殷剑峰：为什么社融增长带不动 M1

文/意见领袖专栏作家 殷剑峰

狭义货币 M1 的主要构成是企业活期存款，而企业活期存款只有两个来源：企业负债增加和企业营收增加，因此，M1 就成为反映企业部门和整个经济活跃度的关键指标。

1 月份宏观金融数据的一个突出特点是社融大幅反弹与狭义货币 M1 负增长。累计新增社融从去年 3 月到 12 月的负增长变身为今年 1 月份高达 19%的正增长，但与此同时，1 月份狭义货币 M1 却录得历史上首次负增长。M1 负增长说明企业部门负债动力依然很弱，同时，企业部门营收还在减少，整个经济依然处于探底的过程。

https://www.yunbaogao.cn

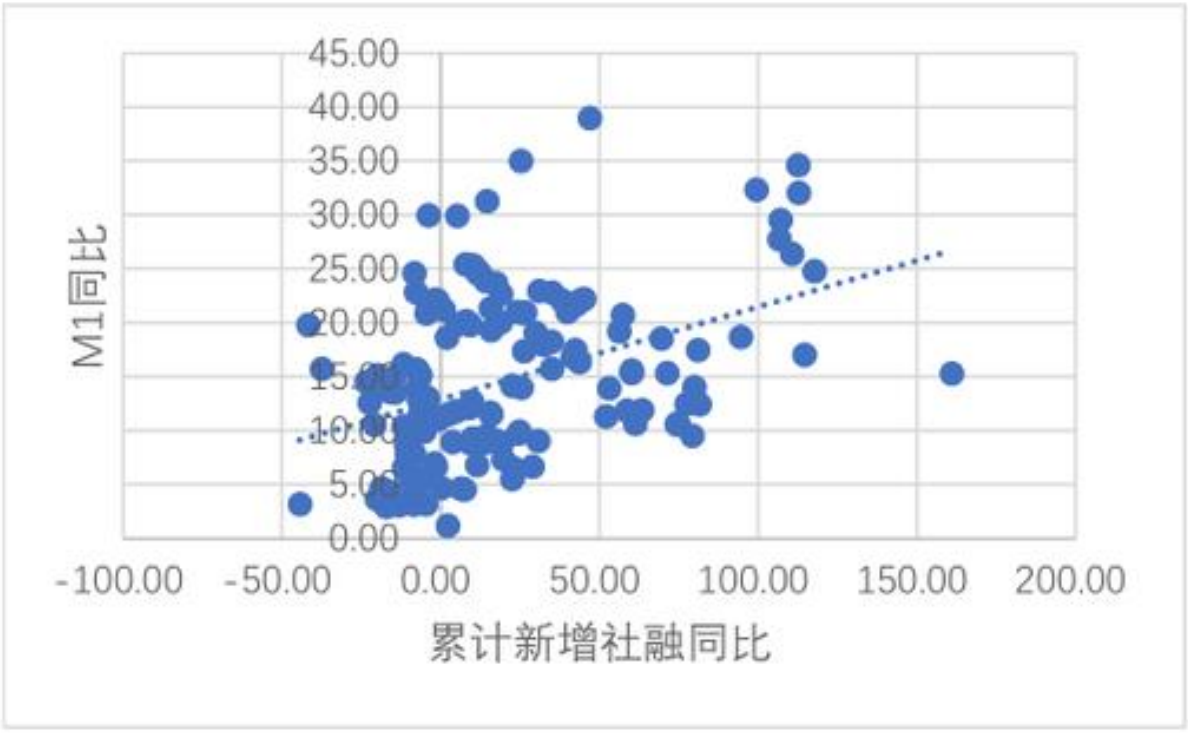

图 1A 2004 年 1 月-2016 年 12 月 M1 和社融同比（%）

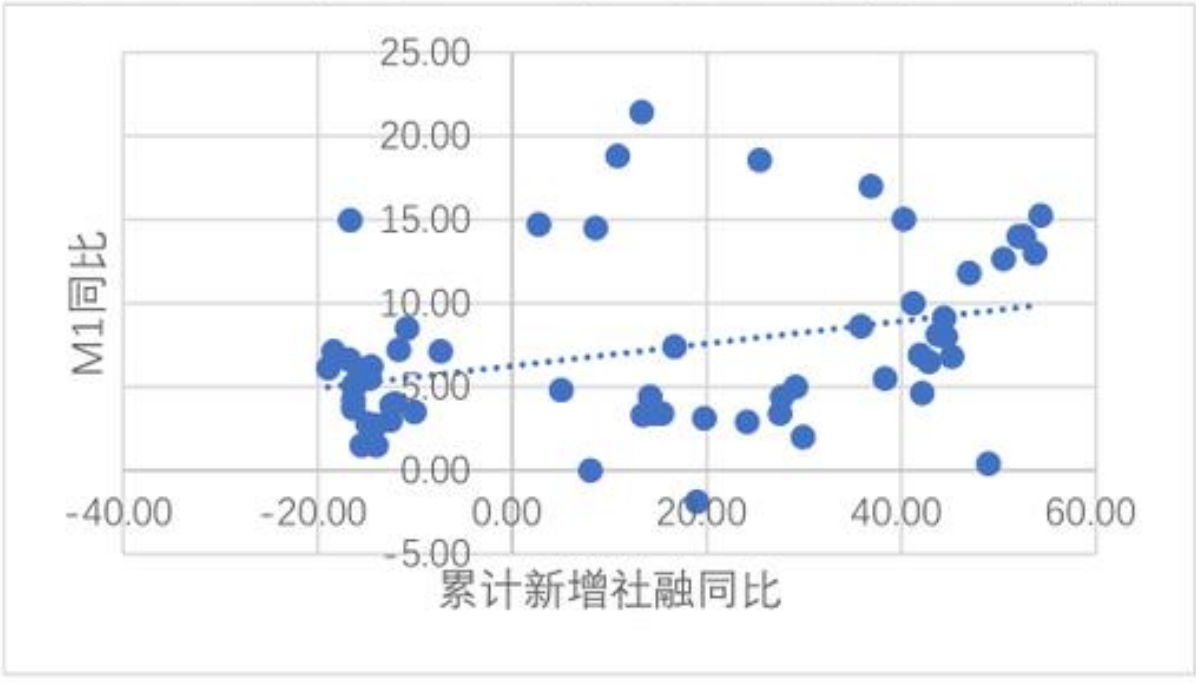

图 1B 2017 年 1 月-2021 年 1 月 M1 和社融同比（%）

剑锋聊宏观

社融增长带不动 M1 并非今年 1 月份才发生的新现象，而是 2017 年

以来就一直存在（图 1）。将 2004 年以来的数据分为两个时间段，第一个时间段是 2004 年 1 月至 2016 年 12 月，第二个时间段是 2017 年 1 月至 2022 年 1 月。观察两个时间段的数据可以发现，在第一个时间段(图 1A)，累计新增社融同比与 M1 同比存在明显的正相关关系，社融增速加快通常对应着 M1 增速加快；在第二个时间段（图 1B)，两者的关系明显弱化，2017 年以来社融平均增速超过了 14%，但 M1 平均增速仅为 7%。

社融增长之所以带不动 M1，第一个原因是企业部门一直在去杠杆，企业自身的负债动力很弱。

如果不考虑疫情冲击的影响，2017 年以来中国总体的杠杆率都处于稳中有降的状态 (图 2)。刚刚过去的 2021 年更是大幅去杠杆的一年，居民、企业、地方政府和中央政府等四大部门加总的宏观杠杆率为 270%，比 2020 年下降了 7 个百分点，去杠杆的力度为过去十年罕见。在四大部门中，企业部门是去杠杆力度最大的部门。2017 至 2019 年的企业杠杆率水平都低于 2016 年，在 2020 年疫情冲击导致的被动加杠杆之后，2021 年企业部门的去杠杆再次成为宏观杠杆率下降的最主要因素。2021 年企业部门负债增速逐季回落，全年企业部门杠杆率较 2020 年下降了 8 个百分点，已经回落到接近 2015 年的水平。

https://www.yunbaogao.cn

图 2 中国部门杠杆率（%）

注：杠杆率为各部门负债与名义 GDP 之比；“企业”不包括城投平台公司，“地方政府”中包括城投平台公司。

剑峰聊宏观

从社融的结构看，由于企业负债动力弱，占比最大的贷款增速低于整个社融增速。从 2017 年 1 月至 2022 年 1 月，贷款平均增速只有 11%，比社融平均增速低 3 个百分点。2022 年 1 月份贷款增速下降至不到 10%，比大幅增长的社融增速低 9 个百分点。虽然 1 月份企业债券发行同比增速高达 48%，但企业债券在新增社融中的比重不到 10%，无法抵消贷款增速的下滑。

社融增长之所以带不动 M1，第二个原因是其他部门通过负债来增加支出的动力减弱，从而使得企业营收难以增加。

先看地方政府。2017 年以来，地方政府负债动力同样较弱，并且负债中很大一部分是用于借新还旧，而不是产生新的支出。2017 至 2019 年地方政府杠杆率保持稳定，在 2020 年疫情冲击导致的被动加杠杆之后，2021

年杠杆率上升的幅度下降。在增速明显放缓的同时，地方政府债券中用于借新还旧的部分明显上升。在 2021 年新发行的地方政府债券中，再融资债券的发行占比高达 42%，为历年最高。城投债券的增量较高，2021 年全年新增 2.4 万亿选，较 2020 年增量高出近 6000 亿元，但城投债券的增速较往年有所下降，而且，用于借新还旧的比例也很高。

再看居民部门，这是 2017 年以来加杠杆的主要部门。与 2016 年相比，到 2020 年居民部门上升了 16 个百分点。2021 年，居民部门全部负债的增速逐季回落，全年杠杆率基本维持在 2020 年的水平——这是 2008 年以来居民部门首次停止加杠杆。从居民部门负债的工具结构看，由于对小微贷款的鼓励政策，各季度经营贷款增速基本保持稳定，全年中长期经营贷款和短期经营贷款的同比增速分别为 19.8%和 18.4%，大幅高于消费贷款增速。各季度中长期消费贷款和短期消费贷款增速逐季回落，至年底分别为 11.6%和 6.6%。

居民部门停止加杠杆的首要原因当然是房地产政策的紧缩，这使得中长期消费贷款增速下降。但是，短期消费贷款增速的更快下滑则反映了居

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_38577