

2021 年社融预测专题

作者

摘要

如何看待宏观稳杠杆与政府去杠杆下今年社融走势以及对债市的影响？

首先需要合理把握政策逻辑，孙国峰司长在《2020 年货币政策回顾与 2021 年展望》一文中明确：“要综合考虑基数效应、经济恢复基础尚不牢固和疫情不确定性的影响……合理把握实体经济与金融的关系。在经济低基数效应下，2021 年特别是第一季度的经济数据同比增速比较高。而 2020 年货币政策发力较早，因此第一季度可能出现高基数基础上的金融数据同比增速回落与低基数基础上的经济数据同比增速走高的背离。对此，应当看到，金融数据是在高基数基础上的增长，贷款、货币供应量、社会融资规模的增量并不少，金融对实体经济的支持力度依然是稳固的。”

合理推测，在春节前后疫情再度影响下为了巩固剔除基数效应影响下的经济，央行存在总量控制下的结构性支持，这是导致 1-2 月信贷和社融超预期的主因。

而目前我国经济基本面好转的大趋势是确定的，叠加经济站上潜在增速，对于央行政策导向，还是建议从适度从紧的角度考虑。

这一前提下，全年社融下行的趋势已然明确，综合最新的政策基调、财政预算、监管要求以及信贷投放情况，我们预测今年新增社融规模约为 32.7 万亿，对应增速约为 11.5%。

节奏方面，今年 1-3 季度社融增速应该会逐季下行，4 季度可能有所反弹或仅持平。

对于债市而言，逐步收紧的社融环境对于利率可能是一个有利的宏观前提，但毕竟这一前提无论是历史还是当下的宏观环境中，仍然不构成线性左侧的充分条件，所以还需要综合其他条件进一步评估，当然这总体是一个不坏的前提。

但是对于信用，这意味着压力和困难，考虑到宏观总杠杆高企的背景，2021 年宏观稳杠杆的政策语境多少带有一些“去杠杆”的味道，所以社融下行目前仍需要注意对应信用压力。

近期报告

- 1 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2021-03-21）》 2021-03-21
- 2 《固定收益：目前我们如何看券商转债？- 可转债市场周报（2021.03.21）》 2021-03-21
- 3 《固定收益：东方盛虹：布局一体化的民营炼化巨头-申购建议：积极参与》 2021-03-21

风险提示：政策不确定性，海外不确定性，经济发展超预期

内容目录

1. 今年初社融为何超预期？	4
2. 宏观稳杠杆与社融的关系	5
3. 分项角度看社融	7
3.1. 贷款	7
3.2. 企业债券	9
3.3. 政府债券	10
3.4. 非标（信托贷款+委托贷款+未贴现票据）	12
3.5. 分项汇总	13
4. 小结	14

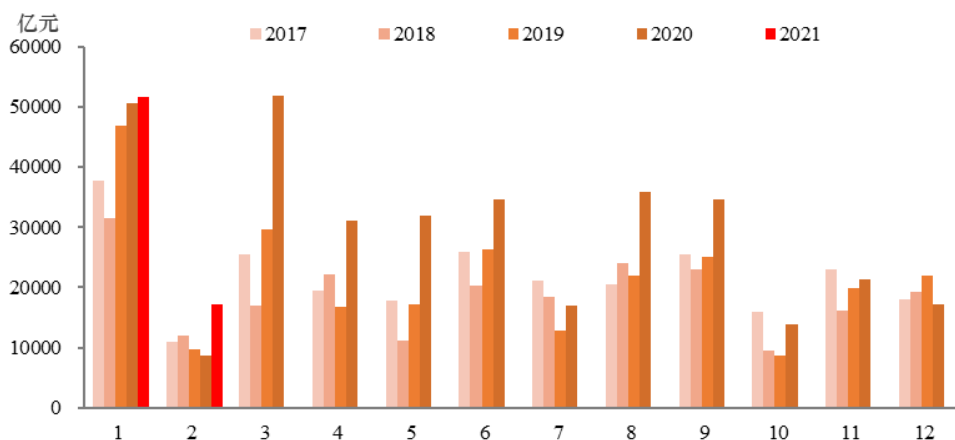
图表目录

图 1：新增社融季节性	4
图 2：中国季度经济潜在增速与 TFP 趋势变化（%）	4
图 3：新增社融同比变化	5
图 4：国股行票据转贴现利率	5
图 5：城商行票据转贴现利率	5
图 6：宏观杠杆率	5
图 7：社科院实体部门债务统计口径	6
图 8：央行广义信贷（不含表外理财）统计口径	6
图 9：新增贷款季节性	7
图 10：新增贷款同比变化	7
图 11：房地产贷款增速	7
图 12：工业中长期贷款增速	7
图 13：普惠小微贷款增速	8
图 14：新增贷款规模	9
图 15：新增贷款季节性	9
图 16：新增企业债券规模与利率中枢	10
图 17：新增企业债券季节性	10
图 18：新增政府债券规模	10
图 19：新增政府债券季节性	11
图 20：国债+地方债供给量（全年均衡发行节奏）	11
图 21：国债+地方债供给量（发行集中在 4-10 月）	11
图 22：社融非标规模	12
图 23：2021 年 1、2 月新增表外票据规模明显超季节性	12
图 24：融资类信托余额变化	12

图 25：新增非标季节性.....	13
图 26：社融增速预测.....	13

今年 1、2 月社融信贷数据显著超预期，“紧信用”似乎没有如期到来，加之 3 月 15 日国常会¹提到“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在此背景下应该如何看待今年的社融走势呢？

图 1：新增社融季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 今年初社融为何超预期？

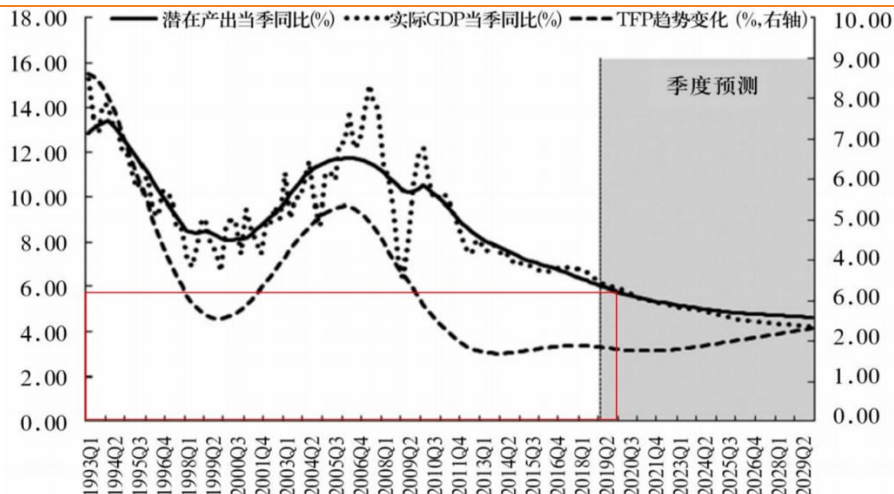
● 政策端继续巩固对疫情后经济复苏的支持。

孙国峰司长在《2020 年货币政策回顾与 2021 年展望》²一文中明确：“要综合考虑基数效应、经济恢复基础尚不牢固和疫情不确定性的影响……合理把握实体经济与金融的关系。在经济低基数效应下，2021 年特别是第一季度的经济数据同比增速比较高。而 2020 年货币政策发力较早，因此第一季度可能出现高基数基础上的金融数据同比增速回落与低基数基础上的经济数据同比增速走高的背离。对此，应当看到，金融数据是在高基数基础上的增长，贷款、货币供应量、社会融资规模的增量并不少，金融对实体经济的支持力度依然是稳固的。”

我们合理推测，在春节前后疫情再度影响下为了巩固剔除基数效应影响下的经济，央行存在总量控制下的结构性支持，这是导致 1-2 月社融信贷超预期的主因。

不过，考虑到目前我国经济基本面好转的大趋势是确定的，叠加经济站上潜在增速，对于央行政策导向，还是建议从适度从紧的角度考虑。

图 2：中国季度经济潜在增速与 TFP 趋势变化（%）



资料来源：《金融研究》，天风证券研究所 徐忠，贾彦东. 中国潜在产出的综合测算及其政策含义[J]. 金融研究, 2019

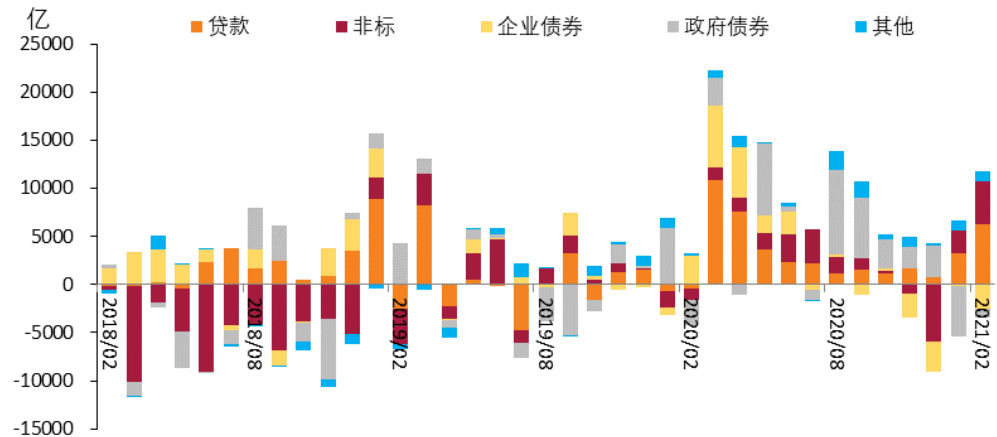
¹ http://www.gov.cn/premier/2021-03/15/content_5593128.htm.

² <http://finance.eastmoney.com/a/202102031801245172.html>.

● 实体信贷需求确实强劲

1月15日孙国峰司长答记者问中也提到：“目前经济已经回到潜在产出水平，企业信贷需求强劲³”。细分来看，今年1、2月贷款和表外票据合计同比多增超过1.7万亿。不过与此同时，表内票据（即票据贴现规模）同比明显下降，票据贴现利率明显上升，说明票据贴现额度可能相对紧张，商业银行可能存在卖出（表外）票据、减少票据贴现来为中长期贷款腾挪额度的行为。

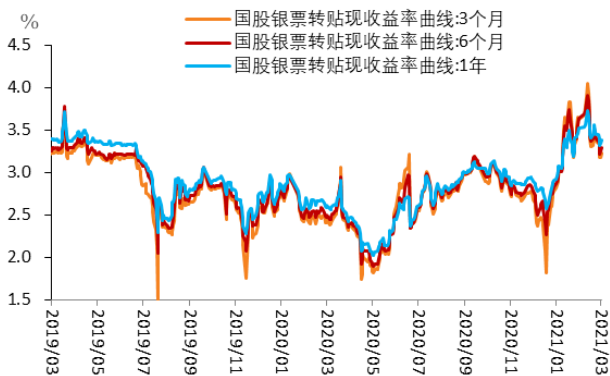
图 3：新增社融同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

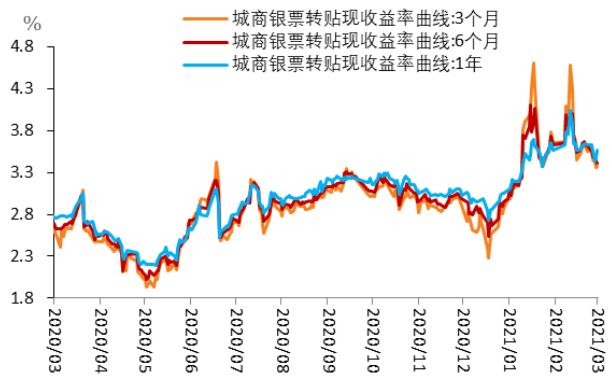
注：非标分项包括信托贷款、委托贷款和表外票据

图 4：国股行票据转贴现利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：城商行票据转贴现利率



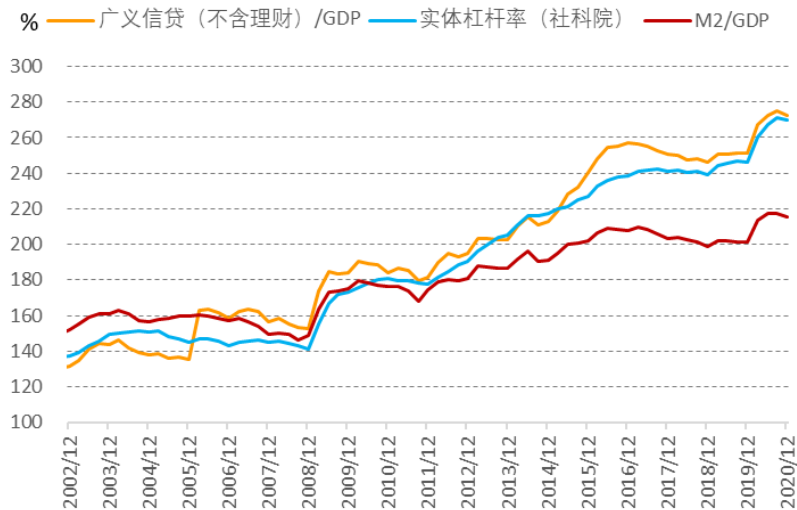
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 宏观稳杠杆与社融的关系

关于宏观杠杆率比较常见的包括社科院的实体杠杆率（实体部门债务/名义GDP），央行的广义信贷（不含表外理财）/名义GDP，以及M2/名义GDP，如果在政府口径下一般狭义理解是社科院的口径。

图 6：宏观杠杆率

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4163190/index.html>.

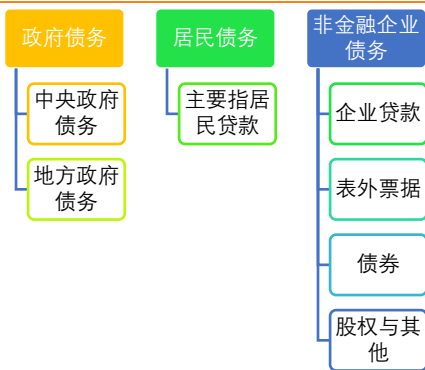


资料来源：Wind，天风证券研究所

进一步地，从统计口径来看，社科院的实体部门（政府+居民+非金融企业）债务以及央行的广义信贷都包括企业和居民贷款、企业债券、政府债务（主要是政府债券），这些也刚好是社融的主要分项⁴。此外，社融和 M2 可以分别看作是银行资产负债表的资产、负债端，其增速走势在大部分时间里也基本一致。

因此，宏观稳杠杆意味着实体部门债务增速/广义信贷增速/M2 增速/社融增速与名义 GDP 增速的比值维持稳定，实际上与央行强调的社融、M2 增速与（反映潜在产出的）名义 GDP 增速基本匹配的要求是一致的（2018 年二季度《货币政策执行报告》也明确提到“M2 增速趋稳有利于稳定宏观杠杆率”）。

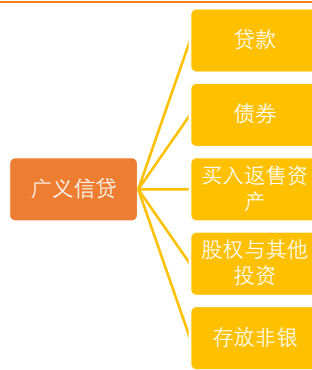
图 7：社科院实体部门债务统计口径



资料来源：社科院，天风证券研究所

注：政府债务均指显性债务，不含地方政府隐性债务

图 8：央行广义信贷（不含表外理财）统计口径



资料来源：央行，天风证券研究所

从总量角度来看，宏观稳杠杆以及社融增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配的要求事实上意味着今年社融增速要有所下行。

更重要的是，目前我国经济基本面好转的大趋势是确定的，叠加经济站上潜在增速，政策端应该还是从紧。宏观稳杠杆的整体要求也不排除部分部门存在降杠杆的可能性，比如国常会提到的政府降杠杆很可能意味着部分地方存在显性债务杠杆上升过快或者新增隐性债务的情况，就需要有效控制。另外，近期各地核查经营贷大概率是这个逻辑。

⁴ 其中一个差异在于社融下的信托贷款和委托贷款应该不体现在广义信贷当中。

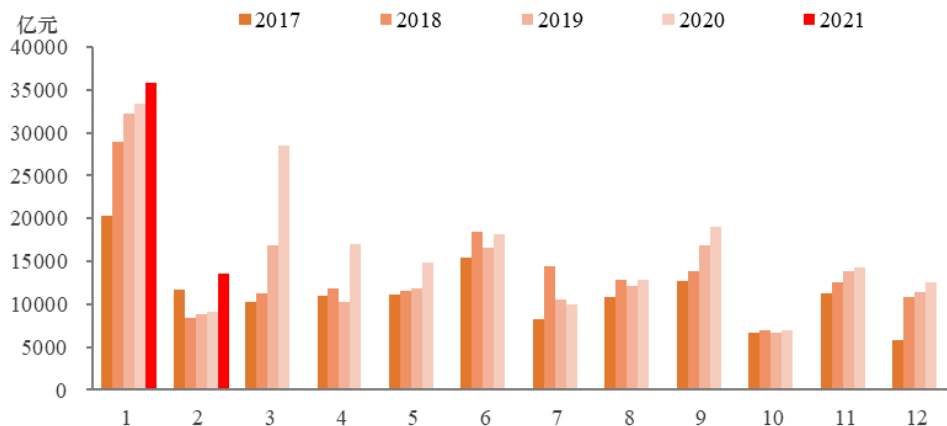
3. 分项角度看社融

社融主要由贷款、企业债券、非标（包含未贴现票据、信托贷款和委托贷款）和政府债券组成，因此我们主要从这四方面预测 2021 年新增社融规模。

3.1. 贷款

今年 1、2 月新增贷款规模明显超过市场预期，显示实体信贷需求确实强劲。

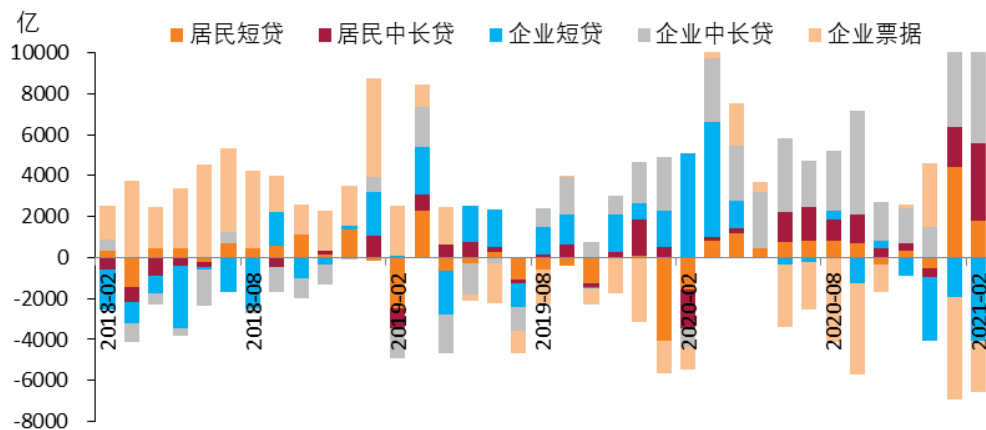
图 9：新增贷款季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

细分来看，居民贷款和企业中长贷是今年 1、2 月新增信贷超预期的主要贡献方。居民贷款同比明显增长一方面源于消费复苏，另一方面与房地产需求、销售火热有关。企业中长期贷款同比大幅增长，2 月其占比也快速上升至 81%，为 2010 年来的最高值，与此同时，企业短贷和票据贴现同比大幅下滑，显示信贷结构也有所改善。

图 10：新增贷款同比变化



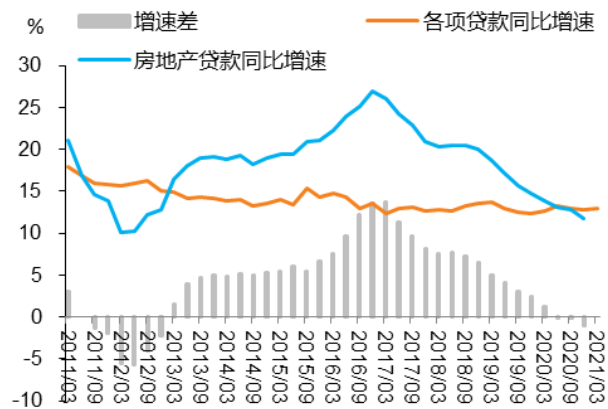
资料来源：Wind，天风证券研究所

分行业来看，工业/制造业信贷需求增长较快。虽然目前央行仍未公布今年的分行业数据（因为是季度数据），但去年末房地产贷款余额增速 8 年来首次低于各项贷款增速（郭树清主席在 3 月国新办新闻发布会中也提到这一点⁵），而工业中长期贷款增速则出现反超，为近十年来的首次。考虑到今年以来房地产政策仍在进一步收紧，房地产信贷供给额度增长相对有限，因而今年初信贷超预期估计主要源于工业/制造业。

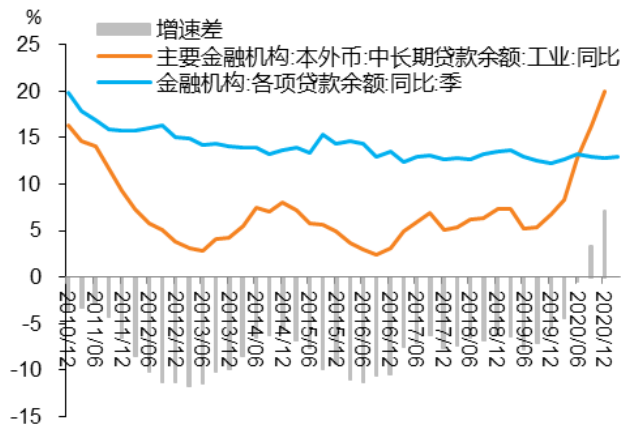
图 11：房地产贷款增速

图 12：工业中长期贷款增速

⁵ <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=968693&itemId=915>.



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

不过，展望未来，我们认为有几方面因素会对使得信贷投放力度有所放缓：

（1）信贷投放节奏明显前移，信贷额度较早“透支”

证券时报报道称⁶，部分银行由于年初新增贷款投放规模过大，占用了相当大比例的年度信贷额度，信贷总规模受控增长下，后续信贷投放步伐将有所放缓。票据贴现利率开始下行可能也是一个侧面印证。

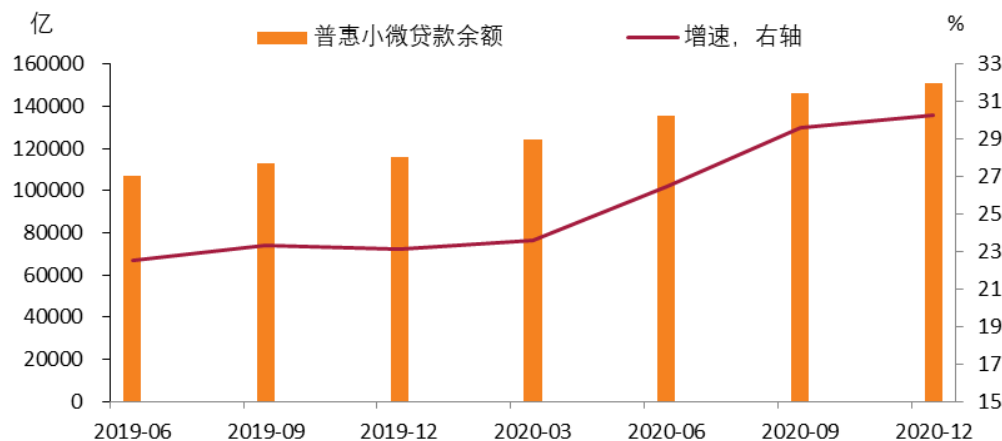
（2）房地产继续严监管

“房住不炒”政策诉求下房地产严监管已成常态，从去年三季度监管部门为房企设定的“三道红线”，到去年底的银行业房贷集中度管理，再到今年以来多个一二线城市严查消费贷/经营贷违规流入楼市、限制按揭贷款等，这无疑会进一步影响房地产类贷款。

（3）普惠小微贷款增速要求下降

2020 年《政府工作报告》⁷提出五大行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%，今年的要求下降到 30%。

图 13：普惠小微贷款增速



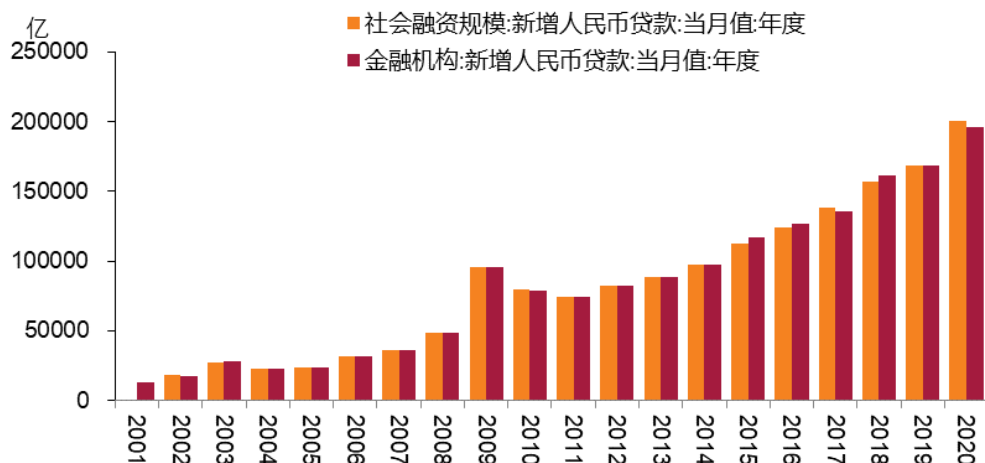
资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，虽然 1、2 月数据表现亮眼，但我们判断今年新增贷款规模不会较去年出现明显增长，我们预计今年新增贷款（社融口径）约为 20-21 万亿之间，和去年相仿。

⁶ <http://news.hexun.com/2021-02-10/203011939.html>.

⁷ http://www.gov.cn/premier/2020-05/22/content_5513757.htm.

图 14：新增贷款规模

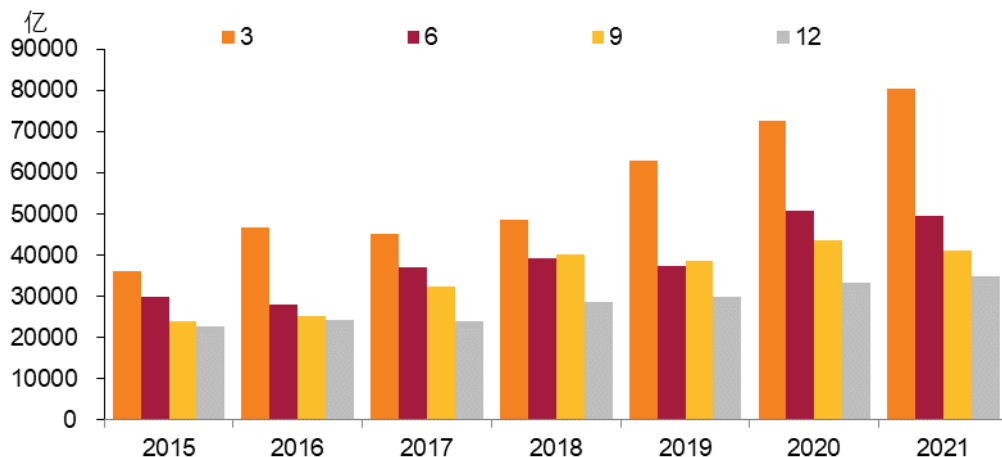


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：2020 年为前 10 月累计值

进一步考虑今年信贷投放明显前移的现象，我们判断今年 1-4 季度新增贷款（社融口径）规模分别为 8、5、4.1、3.5 万亿左右。

图 15：新增贷款季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 企业债券

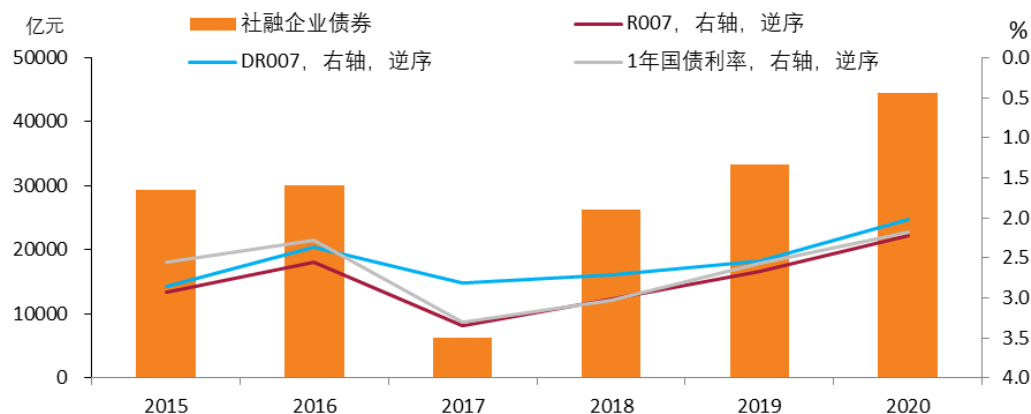
信用风险和利率走势总体抑制企业债券融资结果。在经济复苏的背景下，今年利率中枢总体较去年有所提升，这对应着今年新增企业债券融资大概率会低于去年。

更重要的是，市场会担忧在经济复苏背景下宏观政策的整体收紧和退出是否会导致信用市场剧烈收缩。一方面是去年企业债券新增规模较大有政策支持的因素在，比如 2020 年 3 月 31 日国常会⁸曾提出“引导公司信用类债券净融资比 2019 年多增 1 万亿元”，今年该类政策支持逐步退出；另一方面，信用事件的持续发酵和最近政府去杠杆，信用市场不确定性进一步增大。从今年初的数据来看，虽然永煤信用事件的冲击似乎告一段落，但信用风险的发酵已经是客观存在。

结合今年到期规模较大的情况，我们预计 2021 年新增企业债券为 3.8 万亿左右，较去年的 4.45 万亿有显著下降。

⁸ http://www.gov.cn/premier/2020-03/31/content_5497614.htm.

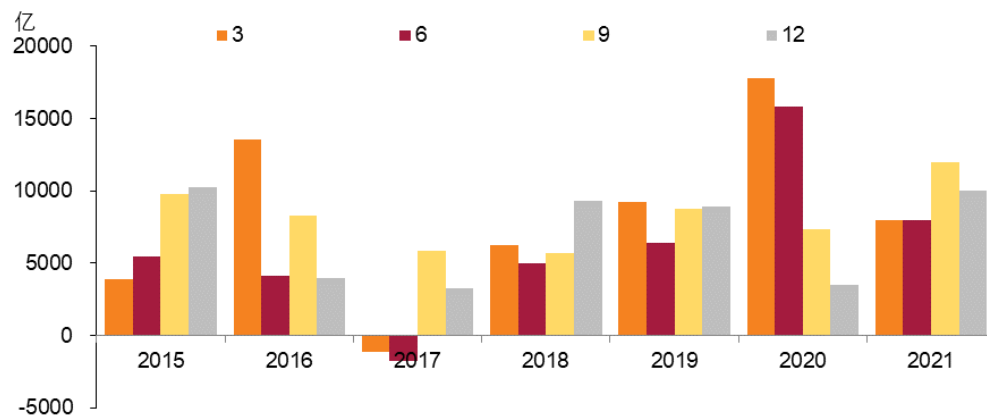
图 16：新增企业债券规模与利率中枢



资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到今年利率走势存在不确定性，进一步结合季节性因素，我们判断明年 1-4 季度新增企业债券分别为 0.8、0.8、1.2、1 万亿。

图 17：新增企业债券季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 政府债券

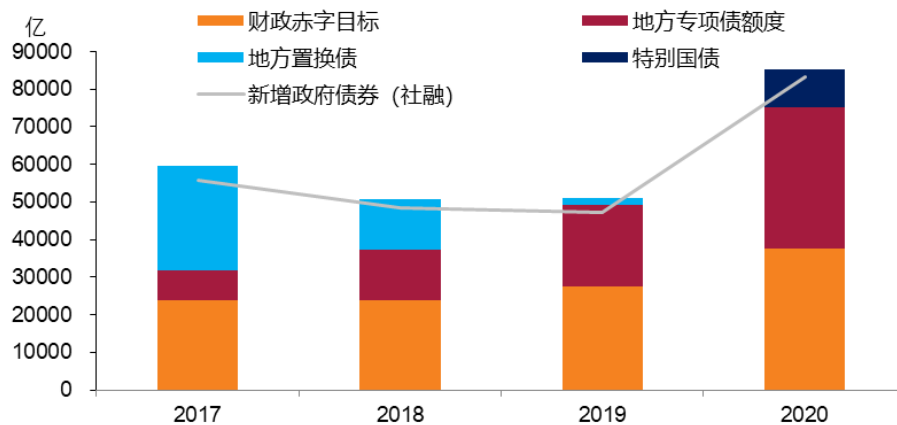
根据财政部《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》⁹的要求：2021 年财政赤字规模为 35700 亿，其中中央财政赤字 27500 亿，地方财政赤字 8200 亿，而地方专项债额度为 36500 亿，合计 72200 亿。

此外，考虑去年仍有约 1500 亿元中小银行补资本专项债仍未发行，以及今年年初发行的约 4200 亿与地方隐性债务置换相关的再融资债，再加上当年到期的政府债券可能有一小部分不会续发（结合往年经验我们判断在 2000 亿元左右），我们预计今年新增政府债券规模（社融口径）预计为 76000 亿元左右，较去年下降 9000 亿元左右。

值得注意的是，基于上述预测，我们可以粗略测算得出今年显性的政府杠杆率仍会较去年有所提升。不过，就如团队前期报告《如何准确把握政府去杠杆？》所指出的，今年的政府降杠杆应该主要指的是地方政府降杠杆，特别是部分重点区域。

图 18：新增政府债券规模

⁹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202103/t20210306_3666607.htm.



资料来源: Wind, 天风证券研究所

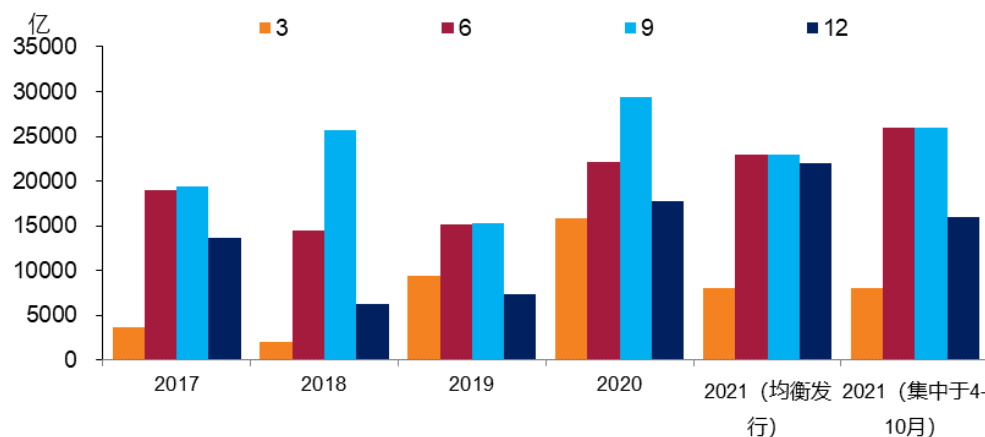
节奏方面, 结合最新数据, 我们预测 1 季度新增政府债券稍低于 8000 亿 (相当一部分是与地方政府隐性债务置换相关的再融资债), 后续季度取决于发行节奏。

如果发行节奏较为均衡 (按照财库 [2020] 36 号文的要求), 那么 2-4 季度新增政府债券预计分别为 2.3、2.3、2.2 万亿。

如果集中于 4-10 月发行, 那么 2-4 季度新增政府债券预计分别为 2.6、2.6、1.6 万亿。

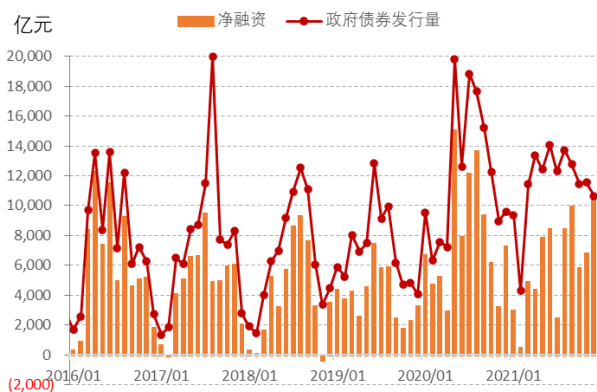
无论是哪种情况, 今年 2、3 季度政府债券供给压力都不算小。

图 19: 新增政府债券季节性



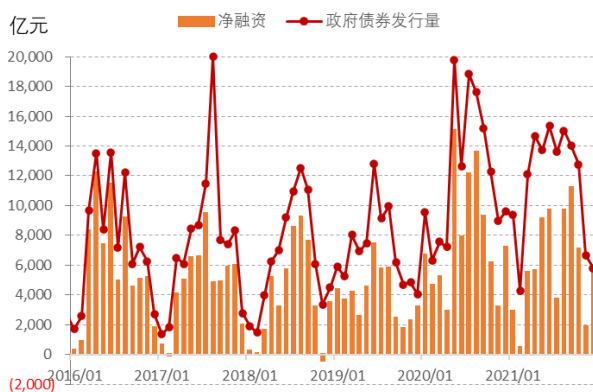
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 国债+地方债供给量 (全年均衡发行节奏)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 国债+地方债供给量 (发行集中在 4-10 月)

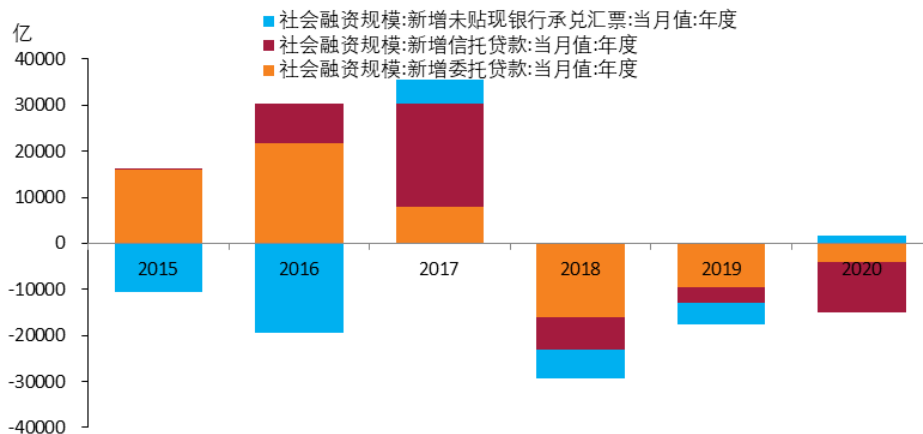


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.4. 非标（信托贷款+委托贷款+未贴现票据）

2018-2020 年社融非标(信托贷款+委托贷款+未贴现票据)规模逐步收缩,分别下降 2.94、1.76、1.32 万亿。2020 年信托贷款压降规模明显较前两年有所提升,这主要源于严监管,监管部门曾要求 2020 年各家信托公司主动管理类融资信托规模压降 1 万亿¹⁰。

图 22: 社融非标规模



资料来源: Wind, 天风证券研究所

新增表外票据预计约为 3000 亿元。今年 1、2 月信托贷款和委托贷款规模继续压降,但表外票据规模明显超季节性,如上文所述,这可能与商业银行卖出(表外)票据、减少票据贴现(表内)来为中长期贷款腾挪额度的做法有关,如果这一现象持续,那么今年表外票据的新增规模很可能会超过去年。不过,考虑到今年信贷投放节奏明显前移,后续额度腾挪幅度可能逐步收敛,再加上票据期限以 6 个月居多(最长为 1 年),今年初大规模开立的票据大部分会在下半年到期,因而今年初表外票据同比大幅增长的情况可能并不能持续,我们预计今年新增表外票据规模约为 4000 亿(去年为 1747 亿)。

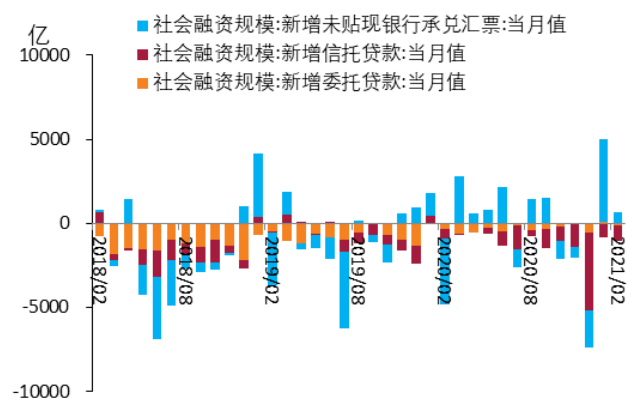
信托贷款预计压降 1 万亿。监管制定的 2021 年计划中再次提到“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩 20%”¹¹,这意味着今年融资类信托压降规模约为 9700 亿,这与去年的监管要求相仿。

委托贷款预计压降 3000 亿。过往三年委托贷款压降幅度逐步下降,我们预计今年可能会延续这一趋势(今年 1、2 月的数据也体现了这一点),全年预计压降 3000 亿元(去年压降规模为 3954 亿)。

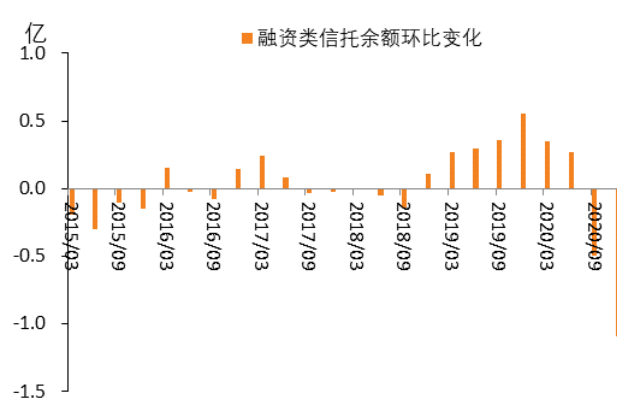
综上所述,我们预计今年非标压降规模约为 9000 亿,较去年有所下降。

图 23: 2021 年 1、2 月新增表外票据规模明显超季节性

图 24: 融资类信托余额变化



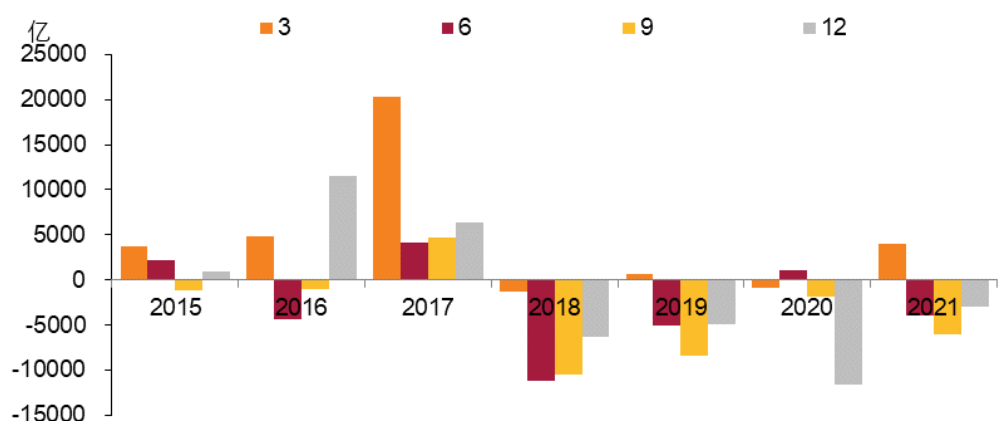
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

节奏方面,今年信托贷款压降节奏较过往几年明显前移(去年主要赶在12月份集中压降),不过新增表外票据超预期,整体来看我们预计1季度社融口径新增非标规模约为4000亿。结合季节性因素,我们判断2-4季度非标分别为-4000、-6000、-3000亿。

图 25: 新增非标季节性



资料来源: Wind, 天风证券研究所

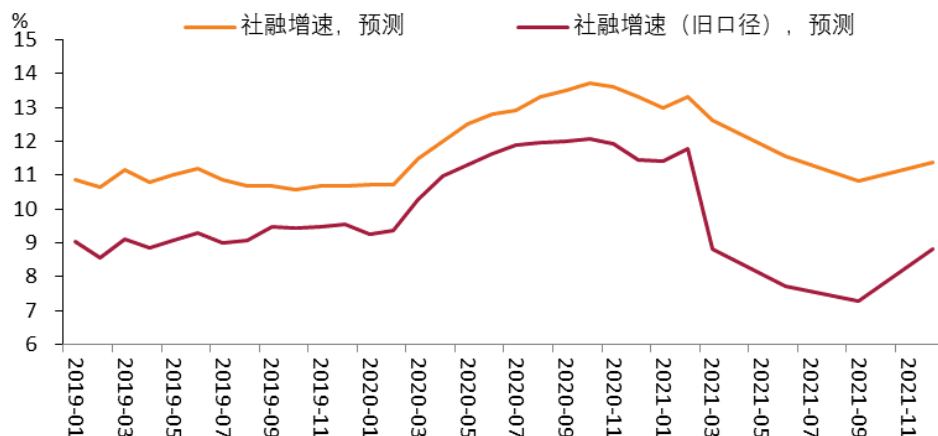
3.5. 分项汇总

综上所述,结合其他分项(比如贷款核销、信贷ABS等),我们判断今年新增社融规模约为32.7万亿,1-4季度分别为10.9、7.9、7.1、6.9万亿。今年末社融增速预计为11.5%,虽然较去年末的13.3%有所下行,但比此前市场预期(以及此前我们的预测)要略高一些。

不过,无论从增速还是规模来看,今年社融数据均较去年有所下降,信用趋紧应该仍是确定事实。

节奏方面,由于有基数效应的影响,今年1-3季度社融增速应该会逐季下行,4季度有所反弹。不过,考虑到去年底的高基数以及今年信贷投放节奏明显前期的特征,今年4季度社融增速的反弹可能并不明显,或者会持平于3季度。

图 26: 社融增速预测



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 此处新增政府债券我们采用的是均衡发行假设。

4. 小结

如何看待今年社融走势以及对债市的影响?

首先需要合理把握政策逻辑, 孙国峰司长在《2020 年货币政策回顾与 2021 年展望》一文中明确: “要综合考虑基数效应、经济恢复基础尚不牢固和疫情不确定性的影响……合理把握实体经济与金融的关系。在经济低基数效应下, 2021 年特别是第一季度的经济数据同比增速比较高。而 2020 年货币政策发力较早, 因此第一季度可能出现高基数基础上的金融数据同比增速回落与低基数基础上的经济数据同比增速走高的背离。对此, 应当看到, 金融数据是在高基数基础上的增长, 贷款、货币供应量、社会融资规模的增量并不少, 金融对实体经济的支持力度依然是稳固的。”

合理推测, 在春节前后疫情再度影响下为了巩固剔除基数效应影响下的经济, 央行存在总量控制下的结构性支持, 这是导致 1-2 月信贷和社融超预期的主因。

而目前我国经济基本面好转的大趋势是确定的, 叠加经济站上潜在增速, 对于央行政策导向, 还是建议从适度从紧的角度考虑。

这一前提下, 全年社融下行的趋势已然明确, 综合最新的政策基调、财政预算、监管要求以及信贷投放情况, 我们预测今年新增社融规模约为 32.7 万亿, 对应增速约为 11.5%。

节奏方面, 今年 1-3 季度社融增速应该会逐季下行, 4 季度可能有所反弹或仅持平。

对于债市而言, 逐步收紧的社融环境对于利率可能是一个有利的宏观前提, 但毕竟这一前提无论是历史还是当下的宏观环境中, 仍然不构成线性左侧的充分条件, 所以还需要综合其他条件进一步评估, 当然这总体是一个不坏的前提。

但是对于信用, 这意味着压力和困难, 考虑到宏观总杠杆高企的背景, 2021 年宏观稳杠杆的政策语境多少带有一些“去杠杆”的味道, 所以社融下行目前仍需要注意对应信用压力。