

社融增速放缓不超预期，警惕贷款需求边际回落——2021年4月金融数据点评

2021年5月13日

A股策略 策略点评

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003
研究助理	高天然	电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029
研究助理	耿梓瑜	电话：010-66554044	邮箱：gengzy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070028

摘要：

3、4月社融存量增速降幅相对较大主要受到高基数影响，不必过度担心3、4月社融增速下行速度加快的现象，按照“不急转弯”的政策定调，预计全年社融存量增速呈缓慢下行态势。

社融分项来看，债券及表外融资仍为主要拖累，剔除基数效应后，人民币贷款、企业债券实际表现不弱。

需警惕贷款需求边际回落。一是票据融资高增显示信贷额度相对宽松，二是历史数据来看票据利率下行均领先于贷款需求指数下行，下阶段需密切关注贷款需求相关指标变化。三是应考虑到一季度贷款“抢跑”因素，企业倾向于在年初完成融资以便于后续开展生产经营活动，加之2021年紧信用在预期之中，年初贷款“抢跑”影响更大。

下阶段地方债仍为社融主要支撑分项，据WIND数据，1~4月地方债发行规模共计1.6万亿元，发行节奏较缓，预计5~10月需完成超过5万亿元的发行规模，为社融主要拉动分项。

季节及高基数效应对M1、M2形成负面拉动，4月是二季度初期，历史数据表明信贷投放存在季节性回落，派生存款也相应出现回落；2020年4月大规模投放货币导致的高基数也对2021年4月M1、M2增速造成负面影响。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 社融增速快速回落受高基数影响，并未“急转弯”.....	3
2. 债券融资、表外仍为较大拖累，人民币贷款仍具韧性.....	3
3. 警惕贷款需求边际回落.....	4
4. 下阶段政府债券融资为社融主要边际拉动分项.....	5
5. M1、M2 增速回落不超预期.....	6
6. 风险提示.....	6

插图目录

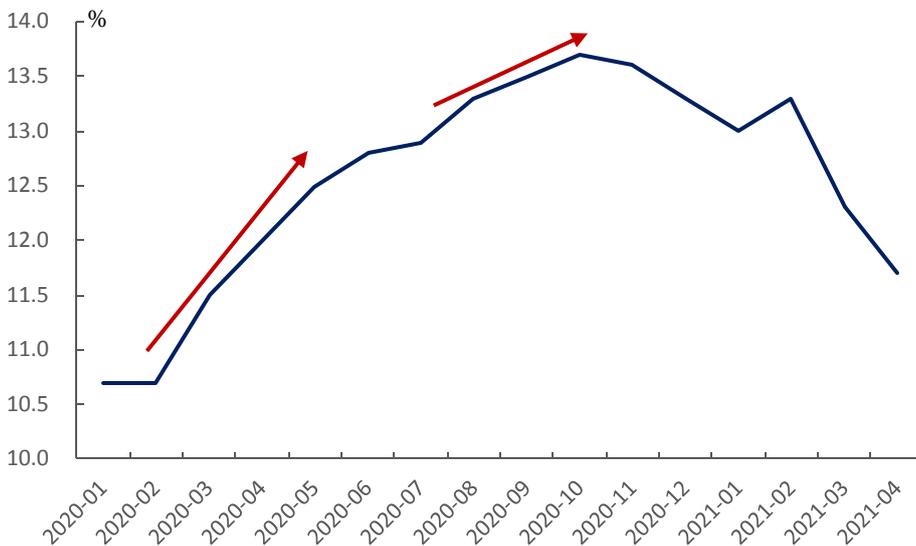
图 1: 2020 年高基数影响下，2021 年 3、4 月社融增速下滑更快.....	3
图 2: 2021 年 4 月新增社融分项变化.....	4
图 3: 中长期、短期贷款表现对比.....	5
图 4: 4 月票据融资、短期贷款融资新增规模反向.....	5
图 5: SHIBOR 和票据利率相对表现.....	5
图 6: 票据利率下行领先于贷款需求指数.....	5
图 7: 贷款、社融全年波动特征.....	6
图 8: M2 与财政存款月增速变化对比.....	6

表格目录

1. 社融增速快速回落受高基数影响，并未“急转弯”

3、4月社融存量增速降幅相对较大。2021年4月社融存量同比增速为11.7%，同环比分别下降0.3、0.6个百分点，3月同环比分别下降0.8、1.0个百分点。主要受到高基数影响，对比2020年各月社融增速环比变化幅度，上半年社融增速斜率更加陡峭，3、4、5月社融存量同比增速环比增幅分别为0.8、0.5、0.5个百分点，为全年高点，基数效应下2021年相对应月份增速下滑幅度也就更大。因此不必过度担心2021年3、4月社融增速下行速度加快的现象，按照“不急转弯”的政策定调，预计全年社融存量增速呈缓慢下行态势。

图1：2020年高基数影响下，2021年3、4月社融增速下滑更快

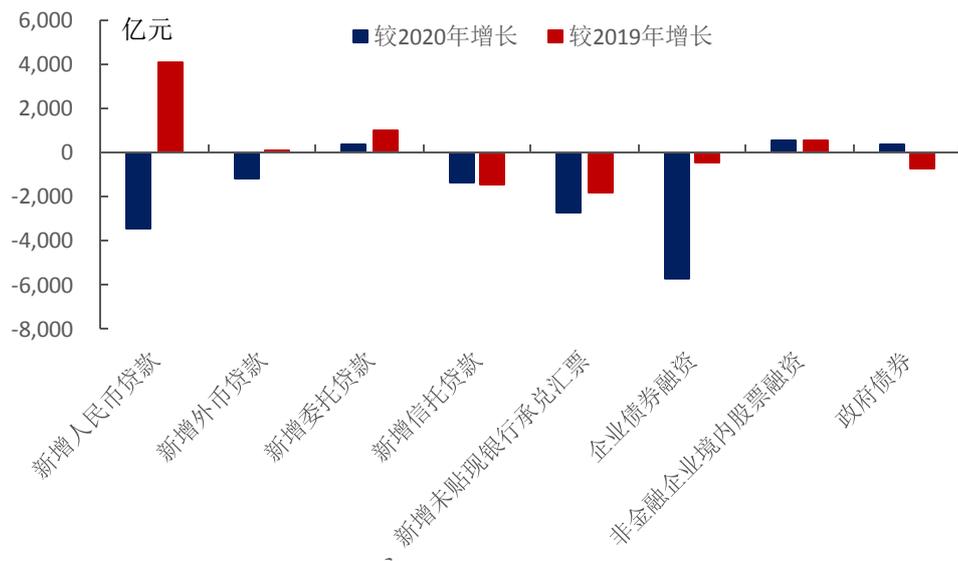


资料来源：WIND、东兴证券研究所

2. 债券融资、表外仍为较大拖累，人民币贷款仍具韧性

债券及表外融资构成4月社融主要拖累分项。2021年4月新增社融1.85万亿元，较2020年同期下降1.25万亿元，其中下降规模较大的分项包括企业债券、人民币贷款、未贴现承兑汇票及信托贷款，分别同比下降5728、3439、2729、1351亿元。剔除基数效应后，人民币贷款、企业债券实际不弱，2021年4月新增社融较2019年同期增长1790亿元，其中信贷为主要拉动项，较2019年同期增长4067亿元，企业债券融资仅下降440亿元，但表外分项即便剔除基数效应仍呈回落态势。

图 2：2021 年 4 月新增社融分项变化

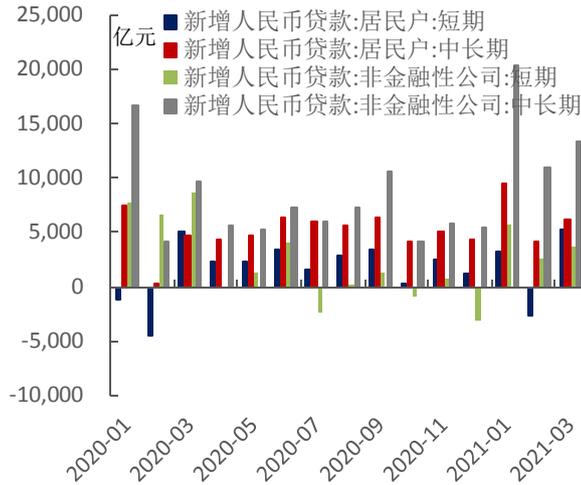


资料来源：WIND、东兴证券研究所

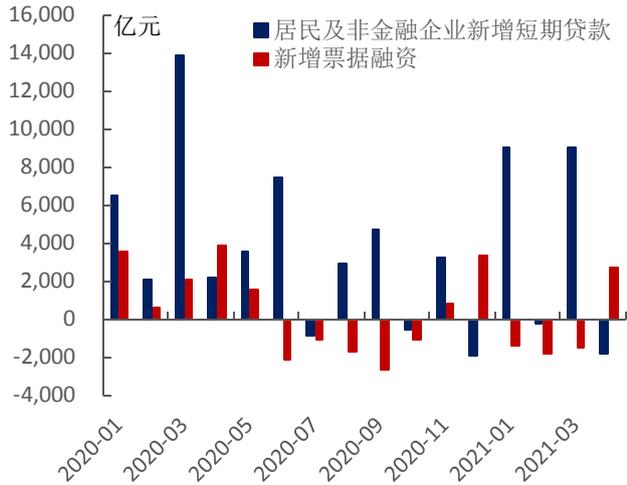
3. 警惕贷款需求边际回落

人民币贷款韧性主要是中长期贷款支撑、短期贷款明显下滑。4 月新增中长期贷款较 2020 年同期增长 1587 亿元，在较高的基数下仍实现正增长，其中居民、企业分别同比增长 529、1058 亿元，显示居民购房意愿向好，企业当前对于未来经营活动开展仍有信心。4 月新增非金融企业短期贷款分别较 2020 年、2019 年同期下降 2085、730 亿元，伴随经济逐渐修复，企业周转需求减少，短期贷款减少；居民短期贷款也现下滑，分别较 2020 年、2019 年同期下降 1915、728 亿元。

下阶段需警惕贷款需求边际回落。一是票据融资高增显示信贷额度相对宽松，贷款供不应求时银行倾向于挤压票据额度，为贷款腾挪空间，在贷款供过于求时则相反。2021 年 4 月非金融企业、居民短期贷款规模新增-1782 亿元，而票据融资新增 2711 亿元，分别较 2020 年、2019 年同期下降 1199、增长 837 亿元，相较于贷款需求银行额度或较为宽松。二是票据利率领先于贷款需求指数，票据利率受到实际需求和资金面水平的双重影响，4 月份 SHIBOR 利率相对稳定，但票据利率仍出现大幅下行，说明影响票据利率的主要是供需而非资金面，历史数据来看，票据利率下行均领先于贷款需求指数下行，下阶段需密切关注贷款需求相关指标变化。三是应考虑到一季度贷款“抢跑”因素，企业倾向于在年初完成融资以便于后续开展生产经营活动，加之 2021 年紧信用在预期之中，年初贷款“抢跑”影响更大，因此当前较好的信贷表现不能作为其可持续发展的依据，下阶段需警惕贷款需求边际回落的可能。

图 3：中长期、短期贷款表现对比


资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 4：4月票据融资、短期贷款融资新增规模反向


资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 5：SHIBOR 和票据利率相对表现


资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 6：票据利率下行领先于贷款需求指数


资料来源：WIND、东兴证券研究所

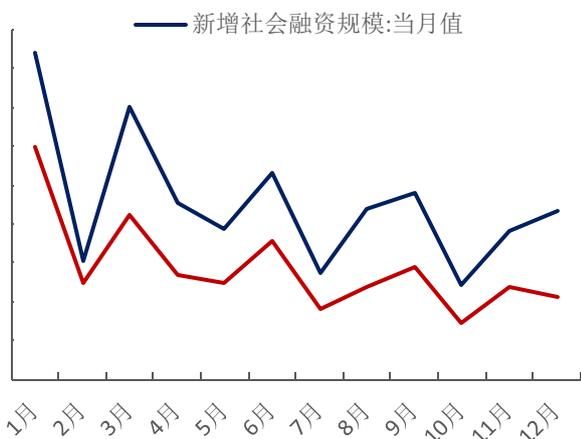
4. 下阶段政府债券融资为社融主要边际拉动分项

下阶段地方债发行规模仍待释放，据 WIND 数据，1~4 月地方债发行规模共计 1.6 万亿元，发行节奏较缓，如我们之前预测所说“2021 年地方政府赤字为 8200 亿元，新增专项债规模 3.65 万亿元，全年到期规模 2.67 万亿元，全年地方债发行规模超 7 万亿元”，按此预测，5~10 月需完成超过 5 万亿元的发行规模，为社融主要拉动分项。表外受到监管限制，预计全年均呈下行态势。2021 年信托监管工作会议明确 2021 年继续开展“两压一降”、资管新规过渡期也将于 2021 年末结束，全年监管压力下表外规模对社融基本呈负向拉动。

5. M1、M2 增速回落不超预期

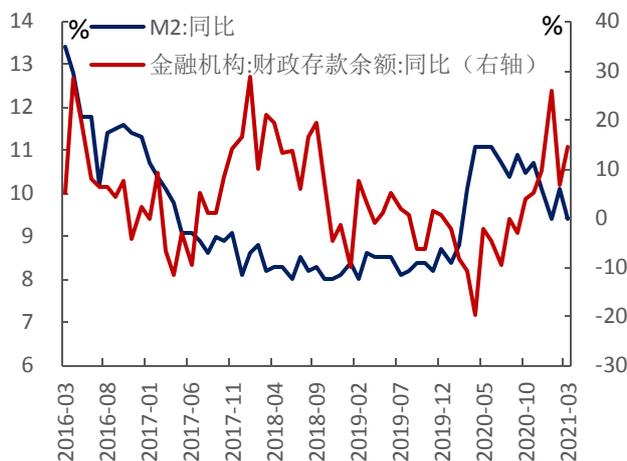
4月本身存在季节性影响，2021年4月M1、M2分别同比增长6.2%、8.1%，M1增速同环比分别上行0.7个百分点、下降0.9个百分点，M2增速分别同环比下降3.0个百分点、下降1.3个百分点，整体增速下滑幅度相对较大。一是4月是二季度初期，历史数据表明信贷投放存在季节性回落，派生存款也相应出现回落，其次2020年4月大规模投放货币导致的高基数也对2021年4月M1、M2增速造成负面影响。二是M2还受到财政存款的影响，4月财政存款出现季节性增长，导致M2增速边际下行。

图7：贷款、社融全年波动特征



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图8：M2与财政存款月增速变化对比



资料来源：WIND、东兴证券研究所

6. 风险提示

政策波动超出预期，公司业绩不及预期，市场波动超出预期。

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_19560

