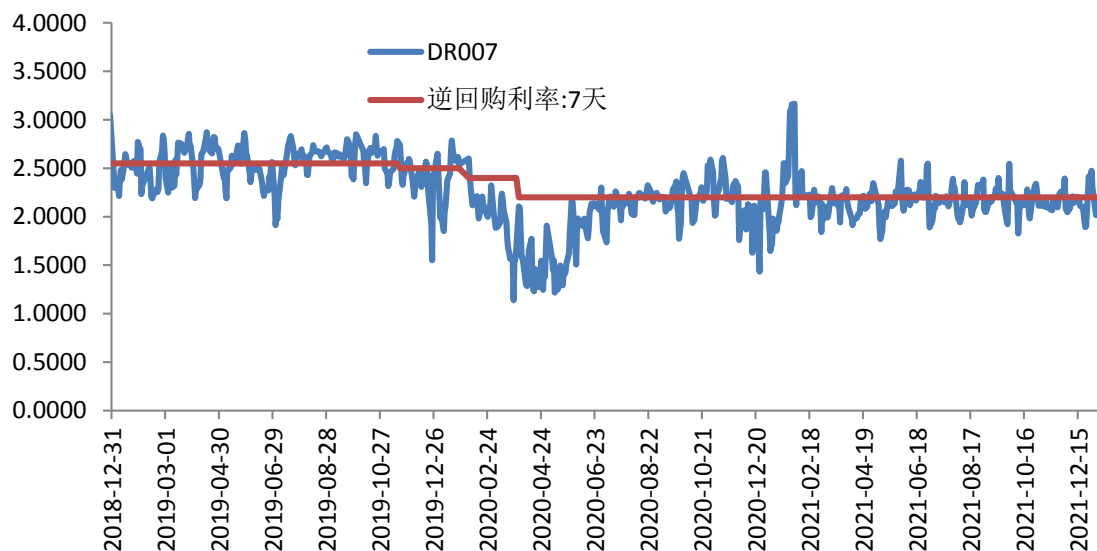
1.2 市场利率围绕政策利率为中枢波动

实际上早在十三五规划当中，已经提出要推动货币政策由数量型调控向价格型调控为主的转变。央行也在积极探索，创新货币政策工具，完善公开市场常态化操作，释放稳定的政策信号，加强利率的传导效应，保持流动性的稳定。

而十四五规划又提出要“建设现代中央银行制度”，对此央行认为关键是在于建设健全现代货币政策框架。在现代货币政策框架下，央行通过完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系，引导 DR007 为代表的市场利率围绕政策利率为中枢波动，健全从政策利率到 LPR 再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制。而政策利率以及市场利率的运行成为观察央行货币政策取向更为直观的手段。

2021 年以来央行通过平稳的操作以及预期管理，引导市场从对日常操作量的关注，转向了价格指标，稳定了市场预期。2021 年以来，DR007 持续围绕政策利率为中枢平稳运行，波动区间也从较此前有所收窄，流动性合理充裕。

图 3 市场利率与政策利率 (%)

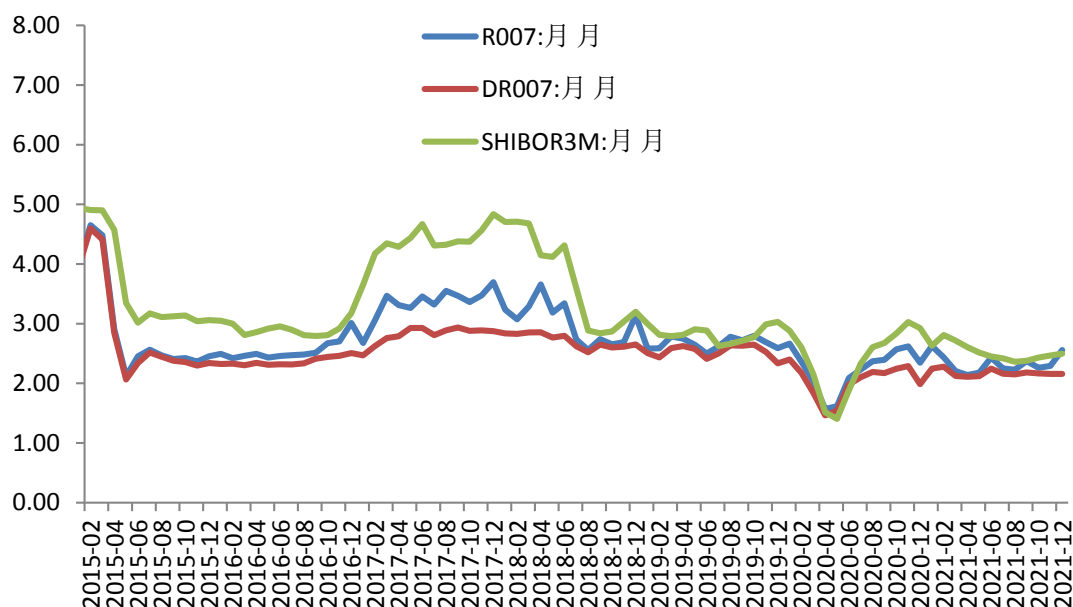


资料来源：Wind、上海证券研究所

从月度均值来看，DR007 的走势逐步趋稳。1 季度反而是全年波动最大的阶段。2020 年 12 月的宽松导致 2021 年年初的宽松预期打满，却未能实现，最终导致了 1、2 月资金的偏紧。央行及时加强与市场沟通，称不应过度关注央行操作的数量，引导市场关注政策利率与市场利率的运行。央行一方面积极进行预期管理，操作上

更形成日常 100 亿元逆回购+等量 MLF 续作。稳定的操作加上稳定的预期，流动性反而转松，即使在 4、5 月这样的缴税大月，资金也未出现明显收紧。6 月流动性有所收敛，但在 7 月降准后利率波动进一步降低。R007 与 DR007 走势基本一致，但波动更大，尤其是在利率上升阶段或是特殊时点（年中或年末），流动性分层特征会更加明显。Shibor 3M 代表的是银行中长期资金成本（同业存单），2021 年以来其走势相对短期利率有所滞后，1 月延续了下降的态势，二月才有所反弹，此后一直处于下行的阶段，9 月后有所回升，但仍处在较低水平。

图 4 货币市场利率（月度均值，%）

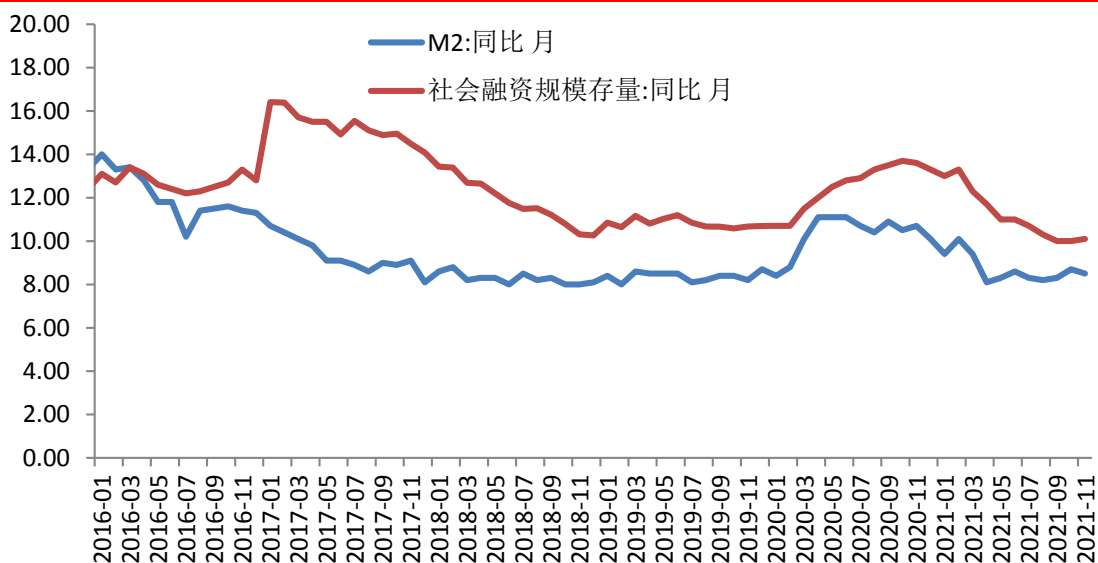


资料来源：Wind，上海证券研究所

2. 广义流动性——社融连续下滑

在经历 2020 年疫情冲击，逆周期调控的非正常宽松后，2021 年 M2 与社融均呈现出下降的态势，但表现略有不同。M2 在 2 季度以后走稳，并且已回归到疫情前的水平。但社融却下跌不止，目前维持在 10 左右的增速，较疫情前也是偏低的水平。

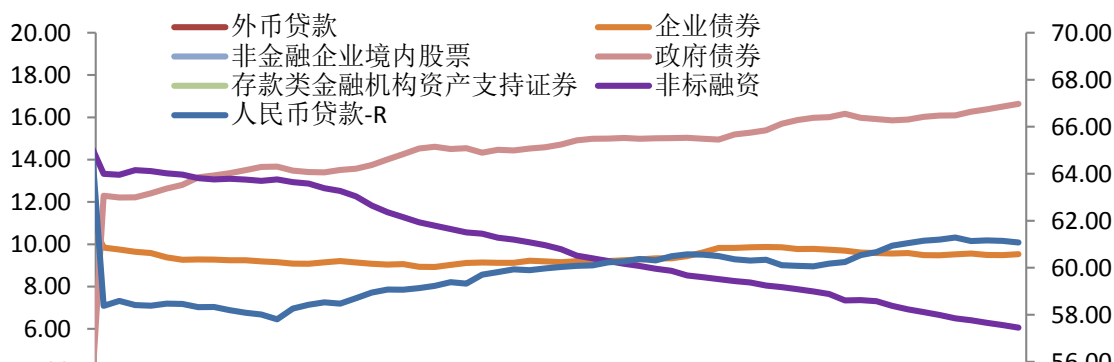
图 5 M2 与社融增速 (同比, %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

就社融构成来看, 社融主要包括五大部分——占比最高的人民币贷款, 占比约 60%, 其次是政府债券、企业债券、非标融资 (委托贷款+信托贷款+未贴现承兑汇票) 以及股票融资。其中非标融资一度占比高达 15 以上, 占比仅次于人民币贷款, 但随着近年来金融监管的加强, 资管新规的落地, 尤其 2021 年面临资管新规过渡期的结束, 非标融资持续压降。

图 6 社融构成占比 (% , 人民币贷款右轴)



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_35909

