信贷收缩将在 1 月数据中有所体现

1、当前经济扩张进入中后期阶段，经济内生动力明显增强。货币政策回归常态化，广义信贷增速将明显回落，这是市场的共识。去年 12 月中央经济工作强调政策“不急转弯”，不代表不转弯，政策转弯的方向是确定的。去年 3Q 货币政策执行报告，以及近几个月易纲行长的讲话均提到“保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，今年 1 月 9 日易纲也再次表示“2021 年货币政策要“稳”字当头”。随着经济逐步回归正常化，货币政策也在逐步向常态化过渡。根据货币数量论，在货币流通速度不变的前提下，货币供给数量增速（M2 增速）与实际总产出乘以物价总水平的增速（名义 GDP 增速）相等。如果 M2 增速高于名义 GDP 增速，那么就意味着货币政策偏松，反之偏紧；M2 增速与名义 GDP 增速相匹配即是常态化货币政策。随着货币政策逐步回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，今年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，稳杠杆将成为重要任务之一。全年来看，2020 年新增社融 34.86 万亿元，基本接近我们去年初预估的 35 万亿元水平。2020 年疫情冲击下，货币政策量的宽松非常明显。**往前看，随着经济复苏延续，货币政策继续回归正常化，政策利率上调可能性相对不大，但信用扩张增速将逐步放缓。预计今年社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融预计在 30-33 万亿元；M2 增速或将降至 9.5%左右；信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元。**

2、分歧点在于观察收缩的时间节点，我们认为广义信贷的收缩将在今年 1 月信贷数据中有所体现，但收缩的幅度不会很大，预计 1 月信贷规模在 3.2-3.4 万亿元左右，信贷结构中，短期信贷将明显压降。企业方面，由于今年春节在 2 月初，1 月工作日相对长于去年同期，叠加当前经济状况相对较好，企业融资需求也相对旺盛。从企业债券融资数据来看，继 11 月信用事件冲击以后，企业债券信用利差明显走扩，融资规模也出现明显收缩。当前信用风险事件冲击效用已经明显过去，企业债融资规模也恢复至相对高位（1 月非金融企业信用债净发行 3300 亿元）。此外，近两个月以来，虽受信用事件冲击影响，企业债发行规模明显下降，但企业中长期贷款保持高增，结合其他企业层面高频数据来看，经济复苏在企业层面表现仍然相对较好，信用事件冲击对企业债融资不会构成持续性影响。居民方面，近几个月房地产销售数据相对较好，去年 11 月至今年 1 月，30 大中城市房地产销售面积分别为 56、66、56 万平方米，同比增速分别为 7.2%、10%、66%。特别是一线城市房地产销售状况偏强（同期销售面积分别为 14、17、15 万平方米，同比增速分别为 50%、59%、134%），虽然近期由于部分城市，如上海、深圳、杭州房价涨幅相对比较明显，政府也收紧了房地产相关信贷，但考虑到房地产销售状况相对较好，叠加政策执行滞后性，预计对 1 月居民按揭贷款影响相对有限。因此，从信贷规模控制的角度来看，1 月企业、居民中长期贷款预计仍表现相对较好，商业银行窗口指导背景下，比较容易压缩的将是短期信贷，通过压降短期票据、短期贷款的方式来实现信贷总量的控制，无论是从银行角度，还是从企业角度相对来说还是比较容易实现的。**总结来看，货币政策逐步回归常态化，信用扩张速度将逐步放缓。我们认为，广义信用收缩将在 1 月信贷数据中有所体现，但收缩幅度不会很大。政策常态化回归将是渐进的，市场不必过于担心宽松政策过快退出的问题。**

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520110001
didingrong@gjzq.com.cn

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH