

【华西固收研究】M1-M2 剪刀差 3 年首回正，社融增速走低“并不简单”

——1 月金融数据点评 20210209

一、事件概述

2021年2月9日央行发布2021年1月金融数据。1月份，M2同比增长9.4%，增速较上月降0.7pct，较去年同期高1.0pct；社会融资规模增量5.17万亿元，较去年同期多增1165亿元；存量289.74万亿元，同比增长13%，增速较上月降低0.3pct。

二、分析与判断：

► 信贷、债券融资规模亮眼，地方债供给拖累社融增速

1月份社融增速较上月降0.3pct，连续三个月下降，分拆来看：

1) 新增人民币贷款增量创有数据以来单月最高。整体来看，1月份为传统信贷增量月，但在央行控制宏观杠杆率和去年11月份以来信用事件持续冲击市场的影响下，1月份新增人民币贷款增量依然创历史新高，除了由于农历新年在2月份从而导致部分融资需求提前外，经济复苏带来的融资需求持续复苏仍不可忽视。

2) 债券直融市场逐步走出泥沼，企业债券融资规模创2020年4月以来新高。1月份企业债券融资规模达3751亿元，超过2020年10月至12月三个月之和。永煤事件至今已近3月，债券一级市场逐步恢复，1月份债券净融资规模亦明显改善。但目前债券融资两极分化愈发明显，融资能力受冲击较大的省份、行业再融资能力仍有待恢复，相关领域的存量风险仍值得关注。

3) 信托贷款持续压降，未贴现银行承兑汇票冲量。1月份，信托贷款仍持续压降，与“三道红线”出台以来房企债务逐步压缩与非标严控有关；但值得关注的是未贴现银行承兑汇票增量达4902亿元，较去年同期多增3499亿元。我们认为，未贴现银行承兑汇票放量，一方面与临近春节，企业之间结算较为频繁从而带动票据增长有关；另一方面，1月上半月流动性较为宽松，资金价格较低，票据作为短期融资成本较为友好，且不排除在流动性相对宽松的环境下票据套利“再抬头”。

4) 利率债供给成为1月份社融增速明显拖累项。1月份政府债券融资仅2437亿元，较去年同期少增5176亿元。与2020年相比，2021年提前批地方债并未在年初下达，而去年1月则为提前批地方债供给大月，发行节奏的差异对1月份社融增速构成明显拖累。

► 实体经济持续复苏叠加流动性投放边际收紧，M1-M2“剪刀差”自2018年1月以来首度回正

M1-M2“剪刀差”3年以来首度回正。1月份M2同比增速9.4%，增速较上月降0.7pct；M1同比增长14.7%，较上月增长6.1pct。1月下旬以来，央行流动性投放力度始终未达市场预期，除了受年底财政支出、“就地过年”带来的取现需求减少外，M1-M2剪刀差3年来首度回正，反映出目前实体经济活动复苏情况良好，复盘过去M1-M2剪刀差走势，M1-M2除了领先于经济增速外，对通胀（尤其是PPI）走势也有一定指导意义。故在此时点，央行对于流动性边际收紧，一定程度上可能是站在经济复苏程度与潜在通胀压力层面的考虑。

从存款层面看，1月份企业存款高增同样能反映出目前实体经济复苏程度。1月份居民存款、企业存款、非银机构存款、财政存款分别变动14800亿元/9484亿元/-1120亿元/11700亿元，较去年同期分别变动-27600亿元/25584亿元/-6821亿元/7698亿元。从往年情况来看，春节前一般有居民存款向企业存款“搬家”的现象，故居民、企业存款一般呈现“前高后低”。但本月居民存款、企业存款与往年相比呈现“前低后高”，或与1月份旺盛的融资需求与实体经济复苏程度相关，此外“高烧不退”的房地产市场也一定程度上促使居民存款向企业存款转移，而年初较往年多增的财政存款一定程度上也拖累了M2增速。

► 居民、企业中长期贷款均创有数据以来历史新高

1) 居民部门中长期贷款增量创有数据记录以来历史新高。1月份居民部门新增人民币贷款12700亿元，同比多增6359亿元。中长期贷款增长9448亿元，创有数据记录以来新高。居民中长贷放量，反映出房地产市场仍持续火爆，尽管1月份多个城市出台楼市调控政策，但考虑到从购房到房贷有一定时滞，1月份居民中长贷放量可能反映的是去年年底集中产生的购房需求。

2) 实体部门中长贷增量创有数据记录以来历史新高。1月份非金融性公司新增信贷25500亿元，同比少增3100亿元，但中长贷同比多增3800亿元，创历史新高，反映出目前企业中长期融资需求持续走高，或与企业对于

2021年疫情逐步受到控制、经济基本面将会持续复苏的预期相关。

三、投资策略：多空因素交织，政策真空期建议保持相对谨慎，把握交易性机会

从1月份金融数据来看，尽管社融增速持续走低，但反映实体经济中长期融资需求的债券融资和实体部门中长期贷款却表现亮眼，一定程度上与市场预期相悖，或对债市形成一定程度冲击。此外，目前债市面临的利空因素仍不容忽视：1)“就地过年”下复工复产不确定性降低，基本面恢复有望进一步加速；2)“提前批”专项债项目开始上报，或打破此前市场对于今年专项债“提前批”停发的预期，地方政府债的供给压力可能会提前到来；3)本轮疫情基本已经得到控制，疫苗持续推广下疫情对于基本面的影响或将进一步削弱。

我们认为，两会前夕政策仍处于“真空期”，在此期间“多空交织”局面仍将持续一段时间，短期内尚未兑现的利空因素可能会大于利多因素，建议维持相对谨慎的同时，把握震荡格局下的交易性机会。

风险提示

流动性收紧。

【华西固收研究】1月金融数据一览(单位:亿元)

时间	社融增量	人民币贷款	外币贷款折人民币	委托贷款	信托贷款	未贴现的银行承兑汇票	企业债券	政府债券	非金融企业股票融资
2018-01	31,417.22	26,850.25	266.40	-708.95	397.19	1,437.35	1,893.85	5.36	499.77
2018-02	12,064.39	10,199.49	86.26	-750.19	673.53	105.73	733.94	175.27	379.01
2018-03	17,091.48	11,424.57	139.38	-1,850.03	-343.28	-322.59	3,611.32	1,815.85	404.22
2018-04	22,242.94	10,987.35	-25.58	-1,481.28	-101.45	1,453.61	4,041.69	5,302.82	532.89
2018-05	11,233.62	11,396.18	-227.96	-1,570.33	-936.27	-1,740.63	-350.82	2,728.05	437.64
2018-06	20,372.96	16,787.34	-363.92	-1,642.12	-1,576.33	-3,649.23	1,307.64	6,509.33	257.95
2018-07	18,381.94	12,861.15	-773.22	-950.48	-1,205.11	-2,743.79	2,188.98	7,998.11	175.34
2018-08	24,078.25	13,140.00	-344.35	-1,206.63	-685.16	-778.74	3,540.57	8,651.34	140.61
2018-09	23,061.25	14,341.00	-669.99	-1,432.32	-889.65	-547.57	14.70	9,108.11	272.03
2018-10	9,537.80	7,141.28	-799.82	-948.63	-1,365.90	-453.29	1,522.89	3,032.04	175.65
2018-11	16,127.17	12,302.33	-786.84	-1,310.27	-454.80	-126.92	3,917.56	-247.21	200.02
2018-12	19,311.17	9,281.46	-701.76	-2,210.49	-488.06	1,023.14	3,895.26	3,451.75	130.39
2019-01	46,791.14	35,668.36	343.47	-699.28	345.02	3,786.73	4,828.90	1,699.77	289.15
2019-02	9,665.13	7,640.64	-105.25	-508.40	-37.01	-3,103.49	874.93	4,346.70	119.26
2019-03	29,602.34	19,584.40	2.52	-1,070.25	528.25	1,365.39	3,546.22	3,412.18	122.30
2019-04	16,709.54	8,732.83	-330.46	-1,196.78	128.92	-357.04	3,948.86	4,432.70	261.72
2019-05	17,123.73	11,855.46	190.71	-631.06	-51.91	-768.42	1,032.90	3,856.72	259.23
2019-06	26,243.30	16,736.90	-3.81	-826.89	14.89	-1,310.97	1,439.08	6,867.27	153.25
2019-07	12,872.11	8,086.07	-220.87	-986.60	-675.95	-4,562.43	2,944.08	6,427.32	592.78
2019-08	21,955.77	13,045.18	-247.08	-513.41	-658.00	156.91	3,383.70	5,058.97	255.96
2019-09	25,142.21	17,612.44	-440.35	-21.51	-672.03	-430.96	2,430.53	3,776.97	289.25
2019-10	8,680.00	5,469.64	-9.59	-666.77	-623.68	-1,053.48	2,031.70	1,870.89	179.60
2019-11	19,936.92	13,633.17	-249.33	-959.19	-673.40	569.59	3,329.69	1,716.00	523.90
2019-12	21,030.28	10,769.82	-205.17	-1,315.55	-1,091.78	951.40	2,625.49	3,738.17	432.16
2020-01	50,674.00	34,924.00	513.00	-26.00	432.00	1,403.00	3,865.00	7,613.00	609.00
2020-02	8,554.00	7,202.00	252.00	-356.00	-540.00	-3,961.00	3,860.00	1,824.00	449.00
2020-03	51,627.00	30,374.00	1,145.00	-588.00	-22.00	2,818.00	9,953.00	6,363.00	197.00
2020-04	30,900.00	16,200.00	910.00	-579.00	23.00	577.00	9,015.00	3,357.00	315.00
2020-05	31,900.00	15,500.00	457.00	-273.00	-337.00	836.00	2,971.00	11,400.00	353.00
2020-06	34,300.00	19,043.00	205.00	-484.00	-852.00	2,189.00	3,311.00	7,400.00	537.00
2020-07	16,928.00	10,221.00	-524.00	-152.00	-1,367.00	-1,130.00	2,358.00	5,459.00	1,215.00
2020-08	35,823.00	14,201.00	397.00	-415.00	-316.00	1,441.00	3,633.00	13,788.00	1,282.00
2020-09	34,800.00	19,192.00	-302.00	-317.00	-1,159.00	1,502.00	1,422.00	10,103.00	1,140.00
2020-10	13,935.00	6,663.00	-175.00	-174.00	-875.00	-1,089.00	2,269.00	4,931.00	927.00
2020-11	21,343.00	15,309.00	-447.00	-31.00	-1,387.00	-626.00	862.00	4,000.00	771.00
2020-12	17,200.00	11,449.00	-980.00	-559.00	-4,601.00	-2,216.00	442.00	7,156.00	1,125.00
2021-01	51,700.00	38,200.00	1,098.00	91.00	-842.00	4,902.00	3,751.00	2,437.00	991.00

数据来源：央行，华西证券研究所

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

研究助理：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl1@hx168.com.cn

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

联系电话：021-20227900

联系电话：010-59775371

联系电话：010-68566656

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_18121

