

从社融拐点到利率拐点

——暨 2021 年信贷和社融展望

宏观专题报告

2020 年 12 月 21 日

报告摘要:

● 2021年人民币贷款增速预计回落至12%左右

央行多次强调过：要避免出现政策断崖。因此作为社融稳定项的贷款增速明年预计不会大幅回落。虽然部分货币政策工具退出、房地产基建贷款或走弱，但考虑到制造业贷款可能发力，叠加明年非标压降背景下表外转表内趋势有望延续，人民币贷款增速难以大幅回落。预计 2021 年全年人民币贷款增速在 12%左右，增量略高于 2020 年。

● 2021年社融增速预计高位回落

由于非标压降速度提升、政府融资规模缩减、企业债净融资缩量等因素，叠加 2020 年高基数的原因，预计 2021 年社融增速将高位回落，预计将从 2020 年的 13.4%左右降低至 2021 年的 11%左右。

● 2021年利率债存在机会

社融主要反映实体企业融资需求，M2主要反映金融机构货币供应量。根据历史经验，当 M2和社融裂口收窄时，十年期国债利率一般走低，债市走牛，反之则反。根据我们预测的2021年社融增速和M2增速，预计2021年M2与社融裂口将从二季度开始逐渐回落，这预示着2021年利率债存在机会，历史上社融拐点之后往往也会迎来利率拐点。

● 2021年宏观杠杆率预计趋于稳定

2020年宏观杠杆率大幅抬升，主要系名义GDP大幅缩水所致，随着经济逐渐恢复正常，预计2021年名义GDP将大幅增长，分母端的抬升有利于降低宏观杠杆率，预计到2021年二季度，宏观杠杆率将回落至260%左右，之后小幅抬升，但总体趋于稳定。

● 风险提示:

去杠杆政策推进、名义 GDP 增速不及预期、非标压降不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

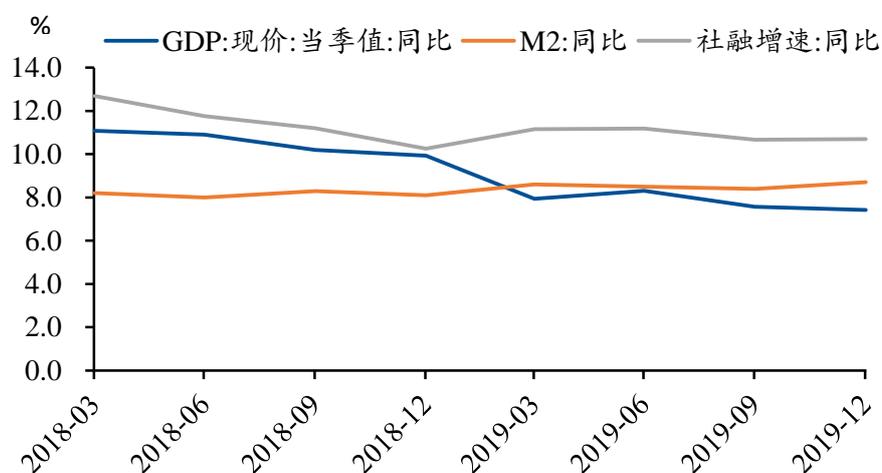
1. 明年 M2 和社融增速预计回落	3
1.1 明年 M2 和社融增速预计明显回落	3
2. 2021 年中长期贷款占信贷比例有望提升	4
2.1 2021 年部分政策工具可能会退出	4
2.2 房地产贷款预计成信贷增速拖累项	4
2.3 基建贷款增速预计回落	5
2.4 制造业融资预计强劲增长	6
2.5 2021 年中长期贷款占信贷比重有望提高	6
2.6 2021 年人民币贷款增速预计回落至 12% 左右	7
3. 2021 年社融增速预计回落	8
3.1 2021 年非标预计压降 2 万亿元左右	8
3.2 2021 年政府债券融资规模预计 5.65 万亿元左右	8
3.3 2021 年企业债净融资预计恢复往年节奏	9
3.4 2021 年股权融资和贷款核销规模预计明显增加	10
3.5 2021 年社融增速预计高位回落	10
5. 未来展望：2021 年利率债仍有机会	13
5.1 2021 年金融数据展望	13
5.2 2021 年利率债存在机会	13
5.3 2021 年宏观杠杆率预计趋于稳定	14
风险提示	14

1. 明年 M2 和社融增速预计回落

1.1 明年 M2 和社融增速预计明显回落

2021 年 M2 和社融增速预计回落。参考央行货币政策执行报告，央行曾表示，2019 年 M2 增速和社融增速与名义 GDP 增速基本匹配。而 2019 年前三季度 M2 增速高于名义 GDP 增速 0.8%，社融增速高于名义 GDP 增速 3.1%。假设这是央行想要的匹配水平，以此估计，由于 2021 年反映潜在产出的名义 GDP 增速在 8% 左右，那么 M2 增速就应该在 8.8% 左右，社融增速在 11.1% 左右。

图 1：2019 年前三季度 M2 和社融增速与名义 GDP 相匹配



资料来源：Wind，民生证券研究院

2. 2021 年中长期贷款占信贷比例有望提升

2.1 2021 年部分政策工具可能会退出

部分政策工具可能会退出，制约短期贷款增速。今年疫情期间央行出台 1.8 万亿的专项再贷款政策，对受疫情冲击较大的中小微企业进行救济。今年上半年小微企业信贷增速明显提高，其中很大一部分是短期贷款。随着明年经济继续回升，预计部分政策工具有望退出，明年上半年小微企业信贷增速同比下降，这会制约短期贷款增速。

图 2： 部分政策工具可能会退出

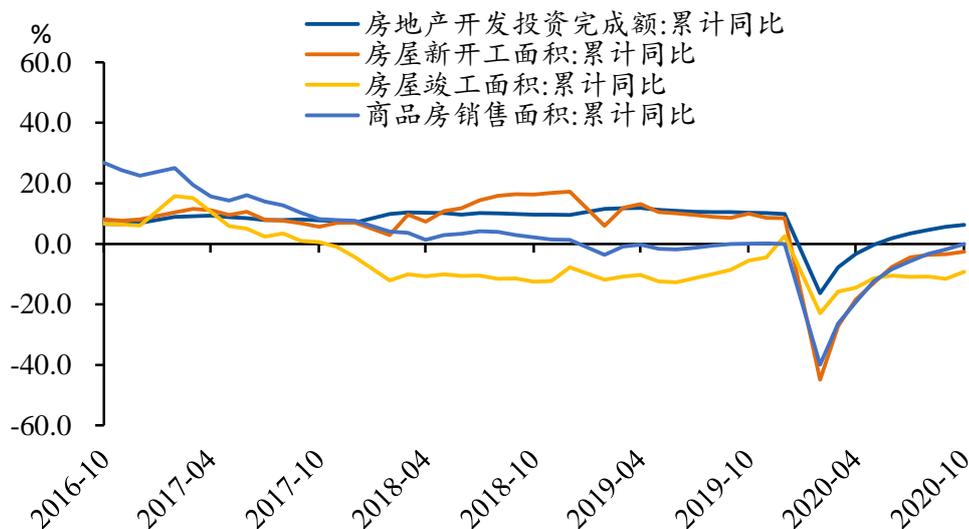
支持项目	金额 (亿元)
第1批专项再贷款	3000
第2批再贷款再贴现	5000
第3批再贷款再贴现	10000
三次降准	17500
MLF	10000
政策性银行专项信贷额度	3500
政策性银行一般信贷额度	6000
政策性银行专项纾困资金	1000
政策性银行转贷款	1000
公司信用类债券	10000
小微企业专项金融债券	3000
再担保业务规模	4000
小微企业信用贷款支持计划	4000
小微企业贷款延期支持工具	400
应收账款融资	8000
个体工商户低息贷款	3000
合计	89400

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 房地产贷款预计成信贷增速拖累项

房地产融资约束导致房屋新开工意愿较为低迷。在“房住不炒”政策背景下，监管部门对房企划定“三道红线”，房企融资受到一定限制。房地产企业新开工意愿也相对低迷，截至今年 10 月，房地产开发投资额、房屋竣工面积和商品房销售面积累计增速均已恢复至去年同期水平，但房屋新开工面积累计同比增速仍明显低于去年同期水平，反映出房企新开工意愿相对低迷的事实。由于央行党委书记郭树清强调房地产是现阶段中国金融风险的“灰犀牛”，预计 2021 年房地产融资政策仍将处于收紧状态，房地产企业贷款预计成为信贷增速拖累项。

图 3: 商品房新开工面积增速仍未恢复至往年正常水平

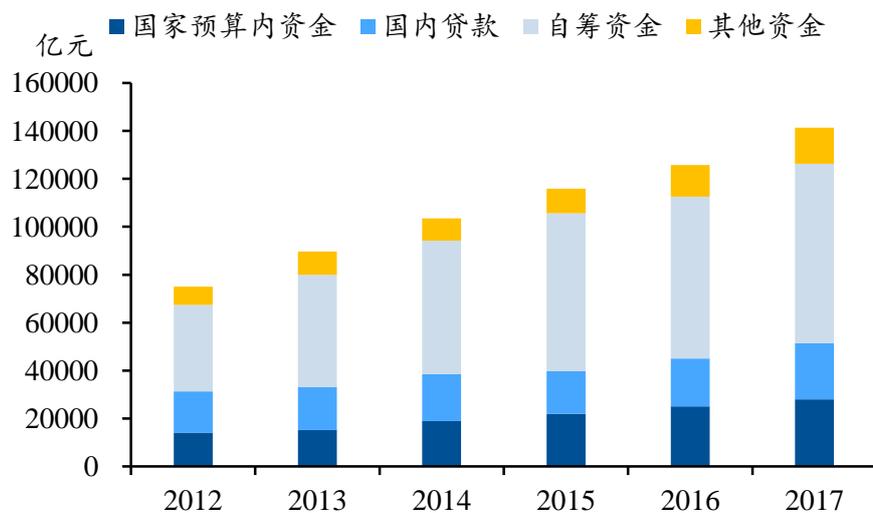


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3 基建贷款增速预计回落

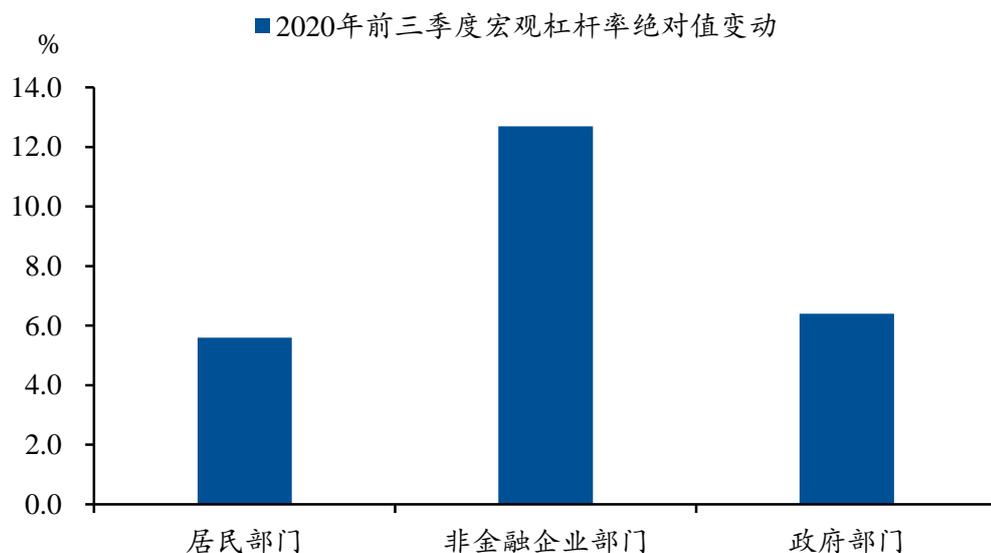
2021 年基建类信贷增长受限。基建的融资来源包括四块: 国家预算内资金, 这个由财政来提供, 2021 年政府债券发行规模预计缩量, 因此财政对基建支撑有限; 自筹资金, 这块资金包括土地出让收入、地方政府专项债、城投债、非标等, 明年来看, 地方政府专项债发行规模预计较今年下降, 受《资管新规》压缩非标影响政信类非标融资难度变大。由于 2020 年宏观杠杆率上升较快, 2021 年地方政府继续加杠杆空间有限, 预计基建增速和基建贷款增速双双回落。

图 4: 基建项目四大融资渠道



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 5：2021 年地方政府部门继续加杠杆可能性较低

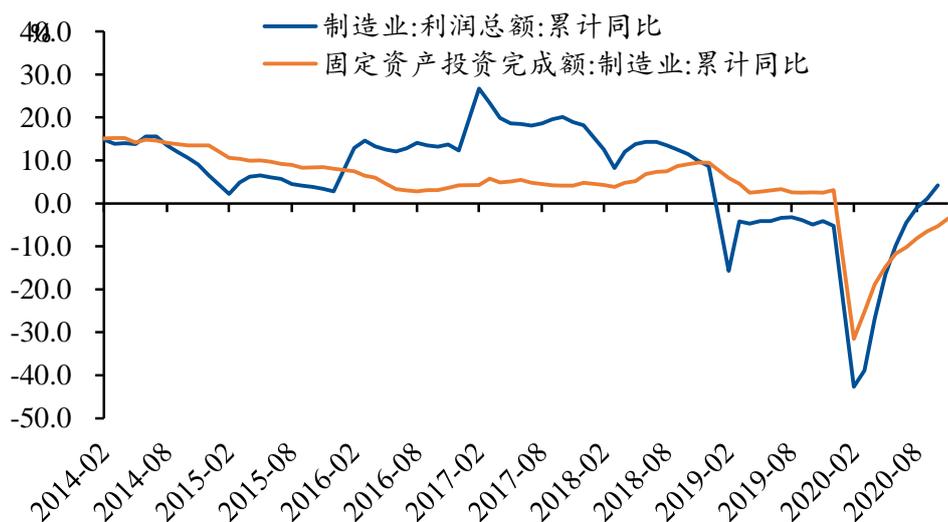


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 制造业融资预计强劲增长

制造业贷款预计成为信贷拉动项。今年下半年以来，由于国内疫情基本得到控制，叠加出口超预期，制造业快速反弹，制造业利润增速已超过去年均值。今年疫情相当于对供应链做了一次供给侧改革，淘汰了部分落后产能，叠加明年可能出现的报复性投资，预计2021年制造业投资增速有望保持高增长，带动制造业融资走强，成为信贷拉动项。

图 6：制造业利润增速反弹有望带动制造业投资增速上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5 2021 年中长期贷款占信贷比重有望提高

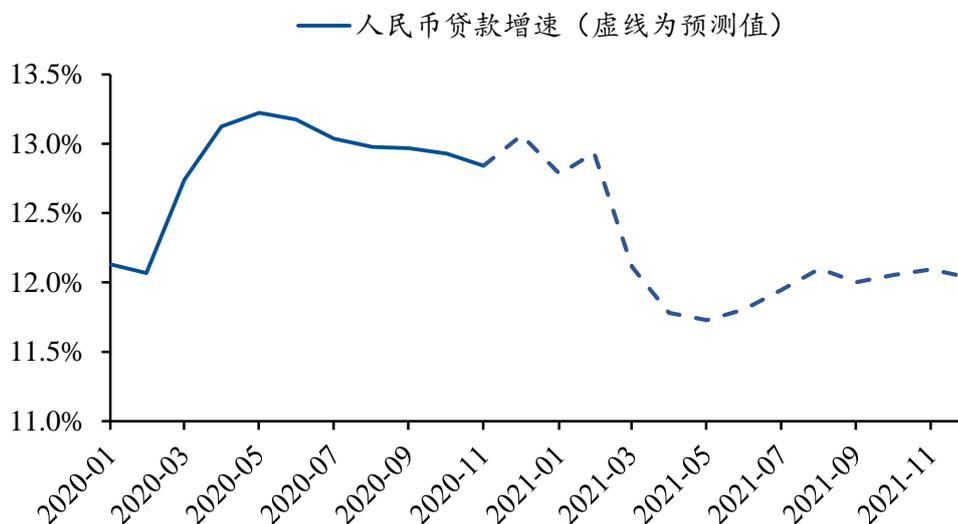
信贷质量有望得到改善，银行净息差提升。考虑到2021年包括1.8万亿再贷款在内

的货币政策工具可能会退出，2021 年短期贷款增速可能会受到拖累。与此相对应，尽管 2021 年基建和房地产信贷增速可能不会太高，但由于制造业贷款发力，预计中长期贷款有望放量。贷款结构来看 2021 年中长期贷款占比有望提升，这将提升贷款稳定性，并增厚银行净息差。

2.6 2021 年人民币贷款增速预计回落至 12% 左右

贷款增速预计不会断崖下跌。央行多次强调过：要避免出现政策断崖。因此作为社融稳定项的贷款增速明年预计不会大幅回落。虽然部分货币政策工具退出、房地产基建贷款或走弱，但考虑到制造业贷款可能发力，叠加明年非标压降背景下表外转表内趋势有望延续，人民币贷款增速难以大幅回落。预计 2021 年全年人民币贷款增速在 12% 左右，增量略高于 2020 年。

图 7：2021 年人民币贷款增速预计回落至 12%



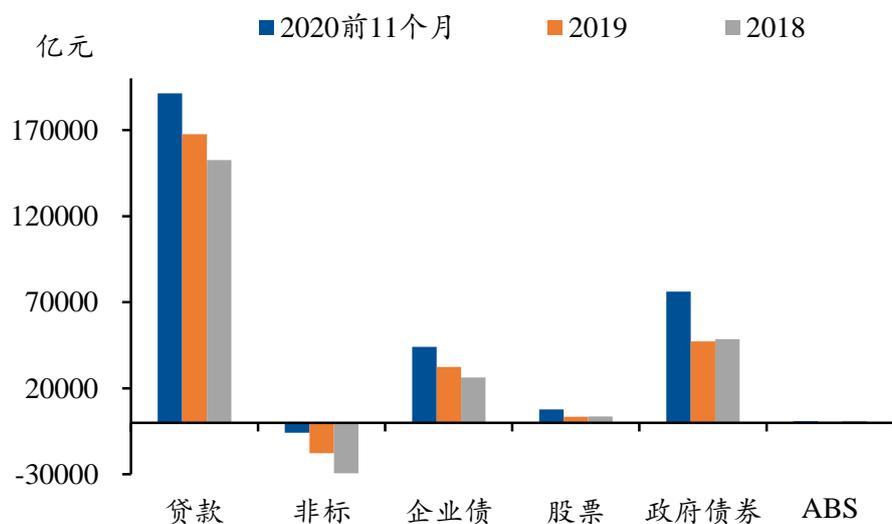
资料来源：Wind，民生证券研究院

3. 2021 年社融增速预计回落

3.1 2021 年非标预计压降 2 万亿元左右

《资管新规》最后一年非标压降预计提速。2020 年由于疫情原因，非标压降速度一度放缓，前 11 个月仅压降 5832 亿元，相比 2019 年少压降 11787 亿元。银行未承兑汇票甚至出现正增长。随着疫情逐渐淡化，经济恢复往年正常水平，叠加 2021 年是《资管新规》整改最后一年，预计 2021 年非标压降速度将加快。压降幅度预计介于 2019 年和 2018 年之间，大约 2 万亿元左右。

图 8：2020 年非标压降规模明显下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 2021 年政府债券融资规模预计 5.65 万亿元左右

2021 年财政赤字率预计回到往年正常水平。2020 年，由于疫情导致上半年财政收入下降，财政赤字率上升至 3.6%，地方政府专项债发行限额从 2019 年的 21500 亿元上升至 2020 年的 37500 亿元，新增 10000 亿元的抗疫特别国债，广义财政赤字率从 2019 年的 5% 上升至 2020 年的 8.2% 左右。随着经济逐渐恢复，预计 2021 年财政政策将恢复常态化，

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_714

