

如何解读央行金融统计数据新闻发布会？

——宏观周观点

研究结论

- 2020 年 1 月 15 日，2020 年金融统计数据新闻发布会召开，央行副行长陈雨露介绍了 2020 年金融指标和金融体系运行的相关情况，并解答了几个市场高度关注的问题：
- 对于 2021 年货币政策的定调，会议延续了前期“稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度，继续保持对经济恢复必要的支持力度”，“坚持稳字当头，不急转弯”，以及“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。值得注意的是，总量的货币政策工具中提到了存款准备金率，且会议提及“不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高”，预示着今年央行可能不会采取降低存款准备金率的方式保持流动性合理充裕。另外，货币政策结构方面提出的“稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策”表明一些前期推出的非常规货币政策将有序退出，退出过程中将避免对实体经济造成冲击，但是对小微企业的政策支持将持续。
- 陈雨露在发布会上对“货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”做出了解释，结合前期货币政策司司长孙国峰发表的《健全现代货币政策框架》一文，我们认为有几点重点：**1) 潜在名义 GDP 增速是货币政策的锚；2) 基本匹配不等于完全相等**，M2 和社会融资增速可以略高于或低于名义经济增速，这也是逆周期调节政策的要求；基本匹配是中长期概念，在操作上体现为年度基本匹配；3) 《健全现代货币政策框架》一文中提到 2018-2019 年实现了 M2 和社会融资规模平均增速与名义经济增速基本匹配，2018 年平均 M2、平均社会融资规模和名义 GDP 的增速分别为 8.3%、11.8% 和 8.9%；2019 年三者分别为 8.4%、10.8% 和 10.1%；**4) 2021 年要保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。考虑到今年名义经济增速将在经济复苏和基数效应下高增，尤其是一季度，而“基本匹配”是全年的视角，同时货币供应量也可以略低于名义经济增速，因此货币政策常态化的过程不会单纯受到经济高增长的影响。**
- 2020 年底，M1 余额同比增长 8.6%，较上年上升 4.3 个百分点，其中单位活期存款占 M1 的比重有九成。央行指出 M1 增速较大幅度上升有三方面的原因：一是传统制造业、批发零售业等在稳企业、保就业的结构性政策支持下获得了大量资金支持，这些资金稳定了企业的现金流；二是项目实施滞后于筹资；三是存款产品的规范推动了活期存款的增加，2019 年 10 月以来，金融管理部门持续对结构性存款等产品进行规范，部分资金流向了活期存款中的协定存款。**从央行对 M1 提升的解释来看，现阶段 M1 增长和下降难以体现企业活跃度的改变，更多的是政策等因素的干扰。**
- 2021 年央行将延续去年对房地产的金融调控政策，同时实施好房地产金融审慎管理制度。房地产监管方面的增量是完善住房租赁金融政策，2020 年底的中央经济工作会议中明确要通过租赁住房解决好大城市住房的突出问题，预计 2021 年央行将落实对租赁住房的金融支持。

风险提示

- 高度不确定的疫情发展状况影响经济复苏，从而影响货币政策的制定；
- 海外货币政策和环境超预期收紧。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 01 月 19 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

强劲的出口有望延续	2021-01-15
2021 年央行有哪些工作重点？	2021-01-14
食品和大宗商品价格反弹促使通胀回升	2021-01-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2020 年 1 月 15 日，2020 年金融统计数据新闻发布会召开，央行副行长陈雨露介绍了 2020 年金融指标和金融体系运行的相关情况，并解答了几个市场高度关注的问题。总体上看，央行认为 2020 年货币、信贷增长基本实现年度目标；信贷结构优化，对制造业企业和小微企业的支持力度加大；实体经济融资成本明显下降，2020 年末全国企业贷款加权平均利率为 4.61%，创 2015 年有统计以来的最低水平；金融支持“三大攻坚战”成效显著。

2021 年货币政策的定调

对于 2021 年货币政策的定调，会议延续了前期“稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度，继续保持对经济恢复必要的支持力度”，“坚持稳字当头，不急转弯”，以及“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。总量的角度，利用存款准备金率、再贷款再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具保持广义货币 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；结构的角，加强金融对实体经济的支持力度，一方面稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策，另一方面加大对科技创新、小微企业和绿色发展等重点领域的金融支持；货币政策传导的角度，深化利率汇率市场化改革，推动综合融资成本稳中有降。

值得注意的是，总量的货币政策工具中提到了存款准备金率，且会议提及“不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高”，预示着今年央行可能不会采取降低存款准备金率的方式保持流动性合理充裕。另外，货币政策结构方面提出的“稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策”表明一些前期推出的非常规货币政策将有序退出，退出过程中将避免对实体经济造成冲击，但是对小微企业的政策支持将持续（近日央行联合银保监会等五部委下发通知，决定继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策至 2021 年 3 月 31 日，以提升实体经济复苏的持续性）。

总的来看，“稳健”、“灵活精准”和“合理适度”的表述意味着货币政策的边际变化将平稳有序，保持对实体经济和重点领域强有力的支持，降准的概率较低。

如何理解货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配？

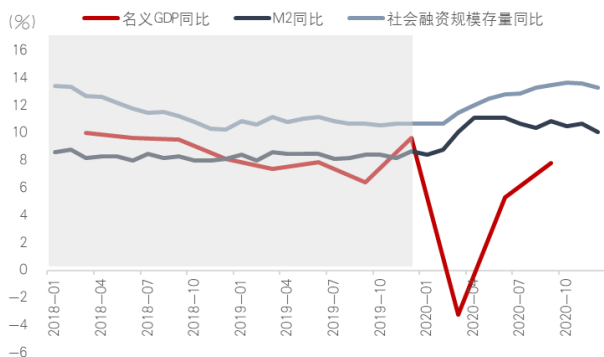
陈雨露在发布会上对“货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”做出了解释，结合前期货币政策司长孙国峰发表的《健全现代货币政策框架》一文，我们认为有儿方面的重点：
1) 潜在名义 GDP 增速是货币政策的锚，《健全现代货币政策框架》中指出，在高质量发展阶段，实际的名义经济增速和反映潜在产出的名义经济增速应当大体一致。但在受到严重冲击时，名义经济增速可能会偏离反映潜在产出的名义经济增速，货币政策就要参照后者，支持经济增长回归潜在增速。

2) 基本匹配不等同于完全相等，M2 和社会融资规模增速可以略高于或低于名义经济增速，这也是逆周期调节政策的要求；基本匹配是中长期概念，在操作上体现为年度基本匹配。

3) 《健全现代货币政策框架》一文中提到 2018-2019 年实现了 M2 和社会融资规模平均增速与名义经济增速基本匹配，2018 年平均 M2、平均社会融资规模 and 名义 GDP 的增速分别为 8.3%、11.8% 和 8.9%；2019 年三者分别为 8.4%、10.8% 和 10.1%。

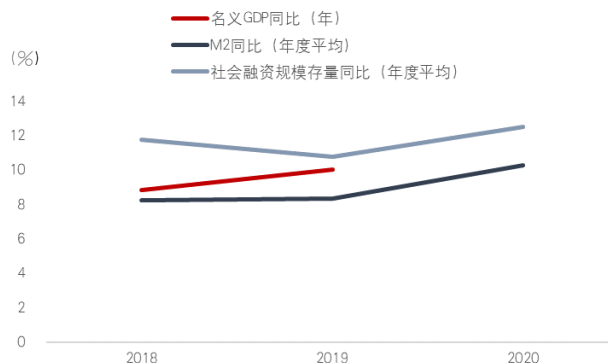
4) 2021 年要保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。考虑到今年名义经济增速将在经济复苏和基数效应下高增，尤其是一季度，而“基本匹配”是全年的视角，同时货币供应量也可以略低于名义经济增速，因此货币政策常态化的过程不会单纯受到经济高增长的影响。

图 1：M2、社融增速和名义经济增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：平均 M2、平均社融增速和名义经济增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

M1 为何跃升？

2020 年底，M1 余额同比增长 8.6%，较上年上升 4.3 个百分点，其中单位活期存款占 M1 的比重有九成。央行指出 M1 增速较大幅度上升有三方面的原因：一是传统制造业、批发零售业等在稳企业、保就业的结构性政策支持下获得了大量资金支持，这些资金稳定了企业的现金流，2020 年 11 月末，制造业和批发零售业活期存款同比增速 16.5%，新增额占全部单位活期存款的比重是 30%；二是项目实施滞后于筹资；三是存款产品的规范推动了活期存款的增加，2019 年 10 月以来，金融管理部门持续对结构性存款等产品进行规范，部分资金流向了活期存款中的协定存款。

从央行对 M1 提升的解释来看，现阶段 M1 增长和下降难以体现企业活跃度的改变，更多的是政策等因素的干扰。

如何看待今年的通胀形势？

陈雨露表示 2020 年末 CPI 环比涨幅回升的原因在于猪肉价格和成品油上涨的共同推动，但是中长期来看，生猪产能已经恢复到正常年份的水平，未来 CPI 环比持续大幅上涨的可能性较小；关注核心 CPI 的变化，核心 CPI 仍处于低位，未来随着国内消费需求逐渐复苏释放，核心 CPI 有望继续回升；2021 年物价水平大概率会保持温和上升，受基数影响，将表现为先升后稳的走势，这也符合我们前期的判断。

疫情发生以来，核心 CPI 不断下降且未见拐点，低位的核心 CPI 反映疫情对消费的影响依旧持续。从目前的疫情发展状况来看，核心 CPI 或将继续保持低位徘徊。

图 3：核心 CPI 的走势 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

房地产政策是否会有转变？

2020 年央行加强了对房地产的金融调控，房地产贷款余额增速连续 29 个月回落，房地产贷款增速 8 年来首次低于各项贷款增速，新增房地产贷款占各项贷款比重从 2016 年的 44.8% 下降到 2020 年的 28%。2021 年央行将延续去年对房地产的金融调控政策，同时实施好房地产金融审慎管理制度。房地产监管方面的增量是完善住房租赁金融政策，2020 年底的中央经济工作会议中明确要通过租赁住房解决好大城市住房的突出问题，预计 2021 年央行将落实对租赁住房的金融支持。

风险提示

高度不确定的疫情发展状况影响经济复苏，从而影响货币政策的制定；
海外货币政策和环境超预期收紧。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_57

