

广义流动性缺口扩大

——2021 年 1 月金融数据点评

1 月我国新增人民币贷款 3.58 万亿（预期值 3.53 万亿），新增社融 5.17 万亿（预期值 4.47 万亿），均高于市场预期；M2 同比增长 9.4%（预期值 10.2%），低于市场预期。

一、信贷：总量回升，结构良好

1 月新增人民币贷款环比增加 2.32 万亿，同比多增 0.24 万亿，创下同期历史新高，且信贷结构表现依然良好，我们认为，主要是受到以下三方面因素支撑：

一是基本面稳步回暖背景下，实体经济融资需求保持强劲，企业中长贷表现较好。1 月新增企业贷款同比减少 0.31 万亿，环比增加 1.95 万亿。其中，中长贷同比多增 0.38 万亿元，环比多增 1.49 万亿，占比高达 82.4%（前值 95.8%），指向制造业中长期融资供需两旺态势延续。

二是消费复苏叠加购房需求，带动居民贷款恢复强势状态。1 月居民贷款同比增加 0.64 万亿，环比增加 0.71 万亿，其中居民短贷同比增加 0.44 万亿，环比增加 0.21 万亿，指向居民消费继续回暖；居民中长贷同比增加 0.2 万亿，环比增加 0.51 万亿，与 1 月一线城市房地产销售回暖有关。

三是企业短贷和表内票据融资的“跷跷板”效应延续。前者当月增加 0.58 万亿，指向企业生产经营趋于活跃。后者当月减少 0.14 万亿，



主要由于 1 月以来资金面边际收敛，导致票据利率大幅上行。

二、社融：信贷非标改善，政府债券走弱

1 月新增社融 5.17 万亿，环比增加 3.5 万亿，同比增加 0.12 万亿，大幅高于市场预期的 4.47 万亿，主要受到信贷表现超预期、企业债券融资修复、非标大幅回暖的推动，政府债券融资额则对社融形成拖累：

一是国企违约事件的负面影响基本平复，企业发债融资回归常态水平。1 月企业债券融资环比增加 0.33 万亿至 0.38 万亿，同比基本持平。

二是非标融资单月大幅回暖，但资管新规带来的制约效应仍在。当月增加 0.42 万亿，环比大幅多增 1.15 万亿，同比增加 0.23 万亿，其中委托贷款和未贴现银行承兑汇票分别增加 91 亿、0.49 万亿，信托贷款减少 842 亿。

三是考虑到今年专项债提前批额度未按惯例提前下达，政府债券表现较为低迷。1 月政府债券净融资额环比减少 0.47 万亿至 0.24 万亿，同比减少 0.52 万亿。

三、货币：M2-M1 剪刀差收窄

1 月 M2 同比增速环比减少 0.7pct 至 9.4%，显著低于市场预期值 10.2%，主要原因在于当月财政投放依然不及预期，1 月为缴税大月，推动当月财政存款增加 1.17 万亿，但同比多增的幅度高达 0.77 亿，指向 2020 年末结余的财政存款或并未完全释放。1 月居民存款和企业存



款分别增加 1.48 和 0.95 万亿，前者同比少增 2.76 万亿，后者同比增加 2.56 万亿，或与春节错位导致企业奖金发放时间推迟有关；今年春节位于 2 月中，晚于去年的 2 月初，企业可能选择在 2 月发放奖金，便导致 1 月出现居民存款少增、企业存款多增。M1 增速环比“跳升”6.1pct 至 14.7%，重回上行区间，M2 与 M1 间的剪刀差大幅收窄至负区间，指向经济内生动能较强，也与去年疫情冲击背景下的低基数有关。

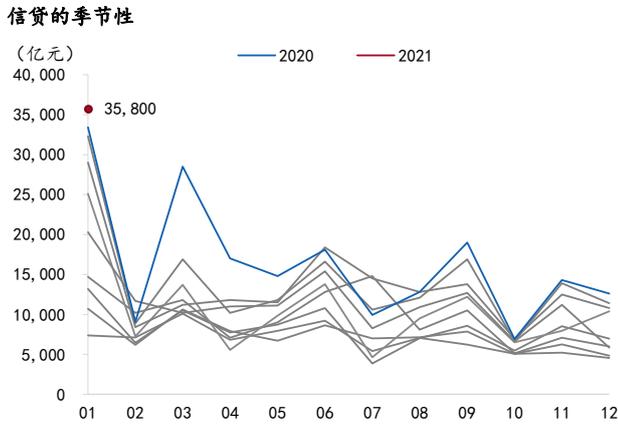
四、前瞻：社融增速有望缓步下行

总体来看，当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。1 月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量在信贷、非标支撑下表现较强，但增速继续回落 0.3pct 至 13%，预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。M2 增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。

前瞻地看，一方面，社融-M2 剪刀差在 1 月继续走阔，反映出资金需求的上升快于资金供给，广义流动性缺口扩大，银行负债端压力边际上升，但我们预计这一剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。另一方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，M1 较 M2 更快上升，指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。

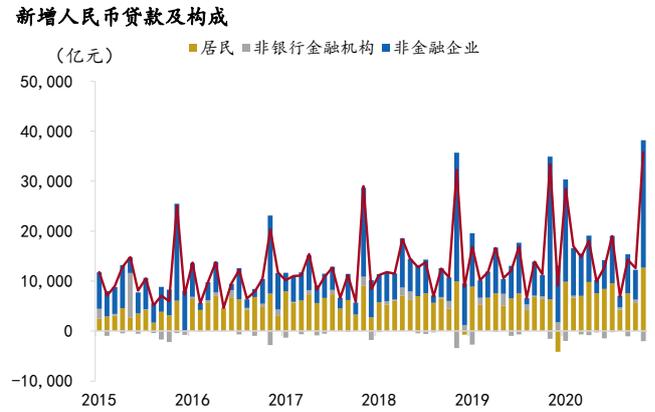
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1: 1 月信贷增量创同期历史新高



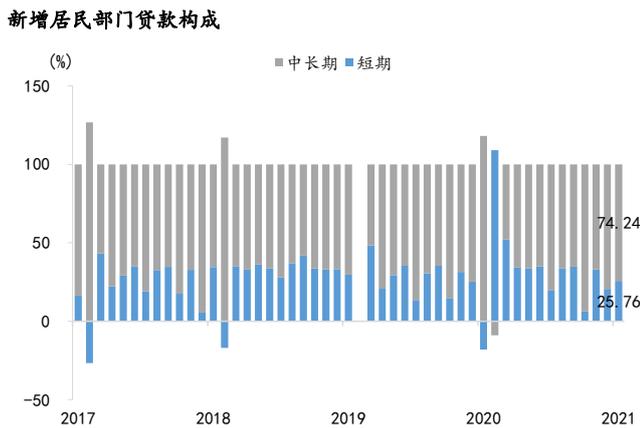
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 新增人民币贷款及构成



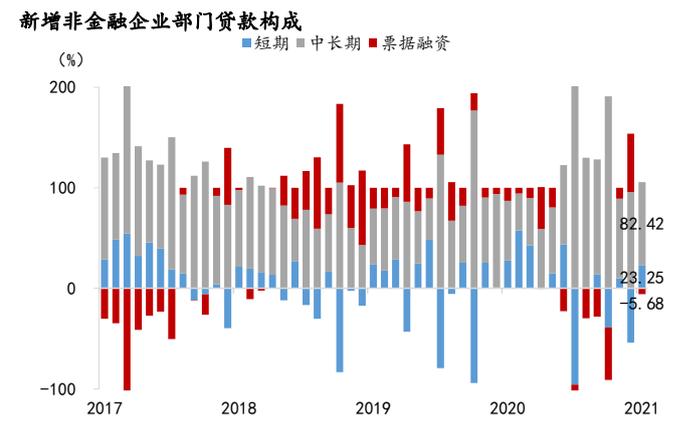
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 新增居民贷款构成占比



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 新增非金融企业贷款构成占比



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 1 月社融增量创同期历史新高



图 6: 新增社融及构成



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_18013

