

1 月金融数据：天量社融护航春季行情

核心观点

1 月信贷增加 3.58 万亿，较为符合市场预期，略低于我们的预期，1 月社融新增 5.17 万亿，高于市场预期，但符合我们的预期，我们认为天量社融将护航春季行情。我们继续提示，未来央行政策调控，信用端比货币端更重要，2021 年信贷、社融等实体经济部门负债端数据将经历压降的过程，一季度信贷需求旺盛，提示一季度末是信用收缩重要观察期。

□ 信贷同比多增，居民贷款保持强劲，企业贷款结构持续优化

1 月，人民币贷款增加 3.58 万亿，同比多增 2252 亿，增速 12.7%微降 0.1 个百分点。结构方面，居民贷款新增 1.27 万亿，同比多增 6359 亿，企业贷款新增 2.55 万亿，同比少增 3100 亿，两者形成对冲，也与市场预期的结构变化存在一定差异。市场此前普遍对居民端贷款较为悲观，但 1 月居民贷款新增 1.27 万亿（短期贷款新增 3278 亿，同比多增 4427 亿，中长期贷款新增 9448 亿，同比多增 1957 亿）创历史新高说明疫情及按揭贷调控政策目前对居民贷款冲击较为有限，按揭贷调控压力较为局部，对地产销售无需过度悲观。企业短期贷款新增 5755 亿，同比少增 1944 亿，是企业端主要的拖累，中长期贷款新增 2.04 万亿，同比多增 3800 亿元，我们认为企业短期贷款少增主因银行在全年信贷额度受限、年初优质信贷项目集中及 MPA 考核制造业中长期信贷占比等几项因素叠加的情况下，更倾向于增加中长期贷款投放，对短期贷款构成挤压，且当前经济明显处于过热状态，企业资本开支意愿旺盛，长期信贷供需匹配。同理，贴现票据量也呈现净减少。1 月非银贷款减少 1992 亿元，与央行收紧短端流动性直接对应，银行对非银资金出让较为谨慎。

□ 再现天量社融，符合我们的预测

1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿，比上年同期多 1207 亿，增速 13%较前值回落 0.3 个百分点。1 月再现天量社融，与我们预测值 5.1 万亿较为一致。结构上，人民币贷款新增 3.82 万亿，由于非银贷款净减少规模较大，使得社融口径信贷较人民币贷款高出约 2000 亿，除此之外，社融的支撑主要来自于未贴现票据新增 4902 亿元，企业债净融资 3751 亿元，政府债券 2437 亿元，股票融资增加 991 亿元，均较为符合我们的预测。其中，1 月经济基本面强劲，贸易活动活跃，票据量随之大增是可预期的；1 月信用债发行在央行 11、12 月短端流动性宽松的支撑下，得到显著修复，这也是 1 月中旬以来央行大幅收紧流动性的核心原因。

□ M1 增速超预期上行符合预期，M2 增速回落仍受信贷拖累

1 月末，M1 同比增速 14.7%，较前值 8.6%反弹了 6.1 个百分点，与我们量化模型预测值 13%较为接近，主要受去年基数较低的影响，去年 1 月 M1 增速为 0%，这使得 M1 增速超 M2 增速，再次出现正剪刀差。1 月末 M2 同比增速继续回落 0.7 个百分点至 9.4%，低于市场预期，我们认为主要受信贷偏弱的拖累，从基础货币和货币乘数的

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

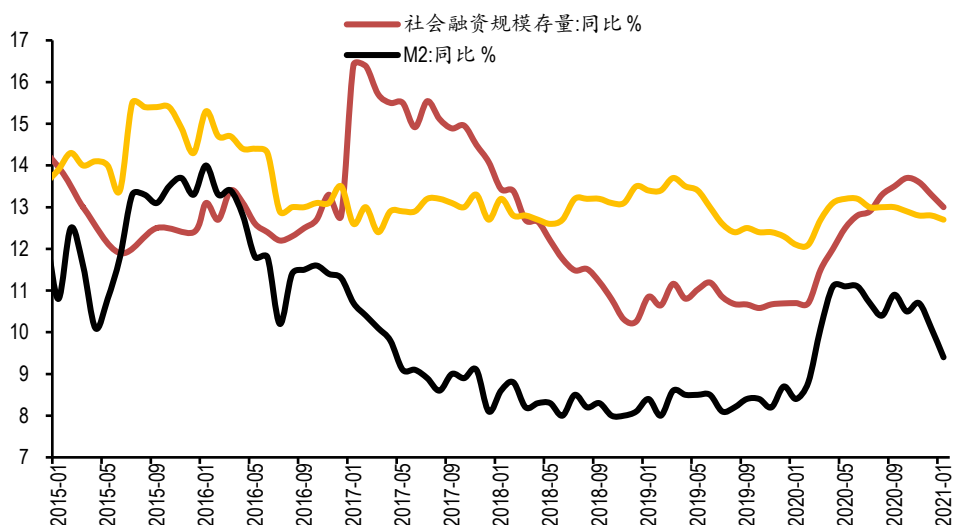
角度看，1月央行大幅收紧短端流动性，DR007波动幅度明显加大，多日突破3%，意味着超储率处于较低位置，压制M2增速。1月M0同比增速为-3.9%，创出春节前罕见负增长，体现出“取现”行为在今年节前明显较弱，就地过年的影响较大，这使得央行对节前银行备付金压力的担忧较往年明显降低，这是1月央行公开市场操作未积极投放的主因。

□ 未来央行政策调控，信用端比货币端更重要

我们不改变此前对货币政策的判断，当前货币政策以金融稳定为首要目标转向稳健中性，预计春节后DR007维持2.2%中枢宽幅震荡的概率大，一直延续到三季度末。未来央行政策调控，信用端比货币端更重要，2021年信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，一季度信贷需求旺盛，我们提示一季度末是信用收缩重要观察期，央行除了通过MPA考核（如调整其中个别参数）压低各银行广义信贷增速，可能还会增加月度窗口指导，我们大概率将看到3月信贷数据的明显回落。展望全年，预计M2增速在9%左右，M1增速为3-4%，人民币信贷增速11%左右，社融增速10.9%左右，与之相对应的信贷、社融全年新增量分别为19和31万亿元。紧信用环境下，大类资产的决定逻辑将转变为信用影响利率、估值，进而影响各大类资产。

风险提示：信用违约事件集中爆发，扰动货币政策收紧节奏。

图 1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_18107

