



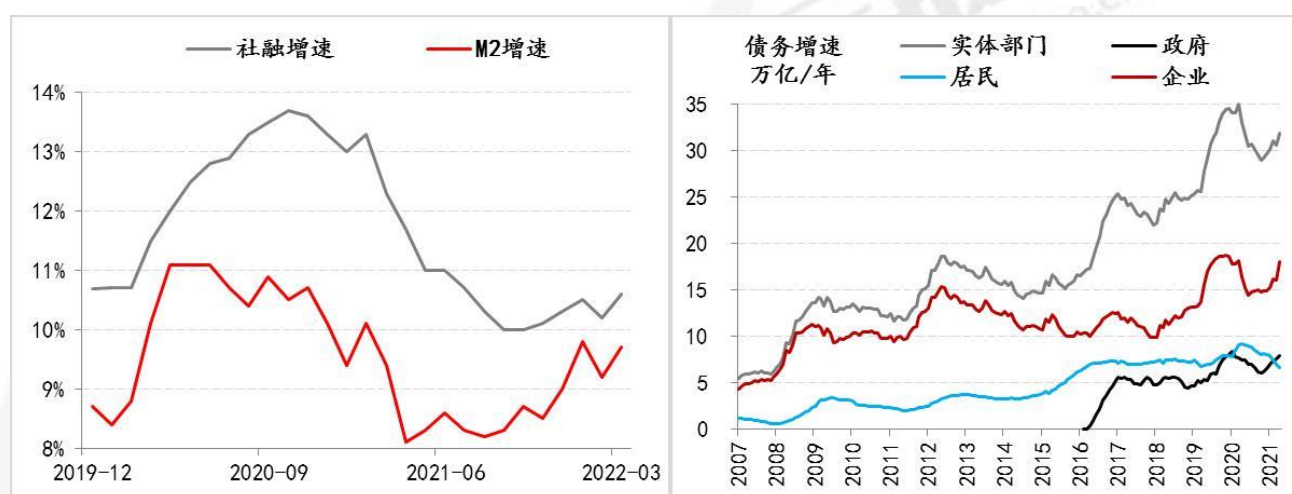
居民资产负债表变化问题 已无法回避



如上期月评所言“3 月份在财政资金增加的带动，社会融资增速也有望回升”（参见《倒春寒下，预期引导更为重要》），中国人民银行 4 月 11 日发布的数据显示，3 月新增人民币贷款 3.13 万亿，同比多增 3951 亿；社会融资规模增量为 4.65 万亿，比上年同期多 1.28 万亿，社融存量同比增长 10.6%，增速分别较年初和上月末提高了 0.3 个和 0.4 个百分点；M2 同比增长 9.7%，增速分别比年初和上月末提高了 0.7 个和 0.5 个百分点。

在各部类融资扩张速度方面，除了居民之外，实体企业和政府部门的债务扩张速度均出现了明显回升。截至 3 月末，实体企业债务扩张速度大幅回升至 18 万亿/年，已接近 2020 年对冲疫情期间的水平；政府债务扩张速度也回升至 7.94 万亿/年，接近 2020 年末水平；但是居民债务扩张速度则已回落至 6.6 万亿/年，且是连续 12 个月回落。

图 1：融资增速和部类结构变化



与融资数量方面改善同步，在利率环境层面，在既定的“保持流动性合理充裕”的政策要求下，金融市场的利率中枢继续保持着低于去年同期

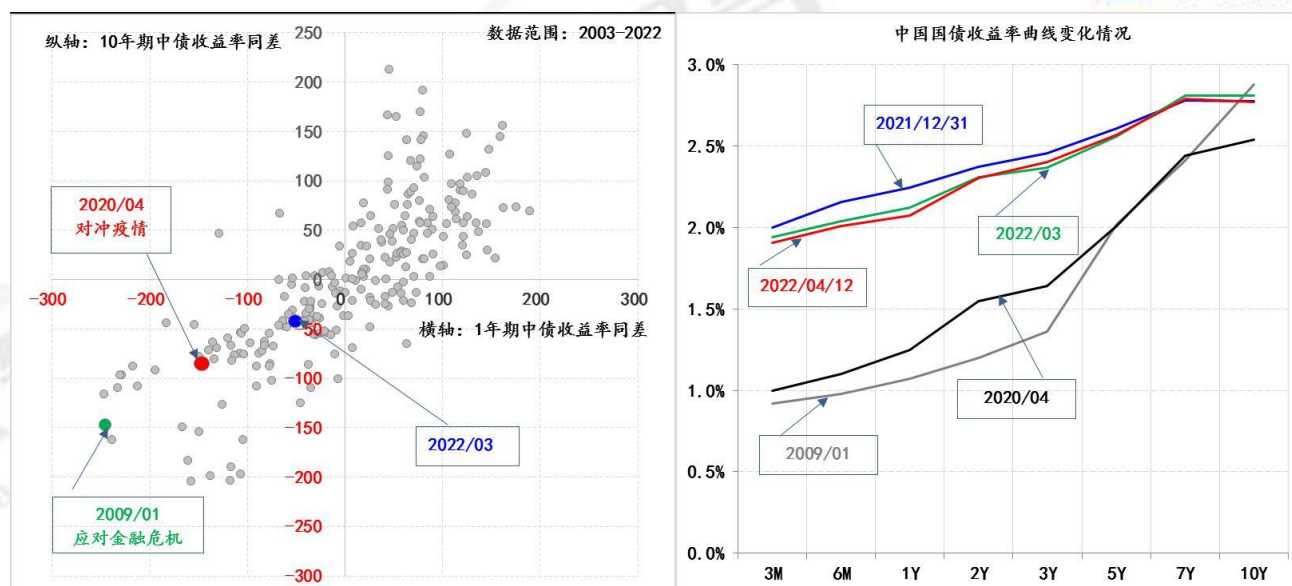
水平的稳定状态。例如，1 年期和 10 年期国债收益率的 3 月均值分别较去年同期下降了 51BPs、42BPs。

不过伴随市场对进一步降息、降准的单边预期迟迟没有兑现，国债收益率曲线较 2009 年初应对金融危机时期和 2020 年上半年时对冲疫情期间变得平坦化，反映出当前货币政策的稳健取向依然有别于应对金融危机和疫情期间的宽松政策取向。

由于经济下行压力还在增大（参见《2022 年一季度市场叙事四图》），市场对政策宽松的预期自然会随之上升，尤其是对降息的期盼。但是针对目前疫情对供应端的阻断与房地产行业调整下的需求不足等结构性问题，降息政策并不对症，加之目前金融市场流动性整体充足，例如，4 月 12 日金融机构隔夜同业拆借利率仅为 1.83%，7 天的拆借利率也低于 2.4%。由此，降息不能直接化解经济困难，但却可能引发“金融空转”潜在风险，另外，全球多数国家均已进入加息潮，在心理预期上也对降息政策形成影响。

针对结构性经济问题，兼顾数量和价格的再贷款、再贴现等工具可能更为适合，而 4 月 6 日国常会已经明确再贷款政策工具规模的增加和使用范围的扩大。因此，后期最可能兑现的政策，就是再贷款、再贴现投放力度的增加和再贷款、再贴现利率的下调。

图 2：中国国债市场的收益率曲线变化情况



但是需要格外关注居民资产负债表的变化。截至 3 月末，居民债务扩张速度已经降至 6.6 万亿/年，较去年同期大幅下降了 2.6 万亿/年，其中，短期贷款扩张速度下降了 1.1 万亿/年，长期贷款扩张速度下降了 1.5 万亿/年，而且此变化已持续 1 年之久。与此同时，居民存款的增速一年间下降了近 1 万亿/年，居民存贷款增长情况同步收缩实属罕见。例如，2017 年期间，居民存款增速也曾阶段性收缩，但居民债务扩张速度并未同步收缩。

图 3：居民存贷款增长情况



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40403

