

1 月金融数据点评

关键词“服务实体经济”

新增社融和信贷均大幅超出市场预期；M2 同比增速大幅下降；企业流动性宽松，居民部门边际收紧；货币政策更关注实体经济融资需求。

- 1 月新增社融 5.17 万亿元，社融存量同比增长 13%。新增人民币贷款 3.82 万亿元。
- 从社融存量结构来看，2021 年 1 月与 12 月相比，占比上升的主要是人民币贷款上升了 0.29%，其次是汇票上升了 0.15%，政府债券占比出现明显下降。
- 1 月 M2 同比增长 9.4%，M1 同比增长 14.7%，M0 同比增长-3.9%。单位活期存款同比增长 18.51%，准货币同比增长 7.44%。
- 1 月新增存款 3.57 万亿元，其中新增居民存款 1.48 万亿元，新增企业存款 9484 亿元，考虑到去年同期新冠疫情的影响较大，因此企业存款较去年同期大幅上升 2.56 万亿元，但居民存款相较 12 月和去年同期都有显著下降。
- 1 月新增贷款 3.58 万亿元，较去年同期多增 2400 亿元，其中短贷及票据新增 7628 亿元，较去年同期少增 2518 亿元，中长贷新增 2.98 万亿元，较去年同期多增 5757 亿元。居民贷款新增 1.27 万亿元，较去年同期多增 6359 亿元，其中居民中长贷新增 9448 亿元，短贷 3278 亿元，均较 12 月大幅上升。
- **金融数据更加贴近实体经济的需求。**从 1 月金融数据来看，实体经济的融资需求是拉动金融数据超预期的重要原因，企业融资需求主要来自贷款到期续作和经济复苏背景下融资需求上升两方面，居民融资需求则更明显来自购房的拉动。金融市场的资金拆借需求一定程度上受到央行的调控，特别是体现在 1 月公开市场资金净回笼操作和月底资金拆借利率大幅走高。但我们认为资金持续流向房地产领域不是货币政策希望看到的结果，关注年内居民中长期贷款的走向，以及相关变化可能产生的对国内经济和资本市场的外溢性影响。
- **货币政策的两面性。**1 月社融存量同比增速较 12 月下行 0.3 个百分点，M2 增速下降 0.7 个百分点，M1 增速上升 6.1 个百分点，M0 增速下降 13.1 个百分点。1 月金融数据整体超出市场预期，但内部存在一定分化，对实体经济的一面，社融和信贷都明显大幅超出市场预期，但对金融市场的一面，则延续了收紧的趋势，我们认为这符合货币政策“服务实体经济”的出发点。结合央行四季度货币政策执行报告内容，我们认为未来货币政策对实体经济和金融市场的差别待遇或仍将继续，可能出现调整的情况是出现“形势变化”，包括但不限于全球新冠疫情发展形势、国际经济复苏情况、海外政策的外溢性变化、以及国际资本市场的潜在风险暴露等。
- **风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

社融远超预期。1 月新增社融 5.17 万亿元，较去年同期多增 1165 亿元，较 12 月多增 3.45 亿元，远超市场预期的 4.47 万亿元。1 月社融存量同比增长 13%，较 12 月下降了 0.31 个百分点，增速下降幅度较小，一定程度上体现了货币政策没有急转弯。

人民币信贷高增是社融超预期的主要原因。1 月新增人民币贷款 3.82 万亿元，较去年同期多增 3276 亿元，较 12 月多增 2.67 万亿元。从社融分类来看，与去年同期相比，增长最明显的是汇票，其次是人民币贷款，与去年同期相比少增的主要是政府债券和信托贷款，企业债融资额也有所下降。与 12 月相比，人民币贷款之外，汇票、信托贷款、企业债、外币贷款、委托贷款都有不同程度的多增。1 月新增直接融资 4743 亿元，较 12 月多增 3180 亿元，主要是受企业债融资规模上市影响。表外融资较 12 月明显上升值得关注，特别是表外融资的资金流向需要密切关注。

图表 1.新增社融构成和变化（单位：亿元）

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	51,700	38,200	1,098	91	(842)	4,902	3,751	991	2,437
环比上月变动	*34,508*	*26,742*	*2,079*	*650*	*3,778*	*7,118*	*3,315*	*(135)*	*(4,689)*
同比去年同期	*1,165*	*3,276*	*585*	*117*	*(1,274)*	*3,499*	*(216)*	*382*	*(5,176)*

资料来源：万得，中银证券

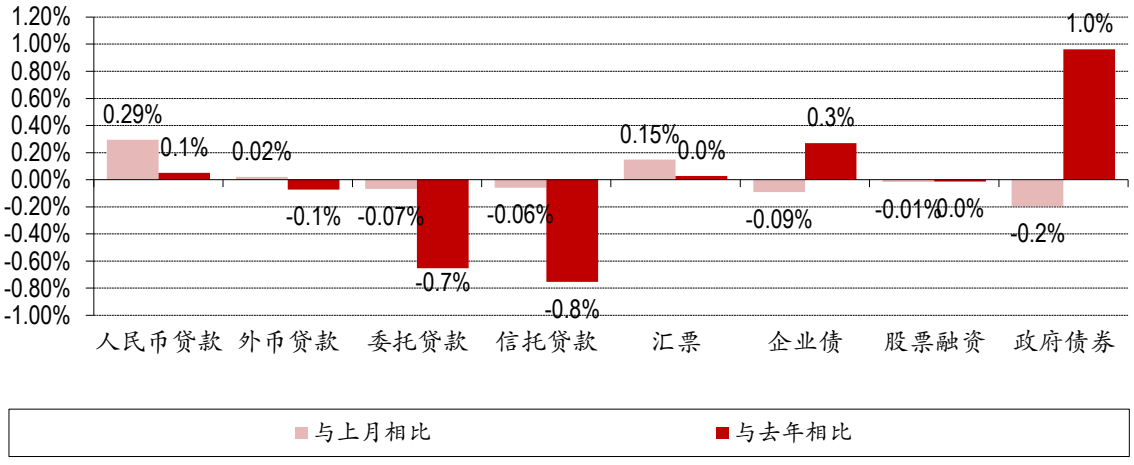
图表 2. 新增社融分类变化（单位：亿元）

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	39,298	4,151	4,742	3,509
环比上月变动	*28,821*	*11,546*	*3,180*	*(9,039)*
同比去年同期	*3,861*	*2,342*	*166*	*(5,204)*

资料来源：万得，中银证券

社融存量结构出现再次变化。从社融存量结构来看，2021 年 1 月与 12 月相比，占比上升的主要是人民币贷款上升了 0.29%，其次是汇票上升了 0.15%，政府债券占比出现明显下降；与去年同期相比，政府债占比依然维持占比高增的趋势，企业债占比也维持上升的趋势。1 月社融存量结构变化的原因，一是受到新冠疫情冲击阶段性过去，政府债券发行明显缩量，二是受金融支持实体经济政策导向影响，贷款增量大幅上升，三是截至目前我国经济复苏趋势较好，实体经济融资需求明显上升，且 2020 年一季度实体经济融资量较大，带动 2021 年融资需求上升。

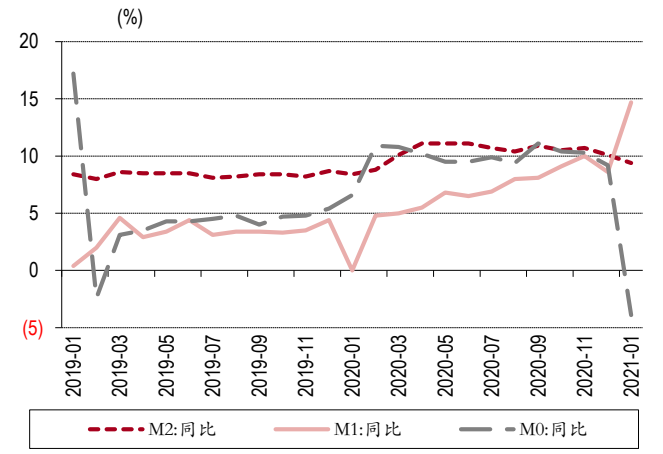
图表 3. 社融存量结构变化



资料来源：万得，中银证券

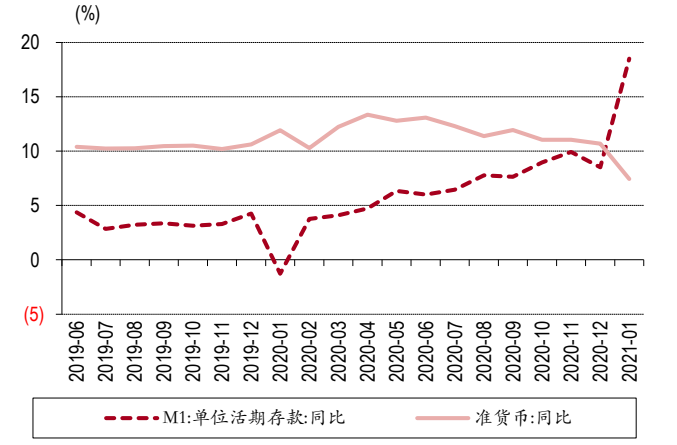
关注企业层面流动性变化趋势。1 月 M2 同比增长 9.4%，较 12 月下降 0.7 个百分点；M1 同比增长 14.7%，较 12 月上升 6.1 个百分点；M0 同比增长-3.9%，较 12 月下降 13.1 个百分点。1 月央行在公开市场净回笼资金 2165 亿元，一定程度上影响 1 月底货币市场拆借资金利率阶段性明显上行。1 月单位活期存款同比增长 18.51%，较 12 月上升 10 个百分点，准货币同比增长 7.44%，较 12 月下降 3.25 个百分点。1 月虽然 M2 和 M0 增速都明显下降，但 M1 增速大幅上升，企业活期存款增速也大幅上升，我们认为这说明央行的货币政策更加关注金融服务实体经济的实效性。另一方面，居民部门的流动性增速下降，有两个可能性，一是春节假期前居民消费倾向于上升，由于 1-2 月社零数据在 3 月发布，因此近期无法证实，二是居民购房支出挤出了存款，这可以从居民中长期贷款大幅上升来侧面印证。

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 单位活期存款和准货币同比增速



资料来源：万得，中银证券

居民存款同比少增。1 月新增存款 3.57 万亿元，其中新增居民存款 1.48 万亿元，新增企业存款 9484 亿元，考虑到去年同期新冠疫情的影响较大，因此企业存款较去年同期大幅上升 2.56 万亿元，但居民存款相较 12 月和去年同期都有显著下降。我们密切关注居民存款的变化，预计流向有两个，一是考虑到 1 月爆款股票基金发行较多，因此居民存款部分流向了资本市场，二是居民中长期贷款较多，说明存款可能受到了购房挤出。

中长期贷款增长显著。1 月新增贷款 3.58 万亿元，较去年同期多增 2400 亿元，其中短贷及票据新增 7628 亿元，较去年同期少增 2518 亿元，中长贷新增 2.98 万亿元，较去年同期多增 5757 亿元，1 月中长贷继续维持强劲增长，预计有贷款到期滚动续作的影响。居民贷款新增 1.27 万亿元，较去年同期多增 6359 亿元，其中居民中长贷新增 9448 亿元，短贷 3278 亿元，均较 12 月大幅上升。虽然 1 月以上海和深圳为代表的城市在房地产相关政策方面有所收紧，但居民购房需求依然强劲。

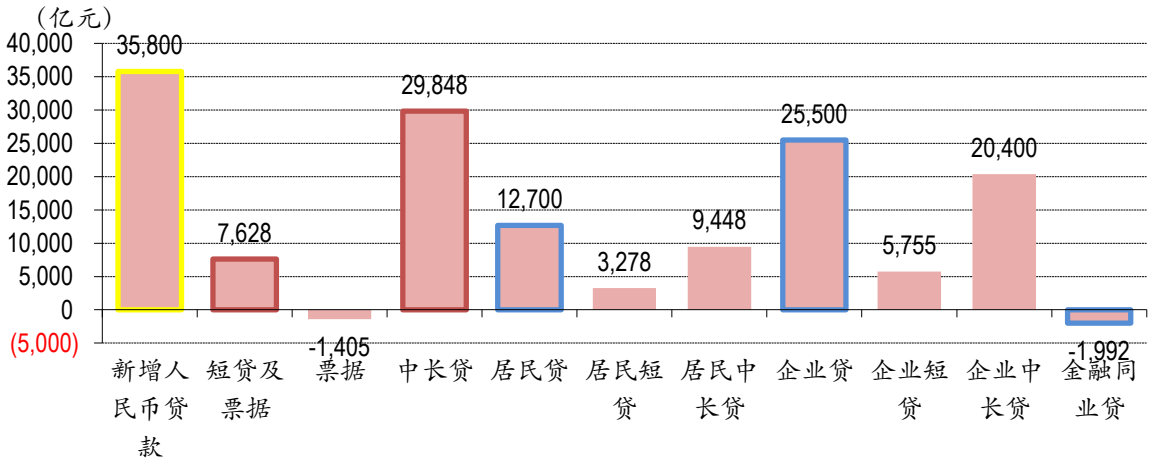
金融数据更加贴近实体经济的需求。从 1 月金融数据来看，实体经济的融资需求是拉动金融数据超预期的重要原因，企业融资需求主要来自贷款到期续作和经济复苏背景下融资需求上升两方面，居民融资需求则更明显来自购房的拉动。金融市场的资金拆借需求一定程度上受到央行的调控，特别是体现在 1 月公开市场资金净回笼操作和月底资金拆借利率大幅走高。但我们认为资金持续流向房地产领域不是货币政策希望看到的结果，关注年内居民中长期贷款的走向，以及相关变化可能产生的对国内经济和资本市场的外溢性影响。

图表 6.新增存贷款变化（单位：亿元）

		新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款		35,700	14,800	9,484	11,700	(1,120)	836
	环比上月变动	37,793	(1,935)	(1,475)	21,240	4,479	15,484
	同比去年同期	6,900	(27,600)	25,584	7,698	(6,821)	8,039
		新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款		35,800	7,628	29,848	12,700	25,500	(1,992)
	环比上月变动	23,200	6,242	19,956	7,065	19,547	(2,666)
	同比去年同期	2,400	(2,518)	5,757	6,359	(3,100)	(425)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

货币政策的两面性。1 月社融存量同比增速较 12 月下行 0.3 个百分点，M2 增速下降 0.7 个百分点，M1 增速上升 6.1 个百分点，M0 增速下降 13.1 个百分点。1 月金融数据整体超出市场预期，但内部存在一定分化，对实体经济的一面，社融和信贷都明显大幅超出市场预期，但对金融市场的一面，则延续了收紧的趋势，我们认为这符合货币政策“服务实体经济”的出发点。结合央行四季度货币政策执行报告内容，我们认为未来货币政策对实体经济和金融市场的差别待遇或仍将继续，可能出现调整的情况是出现“形势变化”，包括但不限于全球新冠疫情发展形势、国际经济复苏情况、海外政策的外溢性变化、以及国际资本市场的潜在风险暴露等。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371