



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

政策观察期利率下行趋势不变

——2022年3月份金融数据点评

日期: 2022年4月12日

分析师: 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《短期物价高位态势难变》

——2022年04月11日

《制造业旺季遭疫情打断，后续政策可期》

——2022年04月01日

《经济开门红，新模式新动力》

——2022年03月16日

■ 主要观点

信贷、货币增长超预期回升

我们先前指出，2月份信贷新增和货币增速的回落，主要是季节性回落，并不具有趋势性，中国流动性环境平稳偏松的格局不会改变。3月份信贷新增和货币增长，双双呈现了超出市场预期的回升。

信贷和货币增长回升到位

由于中国货币体系已转向内生结构，经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳；因此我们一直认为，经济延续底部徘徊时期，信贷、货币增速的平稳趋势不变。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。

信贷增长期限均衡化发展

与以往新增信贷主要集中于中长期贷款不同，当前信贷增长期限比较均衡。信贷期限的均等化发展，通常意味着经济走出底部，经济开始走向回升。然而，当前信贷期限的均等化发展，或是直达实体、中小企业融资优先的结构性调整政策发展产物。

社会融资增长趋向表内，融资发展有序化

从社会融资结构的视角，2022年以来融资表内化趋势明显。2018年以来的、以资产管理新规实施为标志的资本市场规范化体系建设，成效逐渐呈现，社会融资有序化、规划化发展，这意味着社会信用体系的完善和流动性环境平稳性基础趋向稳固。

货币政策进入观察期，“双降”将延后

中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，从趋势上看，年内中国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求，但短期受地缘政治冲击带来的大宗商品价格上涨压力，政策出台时机或有延后。3月份通胀实际状况强化了市场对价格高位延续的市场预期。经济面临回落下物价难降，制约货币政策利率调整，加之海外利率提升，降准、降息将更延后，流动性短期或将趋紧。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，中国通胀超预期上行，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

1.事件：3 月份金融数据公布	3
2.事件解析：数据特征和变动原因	4
2.1 信贷、货币增长超预期回升	4
2.2 信贷和社融增长回升至平衡状态	5
2.3 信贷增长期限均衡化发展	6
3.事件影响：对经济和市场	7
3.1 社会融资增长趋向表内，融资发展有序化	7
3.2 融资利率下行趋势不变	8
4.事件预测：趋势判断.....	9
4.1 货币政策进入观察期，“双降”将延后	9
5.风险提示：	10

图

图 1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）	5
图 2 中国社融、信贷和货币的增长变化（月/同比，%）	6
图 3 中国信贷增长的期限变化（月，亿元）	7
图 4 中国社会融资存量比重变化（月，%）	8
图 5 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）	9

表

表 1 2022 年 3 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）	4
--	---

1.事件：3月份金融数据公布

广义货币增长 9.7%。2022 年 3 月末，广义货币(M2)余额 249.77 万亿元，同比增长 9.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 0.3 个百分点；狭义货币(M1)余额 64.51 万亿元，同比增长 4.7%，增速与上月末持平，比上年同期低 2.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.51 万亿元，同比增长 9.9%。一季度净投放现金 4317 亿元。

人民币各项贷款增长 11.4%。2022 年 3 月末，人民币贷款余额 201.01 万亿元，同比增长 11.4%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.2 个百分点。一季度人民币贷款增加 8.34 万亿元，同比多增 6636 亿元。分部门看，住户贷款增加 1.26 万亿元，其中，短期贷款增加 1943 亿元，中长期贷款增加 1.07 万亿元；企（事）业单位贷款增加 7.08 万亿元，其中，短期贷款增加 2.23 万亿元，中长期贷款增加 3.95 万亿元，票据融资增加 8027 亿元；非银行业金融机构贷款减少 81 亿元。

人民币各项存款增长 10.0%。2022 年 3 月末，人民币存款余额 243.1 万亿元，同比增长 10%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.1 个百分点。一季度人民币存款增加 10.86 万亿元，同比多增 2.51 万亿元。其中，住户存款增加 7.82 万亿元，非金融企业存款增加 1.39 万亿元，财政性存款增加 3426 亿元，非银行业金融机构存款增加 5744 亿元。

2022 年 3 月份,社会融资规模增量为 4.65 万亿元，比上年同期多 1.28 万亿元。一季度社会融资规模增量累计为 12.06 万亿元，比上年同期多 1.77 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 8.34 万亿元，同比多增 4258 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1750 亿元，同比少增 95 亿元；委托贷款增加 460 亿元，同比多增 510 亿元；信托贷款减少 1690 亿元，同比少减 1879 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 791 亿元，同比少增 2454 亿元；企业债券净融资 1.31 万亿元，同比多 4050 亿元；政府债券净融资 1.58 万亿元，同比多 9238 亿元；非金融企业境内股票融资 2982 亿元，同比多 515 亿元。

2. 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 信贷、货币增长超预期回升

我们先前指出，2 月份信贷新增和货币增速的回落，主要是季节性回落，并不具有趋势性，中国流动性环境保持平稳偏松的格局不会改变。3 月份的实际信贷和货币增速，再度印证了我们的上述判断。正如我们预期，3 月份信贷新增和货币增长，双双呈现了显著回升的势头，并超出市场预期较多。

2022 年 3 月末，广义货币(M2)余额 249.77 万亿元，同比增长 9.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.5 个和 0.3 个百分点；狭义货币(M1)余额 64.51 万亿元，同比增长 4.7%，增速与上月末持平，比上年同期低 2.4 个百分点；人民币贷款余额 201.01 万亿元，同比增长 11.4%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.2 个百分点。和市场预期相比，信贷增长规模超出预期较多，当月新增在市场预期范围之上，信贷余额增速略高于市场预期的中值和均值；和市场预期均值相比，实际货币增速也高于预期较多。

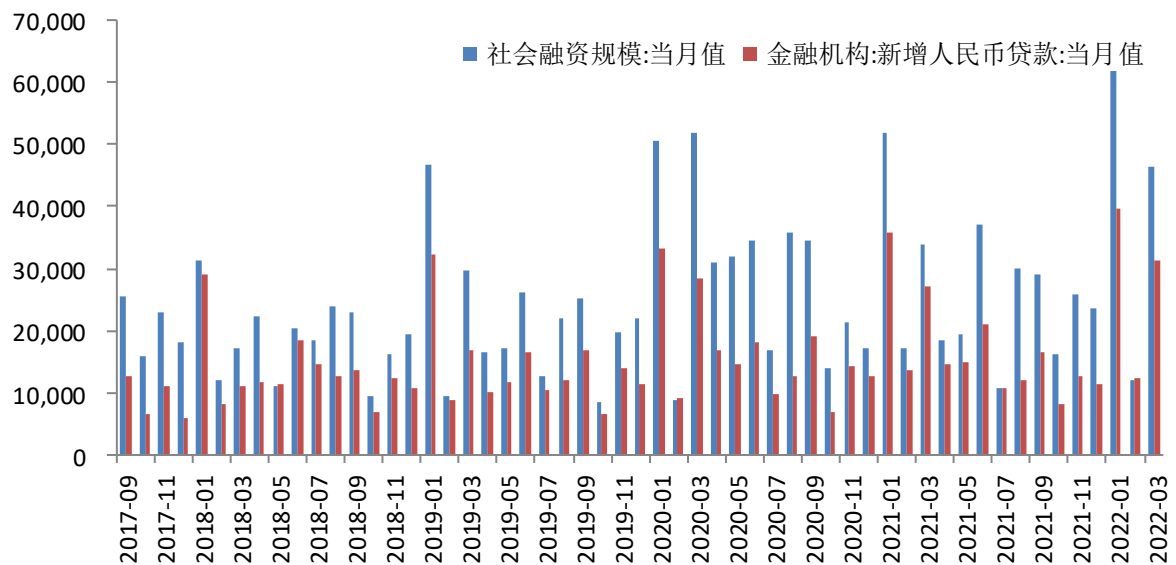
表 1 2022 年 3 月的中国信贷和货币市场预测情况 (亿元, %)

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	26750	9.7	11.3
Average	22030	9.2	11.3
High	31000	10.4	11.5
Low	23390	8.6	11.0
No of Forecasts	20	22	9
SHSC	25000	9.0	11.4

资料来源：REUTERS，上海证券研究所

受通胀现实压力上行和海外货币政策转向影响，前期市场对信贷、货币增速有着较为明显收紧预期。随着国内疫情反弹对经济和社会正常行为影响的呈现，市场对于货币环境预期重新趋向宽松。伴随 2022 年疫情防控形势复杂化，中国经济运行前景的不确定性也在上升，加之地缘政治事件长期化使得世界经济环境和国际金融格局复杂化程度提升，市场对疫情期间临时性宽松货币政策如何退出，以及未来政策走向，预期差异化程度较高，分歧短期还难以收敛。

图1 中国社融、信贷新增规模变化（月，亿元）



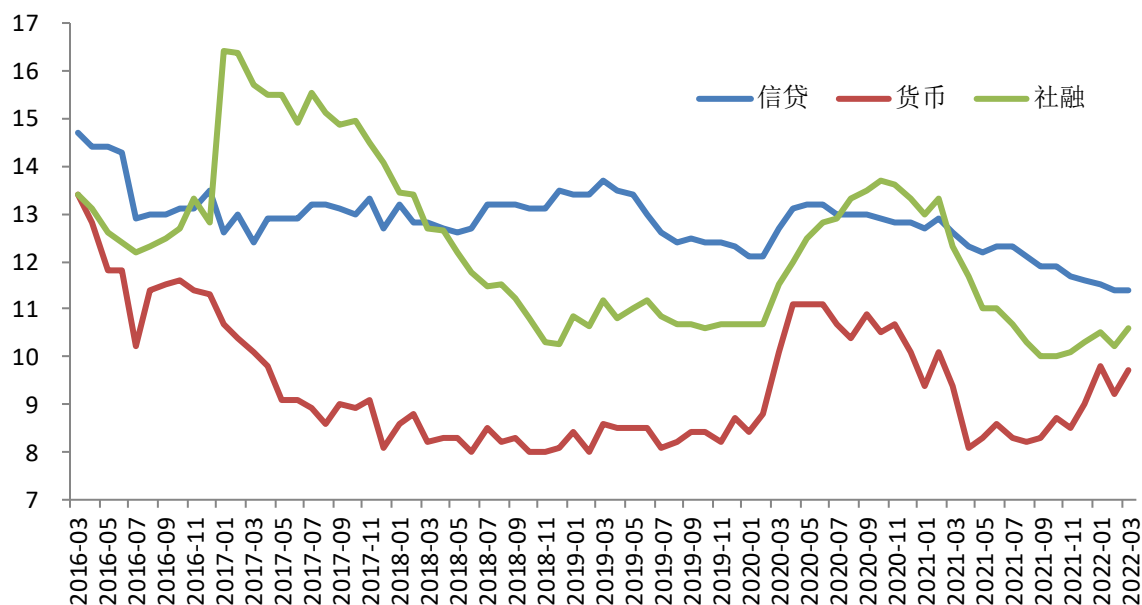
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 信贷和社融增长回升至平衡状态

由于中国货币体系已转向内生结构，因此我们一直认为，经济延续底部徘徊时期，信贷、货币增速的平稳趋势不变。货币内生体系下信贷和货币增长基本上取决于社会经营主体的行为，即经济平稳决定了信贷和货币增长的平稳。另一方面，从货币政策的角度，中性稳健货币政策亦为政策偏好，并为货币当局多次明示。

3 月份信贷新增和社融增长回升后，中国流动性环境趋向平稳。中国流动性环境的平稳局面，是由中国经济运行的平稳局面决定的。由于 2022 年首季中国经济表现较好，经济系统对持续 2 年的疫情影响，已逐渐适应；在宏观调控政策引导财政激励和投资尽早发力的推动下，各地建设项目普遍早落地。在经济“开门红”推动下，信贷有效需求回升。2022 年，发挥资本市场融资功能的成效已然呈现，社融增速下降局面得以扭转，虽然信贷增速还不及社融增速，宽信用格局还未形成，但流动性环境平稳偏松局面已形成。

图 2 中国社融、信贷和货币的增长变化（月/同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

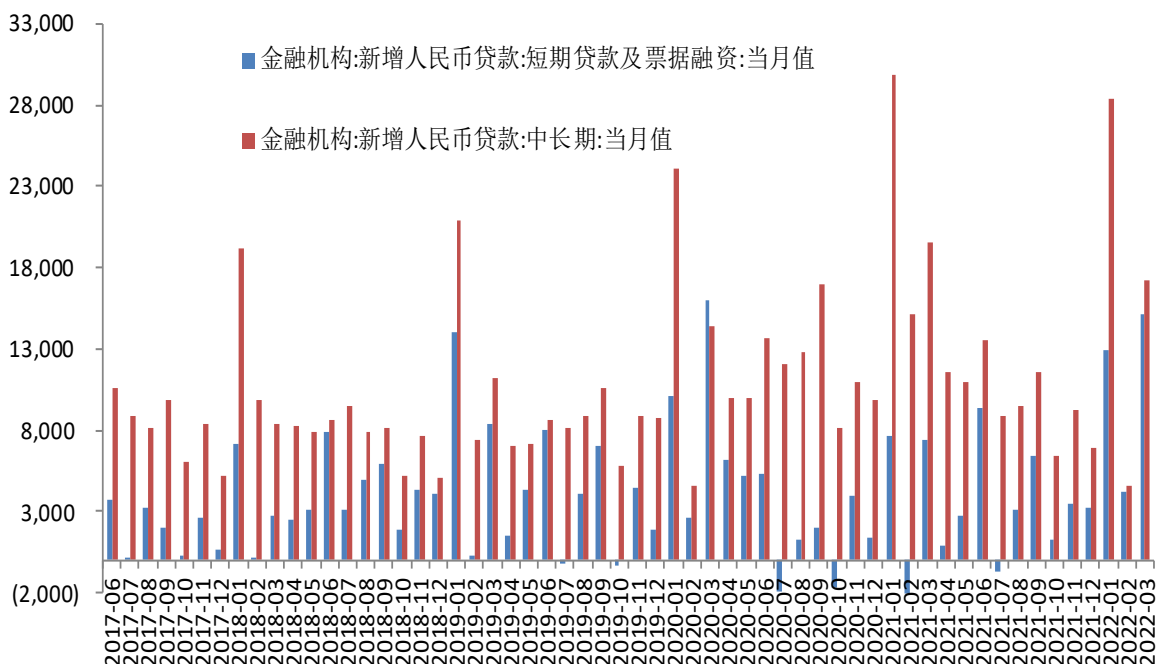
2.3 信贷增长期限均衡化发展

与以往新增信贷主要集中于中长期贷款不同，当前信贷增长期限比较均衡。通常来说，经济低迷时期的信贷增长主要集中于中长期期限方面——激励政策通过投资项目体现，投资增长通常与中长期贷款对应，另外政策性贷款通常也集中于中长期。因此，信贷期限的均等化发展，通常意味着经济走出底部，经济开始走向回升。

然而，当前信贷期限的均等化发展，或是直达实体、中小企业融资优先的结构性调整政策发展产物。中国货币政策不仅是总量调控工具，更为重要的是还承担了结构调整功能。中国货币当局一直注重融资向中小企业倾斜的政策，现已形成了完善的鼓励、扶持和考核体系，2020 年疫情后更是创设了多项直达实体和中小企业的融资工具。由于中小企业融资工具多为短期工具，因而在中小企业信贷新增比重提高的情况下，信贷均等化态势日益发展。

一季度住户贷款增加 1.26 万亿元，其中，短期贷款增加 1943 亿元，中长期贷款增加 1.07 万亿元；企（事）业单位贷款增加 7.08 万亿元，其中，短期贷款增加 2.23 万亿元，中长期贷款增加 3.95 万亿元，票据融资增加 8027 亿元。

图3 中国信贷增长的期限变化（月，亿元）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.事件影响：对经济和市场

3.1 社会融资增长趋向表内，融资发展有序化

从社会融资结构的角度，2022 年以来融资表内化趋势明显：在社会融资结构中，银行信贷融资比重恢复上升，债券融资（政府债券+企业债券）融资比重稳重趋涨，委托融资等表外融资项目延续缓慢下降态势。2018 年以来的、以资产管理新规实施为标志的资本市场规范化体系建设，成效逐渐呈现，社会融资有序化、

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_40305

