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。

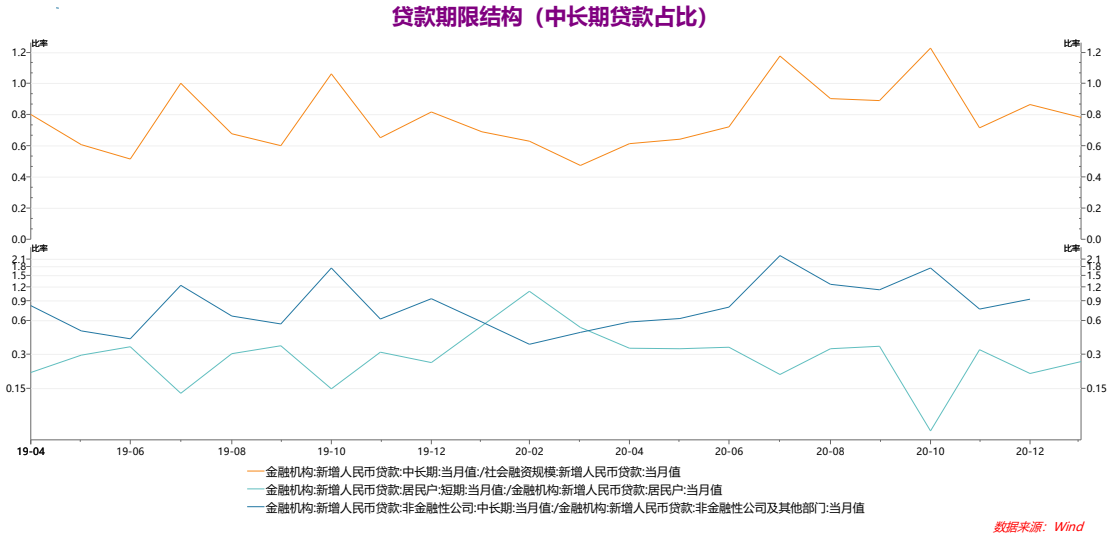
一．社融规模分析

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

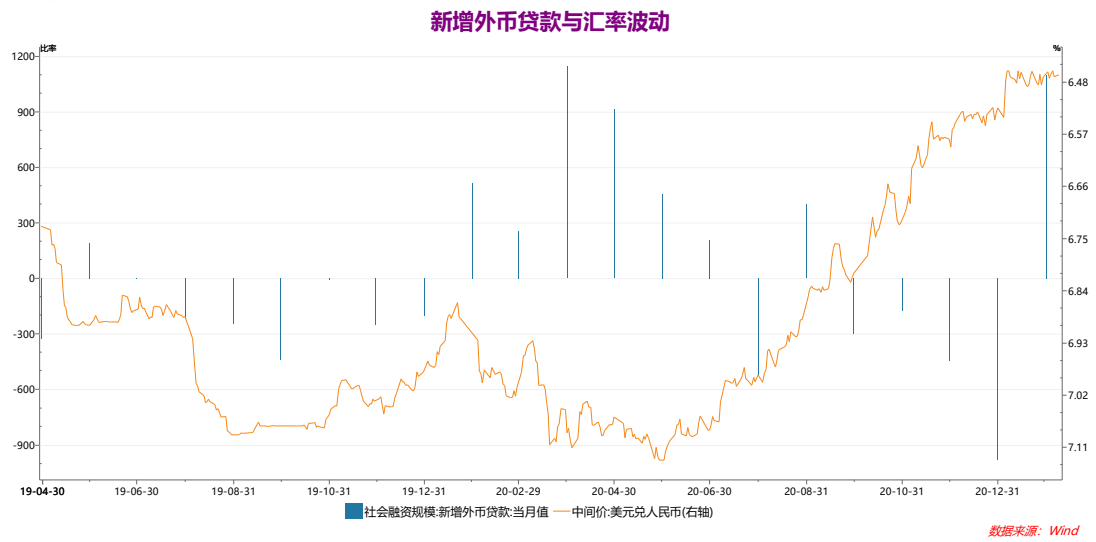
居民贷款的大增值得关注。我们注意到 8 日出刊的央行货币政策执行报告中特别谈到了居民杠杆率问题，其报告明确指出，居民债务继续扩张的空间已非常有限，相关风险值得关注。央行呼吁要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险。高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，不宜依赖消费金融扩大消费。我们注意到央行先前对银行房地产贷款下了红线。

社融大增的原因之二新增外币贷款 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汇率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。

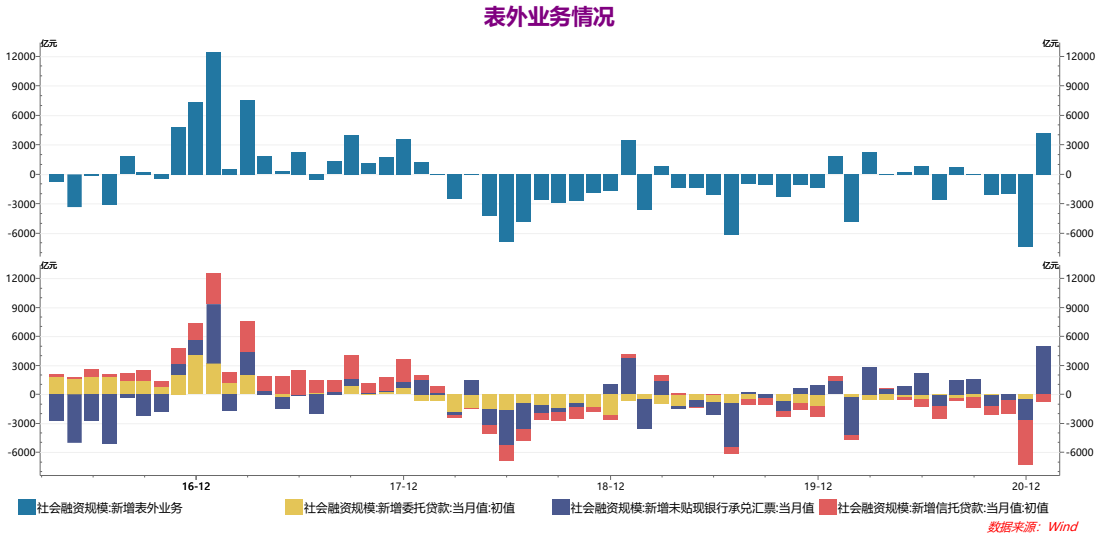
图：新增外币贷款与汇率波动



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。

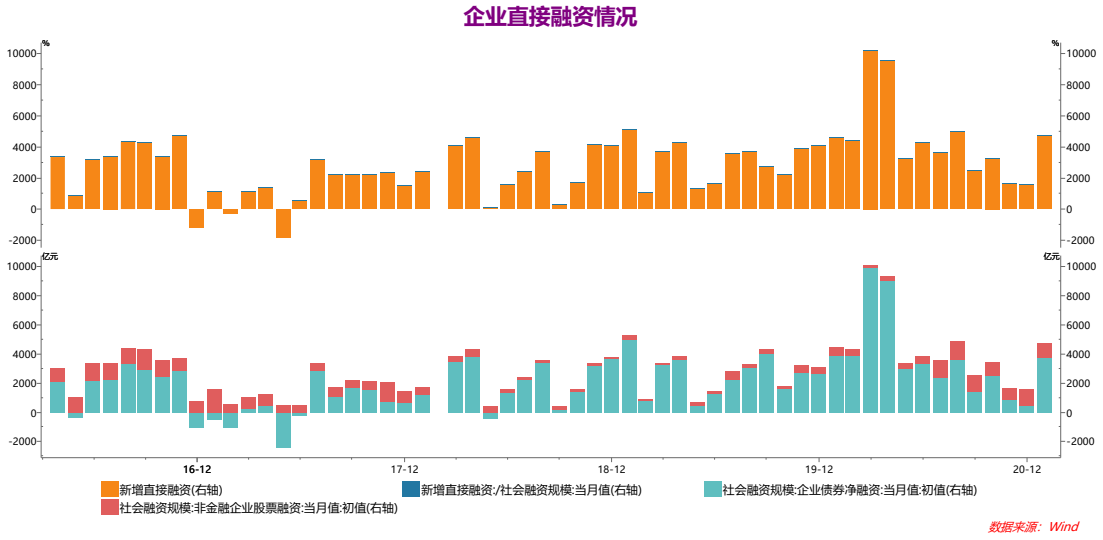
图 2：表外业务情况



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

社融大增的原因之三在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。

综上分析，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。

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。

（银河期货研究所 20210209）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司

联系人：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799