

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，可以确认为“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
<b>Median</b>	<b>35000</b>	<b>10.0</b>	<b>12.7</b>
<b>Average</b>	34542	<b>10.0</b>	<b>12.7</b>
<b>High</b>	40000	10.5	13.0
<b>Low</b>	<b>30000</b>	<b>9.5</b>	12.5
<b>No of Forecasts</b>	27	26	12
<b>SHSC</b>	<b>33000</b>	<b>10.0</b>	<b>12.8</b>

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

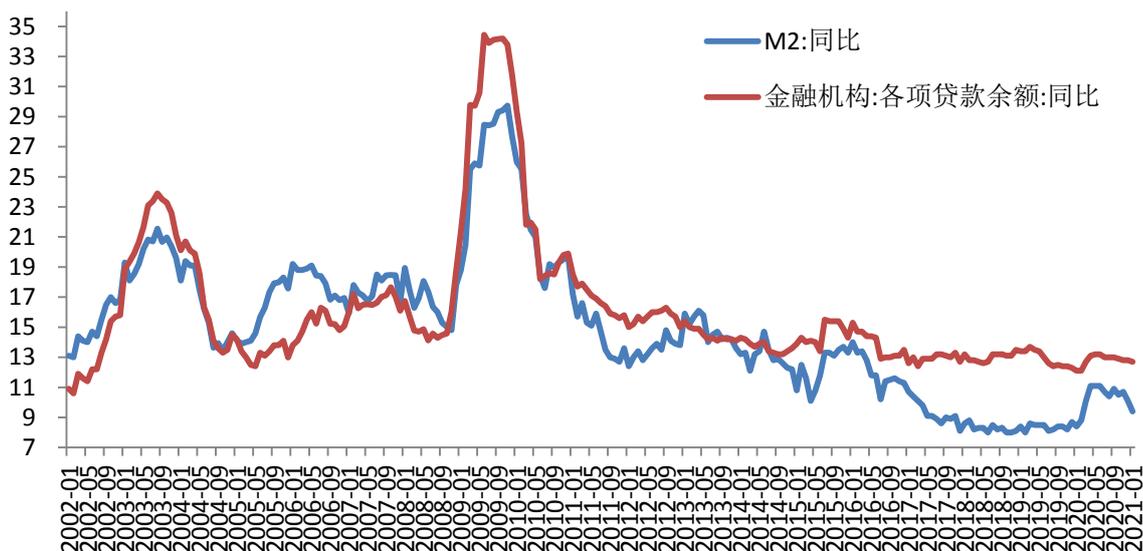
在经济低迷时期，在货币当局的逆周期管理政策下，信贷增长将在宽松政策基调下较快增长；同时受非金融机构部门经营放缓的影响，同样信贷和信用创造下，货币创造效应下降，从而货币增长落后于信贷增长。在经济繁荣时期则会体现相反态势。很久以来，笔者一直将信贷增长超过货币增长的两 者间组合状态，叫做“宽信贷、紧货币”，而将相反的组合名为“宽货币、紧信贷”。两种状态实际上

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

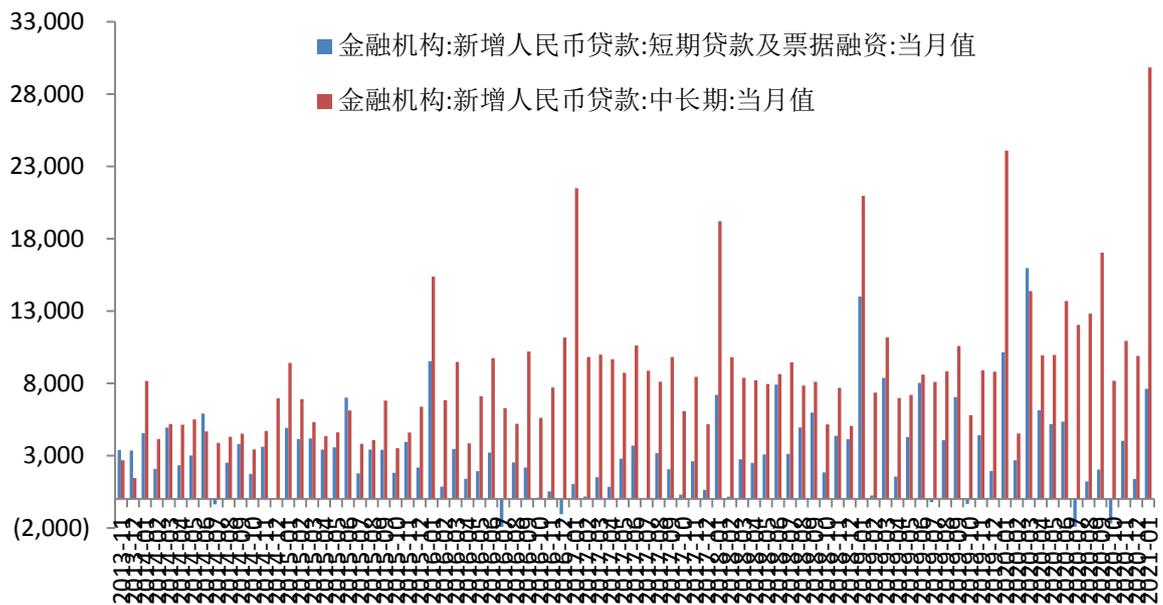
从货币增速的变化看，2020年货币增长的变化主要是政策调整的结果，并非市场活跃和经济行为个体活力增强。随着疫情期间临时性宽松货币政策的逐步退出，货币增速就逐渐回落，但信贷环境仍然较为宽松。原先笔者预期2021年两者间将会处于胶着状态——由于中国经济持续回暖的态势没有改变，因此预期两者的差距仍会缩小；按最新情况看，流动性市场上形成“宽货币、紧信贷”组合的可能性不大。

### 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。

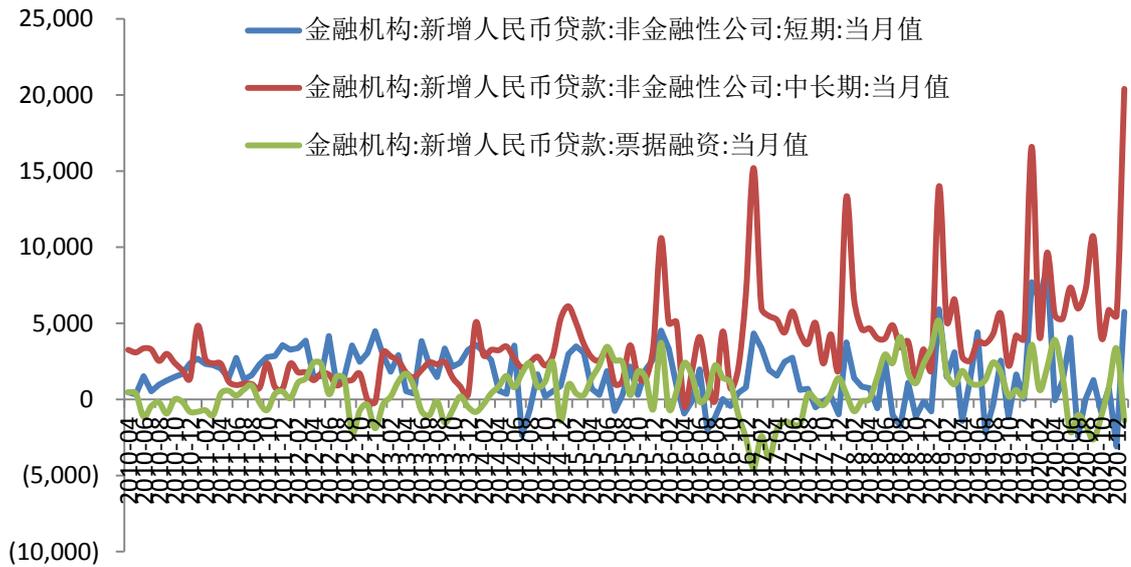
图 2 中国信贷增长的期限分布 (亿元)



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。

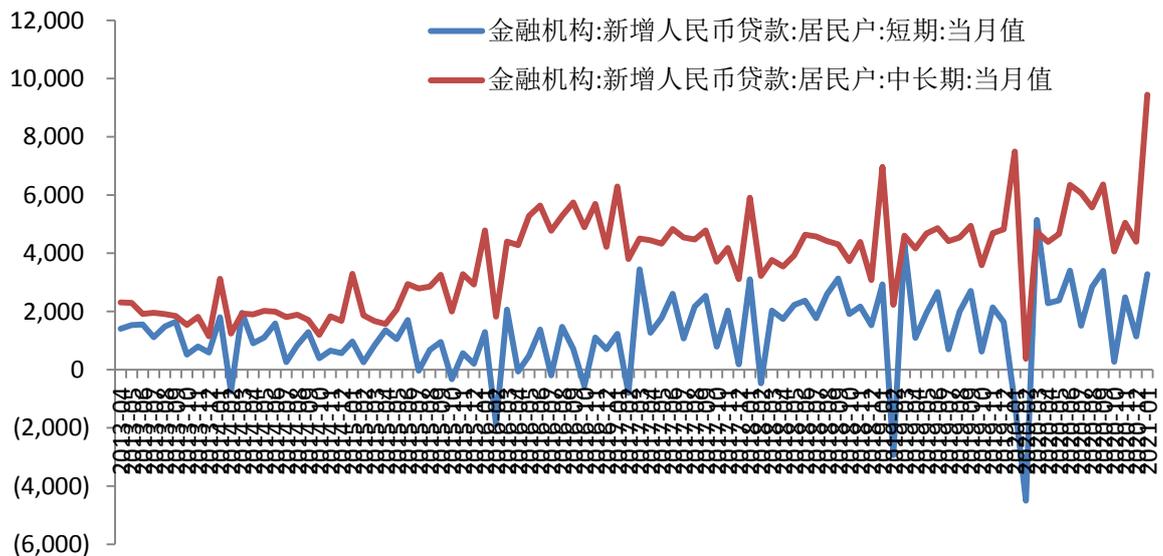
图2 中国企业部门信贷增长的期限变化 (亿元)



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

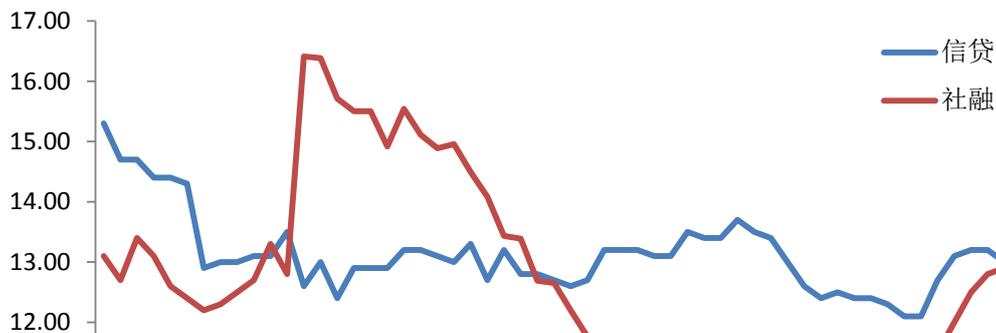
门信贷融资需求的高增长基础。基于投放比重，金融机构对房地产领域融资的“偏爱”一直存在；由于房地产市场的持续活跃，未来居民部门的信贷增长仍然将维持高位，房地产融资在金融市场中的重要性已会居前列。

## 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，%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_18083](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18083)

