

央行 3 月资产负债表点评

财政支出显著提升

央行更新 2022 年 3 月货币当局资产负债表数据，其中总资产余额为 39.87 万亿元，环比减少 7503.11 亿元。基础货币为 33.55 万亿元，环比增加 6809.67 亿元。

- 央行回笼流动性，年内首次缩表。3 月央行对其他存款性公司债券为 12.93 万亿元，环比减少 8289.83 亿元，是央行资产负债表 3 月缩表的主因。公开市场操作方面，3 月央行净回笼 2300 亿元，其中 MLF 平价增量续作 2000 亿元、净投放 1000 亿元，国库现金定存投放 700 亿元，逆回购投放 1.06 万亿元、净回笼 4000 亿元。扣除央行公开市场操作、SLF、PSL 工具之后，3 月央行回笼支小支农等再贷款约 5976 亿元。整体来看，对其他存款性公司债券项目环比减少，市场流动性缺口主要由财政支出补足，资金利率窄幅波动、整体平稳。
- 外汇占款连续七个月保持增长。3 月，央行国外资产为 22.62 万亿元，同比增速 3.19%，环比增加 366 亿元。结构上来看，央行外汇占款余额小幅增长。3 月，外汇占款为 21.32 万亿元，同比增速为 0.92%，环比增加 232.39 亿元，截至 3 月外汇占款已连续上升七个月。此外，央行上缴储备投资收益，在资产负债表上也会体现为外汇占款科目的增加。
- 流通中现金季节性回流，基础货币增加。3 月，储备货币余额为 33.55 万亿元，同比增速 2.60%，环比增加 6809.67 亿元。结构上来看，货币发行与支付机构客户备付金减少，银行准备金增加。其他存款性公司存款余额 21.52 万亿元，同比增速-0.67%，环比增加 10918.68 亿元，虽然 3 月央行货币政策操作呈现净回笼，但在 3 月财政存款投放加快和流通中现金回流的因素影响下，银行存款准备金仍然增长较多。
- 信贷投放增速慢于财政支出水平，超储率上升。3 月测算超储率为 1.64%，环比上升 0.24 个百分点。从其他存款性公司资产负债表来看，3 月对非金融机构及住户负债环比增加 5.91 万亿元，环比大幅上升，与 3 月人民币贷款超预期增长表现一致，但由于财政支出较多，导致基础货币整体增加。3 月为财政支出大月，其中政府存款余额为 4.20 万亿元，同比增速 14.39%，环比减少 1.27 万亿元。政府存款环比大幅减少是 3 月基础货币增加的主要原因。
- 从央行 3 月资产负债表数据结合近期政策导向来看，我们认为央行后续仍会实施稳健货币政策，但更多偏向于宽信用政策。一方面，针对性宽信用政策更有利于为重要领域提供直接支持，包括传统的支小支农再贷款工具，以及新创设的科技创新再贷款和普惠养老再贷款工具。相比中期借贷便利而言，再贷款工具价格更低，更有利于带动企业贷款利率下行。另一方面，二季度经济不确定性加大，部分中小微企业受到短期冲击，针对性宽信用政策更适宜用于支持实体经济的薄弱环节，特别是加大对受疫情影响严重行业和中小微企业、个体工商户的支持力度。整体来看，总量稳、结构优的政策工具组合更有利于防止银行间市场流动性泛滥、加强信贷结构优化。
- 风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；国内新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《3 月和一季度经济数据点评：稳扎稳打，见招拆招》 20220418

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：央行更新 2022 年 3 月货币当局资产负债表数据，其中总资产余额为 39.87 万亿元，环比减少 7503.11 亿元。基础货币为 33.55 万亿元，环比增加 6809.67 亿元。

图表 1. 央行资产负债表变动

资产	规模 (亿元)	环比增长 (亿元)	同比增速 (%)	负债	规模 (亿元)	环比增长 (亿元)	同比增速 (%)
国外资产	226,202.31	366.00	3.19	储备货币	335,458.34	6,809.67	2.60
外汇	213,494.82	232.39	0.92	货币发行	100,737.77	(3,444.69)	8.95
货币黄金	2,855.63	0	0	其他存款性公司存款	19,488.86	(664.34)	9.40
其他国外资产	9,851.87	133.62	105.03	非金融机构存款	215,231.70	10,918.68	(0.67)
对政府债权	15,240.68	0.00	(0.06)	不计入储备货币的 金融性公司存款	7,090.10	171.90	43.30
其中：中央政府	15,240.68	0.00	(0.06)	发行债券	950.00	0	5.56
对其他存款性公司债权	129,348.52	(8,289.83)	3.76	国外负债	1,188.03	(445.71)	14.37
对其他金融性公司债权	4,118.03	3.75	(6.98)	政府存款	42,002.79	(12,656.70)	14.39
其他资产	23,816.35	416.97	23.89	自有资金	219.75	0	0
-	-	-	-	其他负债	11,816.88	(1,382.27)	(1.45)
总资产	398,725.89	(7,503.11)	4.17	总负债	398,725.89	(7,503.11)	4.17

资料来源：万得，中银证券

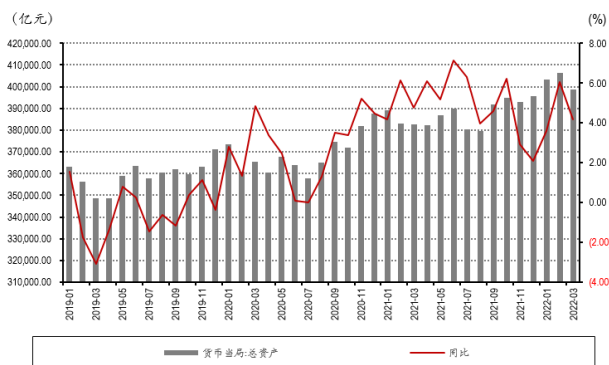
资产端：央行回笼流动性，外汇占款小幅增长

央行回笼流动性，年内首次缩表。3 月央行对其他存款性公司债券为 12.93 万亿元，环比减少 8289.83 亿元，是央行资产负债表 3 月缩表的主因。公开市场操作方面，3 月央行净回笼 2300 亿元，其中 MLF 平价增量续作 2000 亿元、净投放 1000 亿元，国库现金定存投放 700 亿元，逆回购投放 1.06 万亿元、净回笼 4000 亿元。扣除央行公开市场操作、SLF、PSL 工具之后，3 月央行回笼支小支农等再贷款约 5976 亿元。整体来看，对其他存款性公司债券项目环比减少，市场流动性缺口主要由财政支出补足，资金利率窄幅波动、整体平稳。

从央行近期表述来看，未来二季度内将更多强调加大多领域再贷款工具的使用。在 4 月 14 日一季度金融统计数据新闻发布会、4 月 18 日央行与外汇局出台的 23 条举措中，都多次提及再贷款工具，且重点强调了 1000 亿再贷款投放交通物流领域、2000 亿元科技创新再贷款和 400 亿元普惠养老再贷款的使用，利率为 1.75%。由于目前流动性投放症结在于实体经济信心不足、融资意愿不佳，过于激进的总量型货币政策易造成银行间流动性泛滥，且存在外部发达经济体加息因素约束，因此结构性货币政策工具更有利于实现总量稳、结构优的较好组合。

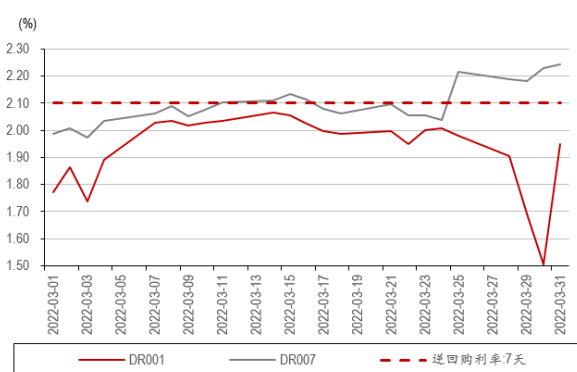
外汇占款连续七个月保持增长。3 月，央行国外资产为 22.62 万亿元，同比增速 3.19%，环比增加 366 亿元。结构上来看，央行外汇占款余额小幅增长。3 月，外汇占款为 21.32 万亿元，同比增速为 0.92%，环比增加 232.39 亿元，截至 3 月外汇占款已连续上升七个月。此外，央行上缴储备投资收益，在资产负债表上也会体现为外汇占款科目的增加。

图表 2. 央行资产负债表环比收缩



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 市场利率窄幅波动



资料来源：万得，中银证券

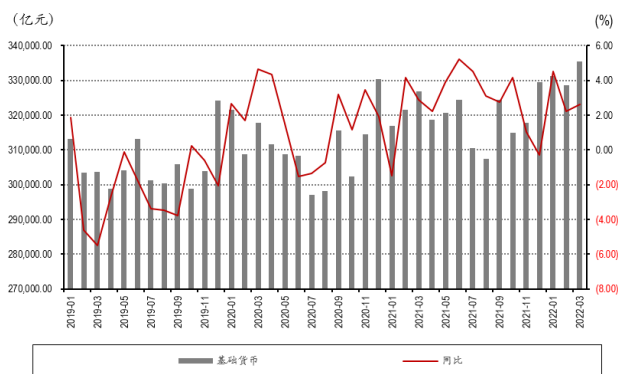
负债端：财政支出水平较高，超储率上升

流通中现金季节性回流，基础货币增加。3 月，储备货币余额为 33.55 万亿元，同比增速 2.60%，环比增加 6809.67 亿元。结构上来看，货币发行与支付机构客户备付金减少，银行准备金增加。其中，货币发行余额为 10.07 万亿元，同比增速 8.95%，环比减少 3444.69 亿元，结合 3 月 M0 同比增速 9.9% 来看，货币发行环比减少为正常季节性回落。其他存款性公司存款余额 21.52 万亿元，同比增速 -0.67%，环比增加 10918.68 亿元，虽然 3 月央行货币政策操作呈现净回笼，但在 3 月财政存款投放加快和流通中现金回流的因素影响下，银行存款准备金仍然增长较多。

信贷投放增速慢于财政支出水平，超储率上升。3 月测算超储率约为 1.64%。从其他存款性公司资产负债表来看，3 月对非金融机构及住户负债环比增加 5.91 万亿元，环比大幅上升，与 3 月人民币贷款超预期增长表现一致，但由于财政支出较多，导致基础货币整体增加。同时，在 4 月央行降准的影响下，金融机构加权平均存款准备金率降低为 8.1%，则超储率还将上升 0.3 个百分点，银行间资金水平预期持续充裕。

3 月为财政支出大月，其中政府存款余额为 4.20 万亿元，同比增速 14.39%，环比减少 1.27 万亿元。政府存款环比大幅减少是 3 月基础货币增加的主要原因。此外，3 月政府存款大幅减少对于 4 月流动性存在扰动，4 月初以来银行间资金利率较低，隔夜利率中枢降至 1.60%-1.70%，低于往年水平，对总量型货币政策工具的使用也形成了一定干扰。

图表 4. 基础货币环比上升



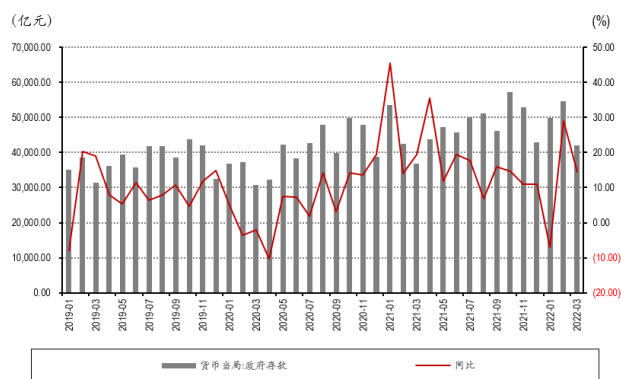
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 超储率测算值上升



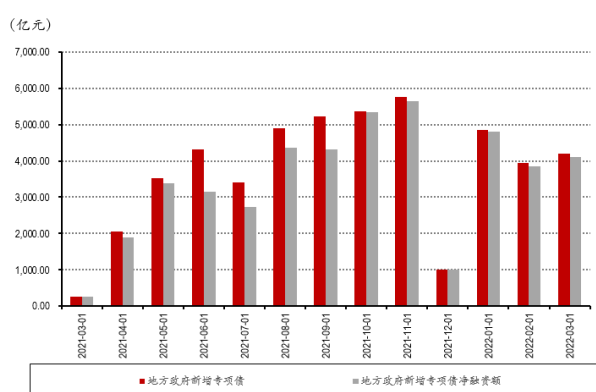
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 政府存款环比下降



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 专项债发行前置



资料来源: 万得, 中银证券

政策重心转向宽信用，再贷款或将持续发力

从央行 3 月资产负债表数据，结合近期政策导向，我们认为央行后续仍会实施稳健货币政策，但更多偏向于宽信用政策。一方面，针对性宽信用政策更有利于为重要领域提供直接支持，包括传统的支小支农再贷款工具，以及新创设的科技创新再贷款和普惠养老再贷款工具。相比中期借贷便利而言，再贷款工具价格更低，更有利于带动企业贷款利率下行。

另一方面，二季度经济不确定性加大，部分中小微企业受到短期冲击，针对性宽信用政策更适宜用于支持实体经济的薄弱环节，特别是加大对受疫情影响严重行业和中小微企业、个体工商户的支持力度。总量稳、结构优的政策工具组合更有利于防止银行间市场流动性泛滥、加强信贷结构优化。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；国内新冠疫情影响扩大。

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_41284

