

如何理解 M2 与社融增速的分化

——2021年1月金融数据点评

银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

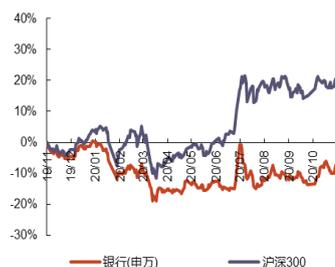
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：

2021年2月9日，央行公布的金融统计数据显示：

- (1) 2021年1月M2同比增长9.4%，增速较去年12月下降9.4个百分点；
- (2) M1同比增长14.7%，增速较2020年12月提升6.1个百分点；
- (3) 新增人民币贷款3.58万亿，同比多增2400亿；
- (4) 社会融资规模新增5.17万亿，同比多增1165亿，社融增速回落至13%。

点评：

一、信贷总量延续受控增长，信贷结构反映“晚春效应”

2021年1月新增人民币贷款3.58万亿，同比多增2400亿，基本符合我们的预期，若剔除1月份工作日较2020年同期更多的因素，1月份新增人民币贷款与去年同期应基本相当。这反映出，现阶段监管政策对信贷投放依然有较强的管控，要求月度同比增量维持稳定、不多不少，体现了货币政策的“连续性、稳定性和可持续性”。预估不同银行机构间月内信贷投放节奏经历了由分化到收敛的过程。同时，优质银行项目储备较为充足，国有大行依然发挥了“头雁效应”。

信贷结构方面，1月份信贷结构呈现出三方面特点，具体而言：

一是对公中长期贷款延续强势增长态势。1月企业中长期贷款新增2.04万亿，创历史新高，同比多增3800亿，占当月新增贷款比重56%，较2020年12月大幅度提升13个百分点，较2020年1月提升7个百分点。我们预估大型银行投放稳定，基建配套贷款、制造业中长期贷款等政策支持领域增长仍较快；而在房地产调控政策从严背景下，预计1月份表内房地产企业开发贷增长较为一般。

二是“晚春效应”下零售贷款增长较好，但不排除部分资金进入资本市场和房地产市场。1月份居民贷款保持了较高景气度，全月新增1.27万亿，其中短贷新增3278亿，同比多增4427亿，中长期新增9448亿，同比多增1957亿。这主要由于：（1）受“晚春效应”的影响，1月份更多工作日促进了房地产销售和按揭投放，主要城市房地产销售额大幅度增长，而去年同期春节在1月份，按揭摊销还款和信用卡净偿付形成了负向拉动；（2）不排除部分信贷资金通过消费贷、或个人住房抵押经营贷等方式违规进入资本市场和房地产市场。

三是票据和非银贷款受政策压制，“月中冲高、月末回落”。1月票据融资新增1405亿，同比多减5000亿，推测主要是受到狭义信贷额度管控影响。1月份国股银票转贴利率月末也出现大幅上行，反映供需矛盾。非银贷款新增1992亿，同比多减425亿。预估在1月上旬流动性较为宽松时期，银行明显加大了对非银贷款的投放力度，随着央行中下旬加大对货币投放的管控，非银贷款开始缩量，并逐步回流至银行体系，在一定程度上加大了资管、基金等非银机构的流动性压力，造成了相关产品的赎回和债市、NCD利率的调整。

表 1: 2021 年 1 月份新增信贷规模与结构 (单位: 亿元)

单位: 亿元	当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减		当月新增	同比增减
人民币贷款	35800	2400	短期及票据	7628	-2518	中长期	29848	5757			
居民	12700	6359	居民短期	3278	4427	居民中长期	9448	1957			
企业	25500	-3100	企业短期	5755	-1944	企业中长期	20400	3800	票据融资	-1405	-5001
非银行业金融机构	-1992	-425									

资料来源: Wind, 光大证券研究所

总体看, 1 月份工作日更多, 信贷表现出了更好的增长。对于后续信贷展望, 我们认为由于春节效应, 2 月份信贷增长可能会出现较大幅度回落, 进入 3 月份则会因去年同期疫情的高增长基数而走弱。因此对 1Q 信贷增长而言, 预计为: 2021 年 1Q 新增信贷规模维持在 6.8-7 万亿, 各月累计增量弱于去年同期, 信贷增速料季内逐月回落。

二、未贴现票据和外币贷款高增是造成社融预期差的主要原因

1 月份新增社融 5.17 万亿, 同比多增 1165 亿, 超出我们预期的 4.3 万亿水平和市场预期。社融存量同比增速为 13%, 较 2020 年 12 月份下滑 0.3 个百分点, 延续印证了我们前期对社融拐点已在 2020 年 10 月份到来的判断。对于社融超预期增长, 我们认为主要原因如下:

一是未贴现票据高增。1 月份未贴现票据新增 4902 亿, 同比多增 3499 亿, 是形成预期差的重要原因, 这一方面是受到银行表内信贷受控影响, 对于存量票据消化力度不足, 另一方面也与年初企业开票需求较为旺盛有关。其它方面, 非标融资延续压降态势, 委托、信贷贷款合计新增-751 亿, 同比多减 1157 亿, 基本符合预期, 后续非标融资将继续压降; 政府债券新增 2437 亿, 增势相对较弱; 而企业债净融资 3700 亿, 其中超短融续发规模较高, 一定程度上与年初资金利率偏低有关。

二是外币贷款高增并创历史新高。在 2020 年 12 月结售汇顺差超过 650 亿美元的情况下, 央行外汇占款投放却为负增长 300 多亿, 而年初企业结汇需求可能依然旺盛, 导致银行体系外币资金较为富裕, 增量存贷比下行, 进而加大了外币资金运用压力, 人民币升值预期也激发了外币贷款与远期结售汇的“套利”操作。

表 2: 2021 年 1 月份社融总量与结构 (亿元)

单位: 亿元	当月新增社融	新增社融环比变动	新增社融同比变动
当月社会融资规模增量	51700	34508	1165
人民币贷款	38200	26742	3276
外币贷款	1098	2079	585
委托贷款	91	650	117
信托贷款	-842	3778	-1274
未贴现票据	4902	7118	3499
企业债券融资	3751	3315	-216
非金融企业股票融资	991	-135	382
政府债券融资	2437	-4689	-5176

资料来源: Wind, 光大证券研究所

三、财政存款主导 M2 与社融增速分化，同时部分信用也未参与货币派生

基数效应和房地产销售较好助力 M1 高增。1 月份 M1 同比增长 14.7%，较 2020 年 12 月份提升 6.1 个百分点，M2 与 M1 增速剪刀差为-5.3%，较 2020 年 12 月份下降 6.8 个百分点。造成这种现象的原因：一是受春节因素影响，2020 年 1 月企业存款向居民端迁徙，导致 M1 存量基数较低；二是与房地产市场销售较好有关，1 月份 29 个重点监测城市商品住宅成交面积同比增速高达 66%。其三企业经营形势持续向好也是因素之一。

表 3：2021 年 1 月份货币增长情况

	2021 年 1 月 同比增速 (%)	较 2020 年 1 月变动 (pct)	2020 年 12 月 同比增速 (%)
M2	9.4	1	10.1
M1	14.7	14.7	8.6
M0	-3.9	-10.5	9.2

资料来源：Wind，光大证券研究所

1 月份 M2 同比增长 9.4%，较 2020 年 12 月份回落 0.7 个百分点，降幅超出市场预期，同时，1 月份 M2 与社融分化现象有所加剧，造成这种现象的原因：

(1) 财政存款大幅增长，1 月份新增规模为 1.17 万亿，同比多增 7700 亿，是造成 M2 回落的主要原因，财政存款多增部分对 M2 形成约 0.3~0.4 个百分点的扰动；

(2) 未贴现票据增长较大，显示企业开票需求旺盛，而这部分资金并未参与货币派生，但属于社融统计范畴，是企业 and 银行信用的流转；

(3) 外币存贷款增长规模较大（1 月份外币存款新增 500 亿美元）、结汇需求旺盛形成对人民币流动性替代，以及外汇占款消化偏弱，使得外币信用流转一定程度上对人民币信用形成替代，外币信用流转不参与人民币货币创造。

存款增长方面，春节因素使得对公与零售存款“一增一降”。1 月份新增存款 3.57 万亿，同比多增 6900 亿。其中，对公存款新增 9584 亿，同比多增 2.56 万亿，但零售存款新增 1.48 万亿，同比少增 2.76 万亿。对公和零售存款“一增一降”，主要是受到春节因素影响。去年春节位于 1 月份，年终奖效应等因素使得企业存款向零售存款迁徙，而今年“晚春”影响下，叠加零售存款进入资本市场，导致零售存款增长较弱。同时，预计 1 月份企业结汇量依然不低，也有助于对公存款增长。

表 4：2021 年 1 月份新增存款规模与结构（亿元）

单位：亿元	当月新增	环比增减	同比增减
新增人民币存款	35700	37793	6900
居民	14800	-1935	-27600
企业	9484	-1475	25584
财政存款	11700	21240	7698
非银金融机构	-1120	4479	-6821

资料来源：Wind，光大证券研究所

风险提示

影子银行业务规模进一步收缩，弱资质房地产企业现金流压力加大。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳