



蒋飞点评 1 月份金融数据： 信贷超预期但结构有待优化



结论

新增贷款和社融大超预期，主要由政府债券发行前置以及企业短期贷款贡献，体现了政府信用扩张的决心，有利于提振市场信心；但结构上体现出消费与企业长期投资的低迷，或预示未来仍需降息提振消费与投资。



数据

1 月份 M1 历史首次负增长，同比为-1.9%，比上个月大幅回落 5.4 个百分点。M1 同比反映了经济实体消费需求，其持续下降说明经济活力仍在放缓。1 月份 M2 同比为 9.8%，比上个月上升了 0.8 个百分点。M1 和 M2 的剪刀差继续大幅走阔。

1 月份社融规模增量为 6.17 万亿元，比上年同期多 9842 亿元，1 月份社融存量增速为 10.5%，比上个月上升了 0.2 个百分点。1 月份新增信贷为 3.98 万亿，相比去年同期增加 4000 亿。

要点

M1 同比为-1.9%，与《明年初 M1 同比或负增长——7 月份金融数据点评》预测一致。M2 同比大幅提升，但 $(M2-M1)/M1$ 同时大幅抬升显示出储蓄倾向的上升。社融增速继续反弹，显示了中国政府的信用扩张能力，避免了央行副行长刘国强所担忧的“信贷塌方”，大大提振了市场信心。

新增社融增量中，政府债券与短期融资贡献最大，社融结构仍存在优化空间。今年政府债券发行明显前置，但政府债券存量增速一月份达到 15.9%，与我们预测的全年 15.7% 相比略为激进，因此未来政府债券发行增速会降低。另一方面，企业短期融资的增加并不能刺激企业长期投资的增加，带来的经济效益有限。

1 月的金融数据表明“量”优于“质”，但 M1-M2 剪刀差及信贷结构显示出的居民消费动力走弱与企业的投资信心不足，表明未来仍需进一步降息来提振消费，对冲房地产政策，满足居民的合理住房需求，并且提升企业的投资回报率，促进企业中长期贷款提升，达到“质”与“量”双优。

1

信用扩张提速但实体需求低迷

1.1

M1 同比史上首次负增长

公布的 1 月份 M1 同比为-1.9%，如《明年初 M1 同比或负增长——7 月份金融数据点评》预测一样，为历史上首次负增长。这里既有去年基数高的因素，也有经济持续放缓的原因。2021 年 1 月份 M1 同比为 14.7%，是 2020 年 1 月份疫情发生时产生的异常现象在下一年投射的结果，今年 1 月份 M1 同比负增长也是基数原因。除此之外，M1 同比在 2021 年持续下降，到去年 12 月份时已经下降至 3.5% 的低位，这个月的负增长也反映了其回落的趋势。

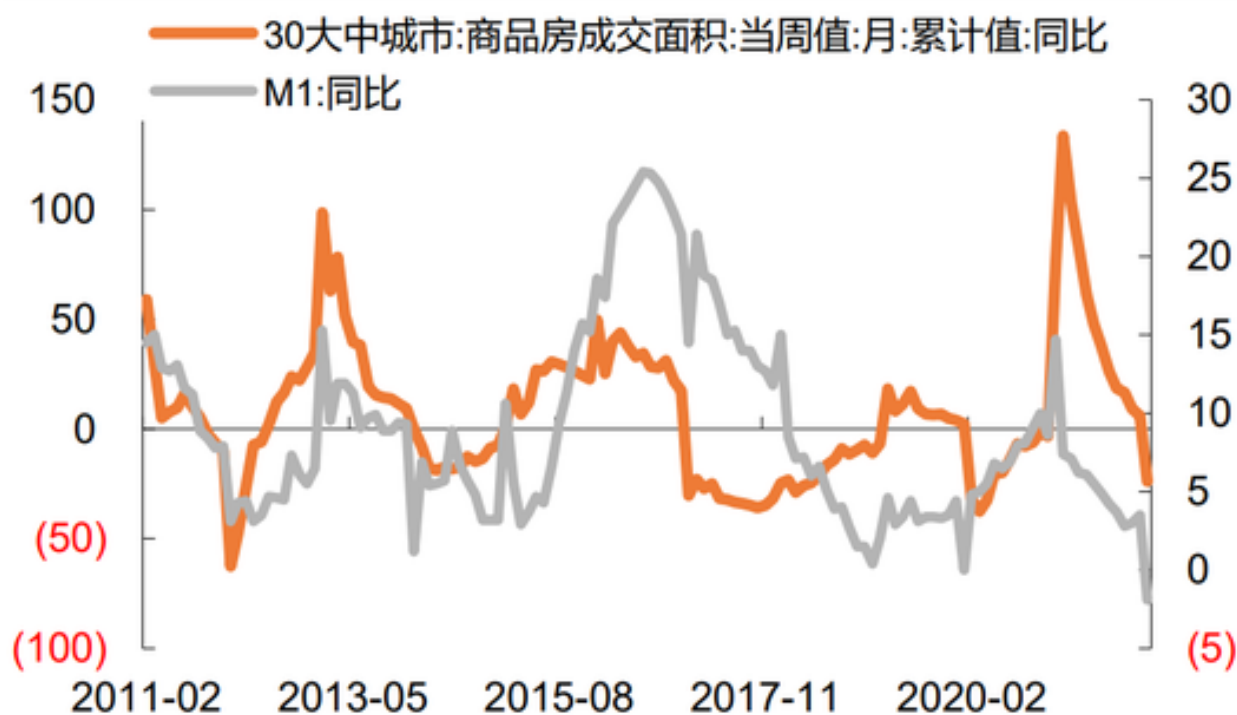
图 1: M1、M2 和社融增速



资料来源: WIND, 长城证券研究院

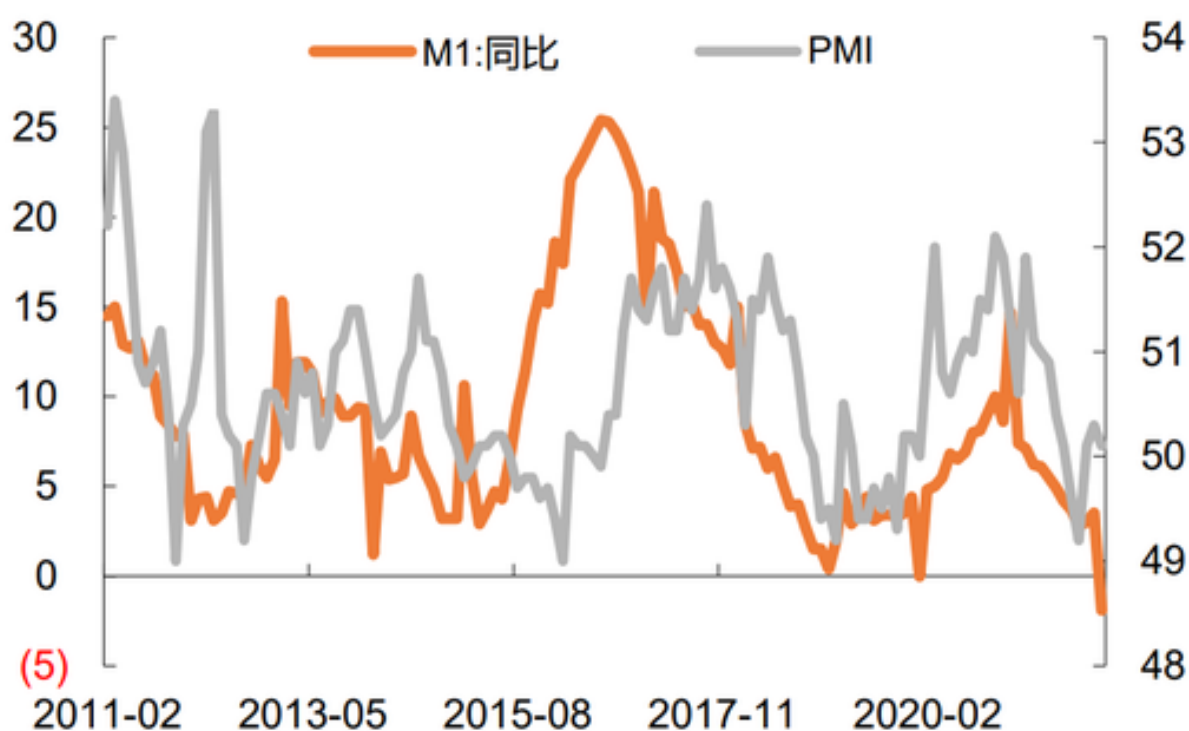
在实体经济层面，1 月份 PMI 指数为 50.1%，比上个月回落了 0.2 个百分点，接近荣枯线。高频数据汽车零售周同比在一月前三周出现了明显回升，但到了最后一周同比再次回落。30 大中城市商品房成交面积累计增速在一月期间也大幅下滑，反映出房地产市场依然低迷，并影响 M1 增速。整体来说 M1 和房地产市场均反映出实体需求仍低迷。

图 2: M1 同比和 30 大中城市商品房成交量同比



资料来源: WIND, 长城证券研究院

图 3: M1 和 PMI (剔除异常值)



资料来源: WIND, 长城证券研究院

1.2

M2 同比大幅反弹

1 月份 M2 同比增长 9.8%，比上个月回升了 0.8 个百分点，回升幅度较大，主要是新增贷款 3.98 万亿贡献。虽然 M2 同比出现了大幅反弹，但反映储蓄倾向的 $(M2-M1)/M1$ 出现了大幅抬升。

图 4: M2 同比和储蓄倾向



资料来源: WIND, 长城证券研究院

1 月新增人民币贷款 39800 亿人民币, 比去年同期增加 4000 亿。正如央行副行长刘国强所言: 提前发力。从新增贷款结构来看, 分部门看, 住户贷款增加 8430 亿元, 其中, 短期贷款增加 1006 亿元, 中长期贷款增加 7424 亿元; 企(事)业单位贷款增加 3.36 万亿元, 其中, 短期贷款增加 1.01 万亿元, 中长期贷款增加 2.1 万亿元, 票据融资增加 1788 亿元。

根据测算可以发现, 今年 1 月份新增信贷的主要贡献来自于企业的短期融资(短期贷款+票据融资)。这表明企业对于长期投资信心仍然不足, 也侧面显现出信贷冲规模的迹象。另外居民贷款仍在下降, 反映出居民购房需求依然较低, 储蓄意愿仍较强。这与 1 月份商品房销售增速依然低迷相一致。

这种贷款结构显示出央行在“先立后破”上所做的努力。自从 2020 年房地产调控政策以来, 房地产对信贷资源的占用比例一直在下降, 这个

月也一样。其他行业的贷款占比在提升，保障了贷款总量。但仍需警惕新增贷款会再次流入土地市场，各地城投公司入市或使土地价格继续上涨。

表 5: 新增贷款结构

月份	住户短期贷款 (亿元)	住户长期贷款 (亿元)	企业短期贷款 (亿元)	企业长期贷款 (亿元)	票据融资 (亿元)
2021 年 1 月	3278	9488	5755	20400	-1405
2022 年 1 月	1006	7424	10100	21000	1788
增加	-2272	-2064	4345	600	3193

资料来源: WIND, 长城证券研究院

1.3

社融继续反弹，政府债发行增速将回落

1 月份社融的新增贷款为 4.2 万亿，超去年同期将近 4000 亿，再次创历史新高；1 月份政府债券 6026 亿元，超去年同期 3600 亿左右。在两者

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_37411

