

No. 2017

研究报告

IMI

# 2021 年社融展望： 信用收紧之下， 社融增速怎么看？

廖志明



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

---

# 2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？

廖志明<sup>1</sup>

一般而言，社融增速领先名义 GDP 增速 1-2 个季度。我国的社会融资体系以间接融资为主，信贷的重要性不言而喻。

社融衡量的是金融体系对经济的资金供给行为，是投资的资金来源，在债务驱动的经济体中，投资对经济增长格外重要。因而，在我国，市场参与者经常通过分析信贷及社融数据来窥测经济当前情况并借以预测未来。

近期召开的 2020 年中央经济工作会议定调了 2021 年宏观政策，提出“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，“不急转弯”。这也让我们能够更好地展望 2021 年社融增速走势。

## 一、2020 年信贷和社融回顾：疫情之下宽信用，信贷与社融均明显放量

2020 年初新冠病毒疫情对经济造成了较大的冲击，使得国内逆周期调控力度明显加大。5 月份召开的两会上政府工作报告明确提出“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。”

年中以来，货币政策边际收紧。由于国内疫情控制的较好，随着国内经济逐步走出疫情影响，年中以来，针对疫情的宽松政策适时逐步退出。6 月中旬，央行易纲行长在陆家嘴论坛讲话中提及，“我们认为，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的‘后遗症’，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”

2020 年前 11 月新增贷款 18.38 万亿元，同比多增 2.71 万亿元；社融 33.09 万亿，同比大幅多增 9.62 万亿元。截至 2020 年 11 月末，M2 增速 10.7%，明显高于上年末的 8.7%；社融同比增速 13.6%，明显高于上年末的 10.7%，实现了政府工作报告提出“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”之目标。

---

<sup>1</sup> 廖志明，中国人民大学国际货币研究所研究员

## 1.1 2020 年新增贷款近 20 万亿，宽信用力度较大

宏观调控政策具有逆周期性，以平滑经济的波动。在经济衰退时期，货币政策往往会宽松，政策鼓励银行大幅增加信贷投放，因而经济面临衰退或危机时期，国内新增贷款往往会放量。而在经济过热时，尽管融资需求旺盛，但政策收紧，使得信贷投放偏紧。

历史上来看，危机时期信贷投放往往大幅增加。2003 年 SARS 疫情大幅蔓延，当年新增贷款 2.77 万亿，较 2002 年的 1.8 万亿大幅多增。2008 年金融危机，当年 11 月初推出“四万亿”投资计划，09 年信贷大幅放量。09 年新增贷款达 9.63 万亿，为 08 年的近 2 倍。而经济复苏后的 2010 年新增贷款同比明显少增。

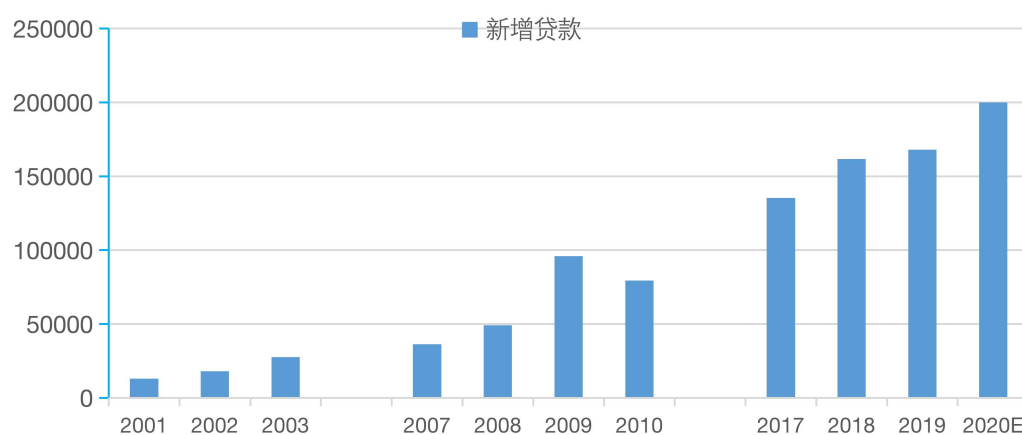


图 1 为应对危机，信贷投放往往会明显增加（亿元）（资料来源：WIND）

**政策引导银行加大信贷投放力度。**6 月中旬，央行易纲行长在陆家嘴论坛上的发言谈到“展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。”此外，据《2020 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录》，货币政策司副司长郭凯接受记者提问时说“信贷上半年同比多增 2.4 万亿元，全年如果按照易行长说的 20 万亿元左右，大概可以估计一下，下半年货币信贷基本上和去年相比是略微有所增加的水平，大概就是 20 万亿元左右。因此我们预测下半年的信贷需求还是比较平稳的。”

**信贷投放明显放量。**2020 年前 11 月新增贷款 18.38 万亿元，同比多增 2.71 万亿元；前 11 月对实体经济人民币贷款新增达 18.88 万亿，预计全年约 20 万亿元。具体来看，同比大幅多增主要来自对公信贷，个人信贷则同比略微多增，非银同业贷款有所下降。

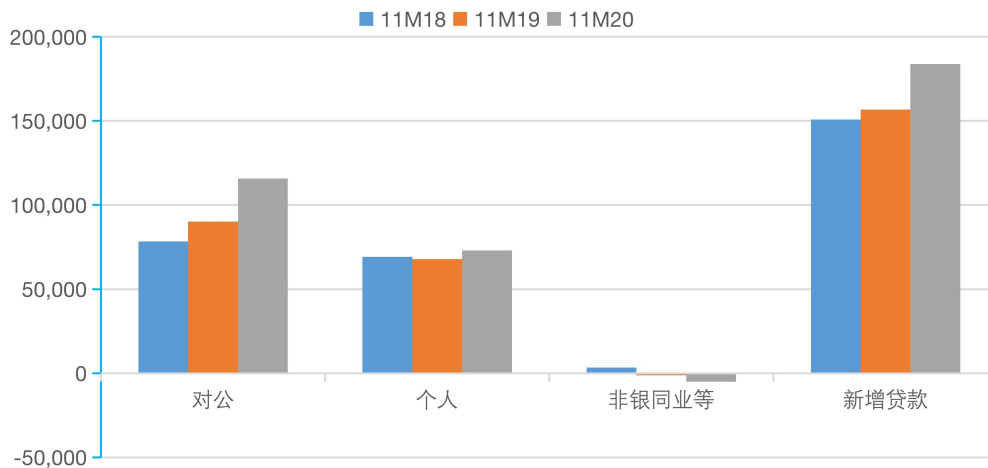


图 2 20 年前 11 月新增贷款达 18.38 万亿，同比大幅多增（亿元）（资料来源：央行官网）

**企业贷款增长强劲。**2020 年前 11 月住户新增贷款 7.31 万亿，同比略微多增 0.53 万亿；多增来自住户中长期。受疫情影响，住户短期贷款投放受到一定的影响。前 11 月企业新增贷款 11.57 万亿，同比大幅多增 2.55 万亿；多增来自中长期贷款，票据融资及短期合计则同比略微少增。

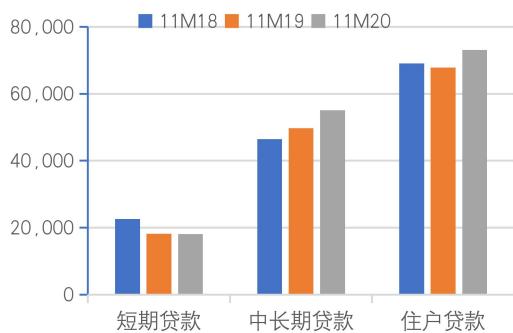


图 3 20 年前 11 月住户新增贷款达 7.31 万亿（亿元）

资料来源：央行官网

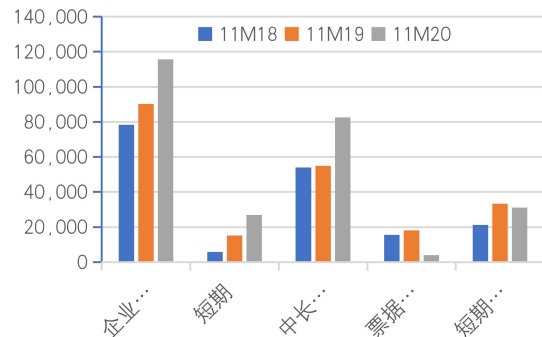


图 4 前 11 月企业新增贷款 11.57 万亿，企业中长期占比高（亿元）

资料来源：央行官网

危机时期贷款增速往往会上升，20 年贷款增速有所上升。逆周期调控力度加大，20 年贷款增速有所上升；年中以来，随着针对疫情的政策逐步退出，货币政策边际收紧，贷款增速则平稳微降。截至 2020 年 11 月末，贷款余额增速 12.8%，较上年末高 0.5 个百分点。



图 5 20 年贷款余额增速有所上升 (%) (资料来源: WIND)

## 1.2 2020 年社融：信贷及债券融资发力，全年社融有望达 35 万亿

社融由金融机构资产端出发，是指实体经济（即非金融企业和个人）从金融体系获得的资金量。2011 年央行开始按季度披露社融增量数据，从 2012 年改为按月发布。近年来，社融口径有所变化，央行适时拓展了社融的统计范围。最新口径的社融可分为四大块：信贷、表外融资、直接融资、其他；可进一步细分 13 小项。

2018 年 7 月起，人行将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下单独列示。18 年 9 月起，将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，地方政府专项债券按照债权债务在托管机构登记日统计。19 年 9 月起，人民银行进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标。2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标，指标数值为托管机构的托管面值。

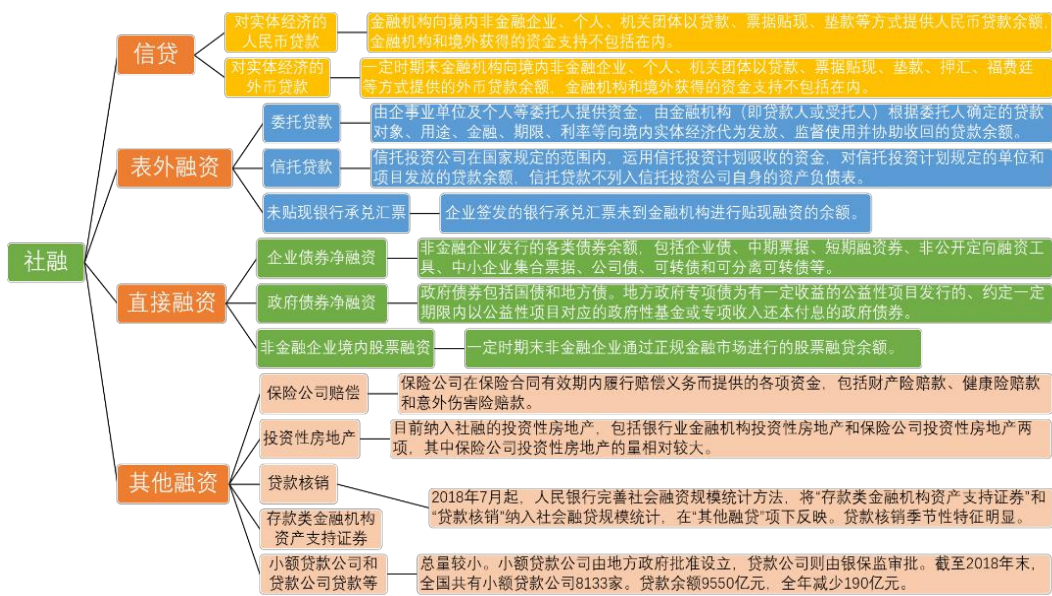


图 6 最新口径社融所包含的各项目

资料来源：央行官网，盛松成等《社融融资规模理论与实践（第三版）》

积极财政政策之下，今年政府债券净融资规模大幅增长。2020 年政府工作报告提出，“今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元”。2020 年前 11 月政府债券净融资 7.63 万亿，同比多增 3.28 万亿，对社融增速助力明显。

**信贷及直接融资支撑社融放量。**2020 年前 11 月社融 33.09 万亿，同比大幅多增 9.62 万亿，多增主要由信贷及直接融资贡献。前 11 月信贷增加 19.12 万亿，同比多增 3.42 万亿；直接融资 12.79 万亿，同比多增 5.16 万亿。直接融资具体来看，前 11 月政府债券净融资同比多增 3.28 万亿，企业债券净融资同比多增 1.4 万亿；股票融资同比多增约 0.5 万亿。

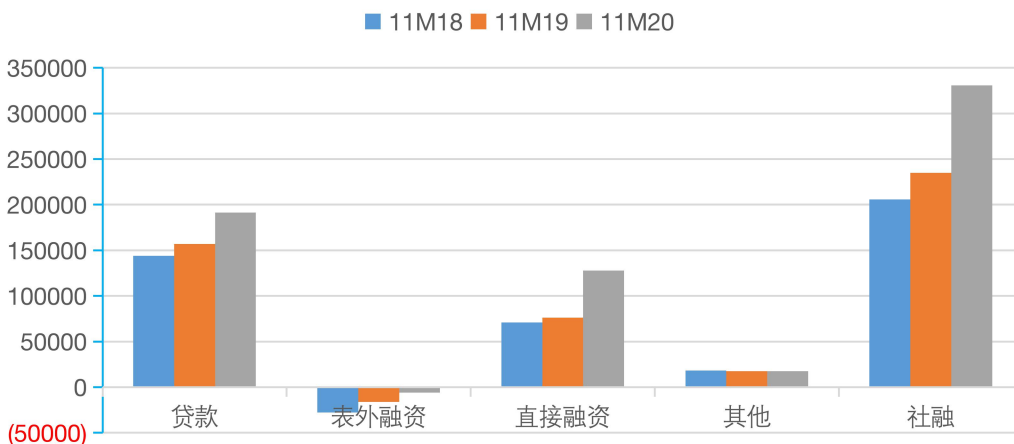


图 7 2020 年前 11 月社融 33.09 万亿，同比大幅多增 9.62 万亿（亿元）（资料来源：央行官网）

社融增速明显上升。逆周期调控之下，社融大幅增长，2020年初以来，社融增速大幅上升。截至2020年11月末，M2增速10.7%，明显高于上年末的8.7%；社融同比增速13.6%，明显高于上年末的10.7%，实现了政府工作报告提出“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”之目标。



图 8 2020 年初以来，社融增速明显上升（资料来源：央行官网）

## 二、2021 年社融展望：信用缓慢收紧之下，社融增速逐步下行

**货币政策收紧方向确定，但收紧时间拉长。**2020 年中央经济工作会议对货币政策提法由“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”变成“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，更加强调合理适度。经济持续复苏之下，市场担心宏观政策大幅收紧。“不急转弯”体现了宏观政策会保持一定的连续性、稳定性，不会骤然大幅收紧。只不过，货币政策收紧方向还是比较确定的，但收紧节奏会比较慢及时间拉长，实现在稳杠杆的同时避免对经济复苏产生较大的影响。政策需平衡好经济增长与防风险、稳杠杆的关系。

**基于当前经济复苏态势及未来政策预判，我们预计 2021 年新增贷款接近 20 万亿元，社融仅 32.5 万亿，社融增速 11% 左右。高基数及稳杠杆之下，我们认为 2021 年社融增速将明显下行，增速向 2019 年水平靠近。低基数及经济复苏之下，2021 年名义 GDP 增速或接近 10%，11% 的社融增速，与之基本匹配，可以达到稳杠杆之目标。**

**回顾历史，危机年份社融大增后，下一年社融增长会放缓些。**2003 年 SARS 疫情，当年社融 3.41 万亿，较前一年的 2.01 万亿大幅增长，但后一年的社融为 2.86 万亿，有所下降。2008 年金融危机，09 年“四万亿”刺激政策，09 年社融达 13.9 万亿，较前一年跃升；此后的 10 年、11 年社融分别为 14.0 和 12.8 万亿，增长明显放缓。**2020 年受新冠病毒疫情冲击，全**



年社融增量有望达 35 万亿，较 2019 年的 25.6 万亿大幅增长，2021 年社融增量同比小幅下降亦符合历史规律。

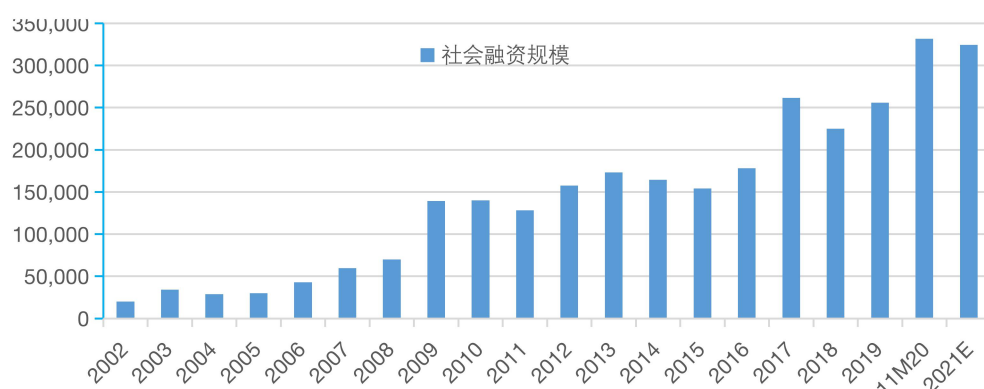


图 9 危机年份社融大增后，下一年社融增长会放缓些（亿元）（资料来源：WIND，作者整理）

## 2.1 信贷：预计 2021 年新增贷款与 2020 年相当，接近 20 万亿

近期召开的 2020 年中央经济工作定调了 2021 年宏观政策，提出“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，“不急转弯，把握好政策时度效”。“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”。

综合考虑稳杠杆及经济增长需要，我们预计 2021 年新增贷款与 2020 年相当，接近 20 万亿。新增贷款取决于供给及需求，信贷供给取决于资本约束、政策引导等，稳杠杆之下，我们预计信贷供给将有所收紧。

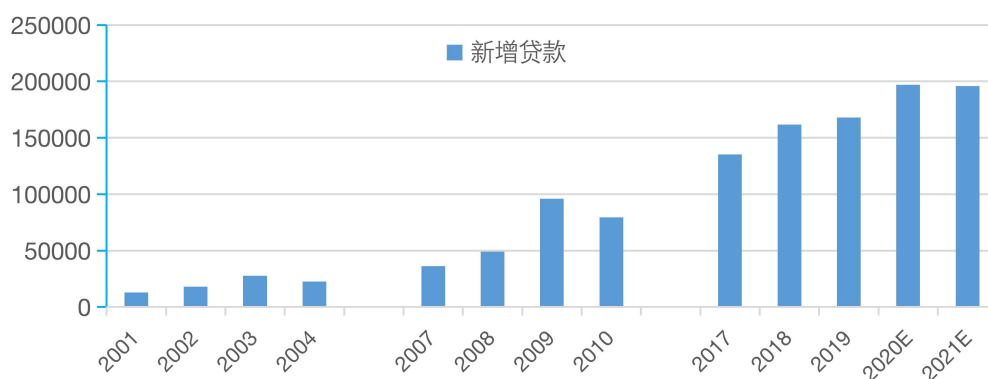


图 10 我们预计 2021 年新增贷款 19.6 万亿，同比接近（亿元）（资料来源：WIND，作者整理）

**2021 年信贷需求或较旺盛。**信贷融资需求一般三分天下，房地产（大头为住房按揭）相关占三分之一，基建等广义政府相关占三分之一，制造业融资等市场化融资需求占三分之



一。展望 2021 年，近年来房地产持续调控，购房需求释放相对平稳，房地产融资需求有望保持较强的韧性；2020 年政府债券发行量大，基建新开工后将带动信贷需求，2021 年财政政策虽将略微收紧，但我们预计广义政府信贷需求同比仅略微下降；经济持续复苏，出口形势大好，将带动制造业投资，制造业融资需求将明显改善，消费好转也将带动个人消费贷等需求。

我们预计 2021 年制造业融资需求将明显改善，或是很大的亮点；疫苗逐步接种，消费好转，个人信贷也将保持较快增长。

## 2.2 财政策略略微收紧，政府债券净融资同比少增

2020 年中央经济工作会议关于财政政策表述为，“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。”我们认为，2021 年财政政策将略微收紧，但预计幅度不大。

**2020 年财政政策明显发力。**受疫情影响，2020 年财政政策更加积极，2020 年政府工作报告也明确阐明，“积极的财政政策要更加积极有为。**今年赤字率拟按 3.6% 以上安排**，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。这是特殊时期的特殊举措。”2020 年前 11 月政府债券净融资达 7.62 万亿，较 2019 年全年的 4.72 万亿大幅多增。我们预计 2020 年全年政府债券净融资将达 8.3 万亿，同比多增 3.6 万亿左右。

表 1：近三年政府债券额度与发行情况（亿元）

	国债	特别国债	一般地方债	地方专项债	置换债券	政府债券	实际净融资	赤字规模
2018	15500	0	8300	13500	14000	51300	48531	23800
2019	18300	0	9300	21500		49100	47204	27600
20 年前 11 月净发行	24300	10000	6450	35500		76250	76250	30750
2020 年额度	27800	10000	9800	37500		85100		37600

资料来源：WIND

经济好转之下，2021 年财政政策边际收紧，不过幅度预计不大。2020 年发行了 1 万亿的抗疫特别国债，作为特别措施预计 2021 年将没有特别国债你你你你，2020 年专项债额度亦明显增加。综合考虑，我们预计 2021 年政府赤字率 3.2% 左右，较 2020 年有所下降，但高于 2019 年；预计全年政府债券净融资 6.8 万亿左右。

### 2.3 强监管之下，预计表外融资延续下降

**委托贷款下降已近 3 年。**2018 年 1 月《委托贷款管理办法》出台，明确委托贷款资金来源基本限于委托人自有资金，使得银行理财、券商资管计划等 SPV 作为委托人发放委贷不再可行，委托贷款开始明显下降。截至 2020 年 11 月末，委托贷款余额 11.11 万亿，较 2018 年初下降 2.88 万亿。

考虑到 SPV 作为委托人的委贷期限多数在 3 年及以内，SPV 作为的委托人的委贷存量不多了。考虑到公积金贷款等增长，我们预计 2021 年委托贷款降幅将会明显收窄。

信托贷款压降或延续。2018 年资管新规落地，严禁多层嵌套，重塑大资管行业，影子银行得到明显整治。截至 2020 年 11 月末，社融存量中信托贷款余额 6.81 万亿元，较 2018 年初下降 1.66 万亿元。考虑到资金信托新规及压降融资类信托等要求，我们预计 2021 年信托贷款仍将明显下降。

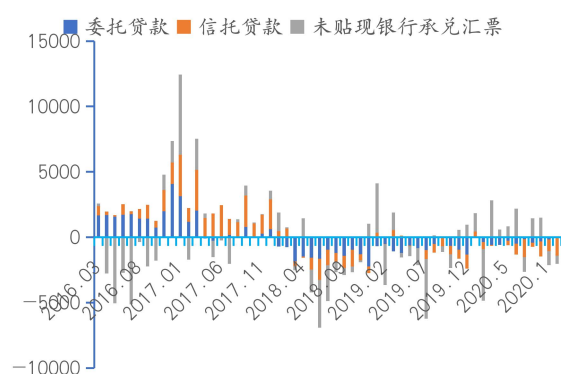


图 11：2018 年初以来，多数月份表外融资下降（亿元）

资料来源：央行官网

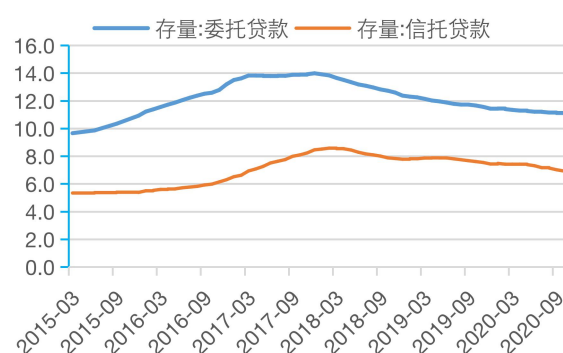


图 12：18 年初以来，委托及信托贷款下降明显（万亿元）

资料来源：WIND

### 2.4 高基数及信用缓慢收紧，料社融增速逐季下行

2020 年前 11 月社融 33.09 万亿，同比大幅多增 9.62 万亿，多增主要由信贷及直接融资贡献。我们预计 2020 年全年社融将达 35.3 万亿元，同比多增 9.7 万亿。

展望 2021 年，我们预计对实体经济的人民币信贷增加 19.8 万亿元，同比略微少增；表外融资下降 0.71 万亿（主要是信托贷款下降），同比相当；政府债券净融资 6.8 万亿元，同比少增 1.4 万亿；企业债券净融资 3.2 万，同比少增 1.2 万亿。

我们预判 **2021 年社融增量接近 32.5 万亿，同比少增约 2.8 万亿，少增主要来自政府债**

券及企业债券净融资。不过，近 32.5 万亿的社融增量虽低于 2020 年，但相较于 2019 年的 25.6 万亿仍增长 27%，增幅较高。

表 2: 我们预计 2021 年社融近 32.5 万亿，同比少增 2.8 万亿 (亿元)

	社融	人民币信贷	表外融资	政府债券	企业债券
2018	224920	156712	-29380	48531	26318
2019	255752	168835	-17619	47204	32416
2020E	352660	199798	-7235	82250	44819
同比变动	96908	30963	10384	35046	12403
2021E	324496	197692	-7100	68409	32416
同比变动	-28165	-2106	135	-13841	-12403

资料来源：央行官网，作者整理

**社融增速或将逐季度下行。**经济较强复苏，稳杠杆重要性提升，叠加较高的基数，我们预计 2021 年社融增速将逐季度下行，2021 年末社融增速将下行至 11% 左右，与 2019 年水平接近。11% 左右的社融增速与 2021 年 10% 左右的名义 GDP 增速预期相匹配，能够实现宏观杠杆率的基本稳定。

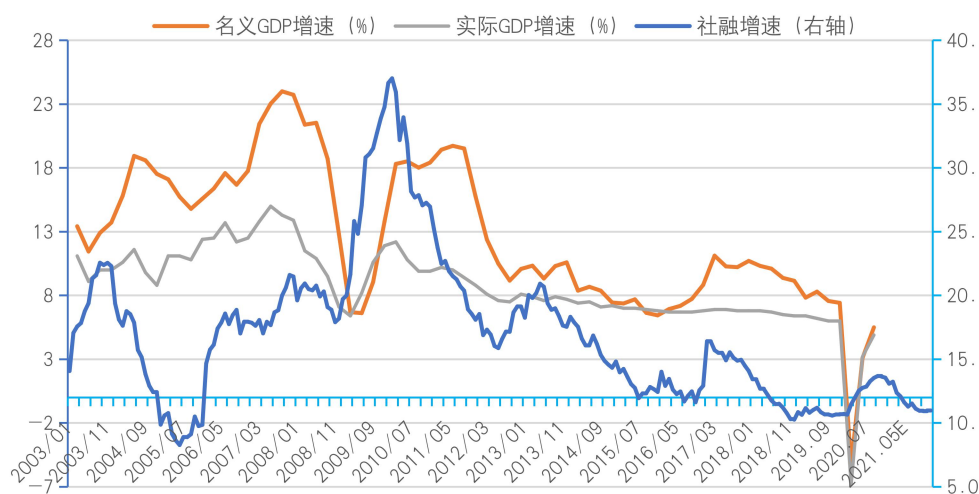


图 13: 我们预计 2021 年社融增速将下行至 11% 左右

资料来源：WIND，作者整理

编号	名称	作者
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI
IMI Report No.2014	2019 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2013	2018 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2012	IMI 宏观经济月度分析报告（第 42 期）	IMI
IMI Report No.2011	IMI 宏观经济月度分析报告（第 41 期）	IMI
IMI Report No.2010	IMI 宏观经济月度分析报告（第 40 期）	IMI
IMI Report No.2009	人民币国际化报告 2020 ——上海如何建设全球金融中心（发布稿）	IMI
IMI Report No.2008	IMI 宏观经济月度分析报告（第 39 期）	IMI
IMI Report No.2007	IMI 宏观经济月度分析报告（第 38 期）	IMI
IMI Report No.2006	IMI 宏观经济月度分析报告（第 37 期）	IMI
IMI Report No.2005	IMI 宏观经济月度分析报告（第 36 期）	赵然
IMI Report No.2004	新冠肺炎疫情对中国贸易投资影响分析	IMI
IMI Report No.2003	IMI 宏观经济月度分析报告（第 35 期）	IMI
IMI Report No.2002	IMI 宏观经济月度分析报告（第 34 期）	IMI
IMI Report No.2001	IMI 宏观经济月度分析报告（第 33 期）	IMI
IMI Report No.1912	天府金融指数报告	IMI
IMI Report No.1911	IMI 宏观经济月度分析报告（第 31 期）	IMI
IMI Report No.1910	IMI 宏观经济月度分析报告（第 30 期）	IMI
IMI Report No.1909	IMI 宏观经济月度分析报告（第 28 期）	王剑
IMI Report No.1908	财政货币分析平衡精要（下）	王剑
IMI Report No.1907	财政货币分析平衡精要（上）	IMI
IMI Report No.1906	IMI 宏观经济月度分析报告（第 24 期）	IMI
IMI Report No.1905	IMI 宏观经济月度分析报告（第 23 期）	IMI
IMI Report No.1904	IMI 宏观经济月度分析报告（第 22 期）	IMI
IMI Report No.1903	IMI 宏观经济月度分析报告（第 21 期）	IMI
IMI Report No.1902	IMI 宏观经济月度分析报告（第 20 期）	王剑
IMI Report No.1901	信用融冰：2019 年银行业资产负债配置展望	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1820	2018 年第四季度宏观经济运行预测	IMI
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告（第 19 期）	孙超、徐翔



中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn