宏观研究

春节错位对信贷社融的影响

——1 月金融数据点评

宏观事件点评 2021 年 2 月 10 日

报告摘要：

- **一问，信贷数据为何符合预期？**

1月新增人民币贷款35800亿元，相比去年同期多增2400亿元，与市场预期的35000亿元较为匹配。分结构看，企业中长期贷款新增20400亿元，相比去年同期多增3800亿元，根据早投放早受益的原则，1月利润较高的企业中长期贷款通常投放规模较大，今年由于制造业恢复较快，因此企业中长期贷款延续高增长的趋势。居民中长期贷款新增9448亿元，同比多增1957亿元，由于1月一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新增3278亿元，同比多增4427亿元，央行货政报告指出：2020年以来部分信用卡、消费贷业务不良贷款率有所上升，居民部门杠杆过快上升问题值得警惕。企业短期贷款新增5755亿元，同比少增1944亿元，近几个月来企业短期贷款呈边际下降的趋势，这与部分结构性货币政策工具退出有关。票据融资新减1405亿元，同比减少5001亿元，是信贷最大拖累项。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新减1676亿元，同比多增839亿元。

- **二问，社融数据为何高于预期？**

1月社融新增51700亿元，高于市场预期的44650亿元。分结构来看，非标融资同比多减4151亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷款增加91亿元，同比多增117亿元；信托贷款同比减少842亿元，同比多减1274亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增4902亿元，同比多增3499亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应。观察近几年1月未贴现银行承兑汇票的情况，我们发现春节为2月的年份未贴现银行承兑汇票通常较高，比如2017年未贴现银行承兑汇票汇票冲到了6000亿元左右。因此我们猜想今年春节较晚或导致企业大量开票需求被集中在1月释放。1月企业债新增3751亿元，同比减少216亿元，企业债发行基本恢复正常水平，反映出永煤事件对市场的冲击已逐渐淡化，央行呵护市场的手段取得良好效果。1月股权融资新增991亿元，同比多增382亿元，表现继续亮眼。政府债券新增2437亿元，同比减少5176亿元，成为社融最大拖累项。我们之前就指出：今年财政赤字率可能会从去年的3.6%回落至3%，广义财政赤字率从去年的8%回落至5%，政府债券发行规模可能会较去年明显下降。预计未来政府债券发行规模仍会处于较低水平。

- **1月M2增速为什么回落？**

1月M2增速不及预期的原因主要有两个，一个是居民新增存款低于往年平均水平，二个是财政存款高增，大量资金沉淀在财政系统。往年春节大多集中在1月份，居民领了年终奖后通常会转换为存款，导致1月份居民新增存款通常走高。但由于今年春节在2月份，居民领年终奖时间较晚，拖累了居民存款增幅。另一方面，财政存款新增高于往年同期，说明财政开支力度较弱，大量资金沉淀在财政系统。这些都导致M2增速下降。1月M1增速大幅冲高，也跟春节因此有关，由于去年春节较早，且受疫情冲击影响，M1基数较低，使今年M1增速得以抬升。

- **风险提示**

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：

2 月 9 日，央行公布 1 月金融数据：

新增人民币贷款 35800 亿元，市场预期 35000 亿元，前值 12600 亿元。

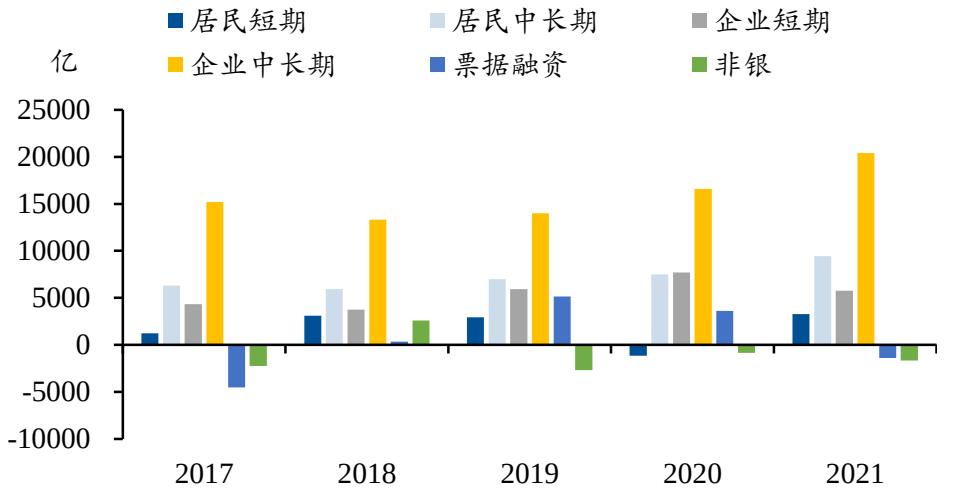
社会融资规模 51700 亿元，市场预期 44650 亿元，前值 17192 亿元。

M2 同比 9.4%，市场预期 10.2%，前值 10.1%；M1 同比 14.7%，前值 8.6%。

1 数据表现：信贷数据符合市场预期

一问，信贷数据为何符合预期？ 1 月新增人民币贷款 35800 亿元，相比去年同期多增 2400 亿元，与市场预期的 35000 亿元较为匹配。分结构看，企业中长期贷款新增 20400 亿元，相比去年同期多增 3800 亿元，根据早投放早受益的原则，1 月利润较高的企业中长期贷款通常投放规模较大，今年由于制造业恢复较快，因此企业中长期贷款延续高增长的趋势。居民中长期贷款新增 9448 亿元，同比多增 1957 亿元，由于 1 月一线城市楼市较为火爆，对居民购房有提振效应，带动居民中长期贷款增长。居民短期贷款新增 3278 亿元，同比多增 4427 亿元，央行货政报告指出：2020 年以来部分信用卡、消费贷业务不良贷款率有所上升，居民部门杠杆过快上升问题值得警惕。企业短期贷款新增 5755 亿元，同比少增 1944 亿元，近几个月来企业短期贷款呈边际下降的趋势，这与部分结构性货币政策工具退出有关。票据融资新减 1405 亿元，同比减少 5001 亿元，是信贷最大拖累项。票据融资下降或与银行腾挪信贷额度有关，在资本金较为紧张的情况下，银行将信贷额度更多转移给了利润更高的企业中长期贷款。非银贷款新减 1676 亿元，同比多增 839 亿元。总体来看，1 月信贷规模符合市场预期，企业中长期贷款占比提升一方面能改善银行利润，另一方面也有利于制造业投资进一步恢复。

图 1：1 月份企业中长期贷款放量

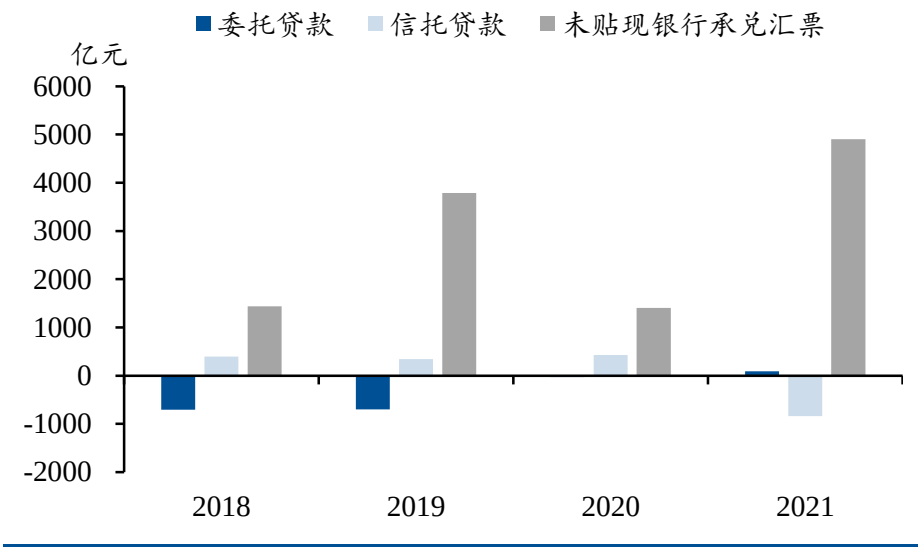


资料来源：Wind，民生证券研究院

二问，社融数据为啥高于预期？ 1 月社融新增 51700 亿元，高于市场预期的 44650 亿元。分结构来看，非标融资同比多减 4151 亿元，成为社融拉动项。具体来看，委托贷

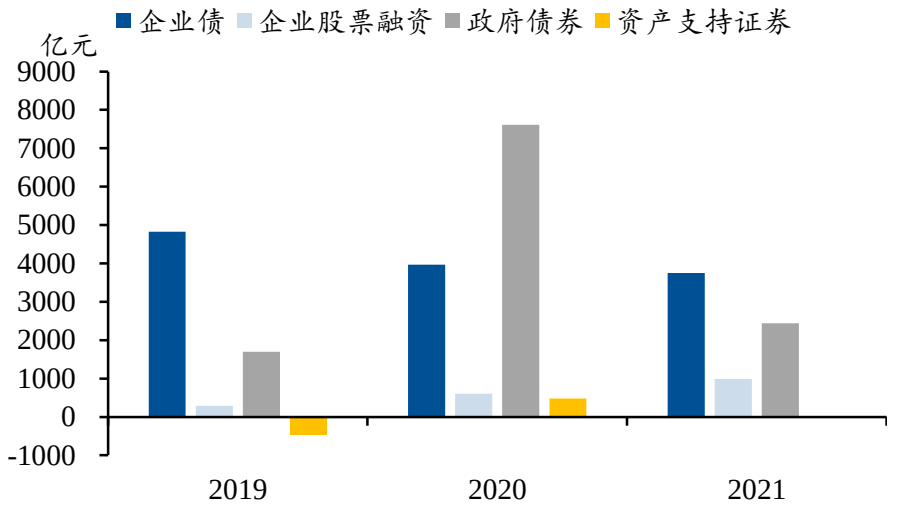
款增加 91 亿元，同比多增 117 亿元；信托贷款同比减少 842 亿元，同比多减 1274 亿元。信托贷款压降更大的原因与房地产融资受限有关。未贴现银行承兑汇票多增 4902 亿元，同比多增 3499 亿元，是社融最大拉动项。未贴现银行承兑汇票具有很强的季节性效应。观察近几年 1 月未贴现银行承兑汇票的情况，我们发现春节为 2 月的年份未贴现银行承兑汇票通常较高，比如 2017 年未贴现银行承兑汇票汇票冲到了 6000 亿元左右。因此我们猜想今年春节较晚或导致企业大量开票需求被集中在 1 月释放。1 月企业债新增 3751 亿元，同比减少 216 亿元，企业债发行基本恢复正常水平，反映出永煤事件对市场的冲击已逐渐淡化，央行呵护市场的手段取得良好效果。1 月股权融资新增 991 亿元，同比多增 382 亿元，表现继续亮眼。政府债券新增 2437 亿元，同比减少 5176 亿元，成为社融最大拖累项。我们之前就指出：今年财政赤字率可能会从去年的 3.6%回落至 3%，广义财政赤字率从去年的 8%回落至 5%，政府债券发行规模可能会较去年明显下降。预计未来政府债券发行规模仍会处于较低水平。总体来看 1 月社融增量高于预期主要原因系未贴现银行承兑汇票大幅增加所致，有一定的季节性，不代表未来社融增速会持续超预期。

图 2：1 月份未贴现银行承兑汇票高于往年同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

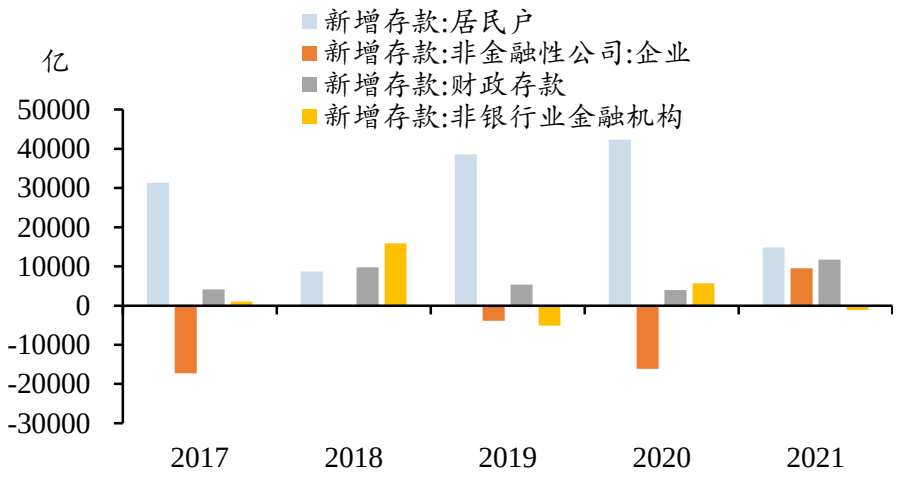
图 3：1 月份政府债券发行规模较去年回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

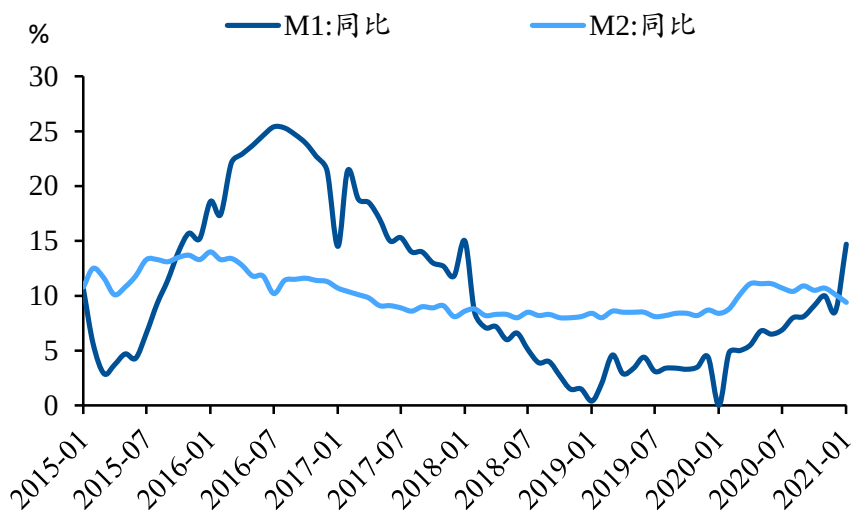
三问，M2 为什么下降？1 月 M2 增速不及预期的原因主要有两个，一个是居民新增存款低于往年平均水平，二个是财政存款高增，大量资金沉淀在财政系统。往年春节大多集中在 1 月份，居民领了年终奖后通常会转换为存款，导致 1 月份居民新增存款通常走高。但由于今年春节在 2 月份，居民领年终奖时间较晚，拖累了居民存款增幅。另一方面，财政存款新增高于往年同期，说明财政开支力度较弱，大量资金沉淀在财政系统。这些都导致 M2 增速下降。1 月 M1 增速大幅冲高，也跟春节因此有关，由于去年春节较早，且受疫情冲击影响，M1 基数较低，使今年 M1 增速得以抬升。

图 4：1 月财政开支力度并未明显提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：1 月 M1 和 M2 增速有所回落



资料来源：wind，民生证券研究院

2 数据背后：春节错位对 1 月信贷社融有一定影响

春节错位导致 M2 增速回落，M1 增速冲高。由于今年春节较晚，因此 1 月份大量企业仍未发放年终奖，新增居民存款低于往年同期，这是 M2 增速回落的重要由于。另外，由于去年 1 月春节效应+疫情原因，去年 1 月 M1 基数较低，使今年 1 月 M1 增速冲高。

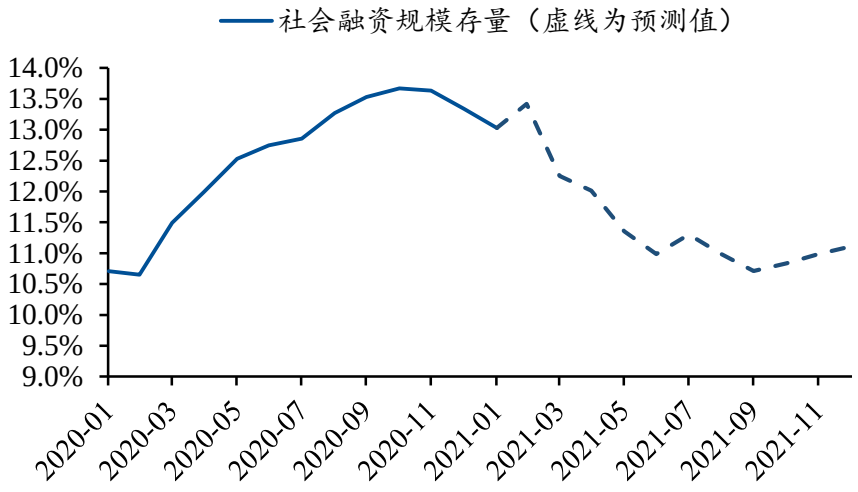
春节错位导致新增银行承兑汇票高于市场预期。参考 2017 年，2017 年春节也是在 2 月，因此 2017 年也呈现表内票据融资增长放缓，银行承兑汇票高增的特征。今年由于春节在 2 月，也有这种特征，这是由于票据融资和银行承兑汇票具有季节性效应。春节前票据融资往往会冲量，因此今年春节较晚导致票据融资冲量部分被延迟到 2 月。春节较晚也使银行承兑汇票得以在 1 月集中释放。

受社融超预期影响，2 月 9 日抱团股上涨。1 月下旬以来受流动性收紧的预期影响，抱团股有所疲软，白酒、电新、医药股出现一定回调。但受社融超预期影响，2 月 9 日抱团股再次上攻，使上证冲上 3600 点，市场关于流动性收紧的担忧暂时得到缓解。

3 未来展望：社融增速预计呈双拐点态势

基数原因或导致 2 月社融增速再次抬升。1 月社融增速与我们之前预期较为匹配（我们预期 13.1%，实际 13.0%），未来来看，由于去年 2 月受疫情影响，社融存量基数较低，预计今年 2 月社融增速将有所抬升，之后快速回落。社融增速总体或成双拐点抬升，今年流动性边际收紧，央行也表态要促使市场利率围绕政策利率波动，预计未来资金利率中枢值或小幅抬升。在此背景下，我们继续坚持看好银行股的表现，在净息差走阔、不良贷款率回落的背景下，今年银行股或迎来估值和盈利双修复的行情。。

图 7： 2 月社融增速可能再次回升



资料来源：wind，民生证券研究院

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

插图目录

图 1：1 月份企业中长期贷款放量.....2
图 2：1 月份未贴现银行承兑汇票高于往年同期.....3
图 3：1 月份政府债券发行规模较去年回落.....4
图 4：1 月财政开支力度并未明显提升.....4
图 5：1 月 M1 和 M2 增速有所回落.....5
图 7： 2 月社融增速可能再次回升.....7

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。