

2021 年 1 月金融数据点评

1 月货币投放延续小幅减速势头，2021 年将处于“稳健紧信用”过程

作者：东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

央行公布数据显示：2021 年 1 月新增金融机构人民币贷款 3.58 万亿，环比多增 2.32 万亿，同比多增 2400 亿，月末贷款余额增速 12.7%，较上月末回落 0.1 个百分点，较上年同期高出 0.6 个百分点。

1 月新增社融 5.17 万亿，环比多增 3.45 万亿，同比多增 1165 亿；1 月末存量社会融资规模 289.74 万亿，同比增长 13.0%，增速比上月末下滑 0.3 个百分点，比上年同期高 2.3 个百分点。1 月末，M2 同比增长 9.4%，增速比上月末下滑 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点；M1 同比增长 14.7%，增速比上月末高 6.1 个百分点，比上年同期高 14.7 个百分点。

主要观点：

整体上看，1 月金融数据环比大幅多增符合季节性规律。当月的主要特征是，货币投放延续小幅减速势头，即相比上年末，信贷、存量社融和 M2 同比增速都出现了不同程度的下调。这表明伴随 2021 年经济进一步向常态化回归，着眼于稳定今年的宏观杠杆率，货币投放增速正处于一个持续的小幅下行过程。

1 月信贷再迎“开门红”，环比、同比均现多增，反映出尽管监管要求银行平滑信贷投放节奏，但今年银行信贷“早投放早收益”现象仍然明显。不过，考虑到去年春节假期在 1 月，且去年 1 月逆周期调节尚未加码，今年 1 月新增人民币贷款同比仅多增 2400 亿，表明信贷增长较为温和，人民币贷款余额增速也在延续下行态势。

社融方面，1 月新增社融环比、同比均现多增，但主要受企业债券融资、政府债券融资和信托贷款三项拖累，当月新增社融同比增幅不大，未能扭转社融存量同比增速下滑的趋势，显示“宽信用”继续处于退潮过程。

1 月 M2 增速下行偏快，主要原因是当月财政存款大幅多增，以及近期信贷增速放缓，存款派生相应减速。1 月 M1 增速大幅上行，上年同期基数畸低是主要原因，也与近期经济持续修复，企业投资、经营活动升温直接相关。

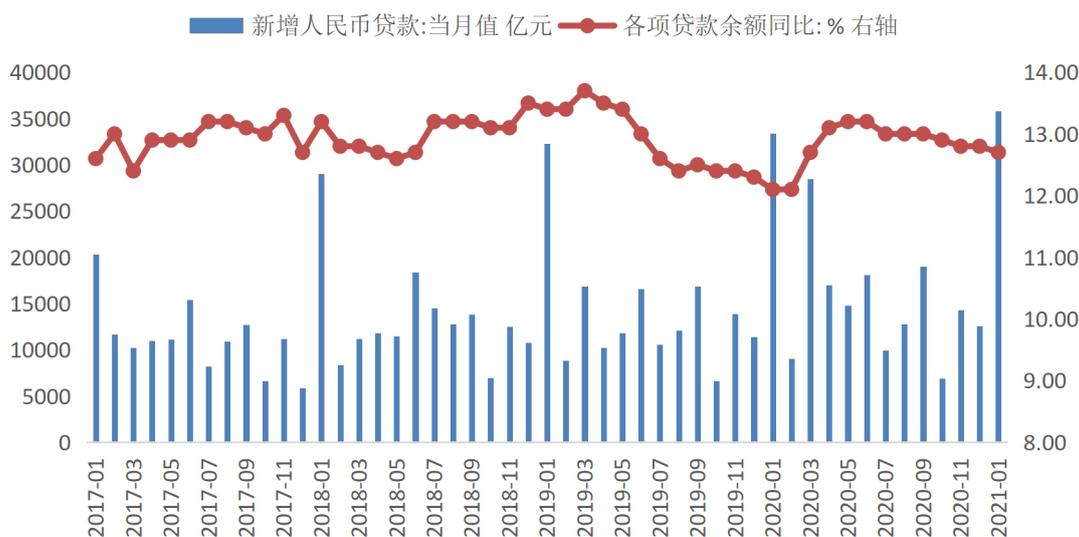
我们预计，2 月金融数据将季节性环比回落，信贷、存量社融增速仍将延续稳中趋缓态势，M2 增速存在小幅反弹可能。鉴于去年 2 月逆周期调节全面发力，高基数将带动各类金融数据同比增速较快下行。综合考虑今年宏观经济修复态势及央行货币政策目标，我们预计 2021 年末存量社融及 M2 增速将分别降至 11.0% 和 9.0%。这一方面将确保今年宏观杠杆率回稳，同时也会避免货币环境骤然收紧，为实体经济修复提供必要的支持。

具体分析如下：

一、1月信贷再迎“开门红”，环比、同比均现多增，反映出尽管监管要求银行平滑信贷投放节奏，但今年银行信贷“早投放早收益”现象仍然明显。不过，考虑到去年春节假期在1月，且去年1月逆周期调节尚未加码，今年1月新增人民币贷款同比仅多增2400亿，表明信贷增长较为温和，人民币贷款余额增速也在延续下行态势。

今年年初信贷再迎“开门红”。1月新增人民币贷款3.58万亿，环比多增2.32万亿，同比多增2400亿。这表明，尽管监管要求银行平滑信贷投放节奏，并且房地产相关贷款占比受到新规限制，但今年银行信贷“早投放早收益”现象仍然明显。同时，经济修复背景下企业贷款需求不弱，房地产市场保持热度支撑居民信贷需求；另外，上年底积压的项目在年初集中投放等因素，也对1月新增信贷规模扩张起到推动作用。不过，考虑到去年春节假期在1月，且去年1月逆周期调节尚未加码，今年1月新增人民币贷款同比仅多增2400亿，表明信贷需求虽然不弱，但也不存在过热之虞。我们关注到，1月末贷款余额同比增速较上月末小幅放缓0.1个百分点至12.7%，延续了去年下半年以来缓步下行的趋势。

图1 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

分项来看，企业贷款方面，1月企业中长期贷款环比多增1.49万亿，同比多增3800亿，除因企业贷款需求较强外，也反映政策面对制造业中长期贷款的支持效果持续显现，此外，同比多增幅度较大，也不排除与春节错期效应有关。1月企业短贷环比季节性多增8852亿，但同比少增1944亿，或因银行腾挪短贷额度以支持企业中长期贷款，这一点更加体现于当月票据融资规模的萎缩上——1月票据融资负增1405亿，环比多减4746亿，同比多减5001亿，主要原因即为银行压降票据规模为一般贷款腾挪额度，导致票据供需失衡、票据利率大

幅上扬，进而抑制企业的票据贴现行为。

图 3 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND，东方金诚整理

居民贷款方面，尽管上年底推出房地产贷款集中度管理制度，对涉房贷款占比设定了明确限制，但 1 月房地产市场热度依旧，叠加春节错期影响，商品房销售同比高增。受此支撑，1 月居民中长期贷款在环比季节性多增 5056 亿的同时，同比亦多增 1957 亿。此外，主因春节前居民消费需求旺盛，1 月居民短贷环比多增 2136 亿。同时，由于去年 1 月在春节假期和疫情来袭双重冲击下，居民短贷出现负增，因此，今年 1 月居民短贷同比大幅多增 4427 亿。可以看出，1 月居民贷款同比高增与春节错期扰动密切相关。

另外，我们注意到，在央行 2020 年四季度货币政策执行报告中，以专栏形式讨论了居民部门债务风险，提出要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，不宜依赖消费金融扩大消费。可以预见，居民消费贷过度授信、消费贷和经营贷违规流入房地产市场等问题将受到更加严格的监管，叠加房地产贷款集中度管理对涉房贷款比重的限制，预计后续居民贷款同比高增的局面将难以持续。

图 4 新增居民贷款规模及占比



数据来源: WIND, 东方金诚整理

二、1月新增社融环比、同比均现多增，但主要受企业债券融资、政府债券融资和信托贷款三项拖累，当月新增社融同比增幅不大，未能扭转社融存量同比增速下滑的趋势，显示“宽信用”继续处于退潮过程。

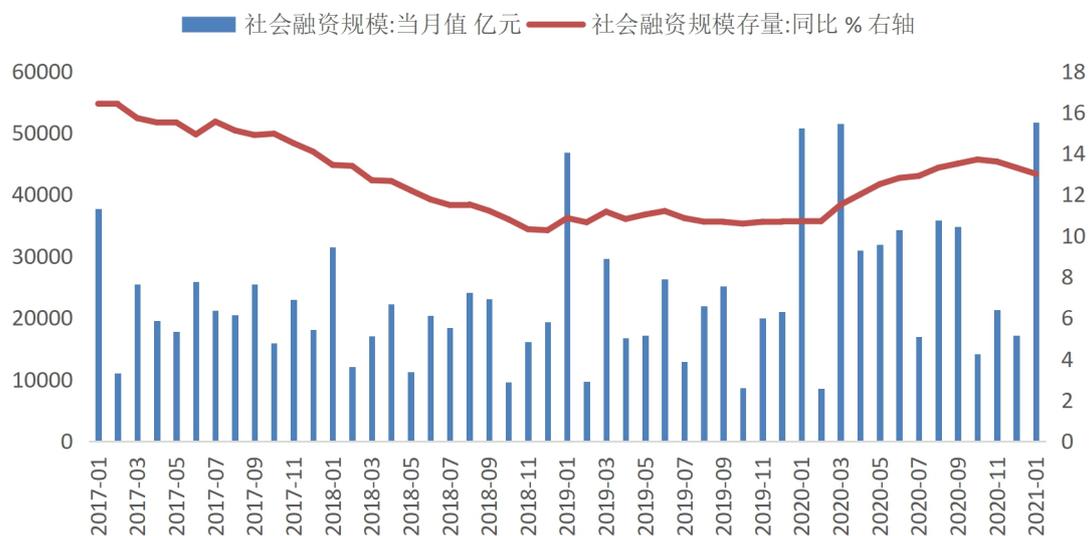
1月新增社融 5.17 万亿，环比多增 3.45 万亿。各分项中，人民币贷款、企业债券融资、信托贷款和表外票据融资对当月社融环比增量的贡献最大。其中，在监管密集发声对“逃废债”零容忍以及央行流动性呵护下，1月信用债一级市场融资有所恢复，新增企业债券融资规模环比多增 3315 亿；上年 12 月信托集中到期导致当月信托贷款大幅负增，1月到存量下降，信托贷款环比明显改善，少减 3778 亿；1月企业开票需求旺盛，但票据贴现利率大幅走高抑制票据贴现行为，造成当月表外票据融资被动高增，环比多增达 7118 亿。

同比来看，1月新增社融同比多增 1165 亿，同比增量主要来自于人民币贷款和表外票据融资两项。而对环比增量贡献明显的新增企业债券融资和信托贷款两项则不及去年同期，其中，企业债券融资同比少增 216 亿，显示信用债融资仍未从前期信用风险事件中完全恢复；信托贷款同比多减 1274 亿，与近日信托监管工作会议明确的“2021 年将继续开展‘两压一降’：继续压降信托通道业务规模，逐步压缩违规融资类业务规模，加大对表内外风险资产的处置”的监管基调相一致。此外，1月政府债券融资同比少增 5176 亿，主要原因是今年 1 月专项债发行尚未开闸。我们注意到，去年年末财政存款余额同比增速升至 9.6%，显示财政资金淤积，支出速率较慢。这一现象背后的深层次原因是国内经济修复好于预期，财政发力以加码逆周期调节的必要性下降，这也是今年专项债额度未部分提前下达的原因所在。

值得一提的是，1月新增社融同比增幅偏小，社融存量同比增速下滑势头延续——1月

末社融存量同比增长 13.0%，增速较上月末放缓 0.3 个百分点，显示“宽信用”继续处于退潮过程。

图 5 社会融资规模增长状况



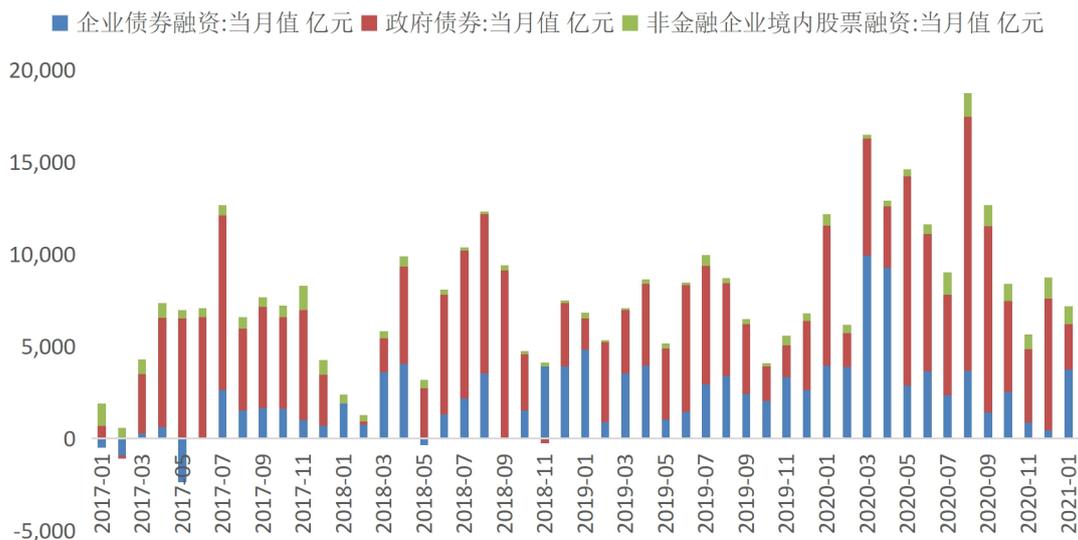
数据来源：WIND

图 6 表外融资增量变化



数据来源：WIND

图 7 直接融资增量变化



数据来源：WIND

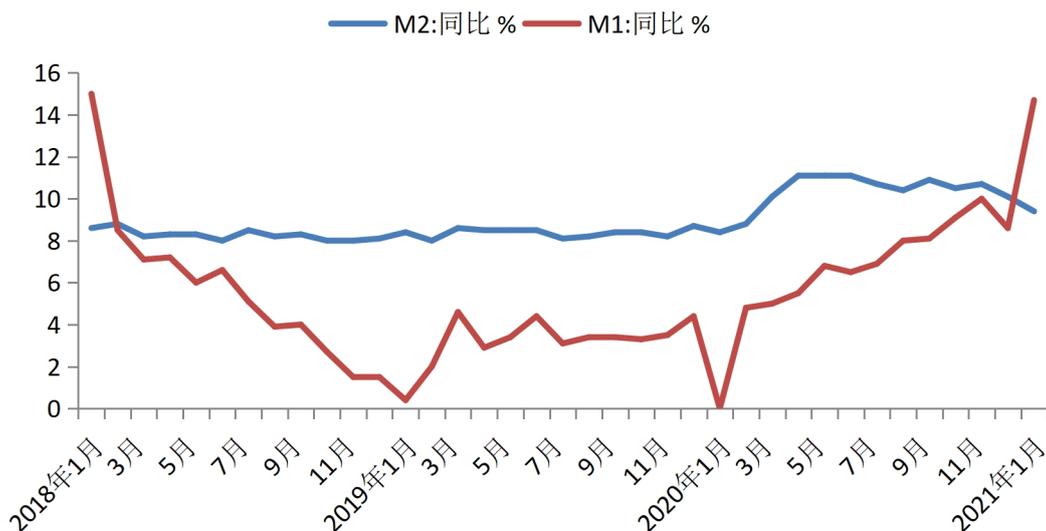
三、1月M2增速下行偏快，主要原因是当月财政存款大幅多增，以及近期信贷增速放缓，存款派生相应减速。1月M1增速大幅上行，上年同期基数畸低是主要原因，也与近期经济持续修复，企业投资、经营活动升温直接相关。

1月末，M2同比增速较上月末下滑0.7个百分点至9.4%，为去年3月以来最低水平。数据显示，1月M2降幅较大，主要有两个原因：一是当月财政存款同比大幅多增约7700亿，这会直接带动M2增速下行约0.4个百分点。其背后是当前经济修复势头较强，一季度GDP同比增速有望创下有历史数据以来的新高，包括政府债券资金支出等逆周期调节措施力度正在做出调整，造成财政存款大幅多增。二是近期整体信贷增速持续下行，必然带动存款派生随之减速。最后，1月存款呈现明显的居民少增、企业多增现象，这主要受春节错期影响——上年春节落在1月份，当月年终奖等企业资金向居民大规模支付；而今年春节在2月，这一支付过程也将随之压后。

从趋势上看，自2020年下半年开始，M2增速就已进入一个波动下行过程，体现疫情冲击高峰过后，货币宽松不再加码，货币供应量扩张速度随之放缓；1月M2增速大幅下行，则表明年初货币政策正常化进一步深入，同时也显示了监管层在2021年稳定宏观杠杆率的决心。

1月末M1同比为14.7%，较上月末骤增6.1个百分点，一个主要原因是上年1月M1增速为0，低基数推高了今年1月的增速。另外，近期经济仍处于修复过程，企业投资、经营活动加快，带动企业活期存款增长。最后，近期房地产市场仍然保持较高热度，也会对1月M1增速起到推动作用。

图8 M2与M1增速



数据来源：WIND

整体上看，1月金融数据环比大幅多增符合季节性规律。当月的主要特征是，货币投放延续小幅减速势头，即相比上年末，信贷、存量社融和M2同比增速都出现了不同程度的下调。这表明伴随2021年经济进一步向常态化回归，货币投放增速正处于一个持续的小幅下行过程。这一方面有助于控制稳定宏观杠杆率“由升到稳”，另一方面也能保持对实体经济的支持力度，体现货币政策“不急转弯”。

我们预计，2月金融数据将季节性环比回落，信贷、存量社融增速仍将延续稳中趋缓态势，M2增速存在小幅反弹可能。鉴于去年2月逆周期调节全面发力，高基数将带动各类金融数据同比增速较快下行。综合考虑今年宏观经济修复态势及央行货币政策目标，我们预计2021年末存量社融及M2增速将分别降至11.0%和9.0%。这一方面将确保今年宏观杠杆率回稳，同时也会避免货币环境骤然收紧，为实体经济修复提供必要的支持。结构方面，2021年“有保有压”的结构性货币政策将进一步发力，“保”的重点是科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能会推出新的政策工具，引导金融资源向这些领域投放，“压”则主要指向房地产金融以及地方政府平台融资。