广义流动性拐点明确，融资需求推升社融超预期

——中国 1 月金融数据点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

社融见顶得到印证，关注信用放缓的节奏——中国 12 月金融数据点评
2021-01-12

信用仍在扩张区间，关注央行政策节奏——中国 11 月金融数据点评
2020-12-10

信贷结构向好，关注实体经济修复——中国 10 月金融数据点评
2020-11-12

事件

央行公布了 1 月信贷数据，其中社会融资规模增量为 51700 亿元，比上年同期多 1207 亿元，1 月末社会融资规模存量为 289.74 万亿元，同比增长 13%，增速环比下降 0.3 个百分点。1 月新增人民币贷款 35800 亿元，同比多增 2252 亿元。1 月末，中国广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点。

点评

趋势：社融平稳回落，信用环比企稳。1 月社会融资规模 51700 亿元，同比多 1207 亿元，超市场预期；社融存量同比 13.0%，较前值下滑 0.3%，社融拐点后平稳回落。从分项上来看，非标融资环比上升 4151 亿元，明显高于去年 1 月 1809 元的增幅；其中银行未贴现承兑汇票环比增 4902 亿元，同比多增 3499 亿元。而表内票据融资同比少增 5001 亿元，显示表内融资合度紧张，表内票据转表外角度，体现企业融资需求旺盛。同时，由于地方债发行较少，政府债券净融资同比少增 5176 亿元，成为社融主要拖累项。而随着信用债违约事件平复，企业债净融资环比明显回升至 3751 亿元，也支撑 1 月社融走高。后续来看，我们认为拉动 1 月社融的表外票据持续超预期动能并不强劲，在银行负债端存款整顿告一段落后，银行表内负债压力有望得到缓解，而压力将逐步转移到表外。总体来看，而社融增速放缓回落将是大趋势。因此 2021 年信用扩张放缓对经济的影响将逐步显现，预计一季度将呈现稳货币，紧信用局势，经济增速一二季度高位见顶也可以预见。

结构：企业中长期贷款强劲，居民信贷受地产影响大。1 月新增人民币贷款 3.58 万亿元，同比多增 3.34 亿元，基本符合市场预期。结构方面，同比多增主要受到企业与居民中长期贷款的共同支撑，继续呈现实体融资需求旺盛的局面。其中，企业中长期贷款增长 2.04 万亿元，高于去年 1 月的 3,34 万亿元，延续了下半年以来的信贷结构优化。而企业短贷与票据融资在 1 月纷纷走弱，可能由于信贷额度限制与春节错位影响导致。居民端长短期贷款增长 9448 亿元，高于去年 7491 亿元，一方面反映居民年初购房需求较强，同时符合 1 月居民信贷开门红的投放惯例。后续需关注对信贷额度的管控与近期政策层面对地产的降温对人民币贷款带来的扰动。1 月 M1 与 M2 剪刀差再次走阔，与预期一致。M2 持续走弱仍受财政拨款进度影响，而 M1 走高受益于去年低基数以及春节移位效应共同导致。预计此后 M1 增长将有所下行，而在财政投放加速的背景下，M2 增速将小幅回升。

节奏：关注政策上从紧货币逐渐转向紧信用。结合第四季度货币政策报告，货币政策持续灵活精准、合理适度，坚持稳字当头、不急转弯。在保持宏观杠杆率稳定的基调下，主要通过紧信用的方式稳定宏观杠杆率，未来需关注政策退出的节奏与经济走势之间的角力。

附 1：2021 年 1 月金融统计数据报告

来源：人民银行[1]

点评：货币负债端的增速在在 11 月见顶后开始回落，M2 同比持续回落。M1 受春节因素影响大幅上涨，M2 居民部门存款弱于预期，导致 M1 与 M2 剪刀差持续走阔。

一、广义货币增长 9.4%，狭义货币增长 14.7%

1 月末，广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，**同比增长 9.4%**，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点；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；流通中货币(M0)余额 8.96 万亿元，**同比下降 3.9%**。当月净投放现金 5310 亿元。

点评：货币资产端的增速在 1 月份持续顶部趋势，人民币信贷增速环比本月比上月微降 0.1%（控节奏），但是持续改善方向不变（比去年同期+0.6 个百分点）。

二、1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元，外币贷款增加 450 亿美元

1 月末，本外币贷款余额 182.23 万亿元，**同比增长 12.5%**。月末人民币贷款余额 176.32 万亿元，**同比增长 12.7%**，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.6 个百分点。

1 月份人民币贷款增加 3.58 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**，其中，短期贷款**增加 3278 亿元**，中长期贷款**增加 9448 亿元**；企（事）业单位贷款**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**；非银行业金融机构贷款**减少 1992 亿元**。

1 月末，外币贷款余额 9122 亿美元，**同比增长 14.6%**。当月外币贷款**增加 450 亿美元**，同比**多增 361 亿美元**。

点评：资产端结构上，居民与中长期企业信贷持续增长，支撑了 1 月信贷增量；信用债市场受之前信用事件影响逐步消散，融资稳定。当月表外票据融资大幅超预期且与银行信贷票据融资走势相反。

三、1 月份人民币存款增加 3.57 万亿元，外币存款增加 500 亿美元

1 月末，本外币存款余额 222.22 万亿元，**同比增长 10.4%**。月末人民币存款余额 216.14 万亿元，**同比增长 10.4%**，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.1 个百分点。

1 月份人民币存款**增加 3.57 万亿元**，同比**多增 6245 亿元**。其中，住户存款**增加 1.48 万亿元**，非金融企业存款**增加 9484 亿元**，财政性存款**增加 1.17 万亿元**，非银行业金融机构存款**减少 1120 亿元**。

点评：负债端来看，人民币存款持续上升（同比多增 6245 亿元），且同贷款比强于贷款增量，体现出私人部门对储蓄的增加有所上升。

1 月末，外币存款余额 9392 亿美元，**同比增长 19.9%**。当月外币存款**增加 500 亿美元**，同比**多增 245 亿美元**。

四、1 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.78%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.07%

[1] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191253/index.html

点评：1 月银行间市场放量升价运行，央行谨慎出手维持春节前流动性平稳。

1 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 106.88 万亿元，日均成交 5.34 万亿元，日均成交同比增长 8.4%。其中，同业拆借日均成交同比下降 17.7%，现券日均成交同比下降 5.4%，质押式回购日均成交同比增长 16.7%。

1 月份同业拆借加权平均利率为 1.78%，比上月高 0.48 个百分点，比上年同期低 0.21 个百分点；质押式回购加权平均利率为 2.07%，比上月高 0.71 个百分点，比上年同期低 0.01 个百分点。

五、1 月份跨境贸易人民币结算业务发生 6021 亿元，直接投资人民币结算业务发生 3996 亿元

1 月份，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生 4499 亿元、1522 亿元、1273 亿元、2723 亿元。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：自 2015 年起，人民币、外币和本外币存款含非银行业金融机构存放款项，人民币、外币和本外币贷款含拆放给非银行业金融机构的款项。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

附 2：2021 年 1 月社会融资规模增量统计数据报告

来源：人民银行[2]

点评：人民币贷款持续强劲支撑社融小幅超预期，其中企业融资需求强劲导致未贴现银行承汇票等非标资产超预期走高。

初步统计，2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 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**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币**增加 1098 亿元**，**同比多增 585 亿元**；委托贷款**增加 91 亿元**，**同比多增 117 亿元**；信托贷款**减少 842 亿元**，**同比多减 1274 亿元**；未贴现的银行承兑汇票**增加 4902 亿元**，**同比多增 3499 亿元**；企业债券净融资 3751 亿元，**同比少 216 亿元**；政府债券净融资 2437 亿元，**同比少 5176 亿元**；非金融企业境内股票融资 991 亿元，**同比多 382 亿元**。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 8 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

[2] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191245/index.html

附 3：2021 年 1 月社会融资规模存量统计数据报告

来源：人民银行[3]

点评： 高基数下 1 月社融存量同比增速从 12 月的 13.3%回落至 13%，但月环比折年增长从 8.1%反弹至 11.6%。结构来看，委托贷款和信托贷款的压降（表外到表内），企业债和政府债的高增（间接到直接），释放的转变的信号。

初步统计，1 月末社会融资规模存量为 289.74 万亿元，**同比增长 13%**。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 175.41 万亿元，**同比增长 13.1%**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.2 万亿元，**同比增长 3.2%**；委托贷款余额为 11.05 万亿元，**同比下降 3.5%**；信托贷款余额为 6.28 万亿元，**同比下降 16.2%**；未贴现的银行承兑汇票余额为 4 万亿元，**同比增长 15.1%**；企业债券余额为 27.83 万亿元，**同比增长 16.3%**；政府债券余额为 46.29 万亿元，**同比增长 20.3%**；非金融企业境内股票余额为 8.35 万亿元，**同比增长 12.5%**。

从结构看，1 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.5%，**与上年同期持平**；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.8%，**与上年同期持平**；委托贷款余额占比 3.8%，**同比低 0.7 个百分点**；信托贷款余额占比 2.2%，**同比低 0.7 个百分点**；未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.4%，**与上年同期持平**；企业债券余额占比 9.6%，**同比高 0.3 个百分点**；政府债券余额占比 16%，**同比高 1 个百分点**；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，与**上年同期持平**。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值；2019 年 9 月起，人民银行完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标；2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计；2018 年 8 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。

注 3：文内同比数据为可比口径。

[3] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4191250/index.html

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com