

经济预测分析

第 52 期

国家信息中心

2021年11月23日

金融运行平稳 风险挑战增多

——2021年金融运行分析与2022年展望

内容摘要：2021年货币供应量和社会融资规模存量增速、市场利率与社会综合融资成本均延续了稳中有降的态势，人民币对美元汇率双向波动、小幅升值。2022年，我国金融平稳运行面临的外部环境更为复杂严峻，美联储退出QE的溢出效应将带来外部冲击，全球“滞胀”忧虑困扰资产市场，国内经济下行风险加大，结构性通胀压力将减弱，房地产市场明显“降温”和房企债务违约事件可能导致相关金融风险深化和扩散。稳健的货币政策要全力做好“六稳”“六保”工作，促进经济增速稳定在合理区间。

一、2021 年金融运行情况及特点

1. 货币供应量增速稳中有降

2021 年货币政策保持连续性、稳定性，持续了 2020 年 5 月以来逐步回归中性、恢复常态的势头。主要政策操作有：延续两项直达实体经济的货币政策工具（小微企业延期还本付息政策工具、普惠小微企业信用贷款支持工具）至 2021 年年底；增加 3000 亿元支小再贷款额度用于支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款；7 月 15 日全面降准 0.5 个百分点；包括逆回购、中期借贷便利（MLF）、国库现金定期存款等短期流动性政策工具在内的公开市场操作前三季度累计净回笼（考虑到期因素）366 亿元，上年同期为净投放 1340 亿元。在政策引导下，货币供应量增速延续去年下半年以来的稳中略降态势。10 月末，广义货币 M2 余额同比增长 8.7%，比上年末和上年同期低 1.4 个和 1.8 个百分点，比疫情前的 2019 年同期高 0.3 个百分点。以 2019 年同期数为基数，采用几何平均方法计算 2020-2021 年 9 月末 M2 余额的两年平均增速为 9.6%，略高于前三季度 GDP 两年平均增速（8.6%）。

2. 债券净融资和表外融资拖累社会融资增长表现

10 月末，社会融资规模余额同比增长 10%，比上年末和上年同期低 3.7 个和 3.3 个百分点，9 月末两年平均增速为 11.7%，高于前三季度 GDP 两年平均增速 3.1 个百分点，显示社会流动性总体较为充裕。前 10 个月社会融资规模增量累计为 26.34 万亿元，比上年同期少 4.67 万亿元，但比 2019 年同期多 4.86 万亿元。分结构来看，表内贷款增长平稳，前 10 个月对实体经济发放的人民币贷款增加 17.6 万亿元，同比多增 2491 亿元。随着资管新规三年过渡期即将届满，房地产业信托贷款、通道业务受到更为严格的监管，表外融资持续收缩。前 10 个月，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1.78万亿元,同比多减少1.4万亿元。在企业债券违约增多和管理层积极防范地方债风险的双重压力下,债券净融资同比减少较多。前10个月,企业债券净融资2.63万亿元,同比少1.69万亿元;政府债券净融资5.03万亿元,同比少2.19万亿元。

3. 信贷政策引导人民币贷款总量平稳增长、结构有所调整

2021年人民币贷款总量增长相对平稳,呈现“有保有压”的结构调整。10月末,人民币贷款余额同比增长11.9%,比上年末和上年同期低0.9个和1个百分点,比2019年同期低0.5个百分点。前10个月人民币贷款累计新增17.55万亿元,同比多增5988亿元。分结构来看,一是工业中长期贷款增长较快,较好支撑“稳投资”。9月末,本外币工业中长期贷款余额同比增长24.1%,比上年末和上年同期提高4.1个和7.8个百分点,其中,制造业中长期贷款余额增长37.8%。9月末,制造业投资同比增长14.8%,高于全部投资增速7.5个百分点;两年平均增速为3.3%,比2019年同期高0.8个百分点。二是普惠小微企业贷款快速增长,积极服务“保市场主体”“保居民就业”。9月末,人民币普惠小微贷款余额同比增长27.4%,高于各项贷款增速15.5个百分点。三是绿色信贷持续快速增长。9月末,本外币绿色贷款余额同比增长27.9%,高于各项贷款增速16.5个百分点。人民银行于11月份推出碳减排支持工具,向金融机构提供低成本资金,引导金融机构提供碳减排贷款,未来绿色信贷将继续保持高增长。四是房地产金融政策收紧导致房地产贷款增速持续放缓。在“三条红线”和房地产贷款集中度管理等政策压力下,9月末,人民币房地产贷款余额同比增长7.6%,比上年末和上年同期低4.1个和5.2个百分点。

4. 市场利率与社会综合融资成本稳中有降

2021年央行政策利率一直未作调整,其中,7天逆回购利率保持在2.2%,1年期MLF操作利率保持在2.95%。在政策引导下,货币市

场利率保持平稳,但整体较去年上半年新冠疫情爆发早期阶段略有回升。同业拆借和质押式回购月加权平均利率稳定在 2%附近,10 月份均为 2.04%,较上年同期分别低 0.09 个和 0.18 个百分点。作为代表性利率,隔夜上海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 基本稳定在 1.7%—2.3% 区间内,银行间 7 天质押式回购加权平均利率基本稳定在 2%—2.5% 区间内。债市方面,国债到期收益率稳中略降。1 年期和 10 年期国债到期收益率 10 月末降至 2.34% 和 2.97%,比上年同期低 0.4 个和 0.22 个百分点。

社会综合融资成本整体有所下降。2021 年,贷款市场报价利率 (LPR) 一直保持在 3.85%。即使 LPR 保持不变,随着贷款市场报价利率改革红利持续释放、政策推动银行支付手续费等进一步降低、市场利率自律机制优化存款利率自律上限的确定方式等措施落地,实际贷款利率仍保持稳中有降的态势。6 月份贷款加权平均利率为 4.93%,同比下降 0.19 个百分点,创有统计以来新低。Wind 数据显示,10 月份公司债、企业债和中期票据发行利率分别为 3.74%、4.76% 和 3.87%,比上年 12 月分别下降 0.86 个、0.77 个和 0.72 个百分点。

5. 人民币对美元汇率双向波动、小幅升值

2021 年前 10 个月,人民币对美元汇率呈双向波动走势,即期汇率多数时间在 6.4—6.55 区间内运行,最高为 4 月 1 日 6.5739,最低为 5 月 31 日 6.3607。这期间,4—5 月份和 10 月份人民币对美元先后出现两波短期持续升值。人民币对美元汇率与美元指数走势之间存在一定“此升彼降”的跷跷板效应。4—5 月份的人民币升值就有美元走弱的背景。但 10 月份在美联储退出量化宽松 (QE) 预期和美债收益率上行支撑下,美元指数走强,人民币对美元汇率不贬反升,走出相对独立行情。出口强劲和境外机构增持人民币资产带来的潜在结汇需求增加,是推升 10 月份人民币对美元升值的重要原因。9、10 月份以美元计价出口同比增速分别高达 28.1% 和 27.1%,贸易顺差由

8月份的584亿美元扩大到9、10月份的668亿美元和845亿美元。9月份，境外机构全面加仓中国国债等低风险债券，当月境外机构债券托管面额增加884亿元。按照即期汇率计算，前10个月人民币对美元累计升值2.2%，CFETS人民币汇率指数升值5.7%。

二、2022年金融运行面临的环境和问题

1. 美联储退出QE的溢出效应将带来外部冲击

美联储在2021年11月份的议息会议上正式宣布，从11月中旬开始缩减每月购债规模，正式启动量化宽松政策（QE）的退出。按照会议声明，美联储将每月减少购买100亿美元的国债和50亿美元的资产抵押债券（MBS）。如果持续每月缩减150亿美元的购债规模，则美联储将于2022年6月结束购债。但美联储并未对后续月份缩减规模给出明确的安排，因此后续的缩减购债速度仍存在一定的变数。

鉴于美元的世界货币地位和美国金融市场的国际主导地位，美联储货币政策调整具有较强的溢出效应，对全球金融市场和跨境资本流动格局有重要影响。2022年美联储逐步退出QE将极大增加国际金融形势的波动和风险，对我国金融平稳运行形成外部冲击。一是可能引发新一轮新兴市场“缩减恐慌”，带来外部风险传导。美联储上一轮退出QE（包括逐步缩减购债规模、完全结束购债、开始加息三个阶段）发生在2014-2015年。这期间，美联储政策收紧引发全球流动性预期转紧和风险资产抛售，巴西、印度、土耳其等新兴市场国家经历了资本大量外流、国际收支压力激增、本币汇率大幅贬值、股市暴跌等金融动荡。此次新兴市场受到的冲击后来被称为“缩减恐慌”。市场十分担心在新冠疫情中受创严重的新兴市场国家已无法再次承受“缩减恐慌”。二是冲击全球汇市和国际资本流动，引发我国资本外流和人民币贬值风险。历次美联储货币政策紧缩周期中，均会出现美元走强、新兴市场本币贬值和资本外逃的现象。在上一轮美联储退出

QE 的进程中，美元指数在 2014 年 5 月至 2016 年快速升值并维持强势。2014 年下半年至 2016 年，我国外汇市场也遭受较大冲击，人民币贬值伴随着资本流出、外汇储备规模下降。人民币对美元即期汇率由 2014 年年初约 6.05 贬值至 2016 年底约 6.95，我国外汇储备余额由 2014 年末的 3.843 万亿美元降至 2016 年末的 3.011 万亿美元，累计减少 8325 亿美元。此次美联储退出可能再次带来人民币对美元贬值压力并加剧跨境资本流出风险。三是引发外资回撤，诱发我股债齐跌。截至 2021 年 6 月末，境外投资者股票持仓量占 A 股总市值的 5.4%，债券持仓量占境内债券托管总量的 3.1%。未来美联储收紧政策可能使我国股市、债市面临外资回撤、市场加剧回调的压力。四是带来全球流动性边际收紧和中美利差变化，加大我货币政策协调难度。美联储政策退出会带来全球流动性趋紧，全球“资金池”水位下降意味着我国国内流动性面临“输入性紧缩”压力，体现在资金价格上，就是市场利率水平易升难降。中美两国国债收益率存在较强正相关性，以 10 年期国债收益率为例，2016 年以来相关系数为 0.67。2016-2017 年美联储加息期间，美债收益率走高加强了国内市场利率上升预期，强化了我国货币市场利率和国债收益率上行态势。例如，隔夜 SHIBOR 和 10 年期国债到期收益率由 2016 年 11 月初的 2.2% 和 2.7% 左右升至 2017 年 12 月底的 2.8% 和 3.9% 左右，出现一波快速上升。此次美联储退出会通过市场预期、“中美利差”等渠道向我国输入利率上升压力，加大压降社会融资成本的难度。

2. 全球大概率不会陷入“滞胀”困境

2021 年以来，国际大宗商品价格高位攀升，多国通货膨胀压力加大，美国通胀压力尤为明显。与此同时，下半年以来全球经济复苏动力出现弱化，摩根大通全球制造业和服务业 PMI 指数均出现回落。市场投资者对全球“滞胀”（经济增长停滞与通货膨胀上升同时出现）的忧虑不断升温。

历史上最为著名的“滞胀”发生在 20 世纪 70 年代的美国。美国当时发生“滞胀”有供需两方面成因：需求侧面临前期凯恩斯主义“后遗症”带来的财政货币政策持续“双扩张”，供给侧面临两次石油危机导致国际原油价格猛涨并带动国际大宗商品价格上涨。对比当前全球经济形势，“滞胀”重演的概率较小。一是发达经济体财政货币政策已开始转向。虽然发达经济体为应对新冠疫情采取了超常规的财政刺激和宽松的货币政策，但 2021 年以来，随着全球经济复苏和通胀压力上升，额外财政刺激的必要性下降，发达经济体央行开始释放货币政策转向信号。根据 IMF 预测，2022 年主要经济体的财政赤字率都将较上年回落。美联储开启了退出 QE 的进程，最早将于 2022 年下半年加息，欧洲央行和英国央行等也普遍强化了紧缩立场，韩国、俄罗斯、巴西等新兴市场国家 2021 年已经开始加息。二是石油危机不会重现。上世纪 70 年代美国为原油净进口国，对中东地区原油依赖度很高。得益于页岩油开采技术的进步，2011 年以来美国石油产量快速增长，2019 年成为世界第一大油气生产国，油气基本具备自给自足的能力，并深刻改变了全球能源供应格局与地缘政治形势。由于全球原油供应格局发生根本性改变，未来中东石油危机难以重演。三是国际大宗商品价格持续高位攀升的动力不足。美联储收紧货币政策将削弱支撑本轮国际大宗商品价格上涨的金融因素，而全球经济在疫后复苏相对疲弱和海外复工复产推动供给逐步恢复等也将减弱基本面支撑，国际大宗商品价格有望在 2022 年“见顶”。据 IMF 在 2021 年 10 月份发布的《世界经济展望》预测，全球 2021 和 2022 年经济增速分别为 5.9% 和 4.9%，经济增长并未陷入停滞。OECD 预测，2022 年 OECD 国家仍存在 3.4% 的产出缺口（实际产出低于潜在产出），持续存在的产出缺口将抑制整体价格水平上升。IMF 预测，2021 年发达经济体通胀率将上升至 2.8%，到 2022 年通胀率有望回落至 2.3%。现阶段的全球通胀上升压力有望在 2022 年出现缓解。

3. 我国货币政策无需面对“稳增长”与“控通胀”两难

2021年下半年局部疫情反复、洪灾等极端天气、电力与煤炭供应紧张导致我国多地出现拉闸限电、限产停工，经济下行风险加大的同时，供给约束推动PPI高位攀升。市场也在担心我国会出现经济增速下行与通胀压力上升的“类滞胀”现象，届时货币政策将面临“稳增长”还是“控通胀”的两难。

从影响因素判断，未来伴随经济下行压力加大，结构性通胀压力将减弱，2022年货币政策不会面临“类滞胀”带来的“两难”，政策重点可向“稳增长”倾斜。一方面，经济下行压力在加大，如果没有政策及时发力，2022年GDP增速可能跌至5%左右。短期来看，我国经济恢复不均衡、基础不稳固，突出表现在需求端“三驾马车”冷热不均。受海外需求恢复和对海外产能的“替代效应”推动，2021年出口表现强劲。但下半年出口金额的快速增长更多受原材料、海运费用等成本端上升带来的涨价效应推动，出口数量增速回落的拐点已经出现。2022年全球经济增长小幅放缓和海外产能恢复可能导致我国出口增长放缓，出口拉动作用将进一步减弱。固定资产投资增速尚未恢复到疫情前水平，前三季度两年平均增速仍低于2019年同期1.6个百分点。房地产市场明显“降温”使未来房地产开发投资面临“失速”风险。出口与房地产两大增长引擎放缓的同时，国内消费表现疲弱，难以形成有效“对冲”。前三季度全国居民人均消费支出两年平均实际增速低于2019年同期2个百分点。在国内局部疫情持续多点散发、疫情防控严防死守的情况下，未来短期消费恢复并不乐观。另一方面，我国当前物价上涨呈现明显的结构性特征，CPI及PPI中的生活资料价格接近零增长，PPI与CPI“剪刀差”不断扩大，PPI难以向CPI有效传导，结构性物价上涨不会演变为全面通胀。前三季度PPI累计同比上涨6.7%，其中，生产资料上涨8.9%，生活资料上涨0.2%；CPI累计同比上涨0.6%，其中，食品下降1.6%，非食品上涨

1.1%。PPI 对 CPI 的传导主要体现为成本推动型涨价，即上游生产资料涨价→下游生活资料涨价→CPI 中的非食品涨价。由于居民消费表现疲弱，缺乏需求侧配合，成本推动型涨价无法有效传导到价格终端。进一步看，本轮 PPI 中的生产资料价格上涨有国际大宗商品价格上涨的外部因素，也有“去产能”、环保与安全生产等政策压力导致国内煤炭、钢铁等产量增长缓慢的内部因素。未来随着国际大宗商品价格触顶、政策推动煤炭产能加快释放和高基数效应显现，PPI 有望于 2021 年底至 2022 年见顶并小幅回落。猪肉市场供应宽松、粮食连续丰收使 CPI 中的食品价格具有稳定基础。总体预计 2022 年 CPI 上涨 1.5%，PPI 上涨 6%，通胀水平将保持温和可控。

4. 需警惕房地产金融风险进一步暴露和扩散

近年来房地产金融监管日益严格，房地产企业融资“三条红线”和银行业金融机构贷款集中度管理制度先后出台。在强监管压力下，2021 年下半年以来房地产市场明显“降温”，一些高负债大型房企接连出现债务违约，房地产金融风险有所暴露。未来需要警惕房地产金融风险进一步深化和扩散。

一方面要警惕个别头部企业债务违约在行业内传染扩散，个案风险演变为行业风险。2021 年下半年中国恒大、华夏幸福等头部房企债务违约事件频发，涉及了国内信用债券和海外美元债的违约、展期，以及贷款、信托、可转债、商业票据的违约，债务违约规模巨大。我国房地产企业大多采取高周转、高杠杆、高负债的经营模式，借新还旧、借短还长等较为普遍。头部房企违约事件导致金融机构风险偏好明显下降，市场投资者信心受到冲击，甚至出现恐慌情绪，房企外部融资持续收紧，尚未出现债务违约的企业难免受到牵连。2021 年三季度末，房地产开发贷款余额仅同比增长 0.02%，增速比上季末低 2.8 个百分点。房企境内外债券价格大幅下跌，10 月份中资地产美元债普遍出现近 20% 的跌幅。中指研究院监测，10 月房地产企业融资总额

同比下降 74.8%，环比下降 60.0%，单月融资规模同比连续 8 个月下降。此外，2021 年下半年以来，房地产市场快速降温，商品房销售量缩价跌，土地市场转冷。在整个行业景气明显下降的情况下，房企通过加快商品房销售来实现资金回笼和周转的难度也在加大。截至三季度末，上市房企在手现金总量同比下降 11.9%，处于近 4 年低位。外部融资和销售资金回笼受阻恐将使更多房企因流动性危机而陷入资金链断裂的困境。

另一方面要警惕房企大面积违约沿着金融链条不断传导，带来连锁反应，催生一系列关联风险。对银行业金融机构而言，会带来房地产开发贷款不良风险。三季度部分银行的涉房不良贷款、关注类贷款有一定程度的上升。例如，招商银行对公房地产不良贷款率 1.29%，较上年末上升 1.06 个百分点。对于地方政府而言，政府性基金收入大部分来自于土地出让收入，房地产金融风险暴露使得土地市场趋冷，地方土地出让收入减少，地方财政稳定面临更大压力。房地产部门产业链较长，与诸多产业紧密关联。对于上、下游的建筑商、供货商而言，房企债务违约后，面临大量货款或工程款无法收回的损失，流动性风险和信用风险将沿着产业链条向上和向下传导、扩散。

三、2022 年金融调控政策建议

1. 货币政策“稳”字当头，适时加强逆周期调节

面对经济下行压力，稳健的货币政策要本着跨周期调节的原则，适时加强逆周期调控，全力做好“六稳”“六保”工作，促进经济增速稳定运行在合理区间，防止形成“下行惯性”。一是在总量上要“稳”字当头，做到灵活适度。综合运用各种货币政策工具，增强信贷总量增长的稳定性，保持社会流动性合理充裕，保持 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，不搞大水漫灌。建议 2022 年 M2 增长 9%左右，社会融资规模存量增长 11%左右。数量调控可采取进一步下

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，避免市场形成紧缩和悲观预期。利率调控进一步落实“降成本”的要求，可择机下调 MLF 利率等政策利率进而引导 LPR 有所走低，继续释放 LPR 改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，稳定银行负债成本，推动实际贷款利率进一步降低。

2. 加强定向调控，提高政策精准性

保持小微企业信贷支持政策的连续性、稳定性，可考虑将直达实体经济政策工具进一步延期至 2022 年年底。进一步发挥好再贷款、再贴现、碳减排支持工具等结构性政策工具的牵引带动和精准滴灌作用，加大对普惠金融、绿色金融支持力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业、乡村振兴、绿色发展等重点领域的支持。督促指导金融机构优化制造业的信贷结构，明确“提高制造业贷款比重”和“保持高技术制造业中长期贷款合理增速”的目标和任务，引导金融机构加大对高新技术制造业、战略性新兴产业的信贷投放，同时也要支持传统制造业的设备更新和技术改造。充分用好碳减排支持工具，以稳步有序、精准直达方式，引导金融机构支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。

3. 防范美联储政策溢出，维护外汇市场和跨境资金流动“双稳”

外汇管理要积极防范美联储政策调整的溢出效应，维护跨境资金流动和外汇市场平稳运行。一是进一步推动汇率市场化改革，在增强人民币汇率弹性的同时，注重预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。二是积极防范跨境资本异常流动风险，加强对美国金融市场和国际金融市场、跨境资金流动的高频监测，密切关注外部环境发展变化，提高对跨境资金流出风险的预警能力。三是引导企业和金融机构树立“风险中性”意识，加强跨境资本流动管理，加强外汇形势监测评估，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，打击外汇投机行为，防

范跨境资金流出与人民币贬值预期相互强化的风险。

4. 坚持“房住不炒”的定位，统筹做好房地产金融调控

一是坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持房地产去金融化的政策方向，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，加快完善住房租赁金融政策体系。二是加大对金融机构“涉房”业务的窗口指导，对“三条红线”和贷款集中度管理设置“合理的过渡期”，对经营稳健、良好的房地产企业给与一定帮扶，帮助其积极整改。三是对房地产市场的正常资金融资给予针对性、结构性和前瞻性调整，避免出现行业性流动危机。适时放松个人住房贷款“限贷”政策，坚持“因城施策”的原则，满足居民合理住房贷款需求。对经营状况良好但因外部融资变化而陷入流动性困境的企业给与一定政策救助，分类推进房地产企业债务展期和帮扶政策落实，有序推进房地产企业的债务置换、债转股等业务。四是妥善处置个别房地产企业的债务违约。全力以赴“保交楼”，尽量保障上下游建筑商、供应商等的基本利益，对金融机构债务采用市场化方式进行处置，对国内外债权人一视同仁，必要时进行市场化债务重组。

（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