



**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

<b>1.事件：3月份金融数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2.事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>4</b>
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
<b>3.事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
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
<b>4.事件预测：趋势判断</b> .....	<b>9</b>
4.1 货币政策进入观察期，“双降”将延后 .....	9
<b>5.风险提示：</b> .....	<b>10</b>

## 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。

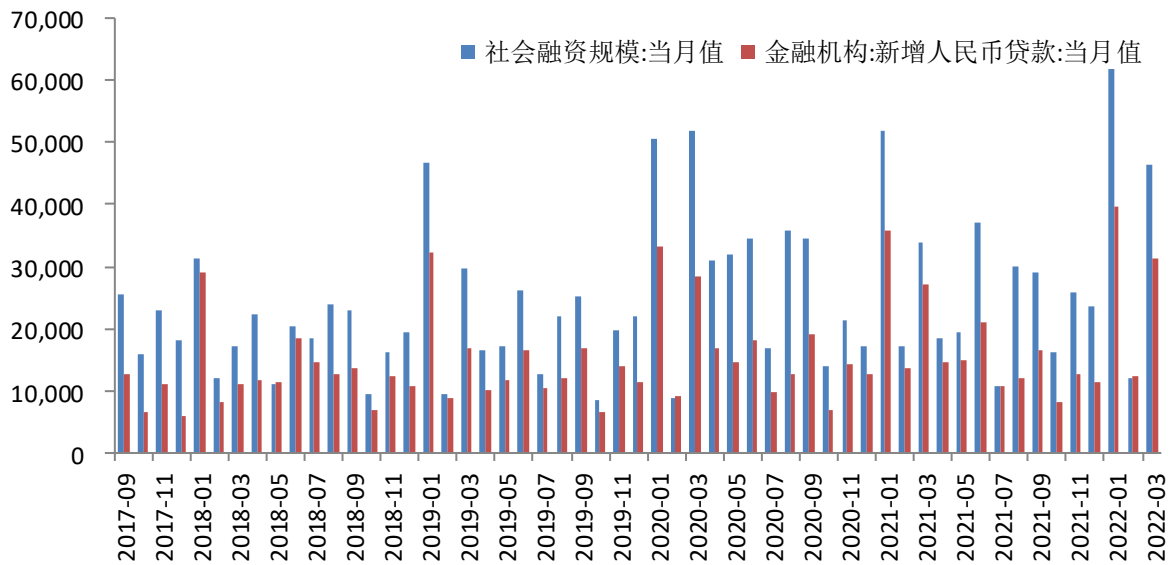
表1 2022年3月的中国信贷和货币市场预测情况(亿元, %)

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

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）



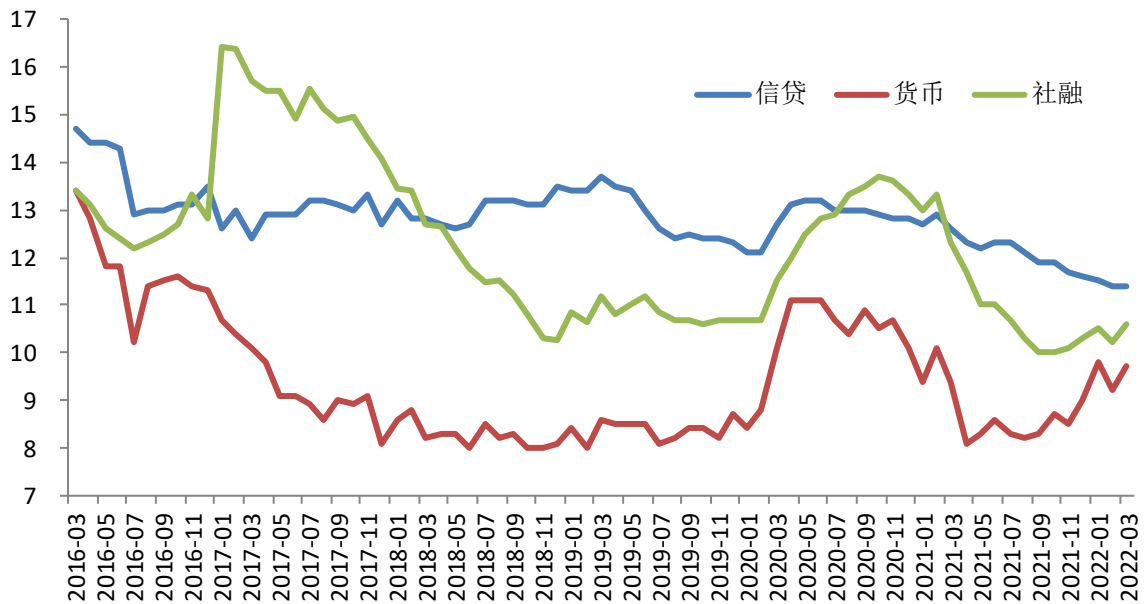
资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 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，从货币政策的视角，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

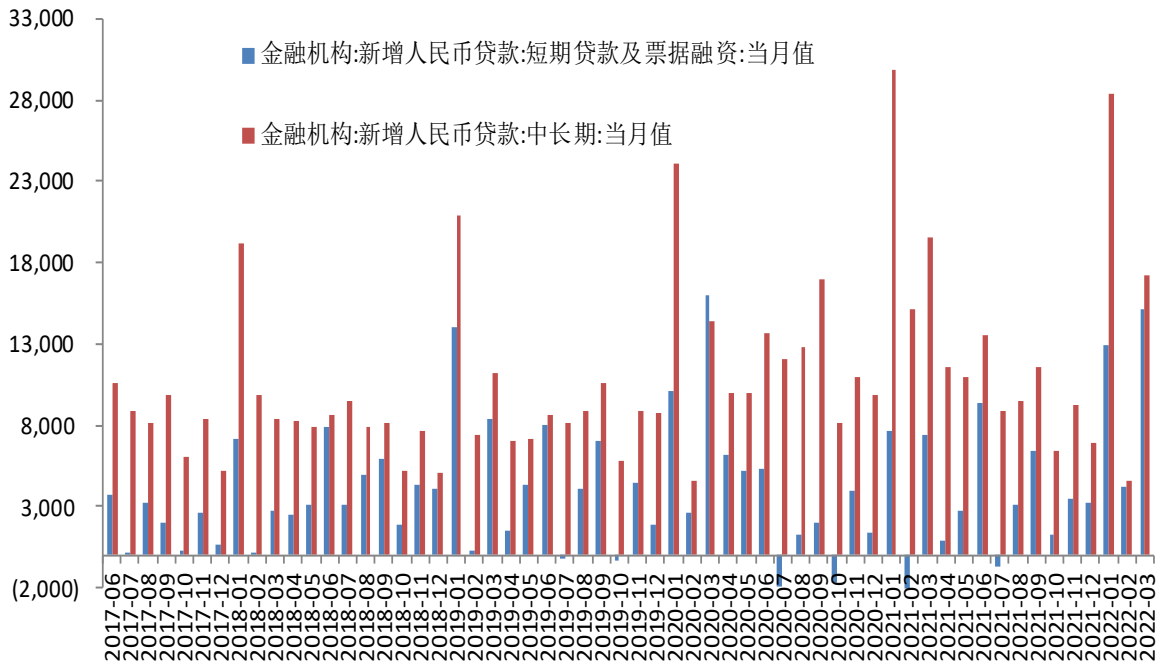
### 2.3 信贷增长期限均衡化发展

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

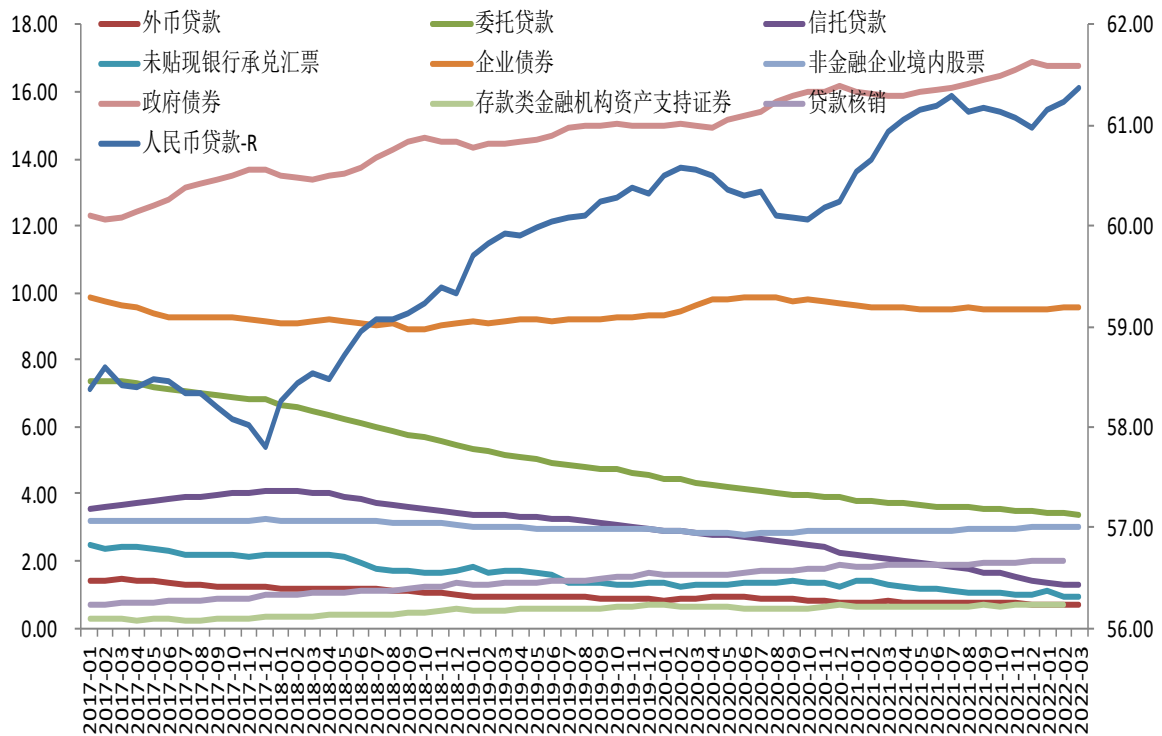
从社会融资结构的角度，2022 年以来融资表内化趋势明显：在社会融资结构中，银行信贷融资比重恢复上升，债券融资（政府债券+企业债券）融资比重稳重趋涨，委托融资等表外融资项目延续缓慢下降态势。2018 年以来的、以资产管理新规实施为标志的资本市场规范化体系建设，成效逐渐呈现，社会融资有序化、规划化发展，这意味着社会信用体系的完善和流动性环境平稳性基础趋向稳固。

3 月末社会融资规模存量为 325.64 万亿元，同比增长 10.6%。从结构看，3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.4%，同比高 0.5 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.7%，同比低 0.1 个百分点；委托贷款余额占比 3.4%，同比低 0.3 个百分点；信托贷款余额占比 1.3%，同比低 0.7 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.9%，同比低 0.4 个百分点；企业债券余额占比 9.5%，同比低 0.1 个百分点；政府债券余额占比 16.8%，同比高 0.9 个百分点；非金融企业



境内股票余额占比 3%，同比高 0.1 个百分点。

图 4 中国社会融资存量比重变化（月，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3.2 融资利率下行趋势不变

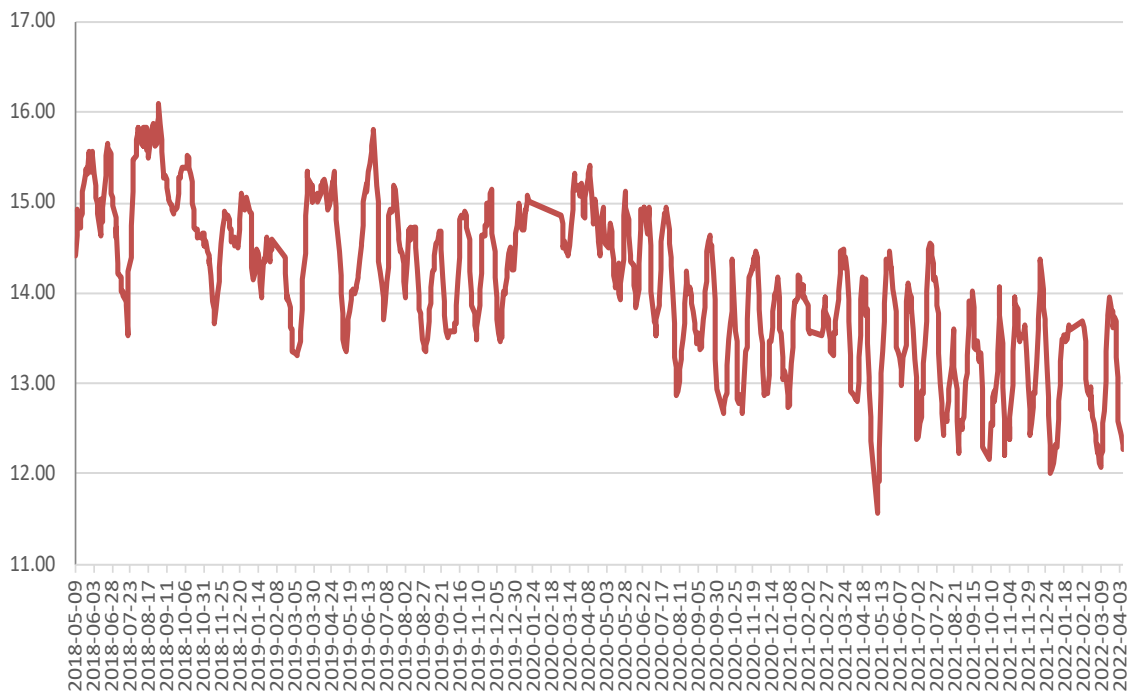
随着房地产行业发展环境的改变，社会融资需求结构也发生了变化，对利率不敏感的财务性融资需求下降，对利率敏感的经营性融资需求上升，市场整体利率水准趋向下行。过去中国融资利率偏高的市场格局，主要是房地产金融持续过快增长，以致挤占金融资源过多的结果；实体之所以融资难、融资贵，尤其是中小企业的融资问题，我们认为主要是因为存在着房地产融资的竞争，房地产项目融资对金融的吸引力较为强大。自央行实施房地产贷款集中度政策后，这一较长时期内存在的导致中小企业融资贵的因素，已逐步缓解。随着楼市政策环境的改变，以及央行直达实体工具的推出，中小企业融资利率偏高局面已得到较大缓解，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。

从中小企业融资利率下降的实践效果看，在流动性环境平稳格局下，各类直达实体的普惠金融政策逐渐完善体系化，政策成效逐步体现，中小企业融资利率必然呈现长期性的波动中趋向下行局面。从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性下降态势。

请务必阅读尾页重要声明



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）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从同业市场交易情况判断，在发挥资本市场功能的政策指引下，资本市场活跃度日益提高，并在客观上提升了中国货币乘数，并使得货币市场交易日趋活跃。一季度银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 379.99 万亿元，日均成交 6.33 万亿元，日均成交同比增长 27.3%。

货币市场繁荣提升中利率平稳，表明市场运行较为健康。受季节性因素和当期通胀预期上升的影响，3 月份同业拆借加权平均利率为 2.07%，分别比上月和上年同期高 0.01 个和 0.06 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.08%，分别比上月和上年同期高 0.02 个和 0.07 个百分点。

## 4 .事件预测：趋势判断

### 4.1 货币政策进入观察期，“双降”将延后

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，货币环境即使趋紧，在“直达实体”的结构性货币政策作用下，实体部门尤其是中小企业的融资利率下降趋势将延续。

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。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

尽管全球通胀压力上升，海外一些国家已启动升息步伐；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。由于中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀或面临超预期下行局面。

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。CPI环比走平，并没有呈现季节性回落，表明疫情供给冲击影响了物价运行固有态势，PPI环比再上升，表明能源冲击下的影响扩大。短期物价高位态势难变。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。

## 5 .风险提示:

**俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：**俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

### 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。