

1月数据预测：信用扩张，A股向上

核心观点

1月为传统信贷大月，尤其在央行着力稳增长、宽信用的政策环境下，预计信贷大幅多增。我们继续强调一季度“四箭齐发”宽信用，2月中旬发布的金融数据将有大幅超预期的表现，尤其是信贷结构优化、企业中长期贷款占比提升对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来，结构上更加关注宽信用相关受益主体，如金融、地产、建筑、建材，地产后周期如家具家电等。宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近，但宽货币及降息对1年期国债收益率有向下指引作用，推动国债收益率曲线陡峭化。

□ 预计2022年1月信贷新增4.3万亿，社融新增5.73万亿，增速分别为11.7%和10.4%，喜迎“开门红”

预计1月人民币信贷新增量4.3万亿，较去年3.58万亿大幅同比多增7200亿元，对应增速较前值微升0.1个百分点至11.7%，4.3万亿的信贷新增将创历史峰值，我们对1月信贷“开门红”有信心，且预计中长期贷款比重提升，信贷结构有所改善。

预计1月社融新增量5.73万亿，较去年同期多增约5400亿，增速较前值微升0.1个百分点至10.4%，社融增速处于上行通道，但由于去年基数较高，上行速度暂时相对缓慢，社融结构中，同比多增主要来自信贷、政府债券、企业债券。

预计1月信贷大规模投放及政府支出加速有助于推升M2增速，叠加去年低基数，预计1月M2增速上行0.7个百分点至9.7%。受去年高基数影响，预计1月M1增速较前值3.5%略降至3%，不会大幅下行主因地产政策纠偏及城投平台活跃度提升等因素对M1数据有正面支撑。

随着经济下行压力加大，货币政策首要目标已切换至稳增长，我们继续强调一季度“四箭齐发”宽信用（制造业贷款、减碳贷款、基建贷款及按揭贷款），2月中旬发布的金融数据将有大幅超预期的表现，尤其是信贷结构优化、企业中长期贷款占比提升对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来，结构上更加关注宽信用相关受益主体，如金融、地产、建筑、建材，地产后周期如家具家电等。宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近，但宽货币及降息对1年期国债收益率有向下指引作用，因此会推动国债收益率曲线陡峭化。

□ CPI弱于季节表现，PPI延续回落趋势

预计1月CPI环比+0.5%，环比表现弱于季节性，同比+1.0%，去年11月、12月分别为2.3%、1.5%，猪肉价格持续探底、消费复苏不及预期，CPI回升动力不足。预计1月PPI环比-0.3%，同比+8.9%，前值10.3%，供给充分释放，中游工业品价格普遍下跌，PPI延续回落趋势，但1月原油价格中枢升至85美元上方，对PPI形成较强支撑。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫苗失效

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《12月经济数据：应对需求萎缩是投资主要方向》2022.01.17

2 《12月数据预测：定调稳增长，蓄力开门红》2022.01.01

3 《11月经济数据：制造业持续引领，地产投资降幅收窄》2021.12.15

4 《11月数据预测：先破后立格局形成，制造业持续引领》2021.12.01

5 《10月经济数据：制造业投资引领经济》2021.11.15

正文目录

1. 信用扩张，A 股向上	3
2. 预计 2022 年 1 月信贷新增 4.3 万亿，社融新增 5.73 万亿，增速分别为 11.7%和 10.4%，喜迎“开门红”.....	3
3. CPI 弱于季节表现，PPI 延续回落趋势	7
3.1. CPI 季节性升温，猪肉价格形成拖累项	7
3.2. 中游工业品价格下跌，PPI 继续回落	7
风险提示	8

图表目录

图 1: 2012 年至今，我国货币乘数波动上行	4
图 2: PMI 与企业中长期信贷呈现正相关关系	4
图 3: 1 月为传统信贷大月	4
图 4: 1 月票据利率上行反映信贷状况改善	4
图 5: 看好 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用	6
图 6: 核心 CPI 修复受阻	7
图 7: 1 月本土新增病例创年度新高（截至 1 月 26 日）	7
表 1: 1 月宏观经济数据预测	9

1. 信用扩张，A股向上

1月为传统信贷大月，尤其在今年央行着力稳增长、宽信用的政策环境下，预计信贷大幅多增。我们继续强调一季度“四箭齐发”宽信用，2月中旬发布的金融数据将有大幅超预期的表现，尤其是信贷结构优化、企业中长期贷款占比提升对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来，结构上更加关注宽信用相关受益主体，如金融、地产、建筑、建材，地产后周期如家具家电等。

宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近，但宽货币及降息对1年期国债收益率有向下指引作用，因此会推动国债收益率曲线陡峭化。

2. 预计2022年1月信贷新增4.3万亿，社融新增5.73万亿，增速分别为11.7%和10.4%，喜迎“开门红”

预计1月人民币信贷新增量4.3万亿，较去年3.58万亿大幅同比多增7200亿元，对应增速较前值微升0.1个百分点至11.7%，4.3万亿的信贷新增将创历史峰值，我们对1月信贷“开门红”有信心，且预计中长期贷款比重提升，信贷结构有所改善。

预计1月社融新增量5.73万亿，较去年同期多增约5400亿，增速较前值微升0.1个百分点至10.4%，社融增速处于上行通道，但由于去年基数较高，上行速度暂时相对缓慢，社融结构中，同比多增主要来自信贷、政府债券、企业债券。

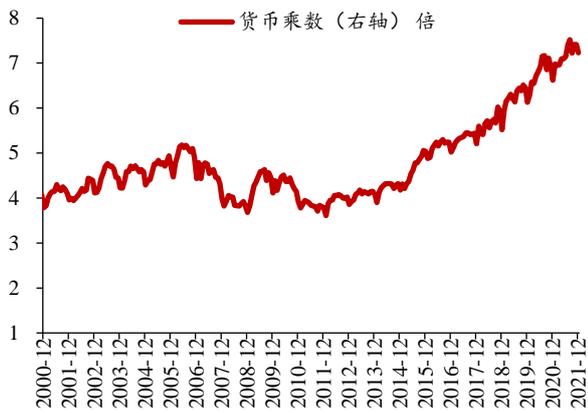
1月为传统信贷大月，尤其在今年央行着力稳增长、宽信用的政策环境下，预计信贷大幅多增。1月18日的2021年金融统计数据新闻发布会上，人民银行释放大量乐观信号，强调2022年货币政策“更加主动有为，更加积极进取，注重靠前发力”，“五个季度宏观杠杆率下降，为未来货币政策创造了空间，杠杆越低空间越大”，“稳定宏观经济大盘，为推动经济高质量发展营造适宜的货币金融环境”，对于政策如何发力，央行提出“一是充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方；二是精准发力，要致广大而尽精微，金融部门不但要迎客上门，还要主动出击，按照新发展理念的要求，主动找好项目，做有效的加法，优化经济结构；三是靠前发力。现在虽然是年初，但一年的时间很短，一年之计在于春，所以我们要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面”。

我们认为，相关措辞充分体现央行货币政策当前积极发力的决心，而核心方式就是宽信用。央行在答记者问中强调“增强信贷总量增长的稳定性”，这与2021年8月、12月两次金融机构货币信贷形势分析座谈会的基调一致，重在引导金融机构加大对实体经济信贷支持力度。近期孙国峰司长发表于《中国金融》2022年第3期题为《货币政策回顾与展望》的文章继续强化了以上政策基调。

我们维持此前判断，从稳增长的角度，政策大概率适当提高对杠杆率上行的容忍度，核心关注2022年一季度“四箭齐发”宽信用开启（制造业贷款、减碳贷款、基建贷款及按揭贷款）。截至去年末，我国货币乘数为7.23，仍处于最高位置区间，货币乘数高说明银行信贷投放意愿强，也意味着经济对杠杆水平的依赖度较高，在宽信用环境中，信用释放对经济的正面拉动更强，短期内也有助于经济迅速企稳，因此信贷结构优化、社

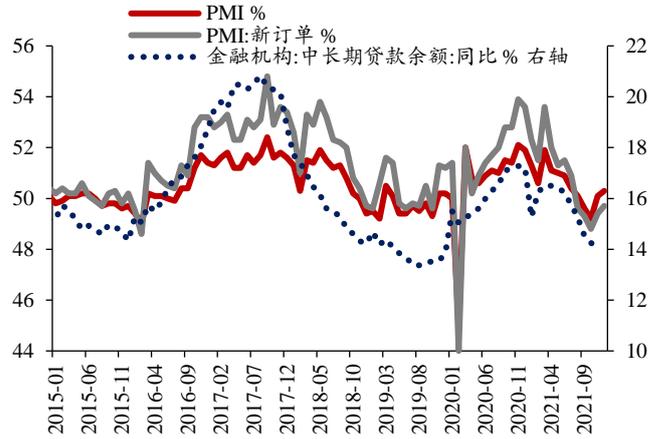
融的放量将与经济形势改善同步出现，1月信贷、社融“开门红”可期。2021年末信贷结构仍靠票据支撑，尤其是年末银行为2022年一季度储备优质项目而放缓了2021年的信贷投放，使得信贷结构继续恶化，信贷、社融增速的回暖仍是表观变化，但2022年初，银行储备优质项目多，制造业、减碳、基建及按揭贷款均有望迎来边际改善，成为支撑信贷总量及结构优化的核心变量，企业中长期贷款占比将有提高。

图 1：2012 年至今，我国货币乘数波动上行



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

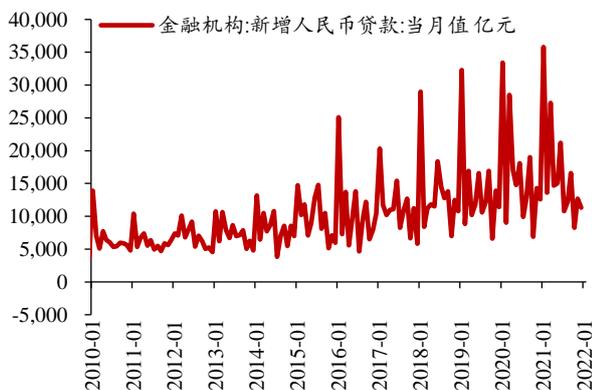
图 2：PMI 与企业中长期信贷呈现正相关关系



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

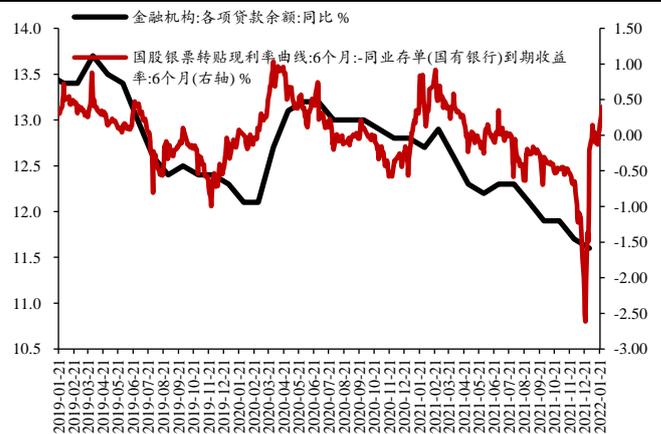
我们提示关注近期票据利率走势对信贷释放形势的映射。相比对流动性的指示性意义，票据更具信贷属性，将票据利率与同期限同业存单利率做差，可剔除短端流动性的扰动，该指标与信贷增速正相关度较高，2021年12月中下旬票据转贴现利率大幅下行超出了历史季节性波动幅度，我们此前提出这反映出银行年末“冲票据”为2022年一季度储备项目，有助于2022年1月开门红的信用放量。实际上，进入1月以来，票据利率已经逐步回升，且在1月17日后迅速拉升，票据利率上行反映出银行一般贷款改善、“冲票据”行为转弱，压缩贴现票据使得信贷结构优化，而企业部门尤其是下游中小企业仍然是有票据贴现意愿的，不论是贴现市场还是转贴现市场供需关系均较2021年12月逆转，推动利率上行。此外，从整体票据承兑状况看，市场或存在适度“套利”行为，也是政策在上游原材料价格较高情况下阶段性呵护市场、进而维稳中小企业信用、支持实体经济的体现。

图 3：1 月为传统信贷大月



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：1 月票据利率上行反映信贷状况改善



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

“四箭齐发”宽信用即四个领域信贷有望放量：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款。

1、制造业贷款是政策着重引导信贷支持的方向。2019年，央行在MPA考核中增加制造业中长期贷款占比指标，并在2020年加大权重，2021年政策延续，持续强调加大对制造业的金融支持，央行数据显示，2021年9月末，制造业中长期贷款余额增速37.8%，比上年末高2.6个百分点，保持了较快的增长速度，且明显高于整体信贷增速水平。2022年一季度，预计基建与地产市场大概率出现新的增长点，制造业投资需求有望企稳，从而拉动企业资本开支意愿。另外，2021年下半年以来，虽然基建、地产投资增速回落，但制造业投资保持了当月10%左右的较高增速，结构中同比增速较高的行业如电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业等，当月增速均保持了20%左右的高位，其中，输配电设备、光伏设备、电线电缆电池制造均计入电气机械及设备制造业，我们认为双碳逻辑已经在制造业投资数据中有所体现，且未来具备持续性，因此对制造业投资需求保持乐观。

2、对于减碳贷款，碳达峰碳中和背景下，我们认为绿色金融领域的定向支持力度将不断加强。2021年11月央行已经落地碳减排支持工具，孙国峰司长《货币政策回顾与展望》一文中披露数据“截至2021年12月末金融机构发放碳减排贷款2309亿元，带动减少排碳4786万吨二氧化碳当量，金融机构发放煤炭清洁高效利用领域贷款134亿元”，预计未来将持续放量，碳减排工具和煤炭清洁高效利用再贷款将成为重要的宽信用工具。

3、对于基建贷款，2021年7月30日中央政治局会议强调“积极的财政政策要提升政策效能，推动2021年底2022年初形成实物工作量”；2021年末中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”；旧城改造、城市更新是当前最主要的支撑中小企业贷款增量的方向，2021年11月住建部已公布第一批城市更新试点工作安排，共涵盖全国21城，2022年1月住建部进一步发布《完善居住社区建设指南》，将为居住社区配套社区服务站、超市、托儿所等基础设施有望带动相应投资及信贷需求。综上，我们对2021年一季度基建投资增速预测值为6%，相比当前0%附近水平会有大幅修复，财政或将配合货币政策带动2022年一季度信用扩张。

4、对于按揭贷款，随着近期地产调控政策纠偏，12月政治局会议和中央经济工作会议均提出“满足购房者的合理住房需求”，信贷端政策逐步向“根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求，合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展”的方向调整，预计房地产贷款领域数据也将有所改善，其中或更多侧重于居民端。一旦房产税试点扩大政策落地，相应城市需求端购房按揭贷款监管可能有所宽松，以对冲房产税试点对房地产市场的负面影响。随着销售回暖，也会带动地产后周期的相关消费及消费贷款，如建筑装潢、家具、家电等，进一步推动居民信贷增长。

图 5：看好 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用



资料来源：Wind，浙商证券研究所

社融结构看，除信贷外，预计政府债券、企业债券同比多增。1月在财政前置和形成实物工作量的政策指引下，政府债券发行速度较快，由于2021年12月提前下达1.46万亿专项债额度，1月中起部分省份陆续增加专项债发行，对1月社融构成较强支撑，预计全月政府债券净融资近7000亿，同比多增约4500亿。

1月信用债收益率与国债收益率同步下行，有利于实体部门债券融资意愿提升，且PMI连续2个月处于扩张区间，我们坚持经济回暖且一季度同样将迎来“开门红”的判断，企业债券融资需求提升。同样的逻辑映射在表外未贴现票据项目，预计1月数值有望转正，相比12月的-1419亿元有明显的改善，但去年数据较高，今年同比而言可能仍然偏弱。预计2022年融资类信托监管持续，其净融资规模仍将维持负值，总量继续压降，但委托贷款预计稳健。

预计1月信贷大规模投放及政府支出加速有助于推升M2增速，叠加去年低基数，预计1月M2增速上行0.7个百分点至9.7%。受去年高基数影响，预计1月M1增速较前值3.5%略降至3%，不会大幅下行主因地产政策纠偏及城投平台活跃度提升等因素对M1数据有正面支撑。

随着经济下行压力加大，货币政策首要目标已切换至稳增长，我们继续强调一季度“四箭齐发”宽信用，2月中旬发布的金融数据将有大幅超预期的表现，尤其是信贷结构优化、企业中长期贷款占比提升对股市有较强的正向拉动，由此催化权益市场行情到来，结构上更加关注宽信用相关受益主体，如金融、地产、建筑、建材，地产后周期如家具家电等。

宽信用+宽货币组合下，长端利率未来更多关注宽信用，预计10年期国债收益率一季度末二季度初或上行至高点3.2%附近，但宽货币及降息对1年期国债收益率有向下指引作用，因此会推动国债收益率曲线陡峭化。

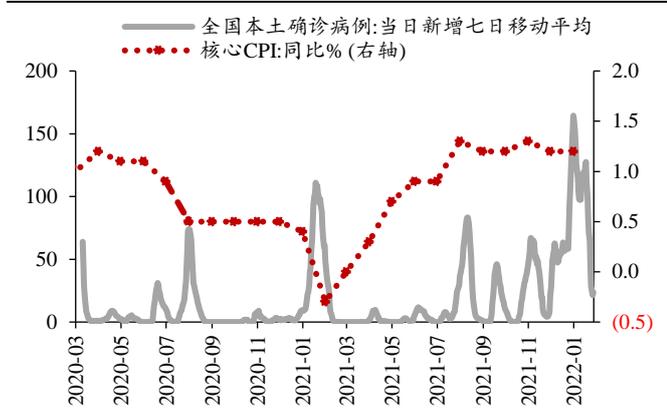
3. CPI 弱于季节表现，PPI 延续回落趋势

预计 1 月 CPI 环比+0.5%，环比表现弱于季节性，同比+1.0%，去年 11 月、12 月分别为 2.3%、1.5%，猪肉价格持续探底、消费复苏不及预期，CPI 回升动力不足。预计 1 月 PPI 环比-0.3%，同比+8.9%，前值 10.3%，供给释放，中游工业品价格普遍下跌，PPI 延续回落趋势，但 1 月原油价格中枢升至 85 美元上方，对 PPI 形成较强支撑。

3.1. CPI 季节性升温，猪肉价格形成拖累项

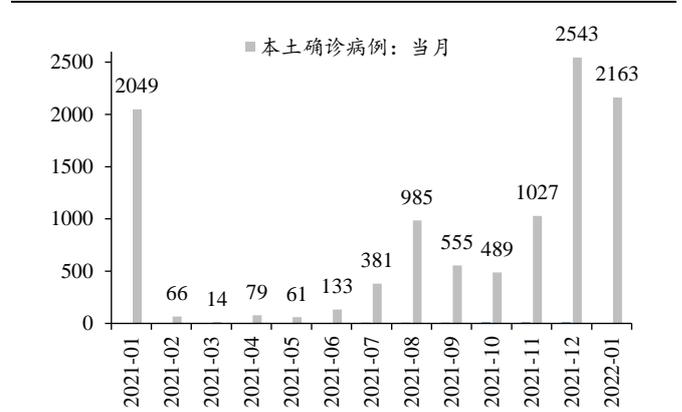
预计 1 月 CPI 环比+0.5%，环比表现弱于季节性，同比+1.0%，去年 11 月、12 月分别为 2.3%、1.5%。一方面，1 月猪肉价格持续探底，上旬菜价下探幅度较深，CPI 食品项表现不强；另一方面，本轮疫情仍在蔓延，局部地区疫情较为严重，聚集性活动受到严格管控，主要城市地铁客运量数据未出现显著回暖特征，线下密集型消费活动始终受限，核心 CPI 短期修复力度有限。

图 6：核心 CPI 修复受阻



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：1 月本土新增病例创年度新高 (截至 1 月 26 日)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

供给过剩局面未显著缓解，猪肉价格持续探底，符合我们在年度策略《先立后破，产业突围》中的判断。供给方面，生猪大量存栏待售，养殖户近期集中抛售，叠加节前冻肉企业加大投放，供应压力主导下，猪价持续下跌。需求方面，10 月份价格超跌，居民提前腌腊、灌肠活动，食品企业囤肉，导致节前旺季需求的透支。鉴于当前生猪供应量相当充裕，一季度仍处于过剩局面，预计猪肉价格将进一步寻底，二季度生猪供应回落，

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_37120



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn