

宏观点评报告

2021 年 2 月 10 日

偏紧操作影响货币投放 社融和贷款 未来仍走低

2021 年 1 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，而年前企业票据增加，经济活力可观。
- **新增社融增速会持续下滑** 2021 年 1 月份新增社融增速回落至 2.3%，比 2020 年的 36.3% 出现大幅下滑。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。承兑汇票上行有节日原因，其他资金供给保持平稳。**社会融资增速未来仍然会继续下行**：（1）社会融资在 2021 年恢复正常，应激性的刺激政策退潮，企业融资 1 月份仍然较为旺盛，支撑了新增社融增速的正增长，但是随着房地产贷款的受限、基建项目的稳定以及影子银行的回落，预计新增社融增速会回落至负增长；（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
- **2021 年 1 月份新增信贷增速下滑，但信贷总额仍然超出市场预期** 2021 年信贷政策会结束疫情期间的应激反应。**从居民信贷来看** 1 月份居民长贷大幅上行，主要是 2020 年结转了部分房地产信贷，同时年前房地产冲量下居民消费增加。1 月份虽然受到新冠疫情的侵扰，但居民消费信贷仍然上行，1 月份居民短贷达到 3278 亿元，虽然旅游消费等受到禁止，但居民消费热情仍然较高。**从企业信贷来看** 企业中长期贷款仍然较高，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。
- **M1、M2 受春节错配干扰，同时央行收紧货币操作也拉低 M2 增速** M2 下行，M1 上行，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 1 月份并未减少，同时居民存款上行速度不及去年同期。年前银行货币操作偏谨慎也是 M2 下滑的重要原因。1 月份非银行金融机构存款下行 1120 亿元，比去年同期下行 6821 亿元，金融机构的资金趋紧。
- **2021 年社融下行，信贷收缩** 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，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 12 月份的社融结构来看，对房地产及相关贷款的限制已经影响了贷款增速，**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。

2021 年央行四季度货币政策报告对总量指标的描述是社融增速与 M2 增速要与 GDP 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。

一、社融小幅超预期，未来仍然下滑

2021 年 1 月份社会融资规模 5.17 万亿，预期 4.6 万亿，同比增加 1165 亿元。1 月份新增贷款 3.82 万亿，预期 3.5 万亿，同比多增 3276 亿元。1 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，1 月份银行承兑汇票增加 4902 亿元，同比上行 3499 亿元。

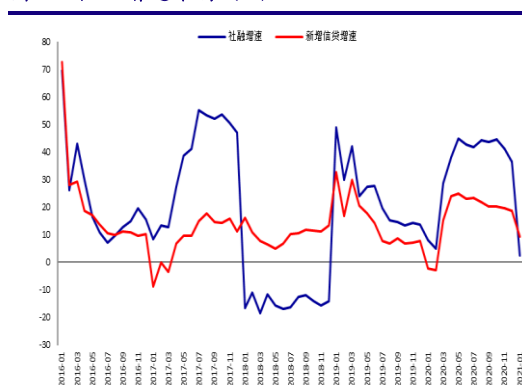
1 月份社融数量仍然超过预期，主要是贷款和银行承兑汇票超出预期，社融数据显示，我国内需贷款仍然较为旺盛，而年前企业票据增加，经济活力可观。2021 年 1 月份新增社融增速回落至 2.3%，比 2020 年的 36.3% 出现大幅下滑，社会融资在 2021 年恢复正常，应激性的刺激政策退潮，企业融资 1 月份仍然较为旺盛，支撑了新增社融增速的正增长，但是随着房地产贷款的受限、基建项目的稳定以及影子银行的回落，预计新增社融增速会回落至负增长。

1 月份新增贷款增速 9.3%，增速也较上年大幅回落，企业融资需求较为旺盛，但货币政策偏稳健，企业贷款大幅上行在今年很难看到，而且预计企业贷款之后仍然可能继续下滑。

企业债券融资恢复至 3000 亿元以上，债券市场在 1 月份有所恢复，债券市场融资有一定的节日性原因，3 月份后债券市场融资会低于去年，拉低整体社会融资增速。

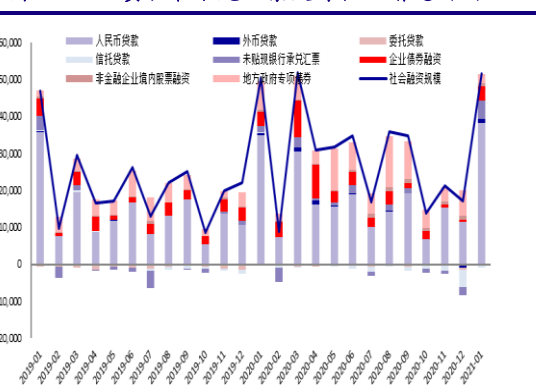
2021 年开年社会融资总额比市场预期稍高，显示出资金需求仍然较为旺盛，尤其是企业贷款需求上行速度仍然较快，超过预期。企业端对资金的需求仍然在上行，经济仍然处于良好运行中。承兑汇票上行有节日原因，其他资金供给保持平稳。社会融资增速未来仍然会继续下行：（1）企业融资需求会受到房地产资金受限的影响；（2）地方政府专项债发行会弱于 2020 年；（3）债券市场的融资平稳，会显著低于 2020 年债券市场的爆发式增长。鉴于央行对货币投放的谨慎操作，社会融资规模存量同比增速会在未来会到 11%-12% 左右。

图 1：社融增速下行（%）



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、企业信贷需求仍然旺盛，“紧信用”下增速回落

2021 年 1 月份新增信贷增速下滑，但信贷总额仍然超出市场预期。2020 年新冠疫情爆发后，银行对企业信贷给与多方面支持，使得新增信贷增速处于近 5 年来高位，这种增速水平会在 2021 年逐步恢复正常。

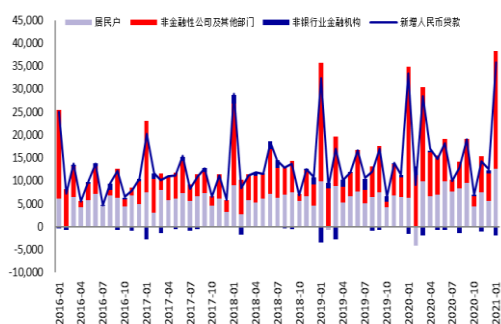
从居民信贷来看，1 月份居民长贷大幅上行，主要是 2020 年结转了部分房地产信贷，同时年前房地产冲量下居民消费增加。1 月份虽然受到新冠疫情的侵扰，但居民消费信贷仍然上行，1 月份居民短贷达

到 3278 亿元，虽然旅游消费等受到禁止，但居民消费热情仍然较高。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 7 个百分点，居民杠杆率上行速度加快。而我国居民透支主要来自于房贷、消费贷、信用卡透支、个体工商户经营性贷款。2021 年央行控制的居民信贷主要可能是房贷和个体工商户经营性贷款，居民信贷预计 2021 年增速有限。

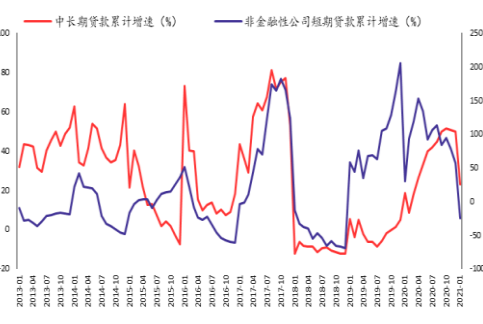
从企业信贷来看，企业中长期贷款仍然较高，但短贷水平不及预期。利率稍有上行和信贷条件的收紧使得企业短贷增速快速下滑。1 月份我国企业短贷和长贷增速分别为 -25.25% 和 22.89%，增速均有所下滑。新冠疫情下，我国信贷对企业的支持力度增加，有力的支持了中小企业渡过难关。2021 年开年企业信贷需求仍然较为旺盛，但央行紧信用政策不变，预计之后新增信贷增速会持续走低。

图 3：贷款结构变化 (%)

图 4：企业中长期贷款增速下行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

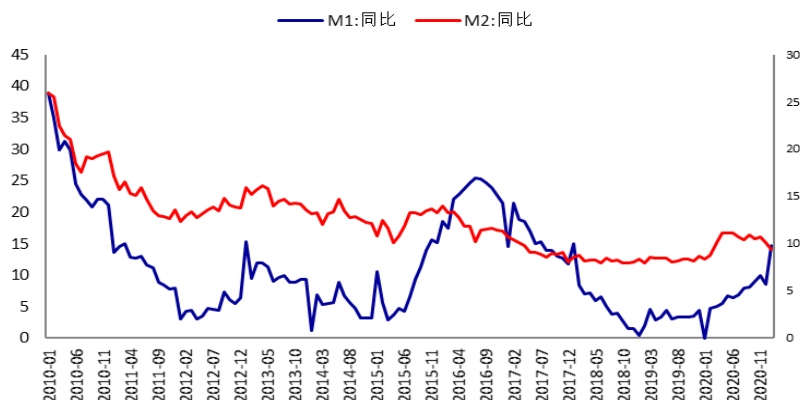
三、春节错配带来 M1 上行，央行货币政策使得 M2 台阶

M2 下行，M1 上行，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 1 月份并未减少，同时居民存款上行速度不及去年同期。M1 在 1 月份增速为 14.7%，比上个月增加 6.1 个百分点，这是春节错配的影响。

M2 下行也有春节的影响，年前银行货币操作偏谨慎也是 M2 下滑的重要原因。1 月份非银行金融机构存款下行 1120 亿元，比去年同期下行 6821 亿元，金融机构的资金趋紧。

1 月份信贷增速较高，带来了企业存款的上行，使得 M2 下滑速度减弱。我国央行紧信用和边际收紧货币暂时未变，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

四、2021 年社融下行，信贷收缩

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 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。

2021 年央行四季度货币政策报告对总量指标的描述是社融增速与 M2 增速要与 GDP 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。

1 月份社融和 M2 的增速差仍然上行，社融代表了对资金的需求，而 M2 代表了资金的供给，表明银行资金仍然较为紧张。由于 M2 指标 1 月份受到春节错配影响，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_18108

