



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

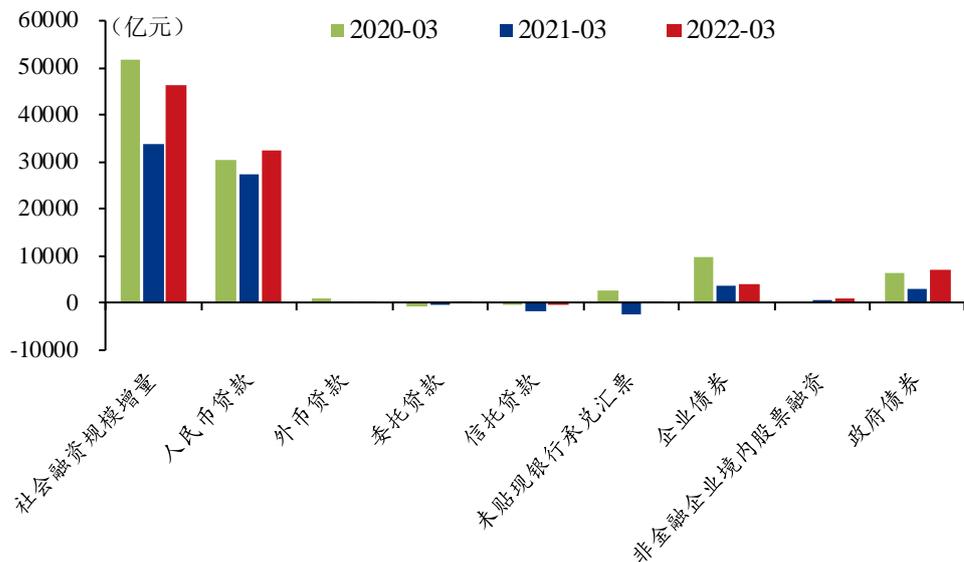
(一) 总量超预期源于政策发力

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。

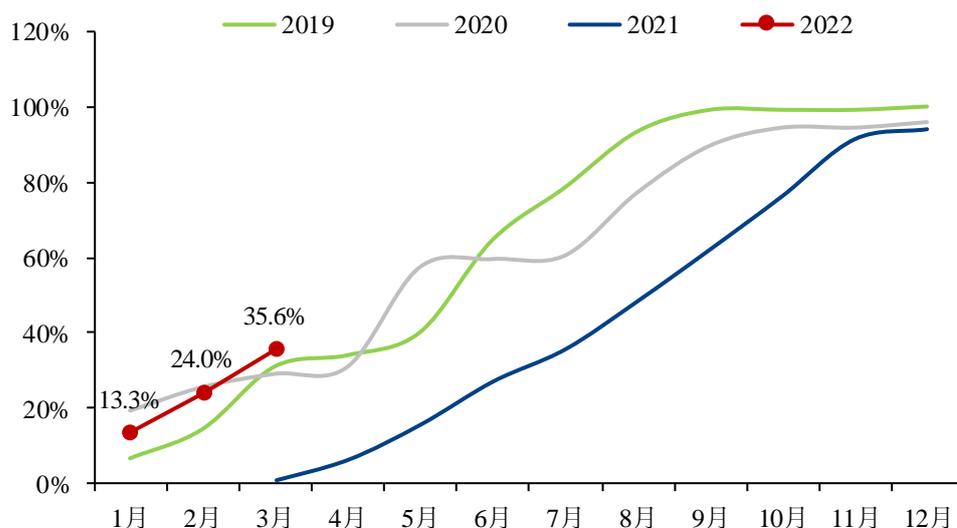
图表1：3月信贷社融总量超预期



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

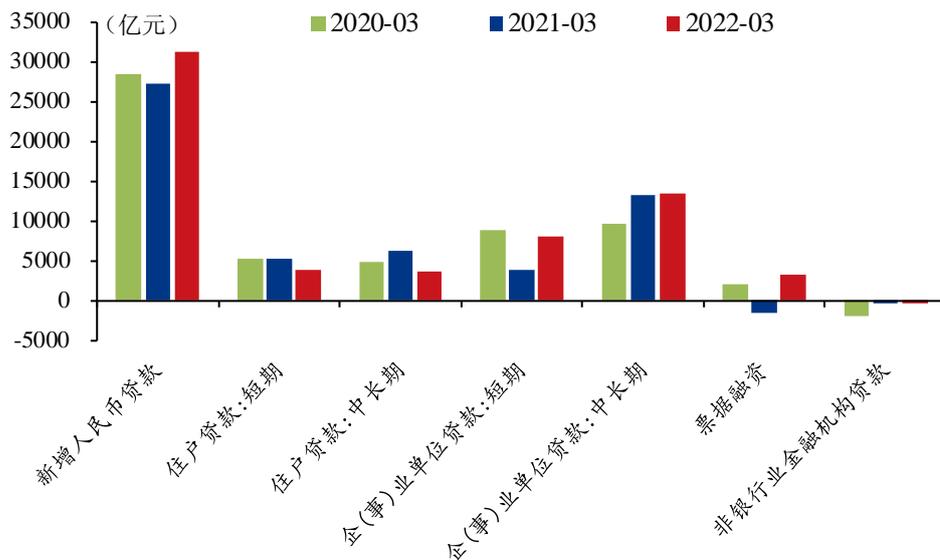
(二) 结构欠佳反映经济低迷

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。

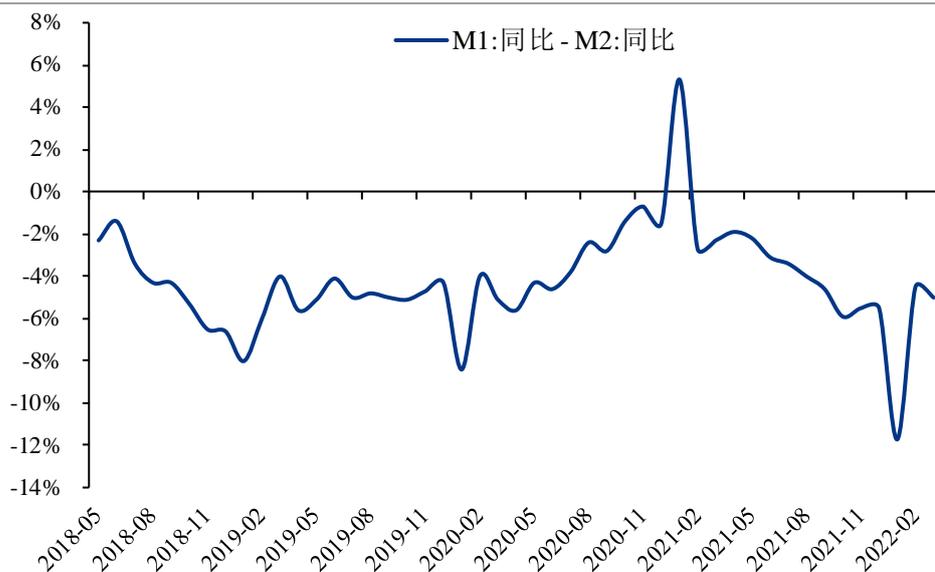


图表3：3月居民贷款同比少增，企业贷款短期化特征明显



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。

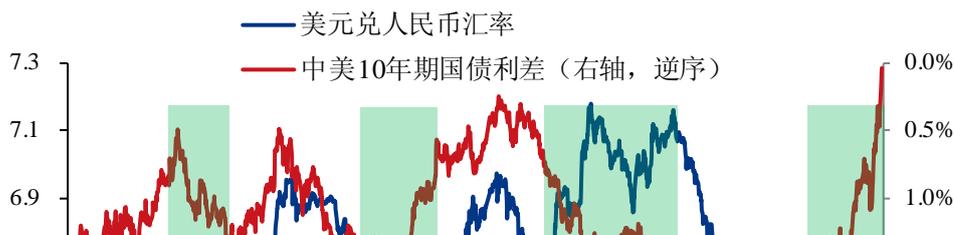
其次，即使短期跨境资本流出增加，贸易顺差和外国直接投资仍将带来美元流入。去年下半年以来，中美货币政策便持续背离，但10月以来美元兑人民币汇率与美元指数出现背离，美元持续走强，而人民币汇率更强。中国出口保持高增，且持续吸引外国直接投资，使得汇率市场上美元供应十分充足。

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



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_40208



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>