



宏观研究

【粤开宏观】社融超预期与中美利差倒挂，降准降息仍有空间

2022年04月12日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】解析美联储加息冲击与新兴市场危机》2022-03-27

《【粤开宏观】一季度GDP增速或跌破百分之5，稳增长保民生迫在眉睫》
2022-04-05

《【粤开宏观】稳增长再发力——解读国常会精神》2022-04-07

《【粤开宏观】盘点历年积极的财政政策：回顾、比较与展望（1998-2021）》
2022-04-08

《【粤开宏观】一季度专项债和城投债的发行与投向及其对基建的影响》2022-04-11

摘要

当前的经济形势面临内外部因素冲击，疫情反弹、地产下行、输入性通胀和国际地缘政治格局调整使得国内供需大幅收缩，预期持续低迷，微观主体经营困难、行为短期化和避险化趋势反而加剧。中央和地方出台一系列改革开放和纾困举措，目前看主要是基建发力产生了明显效果，而其他政策离生效仍需一段时间。

3月新增社融和人民币贷款大幅超出市场预期，同比分别多增1.27万亿元和4000亿元，较2月低迷状况显著改善。但是，总量改善主要源于政策发力而非市场主体的自身需求上升，同时金融数据结构仍未好转。此时，中美10年期国债利差倒挂，中债利率低于美债利率，为2010年以来首次，反映出中美货币政策和基本面的背离。市场担心中美利差倒挂将加大人民币汇率贬值压力，进而对我国货币政策形成掣肘。我们认为，面对内外部形势，不宜过度夸大中美利差倒挂对人民币汇率等的负面影响，货币政策仍将“以我为主”，对冲经济下行压力，降准降息仍有空间。

1、3月信贷社融总量超预期，主要体现政策发力而非市场主体的需求上升。一是地方政府加快专项债发行和财政支出进度。3月政府债券新增7052亿元，同比多增3921亿元；财政性存款减少8425亿元，同比多减3571亿元。**二是商业银行为满足监管要求存在短贷冲量现象。**3月新增企（事）业单位贷款同比多增8800亿元，主要由短期贷款和票据融资贡献，同比分别多增4341和4712亿元。

2、3月金融数据结构欠佳，与近期经济低迷形势一致。一是房地产销售持续下滑，居民中长期贷款同比少增。3月新增居民贷款同比少增3940亿元，其中短期和中长期贷款同比分别少增1394和2504亿元。3月30大中城市商品房成交面积同比下降47.3%。**二是企业贷款短期化特征明显，中长期贷款占比偏低。**3月新增企（事）业单位贷款同比多增8800亿元，其中中长期贷款同比仅多增148亿元。企业贷款增长主要依靠政策推动，而非企业中长期资本开支的内生需求驱动。**三是货币“活化”程度偏低，M1-M2负向剪刀差扩大。**3月M1同比增长4.7%，与上月持平；M2同比增长9.7%，较上月上升0.5个百分点。M1低增源于房地产市场和企业投资意愿低迷，M2增速上升源于信贷扩张、外汇结汇、财政支出加快等。

3、中美利差倒挂，直接原因是中美货币政策背离，根本原因是中美经济基本面背离。美联储为抑制通胀，只能加快货币政策紧缩步伐，加息缩表同步推进，美债收益率快速上行。而当前中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，近期又遭遇疫情反弹、俄乌冲突等国内外超预期因素的冲击，新的下行压力进一步加大。3月中下旬以来中国10年期国债收益率再次走弱。

4、中美利差倒挂将降低中国债券等金融资产的吸引力，加剧短期跨境资本流出，从而对人民币汇率形成贬值压力。但不宜过度夸大其对人民币汇率等的



负面影响。首先，汇率的决定因素是实际利差而非名义利差。当前中美利差倒挂，主因美国高通胀推升名义利率，实际利率仍负；而中国通胀较为低迷，中美实际利差尚未倒挂。其次，即使短期跨境资本流出增加，贸易顺差和外国直接投资仍将带来美元流入。

5、若中美利差倒挂持续加剧，自然会对我国货币政策形成掣肘。但当前中美实际利差仍有一定缓冲空间，且中国出口和外国直接投资仍较景气，都极大地缓解了货币政策受到的外部压力。短期内我国货币政策仍将坚持“以我为主”，降准降息仍有空间。

风险提示：经济下行压力超预期、货币政策超预期、美联储货币政策收紧超预期



目 录

一、3月金融数据释放两大信号	4
(一) 总量超预期源于政策发力	4
(二) 结构欠佳反映经济低迷	5
二、中美利差倒挂，降准降息仍有空间	6

图表目录

图表 1：3月信贷社融总量超预期	4
图表 2：今年以来专项债发行节奏加快	5
图表 3：3月居民贷款同比少增，企业贷款短期化特征明显	6
图表 4：M1-M2 负向剪刀差进一步扩大	6
图表 5：中美利差与人民币汇率经常出现背离	7
图表 6：2021 年 10 月以来美元兑人民币汇率与美元指数持续背离	8



一、3月金融数据释放两大信号

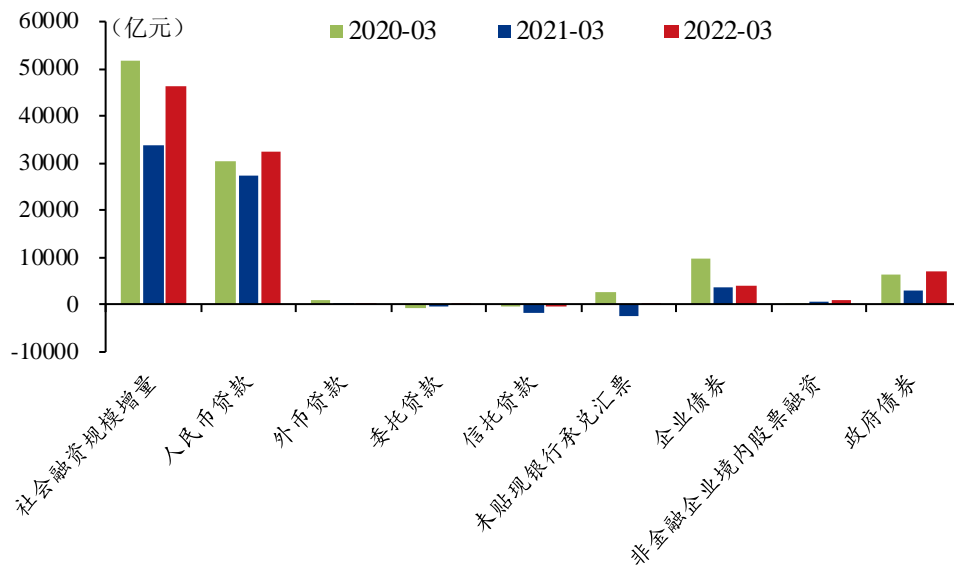
(一) 总量超预期源于政策发力

3月信贷社融总量超预期，较2月低迷状况显著改善。3月新增社融4.65万亿元，高于市场预期的3.63万亿元，同比多增1.27万亿元；新增人民币贷款3.13万亿元，高于市场预期的2.64万亿元，同比多增4000亿元。而2月时二者同比分别少增5315和1300亿元。

总量改善源于财政货币政策靠前发力、充分发力。3月5日政府工作报告明确要求“政策发力适当靠前”“扩大新增贷款规模”；3月16日金稳会要求“切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长”。

政策发力有两点体现：第一，地方政府加快专项债发行和财政支出进度。3月政府债券新增7052亿元，同比多增3921亿元；财政性存款减少8425亿元，同比多减3571亿元。在房地产投资持续下滑以及微观主体预期低迷的背景下，基建投资成为稳增长的重要抓手。一季度新增专项债共发行12981亿元，完成财政部提前下达额度的88.9%，占全年新增额度的35.6%，发行进度较去年同期加快34.9个百分点；其中投向基建相关领域的占比达61.6%，较2021年全年提高2.3个百分点。**第二，商业银行为满足监管要求存在短贷冲量现象。**3月新增企（事）业单位贷款同比多增8800亿元，主要由短期贷款和票据融资贡献，同比分别多增4341和4712亿元。

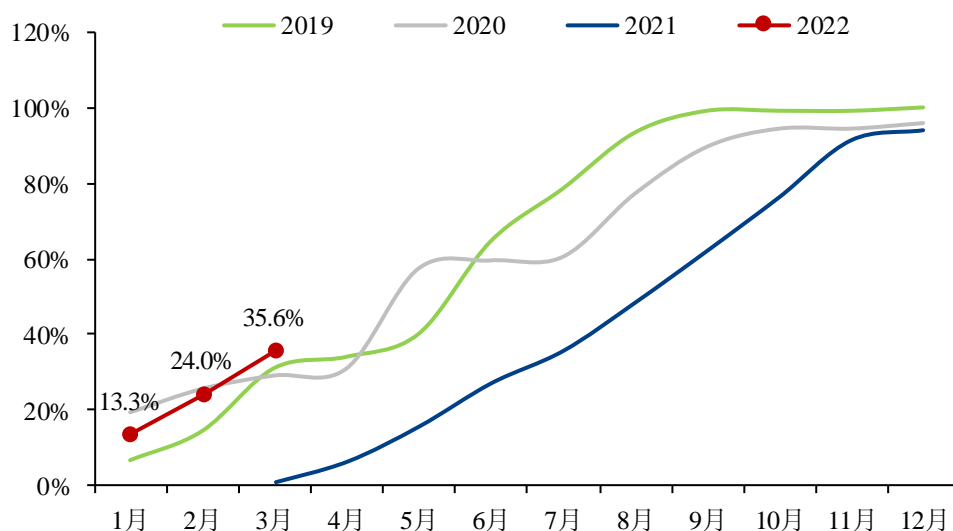
图表1：3月信贷社融总量超预期



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：今年以来专项债发行节奏加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院

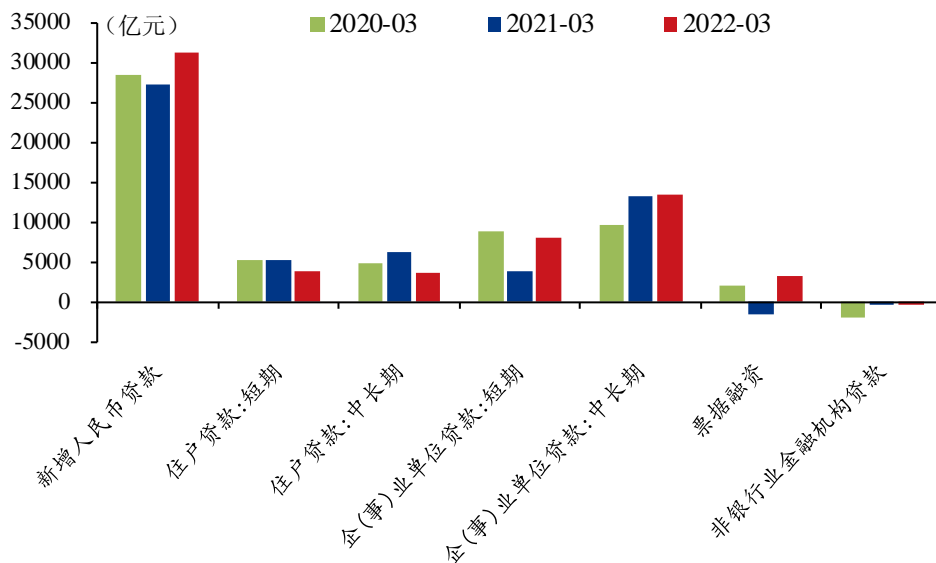
（二）结构欠佳反映经济低迷

3月金融数据总量改善难掩结构欠佳，与近期经济低迷形势相一致。国内疫情反弹、俄乌冲突等对经济形成新的下行压力。3月PMI数据显示，制造业和服务业供需同时收缩，中小企业仍处收缩区间，且面临需求下降、输入性通胀导致的成本攀升问题，疫情反弹和防控趋严导致经济活跃度明显下降。

经济低迷在金融数据中有三大表现：第一，房地产销售持续下滑，居民中长期贷款同比少增。3月新增居民贷款同比少增3940亿元，其中短期和中长期贷款同比分别少增1394和2504亿元。中汽协数据显示，3月汽车销量同比下降11.7%；30大中城市商品房成交面积3月同比下降47.3%。**第二，企业贷款短期化特征明显，中长期贷款占比偏低。**3月新增企（事）业单位贷款同比多增8800亿元，其中中长期贷款同比仅多增148亿元。企业贷款增长主要依靠政策推动，而非企业中长期资本开支的内生需求驱动。**第三，货币“活化”程度偏低，M1-M2负向剪刀差扩大。**3月M1同比增长4.7%，与上月持平；M2同比增长9.7%，较上月上升0.5个百分点，M1-M2剪刀差由-4.5个百分点扩大至-5.0个百分点。M1低增源于房地产市场和企业投资意愿低迷，M2增速上升源于信贷扩张、外汇结汇、财政支出加快等。

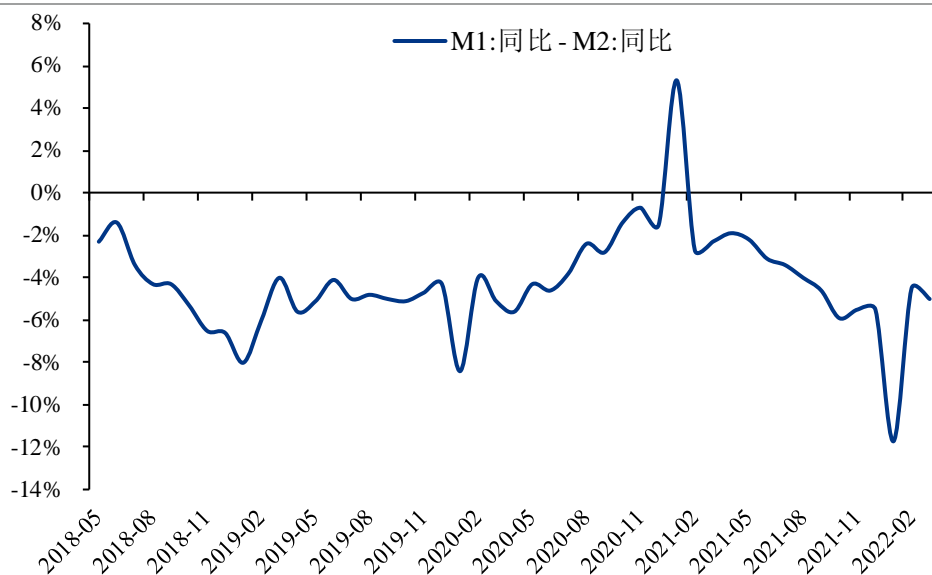


图表3：3月居民贷款同比少增，企业贷款短期化特征明显



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：M1-M2 负向剪刀差进一步扩大



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、中美利差倒挂，降准降息仍有空间

4月11日，中美10年期国债利差出现倒挂，中债利率低于美债利率，为2010年以来首次。市场担心中美利差倒挂将加大人民币汇率贬值压力，进而对我国货币政策形成掣肘。

中美利差倒挂，直接原因是中美货币政策背离，根本原因是中美经济基本面背离。自去年以来，美国通胀一路攀升，2月CPI与核心CPI同比分别高达7.9%和6.4%，创1982年下半年以来新高。美联储为抑制通胀，只能加快货币政策紧缩步伐，加息缩表同



步推进，美债收益率快速上行。而当前中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，近期又遭遇疫情反弹、俄乌冲突等国内外超预期因素的冲击，新的下行压力进一步加大。稳增长政策靠前发力、充分发力，3月中下旬以来中国10年期国债收益率再次走弱。

中美利差倒挂将降低中国债券等金融资产的吸引力，加剧短期跨境资本流出，从而对人民币汇率形成贬值压力。但不宜过度夸大其对人民币汇率等的负面影响。

首先，汇率的决定因素是实际利差而非名义利差。当前中美利差倒挂，主因美国高通胀推升名义利率，实际利率仍负；而中国通胀较为低迷，3月CPI与核心CPI同比分别为1.5%和1.1%，中美实际利差尚未倒挂。从历史经验来看，中美名义利差与人民币汇率走势之间经常出现背离，背后通常是名义利差与实际利差的背离。

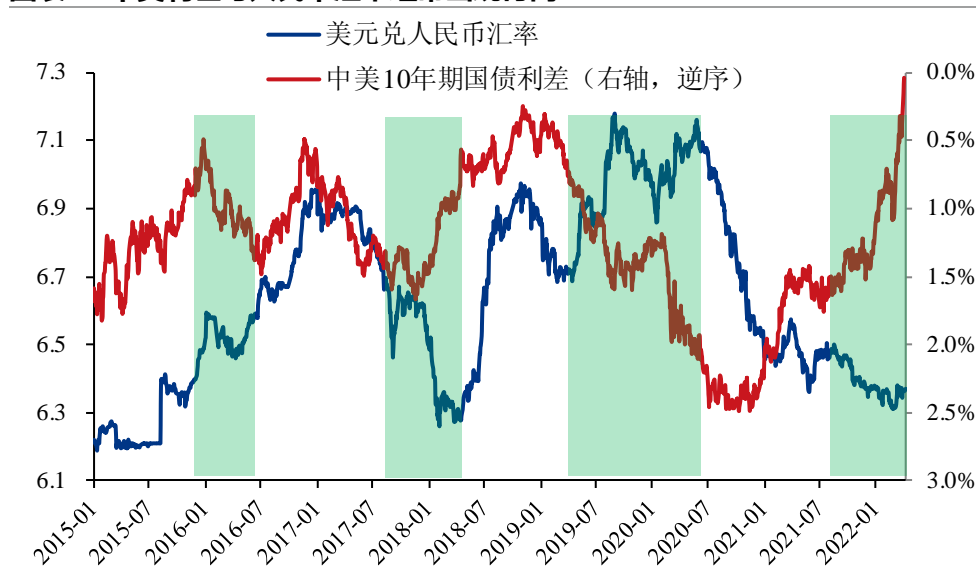
其次，即使短期跨境资本流出增加，贸易顺差和外国直接投资仍将带来美元流入。去年下半年以来，中美货币政策便持续背离，但10月以来美元兑人民币汇率与美元指数出现背离，美元持续走强，而人民币汇率更强。中国出口保持高增，且持续吸引外国直接投资，使得汇率市场上美元供应十分充足。

若中美利差倒挂持续加剧，自然会对我国货币政策形成掣肘。但当前中美实际利差仍有一定缓冲空间，且中国出口和外国直接投资仍较景气，都极大地缓解了货币政策受到的外部压力。

406国常会判断，国内外形势发展“超出预期”，“新的下行压力进一步加大”，提出“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”。

短期内我国货币政策仍将坚持“以我为主”，降准降息仍有空间。降准有助于补充流动性缺口，增强银行放贷能力，降低银行资金端成本，扩大让利实体的空间；降息有助于减轻居民和企业偿债压力，提振居民消费和扩大有效投资。只要中国经济修复速度快于美国，中美利差将再度扩大，货币政策受到的外部约束自然也会消失。

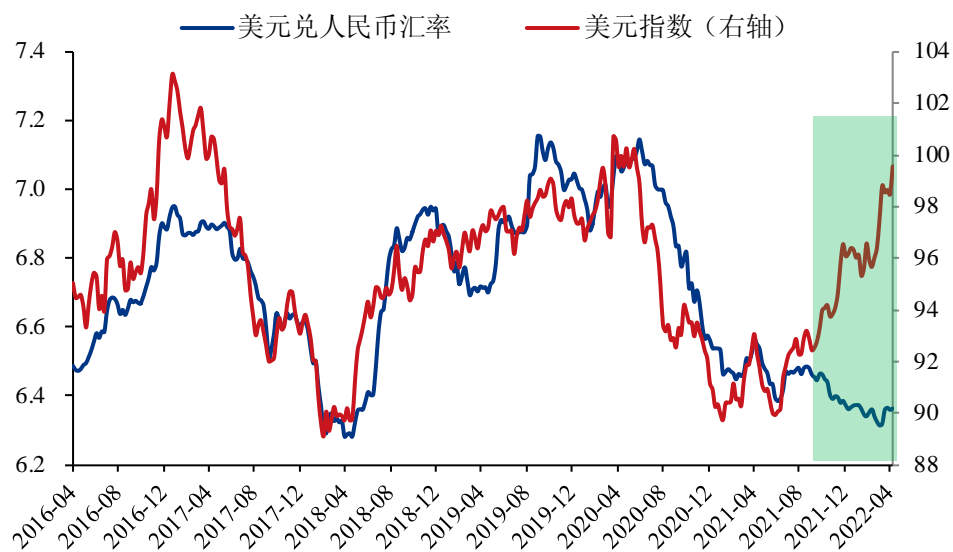
图表5：中美利差与人民币汇率经常出现背离



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表6：2021年10月以来美元兑人民币汇率与美元指数持续背离



资料来源：Wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com