

# 经济预测分析

第 31 期

国家信息中心

2022年07月21日

---

## 保持社会流动性平稳充裕 用足用好结构性政策工具 ——上半年金融运行分析及下半年展望

**内容摘要：**2022年上半年，稳健的货币政策适度宽松，货币供应量和社会融资规模存量增速提升，市场利率和社会融资成本下行。但货币流动性下降和市场化融资发力不够反映出企业和居民的信心、预期不足，削弱了货币政策宽松的“稳增长”效用。下半年，需警惕美联储超预期紧缩的负面外溢影响和日元、日债困局对我国的次生影响，重视外资撤出对我国金融市场的冲击，重视房地产领域违约风险的扩散升级。货币政策操作应坚持“以我为主”，继续为稳定宏观经济大盘创造宽松的资金环境。

## 一、上半年金融运行情况及特点

### (一) 货币供应量增速提升，货币流动性趋降

年初以来，稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度。总量方面，央行于1月下调7天期公开市场逆回购操作和中期借贷便利(MLF)中标利率0.1个百分点，4月全面降准0.25个百分点，上半年向中央财政上缴结存利润9000亿元。结构方面，设立科技创新再贷款，开展普惠养老专项再贷款，增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，支持国家开发银行、农业发展银行分别设立金融工具，规模共3000亿元，调增政策性银行8000亿元信贷额度。受政策推动，货币供应量增速3月份以来逐月上升。6月末，广义货币(M2)余额同比增长11.4%，增速分别比上年末和上年同期高2.4个和2.8个百分点；狭义货币(M1)余额同比增长5.8%，增速分别比上年末和上年同期高2.3个和0.3个百分点。6月末，货币流动性比例(M1/M2)为25.5%，比上年末和上年同期低1.7个和2个百分点；流动性较差的储蓄存款和定期存款对M2同比增长的贡献率为50.1%和20.7%，流动性强的活期存款贡献率仅为6.7%，显示M2增长主要受缺乏流动性的存款货币驱动。货币流动性下降削弱了“宽货币”对经济增长的推动效用。

### (二) 社会融资规模增速稳中有升，市场化融资有待发力

上半年社会融资规模增量累计为21万亿元，比上年同期多3.2万亿元。社会融资规模增长主要受政策因素推动。一方面，央行窗口指导和增加再贷款等政策因素是推动人民币贷款增长的主要原因。上半年，对实体经济发放的人民币贷款增加13.58万亿元，同比多增6329亿元，占同期社会融资规模的64.6%，同比低8.1个百分点。分结构来看，与投资 and 消费密切相关的贷款增势较为低迷。上半年，与

居民购房和消费相关的住户部门贷款增加 2.18 万亿元，同比少增 2.40 万亿元；与企业投资相关的企（事）业单位中长期贷款增加 6.22 万亿元，同比少增约 4000 亿元。与之相比，企（事）业单位的短期贷款和票据融资增加较多，上半年分别增加 2.99 万亿元和 2.11 万亿元，同比多增 1.76 万亿元和 1.89 万亿元，显示银行在政策引导下存在“冲量”操作来“虚增”贷款规模的现象。另一方面，财政政策前置发力，地方专项债集中发行推动政府债券净融资放量。上半年政府债券净融资 4.65 万亿元，同比多 2.2 万亿元，占同期社会融资规模的 22.2%，同比高 8.4 个百分点。与之相比，表外融资、直接融资等市场化融资表现相对平稳，未显著放量。上半年，表外融资（委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票）减少 5574 亿元，同比少减 2864 亿元；企业债券净融资 1.95 万亿元，同比多 3913 亿元；非金融企业境内股票融资 5028 亿元，同比多 73 亿元。

### **（三）人民币存款快速增长，居民与企业预防性储蓄动机增强**

6 月末，人民币存款余额同比增长 10.8%，增速比上年末和上年同期高 1.5 个和 1.6 个百分点。上半年人民币存款增加 18.82 万亿元，同比多增 4.77 万亿元。分部门来看，主要是居民和企业存款多增推动整体人民币存款加快增长，政府和非银行金融机构存款同期少增较多。居民和企业存款快速增长反映出居民和企业预防性储蓄动机增强。一是居民就业信心和收入预期趋差，消费动力不足，预防性储蓄动机上升推动住户存款加快增长。上半年住户存款增加 10.33 万亿元，同比多增 2.88 万亿元。央行问卷调查显示，2022 年二季度居民收入信心指数为 45.7%，比上季下降 4.3 个百分点，居民就业预期指数为 44.5%，比上季下降 6.0 个百分点，均为有统计数据以来最低；倾向于“更多储蓄”的居民占 58.3%，比上季增加 3.6 个百分点，为有统计数据以来的最高。二是受益于大规模留抵退税和金融机构加

大普惠小微贷款支持力度，企业资金状况改善，但企业投资和生产意愿受阻，致使企业存款大幅增长。上半年非金融企业存款增加 5.3 万亿元，同比多增 3.15 万亿元。三是财政支出力度和财政存量资金盘活力度加大，政府存款少增较多。上半年财政支出同比增长 5.9%，比上年全年和上年同期加快 5.6 个和 2.3 个百分点；财政性存款增加 5061 亿元，同比少增 4338 亿元。四是股市震荡激发避险情绪，基金募集份额大幅下降，证券公司等非银行业金融机构存款少增较多。上半年非银行业金融机构存款增加 9513 亿元，同比少增 1.27 万亿元。

#### **（四）市场利率下行，社会融资成本趋降**

央行降准、发放再贷款等加强流动性投放推动银行间市场流动性趋于宽松，二季度以来市场利率出现较大幅度下行。6 月份同业拆借和质押式回购月加权平均利率为 1.56% 和 1.57%，比 3 月份均下降 0.51 个百分点，比上年同期分别低 0.57 个和 0.6 个百分点。代表性利率中，6 月末，隔夜上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）和银行间 7 天质押式回购加权平均利率分别为 1.90% 和 2.71%，比上年同期低 0.28 个和 0.53 个百分点；1 年期和 10 年期国债到期收益率降至 2.02% 和 2.81%，比上年同期低 0.43 个和 0.27 个百分点。

央行积极推动社会融资成本下行。1 月份，1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别下降 0.1 个和 0.2 个百分点至 3.7% 和 4.45%。1 月至 6 月企业贷款利率为 4.32%，同比下降 0.31 个百分点，再创有统计以来的新低。Wind 数据显示，6 月份公司债、企业债、中期票据和短期融资券发行利率分别为 3.37%、4.3%、3.57% 和 2.48%，分别比去年同期下降 0.75 个、0.88 个、0.61 个和 0.49 个百分点。4 月份央行指导建立了存款利率市场化的调整机制，利率自律机制成员可根据自身情况，参考以十年期国债收益率为代表的债券市场利率和以一年期 LPR 为代表的贷款市场利率，自主合理确定其存款利率水平。据

初步统计，今年6月，全国银行新发生的存款加权平均利率约为2.32%，与调整前的4月相比，下降了0.12个百分点。

### **（五）人民币对美元汇率先稳后贬，跨境资金流出压力加大**

一季度人民币兑美元汇率在6.31-6.38的窄幅区间内双向波动。自3月份美联储开启本轮加息周期以来，美元指数明显走强，由3月底的97.83升至7月14日的108.64，累计上涨11%。伴随美元走强，人民币对美元汇率在4月中旬至5月中旬经历了近一个月的加快贬值，即期汇率由4月15日的1:6.37下跌至5月16日的1:6.8，累计下跌6.3%，随后围绕1:6.70上下窄幅震荡。其他非美货币对美元贬值幅度更大，日元、欧元、英镑对美元上半年累计贬值幅度分别为15.2%、7.8%和10.0%。因此，人民币对主要非美货币出现不同程度的升值。按即期汇率计算，对日元、欧元、英镑上半年累计升值12.6%、3.3%和5.9%。CFETS人民币汇率指数从而表现稳定，上半年累计贬值幅度仅0.4%。在美联储持续加息的影响下，新兴市场国家资本流出压力与日俱增，我国也面临一定跨境资金流出压力。从结售汇数据看，前5个月结售汇顺差累计793亿美元，同比少345亿美元。

## **二、金融运行面临的突出问题和挑战**

### **（一）需警惕美联储超预期紧缩的负面外溢影响**

今年以来，美国“滞胀”风险显著上升。目前美国“胀”比“滞”的形势更为严峻，应对通胀将是美联储下半年的“头等大事”。虽然进入7月份，原油、铜等国际大宗商品价格下跌有利于缓解美国国内商品涨价压力，但美国国内酒店、娱乐、机票、房租等服务价格持续攀升且易涨难落，“通胀-通胀预期”和“薪资-物价上涨”两个自我实现的螺旋正在蓄力。高企的通胀至少在2022年四季度以前都将是美国社会的主要矛盾。降低通胀和防止通胀预期“脱锚”是美联储下

半年的首要目标，7月份大概率加息0.75个百分点，不能完全排除后续继续激进加息的可能。

由于美元的世界货币地位，美联储持续激进加息将给全球经济增长和金融市场带来冲击和动荡，我国宏观经济及金融平稳运行将面临更为严峻的外部环境。一是抑制全球复苏。美联储过度加息将使美国经济陷入衰退。美联储加息引领全球“加息潮”，推高全球经济复苏资金成本。根据国际清算银行公布的全球主要38个国家和地区的政策性利率动向以及各国央行发布的信息，今年上半年全球央行加息次数达到80次，是去年同期的大约7倍，全年加息次数很可能接近2006年创下的119次的纪录。二是致使部分国家爆发债务危机。美联储激进加息将带来全球流动性收紧、支撑美元走强、推高国际金融市场融资成本，加剧全球债务风险。作为全球最大债务国，美联储激进加息使美国的债务成本快速上升，各期限美债遭遇抛售，美债收益率上行。新兴市场国家面临本币贬值、资本流出和国际借贷成本上升的冲击，将出现更多的外债违约。三是加大各国货币政策协调难度。部分国家不急于跟进美联储加息，甚至反其道而行。例如，日本央行依然维持超宽松的货币政策，韩国、印度、泰国等亚洲国家加息相对滞后，俄罗斯、土耳其和中国实施降息的“反向操作”。与美国货币政策的不同步和错位令各国货币当局在进行货币、汇率、利率等政策调整过程中陷入“两难”境地。美联储加息对我国降息也形成一定牵制。

## **（二）需警惕日元和日债困局对我国的次生影响**

日本通胀率远低于其他西方发达经济体，在发达经济体加息浪潮中，唯有日本银行“特立独行”，维持超宽松货币政策不变，必要时还将采取额外的刺激措施以帮助经济复苏。日本央行因政策与美联储大幅背离而备受挑战。2022年3月份美联储开启加息周期后，日本与美国利差快速扩大导致日元汇率承压，日元出现快速贬值。美元对

日元汇率不断刷新近 30 年来最高水平，逼近 140 关口。截至 7 月 15 日，日元兑美元汇率较 2 月末贬值幅度达 17%。日元快速贬值提高了日本国债风险，对日本货币政策稳定性提出挑战。市场已开始押注日本央行将被迫放弃超宽松政策而大幅做空日本国债。6 月 15 日日本国债期货暴跌熔断，引发市场对“日债危机”的担忧。

日元的快速贬值与日债被外国投资者抛售和全球宏观对冲基金做空相叠加，对亚洲经济金融稳定的影响不容忽视。就日元来看，本轮日元对美元贬值速度甚至超过 1997 年亚洲金融危机，而当时正是日元的率先快速贬值拉开了亚洲货币战的序幕。日元的快速走贬正向亚洲新兴市场货币溢出，引发竞争性贬值。4-6 月韩元、印度卢比、泰铢、马来西亚林吉特对美元贬值幅度分别达 7.2%、4.2%、6.2% 和 4.9%。日元大幅贬值也不利于人民币汇率的稳定。就日债来看，面对持续抛压，日本央行具有维护国债市场稳定的实力，日本国债危机爆发的可能性低，但也积蓄了一定风险，并可能对我产生次生影响。日债做空力量的加强或将继续加剧日元贬值风险，造成日元与日债风险相互交织，引发其他亚洲货币竞争性贬值并诱发相关国家（尤其是马来西亚等外债占比较高国家）的主权债务风险，加剧亚洲金融市场动荡，对我金融市场产生次生冲击。

### **（三）需重视外资撤出对我金融市场稳定的冲击**

在以美联储为首的发达经济体加快收紧货币政策的背景下，新兴市场国家面临的资本流出压力与日俱增。据摩根大通统计，截至 7 月 10 日，今年以来投资者已从新兴市场债券基金中撤资近 500 亿美元，创 2005 年来新高。我国金融市场也面临一定外资流出压力。国际收支平衡表数据显示，今年一季度，境外对我国证券投资净流出 387 亿美元，与之相比，上年四季度为净流入 620 亿美元，上年同期为净流入 597 亿美元。其中，境外对我国债券投资净流出 319 亿美元，

股权投资净流出 68 亿美元。外国投资者大规模从我国撤回证券投资尤其是债券投资，与美联储加息和市场预期抬升美国长期国债到期收益率导致中美利差扩大有关，降低了中国债券对外国投资者的吸引力。由于美联储在下半年会持续加息，可推断下半年会面临外国投资者继续撤回在华证券投资（尤其是债券投资）的局面。外国投资者从我国债市股市撤资会影响市场情绪，对人民币资产形成阶段性抛压，从而带来“股债汇”市场集体下挫的风险。

#### **（四）需重视房地产领域违约风险的扩散升级**

自 2021 年四季度以来，房地产调控政策有所放松，不少城市出台取消限购、降低首付比例、下调房贷利率、放宽公积金贷款要求等楼市松绑政策。受政策影响，房地产市场下行态势有所缓解，但市场稳定恢复仍面临较大压力。今年上半年全国房地产开发投资同比下降 5.4%，降幅比一季度扩大 4.7 个百分点；商品房购置面积同比下降 22.2%，土地购置面积同比下降 48.3%，降幅比一季度分别扩大 8.4 个和 6.5 个百分点。房地产市场持续走弱导致房地产领域的金融风险暴露，下半年尤其要关注房地产开发企业债务违约及少部分居民“停贷”风波的进展。作为高负债的资金密集型行业，房地产行业的运行对银行信贷高度依赖。在市场仍在调整寻底和“三道红线”监管政策的压力下，房地产企业与居民“加杠杆”的能力和愿望均受到影响，房地产贷款持续低迷。上半年房地产开发企业到位资金中，国内贷款同比下降 27.2%，降幅比一季度扩大 3.7 个百分点；住户中长期贷款（主要是个人购房贷款）增加 1.56 万亿元，同比少增 1.9 万亿元。房地产开发商资金链断裂导致项目停工、房子烂尾，某些城市出现居民对烂尾楼按揭贷款宣布停贷的现象。如果房地产开发企业破产和居民停贷现象进一步增多，将使银行相关不良风险过快集聚和暴露。



### **三、下半年金融运行展望与政策建议**

#### **(一) 货币政策坚持“以我为主”**

面临全球经济复苏受阻、国内房地产市场持续调整、居民就业和消费面临困难等问题，我国经济运行下半年仍存在一定下行压力。我国的通胀水平温和可控，可以实现全年CPI涨幅3%左右的预期目标。2020年四季度以来，我国宏观杠杆率已连续五个季度净下降。温和的通胀水平和宏观杠杆率下行为我国货币政策创造了宽松空间。下半年，货币政策操作应坚持“以我为主”，继续为稳定宏观经济大盘创造宽松的资金环境。可择机进一步降准，鼓励和引导金融机构加大对实体经济的信贷支持力度。发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，发挥存款利率市场化调整机制作用，引导金融机构将存款利率下降效果传导至贷款端，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。密切关注美联储政策调整，降息降准政策出台要抢抓时间窗口，避免与其“相撞”。

#### **(二) 用足用好结构性政策工具**

更好发挥结构性工具的作用，重点支持制造业、受疫情影响的服务业和对小微企业纾困，并加大对重点领域和薄弱环节的支持力度。引导政策性开发性银行落实好支持基础设施建设的新增信贷规模和加快推进支持重大项目建设的政策性开发性金融工具落地，运用好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具、支农支小再贷款以及支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流等专项再贷款。优化调整房地产金融政策，有效管控相关金融风险。

#### **(三) 维护人民币汇率和跨境资金流动基本平稳**

对我国跨境资金流动、人民币汇率、股市债市等可能出现的异常波动迹象提高警惕，积极做好事先的应对预案。更加注重预期管理，

防止人民币汇率大幅波动，维持人民币汇率有升有贬的双向波动和区间震荡格局。一方面，深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支的自动稳定器作用。另一方面，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，适时运用外汇存款准备金率调整等各类外汇宏观审慎政策工具，对外汇供求进行逆周期调节，努力维护跨境资金流动平稳运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

（执笔：李若愚）

---

**编辑部地址：**北京三里河路58号国家信息中心预测部

**联系电话：**68557142，68557122

**电子邮箱：**[gxfx@sic.gov.cn](mailto:gxfx@sic.gov.cn)

**邮编：**100045

**传真：**68558210