

从央行问卷调查观察信用环境

--金融高频数据周报（2024年3月25日-3月29日）

核心观点：

央行发布 2023 年四季度银行家、企业家和城镇储户的调查问卷报告。我们试图从报告观察目前的信用环境：

贷款总体需求指数上行，表现强于季节性。贷款需求结束了连续两个季度的快速收缩，转为扩张，同比和环比均上行。从信贷需求周期来看，2011-2015 年是信贷需求收缩期，2016-2021 年是信贷需求扩张期，2022 年之后信贷需求总体处于收缩期，四季度偏强的表现是否可以持续，出现大周期收缩中的扩张小周期有待观察。（图 1）

分行业看，制造业贷款需求最好，房地产企业贷款需求持续在荣枯线之下，但边际改善。制造业、基础设施、批发零售业、房地产企业贷款需求指数都结束了连续两个月的环比下行，转为上行，环比分别上行 2.6、0.2、2.8 和 0.9 个百分点。制造业和批发零售业的改善最为明显。房地产企业贷款需求出现环比改善，但仍然位于历史低位。（图 2）。分企业规模看，均出现环比改善，中型企业改善最为明显（图 3）。

基建贷款需求环比改善并不显著，政府债券发行到贷款需求存在时滞。观察历史数据，财政存款增速领先基建贷款需求指数约 1 个季度，截至今年 2 月财政存款余额增速仍在上行，这意味着 1 季度基建贷款需求可能不会出现大幅改善。（图 4）

货币政策和金融政策同时边际趋紧。四季度“货币政策感受指数”和“银行贷款审批指数”都出现下行。货币政策感受指数反映央行到商业银行的流动性供给（狭义流动性），体现货币政策意图。银行贷款审批指数反映从商业银行到实体部门的流动性供给（广义流动性），体现金融政策意图。（图 5、图 6）

当前信用扩张受到金融政策的制约。货币政策感受指数虽然在四季度边际收紧，但是数值较高，货币政策仍属于中性偏松的基调。值得关注的是银行贷款审批指数从 2022 年下半年开始持续下行，代表金融政策持续收紧，这可能和商业银行的顺周期属性有关。信用扩张的链条为“从货币政策到金融政策再到实体贷款需求”，目前金融政策的持续收紧，贷款需求上升的持续性有待观察，意味着信用扩张仍需等待。

本周市场观察（3月25日-3月29日）：

公开市场操作：月末央行呵护流动性，本周净投放 8280 亿元。

月末并未出现超出季节性的资金异常紧张，流动性分层明显：SHIBOR007 和 DR007 分别收于 1.9670%（+12BP）、2.0124%（+15BP）。GC007 收于 2.1750%（-26BP）。R007 与 DR007 利差扩张至 80BP。

银行间质押式回购日均成交量回落：从上周的约 7.1 万亿下降至约 6.1 万亿。

国债收益率曲线下移：30 年中债国债收益率继续下行至 2.4594%（-2BP）；10 年期收于 2.2901%（-2BP），围绕 2.3% 的中枢波动；1 年期收于 1.7225%（-4BP）。

同业存单发行利率小幅下行：1 年期国有银行同业存单发行利率收于 2.23%（-1BP）；股份制银行收于 2.25%（-2BP）。

美元指数快速上行至 104.50，非美货币涨跌互现，人民币小幅升值：人民币即期汇率升值 0.07%，收于 7.2232（-51pips），日元+0.07%、韩元-0.65%、欧元-0.16%、加元+0.43%、澳元+0.11%、英镑+0.20%。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

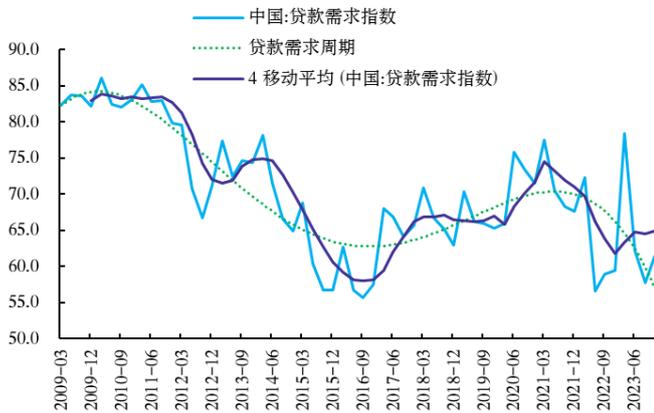
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

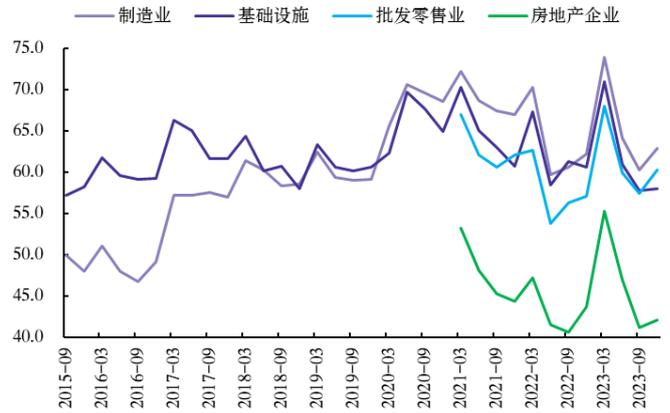
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.对央行调查问卷报告理解不到位的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

图1: 贷款需求指数 (%)



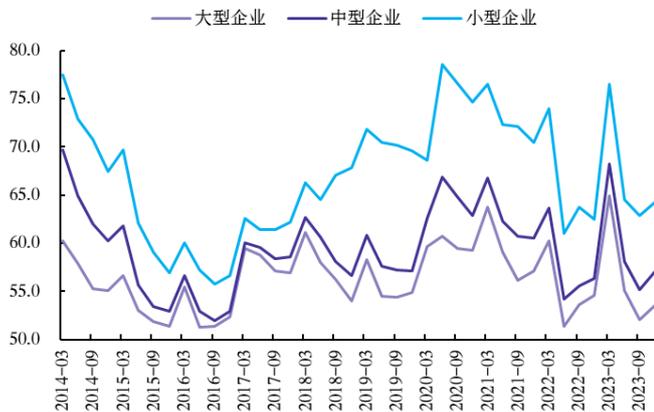
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 分行业贷款需求指数 (%)



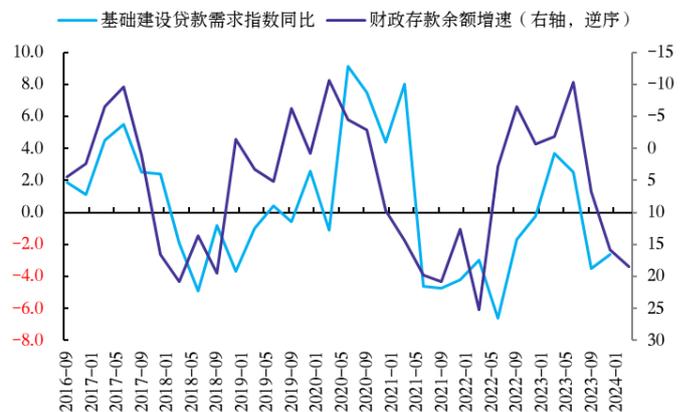
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 分企业规模贷款需求指数 (%)



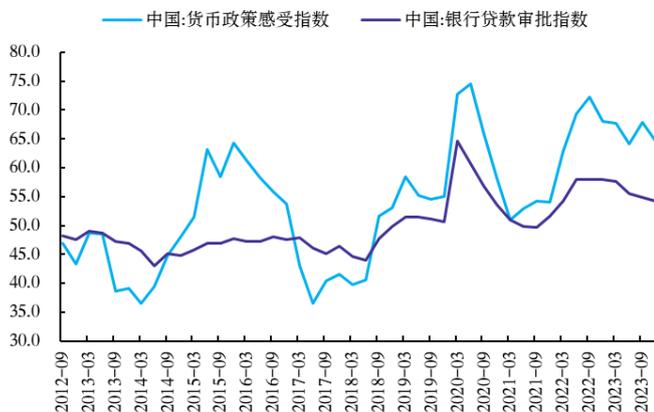
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 基建贷款需求指数与财政存款 (%)



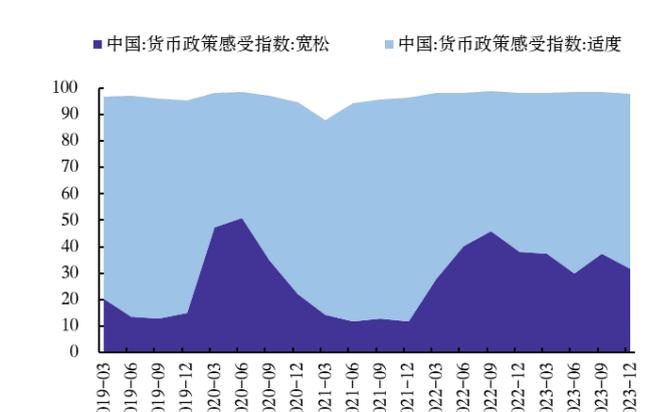
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 货币政策感受指数与银行贷款审批指数 (%)



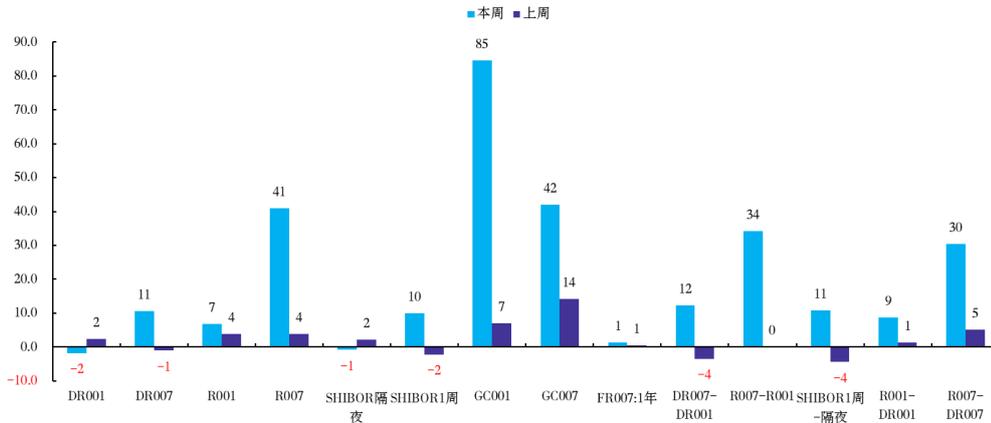
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 货币政策感受指数分情形占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

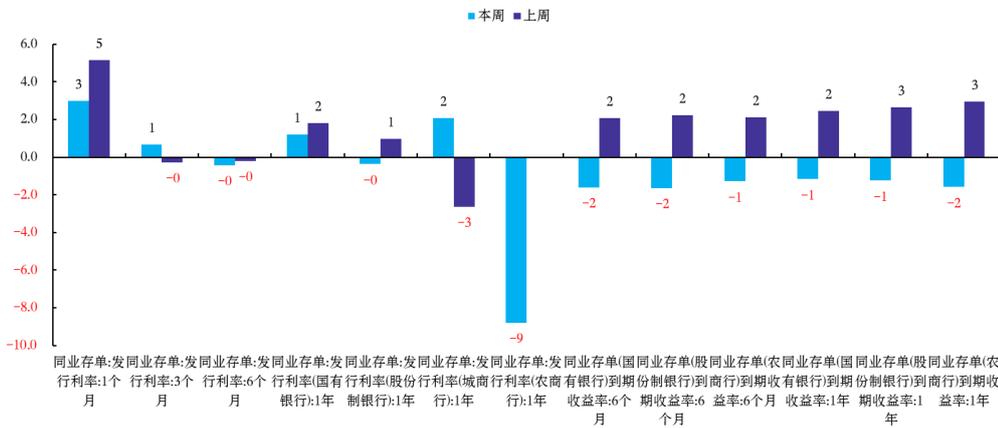
图7：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：3月25日-3月29日，上周：3月18日-3月22日，上上周：3月11日-3月15日

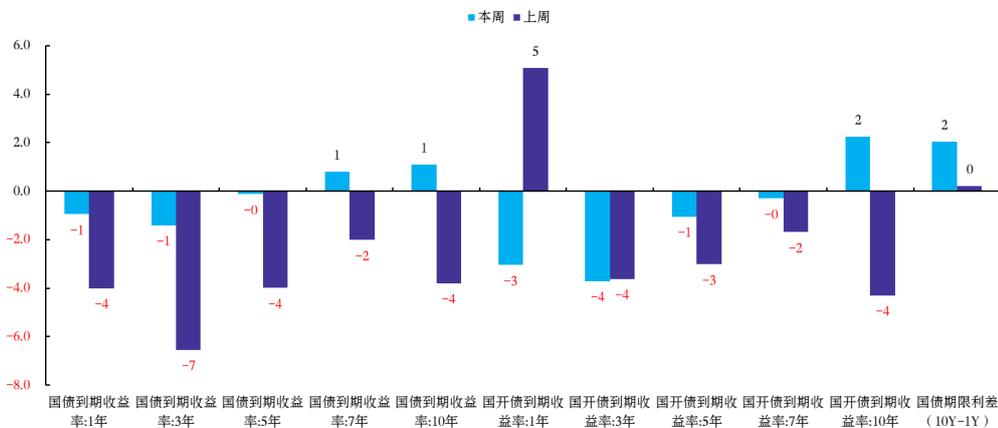
图8：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：3月25日-3月29日，上周：3月18日-3月22日，上上周：3月11日-3月15日

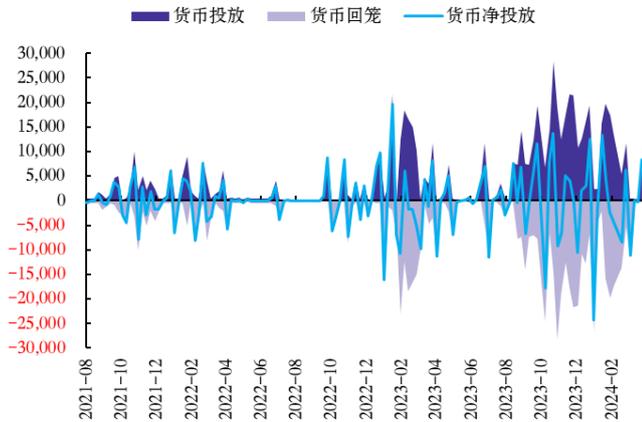
图9：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

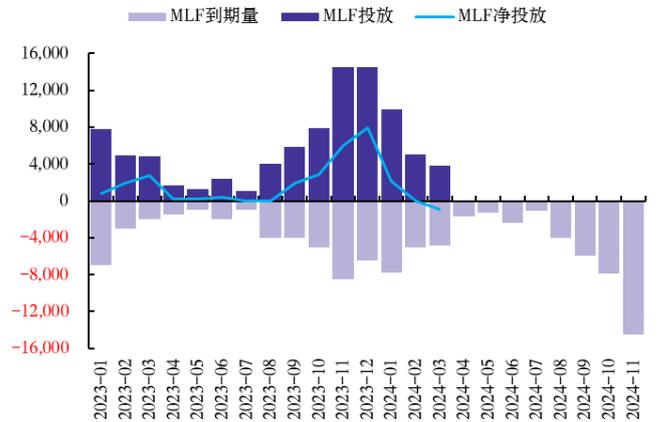
本周：3月25日-3月29日，上周：3月18日-3月22日，上上周：3月11日-3月15日

图10: 央行公开市场净投放 8280 亿元 (仅逆回购) (亿元)



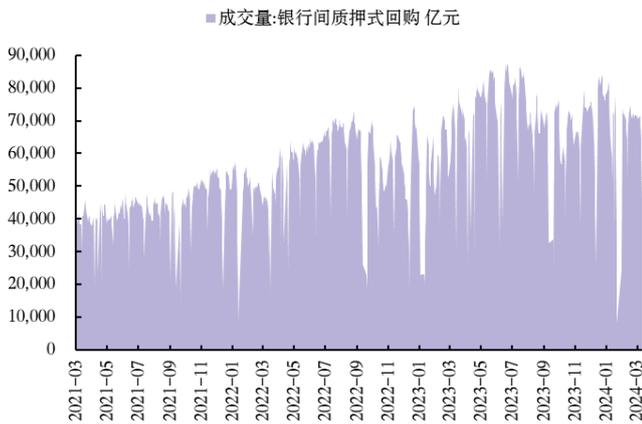
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 4月 MLF 到期量 1700 亿 (亿元)



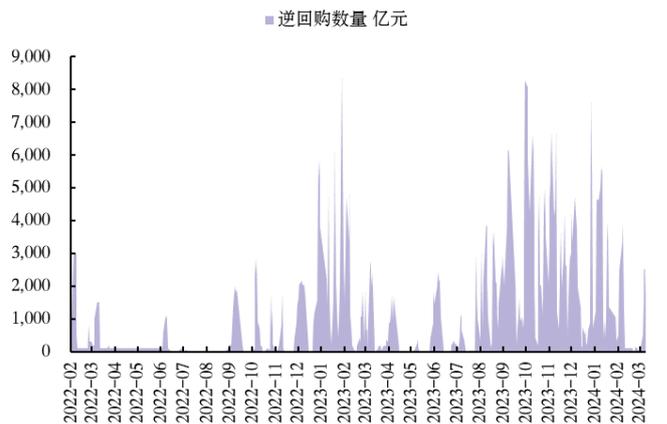
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 银行间质押式回购日均成交量约 6.1 万亿 (亿元)



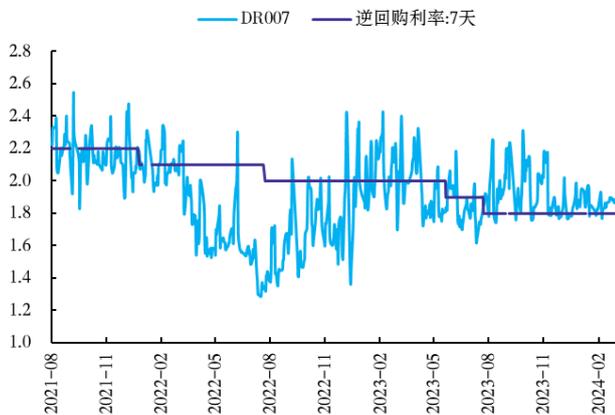
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 7天+14天逆回购规模本周合计 8500 亿 (亿元)



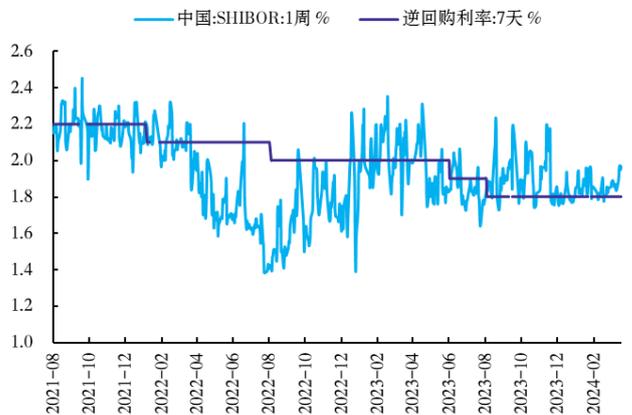
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: DR007 上升至 2.0124% (%)



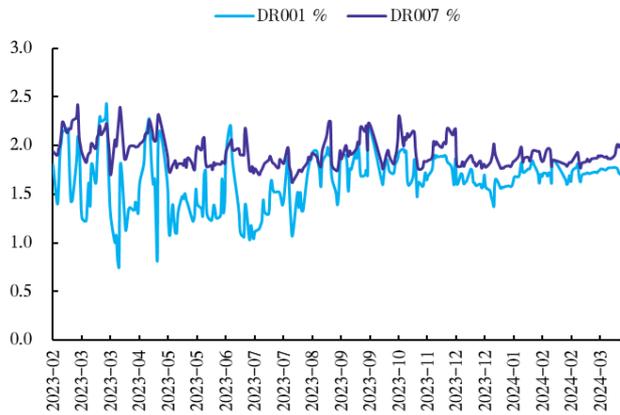
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: SHIBOR007 收于 1.9670%



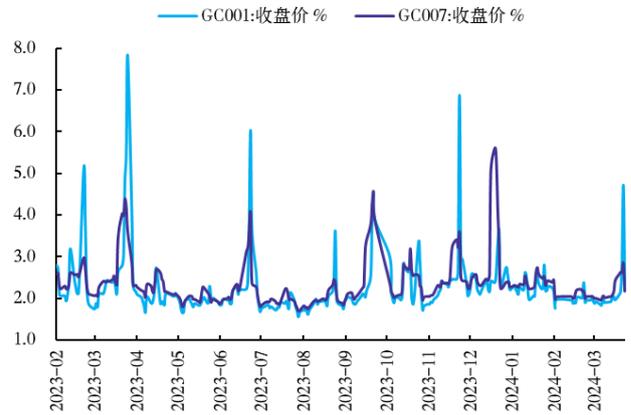
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: DR007 与 DR001 利差扩张至 30BP



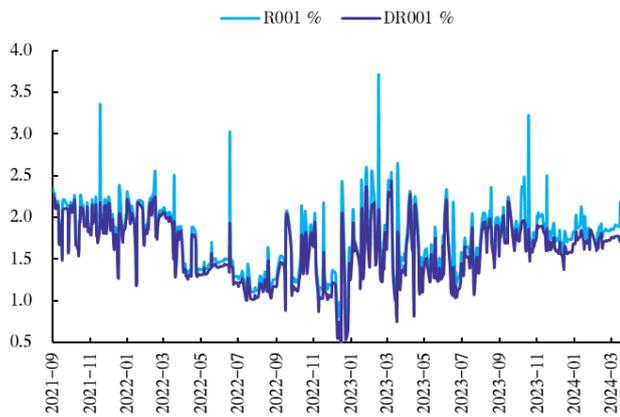
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 上证所国债回购利率



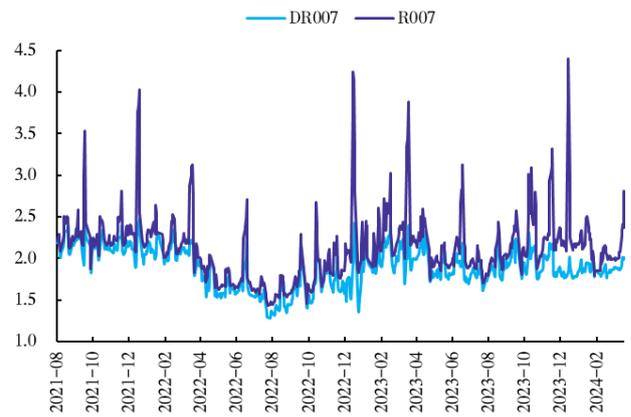
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: R001 和 DR001 利差上升至 46BP



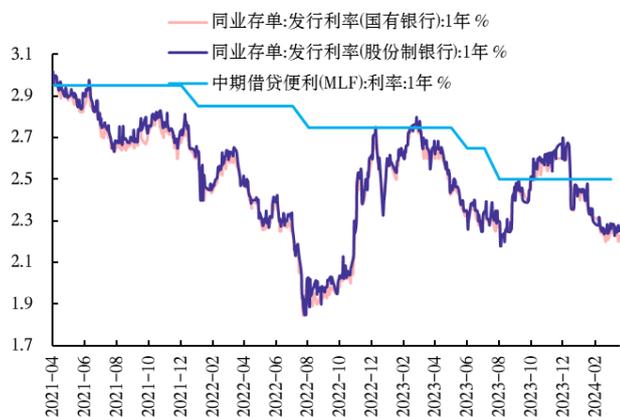
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: R007 和 DR007 利差扩张至 80BP (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 同业存单发行利率与 MLF 利率



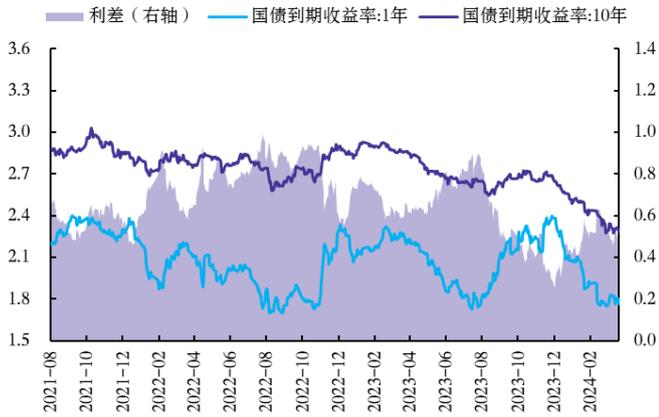
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 10 年期国债收益率与 MLF 利率



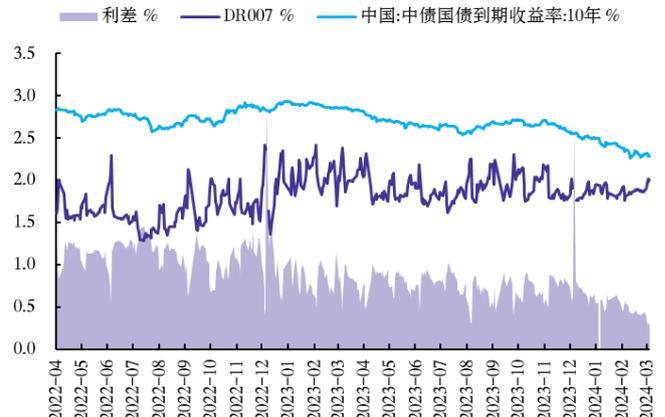
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22：国债收益率期限利差收缩（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：10年期国债收益率与DR007利差缩小至28BP



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：1年期FR007利率与10年国债收益率利差基本不变



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：一年期FR007下行



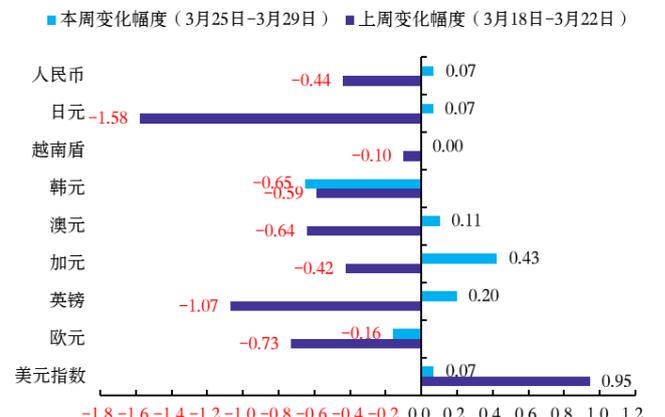
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：美元指数上行至104.5



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：非美货币（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：花旗经济意外指数差值收窄



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：人民币即期汇率和中间价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 贷款需求指数 (%)	2
图 2: 分行业贷款需求指数 (%)	2
图 3: 分企业规模贷款需求指数 (%)	2
图 4: 基建贷款需求指数与财政存款 (%)	2
图 5: 货币政策感受指数与银行贷款审批指数 (%)	2
图 6: 货币政策感受指数分情形占比 (%)	2
图 7: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 8: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 9: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 10: 央行公开市场净投放 8280 亿元 (仅逆回购) (亿元)	4
图 11: 4 月 MLF 到期量 1700 亿 (亿元)	4
图 12: 银行间质押式回购日均成交量约 6.1 万亿 (亿元)	4
图 13: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 8500 亿 (亿元)	4
图 14: DR007 上升至 2.0124% (%)	4
图 15: SHIBOR007 收于 1.9670%	4
图 16: DR007 与 DR001 利差扩张至 30BP	5
图 17: 上证所国债回购利率	5
图 18: R001 和 DR001 利差上升至 46BP	5
图 19: R007 和 DR007 利差扩张至 80BP (%)	5
图 20: 同业存单发行利率与 MLF 利率	5
图 21: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	5
图 22: 国债收益率期限利差收缩 (%)	6
图 23: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 28BP	6
图 24: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差基本不变	6
图 25: 一年期 FR007 下行	6
图 26: 美元指数上行至 104.5	6
图 27: 非美货币 (%)	6
图 28: 花旗经济意外指数差值收窄	7
图 29: 人民币即期汇率和中间价	7

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn