



2021 年底到 2022 年初，央行进行了一轮降准降息，然而上半年华东局部疫情导致全国供应链受到约束，稳增长节奏被打乱。3 月之后经济快速下行，货币信用条件也随着出现新改变。当前经济复苏的背景，下半年的货币信用条件如何演化？

► 上半年流动性表现非同寻常。

在年初降息落地后，银行间质押式回购加利率仍保持在央行的政策利率附近，相比于 2021 年下半年，边际上并没有出现大幅宽松。

而华东疫情之后，流动性大幅转宽，并在二季度长时间偏离政策利率。

上半年金融和实体流动性还呈现出两点特殊现象：

其一，融资供给压过私人部门融资需求。上半年信用端，突出特点是融资供给压过了私人部门的融资需求、政府融资支撑社融增速窄幅震荡，局部疫情爆发后显现的尤为明显。

其二，宽松的流动性淤于金融市场。银行短债和票据余额同比增速持续上升，M2 增速 5 年来首次超过社融增速，金融市场资金活跃度指标明显上行。

► 上半年货币信用端的主导因素是财政

造成以上现象背后的原因是，**财政对广义和狭义流动性的影响超过货币政策。**

货币政策上半年主动性不强。无论是资金投放，还是总量货币政策工具的运用，整体比较克制，政策力度远不及应对 2020 年年初的疫情。而央行主要通过结构性工具、调整监管指标等，引导金融机构对信贷资源供给。

财政政策上半年积极发力。上半年财政大幅支出，大规模的减税降费集中快速落地，尤其是央行上缴利润配合财政大规模支出，直接给银行提供了充足的流动性支持，导致 3 月以来流动性大幅转宽。同时基建托底经济，政府部门融资活跃，在私人部门信用收缩的情况下，支撑起了社融。

► 下半年财政仍牵制流动性表现

下半年经济复苏以及海外加息提速的背景下，货币政策仍可能保持克制。但随着 MLF 和政府债券到期的规模等被动因素对资金面扰动增大，央行主动投放或会增加。

而流动性的胜负手可能仍在财政，有两大因素：第一，财政对流动性的利好边际弱化，**无论是财政大规模支出支撑宽松流动性，还是政府大规模融资对信用端的支撑都将减弱。**第二，当前财政端还面临万亿级的资金缺口，可能会发债融资。而为配合财政融资，货币端或通过降准等方式维持流动性宽松。

► 下半年货币信用的组合可能是：流动性快速收紧后边际转宽+信用复苏

下半年经济复苏的路径与 2020 年下半年的两点不同是，地产复苏的不确定性和出口正在走弱。所以下半年流动性演化的脉络线索可能是：**财政补资金缺口诉求大规模发债融资，带动流动性逐渐转紧，三季度是流动性转紧的拐点。而后续随着出口回落以及地产弱复苏，流动性保持平稳偏宽。**

信用端，主线将逐步切换至私人部门融资，但地产反弹力度不及过去，以及出口走弱将对信用扩张形成制约。预计社融的高点可能会在三季度出现，在悲观、中性、乐观三种情形下，全年社融增速分别为 10.5%、11%、11.7%。

► 风险提示：疫情发展超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

1 上半年流动性三点特征引人关注	3
1.1 银行间流动性从中性到极宽	3
1.2 融资供给压过私人部门融资需求	3
1.3 宽松的流动性淤于金融市场	5
2 上半年财政投放撬动金融和实体流动性宽松	6
2.1 央行主动投放货币意愿并不强	6
2.2 货币政策着重引导金融主动供给	7
2.3 财政政策才是上半年流动性的主线	8
3 下半年财政仍牵制金融和实体流动性走势	10
3.1 上半年推动流动性宽松的财政因素下半年衰减	10
3.2 关键看下半年财政是否有再融资行为	11
3.3 流动性波动放大，央行主动投放或加强	12
4 理解 2022 下半年流动性环境的三个要点	13
4.1 下半年资金利率（狭义流动性）或较二季度走高	13
4.2 下半年社融（广义流动性）高点或在三季度	14
4.3 为对冲财政冲击流动性，不排除三季度降准可能	16
5 风险提示	16
插图目录	17

1 上半年流动性三点特征引人关注

1.1 银行间流动性从中性到宽松

上半年货币流动性的状态可以按宽松程度分为两个阶段。其背后的驱动因素是，3月下旬华东局部疫情扩散后，经济活动出现大幅走弱。

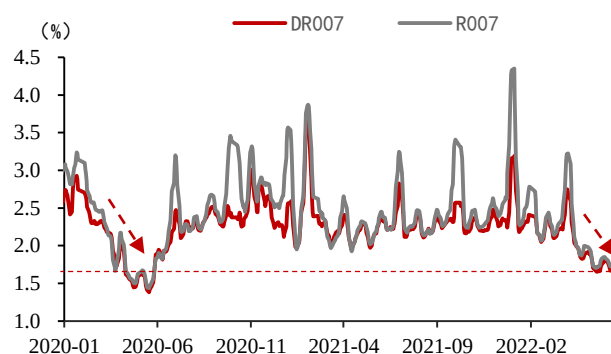
1-3月流动性平常宽松。尽管在去年12月和今年1月有过一轮降准降息，但1-3月货币市场流动性边际并未明显宽松，DR007/R007月度平均值都在2.1%以上波动。

4-6月上旬流动性较为宽松。从4月初开始持续，货币市场流动性开始转为宽松，伴随者大规模的减税降费 and 央行降准，DR007/R007的中枢开始下移，并且大幅度低于2.1%的政策利率锚。

今年上半年经济表现情况类似于2020年上半年。

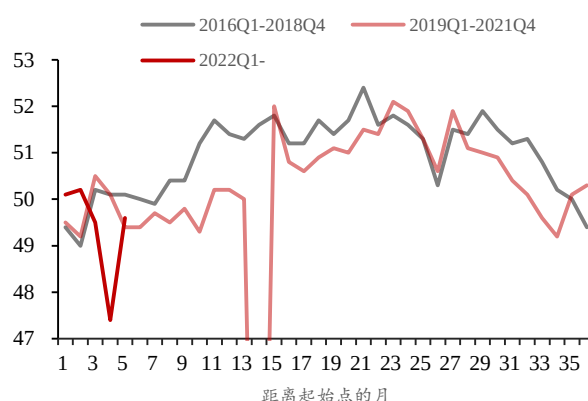
3月底华东局部疫情影响扩大后，货币市场流动性开始逐渐转宽。一方面，疫情影响正常供需，企业和居民的经济活动放缓，实体偏中长期的融资需求无法释放；另一方面，企业急需短期资金来维持正常的经营运转，而在此情况下，央行有必要保持流动性宽松，缓解对疫情对金融体系造成冲击。

图1：2022年4月初货币市场边际明显宽松



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：疫情导致PMI大幅走低



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 融资供给压过私人部门融资需求

上半年融资供给压过了私人部门融资需求，3月局部疫情爆发后尤为明显。相较之下，政府部门融资扩张较快。

第一，政府部门融资活跃度高，类似于2020年上半年。

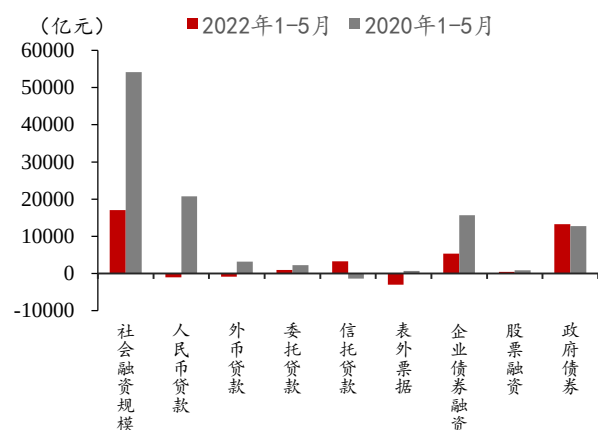
今年1-5月，社融同比多增1.7万亿，仅政府债券一项，就贡献了1.3万亿。政府部门融资活跃度高，与今年专项债发行集中在上半年完成密切相关。wind数据，1-5月地方政府专项债比去年同期多增1.4万亿，这也与基建投资托底经济的基调一致。

第二，今年上半年与2020年上半年最大的差异是，今年上半年私人部门融资疲软，远不如2020年上半年活跃，尤其居民信贷历史罕见低迷。

首先，新增居民信贷规模遭遇大滑坡。2022年1-5月新增居民信贷1.33万亿，仅为2021年同期的1/3，创自2012年以来的最低值。与之对照，地产低景气的2015年上半年、同样受疫情影响的2020年上半年，新增居民信贷规模也有1.49万亿和2.58万亿，都要高于今年上半年。

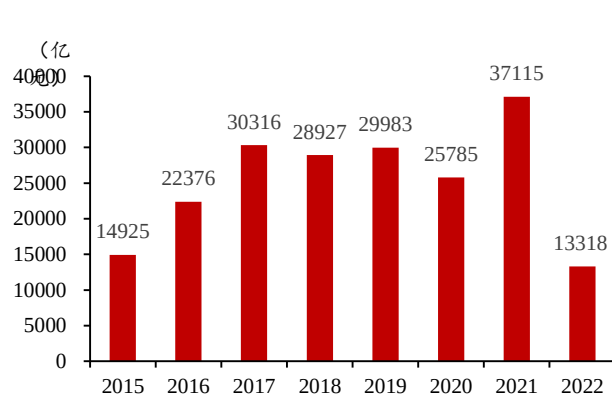
其次，居民出现了罕见的“去杠杆”的现象。2022年2月，居民中长期贷款当月新增录得负值，这是自有数据统计以来的第一次，即使是2020年2月，也没有出现过这种情况。而随后，受疫情影响，4月居民中长贷再一次录得负值。短期内连续出现历史极端低值，反映了上半年居民融资需求一度落到冰点。

图3：社融同比多增



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2015-2022年1-5月新增居民信贷规模



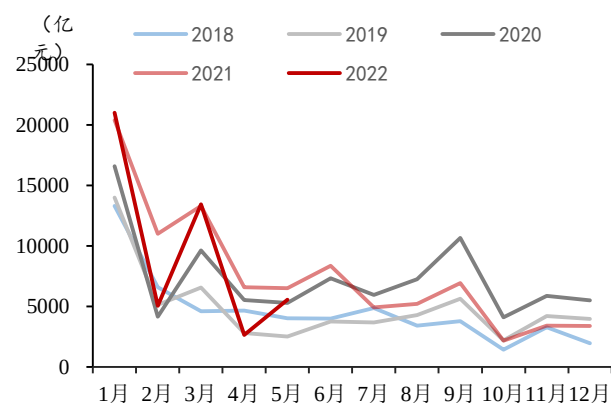
资料来源：wind，民生证券研究院

第三，今年上半年企业部门主动的融资需求也较为疲弱。

企业中长贷大幅度弱于去年同期，尤其是4月疫情扰动之后，企业中长贷当月新增一度下滑至过去5年最低值。疫情导致供应链约束，企业经营不确定性增强，实际融资需求走弱。

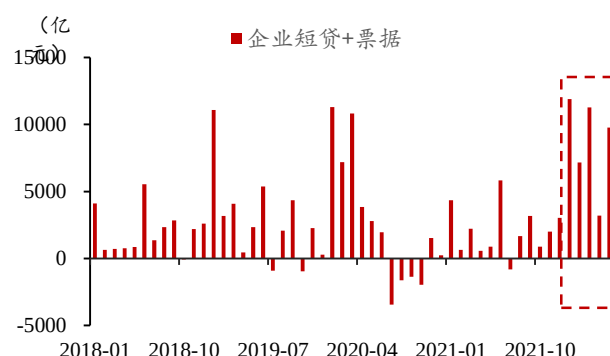
企业短贷+票据冲量明显。1-5月中，有三个月企业短贷和票据新增规模在1万亿左右。以中小企业经常使用的票据为例，4月和5月新增票据融资规模分别是5148亿元和7129亿元，其中后者创了当月新增票据规模的新高。票据和短贷大量使用一方面反映了疫情对企业尤其是中小企业现金流的影响巨大，另一方面反映了当前企业实际的融资需求要低于融资供给，银行通过票据冲指标的现象严重。

图 5：2018-2022 年企业中长贷



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：企业短贷和票据密集冲量



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 宽松的流动性淤于金融市场

3 月以来，货币流动性较为宽松，却无法释放到实体端，宽松流动性淤于金融市场。

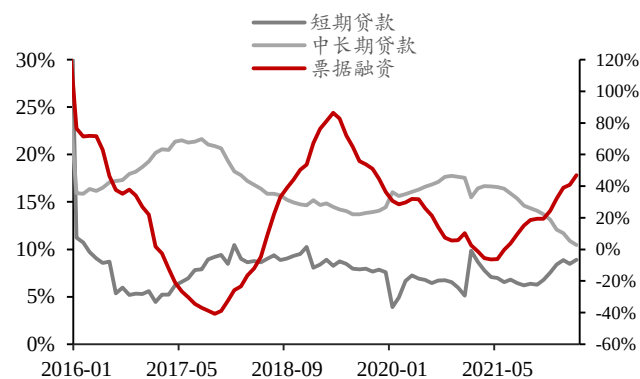
票据和短贷增速持续走高。根据全国大型银行和中资银行的信贷收支数据显示，2022 年以来，票据融资和短期贷款同比增速持续走高，当前同比增速已超过了 2020 年上半年同期水平，而中长期贷款同比增速持续走低，创 2016 年以来的新低。

M2 增速高于社融增速。4 月和 5 月连续两个月，M2 增速高于社融增速，这是自 2017 年以来首次出现的现象。究其原因，大规模的减税降费导致居民和企业留存大量的现金，而实体经济受限，企业和居民资金使用活跃度下降，导致 M2 连续上升，并高于社融增速。

金融市场资金活跃度也明显提高。4 月以来流动性持续宽松，银行间质押式回购成交量节节走高，6 月成交量甚至高过了 2021 年同期成交量的 140%，流动性宽松程度可见一斑。我们在银行负债端也可以捕捉到类似的情形，当前单位活期存款中，保证金存款同比增速自 3 月开始提升，当前已经创 2015 年以来的历史新高。

一边是高速增长的短贷、票据和 M2，一边是金融市场过于极其充裕的流动性，反映当前融资需求不足，信用融资不完全流向实体。

图 7：银行信贷收支分项同比增速

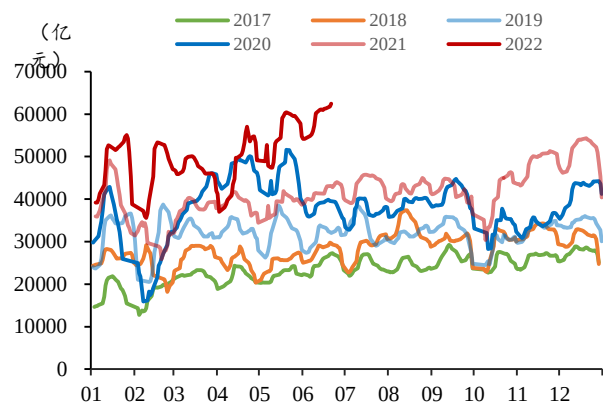


资料来源：wind，民生证券研究院

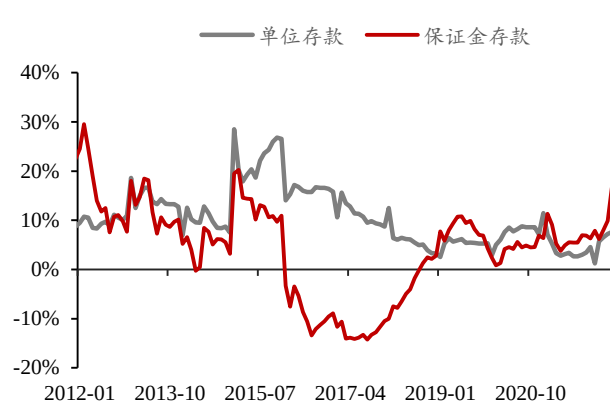
图 8：自 2017 年 M2 增速再次高于社融增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：银行间质押式回购成交量偏高


资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：保证金存款同比增速创 2015 年以来新高


资料来源：wind，民生证券研究院

2 上半年财政投放撬动金融和实体流动性宽松

2.1 央行主动投放货币意愿并不强

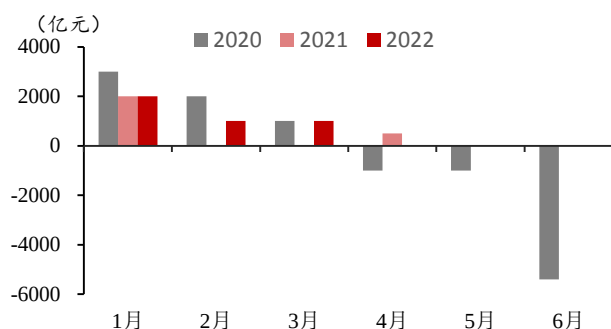
上半年，央行主动货币投放量不大。

央行上半年进行了一次降准，幅度只有罕见的 25BP，释放资金规模在 5300 亿元左右。规模可类比 2020 年 3 月和 4 月开展的定向降准，但相比较去年 7 月和 12 月降准，刺激力度仅为一般。

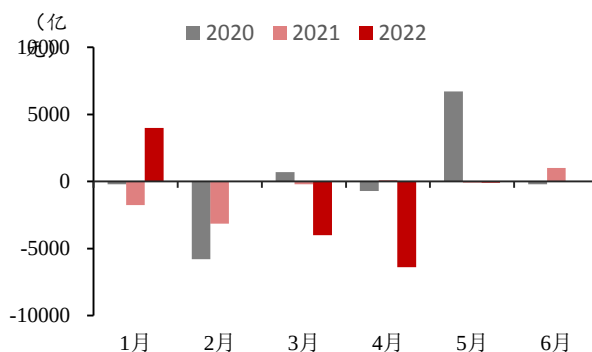
4 月份即使算上降准释放的资金，央行仍然是在净回笼资金，这之前几次降准都没有出现过的情况。

公开市场操作除了 1 月应对春节假期和缴税高峰等因素净投放外，其余月份都没有净投放，且除了应对春节假期进行 14 天逆回购操作外，其余均为 7 天，体现央行对资金投放相对克制。

从 MLF 投放情况上看，1-3 月以少量超额续作，4-6 月均等额续作，净投放规模也只是略好于 2020 年和 2021 年。

图 11：MLF 净投放


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：OMO 净投放


资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2020 年以来降准当月央行投放情况 (单位：亿元)

2022年以来降准当月央行投放对比	下调幅度	降准释放资金规模	OMO净投放	MLF净投放量	净投放量
2020年3月	定向降准50-100BP	5500	700	1000	7200
2020年4月	定向降准100BP	4000	-700	-1000	2300
2021年7月	全面降准50BP	10000	-600	-3000	6400
2021年12月	全面降准50BP	12000	2000	-4500	9500
2022年4月	全面降准25BP	5300	-6400	0	-1100

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 货币政策着重引导金融主动供给

上半年，央行层面更强调金融主动供给，政策思路在于提升金融机构风险偏好和积极性。

首先，作为传统的逆周期调节政策之一，银行的贷款拨备覆盖监管指标调整，本意就是为了增加银行可使用的资金，提升银行信贷投放的风险偏好。

4 月国常会鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率，这一举措实质上释放银行账面资金可使用的资金，直接改善流动性状况，同时提升银行扩表能力。2020 年上半年，也有过类似举措，当时将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调 20 个百分点。

一季度末银保监会公布数据，大型国有行和股份制银行的拨备覆盖率都远高于监管要求，假设按当前的拨备覆盖率静态下调 20 个百分点，那么国有行和股份制银行分别可释放 2319 亿元、1015 亿元的资金，如果所有银行均下调 20BP，总共能释放 5825 亿元的资金，规模堪比 4 月的降准力度。

其次，结构性工具持续加码，提升金融机构向特定领域投放的积极性。

4 月以来，央行已先后推出 4400 亿元再贷款工具，具体包括 2000 亿元科技创新再贷款、1000 亿元交通物流领域再贷款、1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度以及 400 亿元普惠养老领域再贷款。

一系列政策刺激下，金融主动供给的结果是短贷和票据创新高。

我们在上文提到，上半年私人部门融资需求，赶不上融资供给。当金融供给大于实际需求时，金融机构只好将通过短贷和票据手段完成供给指标。而今年 2 月、4 月和 5 月的月末，票据转贴的利率都接近 0。可见在信贷需求不足的环境下，金融机构供给的充裕程度。

图 14：银行调整拨备覆盖率可以释放的资金规模

指标	大型商业银行	股份制商业银行	城市商业银行	民营银行	农村商业银行	外资银行	合计
拨备覆盖率（%）	245	210	182	295	134	320	181
不良贷款余额（亿元）	11593	5074	4721	137	7497	102	29123
贷款损失准备金余额（亿元）	28416	10663	8615	405	10026	327	52766
下调20个百分点释放资金规模（亿元）	2319	1015	944	27	1499	20	5825

资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：历次商业银行拨备率调整情况

时间	政策名称	具体内容
2011-07-27	原银监会《商业银行贷款损失准备管理办法》	明确贷款拨备率和拨备覆盖率的基本标准分别为2.5%和150%。
2018-02-28	银监会《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》	商业银行拨备覆盖率监管要求由150%调整为120%—150%，贷款拨备率监管要求由2.5%调整为1.5%—2.5%。
2020-04-21	国常会	中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点。
2020-05-01	银保监会《关于阶段性调整中小商业银行贷款损失准备监管要求的通知》	对中小商业银行贷款损失准备监管要求进行阶段性调整，相关银行拨备覆盖率监管要求由120%-150%调整为100%-130%，贷款拨备率监管要求由1.5%-2.5%调整为1.5%-2%。
2020-10-27	银保监会《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力、提升金融服务质效的通知》	消费金融公司、汽车金融公司可以向属地银保监局申请将拨备覆盖率监管要求降至不低于130%，汽车金融公司可以申请将贷款拨备率监管要求降至不低于1.5%。
2022-04-13	国常会	针对当前形势变化，鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率。

资料来源：国务院，银保监会，民生证券研究院

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_43412

