宏观点评报告

2021 年 4 月 12 日

社融下行可能在 5 月份趋缓 紧信用仍然留有余地

2021 年 3 月金融数据点评

核心内容：

- **社融增速下滑，但央行仍然对贷款有所保护** 3 月份社融数量回落，贷款增速也出现下行，银行承兑汇票下行，社融数据显示，我国内需贷款回落，信用收缩小幅开始，但速度仍然缓慢。3 月份新增社融和新增贷款增速下行，这种下行在预期之内，2021 年 3 月份新增贷款仅下滑了 2885 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。贷款规模高于市场预期，银行对企业贷款有所保护，但银行承兑汇票减少，说明企业经济活动的活跃度在下行。

- **4 月份社会融资增速未来仍然会有所回落，5 月份开始社融增速可能进入振荡期**：（1）企业融资需求会受到房地产资金受限的影响，但对其他企业的资金需求仍然给与保护；（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）债券市场的融资平稳，去年 4 月份后债券市场也趋于平稳，由于 2020 年 4 月份仍然高基数，预计 4 月份社会融资增速会继续下滑；（5）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。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。

- **企业信贷“不急转弯”，紧信用幅度低于预期**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。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 6%左右。**央行货币政策目标为了稳定就业** 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。3 月份金稳会上给与明确的答案，保护中小企业就是保护就业，就业是最主要的经济目标，央行的货币政策为此服务。

- **M2 增速下滑主要由居民存款同比减少相关** M2 上行幅度低于 2020 年，主要是居民存款减少导致的。M2 比 M1 新增了 1.78 万亿，居民新增存款 1.94 万亿，基本持平于 M2 新增额度，居民存款低于去年同期，可能是居民存款仍然在流入资本市场。预计 M2 同比增速会逐步平稳，2021 年在 9%-10%运行。

- **2021 年社融下行，信贷增速回落**从 1 季度的社融结构来看，企业的信贷需求仍然较为旺盛，未来需要观察银行对房地产及相关贷款的限制。

  3 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，但收紧的幅度仍然是以后控制的，紧信用和宽货币的组合没有变化，但紧信用也是缓步行进。

分析师

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、社融增速下滑，但5月份有平缓可能

2021年3月份社会融资规模3.34万亿，预期3.7万亿，同比减少1.84万亿。3月份新增贷款2.73万亿，预期2.3万亿，同比减少2885亿元。3月份社融增速下行，主要是企业债券、地方政府专项债券减少带来的，同时银行承兑汇票也在减少。

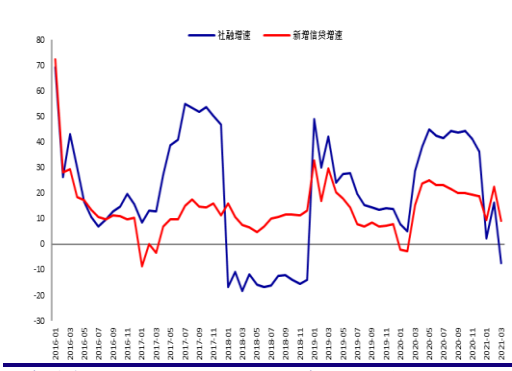
3月份社融数量回落，贷款增速也出现下行，银行承兑汇票下行，社融数据显示，我国内需贷款回落，信用收缩小幅开始，但速度仍然缓慢。2021年3月份新增社融增速-7.95%，比上月回落23.7个百分点，新增贷款增速9.10%，比上月减少13.3个百分点。3月份新增社融和新增贷款增速下行，这种下行在预期之内。2020年3月由于新冠疫情的影响，财政政策和货币政策在3月份开始发力，2020年3月份新增贷款3.03万亿，企业债券融资0.99万亿，地方政府专项债达到0.63万亿。2021年3月份新增贷款仅下滑了2885亿元，在疫情期间对中小企业的贷款和再贷款仍然展期，紧信用对企业的压制仍然有分寸。

这也从市场预期可以看到，新增社融规模低于市场预期，但是贷款规模高于市场预期，银行对企业贷款仍然有所保护，但银行承兑汇票减少，说明企业经济活动的活跃度在下行。

2021年3月份开始，我国货币政策恢复常态，对企业的贷款需求仍然有所保护，但对于房地产企业保持紧信用。4月份社会融资增速未来仍然会有所回落，5月份开始社融增速可能进入振荡期：（1）企业融资需求会受到房地产资金受限的影响，但对其他企业的资金需求仍然给与保护；（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）债券市场的融资平稳，去年4月份后债券市场也趋于平稳，由于2020年4月份仍然高基数，预计4月份社会融资增速会继续下滑；（5）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。

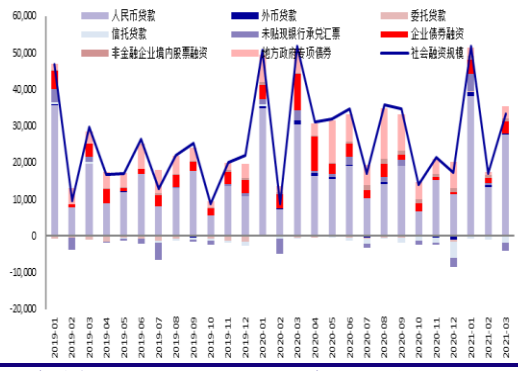
鉴于央行对货币投放的谨慎操作，社会融资规模存量同比增速会在未来会到12%左右。如果2021年全年新增贷款33万亿，即社融存量同比增速约在12%左右，那么新增社融全年增速约在-3%左右。

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3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，

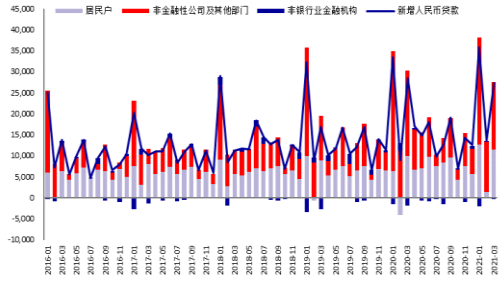
这也是货币政策不急转弯的主要指代。这样做的原因在 3 月份金稳会上给与明确的答案，保护中小企业就是保护就业，而就业需要稳定，就业是最主要的经济目标，央行的货币政策为此服务。

从居民信贷来看，3 月份居民长贷新增 6239 亿元，居民长贷较为稳定。3 月份居民短贷相对平稳，与去年基本持平。3 月份我国开始清查消费贷、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。3 月份企业短贷 3748 亿元，环比 2 月上行，但是同比大幅下滑，这种同比下滑是企业信贷恢复正常的表现。3 月份企业长贷 1.33 万亿，比去年同期上行了 3657 亿元，3 月份我国企业短贷和长贷增速分别为-47.82%和 47.04%，短贷增速下滑，长贷增速仍然上行。

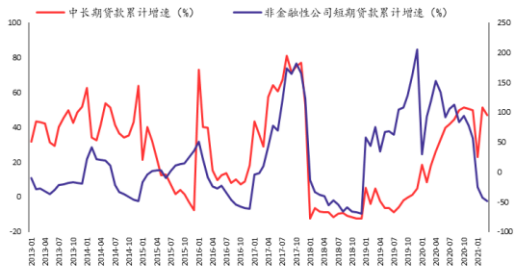
由于经济活动仍然较为旺盛，而央行对非地产的企业信贷仍然支持，在央行不急转弯的政策下，全年新增贷款约为 20.7 万亿，那么全年贷款增速约为 6%左右。

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

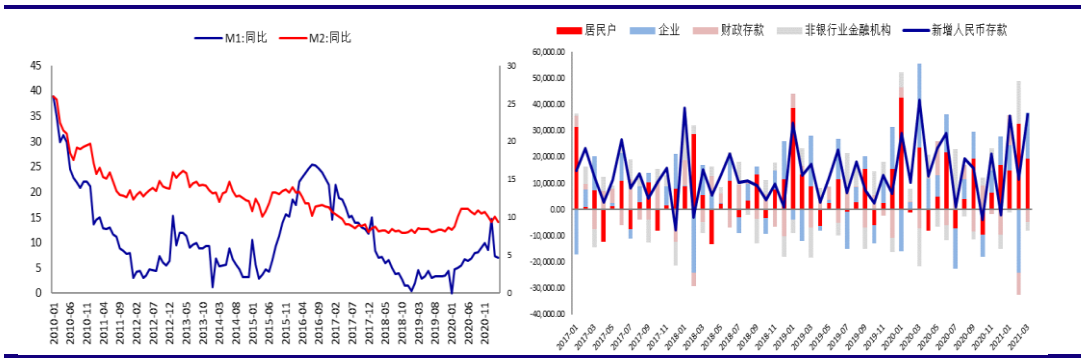
M1 和 M2 同时下滑，3 月份央行恢复正常的货币操作，而 2020 年 3 月份正是我国货币扩张时期，从而在基数上带来了 M2 的下滑。M1 在 3 月份增速为 7.1%，比上个月减少 0.3 个百分点，M2 增速 9.4%，比上个月减少 0.7 个百分点。

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，3 月份企业活期存款和现金等增加了 2.26 万亿，与 2020 年基本持平。M2 比 M1 新增了 1.78 万亿，居民新增存款 1.94 万亿，基本持平于 M2 新增额度，居民存款低于去年同期，可能是居民存款仍然在流入资本市场。

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 同比增速会逐步平稳，2021 年在 9%-10%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，赤字率要低于 2020 年，2021 年政府债券发行下行。

从 1 季度的社融结构来看，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。

3 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，但收紧的幅度仍然是以后控制的，紧信用和宽货币的组合没有变化，但紧信用也是缓步行进。

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_19142