广义流动性缺口扩大

——2021 年 1 月金融数据点评

1 月我国新增人民币贷款 3.58 万亿（预期值 3.53 万亿），新增社融 5.17 万亿（预期值 4.47 万亿），均高于市场预期；M2 同比增长 9.4%（预期值 10.2%），低于市场预期。

一、信贷：总量回升，结构良好

1 月新增人民币贷款环比增加 2.32 万亿，同比多增 0.24 万亿，创下同期历史新高，且信贷结构表现依然良好，我们认为，主要是受到以下三方面因素支撑：

一是基本面稳步回暖背景下，实体经济融资需求保持强劲，企业中长贷表现较好。1 月新增企业贷款同比减少 0.31 万亿，环比增加 1.95 万亿。其中，中长贷同比多增 0.38 万亿元，环比多增 1.49 万亿，占比高达 82.4%（前值 95.8%），**指向制造业中长期融资供需两旺态势延续。**

二是消费复苏叠加购房需求，带动居民贷款恢复强势状态。1 月居民贷款同比增加 0.64 万亿，环比增加 0.71 万亿，其中居民短贷同比增加 0.44 万亿，环比增加 0.21 万亿，指向居民消费继续回暖；居民中长贷同比增加 0.2 万亿，环比增加 0.51 万亿，与 1 月一线城市房地产销售回暖有关。

三是企业短贷和表内票据融资的“跷跷板”效应延续。前者当月增加 0.58 万亿，指向企业生产经营趋于活跃。后者当月减少 0.14 万亿，

主要由于 1 月以来资金面边际收敛，导致票据利率大幅上行。

二、社融：信贷非标改善，政府债券走弱

1 月新增社融 5.17 万亿，环比增加 3.5 万亿，同比增加 0.12 万亿，大幅高于市场预期的 4.47 万亿，**主要受到信贷表现超预期、企业债券融资修复、非标大幅回暖的推动，政府债券融资额则对社融形成拖累：**

一是国企违约事件的负面影响基本平复，企业发债融资回归常态水平。1 月企业债券融资环比增加 0.33 万亿至 0.38 万亿，同比基本持平。

二是非标融资单月大幅回暖，但资管新规带来的制约效应仍在。当月增加 0.42 万亿，环比大幅多增 1.15 万亿，同比增加 0.23 万亿，其中委托贷款和未贴现银行承兑汇票分别增加 91 亿、0.49 万亿，信托贷款减少 842 亿。

三是考虑到今年专项债提前批额度未按惯例提前下达，政府债券表现较为低迷。1 月政府债券净融资额环比减少 0.47 万亿至 0.24 万亿，同比减少 0.52 万亿。

三、货币：M2-M1 剪刀差收窄

1 月 M2 同比增速环比减少 0.7pct 至 9.4%，显著低于市场预期值 10.2%，主要原因在于当月财政投放依然不及预期，1 月为缴税大月，推动当月财政存款增加 1.17 万亿，但同比多增的幅度高达 0.77 亿，指向 2020 年末结余的财政存款或并未完全释放。1 月居民存款和企业存

款分别增加 1.48 和 0.95 万亿，前者同比少增 2.76 万亿，后者同比增加 2.56 万亿，或与春节错位导致企业奖金发放时间推迟有关；今年春节位于 2 月中，晚于去年的 2 月初，企业可能选择在 2 月发放奖金，便导致 1 月出现居民存款少增、企业存款多增。M1 增速环比“跳升”6.1pct 至 14.7%，重回上行区间，M2 与 M1 间的剪刀差大幅收窄至负区间，**指向经济内生动能较强，也与去年疫情冲击背景下的低基数有关。**

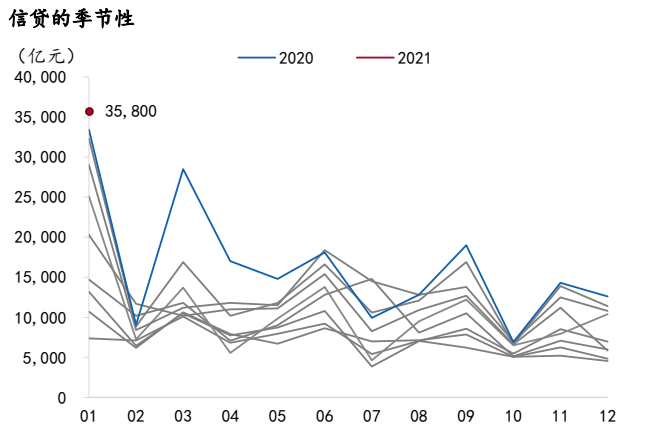
四、前瞻：社融增速有望缓步下行

总体来看，当前属于货币政策回归中性、信用“稳”而非“紧”的阶段。1 月信贷表现强于历史同期，其中，企业、居民中长贷表现强势，企业、居民短贷有所修复。社融增量在信贷、非标支撑下表现较强，但增速继续回落 0.3pct 至 13%，**预计一季度社融增速下行速度或仍将较缓。**M2 增速继续受财政支出进度不及预期影响，有所下降。

前瞻地看，一方面，社融-M2 剪刀差在 1 月继续走阔，反映出资金需求的上升快于资金供给，广义流动性缺口扩大，银行负债端压力边际上升，**但我们预计这一剪刀差未来大概率收窄，指向后续利率上行空间有限。**另一方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，M1 较 M2 更快上升，**指向企业的经营预期较为乐观，经济内生动能有望继续增强。**

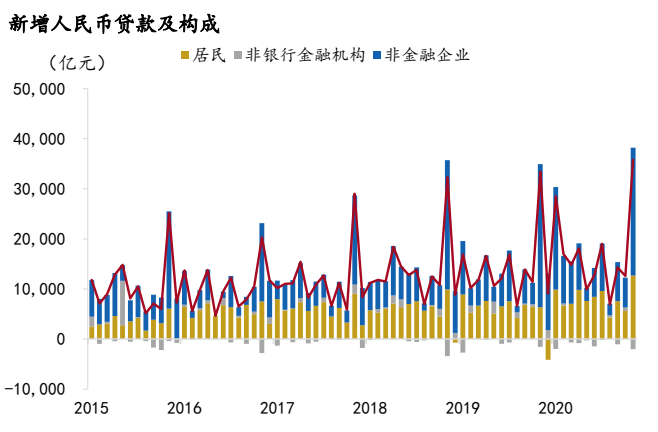
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：1 月信贷增量创同期历史新高



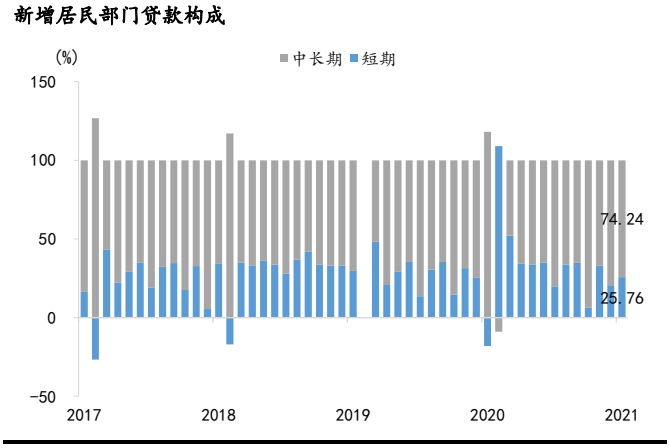
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：新增人民币贷款及构成



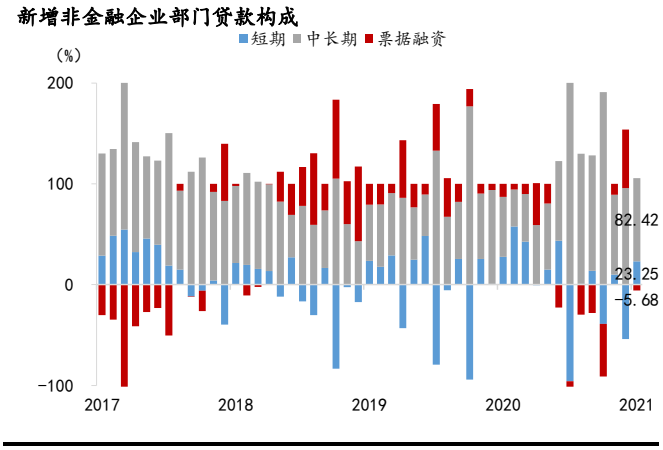
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：新增居民贷款构成占比



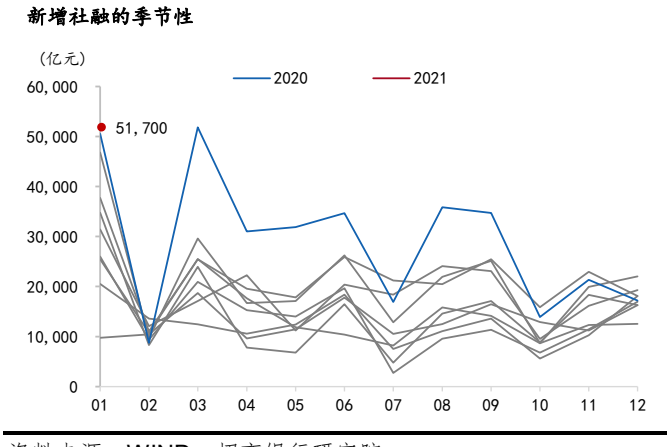
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：新增非金融企业贷款构成占比



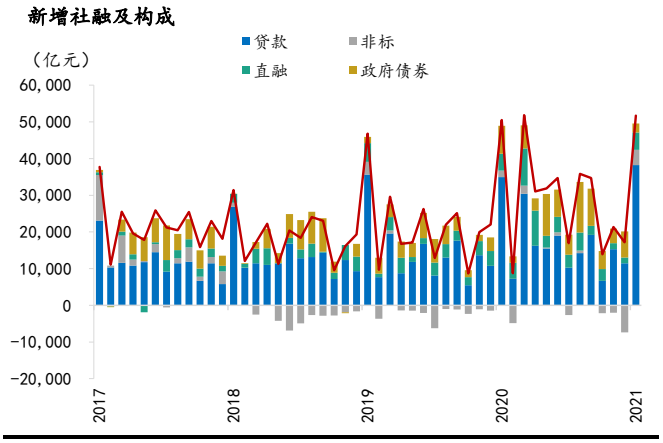
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 5：1 月社融增量创同期历史新高



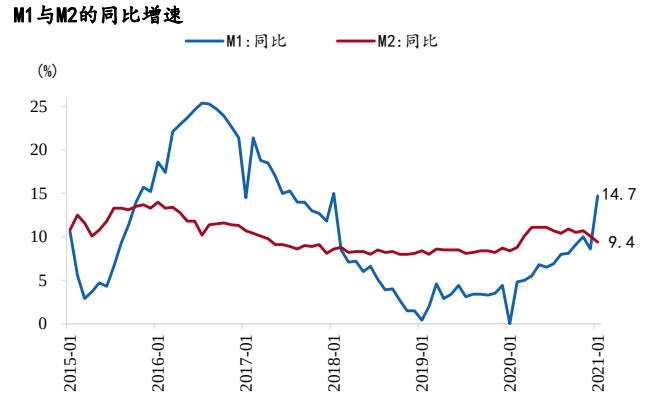
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 6：新增社融及构成



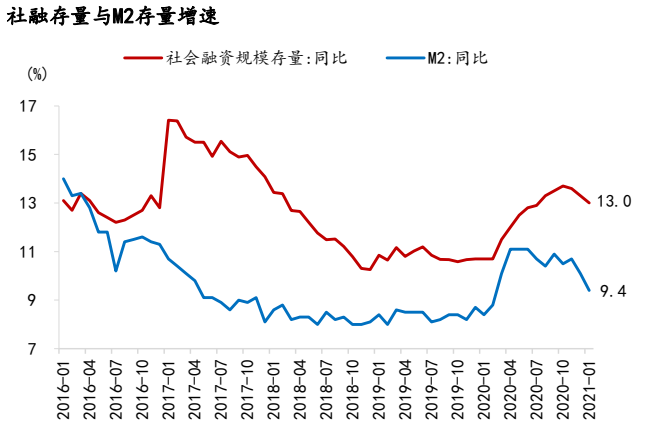
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 7：1 月 M2-M1 剪刀差收窄至负区间



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 8：社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源：WIND、招商银行研究院