

社融再次迎来开门红，增速继续构建圆弧顶

2021年1月金融数据点评

证券研究报告

2021年02月10日

● 核心结论

社融数据再次迎来开门红，主要推动来自人民币贷款与未贴现银行承兑汇票。1月社融新增5.17万亿元，高于市场预期4.5万亿元，同比多增1207亿元。为社融数据公布以来的第二高值。对实体经济发放的人民币贷款新增3.82万亿元，为历史最高值。未贴现银行承兑汇票新增4902亿元，同比多增3499亿元。政府债券与信托贷款偏弱。1月新增政府债券2437亿元，同比少增5176亿元。信托贷款新减842亿元，同比减少1274亿元。今年政府债支撑社融的力度将淡化，发放节奏将回归疫情前相对稳定的状态。同时资管新规过渡期剩下11个月，非标资产压降速度将加快。

1月企业债券融资有所回暖。1月企业债券融资新增3751亿元，环比增加3315亿元。永煤债事件对企业债券发行市场的负面影响逐渐减弱，1月初各评级公司债的发行利率均有不同程度回落，企业债券融资回暖。

社融增速继续构建圆弧顶。1月社融存量同比增速13%，较上月回落0.3个百分点。社融增速下行，一方面是去年1月基数较高，另一方面也是央行货币政策逐步回归中性的体现。去年的高增速状态比较难持续，社融增速逐步回归到与经济增速匹配将是今年社融的主题。虽然社融数据本身在1月都比较强，但从结构来看也验证了经济继续扩张的逻辑。随着基数走高，后续大概率社融增速趋势仍将缓慢下行，但市场也已经有了预期。

居民企业中长贷占比高。居民中长贷新增9448亿元，历史最高，也是1月较为活跃的商品房成交的反映。企业中长贷新增2.04万亿元，一方面是银行基于早投放早收益，年初集中投放企业信贷。另一方面海外经济继续扩张，出口强劲，内需虽有减速但景气度仍高，企业扩张意愿仍强。

低基数和实体经济趋暖推高M1增速。1月M1增速环比上升6.1个百分点至14.7%，主要由于去年1月增速为0，若去除基数效应，我们估算1月M1增速为9.6%，相比去年12月仍有1个百分点的提升，在M2减速之际，1月企业资金活性有所增强，说明实体经济趋暖。公开市场操作边际收紧以及财政存款高企使M2增速明显放缓。1月M2增速环比放缓0.7个百分点至9.4%，这与央行1月的公开市场操作是一致的。1月新增财政存款1.17万亿元，同比多增7698亿元，财政资金投放不及预期进一步压低M2增速。

社融与M2之差走阔。1月社融与M2增速差环比扩大0.4个百分点至3.6%。前期投放的流动性逐步传导至企业端，叠加1月银行释放信贷项目，信贷支撑了1月的社融增速，从而推高社融与M2之差，形成了当前紧货币、宽信用的格局。随着货币政策回归常态，今年社融与M2之差的波动幅度或逐渐减弱，货币与经济相匹配，平稳增长。

风险提示：需求复苏不及预期，货币政策转向超预期。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



印明



18810683986



yinming@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

社融再次迎来开门红	3
社融存量增速继续构建圆弧顶	4
居民、企业中长贷占比居高	5
M1、M2 增速分化明显	5
中短期资金适度回流	6

图表目录

图 1: 1 月新增社融超预期	3
图 2: 人民币贷款与未贴现银行承兑汇票为主要推动力	3
图 3: 今年政府债券发行节奏或回归疫情前状态 (亿元)	3
图 4: 信托贷款等非标融资 21 年压降将加速 (亿元)	3
图 5: 1 月公司债发行利率普遍下降	4
图 6: 社融存量增速平滑下行	4
图 7: 2017-2019 年 1 月社融均为当年最高 (亿元)	4
图 8: 1 月商品房成交活跃	5
图 9: 企业中长贷增长仍强劲 (亿元)	5
图 10: M1-M2 剪刀差转正	5
图 11: 社融与 M2 之差走阔	6
图 12: DR007 重回政策利率附近	6
图 13: Shibor-MLF 的利差转正	7
图 14: 同业存单-MLF 的利差转正	7

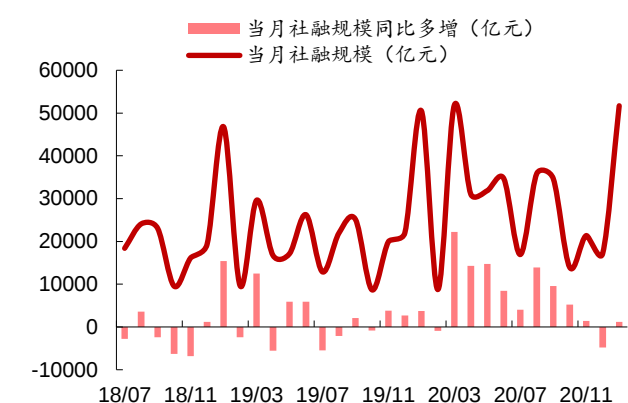
未找到图形项目表。

据2月9日央行发布的2021年1月金融数据，1月新增社融5.17万亿元，高于市场预期4.5万亿元，同比多增1207亿元。对实体经济发放的人民币贷款新增3.82万亿元，同比多增3258亿元。M2同比增长9.4%，较上月末放缓0.7个百分点，较上年同期提高1个百分点；M1同比增长14.7%，较上月末提高6.1个百分点，较上年同期提高14.7个百分点。

社融再次迎来开门红

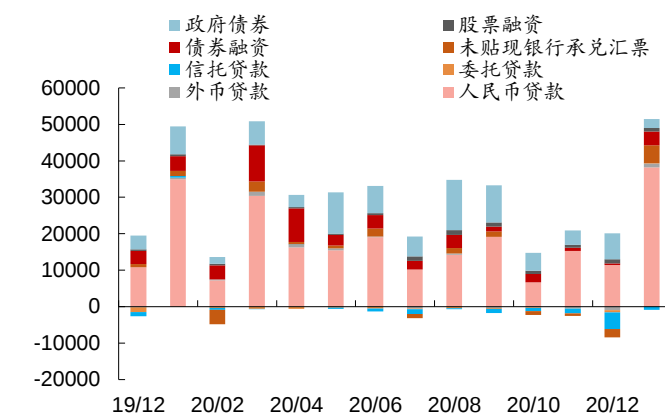
社融数据再次迎来开门红，主要推动来自人民币贷款与未贴现银行承兑汇票。1月社融新增5.17万亿元，高于市场预期4.5万亿元，同比多增1207亿元。为社融数据公布以来的第二高值。对实体经济发放的人民币贷款新增3.82万亿元，为历史最高值。未贴现银行承兑汇票新增4902亿元，同比多增3499亿元。

图1：1月新增社融超预期



资料来源：Wind，西部证券研发中心

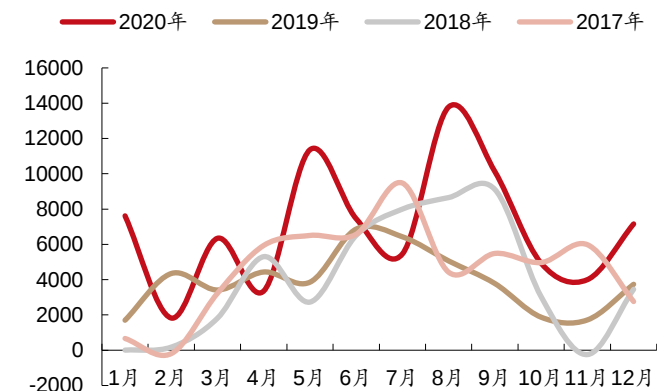
图2：人民币贷款与未贴现银行承兑汇票为主要推动力



资料来源：Wind，西部证券研发中心

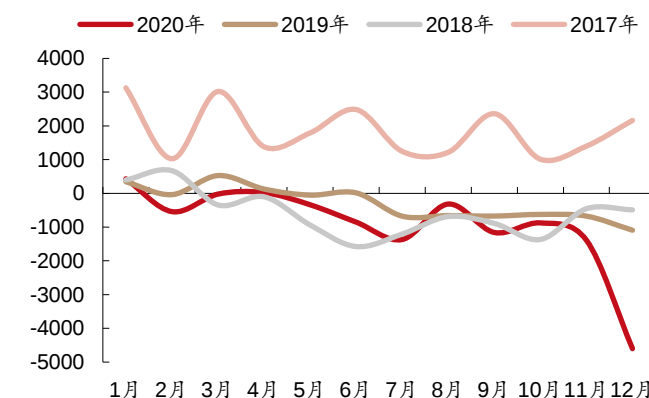
与此同时，政府债券与信托贷款偏弱。1月新增政府债券2437亿元，同比少增5176亿元。信托贷款新减842亿元，同比减少1274亿元。相比去年政府债整体偏高，今年政府债支撑社融的力度将淡化，发放节奏将回归疫情前相对稳定的状态。同时资管新规过渡期剩下11个月，非标资产压降速度将加快。

图3：今年政府债券发行节奏或回归疫情前状态（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

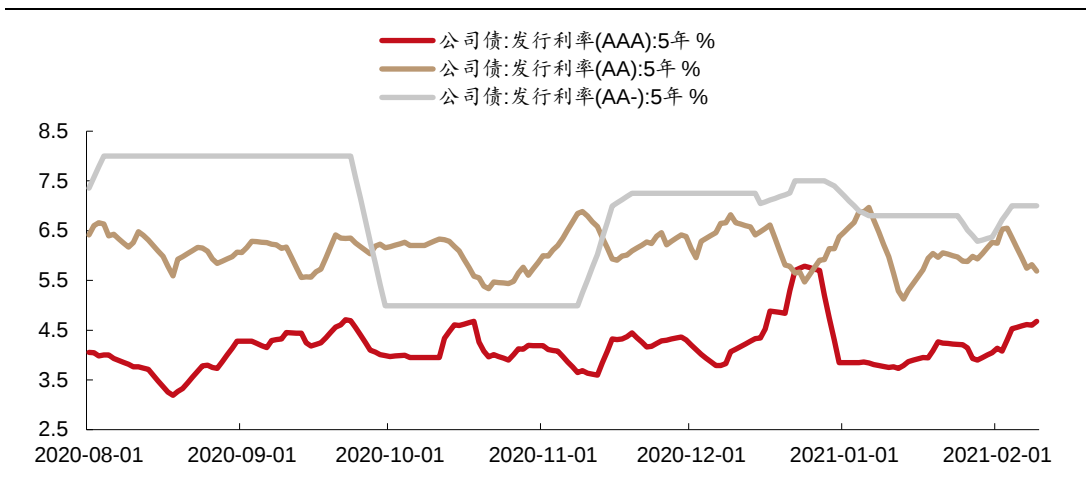
图4：信托贷款等非标融资21年压降将加速（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

1月企业债券融资有所回暖。1月企业债券融资新增3751亿元，较2020年12月增加3315亿元。永煤债事件对企业债券发行市场的负面影响逐渐减弱，1月初各评级公司债的发行利率均有不同程度回落，企业债券融资回暖。此外，企业股票融资1月维持稳定，当月新增991亿元，较上月小幅少增135亿元。

图5：1月公司债发行利率普遍下降



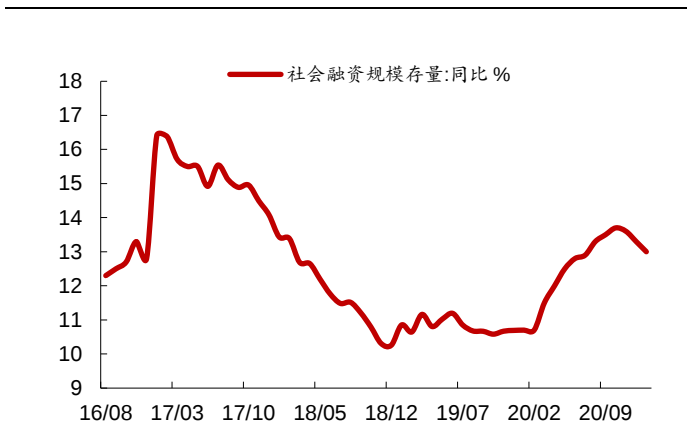
资料来源：Wind，西部证券研发中心

社融存量增速继续构建圆弧顶

社融增速继续构建圆弧顶。1月社融存量同比增速13%，较上月回落0.3个百分点。社融增速下行，一方面是去年1月基数较高，另一方面也是央行货币政策逐步回归中性的体现，去年的高增速状态比较难持续，社融增速逐步回归到与经济增速匹配将是今年社融的主题。

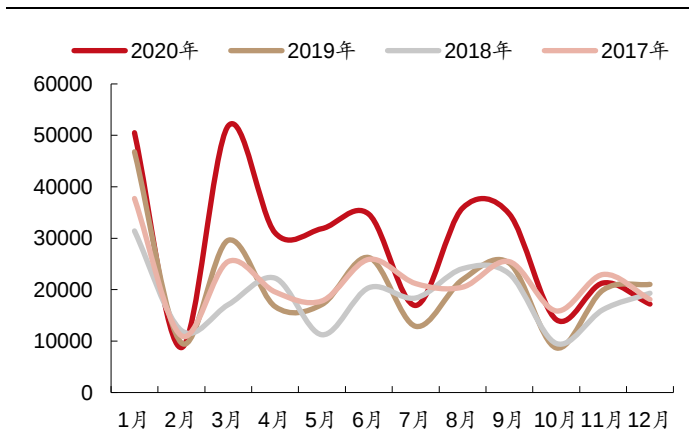
总的来看，虽然社融数据本身在1月都比较强，例如2020年1月为当年第二高，2017/2018/2019的1月社融均为当年最高值，但从结构来看也验证了经济继续扩张的逻辑。和其他经济数据面临的低基数相比，社融增速主要面临的是高基数的问題。随着基数逐渐走高，后续大概率社融增速趋势仍将缓慢下行，但市场也已经有了—定预期。

图6：社融存量增速平滑下行



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：2017-2019年1月社融均为当年最高（亿元）

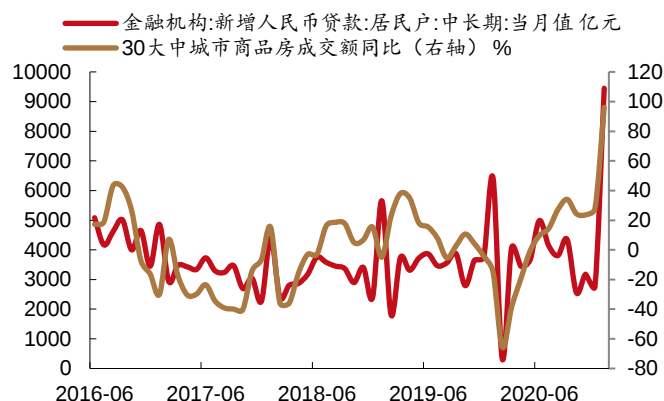


资料来源：Wind，西部证券研发中心

居民、企业中长贷占比居高

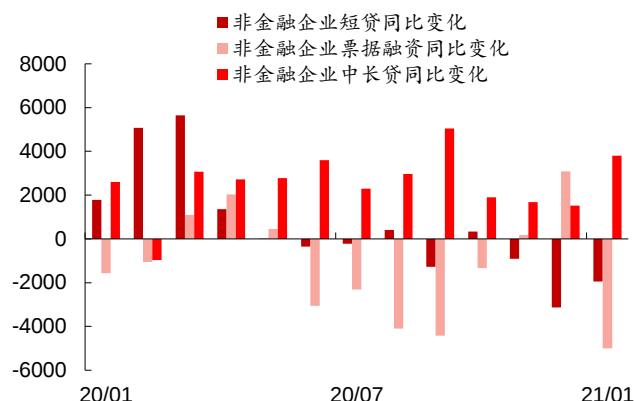
居民、企业中长贷占比高，企业扩张意愿仍强。居民中长贷新增 9448 亿元，为历史最高，也是 1 月较为活跃的商品房成交的反映。企业中长贷新增 2.04 万亿元，一方面是银行年初的信贷项目较为充足，早投放早收益，表现出 1 月企业信贷的集中投放。另一方面海外经济继续扩张，出口依然强劲，内需虽有减速但景气度仍高，企业扩张意愿仍强。

图 8：1 月商品房成交活跃



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：企业中长贷增长仍强劲（亿元）



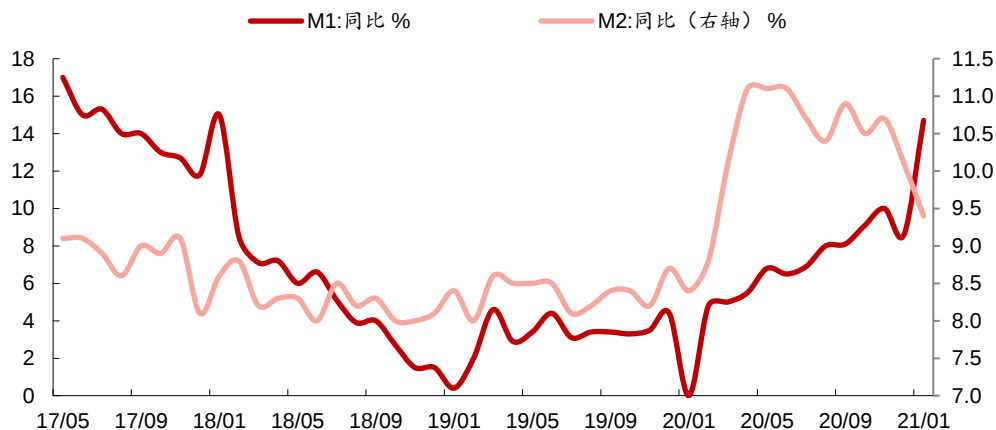
资料来源：Wind，西部证券研发中心

M1、M2 增速分化明显

低基数和实体经济趋暖推高 M1 增速。1 月 M1 增速环比上升 6.1 个百分点至 14.7%，主要由于去年 1 月增速为 0，低基数效应较大，若去除基数效应，我们估算 1 月 M1 增速为 9.6%，相比去年 12 月的 8.6% 仍有 1 个百分点的提升，在 M2 减速之际，1 月企业资金活性有所增强，说明实体经济趋暖。

公开市场操作边际收紧以及财政存款高企使 M2 增速明显放缓。1 月 M2 增速环比放缓 0.7 个百分点至 9.4%，这与央行 1 月的公开市场操作是一致的，相比 2020 年 12 月意外宽松，1 月的货币投放更体现出央行货币政策回归正常轨道的意图。此外，1 月新增财政存款 1.17 万亿元，同比多增 7698 亿元，财政资金投放不及预期进一步压低 M2 增速。

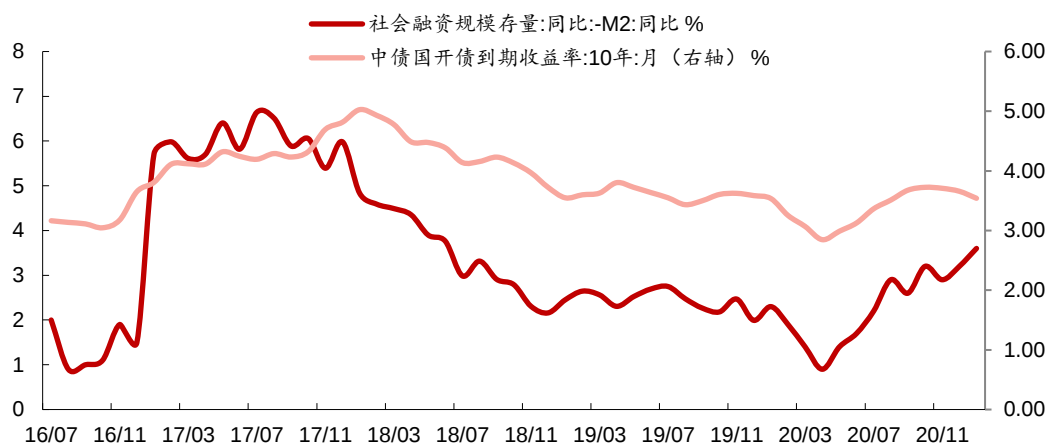
图 10：M1-M2 剪刀差转正



资料来源：Wind，西部证券研发中心

社融与 M2 之差走阔。1 月社融存量增速与 M2 增速之差较 2020 年 12 月扩大 0.4 个百分点至 3.6%。1 月货币投放边际收紧，国开债收益率小幅下行，而前期投放的流动性逐步传导至企业端，叠加 1 月银行释放信贷项目，信贷支撑了 1 月的社融增速，从而推高了社融与 M2 之差，形成了当前紧货币、宽信用的格局。将 M2 与社融增速调整至与名义 GDP 增速相匹配是一个动态平衡的过程，因此随着货币政策回归常态，今年社融与 M2 之差的波动幅度或逐渐减弱，货币与经济相匹配，平稳增长。

图 11：社融与 M2 之差走阔



资料来源：Wind，西部证券研发中心

中短期资金适度回流

边际收紧短期资金，借以收回适量中期资金。1 月银行间短期资金偏紧，1 月底 DR007 与 7 天逆回购利差最高接近 5% 的时候，1 年期 SHIBOR、同业存单与 MLF 利差由负转正，收回适量中期资金后，央行净投放短期资金，DR007 与 7 天逆回购利差重回政策利率附近。从中期资金利差回正，同时立即补充短期资金的投放节奏来看，央行正在贯彻货币政策不急转弯的定调，温和转弯，将市场利率稳定在政策利率附近。短期内我们认为央行的货币投放节奏将延续这一定调，未来需关注 4 月政治局会议对货币政策的表述与定调。

图 12：DR007 重回政策利率附近

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_18073

