

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

如何看待今年春节因素的影响？

——2月金融数据点评

固定收益分析师：

岳安时

执业证书编号：S1380513070002

联系电话：010-88300844

邮箱：yueanshi@gkzq.com.cn

近期研究报告

2019年3月11日

内容提要：

2月单月数据回落为正常的季节性反应。我们统计了2011-2019年1月和2月新增信贷情况，发现春节因素对其影响较为明显。今年1月工作日有22天，2月仅有17天，而且今年春节假期与近十年来假期均不太一样的是，今年春节假期均在2月上旬且2月初几无工作日，这使得一方面1月信贷的冲量无法在春节前计入2月初，同时2月中旬假期结束后一段时间内企业开工仍未恢复至正常水平。因此单纯分析2月金融数据，并不能简单得出宽信用再度受阻等结论。

合并1-2月数据看结构变化。从整体的表外融资额来看，1-2月为-216.08亿，同比少增1410.14亿，但是拉长时间序列，从2018年9月以来的环比走势看，仍处于边际改善的趋势中。今年1-2月社融数据中一个较为明显的变化是，直接融资呈现显著增长，这在一定程度上可能将替代表内及表外的企业融资需求。

1-2月社融数据表现较为合理。我们应该客观看待2月金融数据的季节性回落，值此市场对宽信用政策极为关注的时刻，对数据的解读不应囿于单月的波动。如果合并1、2月数据看，社融的表现其实是较为合理的，一方面显示出了宽信用政策组合的效果，另一方面也说明了当前的货币政策并非“大水漫灌”，而是“精准滴灌”。

未来社融增速或以稳为主。我们在对今年政府工作报告的解读中认为，第一，“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”的提法说明全年看社融增速并不必需要大幅度反弹；第二，关于报告中“降低实际利率水平”的提法，我们认为降低中小微企业综合融资成本的主要矛盾在于提升商业银行风险偏好，这在3月10日易纲行长答记者问中亦有所解答，降低融资成本不宜过多解读为货币政策将会大幅度放松。后续来看，即便宽信用政策效果更为积极有效，社融整体增速也可能并不会出现显著的抬升，而更多将会体现出增速趋稳以及结构改善的局面。对债市来说，与2018年单边牛市不同的是，今年债市机会可能更多存在于震荡中的阶段性行情。我们维持此前的观点，“把好货币供给总闸门”和“保持流动性合理充裕”的提法实际上框定了短端利率的运行区间，这也是债市一段时间内将以震荡运行为主的原因。

风险提示：经济增长超预期下降；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；当前针对地方政府债券发行、基建投资等政策未来存在调整可能；美联储后续超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

1、客观看待 2 月社融数据的回落

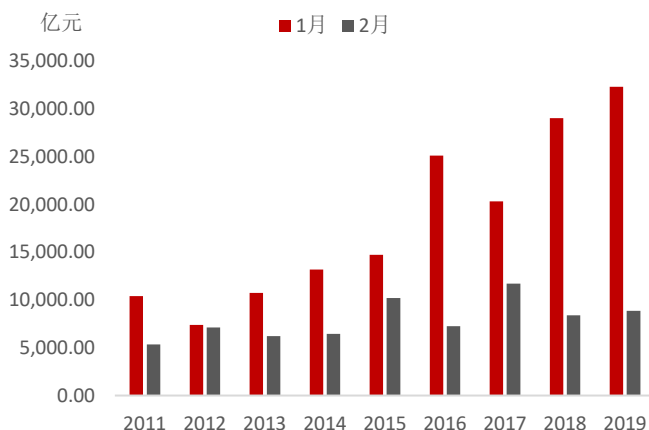
央行公布的金融数据显示，2月新增社会融资规模7030亿，明显低于此前市场预期。不过需要指出的是，与1月社融的季节性增长相似，2月数据的回落也属于正常的季节性反应，在此应合理看待。

央行行长易纲在3月10日十三届全国人大二次会议记者会上针对2月社融数据表示，“一定要把货币信贷的数据拉长一些看，实际上，光是1、2月份合在一起也不行，因为今年2月份和阴历正月重合比较多，所以数据还要反映在3月上，3月的数也有影响，所以大家要更全面地把1、2、3月的数综合起来一起看。”

我们统计了2011-2019年1月和2月新增信贷情况，发现春节因素对其影响较为明显。一般来讲有如下规律：第一，当春节在2月份时，即1月工作日要多于2月，这时1月新增信贷要明显高于2月；第二，当春节在1月份时，如果工作日相近（春节在1月末），则1月新增信贷仍要高于2月，这可能是由于春节后一段时间内由于部分返乡人员尚未就岗、企业开工延后等因素造成的；第三，当春节在1月份时，如果工作日2月明显多于1月，则两个月份的新增信贷有可能会较为接近，近十年来，这一情况仅在2012年出现过。

回到今年来看，1月工作日有22天，2月仅有17天，而且今年春节假期与近十年来假期均不太一样的是，今年春节假期均在2月上旬且2月初几无工作日，这使得一方面1月信贷的冲量无法在春节前计入2月初，同时2月中旬假期结束后一段时间内企业开工仍未恢复至正常水平。我们认为这就是易纲行长在记者会上解释的“光是1、2月份合在一起也不行，因为今年2月份和阴历正月重合比较多”的原因，后续3月社融数据才是关注的重点。同时，这也从另一个角度解释了为何1月信贷规模会相当明显的超出市场预期的缘由。

图 1：2011-2019 年 1-2 月金融机构新增信贷额



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：2011-2019 年 1-2 月春节前后情况

年份	1月工作日 (天)	2月工作日 (天)	春节所在月份
2011	20	16	2
2012	16	21	1
2013	22	15	2
2014	22	17	1
2015	21	17	2
2016	20	18	2
2017	19	19	1
2018	22	17	2
2019	22	17	2

资料来源：国开证券研究部

由此可见，单纯分析2月金融数据，并不能简单得出宽信用再度受阻等结论，至少从增量的绝对值上看，今年2月新增信贷8858亿，同比还多增了465亿。

2、合并 1-2 月看社融结构

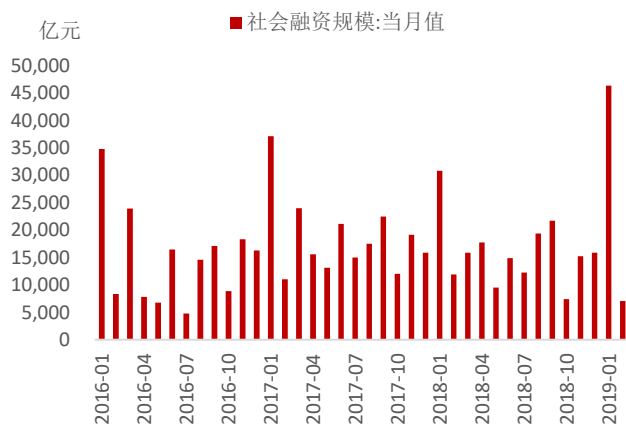
我们将1月和2月的社融单月数据合并进行考察。

分项看，1-2月对实体发放人民币贷款43309.36亿，同比多增6259.62亿。表外融资方面，1-2月末贴现的银行承兑汇票增加683.18亿，同比少增859.9亿。值得关注的是，2月单月新增未贴现承兑汇票减少了3103亿，与1月票据融资大幅增加相比，我们认为2月的明显下降主要是受到管理层对于票据融资套利的监管所致。后续来看，根据央行在10日记者会上的表态，票据融资是支持实体以及降低中小企业融资成本的重要渠道，央行在加强票据融资监管的前提下，对其应该是持有支持态度的，未来票据融资额有望重回增长。

从整体的表外融资额来看，1-2月为-216.08亿，同比少增1410.14亿，但是拉长时间序列，从2018年9月以来的环比走势看，仍处于边际改善的趋势中。

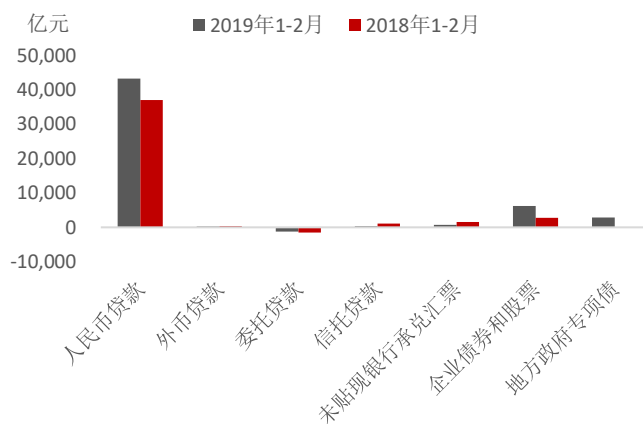
今年1-2月社融数据中一个较为明显的变化是，直接融资呈现显著增长。由于2018年以来长端利率的持续下行，企业通过债券融资的需求逐步旺盛。1-2月企业债券和股票融资合计为6207.68亿，同比多增3462.65亿；同时由于2019年新增地方政府债务部分限额在两会前提前下达，使得地方政府专项债融资额同比亦出现明显增长。我们认为，直接融资的显著改善一定程度上可能替代了表内及表外的融资需求，且2月专项债融资额要高于1月，单月结构上的变化趋于复杂，这就更加说明了分析社融数据时需要尽量拉长时点以及全面观察。

图 3：2 月新增社融规模大幅回落



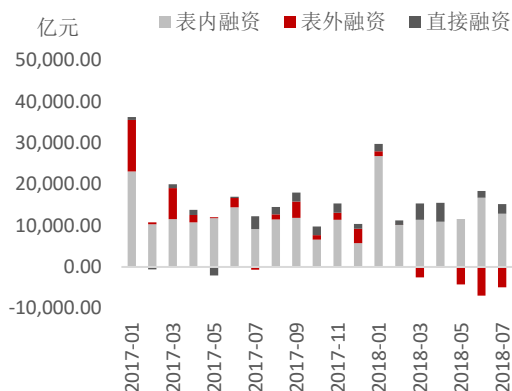
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：1-2 月合并口径社融分项数据



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 5: 1-2 月合并口径表外融资边际改善



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 新增信托贷款在社融中的占比走势



资料来源: Wind, 国开证券研究部

表内融资方面，1-2月新增金融机构人民币贷款41158亿，同比多增3765亿，其中2月新增贷款8858亿，同比多增465亿。分项看，对信贷影响较大的是表内票据融资部分，1-2月合计新增6855亿，同比多增7283亿；居民短期贷款1-2月减少2亿元，同比多减2639亿元，推测与春节前后的短期消费类信贷到期有关，而居民中长期贷款则维持平稳；企业中长期贷款增长平稳，1-2月合计新增19127亿，同比仅少增758亿，值得说明的是，由于直接融资的明显扩张，这可能挤占了部分表内企业中长期信贷的空间，如果合并企业直接融资看，对实体的融资情况实际上并不差。

3、社融增速未来或以稳为主

总结来看，我们应该客观看待2月金融数据的季节性回落，值此市场对宽信用政策极为关注的时刻，对数据的解读不应囿于单月的波动。

如果合并1、2月数据看，社融的表现其实是较为合理的，一方面显示出了宽信用政策组合的效果，另一方面也说明了当前的货币政策并非“大水漫灌”，而是“精准滴灌”。

我们在对今年政府工作报告的解读中认为，第一，“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”的提法说明全年看社融增速并不必需要大幅度反弹；第二，关于报告中“降低实际利率水平”的提法，我们在报告中提出降低中小微企业综合融资成本的主要矛盾在于提升商业银行风险偏好，令其愿意向中小微企业放贷。在10日易刚行长答记者问中，亦回答了这一问题，他指出无风险利率是名义利率当中一个比较重要的组成部分，政府工作报告中提到的降低实际利率水平主要指的是小微企业、民营企业实际感受的融资成本较高问题。

在小微企业和民营企业实际感受的融资成本，特别是贷款利率中，除了无风险利率，主要是风险溢价较高造成的，所以解决实际利率偏高主要是解决风险溢价较高的问题。解决风险溢价较高的两条主要路径一是利率市场化改革，二是供给侧结构性改革，因此降低融资成本不宜过多解读为货币政策将会大幅度放松。

此外，易刚行长还回答了关于准备金的相关问题，“我们通过准备金率下调，在中国目前的情况下，应该说还有一定的空间，但是这个空间比起前几年已经小多了。同时我们在考虑这个问题，还要考虑最优的资源配置，还有防范风险的问题。”从语义来讲，同样更为强调的是把好货币供给总闸门的意味。

后续来看，即便宽信用政策效果更为积极有效，社融整体增速也可能并不会出现显著的抬升，而更多将会体现出增速趋稳以及结构改善的局面。对债市来说，与2018年单边牛市不同的是，今年债市机会可能更多存在于震荡中的阶段性行情。我们维持此前的观点，“把好货币供给总闸门”和“保持流动性合理充裕”的提法实际上框定了短端利率的运行区间，这也是债市一段时间内将以震荡运行为主的原因。

风险提示：经济增长超预期下降；通胀压力有可能进一步加大，将对货币政策操作空间构成制约；当前针对地方政府债券发行、基建投资等政策未来存在调整可能；美联储后续超预期加息对全球债市扰动；全球出现黑天鹅事件等。

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_13753

