

2021/01 社融&金融数据点评

信贷+表外票据历史新高，实体需求旺盛 增持（维持）

2021年02月17日

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

数据：2021年1月社融新增5.17万亿，同比多增1207亿元，存量同比增速13.0%；人民币贷款新增3.58万亿，同比多增2400亿元。M1同比增速14.7%，较上月大幅提升6.1pct；M2同比增速9.4%，较上月降低0.7pct。

投资要点

■ 1月社融规模超预期反映实体融资需求强劲，表外票据放量最超预期。

1月社融新增5.17万亿，仅次于2020年3月历史峰值，在高基数下同比多增1207亿元，规模明显超预期（图1、2）。其中：

①人民币贷款和表外票据贡献显著，充分反映实体融资需求旺盛，也印证我们四季度调研商业银行的判断。社融口径的人民币贷款新增3.82万亿，同比大幅多增3258亿元，同时未贴现承兑汇票新增高达4902亿元，创历史新高，同比大幅多增3499亿元。我们判断表外票据融资火热源于银行表内信贷额度紧张，转用表外票据满足企业旺盛的资金需求（开票不占用表内资本额度，还能带来保证金存款，而且业务风险低于普通贷款）。

②直接融资中，企业债券去年四季度遭受信用风险冲击后，发行量有所恢复。1月企业债券新增3751亿元，尽管同比少增216亿元，但相比去年11月、12月的840亿、436亿“地量”规模，已有所修复（图3）。政府债券1月仅2437亿元，同比大幅少增5176亿元，源于财政部今年发行计划较晚，没有提前下达额度，而去年1月政府债券新增高达7613亿元。

③委托+信托贷款合计仍然减少751亿元，总体延续压降趋势。不过委托贷款1月新增91亿元，而此前已连续36个月减少；信托贷款虽然减少842亿元，但相比于12月大幅缩减4620亿元有所缓和，预计因为1月到到期规模相对小，同时12月信托机构面临年末整改考核压力（图4）。后续几个月信托到期规模比较稳定，预计非标融资仍将保持平缓收缩的趋势。

■ 金融数据的信贷总量及中长期贷款同步创新高，反映制造业资本扩张。

1月金融数据进一步印证实体融资需求强劲，去年四季度以来商业银行信贷储备项目充裕，供需两端旺盛。人民币贷款新增3.58万亿创历史新高，高基数基础上依然同比多增2400亿元（图5、6）。结构方面：

①居民贷款是增长主力，主要受楼市行情推动。1月新增1.27万亿，同样创历史新高，同比多增6359亿元。其中，中长期贷款在高基数基础上依然同比多增1957亿元，预计按揭贷款在额度趋紧前已大量投放，也可以从30大中城市地产销售增速验证（图7），但预计后续受房贷管控影响将降速。短期贷款3278亿元，同比多增4427亿元，一方面去年疫情导致居民短期贷款收缩，基数超低；另一方面预计部分短期贷款被变相用于购房，近期监管也在严查个人经营贷、消费贷等资金流向楼市的情况。

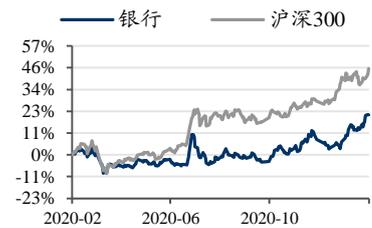
②企业贷款方面，预计制造业扩张需求旺盛。中长期企业贷款新增高达2.04万亿创历史新高，同比大幅多增3800亿元，考虑房地产贷款管控政策限制开发贷投放，预计中长期贷款放量更能反映制造业资本开支需求强劲。短期贷款在高基数下同比大幅少增，票据融资收缩，预计都源于银行将有限的信贷额度向中长期贷款集中，可以看到票据贴现利率显著上行（图8）。不过，2021年春节时点相对较晚会对1月金融数据产生正面影响，但相应也会造成2月数据明显回落。

■ 春节错位造成M1与M2增速剪刀差，社融增速领先M2反映实体扩张。

1月M1增速大幅跃升至14.7%，M2增速则降至9.4%，M1增速“上穿”M2增速，市场对此非常关注（图9）。我们认为原因包括：

①春节错位是最主要因素。由于今年春节在2月，企业在1月积累大量活期存款用于奖金发放等，拉升M1规模，所以看到非金融企业存款新增9484

行业走势



相关研究

- 1、《银行业行业点评：2020Q4货币政策报告：存贷款利率与消费金融风险防范》2021-02-09
- 2、《金融供给侧改革追踪：央行严控存款：禁止异地揽储+保留基准利率，再次利好头部银行》2021-02-07
- 3、《零售金融追踪：银行理财2020年报解析：重回正轨！净值型占比跃升+产品期限显著拉长，预计类货基新规短期难落地》2021-01-30

亿元，去年则净减少 1.61 万亿，同时居民存款新增 1.48 万亿，同比显著少增 2.76 万亿。但预计 2 月春节后，M1 增速将大幅回落，存款也会回流居民部门。

②M1 提速也反映了企业资本扩张意愿提升，更愿意沉淀活期存款以备开支，同时短期房地产销售的火热也可能回笼了大量企业活期存款。

③财政缴税也会造成货币回流至财政性存款，可以看到 1 月财政性存款新增 1.17 万亿，同比多增 7698 亿元，由于财政性存款不计入 M2，也会造成 M2 增速回落。

④此外，年初基金销售火热也可能造成部分居民存款转移至基金，影响 M2 增速。

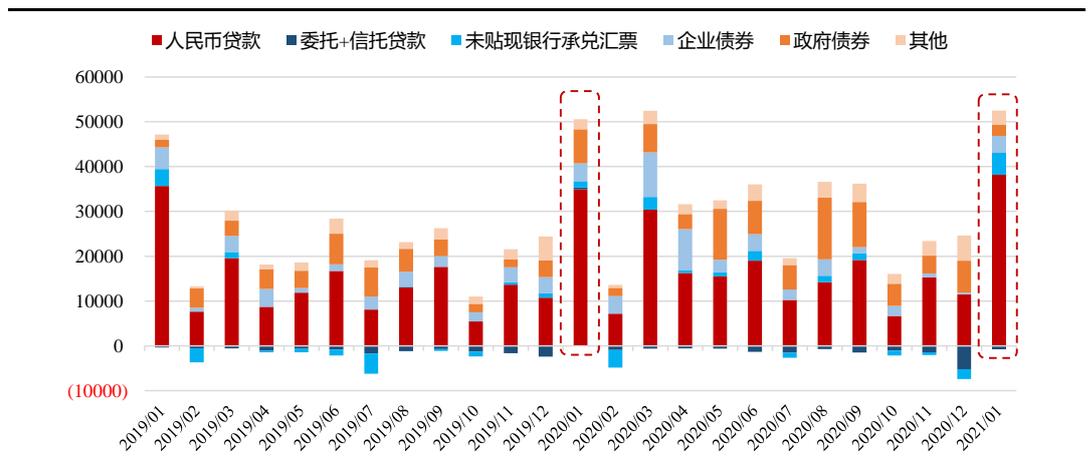
社融角度，存量社融同比增速自去年 10 月见顶后持续回落，1 月降至 13.0%，降速从方向上符合预期，因为货币政策正在回归常态化，信贷投放力度降低，同时地方债发行后置。但社融与 M2 同比增速的剪刀差进一步走阔，社融增速的回落幅度明显小于 M2(图 10)，这反映了表内信贷额度受限但实体需求旺盛，推动表外票据融资放量，而表外票据不派生存款，不计入 M2。此外，政府债券虽然同比少增，但仍然对社融产生正向作用，而 1 月财政支出却比较低，可以从财政性存款同比多增得到印证，这也会影响 M2 增速。

■ 投资建议：明确看好国有大行上涨行情，首推建设银行（A/H 股）。

①当前银行股中，基本面趋势与估值预期差最大的是国有大行，建议坚定布局全年货币政策常态化、贷款利率企稳上行逻辑下，国有大行的上涨行情，重点推荐建设银行，尤其目前估值低至 0.53x2021PB、较 A 股折价 27%的港股。②依然看好头部零售银行上涨行情持续，长期重点推荐招商银行、宁波银行、平安银行。

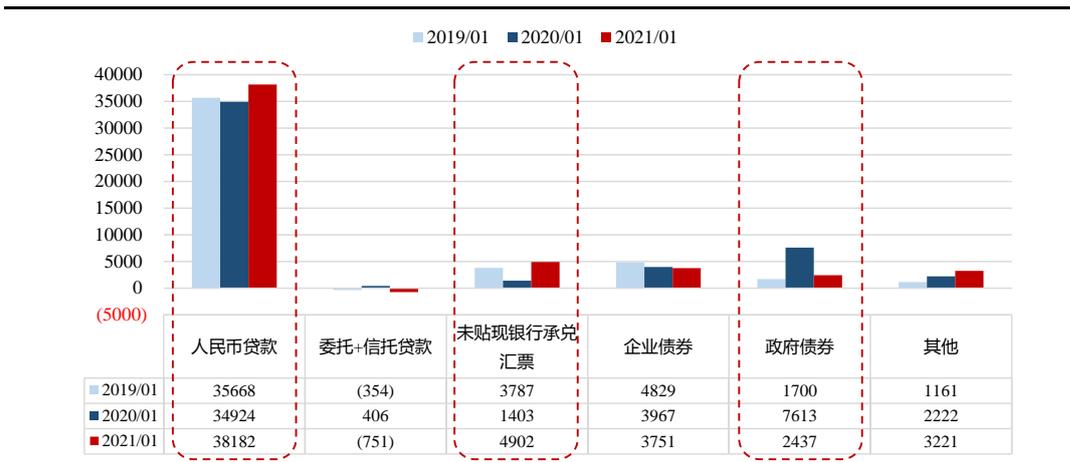
■ 风险提示：1) 资产质量指标再度波动；2) 贷款利率持续下行造成利差进一步收窄；3) 房地产贷款监管造成新增贷款投放压力。

图 1：2019/01~2021/01 社融增量及其结构，人民币贷款及表外票据同比显著多增



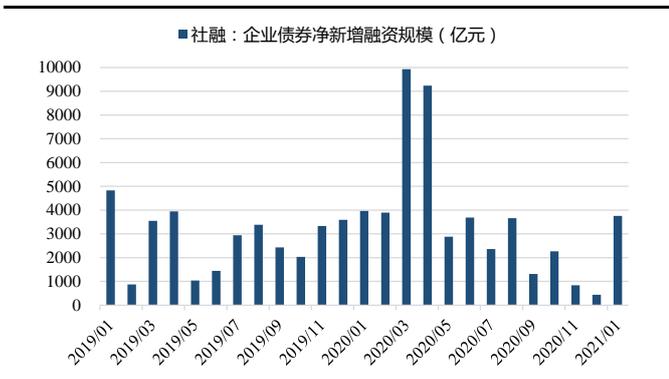
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 2: 2021/01 社融增量各分项中, 人民币贷款同比多增 3258 亿元



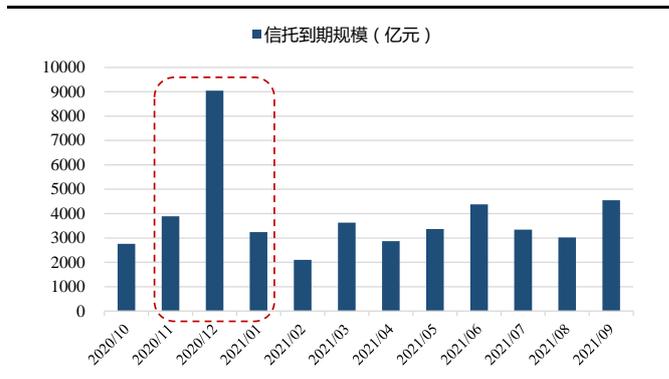
数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

图 3: 2021 年 1 月企业债券净融资规模明显复苏



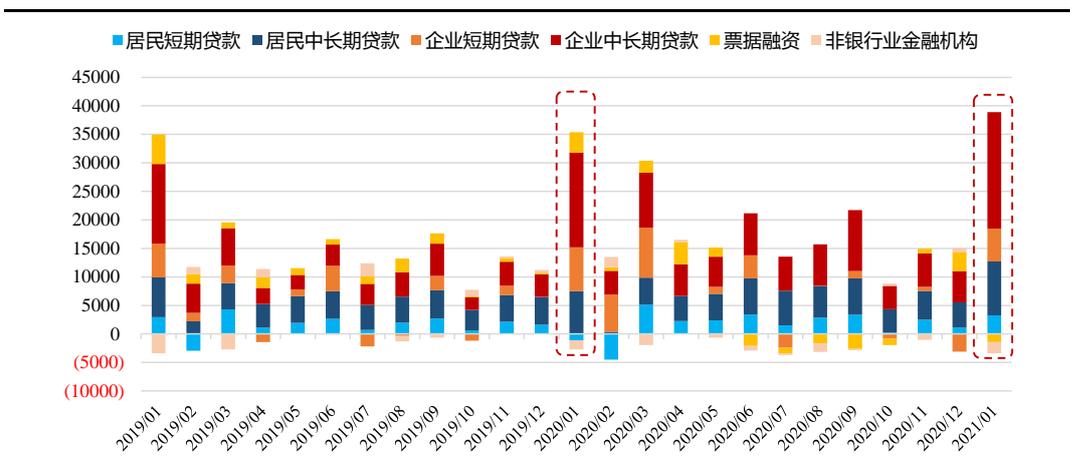
数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 1 月企业债券净融资规模明显复苏



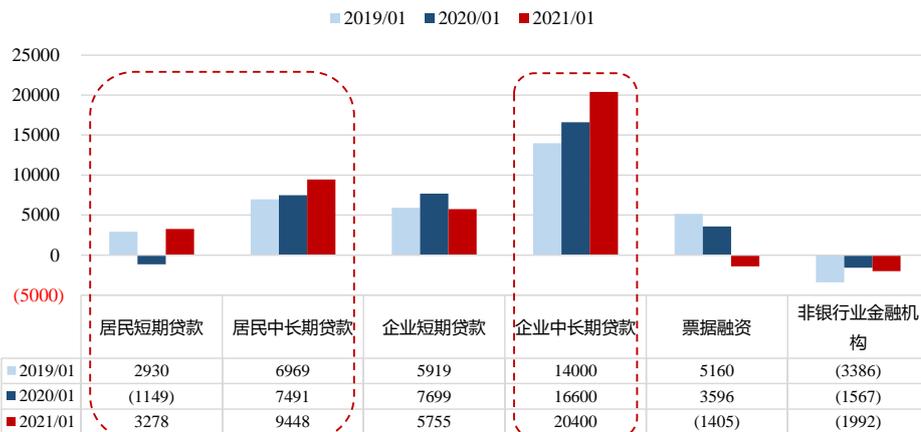
数据来源: 信托行业协会, 东吴证券研究所

图 5: 2019/01~2021/01 人民币贷款增量及其结构, 企业中长期贷款同比显著多增



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

图 6: 2021/01 人民币贷款增量各分项中, 企业中长期贷款同比多增 3800 亿元



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

图 7: 30 大中城市 12 月以来房地产成交火热



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021 年 1 月票据转贴现利率大幅上行



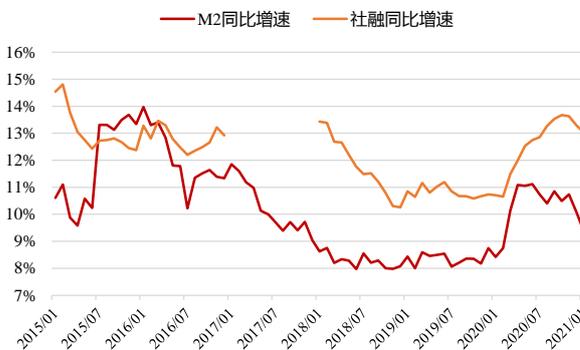
数据来源: 上海票据交易所, 东吴证券研究所

图 9: M1 增速“上穿”M2 主要源于春节错位因素



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

图 10: 社融与 M2 增速差距走阔源于表外票据融资



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>