宏观研究

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

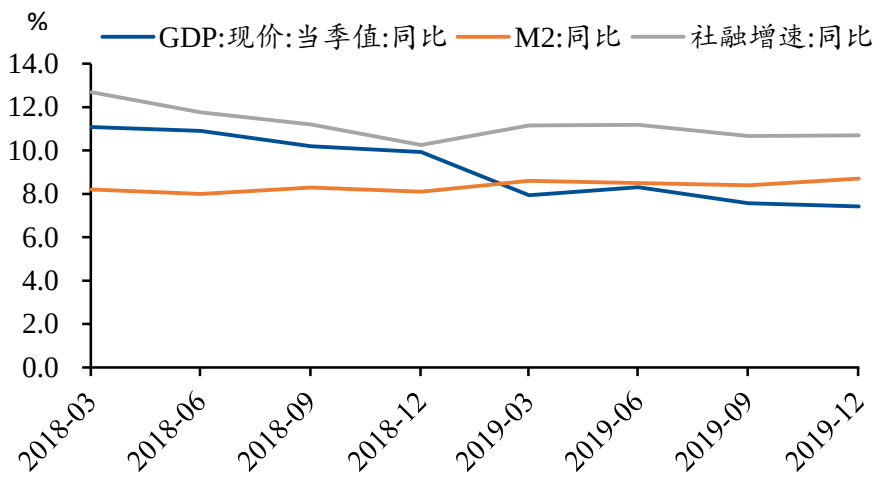
风险提示.....14

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

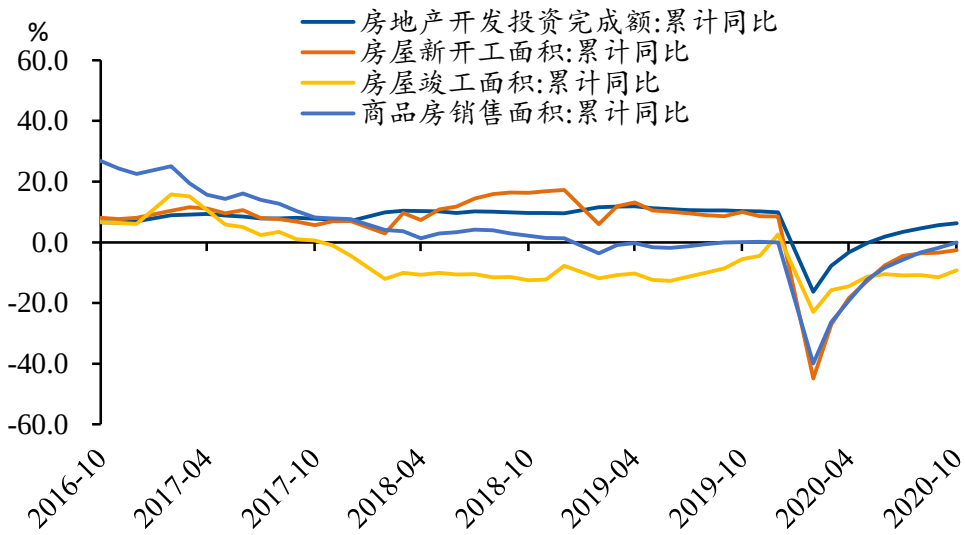
支持项目	金额（亿元）
第1批专项再贷款	3000
第2批再贷款再贴现	5000
第3批再贷款再贴现	10000
三次降准	17500
MLF	10000
政策性银行专项信贷额度	3500
政策性银行一般信贷额度	6000
政策性银行专项纾困资金	1000
政策性银行转贷款	1000
公司信用类债券	10000
小微企业专项金融债券	3000
再担保业务规模	4000
小微企业信用贷款支持计划	4000
小微企业贷款延期支持工具	400
应收账款融资	8000
个体工商户低息贷款	3000
合计	89400

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

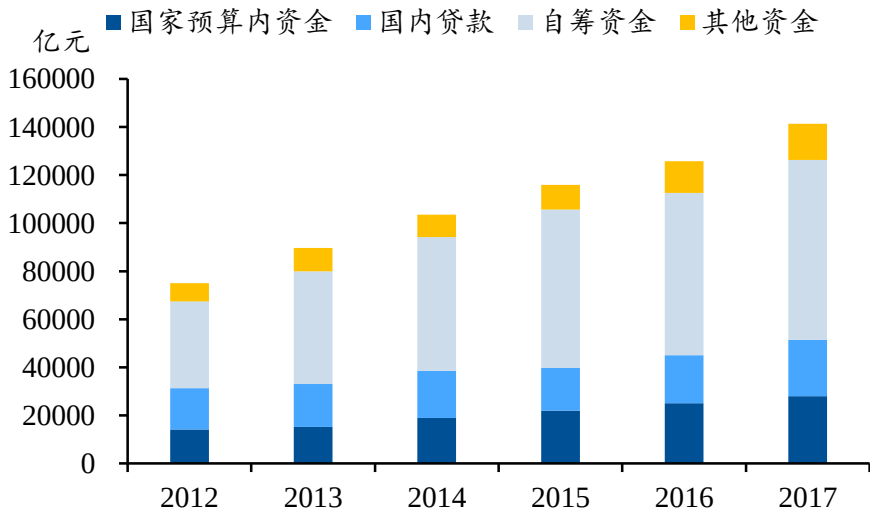


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3 基建贷款增速预计回落

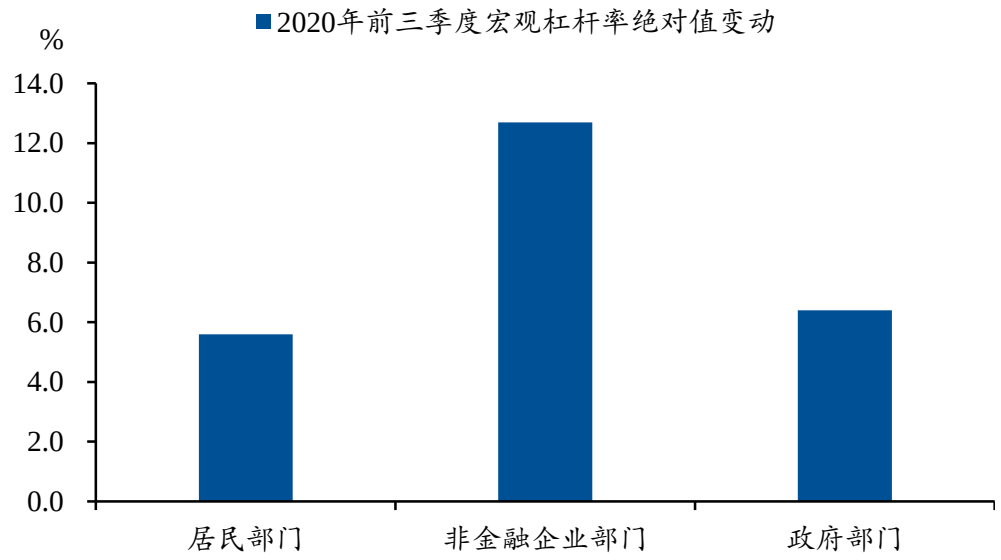
2021 年基建类信贷增长受限。基建的融资来源包括四块：国家预算内资金，这个由财政来提供，2021 年政府债券发行规模预计缩量，因此财政对基建支撑有限；自筹资金，这块资金包括土地出让收入、地方政府专项债、城投债、非标等，明年来看，地方政府专项债发行规模预计较今年下降，受《资管新规》压缩非标影响政信类非标融资难度变大。由于 2020 年宏观杠杆率上升较快，2021 年地方政府继续加杠杆空间有限，预计基建增速和基建贷款增速双双回落。

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

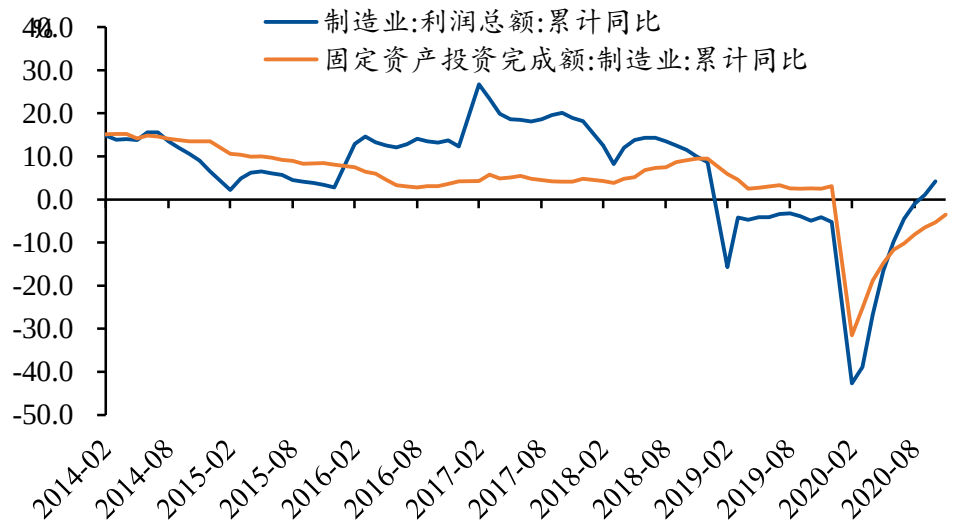


资料来源：Wind，民生证券研究院

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

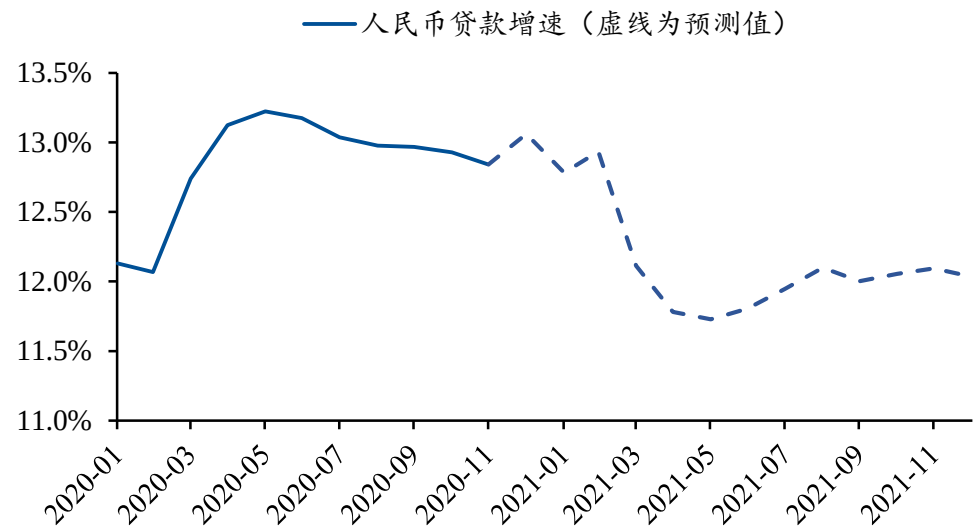
信贷质量有望得到改善，银行净息差提升。考虑到 2021 年包括 1.8 万亿再贷款在内

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%



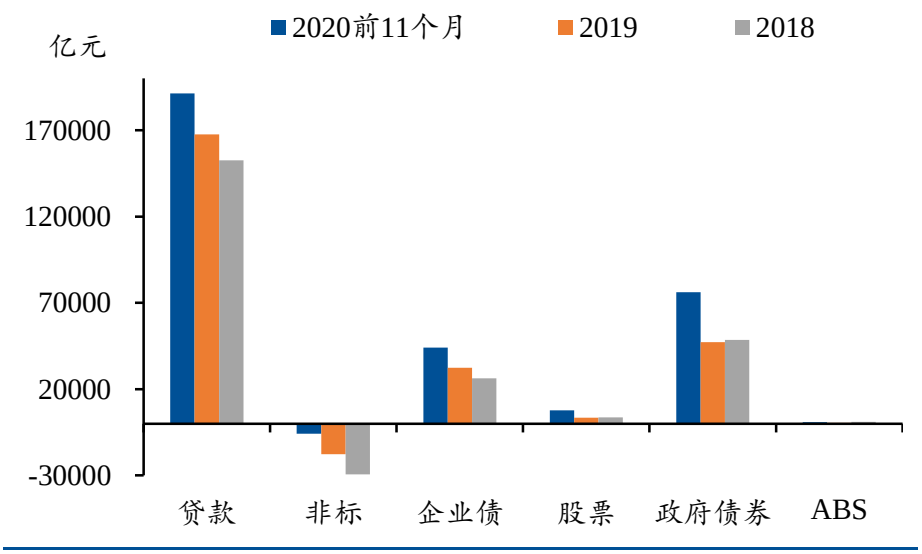
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

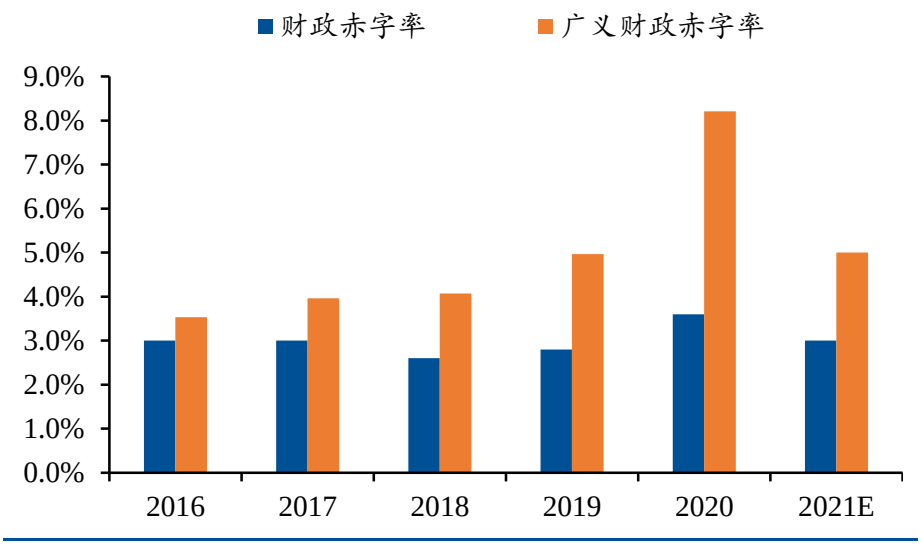


资料来源：Wind，民生证券研究院

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，财政赤字率预计回到往年 3%左右的政策水平，抗疫特别国债预计不再发行，地方政府专项债适度缩量，广义财政赤字率预计恢复至往年 5%左右的正常水平。

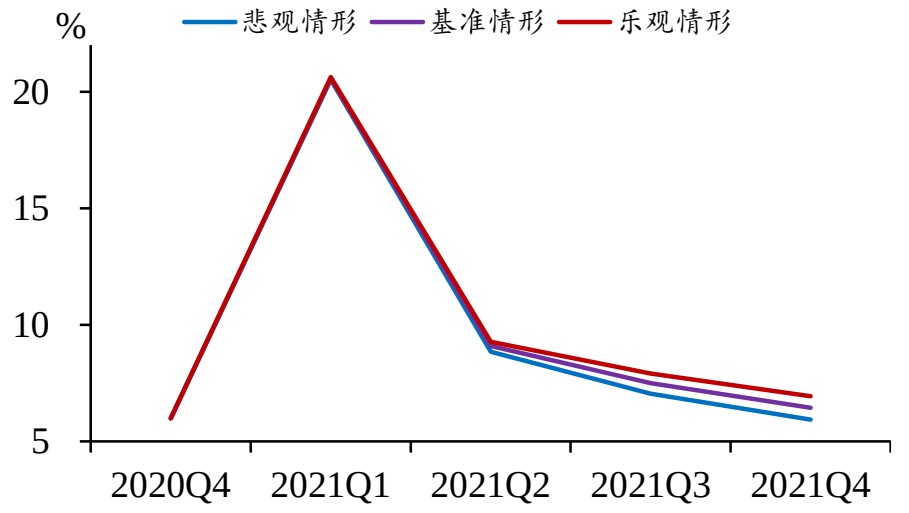
图 9：受疫情影响 2020 年政府赤字明显冲高



资料来源：Wind，民生证券研究院

2021 年新增政府债务 5.65 万亿元左右，相比 2020 年减少 2.86 万亿元左右。根据我们之前预测，由于出口超预期、报复性消费/投资、疫情背景下供应链效率提升、2020 年 GDP 基数较低等原因，2021 年名义 GDP 增速预计在 10%左右，国内生产总值在 110 万亿元人民币以上。假设 2021 年财政赤字率为 3%，广义财政赤字率为 5%，在此基数上进行估算，预计 2021 年政府一般债券新增 3.4 万亿元左右，地方政府专项债新增 2.25 万亿元左右，合计新增 5.65 万亿元左右。其中，2021 年政府赤字规模相比 2020 年的 3.76 万亿减少 3600 亿元左右，地方政府专项债相比 2020 年的 3.75 万亿减少 1.5 万亿元，政府债务总供给相比 2020 年的 8.51 万亿下降 2.86 万亿。

图 10：2021 年名义 GDP 增速预计在 10%左右

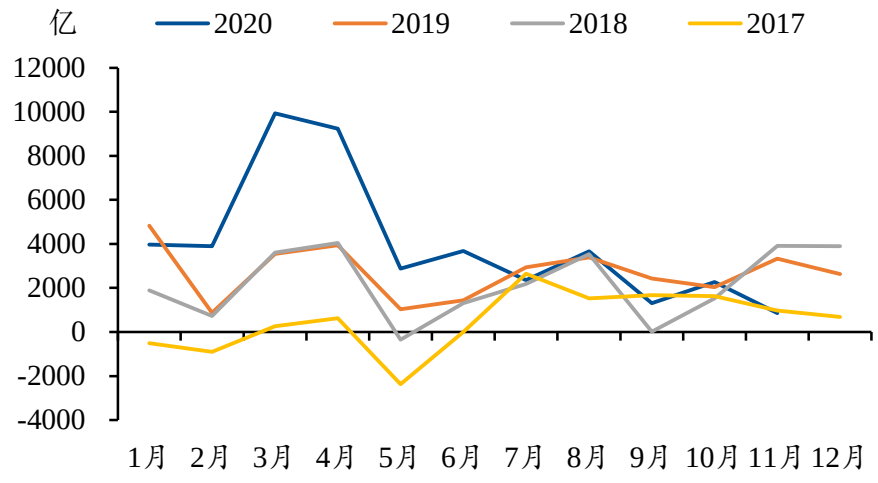


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3 2021 年企业债净融资预计恢复往年节奏

2021 年企业债融资预计恢复往年节奏。2020 年疫情期间，由于流动性宽松，国债和国开债利率大幅下行，企业债信用利差也有所回落，企业债发行成本较低，使企业加大发债力度，企业债净融资规模明显高于往年正常水平。展望 2021 年，由于经济恢复常态化，企业债净融资预计恢复往年节奏，净融资规模预计较 2020 年有所下降。2021 年企业债净融资规模预计 3.8 万亿元左右，较 2020 年减少 7000 亿元左右。

图 11：今年疫情期间企业债净融资规模大幅增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

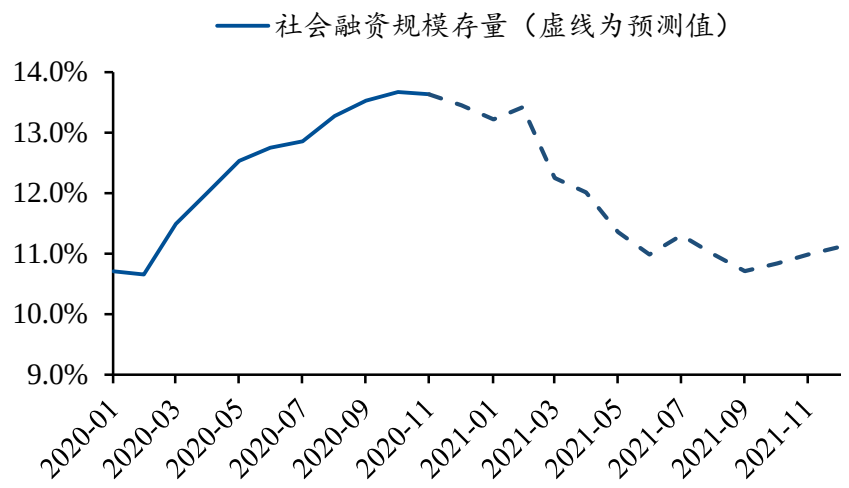
3.4 2021 年股权融资和贷款核销规模预计明显增加

股权融资和贷款核销规模预计明显增加。股权融资方面，在注册制改革背景下，股权融资占比有望提升，易纲行长也在论文中指出要进一步增加我国直接融资占比，预计 2021 年股权融资仍会维持较高水平。另一方面，今年下半年以来银保监会主席郭树清多次强调要尽早处置不良资产，预计 2021 年贷款核销进度会加快，将有一批不良贷款被处置核销，这也会边际拉高社融增量。

3.5 2021 年社融增速预计高位回落

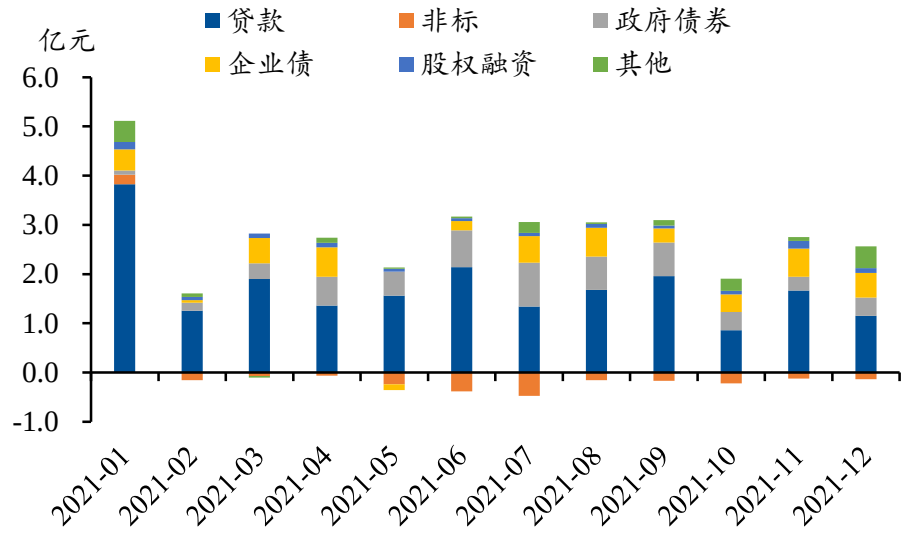
社融拐点来临。由于非标压降速度提升、政府融资规模缩减、企业债净融资缩量等因素，叠加 2020 年高基数的原因，预计 20201 年社融增速将高位回落，预计将从 2020 年的 13.4%左右降低至 2021 年的 11.1%左右。

图 12：2021 年社融增速预计高位回落



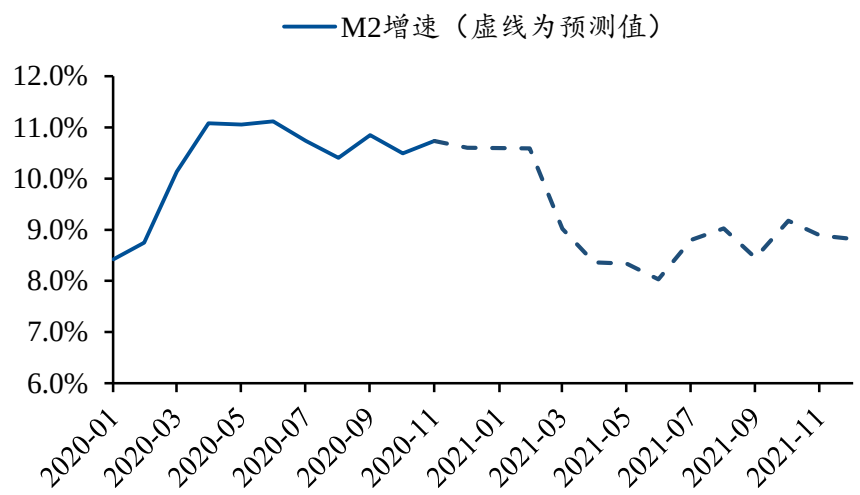
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：2021 年新增社融各分项预测



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：2021 年 M2 增速预计高位回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

5. 未来展望：2021 年利率债仍有机会

5.1 2021 年金融数据展望

2021 年人民币贷款、社融、M2 增速均回落。根据上文预测，2021 年人民币贷款余额为 12%左右，社融增速为 11.1%左右，M2 增速为 8.8%左右，相较 2020 年分别回落 0.7%、2.3%、1.8%。贷款预计成为社融稳定项，政府债券、非标、信用债成为社融拖累项，股权融资、贷款核销成为社融拉动项。预计 M2 与社融裂口有所收窄。中长期贷款占人民币贷款比重有所提高，银行净息差回升。

表 1：2021 年金融数据预测

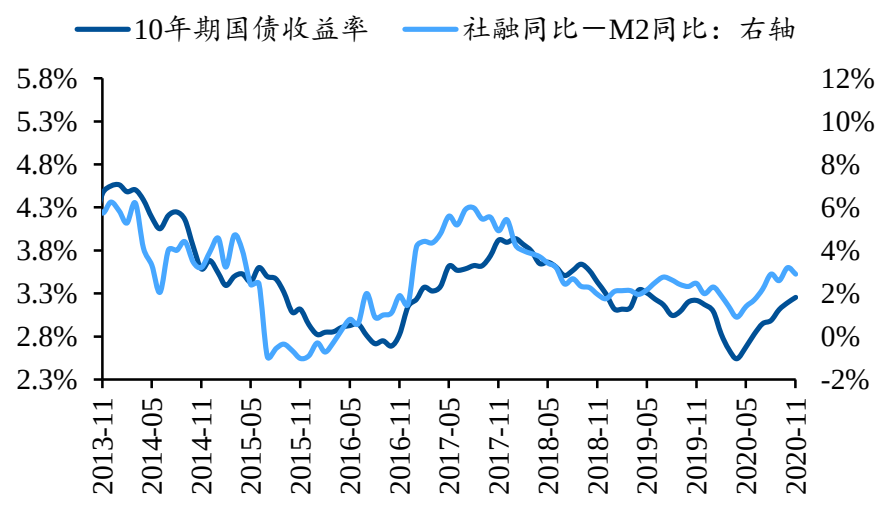
指标	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
人民币贷款余额同比(%)	12.7	12.1	11.8	12.0	12.0
社融同比(%)	13.4	12.3	11.0	10.7	11.1
M2 同比(%)	10.6	9.0	8.0	8.4	8.8

资料来源：民生证券研究院预测

5.2 2021 年利率债存在机会

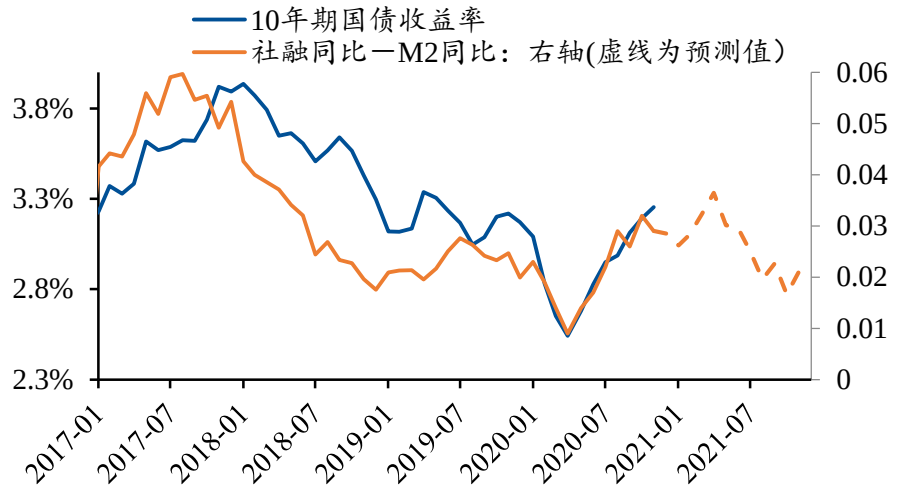
从社融拐点到利率拐点。社融主要反映实体企业融资需求，M2 主要反映金融机构货币供应量。根据历史经验，当 M2 和社融裂口收窄时，十年期国债利率一般走低，债市走牛，反之则反。根据我们预测的 2021 年社融增速和 M2 增速，预计 2021 年 M2 与社融裂口将从二季度开始逐渐回落，这预示着 2021 年利率债存在机会，历史上社融拐点之后往往也会迎来利率拐点。

图 15：利率债走势与 M2 和社融裂口有一定关联



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：2021 年下半年利率债或迎来牛市

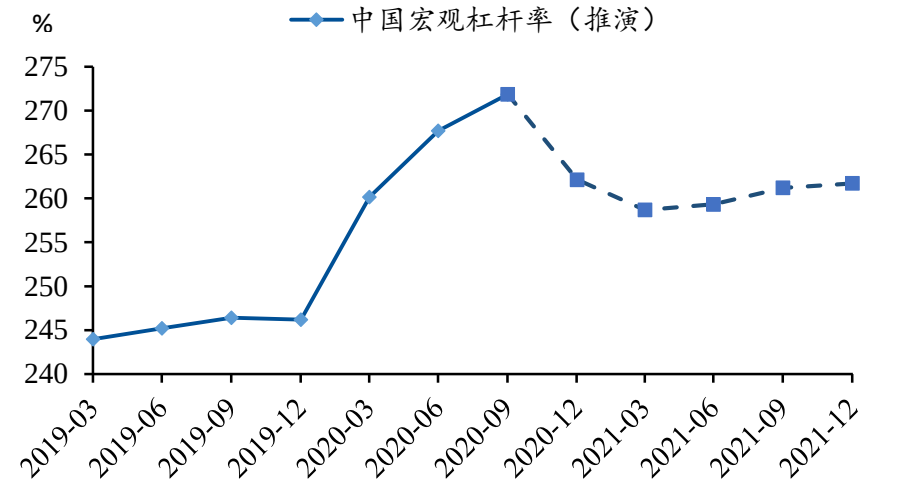


资料来源：Wind，民生证券研究院

5.3 2021 年宏观杠杆率预计趋于稳定

宏观杠杆率预计自然回落。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。

图 17：2021 年宏观杠杆率预计趋于稳定



资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

插图目录

图 1： 2019 年前三季度 M2 和社融增速与名义 GDP 相匹配.....3
图 2： 部分政策工具可能会退出.....4
图 3：商品房新开工面积增速仍未恢复至往年正常水平.....5
图 4：基建项目四大融资渠道.....5
图 5：2021 年地方政府部门继续加杠杆可能性较低.....6
图 6：制造业利润增速反弹有望带动制造业投资增速上行.....6
图 7：2021 年人民币贷款增速预计回落至 12%.....7
图 8：2020 年非标压降规模明显下降.....8
图 9：受疫情影响 2020 年政府赤字明显冲高.....9
图 10：2021 年名义 GDP 增速预计在 10%左右.....9
图 11：今年疫情期间企业债净融资规模大幅增加.....10
图 12：2021 年社融增速预计高位回落.....11
图 13：2021 年新增社融各分项预测.....11
图 14：2021 年 M2 增速预计高位回落.....12
图 15：利率债走势与 M2 和社融裂口有一定关联.....13
图 16：2021 年下半年利率债或迎来牛市.....13
图 17：2021 年宏观杠杆率预计趋于稳定.....14

表目录

表 1： 2021 年金融数据预测.....1 **错误!未定义书签。**

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。