

金融数据“增量高、增速降”是必然的，且会持续

——2021年1月金融数据点评

要点

1、金融数据“增量高、增速降”是必然的，且会持续

1月的金融数据呈现出“增量高、增速降”的特征。我们认为，这是必然的，且在未来一段时间内还会持续。“增量高”体现出金融对实体经济支持力度的稳固，“增速降”体现出稳杠杆的内在要求。2020年，在疫情的冲击下名义GDP增速降低至了2.3%，而在政策的支持下M2增速提高至了10.1%。两个增速的一降一升对应的是宏观杠杆率的快速提高。2020年末实体经济部门杠杆率为270.1%，较2019年末上升了23.6个百分点。

2020年宏观杠杆率的阶段性上升是在为将来稳住杠杆率创造条件，因此是有益的。目前我国经济正向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好，因此应引导宏观杠杆率回到基本稳定的轨道，避免积累风险、挤压经济长期增长的空间。所以，金融数据“增速降”是大势所趋，全年M2和社融增速将与名义GDP增速基本匹配。

但是需要主要的是，上述“基本匹配”是中长期（如一年）概念，不是短期（如一月或一季）概念。事实上，在基数效应等因素的影响下，金融和经济增长的季度数据仍会出现走势上的背离。2020年金融数据增速的提高始于1月，强化于2-6月，因此未来一段时间内的金融数据同比增速仍会回落。与此相对应的是，在经济低基数效应下，2021年第一季度的经济数据同比增速势必较高，此后大概率会逐季回落。值得注意的是，“增速降”并不意味着金融对实体支持的乏力，因为从规模上看仍是“增量高”的。

2、不如关注OMO和DR007利率

在2月4日的报告《1月的信贷数据容易被扰动》中，我们曾经阐述“单月的信贷数据波动较大，且相对于其余月份，1月的信贷数据更容易被扰动、更不容易精确反映实体经济的需求。”

银行信贷是社融的一个分项，贷款数据所受到的扰动亦会部分地体现在社融数据中（即使考虑到融资规模在表内外的转移也是如此）。此外，社融还会受到其他因素的扰动，例如政府债券融资规模和进度具有逆周期特征且决策时滞较长，不易反映当月实体经济的真实需求情况。

债券投资者关注金融数据，主要是想以此判断货币政策的取向。那么，不如关注每日的OMO利率以及DR007加权平均利率。事实上，单月（特别是1月）的金融数据易受扰动，且是滞后的，其呈现出的是上一个月的情况；OMO利率的信号作用鲜明，DR007利率中的噪音可通过移动平均或滤波的方式剔除，且这两个利率基本每日都可观察得到。

3、风险提示

市场的不理智行为导致债券市场波动加大。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

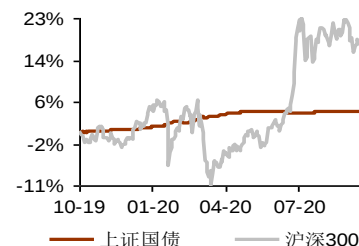
weiwu@ebsecn.com

联系人：李枢川

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

大盘走势图



相关研报

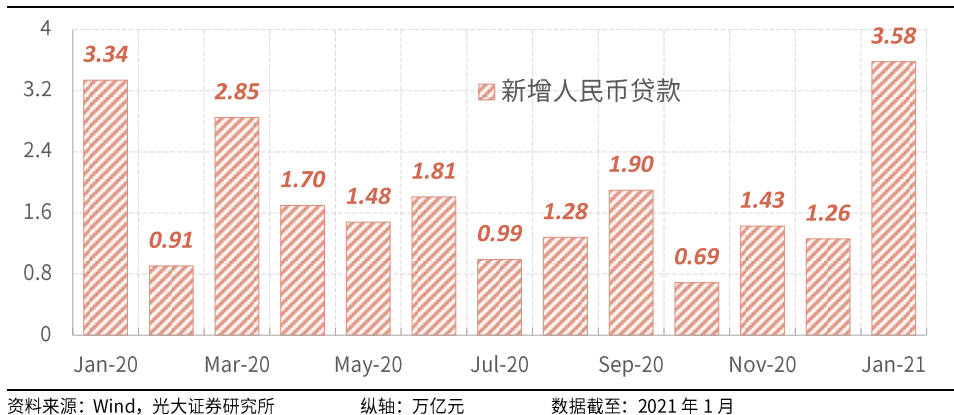
一文综述地方金控平台——城投债专题研究之十二（2020-11-08）

美国大选拜登获胜，央行表态中性货币政策——利率债周报 20201108（2020-11-08）

1、“增量高、增速降”是必然的，且会持续

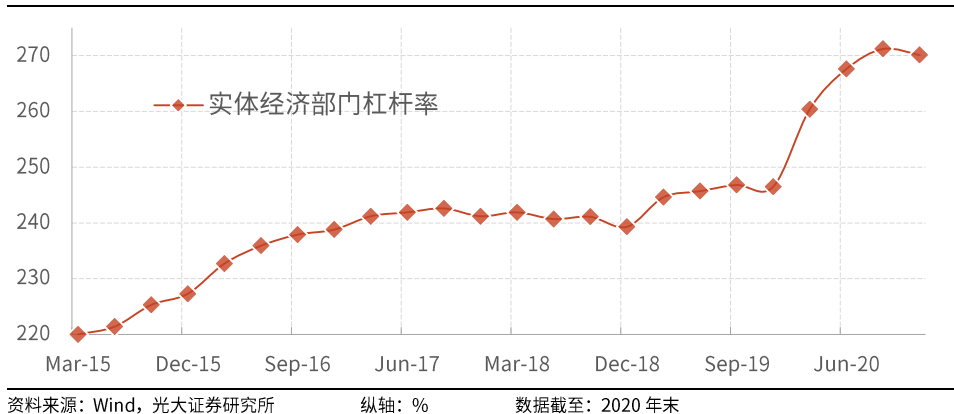
1月的贷款数据呈现出“增量高、增速降”的特征。从增量看，人民币贷款增加了3.58万亿元，较同期多增0.24万亿元。从增速上看，21年1月末贷款余额同比增长12.7%，比20年12月末低0.1个百分点。而且，“增量高、增速降”既存在于1月的贷款数据中，也存在于社融、M2数据中。

图 1：新增人民币贷款的规模



我们认为，这是必然的，且在未来一段时间内还会持续。“增量高”体现出金融对实体经济支持力度的稳固，“增速降”体现出稳杠杆的内在要求。2020年，在疫情的冲击下名义GDP增速降低至2.3%，而在政策的支持下M2增速提高至10.1%。两个增速的一降一升对应的是宏观杠杆率的快速提高。2020年末实体经济部门杠杆率为270.1%，较2019年末上升了23.6个百分点。

图 2：实体经济部门杠杆率（社科院口径）



2020年宏观杠杆率的阶段性上升是在为将来稳住杠杆率创造条件，因此是有益的。目前我国经济正向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好，因此应引导宏观杠杆率回到基本稳定的轨道，避免积累风险、挤压经济长期增长的空间。所以，金融数据“增速降”是大势所趋，全年M2和社融增速将与名义GDP增速基本匹配。

但是需要主要的是，上述“基本匹配”是中长期（如一年）概念，不是短期（如一月或一季）概念。事实上，在基数效应等因素的影响下，金融和经济增长的季度数据仍会出现走势上的背离。2020年金融数据增速的提高始于1月，强化于2-6

月，因此未来一段时间内的金融数据同比增速仍会回落。与此相对应的是，在经济低基数效应下，2021 年第一季度的经济数据同比增速势必较高，此后大概率会逐季回落。值得注意的是，“增速降”并不意味着金融对实体支持的乏力，因为从规模上看仍是“增量高”的。

2、不如关注 OMO 和 DR007 利率

在 2 月 4 日的报告《1 月的信贷数据容易被扰动》中，我们曾经阐述“单月的信贷数据波动较大，且相对于其余月份，1 月的信贷数据更容易被扰动、更不容易精确反映实体经济的需求。”

一方面，1 月份的数据容易受到上年“积压”项目的影响。受限于金融机构内部的年度信贷额度，一些项目无法于年内投放，会“积压”至次年 1 月集中放款，这也是形成历年“开门红”的重要原因。显然，上述“积压”量会夸大 1 月数据的波动。

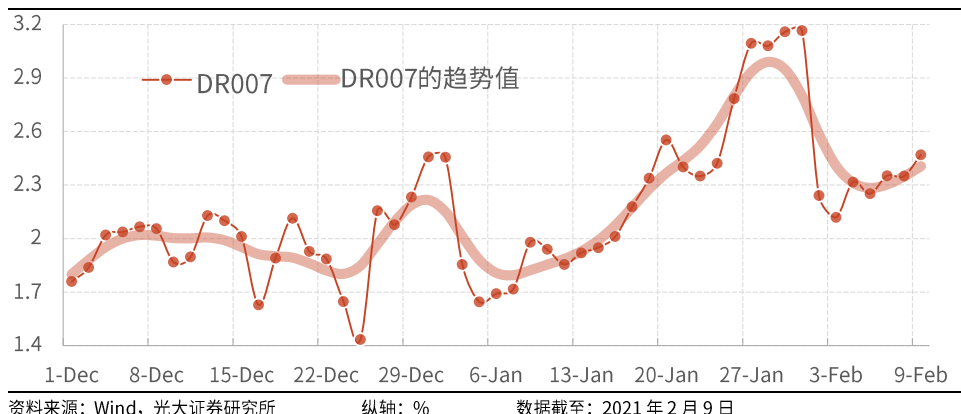
另一方面，1 月份的数据又容易受到本月信贷计划的影响。1 月信贷投放的冲动较强，因此金融机构通常会在内部给予相应的把控，甚至一些机构还会出现月末负增长的现象。所以，金融机构的调控又会平滑 1 月数据的波动。

银行信贷是社融的一个分项，贷款数据所受到的扰动亦会部分地体现在社融数据中（即使考虑到融资规模在表内外的转移也是如此）。此外，社融还会受到其他因素的扰动，例如政府债券融资规模和进度具有逆周期特征且决策时滞较长，不易反映当月实体经济的真实需求情况。

债券投资者关注金融数据，主要是想以此判断未来货币政策的取向。那么，与其“刻舟求剑”地关注上月的金融数据，不如关注每日的 OMO 利率以及 DR007 加权平均利率。事实上，单月（特别是 1 月）的金融数据易受扰动，且是滞后的，其呈现出的是上一个月的情况；OMO 利率的信号作用鲜明，DR007 利率中的噪音可通过移动平均或滤波的方式剔除，且这两个利率基本每日都可观察得到。

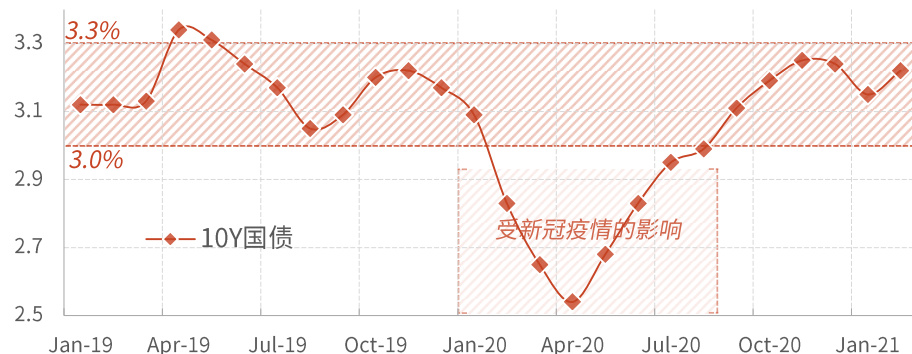
当前 OMO 利率没有变化，DR007 既没有大幅上行，也没有大幅下行，正围绕着央行政策利率中枢运行，因此货币政策是不左不右的。我们认为，未来一段时间仍将是稳字当头。但是我们想提示投资者的是，“稳”并不是“松”，也不意味着完全没有波动。事实上，货币市场利率的适度波动是正常且必要的。在利率波动加大时，投资者切不要盲目地进行趋势外推，从而形成过于乐观或过于悲观的错误预期，而更应把握经济运行的大趋势和货币政策的大气候。

图 3：DR007 的加权平均利率



目前 10Y 国债收益率与其中性值较为接近，正处于估值的舒适区间内。我们预计，未来较长的一段时间内，10Y 国债收益率将基本运行于[3.0%,3.3%]之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

图 4：10Y 国债收益率



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：% 数据截至：2021 年 2 月 9 日
注：2021 年 2 月之前采用月均值；2021 年 2 月采用最新值（2 月 9 日）。

3、风险提示

市场的不理智行为导致债券市场波动加大。

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_18110

