



李庚南：如何看待当前金融数据超预期背后的市场预期？



文/意见领袖专栏作家 李庚南

一年之计在于春。1 月份的金融数据超乎预期无疑给了市场更多的遐想，增强了市场的信心，也为研判全年的经济取向提供了基础素材。

数据显示，1 月份银行信贷投放和社融增量双双超预期，均创下单月历史新高，广义货币 M2 持续回升。1 月份人民币贷款增加 3.98 万亿，同比多增 3944 亿，单月新增人民币贷款创下历史最高。1 月社会融资规模增量为 6.17 万亿，比上年同期多 9842 亿，单月新增社会融资规模创历史最高；1 月末，M2 余额 243.1 万亿，同比增长 9.8%，增速分别比上月末和上年同期高 0.8 个和 0.4%。M1 同比负增长 1.9%，M2 与 M1 增速的正剪刀差（M2 增速—M1 增速）骤然扩大到 11.7%，创下 2014 年 2 月以来的最大剪刀差。信贷、社融及 M1、M2 剪刀差同创新高，这些信息叠加意味着什么？



一、人民币贷款单月增量创历史最高，但纵向比较，增量合乎历史走

势；且人民币贷款同比增速延续减缓态势，形势并不容过度乐观。

从总量上看，1月末金融机构各项贷款余额达到 196.65 万亿，单月增加 3.96 万亿，其中，人民币贷款单月新增 3.98 万亿，同比多增 4000 亿。总体上映射出此前央行降准、降息等逆周期、跨周期调节政策效应的释放，一定程度提升了金融对实体经济的支持力度；数据背后的形势未必如市场想象的那么乐观。

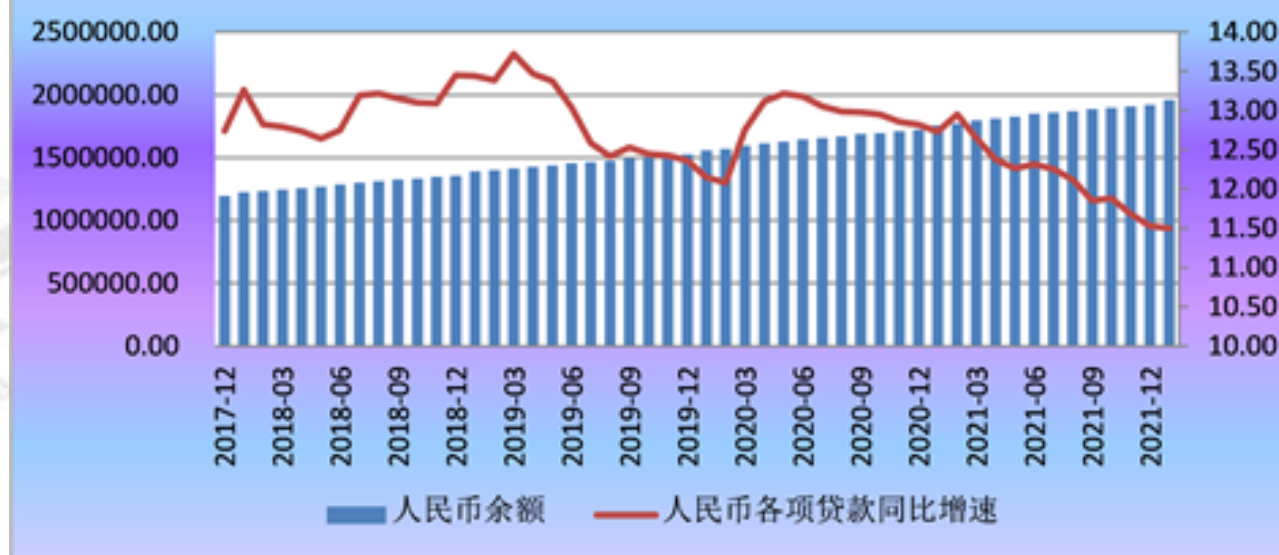
尽管单月新增人民币贷款创历史新高，但从商业银行年度信贷投放节奏及历史趋势看，这一增量基本符合预期。按照商业银行“早投放早受益”的经营理念，1月份无疑是全年信贷投放的高点，从 2019 年以来的新增贷款情况看，1 月份新增贷款基本占全年新增贷款 17%以上。从环比看，1 月份新增贷款较上年末的增速基本在 2%左右（见下表）。若以 2021 年末人民币贷款余额 1919854.89 亿及环比增速 2.1%测算，2022 年 1 月新增贷款应在 40317 亿。

指标名称	1月份人民币贷款增量 (亿元)	上年末人民币贷款 余额(亿元)	1月份人民币贷款环比 增速
2017年	20300.00	1061666.80	1.91%
2018年	29000.00	1196900.23	2.42%
2019年	32300.00	1357891.35	2.38%
2020年	33400.00	1525755.35	2.19%
2021年	35800.00	1721356.18	2.08%
2022年	39800.00	1919854.89	2.07%

因此，1月份人民币贷款 3.98 万亿的增量实际上在合理预期以内。

从增速看，1月份人民币贷款同比增长 11.5%。实际上，人民币贷款增速自 2020 年 5 月达短期高点 13.72% 后，总体呈持续下降态势，特别是去年四季度以来增速持续减缓（见图 1）。1 月份人民币贷款的巨额增量并不能掩饰人民币贷款增速总体下降的趋势，从逻辑上，这也是与经济增长态势基本相吻合的。

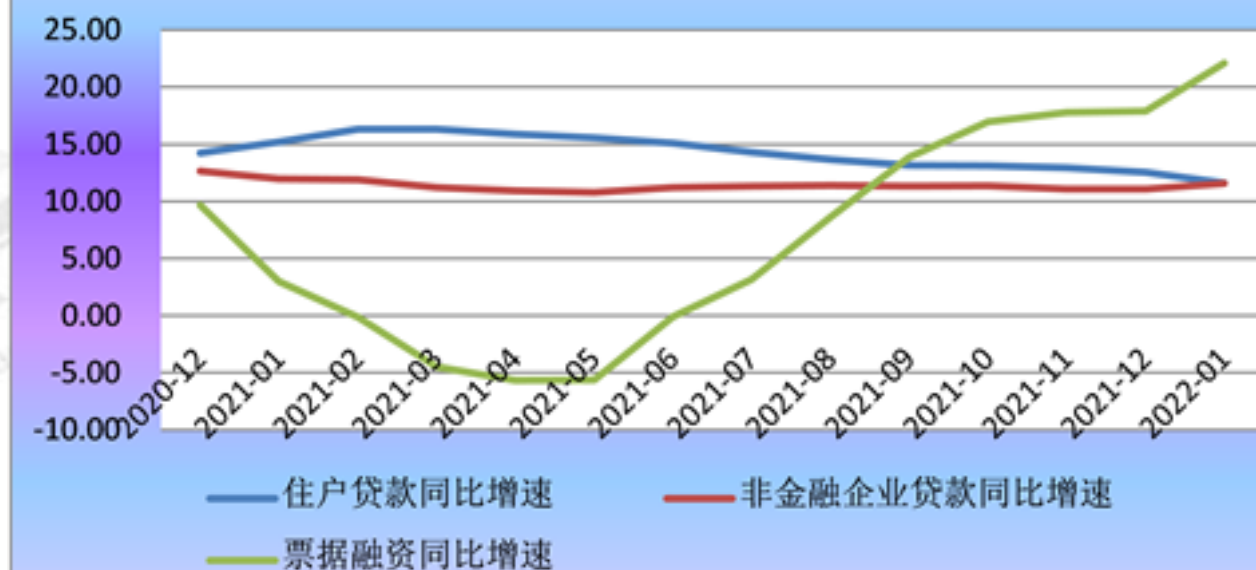
图1 人民币贷款余额及同比增速



二、票据融资依旧高位运行，当月新增额相当于当月人民币贷款增量的80%，表明宽货币转向宽信用尚存在阻隔，实体经济有效融资需求收缩，资金空转势头或凸显。

1 月份，金融机构票据融资余额达 10.03 万亿，当月新增 1788 亿，同比多增 3193 亿，相当于同期人民币贷款增量的 80%。票据融资同比增长 22.1%，远高出同期住户贷款增速(11.62%)和企业贷款增速(11.56%)。

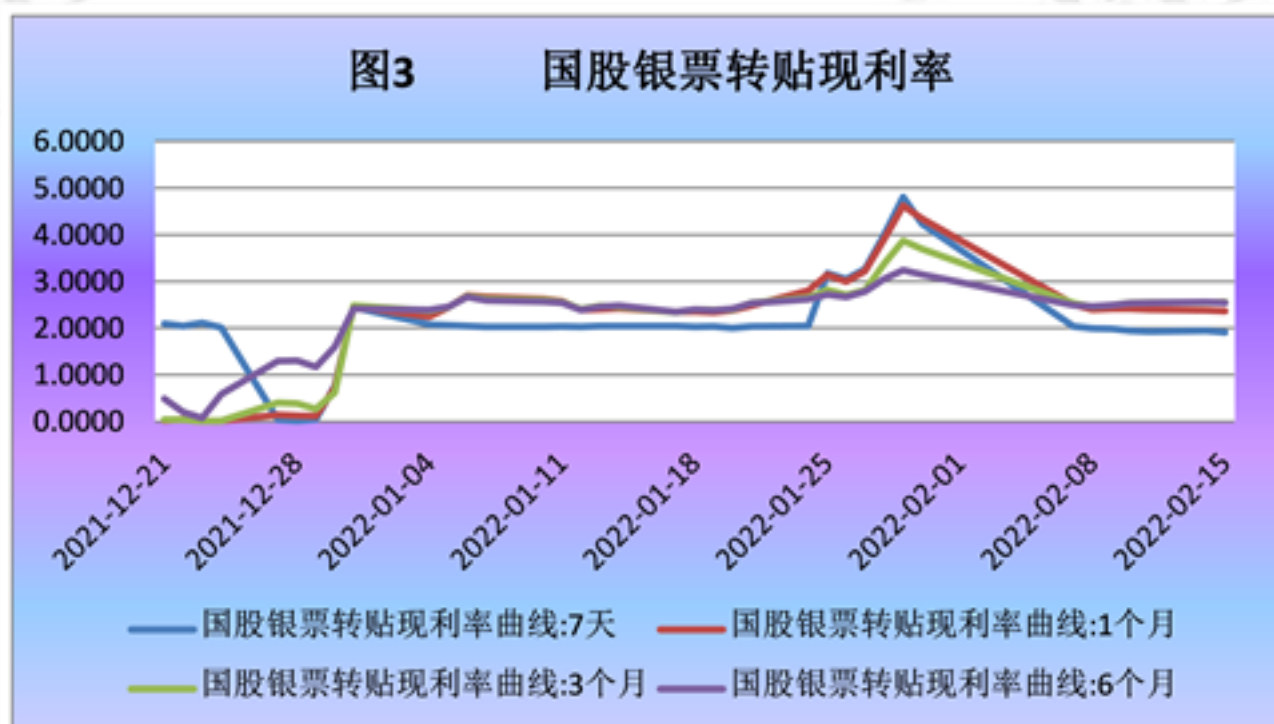
图2 票据融资变动态势



票据融资快速增长的背后，并非实体企业票据贴现融资需求的上升，而是银行机构在“资产荒”背景下通过买入票据以充规模的需求上升。按照既往经验，1月份是银行机构加大信贷投放力度的“播种期”。但面对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”压力，银行机构信贷投放的审慎性明显强化。在实体企业有效融资需求不足与信用风险凸显的情况下，银行机构找到合意的“好资产”比较困难，权且以票据融资充贷款规模成为不少银行的“理性”选择。

另一方面，实体企业票据供给的能力与意愿下降。1月末未贴现银行承兑汇票当月新增4731亿，同比少增171亿。表明实体企业通过银行承兑汇票融资的需求有所下降，从而表现为贴现票据供给能力下降。而国股银票贴现利率的低位徘徊，则表明实体企业贴现票据供给意愿在下降。除1月末，受非银机构跨季资金需求等因素影响国股银票贴现利率出现短暂回

升外，总体处于低位徘徊。截至2月15日，国股银票转贴现利率7天、3个月期限利率分别为1.9096和2.5611，比银行间质押式债券回购利率分别低16BP和149BP。表明银行机构在岁末年初，因考核因素，为落实上级要求千方百计融入票据，宁愿对票据贴现收取较低的贷款贴现利率。



三、短期贷款回暖与中长期贷款增势疲软形成反差，既反映了基建超常发展预期带来的市场效应，又反映了实体企业投资意愿仍不足，同时进

——止几目山京地立仁业下行的压力

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_37307

