

春节错位对信贷社融的影响

——1月金融数据点评

宏观事件点评

2021年2月10日

报告摘要：

● 一问，信贷数据为何符合预期？

1月新增人民币贷款35800亿元，相比去年同期多增2400亿元，与市场预期的35000亿元较为匹配。分结构看，企业中长期贷款新增20400亿元，相比去年同期多增3800亿元，根据早投放早受益的原则，1月利润较高的企业中长期贷款通常投放规模较大，今年由于制造业恢复较快，因此企业中长期贷款延续高增长的趋势。居民中长期贷款新增9448亿元，同比多增1957亿元，由于1月一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新增3278亿元，同比多增4427亿元，央行货币政策报告指出：2020年以来部分信用卡、消费贷业务不良贷款率有所上升，居民部门杠杆过快上升问题值得警惕。企业短期贷款新增5755亿元，同比少增1944亿元，近几个月来企业短期贷款呈边际下降的趋势，这与部分结构性货币政策工具退出有关。票据融资新减1405亿元，同比减少5001亿元，是信贷最大拖累项。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新减1676亿元，同比多增839亿元。

● 二问，社融数据为何高于预期？

1月社融新增51700亿元，高于市场预期的44650亿元。分结构来看，非标融资同比多减4151亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷款增加91亿元，同比多增117亿元；信托贷款同比减少842亿元，同比多减1274亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增4902亿元，同比多增3499亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应。观察近几年1月未贴现银行承兑汇票的情况，我们发现春节为2月的年份未贴现银行承兑汇票通常较高，比如2017年未贴现银行承兑汇票冲到了6000亿元左右。因此我们猜想今年春节较晚或导致企业大量开票需求被集中在1月释放。1月企业债新增3751亿元，同比减少216亿元，企业债发行基本恢复正常水平，反映出永煤事件对市场的冲击已逐渐淡化，央行呵护市场的手段取得良好效果。1月股权融资新增991亿元，同比多增382亿元，表现继续亮眼。政府债券新增2437亿元，同比减少5176亿元，成为社融最大拖累项。我们之前就指出：今年财政赤字率可能会从去年的3.6%回落至3%，广义财政赤字率从去年的8%回落至5%，政府债券发行规模可能会较去年明显下降。预计未来政府债券发行规模仍会处于较低水平。

● 1月M2增速为什么回落？

1月M2增速不及预期的原因主要有两个，一个是居民新增存款低于往年平均水平，二个是财政存款高增，大量资金沉淀在财政系统。往年春节大多集中在1月份，居民领了年终奖后通常会转换为存款，导致1月份居民新增存款通常走高。但由于今年春节在2月份，居民领年终奖时间较晚，拖累了居民存款增幅。另一方面，财政存款新增高于往年同期，说明财政开支力度较弱，大量资金沉淀在财政系统。这些都导致M2增速下降。1月M1增速大幅冲高，也跟春节因此有关，由于去年春节较早，且受疫情冲击影响，M1基数较低，使今年M1增速得以抬升。

● 风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

2月9日，央行公布1月金融数据：

新增人民币贷款 35800 亿元，市场预期 35000 亿元，前值 12600 亿元。

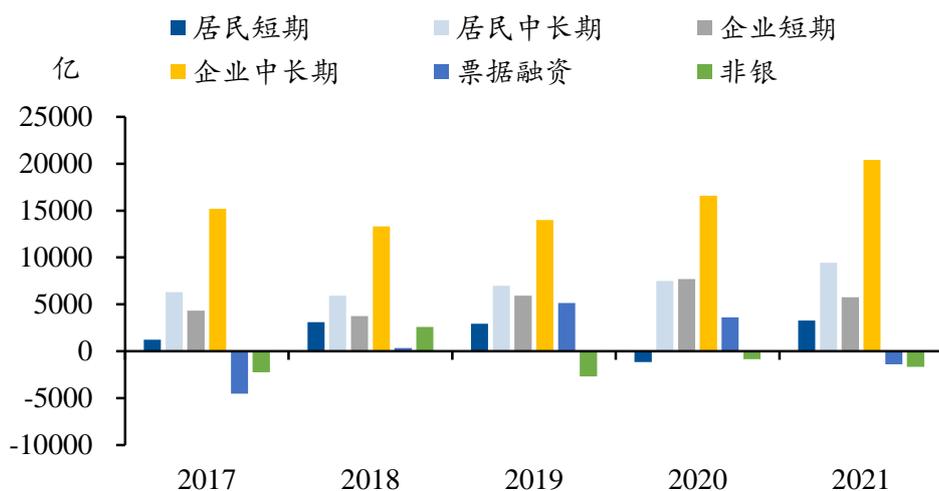
社会融资规模 51700 亿元，市场预期 44650 亿元，前值 17192 亿元。

M2 同比 9.4%，市场预期 10.2%，前值 10.1%；M1 同比 14.7%，前值 8.6%。

1 数据表现：信贷数据符合市场预期

一问，信贷数据为何符合预期？ 1月新增人民币贷款 35800 亿元，相比去年同期多增 2400 亿元，与市场预期的 35000 亿元较为匹配。分结构看，企业中长期贷款新增 20400 亿元，相比去年同期多增 3800 亿元，根据早投放早受益的原则，1月利润较高的企业中长期贷款通常投放规模较大，今年由于制造业恢复较快，因此企业中长期贷款延续高增长的趋势。居民中长期贷款新增 9448 亿元，同比多增 1957 亿元，由于1月一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新增 3278 亿元，同比多增 4427 亿元，央行货政报告指出：2020 年以来部分信用卡、消费贷业务不良贷款率有所上升，居民部门杠杆过快上升问题值得警惕。企业短期贷款新增 5755 亿元，同比少增 1944 亿元，近几个月来企业短期贷款呈边际下降的趋势，这与部分结构性货币政策工具退出有关。票据融资新减 1405 亿元，同比减少 5001 亿元，是信贷最大拖累项。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新减 1676 亿元，同比多增 839 亿元。总体来看，1月信贷规模符合市场预期，企业中长期贷款占比提升一方面能改善银行利润，另一方面也有利于制造业投资进一步恢复。

图 1：1 月份企业中长期贷款放量

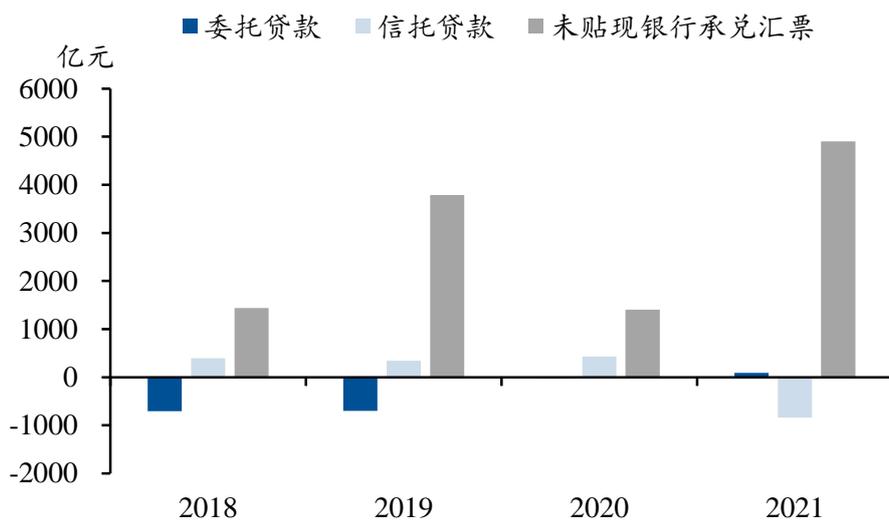


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为啥高于预期？ 1月社融新增 51700 亿元，高于市场预期的 44650 亿元。分结构来看，非标融资同比多减 4151 亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷

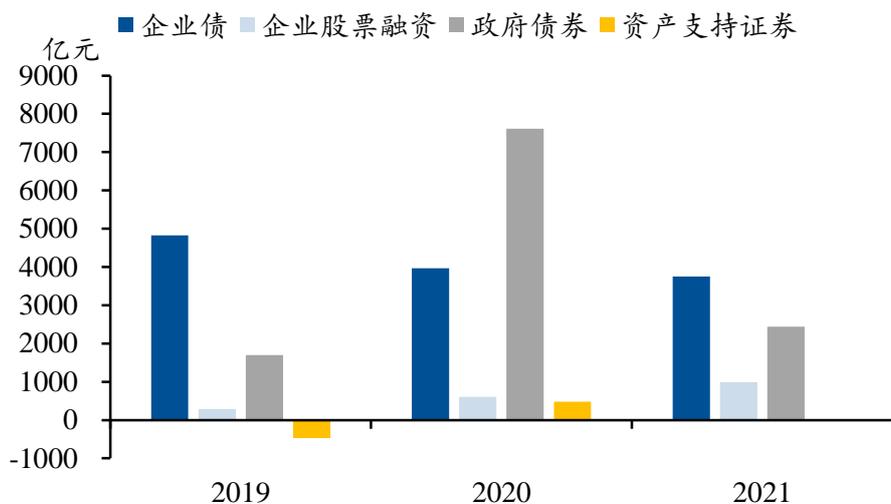
款增加 91 亿元，同比多增 117 亿元；信托贷款同比减少 842 亿元，同比多减 1274 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增 4902 亿元，同比多增 3499 亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应。观察近几年 1 月末贴现银行承兑汇票的情况，我们发现春节为 2 月的年份未贴现银行承兑汇票通常较高，比如 2017 年末贴现银行承兑汇票冲到了 6000 亿元左右。因此我们猜想今年春节较晚或导致企业大量开票需求被集中在 1 月释放。1 月企业债新增 3751 亿元，同比减少 216 亿元，企业债发行基本恢复正常水平，反映出永煤事件对市场的冲击已逐渐淡化，央行呵护市场的手段取得良好效果。1 月股权融资新增 991 亿元，同比多增 382 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 2437 亿元，同比减少 5176 亿元，成为社融最大拖累项。我们之前就指出：今年财政赤字率可能会从去年的 3.6% 回落至 3%，广义财政赤字率从去年的 8% 回落至 5%，政府债券发行规模可能会较去年明显下降。预计未来政府债券发行规模仍会处于较低水平。总体来看 1 月社融增量高于预期主要原因系未贴现银行承兑汇票大幅增加所致，有一定的季节性，不代表未来社融增速会持续超预期。

图 2：1 月份未贴现银行承兑汇票高于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

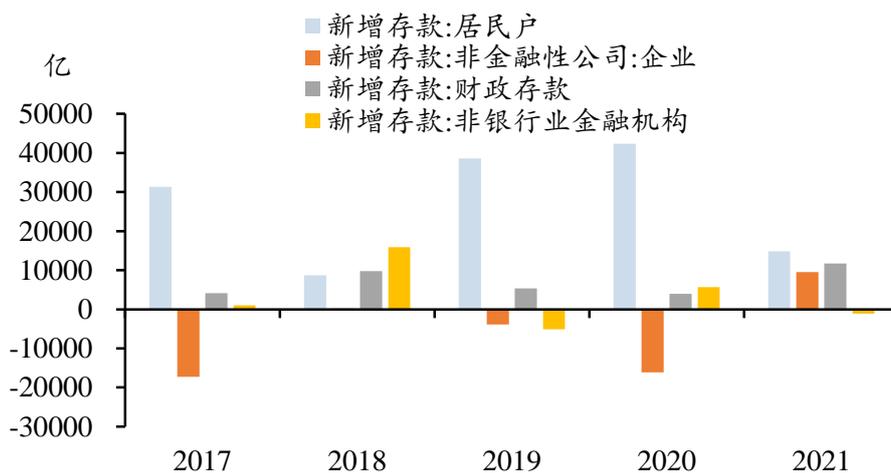
图 3：1 月份政府债券发行规模较去年回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

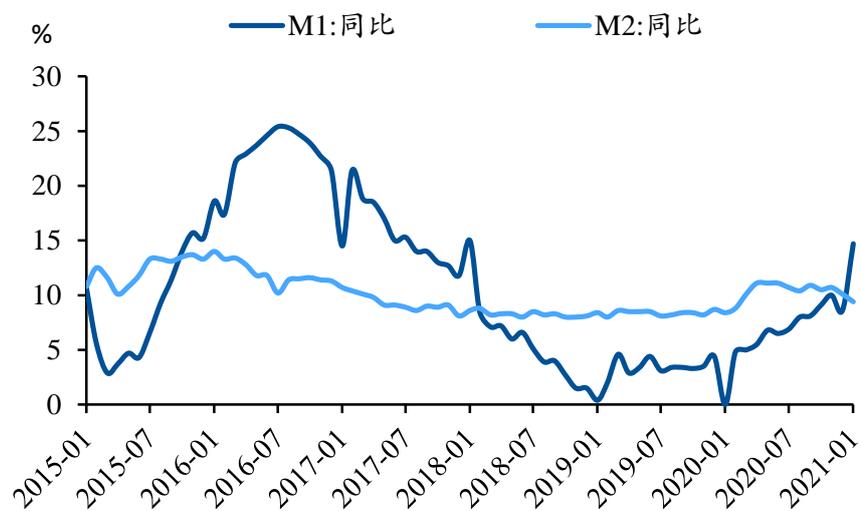
三问，M2 为什么下降？ 1 月 M2 增速不及预期的原因主要有两个，一个是居民新增存款低于往年平均水平，二个是财政存款高增，大量资金沉淀在财政系统。往年春节大多集中在 1 月份，居民领了年终奖后通常会转换为存款，导致 1 月份居民新增存款通常走高。但由于今年春节在 2 月份，居民领年终奖时间较晚，拖累了居民存款增幅。另一方面，财政存款新增高于往年同期，说明财政开支力度较弱，大量资金沉淀在财政系统。这些都导致 M2 增速下降。1 月 M1 增速大幅冲高，也跟春节因此有关，由于去年春节较早，且受疫情冲击影响，M1 基数较低，使今年 M1 增速得以抬升。

图 4：1 月财政开支力度并未明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5: 1 月 M1 和 M2 增速有所回落



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 数据背后：春节错位对 1 月信贷社融有一定影响

春节错位导致 M2 增速回落，M1 增速冲高。由于今年春节较晚，因此 1 月份大量企业仍未发放年终奖，新增居民存款低于往年同期，这是 M2 增速回落的重要由于。另外，由于去年 1 月春节效应+疫情原因，去年 1 月 M1 基数较低，使今年 1 月 M1 增速冲高。

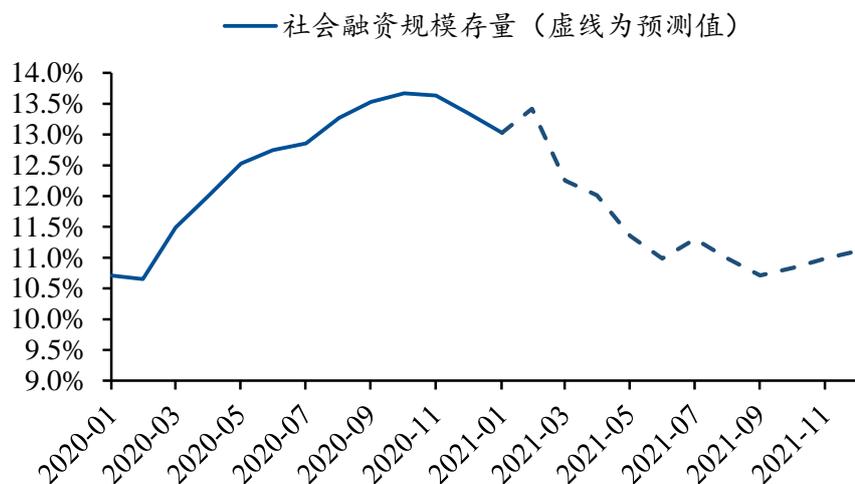
春节错位导致新增银行承兑汇票高于市场预期。参考 2017 年，2017 年春节也是在 2 月，因此 2017 年也呈现表内票据融资增长放缓，银行承兑汇票高增的特征。今年由于春节在 2 月，也有这种特征，这是由于票据融资和银行承兑汇票具有季节性效应。春节前票据融资往往会冲量，因此今年春节较晚导致票据融资冲量部分被延迟到 2 月。春节较晚也使银行承兑汇票得以在 1 月集中释放。

受社融超预期影响，2 月 9 日抱团股上涨。1 月下旬以来受流动性收紧的预期影响，抱团股有所疲软，白酒、电新、医药股出现一定回调。但受社融超预期影响，2 月 9 日抱团股再次上攻，使上证冲上 3600 点，市场关于流动性收紧的担忧暂时得到缓解。

3 未来展望：社融增速预计呈双拐点态势

基数原因或导致2月社融增速再次抬升。1月社融增速与我们之前预期较为匹配（我们预期13.1%，实际13.0%），未来来看，由于去年2月受疫情影响，社融存量基数较低，预计今年2月社融增速将有所抬升，之后快速回落。社融增速总体或成双拐点抬升，今年流动性边际收紧，央行也表态要促使市场利率围绕政策利率波动，预计未来资金利率中枢值或小幅抬升。在此背景下，我们继续坚持看好银行股的表现，在净息差走阔、不良贷款率回落的背景下，今年银行股或迎来估值和盈利双修复的行情。

图7：2月社融增速可能再次回升



资料来源：wind，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

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_18114



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn