宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

社融继续回落 “弯”继续转

——1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 02 月 20 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

1 月社融同比小幅回落。M2 继续回落，M1 受春节效应大幅回升。1 月新增社融 5.17 万亿元（前值 1.72 万亿元），同比多增 1207 亿元。社融同比增速 13%（前值 13.3%）。1 月 M2 同比增速 9.4%（前值 10.1%）。M1 同比增速 14.7%，创 2018 年 2 月以来新高，前值 8.6%。1 月货币政策边际收紧，央行持续在公开市场回笼流动性，资金面转紧，叠加财政集中缴税且财政支出较慢，拖累 M2 增速。M1 规模大幅上升主要受春节错位效应（去年春节在 1 月）影响。

- **结构上，表内融资中人民币贷款和表外票据对社融贡献显著，充分反映实体融资需求旺盛。**
- **信贷结构继续优化。企业短期贷款继续降，企业、居民中长期贷款稳定在近三年高位，经济延续扩张。**企业端，经济修复支撑中长贷延续高增，短期贷款大幅少增。居民端，短期、中长期贷款均现多增，但随地产端宏观审慎管理加强，后续居民按揭贷款增长或有回落。
- **预计 2021 年社融存量增速或将回落至 11%-12%，结构性宽松和收紧并存。**随 10 月最高点 13.7%，年内社融增速拐点已现。随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，总量上，保持流动性合理充裕，结构上，宽松和收紧并存。总量上，保持 M2 和社融增速同名义经济增速基本匹配。结构上，对制造业、普惠金融、绿色金融、重大科技创新领域信贷支持力度不减，对房地产融资、地方债、影子银行等方向继续纳入 MPA 考核审慎管理。

春节后现金逐步回笼，今年春节前央行总共投放了 4300 亿元跨节资金，截止 2 月 19 日，全口径净回笼 3400 亿元。利率与前次操作持平，未出现波动，稳货币政策的预期加强。

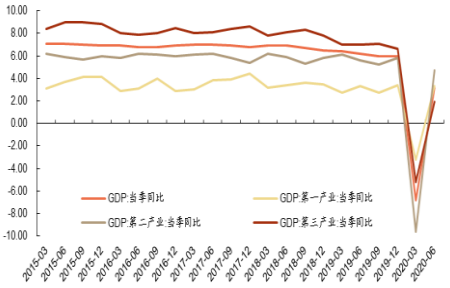
2 月 8 日，央行发布 2020 年第四季度货币政策执行报告。政策基调上，由稳增长转向防风险，宏观审慎意义推于台前，基于此流动性继续边际收紧确定。

- **政策基调赋予防风险更多权重。**
- **对流动性延续了 3 季度“把好货币供应总闸门”，但放开引导利率波动，政策预期管理加强。**对短期利率强调不要锚定 DR007 的时刻值，而要观测一段时期的平均值，即为平复市场担忧情绪，央行指出不要过多观测工具数量及单时点短期利率，政策利率没有明显上提即流动性尚未收紧。
- **国内经济截至 4 季度整体恢复较为乐观。**海外经济体超宽松货币政策带来的金融风险值得警惕。
- **物价仍在合理区间，但仍需对短期国内外疫情演进及防控措施丢供求两端的冲击保持密切关注。**

政策展望上，我们认为货币政策相对明确的拐点将出现在 2 季度，全年不急转，但弯仍在转。主要原因如下：1）4 季度的货币政策执行报告来看，随经济逐步修复至潜在增速，政策从紧趋势确定。2）以海外政策中长期看不到收紧反推国内政策空间似乎倒置因果，并不具备可比性。3）由于去年 1 季度抗疫和资金面宽松，发了很多短债，堆积到 2 季度是 2020 年信贷集中展期，即 2 季度或为全年流动性最为紧张的时期。4）中短期，通胀将继续面临上行压力。中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提振上游材料价格，据测算 2021Q2 PPI 显著上扬，到达峰值。

投资策略：关注政策持续收紧的风险。

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应：——宏观策略周报》2021-01-31

2、《工业继续向上 消费修复趋缓：12 月经济数据点评》2021-01-20

3、《社融增速超预期回落 信贷结构继续优化：12 月金融数据点评》2021-01-14

4、《稳前棋 步步扩先：——2021 年年度经济展望与宏观策略》2021-01-06

5、《消费修复边际趋缓 对美出口创新高：11 月经济数据点评》2020-12-16

风险提示：货币政策过紧、信用风险等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 1 月金融数据继续回落 4
1.1 社融、M2 增速继续回落 M1 受春节错位效应大幅回升 4
1.2 信贷结构继续优化 5
2. 货币政策“不急转弯”，但弯还在转 6
2.1 春节后现金逐步回笼 6
2.2 四季度货币政策执行报告 货币政策“不急转弯”，但弯还在转 6
2.3 货币政策相对明确的拐点将出现在 2 季度 7

图表目录

图 1： 社融、M1、M2 增速 4
图 2： 人民币贷款和表外票据对社融贡献显著 4
图 3： 企业中长期贷款多增明显 5
图 4： 2020 年 3 月国内新冠每日新增人数自高点下降，随后利率开始触底上行 7
图 5： 2021 年 1 月美国新冠每日新增人数自高点下降，利率开始触底上行 8
图 6： 3 月开始信用债到期量将陡增 8

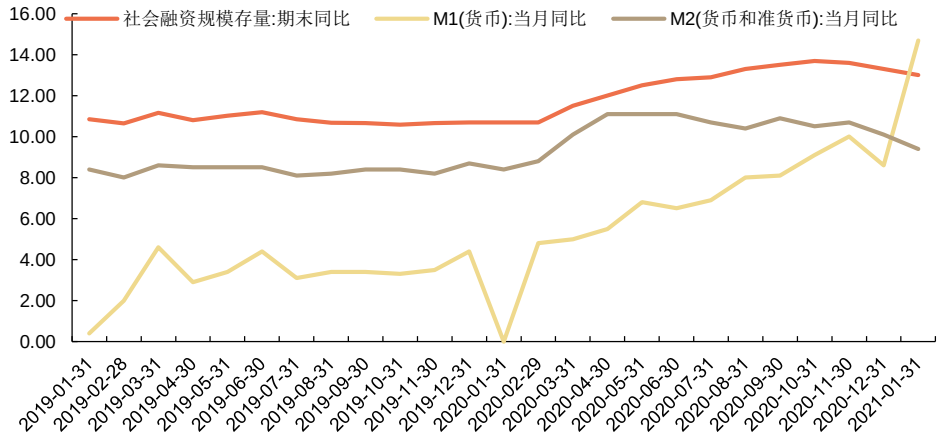
1. 1 月金融数据继续回落

1.1 社融、M2 增速继续回落 M1 受春节错位效应大幅回升

1 月社融同比小幅回落。2021 年 1 月新增社融 5.17 万亿元（前值 1.72 万亿元），同比多增 1207 亿元。社融存量规模 289.74 万亿元，同比增速 13%（前值 13.3%），扣除政府债券之后，旧口径社融增速回落 0.04 个百分点至 11.46%。

1 月 M2 继续回落，M1 受春节效应大幅回升。1 月 M2 同比增速 9.4%（前值 10.1%）。M1 同比增速 14.7%，创 2018 年 2 月以来新高，前值 8.6%。1 月货币政策边际收紧，央行持续在公开市场回笼流动性，资金面转紧，叠加财政集中缴税且财政支出较慢，拖累 M2 增速。M1 规模大幅上升主要受春节错位效应（去年春节在 1 月）影响。

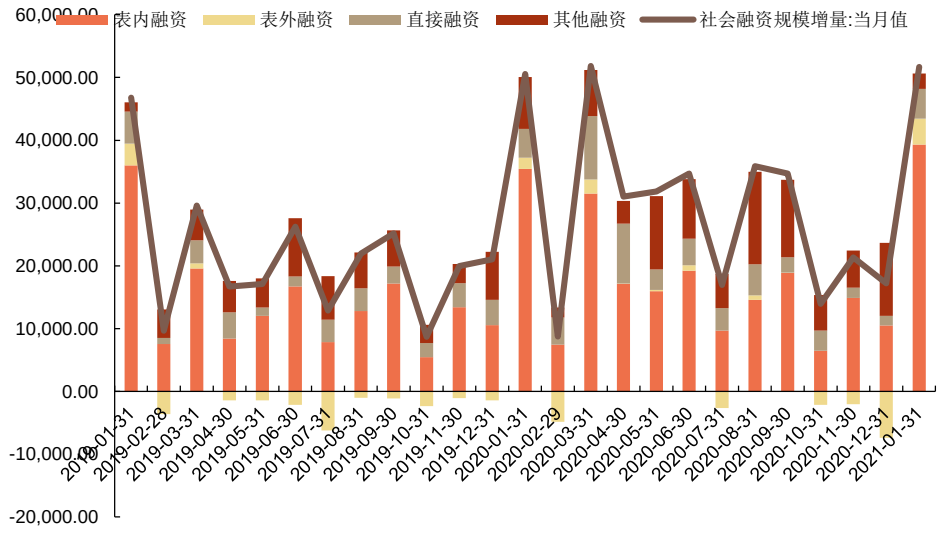
图1：社融、M1、M2 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **结构上，表内融资中人民币贷款和表外票据对社融贡献显著，充分反映实体融资需求旺盛。**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。

图2：人民币贷款和表外票据对社融贡献显著



资料来源：Wind，申港证券研究所

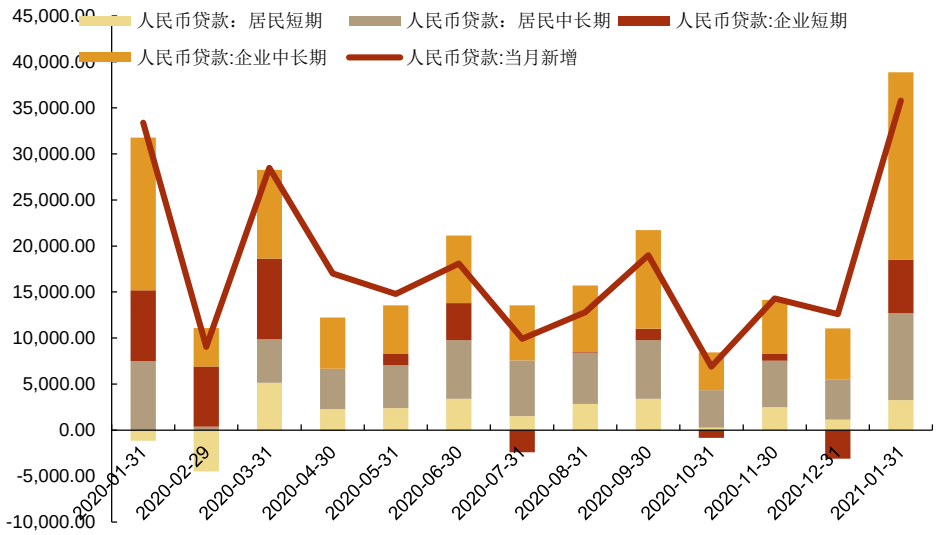
- **分项上，表外票据正拉动，政府债券负拉动。**表外票据正拉动主要由于银行表内信贷额度紧张，业务上转向表外票据以满足企业旺盛的资金需求。政府债券 1 月仅 2437 亿元，同比大幅少增 5176 亿元，源于财政部今年发行计划较晚，没有提前下达额度，而去年 1 月政府债券新增高达 7613 亿元。

1.2 信贷结构继续优化

信贷结构继续优化。企业短期贷款继续降，企业、居民中长期贷款稳定在近三年高位，经济延续扩张。企业端，经济修复支撑中长贷延续高增，短期贷款大幅少增。居民端，短期、中长期贷款均现多增，但随地产端宏观审慎管理加强，后续居民按揭贷款增长或有回落。

- **企业贷款方面，中长期贷款仍是主要支撑。**1 月新增企业贷款 2.55 万亿元，同比少增 3100 亿元。短期贷款、中长期贷款、票据融资分别少增 1944 亿元、多增 3800 亿元、大幅多减 5001 亿元。
- **短期贷款大幅少增，一方面源于基数效应另一方面体现了制造业高投资增速下银行信贷结构上向中长期贷款集中。**随工业生产继续向上，企业盈利改善，补库继续进行，制造业高投资增速，实体投融资需求继续回暖。银行端信贷结构上向中长期贷款集中。
- **居民贷款层面，短期、中长期贷款均现多增。**1 月新增居民贷款 1.27 万亿元，同比大幅多增 6359 亿元，其中，短期贷款同比大幅多增 4427 亿元，中长期贷款同比多增 1957 亿元。1 月房地产市场销售强劲，受楼市行情推动，按揭贷款在额度趋紧前或已大量投放。但随地产端宏观审慎管理加强，后续居民按揭贷款增长或有回落。

图3：企业中长期贷款多增明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

预计 2021 年社融存量增速或将回落至 11%-12%，结构性宽松和收紧并存。随 10

月最高点 13.7%，年内社融增速拐点已现。随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，2021 年社融、M2、信贷增速将逐步回落，同时结构性宽松和收紧并存，一方面对制造业、普惠金融、绿色金融领域、重大科技创新领域信贷支持力度不减，另一方面对房地产融资、地方债、影子银行等方向继续纳入 MPA 考核审慎管理。总量上，保持流动性合理充裕，保持广义货币(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

2. 货币政策“不急转弯”，但弯还在转

2.1 春节后现金逐步回笼

春节后现金逐步回笼，利率与前次操作持平，未出现波动，稳货币政策的预期加强。

- **跨节资金投放相对较少。**今年春节前央行总共投放了 4300 亿元跨节资金，比去年春节前少投放 7500 亿元，投放量在历年春节前处于低位。考虑到今年就地过年和 2 月春节与缴税高峰错开的原因，对资金的需求量相对较小。
- **利率与前次操作持平，未出现波动。**从央行操作的实际效果看，货币市场短期基准利率 DR007 始终运行在公开市场 7 天期逆回购操作利率 2.20%附近，春节前后货币市场利率运行平稳。
- **稳货币政策的预期加强。**2 月 18 日央行开展 2000 亿中期借贷便利（MLF）操作和 200 亿逆回购操作，2 月 19 日以利率招标方式展开 200 亿逆回购操作，维护银行体系流动性合理充裕。截止 2 月 19 日，全口径净回笼 3400 亿元。稳货币政策的预期加强。

2.2 四季度货币政策执行报告 货币政策“不急转弯”，但弯还在转

2 月 8 日，央行发布 2020 年第四季度货币政策执行报告。政策基调上，由稳增长转向防风险，宏观审慎意义推于台前，基于此流动性继续边际收紧确定。对流动性延续了 3 季度“把好货币供应总闸门”，但放开引导利率波动。对短期利率，央行指出不要过多观测工具数量及单时点短期利率，政策利率没有明显上提即流动性尚未收紧。国内经济截至 4 季度整体恢复较为乐观。海外经济体超宽松货币政策带来的金融风险值得警惕。物价仍在合理区间，但仍需对短期国内外疫情演进及防控措施丢供求两端的冲击保持密切关注。

- **政策基调赋予防风险更多权重。**在 3 季度“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”基础上强调“稳字当头、抓住重点、守住底线、敢于担当。处理好恢复经济和防范风险的关系。”
- **确定国内经济修复成效。**对经济基本面的表述从 3 季度的“支持经济向潜在产出回归”转为 4 季度的“将经济保持在潜在产出附近。”即截至 4 季度结束，央行认为经济已修复至潜在产出附近，对经济修复状态判断较为乐观。
- **海外前期的超宽松货币政策带来潜在风险。**4 季度报告指出“公共部门和实体部门债务攀升，金融市场风险隐患加大，全球流动性极度宽松。我国防范疫情输入和国际经济金融风险的压力仍然较大”。
- **对物价的判断仍在合理区间。**对物价的总体表述从 3 季度的“物价涨幅总体延续向下走势”转为 4 季度的“物价涨幅总体运行在合理区间”。但也强调未来一段时

间国内外疫情演进及防控措施丢供求两端的冲击还有不确定性，仍需对短期物价走势保持密切关注。

- **对流动性延续了 3 季度“把好货币供应总闸门”，但放开引导利率波动。**央行四季度报告指出“完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近。引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动”。

- **对短期利率指出“看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值”。**4 季度报告指出“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。公开市场操作数量会根据财政、现金等多种临时性因素以及市场需求情况灵活调整，其变化并不完全反映市场利率走势，也不代表央行政策利率变化”。“其次，在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值”。

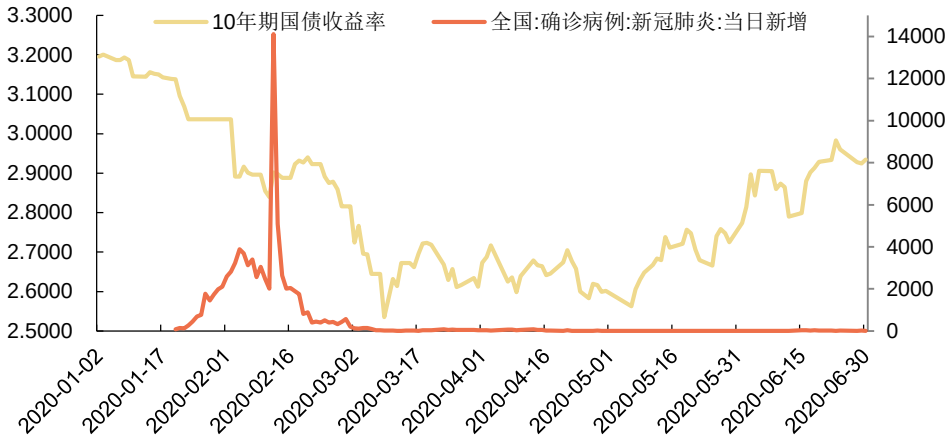
2.3 货币政策相对明确的拐点将出现在 2 季度

政策展望上，我们认为货币政策相对明确的拐点将出现在 2 季度，全年不急转，但弯仍在转。主要原因如下：1）4 季度的货币政策执行报告来看，随经济逐步修复至潜在增速，政策从紧趋势确定。2）以海外政策中长期看不到收紧反推国内政策空间似乎倒置因果，并不具备可比性。3）由于去年 1 季度抗疫和资金面宽松，发了很多短债，堆积到 2 季度是 2020 年信贷集中展期，即 2 季度或为全年流动性最为紧张的时期。4）中短期，通胀将继续面临上行压力。中美经济有望进入复苏共振阶段，生产端加速提振上游材料价格，据测算 2021Q2 PPI 显著上扬，到达峰值。

- **从 4 季度的货币政策执行报告来看，随经济逐步修复至潜在增速，政策从紧趋势确定。**随经济修复至疫情前状态，稳经济意义下降防风险意义推于台前，而全球范围内大规模宽松带来金融风险也成为央行担忧点，在国内经济修复没有明显风险点的前提下，海外的无限宽松的负效用及全球金融风险的传递都推动央行逐步继续边际常态化政策进程。

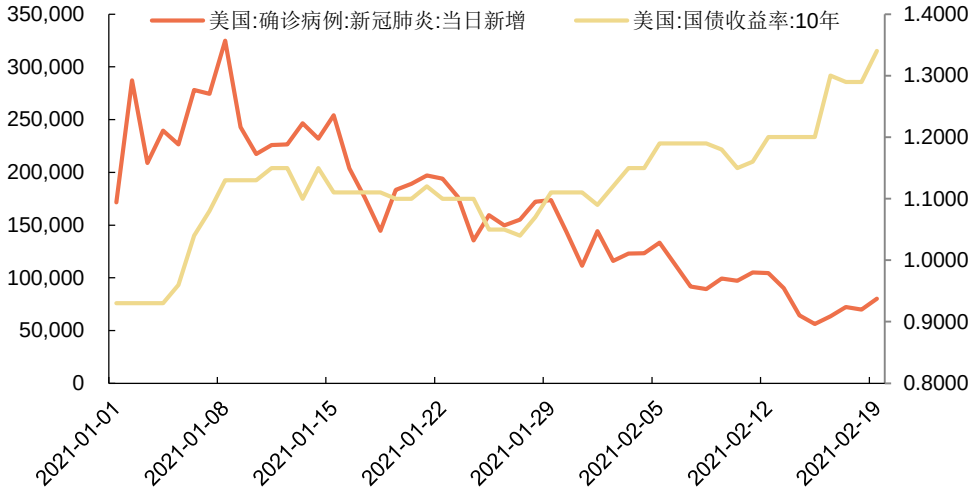
- **以海外政策中期看不到紧反推国内政策空间似乎倒置因果，并不具备可比性。**而市场对于海外不言紧国内政策是否仍有空间的讨论似乎倒置因果。2020 年 2 月，新冠疫情在中国率先大规模爆发并得到有效控制，在货币财政政策帮扶下经济逐步修复至常态，全球而言中国政策宽松空间及节奏都是独立且一以贯之的有韧性。对欧美后续从疫情控制程度到经济修复进度等都具备一定领先性。以海外政策空间反推国内政策空间似乎倒置因果，并不具备可比性。

图4：2020 年 3 月国内新冠每日新增人数自高点下降，随后利率开始触底上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

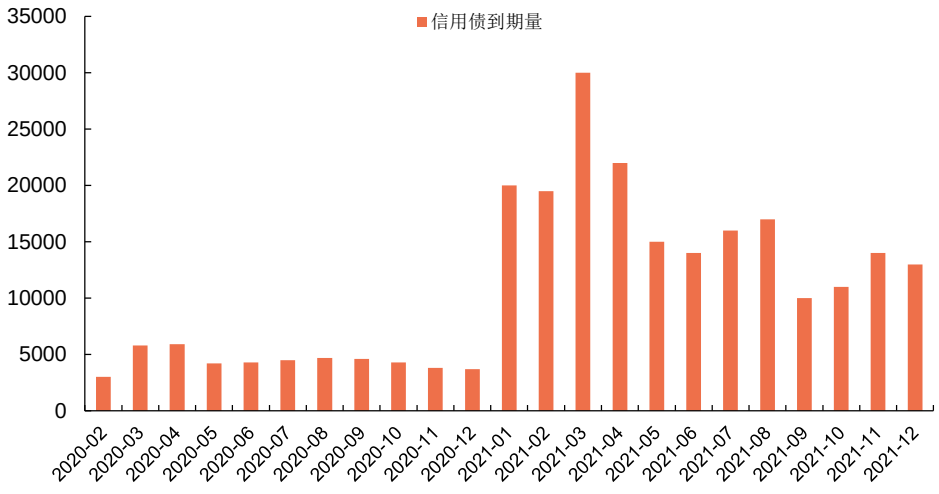
图5：2021 年 1 月美国新冠每日新增人数自高点下降，利率开始触底上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **由于去年 1 季度抗疫和资金面宽松，发了很多短债，堆积到 2 季度会有信贷集中展期，即 2 季度或为全年流动性最为紧张的时期。**而去年大部分信用债发行用于借新还旧，那么新增信用债发行及信用风险压力是客观存在的。

图6：3 月开始信用债到期量将陡增



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **中短期，通胀将继续面临上行压力。**四季度报告虽然继续认为“物价涨幅总体运行在合理区间”。但也明确表示，“未来一段时间国内外疫情演进及防控措施对供求两端的冲击还有不确定性，仍需对短期物价走势保持密切关注”。2021 年上半年，通胀可能有陡峭上行，不只是因为 2020 年的基数效应，也有目前全球库存低位、货币财政环境仍较为宽松叠加经济继续复苏动能对需求端的拉动。2021Q2 的 PPI 显著上扬，到达峰值，模型预测或超 8%（具体可参见前期报告《PPI 有望继续上扬，政策与债券市场将如何反应》）。中短期，通胀将继续面临上行压力。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上