

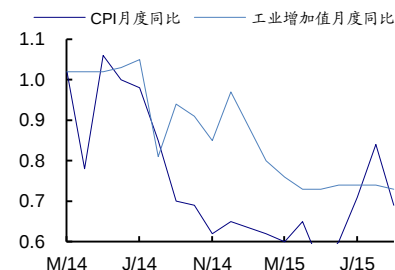
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观经济专题研究

2021 年 03 月 26 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	-20.70
M2	10.10

相关研究报告:

《宏观专题报告: 2021 年 CPI、PPI 预测逻辑与结论》——2021-01-14
 《宏观专题报告: 拜登基建, 道阻且长》——2021-03-17
 《宏观专题报告: 透过幻影, 看破真相——基数扰动下的经济景气度识别》——2021-03-09
 《“利率-利差”轮盘下的“风林火山”配置策略(一)》——2021-03-15
 《宏观专题报告: CPI 基期轮换带来的权重变动分析》——2021-02-22

证券分析师: 王开

电话: 021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

宏观专题

后疫情时代稳杠杆的内涵

● 中国杠杆率政策的变迁与焦点

2008 年以来中国杠杆率调控经历了三个阶段: 后金融危机加杠杆时期 (2008~2016), 供给侧改革去杠杆时期 (2016~2018)、增速换挡稳杠杆时期 (2018 至今)。本文重点探讨当前语境下的居民部门杠杆率问题, 以及包含政府及非金融企业的实体部门杠杆率。

● 居民部门杠杆率抬升的潜在风险

本轮调控是针对 2021 年初居民部门跑步加杠杆进入房地产市场, 造成部分城市房价过热的潜在风险。居民加过高的杠杆购房一方面有期限错配的流动性风险, 另一方面容易挤出实体企业贷款, 酿成资产负债表衰退的风险。

● 分部门来看居民杠杆上升的动因

其一, 在超常规的政策退潮后, 实体企业部门成为 M2 同比增速的拖累项, 并未积攒下高杠杆的风险, 反而是居民部门在后疫情时代对 M2 的拉动率稳中有升。其二, 2020 年疫情期间盈利复苏前景不明, 实体企业选择将资金存回金融体系, 这为居民加杠杆提供了资金来源。

● 杠杆率调控: 分子该看社融还是 M2

历史经验显示, 居民杠杆率可以用居民贷款/GDP 来监测, 实体杠杆率方面, 分子采用社融比 M2 效果更佳。M2/GDP 和实体杠杆率在 2016 年后出现缺口, 排除银行和非银金融机构的部门差别原因后, 笔者推测是社融、M2 分别代表实体融资的需求和供给所致, 或者说供给侧改革后市场长期处于货币供不应求的阶段。当下情形和可参照的 2017~2018 年稳杠杆的阶段, 其间以 M2 为分子的杠杆率是向下的, 而以社融为分子的杠杆率, 与国家金融与发展实验室(NIFD)口径的杠杆率均在上行。因此, 在 2021 年“稳杠杆”的语境下需更关注社融的走向。

● 结论: 实体部门杠杆需关注社融指标

至于“稳杠杆”是否会引起货币政策发生切换, 笔者认为杠杆率是货币政策的结果而非动因。真正有可能触及政策切换的还是基本面因素, 需关注后期环节工业品领域通胀冲高的力度与节奏。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

内容目录

后疫情时代稳杠杆的内涵.....	4
中国杠杆率政策的变迁与焦点.....	4
居民部门杠杆率抬升的潜在风险.....	5
杠杆率调控:分子该看社融还是 M2.....	6
分部门来看居民杠杆上升的动因.....	8
结论: 实体部门杠杆需关注社融指标.....	9
国信证券投资评级.....	11
分析师承诺.....	11
风险提示.....	11
证券投资咨询业务的说明.....	11

图表目录

图 1: 各部门杠杆率和监管报告中杠杆相关的表述	4
图 2: 分部门看资金运用效率: 金融部门起、居民部门落	5
图 3: 长期视角: 中国居民部门存量口径宏观杠杆率提升	5
图 4: 短期视角: 2021 年初居民加杠杆买房	5
图 5: 美国各部门净金融投资占 GDP 比重	6
图 6: 美国两次危机后的企业资产负债表衰退	6
图 7: 由居民贷款/GDP 推测居民部门杠杆率	7
图 8: 2016 年后货币供 (M2) 不应求 (社融)	7
图 9: 社融作为分子的杠杆率和实体杠杆率更为接近	7
图 10: M2/GDP 和实体部门杠杆率间出现分化	7
图 11: 鉴于部门差异, 社融和 M2 分项差异并不能完全解释两指标间区别	8
图 12: 银行对居民、非银和实体债权与 M2 同比	8
图 13: M2 与国外、非金融、政府三部门净债权	8
图 14: 社融作为分子的杠杆率和实体杠杆率更为接近	9
图 15: M2/GDP 和实体部门杠杆率间出现分化	9
图 16: 2018 和 2021 年实体杠杆的焦点都在社融方面	9

后疫情时代稳杠杆的内涵

从 2020 年底中央经济工作会议到 2021 年两会，“稳杠杆”一直是市场关心的主题。本文立足于居民和实体部门杠杆率，来研究杠杆率上升的原因、潜在风险，可以高频跟踪的金融指标，以及对货币政策可能构成何种影响。

中国杠杆率政策的变迁与焦点

从过去几年的政策和市场复盘来看，国务院、央行对杠杆率问题的引导主要历经了三个阶段：（1）后金融危机时期（2008~2016），大势上加杠杆，结构上非金融企业杠杆率、金融部门杠杆率大幅提升，居民部门杠杆率近似匀速上升，政府部门杠杆率趋稳；（2）供给侧改革时期（2016-2018），大势上去杠杆，结构上引导非金融企业和金融企业。2016 年四季度，金融部门和非金融企业杠杆率较 2018 年底分别上升了 50.3 和 62.4 个百分点。金融方面监管加强同业监管、防止资金空转，出台了资管新规等政策；实体企业方面采取“三去一补一降”，两部门杠杆率触顶回落；（3）增速换挡稳杠杆时期（2018 至今），非金融企业杠杆率稳（“漂亮去杠杆”）中有升（新冠疫情时期），金融部门杠杆率继续下滑，地方政府杠杆率走高，居民部门杠杆率加速上行。政策方面，2020 年四季度货币政策执行报告关注居民部门杠杆率持续走高；2021 年 3 月，两会提出“稳妥化解地方政府债务风险”和“保持政府总体杠杆率基本稳定”，国常会提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。

从发言的针对性来看，财政部更关心的是政府杠杆和全部门杠杆，央行更关注的是实体部门和金融部门杠杆。本文重点探讨当前语境下居民部门杠杆率问题，以及包含政府及非金融企业的实体部门杠杆。

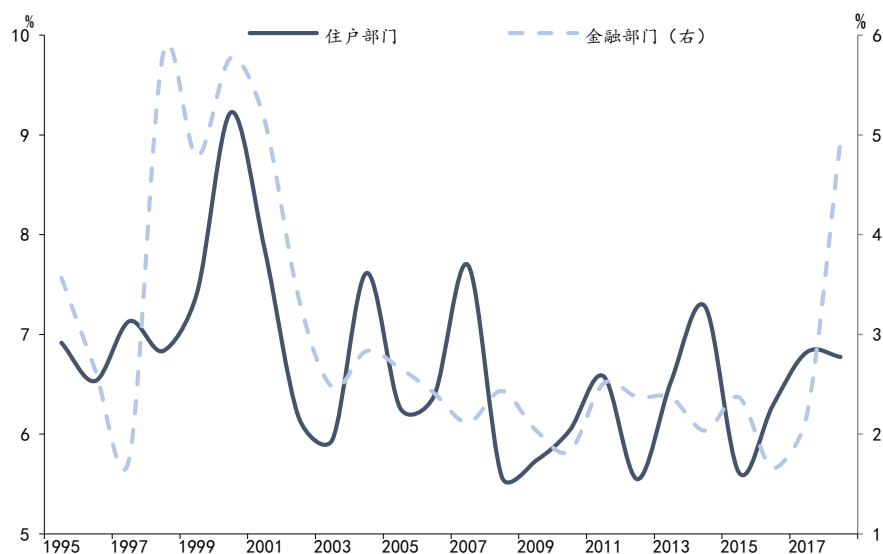
图 1：各部门杠杆率和监管报告中杠杆相关的表述



资料来源：国务院、人民银行、国家金融与发展实验室（NIFD），国信证券经济研究所整理

居民部门杠杆率的提升，在经济上行期属于正常现象，2020 年以来则是“实体直达”政策的伴生效应，关键在于居民部门资金运用效率下滑了。笔者用名义 GDP 除以国家资金流量表中各部门金融交易的“资金运用”，来体现各部门资金运用的效率，发现 2016~2018 年期间金融部门的运用效率是有明显抬升的，而居民部门资金运用的效率从长趋势、短方向来看都是收敛向下的。居民部门资金运用效率的降低，原因是多方面的，长期因素包括大量的资产配置在流动性不算好的住宅中，中期看有部分 P2P 平台违约、缺乏适宜投资渠道等问题。

图 2：分部门看资金运用效率：金融部门起、居民部门落

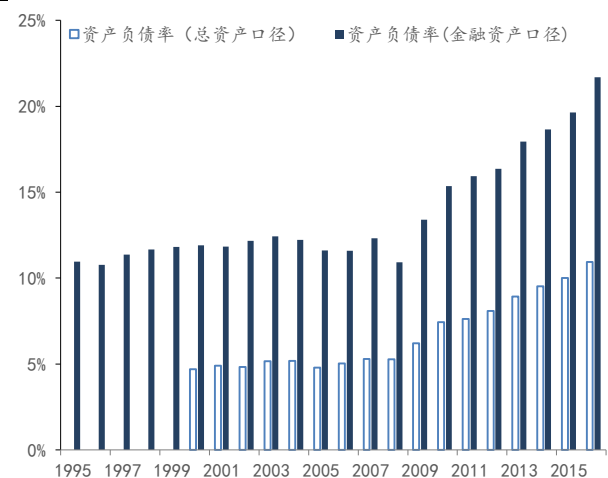


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

居民部门杠杆率抬升的潜在风险

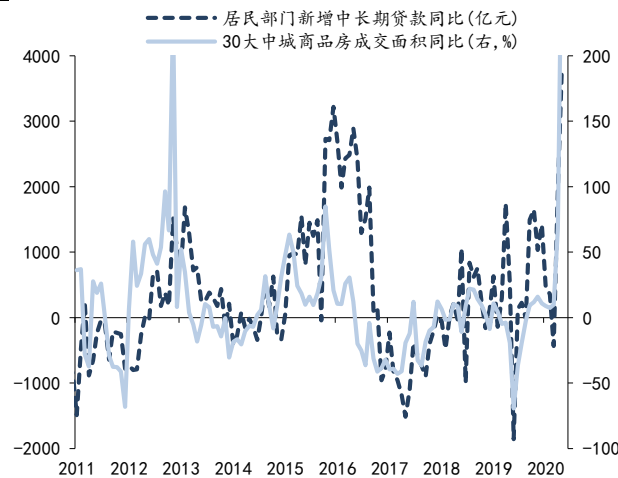
居民部门杠杆率风险的防控与“房住不炒”息息相关。杠杆率的度量有多重方式，分子可以选用 M2、社融，分母可选用 GDP、人均可支配收入等，这类指标均为流量/存量形式，对衡量流动性风险有借鉴意义，但不足以反映某一主体的偿债能力和融资结构（李扬等，2018），此处采用存量/存量口径的资产负债率作为参照。居民部门资产负债率在金融危机后在持续走高，但和全体 OECD 国家对比还有上升空间，也很难说政策对居民杠杆率有一个明确的容忍度阈值。2021 年初居民跑步加杠杆进入房地产市场，1~2 月房地产成交面积和居民新增贷款的同比都创下近年新高。在“房住不炒”的政策基调下，一线城市房价过热容易引发风险，所以这一轮调控归根到底还是面向部分城市房价，以及部分投机者针对房价上涨预期过激加杠杆的行为。

图 3：长期视角：中国居民部门存量口径宏观杠杆率提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：金融资产口径为金融负债/金融资产，总资产口径为金融负债/总资产。

图 4：短期视角：2021 年初居民加杠杆买房



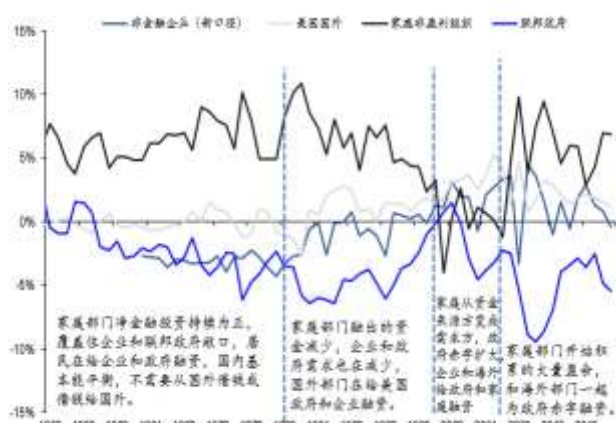
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民部门加杠杆买房在国内语境下有什么潜在的风险？显然不是类似美国次贷危机期间，零首付的优惠压低购房门槛，居民部门集中爆发无力偿付的风险。

对于国内银行而言，住房贷款是优质资产，中国居民房贷规模的扩张是压抑了消费需求，取代了发达经济体居民消费贷款的部分。以国际比较的视野，中国个人住房贷款同住房价值之比较发达经济体仍有差距，较迅速提高的价房屋价值而言，国内房贷规模尚低，因此贷款的信贷风险也不算高。居民加杠杆购房需要关注的是期限错配风险及其引致的流动性风险（李扬等，2018）。

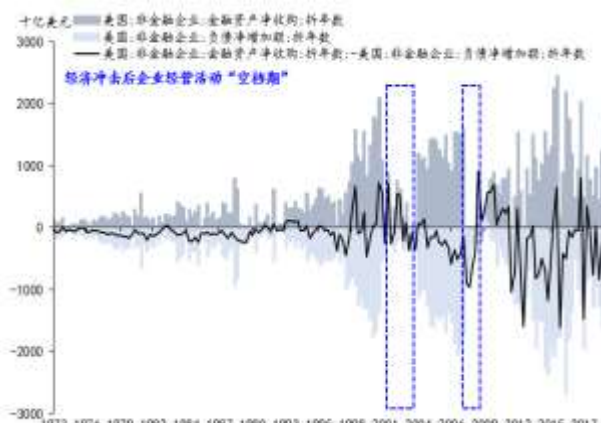
一方面，房价上涨过快、居民加杠杆涌入房地产市场最直接的风险即消费贷款、甚至抗疫资金的违规流入，2020 年以来部分城市陆续出台的监管政策也是主要针对资金流向地产问题。本轮严格监管落地前的“装修贷”、部分“消费贷”和当年的“首付贷”本质相同，都催生了居民加杠杆的冲动。另一方面，房贷对实体企业贷款有挤出作用，实体企业借不到钱、不敢借钱会形成“后遗症”，即便在融资成本不算高的环境下也情愿优先偿债、修复报表而非投产经营、进行资本开支，美国、欧洲、日本经历的实体企业资产负债表衰退就有前车之鉴。

图 5：美国各部门净金融投资占 GDP 比重



资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：美国两次危机后的企业资产负债表衰退



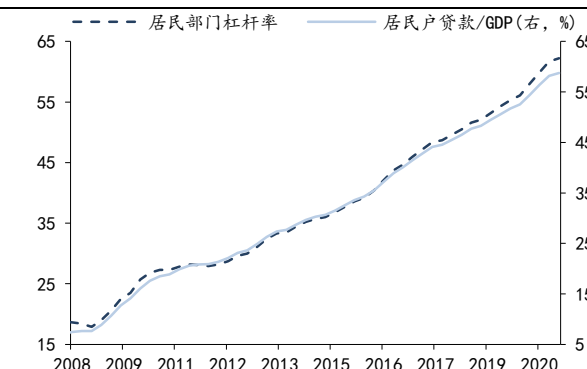
资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

杠杆率调控:分子该看社融还是 M2

有一个值得探讨的问题，即政策调控居民杠杆率、实体部门杠杆率，分子端更关心什么指标。2020 四季度货币政策执行报告中提及的“2011 年末至 2020 年上半年的上升幅度超过 31 个百分点”，其数据口径与国家金融与发展实验室（下文简称 NIFD）发布的居民部门杠杆率契合。映射到资本市场，本文更关心的 M2、社融哪个会成为政策调控的抓手。

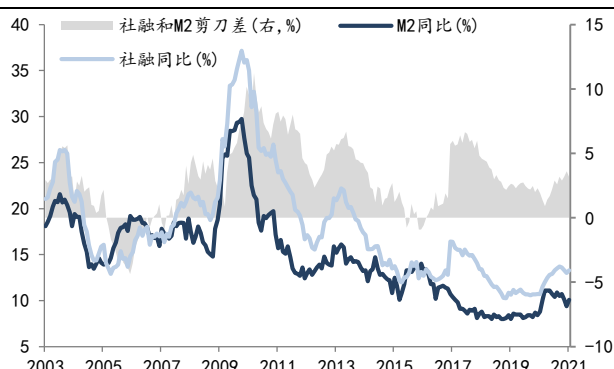
历史经验显示，居民杠杆率可以用居民贷款来监测，实体杠杆率方面，社融比 M2 效果更佳。（1）居民部门方面，央行信贷数据中的居民贷款/GDP 和 NIFD 口径的杠杆率基本是匹配的；（2）进一步拓宽到包含非金融企业和政府领域的实体部门，笔者用 M2/GDP 和社融/GDP 两个指标分别与 NIFD 口径的指标加以对比，发现社融为分子的计算结果与央行关注的口径更为契合。此处社融采用不含政府债的老口径数值，一来为了和 M2 口径加以对比，二来政府债部分属于政策可以调控部分，基本在赤字率目标中已经进行了约束，并不是市场真正关心的风险之源。（3）2016 年三季度以来，M2 占 GDP 比重和实体杠杆率间出现分化，且并不是 M2 只包含银行部门间接融资口径所致：社融存量的数据中直接融资占比虽在 2015-2021 年间提升，但幅度上也不到 3 个百分点，不会造成明显的缺口。排除银行和非银金融机构的部门差别后，笔者推测这是社融、M2 分别代表实体融资的需求和供给所致，或者说供给侧改革后市场长期处于货币供不应求的阶段。

图 7：由居民贷款/GDP 推测居民部门杠杆率



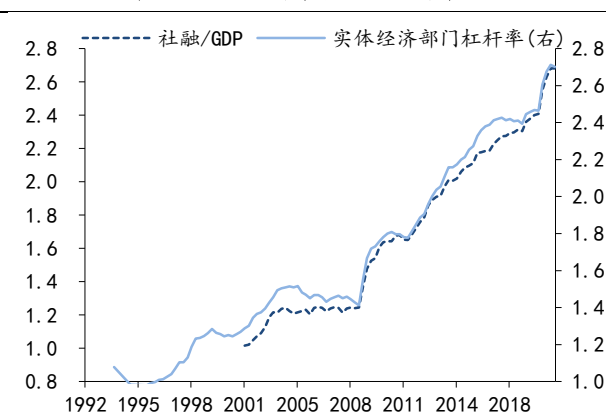
资料来源：NIFD, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8：2016 年后货币供（M2）不应求（社融）



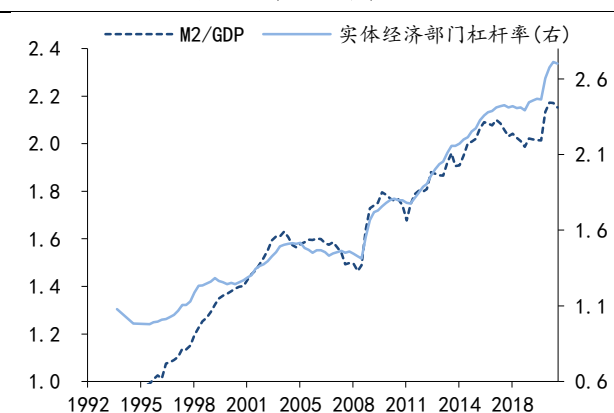
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9：社融作为分子的杠杆率和实体杠杆率更为接近



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

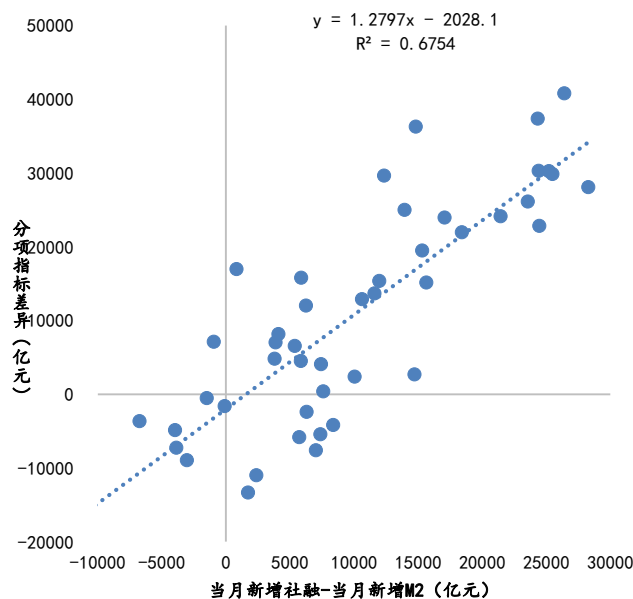
图 10：M2/GDP 和实体部门杠杆率间出现分化



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

回到 M2 和社融口径差异，根据央行对社融、M2 两类指标披露的明细项目，来自下而上推算二者结构差异来源，并不是一个好的途径。社融和 M2 的差异部分，主要是 M2 的外汇占款、银行对非银净债权、财政净投放，以及社融的非金融企业股票、债券以及非标三项（委托贷款、信托贷款、未贴现票据）。如果将这些明细差异和新增社融与 M2 的真实差值间拟合优度约为 0.67，解释不足的部分可归因为实体部门资产端与负债端的区别。

图 11: 鉴于部门差异, 社融和 M2 分项差异并不能完全解释两指标间区别



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 纵轴为 M2 明细项下的外汇占款、银行对非银净债权、财政净投放, 与社融明细项下非金融企业股票、债券以及非标三项 (委托贷款、信托贷款、未贴现票据) 间的差异。

分部门来看居民杠杆上升的动因

读者一个可能的疑问是, 疫情期间中国并未像美国一样给家庭发消费券, “实体直达”、特别国债融来的钱主要流向了实体企业, 为什么居民部门反而积累了杠杆? 首先, 站在货币供给的立场, 无论是从居民、实体产业、非银三部门, 还是从政府、海外、非金融三部门来拆解, 2020 年初冲高的 M2 主要流向了非金融部门, 具体而言是实体企业部门。但在超常规的政策退潮后, M2 同比也被实体企业部门所拖累, 因而实体企业部门并未积攒下高杠杆的风险, 反而是居民部门在后疫情时代对 M2 的拉动率稳中有升。

图 12: 银行对居民、非银和实体债权与 M2 同比

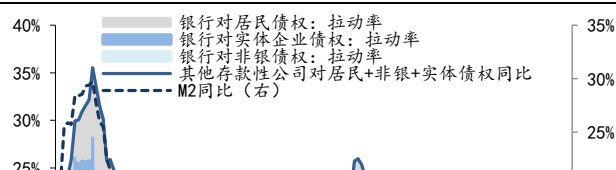
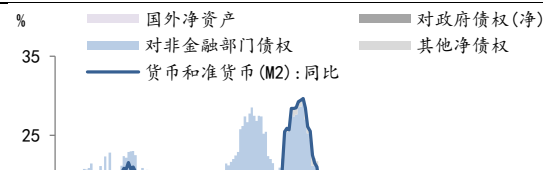


图 13: M2 与国外、非金融、政府三部门净债权



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18758

