

预期改善，长期向好

——1月金融数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

企业信贷大幅扩张，社融实现开门红。1月社融新增规模超市场预期，同比缩量规模与往年春节相比处于偏低位，环比则大幅多增，主要贡献来自信贷增量，其中企业部门信贷规模的边际扩张尤为明显。就结构而言，1月社融及信贷数据有以下特征：**政府及企业发债拖累减弱。**1月政府债券及企业债券融资同比规模的收缩与去年12月相比出现明显好转。一方面，财政靠前发力，上月因政府发债节奏错位造成的政府债券融资同比大幅少增有所缓解；另一方面，理财赎回风波逐渐平息，企业发债边际改善。**信贷明显改善。**1月新增人民币贷款创单月历史新高，超出市场预期。主要支撑在于企业部门贷款的显著扩张。企业部门信贷的大幅增量部分来自政策的强力支持，此外也反映出企业预期的进一步好转。新增信贷或受以下两种融资需求的推动：一是基建相关融资需求增加，二是制造业企业信贷扩张意愿增强。居民部门信用扩张相对谨慎。中长期贷款同比大幅少增，体现房地产需求端未现明显改善。居民整体消费需求还有释放空间，对于扩表也相对谨慎，这对整体新增信贷同比依旧形成拖累。

流动性扩张提速。1月M2同比增速较上月上行0.8个百分点，为2016年4月以来的最高值，同样超出市场预期。企业生产经营活动的恢复下，M1同比增速也回升3.0个百分点至6.7%。M1-M2同比显著反弹，由上月的-8.1%收敛至-5.9%。存款方面，住户存款增加6.2万亿元，非金融企业存款减少7155亿元，或在一定程度上受今年春节企业发放薪资、奖金的影响。

预期改善，长期向好。1月金融数据全面超出市场预期，大幅改善的动力主要来自企业部门的扩表，企业信贷的扩张受到政策的一定刺激，同时企业对于经济预期的敏感性相比居民要更高，所以其借贷增加有一定积极意义，尤其是主要用于投资扩产的中长期贷款的大幅增加，反映了其预期的进一步好转。居民端预期的修复则相对滞后，但值得注意的是，居民部门信贷增量在本月也出现边际小幅改善，且随着企业的投资扩产，居民工资收入也有望上行，继而带动其信贷需求。综合而言，1月份全面高出估计的背后不止是政策驱动，需求的改善也确实存在，因此对于未来经济的长期判断，我们可以适当乐观些，尽管类似本月的社融高增势头可能不具持续性，但信贷改善的趋势确定性较

强。具体增量则有赖于后续居民消费端及购房的实际修复情况，需进一步跟踪。1月10日主要银行信贷工作座谈会释放“总量要够”“结构要准”“着力支持扩大内需”等信号，因此在需求呈明显回暖前，我们认为央行收紧流动性的可能性不大。

风险提示：国内疫情不确定性。

目录

1. 数据	5
2. 企业信贷大幅扩张，社融实现开门红	5
3. 流动性扩张提速	7
4. 预期改善，长期向好	8

图表目录

图表 1: 1 月新增社融超出市场预期.....	5
图表 2: 政府债券融资环比增加.....	5
图表 3: 企业债券同比继续少增.....	5
图表 4: 1 月信贷总量明显改善.....	6
图表 5: 居民部门信用扩张较为谨慎.....	7
图表 6: 企业部门信贷规模明显扩张.....	7
图表 7: 流动性扩张有所加快.....	7
图表 8: M1 与 M2 增速差有所反弹.....	7

1. 数据

1月社会融资规模新增 5.98 万亿元，市场预期 (Wind, 下同) 5.68 万亿元，前值 1.31 万亿元。

1月人民币贷款新增 4.9 万亿元，市场预期 4.08 万亿元，前值 1.4 万亿元。

1月 M2 同比增长 12.6%，市场预期 11.5%，前值 11.8%。

2. 企业信贷大幅扩张，社融实现开门红

1月社融新增规模超市场预期，虽受企业债券及政府债券的拖累，同比少增 1,959 亿元，但同比缩量规模与往年春节相比处于偏低位，环比则多增 4.67 万亿。社融高增的主要贡献来自信贷增量，其中企业部门信贷规模的边际扩张尤为明显。

图表 1：1月新增社融超出市场预期



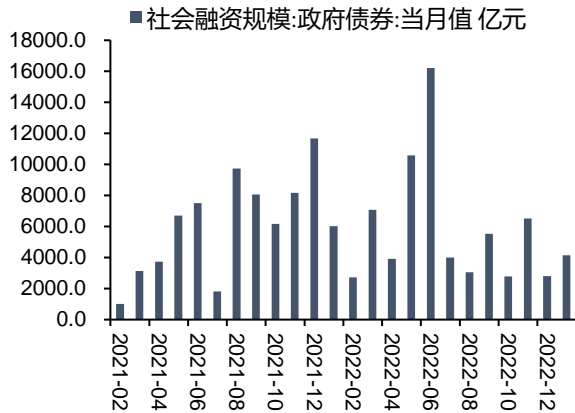
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

就结构而言，1月社融及信贷数据有以下特征：

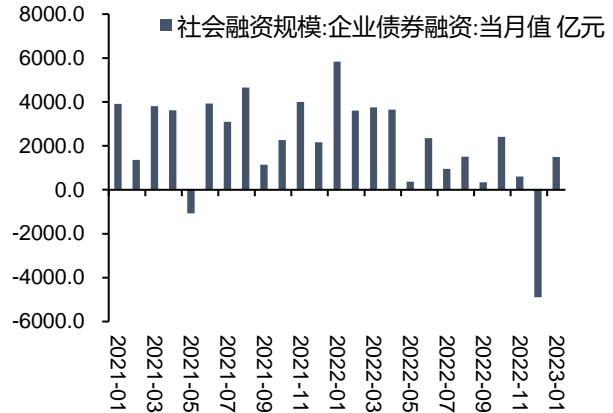
政府及企业发债拖累减弱。1月政府债券及企业债券融资规模分别为 4,140 亿元、1,486 亿元，各自同比少增 1,886 亿元、4,352 亿元，依旧是本月社融同比少增的主要拖累分项，但两者同比规模的收缩与去年 12 月相比出现明显好转。一方面，今年财政靠前发力，因此上月政府发债节奏错位造成的政府债券融资同比大幅少增有所缓解；另一方面，去年 11 月开启的理财赎回风波逐渐平息，本月企业发债融资规模由负转正，环比多增 6,373 亿元，边际改善明显，但考虑到此前赎回资金仍未大规模回流，信用债利率依旧相对较高，企业以信贷替代发债进行融资的行为还是存在，因此同比而言，本月企业债券仍表现为少增。

图表 2：政府债券融资环比增加

图表 3：企业债券同比继续少增



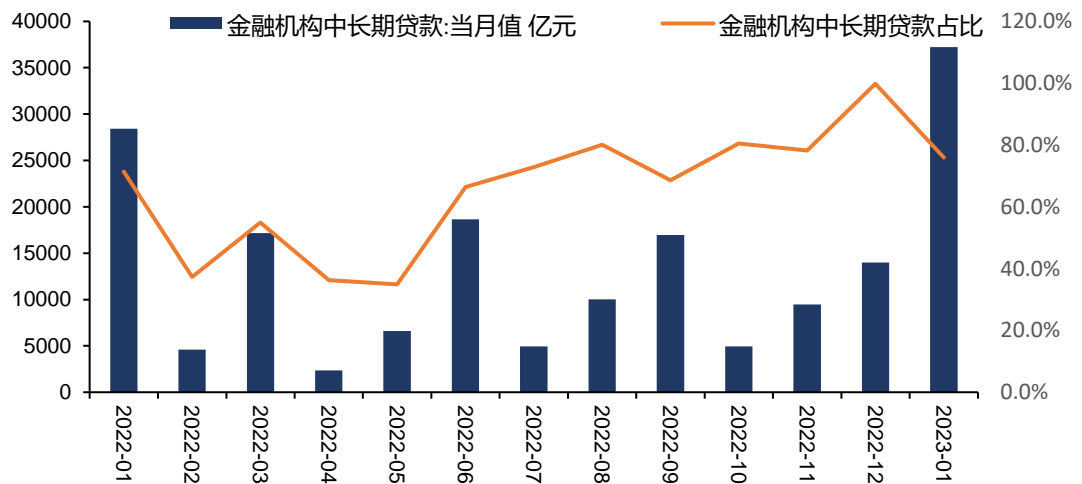
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

信贷明显改善。1月新增人民币贷款4.9万亿元，为单月历史新高，同比多增9,200亿元，环比多增3.5万亿元，超出市场预期。信贷新增大幅改善的主要支撑在于企业部门贷款的显著扩张，而居民部门的贷款规模则持续同比少增，环比呈小幅改善。

图表4: 1月信贷总量明显改善



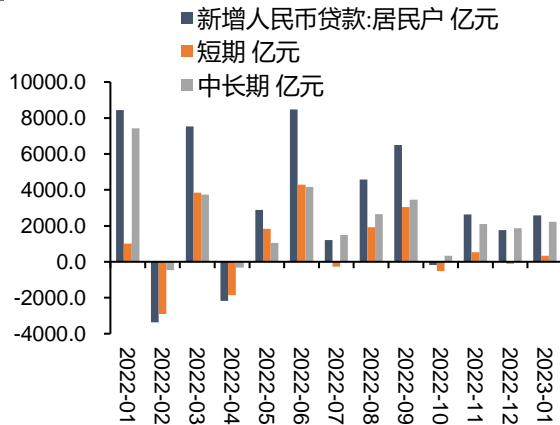
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

居民部门信用扩张相对谨慎。1月居民端新增人民币贷款2,572亿元，同比少增5,858亿元，环比多增819亿元，边际小幅改善。其中中长期贷款同比少增规模达5,193亿元，体现房地产需求端未现明显改善，这也与1月份房屋销售高频数据相符。居民短贷方面，本月居民短期贷款规模仅为341亿元，同比少增665亿元，环比则由负转正，多增454亿元。1月份居民服务修复较为明显，商品消费改善则相对有限，购房需求回暖也需时日，居民消费意愿并未完全恢复，整体需求还有释放空间，对于扩表也相对谨慎，这对整体新增信贷同比依旧形成拖累。

企业信贷规模大幅增加。1月企业部门新增人民币贷款4.68万亿元，边际扩张明显。同比多增1.32万亿元，环比多增3.42万亿元。其中中长期贷款的增量依旧是主要驱动，1月企业中长期贷款同比多增规模达1.4万亿，环比多增2.29万亿，此外本月企业短贷也有所扩张，同

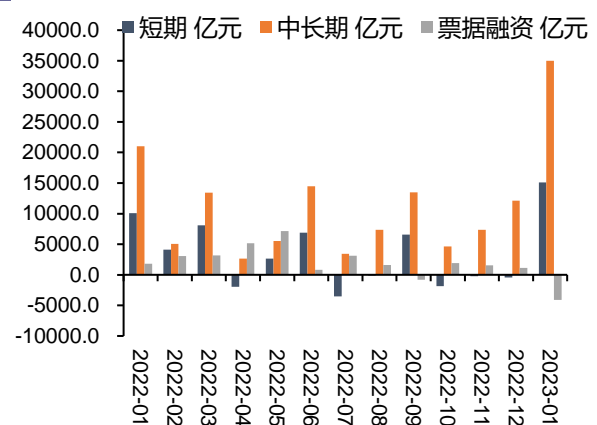
比多增 0.5 万亿，环比多增 1.55 万亿。企业部门信贷的大幅增量部分来自政策的强力支持，此外也反映出企业预期的进一步好转。新增信贷或受以下两种融资需求的推动：一是基建相关融资需求增加，今年多地推出重大项目计划靠前，积极推动开工建设，叠加去年政策性开发性金融工具仍有剩余额度，这带动配套信贷额度的投放；二是制造业企业信贷扩张意愿增强。政策对制造业的支持以及疫情对生产端的扰动削弱，企业预期向好，借贷进行生产经营及长期投资的意愿增加。再加上此前部分发债需求转由信贷实现，企业部门整体扩表明显。

图表 5：居民部门信用扩张较为谨慎



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：企业部门信贷规模明显扩张

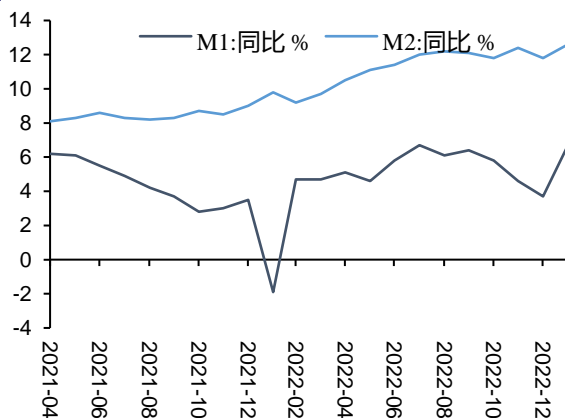


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 流动性扩张提速

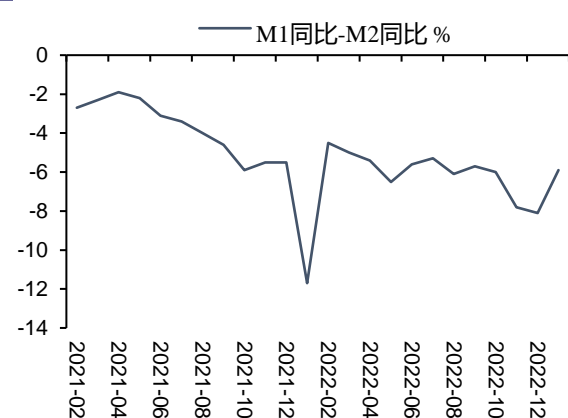
1 月 M2 同比增速为 12.6%，较上月上行 0.8 个百分点，为 2016 年 4 月以来的最高值，同样超出市场预期，居民存款为主要推动。企业生产经营活动的恢复下，M1 同比增速也回升 3.0 个百分点至 6.7%。M1-M2 同比显著反弹，由上月的-8.1%收敛至-5.9%。存款方面，住户存款增加 6.2 万亿元，非金融企业存款减少 7155 亿元，或在一定程度上受今年春节企业发放薪资、奖金的影响。

图表 7：流动性扩张有所加快



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 8：M1 与 M2 增速差有所反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 预期改善，长期向好

1月金融数据全面超出市场预期，大幅改善的动力主要来自企业部门的扩表，企业信贷的扩张受到政策的一定刺激，同时企业对于经济预期的敏感性相比居民要更高，所以其借贷增加有一定积极意义，尤其是主要用于投资扩产的中长期贷款的大幅增加，反映了其预期的进一步好转。居民端预期的修复则相对滞后，但值得注意的是，居民部门信贷增量在本月也出现边际小幅改善，且随着企业的投资扩产，居民工资收入也有望上行，继而带动其信贷需求。综合而言，1月份全面高出估计的背后不止是政策驱动，需求的改善也确实存在，因此对于未来经济的长期判断，我们可以适当乐观些，尽管类似本月的社融高增势头可能不具持续性，但信贷改善的趋势确定性较强。具体增量则有赖于后续居民消费端及购房的实际修复情况，需进一步跟踪。1月10日主要银行信贷工作座谈会释放“总量要够”“结构要准”“着力支持扩大内需”等信号，因此在需求呈明显回暖前，我们认为央行收紧流动性的可能性不大。

风险提示：国内疫情不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。