2021 年 03 月 11 日

社融超预期的“冷”思考

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

2 月社融显著超预期，市场争议较大。我们提出几种不同的猜想，可供参考。

● **2 月社融超预期，主因中长期贷款贡献**

2 月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项。2 月，新增社融 1.71 万亿元、超市场平均预期的 0.91 万亿元，其中新增中长期贷款 1.5 万亿元。相较 2020 年同期，中长期贷款和表外票据同比贡献居前，表外票据绝对量不大、同比贡献较大，与疫情对基数干扰有关，表外票据增加 640 亿元、2020 年同期净减少 3961 亿元。

中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。2 月，新增企业和居民中长期贷款分别为 1.1 万亿元和 4113 亿元，均明显高于 2020 年同期。其中，居民中长期贷款并没有明显偏离近年均值、最近两年大部分月份均在 4000-5000 亿元附近变化，而同比贡献较大主因疫情期间低基数、2020 年 2 月居民中长期贷款仅 371 亿元。

● **企业中长贷高增，或与“抢”放贷强化等有关**

企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，表外融资转向表内。其他影响因素，包括年底压项目、年初继续释放等。

贷款高增的持续性，仍待观察。贷款余额增速，2019 年和 2020 年分别为 12.3%和 12.8%，2021 年按照两年均值的 12.5%增速推算，对应新增贷款 21.6 万亿元左右，这已是非常乐观的假设。即便如此，前 2 个月接近 5 万亿元的新增贷款，已占到全年的约 23%，年初贷款高增对后续贷款节奏的影响，后续要重点跟踪。

● **2021 年，政策“退潮”之年，市场回归理性**

社融增速，将在 3 月重回下行通道。3 月开始，贷款展期和信用债集中到期等，会拖累净融资，尤其是 3 月和 4 月，仅信用债到期规模就接近 1.9 万亿元、较 2020 年同期多增超 7000 亿元。2020 年同期融资的放量，是疫情期间政策托底的特殊情况，利用结构性存款的空转套利行为也不会再现。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，“低”效率杠杆行为确定性转向，信用“收缩”大势所趋。

2021 年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年。市场角度理解宏观，2021 年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。对于国内利率债而言，利率债行情确定性较强，短期社融、通胀扰动提供了较好的买点。

● **风险提示：**金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济专题-理解财政，把脉政策“风向”》-2021.3.8

《宏观经济专题-10Y 美债破 2%风险四论：美国群体免疫时点，可能大幅提前》-2021.3.7

《宏观经济专题-两会要点解析》-2021.3.6

目 录

1、 2 月社融超预期，主因中长期贷款贡献 3
2、 企业中长贷高增，或与“抢”放贷强化等有关 4
3、 2021 年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年 5
4、 研究结论 6
5、 风险提示 6

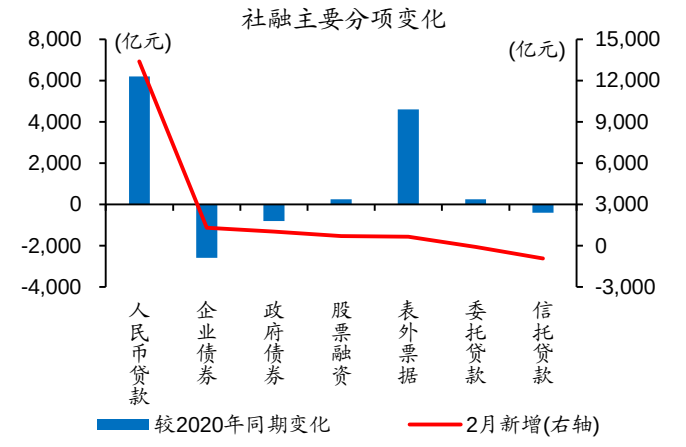
图表目录

图 1： 2 月社融主要由人民币贷款贡献 3
图 2： 企业和居民中长期贷款是信贷大增的原因 3
图 3： 2 月居民中长期贷款与近几年大部分月份水平相当 3
图 4： 2 月企业中长期贷款显著高于以往同期 3
图 5： 信托贷款和企业中长期贷款显著背离 4
图 6： 2020 年底以来，信托贷款加快收缩 4
图 7： 2021 年 1 月和 2 月企业中长期贷款显著高于以往同期 4
图 8： 2021 年上半年，五大行贷款到期明显增加 5
图 9： 2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰 5
图 10： 交通固定资产计划投资规模 2021 年首次下滑 5
图 11： 社融增速将在 3 月进入快速下行阶段 5
图 12： PPI 上行、经济下行阶段，长端收益率下行 6
图 13： 信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压 6

1、 2 月社融超预期，主因中长期贷款贡献

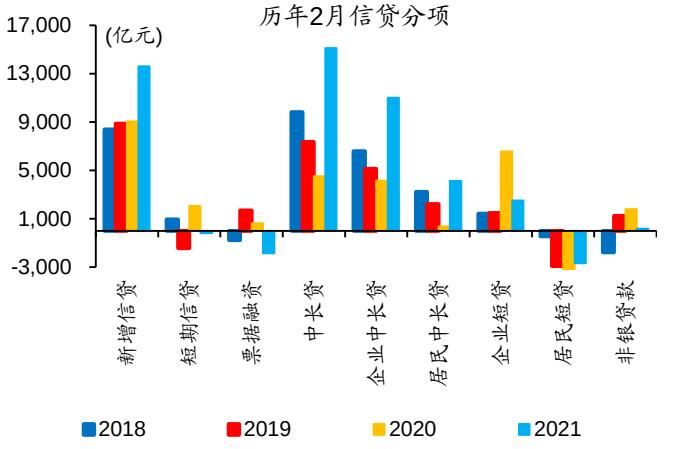
2 月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项。2 月，新增社融 1.71 万亿元、超市场平均预期的 0.91 万亿元，其中新增中长期贷款 1.5 万亿元。相较 2020 年同期，中长期贷款和表外票据同比贡献居前，表外票据绝对量不大、同比贡献较大，与疫情对基数干扰有关，表外票据增加 640 亿元、2020 年同期净减少 3961 亿元。

图1：2 月社融主要由人民币贷款贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

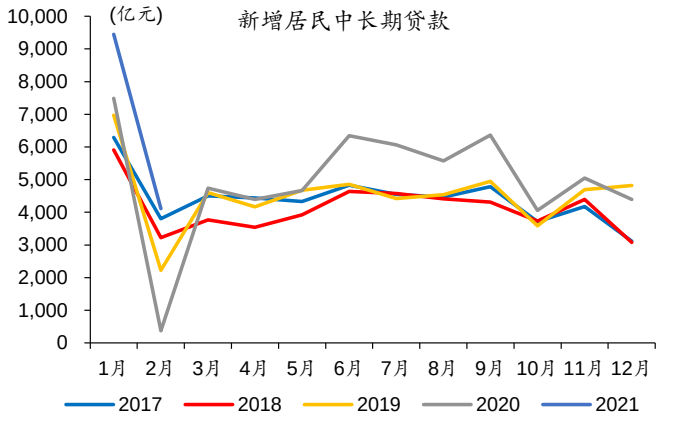
图2：企业和居民中长期贷款是信贷大增的原因



数据来源：Wind、开源证券研究所

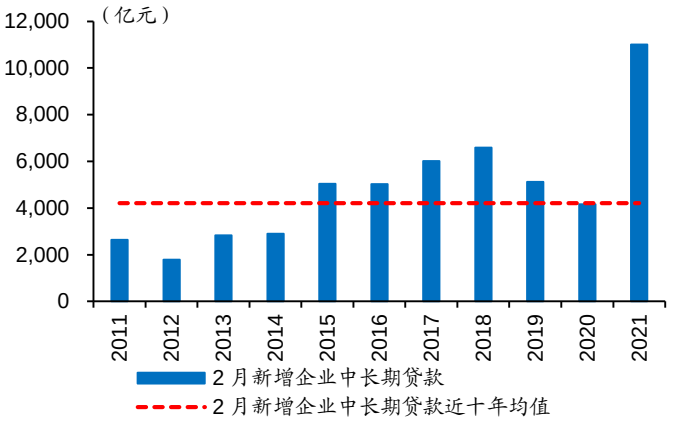
中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。2 月，新增企业和居民中长期贷款分别为 1.1 万亿元和 4113 亿元，均明显高于 2020 年同期。其中，居民中长期贷款并没有明显偏离近年均值、最近两年大部分月份均在 4000-5000 亿元附近变化，而同比贡献较大主因疫情期间低基数、2020 年 2 月居民中长期贷款仅 371 亿元。

图3：2 月居民中长期贷款与近几年大部分月份水平相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2 月企业中长期贷款显著高于以往同期

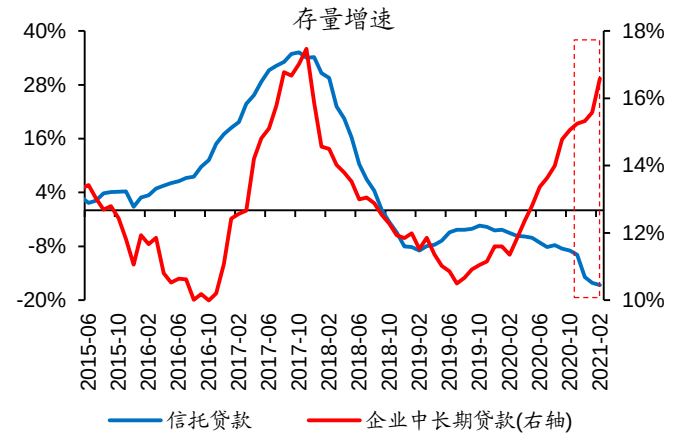


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 企业中长贷高增，或与“抢”放贷强化等有关

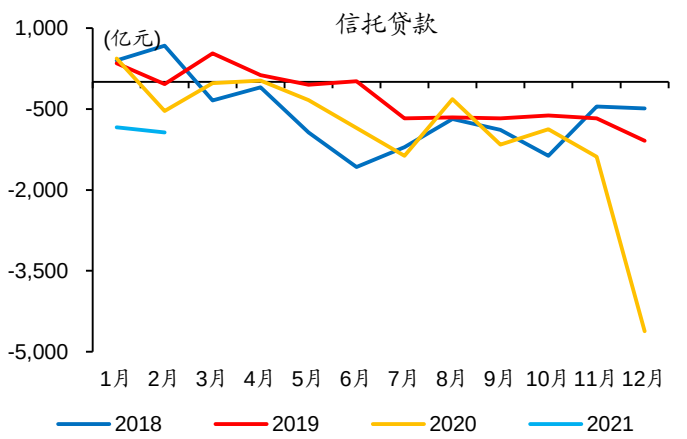
企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，表外融资转向表内。其他影响因素，包括年底压项目、年初继续释放等。

图5：信托贷款和企业中长期贷款显著背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

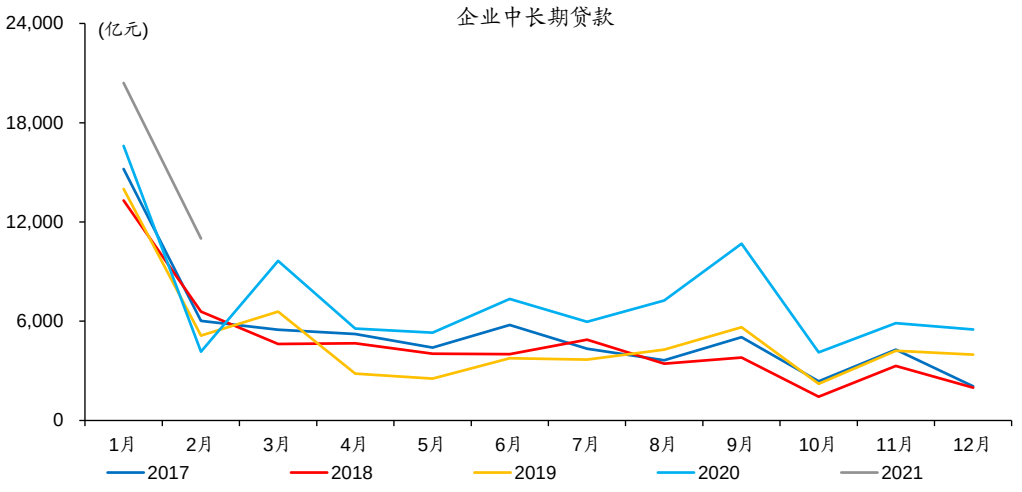
图6：2020 年底以来，信托贷款加快收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

贷款高增的持续性，仍待观察。贷款余额增速，2019 年和 2020 年分别为 12.3%和 12.8%，2021 年按照两年均值的 12.5%增速推算，对应新增贷款 21.6 万亿元左右，这已是非常乐观的假设。即便如此，前 2 个月接近 5 万亿元的新增贷款，已占到全年的约 23%，年初贷款高增对后续贷款节奏的影响，后续要重点跟踪。

图7：2021 年 1 月和 2 月企业中长期贷款显著高于以往同期

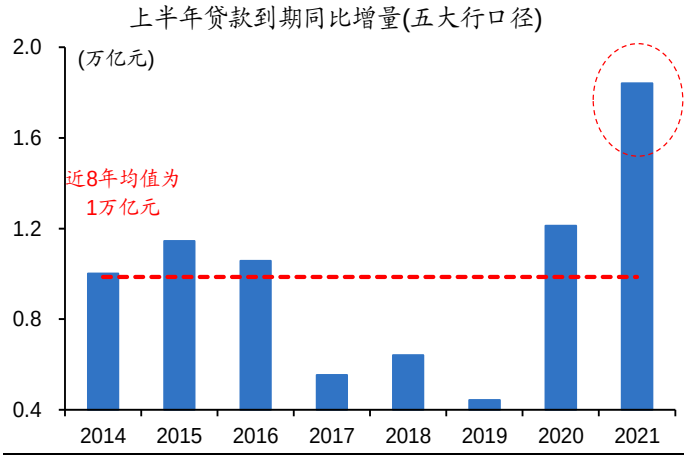


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 2021 年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年

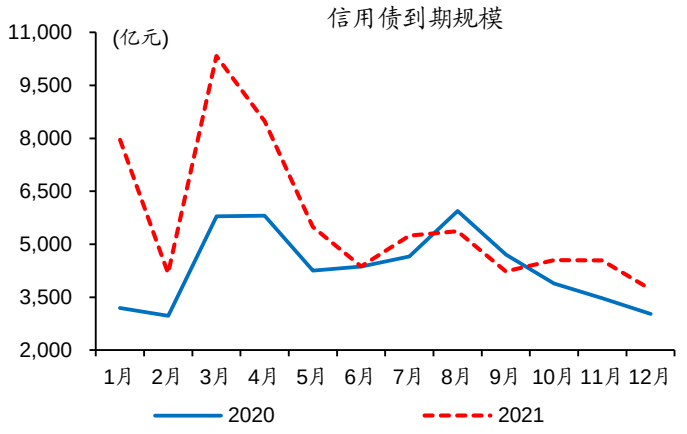
社融增速，将在 3 月重回下行通道。3 月开始，贷款展期和信用债集中到期等，会拖累净融资，尤其是 3 月和 4 月，仅信用债到期规模就接近 1.9 万亿元、较 2020 年同期多增超 7000 亿元。2020 年同期融资的放量，是疫情期间政策托底的特殊情况，部分企业利用低成本融资购买结构性存款的套利行为也不会再现。近期重要会议表态，进一步明确政策回归“调结构”、“防风险”，“低”效率杠杆行为确定性转向，非标融资和地产调控的加强影响也在逐步显现，信用“收缩”大势所趋。

图8：2021 年上半年，五大行贷款到期明显增加



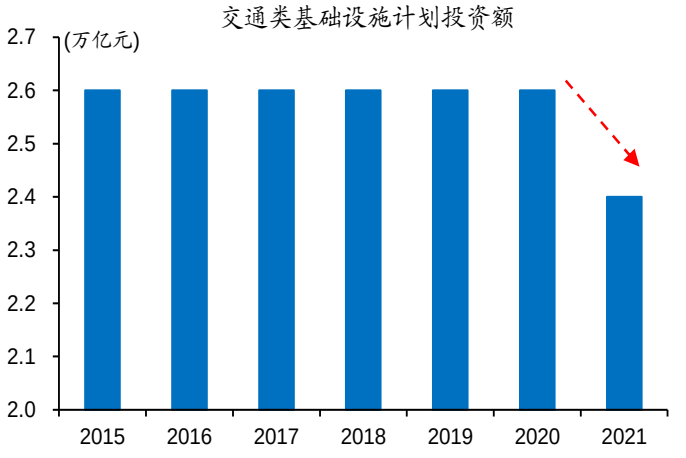
数据来源：上市银行报表、开源证券研究所

图9：2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰



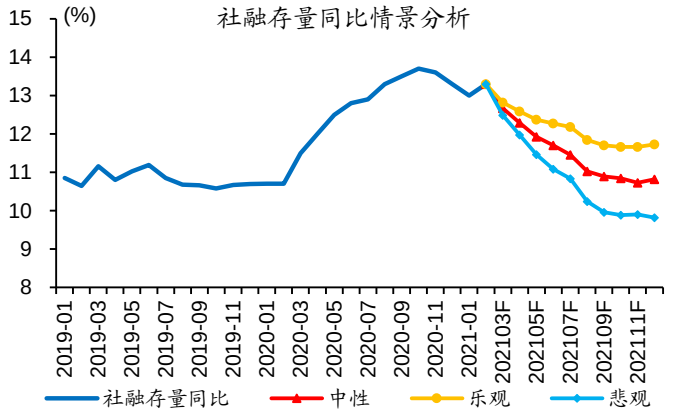
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：交通固定资产计划投资规模 2021 年首次下滑



数据来源：Wind、交通运输部、开源证券研究所

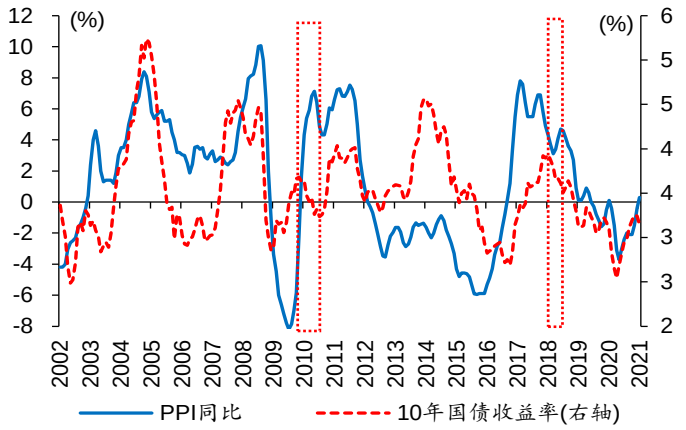
图11：社融增速将在 3 月进入快速下行阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

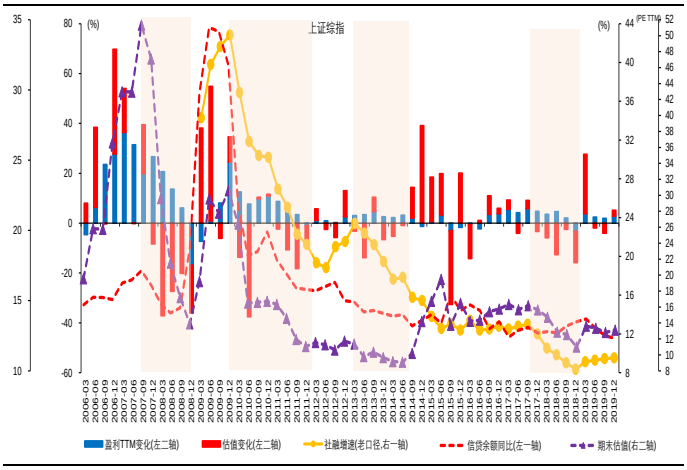
2021 年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年。市场角度理解宏观，2021 年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。对于国内利率债而言，利率债行情确定性较强，短期社融、通胀扰动提供了较好的买点。

图12：PPI 上行、经济下行阶段，长端收益率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）2 月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项；中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。

（2）市场角度理解宏观，2021 年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。

5、 风险提示

金融风险加速释放。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn