

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：赵廷辰 中国银行研究院
吴丹 中国银行研究院
电话：010 - 6659 1558

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 李佩珈
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

疫后中国经济恢复系列研究之一：

疫情防控措施优化后金融市场

迎来暖春^{*}

自 2022 年 11 月我国优化疫情防控措施以来，经济复苏态势逐步显现。金融市场也随之开始回暖，市场信心显著提振，境外资金对国内市场的关注程度再度升高。当前，我国金融业呈现出市场利率合理回升、贷款量与质同步提高、汇率回升后趋于稳定、股票交易活跃度增强等亮点。但同时也存在信用债利率非理性升高、居民融资需求偏弱、美联储加息影响人民币汇率稳定、全球经济衰退和地缘冲突等风险可能传导至境内市场等问题。未来金融要进一步加大支持实体经济力度，为经济持续复苏营造良好条件。

疫情防控措施优化后金融市场迎来暖春

自 2022 年 11 月我国优化疫情防控措施以来，经济复苏态势逐步显现。金融市场也随之开始回暖，市场信心显著提振，境外资金对国内市场的关注程度再度升高。当前，我国金融业呈现出市场利率合理回升、贷款量与质同步提高、汇率回升后趋于稳定、股票交易活跃度增强等亮点。但同时也存在信用债利率非理性升高、居民融资需求偏弱、美联储加息影响人民币汇率稳定、全球经济衰退和地缘冲突等风险可能传导至境内市场等问题。未来金融要进一步加大支持实体经济力度，为经济持续复苏营造良好条件。

一、市场看好经济复苏前景，主要利率合理回升

利率是反映经济前景、折射市场信心的重要先行指标。在通胀稳定情况下，市场利率的变动通常与经济增速的变动保持相对一致¹。随着防疫措施优化，主要利率由此前的持续走低，逐步回升至合理水平，反映出市场看好经济复苏前景。但信用债利率非理性升高的问题应引起关注。

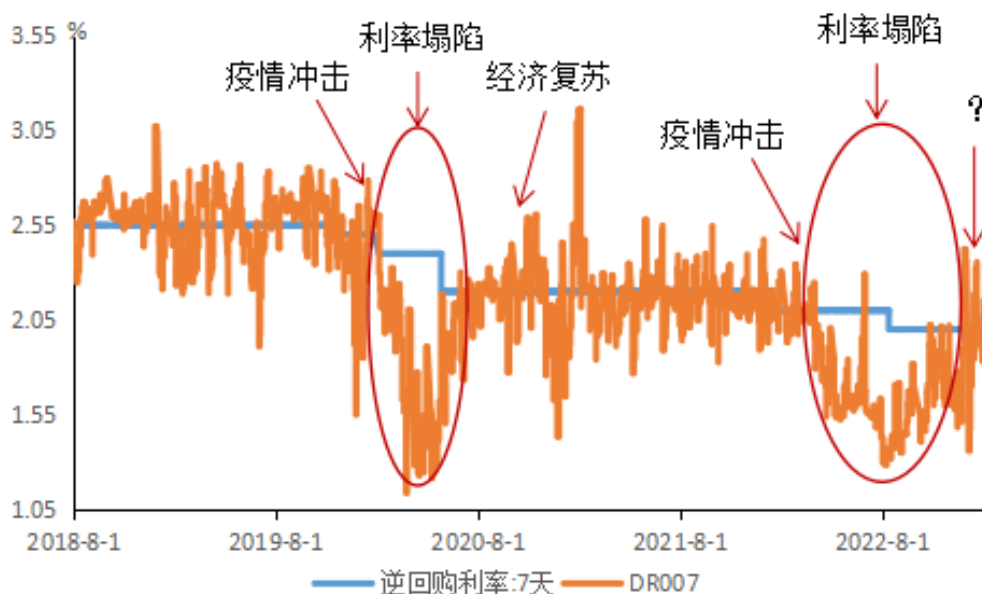
第一，从短期利率来看，融资需求恢复，推动货币市场利率回归围绕政策利率波动的正常状态。在我国短期货币市场中，人民银行通过 7 天逆回购操作投放流动性，通过调节 7 天逆回购利率（政策利率）来引导 DR007 等利率（市场利率）围绕政策利率波动。但在 2022 年 4 月疫情冲击后由于融资需求低迷，货币市场利率快速下行、持续低于政策利率，7-8 月时 DR007 更曾跌破 1.4%，降至历史罕见低位。11 月随着防疫措施得到优化²，DR007 开始逐渐回升，进入 2023 年后已基本回归正常的围绕政策利率（目前是 2.0%）波动状态。这种市场利率长期持续低于政策利率的“利率塌陷”现象

¹ 根据宏观经济学观点，如果经济增长前景向好，居民认为未来自己收入将提升，那么他会增加消费、减少储蓄，而企业也愿意扩大投资，导致当前社会总储蓄小于总投资，利率上升；反之如果经济前景不佳，居民普遍认为个人收入将减少，便会减少当前消费、增加储蓄，企业也将收缩投资，导致社会总储蓄大于总投资需求，利率下降。

² 2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》（简称《通知》），此后全国各地有序优化防控措施。

³，在 2020 年 2 月疫情首次暴发时也曾出现，到 2020 年 7 月充分复工复产后 DR007 重回政策利率周围波动（图 1），随即 2020 年下半年经济出现较强复苏。今昔对比，随着本次市场利率走出“塌陷”状态，一定程度上说明当前融资需求正在恢复，经济复苏迹象开始显现。

图 1：疫情冲击两次导致“利率塌陷”



资料来源：人民银行，中国货币网，作者整理，中国银行研究院

第二，从长期利率来看，市场看好长期经济增长前景，推动 10 年期国债利率快速反弹。在一定程度上，10 年期国债利率反映了长期经济增长的潜力。2022 年 8 月，10 年期国债利率一度跌破 2.60%，达到近十年来罕见低位。2022 年 11 月 11 日发布优化防控措施《通知》后，10 年期国债利率立即由 11 月 11 日的 2.73% 跳升至下个交易日的 2.83%⁴（图 2）。在当时货币政策没有明显调整的情况下，这反映出防疫措施优化后，市场普遍看好长期经济复苏前景、认为利率将显著回升。此后，10 年期国债利率继续小幅震荡上行，说明经济走势与市场预期基本一致（原因是如果经济走势不及 11

³ 关于疫情冲击导致货币市场“利率塌陷”的更多分析，具体可见赵廷辰，高度关注货币市场“利率塌陷”现象，宏观观察，2022 年 1 月 12 日。

⁴ 国债期货成交价反映了市场对未来国债价格走势的预期，而债券价格与利率呈反向变动关系。因此短时间内国债期货价格快速下跌，反映了市场认为未来国债价格将会降低、利率将会抬升。

月时的市场预期，国债利率将会再次显著回落）。目前 10 年期国债利率在 2.90% 附近波动，与 2021 年下半年经济复苏时期基本一致。

图 2:10 年期国债利率走势



资料来源：中债估值中心，作者整理，中国银行研究院

但在利率回升的同时，也出现了“理财赎回潮”导致信用债利率非理性升高的新现象、新问题。2018 年“资管新规”出台后，我国理财产品经历大规模净值化转型，“刚性兑付”、“资金池运作”等积弊得到有效纠治。但转型后理财产品底层资产的盈亏情况将迅速反映在产品净值中，使得过去习惯了保本保息的理财投资者可能出现情绪波动和盲目交易。2022 年我国银行理财规模近 30 万亿元，其中绝大部分配置于债券资产。受防疫措施优化后利率回升等因素影响，11 月债券市场价格明显回落，导致理财产品净值波动，引发大批投资者争相赎回理财产品⁵，对债券价格进一步造成冲击。在“赎回潮”中，风险较大的信用债被抢先抛售，导致信用债利率急剧升高。平均信用利差（信用债利率-利率债利率）一度突破 100BPs，目前有所回落，但仍处历史高位（图 3）。“理财赎回潮”所导致的信用利差非理性扩大是近期出现的新现象，对企业发债融资造成不利影响，该问题应引起有关部门高度重视。

⁵ 参见李佩珈，理财产品“赎回”：成长中的烦恼与应对，宏观观察，2023 年 2 月 8 日。

图 3：信用利差（信用债利率-利率债利率）走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

二、融资需求开始恢复，贷款量与质同步提升

2022 年受疫情冲击，实体经济融资需求不振，贷款投放较为萎靡，11 月防疫措施优化后贷款形势明显好转。

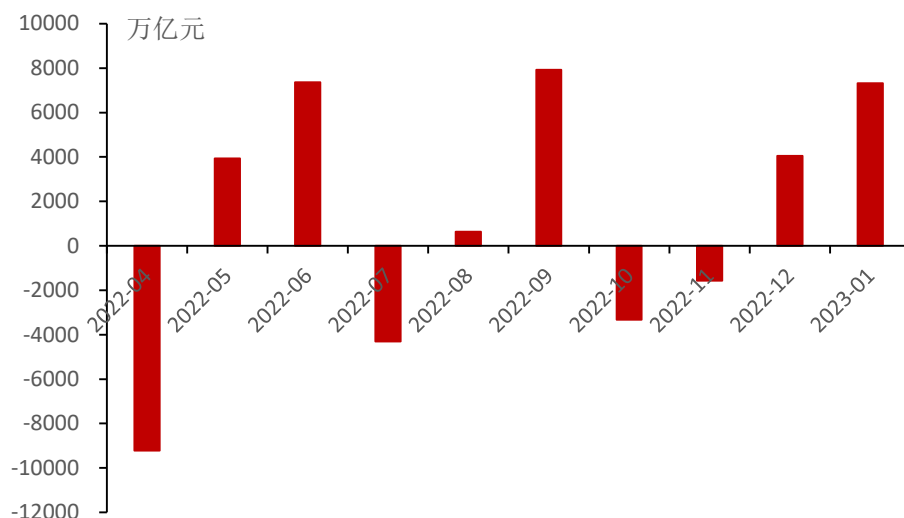
从量的角度来看，贷款同比明显多增。在 2022 年受疫情影响严重的 4-10 月，除受政策因素影响较大的 6 月和 9 月，其他月份社融中的新增人民币贷款较 2021 年同期增长乏力，特别是 4 月和 7 月各大幅少增 0.92 万亿和 0.43 万亿。但到 2022 年 12 月和 2023 年 1 月，贷款分别同比多增 0.41 和 0.73 万亿元。2023 年 1 月新增人民币贷款总量高达 4.93 万亿，创历史新高（图 4），实体经济融资需求显露回暖迹象。

从质的角度来看，近期新增贷款的含金量较高。主要体现在两方面。第一，贷款多增是在“以票充贷”现象减少的情况下实现的。在金融机构各类贷款中，票据融资收益率偏低，当经济兴旺时银行一般不愿多发放票据融资，以免挤占信贷额度。但在经济衰退时，由于高收益率“资产荒”，而票据融资发放手续简便、不良率较低，尤其是在监管部门督促加大贷款力度时，银行常会大量开展票据融资“以票充贷”⁶。

⁶ 关于“以票充贷”现象的更多分析，可参见中国银行研究院发布中国经济金融展望报告（2023 年）中的《专栏二：票据融资与“以票充贷”》。

2022 年疫情冲击后，票据融资一度成为贷款新增的主要途径之一，金额占新增贷款比重多个月份超过 30%，4 月甚至达到前所未有的近 80%。而 11 月以来，该比例逐月降低，特别是 2023 年 1 月票据融资占比降至-8.42%。1 月在票据融资负增长情况下，贷款总量仍创下历史新高，显示有更多较高收益率投资项目再次出现在银行授信选择范围内。

图 4：社融中新增人民币贷款同比多增



资料来源：人民银行，作者整理，中国银行研究院

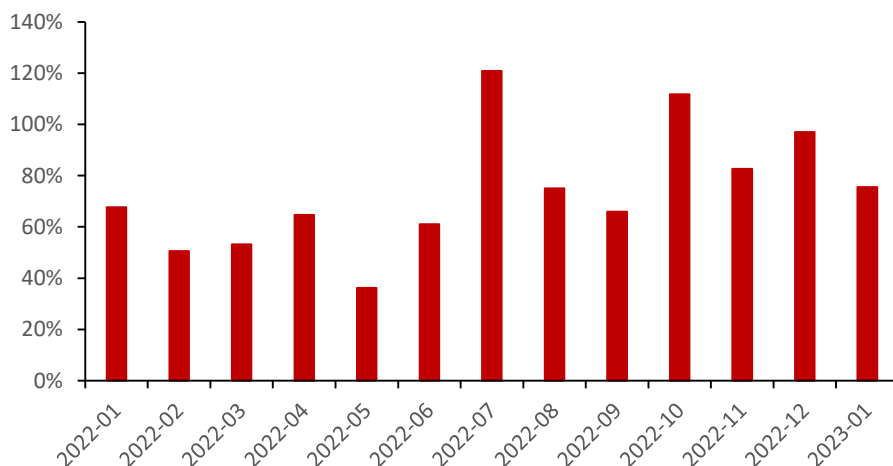
从质的角度来看，近期新增贷款的含金量较高。主要体现在两方面。第一，贷款多增是在“以票充贷”现象减少的情况下实现的。在金融机构各类贷款中，票据融资收益率偏低，当经济兴旺时银行一般不愿多发放票据融资，以免挤占信贷额度。但在经济衰退时，由于高收益率“资产荒”，而票据融资发放手续简便、不良率较低，尤其是在监管部门督促加大贷款力度时，银行常会大量开展票据融资“以票充贷”⁷。2022 年疫情冲击后，票据融资一度成为贷款新增的主要途径之一，金额占新增贷款比重多个月份超过 30%，4 月甚至达到前所未有的近 80%。而 11 月以来，该比例逐月降低，特别是 2023 年 1 月票据融资占比降至-8.42%。1 月在票据融资负增长情况下，贷

⁷ 关于“以票充贷”现象的更多分析，可参见中国银行研究院发布中国经济金融展望报告（2023 年）中的《专栏二：票据融资与“以票充贷”》。

款总量仍创下历史新高，显示有更多较高收益率投资项目再次出现在银行授信选择范围内。

第二，贷款新增以中长期为主，有力支持企业扩大投资，引导资金活水注入重点领域和薄弱环节。近 3 个月，中长期贷款占当月贷款比重分别为 83%、97%和 76%（图 5），超过 2022 年疫情严重时期的月平均水平（约 70%），成为支撑贷款同比多增的主要支柱。可从两个角度理解中长期贷款比重升高的重要意义。一是说明企业看好中长期经济增长前景。防疫措施优化后，企业积极更新设备、招募人工，为未来市场进一步复苏靠前布局。不同于主要为企业提供流动资金周转的短期贷款，中长期贷款期限在一年以上，能够较好匹配企业扩大生产的投资需求。二是反映出政策性金融正在发力支持重点领域和薄弱环节。2022 年国家多次强调政策性金融重要性。2022 年 9 月，面向政策性银行、提供中长期融资的抵押补充贷款（PSL）余额筑底反弹，目前合计新增投放约 6000 亿基础货币（图 6），为撬动资金向战略性重点项目⁸发放中长期贷款发挥了积极作用。

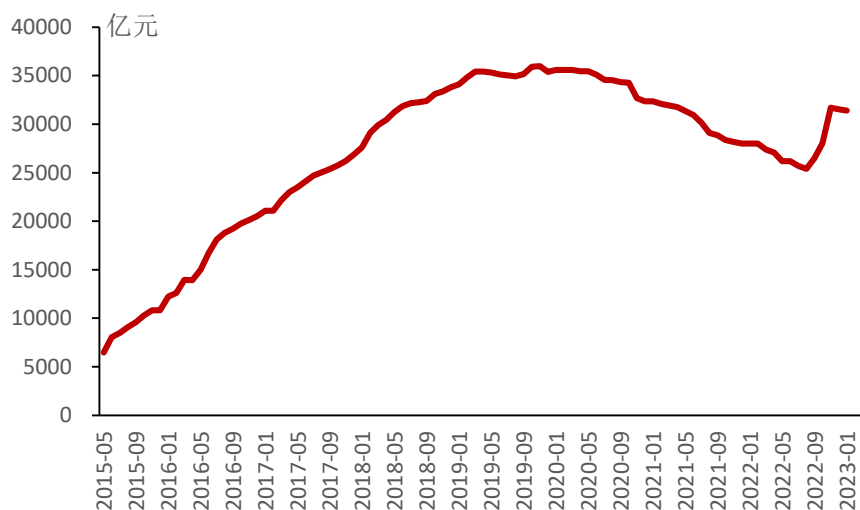
图 5：中长期贷款占贷款比重



资料来源：人民银行，作者整理，中国银行研究院

⁸ 例如 2022 年人民银行有关司局负责人表示，政策性、开发性银行运用金融工具重点投向三类项目：一是五大基础设施重点领域，分别为交通水利能源等网络型基础设施、信息科技物流等产业升级基础设施、地下管廊等城市基础设施、高标准农田等农业农村基础设施、国家安全基础设施。二是重大科技创新等领域。三是其他可由地方政府专项债券投资的项目。

图 6：抵押补充贷款（PSL）余额



资料来源：人民银行，中国银行研究院

在贷款投放整体出现良好态势的同时，子项目居民贷款存在隐忧。2022 年全年各月居民贷款同比均为少增，这一问题至今尚未得到根本扭转，2023 年 1 月居民贷款同比大幅少增 5858 亿元，金额之多仅次于 2022 年 4 月。出现该问题的主要原因是房地产市场仍处低谷，居民购房需求疲软，加上部分存量房贷提前还款，导致个人住房贷款增长乏力（2022 年 4 季度甚至罕见的出现总余额不增反降）。此外，居民短期贷款同样低迷，显示出居民消费需求尚未被充分激活。

三、跨境资金有序回流，人民币快速升值后回稳

随着疫情防控措施优化调整和稳增长政策的持续显效，市场信心得到大幅提振。

去年末市场预期美联储加息周期接近尾声，美元指数回落，人民币汇率企稳回升，2023 年 1 月人民币汇率快速升值后回稳。

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_52544

