

宏观点评

天量信贷和社融释放了什么信号？

事件：1月新增人民币贷款3.58万亿，预期3.53万亿，前值1.25万亿；新增社融5.17万亿，预期4.47万亿，前值1.7万亿；M2同比9.4%，预期10.1%，前值10.1%。

核心结论：不论是总量还是结构，1月金融数据总体较好，指向需求仍旺，Q1经济有望“开门红”。
1.新增信贷创历史新高：居民贷款较强反映消费升温 and 地产火爆；企业贷款结构分化，稳杠杆要求下整体额度可能较为克制，但企业中长期融资需求仍旺。1月新增信贷3.58万亿，同比多增2400亿元，创历史新高。其中居民贷款新增1.27万亿，同比多增6359亿元；企业贷款新增2.55万亿，同比少增3100亿元；非银机构贷款减少1992亿元，同比多减425亿元。金融机构信贷余额同比增长12.7%，较前值小幅回落0.1个百分点。预计今年信贷增速较去年回落。

1) 居民端：居民贷款同比多增，与消费升温 and 开年一线城市楼市火爆有关。一方面，1月居民短贷新增3278亿元，同比多增4427亿元，同比多增既与基数较低有关（2020年1月居民短贷减少1149亿元），也与消费修复有关，特别是汽车消费。1月狭义乘用车销售同比较12月回升19.1个百分点至25.7%（基数较低也有扰动，去年同期为-20.5%）。此外，不排除部分短贷违规进入房地产。北京银保监局1月30日表示，近期出现部分购房者挪用消费贷、经营贷违规支付购房款，后续将严查个人贷款资金违规流入房地产市场。另一方面，居民中长贷新增9448亿元，同比多增1957亿元，可能与开年上海、深圳、杭州等热点城市楼市升温有关。数据显示，1月30大中城市中的一线、二线、三线商品房销售面积同比增速分别为133%、46%、58%（去年同期分别为-13%、-19%、-23%）。往后看，2020Q4央行货币政策报告特别指出“2020年以来，部分银行信用卡、消费贷不良率已显现上升苗头，要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，不宜依赖消费金融扩大消费”。此外，随着开年楼市升温，各地房地产调控也陆续升级。我们预计后续居民杠杆率快速上升的势头将得到一定遏制。

2) 企业端：企业贷款同比少增，其中表内票据、企业短贷同比少增，可能与利率、额度等因素有关；企业中长贷同比多增，反映企业中长期融资需求仍旺。第一，1月下旬以来流动性意外收紧，票据利率大幅上行，可能降低企业贴现意愿，1月表内票据融资减少1405亿元，同比少增5001亿元。第二，企业中长贷新增2.04万亿，同比多增3800亿元，反映在银行信贷“开门红”、地产维持景气、企业补库和资本开支意愿上升情况下，中长期融资需求仍较旺盛。第三，稳杠杆要求下，银行整体信贷规模可能难以大幅扩张，并挤出部分短贷额度，1月新增企业短贷5755亿元，同比少增1944亿元。

2.社融增速在预期内回落，但新增量大幅超预期，支撑项在于表内贷款和表外票据；拖累项在于政府债券。1月新增社融5.17万亿，同比多增1165亿元，创历史次新高。社融存量同比增速回落0.3个百分点至13%，剔除政府债券口径的同比增速回落0.04个百分点至11.75%。总体看，1月新增社融显著超预期，社融增速温和回落，主贡献在于表内贷款和表外票据，主拖累项在于政府债券。在稳杠杆要求下，预计今年社融增速将较去年回落2个百分点左右。

1) 贷款仍是主支撑。社融口径新增人民币贷款3.82万亿，同比多增3276亿元。与金融机构新增人民币贷款口径相比多2400亿元，应是非银机构减少的部分。总体看，1月人民币贷款符合季节规律并略超预期，对实体的支持作用也增强。

2) 表外票据是1月社融的另一大支撑。1月非标融资中信托贷款延续同比少增，应与去年11月底以来信托融资类业务收紧有关，不过收缩幅度边际下降。委托贷款同比小幅多增。超预期的分项在于新增未贴现银行承兑汇票增加4902亿元，同比多增3499亿元，也较过去三年同期均值多增2693亿元。企业融资需求旺盛可能是表外票据大增的原因之一，但不能解释全部。若将表外票据与表内票据合计起来，今年1月票据融资新增3497亿元，少于去年同期的4999亿元。因此，我们认为表外票据的多增可能也与1月下旬利率大幅上行，企业贴现意愿下降有关。

3) 政府债券同比少增，与地方债未提前下达有关，继续提示关注2021提前批节奏，可能对Q1社融形成扰动。1月新增政府债券2437亿元，同比少增5176亿元，是1月社融的主要拖累。我们认为地方政府债券尚未确定提前批额度，可能与今年财政较去年收紧；优质项目不足，专项债资金仍有闲置；控制地方债务风险等因素有关。

4) 企业债券发行有所修复，信用事件影响边际减弱。1月企业债券新增3751亿元，虽同比仍少增216亿元，但环比已经多增3315亿元，显示信用违约事件对一级市场债券发行的扰动减弱。近期部分地产公司的债务违约问题引起市场关注，鉴于央行提出“健全完善债券违约风险防范和处置机制”，预计后续类似事件对市场的影响可能钝化。

3.M1跳升至近三年最高，M2时隔10个月再回10%下方，M1-M2剪刀差结束35连负之后首次转正。1月M1同比大幅回升6.1个百分点至14.7%；M2同比回落0.7个百分点至9.4%。

1) M1同比大幅走高既有基数、季节性因素，也有趋势性因素。首先，去年同期M1同比为0%，基数较低；其次，一般春节前月份，企业活期存款或取现需求增加，以备发放奖金等。例如2020年1月春节，12月M1同比较前值走高0.9个百分点；2018年2月春节，对应1月M1同比较前值走高3.2个百分点至15%。作为印证，今年1月企业存款同比多增逾2.5万亿。最后，M1同比走高可能与开年地产火爆，房地产销售较好，PPI走高和工业增加值维持高位带动的工业企业利润修复有关。往后看，2月基数抬升将拖累M1增速，但PPI回升、企业盈利和现金流改善的趋势不变，仍将对M1形成支撑。

2) M2同比回落与贷款增速回落有关，也受年初财政存款季节性走高，财政支出偏慢挤压M2影响。稳杠杆要求下，预计今年M2同比较去年回落1-2个百分点，部分月份可能降至9%以下。

3) 存款端：1月居民存款同比少增2.76万亿，企业存款同比多增2.56万亿，财政存款同比多增7698亿元。居民存款少增与春节错月，企业奖金在1月尚未发放给居民有关；可能也与居民消费和房地产销售增加，居民存款向企业存款转移有关。企业存款同比多增与居民存款少增相互印证。财政存款同比多增，在季节性因素的基础上反映财政支出偏慢。

4.展望：货币政策稳字当头，不急转弯，今年信用趋于收缩，社融增速总体前高后低。

1月信贷、社融、M2同比回落进一步印证信用拐点到来，但速度较为缓和。从绝对量来看，1月新增贷款、社融均为天量，反映消费升温，地产维持景气，企业补库和资本开支意愿上升带动中长期融资需求旺盛。维持我们此前判断，后续我国货币政策将继续保持灵活精准、合理适度，稳字当头，不急转弯，“防风险、稳杠杆、收信用”仍是必选项，但过程会较缓和，我们也提示关注以下可能的风险：**1) 稳杠杆要求下，信贷规模是否受控，特别是地产调控升级。**2) 央行喊话警惕居民杠杆率上升，后续可能控制消费贷规模，并严查个人贷款违规进入房地产。3) 需持续关注信托融资相关政策进展，以及2021年资管新规对非标的影响。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济回暖不及预期，模型测算有偏差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

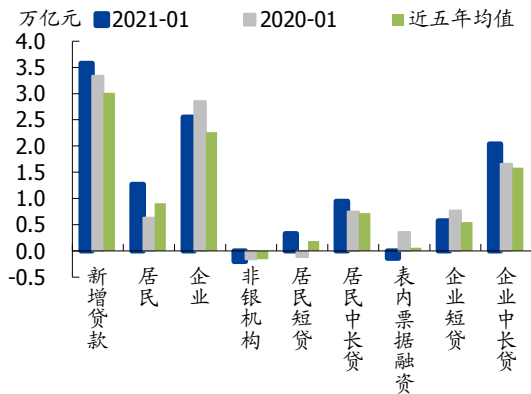
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2021-02-09
- 2、《如何理解近期央行“纠结”表态和“地量”操作？》2021-01-27
- 3、《12月社融显著不及预期，2021年呢？》2021-01-13
- 4、《如何理解货币政策“稳”字当头？》2021-01-09
- 5、《“此降非彼降”——如何看待社融增速拐点下降》2020-12-10
- 6、《重塑与重估——2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 7、《信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评10月金融数据》2020-11-12
- 8、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23

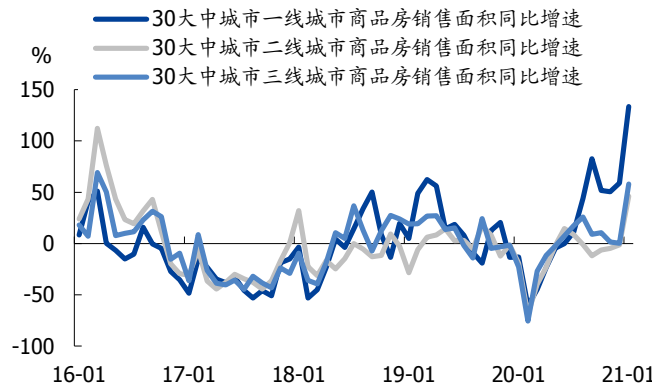


图表1: 1月新增贷款同比多增



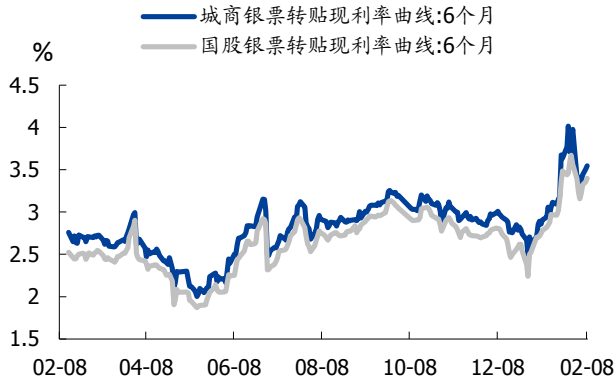
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 1月楼市大幅升温



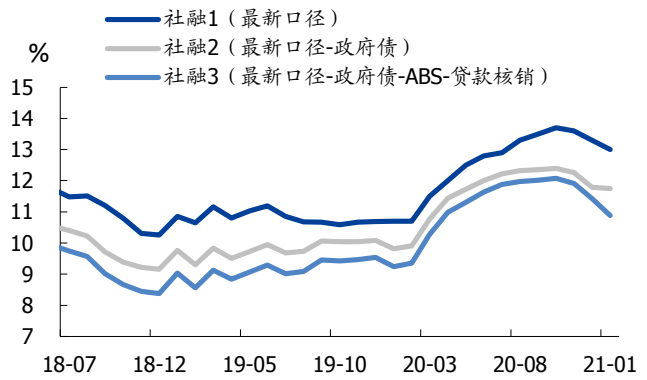
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 1月下旬以来票据贴现利率大幅上升



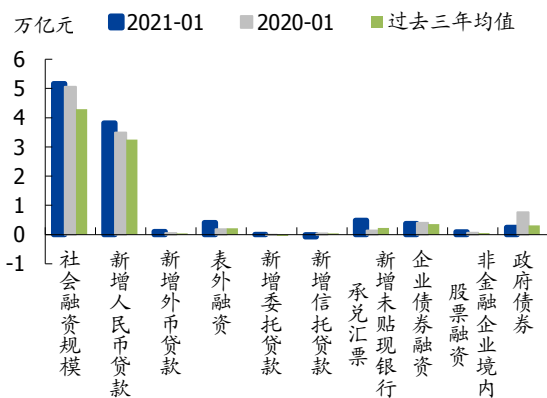
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 1月社融存量增速有所下行



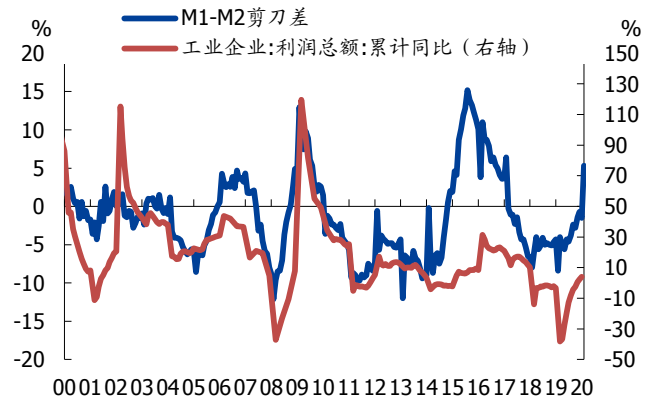
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 1月新增社融同比多增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 1月M1-M2剪刀差结束35连负首次转正



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_18124

