

社融大增具有季节性，M1 大增统计原因所致

——一月货币金融数据分析

内容提要：

1 月的社融规模和货币供应量均出现了大幅回升，但社融上涨很大程度上是受季节性影响，并不意外。人民币贷款大增，特别是对居民贷款出现了大增，但是央行报告中已经对居民杠杆率提高提出了警示，而且央行先前对银行房地产贷款下了红线。我们注意的却是对非金融企业的贷款同比是下降的，对非银金融企业的贷款大幅萎缩。

而 M1 和 M2 的大增主要是因为去年春节错位导致的低基数导致的翘尾因素所致，M1 环比几乎没有增加。

我们注意到昨天出刊的央行四季度货币政策执行报告重申了货币政策的总体目标是：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。这意味着央行的货币政策将逐步恢复常态运行。因此，对高增的社融和货币数据不必过分解读。目前，银行的超储率已经出现回升，DR007 也跌回到 7 天回购利率附近，因此目前的流动性基本符合合理充裕的标准。

央行今天公布了 1 月金融货币数据，数据显示，新增社融规模大幅回升，但呈现一定季节性特征。M1 和 M2 大幅回升，特别是 M1 涨势凌厉，但环比几乎不变，主要因素是翘尾因素所致。

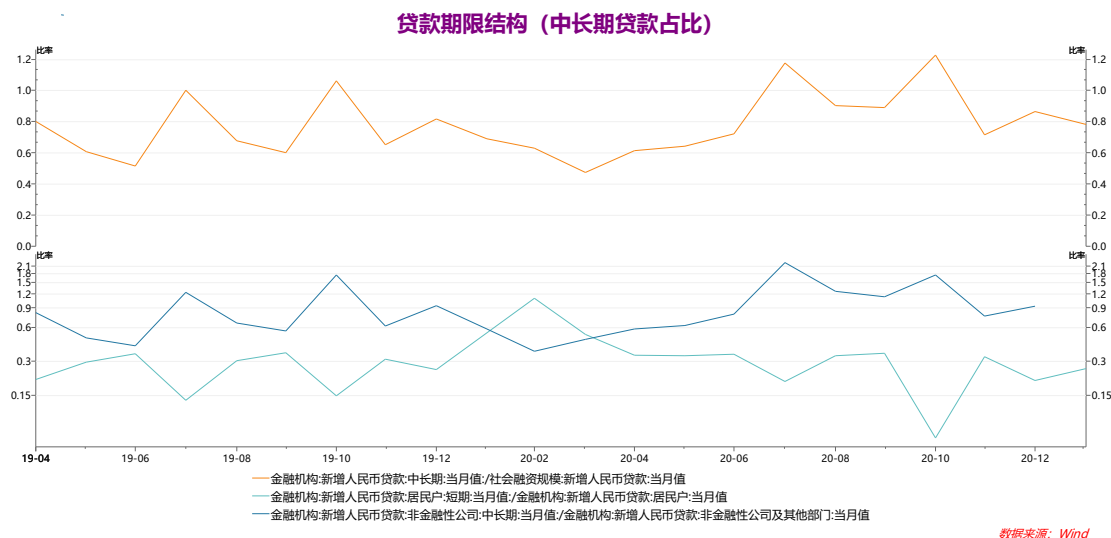
一. 社融规模分析

数据显示,1月新增社融规模大幅回升,达到51700亿元,仅此于去年3月,前值为17200亿元,也高于去年同期的50535亿元,同比增加2.31%。

社融大增的原因之一是新增人民币贷款大幅回升,创下了历史新高,达到38200亿元,前值为11499亿元。新增人民币贷款在年初大增具有季节性。新增人民币贷款占新增社融比从67%大幅回升到74%。其中,新增居民贷款同比大增100.28%,报12700亿元,新增非金融企业贷款下跌了10.84%,报25500亿元,而新增非银金融企业贷款大跌27.12%,为-1992亿元。

从期限结构看,中长期贷款占比回升,结构改善。中长期贷款29848亿元,较前值的9896亿元大幅回升,占比从86%回落到78%,同比也有回升,去年同期为24091亿元。在居民户方面,短期贷款大增了385.29%,中长期贷款也增长了26.12%。主要表现为短期贷款占比回升,居民户中长期贷款占比小幅回落,从前值的78%回落到74%,而在企业客户方面,中长期贷款占比也从92%大幅回落到80%。

图1: 贷款期限结构(中长期贷款占比)



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

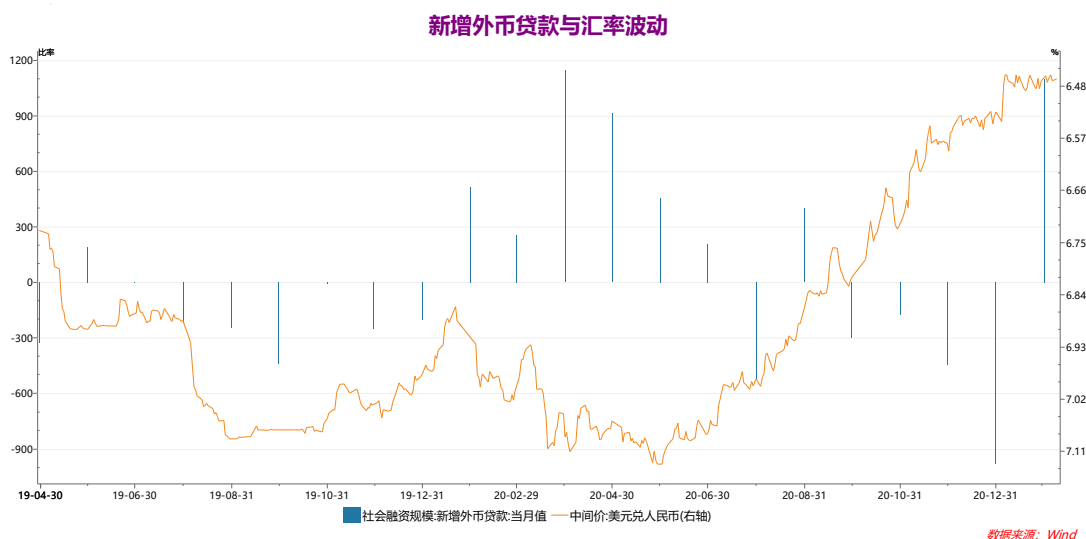
居民贷款的大增值得关注。我们注意到8日出刊的央行货币政策执行报告中特别谈到了居民杠杆率问题，其报告明确指出，居民债务继续扩张的空间已非常有限，相关风险值得关注。央行呼吁要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险。高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，不宜依赖消费金融扩大消费。我们注意到央行先前对银行房地产贷款下了红线。

社融大增的原因之一新增外币贷款 1098 亿元，前值为-981 亿元。1 月人民币汇率继续保持强势。理论上，如企业如果预测人民币升值，他往往会多向银行申请外币贷款，从而把汇率风险转嫁给银行。反之，它会减少向银行申请外币贷款。

但是，同时存在着另一种可能和情形，即有外债的企业很可能选择在人民币升值的情况下加紧偿还外币贷款。而在人民币贬值时，并不急于偿还外币贷款而推迟偿还外币贷款，甚至增加外币贷款。

从下图看，尽管前期存在汇率贬值时新增外币贷款下降的规律，但近期数据显示，在去年下半年，人民币升值的背景下，新增外币贷款却负增长，可能和外币债务企业在人民币升值时加紧还贷款有关。而一月外币贷款大增，意味着在年初的外币债务压力减轻明显。实际上，我发现外币贷款的数据也存在着明显的季节性，一月或年初，往往是贷款较多的月份。

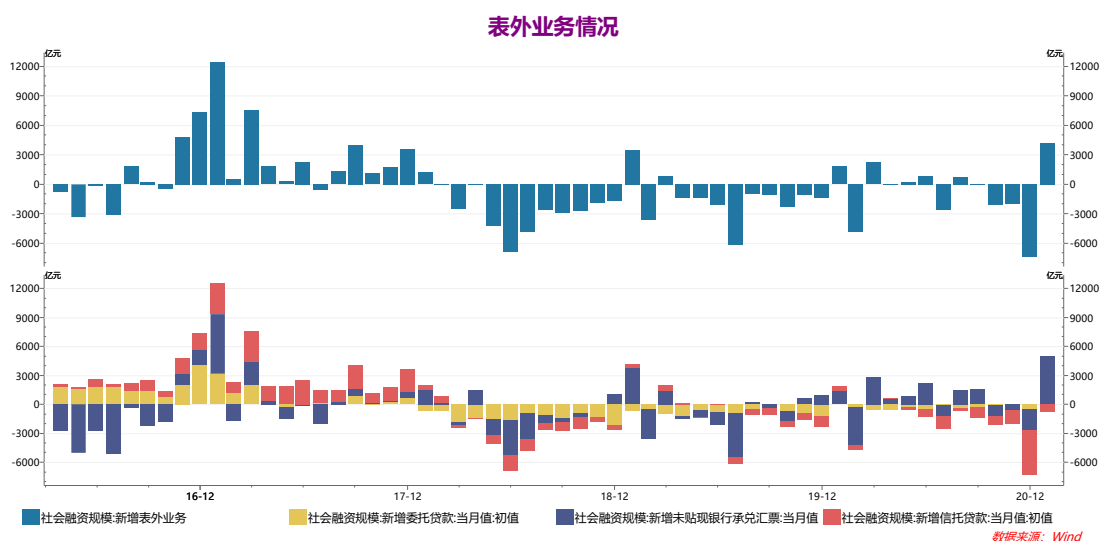
图：新增外币贷款与汇率波动



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

社融大增的原因之三在表外业务方面,1月继续大幅回正,新增表外业务为4151亿元,前值为-7376亿元。从结构看,新增未承兑贴现票据4902亿元,新增委托贷款为91亿元。新增信托贷款下跌,报-842亿元。我们发现近年新增未承兑贴现票据也具有一定季节性。

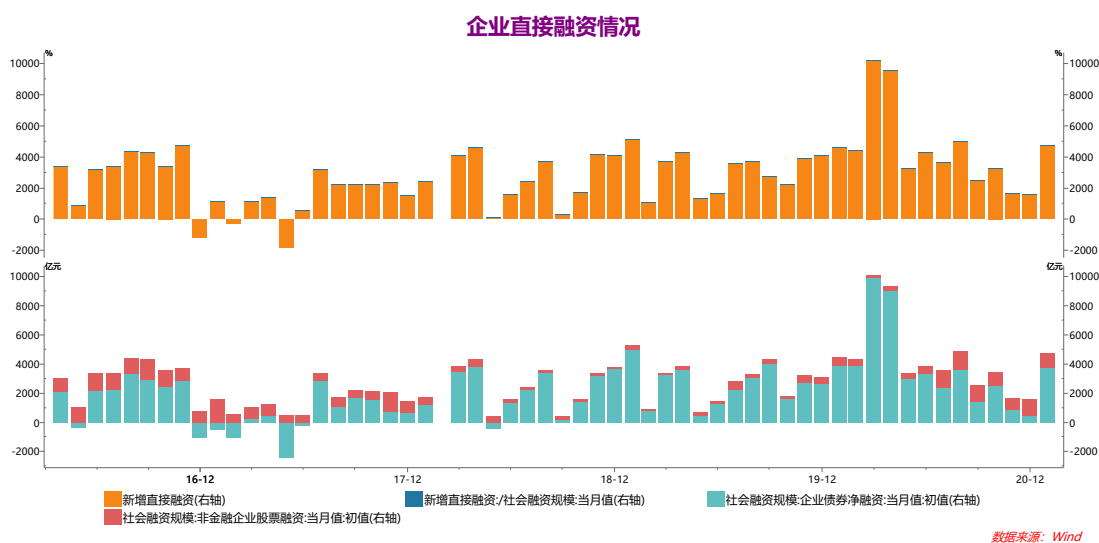
图 2：表外业务情况



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

社融大增的原因之一在企业直接融资方面，特别是在债券融资方面。1月新增企业直接融资占新增社会融资规模的比例维持9%的比率。但从绝对值看，新增企业直接融资4742亿元，高于去年同期为4576亿元，前值为1561亿元。主要因为企业债券融资从负面影响中初步走出，得到恢复，新增3751亿元，大大高于前值的442亿元，而新增股票融资有所下降，报991亿元，低于前值为1125亿元。

图3：月度新增直接融资



资料来源: 银河期货研究所 央行 WIND

政府债券是唯一拖累 1 月的社融规模数据的因素。包括地方专项债在内的政府债券仅新增 2437 亿元，大大低于前值的 7156 亿元，也低于去年同期的 7613 亿元。

中债数据显示，1 月，国债发行继续发力，但地方债发行放缓明显。一月，共发行了政府债券 9363.36 亿元，其中，国债发行了 5740 亿元，同比增加了 237.65%。地方政府债发行了 5623.36 亿元，同比下跌了 53.85%。去年，新增地方债 45525 亿元，其中，一般债为 9506 亿元，地方专项债为 36019 亿元，占地方债比重约为 79.11%。

占地方债比重约为 64.37%。

二. M1 与 M2 分析

1 月 M2 同比报 9.4%，低与前值的 10.1%。M1 报 14.7%，大大高于前值

的 8.6%。M1 同比大幅回升是和 1 月翘尾因素有关，和去年基数低和春节错位有关，一月的 M1 翘尾因素达到了 14.67%，而 M2 的翘尾因素为 8.09%。M1 环比几乎没有变化，M2 环比上升也仅为 1.2%。

从 M1 的结构看，在 625620 亿元的 M1 中，单位活期存款为 53600 亿元，同比增加了 83717.38 亿元，但是环比却下降了 5266.46 亿元；流通中货币为 89600 亿元，同比增加了 3469.16 亿元，但环比减少了 5285.47 亿元。

在 M2 的结构中，对 1 月 M2 同比构成了正向效应的有非金融企业存款多增了 25584 亿元，而对 1 月 M2 同比构成了负面向效应的是居民存款少增了 27600 亿元，非银金融机构存款多减了 6821 亿元，财政存款多增了 7698 亿元。

综上所述，1 月的社融规模和货币供应量均出现了大幅回升，但社融上涨很大程度上是受季节性影响，人民币贷款大增，特别是对居民贷款大增，但是央行报告中已经对居民杠杆率提高提出了警示，而且央行先前对银行房地产贷款下了红线。我们注意到对非金融企业的贷款同比是下降的，对非银金融企业的贷款大幅萎缩。

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_18032

