



上半年流动性整体偏松，下半年将回归合理充裕

——2022年下半年流动性展望

上半年，银行体系流动性保持充裕，货币市场成交量显著上升，利率中枢明显下行；广义流动性初步企稳，但结构性仍有偏差，宽货币至宽信用的堵点明确。

展望下半年，银行间市场流动性整体偏宽的总体特征有望延续，但4-6月异常宽松的环境或有阶段性边际收紧。社融主线将逐步切换至私人部门融资，预计增量财政政策将陆续落地，年末社融存量和M2增速可能分别在10.8%和10.5%左右。

作者：朱嘉林 黎轲

电话：010-58352887

邮箱：zhujialin@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：张 骐

官方网站：www.cnfic.com

客服热线：400-6123115



目录

一、银行间市场流动性整体偏松，资金利率中枢明显下移	3
二、广义流动性初步企稳，宽货币至宽信用的堵点明确.....	4

图表目录

图表 1：货币市场利率水平变化	5
图表 2：M2 和社会融资规模增速走势变化	5

上半年流动性整体偏松 下半年将回归合理充裕

——2022年下半年流动性展望

上半年，银行体系流动性整体偏宽松，货币市场成交量显著上升，利率中枢明显下行；广义流动性初步企稳，但结构性仍有偏差，宽货币至宽信用的堵点明确。

展望下半年，银行间市场流动性将从二季度的极宽转向边际收紧，保持流动性平稳偏宽的总特征，并逐步向合理充裕回归。社融主线将逐步切换至私人部门融资，预计增量财政政策将陆续落地，年末社融存量和M2增速将分别在10.8%和10.5%左右。

一、银行间市场流动性整体偏松，资金利率中枢明显下移

2022年以来，货币政策稳字当头、稳中求进，根据宏观形势变化靠前发力，综合运用降准、上缴利润、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现、公开市场操作等多种方式投放流动性，灵活把握公开市场操作力度和节奏，保持银行体系流动性合理充裕。上半年银行间流动性的状态可以按宽松程度分为两个阶段。

第一个阶段是1-3月，流动性合理充裕。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月均值稳定在2.1%，与政策利率相近。

第二个阶段是4-6月，货币市场流动性转为极度宽松，DR007的中枢由2.1%下行至1.7%附近，较政策利率显著偏低。背后的原因在于：第一，4-5月央行降准、财政留抵退税与支出为银行补充超储。4月25日，央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（除已执行5%存款准备金率的部分法人金融机构外），对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，再额外多降0.25个百分点，共释放超储5300亿元；5月10日，财政部、税务总局、人民银行联合举办的“留抵退税新闻发布会”，指出4月1日至5月10日已有9138亿元留抵退税款退至纳税人账户，其中包含央行累计上缴结存利润8000亿元，相当于降准0.4个百分点。第二，3月底局部地区疫情反弹后，融资需求放缓，经济活跃度进一步下降。4-5月份票据转贴现利率大幅下行、票据冲量明显，企业实际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。

下半年，银行间流动性整体偏宽的总体特征有望延续，但4-6月异常宽松的环境将阶段性边际收紧。按照央行构建的“市场利率围绕政策利率附近波动”操作框架，DR007最终仍应收敛至政策

利率附近。而从6月央行等量续作MLF、资金利率偏低但仍净投放跨季资金等操作来看，政策似乎也在控制资金利率收敛的斜率与速度，回归动力更多依靠需求。

二、广义流动性初步企稳，宽货币至宽信用的堵点明确

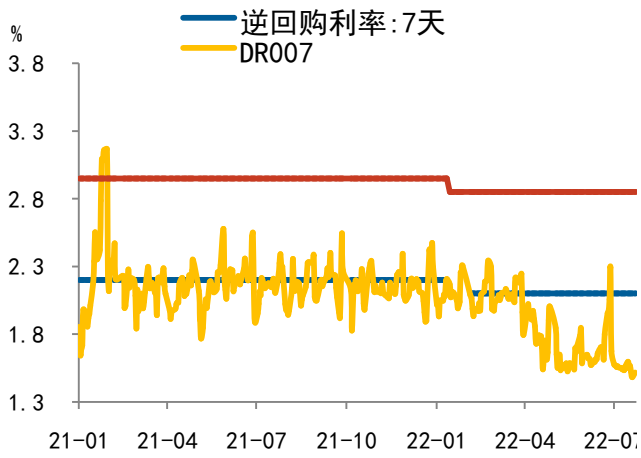
上半年，社会融资规模增量累计为21万亿元，比上年同期多3.2万亿元。6月，新增社融5.17万亿元，高于预期的4.65万亿元，单月增量位列有数据以来第4的高位，存量增速10.8%，较上月回升0.3个百分点；M2同比增长11.4%，预期为11%；人民币贷款增加2.81万亿元，预期为2.4万亿元。在政策发力和疫情缓和共同作用下，宽信用效应初见成色。但我们也看到，上半年宽货币到宽信用的传导并不顺畅，宽货币至宽信用的堵点明确，即需求不足，所以降低融资成本、提振需求将是后续货币政策的主思路。

从单月数据来看，6月社融同比新增，主要由两部分贡献：一是6月份专项债集中发行，政府债券融资同比新增8676亿；二是人民币贷款同比新增7409亿。人民币贷款方面，有两点变化值得关注：一是企业信贷结构好转，企业中长期贷款同比新增6130亿元，票据融资同比净减1951亿元，主要受夏季基建开工高峰、基建企业配套融资推动；二是居民信贷萎缩情况有所收敛，居民户人民币贷款同比仅净减203亿元，相比于5月份同比净减3344亿元大幅好转，反映出6月份全国楼市销售边际回暖的趋势。

展望下半年社融，我们认为，随着疫情影响消退，企业经营回归正常，在政策力度不退坡的情况下，社融主线将逐步切换至私人部门融资，尤其是企业融资。而票据和短贷融资等可能短期内仍然偏高，主要在于当前经济修复进度并不快，经济完全回到疫情前的状态仍需要一段时间。此外，在二季度经济增速大幅偏离目标的情况下，下半年财政加力稳住宏观经济大盘的必要性上升，预计增量财政政策将陆续落地，如发行特别国债、提高赤字率、2023年新增地方债提前发行等，年末社融存量增速可能在10.8%左右。

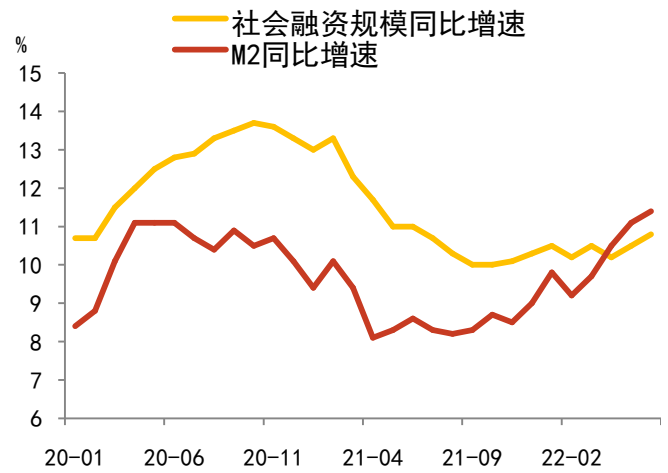
6月M2同比增长11.4%，环比提升0.3个点。一方面，由于信贷增长较多，银行对非银金融部门债权明显扩张；另一方面，6月政府债券发行较多，财政投放力量较强，银行对政府债权（净）明显扩张。从历史经验来看，政府债券发行较多时，M2往往会有冲高的特征。下半年在增量财政政策支持下，预计年末M2增速将在10.5%左右。6月M1同比增长5.8%，较上月上升1.2个百分点，增速创下年内新高，地产销售与居民消费的修复、信贷的扩张派生等因素均有贡献。不过跨过半年末时点后，楼市销售迅速回落，尤其是前期亮眼的二线城市降幅较大，M1改善的持续性还需观察。

图表 1：货币市场利率水平变化



来源：wind、新华财经

图表 2：M2 和社会融资规模增速走势变化



来源：wind、新华财经

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。