

2022年03月17日

## 2月经济金融数据点评

## 事件点评

### 投资要点

- ◆ 2022年2月份制造业投资增速显著回升。今年1-2月份固定资产投资完成额累计同比12.2%，其中制造业投资累计同比20.9%、基建投资累计同比8.6%。制造业中，汽车制造业同比增幅11.3%，为细分行业最低增速。基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长8.1%。
- ◆ 金融数据整体尚可，但结构分化明显。2月新增社融规模1.19万亿元、比去年同期少增5315亿元，社融同比增速10.21%。信贷数据方面，人民币贷款余额同比11.4%、当月新增信贷1.23万亿，当月分项的结构分化加大，其中住户中长期贷款-459亿、比去年同期少增4572亿、为历史首次负增长；企业中长期贷款规模5052亿、比去年同期少增5948亿；企业票据融资3052亿、比去年同期多增4907亿。
- ◆ 结合社融和信贷数据来看，实体经济信贷需求有缩减迹象，主要是因为（1）居民中长期贷款主要为购置房屋按揭贷款，意味地产调控对居民购房热度已产生显著影响，一方面是房住不炒政策开始被需求端所接受，带来整体性购房意愿减弱，另一方面则是尽管部分城市首套和限购松动，但未能从居民中长期贷款增量上得到验证，可以合理推定购房需求适度松绑的利好尚未触达地产企业；（2）今年一月份新增社融较高，其中有很大一部分因为银行去年底存留项目到一月集中投放，同时考虑到二月份春节假日也会提前投放一部分原本应在二月份投放的额度，在当月新增信贷规模上表现为1月数据偏高、2月数据偏低的局面；（3）季节性和高基数的共同作用，一方面2月份是季节性的低位水平、同时去年2月同期新增1.72万亿也加大了同比的基数效应。
- ◆ 关注地产调控边际改善的具体措施。自从“地产三条红线”实施以来，市场对于地产调控的边际松动高度敏感，交易博弈心态较重。随着近期政策表态的清晰，要在短期内保障经济稳定增长，（1）首选是货币政策的定向宽松，如通过下调公开市场操作利率5-10bp来降低银行融资成本、通过引导贷款利率下行来释放企业中长期信贷需求；（2）同时，对于当前受到较强金融约束的地产行业，也有望在监管红线口径上获得进一步边际放松，从而提振居民中长期信贷。而至于市场预期全面降息，由于基准利率对内外部市场产生多种强度不一的传导路径，还要结合其他国家的货币政策综合考量，短期内推出的难度较大。
- ◆ 策略建议。利率市场方面，10年期国债利率中枢将维持在2.80%水平、波动区间在2.6-2.9%。期限结构上，短端保持稳定、长端窄幅波动的稳定形态。政策信号具有较强的主观性、并可能根据当前经济形势而有所变化，但政策目的仍然是围绕逆/跨周期的调节功能，对经济趋势进行一定程度的平滑。这在客观上构成了市场的阶段性行情的来源。投资者有必要关注政策预期和由此带来的市场情绪，积极介入阶段性偏离长期趋势的交易时机。

### 分析师

崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001  
021-20377098

### 相关报告

2022年2月物价数据点评 2022-03-10

2022年2月PMI数据点评 2022-03-02

碳减排支持力度加强，市场流动性将改善  
2021-11-09经济稳步复苏态势未改，新兴领域增长动能  
依旧强劲 2021-07-15社融重新开启扩张，货币政策再度转向宽松  
2021-07-11

## 内容目录

一、2月份经济形势回顾.....	3
(一) 经济增长方式逐步切换, 回归工业制造.....	3
(二) 金融数据整体尚可, 但结构分化明显.....	4
(三) 制造业投资增速显著回升, 基建投资发力可期.....	6
二、货币政策跟踪.....	7
(一) 稳资金: 为金融体系创造稳定利率体系.....	7
(二) 稳信贷: 为经济增长创造合适的货币环境.....	8
三、月度展望与策略建议.....	9

## 图表目录

图 1: 工业增加值具有较强的计划性.....	4
图 2: 工业产能利用率和商品价格是主要扰动项.....	4
图 3: 当月新增社融规模(亿元).....	4
图 4: 新增社融分项对比(亿元).....	4
图 5: 住户短期信贷和中长期信贷(亿元).....	5
图 6: 企业短期信贷和中长期信贷(亿元).....	5
图 7: 货币供应量 M1 与 M2 的缺口有所收窄.....	5
图 8: 人民币信贷与固定资产投资保持较好的同步关系.....	6
图 9: 制造业、基础设施建设和房地产是制造业投资完成的主要分项.....	6
图 10: 货币市场利率围绕央行逆回购利率窄幅波动.....	8
图 11: 一年期 AAA 存单利率保持在 MLF 水平下方窄幅波动.....	8
图 12: 广义流动性缺口趋于收窄.....	9
图 13: 商业银行主动负债成本显著下降.....	9
表 1: 各行业对 GDP 贡献率(%).....	3
表 2: 央行披露的结构化货币政策工具.....	7

## 一、2 月份经济形势回顾

### （一）经济增长方式逐步切换，回归工业制造

工业和信息技术行业的重要性重新提高。从经济增长的最重要观测指标 GDP 来看，近四年来贡献率前四大行业包括工业、批发零售业、其他服务业和信息技术业等，合计贡献率占比 70% 以上（2020 年受疫情影响部分行业贡献率为负数，故前四名合计占比超 100.3）。

其中，工业贡献率在 200-2015 年期间年均贡献率 42%，而在 2016-2019 期间跌落 30% 以下水平，自 2020 年制造业强国政策到乡下，工业对 GDP 贡献率迅速回升到 36% 以上。同期，地产贡献率自 2018 年降至 3.6% 之后，就保持在 5% 以内。在当前政策预期下，地产行业在经济发展有其必须且合理的产业地位，但考虑到当前地产行业面临的库存规模、融资压力及监管红线等要求，仍需较长时间予以消化。在此期间，地产行业将保持较低的贡献率。

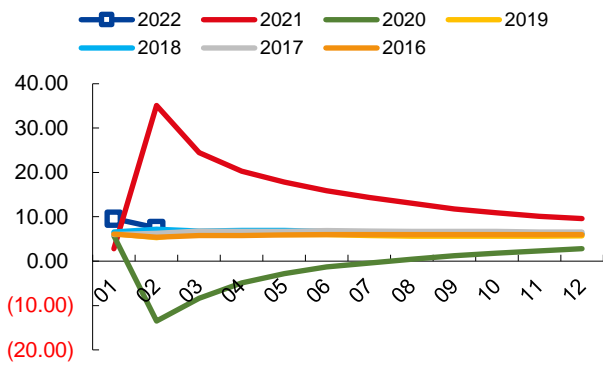
表 1：各行业对 GDP 贡献率（%）

对 GDP 贡献率	2000-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
工业	42.23	28.30	29.30	30.10	26.89	36.59	36.51
其他服务业	18.29	17.10	17.30	17.70	18.74	7.11	12.79
批发和零售业	10.23	11.00	11.10	9.80	9.27	-4.21	13.20
信息传输、软件和信息技术服务业	---	6.20	7.90	11.90	11.60	29.87	7.99
房地产业	4.09	7.90	6.70	3.60	3.13	4.48	4.64
交通运输、仓储和邮政业	4.56	4.50	6.20	5.50	4.88	1.67	5.97
金融业	6.88	5.70	5.60	5.60	8.67	21.99	4.88
租赁和商务服务业	---	5.00	5.00	4.90	4.77	-3.99	2.44
农林牧渔业	4.91	4.50	5.00	4.20	4.02	11.87	7.03
建筑业	7.01	7.80	3.90	5.00	6.33	9.33	1.85
住宿和餐饮业	1.84	2.00	2.20	1.80	1.69	-14.70	2.69
<b>前四名行业合计占比</b>	<b>77.70</b>	<b>64.30</b>	<b>65.60</b>	<b>69.50</b>	<b>66.50</b>	<b>100.30</b>	<b>70.49</b>

资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

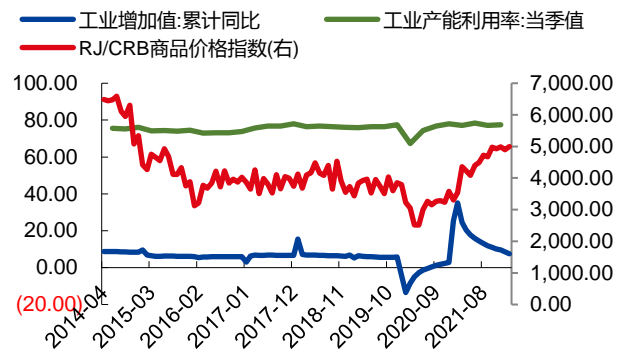
工业增加值指标作为 GDP 的高频观测指标，与 GDP 同比保持高度一致，具有很好的代理指标的特征。影响工业增加值的因素主要包括产能利用率和原材料价格。从数据看，我国工业产能利用率基本保持在 75% 左右正常水平，这一因素对工业增加值的影响基本稳定。自 2020 年以来，原材料价格波动开始成为一个重要的影响因素。因疫情冲击，全球生产从停工到逐步恢复，大宗商品价格也经历了一次底部回升、快速上涨的半周期，给工业增加值指标带来了较为明显的扰动。2020 年商品价格处于偏低水平，工业增加值跟随产能利用率而迅速恢复，而 2021 年以来，在商品价格涨幅继续扩大和 2020 年低基数效应作用下，工业增加值出现较快降幅。2021 年三季度受政策调控，商品价格趋于平稳，工业增加值同比得以保持。

图 1：工业增加值具有较强的计划性



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

图 2：工业产能利用率和商品价格是主要扰动项



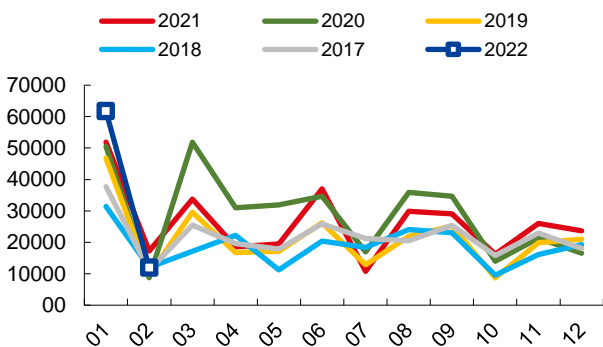
资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

## （二）金融数据整体尚可，但结构分化明显

2月新增社融规模 1.19 万亿元、比去年同期少增 5315 亿元，社融同比增速 10.21%。信贷数据方面，人民币贷款余额同比 11.4%、当月新增信贷 1.23 万亿，当月分项的结构分化加大，其中住户中长期贷款模-459 亿、比去年同期少增 4572 亿、为历史首次负增长；企业中长期贷款规模 5052 亿、比去年同期少增 5948 亿；企业票据融资 3052 亿、比去年同期多增 4907 亿。

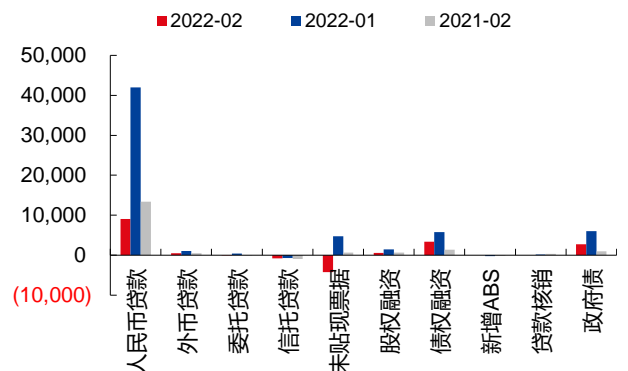
结合社融和信贷数据来看，实体经济信贷需求有缩减迹象，主要是因为（1）居民中长期贷款主要为购置房屋按揭贷款，该分项负增长意味地产调控对居民购房热度已产生显著影响，一方面是房住不炒政策开始被需求端所接受，带来整体性购房意愿减弱，另一方面则是尽管部分城市首套和限购松动，但未能从居民中长期贷款增量上得到验证，可以合理推定购房需求适度松绑的利好尚未触达地产企业；（2）今年一月份新增社融较高，其中有很大一部分因为银行去年底存留项目到一月集中投放，同时考虑到二月份春节假日也会提前投放一部分原本应在二月份投放的额度，在当月新增信贷规模上表现为 1 月数据偏高、2 月数据偏低的局面；（3）季节性和高基数的共同作用，一方面 2 月份是季节性的低位水平、同时去年 2 月同期新增 1.72 万亿也加大了同比的基数效应。

图 3：当月新增社融规模（亿元）



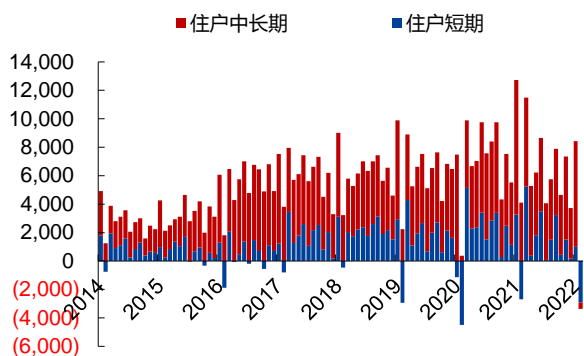
资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

图 4：新增社融分项对比（亿元）



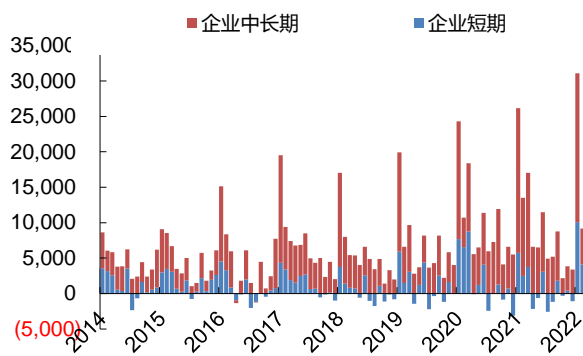
资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

图 5：住户短期信贷和中长期信贷（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

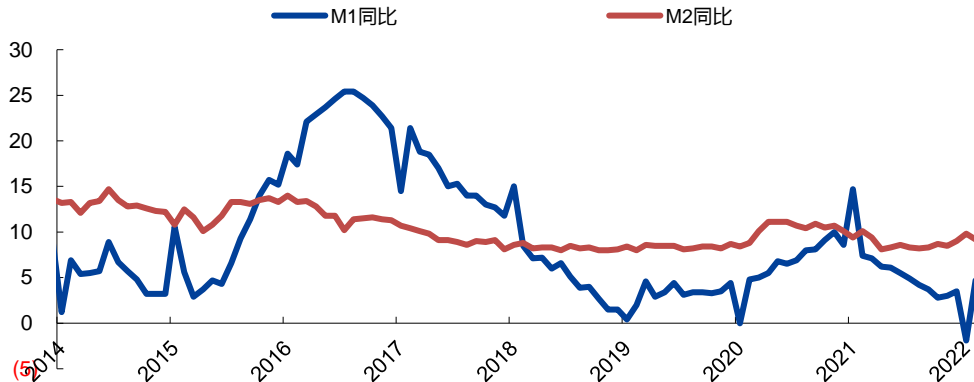
图 6：企业短期信贷和中长期信贷（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

2 月份，广义货币供应量 M2 当月净增 10477 亿、同比增速 9.2%、较前下滑 0.6 个百分点，M1 余额当月净增 7740 亿、同比增速 4.7%、较前上升 6.6 个百分点。M1 中的企业活期存款主要是企业经营回款和企业融资资金，M1 增幅回升，也表明企业流动资金较为充足。但本月 M2 同比数据偏低，显示出企业不急于投资。但信用扩张意愿是否存在边际变化，仍需更多观察以判断实体投资和信用扩张的意愿。

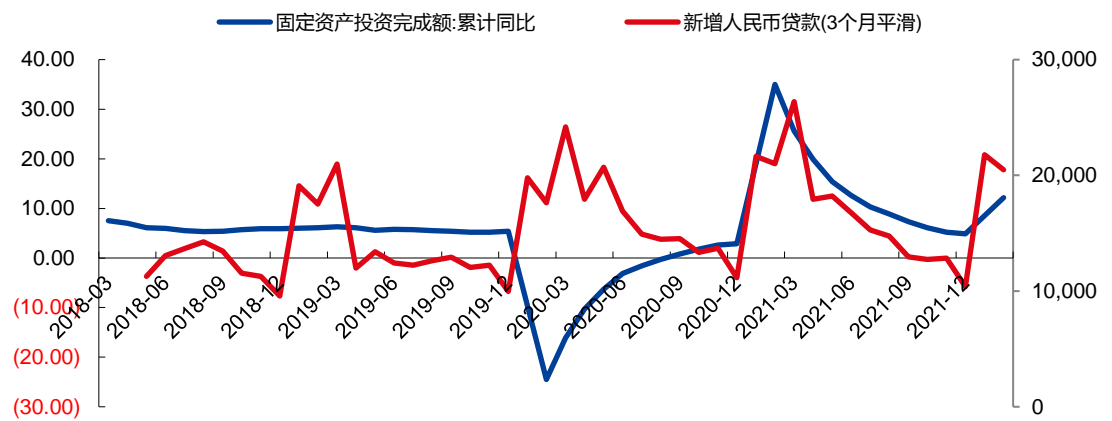
图 7：货币供应量 M1 与 M2 的缺口有所收窄



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

信贷资金扩张对投资拉动作用越来越显著。对新增人民币贷款进行 3 个月平滑后，基本可以与固定资产投资同比保持较好的同步性。特别是近 2 年来，新增信贷投放规模几乎决定了固定资产投资的同比的拐点，同时信贷发力的时点有所提前，形成较好的托举效果。

图 8：人民币信贷与固定资产投资保持较好的同步关系



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

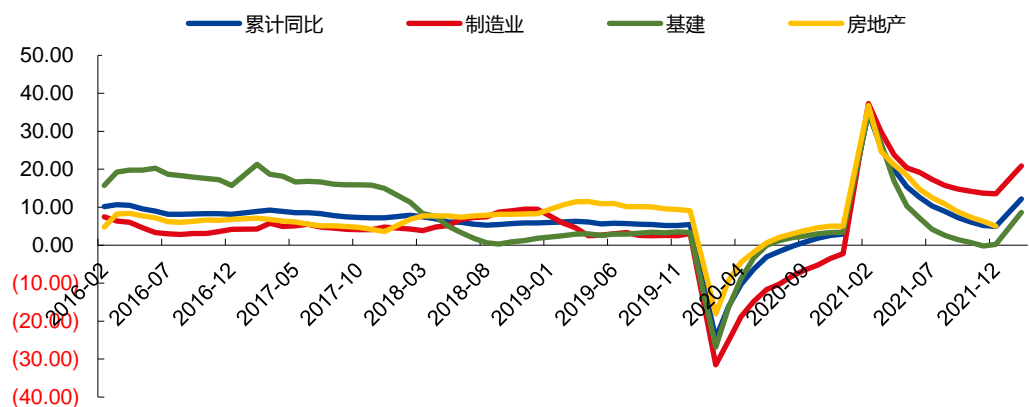
### （三）制造业投资增速显著回升，基建投资发力可期

在固定资产投资完成额中，制造业、基建和房地产三个领域占比近 80%（2017 年制造业固定资产投资 18.8 万亿、基建投资 15.2 万亿、房地产 13.5 万亿，合计占当年固定资产投资完成额 59.6 万亿的 80.3%）。

今年 1-2 月份固定资产投资完成额累计同比 12.2%，其中制造业投资累计同比 20.9%、基建投资累计同比 8.6%、地产投资累计同比 5.0%（未公布，2021 年 12 月数据）。制造业中，汽车制造业同比增幅 11.3%，为细分行业最低增速。

基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 8.1%，其中水利管理业投资增长 22.5%，公共设施管理业投资增长 4.3%，道路运输业投资增长 8.2%，铁路运输业投资下降 8.0%。主要是因为 1-2 月为节假日窗口和防疫管控措施影响，基建投资尚未全面恢复，预计下期数据将有所好转。同时，考虑到政府对新型基建支出的强调，可以预计基建口径的投资增速将持续上升。

图 9：制造业、基础设施建设和房地产是制造业投资完成的主要分项



资料来源：同花顺 iFind，华金证券研究所

## 二、货币政策跟踪

理论上，货币政策的总量工具具有操作对象无差别、全范围影响的特点，对资本市场具有较大的冲击作用，具有极大的权威性。而疫情以来，高层反复强调“精准滴灌”，与之相应的，货币政策也开始积极探索结构化货币政策工具的道路。显而易见，结构工具可以根据操作对象、操作范围、目的要求，以及政策参数的配置组合，灵活实现差异化和结构化的政策意图，从而创造出更全面的操作空间。

这背后反映了央行的货币政策理念不断演进，除了完成定位总量工具的基本职能，如建设通畅的利率传导体系、市场定价体系、货币供应规模和经济增长匹配等，还要在促进实体发展方面取得实质性效果。考虑到实体所处内外部环境差异性极强，难以使用普适性的政策措施，从央行角度就很有必要有针对性的创设富有针对性的工具或组合，通过代理机构群体（商业银行）定向投放的方式实现直达实体。为了避免资金混用，还嵌入较多事前、事中和事后控制和评价措施，诸如按投放资金予以奖励、按投放资金补贴利息、先投放后申领等，以最大限度地保障定向和直达效果，从而获得较为客观的效果观察，以便后续优化。

表 2：央行披露的结构化货币政策工具

2021 年以来央行实施的结构化工具
● 2021 年二季度货币政策执行报告：增加 2000 亿元再贷款，支持区域协调发展
● 2021 年 9 月 1 日晚，国常会会议公告：增加 3000 亿元支小再贷款额度
● 2021 年 12 月 28 日，央行工作会议公告：落实并适当延期两项直达货币政策工具（一是对到期的普惠小微企业贷款，由企业和银行自主协商延期还本付息，对办理贷款延期还本付息的地方法人银行按规定给予激励，激励比例为贷款本金的 1%。二是对符合条件的地方法人银行发放小微信用贷款，继续按本金的 40% 提供优惠资金支持）。
● 2021 年 11 月 17 日晚，国常会会议公告：创设碳减排支持工具，设立支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。人民银行按贷款本金的 60% 向金融机构提供资金支持，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次。
● 2021 年二季度货币政策执行报告：增加 2000 亿元再贷款，支持区域协调发展
● 2021 年 9 月 1 日晚，国常会会议公告：增加 3000 亿元支小再贷款额度
● 2021 年 12 月 28 日，央行工作会议公告：落实并适当延期两项直达货币政策工具（一是对到期的普惠小微企业贷款，由企业和银行自主协商延期还本付息，对办理贷款延期还本付息的地方法人银行按规定给予激励，激励比例为贷款本金的 1%。二是对符合条件的地方法人银行发放小微信用贷款，继续按本金的 40% 提供优惠资金支持）。

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\\_39520](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39520)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>