

科学地看待春节月的金融数据

——2月金融数据点评

固定收益简报

◆ 春节效应造成了数据的波动

每年的春节月份，金融数据均会不可避免地受到春节效应的影响。部分投资者忽视了这个规律，将1月份信贷的高增长线性外推，期待2月份进一步快速增长，并预期2月信贷增量达到1.1-1.3万亿元。事实上，去年2月新增人民币信贷0.84万亿元，如果今年达到1.2万亿元，对应的增速是43%，显然并不现实。从另一个角度讲，今年2月8858亿元的信贷增量是合适的，有人认为“低于预期”是其实因为其“预期”本身不科学。

◆ 用“存量同比”和“双月同比”赶走春节效应

如何更科学地解读春节月的金融数据？我们建议用“存量同比”和“双月同比”两个方法剔除春节效应的影响。（注：“存量同比”即为余额同比；“双月同比”为临近两个月新增量之和的同比。）

如果以“存量同比”的视角观察，就会发现今年2月的信贷增长处于合理水平。19年2月各项贷款余额的增速达到了13.4%，基本持平于18年12月末的13.5%。社融数据亦是如此，19年2月10.1%的增速显著高于18年11月和12月的水平。“双月同比”的视角也展示了社会融资情况的好转。

◆ 货币政策的传导效果已经明显改善

我们前期一直在强调，货币政策的传导效果已经明显改善，实体经济的融资情况正在稳步好转，且每个月都有新的亮点出现。19年2月金融数据最为明显的亮点即是中长期贷款占比的明显提高。此外，虽然委托贷款和信托贷款仍然保持着负增长，但是从18年6月以来下降的幅度正在逐月收敛。

我们坚持前期的判断，认为政策传导的效果已经明显改善，预计社融将于19Q1企稳，由此带动广义货币增长企稳。水到渠成，风来帆速，此时不妨给予货币政策一定的传导时间，静待政策的效果逐步传导至实体经济。

此外，近期资本市场明显较前期关注每月的贷款和社融数据，过于夸大金融数据的象征意义，觉得数据高就是“宽信用有效”，数据低就是“宽信用受阻”。我们认为，宽信用的效果需要多方面进行观察，例如“瑕疵主体”的资金获得情况、债券违约情况都是重要的参考指标。

事实上，从历史数据上看，单月数据的上上下下是正常现象，过于关注单月数据的波动只会给自己带来“雾里看山”般的困扰。金融是实体经济的血脉，实体经济是金融的根基，与其关注单月金融数据的波动，不如关注更为“根基”的经济指标。因此，我们建议市场参与者把更多的精力放在对供给侧改革成效以及对实体经济本身的判断上，而不是单月的金融数据波动。

◆ 风险提示

市场过于关注单月的金融数据，这可能会给货币政策的传导以及投资者风险偏好的恢复带来新的阻碍。

分析师

张旭 (执业证书编号：S0930516010001)

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

刘琛 (执业证书编号：S0930517100006)

021-52523678

chenliu@ebsecn.com

联系人

曾章蓉

0755-23894967

zengzhangrong@ebsecn.com

危玮肖

010-58452070

weiwx@ebsecn.com

邵闯

021-52523677

shaochuang@ebsecn.com

相关研报

用什么补充资本？—商业银行资本工具探究.....2018-7-31

1、春节效应造成了数据的波动

每年的春节月份，金融数据均会不可避免地受到春节效应的影响。一般来说，阴历年末至正月下旬，对公贷款、按揭贷款的需求都会呈现季节性的下降。更恼人的是，春节的具体日期并不固定，既可能在一月，也可能在二月，既可能在月初，也可能在月末。

图表 1：17-19 年的春节假期

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1月	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
	21	22	23	24	25	26	2017年春节假期			
2月	2017年春节		3	2019年春节假期						
	11	12	13	14	2018春节假期					
	2018	22	23	24	25	26	27	28	29	

资料来源：光大证券研究所绘制

今年春节是2月5日，因此2月份大部分都处于"阴历年末至正月下旬"的这段期间。也就是说，今年1月份基本没受到春节效应的影响，该效应"滞后"于2月份体现。所以，今年1月信贷增长较多、2月增长回落符合客观规律，是正常现象。

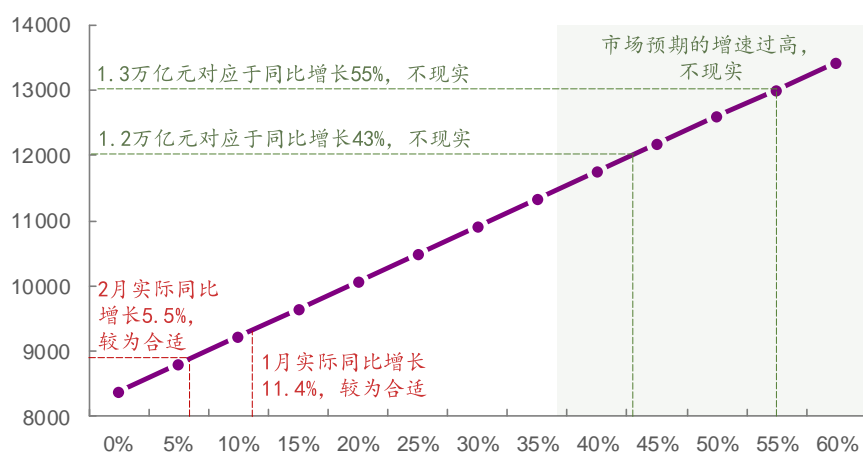
图表 2：2019 年 2 月的春节假期与阴历日期

1日	2日	3日	2019年春节假期						
11日	12日	13日	14日	15日	双休日	18日	正月十五	20日	
21日	22日	双休日	正月二十一	26日	27日	28日	29日	30日	

资料来源：光大证券研究所绘制

部分投资者忽视了这个规律，将1月份信贷的高增长线性外推，期待2月份进一步快速增长，并预期2月信贷增量达到1.1-1.3万亿元。事实上，去年2月新增人民币信贷0.84万亿元，如果今年达到1.2万亿元，对应的增速是43%，显然并不现实。从另一个角度讲，今年2月8858亿元的信贷增量是合适的，有人认为"低于预期"是其实因为其"预期"本身不科学。

图表 3: 19 年 2 月贷款增速的实际值与市场预期值



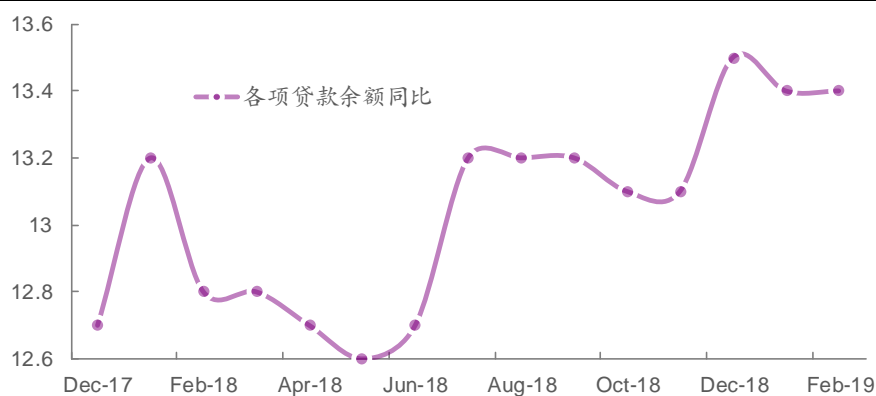
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: 亿元

2、用“存量同比”和“双月同比”赶走春节效应

如何更科学地解读春节月的金融数据? 我们建议用“存量同比”和“双月同比”两个方法剔除春节效应的影响。(注:“存量同比”即为余额同比;“双月同比”为临近两个月新增量之和的同比。)

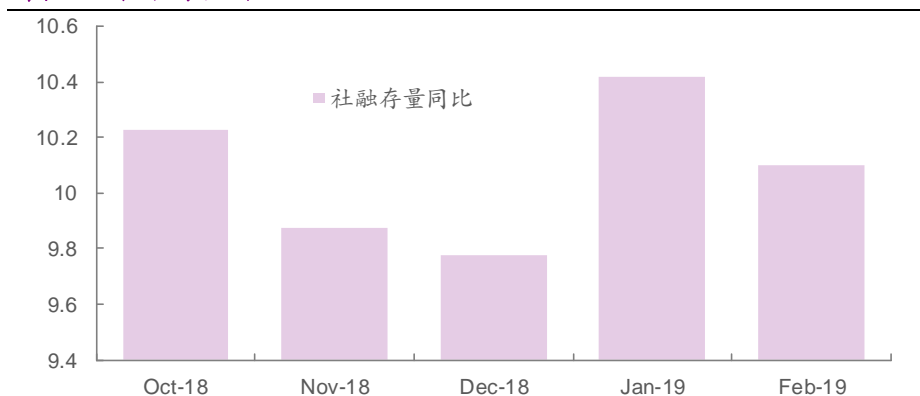
如果以“存量同比”的视角观察,就会发现今年2月的信贷增长处于合理水平。19年2月各项贷款余额的增速达到了13.4%,基本持平于18年12月末的13.5%。事实上,18年5月的增速仅仅有12.6%,目前已经较当时提高了0.8个百分点。社融数据亦是如此。19年2月,社融存量的同比增速为10.1%,显著高于18年11月和12月的9.9%和9.8%。

图表 4: 各项贷款余额同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

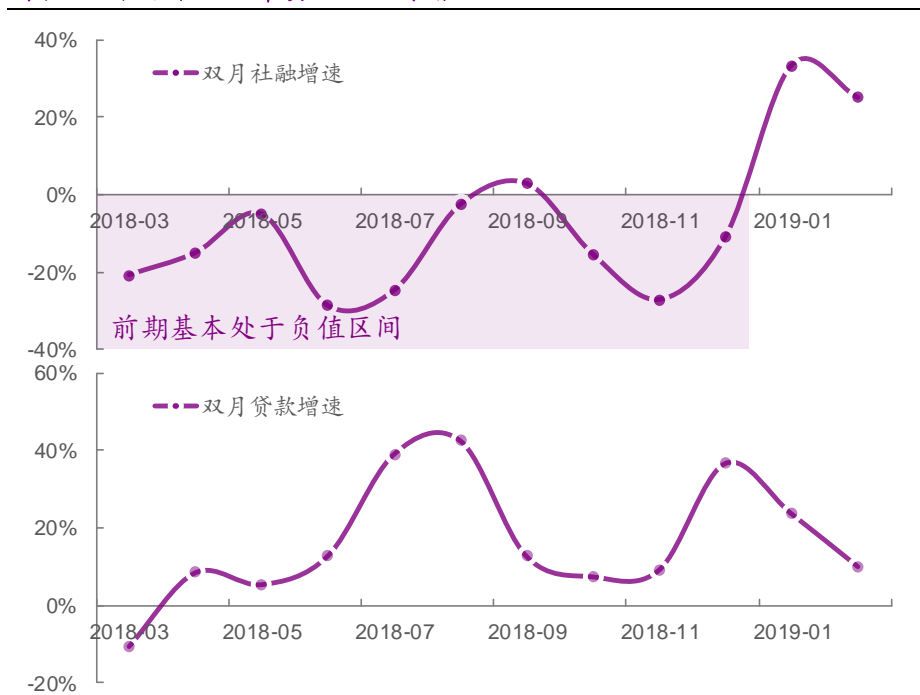
图表 5: 社融存量同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: %

“双月同比”的视角也展示了社会融资情况的好转。2018年6月以来,社融的“双月同比”数据基本处于负值区间,但是19年1月和2月,该指标均增长至30%附近。

图表 6: 社融和人民币贷款的双月增速



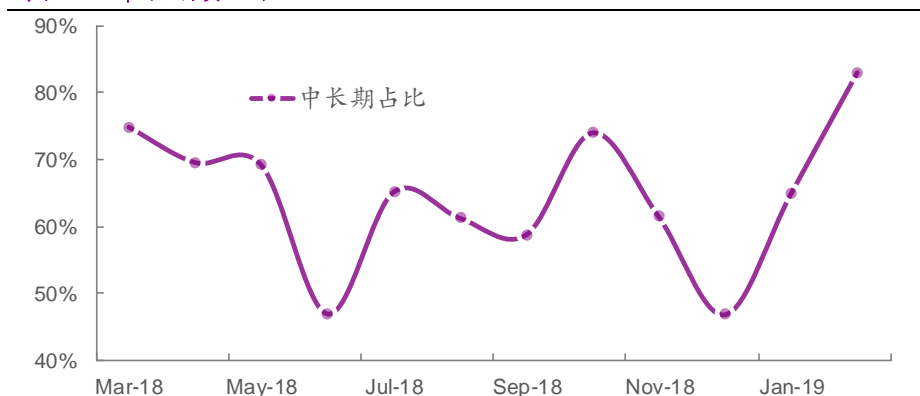
资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: % 注: 数据截至19年2月

3、货币政策的传导效果已经明显改善

我们前期一直在强调,货币政策的传导效果已经明显改善,实体经济的融资情况正在稳步好转。例如,社会融资规模中那些有代表性的分量一直处于向好的趋势中,且每个月都有新的亮点出现。

近一个季度以来,投资者对于信贷总量的担忧逐步淡化,但仍对信贷结构心存疑虑,普遍认为中长期贷款占比过低。**19年2月金融数据最为明显的亮点即是中长期贷款占比的明显提高。**该月中长期占比由18年12月的46.8%快速上升至83.0%,形成了过去12个月内的最高值。

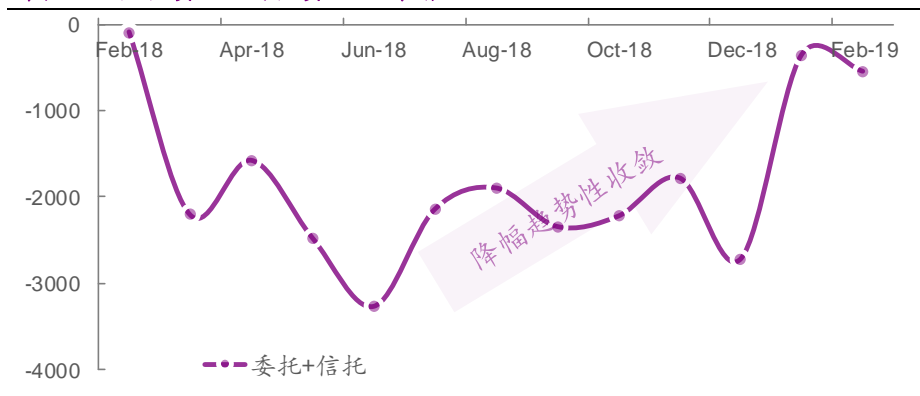
图表 7: 中长期贷款占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 数据截至 19 年 2 月

虽然委托贷款和信托贷款仍然保持着负增长, 但是从 18 年 6 月以来下降的幅度正在逐月收敛。18 年 6 月, 两项融资合计增长-3265 亿元, 至该年 12 月时收敛至-2341 亿元, 今年 2 月进一步收敛至-545 亿元。

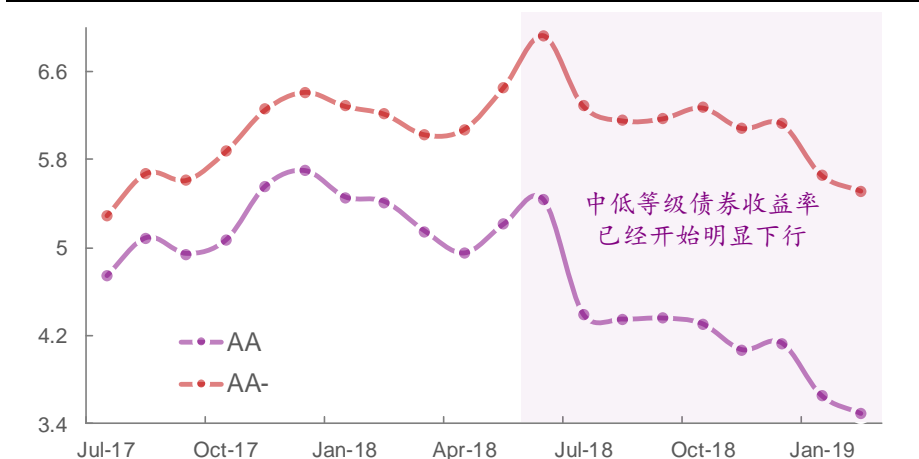
图表 8: 信托贷款+委托贷款的月增量



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: 亿元

鉴于此, 我们坚持前期的判断, 认为政策传导的效果已经明显改善, 预计社融将于 19Q1 企稳, 由此带动广义货币增长企稳。水到渠成, 风来帆速, 此时不妨给予货币政策一定的传导时间, 静待政策的效果逐步传导至实体经济。

此外, 近期资本市场明显较前期关注每月的贷款和社融数据, 过于夸大金融数据的象征意义, 觉得数据高就是“宽信用有效”, 数据低就是“宽信用受阻”。我们认为, 宽信用的效果需要多方面进行观察, 例如“瑕疵主体”的资金获得情况、债券违约情况都是重要的参考指标。

图表 9: 1Y CD 收益率 (AA 和 AA-级)


资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴: % 注: 月末值, 截止 19 年 2 月末

事实上, 从历史数据上看, 单月数据的上上下下是正常现象, 过于关注单月数据的波动会只给自己带来“雾里看山”般的困扰。金融是实体经济的血脉, 实体经济是金融的根基, 与其关注单月金融数据的波动, 不如关注更为“根基”的经济指标。因此, 我们建议市场参与者把更多的精力放在对供给侧改革成效以及对实体经济本身的判断上, 而不是单月的金融数据波动。

4、风险提示

市场过于关注单月的金融数据, 这可能会给货币政策的传导以及投资者风险偏好的恢复带来新的阻碍。

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_13823

