2021 年 02 月 09 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

政府债券退坡，但数据亮点在这里

——2021 年 1 月社融数据点评

摘要

- **新增社融同比多增，支持实体经济力度不减。**2021 年 1 月末，社会融资规模存量为 289.74 万亿元，同比增长 13%，增速放缓符合预期；从社融增量来看，2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，社融增量同比多增，且人民币贷款增加幅度较大，金融机构对实体经济支持力度不减。央行发布第四季度货币政策执行报告虽然依然定调“既保持流动性合理充裕，也不搞大水漫灌”，但去掉了“不让市场缺钱”的表述，预计后续宽松边际将有所收缩，社融存量增速年内预计将呈现平稳降速走势。

- **政府债券融资退坡，企业融资需求较强。**2021 年 1 月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 73.9%；直接融资中企业债券融资贡献最多，虽较上年同期减少 216 亿元，但也体现出永煤事件后市场情绪在逐渐回暖，非金融企业境内股票融资同比增多 382 亿元；而 2020 年贡献最多的政府债券融资在 2021 年伊始退坡明显。从表外融资看，信托贷款仍受监管制约，未贴现银行承兑汇票大幅增多。1 月，表外融资新增 4151 亿元，其中信托贷款减少 842 亿元，同比多减 1274 亿元，将信托纳入全口径监管范围的影响持续；值得注意的是 1 月份新增未贴现银行承兑汇票同比大增 3499 亿元，说明企业融资需求旺盛，复工复产情况稳定。

- **信贷“开门红”效应显著，中长期贷款是主力。**1 月人民币贷款增加 3.58 万亿元，预期 3.53 万亿元，同比多增 2252 亿元。住户部门短期贷款和中长期贷款同比都实现多增，主要原因包括：低基数、消费贷热度上升，部分城市楼市再度出现火热行情，但随着多地房地产调控政策的出台和房贷利率上调，居民中长期贷款高增难以延续，2 月后或将出现显著回落。企（事）业单位贷款增加 2.55 万亿元，其中，中长期贷款占比 80%，短期贷款和票据融资同比少增，这一方面体现出银行对企业中长期融资需求的优先满足；另一方面也反映出实体经济持续复苏，企业生产恢复状况良好，存在较高的融资需求。我们认为，春节之后，信贷“开门红”仍有望延续，随着天气回暖，重大项目工程开建，信贷的支持力度有望持续。

- **M1、M2 剪刀差扩大，财政支出仍然较慢。**1 月末，M2 同比增长 9.4%，增速低于预期，主因一是去年疫情致缴税延期/减免，今年缴税正常，因此财政存款同比多增，二是财政资金支出仍然较慢。M1 同比增长 14.7%，主要原因在于去年 1 月的低基数、房地产和资本市场较为火热，以及春节移位效应。1 月，在 M2 增速下降和 M1 加速的双重影响下，M1 M2 增速的剪刀差明显扩大，春节之后，预计 M1 增速会有所下降，M2 增速小幅回升剪刀差也将缩小。

- 风险提示：国内需求不及预期，金融监管趋严，疫情反复。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. “抱团”成潮流，能否成为复苏的强心剂？ (2021-02-05)
2. 高标准市场体系如何打造？——最新行动方案的五大看点 (2021-02-01)
3. 产需扩张力度回落，谁的锅？(2021-01-31)
4. 国内流动性不转向，美鸽声嘹亮下经济萎缩 (2021-01-29)
5. 数字经济时代的新起点——2021 新基建投资方向新解 (2021-01-26)
6. 2021 宏观政策平稳过渡，拜登上台挑战重重 (2021-01-22)
7. 蓝色浪潮下的“两个”美国，且看拜登“百日谈” (2021-01-21)
8. 100 万亿捷报背后：扩内需仍待加力(2021-01-18)
9. 流动性要收紧？鲍威尔如是说(2021-01-15)
10. 出口强势延续，特殊贸易方式成长较快(2021-01-14)

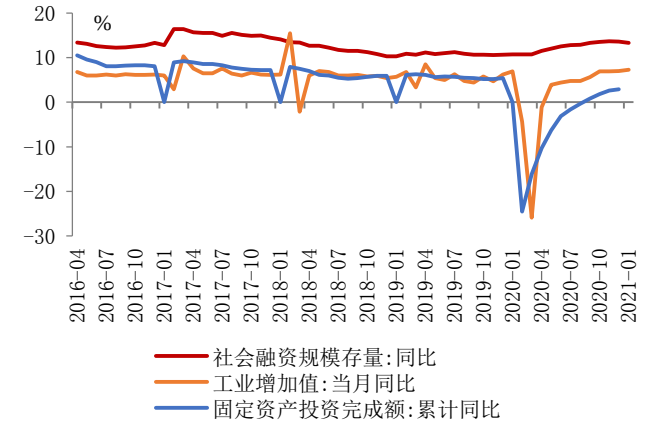
社融存量同比增速平稳下滑，预计上半年社融增速将继续下行，实体经济持续修复，企业融资需求旺盛，预计下行幅度将较为缓和。

1 新增社融超预期，支持实体经济力度不减

社融存量增速延续平稳下降趋势，新增社融中人民币贷款成亮点。2021 年 1 月末，社会融资规模存量为 289.74 万亿元，同比增长 13%，较前值下滑 0.3 个百分点，平稳减速的趋势与预期一致。1 月金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 3.82 万亿元，同比多增 3258 亿元。从增量来看，2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，预期值 4.6 万亿元，比上年同期多 1207 亿元；其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 3.82 万亿元，同比多增 3258 亿元，表外融资增长也较为显著，企业生产活跃，金融机构对实体经济支持力度不减。

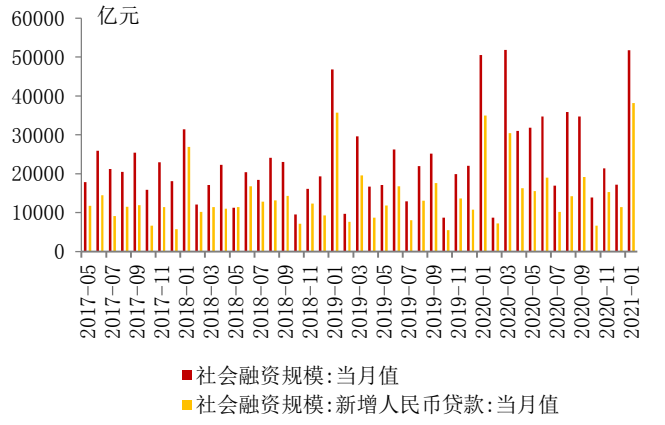
2 月 8 日，央行发布《第四季度货币政策执行报告》指出，将继续引导金融机构继续加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，强化对疫情冲击下市场主体的金融支持，着力稳企业保就业，有力支持完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，在下一阶段主要政策思路中，增加了“坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性”，本次执行报告虽然依然定调“既保持流动性合理充裕，也不搞大水漫灌”，但去掉了“不让市场缺钱”的表述，预计后续宽松边际将有所收缩，社融存量增速年内预计将呈现平稳降速走势。

图 1：社融存量同比增速继续放缓



数据来源：wind、西南证券整理

图 2： 新增社会融资单月同比多增



数据来源：wind、西南证券整理

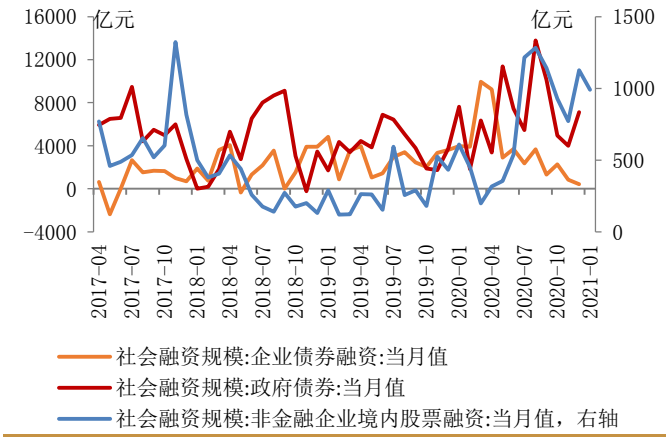
2 政府债券融资退坡，企业融资需求较强

从社融结构来看，政府债券净融资同比减少，信托贷款继续减少。2021 年 1 月新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的 74%，同比增多 4.8 个百分点；直接融资在社会融资规模增量中的比重 13.89%，其中企业债券融资贡献最多为 3751 亿元，虽较上年同期减少 216 亿元，但也体现出永煤事件后市场情绪在逐渐回暖，非金融企业境内股票融资 991 亿元，同比增多 382 亿元；但 2020 年贡献最多的政府债券融资在 2021 年伊始作用减弱明显，1 月政府债券净融资 2437 亿元，同比少 5176 亿元。根据财政部数据，至今地方政府新增专项债限额未提前下达，各地尚未公布新增债发行计划，2021 年 1 月地方债发行金额 3623 亿元，

全部为再融资债，“两会”之前新增专项债限额可能会下达，规模预计可达万亿，这将有力带动政府债券融资在 1 季度的后半段出现显著增加。

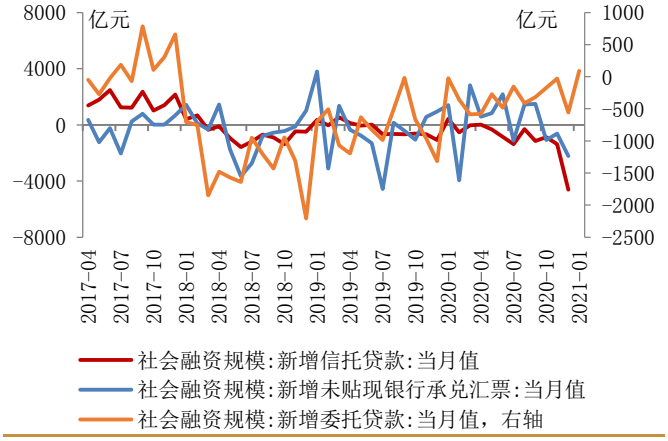
从表外融资看，信托贷款仍受监管制约，未贴现银行承兑汇票大幅增多。1 月，表外融资新增 4151 亿元，其中信托贷款减少 842 亿元，同比多减 1274 亿元，将信托纳入全口径监管范围的影响持续；委托贷款当月新增 91 亿元，同比多增 117 亿元；值得注意的是 1 月份未贴现银行承兑汇票新增 4902 亿元，同比大增 3499 亿元，表明企业融资需求旺盛，复工复产情况稳定。

图 3：1 月政府债券融资偏弱



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：信托贷款持续下降

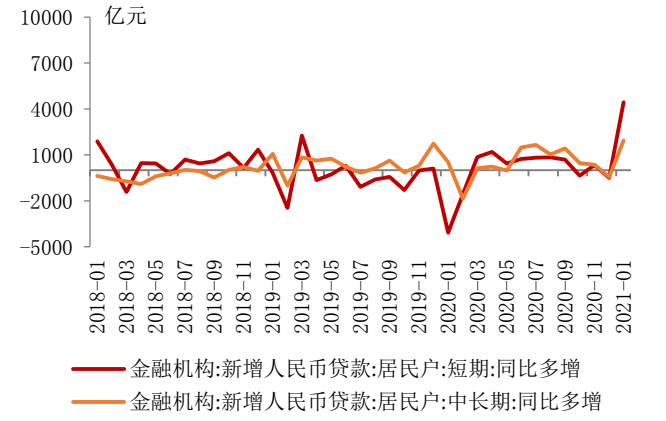


数据来源：wind、西南证券整理

3 信贷“开门红”效应显著，中长期贷款是主力

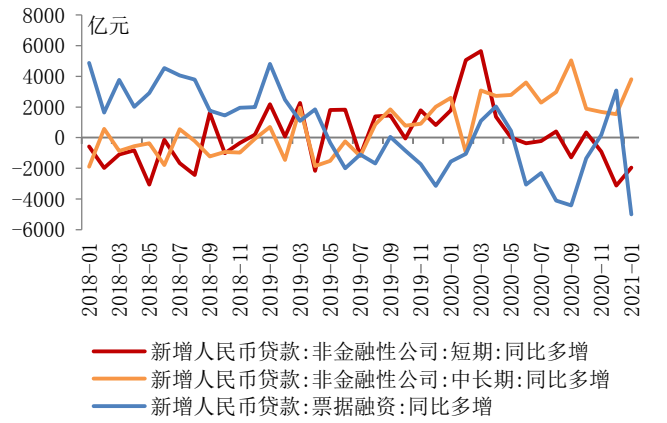
1 月，人民币贷款增加 3.58 万亿元，预期 3.53 万亿元，同比多增 2252 亿元。分部门看，住户贷款增加 1.27 万亿元，同比多增 6359 亿元。其中，短期贷款增加 3278 亿元，中长期贷款增加 9448 亿元，同比分别多增 4427 亿元和 1957 亿元，短期贷款同比多增幅度远超往年同期，主要原因在于去年 1 月份短贷数据的基数较低以及消费贷热度上升，中长期贷款的多增则反映了年初以来部分城市楼市再度出现火热行情，但随着多地房地产调控政策的出台和房贷利率上调，居民中长期贷款高增难以延续，2 月后或将出现显著回落。企（事）业单位贷款增加 2.55 万亿元，其中，中长期贷款增加 2.04 万亿元，占比 80%，同比多增 3800 亿元，短期贷款增加 5755 亿元，同比少增 1944 亿元，票据融资减少 1405 亿元，同比少增 5001 亿元。一方面体现出银行对企业中长期融资需求的优先满足；另一方面也反映出实体经济持续复苏，企业生产恢复状况良好，存在较高的融资需求。我们认为，春节之后，信贷“开门红”仍有望延续，随着天气回暖，重大项目工程开建，信贷的支持力度有望持续。

图 5：居民部门信贷需求旺盛



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：中长期贷款增长显著

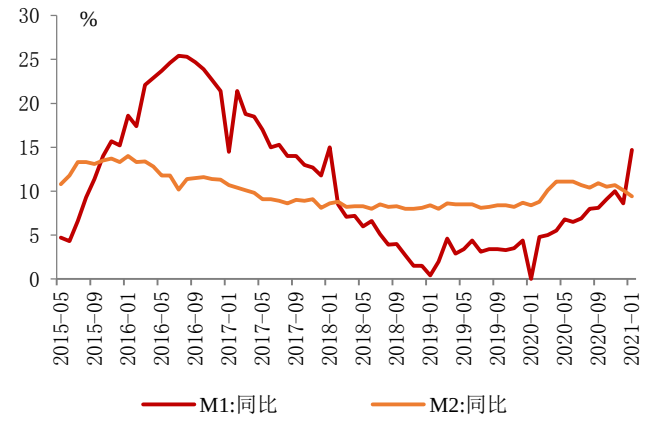


数据来源：wind、西南证券整理

4 M1、M2 剪刀差扩大，财政支出仍然较慢

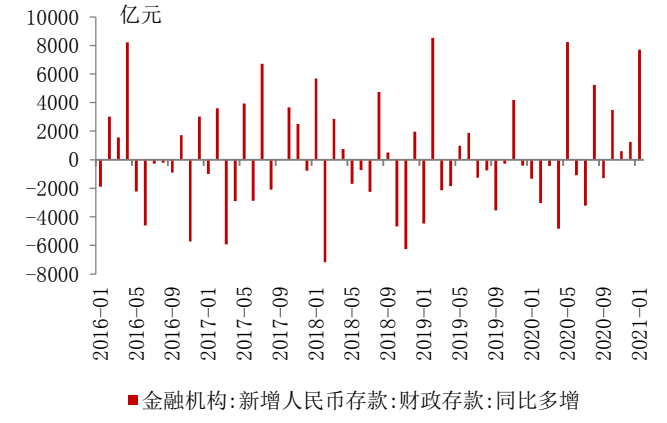
1 月末，广义货币（M2）余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比前月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点。M2 增速低于预期（10.1%）的主要原因，一是去年疫情致缴税延期/减免，今年缴税正常，因此财政存款同比多增，二是财政资金支出仍然较慢。1 月财政存款新增 1.17 万亿元，同比多增 7698 亿元，随着后续财政资金加快使用，M2 增速将现回升。狭义货币（M1）余额 62.56 万亿元，同比增长 14.7%，增速分别比上月末和上年同期高 6.1 个和 14.7 个百分点，主要原因在于去年 1 月的低基数、房地产和资本市场较为火热，以及春节移位效应，今年春节在 2 月份，企业需要在 1 月份预留部分资金以发放工资奖金，助推了 M1 的走高。在 M2 增速下降和 M1 加速的双重影响下， M1 M2 增速的剪刀差明显扩大，春节之后，预计 M1 增速会有所回调，剪刀差也将缩小。

图 7：1 月 M1 增速快速上行



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：1 月财政存款同比多增显著



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn