总量研究中心

1 月金融数据评论

宏观经济点评

融资需求旺盛，信用依然收缩

数据：1 月 M1 同比 14.7%（前值 8.6%）；M2 同比 9.4%（前值 10.1%）；新增人民币贷款 35800 亿元（前值 12600 亿元）；新增社会融资规模 51700 亿元（前值 17200 亿元）。

1、信贷：信贷总量季节性回升；结构上，居民短期和中长期贷款均明显扩张，企业短期贷款和票据融资大幅缩量，企业中长期贷款保持高增。2 月新增信贷 35800 亿元，同比多增 2252 亿元，环比多增 23200 亿元。具体来看，居民贷款方面，新增居民贷款 12700 亿元，同比多增 6359 亿元；其中，新增居民中长期贷款 9448 亿元，同比多增 1957 亿元。非金融企业贷款方面，新增企业贷款 25500 亿元，同比减少 3100 亿元，环比多增 19547 亿元；其中，新增企业短期贷款 5755 亿元，同比减少 1944 亿元；新增票据融资-1405 亿元，同比大幅减少 5001 亿元；新增企业中长期贷款 20400 亿元，同比多增 3800 亿元，环比多增 14900 亿元。

2、社融：融资需求旺盛，企业债融资基本恢复至常态，委托和信托贷款压降，未贴现银行承兑汇票大幅增加；由于今年尚未提前下达专项债，政府债券同比大幅减少。1 月新增社会融资 51700 亿元，同比多增 1165 亿元，环比多增 34508 亿元。社融余额同比回落 0.3 个百分点至 13.3%。具体来看，新增人民币贷款 38200 亿元，同比多增 3276 亿元；新增表外融资 4151 亿元，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别同比多增 117、1274、3499 亿元。新增直接融资 4742 亿元，同比多增 166 亿元，环比多增 3180 亿元，其中新增企业债券 3751 亿元，环比多增 3315 亿元；新增股票融资 991 亿元；新增政府债券 2437 亿元，同比少增 5176 亿元。

3、M2：居民和企业存款同比反向变动，与春节错峰有关；M1 增速显著抬升，企业资金活化程度增强，M2 增速回落。1 月新增人民币存款 35700 亿元，同比多 6245 亿元，环比多 37793 亿元。具体看，新增居民存款 14800 亿元，同比少增 27600 亿元，环比少增 1935 亿元；新增非金融企业存款 9484 亿元，同比多增 25584 亿元，环比多增 1475 亿元；新增财政存款 11700 亿元，同比增加 7698 亿元。

4、1 月金融数据有以下几个关注点：（1）票据融资显著减少，主要源自银行信贷规模政策性压降与企业投融资需求增长之间的矛盾。票据融资规模可以通过价格和二级市场交易调整，且属于表内信贷，是银行协调自身放贷意愿和逆周期信贷规模的重要工具。随着稳杠杆诉求增加、货币政策回归常态，宽信用趋于收敛；而企业中长期贷款受到经济复苏后资本开支提速所拉动，居民贷款在商品房销售高增和消费加速恢复的影响下大幅增长，银行采用压降票据融资和企业短期贷款的方式控制信贷总量。1 月以来国股银票转贴现利率攀升至历史高位，二级市场行情惨淡意味着银行倾向转出所持有的票据。与票据融资变动方向相反的是未贴现银行承兑汇票，说明票据签发速度高于到期和贴现，企业短期融资需求由表内转向表外。**（2）永煤违约事件引发的信用债危机逐渐淡化，企业债券融资基本恢复。**1 月以来，信用风险事件冲击所引发的信用债发行量骤降、发行利率上升、信用利差走扩现象均得到明显缓解，中高评级发行利率和信用利差已基本恢复至事件发生前，债券融资规模创下自去年 5 月以来新高，仅小幅低于去年同期。**（3）M1 大幅增长，除了受商品房销售影响外，还源自企业投资补库意愿增强带动资金活化水平提高。**整体来看，1 月金融数据超出市场预期，与“稳字当头，不急转弯”的货币政策基调保持一致。考虑到当前经济恢复尚不牢固、疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，叠加上半年信用债集中到期，预计宽信用收敛保持循序渐进，市场不必过于担心宽松政策过快退出。

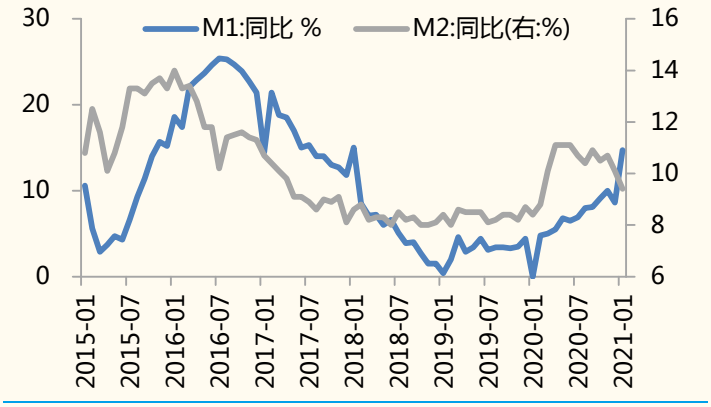
风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

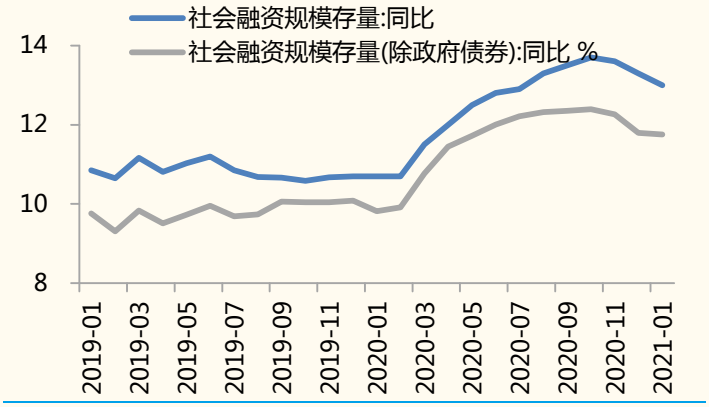
杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

图表 1：M1 陡峭增长、M2 增速回落



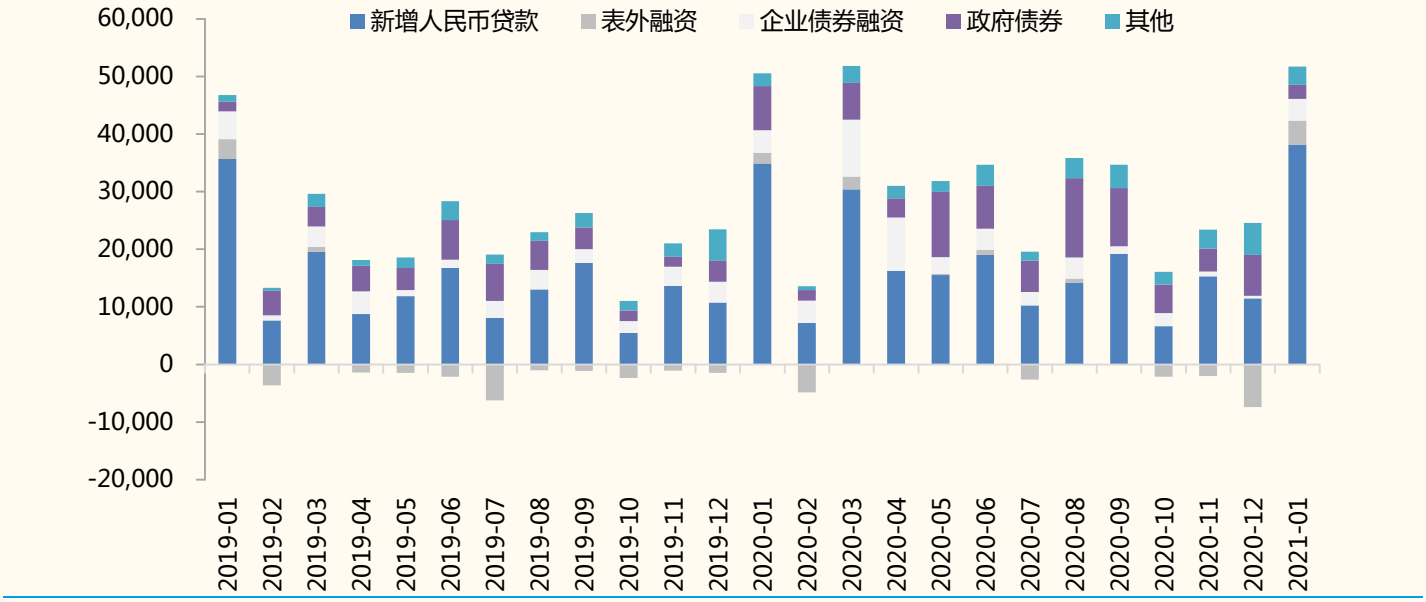
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：社融增速继续回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：新增社融构成（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；

2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；

3. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402