

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。

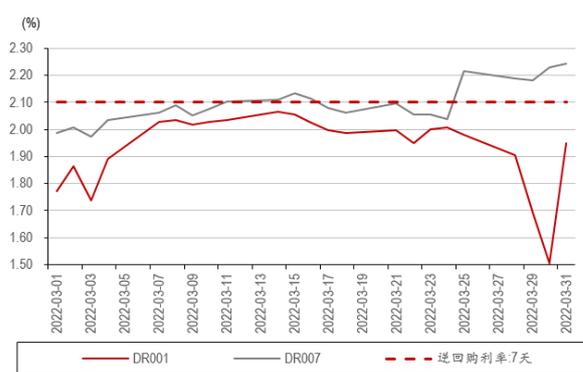
外汇占款连续七个月保持增长。3 月，央行国外资产为 22.62 万亿元，同比增速 3.19%，环比增加 366 亿元。结构上来看，央行外汇占款余额小幅增长。3 月，外汇占款为 21.32 万亿元，同比增速为 0.92%，环比增加 232.39 亿元，截至 3 月外汇占款已连续上升七个月。此外，央行上缴储备投资收益，在资产负债表上也会体现为外汇占款科目的增加。

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

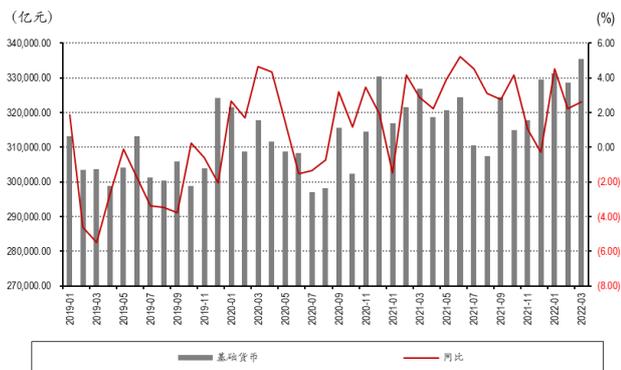
负债端：财政支出水平较高，超储率上升

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



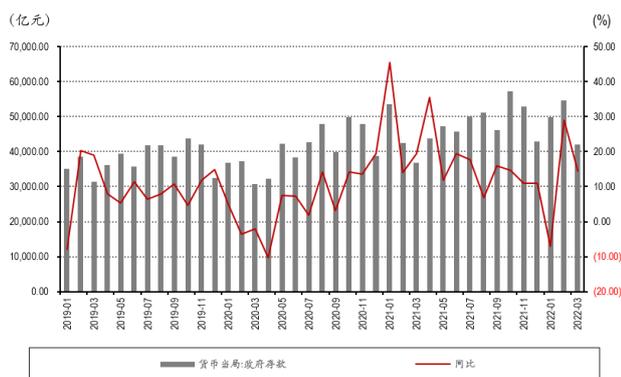
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 超储率测算值上升



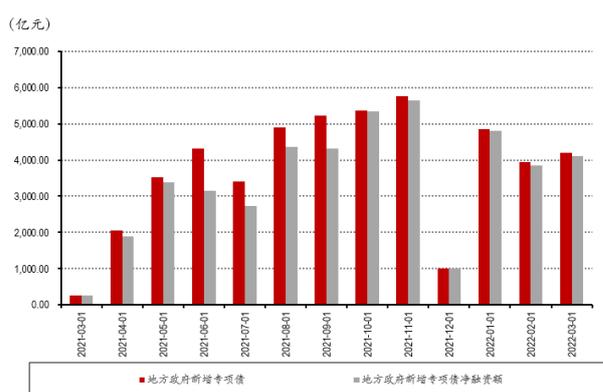
资料来源：万得，中银证券

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。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371