日期：2021 年 02 月 10 日

宽信用延续　金叉如期现

——2021 年 1 月份金融数据点评

分析师：　胡月晓
Tel：　021-53686171
E-mail：　huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■　主要观点

信贷增长符合预期、货币增长弱预期较多

和市场预期比较，信贷增长无论在规模，还是在增速上，都和市场预期基本一致，整体上仍保持了平稳态势。在信贷增长保持平稳的同时，货币增长则有较大回落，增速弱于市场主流的平稳预期较多。不过 1 月份货币增速的较大回落，或是季节性现金漏出扰动的结果，货币增速的快速回落，并不具有趋势性，在信贷增长和社融增长双保持稳定的情况下，货币增长平稳态势不会改变。

宽信用延续

当前的“宽信用”，主要表现为社融增速超过信贷增速，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。2020 年 12 月和 2021 年 1 月，社融增长超越信贷增长的差距虽有所缩小，但主要债券发行季节性减少的结果，并不具有趋势性。整体看，中国“宽信用”状态已然来临，说明中国货币结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

货币金叉确认

笔者之前就指出，货币结构层面的组合形态变化，反映了经济状况的变化，疫情后中国经济在世界主要经济体中的优秀表现，以及中国经济的稳步回升态势，将带来货币增长结构呈现“货币金叉”状态。2020 年下半年后，M1 和 M2 间增长差距开始缩小，表明货币整体平稳中货币层次结构开始发生变化。2021 年 1 月，在季节性因素的作用下，M1 增速大幅度超越 M2 增速。从货币层次结构看，2020 年以来狭义货币增速（M1）持续回升，因此当前货币层次结构的变化，可以确定为“货币金叉”。

年内降准、降息都会有

中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。中国货币管理的核心问题，是基础货币投放的不足，当前货币增长维持平稳依靠货币乘数提高，而要维持货币乘数的高位，除了发挥资本市场功能外，降低准备金率仍是必不可少选项。在经济改善、融资成本下降带来的趋势性影响下，2021 年中国资本市场运行延续平稳中回暖态势不变。

事件： 1 月份金融数据公布

广义货币增长 9.4%。2021 年 1 月末，广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.56 万亿元，同比增长 14.7%，增速分别比上月末和上年同期高 6.1 个和 14.7 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.96 万亿元，同比下降 3.9%。当月净投放现金 5310 亿元。

人民币各项贷款增长 12.7%。2021 年 1 月末，人民币贷款余额 176.32 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.6 个百分点。1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2252 亿元。分部门看，住户贷款增加 1.27 万亿元，其中，短期贷款增加 3278 亿元，中长期贷款增加 9448 亿元；企（事）业单位贷款增加 2.55 万亿元，其中，短期贷款增加 5755 亿元，中长期贷款增加 2.04 万亿元，票据融资减少 1405 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1992 亿元。

人民币各项存款增长 10.4%。2021 年 1 月末，人民币存款余额 216.14 万亿元，同比增长 10.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.1 个百分点。1 月份人民币存款增加 3.57 万亿元，同比多增 6245 亿元。其中，住户存款增加 1.48 万亿元，非金融企业存款增加 9484 亿元，财政性存款增加 1.17 万亿元，非银行业金融机构存款减少 1120 亿元。

2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1207 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 3.82 万亿元，同比多增 3258 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 1098 亿元，同比多增 585 亿元；委托贷款增加 91 亿元，同比多增 117 亿元；信托贷款减少 842 亿元，同比多减 1274 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 4902 亿元，同比多增 3499 亿元；企业债券净融资 3751 亿元，同比少 216 亿元；政府债券净融资 2437 亿元，同比少 5176 亿元；非金融企业境内股票融资 991 亿元，同比多 382 亿元。

事件解析：数据特征和变动原因

1.信贷增长符合预期、货币增长弱预期较多

伴随经济和疫情形势的改变，央行多次表态要保持货币政策的稳定性，坚持货币政策的正常化，这实际上已向市场清晰的表明了政策指向：维持流动性环境平稳中缓缓后撤，稳中偏紧的货币环境重新成为政策偏好。2021 年 1 月份，人民币贷款余额 176.32 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.6 个百分点。1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2252 亿元。1 月份广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点。和市场预期比较，信贷增长无论在规模，还是在增速上，都和市场预期基本一致，整体上仍保持了平稳态势。在信贷增长保持平稳的同时，货币增长则有较大回落，增速弱于市场主流的平稳预期较多。不过 1 月份货币增速的较大回落，或是季节性现金漏出扰动的结果，货币增速的快速回落，并不具有趋势性，在信贷增长和社融增长双保持稳定的情况下，货币增长平稳态势不会改变。央行前期虽然已明示疫情期间临时性的宽松政策将逐步退出，但发挥资本市场功能是政策架构中一直努力方向，货币政策边际回撤下的货币平稳，将会带来“宽信用”，从而流动性仍能保持偏松状态。体现货币政策变化的主要是信贷增长，货币增长受市场环境影响，波动较大；信贷平稳说明货币政策维持平稳的取向并没有改变。

表 1　2021 年 1 月的中国信贷和货币市场预测情况（亿元，%）

	New Yuan Loan	M2	Outstanding Loan
Median	35000	10.0	12.7
Average	34542	10.0	12.7
High	40000	10.5	13.0
Low	30000	9.5	12.5
No of Forecasts	27	26	12
SHSC	33000	10.0	12.8

数据来源：Reuters，上海证券研究所

2.货币增长、信贷增长的组合形态将维持

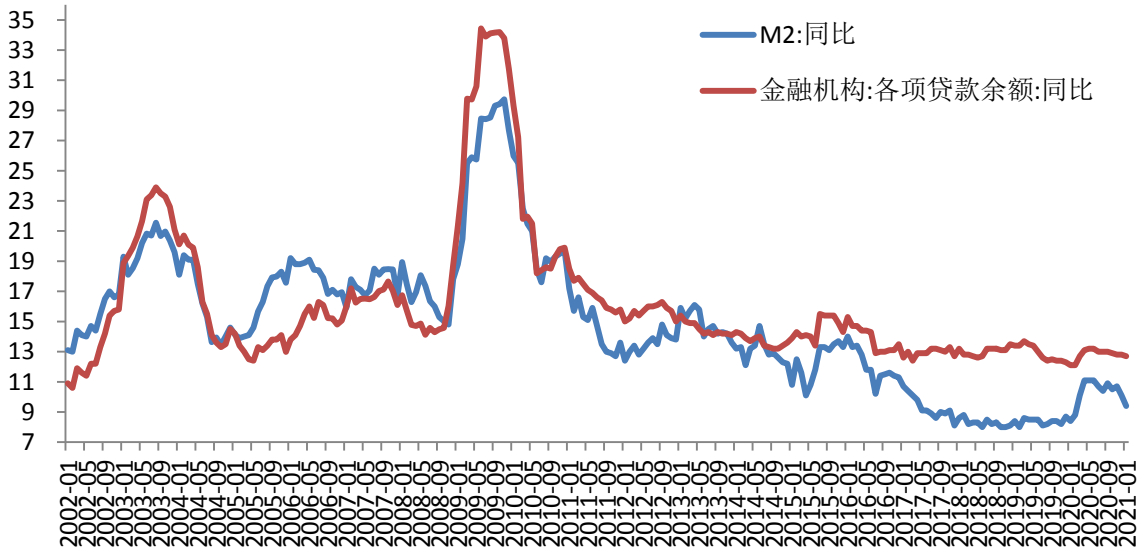
在经济低迷时期，在货币当局的逆周期管理政策下，信贷增长将在宽松政策基调下较快增长；同时受非金融机构部门经营放缓的影响，同样信贷和信用创造下，货币创造效应下降，从而货币增长落后于信贷增长。在经济繁荣时期则会体现相反态势。很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上

反映了经济运行状况和政策的周期性应对变化。

自 2020 年 3 季度后，中国经济进入全面复苏阶段，社会生活恢复正常，虽然冬春之际疫情对经济社会生活的影响仍有零星发生，但影响只是局部和短期的，中国经济整体回暖态势不变。中国经济的良好表现，在货币领域的表现，自然会在货币、信贷增长的组合结构上表现出来：受货币政策临时性宽松边际后撤的影响，信贷增长稳中趋落，但市场经营主体活跃度的提高，使得金融机构同样信用创造带来的货币创造效应上升，使得两者间的差距缩小。

整体而言，由于楼市泡沫等经济深层次的结构性矛盾仍然存在，经济内在动力仍不够强劲，当前的经济回升主要动力，源于疫情海内外差异形势带来外需增长。因此，货币当局对维持偏松货币环境仍然是不变的选择，信贷增长仍然较为宽松。在信贷和货币增长的组合形态上，信贷增长超过货币增长的组合形态仍难改变。

图 1　中国信贷和货币增长的月度变化（%）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

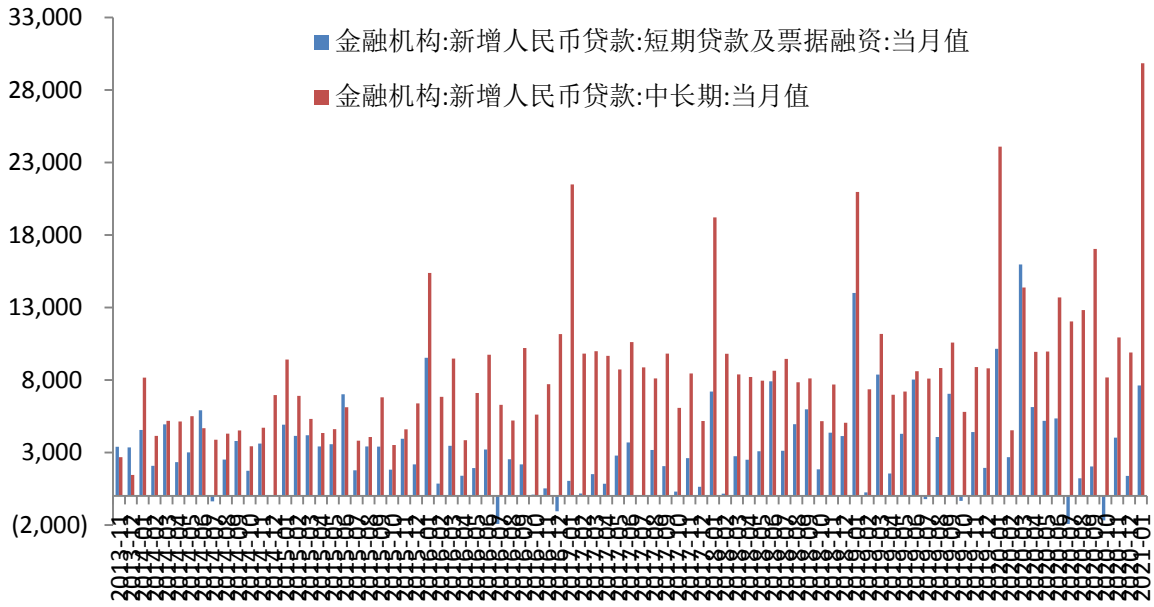
从货币增速的变化看，2020年货币增长的变化主要是政策调整的结果，并非市场活跃和经济行为个体活力增强。随着疫情期间临时性宽松货币政策的逐步退出，货币增速就逐渐回落，但信贷环境仍然较为宽松。原先笔者预期2021年两者间将会处于胶着状态——由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小；按最新情况看，流动性市场上形成“宽货币、紧信贷”组合的可能性不大。

3.中长期限新增信贷仍担当主流

1 月份信贷新增较多为季节性现象，当前信贷增长仍然属于政策放

松后金融主动性投放推动的结果；经济活跃后非金融部门需求增长引起的信贷增长，通常会引起短期限的经营性融资比重上升。整体来，当前中国经济高增速主要是低基数的结果，经济活力的内在增强还在酝酿中，为呵护经济营造偏松信贷环境的政策取向不会变，因而中长期信贷的比重较高是稳定状态。1 月份人民币贷款增加 3.75 万亿元，其中，短期贷款和票据融资增加 7628 亿元，中长期贷款增加 29848 亿元，中长期贷款规模再度创出历史新高。

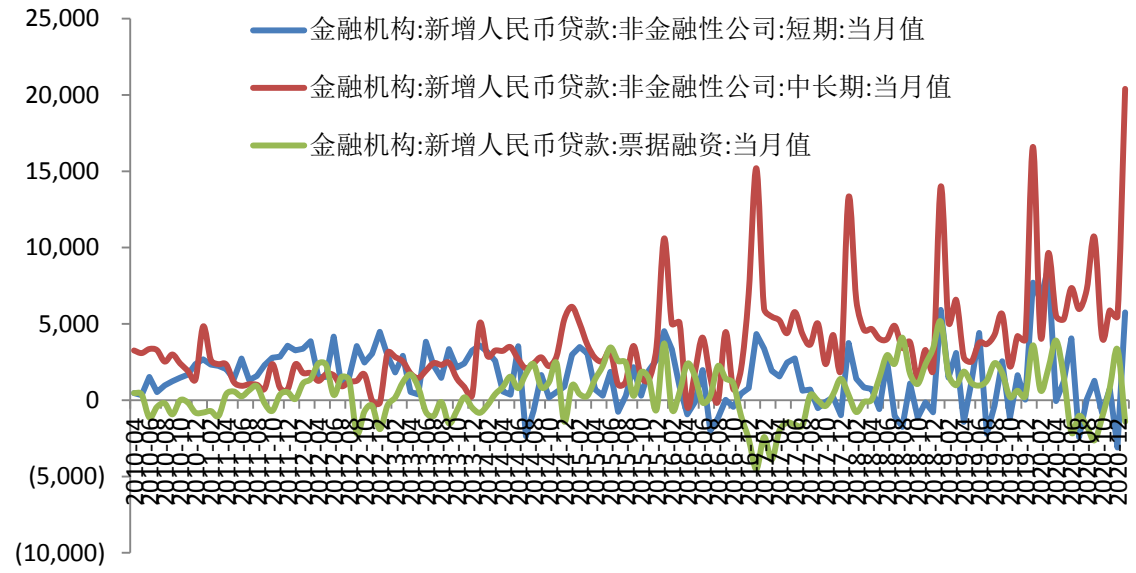
图 2　中国信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

企业部门信贷增长的长期化态势不变，表明政策性增长仍是企业部门信贷增长的主要原因。从企业部门看，经济进入复苏的 2 季度以来，信贷期限的长期化成为企业部门信贷投放的显著特征，这和疫情期间信贷期限均衡化的特征，构成了显著区别。2021 年 1 月份的企业部门信贷增长，叠加季节性因素后更加突出。当月企（事）业单位贷款增加 2.55 万亿元，其中，短期贷款增加 5755 亿元，中长期贷款增加 2.04 万亿元，票据融资减少 1405 亿元。中长期贷款主要用于信贷需求单位的投资支出，从中国信贷投放的实际情况看，基建投资和房地产领域的投放，是最为重要的增长领域。企业部门信贷趋于长期化，意味着楼市泡沫对信贷的吸引力仍然强大，楼市泡沫仍然吸纳了最多的新增信贷部分，实体经济中的商事主体融资紧张局面仍然难得到根本缓解，经济内在活力仍需要增强，亦表明中国当期经济运行仍处于底部阶段。

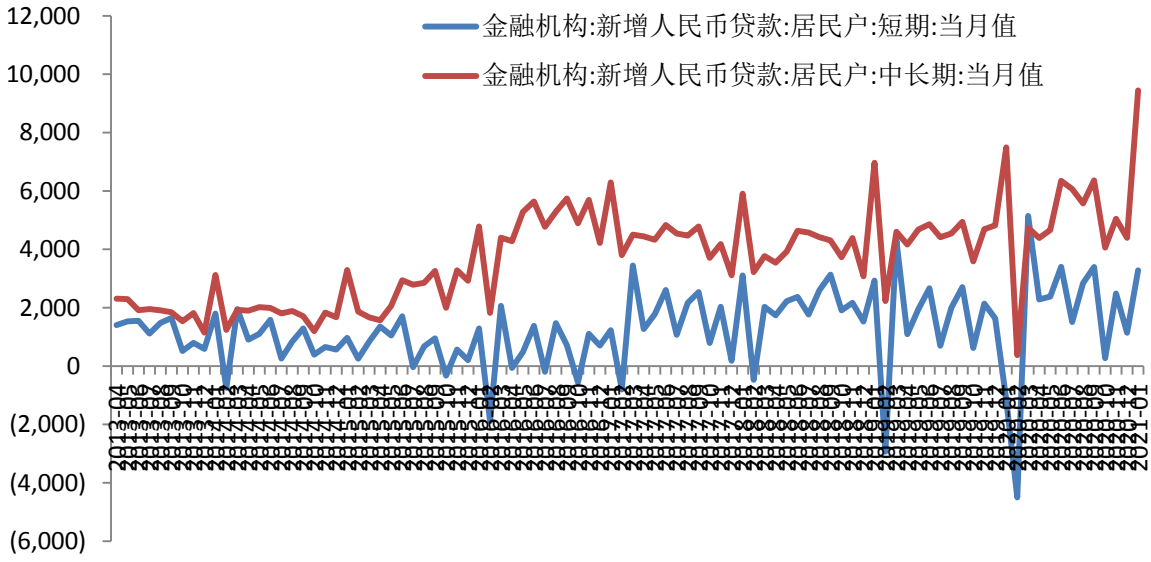
图 2　中国企业部门信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

居民部门信贷增长的分布亦维持了中长期为主的态势，表明房地产领域仍然是新增信贷的主要流向地，楼市泡沫对金融的“向心”吸引力仍相当强大，楼市“虚火”仍旺。从居民部门的信贷期限分布看，长期期限仍然是主流，按揭贷款增长仍然决定着居民信贷的增长状况。从居民部门信贷增长期限分布和楼市变化的情况看，房地产市场的繁荣和居民部门中长期信贷投放的增多是基本同步的。

图 4　中国居民部门信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源：Wind，　上海证券研究所

从房地产市场角度看，2020 年 2 季度以来，中国楼市成交已恢复到一个较高水平，并保持了平稳运行态势，楼市的活跃造就了居民部

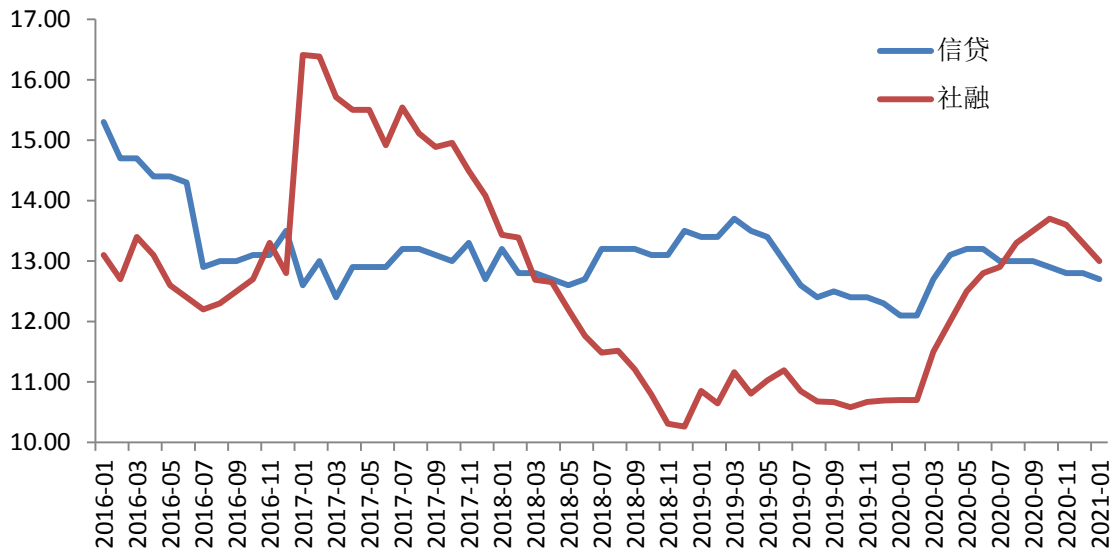
门信贷融资需求的高增长基础。基于投放比重，金融机构对房地产领域融资的“偏爱”一直存在；由于房地产市场的持续活跃，未来居民部门的信贷增长仍然将维持高位，房地产融资在金融市场中的重要性已会居前列。

事件影响：对经济和市场

4.宽信用延续

当前的“宽信用”，主要表现为社融增速超过信贷增速，即资本市场功能增强带来的金融发展和流动性宽松。中国货币当局坚持货币中性的当时，一直追求改善流动性分布结构，希冀通过发挥资本市场功能，发挥存量流动性结构改善的效应，达到“降杠杆”、“调结构”的多种政策目标。发挥资本市场功能提高货币积极性，意味着未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！货币存量过分充裕的状态，使得随着结构性货币政策效力的逐渐发挥，资本市场在实体经济中的融资作用进一步增强，使得中国流动性环境得以实现“紧货币”的同时，“宽信用”得到发展。在发挥资本市场功能的导向下，随着经济的复苏回升，金融市场融资多元化发展，使得信贷增长放缓的同时，社融增长继续保持了回升的态势，从而带来了“宽信用”局面的实现。

图 5　中国信用增长的变化（同比/月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

受益于资管新规等监管完善后的金融市场复苏， 2020 年以来，中国“宽信用”发展态势就逐步呈现——信贷增长保持平稳的同时，社融增长开始加速。2020 年 8 月份，中国社融增长结束延续 2 年多

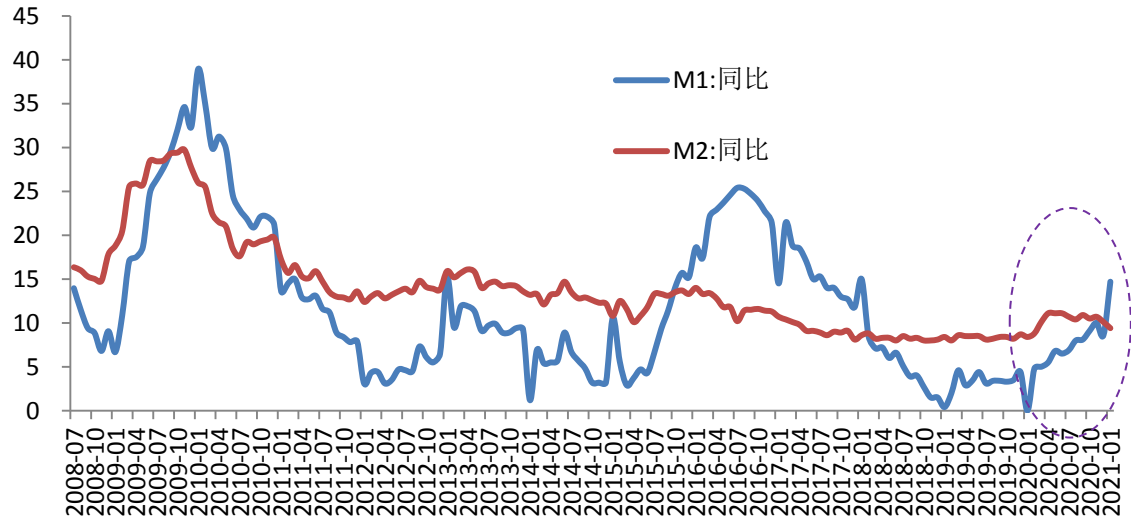
（自 2018 年 4 月起）的同比增长持续低于信贷增长状态，超越信贷增长，随后这一趋势进一步扩大，并与 2020 年 10 月达到高点。2020 年 12 月和 2021 年 1 月，社融增长超越信贷增长的差距虽有所缩小，但主要债券发行季节性减少的结果，并不具有趋势性。整体看，中国“宽信用”状态已然来临，说明中国货币结构性政策改善流动性结构的效力正在呈现，中国货币政策正常化也将得到延续。

5.货币金叉确认

从货币结构变化进程看，结合经济层面变化，货币层次结构改变的变化趋势，逐渐呈现了“货币金叉”状态——M1 从下方上穿 M2。笔者之前就指出，货币结构层面的组合形态变化，反映了经济状况的变化，疫情后中国经济在世界主要经济体中的优秀表现，以及中国经济的稳步回升态势，将带来货币增长结构呈现“货币金叉”状态。2020 年下半年后，M1 和 M2 间增长差距开始缩小，表明货币整体平稳中货币层次结构开始发生变化。2021 年 1 月，在季节性因素的作用下，M1 增速大幅度超越 M2 增速。从货币层次结构看，2020 年以来狭义货币增速（M1）持续回升，因此当前货币层次结构的变化，可以确定为“货币金叉”。

当经济走出底部回升时，企业经营活力上升，货币活性增加，故而 M1 会快于 M2 上升，在统计上就会表现为 M1 上穿 M2 的“货币金叉”现象。显然，疫情虽然延后了中国经济走出“底部徘徊”阶段的时间，但疫情后经济迅速复苏，使得经济持续回暖态势逐渐成形，使得 M1 持续超越 M2 增长，不仅是一种短期现象，而且成了一种趋势性特征。

图 6　中国货币增长层次结构的变化（同比/月，%）

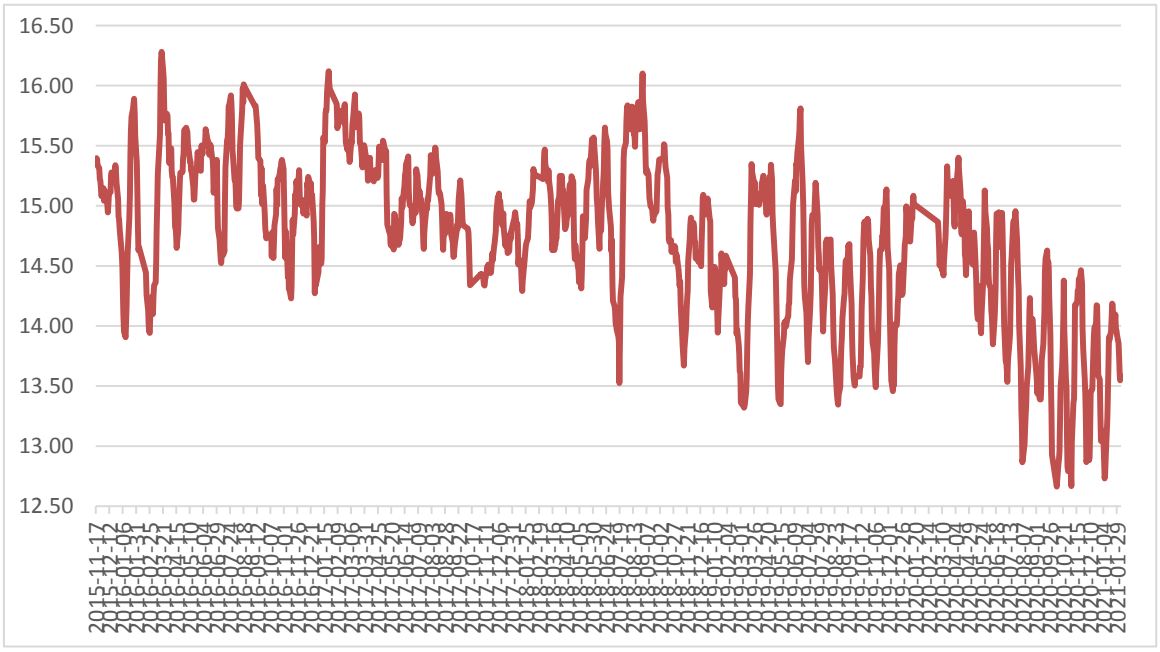


数据来源：Wind，　上海证券研究所

6.中小企业融资利率延续下行

由于楼市泡沫持续，当前实体部门特别是中小企业融资紧张局面仍未有根本改变，但在货币结构性政策发力下，虽然货币政策从疫情期间临时性宽松状态逐步后撤，中小企业融资利率逐渐下行趋势不变。疫情期间“直达”实体的货币创新工具得以保留，强调新增流动性投放实体的结构性政策延续，政策努力确保新增流动性流向实体经济，尤其是中小企业。从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍回升的场景下，中小企业融资利率延续了趋向下行局面！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走势看，中小企业借贷市场利率短期走势，继续了趋势性下降态势。

图 6 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

当前中小企业融资利率偏高局面仍没有改变，表明实体企业融资仍然难以有效竞争过房地产融资。在各方利益纠结下，虽然楼市泡沫仍未有得到控制迹象，政府对楼市政策的坚持给了市场比较一致和明确的预期，流动性结构分布逐渐改善，中小企业的融资环境逐渐得到好转。中国货币环境“存量过多、增量不足”的格局并没有改变，每次货币利率上升现象，都不是货币政策边际后撤过快，而是楼市泡沫持续对利率体系产生扭曲的结果。就中国金融市场上的现有利率体系看，楼市泡沫是整体利率水平在货币过分充裕下保持不降的根基！楼市泡沫使得房地产融资得以有旺盛的融资需求，并一直以比其它行业高的利率对外筹集资金；正是楼市泡沫造就了房地产强大和近乎无穷尽的高息 “吸水”能力，使得其它领域，尤其是中小企业等普惠金融领域的资金利率一直难以有效下降！

事件预测：趋势判断

7.年内降准、降息都会有

2021 年 1 月份，全国居民消费价格同比下降 0.3%，国工业生产者出厂价格同比上涨 0.3%，环比上涨 1.0%；工业生产者购进价格同比上涨 0.9%，环比上涨 1.4%。1 月份消费价格涨幅弱于预期，表明当前的涨价主要是季节性因素影响，疫情扰动对物价影响并无原先担忧的那么明显。从 CPI 环比变动幅度看，季节性涨价幅度仍在正常范围内，受基数效应影响，同比萎缩。受大宗商品价格持续回升，特别是近期煤炭价格的持续上行影响，未来 PPI 同比值将延续回升态势，市场对此或已形成共识。2021 年物价形态将有 2020 年的高 CPI、低 PPI 转变为高 PPI、低 CPI 组合。这种形态组合实际上是有利于工业经济效益改善的；物价形势变化并不改变货币政策走向，稳中偏紧的货币环境重新成为政策偏好。

中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。随着生猪养殖产业恢复正常，猪肉涨价进程显然已逆转；通胀拐点到来，以及核心 CPI 进一步下行，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

中国货币管理的核心问题，是基础货币投放的不足，当前货币增长维持平稳依靠货币乘数提高，而要维持货币乘数的高位，除了发挥资本市场功能外，降低准备金率仍是必不可少选项。

随着通胀预期回升和货币稳中偏紧预期的强化，债券市场低迷或进一步延续；权益市场受经济好转预期影响，将维持平稳中波动增加局面。中外疫情形势差异，使得中国经济的海外需求维持了旺盛局面；但由于高房价持续，经济转型推进较为缓慢，长期看的中国经济运行仍将维持缓升态势。在经济改善、融资成本下降带来的趋势性影响下，2021 年中国资本市场运行延续平稳中回暖态势不变。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。