证券研究报告·宏观深度 【货币与监管】系列研究之十七

社融、增长与宏观杠杆的周期轮回

宏观经济

黄文涛
huangwentao@csc.com.cn
010-85130608
执业证书编号：S1440510120015

研究助理：陈得文
chendewen@csc.com.cn
010-86451380

发布日期： 2018 年 4 月 20 日

随着金融市场化改革和金融创新的加快，近几年货币供应量（M2）与经济增长的相关性明显减弱，很多人士更加关心社融与经济增长间的联系。我们路演发现，随着近期社融增速的持续回落，不少投资者开始担忧后续增长的可持续性。事实上，社融回落既受到融资需求下降影响，同时也是宏观政策调控的结果。也就是说，社融与增长之间可能不是简单的线性关系，据此推演经济走势可能会出现预期偏差。

20 世纪 90 年代以来，社融与经济增长之差呈现出明显的周期性波动，目前正处在第二轮周期的后半程，且可能还会持续调整 2-3 年。其中，第一轮周期为 1993-2006 年，历时 14 年左右，1993-1998 年（大约 6 年）处在扩张阶段，两者差值持续扩大，而 1999-2006 年（大约 8 年）呈逐步收敛态势；第二轮周期始于 2007 年，已历时 11 年，2007-2011 年（大约 5 年）为扩张阶段，而 2012 至今（6 年左右）开始逐步收窄。

2012 年以前，社融与名义 GDP 周期性波动的逻辑是：经济下行时，融资需求下降会引起社融增速同步回落，加剧经济下行压力，此时政府部门会通过政策宽松来推动投资增长，从而使社融增速回落幅度慢于经济，两者差距呈扩大趋势；**经济上行时，**为避免经济过热和风险集聚，政府部门通常会收紧政策，抑制融资需求和社融过快增长，从而导致两者差距逐步缩小。**2012 年以来，经济下行主要由高增长向中高速发展的自然演进，并不完全是有效需求不足而引起的经济萎缩。**因此，尽管经济并未上行，但为了释放前期累积的经济金融风险，仍需要适当的政策调控抑制信用扩张，引导社融与名义 GDP 合理回归。

未来几年，控制宏观杠杆率是政策调控的重点，能否把握债务增长与经济增长之间的平衡将成为决定调控成败的关键。研究发现，社融-名义 GDP 增速差与宏观杠杆率增速之间高度相关，宏观杠杆率拐点对应的社融-名义 GDP 增速差 5%左右，**目前该值基本达到了控制宏观杠杆率所要求的水平，持续收紧信用条件的空间相对较小。**需要指出的是，若想真正达到降杠杆的目的，还需通过债转股、兼并重组、破产清算等手段切实降低宏观债务水平。

总的看，当前社融回落既是宏观政策调控的需要，也是结构性去杠杆的内在要求，并不能反映需求不足和经济下行，更不会改变转型升级和结构调整的基本规律。**未来一段时间社融可能围绕名义 GDP 增速小幅波动，持续大幅回升或回落的可能性都相对较低。**考虑到 2018 年名义 GDP 可能在 10.5%左右，预计社融增速很可能也在此水平上下小幅波动，基本能够满足去杠杆和经济转型升级的资金需求。

相关研究报告

18.04.19	一文读懂高技术制造、先进制造、高端装备的异与同
18.04.10	结构性降杠杆的情景预测 ——国内宏观经济周报
18.04.10	真诚还是套路：中美贸易争端峰回路转？——大类资产配置周报（18.04.02-18.04.08）

今年以来，随着对委托贷款、信托贷款等表外融资监管的强化，社融增速出现了较明显的回落，3 月末社融同比增长 10.5%，较上年同期和上年末回落 2.3 和 1.5 个百分点。我们近期路演中发现，很多投资者都在担忧社融回落的问题，认为这是实体经济融资需求下降所致，后续经济持续下行压力将随之加大。事实上，社融回落既受到融资需求下降影响，同时也反映了宏观政策调控的结果。我们发现，社融与增长之间具有较强的周期性规律，并不是简单的线性逻辑关系。而且，本轮社融增速调整从 2012 年就已经开始，目前正处在周期调整的后半段，未来可能还会持续 2-3 年左右。

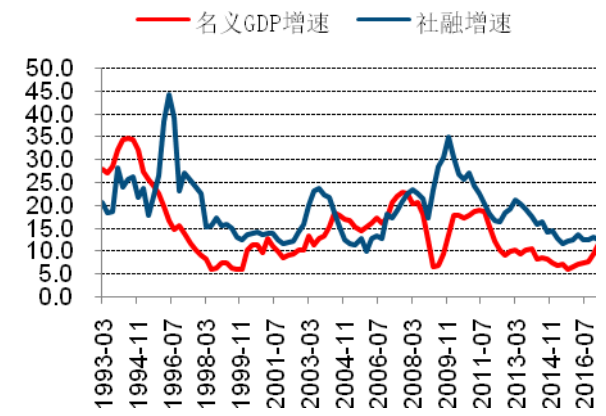
一、线性变化还是周期性波动？

随着金融市场化改革和金融创新的不断加快，近几年货币供应量（M2）与经济增长之间的相关性明显弱化，越来越多研究人员开始关注社融与经济增长之间的关系。部分观点认为，社融是实体经济融资需求的最直接反应，其与经济增长之间存在“融资需求回落—社融增速下降—经济下行”的线性逻辑关系，因此可以通过观察社融增速的变化预测经济走势。

历史上，社融与经济增长之间确实具有一定的相关性，但两者并不总是非此即彼的线性关系，而是呈现出较强的周期性特征。考虑到数据可得性以及 2003 年以前信贷占社融比例高达 95%以上的事实，我们用各项贷款增速替代 2003 年以前的社融增速。研究发现，社融与名义 GDP 增速确实具有一定的正相关性，两者相关系数为 0.4，且社融领先名义 GDP 大约 3-6 个月。但进一步研究发现，两者之间也并非总是一一对应的关系，部分时期甚至还出现了背离。比如，2003-2005 年社融呈回落态势，但名义 GDP 却持续向上；2013-2017 年社融增速持续下行，而经济依然保持相对稳定，甚至 2017 年以后还出现了一定的回升。

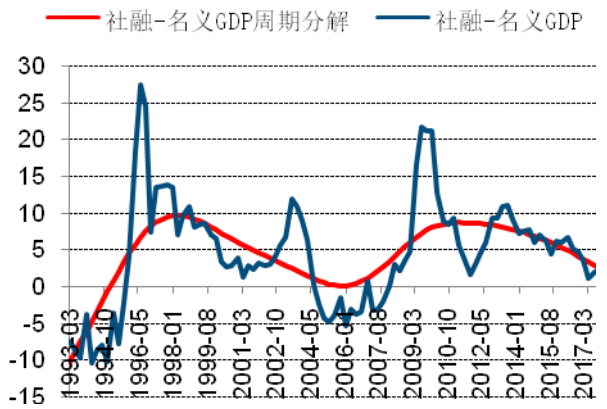
因此，通过线性化的思维去理解社融与经济增长，并以此评判后续经济和政策走势似乎很难令人信服。考虑到不同时期社融与经济增长之间可能存在的非线性关系，为更加客观评判两者的关系，我们进一步分析了社融与名义 GDP 增速差，发现两者之间并不是简单的线性关系，而是呈现出较为明显的周期性。

图 1：社融与名义 GDP 增速比较



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：社融-名义 GDP 增速差的周期特征



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

总的来看，**20 世纪 90 年代以来，社融-名义 GDP 之差大致经历了两个周期，目前正处在第二轮周期的后半段**（具体原因见下文分析）：

第一轮周期为 1993-2006 年，历时 14 年左右。其中，1993-1998 年（大约 6 年时间）为经济快速加杠杆的过程，社融增速明显快于名义 GDP 增速，两者差值持续扩大；1999-2006 年（大约 8 年时间）社融增

速呈现稳中回落趋势，而名义 GDP 增速却表现出了持续回升态势，两者之差呈现出较强的收敛性特征。

第二轮周期始于 2007 年，目前已持续 11 年左右。其中，2007-2011 年（大约 5 年时间）社融增速明显快于名义 GDP 增速，两者差值呈逐步拉大趋势；2012 至今（已历时 6 年左右）社融增速开始回落，而经济增速基本保持稳定，两者差值开始逐步收窄。

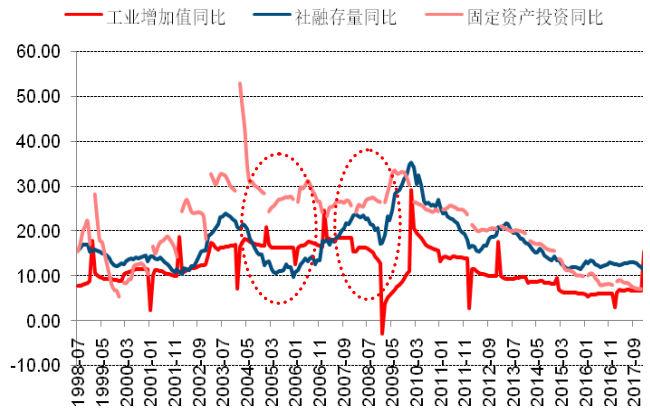
目前社融与名义 GDP 增速之差正处在第二轮周期的后半程，后续可能还会有 2-3 年的调整期，但基本已处在底部调整区间，继续大幅调整的压力不会太大。

二、周期性波动因何而存在？

社融与名义 GDP 之差为什么会呈现明显的周期性，而不是我们直观理解的线性关系？我们曾在报告《社融-M2 分析框架仍然有效吗？》指出，社融与经济增长之间线性关系的逻辑基础是“假设社融代表融资需求，社融回落（上涨）则实体经济融资需求回落（上涨）、经济增长放缓（加快）”。然而，事实上，**社融既是实体经济融资需求的现实反映，同时也体现了宏观政策调控的需要。也就是说，影响社融并非只有融资需求，诸如宏观政策、金融监管、融资结构、增长方式等都有可能改变社融的增长趋势，且不同阶段相关变量的作用效果存在较大差异。**

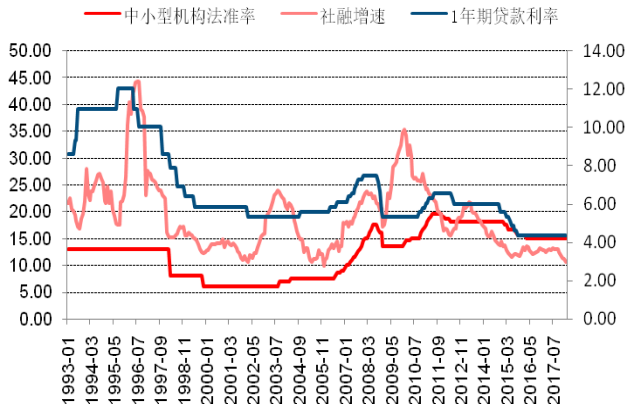
在经济处在下行阶段时，融资需求是影响社融的主要因素。此时，融资需求下降会同步引起社融增速回落，通过观察社融变化趋势可以一定程度上预判经济走势。比如，1994-1997 年和 2007-2011 年都是按照“经济下行—融资需求回落—社融增速下降”的路径层层传导。在此期间，由于经济下行压力会持续加大，政府部门会相应地采取一系列扩张性财政政策、货币政策来推动投资，从而使得社融增速回落幅度慢于经济下行幅度，两者差距亦呈扩大趋势。此外，扩张性政策边际效应逐步衰减也会进一步加剧社融与经济增速之间的差距。

图 3：社融-固定资产投资-工业增加值的关系



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 4：社融-货币政策调整



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

在经济处在上行阶段时，宏观政策是影响社融的主要变量。此时，为避免经济走向过热，政府部门会选择退出相关扩张性政策，必要时还有可能进一步收紧货币政策。受此影响，实体经济融资难度逐步加大，社融亦存在一定的回落压力。1999-2006 年社融与经济增长之间的关系即表现如此。期间，受全球化红利、改革红利等因素影响，我国经济出现了一轮强劲上涨，名义 GDP 由 1997 年 6%上升至 2006 年的 18%左右，而社融增速却由 1997 年的 27%回落至 2006 年的 17%左右，两者的差值亦由最高时的 13%下降到-3%左右。

总体看，该时期社融增速回落主要是宏观政策逆向调控的结果，并不是因融资需求不足造成的。

应该说，**上述逻辑较好地解释了 2012 年以前社融与名义 GDP 之间的周期性波动，也基本符合传统框架下对两者关系的探讨和判断。但 2012 年以后该分析框架似乎已经失效。**因为若按此框架，2012 年以来随着我国经济增速的持续下行（经济增速持续回落），社融与名义 GDP 增速之差应该继续走扩，而不是现在所表现的周期性收敛。而且，政策部门也应继续采取扩张性政策来避免经济持续过快下行。这也是很多观点判断后续市场走势的重要逻辑和依据之一。

然而，现实情况是 2012 年以来社融与经济增长关系是处在周期性调整的后半段，增速差呈现出明显的收敛性。究其原因主要是我国经济增长的逻辑已发生了根本变化，2012 年以来经济增速趋势性回落是由经济规律所主导，与此前所说的经济处在下行阶段的概念完全不同。前者是经济由高增长向中高速发展的自然演进，而后者则是有效需求不足而引起的经济萎缩。

一是经过多年经济高速增长以后，经济阶段性下行符合经济发展客观规律，此时即使继续实施大规模扩张政策也不会从根本上改变经济自然回落的基本规律；

二是随着我国货币存量规模的不断扩大，资金使用效率已出现了明显回落，继续通过做大社融规模等扩张性政策不仅很难推动经济增速上行，反而还会加剧结构失衡和系统性风险。

基于上述认识，我们就可以较好理解 2012 年以来社融与名义 GDP 的关系。一方面，经济自然回落必然会引起融资需求下降，此时社融并不存在持续扩张的基础和条件，继续做大社融规模只会带来更多的低效、无效投资，加剧系统性金融风险。**另一方面，**从宏观调控角度看，经历 2007-2011 年社融和经济扩张以后，无论是出于尊重经济规律还是防范风险等考虑，政策部门都需要进行相应的政策收缩，抑制过度投资和信用过快扩张行为，推动经济金融体系回归常态。尤其是 2015 年以来，中央政府关于经济新常态的战略判断以及推进供给侧结构性改革的战略选择，进一步加快了宏观政策调整的力度和节奏，社融与名义 GDP 之差亦由 8%逐步回落至 1%左右。随着供给侧结构性改革的深入推进，两者关系有望持续深度调整。这与我们此前通过周期性规律所得出的结论基本相同。

总的来看，**社融既反映了实体经济的融资需求，也体现了宏观调控的现实要求，且在经济运行的不同阶段，相关变量对社融的影响存在较大差异。所以，不能简单依据“融资需求回落—社融增速下降—经济下行—政策放松”的线性逻辑推演未来社融与经济增长走势，而应根据两者之间存在的周期性规律予以系统评估和判断，从而得出更加客观的结论。**

三、宏观杠杆率与社融-经济增长之间的平衡点何在？

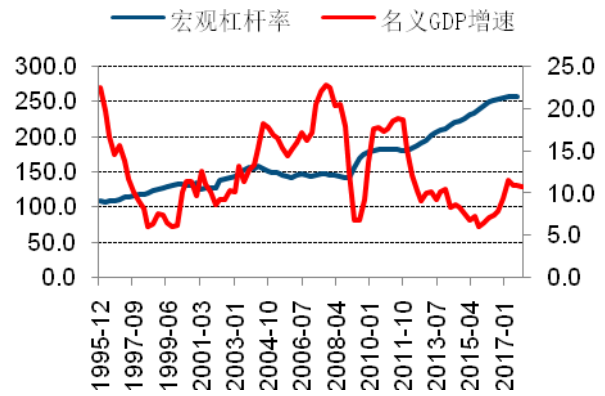
去年底中央经济工作会以及今年初的两会报告均高度强调未来 2-3 年要有效控制并降低宏观杠杆率。从我们观察到的社融与名义 GDP 增速之差的周期性规律看，未来 2-3 年也是社融与经济增长关系持续调整的关键时点。也就是说，两者之间可能存在某种必然的联系。

宏观杠杆率是债务存量与 GDP 之比，因此当名义 GDP 增速较高时宏观杠杆率通常会有所下降，而当名义 GDP 增速下行时，政策放松往往会激发经济主体加杠杆行为，从而使得宏观杠杆率持续上升。比如，2003-2008 年和 2010-2011 年我国名义 GDP 增长较快时，宏观杠杆率保持稳中有降的趋势。而 2012-2015 年间由于经济出现了一轮较为明显收缩，名义 GDP 增速持续下行，经济快速加杠杆导致宏观杠杆率从 180%左右快速上升至 256%的高位。

既然名义 GDP 增速与宏观杠杆率之间具有高度的负相关性，那么通过推动经济上行可能是降低宏观

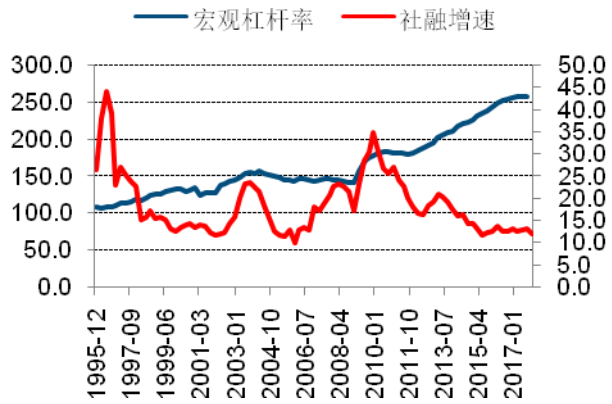
杠杆率最理想、最有效的途径。但是，**现实中由于经济周期和债务周期具有高度的不同步性，寄希望经济持续上行来推动宏观杠杆率下行似乎是一种奢望，且还会错失去杠杆的有利时机。**因为当宏观杠杆风险较高且迫切需要降杠杆时，经济往往呈现债务负担过重，内生增长动力不足等一系列发展难题，此时通过扩张政策虽能在短期内推动经济增速回升，但也只是回光返照，甚至还会带来更为严重的结构性失衡和债务风险。**这可能正是各国逃脱不了债务魔咒，长期被高债务风险困扰的主要原因。**

图 5：宏观杠杆率与名义 GDP 增速比较



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 6：宏观杠杆率与社融增速比较



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

除经济增速以外，宏观杠杆率也取决于债务增长的速度。也就是说，**通过改变融资方式、抑制经济主体加杠杆行为、控制债务增长速度同样可以达到宏观去杠杆的目的。**但由于控制债务扩张速度容易对经济增长造成冲击，若不能掌握好两者之间的平衡关系造成经济增速更快下滑，陷入“债务—通缩”陷阱。所以，**国际上很少有国家成功通过控制债务增长实现了去杠杆目的。**

对中国来说，中央政府希望通过供给侧结构性改革等一系列政策主动推进宏观去杠杆，目前已初步实现稳杠杆的第一阶段目标。**下一阶段，政策重点可能还需继续控制宏观杠杆率，而能否把握好债务增长与经济增长之间的平衡将成为调控的重点和难点。**这也是市场对未来经济和政策走势的最大分歧所在。

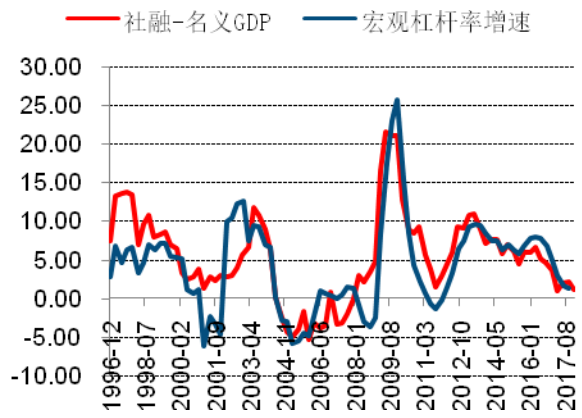
根据我们相关研究，通过分析社融-名义 GDP 增速差和宏观杠杆率之间的关系，可以有助于理解和把握两者之间的平衡以及可能的市场走势。具体来看，

社融-名义 GDP 增速之差与宏观杠杆率增速之间高度相关（两者走势高度同步），能否控制并降低宏观杠杆率与社融与名义 GDP 增速差的演进息息相关。我们认为，从社融与名义 GDP 增速周期特征看，未来还会持续 2-3 年的底部调整，这也基本符合中央政府去杠杆的战略安排。

宏观杠杆率拐点所对应的社融-名义 GDP 增速差大约在 5%左右，只要保持在此水平以下就可以一定程度上实现控制宏观杠杆率的目的。2017 年以来，随着社融与名义 GDP 增速差的收窄，宏观杠杆率也开始逐步趋于稳定，目前两者之差基本保持在零值附近，基本达到了控制宏观杠杆率所要求的水平。**这意味着控制宏观杠杆率并不需要融资需求的持续大幅收缩，政策安排上只需实现社融与名义 GDP 增速差在零值左右波动即可实现经济增长和控制宏观杠杆率的有效平衡。**

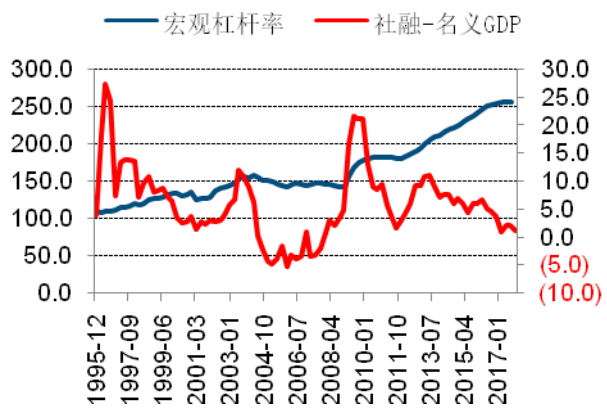
需要指出的是，上述思路主要针对控制宏观杠杆率，若要真正达到降杠杆的目的，还需通过债转股、兼并重组、破产清算等手段切实降低宏观债务水平。

图 7：宏观杠杆率增速与社融-名义 GDP 增速差



数据来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 8：宏观杠杆率与社融-名义 GDP 增速差



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

四、下一阶段趋势展望

当前社融增速回落是社融与名义 GDP 之间周期性调整的结果，主要体现为宏观政策调控下的趋势性回落，并不能反映出融资需求不足和经济下行等问题（经济下行是经济阶段性发展的必然结果）。2018 年 3 月末，社融增速由此前的 13%左右回落至 10.5%，其中，受金融监管强化等因素影响，委托、信托、银行承兑汇票等表外融资的贡献度合计回落了 1.9 个百分点左右，成为近期社融回落的主导因素。

而且，**表外融资回落也是结构性去杠杆的现实需要，是政策部门主动调结构的现实反映。**2018 年中央财经委员会第一次会议指出，要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。近年来，委托贷款、信托贷款快速增长的背后其实正是以地方政府融资平台、房地产企业和部分国有企业为主导的非标业务的快速扩张。所以，近期委托、信托等表外融资需求下降更多是政策调控的结果，符合社融与经济增长的周期性规律。

尽管表外融资下降已一定程度上造成了社融总量的回落，但不会大幅拖累经济增长，更难以改变经济转型升级和结构调整的演进趋势。

一是当前社融 10.5%左右的增速与名义 GDP 增速基本相当，基本符合两者周期调整的规律性。即在周期调整的后半段，两者增速会逐步收敛，并趋于均衡，这是经济发展的客观需要，也是政策调控的现实反映，并不是由经济下行和融资需求回落主导。

二是经济增长的基础依然较为稳健，社融持续大幅回落的可能性较小。如上文所述，近期表外融资需求大幅回落主要是政府部门针对房地产、地方融资平台等风险较高领域主动调控的结果，工业生产、消费需求等相关领域的增长依然较为稳健，融资需求仍较为旺盛。而且，以信息技术、人工智能、高端制造等为主题的新经济更是表现出强劲增长的势头。

三是宏观政策调控的灵活性增强，对社融造成的冲击更加可控。无论是出于防风险还是去杠杆等调控目的，政府部门都非常注重把握调控的力度和节奏，避免对经济金融系统造成不必要的冲击。目前来看，宏观调控较以往更为有利。一方面，政府对经济增长的诉求在降低，对总量性政策的依懒性也在减弱，这会减小对社融等总量性指标的冲击；另一方面，旧动能出清和新动能培育都是渐近性过程，政策调控将更

加注重新旧转换中的平衡，从而有助于社融等总量指标的相对稳定。

四是社融各组成部分间具有较强的替代性，可以有效满足实体经济融资需求。很多观点担心金融监管持续强化之下，表外融资继续大幅回落最终将会冲击表内融资，从而引起社融的大规模收缩。其实，社融各组成部分间具有较强的替代性，且政策部门也会考虑表外融资收缩的影响，会相应鼓励和支持债券、股票等直接融资需求。从近期社融结构变化看，债券、股票融资也确实出现了一定的回升。

五是随着供给侧结构性改革的持续推进，资金的使用效率也会进一步提升。企业资产负债率的持续改善、僵尸企业的清理、新经济的崛起都会减少资金的低效、无效使用，提高资金的使用效率，从而提升金融服务实体经济的效率和能力。

综上，**当前社融的变化基本符合其与经济增长之间的周期性规律，也符合宏观去杠杆的要求，未来一段时间可能有望围绕名义 GDP 增速小幅波动，持续大幅回升或回落的可能性都相对较低。考虑到 2018 年名义 GDP 可能在 10.5%左右，预计社融增速很可能也在此水平上下小幅波动，基本能够满足去杠杆和经济转型升级的资金需求。**

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，宏观债券研究团队首席分析师，致力于在宏观经济运行周期的框架内，发现资产价格变化的驱动力量。2010 年“新财富”最佳分析师评选宏观组第六名。2012 年“新财富”固定收益组第三名、“水晶球”第四名、金牛奖第五名。2013、2015 年“新财富”固定收益组第四名，2016 年“新财富”固定收益组第一名。

研究助理：陈得文，金融学博士后，曾长期在中国人民银行货币政策部门工作。邮箱：chendewen@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourui@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

田倩 tianqian@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：（0755）8252-1369

传真：（0755）2395-3859