



Research and
Development Center

宽松的延续：下半年流动性和货币政策展望

2022年8月8日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

宽松的延续：下半年流动性与货币政策展望

2022年8月8日

- **上半年回顾：狭义流动性宽松，广义流动性持续改善。**从资金面来看，1-3月狭义流动性稳中偏松，4月至今表现为极度宽松。究其原因，一是财政、货币政策双积极，基础货币供给充裕；二是疫情冲击下实体融资需求承压，资金滞留在银行间市场；三是同业渠道信用扩张推升资金价格，加剧市场利率和政策利率的分化；四是出口维持韧性，外汇占款、外汇存款、非银存款等渠道对流动性形成补充。广义流动性改善的核心原因是财政发力，政府债前置发行、大规模减退税支持下，社融与M2增速显著回升。
- **下半年流动性展望：1) 狭义流动性宽松延续。**下半年广义财政有超过一半的支出空间（上半年支出进度45.2%），货币政策以稳增长为优先，提前收水的风险不大。伴随需求修复、信用结构优化，资金利率或逐步向政策利率收敛，但在流动性宽松的支撑下，资金价格背离或久于市场预期。**2) 广义流动性三季度承压，四季度改善。**为剔除通胀影响，我们将“社融增速-平减指数”定义为广义流动性指数。下半年社融增速有望达到11%以上，由于CPI升温、PPI持续下行，预计平减指数可能前高后低。反映在指数上，三季度或小幅下行，四季度再次上升。
- **货币政策是否有转向风险？**从政治局会议和央行下半年工作会议的定调来看，稳增长的权重依然最高。无论是稳就业，应对地产和疫情扰动风险，还是更好配合财政发力，下半年“收水”都为时尚早。至于通胀升温 and 汇率贬值风险，我们研判认为，这两大因素对货币政策的约束都相对有限。一方面下半年CPI同比大概率破3%，但预计破4%的风险较小，历史上同一通胀率但经济承压时，稳物价会暂时让位稳增长。另一方面，下半年人民币汇率贬值空间相对有限，当前已靠近6.80的阻力位，中美经济基本面有可能再度扭转，将减轻汇率贬值压力。
- **货币政策工具有哪些选择？**1) 降准不是必要选项。上半年财政和货币政策投放充足基础货币，已超量填补全年流动性缺口，下半年在考虑增量财政工具的情形下，银行间流动性也足以进行匹配。2) 受美联储加息约束，MLF利率再难下调。3) 货币政策将继续从总量上发力，或以降LPR为抓手。存款利率改革是LPR下调的主要推动力，未来再降5年期LPR的可能性更大。4) 用好存量工具，包括政策性开发工具、再贷款、碳减排支持工具等，重点发力宽信用。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

目录

一、2022 上半年回顾：狭义流动性宽松，广义流动性持续改善.....	4
1.1 狭义流动性：供给充裕，需求滞后	4
1.2 广义流动性：财政支撑下，社融与 M2 持续改善	10
二、下半年流动性展望.....	11
2.1 狭义流动性：维持整体宽松的特征	11
2.2 广义流动性：三季度承压，四季度改善	18
三、货币政策展望.....	20
3.1 还会有降准吗？	20
3.2 价格工具是否可以期待？	21
3.3 用好存量工具，重点发力宽信用	23
风险因素	23

图目录

图 1：二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离	4
图 2：近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔	5
图 3：7 月份以来央行多次缩量续做 7 天逆回购	5
图 4：上半年财政支出力度明显提升	6
图 5：年初至今减税降费政策一览	6
图 6：2022 年再贷款工具——4400 亿增量工具和存量碳减排支持工具	7
图 7：实体部门债权增速退坡，同业部门债权增速扩张	7
图 8：票据利率和同业存单收益率明显背离	8
图 9：同业债权增速与 DR007 有较好拟合度	8
图 10：同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度	9
图 11：2017 年以来超储率季节性对比	9
图 12：外汇占款与外汇存款均已出现拐点	10
图 13：非银存款高增与货币基金多发直接相关，与出口高景气也有一定联系	10
图 14：今年以来社融与 M2 增速均有明显回升	11
图 15：居民储蓄意愿处于高位	11
图 16：广义财政收支存在明显背离	12
图 17：年轻群体就业压力突出	13
图 18：城镇新增就业人数不及往年水平	14
图 19：房价预期领先于房地产销售	14
图 20：下半年 CPI 当月同比预测	15
图 21：2000 年以来有四个时期 CPI 同比明显高于 3%	16
图 22：4 月份以来人民币汇率一度快速贬值	17
图 23：中美利差返回零值附近	17
图 24：7 月中下旬以来房地产销售初步企稳	18
图 25：2022 年社融增速有望达 11% 以上	19
图 26：预计下半年 PPI 继续下行	19
图 27：下半年平减指数可能先高后低	20
图 28：广义流动性指数三季度承压，四季度改善	20
图 29：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额	21
图 30：准备金基数增速与 M2、各项存款增速接近	21
图 31：市场对于全年加息预期为 3.25-3.50%	22
图 32：存款利率改革是 LPR 下调的主要推动力	22
图 33：预计本轮信用扩张将持续至三季度末	23

一、2022 上半年回顾：狭义流动性宽松，广义流动性持续改善

1.1 狭义流动性：供给充裕，需求滞后

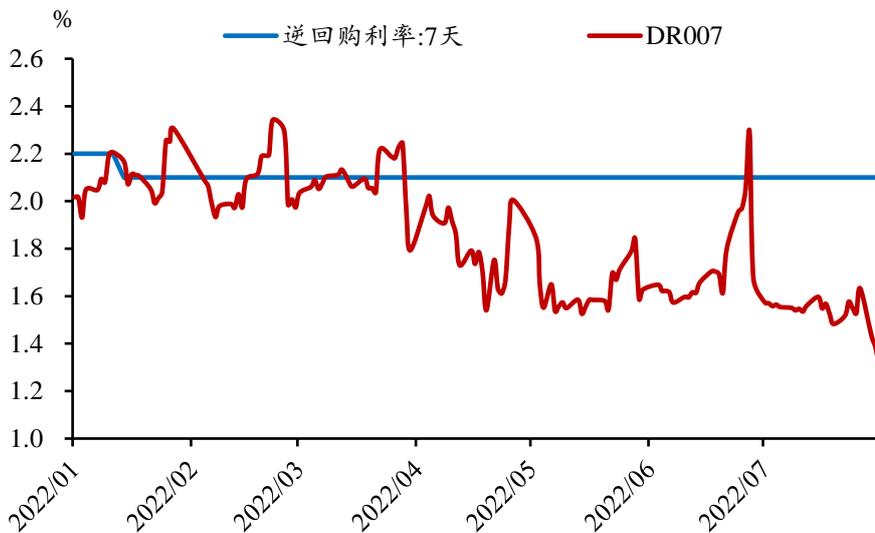
从资金面来看，上半年狭义流动性可划分为两个阶段。

1-3 月，狭义流动性稳中偏松。2021 年 12 月、2022 年 1 月央行先后降准降息，加码货币政策以应对“三重压力”。随后在海外央行紧缩步伐悬而未决、等待两会进一步定调、疫情形势基本稳定的背景下，国内政策进入一段酝酿期。期间 DR007 围绕 7 天逆回购利率双向波动，中枢基本持平。同业存单收益率则略低于中期政策利率，2021 年 7 月央行全面降准 0.5 个百分点后同业存单收益率明显下行，此后持续位于 MLF 利率下方。2022 年 1-3 月 MLF 利率较同业存单收益率利差均值约为 33bp，较 2021 年下半年进一步走阔。

4 月至今，狭义流动性呈现极度宽松的状态。海内外形势进一步明确后，国内政策先后落地，3 月 8 日央行宣布向中央财政上缴结存利润 1.1 万亿元，4 月 15 日央行全面降准 0.25 个百分点，4 月份央行先后推出 4400 亿元再贷款工具，上半年财政留抵退税总额达 1.85 万亿，截至 6 月末新增专项债发行 3.41 万亿，全年额度基本使用完毕。货币、财政双积极为流动性宽松奠定了基础，4 月份以来，DR007 较 7 天逆回购利率明显下行，MLF 利率较同业存单收益率利差进一步扩大。

6 月末至 7 月初，资金面一度出现大幅波动。6 月 24 日起，为维护半年末流动性平稳，对冲政府债发行缴款（6 月新增专项债大规模发行 1.36 万亿）、季末财政支出等因素，央行连续超量续做逆回购。期间资金面出现大幅波动，DR007 快速走翘至 7 天逆回购利率上方。7 月初市场利率再度回落，7 月 4 日起央行连续开展 30 亿元逆回购回笼资金，流动性依然呈现供大于求的宽松局面。

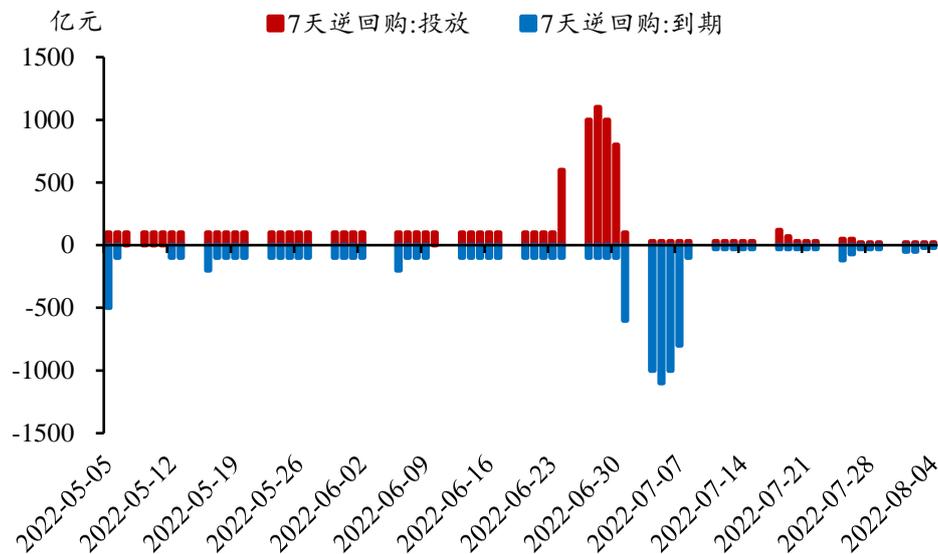
图 1：二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

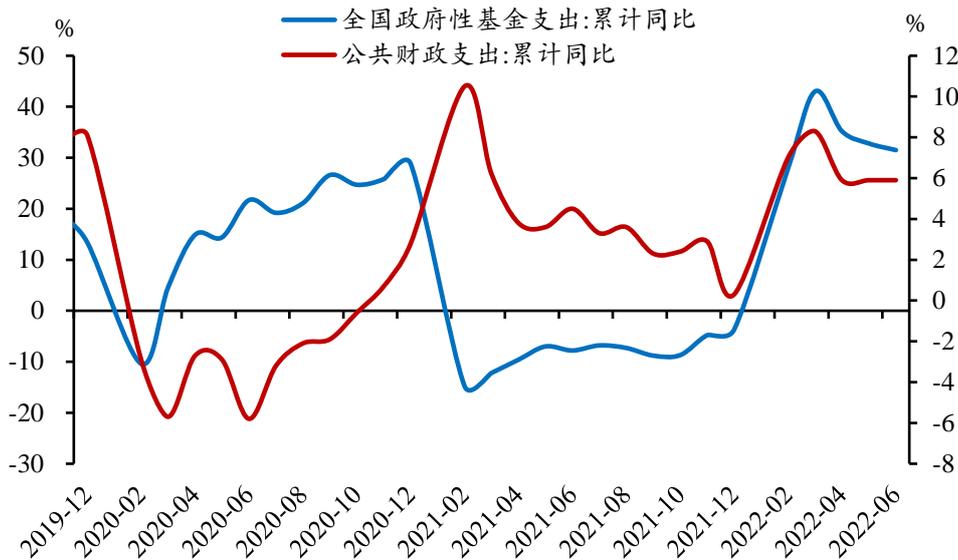
图 3：7 月份以来央行多次缩量续做 7 天逆回购


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

上半年狭义流动性稳中偏松主要有四大成因：

一是财政、货币政策双积极，基础货币供给充裕。

财政政策方面，财政支出节奏靠前、力度明显提升，上半年大规模落实以留抵退税为主体的减税降费措施。1-6 月全国一般公共预算支出累计同比 5.9%，全国政府性基金支出累计同比 31.5%，增速较去年末明显抬升。减税降费方面，我们在近期报告《专项债还是特别国债？——下半年增量政策再推演》中有详解，1-6 月实现留抵退税 1.85 万亿元，截至 6 月 25 日，退减税降费及缓税费总量约 2.58 万亿元，上半年预计将实现 2.86 万亿元。上半年财政“减收增支”，政府存款放量，同时补充了狭义和广义流动性。

图 4：上半年财政支出力度明显提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：年初至今减税降费政策一览

时间	政策/会议/通知文件	内容
2022年3月21日	国务院常务会议	今年增值税留抵退税规模约1.5万亿元 ：重点支持小微企业和制造业，增量留抵税额4月1日起按月全额退还，存量留抵税额方面，对小微企业，6月底前一次性予以全额退还，7月1日开始对六大行业的企业办理全额退还，在年底前完成；中央财政在现行负担50%退税资金的基础上，安排支持基层落实减税降费和重点民生的1.2万亿转移支付，平均补助地方负担部分（50%）的82%。
2022年3月23日	国务院政策例行吹风会	留抵退税政策特点，一是在时间上提前退税，二是不仅退增量也退存量留抵税额，三是 扩大退税覆盖范围到全部小微企业和六大行业，且提高小微企业退税比例 ，四是 中央提供财力保障 ，财政部于3月21日下达了首批支持小微企业留抵退税专项转移支付4000亿元。
2022年5月23日	国务院常务会议	在更多行业实施存量和增量全额留抵退税， 增加退税1400多亿元，全年退税总量2.64万亿元 。
2022年5月30日	全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议	进一步加大增值税留抵退税政策力度， 总额达到1.64万亿 ；加快退税进度，确保上半年基本完成小型企业以及制造业等行业中型、大型企业存量留抵税额集中退还。
2022年6月30日	国家税务总局新闻发布会	4月1日至6月25日，增值税留抵退税已有17033亿元退到纳税人账户，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策1233亿元， 已退到纳税人账户的退税款达18266亿元 ，是去年全年退税规模的2.8倍。 截至6月25日 ，新的组合式税费支持政策累计新增退税减税降费及缓税缓费约 2.58万亿元 。 预计上半年 新的组合式税费支持政策将新增退税减税降费及缓税缓费约 2.86万亿元 。
2022年7月14日	财政收支半年报	上半年退付到纳税人账户的留抵退税款总额为18455亿元 ，已达去年全年税务部门办理退税规模的2.9倍。

资料来源: 国务院、财政部官网, 信达证券研发中心

货币政策方面，央行降准、上缴结存利润、推出 4400 亿再贷款工具、运用政策开发性金融工具，总量与结构双重发力。总量政策包括：4 月 15 日央行全面降准 0.25 个百分点，上半年向中央财政上缴结存利润 9000 亿元，接近完成 1.1 万亿的全年目标。结构政策包括：4 月以来央行先后推出 4400 亿增量再贷款工具，5 月 31 日国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施》将普惠小微贷款支持工具的资金支持比例由 1% 提高至 2%、继续新增支农支小再贷款额度、加大再贴现支持力度、加大金融机构对基建和重大项目的支持力度，6 月 1 日和 30 日国常会调增政策性银行 8000 亿元信贷额度、设立 3000 亿元开发性金融工具，重点支持基建领域。

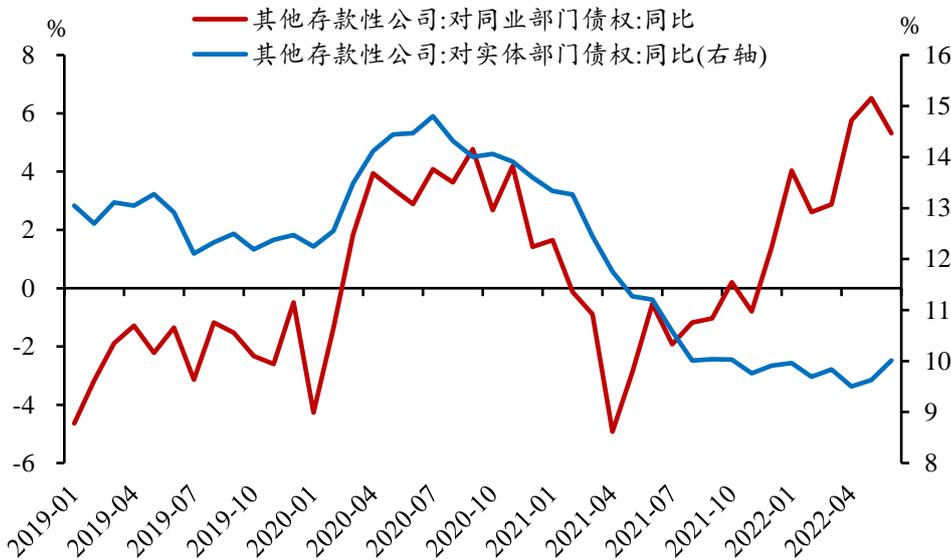
图 6：2022 年再贷款工具——4400 亿增量工具和存量碳减排支持工具

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款
额度	暂无限制	3000 亿元（2021 年 11 月 2000 亿元 + 2022 年 5 月 1000 亿元）	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元
适用金融机构	全国性金融机构		政策性银行、国有行、股份行等共 21 家金融机构	试点机构：中农工建交、国开行、进出口银行共 7 家全国性大型银行。 试点地区：浙江、江苏、河南、河北、江西五个省份。	7 家银行：农业发展银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行
央行支持比例	贷款本金 60%	贷款本金 100%	贷款本金 60%	贷款本金 100%	-
申请机制	先贷后借		先贷后借，按季发放		先贷后借，合格银行每季度次月 10 日前（首次报送 7 月 10 日前）向央行申请专项再贷款
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货物运输企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货物运输个体工商户、个体货车司机
资金利率期限	1.75% 1 年（最长可展期 2 次至 3 年）				1 年（可展期 1 次至 2 年）
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中 1-5 年期贷款利率不高于 5 年期 LPR		-	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率

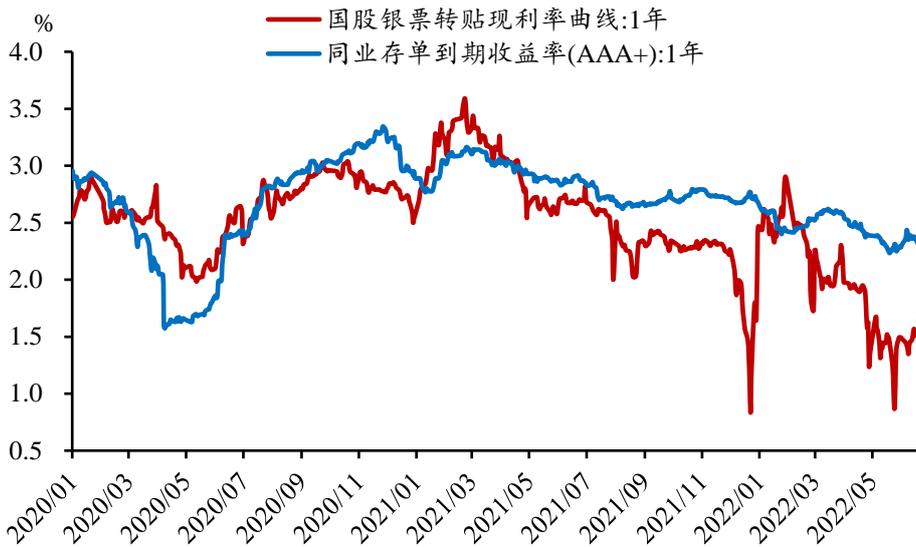
资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

二是疫情冲击下实体融资需求承压，资金滞留在银行间市场。

从商业银行资产负债表出发，用“对其他存款性公司债权+对其他金融机构债权”表征同业渠道，用“对非金融机构债权+对其他居民部分债权（即银行投放给居民、企业的贷款）”表征实体部门渠道。如图 8 所示，2021 年下半年以来，实体部门债权增速从 11.2% 一度降至 10% 以下，如果从中剔除票据融资的增量贡献（今年以来银行连续做多票据以填充信贷规模，票据利率和同业存单收益率明显背离），退坡迹象会更加明显。相反，同业渠道债权增速在 2021 年负增长，今年以来增速转正，6 月末增幅扩张至 5.3%，反映出信贷需求疲弱下流动性供过于求，银行在资产荒局面下增加了对同业金融资产的配置。

图 7：实体部门债权增速退坡，同业部门债权增速扩张


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：票据利率和同业存单收益率明显背离


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

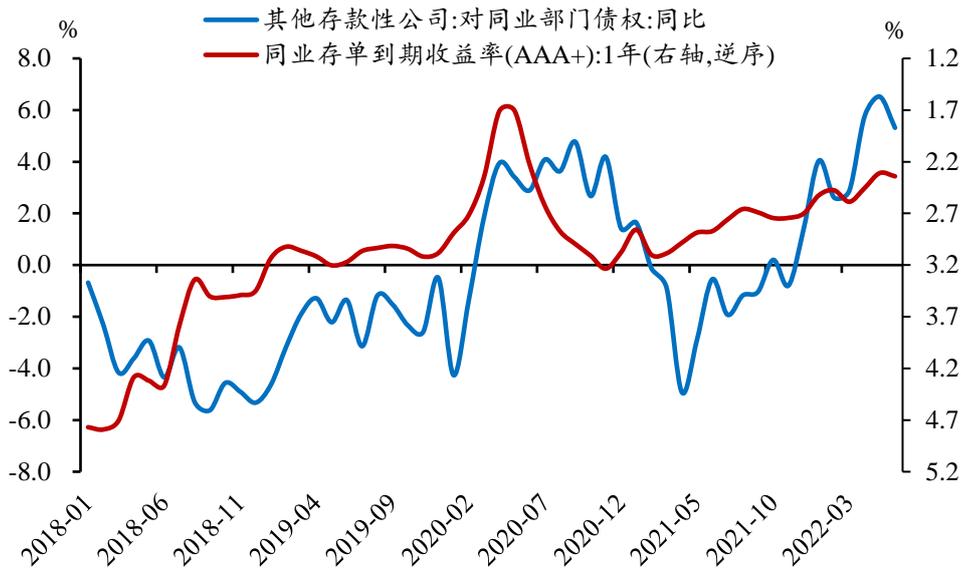
三是同业渠道信用扩张会推升货币市场资金价格，加剧了市场利率和政策利率的分化。

同业渠道债权包含了商业银行之间的资金往来，比如购买同业存单、质押式回购等银行间业务等，也包含商业银行对其他金融机构的债权，比如各类拆放、存放资金。因此当同业渠道信用扩张时，意味着银行对同业资产的配置需求提升，从而推升货币市场的资金价格，如图 10、11 所示，同业渠道债权增速与 DR007、同业存单收益率走势存在较高相关性。

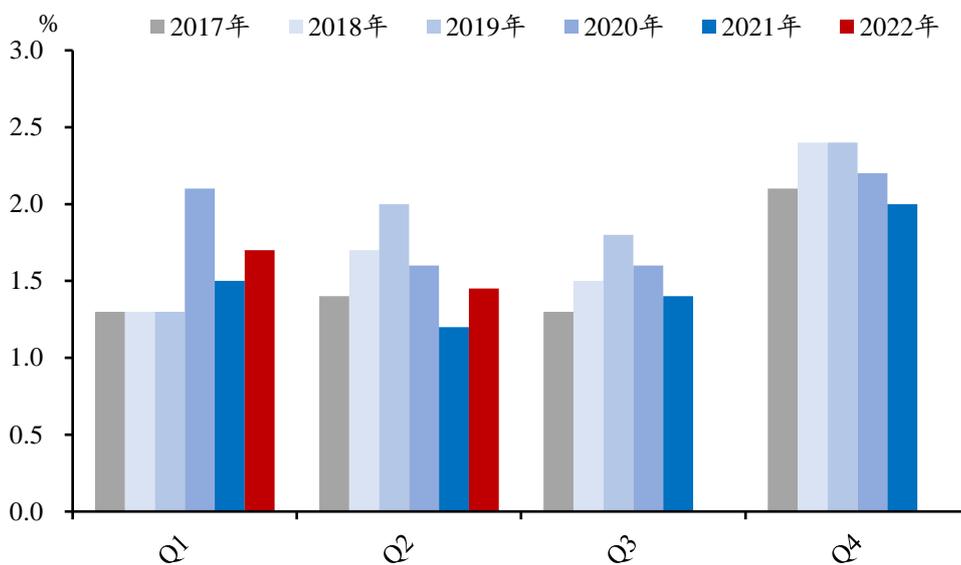
二季度流动性量价指标的背离可以进一步佐证上述观点。今年一季度，流动性量价指标是相对统一的，超储率录得 1.7%，高于往年季节性（仅次于 2020Q1），反映出流动性偏松。二季度在资金面明显呈现宽松的局面下，我们测算得到的超储率约为 1.45%，低于往年均值水平，说明银行在努力增配资产以响应“宽信用”的政策号召，但在经济活力明显提升之前，银行更多依靠政府债、同业渠道等扩张信用。

图 9：同业债权增速与 DR007 有较好拟合度


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 同业债权增速与同业存单收益率有较好拟合度


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2017 年以来超储率季节性对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

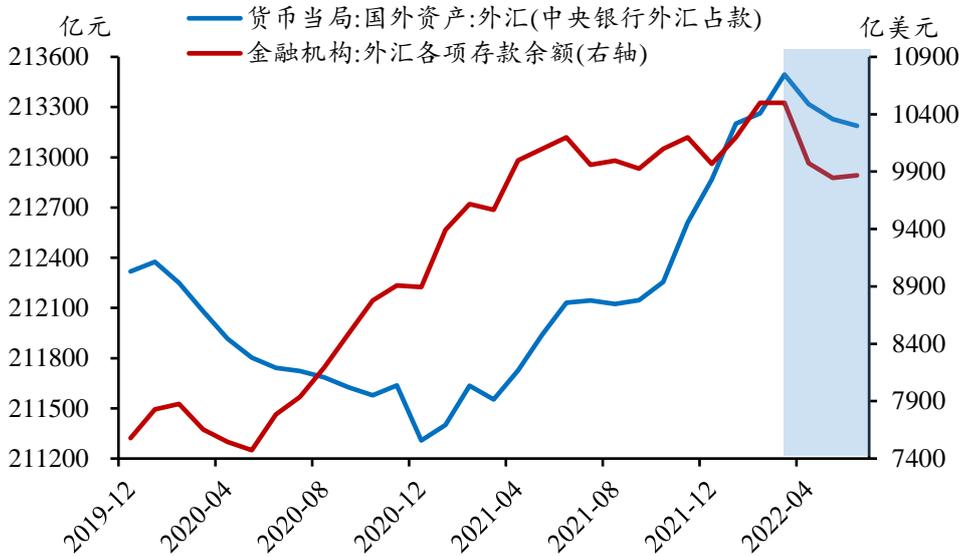
四是出口维持韧性，外汇占款、外汇存款、非银存款等渠道对流动性形成补充。

第一，出口高景气带动下，2021 年初外汇占款扭转了过去几年持续下降的局面，开始不断上升，对流动性的影响从流出转为流入。第二，外汇存款同样受出口影响持续多增，形成潜在的流动性蓄水池。**需要注意的是，外汇存款提供的外币流动性不同于本币流动性，但二者并不隔绝，外汇占款就是连通这两个水池的管道。**第三，非银存款持续高增，对狭义流动性也有补充效应。2021 年 3 月份以来，非银存款持续快速增长，一方面与货币基金多发、股市资金增多等有关，另一方面或与出口高景气存在一定联系，盈利驱动下出口企业增配理财产品等非银机构金融资产，推动非银存款增长。

4 月份以来，外汇占款和外汇存款的拐点已经出现，随着出口盛况落下帷幕，上述渠道对于流动性的补充趋于减弱。5-7 月份出口增速连续超预期表现，一是有价格贡献，二是市场对外需韧性存在预期差。短期内外需韧性可能会对出口回落有支撑，但中长期来看外需走弱的逻辑没有发生转变，包括：1) 主要经济体央行收紧货币政策，

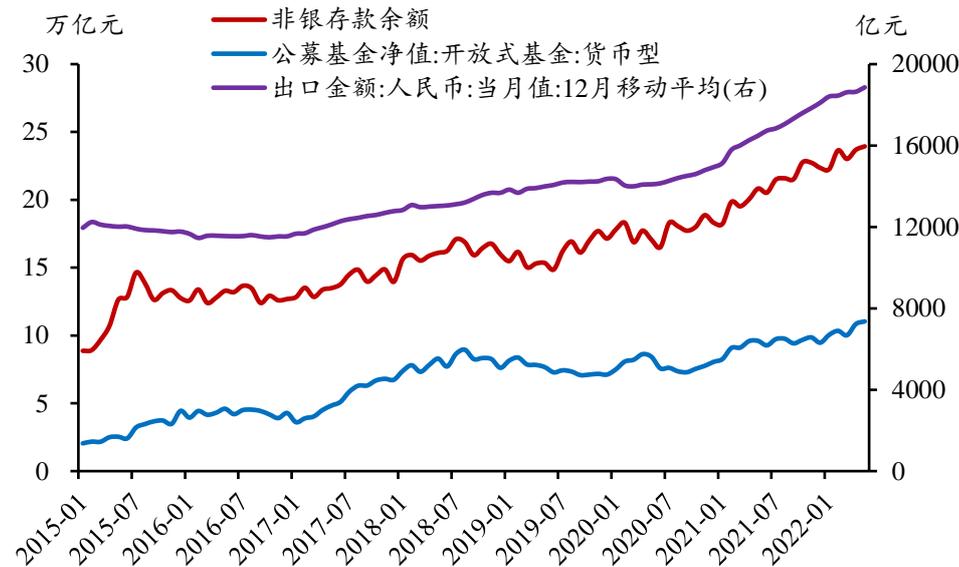
刺激政策退出需求缺乏支撑，高通胀和激进加息甚至存在提前让美、欧经济陷入衰退的风险。2) 去年四季度基数明显垫高对出口后续增速有压制作用。3) 东南亚的结构性高景气在生产修复完成后需求也会面临回落，对我国出口拉动将会减弱。

图 12: 外汇占款与外汇存款均已出现拐点



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 非银存款高增与货币基金多发直接相关, 与出口高景气也有一定联系



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 广义流动性: 财政支撑下, 社融与 M2 持续改善

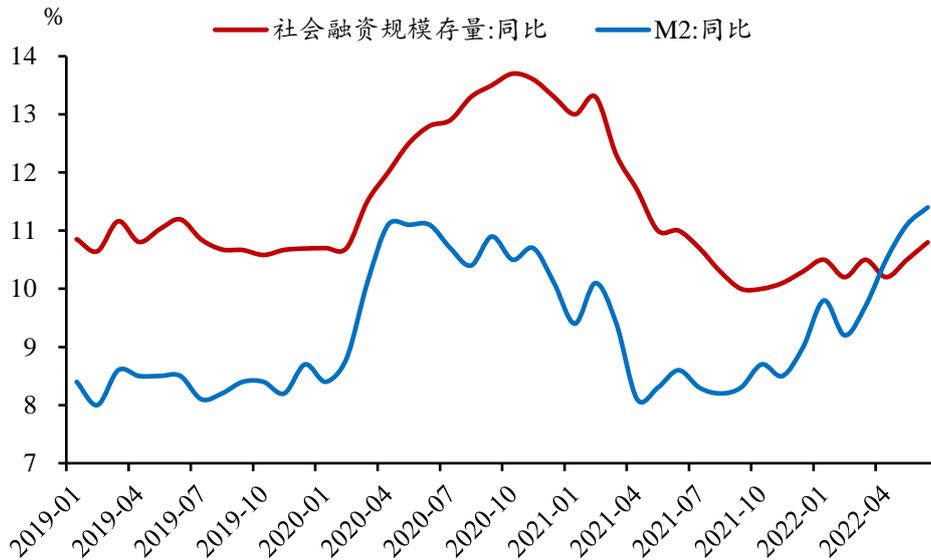
今年以来社融与 M2 增速均有明显回升。随着疫情等扰动因素趋于消退, 4 月份以来社融增速触底回升, 6 月末录得 10.8%, 创下近一年来新高。M2 增速上行趋势明显, 去年末为 9%, 今年 6 月升至 11.4%, 反超社融增速。从社融-M2 增速来看, 二者剪刀差自去年 4 月以来持续收窄直至落入负区间, 反映出实体融资需求偏弱, 宽货币向宽信用的传导存在阻力。6 月金融数据迎来明显改善, 社融-M2 增速剪刀差持平 5 月录得 -0.6%, 初步企稳。

财政发力是广义流动性改善的核心原因。今年以来政府债发行明显提速, 1-6 月新增专项债累计发行 3.41 万亿, 进度已达全年限额的 93%。1-6 月新增社融规模 3.2 万亿, 其中 2.2 万亿来自新增政府债贡献, 占比高达 68.7%。

发债提速的同时，政策要求支出力度也要加大，5月31日国务院《扎实稳住经济一揽子政策措施》中明确要求“已发行的专项债力争在8月底前基本使用完毕”，过去几个月财政存款持续放量，居民企业存款增多，M2增速明显上升。

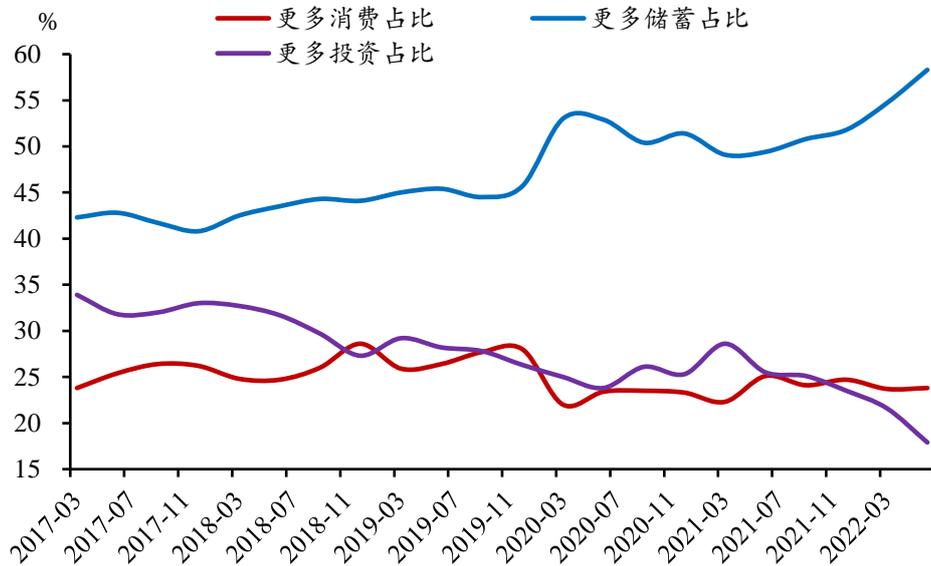
M2高增的同时，居民储蓄意愿处于高位，实体部门对经济的预期仍待扭转。央行调查问卷显示，二季度城镇储户更多储蓄占比升至58.3%，相应的，更多消费和更多投资占比分别降至13.8%、17.9%。这反映出，虽然财政存款加速向居民、企业部门转移，推动M2高增，但在疫情等一系列因素的影响下，实体部门仍有较明显的预防性储蓄行为，对于未来经济、收入等预期有待改善。

图 14：今年以来社融与 M2 增速均有明显回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15：居民储蓄意愿处于高位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、下半年流动性展望

2.1 狭义流动性：维持整体宽松的特征

在明确上半年狭义流动性宽松成因的基础上，我们进一步讨论几个问题：

1、财政政策还有多少发力空间？

存量政策上，下半年广义财政仍有超过一半的支出空间。

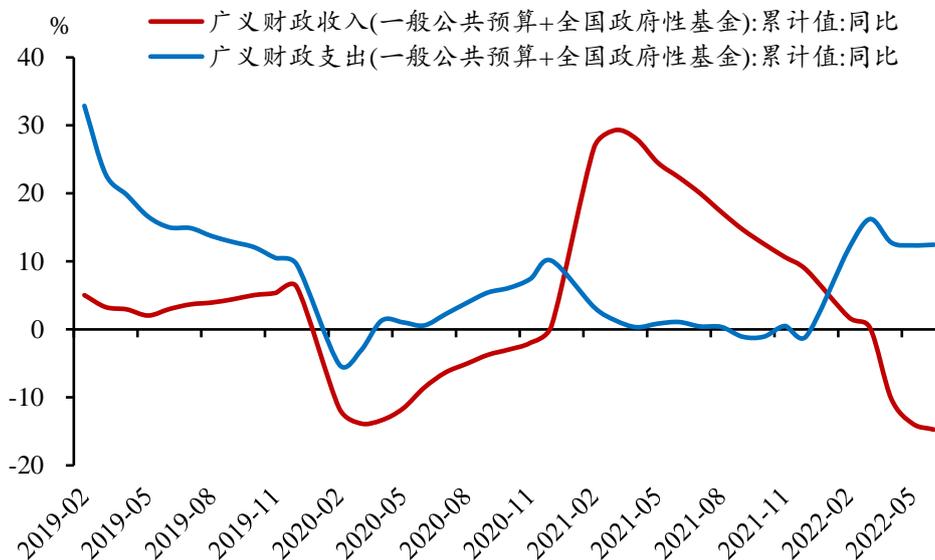
将一般公共预算与全国政府性基金收支的月度数据相加，构建得到广义财政的月度收支数据。**支出端来看**，1-6月广义财政支出累计同比12.5%，接近全年预算数（一般公共预算26.7万亿、全国政府性基金预算13.9万亿）的隐含增速12.8%，支出进度45.2%，下半年仍需付出努力以实现全年预算数。**收入端来看**，1-6月广义财政收入累计同比-14.7%，与全年预算数（一般公共预算21万亿、全国政府性基金预算9.9万亿）的隐含增速2.7%相去甚远，收入进度仅43.1%，主要受到减税降费政策加码、土地出让收入低迷的拖累。

增量政策上，下半年或提前使用明年专项债额度1.5万亿支持经济。

第一，无论是“力争实现最好结果”还是弥补全年财政缺口，下半年都有必要推出增量政策。二季度GDP增速同比增长0.4%，较5.5%的增速目标相去甚远。7月28日政治局会议对经济增长目标最新定调为“力争实现最好结果”，为确保下半年经济运行回到合理区间，政策面需要“尽力而为”。基于财政缺口的角度，全国政府性基金收入受土地出让收入下滑拖累，对下半年支出空间形成制约，7-8月专项债资金集中使用后，剩余月份的地方财政捉襟见肘，亟需增量资金填补收支缺口，以实现全年预算目标。

第二，形式上，增量政策有可能是提前下达并使用明年专项债额度，规模约为1.5万亿。政治局会议仍然强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足”。会议未提“增量政策”，而是提出“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”。我们在报告《专项债还是特别国债？——下半年增量政策再推演》中判断，下半年增量政策大概率是提前使用明年专项债额度，一方面有利于呵护今年地方政府债务率，程序上可操作，项目储备也充足。另一方面时点上有望在9、10月份落地，重点支持基建、消费、防疫等领域。

图 16：广义财政收支存在明显背离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、货币政策是否有转向风险？

从货币政策的目标体系来看，下半年稳增长的权重最高。

一是从政治局会议的最新定调来看，稳增长的条件发生了一些变化。4月会议提出“要加大宏观政策调节力度”、

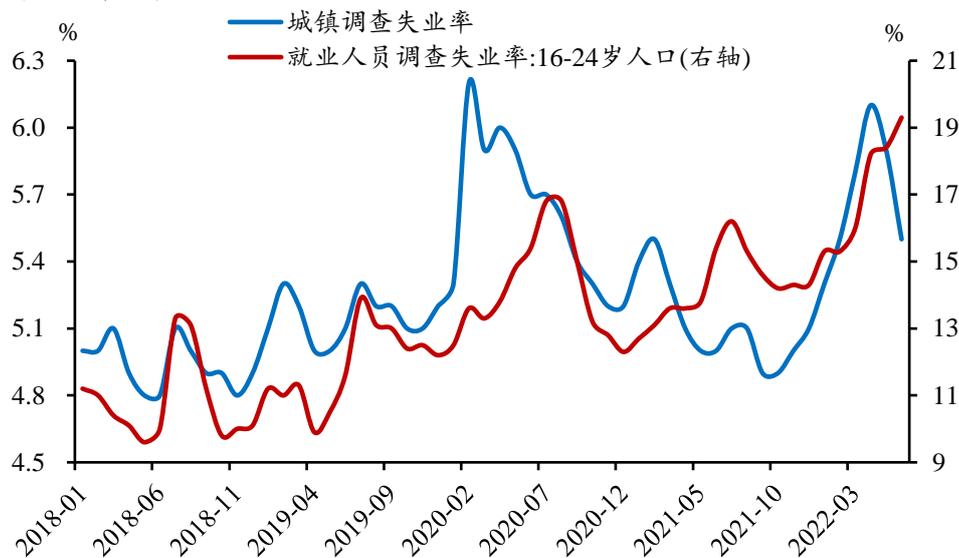
“抓紧谋划增量政策工具,加大相机调控力度,把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”、“全力扩大国内需求”等表述,代表的是政策全面发力。7月会议最重要的变化是将“保持战略定力”作为大前提,表明政策思路正在回归疫情前的常态,政策发力在点不在面。在这样的前提下,会议对下半年“经济要稳住”的要求没有变,要“巩固经济回升向好趋势”、“力争实现最好结果”,“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”,说明稳增长依旧享有最高优先级。

二是下半年经济工作以稳就业为首要目标,货币政策要保持流动性合理充裕,加大对企业信贷支持。经济增长与就业高度相关,我们在《稳住就业的经济增长底线大致是4%》中做了推算,基准情形下全年经济增速约为3.7%(不考虑增量政策),既与5.5%的增速目标相去甚远,也与4%的保就业底线存在差距。今年1-6月城镇新增就业人数不及往年水平,其中年轻群体就业结构问题突出,6月16-24岁失业率升至19.3%,创下历史新高,超过1000万人的2022届高校毕业生正集中涌入劳动力市场。针对严峻的就业问题,7月政治局会议强调“着力保障困难群众基本生活,做好高校毕业生等重点群体就业工作”。货币政策能做的,就是“保持流动性合理充裕,加大对企业的信贷支持”,继续发力宽信用。

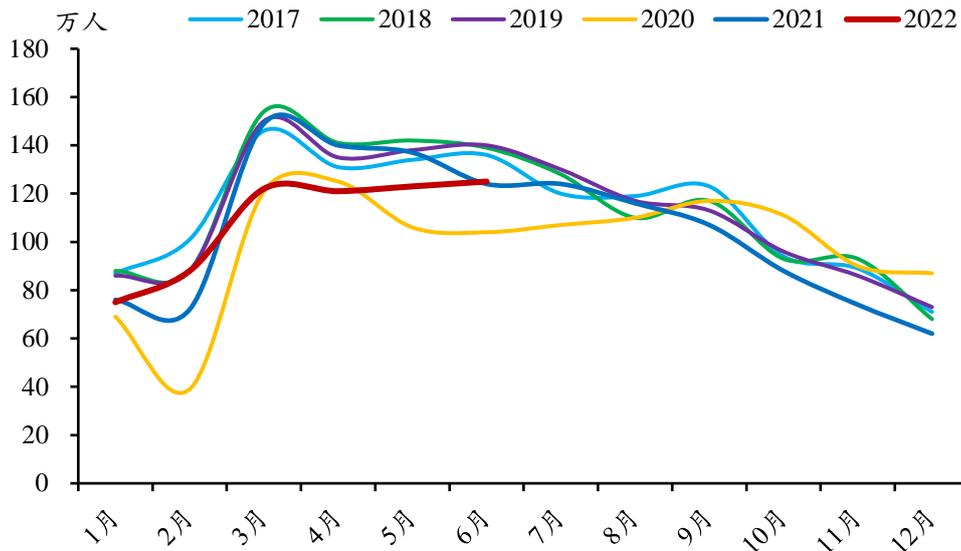
三是地产和疫情风险扰动下,下半年“收水”为时尚早。6月以来河南村镇银行风险事件、烂尾楼“断供潮”先后发酵,为刚刚企稳的房价预期再添下行压力,6月末有所回暖的房地产销售数据再度降温。房价上涨预期一般领先于房地产销售,风险事件对于居民购房预期的负面影响,或延长房地产销售与投资的磨底时间。疫情方面,7月以来国内确诊和境外输入病例有所反弹,下半年疫情防控仍面临不确定性。

四是更好配合财政政策发力。上半年货币与财政政策协同发力的成效显著,下半年除继续运用存量工具(上缴剩余结存利润、结构性货币政策工具)以外,货币政策仍需维护银行间流动性合理充裕,为增量财政工具保驾护航。

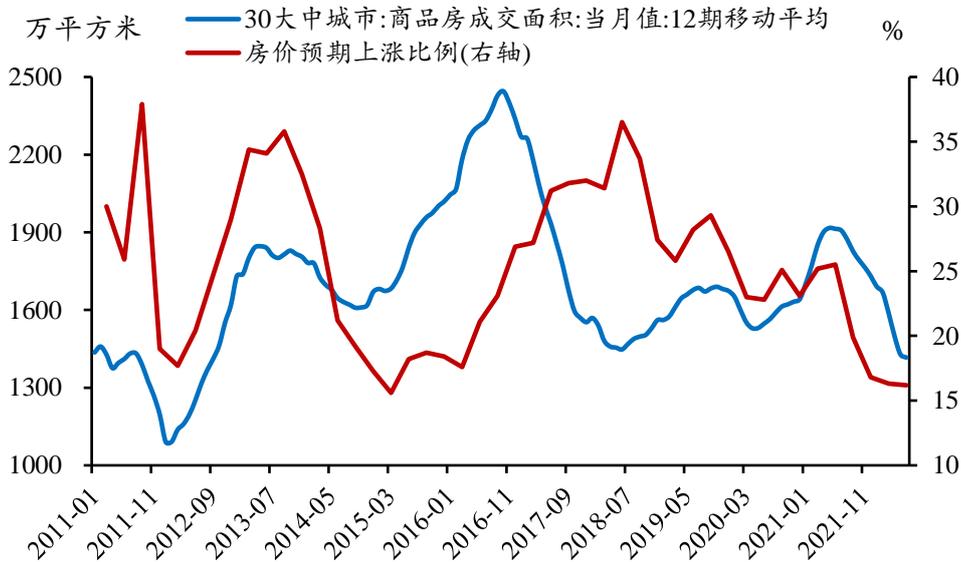
图 17: 年轻群体就业压力突出



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：城镇新增就业人数不及往年水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

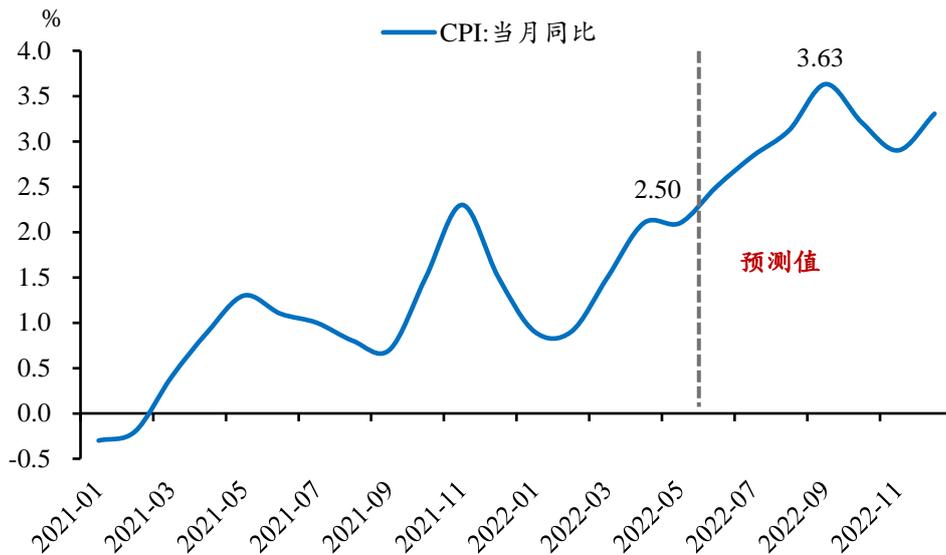
图 19：房价预期领先于房地产销售


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对货币政策形成制约的两大风险点，一是通胀升温，二是汇率贬值。

在输入性通胀和猪周期的双重影响下，下半年 CPI 大概率破 3%。我们在《货币政策还有多少发力空间？——暨下半年通胀展望》中有详解，我国下半年通胀压力来自两方面：**输入性通胀，包括能源价格维持高位、粮食危机、汇率阶段性贬值。**1) 能源商品中原油价格对 CPI 的影响最显著，下半年发达国家继续加息、全球经济回落，原油需求趋于降温。但在俄乌冲突、各方制裁与反制裁、OPEC+是否遵守增产目标、全球石油库存偏低等因素影响下，下半年油价或持续居于高位，仍有明显同比上涨压力。2) 国际粮食危机冲击下，我国油料尤其是大豆由于进口依赖度较高，储备低于国际警戒线，具备一定的风险敞口。3) 汇率阶段性贬值放大输入性通胀压力。**国内通胀因素，包括新一轮猪周期、PPI 向 CPI 传导加强。**1) 新一轮猪周期已经启动，7月猪肉价格明显上涨，未来供需关系将持续改善，猪价仍有上行空间。2) 随经济爬坡、需求修复，PPI 将加强向 CPI 传导。

基于以上因素，预计三季度 CPI 同比将破 3%，下半年通胀中枢较上半年明显抬升，年内高点或为 3.6%左右。

图 20：下半年 CPI 当月同比预测


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%，当“经济好+通胀高”时，货币政策优先稳物价。而当经济出现明显下行压力时，“稳物价”会让位于“稳增长”。

1) 200311-200410: 经济过热，货币政策适度收紧。2003 年 GDP 增速破 10%，为 1996 年后最高，当年 11 月 CPI 同比录得 3.0%。期间货币政策持续收紧，2003 年 9 月升准 1%，2004 年 10 月 1 年期贷款基准利率提升 0.27 个百分点。

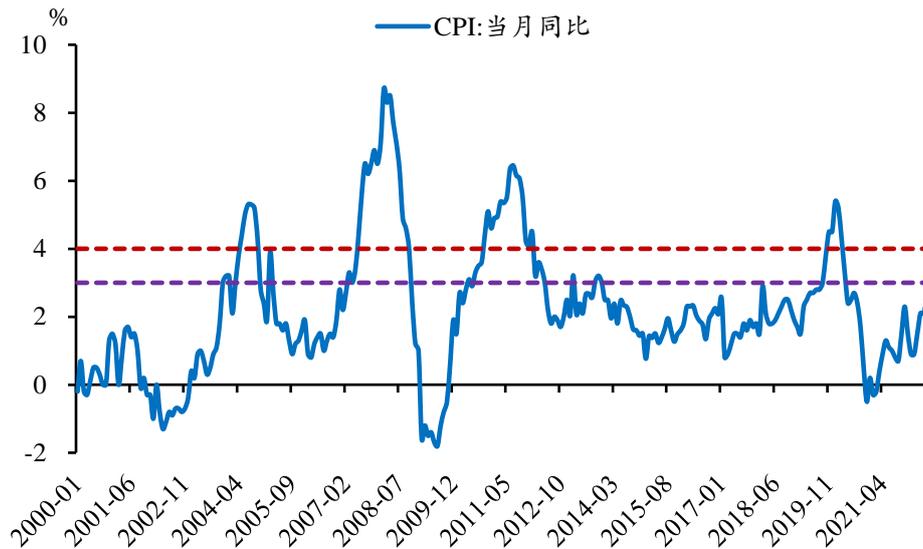
2) 200703-200810: 物价过快上涨，控通胀被放在首要位置。2007 年 3 月 CPI 同比首次破 3%，2008 年 2 月 CPI 同比升至 8.7% 创下历史极值。2008 年初，为防止经济增长由偏快转向过热、防止价格过快上涨，央行执行了从紧的货币政策，在 2007 年六次提高存贷款基准利率的基础上，2008 年上半年五次升准共计 3 个百分点。

3) 201005-201205: 央行引导货币条件从反危机状态向常态水平回归。2010 年中国经济复苏向好，同时全球通胀预期抬头，央行上调贷款基准利率，货币信贷增速明显回落，到年底政策基调明确从适度宽松转向稳健。

4) 201909-202004: 货币政策优先稳增长。2019 年 9 月 CPI 同比再度破 3%，2020 年初新冠疫情严重冲击国内经济，货币政策采取了一系列的宽松举措。总量上通过降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具共推出 9 万多亿元货币支持，价格上调低政策利率 30 个基点，1 年期 LPR 同步下行。

2022 下半年，预计通胀对货币政策的约束相对有限。一方面，下半年经济工作中稳增长的权重相对更高。另一方面，虽然下半年 CPI 同比大概率破 3%，但预计破 4% 的风险较小，点位相对温和。

图 21：2000 年以来有四个时期 CPI 同比明显高于 3%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年人民币汇率的贬值空间相对有限。今年 4 月份以来人民币汇率一度快速贬值，6 月份开始大部分时间稳定在 6.70 上下，7 月中下旬以来进一步贬值至 6.75。从上半年的走势来看，6.80 是比较明确的阻力位，5 月中旬汇率触及 6.79 的年内高点，5 月 15 日央行正式下调外汇存款准备金率，随后汇率开启一波下行，一度降至 6.65。参考中国外汇交易中心近期的 3M、6M 远期汇率报价，下半年美元兑人民币汇率预期在 6.73 上下。从影响汇率走势的几大因素来看：

第一，中美经济基本面有可能再度扭转。3 月份境内疫情出现新一轮反弹，中国疫情防控优势被打破，同一时期美国经济延续强韧表现。随着中国疫情防控形势整体好转，下半年中国经济有望企稳复苏。相比之下，美国二季度 GDP 环比折年率-0.9%，继续录得负值，已进入技术性衰退。中美经济基本面的再一次扭转，将减轻人民币汇率的贬值压力。

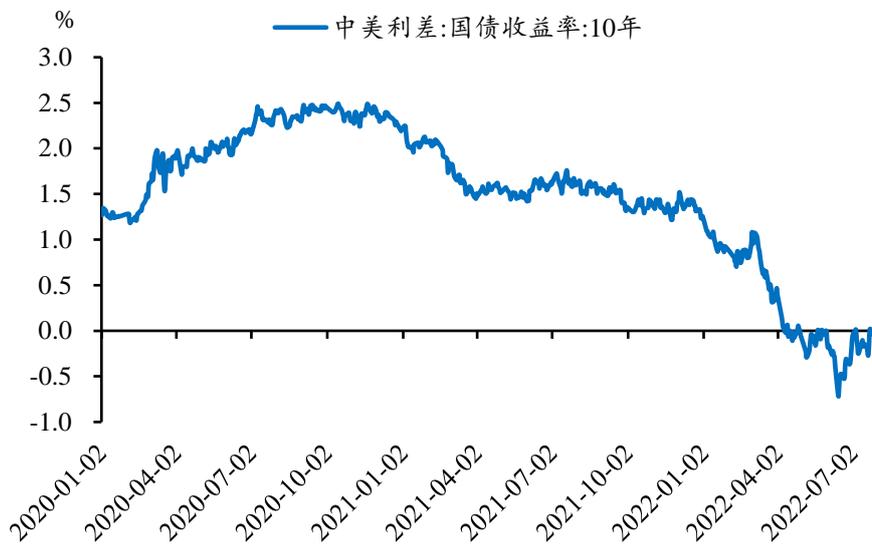
第二，中美利差有望结束倒挂，减轻境内资本外流压力。4 月份以来，中美 10 年期国债利差基本呈现倒挂。一方面中债利率在流动性宽松、疫情扰动和经济下行压力下持续低位震荡，7 月以来再度开启下行，逼近 2.70% 的关口。另一方面美债利率在联储加息和通胀预期的主导下大幅上升。下半年来看，随着国内经济基本面好转，短期内中债利率难以突破前低，中长期内趋于上行。我们在《美联储何时开始放慢加息步伐？》中指出美国通胀或于四季度迎来拐点，同时美联储将相对放缓加息节奏，叠加实际利率的进一步回落，美债利率或由高位震荡转为下行。综合来看，三季度中美利差或继续低位徘徊，四季度有望摆脱倒挂。

第三，未来外需走弱的逻辑没有发生转变，出口对汇率支撑仍趋减弱。出口逻辑参见前文，此处不再赘述。

综合上述，下半年货币政策转向风险较低，保持流动性合理充裕的确定性较强。一是稳增长在下半年货币政策目标体系中权重最高，二是通胀与汇率贬值对于货币政策的约束相对有限。

图 22：4 月份以来人民币汇率一度快速贬值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23：中美利差返回零值附近


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

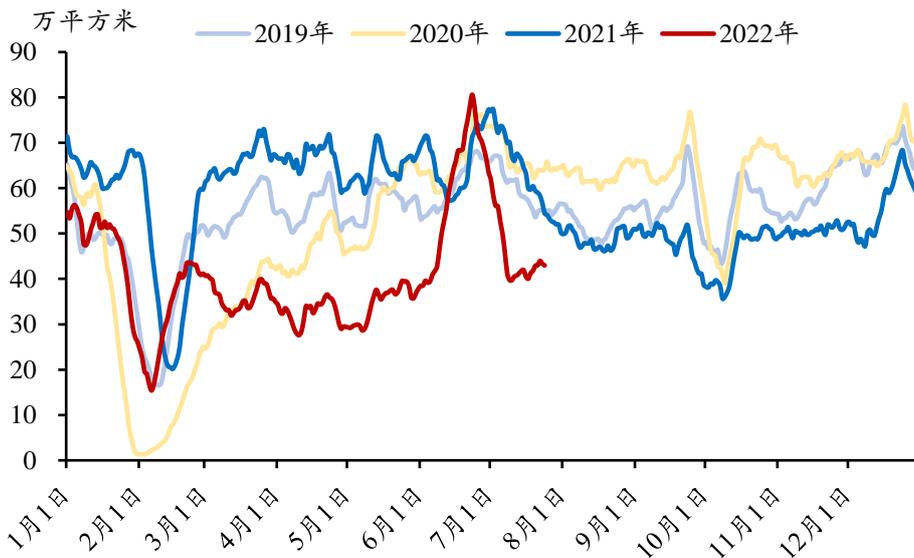
3、实体融资需求何时企稳？

从 6-7 月的各项数据来看，经济复苏斜率刚刚转正。一是 6 月工业企业利润同比增长 0.8%，增速由负转正，其中消费品行业盈利显著恢复。二是 7 月制造业 PMI 降至荣枯线下方，录得 49%，反映出需求集中释放后的补偿性回落、季节性因素、疫情扰动的多重影响。非制造业 PMI 整体扩张，服务业与建筑业均有良好表现。三是房地产销售呈现初步企稳迹象，河南村镇银行和“断供潮”发酵后，原本明显回暖的商品房销售数据再度下跌，7 月中下旬以来，销售数据初步企稳，呈现小幅回升趋势。根据房价上涨预期对房地产销售的领先关系，我们预计房地产行业可能需要等到四季度才能迎来实质性回暖。

宽信用即将进入第二阶段。宽信用可以细分为两个阶段，一是政策驱动宽信用，但经济活力尚未回升。对应 2021 年 10 月至 2022 年 5 月，期间社融回升主要靠政府债和银行做多票据，实体融资需求结构偏弱。二是伴随宽信用持续发力，经济活力明显回升。6 月金融数据出现明显积极变化，社融超预期、企业中长贷大幅多增。M1 增速回升至 5.8%，较 M2 增速剪刀差有所收窄，反映出实体经济预期拐点出现，预示着宽信用有望进入第二阶段。

综合上述，短期内经济企稳回升的基础仍需稳固，实体融资需求或在三季度末至四季度迎来实质性回暖。

图 24：7 月中下旬以来房地产销售初步企稳

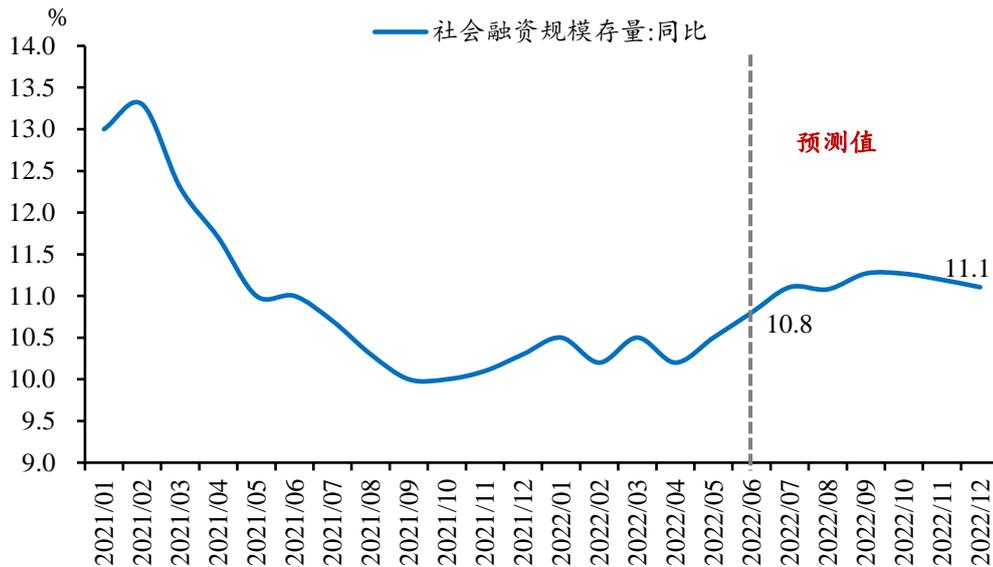


总结，下半年狭义流动性料将维持整体宽松的特征。下半年财政和货币政策将延续较大的基础货币投放力度。财政政策方面，支出进度尚未过半（上半年广义财政支出进度 45.2%），收入端留抵退税还有空间。货币政策方面，央行政策工具箱储备丰富，下半年仍以稳增长为优先，重在用好已出政策，保持流动性合理充裕。

资金利率上修空间相对有限。伴随实体融资需求好转、信用结构优化，资金利率或逐步向政策利率收敛，期间不排除央行再度采取缩量续做 7 天 OMO 等操作，强化预期管理。但在流动性宽松的支撑下，资金价格背离的存续时间或长于市场预期。

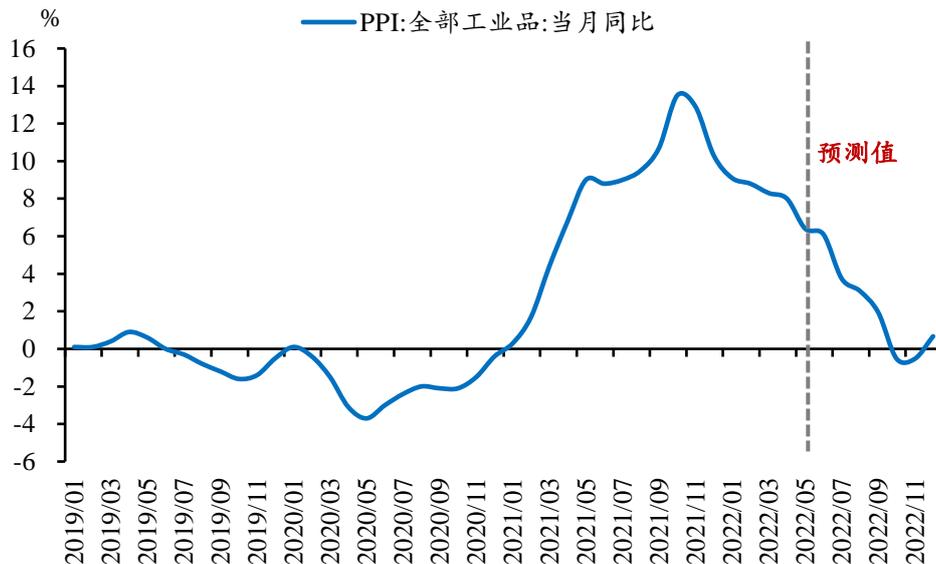
2.2 广义流动性：三季度承压，四季度改善

2022 年社融增速有望达 11% 以上。下半年社融增速仍有抬升空间，一是信贷结构有望持续改善，包括财政加快专项债资金使用，带动以基建领域为主的配套贷款多增，信贷政策引导制造业中长期贷款保持快速增长，央行运用结构工具支持普惠小微、涉农、绿色贷款增长，房地产政策进一步发力房贷有望企稳等。二是若增量工具如期以政府债的形式推出，将有力驱动社融增长。三是去年三、四季度基数较低，8-12 月份社融增速仅录得 10.0-10.3%。预计 2022 年新增社融规模不低于 2020 年水平，约为 35 万亿左右，对应全年增速将达到 11% 以上。

图 25: 2022 年社融增速有望达 11%以上


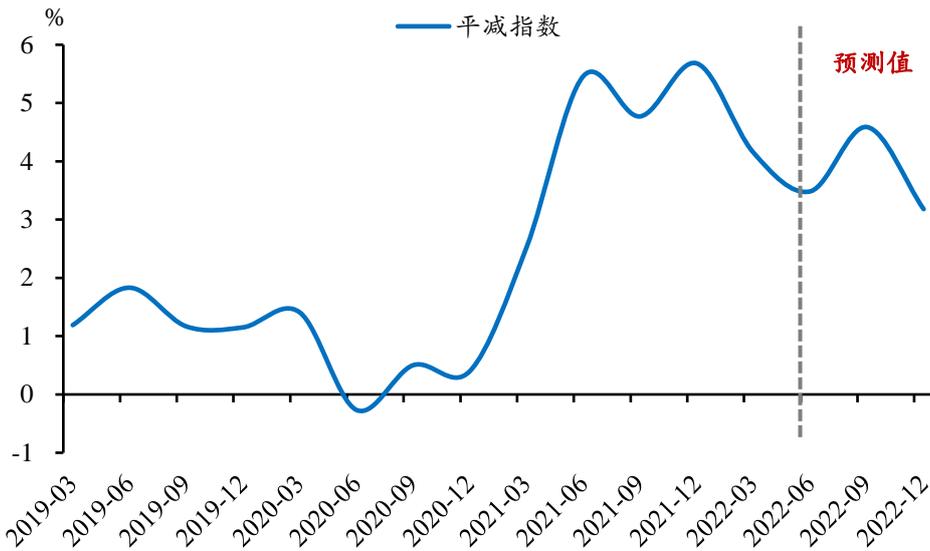
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年 CPI 升温, PPI 处于下行通道。CPI 的预测逻辑参见前文, 我们在《货币政策还有多少发力空间? ——暨下半年通胀展望》中对 PPI 做了预测, 下半年大宗商品价格环比上涨动能有限, 高基数压力下 PPI 不改下行趋势。预计 PPI 同比将在年末降至 1%左右, 全年中枢约 4.4%。

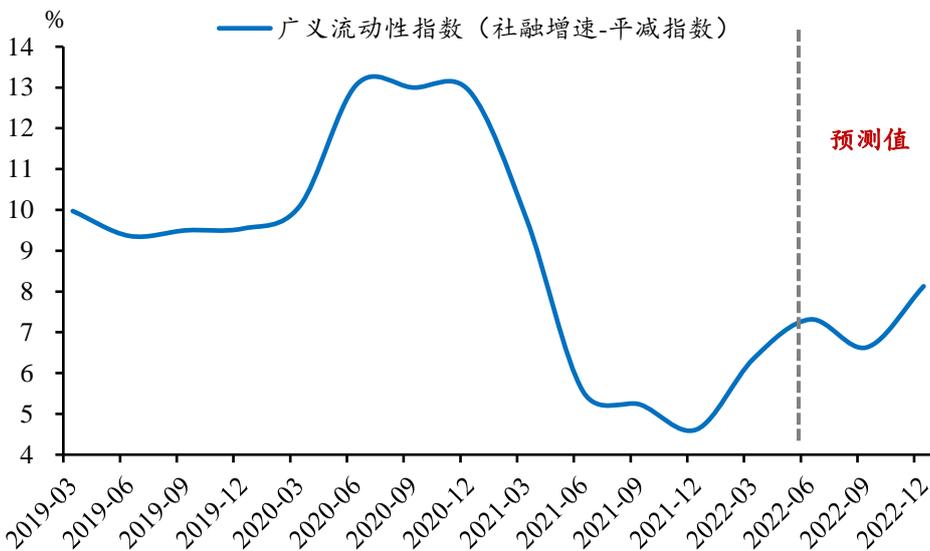
图 26: 预计下半年 PPI 继续下行


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年平减指数可能先高后低, 广义流动性指数三季度承压, 四季度改善。GDP 平减指数是对通货膨胀的综合反映, 等于名义 GDP 增长率与实际 GDP 增长率的差值, 可通过 CPI 和 PPI 拟合推算。根据我们对下半年通胀走势的预测, 三季度平减指数受 CPI 升温的影响存在上行压力, 四季度由于 CPI 小幅回落和 PPI 持续下行, 平减指数或再次下降。为进一步剔除通胀的影响, 我们将(社融增速-平减指数)定义为广义流动性指数, 下半年预计社融增速走高, 三季度受通胀上行影响广义流动性承压, 四季度将迎来改善。

图 27：下半年平减指数可能先高后低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28：广义流动性指数三季度承压，四季度改善


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、货币政策展望

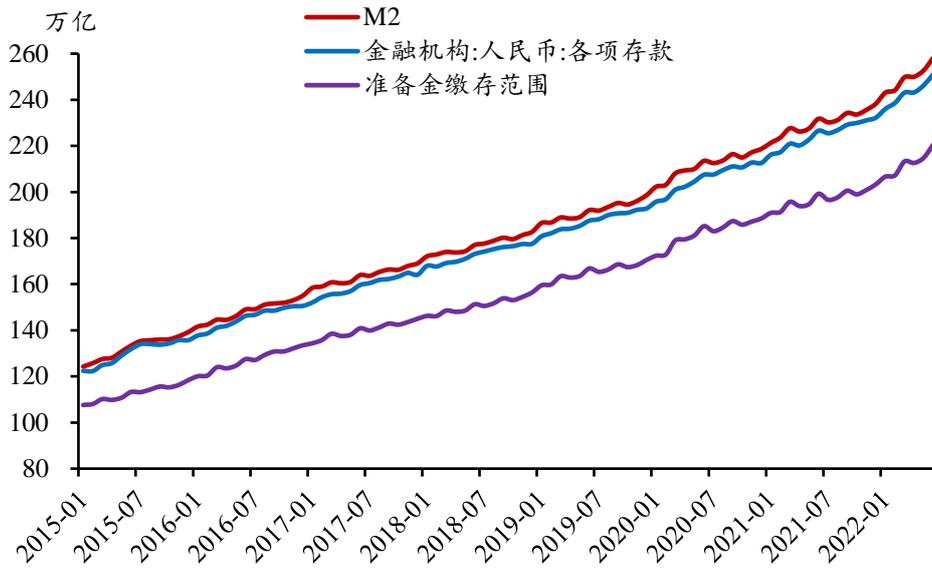
3.1 还会有降准吗？

上半年财政和货币政策投放充足基础货币，已超量填补全年流动性缺口。存款每年都在增长，由此带来的应缴存款准备金也在增加，从而形成流动性缺口。通过处理各项存款的统计口径可框定出准备金的缴存范围，其增速与M2、各项存款十分接近。截至2022年6月末，准备金缴存范围约为220.5万亿，较去年末增长约17.2万亿，按去年12月央行降准后公布的8.4%的加权存款准备金率计算，准备金净增幅约为1.45万亿。上半年央行降准0.25个百分点释放资金约5300亿，上缴结存利润9000亿（全年1.1万亿），光是货币政策就已基本解决这一部分的流动性缺口。再考虑财政政策的贡献，上半年大规模减税降费，通过增加实体部门存款的方式间接补充了流动性。考虑到政策还有空间，即便下半年提前使用1.5-2万亿的2023年专项债额度，银行间流动性也足以进行匹配。

下半年银行间流动性维持稳中偏松的整体特征，降准不是必要选项。7月末以来DR001、DR007利率持续走低，

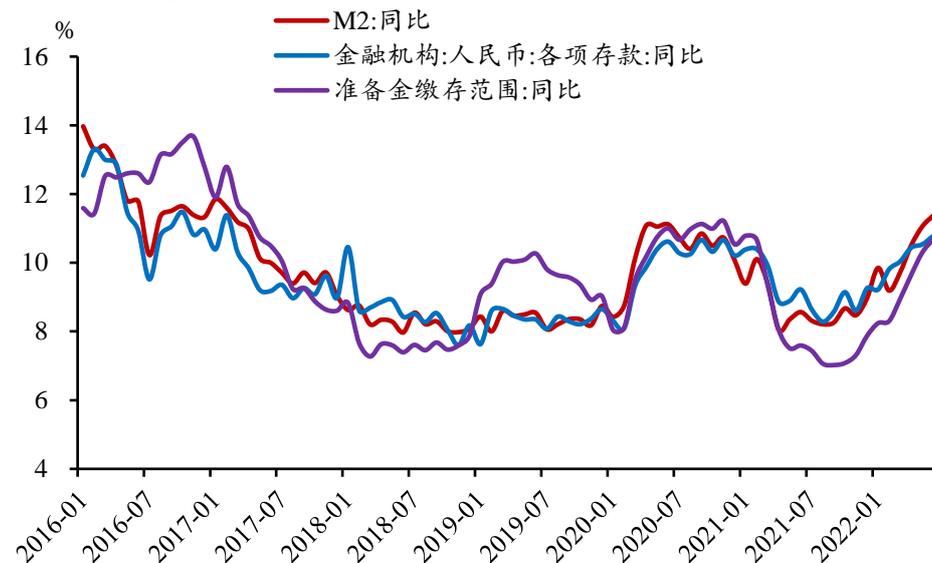
反映出资金面宽松且滞留在银行间市场较多，市场加杠杆套利的情绪较高。进一步发力宽信用应从需求端入手，降准并非契合的工具，过度投放基础货币也与央行“保持流动性合理充裕”的基调相违背。

图 29：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30：准备金基数增速与 M2、各项存款增速接近



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 价格工具是否可以期待?

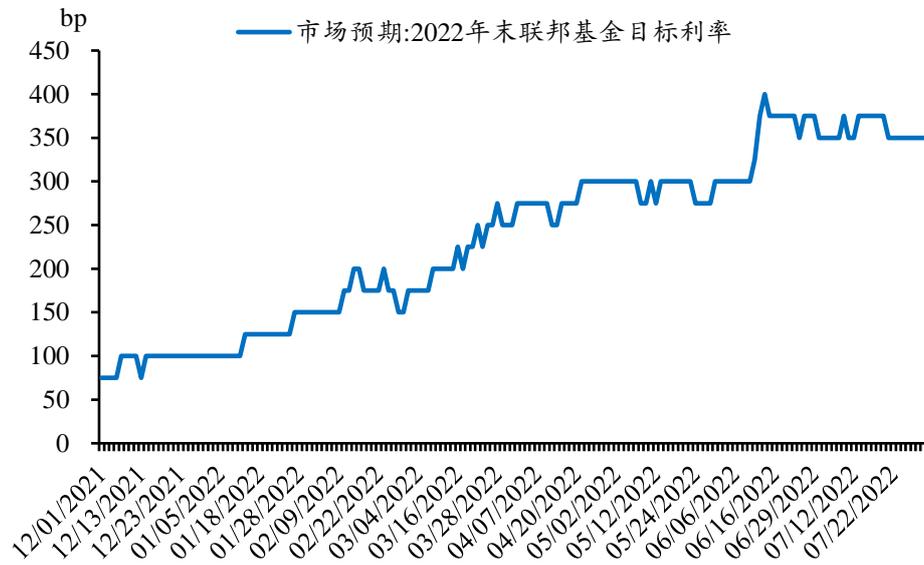
受美联储加息约束，MLF 利率再难下调。第一，历史上的美联储加息期，中国央行从未降低政策利率。考虑到美国高通胀在三季度仍难消退，预计 9 月议息会议美联储会再次加息 50bp，联邦基金利率升至 2.75-3%略高于中性利率的水平，11、12 月分别再加 25bp，全年目标利率区间为 3.25-3.50%。第二，下半年国内经济企稳向好，美国经济相对放缓，中美利差有望摆脱倒挂，减轻境内资本尤其是债券市场的资本外流压力。若央行再降 MLF 利率，中美利差或再度下探，为当前已处高位的人民币汇率徒增贬值风险。

货币政策将继续从总量上发力，或以降 LPR 为抓手。6 月 27 日央行行长易纲接受中国国际电视台 (CGTN) 专访时表示，“货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏”，8 月 1 日央行召开 2022 年下半年工作会议，强调“稳

健的货币政策实施力度进一步加大、引导实际贷款利率稳中有降”。相比 MLF 利率，降 LPR 对金融市场的影响较小，前者作为基准利率对债券等金融资产具有直接影响，后者是贷款基准利率，而信贷资产基本在境内流转，基本没有资本外流风险，不受美联储牵制。

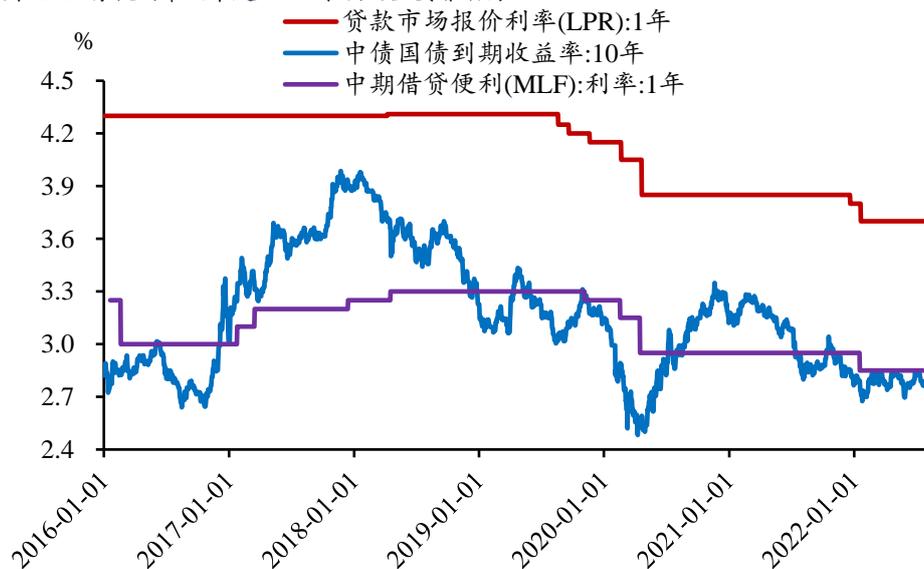
存款利率改革是 LPR 下调的主要推动力，未来再降 5 年期 LPR 的可能性更大。下半年银行面临的流动性约束不强，在不降 MLF 利率的情形下，能够推动 LPR 下调的方式主要是降低负债成本。根据央行公布数据，今年 6 月新发放企业贷款利率为 4.16%，较 3 月末企业贷款加权平均利率下降了 20bp；6 月全国银行新发生的存款加权平均利率大约是 2.32%，和调整前的 4 月相比下降了 12bp。相比之下，存款利率有待进一步下调，以驱动 LPR 下调报价达到最低步长。7 月下旬以来，10Y 国债利率迎来一波下行，定价机制方面有动力，叠加同业存单收益率处于低位，银行负债压力缓解，预计下半年 LPR 仍有下调空间。从品种上看，再降 5 年期 LPR 的可能性更大，一方面当前 5Y-1Y LPR 利差为 0.75%，处在适中水平，有进一步压缩的空间。另一方面，5 年期 LPR 下调对于稳房贷、稳预期的意义重大，政策面或侧重引导。

图 31：市场对于全年加息预期为 3.25-3.50%



资料来源：CME，信达证券研发中心

图 32：存款利率改革是 LPR 下调的主要推动力



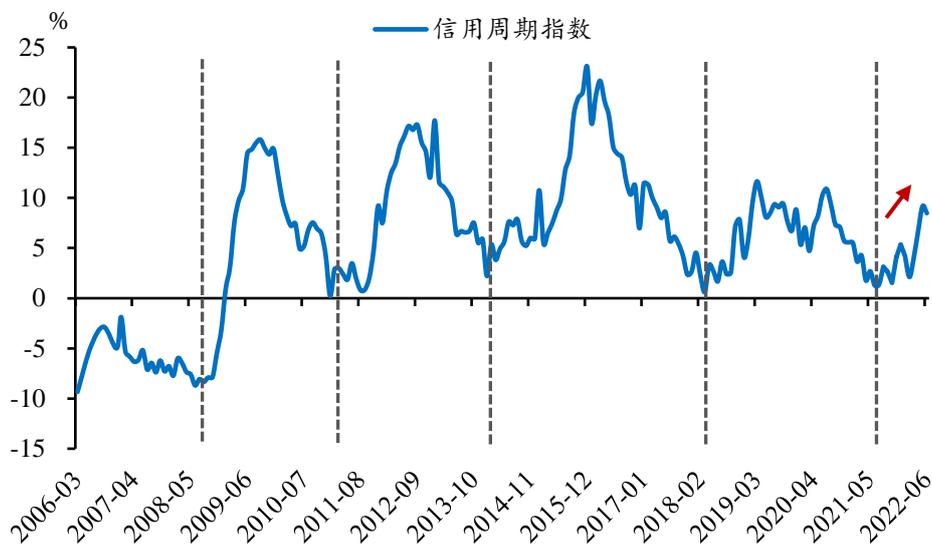
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.3 用好存量工具，重点发力宽信用

央行将加大结构性货币工具的实施力度，用好存量工具。7月政治局会议强调“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”，货币政策的重心可能不是出台新举措，而是用好已出政策，包括8000亿新增政策性银行信贷额度、3000亿开发性金融工具，4月份以来推出的4400亿再贷款工具，其中1000亿交通物流再贷款7月份首次报送。此外还包括普惠小微、绿色贷款等常规工具，以及去年末推出的碳减排支持工具。根据我们在《结构性货币政策工具是怎样一步步壮大起来的？》整理，今年一季度碳减排贷款累计投放近1000亿，考虑60%的贷款本金支持比例，全年预计可撬动新增信贷5000亿。综上，下半年货币政策工具箱储备丰富，有能力对稳经济大盘重点领域进行有效金融支持。

宽信用仍然是下一阶段的政策重心。央行对于下半年工作的首要定调是“保持货币信贷平稳适度增长”。根据我们构建的信用周期指数，历史上一轮完整的信用周期大约持续三年左右。本轮周期从2021年8-10月左右开启，预计到三季度末都将处于信用扩张的阶段。6月信贷社融数据出现明显积极变化，宽信用有望进入第二阶段，结构转优，同时带动经济活力持续回升。

图 33：预计本轮信用扩张将持续至三季度末



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。