



2022 年 2 月 11 日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com

社融回升反映稳增长政策初步见效，结构仍待改善

内容提要

央行公布 2022 年 1 月金融数据：（1）新增人民币贷款 3.98 万亿元，市场预期 3.76 万亿元，前值 11300 亿元。（2）社会融资规模 6.17 万亿元，市场预期 5.44 万亿元，前值 23682 亿元。（3）M2 同比 9.8%，市场预期 9.4%，前值 9.0%；M1 同比 -1.9%（剔除春节错时因素影响为同比 2%），前值 3.5%。

政策前置发力下 1 月社融实现开门红，社会融资规模 6.17 万亿元，同比多增 9842 亿，明显超出市场预期，存量同比继续回升 0.3 个百分点至 10.5%，主要受到政府债、企业债券以及人民币贷款的提振。社融高增反映宽财政与宽货币的同时发力，政府部门逆周期加杠杆下政府债同比明显多增，人民币贷款新增 3.98 万亿，创历史新高，符合央行货币政策“充足、精准、靠前发力”的要求。

除了政策前置发力，银行年初开门红意愿较强、以及去年底项目推迟投放也支撑了 1 月信贷的高增，因此并不能完全反映当月需求强度，从结构上看，信贷结构仍不算理想，呈现“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，企业短贷和票据冲量的情况仍有存在，房地产仍未企稳、房价预期偏弱下居民加杠杆意愿不强，居民融资持续疲弱，实体融资需求仍待改善。

社融回升反映稳增长政策初步见效，往后看，温和宽信用基本确立，考虑到各地项目增多，基建配套融资回升、节后开工旺季有望带动融资需求，以及房地产需求侧政策的边际调整，信贷有望维持同比多增局面。不过在房地产三道红线、以及地方政府隐性债务监管仍严的背景下，融资主体约束仍在，宽信用的持续性仍需要观察，政策仍需积极靠前发力。对于货币政策来说，尚未走出宽松窗口期，但信用温和回升、叠加 3 月美联储加息在即，短期进一步宽货币的急迫性或在降低。

风险提示

房地产政策超预期，美联储收紧货币超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、事件

央行公布 2022 年 1 月金融数据：

(1) 新增人民币贷款 3.98 万亿元，市场预期 3.76 万亿元，前值 11300 亿元。

(2) 社会融资规模 6.17 万亿元，市场预期 5.44 万亿元，前值 23682 亿元。

(3) M2 同比 9.8%，市场预期 9.4%，前值 9.0%；M1 同比-1.9%（剔除春节错时因素影响为同比 2%），前值 3.5%。

图 1：金融数据一览（亿元，%）

	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04
当月新增社融	61700	23682	25983	16176	29026	29893	10752	37017	19522	18570
新增人民币贷款	39800	11300	12700	8262	16600	12200	10800	21200	15000	14700
社融存量同比 (%)	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	11.0	11.7
(当月同比变化)										
社会融资规模	9816	6490	4628	2247	-5667	-5960	-6176	2336	-12385	-12371
新增人民币贷款	3818	-1108	-2288	1089	-1416	-1488	-1830	4153	-1208	-3399
居民短贷	-2272	-985	-969	154	-175	-1348	-1425	100	-575	-1915
居民中长贷	-2024	-834	772	162	-1695	-1312	-2093	-1193	-236	529
企业短贷	4345	2043	-324	549	552	-1196	-156	-960	-1855	-2085
企业中长贷	600	-2107	-2470	-1923	-3732	-2037	-1031	1019	1223	1058
票据融资	3193	746	801	2284	3985	4489	2792	4851	-48	-1199
委托贷款	337	143	66	1	295	592	1	10	-135	366
信托贷款	162	67	-803	-186	-939	-1046	-204	-194	-958	-1351
未贴现票据	-171	797	242	203	-1489	-1314	-1186	-2411	-1762	-2729
企业债券融资	1882	1731	3166	-2	-179	990	733	241	-4048	-5391
政府债券	3589	4548	4158	1236	-2050	-4050	-3639	58	-4661	382

资料来源：Wind，优财研究院

二、点评

政策前置发力下 1 月社融实现开门红，社会融资规模 6.17 万亿元，同比多增 9842 亿，明显超出市场预期，存量同比继续回升 0.3 个百分点至 10.5%，主要受到政府债、企业债券以及人民币贷款的提振。社融高增反映宽财政与宽货币的同时发

力，政府部门逆周期加杠杆下政府债同比明显多增，人民币贷款新增 3.98 万亿，创历史新高，符合央行货币政策“充足、精准、靠前发力”的要求。

除了政策前置发力，银行年初开门红意愿较强、以及去年底项目推迟投放也支撑了 1 月信贷的高增，因此并不能完全反映当月需求强度，从结构上看，信贷结构仍不算理想，呈现“短贷好于长贷、企业强于居民”的格局，企业短贷和票据冲量的情况仍有存在，房地产仍未企稳、房价预期偏弱下居民加杠杆意愿不强，居民融资持续疲弱，实体融资需求仍待改善。

社融回升反映稳增长政策初步见效，往后看，温和宽信用基本确立，考虑到各地项目增多，基建配套融资回升、节后开工旺季有望带动融资需求，以及房地产需求侧政策的边际调整，信贷有望维持同比多增局面。不过在房地产三道红线、以及地方政府隐性债务监管仍严的背景下，融资主体约束仍在，宽信用的持续性仍需要观察，政策仍需积极靠前发力。对于货币政策来说，尚未走出宽松窗口期，但信用温和回升、叠加 3 月美联储加息在即，短期进一步宽货币的紧迫性或在降低。

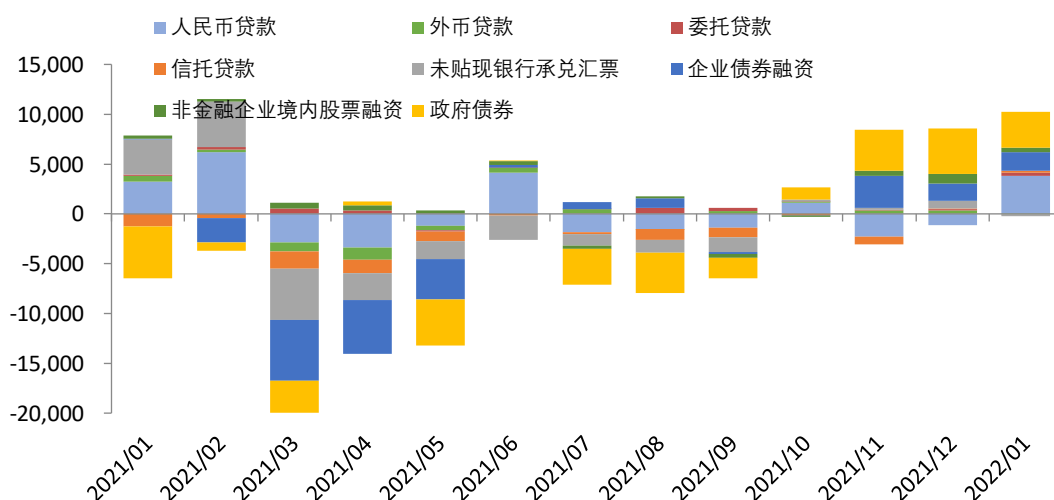
1. 社融高增反映宽财政与宽货币的同时发力，反映“把货币政策工具箱开得再大一些”以及“充足、精准、靠前发力”的政策要求。1 月社融同比高增主要受到政府债、企业债券以及人民币贷款的提振，一方面财政前置发力下 1 月政府债融资 6026 亿，同比多增 3589 亿，政府部门继续承担逆周期加杠杆的主力；另一方面，货币宽松环境也支撑企业发债加速。

2. 消费以及房地产销售偏弱拖累居民贷款。1 月居民短贷和中长贷均同比少增，分别受到消费以及房地产销售偏弱的拖累，一方面疫情的多点爆发约束消费修复的天花板，另一方面房地产仍未企稳、房价预期偏弱下居民加杠杆意愿仍然偏弱。当前地产销售端的矛盾由“供给端的房贷额度不足”转向“需求端购房意愿的走弱”，房地产“政策底”到“市场底”仍有距离，不过随着 1 月下旬 5 年期 LPR 下调、以及各地需求侧政策的试探性调整，房地产后续企稳力量或将逐渐增强，当前居民房价预期偏弱、房地产企业补库意愿不足仍是主要矛盾。

预计地产政策仍有放松空间，有待触及保民生和防风险的底线，地产下行压力和政策调控开始动态博弈，政策推出将由小及大，稳增长压力决定政策放松边际。以往房价同比转负往往对应房地产政策的转松和商品房销售的回暖，随着一季度末房价同比或现负增长。

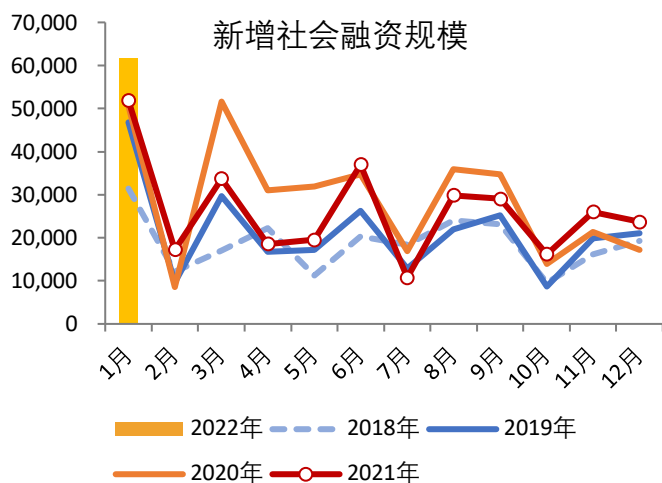
3. 企业融资结构维持短期化特征，短期贷款、票据占比偏高，实体融资需求仍待改善。企业中长贷 2.1 万亿，同比小幅多增 600 亿，结束了半年的同比负增局面，但企业短期融资占比仍然偏高，1 月企业短期贷款 1.01 万亿、票据融资 1788 亿，同比分别多增 4345 和 3193 亿，是信贷多增的主要贡献。“需求退政策进”的结构也符合社融回升初期的结构，实体融资需求仍待改善，年初专项债快速发行后基建配套融资有望回升，后续需要观察各地项目是否将在开工旺季转化为实际工作量。

图 2：当月同比增量贡献（亿元）



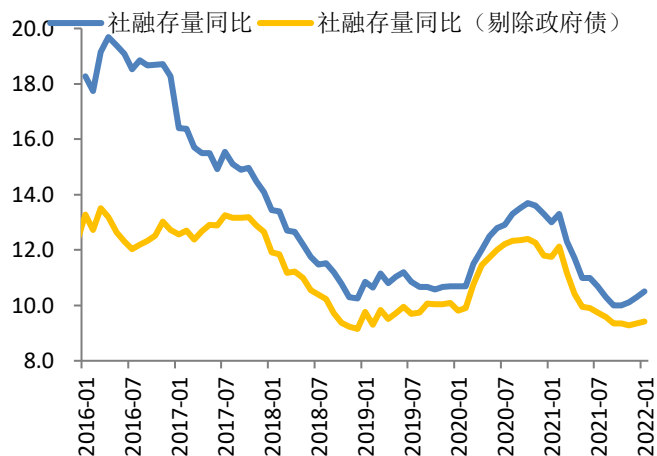
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：当月新增社融（亿元）



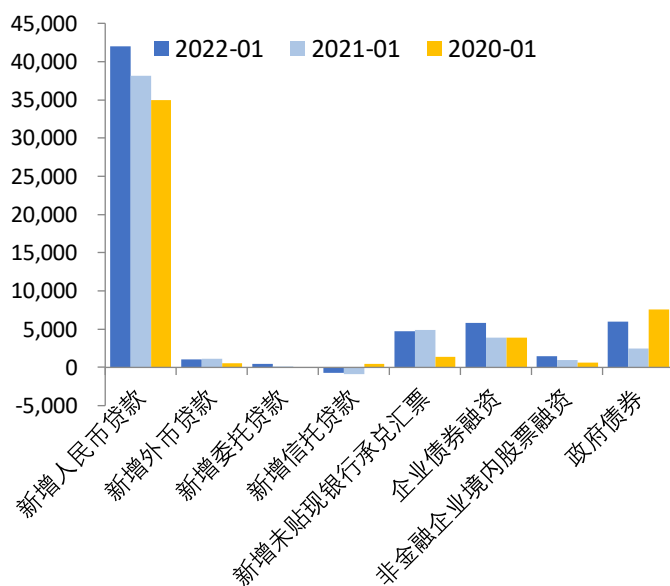
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：社融存量增速回升（%）



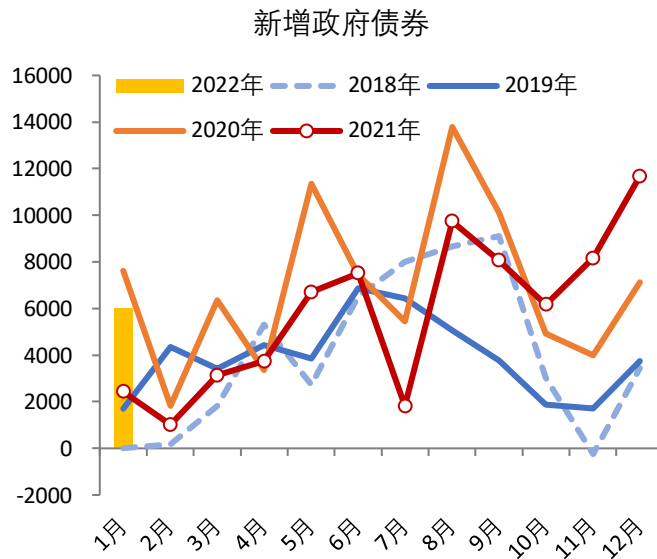
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：社融分项（亿元）



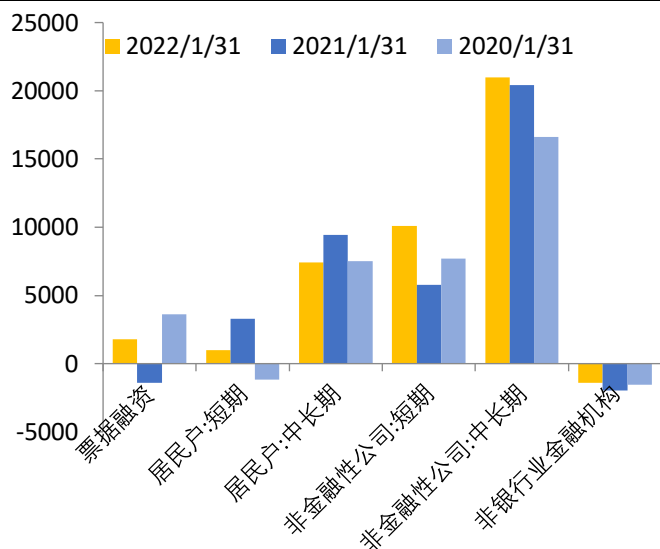
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：政府部门加杠杆（亿元）



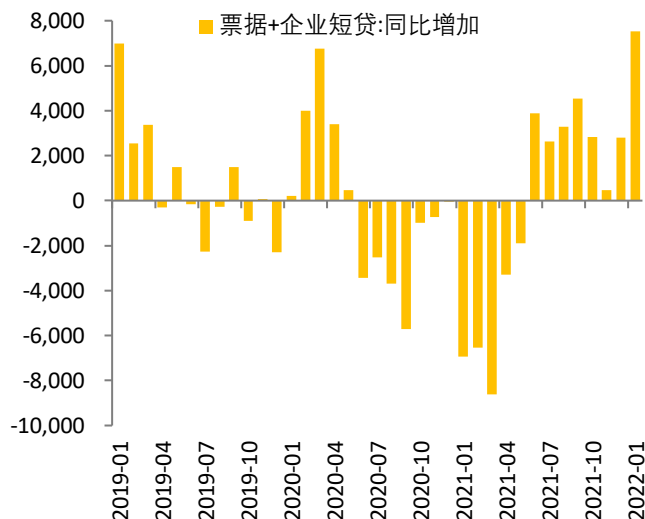
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：短贷好于长贷、企业强于居民（亿元）



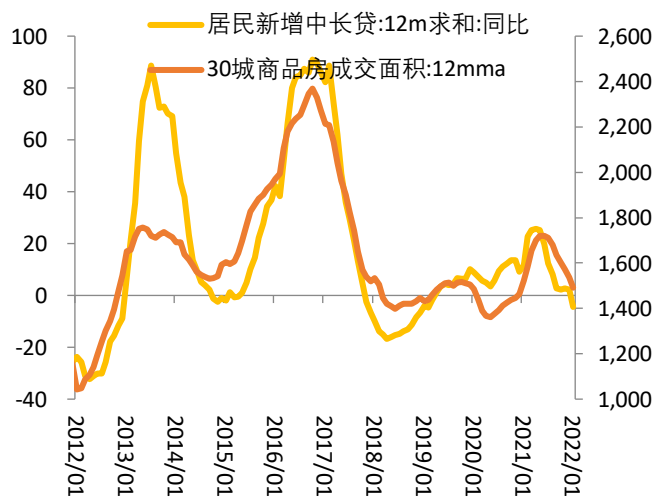
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：融资结构偏向短期化（亿元）



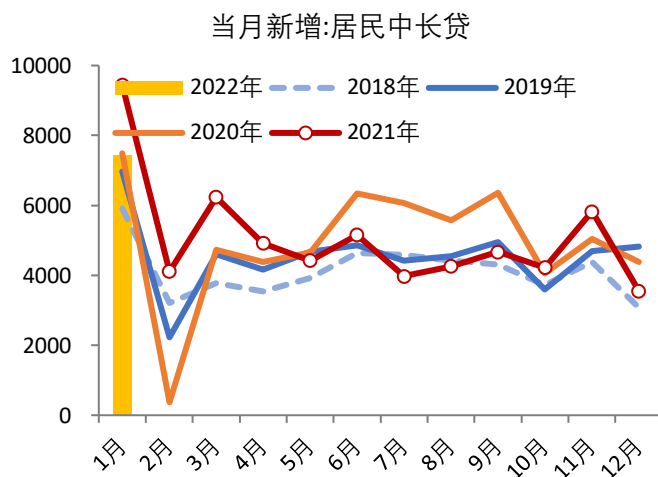
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：房贷增速仍在向下（%，万平方米）



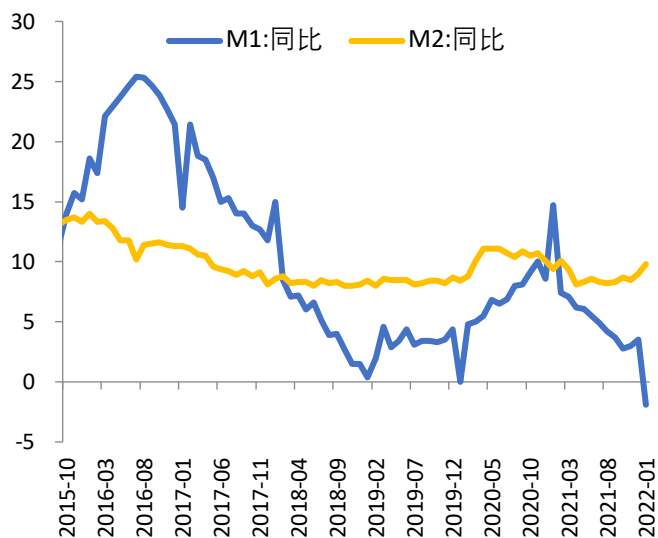
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：居民中长贷受房地产销售偏弱拖累（亿元）



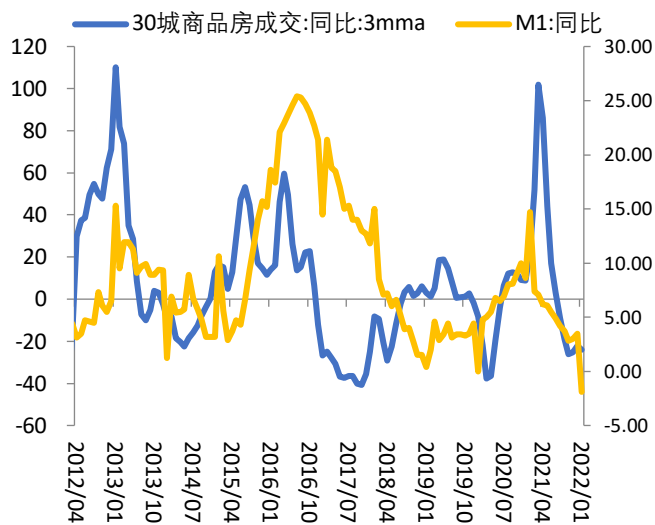
资料来源：Wind，优财研究院

图 11: M1 受房地产和春节错位拖累 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 地产销售走弱拖累 M1 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、风险提示

房地产政策超预期, 美联储收紧货币超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>