

宏观点评报告

2021 年 3 月 11 日

货币不急转弯指向非地产信贷 未来 社融仍然下行

2021 年 2 月金融数据点评

核心内容:

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

- **社融数量超过预期,主要是贷款和银行承兑汇票超出预期**社融数据显示,我国内需贷款仍然较为旺盛,而企业票据增加,经济活力可观。
- **新增社融增速短暂上行**2月份新增社融和新增贷款增速上行,但这种上行并不是趋势性上行。社会融资在2021年恢复正常,应激性的刺激政策退潮,那么2020年3月份开始的金融扩张将会回归正常。2020年3月新增贷款达到3.0万亿,债券融资达到9931亿元,2021年3月贷款和债券融资会显著低于去年同期,预计社会融资会比去年减少1.5万亿左右。**社会融资增速未来仍然会回落**:(1)企业融资需求会受到房地产资金受限的影响;(2)地方政府专项债发行会弱于2020年;(3)债券市场的融资平稳,会显著低于2020年债券市场的爆发式增长。鉴于央行对货币投放的谨慎操作,社会融资规模存量同比增速会在未来会到11%-12%左右。如果2021年全年新增贷款33万亿,即社融存量同比增速约在12%左右,那么新增社融全年增速约在-3%左右。
- **2021年2月份新增信贷增速回升**2月份信贷数据显示央行对非房地产企业的信贷仍然是鼓励的,货币政策的不急转弯主要针对企业信贷而来。对于未来的信用紧缩幅度预期有所减弱,而房地产信贷减少在1-2月份信贷数据中仍然体现的不明显。**从居民信贷来看**2月份居民短贷回落,这是春节月份的节日性回落。3月份我国开始清查消费贷、经营贷违规进入房地产市场,可能会打击居民短贷。**从企业信贷来看**利率稍有上行和信贷条件的收紧使得企业短贷增速快速下滑,但中长期贷款仍然受到政策保护。由于经济活动仍然较为旺盛,而央行对非地产的企业信贷仍然支持,在央行不急转弯的政策下,全年新增贷款约为20.7万亿,那么全年贷款增速约为4%-5%左右。
- **春节错配带来M1下行,M2未来仍然下台阶**M1下行,春节时间推迟至2月份,与去年1月份的春节时间不匹配,企业存款在2月份减少,带来了M1的同比下行。M2上行也有春节的影响,同时居民新增存款2月份上行,不仅如此居民存款一部分进入股市,带来了证券保证金的上行。2月份企业承兑汇票上行,企业经营活动仍然较为活跃,也带来了M2的回升。
- **2021年社融下行,信贷增速回落**从1-2月份的社融结构来看,企业的信贷需求仍然较为旺盛,未来仍然需要观察银行对房地产及相关贷款的限制,房地产下行带来的信贷收缩在2021年难以避免,暂时并未出现其他行业可能补充房地产信贷下滑后的空白。

2月份社融和M2的增速差有所回落,社融代表了对资金的需求,而M2代表了资金的供给,银行对非房地产信贷仍然较为宽松。

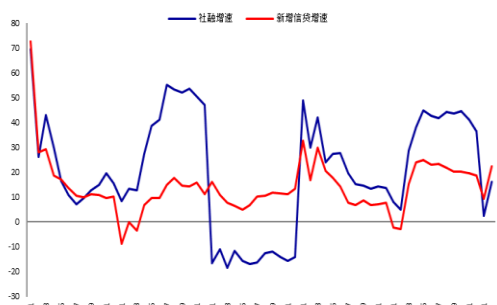
一、信贷和承兑汇票使得社融超预期，未来仍然下滑

2021 年 2 月份社会融资规模 1.71 万亿，预期 9100 亿，同比增加 6198 亿元。2 月份新增贷款 1.36 万亿，预期 9500 亿，同比多增 4543 亿元。2 月份社融同比上行主要是新增贷款和银行承兑汇票上行带来的，这与 1 月份结构相同。

2 月份社融数量仍然超过预期，贷款大幅上行，银行承兑汇票表现活跃，社融数据显示，我国内需贷款仍然较为旺盛，企业票据增加，经济活力可观。2021 年 2 月份新增社融增速 16.1%，比上月回升 13.7 个百分点，新增贷款增速 22.4%，比上月增加 13.1 个百分点。2 月份新增社融和新增贷款增速上行，但这种上行并不是趋势性上行。社会融资在 2021 年恢复正常，应激性的刺激政策退潮，那么 2020 年 3 月份开始的金融扩张将会回归正常。2020 年 3 月新增贷款达到 3.0 万亿，债券融资达到 9931 亿元，2021 年 3 月贷款和债券融资会显著低于去年同期，预计社会融资会比去年减少 1.5 万亿左右。

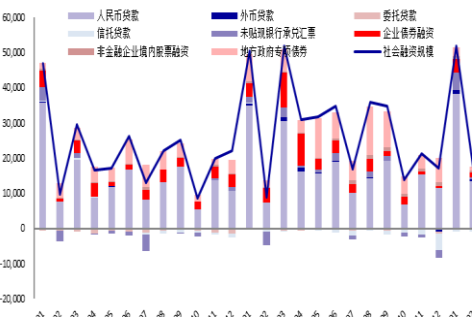
2021 年开年社会融资总额比市场预期稍高，显示出资金需求仍然较为旺盛，尤其是企业贷款需求上行速度仍然较快，超过预期。企业端对资金的需求仍然在上行，经济仍然处于良好运行中。承兑汇票上行显示企业之间经营活动较为活跃。社会融资增速未来仍然会继续下行：（1）企业融资需求会受到房地产资金受限的影响；（2）地方政府专项债发行会弱于 2020 年；（3）债券市场的融资平稳，会显著低于 2020 年债券市场的爆发式增长。鉴于央行对货币投放的谨慎操作，社会融资规模存量同比增速会在未来会到 11%-12% 左右。如果 2021 年全年新增贷款 33 万亿，即社融存量同比增速约在 12% 左右，那么新增社融全年增速约在 -3% 左右。

图 1：社融增速上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：企业贷款和承兑汇票支撑社融增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、企业信贷“不急转弯”，紧信用幅度低于预期

2021 年 2 月份新增信贷增速上行，企业信贷的旺盛超出市场预期。由于 2020 年底的中央经济工作会议、央行年前的表态以及两会金融指标的锚定，市场预计企业信贷会有所收紧，从此步入紧信用过程。而 2 月份信贷数据显示央行对非房地产企业的信贷仍然是鼓励的，货币政策的不急转弯主要针对企业信贷而来。对于未来的信用紧缩幅度预期有所减弱，而房地产信贷减少在 1-2 月份信贷数据中仍然体现的不明显。

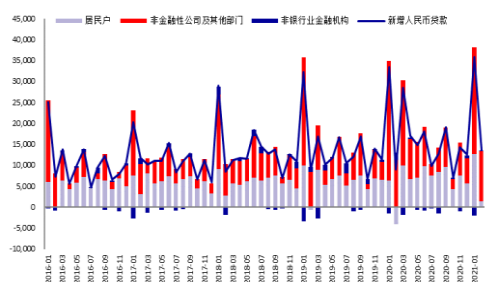
从居民信贷来看，2 月份居民长贷新增 4113 亿元，居民长贷较为稳定。2 月份居民短贷回落，这是春节月份的节日性回落。3 月份我国开始清查消费贷、经营贷违规进入房地产市场，可能会打击居民短贷。央行《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》中提出要警惕居民杠杆率过快上升的透支风险。2020

年居民杠杆率预计在 62.1%，比 2019 年上行了 7 个百分点，居民杠杆率上行速度加快，2021 年预计居民杠杆率稳定。2021 年央行控制的居民信贷主要可能是房贷，居民信贷预计 2021 年增速有限。

从企业信贷来看，企业中长期贷款快速上行，但短贷水平不及预期。利率稍有上行和信贷条件的收紧使得企业短贷增速快速下滑，但中长期贷款仍然受到政策保护。2 月份我国企业短贷和长贷增速分别为 -42.08% 和 51.27%，短贷增速下滑，长贷增速上行。

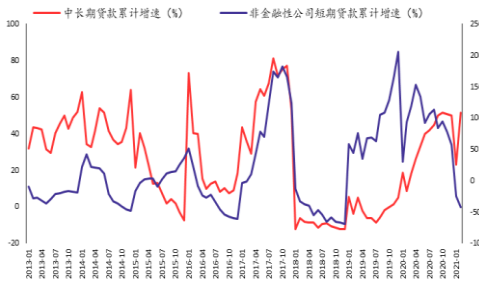
由于经济活动仍然较为旺盛，而央行对非地产的企业信贷仍然支持，在央行不急转弯的政策下，全年新增贷款约为 20.7 万亿，那么全年贷款增速约为 4%-5% 左右。

图 3：贷款结构变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：企业中长期贷款增速回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

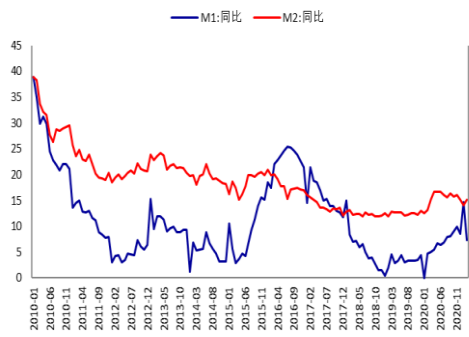
三、春节错配带来 M1 下行，M2 未来仍然下台阶

M2 上行，M1 下行，春节时间推迟至 2 月份，与去年 1 月份的春节时间不匹配，企业存款在 2 月份减少，带来了 M1 的同比下行。M1 在 2 月份增速为 7.4%，比上个月减少 7.3 个百分点，这是春节错配的影响。

M2 上行也有春节的影响，同时居民新增存款 2 月份上行，不仅如此居民存款一部分进入股市，带来了证券保证金的上行。2 月份企业承兑汇票上行，企业经营活动仍然较为活跃，也带来了 M2 的回升。

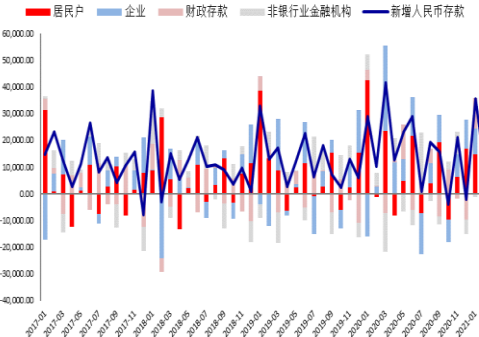
我国央行紧信用和边际收紧货币暂时未变，但仍然执行不急转弯的政策，预计 M2 同比增速会有所下滑，2021 年在 9%-10% 运行。

图 5：M1、M2 增速下行 (%)



资料来源：统计局，中国银河证券研究院整理

图 6：非银行金融存款大幅上行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、2021 年社融下行，信贷增速回落

我国 2020 年社融增速超水平上行有很大一部分原因是政府债券发行上行，而政府债券的大幅发行是为了支持新冠疫情下的经济增长。2021 年新冠疫情影响降低，同时政府着力保证宏观杠杆率平稳，预计赤字率要低于 2020 年，2021 年政府债券发行下行。

从 1-2 月份的社融结构来看，企业的信贷需求仍然较为旺盛，未来仍然需要观察银行对房地产及相关贷款的限制，房地产下行带来的信贷收缩在 2021 年难以避免，暂时并未出现其他行业可能补充房地产信贷下滑后的空白。

两会报告对货币政策的描述是精准滴灌，合理适度，总体仍然偏谨慎。总量指标的描述是社融增速与 M2 增速要与 GDP 名义增速匹配，预计社融和 M2 增速会有小幅下滑，预计 2021 年社会融资规模存量增速可能在 12%-13% 之间，下滑 1 个百分点左右，M2 在 9%-10% 左右。

2 月份社融和 M2 的增速差有所回落，社融代表了对资金的需求，而 M2 代表了资金的供给，银行对非房地产信贷仍然较为宽容。由于 M2 指标受到春节错配影响，仍然需要观察 1 季度的指标来明确未来资金的变化。

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_17561

