

2021年03月11日

社融超预期的“冷”思考

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

2月社融显著超预期，市场争议较大。我们提出几种不同的猜想，可供参考。

● 2月社融超预期，主因中长期贷款贡献

2月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项。2月，新增社融1.71万亿元、超市场预期平均预期的0.91万亿元，其中新增中长期贷款1.5万亿元。相较2020年同期，中长期贷款和表外票据同比贡献居前，表外票据绝对量不大、同比贡献较大，与疫情对基数干扰有关，表外票据增加640亿元、2020年同期净减少3961亿元。

中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。2月，新增企业和居民中长期贷款分别为1.1万亿元和4113亿元，均明显高于2020年同期。其中，居民中长期贷款并没有明显偏离近年均值、最近两年大部分月份均在4000-5000亿元附近变化，而同比贡献较大主因疫情期间低基数、2020年2月居民中长期贷款仅371亿元。

● 企业中长贷高增，或与“抢”放贷强化等有关

企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，表外融资转向表内。其他影响因素，包括年底压项目、年初继续释放等。

贷款高增的持续性，仍待观察。贷款余额增速，2019年和2020年分别为12.3%和12.8%，2021年按照两年均值的12.5%增速推算，对应新增贷款21.6万亿元左右，这已是非常乐观的假设。即便如此，前2个月接近5万亿元的新增贷款，已占到全年的约23%，年初贷款高增对后续贷款节奏的影响，后续要重点跟踪。

● 2021年，政策“退潮”之年，市场回归理性

社融增速，将在3月重回下行通道。3月开始，贷款展期和信用债集中到期等，会拖累净融资，尤其是3月和4月，仅信用债到期规模就接近1.9万亿元、较2020年同期多增超7000亿元。2020年同期融资的放量，是疫情期间政策托底的特殊情况，利用结构性存款的空转套利行为也不会再现。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，“低”效率杠杆行为确定性转向，信用“收缩”大势所趋。

2021年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年。市场角度理解宏观，2021年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。对于国内利率债而言，利率债行情确定性较强，短期社融、通胀扰动提供了较好的买点。

● **风险提示：**金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济专题-理解财政，把脉政策“风向”》-2021.3.8

《宏观经济专题-10Y美债破2%风险四论：美国群体免疫时点，可能大幅提前》-2021.3.7

《宏观经济专题-两会要点解析》-2021.3.6

目 录

1、 2月社融超预期，主因中长期贷款贡献	3
2、 企业中长贷高增，或与“抢”放贷强化等有关	4
3、 2021年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年.....	5
4、 研究结论	6
5、 风险提示	6

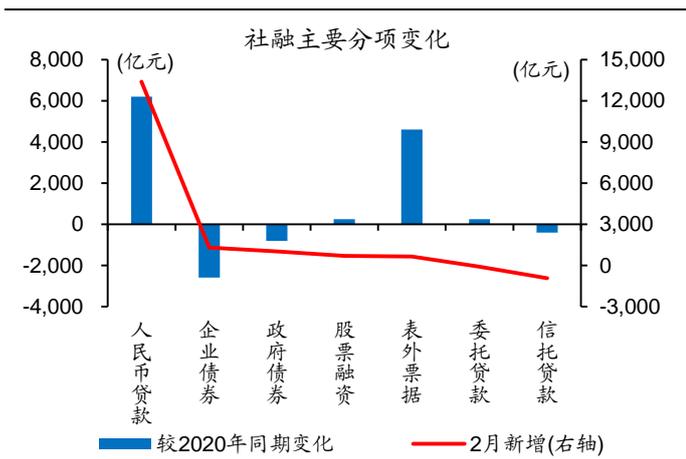
图表目录

图 1: 2月社融主要由人民币贷款贡献	3
图 2: 企业和居民中长期贷款是信贷大增的原因	3
图 3: 2月居民中长期贷款与近几年大部分月份水平相当.....	3
图 4: 2月企业中长期贷款显著高于以往同期	3
图 5: 信托贷款和企业中长期贷款显著背离	4
图 6: 2020年底以来，信托贷款加快收缩	4
图 7: 2021年1月和2月企业中长期贷款显著高于以往同期.....	4
图 8: 2021年上半年，五大行贷款到期明显增加	5
图 9: 2021年3月和4月信用债到期高峰	5
图 10: 交通固定资产投资规模2021年首次下滑.....	5
图 11: 社融增速将在3月进入快速下行阶段.....	5
图 12: PPI上行、经济下行阶段，长端收益率下行.....	6
图 13: 信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压	6

1、2月社融超预期，主因中长期贷款贡献

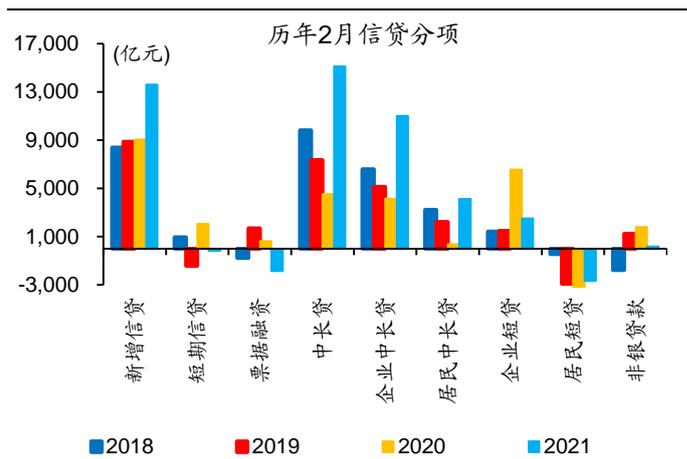
2月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项。2月，新增社融1.71万亿元、超市场预期平均预期的0.91万亿元，其中新增中长期贷款1.5万亿元。相较2020年同期，中长期贷款和表外票据同比贡献居前，表外票据绝对量不大、同比贡献较大，与疫情对基数干扰有关，表外票据增加640亿元、2020年同期净减少3961亿元。

图1：2月社融主要由人民币贷款贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

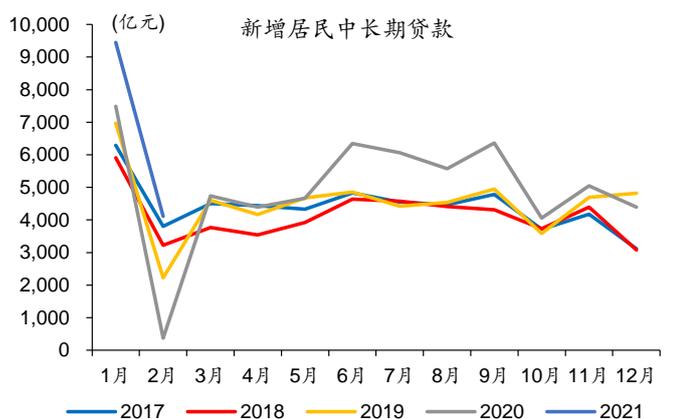
图2：企业和居民中长期贷款是信贷大增的原因



数据来源：Wind、开源证券研究所

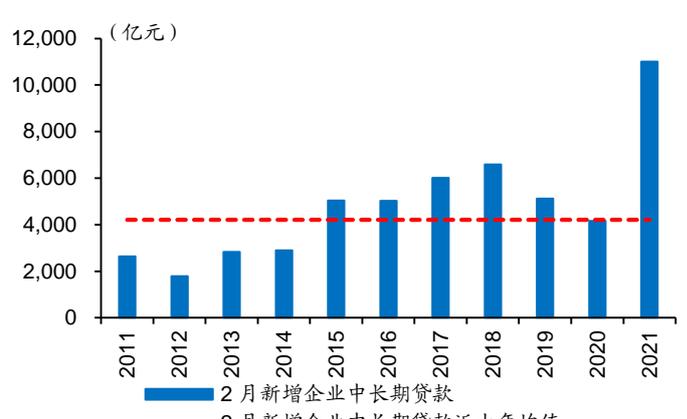
中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。2月，新增企业和居民中长期贷款分别为1.1万亿元和4113亿元，均明显高于2020年同期。其中，居民中长期贷款并没有明显偏离近年均值、最近两年大部分月份均在4000-5000亿元附近变化，而同比贡献较大主因疫情期间低基数、2020年2月居民中长期贷款仅371亿元。

图3：2月居民中长期贷款与近几年大部分月份水平相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2月企业中长期贷款显著高于以往同期

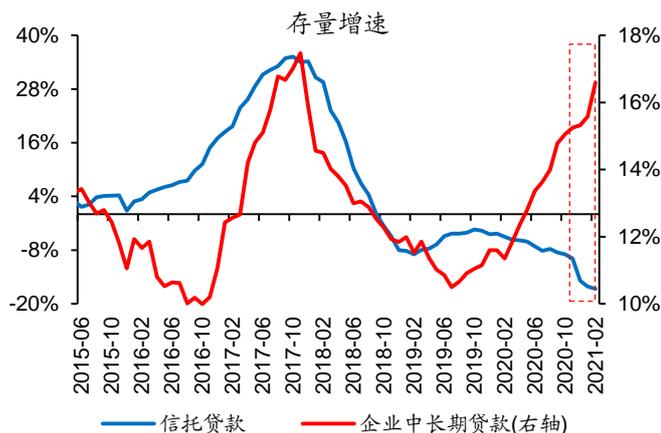


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、企业中长贷高增，或与“抢”放贷强化等有关

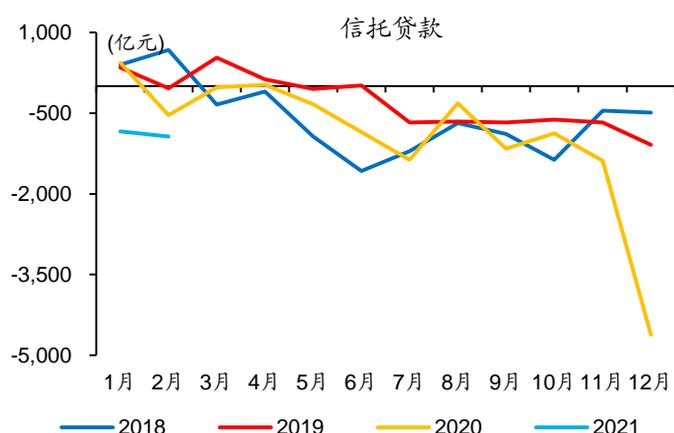
企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，表外融资转向表内。其他影响因素，包括年底压项目、年初继续释放等。

图5：信托贷款和企业中长期贷款显著背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

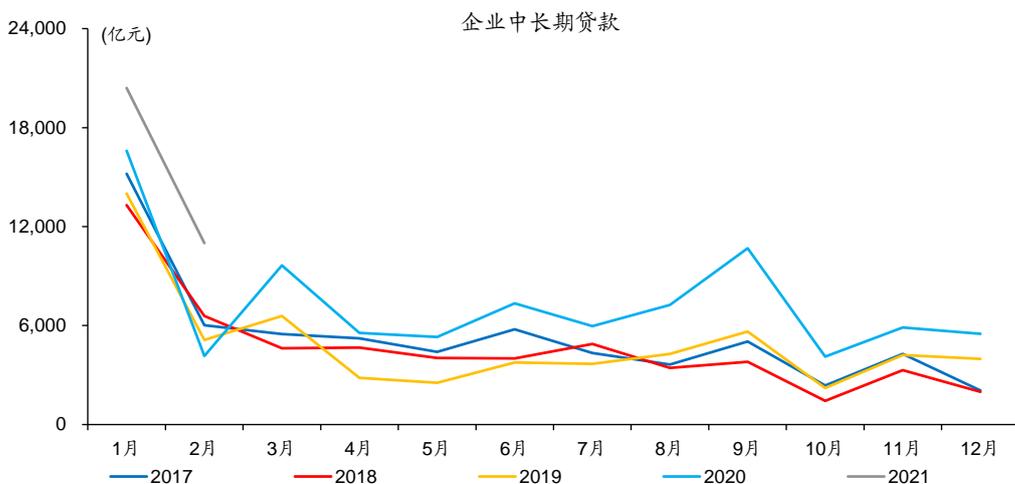
图6：2020年底以来，信托贷款加快收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

贷款高增的持续性，仍待观察。贷款余额增速，2019年和2020年分别为12.3%和12.8%，2021年按照两年均值的12.5%增速推算，对应新增贷款21.6万亿元左右，这已是非常乐观的假设。即便如此，前2个月接近5万亿元的新增贷款，已占到全年的约23%，年初贷款高增对后续贷款节奏的影响，后续要重点跟踪。

图7：2021年1月和2月企业中长期贷款显著高于以往同期

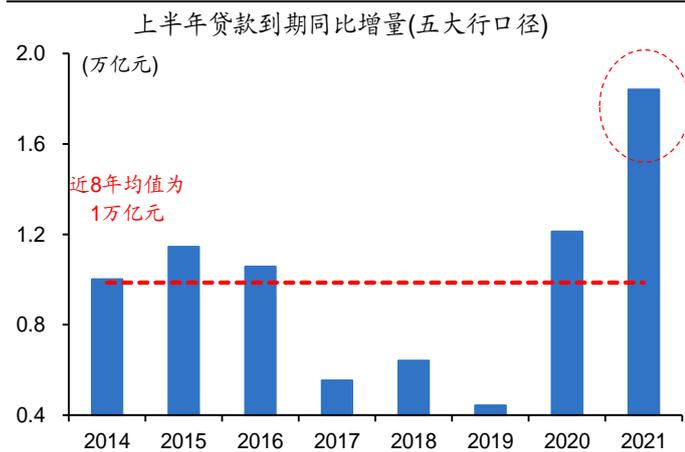


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、2021年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年

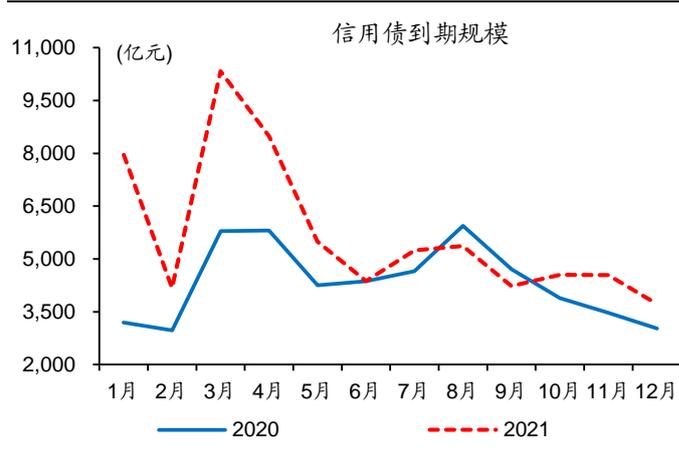
社融增速，将在3月重回下行通道。3月开始，贷款展期和信用债集中到期等，会拖累净融资，尤其是3月和4月，仅信用债到期规模就接近1.9万亿元、较2020年同期多增超7000亿元。2020年同期融资的放量，是疫情期间政策托底的特殊情况，部分企业利用低成本融资购买结构性存款的套利行为也不会再现。近期重要会议表态，进一步明确政策回归“调结构”、“防风险”，“低”效率杠杆行为确定性转向，非标融资和地产调控的加强影响也在逐步显现，信用“收缩”大势所趋。

图8：2021年上半年，五大行贷款到期明显增加



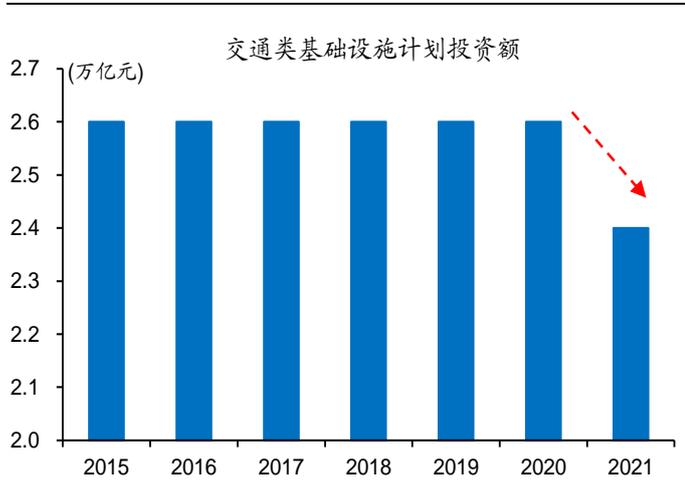
数据来源：上市银行报表、开源证券研究所

图9：2021年3月和4月信用债到期高峰



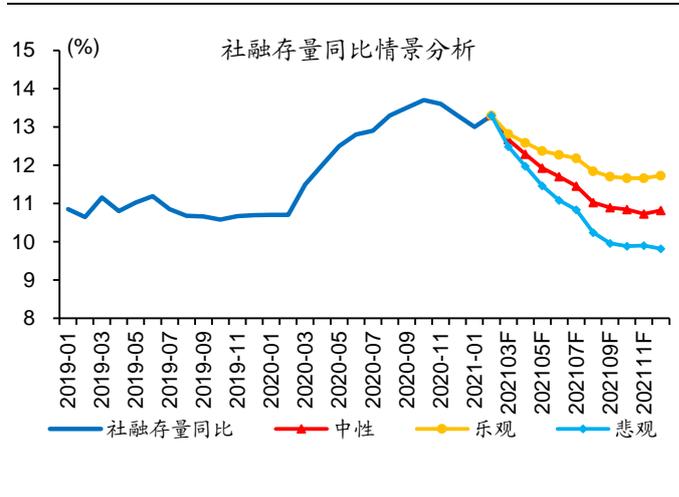
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：交通固定资产投资计划投资规模2021年首次下滑



数据来源：Wind、交通运输部、开源证券研究所

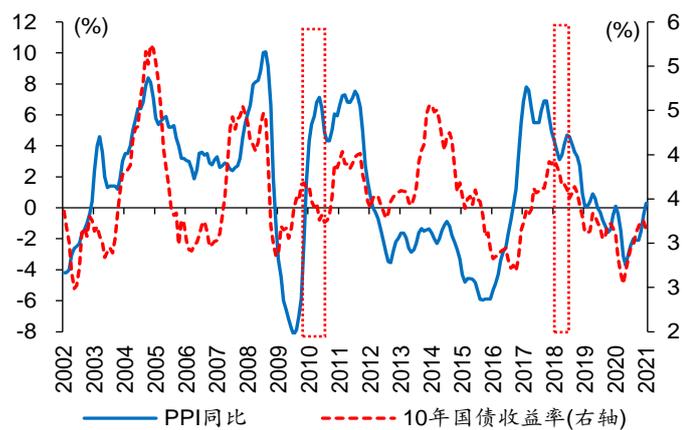
图11：社融增速将在3月进入快速下行阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

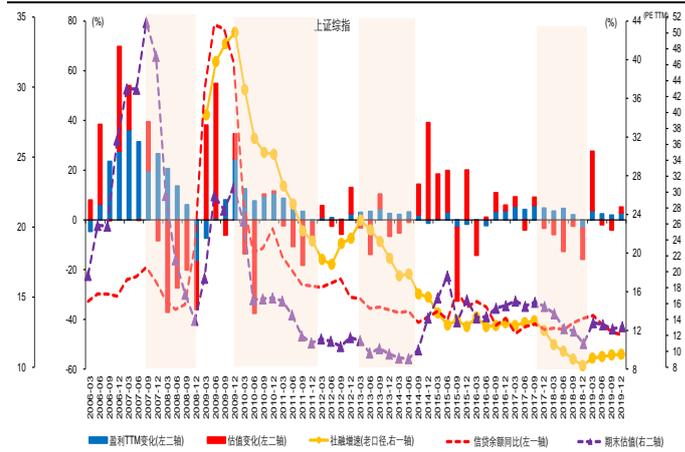
2021年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年。市场角度理解宏观，2021年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。对于国内利率债而言，利率债行情确定性较强，短期社融、通胀扰动提供了较好的买点。

图12: PPI上行、经济下行阶段, 长端收益率下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 信用“收缩”阶段, 权益类资产估值多承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

(1) 2月社融超预期, 中长期贷款为主要贡献项; 中长期贷款高增, 核心在企业中长期贷款。企业中长期贷款的高增, 或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。

(2) 市场角度理解宏观, 2021年主要逻辑是, 疫情逐步消退之后, 伴随经济活动逐步正常化, 政策思路和操作、市场定价逻辑等, 加快回归正常状态。这个过程中, 权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险, 都是表象。

5、 风险提示

金融风险加速释放。

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_17557



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn