钟正生；张璐

2021年1月金融数据点评

信贷额度管控下的社融放量

■ 核心摘要

1、今年 1月新增社融 5.17万亿，显著高于市场预期。1月新增社融较强的原因主要有三个：一是实体信贷需求较强，草根调研显示1月信贷额度可能受到政策指导，但即使如此，1月新增人民币贷款仍同比多增；二是在表内票据大幅下降的同时，表外票据大增，和新增信贷受政策指导有一定关系；三是新增外币贷款创 2015 年以来同期新高，可能和人民币兑美元汇率结束单边升值，以及年初央行下调企业跨境融资宏观审慎参数有关。

2、今年 1月新增人民币贷款 3.58万亿，和去年同期相比多增 2252亿元。在信贷额度受管控的情况下，新增人民币贷款仍同比多增，反映了信贷需求旺盛。在总量回升的同时，信贷结构也进一步优化，尤其是非金融企业的新增中长期贷款规模，创下历史新高，这意味着经济还能维持韧性。

3、**1月 M1同比从前值 8.6%提高到 14.7%，春节错位下的低基数有较大影响，房地产高景气也推动企业活期存款回升。M2 同比从前值 10.1%下降到 9.4%，降幅超过市场预期。考虑到 1月春节错位的影响后，后续 M1同比将开始回落。**

4、1月新增人民币存款 3.57万亿，较去年同期增加 6245亿，存款余额增速从前值 10.2%回升到 10.4%。其中，企业部门存款多增 25584 亿，居民部门少增 27600亿，主要受春节错位的影响。财政部门新增存款 11700亿元，而去年同期只有 4002 亿元。在政府债券净融资处于较低水平的情况下，财政存款仍大幅增加，意味着今年 1月财政资金投放力度可能并不积极，这对1月资金面偏紧也有一定影响。

1月社融超预期，信贷结构也出现优化，尤其是非金融企业新增中长期贷款规模创下历史新高，实体将继续维持韧性。加之超低基数、“就地过年”和海外复苏，通胀则受到弱消费、强生产的压制，经济预计将呈现“高增长、低通胀”的状态，仍然相对有利于风险资产的表现。在此情形下，货币政策既无加码宽松的可能性，“急转弯”的必要性也不太强。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、表外票据飙升，推动社融超预期

今年 1月新增社融 5.17 万亿，显著高于市场预期。不过由于去年较高的基数，存量社融增速依然从前值 13.3%下滑到 13.0%，2020 年 10 月的 13.7%是社融拐点得到进一步确认。

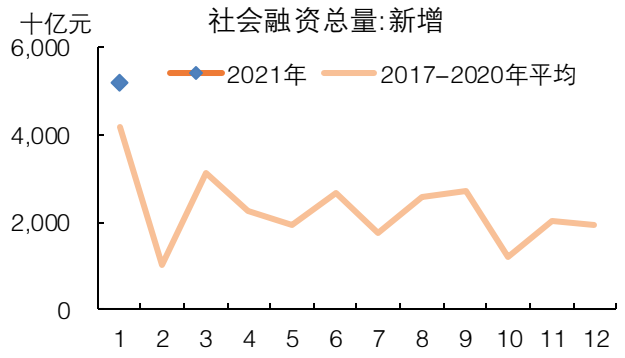
1月新增社融较强的原因主要有三个：一是实体信贷需求较强，草根调研显示 1月信贷额度可能受到政策指导，但即使如此，1 月新增人民币贷款仍同比多增；二是在表内票据大幅下降的同时，表外票据大增，和新增信贷受政策指导有一定关系；三是新增外币贷款创 2015 年以来同期新高，可能和人民币兑美元汇率结束单边升值，以及年初央行下调企业跨境融资宏观审慎参数有关。分类来看：

表内融资：1月**社融口径新增人民币贷款** 3.82 万亿，和往年同期相比，依然较强。**新增外币贷款** 1098 亿，较前值提高达 2079 亿，可能的原因一是 1 月人民币对美元结束单边升值，二是今年年初央行下调企业跨境融资宏观审慎参数后，企业境外融资额度受影响，转而增加了在境内的外币贷款需求。

表外融资：1月**新增委托贷款** 91 亿，时隔 36 个月首次转正。**新增信托贷款**-842 亿元，和 2020 年 12 月的-4620 亿元相比明显改善，主要原因是在压降压力缓和的同时，到期规模也在锐减。根据中国信托业协会的统计，去年 12 月和今年 1月的信托到期规模分别为 9042 亿和 3242 亿。**新增未贴现承兑汇票** 4902 亿元，创 2017 年 2月以来的新高。这和 1 月票据利率上升的趋势一致，主要原因是在信贷额度受政策指导后，部分融资需求转向表外。

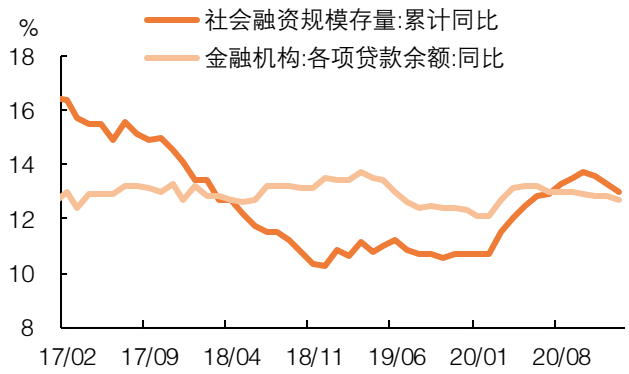
直接融资：今年 1月**新增企业债融资** 3751 亿元，而前值是 436 亿元，信用债一级市场已经从永煤事件中走出。**非金融企业境内股票融资** 991 亿元，同比多增 382 亿元。**政府债券净融资** 2437 亿元，和去年 1月相比减少 5176 亿元，主要原因是今年没有提前下发专项债额度。

图表1　今年 1月新增社融规模远超前 4年均值



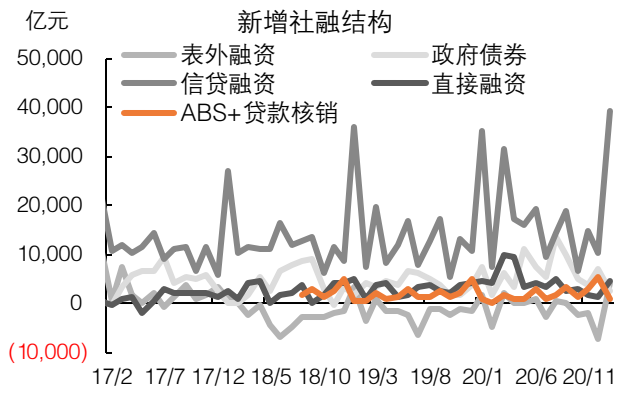
资料来源:wind，平安证券研究所

图表2　1月存量社融增速进一步回落



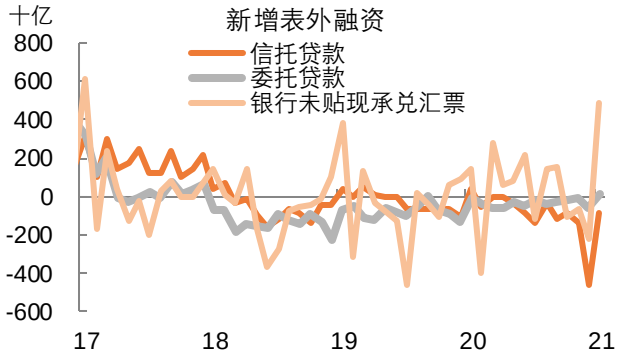
资料来源:wind，平安证券研究所

图表3 信贷推动1月社融回升



资料来源:wind，平安证券研究所

图表4 1月未贴现承兑汇票大幅回升



资料来源:wind，平安证券研究所

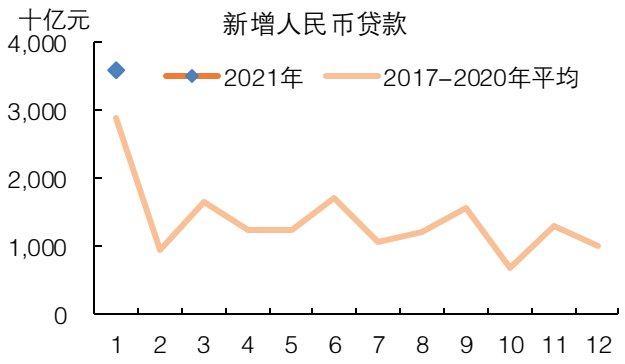
二、信贷结构优化，中长期贷款激增

今年1月新增人民币贷款3.58万亿，和去年同期相比多增2252亿元。通过对银行的草根调研，以及1月新增表外票据的大幅上升，都显示1月信贷额度可能受到政策指导。但即使如此，新增人民币贷款仍同比多增，反映了信贷需求旺盛。在总量回升的同时，信贷结构也进一步优化，尤其是非金融企业的新增中长期贷款规模，创下历史新高，这意味着经济还能维持韧性。

1月新增居民贷款1.27万亿，同比多增6359亿。其中，居民短期贷款新增3278亿元，而去年同期为-1149亿元，可能有一部分居民短期贷款违规流入楼市。居民中长期贷款新增9448亿元，创下历史新高。主因是2020年四季度房产销售火爆的滞后，因为从房产交易到房贷发放，中间有2-3个月的时间差。这也说明了，1月热点城市收紧房贷政策，对总体的新增房贷规模影响并不大。

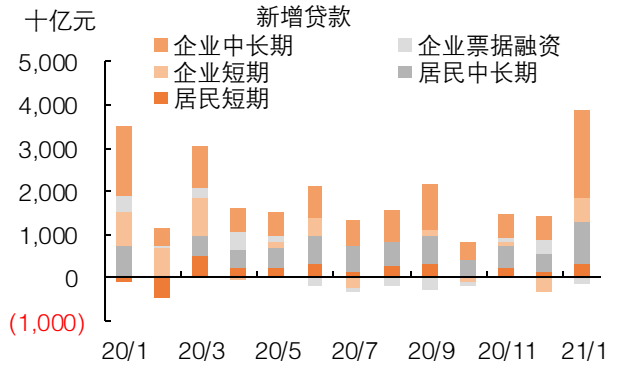
1月非金融企业新增贷款2.55万亿元，同比少增3100亿元。其中，新增企业短期贷款5755亿，和去年同期相比下降1944亿元。可能的原因一是经济恢复后，企业的经营性现金流好转，对短贷的需求减少；二是信贷额度受限，但企业融资需求较强，信贷额度向中长期贷款倾斜，即信贷结构长期化。新增中长期贷款2.04万亿元，同比多增3800亿元，和经济的内生性融资需求恢复有关。新增票据融资-1405亿，而去年同期是3596亿，主要受信贷额度管控的影响。

图表5 今年1月新增人民币贷款明显高于往年同期



资料来源:wind，平安证券研究所

图表6 1月企业中长期贷款大幅增加



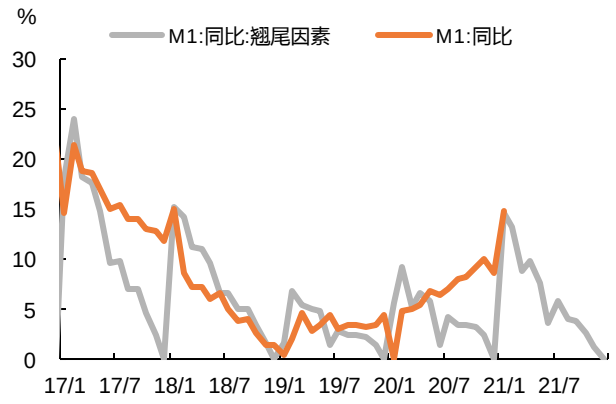
资料来源:wind，平安证券研究所

三、春节错位推动 M1 同比跳涨

1 月 M1 同比从前值 8.6%提高到 14.7%，春节错位下的低基数有较大推动，房地产高景气也推动企业活期存款回升。M2 同比从前值 10.1%下降到 9.4%，降幅超过市场预期。考虑到 1 月春节错位的影响后，后续 M1 同比将开始回落。

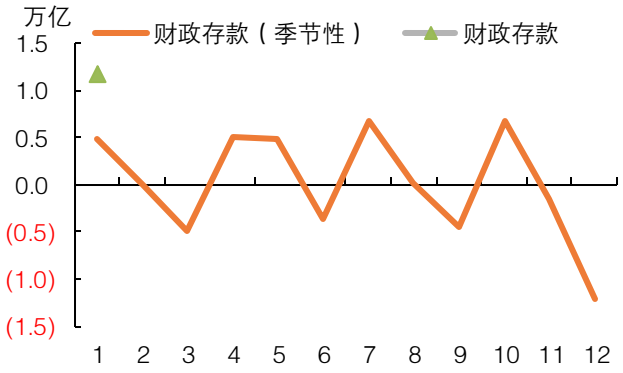
1 月新增人民币存款 3.57 万亿，较去年同期增加 6245 亿，存款余额增速从前值 10.2%回升到 10.4%。其中，**居民存款**增加 14800 亿元，和去年同期相比少增 27600 亿元，主要原因是去年春节在 1 月，奖金发放推动居民存款处于高位。**企业部门存款** 9484 亿元，而去年同期是-16100 亿元，同样是受春节错位的影响。**财政部门新增存款** 11700 亿元，而去年同期只有 4002 亿元。在政府债券净融资处于较低水平的情况下，财政存款仍大幅增加，意味着今年 1 月财政资金投放力度可能并不积极，这对 1 月资金面偏紧也有一定影响。

图表7　M1 同比跳升主要受基数影响



资料来源:wind，平安证券研究所

图表8　1 月财政存款激增



资料来源:wind，平安证券研究所

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_18101