

1月金融数据点评

关键词 “服务实体经济”

新增社融和信贷均大幅超出市场预期；M2 同比增速大幅下降；企业流动性宽松，居民部门边际收紧；货币政策更关注实体经济融资需求。

- 1月新增社融 5.17 万亿元，社融存量同比增长 13%。新增人民币贷款 3.82 万亿元。
- 从社融存量结构来看，2021 年 1 月与 12 月相比，占比上升的主要是人民币贷款上升了 0.29%，其次是汇票上升了 0.15%，政府债券占比出现明显下降。
- 1月 M2 同比增长 9.4%，M1 同比增长 14.7%，M0 同比增长-3.9%。单位活期存款同比增长 18.51%，准货币同比增长 7.44%。
- 1月新增存款 3.57 万亿元，其中新增居民存款 1.48 万亿元，新增企业存款 9484 亿元，考虑到去年同期新冠疫情的影响较大，因此企业存款较去年同期大幅上升 2.56 万亿元，但居民存款相较 12 月和去年同期都有显著下降。
- 1月新增贷款 3.58 万亿元，较去年同期多增 2400 亿元，其中短贷及票据新增 7628 亿元，较去年同期少增 2518 亿元，中长贷新增 2.98 万亿元，较去年同期多增 5757 亿元。居民贷款新增 1.27 万亿元，较去年同期多增 6359 亿元，其中居民中长贷新增 9448 亿元，短贷 3278 亿元，均较 12 月大幅上升。
- **金融数据更加贴近实体经济的需求。**从 1 月金融数据来看，实体经济的融资需求是拉动金融数据超预期的重要原因，企业融资需求主要来自贷款到期续作和经济复苏背景下融资需求上升两方面，居民融资需求则更明显来自购房的拉动。金融市场的资金拆借需求一定程度上受到央行的调控，特别是体现在 1 月公开市场资金净回笼操作和月底资金拆借利率大幅走高。但我们认为资金持续流向房地产领域不是货币政策希望看到的结果，关注年内居民中长期贷款的走向，以及相关变化可能产生的对国内经济和资本市场的外溢性影响。
- **货币政策的两面性。**1 月社融存量同比增速较 12 月下行 0.3 个百分点，M2 增速下降 0.7 个百分点，M1 增速上升 6.1 个百分点，M0 增速下降 13.1 个百分点。1 月金融数据整体超出市场预期，但内部存在一定分化，对实体经济的一面，社融和信贷都明显大幅超出市场预期，但对金融市场的一面，则延续了收紧的趋势，我们认为这符合货币政策“服务实体经济”的出发点。结合央行四季度货币政策执行报告内容，我们认为未来货币政策对实体经济和金融市场的差别待遇或仍将继续，可能出现调整的情况是出现“形势变化”，包括但不限于全球新冠疫情发展形势、国际经济复苏情况、海外政策的外溢性变化、以及国际资本市场的潜在风险暴露等。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融远超预期。1月新增社融5.17万亿元，较去年同期多增1165亿元，较12月多增3.45亿元，远超市场预期的4.47万亿元。1月社融存量同比增长13%，较12月下降了0.31个百分点，增速下降幅度较小，一定程度上体现了货币政策没有急转弯。

人民币信贷高增是社融超预期的主要原因。1月新增人民币贷款3.82万亿元，较去年同期多增3276亿元，较12月多增2.67万亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，增长最明显的是汇票，其次是人民币贷款，与去年同期相比少增的主要是政府债券和信托贷款，企业债融资额也有所下降。与12月相比，人民币贷款之外，汇票、信托贷款、企业债、外币贷款、委托贷款都有不同程度的多增。1月新增直接融资4743亿元，较12月多增3180亿元，主要是受企业债融资规模上市影响。表外融资较12月明显上升值得关注，特别是表外融资的资金流向需要密切关注。

图表 1. 新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	51,700	38,200	1,098	91	(842)	4,902	3,751	991	2,437
环比上月变动	34,508	26,742	2,079	650	3,778	7,118	3,315	(135)	(4,689)
同比去年同期	1,165	3,276	585	117	(1,274)	3,499	(216)	382	(5,176)

资料来源: 万得, 中银证券

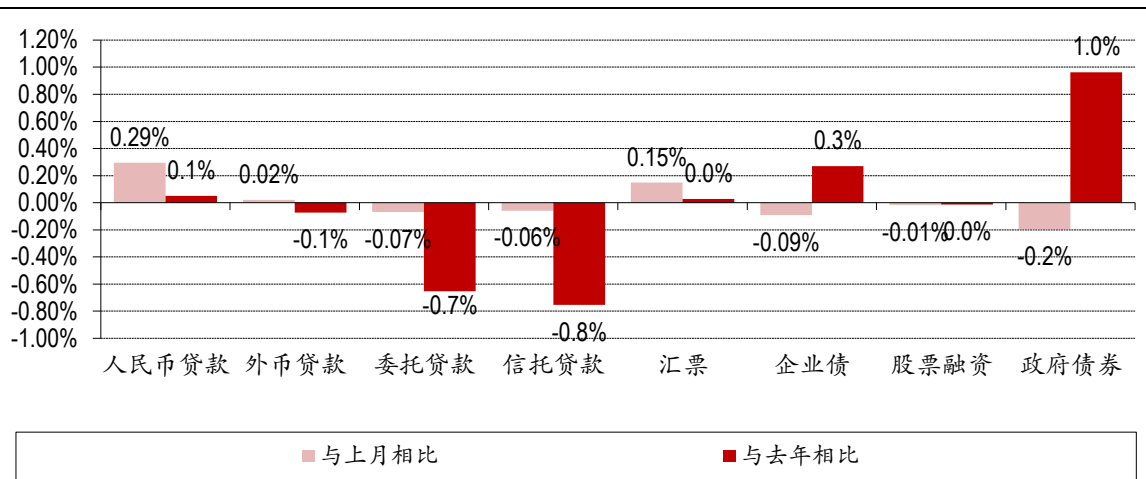
图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	39,298	4,151	4,742	3,509
环比上月变动	28,821	11,546	3,180	(9,039)
同比去年同期	3,861	2,342	166	(5,204)

资料来源: 万得, 中银证券

社融存量结构出现再次变化。从社融存量结构来看, 2021年1月与12月相比, 占比上升的主要是人民币贷款上升了0.29%, 其次是汇票上升了0.15%, 政府债券占比出现明显下降; 与去年同期相比, 政府债占比依然维持占比高增的趋势, 企业债占比也维持上升的趋势。1月社融存量结构变化的原因, 一是受到新冠疫情冲击阶段性过去, 政府债券发行明显缩量, 二是受金融支持实体经济政策导向影响, 贷款增量大幅上升, 三是截至目前我国经济复苏趋势较好, 实体经济融资需求明显上升, 且2020年一季度实体经济融资量较大, 带动2021年融资需求上升。

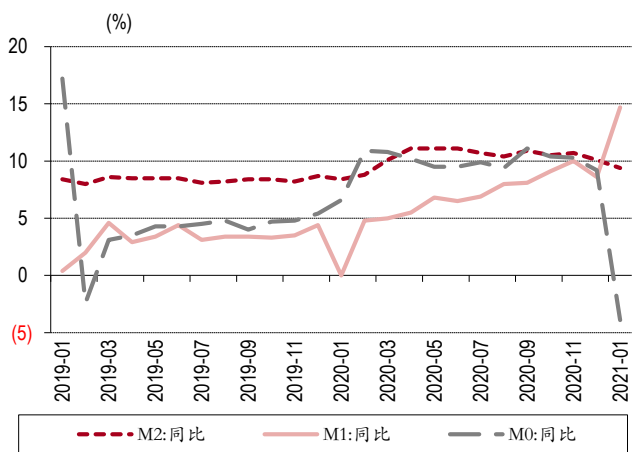
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

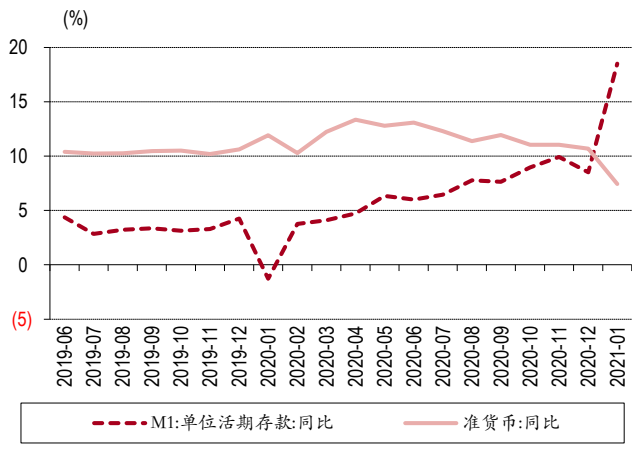
关注企业层面流动性变化趋势。1月M2同比增长9.4%，较12月下降0.7个百分点；M1同比增长14.7%，较12月上升6.1个百分点；M0同比增长-3.9%，较12月下降13.1个百分点。1月央行在公开市场净回笼资金2165亿元，一定程度上影响1月底货币市场拆借资金利率阶段性明显上行。1月单位活期存款同比增长18.51%，较12月上升10个百分点，准货币同比增长7.44%，较12月下降3.25个百分点。1月虽然M2和M0增速都明显下降，但M1增速大幅上升，企业活期存款增速也大幅上升，我们认为这说明央行的货币政策更加关注金融服务实体经济的实效性。另一方面，居民部门的流动性增速下降，有两个可能性，一是春节假期前居民消费倾向于上升，由于1-2月社零数据在3月发布，因此近期无法证实，二是居民购房支出挤出了存款，这可以从居民中长期贷款大幅上升来侧面印证。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

居民存款同比少增。1月新增存款3.57万亿元，其中新增居民存款1.48万亿元，新增企业存款9484亿元，考虑到去年同期新冠疫情的影响较大，因此企业存款较去年同期大幅上升2.56万亿元，但居民存款相较12月和去年同期都有显著下降。我们密切关注居民存款的变化，预计流向有两个，一是考虑到1月爆款股票基金发行较多，因此居民存款部分流向了资本市场，二是居民中长期贷款较多，说明存款可能受到了购房挤出。

中长期贷款增长显著。1月新增贷款3.58万亿元，较去年同期多增2400亿元，其中短贷及票据新增7628亿元，较去年同期少增2518亿元，中长贷新增2.98万亿元，较去年同期多增5757亿元，1月中长贷继续维持强劲增长，预计有贷款到期滚动续作的影响。居民贷款新增1.27万亿元，较去年同期多增6359亿元，其中居民中长贷新增9448亿元，短贷3278亿元，均较12月大幅上升。虽然1月以上海和深圳为代表的城市在房地产相关政策方面有所收紧，但居民购房需求依然强劲。

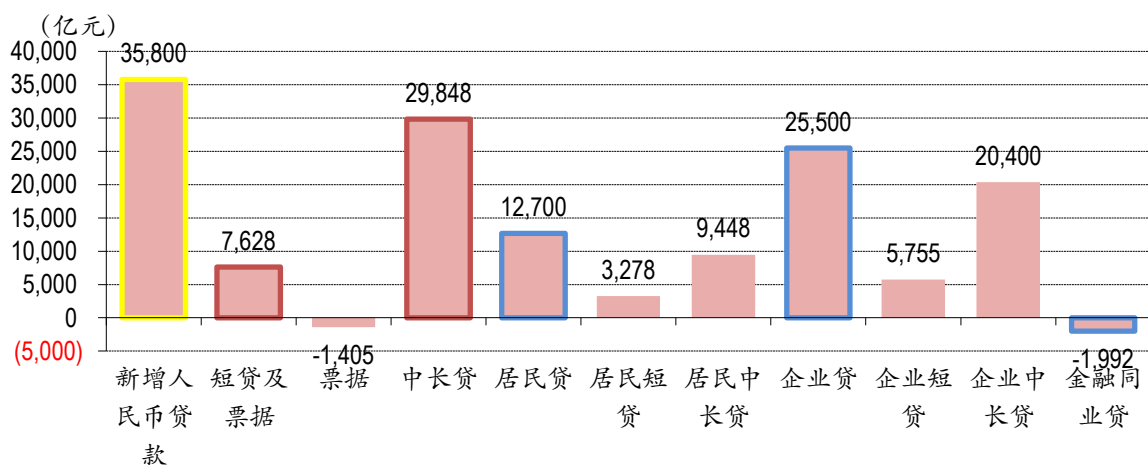
金融数据更加贴近实体经济的需求。从1月金融数据来看，实体经济的融资需求是拉动金融数据超预期的重要原因，企业融资需求主要来自贷款到期续作和经济复苏背景下融资需求上升两方面，居民融资需求则更明显来自购房的拉动。金融市场的资金拆借需求一定程度上受到央行的调控，特别是体现在1月公开市场资金净回笼操作和月底资金拆借利率大幅走高。但我们认为资金持续流向房地产领域不是货币政策希望看到的结果，关注年内居民中长期贷款的走向，以及相关变化可能产生的对国内经济和资本市场的外溢性影响。

图表 6. 新增存贷款变化 (单位: 亿元)

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		35,700	14,800	9,484	11,700	(1,120)	836
	环比上月变动	37,793	(1,935)	(1,475)	21,240	4,479	15,484
	同比去年同期	6,900	(27,600)	25,584	7,698	(6,821)	8,039
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		35,800	7,628	29,848	12,700	25,500	(1,992)
	环比上月变动	23,200	6,242	19,956	7,065	19,547	(2,666)
	同比去年同期	2,400	(2,518)	5,757	6,359	(3,100)	(425)

资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源: 万得, 中银证券

货币政策的两面性。1月社融存量同比增速较12月下行0.3个百分点, M2增速下降0.7个百分点, M1增速上升6.1个百分点, M0增速下降13.1个百分点。1月金融数据整体超出市场预期, 但内部存在一定分化, 对实体经济的一面, 社融和信贷都明显大幅超出市场预期, 但对金融市场的一面, 则延续了收紧的趋势, 我们认为这符合货币政策“服务实体经济”的出发点。结合央行四季度货币政策执行报告内容, 我们认为未来货币政策对实体经济和金融市场的差别待遇或仍将继续, 可能出现调整的情况是出现“形势变化”, 包括但不限于全球新冠疫情发展形势、国际经济复苏情况、海外政策的外溢性变化、以及国际资本市场的潜在风险暴露等。

风险提示: 全球秋冬季疫情反复; 全球新冠疫苗接种速度偏慢。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_18095

