

## 总量研究

## 货币微松能为稳增长做些什么？

——光大宏观周报（2022-01-16）

## 要点

## 核心观点：

通过对 2001 年以来经济周期的复盘，我们发现，当实际产出水平长时间位于潜在产出水平之下时，往往会伴随着降息，本轮降息周期的首次降息是发生在 2019 年四季度，也就是实际产出下降到潜在产出之下时的第三个季度。同时，贷款需求对政策利率的变动较为敏感，政策利率的调降往往是促使贷款需求回升的关键因素。伴随着工业品通胀见顶回落，经济周期开始由“类滞胀”演变为“弱衰退”，总量型政策工具的空间再次被打开，调降政策利率被提上日程的必要性显著增强，一季度是重要窗口期。

## 实际产出低迷，信用稳而不宽

产出缺口自 2019 年 2 季度转负增以来，实际产出水平已经连续 10 个季度位于潜在产出水平之下。如果我们继续在生产法和支出法角度下观察实际产出边际趋势，会进一步发现实际产出边际修复动能也较为有限。同时，在新一轮经济调结构的背景下，针对房地产行业 and 城投平台的融资监管政策持续收紧，叠加疫情持续散发、限产限电等多重因素影响，信贷和社融增速持续下行。2021 年两次全面降准，下调 1 年期 LPR 报价利率，并未改变社融、信贷低迷走势。

## 宽信用越来越需要降息的助攻

融资是需求和供给两厢情愿的结果。通过回溯数据发现，降准更多的是改善存款类金融机构的中长期流动性水平和边际负债成本，进而刺激其信贷投放意愿，也就是说，降准有益于增加信贷的供给。但在 2021 年两次降准后，贷款需求不但没有回升，反而均持续回落。通过对 2004 年以来的贷款需求指数进行分析，可以看到，贷款需求对政策利率的变动更加敏感，在长时间的回落之后，政策利率的调降往往是促使贷款需求回升的关键因素。

经济周期将由“类滞胀”演变为“弱衰退”，降息空间已经被打开。2001 年以来，当实际产出长时间位于潜在产出水平之下时，往往会伴随着降息。本轮降息周期的首次降息是发生在 2019 年四季度，也就是实际产出下降到潜在产出之下时的第三个季度，随后又接连两次下调政策利率。2021 年四季度，工业品通胀开始呈现出见顶回落态势，但产出水平的下行压力却并未缓解，经济周期开始由“类滞胀”演变为“弱衰退”，总量型政策工具的空间再次被打开，降息被提上日程的必要性显著增强。我们认为 2022 年一季度是调降政策利率的重要窗口，2 月的可能性最大，2022 年 1 月份的信贷投放情况是重要的观察指标。

## 财政发力或需适时降准维稳流动性

为了“保证财政支出强度，加快支出进度”，预计 2022 年财政赤字率约为 3.0%，地方政府专项债新增额度维持 3.65 万亿。为了给政府债券融资创造一个较为稳定的融资环境，以及保证商业银行等金融机构超储率处于一个较为适宜的水平以助力信贷投放，我们预计，人民银行有望再次适时降准以维护流动性稳定，为稳增长提供平稳适宜的融资环境。通过对全年银行间流动性缺口的测算，预计一季度和二季度均有再次降准的窗口期。

## 中小微企业需要结构型工具定向支持

在“灵活精准、合理适度”的货币政策框架下，结构型工具仍将是货币政策操作的核心，并在稳增长中发挥重要作用。结构型工具预计将以“定向支持小微企业、科技创新、绿色发展等领域”为主要抓手。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsec.com

## 分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004  
021-52523802  
liuwh@ebsec.com

## 相关研报

信用稳而难宽，政策仍需发力 ——2021 年 12 月金融数据点评（2022-01-12）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

理解三季度货政报告的两条主线 —— 2021 年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一（2021-06-28）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

## 目 录

一、货币微松能为稳增长做些什么？ .....	4
1.1 实际产出低迷，信用稳而不宽 .....	4
1.2 宽信用越来越需要降息的助攻 .....	5
1.3 财政发力或需适时降准维稳流动性 .....	7
1.4 中小微企业需要结构型工具定向支持 .....	9
二、海外观察 .....	9
2.1 海外疫情：美国新增确诊持续，疫苗接种推进 .....	9
2.2 金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期下行 .....	10
2.3 全球市场：全球股市普遍下跌，大宗商品涨多跌少 .....	11
2.4 央行观察：美联储“二把手”候选人暗示最快 3 月加息 .....	12
2.5 海外政策：美国高院驳回拜登“强制疫苗令” .....	14
三、国内观察 .....	16
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比下跌，焦煤均价环比上涨，铜价环比上涨，铝价环比上涨 .....	16
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降 .....	17
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化 .....	18
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化 .....	19
3.5 国内政策：政策帮扶中小微企业持续发力 .....	20
四、下周财经日历 .....	21

## 图目录

图 1：实际产出水平已经连续 10 个季度处于潜在产出水平之下(季度数据) .....	4
图 2：生产法和支出法高频视角下，2021 年实际产出复合增速大概率位于潜在产出水平以下(月度数据) .....	4
图 3：信贷持续收缩，社融稳而不宽 .....	5
图 4：对公中长期贷款占比持续下行 .....	5
图 5：两次降准改善了信贷融资的供给条件 .....	6
图 6：贷款需求的改善更需要降息 .....	6
图 7：产出缺口持续为负一般会伴随着降息 .....	6
图 8：类滞胀转为弱衰退为降息打开空间 .....	6
图 9：市场普遍预期 2022 年美联储将会加息 3-4 次 .....	7
图 10：2021 年 12 月 FOMC 会议纪要指引 2022 年加息 3 次 .....	7
图 11：2022 年政府债券融资数据估算 .....	8
图 12：2022 年政府债券融资节奏估算 .....	8
图 13：银行间市场流动性缺口测算显示 2022 年仍有降准窗口期 .....	8
图 14：支小再贷款量价支撑小微企业融资 .....	9
图 15：商业银行资产负债利差已修复至高位 .....	9
图 16：美国新增确诊持续上行（7 天移动平均） .....	10
图 17：疫苗接种比例持续上升 .....	10
图 18：美国 10 年期国债收益率较上周小幅上行 .....	10
图 19：法国 10 年期国债收益率上行，英、德下行，日本持平 .....	10
图 20：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行 .....	11

图 21: 美国投资级企业债利差涨跌不一 .....	11
图 22: 美联储资产规模略有上升 .....	11
图 23: 美联储资产规模增加, 欧、日央行资产规模均上升 .....	11
图 24: 全球股市普遍下跌 .....	12
图 25: 大宗商品价格涨多跌少 .....	12
图 26: 原油价格环比上涨 .....	16
图 27: 动力煤均价环比下跌、焦煤均价环比上涨 .....	16
图 28: 铜价环比上涨, 库存同比下降 .....	17
图 29: 铝价环比上涨, 库存同比下降 .....	17
图 30: 高炉开工率下跌 .....	17
图 31: 水泥价格指数环比下跌 .....	17
图 32: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降 .....	18
图 33: 钢坯库存同比下降 .....	18
图 34: 商品房成交面积跌幅扩大 .....	18
图 35: 土地供应面积同比增速下行 .....	18
图 36: 猪价、菜价、水果价格趋势分化 .....	19
图 37: 乘用车日均零售销量跌幅扩大 .....	19
图 38: 货币市场利率下行 .....	19
图 39: 债券市场利率趋势分化 .....	19

## 表目录

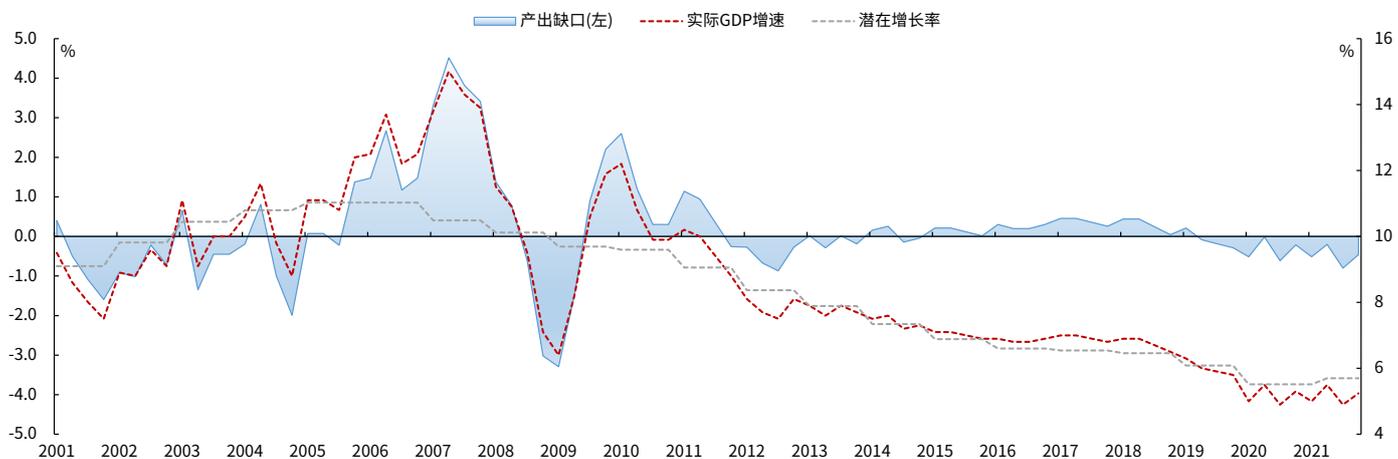
表 1: 美欧日央行官员表态 .....	13
表 2: 美国经济热力图 .....	15
表 3: 欧元区经济热力图 .....	15
表 4: 英国经济热力图 .....	15
表 5: 日本经济热力图 .....	16
表 6: 下周全球经济数据热点 .....	21

# 一、货币微松能为稳增长做些什么？

## 1.1 实际产出低迷，信用稳而不宽

实际产出持续位于潜在产出水平以下，经济增长动能低迷。如果我们以中国人民银行工作论文<sup>1</sup>测算的潜在增长率作为我国的潜在产出水平，以 2020 年-2021 年复合实际 GDP 增速作为实际产出水平，其中假设 2021 年四季度实际 GDP 增速为 3.7%。我们会发现，产出缺口自 2019 年 2 季度转负增以来，截至 2021 年 3 季度，实际产出水平已经连续 10 个季度位于潜在产出水平之下。如果我们继续在生产法和支出法角度下观察实际产出边际趋势，会进一步发现实际产出边际修复动能极为有限。

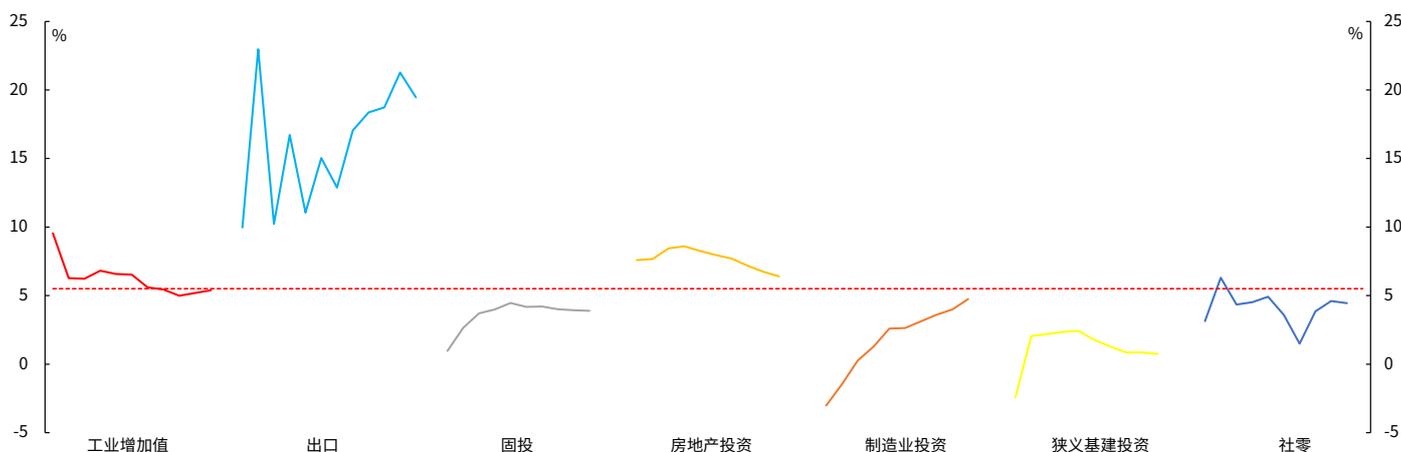
图 1：实际产出水平已经连续 10 个季度处于潜在产出水平之下(季度数据)



资料来源：Wind，中国人民银行，光大证券研究所

数据说明：2020-2021 年实际 GDP 增速均为 2020-2021 两年复合同比增速，假设 2021 年四季度实际 GDP 增速为 3.7%

图 2：生产法和支出法高频视角下，2021 年实际产出复合增速大概率位于潜在产出水平以下(月度数据)



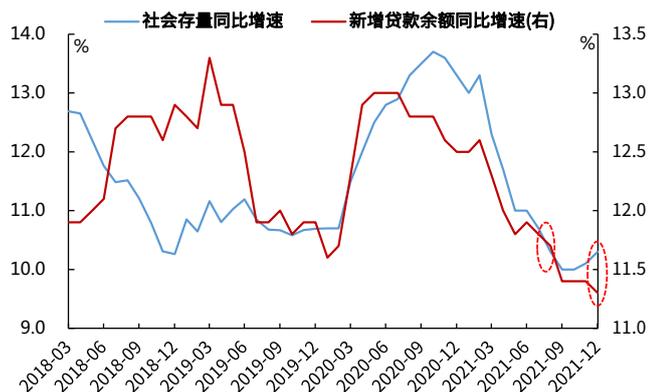
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为各分项 2021 年的两年复合同比增速，除出口数据截至 2021 年 12 月外，其余数据均截至 2021 年 11 月

<sup>1</sup> 《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》，人民银行调查统计司课题组

**信贷持续收缩，社融稳而不宽。**2021 年以来，在新一轮经济调结构的背景下，针对房地产行业 and 城投平台的融资监管政策持续收紧，同时，叠加新冠疫情持续多点散发、限产限电等多重因素影响，信贷和社融增速持续下行。中国人民银行分别于 2021 年 7 月和 12 月两次全面降准，并于 2021 年 12 月先后下调支农、支小再贷款利率和 1 年期 LPR 报价利率。但是我们可以看到，信贷增速依然延续下行趋势，社融增速在政府和企业债券低基数的助益下小幅上行，企业中长期贷款占比持续萎缩。

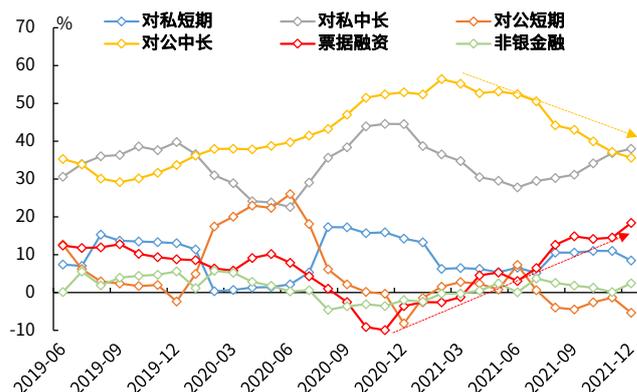
图 3：信贷持续收缩，社融稳而不宽



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

图 4：对公中长期贷款占比持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

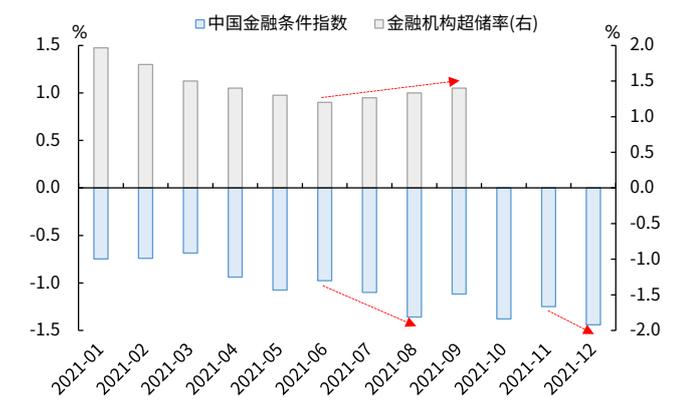
## 1.2 宽信用越来越需要降息的助攻

**融资是需求和供给两厢情愿的结果。**

**降准有益于增加信贷的供给，使得融资的可得性上升。**那么为什么人民银行接连两次降准都没有改变信贷增速持续收缩的趋势呢？通过回溯数据，我们会发现，降准更多的是改善存款类金融机构的中长期流动性水平和边际负债成本，进而刺激存款类金融机构的信贷投放意愿，也就是说，降准有益于增加信贷的供给，使得信贷更加易得。

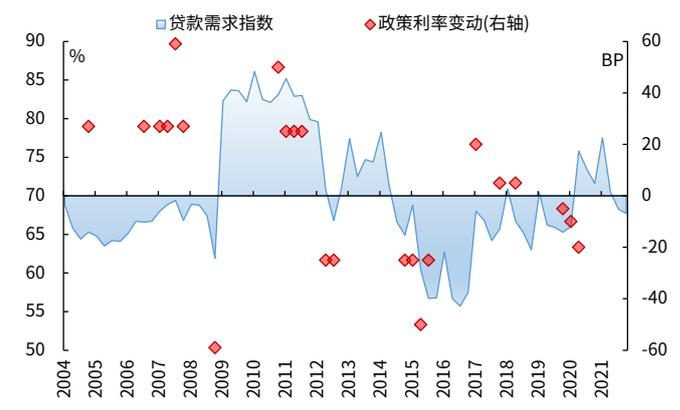
**降息有益于增加信贷的需求。**但同时，我们会发现，在 2021 年两次降准后，人民银行银行家调查问卷显示，贷款需求不但没有回升，反而均持续回落。通过对 2004 年以来的贷款需求指数进行分析，我们可以看到，贷款需求对政策利率的变动更加敏感，在经过长时间段的回落之后，政策利率的调降往往是促使贷款需求回升的关键因素。

图 5：两次降准改善了信贷融资的供给条件



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：贷款需求的改善更需要降息



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据说明：数据截至 2021 年 12 月，2015 年前以 1 年期贷款基准利率作为政策利率，2015 年开始以 1 年期 MLF 利率作为政策利率

### 经济周期将由“类滞胀”演变为“弱衰退”，降息空间已经被打开。

如果我们将 2001 年以来，我国产出缺口和政策利率变动放在一起，可以发现，当实际产出长时间位于潜在产出水平之下时，往往会伴随着降息，反之则加息。同时，我们可以看到，本轮降息周期的首次降息是发生在 2019 年四季度，也就是实际产出下降到潜在产出之下时的第三个季度，随后又接连两次下调政策利率。

那么，2021 年二季度以来，伴随着经济增速下行压力的逐渐增大，政策利率为什么迟迟没有下调呢？此时，如果我们在产出水平的基础上引入通胀水平，就会发现，2021 年二季度，在产出水平走低的同时，通胀水平在快速上行，也就是我国进入了一个“类滞胀”的状态，这对以控制通胀为首要目标的货币政策产生了明显约束，这也是为什么 2021 年 7 月人民银行全面降准后，12 月前未见总量货币政策出台的重要原因。

但是在 2021 年四季度，陷入进退两难困境的货币政策迎来了转机，工业品通胀开始呈现出见顶回落的态势，但产出水平的下行压力却并未缓解，经济周期开始由“类滞胀”演变为“弱衰退”。在这种背景下，人民银行于 2021 年 12 月宣布降准，总量性货币政策的空间再次被打开，但这一次，降息被提上日程的必要性也已经显著增强。

图 7：产出缺口持续为负一般会伴随着降息

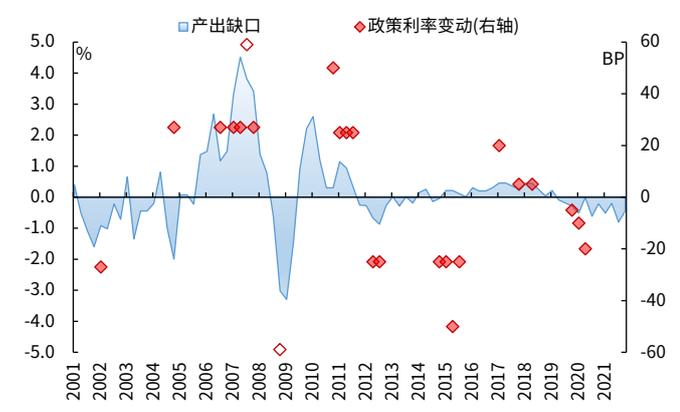
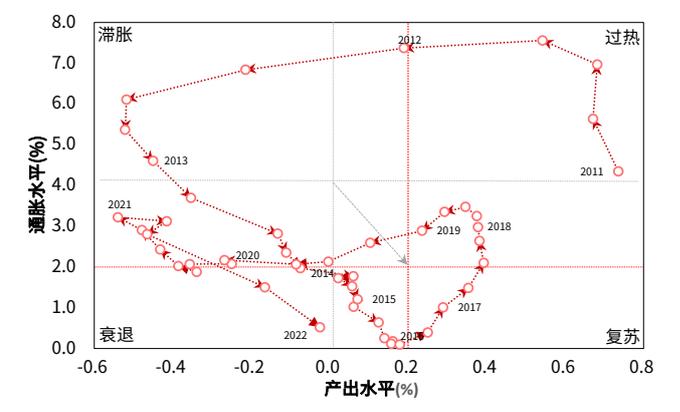
资料来源：Wind，中国人民银行，光大证券研究所  
数据说明：2020-2021 年实际 GDP 增速均为 2020-2021 两年复合同比增速，假设 2021 年四季度实际 GDP 增速为 3.7%，政策利率同图 6

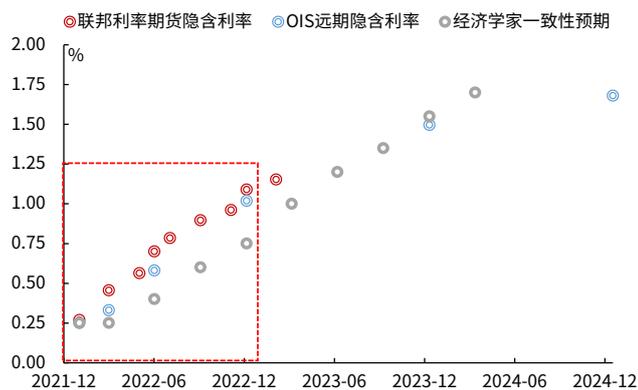
图 8：类滞胀转为弱衰退为降息打开空间

资料来源：Wind，中国人民银行，光大证券研究所  
数据说明：2021 年 Q4 至 2022 年 Q4 为光大宏观预测数据

**2022 年一季度是调降政策利率的重要窗口。**如果要调降政策利率，什么时间调降比较好呢？我们认为是 2022 年一季度，2 月的可能性最大。2022 年 1 月份的信贷投放情况，或是人民银行是否要推进降息的重要观察指标。

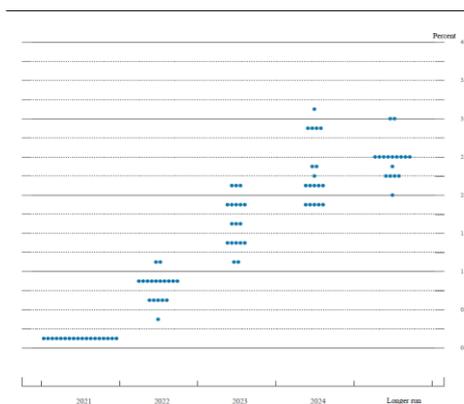
外部环境来看，主要新兴市场国家于 2021 年大多已经进入加息周期，影响着全球金融市场流动性的美联储，也在 2021 年 12 月通过点阵图指引 2022 年将会加息 3 次。虽然我们认为，美联储实际加息节奏大概率将不及点阵图指引及市场预期，但出于谨慎性考虑，调降政策利率还是宜早不宜迟。（详见我们于 2021 年 11 月 22 日发布的研究报告，《美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一》）

图 9：市场普遍预期 2022 年美联储将会加息 3-4 次



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 10：2021 年 12 月 FOMC 会议纪要指引 2022 年加息 3 次



资料来源：Fed，光大证券研究所

数据说明：点阵图取自 2021 年 12 月 15 日 FOMC 会议纪要

### 1.3 财政发力或需适时降准维稳流动性

我们预计，为了保证财政支出强度，2022 年财政赤字率将会调整为 3.0%，地方政府专项债新增额度维持在 3.65 万亿元。

在“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”下，2021 年 12 月中央经济工作会议指出：“明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前…… 要保证财政支出强度，加快支出进度。”我们预计，为了保证财政支出强度，2022 年财政赤字率将会调整为 3.0%，地方政府专项债新增额度维持 3.65 万亿元。

同时，考虑到中央经济会议要求“加快支出进度”，以及国家发改委已于 2021 年 12 月，提前下发了部分 2022 年专项债新增额度。我们预计，2022 年政府债券的融资节奏将会整体前置。

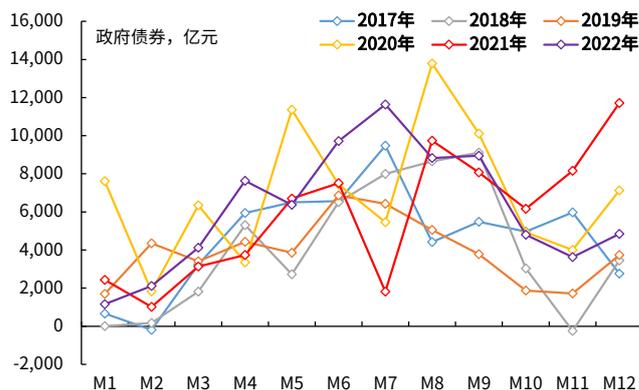
图 11: 2022 年政府债券融资数据估算

年份	名义GDP	赤字率	赤字额度	专项债新增额度	国债净融资额	地方债净融资额	一般债净融资额	专项债净融资额
2011	48.79	2.00	0.98	-	0.42	0.20	0.20	-
2012	53.86	1.50	0.81	-	0.51	0.05	0.05	-
2013	59.30	2.00	1.19	-	0.92	0.21	0.21	-
2014	64.36	2.10	1.35	-	0.89	0.30	0.30	-
2015	68.89	2.30	1.58	适当	1.07	3.66	2.69	0.97
2016	74.64	3.00	2.24	0.40	1.32	5.80	3.29	2.51
2017	83.20	3.00	2.50	0.80	1.47	4.12	2.12	2.00
2018	91.93	2.60	2.39	1.35	1.45	3.33	1.54	1.78
2019	98.65	2.80	2.76	2.15	1.75	3.05	0.89	2.16
2020	101.60	3.60	3.66	3.75	4.04	4.37	0.88	3.49
2021	114.73	3.20	3.67	3.65	2.80	0.80	0.80	3.65
2022	124.48	3.00	3.73	3.65	2.80	4.56	0.91	3.65

资料来源: Wind, 中国政府网, 光大证券研究所

数据说明: 除赤字率的单位为%外, 其余变量的单位均为万亿元, 其中红色标示的数据为光大宏观预测数据

图 12: 2022 年政府债券融资节奏估算



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 其中 2022 年的数据为光大宏观预测数据

为配合政府债券发行和创造较为宽松的融资环境, 人民银行有望再次适时降准维护银行间流动性稳定。通过上述对于财政发力所需政府债券发行规模的测算, 结合对公开市场操作、流通中现金变动、外汇占款变动及法定存款准备金变动的估算, 预计 2022 年四个季度均有银行间流动性相对紧张的时期。为了给政府债券融资创造一个更为稳定的融资环境, 以及保证商业银行等金融机构超储率处于一个较为适宜的水平以助力信贷投放, 我们预计, 人民银行有望再次适时降准以维护流动性稳定, 为稳增长提供平稳适宜的融资环境。(详见我们于 2021 年 12 月 23 日发布的研究报告, 《当我们谈及流动性的时候, 我们在说什么? ——流动性洞见系列三》)

图 13: 银行间市场流动性缺口测算显示 2022 年仍有降准窗口期

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12
银行间市场流动性净缺口 亿元	24326	-7406	-6091	4328	4082	-1981	3792	3518	-389	6064	1625	-17226
公开市场操作变动	5000	2000	1000	1500	1000	2000	1000	6000	6000	5000	10000	5000
OMO(假设到期续作)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
MLF(不考虑到期续作)	5000	2000	1000	1500	1000	2000	1000	6000	6000	5000	10000	5000
流通中的现金变动	5392	-7227	-5286	-822	-1492	-133	239	304	1734	-1062	670	2895
财政存款变动	11348	-2673	-7813	3264	1315	-7610	4435	-5172	-10190	2895	-10442	-25319
财政投放	14873	15738	27548	25680	23875	38400	28215	26621	33946	20152	25468	44112

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\\_36148](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36148)

