

## 社融增速下半年平稳 紧信用仍然留有余地

### 2021年4月金融数据点评

#### 核心内容:

#### 分析师

- **货币政策回归常态, 5月份社融下滑趋缓** 4月份社融数量回落, 贷款增速同时下行, 银行承兑汇票走低, 社融数据显示, 我国内需贷款回落, 信用收缩继续进行。
- **新增社融规模和贷款规模下滑** (1) 债券发行回归正常, 而去年同期债券发行仍然处于疫情期间的应激政策, 债券发行减少 5728 亿元 (2) 对房地产相关融资活动趋严, 信托贷款减少 1328 亿元, 而信托贷款部分针对房地产市场; (3) 经过 1 季度贷款的高速增长, 4 月份信贷回归平稳, 贷款需求减弱; (4) 经济活力稍有下滑, 银行承兑汇票下滑 2152 亿元, 企业短贷走低。
- **5 月份社会融资增速下滑速度减缓, 5 月份开始社融增速可能进入振荡期** (1) 企业融资可能趋近平稳; (2) 地方政府专项债发行基本等同于 2020 年, 4 月份开始地方政府专项债发行进入正轨; (3) 信托贷款可能持续下滑; (4) 由于中小银行的贷款风险和债券违约风险并存, 过度的收缩也不利于我国经济增长, 预计 5 月份开始我国社融增速会趋于平缓。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已经回到了 11.7% 的水平, 与名义 GDP (6% 的底线) 基本匹配。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。
- **M2 增速下滑主要由居民存款同比减少相关** M2 环比上个月减少 1.43 万亿, 居民新增存款减少 1.57 万亿, 基本持平于 M2 新增额度。4 月份企业需要缴纳 2020 年的所得税余额, 企业存款减少同时财政存款增加了 5777 亿元, 这是企业存款向财政的转移。同时居民存款依然在向资本市场转移, 金融机构存款余额增加了 5268 亿元。
- **2021 年社融增速可能在下半年平稳** 随着 2020 年下半年货币正常化展开, 我国社融相对下滑趋势就已经开始趋缓。尤其是紧信用在上半年已经得到贯彻, 控制房地产的同时要保护我国制造业企业, 紧信用加码的可能性也不大。下半年经济动能回落, 经济可能处于下滑状态, 在这种情况下加码货币紧缩幅度也不现实。我们认为下半年社融和信贷增速下滑告一段落。

4 月份社融和 M2 的增速差继续回落, 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。总体来说, 货币政策仍然是收紧状态, 收缩主要以信托贷款为主, 针对房地产市场, 紧信用和宽货币的组合没有变化, 但紧信用也是缓步进行。

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

## 一、货币政策回归常态，5月份社融下滑趋缓

2021年4月份社会融资规模1.85万亿，预期2.29万亿，同比减少1.25万亿。4月份新增贷款1.47万亿，预期1.6万亿，同比减少2300亿元。4月份社融增速下行，主要是企业债券、企业贷款、信托和银行票据减少带来的。

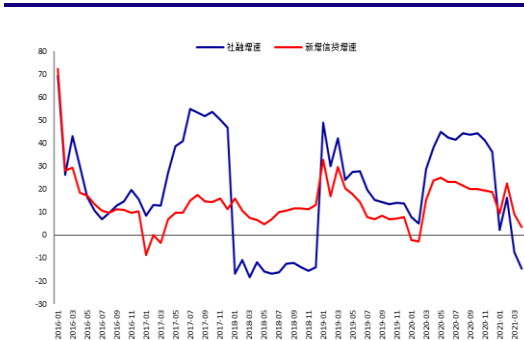
4月份社融数量回落，贷款增速同时下行，银行承兑汇票走低，社融数据显示，我国内需贷款回落，信用收缩继续进行。2021年4月份新增社融增速-14.75%，比上月回落7.17个百分点，新增贷款增速3.56%，比上月减少5.54个百分点。4月份新增社融和新增贷款增速继续下行，下行速度小幅超过预期。2020年4月由于新冠疫情的影响，财政政策和货币政策在3月份开始发力，2020年4月份新增贷款1.7万亿，企业债券融资0.92万亿。2021年4月份新增贷款仅下滑了2300亿元，在疫情期间对中小企业的贷款和再贷款仍然展期，紧信用对企业的压制仍然有分寸。4月份债券融资发行量减少了5728亿元，这是疫情后债券发行向正常化调整。

新增社融规模和贷款规模下滑，主要是因为（1）债券发行回归正常，而去年同期债券发行仍然处于疫情期间的应激政策，债券发行减少5728亿元（2）对房地产相关融资活动趋严，信托贷款减少1328亿元，而信托贷款部分针对房地产市场；（3）经过1季度贷款的高速增长，4月份信贷回归平稳，贷款需求减弱；（4）经济活力稍有下滑，银行承兑汇票下滑2152亿元，企业短贷走低。

2021年4月份，我国对企业的贷款需求仍然有所保护，4月份非金融企业对企业的信贷稍有增加，但对于房地产企业保持紧信用。5月份社会融资增速下滑速度减缓，5月份开始社融增速可能进入振荡期：（1）企业融资可能趋近平稳；（2）地方政府专项债发行基本等同于2020年，4月份开始地方政府专项债发行进入正轨；（3）信托贷款可能持续下滑；（4）由于中小银行的贷款风险和债券违约风险并存，过度的收缩也不利于我国经济增长，预计5月份开始我国社融增速会趋于平缓。

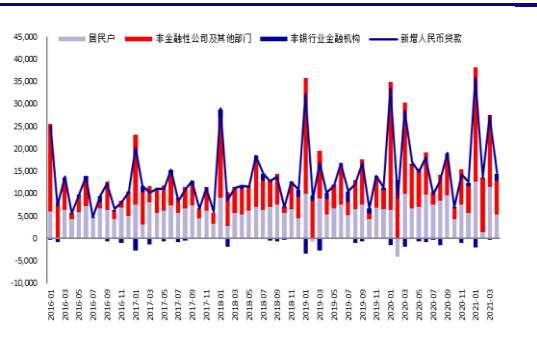
鉴于央行对货币投放的谨慎操作，社会融资规模存量同比增速已经回到了11.7%的水平，与名义GDP（6%的底线）基本匹配。如果2021年全年新增贷款33万亿，即社融存量同比增速约在12%左右，那么新增社融全年增速约在-3%左右。

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：企业贷款和债券融资减少（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、企业长贷仍然增长，紧信用幅度低于预期

2021年4月份新增信贷增速下滑，主要是企业的短期信贷大幅减少导致。3月24日国常会明确对小微企业的两项货币政策直达工具，即对地方法人银行办理普惠小微企业贷款延期还本付息给予激励、对

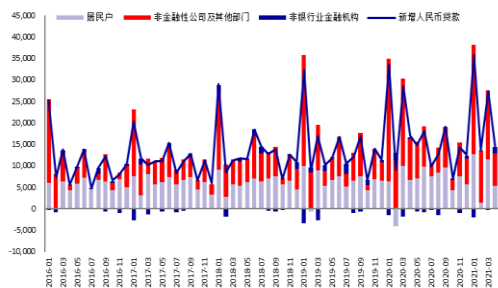
其发放小微信用贷款提供优惠资金支持,延续至 2021 年年末。国家在政策上保证了对非地产企业的呵护,这也是货币政策不急转弯的主要指代。企业长期贷款仍然在向上增长,说明短期内企业资产负债表有小幅改善。

从居民信贷来看,4 月份居民长贷新增 4918 亿元,居民长贷较为稳定。4 月份居民短贷回落,居民消费水平略有走低。我国清查消费贷、经营贷违规进入房地产市场,这种行为压制了居民贷款增速。

从企业信贷来看,企业中长期贷款仍然快速上行,但短贷同比大幅走低。4 月份企业短贷-2147 亿元,4 月份企业开始偿还贷款,企业经营活动可能有所下滑。4 月份企业长贷 6605 亿,比去年同期上行了 1058 亿元,4 月份我国企业短贷和长贷增速分别为-57.04%和 42.72%,短贷增速下滑,长贷增速仍然上行。

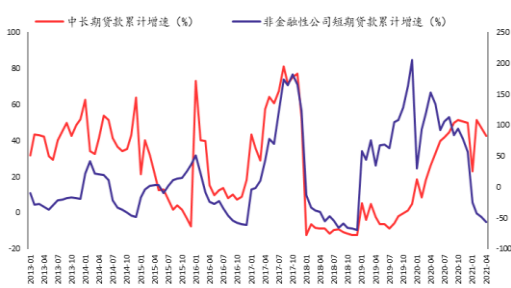
由于经济活动较为平稳,而央行对非地产的企业信贷仍然支持,在央行不急转弯的政策下,全年新增贷款约为 20.7 万亿,那么全年贷款增速约为 6%左右。

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: 企业短期贷款回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、M2 增速下滑主要由居民存款同比减少相关

M1 和 M2 同时下滑,4 月份央行仍然是正常的货币操作,而去年同期正是我国货币扩张时期,从而在基数上带来了 M2 的下滑。M1 在 4 月份增速为 6.2%,比上个月减少 0.9 个百分点, M2 增速 8.1%,比上个月减少 1.3 个百分点。

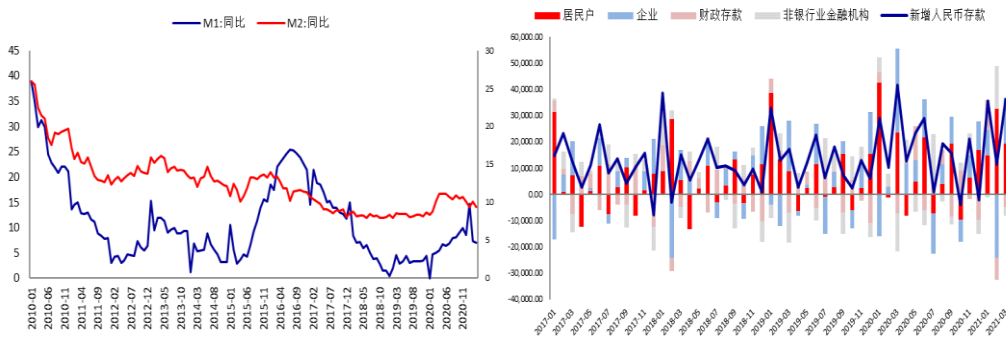
M2 上行幅度低于 2020 年,主要是居民存款减少导致的。从 M1 数量可以看到,4 月份企业活期存款和现金减少了 1 万亿, M2 环比上个月减少 1.43 万亿,居民新增存款减少 1.57 万亿,基本持平于 M2 新增额度。

4 月份企业需要缴纳 2020 年的所得税余额,企业存款减少同时财政存款增加了 5777 亿元,这是企业存款向财政的转移。同时居民存款依然在向资本市场转移,金融机构存款余额增加了 5268 亿元。

我国央行紧信用暂时未变,但仍然执行不急转弯的政策,预计 M2 同比增速已经到达底部区域,2021 年在 9%运行。

图 5: M1、M2 增速下行 (%)

图 6: 非银行金融存款同比上行 (%)



资料来源：统计局，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

#### 四、2021 年社融增速可能在下半年平稳

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，赤字率要低于 2020 年，2021 年政府债券发行下行。

从 4 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，但除房地产外，其他企业仍然受到政策保护。

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。

随着 2020 年下半年货币正常化展开，我国社融相对下滑趋势就已经开始趋缓。尤其是紧信用在上半年已经得到贯彻，控制房地产的同时要保护我国制造业企业，紧信用加码的可能性也不大。下半年经济动能回落，经济可能处于下滑状态，在这种情况下加码货币紧缩幅度也不现实。我们认为下半年社融和信贷增速下滑告一段落。

4 月份社融和 M2 的增速差继续回落，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。总体来说，货币政策仍然是收紧状态，收缩主要以信托贷款为主，针对房地产市场，紧信用和宽货币的组合没有变化，但紧信用也是缓步进行。

**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\\_19627](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19627)

