

稳定宏观杠杆率需要多少社融增速？

——信用收缩系列报告（一）

核心观点

重要会议持续强调稳定宏观杠杆率，顶层定调基本确定，我们认为保持宏观杠杆率基本稳定是 2021 年政策总基调，央行首要目标将切换至金融稳定而转向稳健中性，核心在信用收缩。稳定宏观杠杆率意味着社融增速将回落至与名义 GDP 增速基本匹配的水平，我们初步预计 2021 年社融增速由去年的 13.3% 回落至 10.9%，对应全年新增规模约 31 万亿，相比去年的 34.9 万亿少增 4 万亿左右，结构上主要是企业债券少增约 1.5 万亿，政府债券少增 1 万亿，信贷+非标项目合计少增约 1.5 万亿。

□ 保持宏观杠杆率基本稳定是全年政策基调，我们认为核心关注信用收缩

2020 年 12 月中央经济工作会议及今年两会等重要会议均持续强调“保持货币供应量和社融融资规模增速同名义经济增速基本匹配”措辞，重要会议持续强调稳定宏观杠杆率，顶层定调基本确定，我们认为保持宏观杠杆率基本稳定是 2021 年政策总基调，核心关注信用收缩，从稳定宏观杠杆率的角度，信贷、社融等实体部门负债端数据增速均将经历压降的过程。

□ 今年货币政策首要目标将切向金融稳定而转向稳健中性

在判断货币政策取向的时候只能抓主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，从央行货币政策视角，我们梳理当前经济形势，经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支目前均不会成为央行首要目标，以稳定宏观杠杆率为总调控思路，央行首要目标将切换至金融稳定而转向稳健中性，核心在紧信用。

□ 稳定宏观杠杆率意味着社融增速将与名义 GDP 增速基本匹配

历史数据显示，债务规模年增速与社融增速相关性较强，2007 年至 2019 年两者相关系数高达 0.91，因此，可使用社融增速近似代表债务规模增速。2020 年，我国名义 GDP 增速+3%，社融增速 13.3%，社融增速显著高于名义 GDP 增速，使得杠杆率分子、分母端分化加剧，杠杆率大幅上行，我们初步测算，全年杠杆率可能自 2019 年末的 258.7% 上行至 284% 左右，增幅超 20 个百分点。我们通过对社融各项结构的拆分，分别预测各分项绝对值变动幅度，初步预计今年将相比去年的新增规模 34.9 万亿少增 4 万亿左右，对应的增速为 10.9%，可实现与名义 GDP 增速基本匹配、稳定宏观杠杆率的目的。其中信贷新增量由去年的 19.6 万亿回落至约 19 万亿，增速降至 11%，另外，M2 增速回落至 9%，流动性冗余有明显收敛。

□ 2021 年社融主要分项都存在下降趋势

从结构上看，4 万亿同比少增的来源是：专项债及预算内赤字规模两者加和与去年规模基本相当，但今年未安排特别国债，使得政府债券项目较去年少增 1 万亿；表内信贷预计新增规模较去年略降，体现对实体支持的稳健性；地产融资监管强化及融资类信托监管仍在持续等因素叠加，预计非标项目仍将少增，尤其是信托贷款项目，总体预计非标类+信贷两项合计少增约 1.5 万亿；预计企业债券少增约 1.5 万亿，一方面，在逆周期政策退出的环境下，信用违约事件预计有所增多，不利于企业信用债融资，另一方面，2021 年安排地方政府专项债额度 3.65 万亿，部分可能用于应对地方政府隐性债务问题，以城投债务置换为主要形式，反映到社融中使得政府债券项目多增，而企业债券融资少增幅度可能更大。

风险提示：中美博弈改变货币政策节奏。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 保持宏观杠杆率基本稳定，信用收缩是全年政策基调.....	3
2. 今年货币政策首要目标将切向金融稳定而转向稳健中性.....	4
3. 社融的重要性：社融增速是央行货币政策最重要的中介目标之一.....	7
4. 稳定宏观杠杆率意味着社融增速将与名义 GDP 增速基本匹配.....	9
5. 2021 年社融主要分项都存在下降趋势.....	10

图表目录

图 1：货币政策首要目标切换影响货币政策基调.....	6
图 2：预计 2020 年我国宏观杠杆率升至 284%.....	6
图 3：2020 年社融新增规模各分项占比.....	7
图 4：社融增速相比 M2 增速与名义 GDP 增速的相关性更强.....	8
图 5：我们计算所得债务规模年增速与社融增速相关性较强.....	9
图 6：2021 年社融各分项变动趋势.....	10
图 7：工业企业利润和固定资产投资额增速持续修复.....	11
图 8：企业中长期贷款占每月新增贷款量比重.....	11
表 1：2020Q4 以来国家重要会议及央行保持宏观杠杆率基本稳定相关表述.....	3
表 2：央行“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”表述.....	4
表 3：我国央行货币政策工具、中介目标、最终目标，最终目标较多.....	5
表 4：2018 年以来，政府工作报告对货币供应量增速目标由定量转为定性.....	8

3 月信贷增加 2.73 万亿，虽然高于市场及我们的预期，但在信贷需求较为旺盛的情况下，新增量同比少增，且增速回落；3 月社融新增 3.34 万亿，低于市场预期，但与我们的预期基本一致，社融存量增速较 2 月大幅回落 1 个百分点至 12.3%，3 月数据验证了我们此前“3 月是信用收缩重要观察期”的判断，我们认为这是信用全面收缩的开始。

1. 保持宏观杠杆率基本稳定，信用收缩是全年政策基调

2020 年 12 月中央经济工作会议提到“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”，3 月初政府工作报告提到“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”，3 月 15 日国务院常务会议细化为“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。**重要会议持续强调稳定宏观杠杆率，顶层定调基本确定，我们认为保持宏观杠杆率基本稳定是 2021 年政策总基调。**

央行也较早地关注金融稳定问题。2020 年 10 月，易纲行长两次提到“总闸门”措辞，10 月 10 日在《中国金融》上发表的文章《金融助力全面建成小康社会》中，他提到“把好货币总闸门”；10 月 21 日在 2020 金融街论坛上的讲话提到“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上”。11 月 26 日央行发布三季度货币政策执行报告，报告摘要的下阶段政策展望中首次提出“保持宏观杠杆率基本稳定”的措辞，这与两次“把好货币供应总闸门”及金融稳定报告“实现稳增长和防风险长期均衡”等措辞相呼应，体现出央行对金融稳定问题的关注，此后央行又在其他多个场合对此加以强化。

表 1：2020Q4 以来国家重要会议及央行保持宏观杠杆率基本稳定相关表述

时间	会议、文章或报告	具体表述
2020.10.10	《中国金融》文章《金融助力全面建成小康社会》，易纲	把好货币总闸门 ，保持物价水平总体稳定，促进经济持续增长
2020.10.21	金融街年会论坛，讲话，易纲	在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升。明年 GDP 增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。 货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在一个合理的轨道上。
2020.11.06	中国金融稳定报告（2020）	实现稳增长和防风险长期均衡。
2020.11.26	2020 年第三季度中国货币政策处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策， 保持宏观杠杆率基本稳定。	
2020.12.11	中共中央政治局会议	科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间
2020.12.16-18	中央经济工作会议	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。
2020.12.18	人民银行党委召开扩大会议	要完善货币供应调控机制， 保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。
2021.01.08	易纲接受新华社采访	“从宏观上，要稳住宏观杠杆率。”易纲表示，2020 年，疫情冲击使 GDP 增长率较低，使得我国宏观杠杆率，也就是总负债和 GDP 之比明显上升。

去年第三季度以来，宏观杠杆率增速已经放慢，预计今年可以回到基本稳定的轨道。

2021.02.08	2020 年第四季度中国货币政策执行报告	完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，保持流动性合理充裕，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 ，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。
2021.03.05	政府工作报告	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕， 保持宏观杠杆率基本稳定 。
2021.03.15	国务院常务会议	要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。

资料来源：中国政府网，中国人民银行，浙商证券研究所

值得注意的是，央行多次表述与国家会议略有差异。2020 年 10 月 21 日，央行行长易纲在 2020 金融街论坛上的讲话提到“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，其中“反映潜在产出”的措辞在后续央行的多次沟通中也有出现，但并未在国家层面重要会议中提及，我们认为侧面反映出央行政策意图已经倾向稳健中性。举例而言，我们对 2021 年 GDP 增速的预测值为 8.9%，与之相比，我国经济潜在增速当前在 6%附近，2021 年 3 月，人民银行调查统计司课题组发表央行工作论文《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》，文章测算“十四五”期间我国潜在产出增速在 5%-5.7%，表观名义 GDP 增速相比反映潜在产出的名义 GDP 增速高出约 3 个百分点，若与反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配，则 M2 和社融增速的锚定值将明显更低，意味着政策退出的意图更加鲜明。

表 2：央行“反映潜在产出的名义国内生产总值增速”表述

保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配	
1、2020 年 10 月 21 日，坚持稳健的货币政策 坚定支持市场主体稳就业 ——中国人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛上的讲话，“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。”	
2、2020 年 11 月 26 日，三季度货币政策执行报告“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的国内生产总值增速基本匹配”。	
3、2021 年 1 月 15 日，国新办举行 2020 年金融统计数据新闻发布会。陈雨露“比如说遭遇类似当前重大疫情严重冲击的时候，经济增速可能会大大偏离潜在的产出水平，这时货币政策就要参照反映潜在产出的名义经济增速来把握”。	
4、2021 年 2 月，《中国金融》2021 年第 3 期，孙国峰：2020 年货币政策回顾与 2021 年展望，“货币供应量和社融规模增速参照反映潜在产出的名义经济增速”。	
5、2021 年 3 月 9 日，全国政协委员、经济委员会副主任、中国人民银行副行长陈雨露在接受第一财经记者独家专访时表示“保持货币供应量和社融规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。	
保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配	
1、2020 年 12 月，中央经济工作会议：“保持货币供应量和社融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”。	
2、2021 年 3 月 5 日，政府工作报告：“货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”。	

资料来源：中国政府网，中国人民银行，浙商证券研究所

2. 今年货币政策首要目标将切向金融稳定而转向稳健中性

在去年 10 月发布的年度策略报告《大国博弈与跨周期调节》中，我们就率先判断今年金融稳定将成为政策重点，通过分析今年央行的首要目标，判断经济增长、物价稳定、充分就业及国际收支平衡都较难成为货币政策首要考量，货币政策首要目标将切向金融稳定，央行将从金融稳定的视角出发边际收紧货币政策。主要目的是稳定宏观杠杆率，

我们测算，2020 年我国宏观杠杆率（BIS 口径）可能大幅攀升或冲破 280%，这意味着若 2021 年要稳定宏观杠杆率，则信贷、社融等代表实体部门负债端的金融数据均将经历下降的过程，回到与名义 GDP 增速基本匹配的水平。我们对具体逻辑做如下回顾：

我们将我国稳健的货币政策又分为 4 类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度，由于我国央行最终目标比较多，包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，一项隐性目标金融稳定，及转轨时期长期目标金融改革开放和发展金融市场，在判断货币政策取向的时候只能抓主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

表 3：我国央行货币政策工具、中介目标、最终目标，最终目标较多

货币政策		
操作工具	中介目标	最终目标
调整基准利率； 调整商业银行的法定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。	数量型： 货币供应量（M2）； 社会融资规模； 价格型： 利率； 汇率。	经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡； 隐性目标：金融稳定 金融改革和开放； 发展金融市场。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支目前均不会成为央行首要目标。经济增长方面，四季度我国 GDP 实际同比+6.5%，经济已然进入过热状态，由于增长惯性，2021 年上半年经济增长压力不大，就业方面，虽然 2 月春节月份，受就地过年及疫情冲击局部地区消费的影响，调查失业率阶段性上行至年度目标值 5.5%，但随着两个负面影响因素逐渐缓和，我们认为 3 月调查失业率将有所回落，失业压力也较为可控；虽然再通胀预期有所升温，但我们认为随着供需缺口收窄，我国 CPI 和 PPI 均将在年中达到高点，CPI 高点在 2.5% 左右，对于全年目标值，不会扰动货币政策，在没有强需求侧拉升环境的情况下，PPI 的大幅走高向 CPI 传导不具可持续性；国际收支方面，当前人民币汇率仍维持基本稳定，在贸易顺差仍可持续的情况下，我国国际收支压力不大。

因此，货币政策收紧的原因只可能是金融稳定，主要目的是稳宏观杠杆、去债市杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧，以金融稳定为首要目标，货币政策将由稳健灵活适度转为稳健中性。

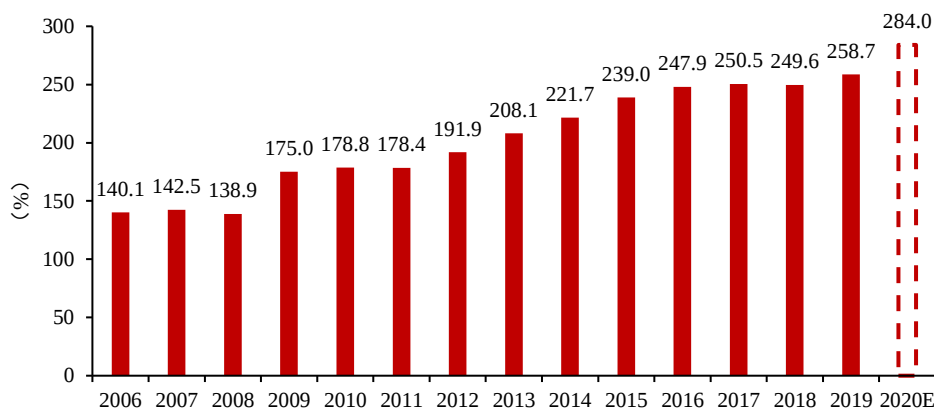
图 1：货币政策首要目标切换影响货币政策基调



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

我们预计 2020 年我国宏观杠杆率（BIS 口径）可能达到 284%。BIS 口径杠杆率数据相对滞后，最新数据显示，截至 2020 年三季度，宏观杠杆率达到 285%，预计四季度随着相关逆周期政策退出，杠杆率可能略有回落，我们使用全年社融增速做近似测算，2020 年末宏观杠杆率将达到约 284%，全年上行超过 20 个百分点。

图 2：预计 2020 年我国宏观杠杆率升至 284%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

为保持宏观杠杆率稳定，央行将采取紧信用。未来保持宏观杠杆率稳定，一方面来自于经济基本面趋稳、杠杆率分母端的贡献，另外一方面也意味着信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程。2021 年央行依然会选择数量型中介目标作为主要的调控对象，广义货币 M2 增速和社融增速两者同时作为货币政策中介目标，我们预计 2021 年社融新增约 31 万亿，较 2020 年回落 4 万亿左右，增速降至 10.9%，其中信贷新增量由去年的 19.6 万亿回落至约 19 万亿，增速降至 11%，M2 增速回落至 9%，低于 GDP+CPI，流动性冗余有明显收敛。

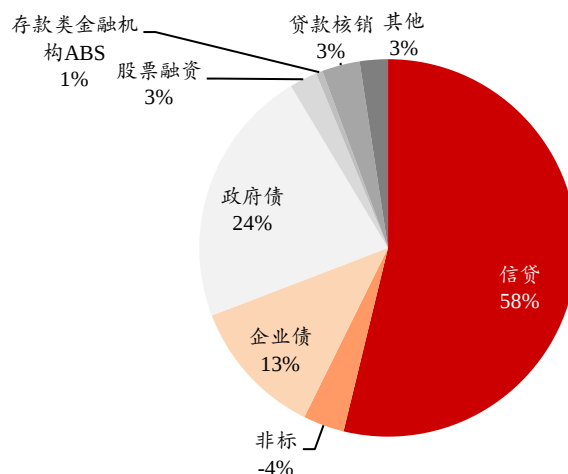
3. 社融的重要性：社融增速是央行货币政策最重要的中介目标之一

社会融资规模存量是指一定时期末实体经济（非金融企业和住户）从金融体系获得的资金余额。社融包括以下主要构成：

社会融资规模=人民币贷款+外币贷款（折合人民币）+委托贷款+信托贷款+未贴现的银行承兑汇票+企业债券+非金融企业境内股票融资+政府债券+存款类金融机构资产支持证券+贷款核销+保险公司赔偿+投资性房地产+其他

其中几个主要的构成是：人民币贷款、政府债券、直接融资及非标项目，直接融资包括股票融资和企业债券，股票融资占比较小；委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三项作为非标项目。2020 年全年，社会融资规模增量累计为 34.86 万亿，其中，信贷新增 20.18 万亿，占比最大为 58%，政府债券新增 8.34 万亿，占比 24%，直接融资 5.34 万亿，占比 15.3%，其中企业债券融资 4.45 万亿，占比 12.8%，非标项目减少 1.32 万亿，是负贡献。

图 3：2020 年社融新增规模分项占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我国央行货币政策中介目标分为数量型和价格型，数量型包括 M2 增速和社融增速，价格型包括政策利率曲线及汇率，长期来看我国央行正在进行货币政策中介目标的转型，即由数量型向价格型转换，但短期仍以数量型为主。

自 2010 年中央经济工作会议首次提出“保持合理的社会融资规模”后，2011 年 9 月人民银行公布 2002 年以来的社融增量总规模和结构的月度数据；2015 年 2 月央行公布 2003 年以来的年度社融规模存量数据，并开始公布季度社融存量数据，2016 年起公布月度社融规模存量数据。2016 年政府工作报告也首次加入社融规模余额的年度增速目标，历年社融目标设定情况均与 M2 增速目标设定保持一致。但 2018 年后，政府工作报告对两者不再制定明确数值目标，转变为定性目标，2018 年的目标为“管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长”，2019 年的表述为“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理

区间的需要”，2020 年表述为“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，2021 年表述为“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”。政府工作报告制定的目标也为央行提供了政策引导的基准。

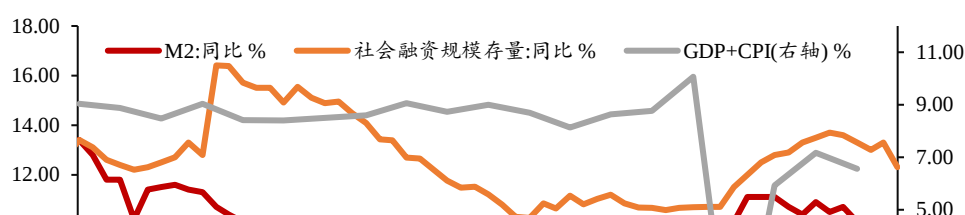
表 4：2018 年以来，政府工作报告对货币供应量增速目标由定量转为定性

年份	历年政府工作报告制定的金融数据目标
2021	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定
2020	综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年
2019	广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要
2018	管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长
2017	广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 12% 左右
2016	今年广义货币 M2 预期增长 13% 左右，社会融资规模余额增长 13% 左右
2015	广义货币 M2 预期增长 12% 左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些
2014	今年广义货币 M2 预期增长 13% 左右
2013	广义货币 M2 预期增长目标拟定为 13% 左右
2012	广义货币预期增长 14%
2011	保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为 16%
2010	今年（2010 年）广义货币 M2 增长目标为 17% 左右，新增人民币贷款 7.5 万亿元左右
2009	保证货币信贷总量满足经济发展需求，广义货币增长 17% 左右，新增贷款 5 万亿元以上

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

实际上，社融增速相比 M2 增速与名义 GDP 增速的相关性更强，重要性也因此更强。根据社融的定义，社融是从实体部门负债端角度进行的统计；与之相比，M2 代表广义货币供应量，统计的是银行的负债端，仅从银行存款的角度出发，未考虑实体部门从非银行类金融机构或通过直接融资等渠道获取的资金。也正因如此，社融增速与名义 GDP 的相关性逻辑上也较 M2 增速更强。

图 4：社融增速相比 M2 增速与名义 GDP 增速的相关性更强



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_19130

