

【宏观快评】

央行的“更稳一些”如何理解？

——四个视角初探 2021 年社融增速

事项

10月21日，2020金融街论坛年会在京召开。央行行长易纲表示，在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率会有阶段性上行，但随着明年GDP增速回升以后，明年宏观杠杆率会“更稳一些”，货币政策要把握好货币供应的总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在合理轨道上。

主要观点

❖ **市场在担心什么？**由于当下消费、出口、制造业等内生需求都比较强势，市场线性外推开始担心如明年年初内外需共振，政策上是否会“去杠杆”，货币上是否会“收量加息”，这是两大核心关切。

❖ **整体怎么理解？**虽然明年的政策基调仍需以年底政治局与中央经济工作会议基调为准，但央行行长此次讲话恰好回应了市场这两个关切，整体而言并未释放出过度收紧和转向的含义，货币政策稳定性有望持续，因此债市反应利好。

❖ **首先，对应“收量加息”的担忧——回答：货币政策正常化不等于再收紧**

行长和刘鹤副总理强调的是“稳定”，虽然重新提及“总闸门”，但我们认为这只是回归正常化的标志而已。目前我们认为经济尚未修复到潜在增速，谈及加息为时尚早，这一轮经济能否高于潜在增速形成过热主要取决于外需反弹幅度，仍具不确定性，且货币政策价格工具目标多元化，牵一发而动全身，采取价格工具不变配合其他量和结构手段微调更加符合当下精细调控的目的。资金面料将继续维持紧平衡，“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”。

❖ **其次，对应“去杠杆”的担忧——回答：杠杆率“更稳一些”而非压降**

行长强调“明年杠杆率更稳一些”，我们的理解是并未透露出强势稳杠杆或降杠杆的意图，反而释放了容忍2021年杠杆继续小幅回升的态度。我们预计今年全年杠杆率或提升近26个百分点，而2021年不大可能重蹈2018年杠杆率压降的覆辙，参照2019年杠杆率提升6个百分点，大概率会温和提升3-6个百分点。

❖ **怎么看待明年合理的社融增速水平？**

通过四个视角的交叉验证，明年由于名义GDP增速高达11%左右，因此本身就需一定的社融增速配合，2021年的社融增速大概率仍有12%-13%，比今年顶点增速略有回落，但不会过低。

视角1，社融增速和名义GDP增速相匹配，按照2018年和2019年的社融同比-GDP现价同比的水平，社融增速应高于名义GDP增速2个百分点左右，那么若2021年名义GDP增速同比为11%，2021年社融增速应达13%左右。

视角2，从杠杆率“更稳”角度看，如果2021年杠杆率0抬升，2021年末社融增速应低至11%左右，也就是比今年社融增速顶点需回落近三个百分点，幅度与2018年一致，我们认为重复2018年去杠杆的烈度是不现实的。而如果杠杆率能容忍抬升6个点(2019年抬升幅度)，则2021年末社融增速可达13.3%。

视角3，从社融各项分析来看，信贷方面，2015-2019年名义GDP/实体新增人民币贷款的比值基本稳定在5.8-6左右的区间。大致按照这一比例全年新增信贷应与今年持平在19.7万亿左右。政府债券或达6.4万亿(假设3%的赤字率和3万亿专项债额度)。考虑到货币政策正常化后信用债发行环境必然边际收紧，企业债券融资或降至4万亿，其余分项，假设新增规模与今年相当，则2021年社融增速也应在11.5%上下。但值得强调的是，我们认为11.5%应是保守假设。但在2020年大规模新增的基础上，基于债务滚续的考虑，信贷与信用债新增规模零同比增速当是一个下限，因此社融增速应需保证在11.5%以上。

视角4，经济和金融资源分配的角度看。我国金融经济要素边际增长比率相对稳定，自2012年以来，我国每年每多增1单位名义GDP，就需要3.14单位的新增社融。因此在名义GDP增速的假设之上，可得明年社融增速约12.3%。

❖ **风险提示：**外需大幅超预期，金融监管力度加大。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：杨轶婷

电话：010-66500905

邮箱：yangyiting@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】顺周期动能接棒逆周期，社融超预期仍有可为——9月金融数据点评》

2020-10-15

《【华创宏观】PPI同比跌幅为何超预期？——9月通胀数据点评》

2020-10-16

《【华创宏观】主权债券发行，地产再度大跌——中资美元债周报20201018》

2020-10-18

《【华创宏观】政策与经济的关系：从预调转为跟随——9月经济数据点评及大类资产展望》

2020-10-20

《【华创宏观】广义财政四季度仍有余力——9月财政数据点评》

2020-10-22

目录

一、此前市场在担心什么？	4
二、此次讲话整体怎么理解？	4
（一）对应“收量加息”的担忧——回答：货币政策正常化不等于再收紧	4
（二）对应“去杠杆”的担忧——回答：杠杆率“更稳一些”而非压降	4
三、怎么看待明年合理的社融增速水平？	5
（一）视角一：社融增速和名义 GDP 增速相匹配的视角	5
（二）视角二：满足杠杆率“更稳”的视角	5
（三）视角三：社融分项估算的视角	6
（四）视角四：经济和金融资源分配的角度	6
四、风险提示	6

图表目录

图表 1 制造业中长期贷款、小微贷增速比较.....	4
图表 2 中国宏观杠杆率变化.....	5
图表 3 社融增速和名义 GDP 增速的比较.....	5
图表 4 2021 年不同杠杆率水平下的社融增速估算.....	5
图表 5 名义 GDP 与新增人民币贷款的比值相对稳定.....	6
图表 6 每年新增社融与多增名义 GDP 比值相对稳定.....	6

一、此前市场在担心什么？

近日公布的经济数据多数超预期，消费、出口、制造业等内生需求都比较强势，比如9月社零当月同比加速上行至3.3%，劳动密集型商品出口三季度持续改善，制造业投资当月同比加快修复至7.6%。市场线性外推开始担心如明年年初内外需共振，政策上是否会“去杠杆”，货币上是否会“收量加息”，这是两大核心关切。

二、此次讲话整体怎么理解？

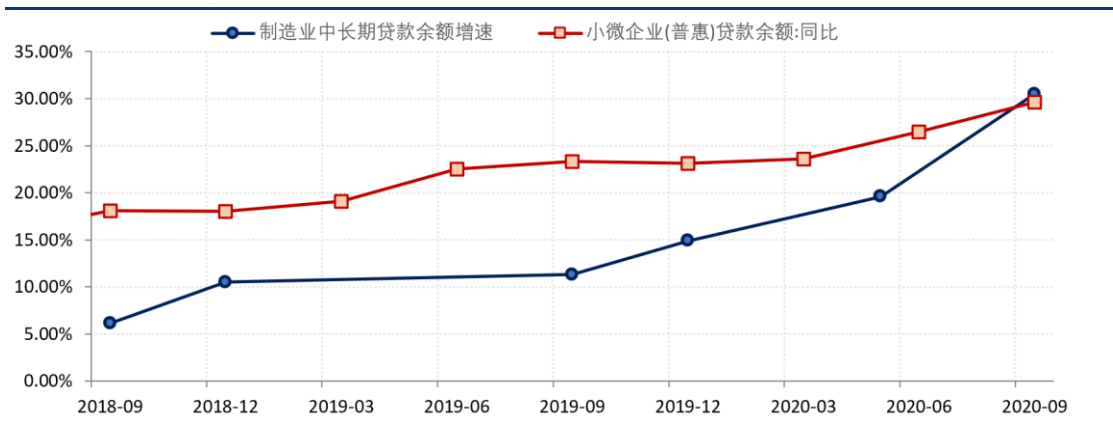
虽然明年的政策基调仍需以年底政治局与中央经济工作会议基调为准，但央行行长此次讲话恰好回应了市场这两个关切，整体而言并未释放出过度收紧和转向的含义，货币政策稳定性有望持续，因此债市反应利好。

（一）对应“收量加息”的担忧——回答：货币政策正常化不等于再收紧

行长和刘鹤副总理强调的是“稳定”，虽然重新提及“总闸门”，但我们认为这只是回归正常化的标志而已。目前我们认为经济尚未修复到潜在增速，谈及加息为时尚早，这一轮经济能否高于潜在增速形成过热主要取决于外需反弹幅度，仍具不确定性，且货币政策价格工具目标多元化，牵一发而动全身，采取价格工具不变配合其他量和结构手段微调更加符合当下精细调控的目的。资金面料将继续维持紧平衡，“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”。

总量宽松政策退出，但金融让利实体的基调依然没有改变。今年货币政策在逆周期调控中更注重直达性和精准性，实体受益更大，制造业中长期贷款余额增速30.5%，普惠小微贷款同比29.6%，前期没有大水漫灌，未来需要挤出的水分也有限，支持小微民营企业、支持稳就业等结构性政策还要继续做。

图表 1 制造业中长期贷款、小微贷增速比较

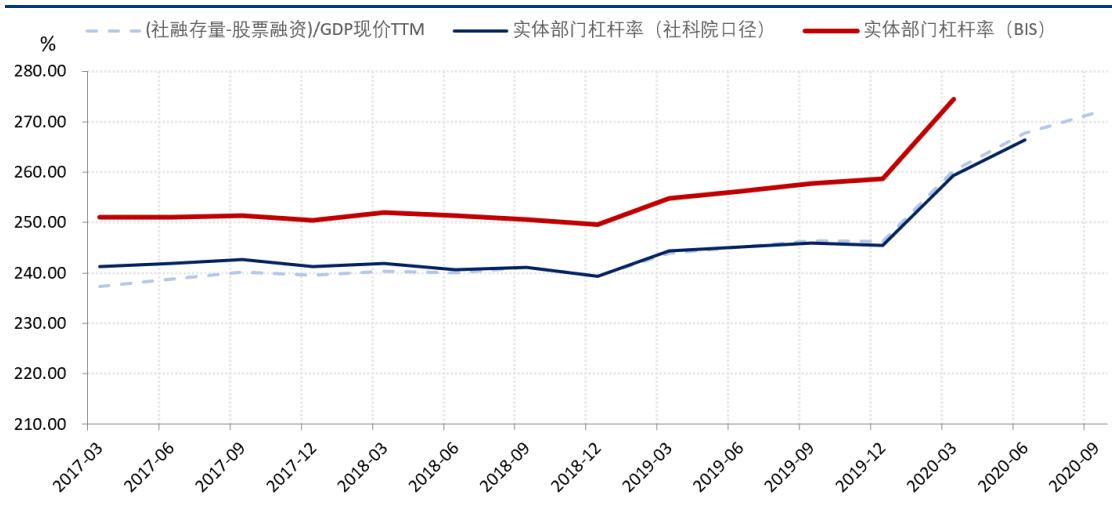


资料来源：Wind，BIS，华创证券

（二）对应“去杠杆”的担忧——回答：杠杆率“更稳一些”而非压降

行长强调的“明年杠杆率更稳一些”，我们的理解是并未透露出强势稳杠杆或压降杠杆的意图，反而释放了容忍2021年杠杆继续小幅回升的态度。2020年上半年杠杆率抬升21个百分点，今年全年杠杆率或提升近26个百分点。对比今年杠杆率的快速抬升，明年杠杆率小幅上行也可接受，政策存在一定容忍空间。在为经济主体提供正向激励，支持实体的基础上，参照2019年杠杆率提升6个百分点，我们认为2021年杠杆率不大可能重蹈2018压降的覆辙，参照2019年杠杆率提升6个百分点，大概率会温和提升3~6个百分点。

图表 2 中国宏观杠杆率变化



资料来源: Wind, BIS, 华创证券

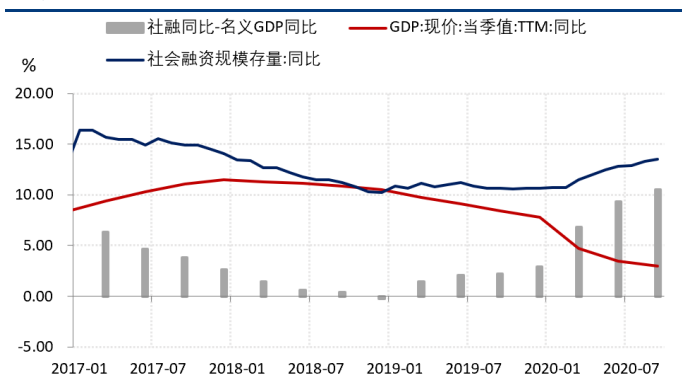
三、怎么看待明年合理的社融增速水平?

通过四个视角的交叉验证, 明年由于名义 GDP 增速高达 11% 左右, 因此本身就需要一定的社融增速配合, 2021 年的社融增速大概率仍有 12%-13%, 比今年顶点增速略有回落, 但不会过低。

(一) 视角一: 社融增速和名义 GDP 增速相匹配的视角

按照 2018 年和 2019 年的社融同比-GDP 现价同比的水平 (2018 年: -0.2 个百分点, 2019 年+2.9 个百分点), 社融增速应当略高于名义 GDP 增速 2 个百分点左右, 那么若 2021 年名义 GDP 增速同比为 11%, 2021 年社融增速应达 13% 左右。

图表 3 社融增速和名义 GDP 增速的比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 2021 年不同杠杆率水平下的社融增速估算

	名义 GDP	GDP 名义增速	社会融资规模增速	社会融资规模存量	股票融资规模存量	杠杆率
		%	%	万亿	万亿	%
2019	990,865.00	7.8	10.7	251.3	7.4	245.4
2020 E	1018609.22	2.8	13.8	286.0	8.3	272.5
2021 E	1130656.23	11.0	11.0	317.4	9.3	272.5
			12.2	320.8	9.3	275.5
			13.3	324.2	9.3	278.5

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 视角二: 满足杠杆率“更稳”的视角

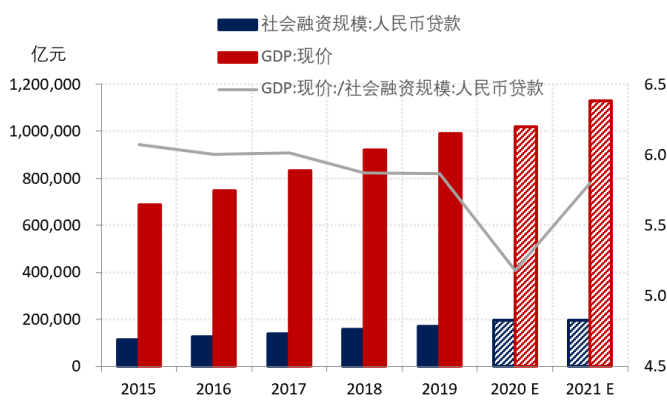
从杠杆率“更稳”, 温和抬升的角度看, 假设今年年末社融增速 13.8%, 全年 GDP 名义增速 2.8%, 那么杠杆率今年年末或达 272%。进一步假设 2021 年 GDP 名义增速 11%, 即便 2021 年杠杆率 0 抬升 (即绝对意义的稳杠杆), 2021 年末社融增速也应与 GDP 名义增速相当在 11% 左右, 也就是比今年社融增速顶点需回落近三个百分点, 回落幅度与 2018 年一致, 我们认为重复 2018 年去杠杆的烈度是不现实的。而如果杠杆率能抬升 6 个点 (2019 年抬升幅度), 则 2021 年末社融增速可达 13.3%。

（三）视角三：社融分项估算的视角

信贷方面，2015-2019 年名义 GDP/实体新增人民币贷款的比值基本稳定在 5.8-6 左右的区间。假设 2020 年名义 GDP 增速 2.8%，2021 年名义 GDP 增速 11%，大致按照这一比例全年新增信贷应与今年持平在 19.7 万亿左右。政府债券方面，假设明年财政力度减弱，赤字率或压降至 3%，专项债额度亦缩减至 3 万亿，则全年政府债权融资或达 6.4 万亿。企业债券融资方面，在货币政策正常化后信用债发行环境必然边际收紧，企业债融资规模或难有多增，保守假设 2021 年信用债净融资 4 万亿左右（2019 年 3.2 万亿，2020 年预计 4.5 万亿）。至于其余分项，暂假设新增规模与今年相当，则全年新增社融 33 万亿左右，社融增速也应在 11.5% 上下。

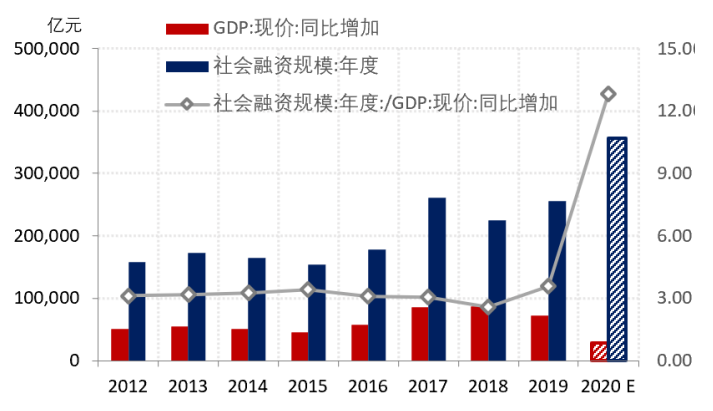
但值得强调的是，我们认为 11.5% 应是保守假设。无论是信贷投放还是信用债融资，在 2020 年大规模新增的基础上，基于债务滚续的考虑，新增规模零同比增速应该是一个下限，因此社融增速应需保证在 11.5% 以上。

图表 5 名义 GDP 与新增人民币贷款的比值相对稳定



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 每年新增社融与多增名义 GDP 比值相对稳定



资料来源: Wind, 华创证券

（四）视角四：经济和金融资源分配的角度

我国金融经济要素边际增长比率相对稳定，自 2012 年以来，我国每年每多增 1 单位名义 GDP，就需要约 3.14 单位的新增社融（排除掉极为宽松的 2015 年、2019 年和去杠杆的 2018 年）。因此，在名义 GDP 增速的假设之上（2020 年 2.8%，2021 年 11%），可得明年需新增社融 35 万亿左右，相应社融增速约 12.3%，对应到视角二当中的杠杆率测算，2021 年杠杆率抬升 3 个点左右。

四、风险提示

外需大幅超预期，金融监管力度加大。

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：付春生

中国人民大学金融硕士，2020年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500