

证券研究报告 / 宏观数据

理性看待开年天量社融

--- 1月金融数据点评

报告摘要：

1月新增社融再度重现2020年同期的5万亿规模，较去年同期多增1165亿元。当月社融增速较上年末回落0.3个百分点至13.3%。超市场预期的一部分主要集中在表外票据的放量，而信贷规模整体符合预期，表现积极，呈现出居民房贷和企业中长期贷款需求两旺的特征。整体来看，由于上年高基数的抬升，房贷管控趋严，政府债券额度收敛等因素，约束新增社融的扩张，年初社融放量不改整体信用回落趋势。1月份房贷放量引发央行主动调控，我们预计2月份将出现回落，因此应理性对待开年天量社融，将1-2月表现结合起来看。但鉴于企业信贷需求旺盛的特征仍在，政策支持的实体经济领域仍有望持续扩张，对于制造业投资的回升、服务业领域的修复都有着积极作用。

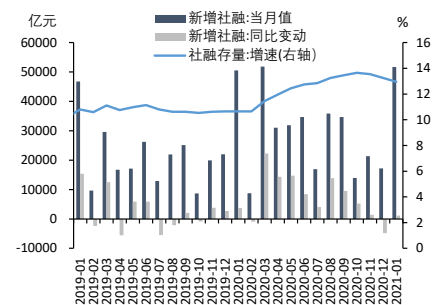
1月末贴现银行承兑汇票大增的原因何在？一方面来源于季节性特征，往年来看，1月份均为当年高点。由于临近春节，企业间贸易结算活动加强，往往使用开票方式来代替现金支付的功能。从侧面也反映出当前经济活动处在较高景气区间。2017年、2019年1月的未贴现银行承兑汇票分别新增6130亿元、3787亿元。另一方面，这与1月份票据贴现利率保持高位，削弱票据贴现的积极性有关，表现为同期表外和表内票据的一增一减。而1月票据贴现利率在月末流动性收紧之前率先抬升，与当前贷款需求旺盛，而银行信贷额度受到管控，挤压票据贴现空间有关。

受1月地产销售火热以及去年年末信贷额度不足可能导致部分需求后移等因素影响，今年1月份投向居民部门的信贷比例较往年明显增加，这也能够理解监管层在1月下旬加强房地产限购、限贷等措施。2016-2020年，1月份居民部门信贷占比为28%，而今年1月这一比重提高到35%。往后看，随着房地产需求侧管理的趋严，房贷集中度管理的调控，地产销售将逐步降温，居民中长期贷款也将随之回落。

1月M1增速的回升与春节错位效应因素有较大关联，M2增速回落与政府存款大幅增加有关。从过去经验来看，春节当月M1环比增量出现明显回落，这与临近春节放假，企业向员工发放奖金福利等有关，表现为企业存款转移至居民部门。去年1月份为春节月，而今年2月份为春节月，这一错位效应导致了M1增速的大幅回升。1月份新增财政存款高达11700亿元，较上年同期多增7698亿元，远超过去五年5900亿元均值水平，进而直接拖累M2增速表现。1月份财政存款的表现更多体现为财政支出偏慢，这与月末财政投放有限，导致资金面持续趋紧相一致。

风险提示：货币政策进一步收紧，内需修复放缓

相关数据



相关报告

《推动美国1.9万亿财政刺激计划的“预算和解程序”是什么？》

--20210207

《央行维护资金面不缺不溢》

--20210207

《企业生产活动降温，关注2月份超季节性表现》

--20210201

《流动性压力有望缓和，预计资金面回归紧平衡》

--20210131

《美联储“鸽”声依旧，拜登行政令频出》

--20210131

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

1月社会融资规模增量 51700 亿元，预期 46000 亿元，前值为 17192 亿元。

1月社融存量 289.74 万亿元，同比增长 13.0%，前值增 13.3%。

1月新增人民币贷款 35800 亿元，预期 35300 亿元，前值 12522 亿元。

1月 M2 货币供应同比 9.4%，前值 10.1%。

1月 M1 货币供应同比 14.7%，前值 8.6%。

1月 M0 货币供应同比-3.9%，前值 9.2%。

2. 天量社融重现，信用延续回落趋势

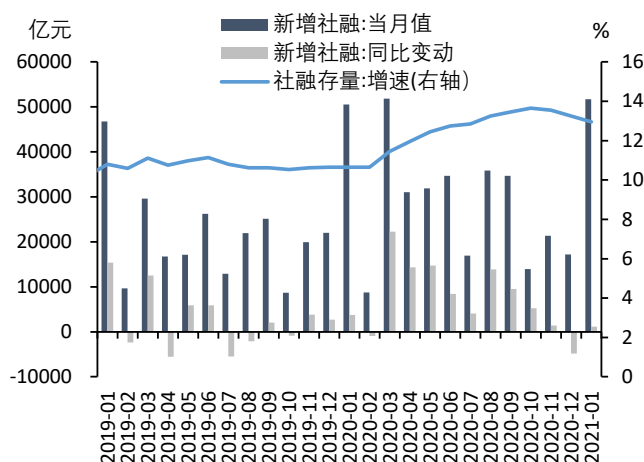
1月新增社融再度重现 2020 年同期的 5 万亿规模，较去年同期多增 1165 亿元。当月社融增速较上年末回落 0.3 个百分点至 13.3%。**超市场预期**的部分主要集中在表外票据的放量，而信贷规模整体符合预期，呈现出居民房贷和企业中长期贷款需求两旺的特征。整体来看，由于上年高基数的抬升，房贷管控趋严，政府债券额度收敛等因素，约束新增社融的扩张，年初社融放量不改整体信用回落趋势。1月份房贷放量引发央行主动调控，我们预计2月份将出现回落，因此应理性对待开年天量社融，将1-2月表现结合来看。但鉴于企业信贷需求旺盛的特征仍在，政策支持的实体经济领域仍有望持续扩张。

1月表外票据即未贴现银行承兑汇票大幅增加 4902 亿元，较去年同期多增 3499 亿元。一方面来源于季节性特征，往年来看，1月份均为当年高点。由于临近春节，企业间贸易结算活动加强，往往使用开票方式来代替现金支付的功能。从侧面也反映出当前经济活动处在较高景气区间。2017 年、2019 年 1 月的未贴现银行承兑汇票分别新增 6130 亿元、3787 亿元。另一方面，这与 1 月份票据贴现利率保持高位，削弱票据贴现的积极性有关，表现为同期表外和表内票据的一增一减。而 1 月票据贴现利率在月末流动性收紧之前率先抬升，与当前贷款需求旺盛，而银行信贷额度受到管控，挤压票据贴现空间有关。

往后看，随着季节性因素消退，以及监管对于房贷的管控趋严，未来表外票据融资对社融的贡献将走弱。而其他非标融资中，信托贷款继续保持回落趋势，1月减少 842 亿元，较去年同期收缩 1274 亿元；委托贷款小幅增加 91 亿元，较去年同期多增 117 亿元。整体来看，非标融资对于社融拖累仍是大概率事件。

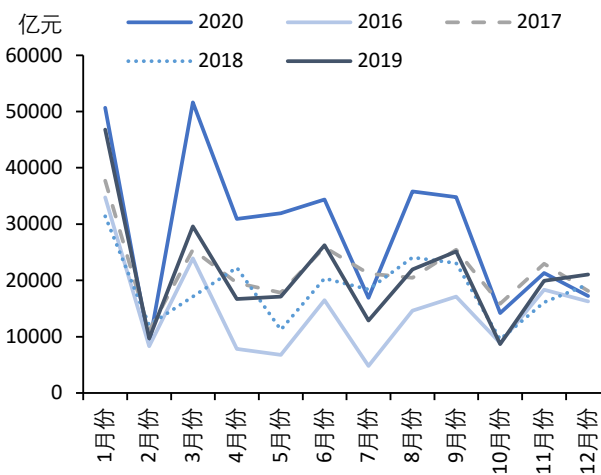
除此之外，直接融资规模处在同期低位。1月信用债市场有所回稳，当月净融资 3751 亿元，上月为 436 亿元。但对比往年同期规模，仍未完全修复正常。2019 年、2020 年 1 月企业债融资规模分别为 4829 亿元、3967 亿元。政府债券方面，由于 1 月未有专项债提前下达，1 月份政府债券主要依靠国债及再融资债支撑，当月仅新增 2437 亿元，较上年同期少增 5176 亿元。1 月份股票融资规模回升，当月多增 991 亿元，较上年同期多增 382 亿元。

图 1：社融增量与存量表现



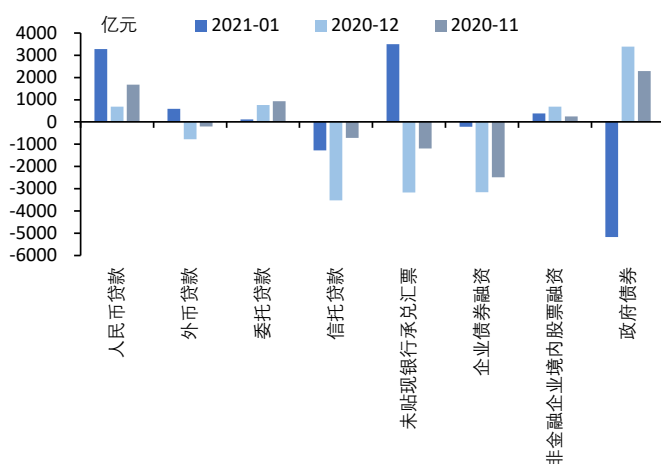
数据来源：东北证券，Wind

图 2：新增社融的季节性表现



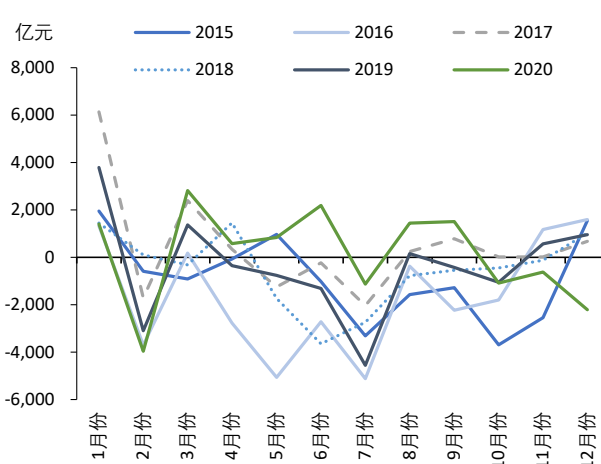
数据来源：东北证券，Wind

图 3：新增社融分项同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

图 4：未贴现银行承兑汇票季节性表现



数据来源：东北证券，Wind

3. 信贷表现积极，居民部门倾斜力度加大，企业贷款需求旺盛

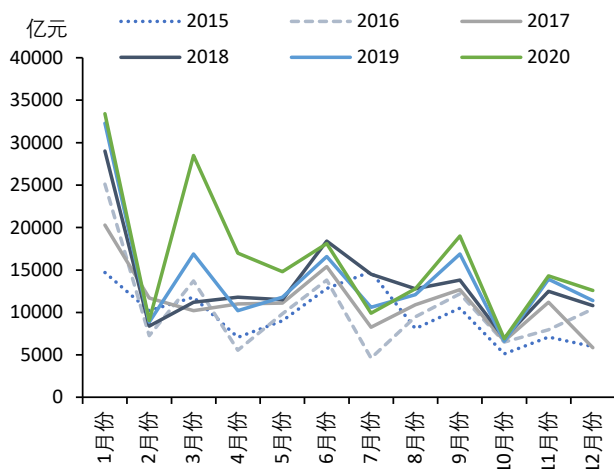
总量来看，1 月新增人民币贷款 35800 亿元，较去年同期多增 2400 亿元。年初银行信贷额度相对充足，并未出现所谓信贷收紧的现象。其中，居民短贷及中长贷、企业中长贷需求旺盛，分别较去年同期多增 4427 亿元、1957 亿元、3800 亿元。

企业中长期贷款需求持续旺盛，表明实体领域信用扩张仍在延续，这也是今年社融的重要结构性特征，即社融增速的回落并不意味着实体经济的等量收缩，企业中长期贷款需求旺盛对于制造业投资的回升、服务业领域的修复都有着积极作用。

受 1 月地产销售火热以及去年年末信贷额度不足可能导致部分需求后移等因素影响，今年 1 月份投向居民部门的信贷比例较往年明显增加，这也能够理解监管层在 1 月下旬加强房地产限购、限贷等措施。2016-2020 年，1 月份居民部门信贷占比为 28%，而今年 1 月这一比重提高到 35%。往后看，随着房地产需求侧管理的趋严，

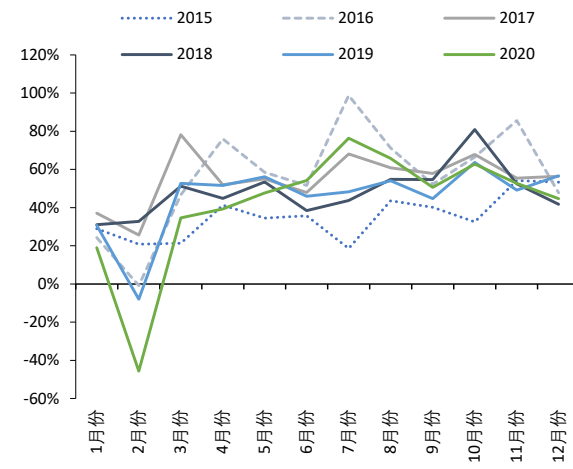
房贷集中度管理的调控，地产销售将逐步降温，居民中长期贷款也将随之回落。

图 5：新增人民币贷款的季节性表现



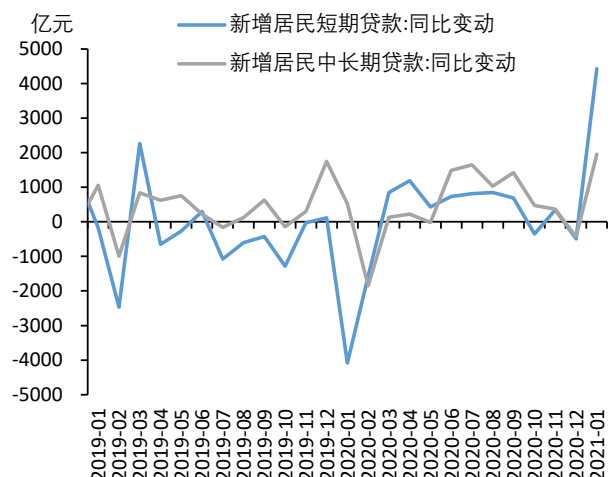
数据来源：东北证券，Wind

图 6：居民部门信贷占比



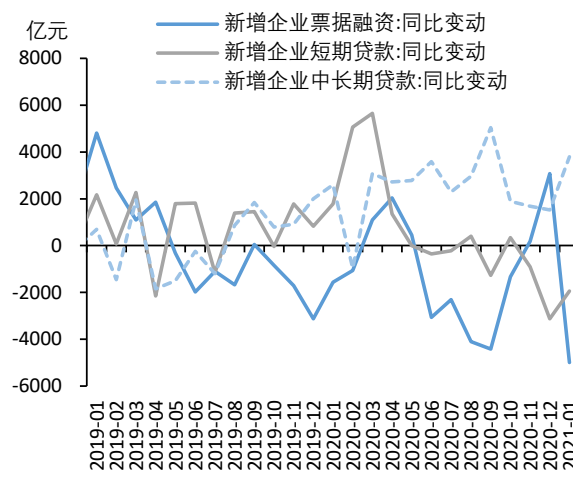
数据来源：东北证券，Wind

图 7：新增居民贷款结构



数据来源：东北证券，Wind

图 8：新增企业贷款结构



数据来源：东北证券，Wind

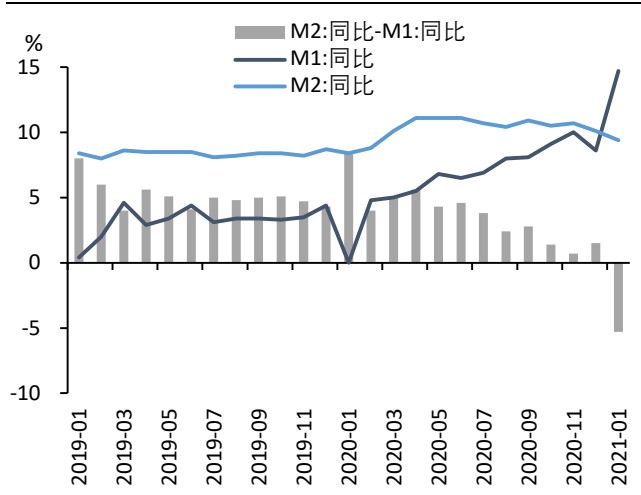
4. 春节错位导致 M1、M2 走势相背

1 月 M1、M2 走势相反，M1 增速大幅回升至 14.7%，M2 增速持续走低至 9.4%。

M1 增速的回升与春节错位效应因素有较大关联，M2 增速回落与政府存款大幅增加有关。从过去经验来看，春节当月 M1 环比增量出现明显回落，这与临近春节放假，企业向员工发放奖金福利等有关，表现为企业存款转移至居民部门。去年 1 月份为春节月，而今年 2 月份为春节月，这一错位效应导致了 M1 增速的大幅回升。

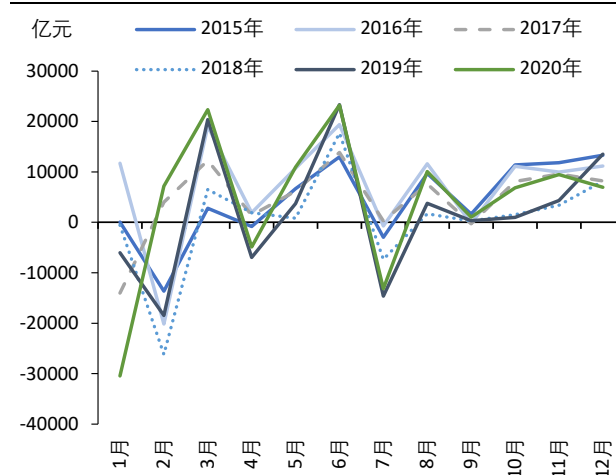
1 月份新增财政存款高达 11700 亿元，较上年同期多增 7698 亿元，远超过去五年 5900 亿元均值水平，进而直接拖累 M2 增速表现。1 月份财政存款的表现更多体现为财政支出偏慢，这与月末财政投放有限，导致资金面持续趋紧相一致。

图 9: M2、M1 走势相背



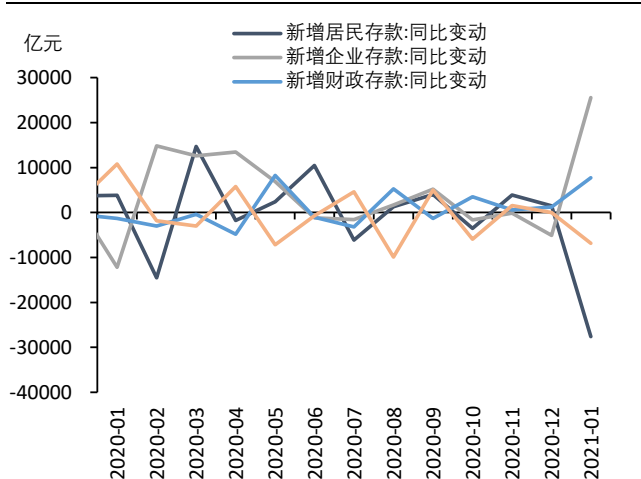
数据来源：东北证券，Wind

图 10: M1 环比的季节性表现



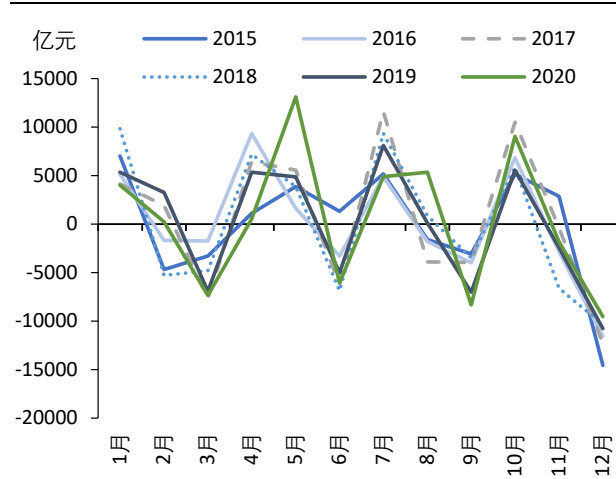
数据来源：东北证券，Wind

图 11: 新增存款结构同比变动值



数据来源：东北证券，Wind

图 12: 新增财政存款的季节性表现



数据来源：东北证券，Wind

风险提示：货币政策进一步收紧，内需修复放缓。

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_18089

