

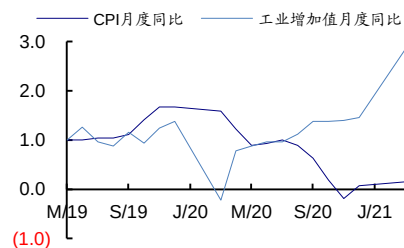
证券研究报告—宏观专题

宏观经济

宏观专题

2021 年 05 月 14 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	25.60
社零总额当月同比	34.20
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告：

《宏观专题—后疫情时代稳杠杆的内涵》
 ——2021-03-26
 《宏观专题报告：油铜“轮盘”》——2021-03-29
 《信用周期：从“二分法”到“三段论”》
 ——2021-04-08
 《当金融数据遇到基期效应：三点化解思路》
 ——2021-04-26
 《宏观专题报告：理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行？》——2021-04-08

证券分析师：王开

电话：021-60933132

E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

证券分析师：董德志

电话：021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

宏观专题

历史同期分位数法研判金融数据

● 市场对 2021 年金融数据的分析和对比尚未达成共识

如果用存量同比口径，无论是算术均值还是几何均值计算复合增速在年初研判时都有口径衔接的问题；新增值同比多/少增只能定向判断，且在不断走高的信贷和融资中枢影响下，纳入的历史时间越长可能对判断越无益。

● 笔者提供标准化同期分位数的思路，以观测今年金融数据

我们重点关注四类增量口径的金融数据，包含政府债的社融、不含政府债的社融、新增人民币贷款、社融口径下新增人民币贷款。通过纵向观测单月数值处在 2019-2020 年的分位点，再横向逐月对比边际变好还是变差，可以对今年 4 月起~四季度前的金融数据有更为量化的判断。上述四类数据 4 月分位点较 3 月分别下滑了 5%、5%、19% 和 23%，表示 4 月金融数据较 3 月有走弱，和存量同比反映的方向一致。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

1. 现存方法的问题.....	4
2. 标准化分位数对比的思路.....	5
国信证券投资评级.....	6
分析师承诺.....	6
风险提示.....	6
证券投资咨询业务的说明.....	6

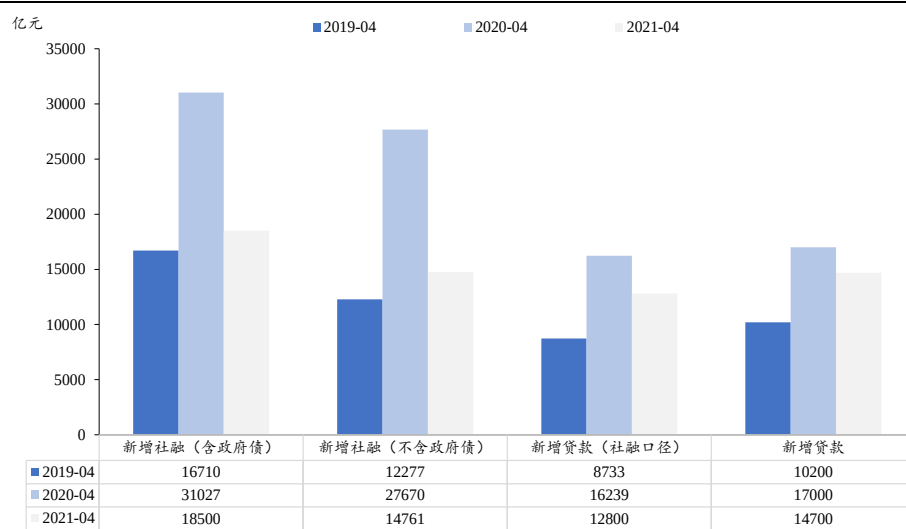
图表目录

图 1：四类金融数据 2021 年 4 月新增情况和过去两年比较	4
图 2：新增贷款季节性变化.....	4
图 3：新增贷款中枢在不断走高.....	4
图 4：3、4 月份新增社融、信贷处在过去两年间分位数及边际变化	5

1. 现存方法的问题

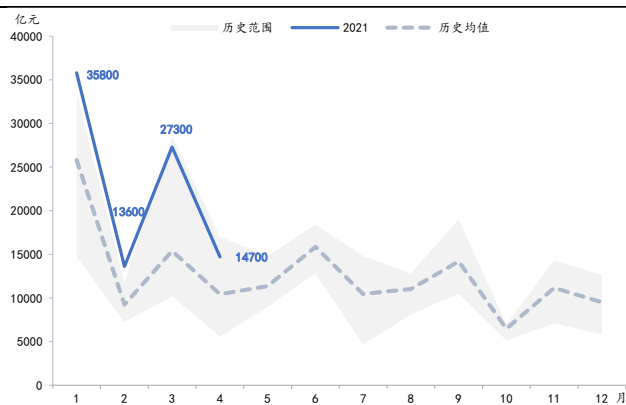
市场对 2021 年金融数据的分析和对比一直没有达成共识。(1) 如果用存量口径计算相对 2019、2020 两年复合同比增速（几何均值或者算术均值）的方法，则今年年初的社融或信贷复合增速和全年年底的同比水平对比来观测边际变化，有口径衔接的问题；将 2020 年底数据也转为两年增速后对比，则有人为“熨平”经济周期之嫌。(2) 单月的新增社融、信贷和 2019、2020 年同期比较同比多（少）增可以规避存量同比的基数效应，但只能定性观察，且增量介于两年同期水平之间时很难说是变好还是变坏了（图 1）。(3) 单月新增社融、信贷如果和过去多年同期均值、极值对比，由于中长期增量数据的中枢也是动态走高的，并不具备同期均值回归的特征，且边界容易突破。从这个角度上讲，纳入的历史信息越多，可能更容易带错今年的节奏（图 2-3）。

图 1：四类金融数据 2021 年 4 月新增情况和过去两年比较



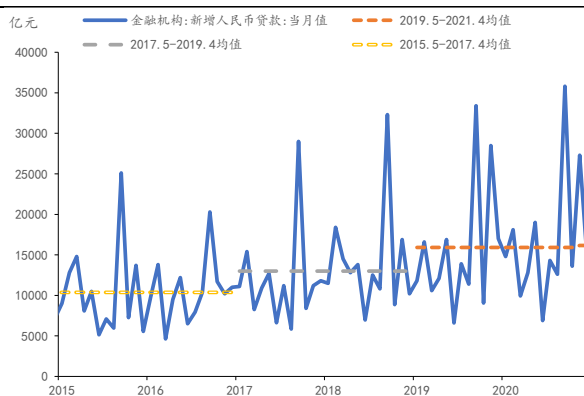
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：新增贷款季节性变化



资料来源：国统局，国信证券经济研究所整理。注：阴影部分和虚线分别表示 2016 年~2020 年同期的极值和均值。

图 3：新增贷款中枢在不断走高



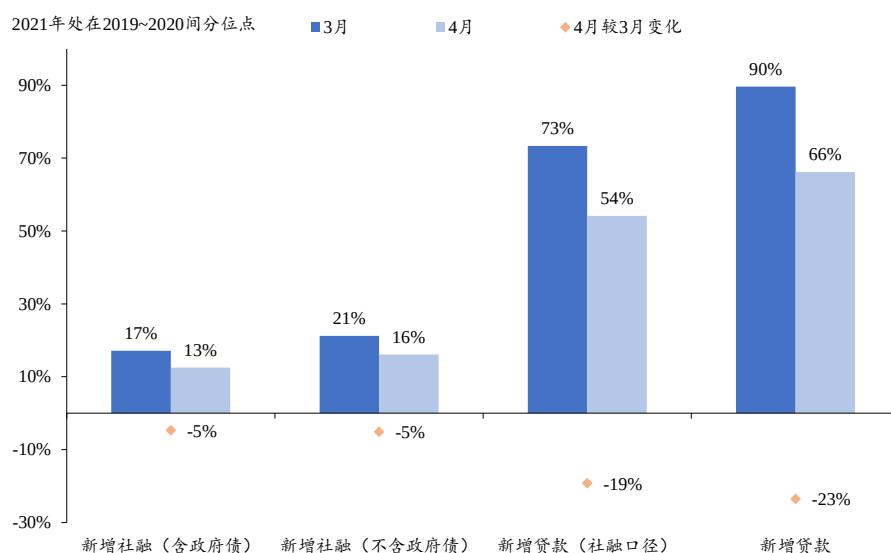
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

2. 标准化分位数对比的思路

基于此，笔者提供一种观测月度金融数据边际变化的新思路。(1) 在金融数据总量和分项中我们重点关注新口径社融(不含政府债)、老口径社融(含政府债)当月值，新增人民币贷款和社融中的人民币贷款数据四项；(2) 通过计算增量口径的数据处在 2019、2020 年同期的分位点(纵向)，并比较逐月分位点边际的变化(横向)，来推断当月金融数据是在向好还是变差。由于开年 1-2 月融资和信贷数据远超出历史同期水平，因此分位数仅能从 3 月开始观测，在对比边际变化时则要从 4 月开始。这一标准化的方法适用时点预计在 4 季度之前，过去两年四季度新增数据的基数较低，今年底可能实现同期反超。

4 月金融数据走弱，和同比反映的方向相同。根据上述方法，4 月新、老口径社融，新增贷款、社融口径新增贷款处在过去两年同期分位点较 3 月分别下降了 5%、5%、19%和 23%，因此 4 月金融数据反馈的信用环境、信贷派生是在走弱的。

图 4：3、4 月份新增社融、信贷处在过去两年间分位数及边际变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

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_19594

