

定期报告

实体部门负债增速暂时企稳

2020年02月20日

——1月金融数据综述

主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	6.1
CPI	2.9	3.1
PPI	-0.3	0.4
社会消费品零售	8.0	8.2
工业增加值	5.7	5.2
出口	0.5	3.0
进口	-2.8	4.0
固定资产投资	5.4	5.3
M2	8.7	8.0
人民币贷款余额	12.3	17.2
1年期存款利率	1.50	1.50
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.90	6.72

最新数据 (2020年1月)

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	5.4
PPI	0.1

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

全市场权威债务、杠杆数据解读，只有债务周期不会说谎！

基本结论:

第一，实体部门1月末债务余额同比增速录得10.7%，与前值持平；受疫情影响，2月融资近乎停滞，3月虽大概率会有回补，但负债增速仍难以超过1月，维持此前有关2020年全年实体部门债务余额同比增速震荡下行的判断。结构上看，1月家庭负债增速转头大幅回落，政府则大幅上升，非金融企业维持平稳。受疫情冲击影响，实际经济增速在2020年一季度将出现大幅下挫，但随后有望迎来四个季度左右的上行周期。通胀方面，以GDP平减指数衡量的通胀水平大概率在2019年三季度见底，疫情冲击同步影响供需，结合全球商品价格考虑，通胀压力仍大，政策全面放松的空间很小。整体来看，短周期方面，疫情加大了波动；长周期方面，可能在一定程度上降低了中国的潜在经济增长中枢。

第二，具体来看，家庭部门负债增速大幅下降至14.5%，前值15.5%，再创2017年4月以来本轮下行周期的新低；其中中长期贷款余额增速下降至15.7%，大幅低于前值17.0%，短期贷款余额增速下降至11.4%，低于前值11.9%。12月家庭部门负债增速的反弹未能延续，我们仍然倾向于判断，家庭部门债务余额增速未来会震荡下行，向名义GDP增速靠拢，对应房地产弱周期。

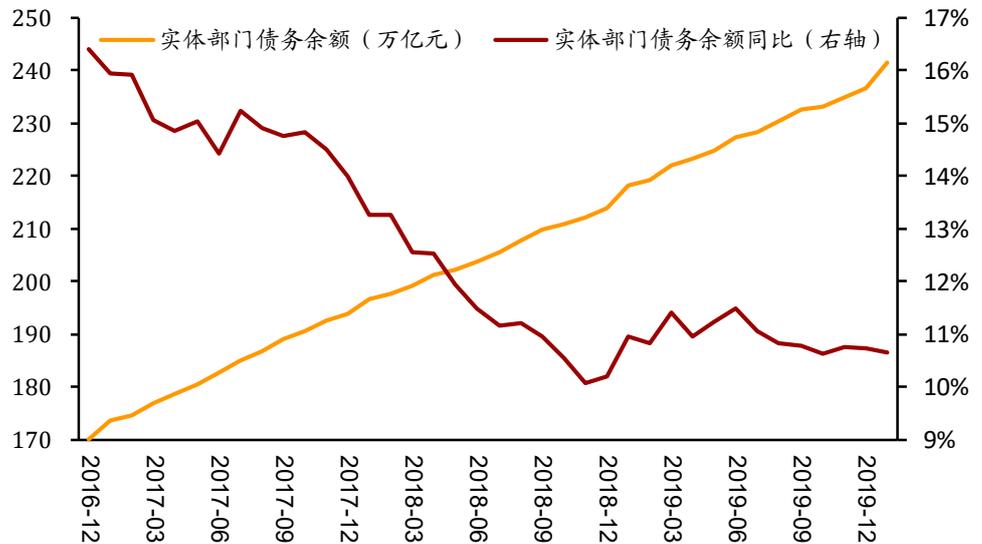
第三，政府部门负债增速在1月大幅上升至12.5%，高于前值11.8%，超出我们的预期；从高频数据上看，2月政府负债增速或有大幅下降，3月即便有所反弹，也很难超过1月。考虑到目前财政部提前下达的1.85万亿新增地方债额度，即便有疫情的冲击，2020年1月仍然大概率是上一轮财政政策宽松的顶点。

第四，非金融企业负债增速1月稳定在8.2%；从结构上来看，仍继续改善，中长期贷款余额增速高位企稳，票据融资余额增速则继续大幅回落。PPI在1月继续环比零增长，同比自2019年7月以来首度转正，虽有疫情冲击，但我们仍然预计2019年10月PPI同比已经触底，未来盈利的边际改善将有利于非金融企业正常融资需求的恢复。12月以来，非金融企业中市场化程度较低部分（主要是国有企业）的融资需求大概率已略有走弱，这在一定程度上反映了政策导向。

第五，金融机构方面，还需后续数据验证，但根据现有数据，1月整体货币政策有所松弛，与财政政策相匹配；2月货币政策对疫情冲击做出迅速响应，各项利率有所下调，但数量方面或没有进一步边际放松。后续进一步全面放松的空间有限。

第六，资产配置方面，我们倾向于认为，疫情加大波动，但不改趋势；今年的关键仍在政策顶的把握，关注跌出来的机会。

图 1: 实体部门债务余额及其同比增速



资料来源: Wind, 招商证券

我们拆解的数据显示,考虑非标后,实体部门1月末债务余额同比增速录得10.7%,与前值持平,结构继续改善,符合我们的预期。目前来看,实体部门负债增速回升动力不足,2020年全年震荡下行的概率更大;在政策选择上,我们可能正处于宽松的顶点(1月和2月分别对应财政政策和货币政策宽松的顶点)。

具体来看,政府部门负债增速在1月大幅上升至12.5%,超出我们之前的预期;从高频数据上看,2月政府负债增速或有大幅下降,3月即便有所反弹,也很难超过1月。对于市场化程度较高的非金融企业而言,PPI在1月继续环比零增长,同比自2019年7月以来首度转正,虽有疫情冲击,但我们仍然预计2019年10月PPI同比已经触底,未来盈利的边际改善将有利于非金融企业正常融资需求的恢复。12月以来,非金融企业中市场化程度较低部分(主要是国有企业)的融资需求大概率已略有走弱,这在一定程度上反映了政策导向。家庭部门负债增速大幅下降至14.5%,前值15.5%,再创2017年4月以来本轮下行周期的新低;其中中长期贷款余额增速下降至15.7%,低于前值17.0%,短期贷款余额增速下降至11.4%,低于前值11.9%。12月家庭部门负债增速的反弹未能延续,我们仍然倾向于判断,家庭部门债务余额增速未来会震荡下行,向名义GDP增速靠拢,对应房地产弱周期。

合并来看,在政策选择上,我们可能正处于宽松的顶点(1月和2月分别对应财政政策和货币政策宽松的顶点),实体部门负债增速回升动力不足,2020年全年震荡下行的概率更大。不过,以PPI同比增速衡量的盈利底部在2019年10月出现,目前来看,受疫情冲击影响,实际经济增速在2020年一季度将出现大幅下挫,但随后有望迎来四个季度左右的上行周期。政策顶领先于经济顶。

金融机构债务余额同比增速方面,1月份有所回落;不过,在我们观察的广义金融机构债务规模中该数据占比约三成,还需关注后续广义金融机构债务数据。但根据现有数据,1月整体货币政策有所松弛,与财政政策相匹配;2月货币政策对疫情冲击做出迅速响应,各项利率有所下调,但数量方面或没有进一步边际放松。后续进一步全面放松的空间有限。

2011年以来的第三波实体加杠杆的周期或已基本结束:第一波是2012年5月至2013

年4月，第二波是2015年5月到2016年4月，第三波是2018年12月至2019年末2020年初。需要指出的是，本轮实体部门加杠杆确实比较特殊，一是国内政策刺激是历史上最克制的，并且牢牢按住房地产（对应家庭部门负债）；二是国外负向冲击不断（剧烈冲击盈利、产出和风险偏好）。

表 1: 各部门债务情况（贷款加债券）

		2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01
家庭	债务余额（万亿元）	53.6	54.0	54.7	55.3	56.0
	同比	15.9%	15.4%	15.3%	15.5%	14.5%
政府	债务余额（万亿元）	56.9	57.1	57.4	57.9	58.8
	同比	11.7%	11.3%	11.8%	11.8%	12.5%
非金融企业	债务余额（万亿元）	99.4	99.6	100.5	101.3	104.4
	同比	12.8%	12.8%	12.7%	12.4%	12.5%
金融机构	债务余额（万亿元）	33.1	33.5	33.9	34.5	34.1
	同比	12.7%	12.3%	11.1%	10.5%	9.1%
全社会	债务余额（万亿元）	243.0	244.1	246.5	249.1	253.2
	同比	13.2%	12.9%	12.8%	12.7%	12.4%
实体	债务余额（万亿元）	209.8	210.7	212.6	214.5	219.2
	同比	13.3%	13.1%	13.1%	13.0%	13.0%

资料来源：Wind，招商证券

表 2: 各部门债务情况（贷款、债券加非标）

		2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01
家庭	债务余额（万亿元）	53.6	54.0	54.7	55.3	56.0
	同比	15.9%	15.4%	15.3%	15.5%	14.5%
政府	债务余额（万亿元）	56.9	57.1	57.4	57.9	58.8
	同比	11.7%	11.3%	11.8%	11.8%	12.5%
非金融企业	债务余额（万亿元）	122.0	122.1	122.9	123.5	126.8
	同比	8.3%	8.3%	8.4%	8.2%	8.2%
金融机构	债务余额（万亿元）	33.1	33.5	33.9	34.5	34.1
	同比	12.7%	12.3%	11.1%	10.5%	9.1%
全社会	债务余额（万亿元）	265.7	266.6	268.9	271.3	275.6
	同比	11.0%	10.8%	10.8%	10.7%	10.5%
实体	债务余额（万亿元）	232.5	233.2	235.0	236.7	241.6
	同比	10.8%	10.6%	10.8%	10.7%	10.7%

资料来源：Wind，招商证券

货币供给方面，1月M2同比增长8.4%，低于前值8.7%。分结构来看，M0和非银金融机构存款余额同比增速均高于前值；家庭、非金融企业和政府存款余额同比增速均低于前值。合并来看，实体部门存款余额同比增速低于前值。M0的上升或与春节错位有关，非银金融机构存款余额增速的上升可能在一定程度上反映了货币政策的宽松，以及流动性在金融系统内的淤积。

表 3: 货币供给同比

	2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01
M0 同比	4.0%	4.7%	4.8%	5.4%	6.6%
实体部门存款余额同比	9.3%	9.1%	8.6%	9.0%	7.8%
非银金融机构存款余额同比	1.8%	3.7%	6.1%	7.9%	15.6%
M2 同比	8.4%	8.4%	8.2%	8.7%	8.4%

资料来源：Wind，招商证券

表 4: 各部门存款余额同比

	2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2020/01
家庭	14.4%	14.1%	13.2%	13.5%	13.4%
政府	-6.3%	-6.1%	1.3%	0.7%	-2.3%
非金融企业	5.5%	5.4%	5.6%	5.8%	3.7%
非银金融机构	1.2%	3.3%	5.6%	7.3%	14.4%

资料来源: Wind, 招商证券

数据显示,按照最新口径,总规模为 256.4 万亿的社融余额 1 月末同比增长 10.7%,前值 10.7%。我们测算的总规模为 253.2 万亿的贷款加债券余额 1 月末同比增长 12.4%,前值 12.7%;进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资后,1 月末总债务余额为 275.6 万亿,同比增长 10.5%,前值 10.7%。

从结构上看,1 月非金融企业贷款加债券余额同比增速略高于前值;如果加入信托贷款、委托贷款和未贴现票据三项非标融资,则与前值持平。1 月家庭部门债务余额同比增速大幅下降 1 个百分点至 14.5%,中长期和短期贷款余额增速双双下降,中长期下降幅度更甚;我们仍然判断家庭部门去杠杆方向未变,对应房地产数据表现难言乐观。政府部门债务余额同比增速 1 月大幅上升 0.7 个百分点至 12.5%,好于我们之前的预期;从高频数据上看,2 月政府负债增速或有大幅下降,3 月即便有所反弹,也很难超过 1 月。金融机构方面,目前我们能观察到的金融机构债务约为 30 万亿,占广义金融机构债务规模的近三成,因此其代表性较差,根据现有数据,我们倾向于判断 1 月广义金融机构债务余额同比增速或高于前值。

货币供给方面,M2 同比增速低于前值,缴准基数余额同比增速下降,M0 环比上升、财政存款环比下降,结合同业存单数据分析,1 月超额备付金率或有季节性回落,但仍然处于宽松区间(超过 2%)。1 月非银金融机构存款余额同比继续回升,但其负债增速亦有回升,合并来看显示其流动性压力继续减轻。家庭存款余额同比增速高位小幅下降,去杠杆下的后续变化值得关注;非金融企业活期存款储备同比增速大幅下降至负数,或与春节错位有关;财政存款余额同比增速亦大幅下降至负数,政府债务余额同比增速则大幅上升。合并来看,1 月财政、货币双双有所松弛,2 月受疫情影响,政府负债增速出现大幅回落,但货币大概率继续松弛,但后续进一步边际放松的概率不大,我们可能正处于宽松的顶点。

(1) 12 月实体部门存款余额同比增速下降,非银金融机构存款余额同比上升。

1 月 M2 同比增长 8.4%,前值 8.7%;M0 同比增长 6.6%,前值 5.4%。剔除掉 M0 之后,1 月存款余额同比增长 8.5%,前值 8.9%。我们考虑计入 M2 的存款,1 月底非银金融机构存款余额同比增长约 15.6%,前值增长 7.9%;家庭和非金融企业存款余额同比增长约 7.8%,前值 9.2%。

1 月 M1 同比增长 0%,前值 4.4%。剔除掉 M0 之后,1 月非金融企业活期存款余额同比下降 1.3%,前值增长 4.3%。

分部门来看,1 月底家庭存款余额同比增长 13.4%,前值 13.5%;1 月底非金融企业(不含机关团体)存款余额同比增长 3.7%,前值 5.8%;1 月底政府存款余额同比下降 2.3%,前值增长 0.7%。1 月底非银金融机构存款余额同比增长 14.4%,前值增长 7.3%。

(2) 1 月实体部门负债增速平稳。

1 月底家庭贷款余额同比增长 14.5%，前值 15.5%，中长期和短期贷款余额增速双双下降，中长期下降幅度更甚；我们仍然判断家庭部门去杠杆方向未变，对应房地产数据表现难言乐观。

1 月底非金融企业贷款余额同比增长 10.9%，前值 10.9%，中长期贷款余额同比增长 11.8%，前值 11.8%，连续 5 个月上升后企稳，票据融资余额同比增速继续大幅回落，结构改善；综合考虑贷款和债券，我们估算的数据显示，1 月底非金融企业债务余额同比增长 12.5%，前值 12.4%。若进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资，1 月底非金融企业债务余额同比增长 8.2%，前值 8.2%。PPI 在 1 月继续环比零增长，同比自 2019 年 7 月以来首度转正，虽有疫情冲击，但我们仍然预计 2019 年 10 月 PPI 同比已经触底，未来盈利的边际改善将有利于非金融企业正常融资需求的恢复。12 月以来，非金融企业中市场化程度较低部分（主要是国有企业）的融资需求大概率已略有走弱，这在一定程度上反映了政策导向。

1 月底非银金融机构贷款余额同比增长 12.0%，前值同比下降 8.7%；综合考虑贷款和债券，我们估算的数据显示，1 月底非银金融机构债务余额同比增长 13.4%，前值同比上涨 6.9%。1 月底银行（含政策银行）债券余额同比增长 8.6%，前值同比上涨 10.9%。综合来看，1 月底金融机构负债同比增长 9.1%，前值同比上涨 10.5%。目前我们能观察到的金融机构债务约为 30 万亿，占广义金融机构债务规模的近三成，因此其代表性较差，根据现有数据，我们倾向于判断 1 月广义金融机构债务余额同比增速或高于前值。

不考虑债务置换影响，1 月底中国政府（不含信政合作）负债同比增长 12.5%，前值 11.8%。考虑到目前的情况和数据，2 月政府负债增速或有大幅下降，3 月即便有所反弹，也很难超过 1 月。考虑到目前财政部提前下达的 1.85 万亿新增地方债额度，即便有疫情的冲击，2020 年 1 月仍然大概率是上一轮财政政策宽松的顶点。

贷款和债券合计，1 月末全社会负债余额同比增长 12.4%，前值 12.7%；其中实体部门负债同比增长 13.0%，前值 13.0%。进一步加入委托贷款、信托贷款、未贴现票据三项非标融资，1 月末全社会负债余额同比增长 10.5%，前值 10.7%；其中实体部门负债同比增长 10.7%，前值 10.7%。

1 月末家庭和非金融企业贷款中的中长期贷款占比 63.7%，前值 63.6%。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券，现任研究发展中心宏观经济分析师（董事），负责大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后。现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。