2021 年 2 月 10 日

证券研究报告|宏观研究|点评报告

广义流动性增速平稳回落

——1 月金融数据点评

◆ **事件**：2021 年 2 月 9 日央行公布 1 月金融数据。M2 同比 9.4%，前值 10.1%；M1 同比 14.7%，前值 8.6%。新增社会融资规模 5.17 万亿元，前值 1.72 万亿元。新增人民币贷款 3.58 万亿元，前值 1.26 万亿元。

◆ **核心观点**：

新增社融规模总量创新高，存量增速缓慢掉头。1 月新增社融规模为近年来最高值，但同比仅多增 1165 亿元，相较于 2020 年和 2019 年同期的多增规模明显收缩，社融快速上行的阶段已经过去，存量社融进一步下滑 0.3pct 至 13%，社融缓慢掉头进一步得到确认。

中长期贷款总量结构双优。金融机构新增人民币贷款 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿元，中长期贷款占比达 83%，显示实体融资需求强劲。

债券融资环境逐步好转。企业债券融资 3751 亿元，较 12 月显著改善，主要由于永煤违约事件的影响逐步消化以及经济复苏强劲和货币环境紧平衡的背景下，信用债的配置价值有所提升。

非标融资持续分化。1 月新增委托贷款 91 亿元，为 2018 年以来首次正增长，在监管没有进一步收紧的情况下，委托贷款有望延续回暖；信托贷款减少 842 亿元，受到期规模拖累预计持续承压。

政府债券融资偏低。政府债券净融资 2437 亿元，同比少增 5176 亿元。经济修复背景下，财政逆周期调节力度和必要性均有减弱。

M1 增速大幅上升，M2 明显回落。1 月 M1 同比增长 14.7%，主要由于房地产销售强劲、以及春节临近企业资金活化程度提升以及春节错位下的基数效应导致。M2 同比增长 9.4%，主要受财政存款显著多增影响。

◆ **流动性判断：**

今年货币政策主线是“稳杠杆”，M2 和社融增速预计不会进一步出现明显回落。基本可以确定的是广义流动性增长最快的时间已经过去，10 月是社融增速顶点进一步得到确认。考虑中长期信贷在经济复苏背景下增长有望延续，居民房贷在监管导向下或有降温，普惠政策退出对新增信贷或有扰动，信贷整体预计保持平稳，使 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。

资金面仍将处于紧平衡的适度状态，利率难以下行。在广义流动性趋于收紧的情况下，预计短期货币政策并不会进一步收紧，但也不会让“水溢出来”，对债市整体较为不利。不过，到年中阶段出于广义流动性收紧和信用风险暴露的考量，央行在货币市场层面可能会适当放松，货币和债券利率预计有一定幅度的下行。

风险提示：经济增长不及预期、货币政策收紧过快、信用风险快速上行

最新宏观数据

GDP：当季	6.5
CPI	-0.3
PPI	0.3
社会消费品零售	4.6
工业增加值	7.3
出口	18.1
进口	6.1
固定资产投资	2.9
M2	9.40
M1	14.7
存量社融	13.0
人民币汇率	6.45
美元指数	90.44

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

潘宇昕 分析师
SAC 执业证书：S0380521010004
联系电话：0755-82830333
邮箱：panyx@wanhesec.com

相关报告

正文目录

一、新增社融规模总量创新高，存量增速缓慢掉头 3
二、信贷仍是主要贡献，中长期贷款占优 3
三、债券融资环境逐步好转 5
四、非标融资持续分化 5
五、政府债券融资偏低 5
六、M1 增速大幅上升， M2 明显回落 6
七、流动性判断 6
风险提示 7

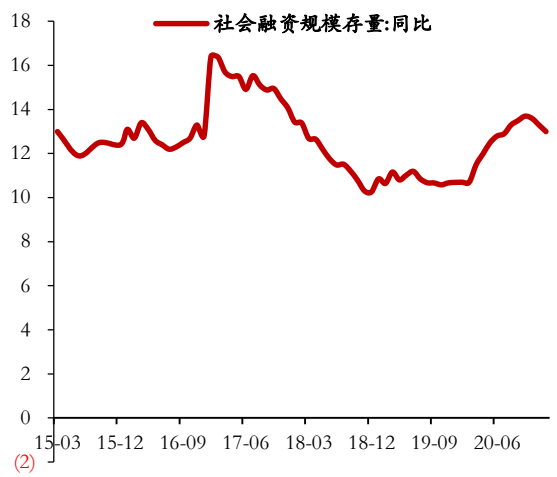
图表目录

图 1 社会融资规模存量:同比（%） 3
图 2 社会融资规模:当月值（亿元） 3
图 3 社会融资规模:当月值：同比多增（亿元） 3
图 4 新增人民币贷款:当月值（亿元） 4
图 5 新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元） 4
图 6 资金价格（%） 4
图 7 新增非标融资规模（亿元） 5
图 8 新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元） 5
图 9 地方政府债券发行额（亿元） 6
图 10 货币增速（%） 6
图 11 金融机构新增人民币存款（亿元） 6

一、新增社融规模总量创新高，存量增速缓慢掉头

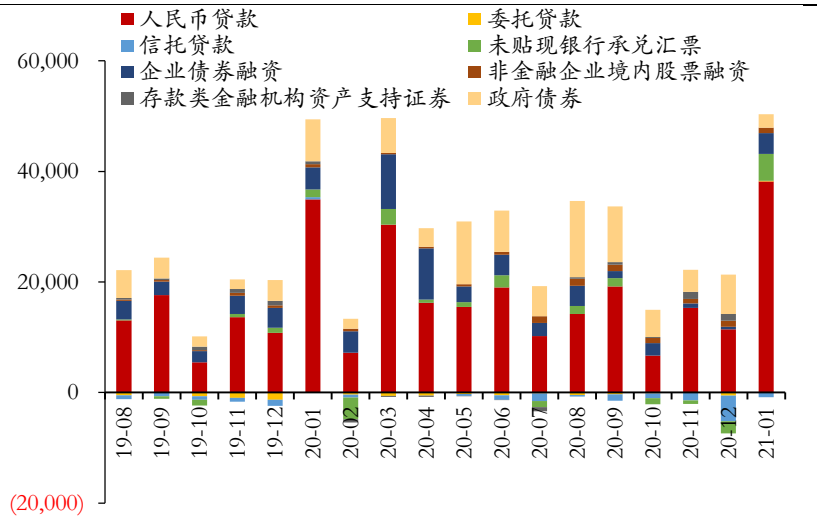
2021 年 1 月新增社会融资规模 5.17 万亿元，为近年来最高值，但由于基数原因增量偏弱，同比去年同期仅多增 1165 亿元，相较于 2020 年同期（同比多增 3700 亿）和 2019 年同期（同比多增 1.5 万亿）的多增规模明显收缩，社融快速上行的阶段已经过去，存量社融进一步下滑 0.3pct 至 13%，社融缓慢掉头的信号进一步得到确认。

图 1　社会融资规模存量:同比（%）



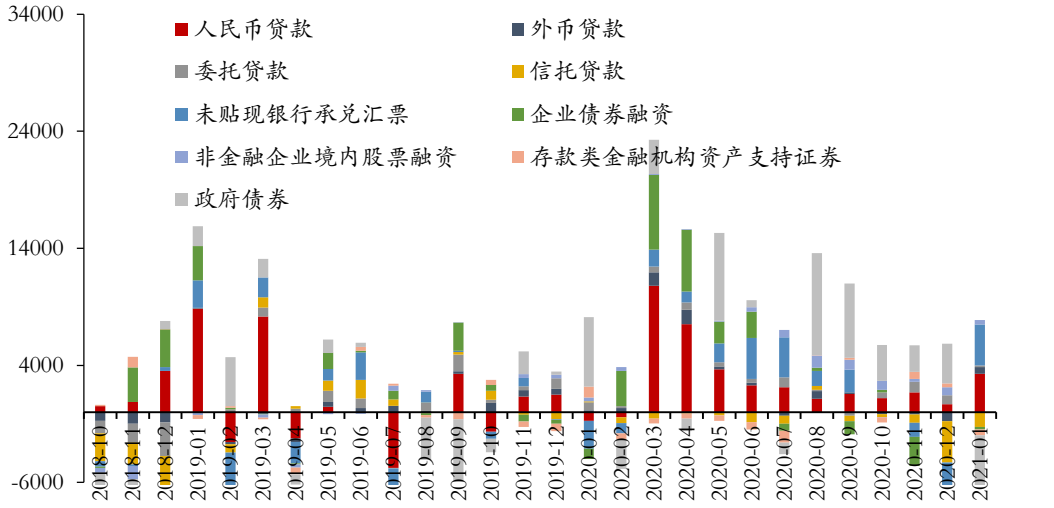
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 2　社会融资规模:当月值（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 3　社会融资规模:当月值：同比多增（亿元）



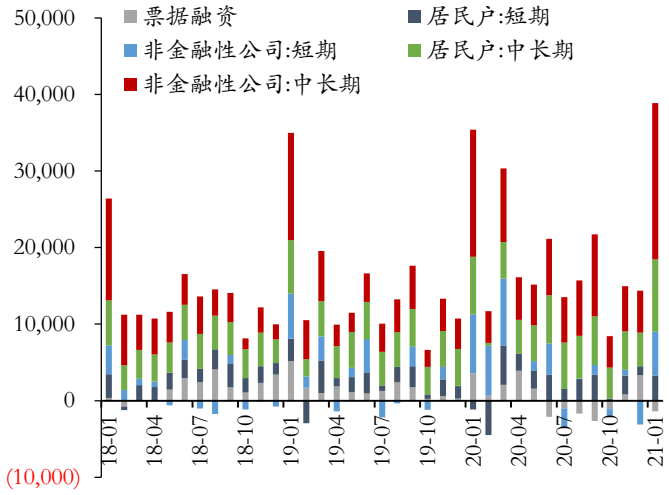
资料来源：Wind、万和证券研究所

二、信贷仍是主要贡献，中长期贷款占优

中长期贷款总量结构双优。从社融分项来看，1 月总量创新高主要贡献仍然在于新增人民币贷款延续高增， 1 月份金融机构新增人民币贷款 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿元，从季节性角度来看也不弱。分部门看，居民贷款增加 1.27 万亿元，其中，短期贷款增加 3278 亿元，

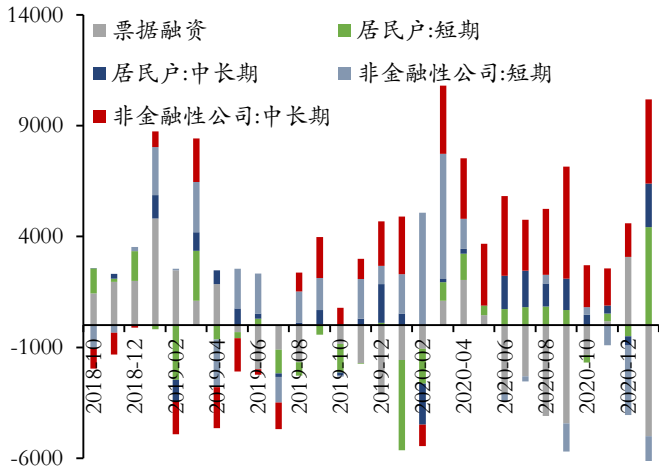
中长期贷款增加 9448 亿元；非金融企业贷款增加 2.55 万亿元，其中，短期贷款增加 5755 亿元，中长期贷款增加 2.04 万亿元，票据融资减少 1405 亿元。新增中长期贷款占比高达 83%，总量和结构双优，显示实体融资需求强劲，特别是制造业在受到政策红利的鼓动下，加大资本开支动力较强。

图 4　新增人民币贷款:当月值（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

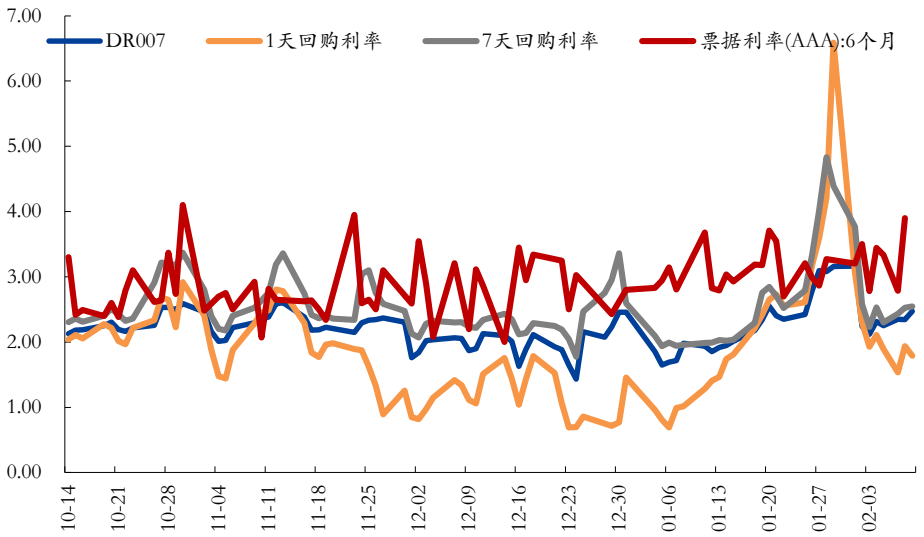
图 5　新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

短期贷款受政策呵护，利率波动影响票据融资。短期融资项中，实体经济短期贷款新增 5755 亿，同比少增 1944 亿，收缩压力显著减少。而票据融资新增-1405 亿，同比少增 5000 亿。背后的原因或有两点，一方面，去年上半年投放的大量短期贷款在下半年陆续到期，但由于央行延迟还本付息政策延续至今年一季度末，短期贷款缩降压力降低。另一方面，1 月货币环境较 12 月有所收紧，短端利率快速上行，6 个月票据融资利率一度突破 3.7%，企业使用票据融资的意愿降低。

图 6　资金价格（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

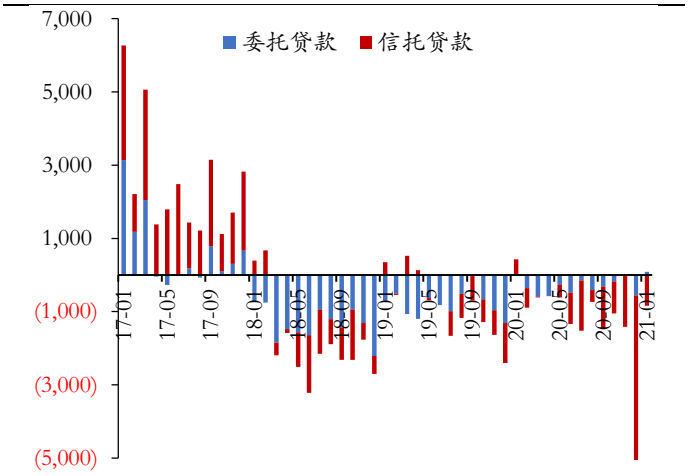
三、债券融资环境逐步好转

1 月新增企业债券融资 3751 亿元，同比少增 216 亿，较 12 月显著改善。一方面，11 月永煤违约事件的影响逐步消化，投资者信心逐渐修复；另一方面，经济基本面显示复苏动力强劲，货币环境整体维持一个紧平衡的态势，利率难以下行，信用债的配置价值显著提升，预计债券融资规模将进一步提升。

四、非标融资持续分化

1 月新增委托贷款 91 亿元，为 2018 年以来首次正增长，较去年同期多增 117 亿，涨幅较为温和，从非标期限大多在三年以内来看，2018 年以来委托贷款的缩降基本消化了 2017 年的无序增长，在监管没有进一步收紧的情况下，委托贷款有望延续回暖；信托贷款减少 842 亿元，同比少增 1274 亿元，较前值好转的原因主要在于资金信托到期规模较 12 月有所下降。从今年单一信托与集合信托到期规模来看，平均每月到期规模超过 3000 亿元，信托贷款融资预计持续承压。

图 7　新增非标融资规模（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 8　新增人民币贷款:当月值：同比多增（亿元）

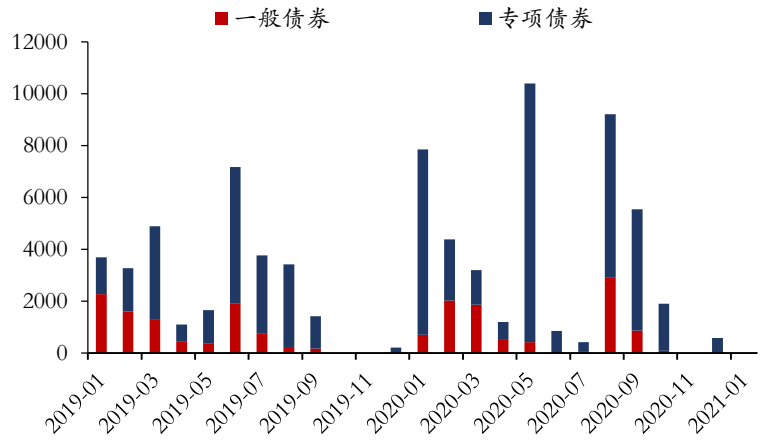


资料来源：Wind、万和证券研究所

五、政府债券融资偏低

1 月政府债券净融资 2437 亿元，同比少增 5176 亿元，主要由于地方债发行较少。与 2019 年和 2020 年均提前下达部分新增债限额并于 1 月开始发行不同，2021 年的新增债限额并未提前下达，可见经济修复背景下，财政逆周期调节力度和必要性都有所减弱，并且出于地方债务防风险的考虑下，社融口径下的政府债券融资退坡也在市场的意料之中。

图 9 地方政府债券发行额（亿元）

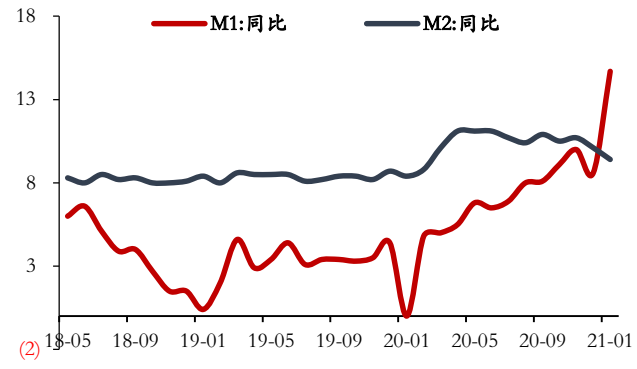


资料来源：Wind、万和证券研究所

六、M1 增速大幅上升， M2 明显回落

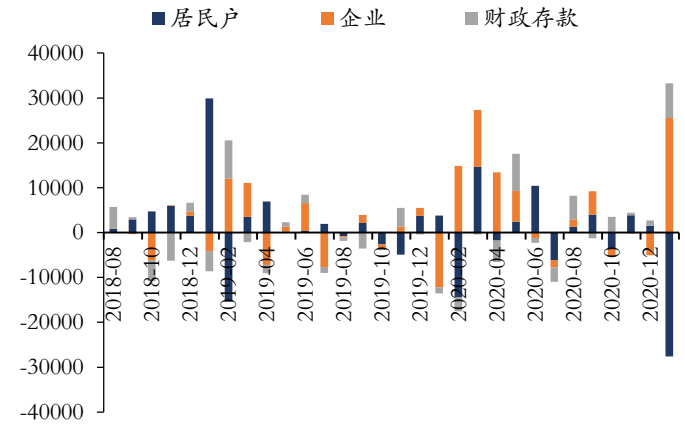
1 月 M1 同比增长 14.7%，较前值大幅提高 6.1 个百分点，主要由于房地产销售强劲、以及春节临近企业资金活化程度提升等原因。由于 2020 年春节是 1 月下旬，而 2021 年是 2 月中旬，春节错位下的基数 1 月效应导致非金融企业存款同比多增，居民存款同比少增。财政存款 1 月份增加 1.17 万亿元，同比多增 7698 亿元，也明显高于往年季节性，反映财政投放力度较弱，拖累 M2 增速。

图 10 货币增速（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 11 金融机构新增人民币存款（亿元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

七、流动性判断

M2 和社融增速预计不会进一步出现明显回落。结合《四季度货币政策执行报告》以及经济工作会议的定调来看，今年的货币政策主线仍是“稳杠杆”，后续信贷政策可能仍偏严，以使得 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。考虑中长期信贷在经济复苏背景下增长有望延续，但居民房贷在监管导向下或有所降温，同时普惠信贷政策退出对新增信贷可能也有扰动。信贷整体预计保持较为平稳，M2 和社融增速预计不会进一步出现明显回落。

资金面保持紧平衡，利率难下行。基本可以确定的是广义流动性增长最快的时间已经过去，10 月是社融增速顶点进一步得到确认。在广义流动性趋于收紧的情况下，预计短期货币政策并不会进一步收紧，但也不会让“水溢出来”，资金面仍将处于紧平衡的适度状态，对债市整体较为不利。不过到年中阶段出于广义流动性收紧和信用风险暴露的考量，央行可能在货币市场层面适当放松，货币和债券利率预计会有一定幅度的下行。

风险提示

经济增长不及预期、金融政策收紧过快、信用风险上行

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人 收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn