

经济预测分析

第 51 期

国家信息中心

2022年11月21日

社会流动性趋于宽松，货币政策需加力“稳增长” ——2022年金融运行分析 2023年展望

内容摘要：2022年以来，稳健的货币政策“总量宽松、定向发力”，推动货币供应量加快增长、社会融资规模放量、市场利率与社会综合融资成本下行。受美元超常走强影响，年内人民币对美元汇率出现快速贬值。展望2023年，美联储加息将持续扰动国际金融市场，外部冲击风险不容忽视。我国经济运行持续面临需求收缩和预期转弱的压力，房地产市场下行问题较为突出。货币政策应以“稳增长”为首要目标，通过“宽信用”“降成本”稳定宏观经济大盘。

一、2022 年金融运行情况及特点

1. 货币政策宽松推动货币供应量加快增长

2022 年以来，稳健的货币政策不断加大对实体经济的支持力度，呈现总量宽松、定向发力的政策特点。总量方面，向中央财政上缴结存利润超过 1 万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付；4 月份全面降准 0.25 个百分点；持续开展公开市场逆回购操作和中期借贷便利（MLF）操作。结构方面，央行年内再次创设科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款三项新的政策工具，加上 2021 年四季度推出的碳减排支持工具、普惠小微贷款支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，以及支农支小再贷款和抵押补充贷款等长期政策工具，结构性政策工具箱已较为丰富和完善。此外，为支持基建投资，还调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，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 6000 亿元；允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。在政策引导和推动下，货币供应量增速明显加快。10 月末，广义货币 M2 余额同比增长 11.8%，狭义货币 M1 余额同比增长 5.8%，比上年末分别高 2.8 个和 2.3 个百分点。

2. 货币财政政策齐发力推动社会融资规模放量

10 月末，社会融资规模余额同比增长 10.3%，与上年末持平。前 10 个月社会融资规模增量累计为 28.7 万亿元，比上年同期多 2.31 万亿元。从结构来看，表内贷款增长平稳，表外融资明显好于上年同期。前 10 个月对实体经济发放的人民币贷款增加 18.33 万亿元，同比多增 7265 亿元；表外融资（包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票）累计减少 2408 亿元，同比少减 1.37 万亿元。作为积极财政政策的重要抓手，地方专项债发行力度加大，推动政府债券融资多增较多，前 10 个月累计 6.19 万亿元，同比多 1.16 万亿元。直

接融资中，股票融资表现平稳，企业债券融资略显低迷。前10个月，非金融企业境内股票融资8988亿元，同比多539亿元；企业债券净融资2.43万亿元，同比少2349亿元。

3. 信贷政策引导人民币贷款同比多增

10月末，人民币贷款余额同比增长10.5%，比上年同期低0.8个百分点。前10个月人民币贷款累计新增18.7万亿元，同比多增1.15万亿元。结构来看，企业贷款和重点领域贷款增长较快。企业流动资金贷款平稳充裕，前三季度本外币企事业单位短期贷款及票据融资增加5.77万亿元，同比多增3.71万亿元。工业中长期贷款增速持续提升，前三季度增加2.63万亿元，同比多增5860亿元，对工业投资形成较好支撑。普惠金融领域贷款保持较快增长，前三季度增加4.89万亿元，同比多增5757亿元。绿色贷款保持高增长，9月末贷款余额同比增长41.4%，高于各项贷款增速30.7个百分点。涉农贷款增速平稳增长，前三季度增加5.46万亿元，同比多增1.46万亿元。

受房地产市场低迷和疫情反复影响，房地产贷款、服务业贷款和住户消费贷款增速持续回落。9月末，人民币房地产贷款余额同比增长3.2%，其中，个人住房贷款余额同比增长4.1%，比上年末低4.7个和7.2个百分点；本外币服务业中长期贷款余额同比增长9.6%，比上年末低1.4个百分点；住户消费性贷款（不含个人住房贷款）余额同比增长5.4%，比上年末低4.1个百分点。

4. 利率政策引导市场利率与社会综合融资成本下行

2022年央行利率政策趋于宽松，公开市场逆回购操作和MLF中标利率于1月和8月均出现两次下调，每次下调0.1个百分点，累计0.2个百分点。受公开市场操作利率下调与央行通过降准和MLF等加大流动性投放的双重影响，货币市场利率稳中有降。作为代表性利率，4月份以来，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基本上一直在2%以下运行，利率最低分别

触及 0.96%和 1.44%。债市利率随之下行，1 年期和 10 年期国债到期收益率 10 月末降至 1.73%和 2.64%，比上年末下降 0.50 个和 0.13 个百分点。Wind 数据显示，10 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 3.05%、3.87%、3.18%和 2.06%，比上年 12 月下降 0.64 个、0.64 个、0.72 个和 0.87 个百分点。在央行下调 MLF 中标利率等政策推动下，1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）年内下行 0.15 个百分点，5 年期以上 LPR 下行 0.35 个百分点。

5. 人民币对美元汇率出现两轮快速贬值

2022 年人民币对美元汇率出现两轮快速贬值。一是在 4 月中旬至 5 月中旬，人民币对美元汇率经历了近一个月的加快贬值，即期汇率由 4 月 15 日的 6.37 下跌至 5 月 16 日的 6.8，累计下跌 6.3%。另一是 8 月中旬以来，人民币对美元汇率再现贬值压力，先后跌破 6.8、6.9、7.0、7.1、7.2 和 7.3 的关口。截至 10 月 31 日，人民币对美元即期汇率（CNY）收于 7.2985，年内累计贬值幅度达 12.7%。美元超常走强是人民币兑美元汇率快速贬值的主要原因。迫于通胀压力的快速上升，美联储自 2022 年 3 月份开启了 40 年来最为猛烈的加息周期。美元指数由 2022 年 3 月底的 97.8 升至 10 月底的 111.6，累计上升 14.1%。美元走强的对立面，就是非美货币普遍对美元大幅贬值。但与其他主要货币相比，由于人民币对美元贬值幅度相对要小，因而相对其他主要货币出现明显升值，一篮子人民币汇率指数表现相对稳定。截至 10 月 31 日，年内日元、英镑和欧元对美元贬值幅度高达 22.6%、15.3%和 13.1%，人民币对日元和英镑累计升值 12.7%、2.2%，对欧元贬值 0.3%，CFETS 人民币汇率指数累计贬值 2.5%。

二、2023 年金融运行面临的环境和问题

1. 美联储加息持续扰动国际金融市场，外部冲击风险不容忽视

迫于美国通胀压力的快速上升，美联储于 2022 年 3 月开启本轮

加息周期，于6月开始减持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS），推动其资产负债表规模收缩。由于美元具有世界货币地位，美联储政策紧缩导致美元走强、资金回流美国、全球流动性和资金条件收紧，加之欧洲央行、英国央行等发达经济体跟进加息，对国际金融市场形成剧烈冲击。2022年非美货币掀起对美元贬值潮，美国和欧洲等地的债券市场普遍跌入熊市，美债、欧债收益率大幅走高。例如，截至10月末，10年期美国、英国国债收益率与欧元区公债收益率升至4.1%、3.7%和2.4%，比上年末提高2.6个、2.7个和2.4个百分点。

未来随着美国通胀减弱和经济衰退压力上升，美联储加息和缩表的步伐有望趋缓。但2023年加息路径仍有不确定性。一方面，美国短期通胀上升势头仍未受到遏制，未来通胀恶化的可能性尚不能完全排除。2022年9月份美国CPI同比涨幅为7.7%，核心CPI涨幅高达6.3%。同时，美国就业数据表现强劲，劳动力市场结构性供给不足仍在推升薪资和服务价格。而且地缘政治复杂多变，不能排除未来出现黑天鹅事件并带来新增供给冲击的可能。另一方面，美国基准利率水平短期快速抬升，对需求产生较强的抑制作用，加大经济衰退风险。2022年三季度美国房地产、制造业活动、消费支出均已出现不同程度的放缓。综合判断，2023年上半年，美联储政策调整仍将以控制通胀为重点，保持一定的加息和缩表力度。下半年，如果短期通胀升势被彻底扭转，美联储政策将更多考虑经济增长的要求，会停止加息甚至转为降息。总体来看，美联储政策调整将继续困扰2023年国际金融市场，美股“超级泡沫”有破裂的危险，美元指数波动加大，全球汇市、债市和股市也将随之动荡不堪。受美联储持续加息与我国货币政策趋于宽松影响，中美国债收益率利差自2022年二季度开始出现倒挂，且倒挂程度迅速拉大。例如，10月31日美国10年期国债收益率美国为4.1%，高于同期中国（2.6%）1.5个百分点。中国利率水平下降削弱了人民币金融资产对外资的吸引力，加剧短期资本流出

和人民币汇率贬值压力。2023年（尤其是上半年）国际金融市场风险因素不减，中美货币政策将持续反向并推动中美利差倒挂趋于严重，人民币汇率和跨境资金流动保持稳定面临的外部形势仍较为严峻，要防范外资异动并对股市和债市产生冲击，防止发生汇债股市场联动齐跌的共振局面。

2. 经济运行仍面临需求收缩压力，“稳增长”需货币政策加力

2022年，受外部环境变化和国内疫情波动带来的超预期因素冲击，二季度我国经济下行压力明显加大。5月底以来，国务院接连推出33项稳经济一揽子政策和19项接续政策。在政策托底之下，三季度经济运行恢复向好，但需求收缩问题仍未有效缓解。2023年，我国面临的国内外需求环境仍然严峻，“稳增长”压力不减。一是全球经济下行带来外需减弱，出口对我国经济增长的支撑作用将下降。IMF、世界银行、世界贸易组织、联合国贸易和发展会议等国际机构已接连对“世界性经济衰退”的前景发出警告。外需减弱之下，我国出口增长前景不容乐观。二是疫情反复对居民消费需求冲击较大。2022年前三季度，社会消费品零售总额仅增长0.7%。餐饮等受疫情冲击大的行业持续低迷，前三季度餐饮收入同比下降4.6%，国内旅游收入（旅游总消费）同比下降27.2%，交通运输完成营业性客运量同比下降30.9%。三是民间投资增长持续放缓。2022年民间投资累计同比增速逐月下行，9月份回落至2%，比上年全年低5个百分点。

我国货币政策调控有充分就业、稳定物价、经济增长和国际收支平衡四项目标。其中，前三项为内部均衡目标，国际收支平衡为外部均衡目标。就内部目标看，2023年，在需求趋弱的压力下，通胀形势将平稳温和，经济下行风险仍存并拖累就业。就外部目标看，在美联储持续收紧政策带来的国际金融动荡之下，外资流出和人民币贬值压力加大，我国国际收支平衡面临的问题和挑战增多。总体来看，内外均衡目标冲突加大，金融调控面临“不可能三角”（开放经济下，

一国不能同时实现资本流动自由，保持货币政策的独立性和汇率的稳定性）困境。但也要看到，稳健的国内基本面是国际收支保持基本平衡的坚实基础。尽管外部牵制因素增多，内外均衡目标冲突加大，我国货币政策未来仍要坚定“以我为主”，坚持以“稳增长”为首要目标。政策出台要注意时机，选择合适的时间窗口，避免与美联储紧缩政策“相撞”。

3. 居民和企业预期趋弱，货币政策宽松效果面临微观约束

从金融数据表现看，居民和企业预期转弱问题较为突出。一是货币流动性比例（M1/M2）下降反映企业和居民的货币需求更具预防动机。M1包括流动性强、可以随时用于支付的流通中现金和单位活期存款，对应了货币需求中的交易需求。M2则由M1和流动性较差的准货币（包括储蓄存款、单位定期存款和其他存款）组成。准货币主要对应了货币需求中的预防需求。2022年9月末，货币流动性比例为25.3%，比上年末下降1.9个百分点。二是企业存款定期化倾向和居民储蓄存款快速增长反映出微观主体防御性储蓄欲望增强。2022年9月末，非金融企业定期及其他存款余额同比增长14.4%，增速比上年同期加快8个百分点，定期及其他存款占全部非金融企业存款比重为66.3%，占比比上年同期提高1.9个百分点；储蓄存款余额同比增长14.5%，增速比上年同期提高3.7个百分点。

货币供应宽松和银行增加信贷投放有利于增加企业和居民的货币购买力，但只有企业和居民将手中的货币资金进行投资和消费，货币政策宽松才能对终端需求起到促进作用。企业和居民预防和储蓄动机增强是其预期转弱的表现，会压低居民消费倾向和企业投资意愿，从而影响货币政策宽松效果。一方面，企业和居民有效贷款需求减弱，信贷政策对银行放贷的推动作用受到制约。央行银行家问卷调查显示，2022年三季度贷款需求指数为59%，比上年同期低9.3个百分点。另一方面，居民和企业选择增加储蓄和持有银行存款，货币投放

更多变为储蓄存款和定期存款等“货币沉淀”，无法有效刺激总需求。

4. 房地产市场持续疲软，妥善化解房地产金融风险面临挑战

房地产在我国经济增长、固定资产投资和金融等方面有着重要的地位和影响。仅就金融来看，房地产占用了大量的社会资金，是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。2022年，我国房地产市场持续调整，市场预期较为低迷。前三季度全国房地产开发投资同比下降8.0%，房屋新开工面积下降38.0%，商品房销售面积下降22.2%，商品房销售额下降26.3%，房地产开发企业到位资金下降24.5%。房地产下行风险是我国金融平稳运行面临的突出问题。随着房地产市场持续调整，房地产金融风险日渐暴露。为妥善化解房地产金融风险，9月份以来，央行与银保监会积极引导金融机构支持房地产企业合理融资需求，推动金融机构降低个人住房贷款利率、更好满足刚性和改善性住房需求，通过政策性银行专项借款方式支持“保交楼”。上述房地产金融政策的边际调整和放松有利于房地产市场筑底企稳，但现有政策力度还难以逆转其低迷态势。主要原因在于，一是在预期转弱的情况下，居民加杠杆购房意愿不强。根据中指研究院监测，2022年前10个月全国已有超300省市优化调整政策超900次，政策涉及优化限购、降低首付比例、降低房贷利率、提高公积金贷款额度、发放购房补贴、降低限售年限等方面。不过，居民贷款购房意愿未明显改善，9月末个人住房贷款余额同比增长4.1%，增速比上年末低7.2个百分点，增势持续低迷。10月份住户中长期贷款（主要是个人住房贷款）仅增加332亿元，同比少增3889亿元。二是“保交楼”专项借款严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。该项政策仅有利于部分施工中的商品房竣工完成，对改善房地产企业资金状况和促进其新开工建设并无作用。三是民营房企融资困境难解。与央企和国企相比，民营房企资金困境尤为突出。尽管为房企融资松绑的政策信号不断释放，但从实际情况来看，

融资条件宽松尚未有效传导至民营房企。中指研究院发布的数据显示，2022年前个10月，央企、国企是房地产企业发债主体，两者发行债券总额在总发行中的占比为87.1%。在房地产行业持续下行近一年后，房企债务压力和风险明显加大，截至2022年10月31日，房地产企业在未来一年内到期的债券合计9552.8亿元。在当前房地产销售没有明显回暖、民营房地产企业融资困难、房地产企业面临偿债压力的情况下，2023年房地产金融风险仍需高度关注。

三、2023年金融调控政策建议

1. 稳健的货币政策要持续加力“稳增长”

稳健的货币政策要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，稳字当头、稳中求进，及时发力，积极作为，强化跨周期和逆周期调节，发挥总量和结构双重功能，通过“宽信用”“降成本”稳定宏观经济大盘。综合运用各种货币政策工具，保持社会流动性平稳充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，建议2023年M2余额和社会融资规模存量增长10%左右。目前人民币法定存款准备金率仍有一定下调空间，数量调控可采取适当下调法定存款准备金率和加大MLF操作力度等措施，及时释放宽松信号，提振市场信心和预期。利率调控可择机下调公开市场操作和MLF利率等央行政策利率进而引导LPR适度走低，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重要作用，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。

2. 鼓励和引导金融机构加大对实体经济的信贷支持力度

持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导金融机构按照市场化、审慎经营原则，加大对实体经济的信贷支持力度，增强信贷总量增长的稳定性。用足用好结构性政策工具，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，引导金融机构增加制造业

中长期贷款，加大对民营企业的金融支持。配合地方专项债资金运用，用好政策性开发性金融工具，持续发力支持基础设施建设。

3. 积极维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

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。引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念。加强预期管理，及时出手进行引导和纠偏，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。在关键时刻及时出台下调外币存款准备金率、上调远期售汇业务外汇风险准备金率等措施，向市场展示调控意图和决心，防止形成单边贬值预期。加强对国际金融市场、跨境资金流动的高频监测，密切关注外部环境发展变化，加强外汇形势监测评估，完善跨境资本流动监测、预警和响应机制。

4. 持续优化调整房地产金融政策

积极稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，视需要适当扩大“保交楼”专项借款规模。推动房地产企业风险处置，引导金融机构支持房企特别是民营房企合理融资需求，校正过度避险行为，保持房地产融资平稳有序。引导和督促商业银行执行好房地产金融审慎管理制度，区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，加大对长租房市场、保障性住房建设的金融支持力度。

（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

邮编：100045

传真：68558210