



宏观点评

对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟 ——2022 年 2 月货币信贷数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1 月货币信贷数据点评》2022/2/11

投资要点:

● 2 月份金融统计数据概览:

2022 年 3 月 11 日, 央行公布 2022 年 2 月份金融数据, 当天下午债券市场已经在猜测 2 月份金融统计数据或会同比少增, 本周债券市场在“宽信用”的利空下反复经历测试, 本周最后一个交易日多头绝对反击, 收益率显著下行:

(1) 2 月份金融机构口径, 新增人民币贷款 12300 亿元, 同比少增 1300 亿元; 1-2 月份合计新增人民币贷款 52100 亿元, 同比多增 2700 亿元。

(2) 2 月份社会融资规模 11900 亿元, 同比少增 5315 亿元; 1-2 月份合计新增社融 73626 亿元, 同比多增 4499 亿元。

(3) 2 月底社融存量增速同比增长 10.2%, 环比回落 0.3 个百分点; 金融机构各项贷款余额同比增速回落 0.1 个百分点至 11.40%;

(4) 2 月份 M2 同比增长 9.2%, 增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 0.9 个百分点; M1 同比增长 4.7%, 增速比 1 月末高 6.6 个百分点, 比上年同期低 2.7 个百分点, M1 和 M2 剪刀差继续收窄。

● **总量: 1 月和 2 月份合在一起看。**(1) 由于春节假期因素, 1 月份和 2 月份金融统计数据经常出现错位扰动, 因此应该将 1 月和 2 月的数据合计在一起分析, 覆盖春节假期的 1-2 月新增社融同比多增 4499 亿元, 人民币信贷同比多增 2700 亿元。

(2) 历史上的参照系: 如果要从历史上找一个参照系的话, 2020 年疫情和 2019 年会是一个较好的标准。2020 年是“抗疫”需要之下货币政策维持积极宽松, 2020 年 1 月至 2 月合计新增社融同比多增 2816 亿元; 2019 年 1 月至 2 月合计新增社融同比多增 12954 亿元。从参照系来看, 2022 年社融同比多增规模, 略高于 2020 年同期但是严重低于 2019 年同期, 仅为 2019 年同期同比多增的 35%, 也就是说, 从 2021 年 7 月份央行“降准”以来, 半年多的货币政策传导还不足以撬动实体经济融资需求好转; (3) 从驱动总量增长的因素来看, 政府债务融资和信贷投放依然是最重要的两个因素。在社融存量结构中, 政府债务余额占比达到 16.90%, 同比抬升了 0.9 个百分点; 对实体经济发放的人民币信贷占比达到 61.20%, 同比上升了 0.5 个百分点; “表外融资”三项占比延续回落、企业债券融资和股票融资占比也未见明显回升。

● **结构: 罕见的居民部门中长期信贷负增长。**(1) 从信贷结构来看, 2 月份中长期贷款占比从 1 月份的 71.40% 坠落至 37.34%, 而将 1 月份和 2 月份合起来看的占比则仅为 54.38%, 低于我们的参照系 2019 年 1 月至 2 月合计 74% 的占比, 以及 2020 年 1 月至 2 月 61% 的占比。1 月份信贷期限拉长曾经给市场以较强的经济复苏、工业生产扩张的信号, 但是 2 月份以及 1-2 月份合计来看, 居民购房和企业增加资本开支还未被撬动起来, 中长期信贷需求维持偏弱。(2) 从信贷投放部门分别

来看，非金融企业部门新增量（同比多增 400 亿元）远高居民部门（同比少增 4790 亿元），继续指向信贷投放对企业的支持多于居民、投资在支持多于消费。

（3）在居民部门内部，短期贷款和中长期贷款分别同比少增 220 亿元和 4572 亿元，尤其是 2 月份居民部门中长期信贷竟然录得有史以来的第一次负值，下降 459 亿元。尽管居民部门新增信贷经常出现季节性的负值，但多是由短期贷款带动，此次中长期信贷负增长，指向居民部门依然处于“去杠杆”的阶段。也说明 2021 年四季度以来，以调降金融机构贷款利率、降低首付比等措施为主的房地产调控政策松动，还并未显现在居民购房需求的改善上。

- **政策：避免“哀莫大于心死”。**（1）1 月份央行副行长在金融统计数据新闻发布会上积极呼吁要前瞻、要积极，不能等，不能拖，不能“哀莫大于心死”。在 1 月份金融统计数据高增旺盛之后，“稳增长”和“宽信用”的希冀升温，但是市场也存在显著分化：股票市场倾向于不相信“宽信用”以及信用宽松带来企业盈利的改善、债券市场倾向于相信“宽信用”而维持收益率震荡上行的节奏。2 月份新增社融和信贷总量少增、以及 1 月至 2 月份合计增量弱于历史上的参照系，侧面表明央行的判断不虚，预计更加积极的、针对实体经济融资端的改善或继续推出，我们可能会见到地产、财政和货币等政策再度加码宽松。（2）从能够反映企业现金流改善的 M1 增速来看，尽管受到春节影响，1 月份 M1 同比增速为罕见的负值，但是 2 月份还是回升至 4.70%，依旧以历史上的参照系来对比分析，2022 年 1 月至 2 月份 M1 同比增长 1.40%，低于 2020 年同期 2.40% 的水平，但是高于 2019 年同期 1.20% 的水平，经济活性依旧偏低。

- **市场：3 月中旬或迎宽松加码、地产政策也宜及早宽松。**

（1）2 月份新增社融和信贷不仅结构上未见明显好转，甚至总量上也显现乏力状态，剔除春节假期影响的 1-2 月合计也逊色于 2019 年“稳增长”，和 2020 年初抗疫状态相比基本持平，现有的政策力度显然还不够推升内生经济增长需求，短期继续加码政策宽松的必要性上升。

（2）货政宽松宜早不宜迟。如果一季度 GDP 增速为 4.50%，那么要实现全年 5.50% 的增速目标，剩下的 3 个季度需要平均增长 5.80%，从“稳增长”的政策使命看，诚如央行所言，货币政策加码宽松宜早不宜迟，需要前瞻操作，尽量缩短经济增速在底部徘徊的时间；另一方面，3 月份美联储大概率加息，宣告中美货币政策进入实质性背离阶段，尽管当前人民币汇率处于较高水平，还能够为货币政策的自由度提供一定的防护，可也会增加内外部平衡的难度，而若等到二季度末美联储货币政策紧缩被市场充分消化，或也将错失稳增长的窗口期。从维持内外部平衡角度，货币政策应尽量降低不确定性、减轻外部冲击对货币政策的干扰。

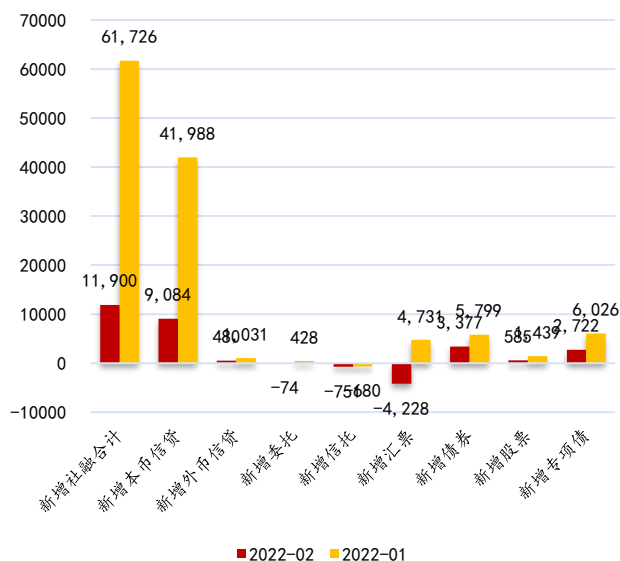
（3）从 2021 年四季度至 2 月份推出的房地产宽松政策，仅仅是从施工和竣工等中后段改善房企现金流，还没有触及销售、拿地和新开工等地产前端，郑州市房地产政策释放的限购趋松、项目去库存等政策动向或在更多城市普及，销售端的松动或也应及早发力，顺畅信用宽松的机制、稳定经济增长。

- **风险提示：内外部均衡的挑战。**（1）美联储紧缩货币政策步伐加快或导致内外部经济失衡，制约中国央行货币政策宽松空间；（2）房地产调控政策超预期变化；（3）大宗商品价格持续上涨增加“滞胀”困境风险。

图表目录

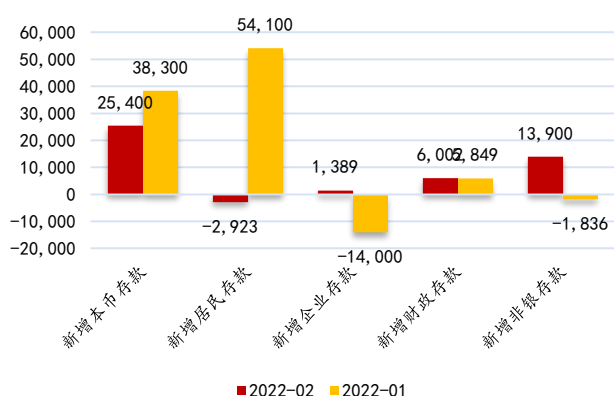
图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）	3
图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）	3
图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）	3
图 4：中长期贷款比例（单位：%）	3
图 5：信贷增速-M2 增速差值扩张（单位：%）	3
图 6：社融增速-M2 增速差值扩张（单位：%）	3

图 1：新增社会融资规模构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：新增本币存款构成（单位：亿元）

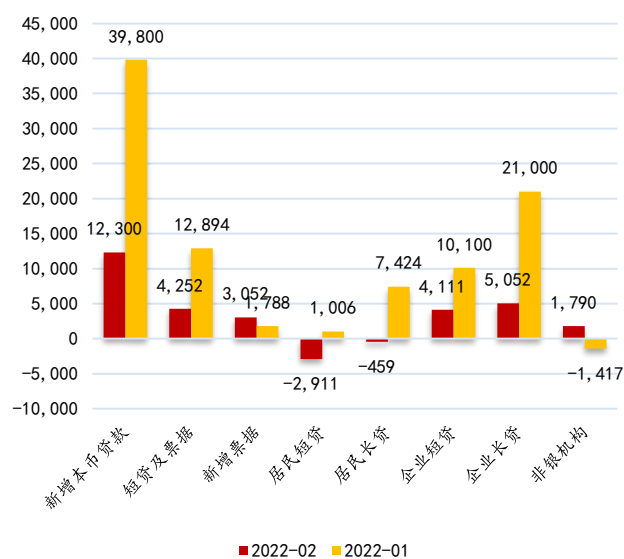


资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：信贷增速-M2 增速差值扩张（单位：%）

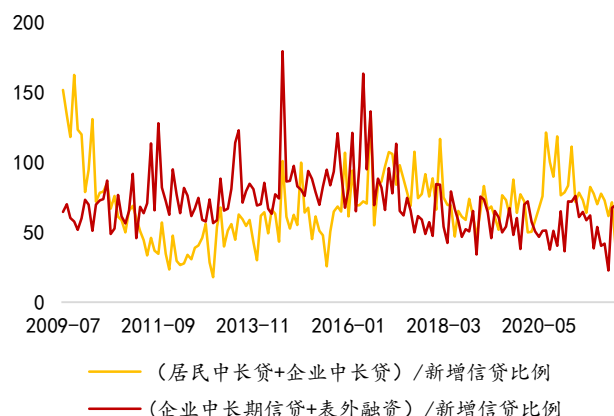


图 2：新增人民币贷款构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：中长期贷款比例（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：社融增速-M2 增速差值扩张（单位：%）



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_39398

