

定期报告

政策见效后转向观望，目前并无收紧基础

2019年4月16日

——3月全社会债务数据综述

主要预测

%	18	19E
GDP	6.6	6.4
CPI	2.1	2.3
PPI	3.5	1.2
社会消费品零售	9.0	9.3
工业增加值	6.2	5.8
出口	9.9	4.0
进口	15.8	5.0
固定资产投资	5.9	4.2
M2	8.1	7.0
人民币贷款余额	13.5	11.3
1年期存款利率	1.50	1.25
1年期贷款利率	4.35	4.10
人民币汇率	6.90	6.60

最新数据 (3月)

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	2.3
PPI	0.4

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

罗云峰

86-10-57601922
luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

林澍

linshu@cmschina.com.cn
S1090518110002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

- 全市场权威的债务、杠杆数据解读，只有债务周期不会说谎！
- 在过去的一个月中，国内权益市场继续大幅上行，债券市场下跌速度亦有所加快，与我们的预期一致（详见《权益牛市的第二阶段——2月全社会债务数据综述》，2019-3-15）。1月我们判断财政政策的底部在2018年11月出现，1月上旬基本确认（详见《天平正在向权益倾斜——12月全社会债务数据综述》，2019-1-17），3月我们确认盈利、经济底部双双确认出现在1-2月（详见《权益牛市的第二阶段——2月全社会债务数据综述》）。
- 就现有数据看，我们对于宏观层面的判断无需修正，但近期市场逻辑似乎转向担心政策收紧，我们跟踪的高频数据显示，政策在4月大概率转向观望，主要是对3月经济、通胀数据改善的反应。一方面，目前的政策大体保持中性，收紧的条件并不具备；政策收紧的前提条件是通胀压力上升超过政策容忍范围，我们预计到2019年四季度，才需担心这一风险（详见《2019，期待出清，谨防过热——2019年债务周期展望》，2018-12-20）。另一方面，亦无需担心由于政策停止放松，进而引发经济重回下行；3月数据显示，伴随着盈利的改善，非金融企业的主动融资需求已有上升。但无论如何，短期对于政策收紧的担忧对股票和债券市场都产生了一定程度的冲击，一旦这种预期得到修正，股债都会有所表现。

正文目录

一、 全社会债务情况	3
二、 金融机构资产负债详解	6
三、 资产配置	9

3月末三大实体部门债务余额同比增速全面高于前值，并带动整个实体部门债务余额同比增速再创本轮新高。具体来看，3月末政府部门债务余额同比增速继续上行，但幅度温和；考虑到目前的情况和数据，4月政府负债增速或与3月基本持平，显示政府在看到政策刺激见效后，短期转向观望。对于市场化程度较高的非金融企业而言，受盈利见底（PPI同比增速底部在1-2月形成）影响，主动加杠杆动能上升，融资结构有所改善。而对于市场化程度相对不高的非金融企业而言，加杠杆动能或相对较弱。合并政府和金融企业，3月末债务余额同比增速大幅上升0.7个百分点至7.2%，仍然低于名义GDP增速。家庭部门3月末债务余额同比增速反弹0.6个百分点至17.7%，不过主要是受短期贷款扰动。我们仍然判断，家庭部门负债增速未来下降空间较大，但历史经验显示其下行幅度会比较温和，而且家庭部门债务余额50万亿，是三大实体部门里面最低的，政府和金融企业合计则有170万亿，所以家庭部门债务余额同比增速未来下行对实体部门的拖累有限。家庭、政府、非金融企业三大实体部门合并来看，实体部门负债增速本轮底部在2018年11月份形成；与此相应，实际经济增速的底部会滞后于实体部门负债增速见底一到两个季度，目前来看，一季度实际经济增速见底的概率较大。

金融机构方面，3月广义金融机构负债同比增速回升至4.9%，但基础货币余额同比增速下降，银行超额备付金率稳定，与我们有关货币政策难言持续放松的判断相符。如果金融机构负债增速持续回升，大体对应货币政策持续放松，按照历史数据推算，目前情况下，货币政策持续放松的条件需要看到GDP平减指数至少落至0.5%附近，这意味着PPI同比增速至少落至-2%附近，我们认为概率偏低。因此，目前我们仍然认为今年的货币政策大体上会延续2018年偏中性的情景，对应着金融机构负债增速稳定在3%左右，降息空间不大。而到2019年底，则需要转而担心通胀抬升以及由此引发政策收敛的风险（详见《2019，期待出清，谨防过热——2019年债务周期展望》，2018-12-20）。

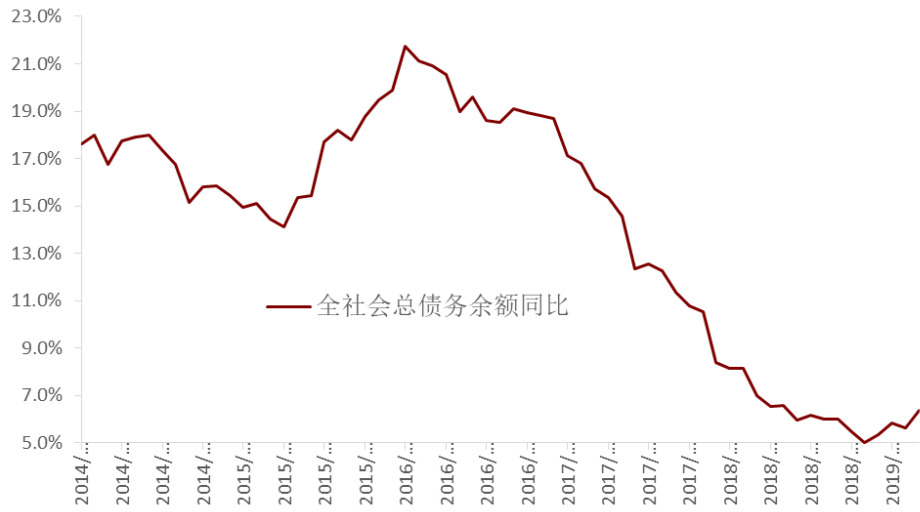
2018年全年中国所处的状态是，实体部门债务余额同比增速小幅回落，而金融机构负债同比增速低位企稳。上述状态在2019年初可能正在发生变化，逐步转变为，实体部门债务余额同比增速筑底小幅回升，而金融机构负债同比增速低位平稳运行。这意味着债券牛市的根基已经逐步动摇，市场的天平向权益倾斜。目前我们应该处在2011年以来的第三波实体加杠杆的中期：第一波是2012年5月至2013年4月，第二波是2015年5月到2016年4月，第三波始于2018年12月。

对于全球经济而言，我们跟踪的数据显示，无需对今年的情况过于悲观，除美国外主要经济体的实际GDP同比增速底部有望在今年一季度形成。美国实际GDP同比增速虽然趋势下行，但幅度温和，政府关门冲击过后，仍有几个季度的经济增速会高于美联储预估的长期潜在经济增长中枢（1.9%），因此仍有1-2次加息的可能。

一、全社会债务情况

我们测算的数据显示，截至3月末，中国全社会总债务余额286.6万亿，同比增长6.4%，前值增长5.6%。

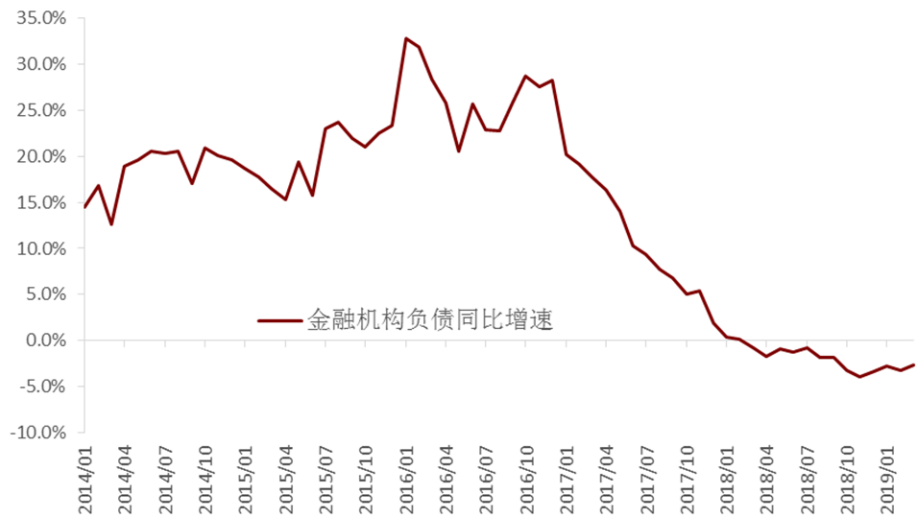
图 1: 全社会债务余额同比增速



资料来源: Wind, 招商证券。

分结构来看, 3 月末, 金融机构 (同业) 债务余额 65.3 万亿, 同比下降 2.7%, 前值同比下降 3.2%。

图 2: 金融机构 (同业) 债务余额同比增速



资料来源: Wind, 招商证券。

3 月末, 实体部门 (家庭、政府、非金融企业) 债务余额 221.3 万亿, 同比增长 9.4%, 前值增长 8.6%。

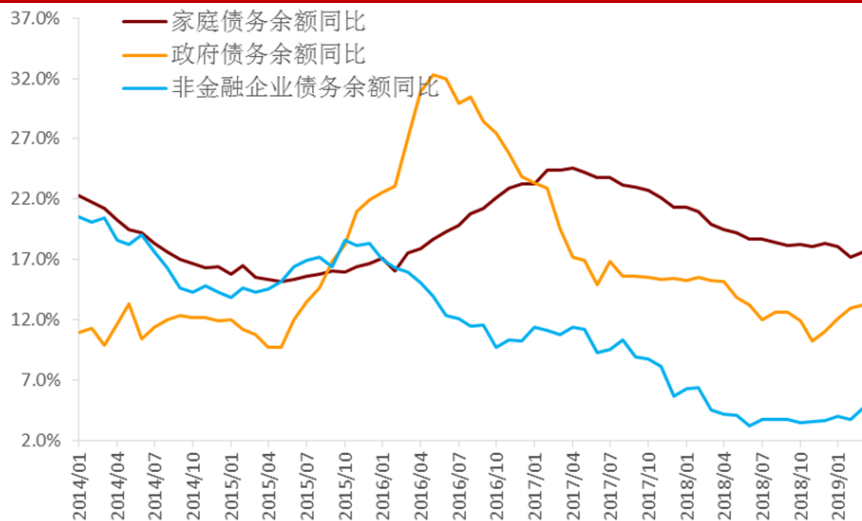
图 3: 实体部门债务余额同比增速



资料来源: Wind, 招商证券。

具体来看, 3 月末, 家庭债务余额 49.1 万亿, 同比增长 17.7%, 明显高于前值 17.1%, 但仍低于 1 月末的 18.1%, 主要是受短期贷款扰动; 我们认为家庭部门去杠杆的趋势仍会在较长时间内延续, 对应房地产数据表现难言乐观。3 月末, 政府债务余额 54.3 万亿, 同比增长 13.2%, 高于前值 12.9%; 现有高频数据显示, 4 月政府负债增速或与 3 月基本持平, 显示政府在看到政策刺激见效后, 短期转向观望。3 月末, 非金融企业债务余额 118.0 万亿, 同比增长 4.7%, 高于前值 3.7%; 从现有数据分析, 伴随盈利见底, 非金融企业负债增速的底部或已于 2018 年底形成。

图 4: 家庭、政府和非金融企业债务余额同比增速

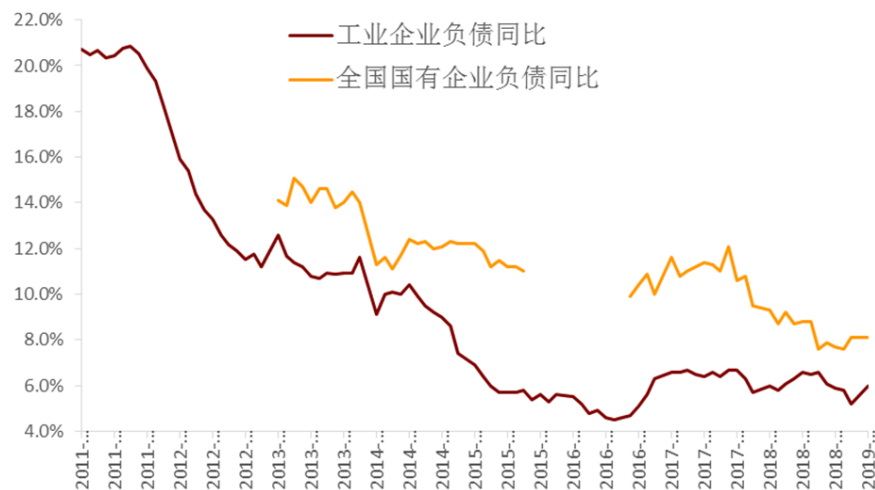


资料来源: Wind, 招商证券。

在分析非金融企业时, 我们建议将其分解为两个部分: 一是市场化程度比较高的部分, 可以用工业企业数据进行较好的拟合; 二是僵尸企业, 所谓“僵”指的是负债对于盈利的反应僵化, 可以用国有企业数据进行较好的拟合。图 5 的数据显示, 本轮工业企业去杠杆始于 2011 年中期, 其债务余额同比增速从 2011 年中的 20% 降至 2016 年 7 月份的 4.5%, 有比较明显的出清。而随着供给的减少, 2016 年初工业企业盈利开始持续好转, 并引发了此后杠杆的增加, 2017 年 4 月工业企业负债同比增速升至 6.7%; 在工业企业加杠杆的过程中, 伴随着制造业投资和民间固定资产投资的恢复, 对中国经济形成了一

定程度上的支持。但在 2017 年 4 月至 2018 年底之间，工业企业负债增速触顶回落，这与 2017 年一季度其盈利见顶相符。2019 年 1-2 月工业企业利润同比下降 14.0%，2018 年 12 月同比下降 1.9%；工业企业利润率降至 2011 年以来同期的最低水平，不过毛利率表现尚可，与 2011 年以来同期相比处于高位（仅次于 2018 年和 2011 年）；资产周转率亦降至 2011 年以来同期的最低水平。从负债的角度，2 月工业企业负债余额同比增长 6.0%，高于前值 5.2%。根据现有的数据，我们预计本轮盈利底部或已在 1-2 月形成，负债增速亦已基本见底。对于国有企业而言，2013 年有数据至 2017 年 11 月之间，剔除掉一段不可比的部分，其债务余额同比增速在绝大多数时间里稳定在 10%-15% 之间，2017 年底以来，该数据出现明显下降，2018 年 11 月末降至 7.6% 的历史最低水平，但 12 月反弹至 8.1%，或与财政刺激有关，2019 年 2 月仍稳定在 8.1%。我们倾向于认为，政府在长期仍将致力于国有企业市场化改革，关注由此带来的信用风险释放和信用利差重估。我们倾向于认为，2019 年信用市场面临的违约压力会小于 2018 年，更加需要关注的是估值风险。

图 5：工业企业和国有企业债务余额同比增速

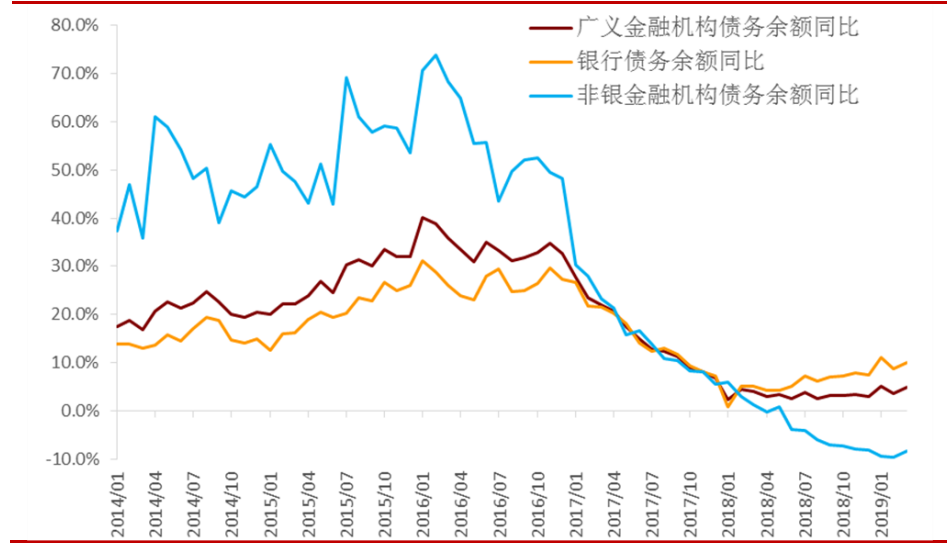


资料来源：Wind，招商证券。

二、金融机构资产负债详解

我们对第一部分中金融机构的债务口径进行拓展，截止 3 月末，广义金融机构债务余额 107.4 万亿，同比增长 4.9%，高于前值 3.6%，但低于 1 月的 5.1%。我们倾向于认为，目前广义金融该机构债务余额同比增速稳定在 3% 左右，是一种的合意水平。其中，银行债务余额 80.9 万亿，同比增长 10.0%，高于前值 8.8%，但低于 1 月的 11.0%。分结构来看，多数负债增速都有回升，对央行负债增速回升至 4.8%，前值 0.6%。非银金融机构债务余额 26.4 万亿，同比下降 8.2%，前值同比下降 9.5%。

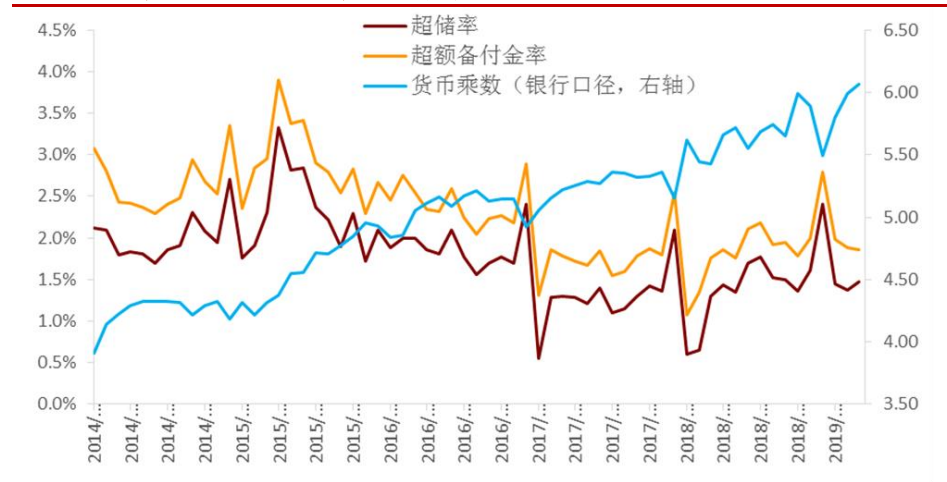
图 6: 广义金融机构债务余额同比增速



资料来源: Wind, 招商证券。

我们再来看金融机构的资产端, 一般而言, 在流动性资产充裕背景下的去杠杆称之为主动去杠杆, 对应流动性边际松弛; 在流动性资产紧张背景下的去杠杆称之为被动去杠杆, 对应流动性边际收紧。对于银行而言, 我们认为, 观察流动性资产充裕与否的关键指标是超额备付金率, 其与货币乘数基本保持负向相关关系(除降准形成的干扰之外)。2016年中本轮去杠杆以来, 真正意义上的货币政策放松(即供给增加带来资金面松弛)我们只看到过两次, 分别是2018年的6月和2018年12月-2019年1月。货币政策在2月转向收敛, 3月政策态度与2月基本相当, 3月银行超额备付金率录得1.9%, 与前值持平, 仍在2%以内。3月货币乘数录得6.07, 高于前值5.99, 再创历史新高。

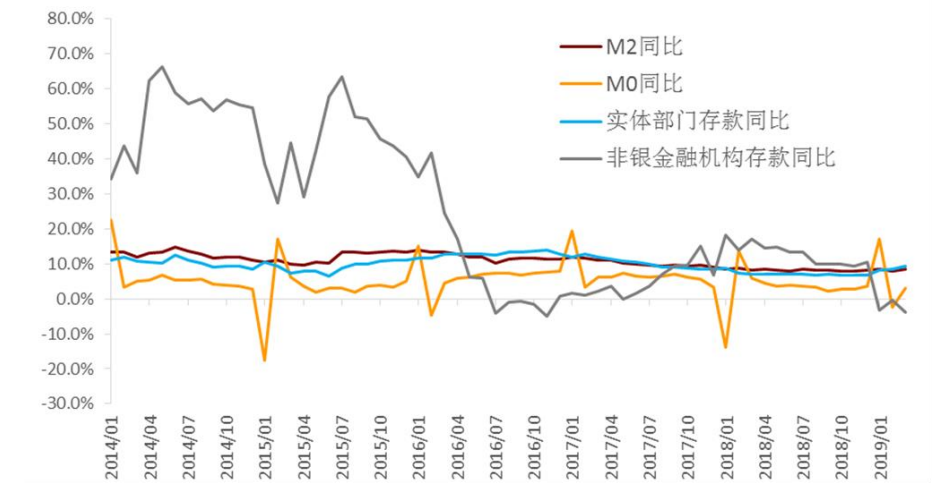
图 7: 超储率、超额备付金率和货币乘数



资料来源: Wind, 招商证券。

对于非银金融机构而言, 我们认为, 观察流动性资产充裕与否的关键指标是其存款余额的同比增速。我们在这里选取计入M2的非银金融机构存款, 数据显示, 3月该数据同比下降3.9%, 同比降幅有所扩大。结合负债数据, 我们认为其流动性压力仍然较大, 反应央行对金融风险仍高度关注。

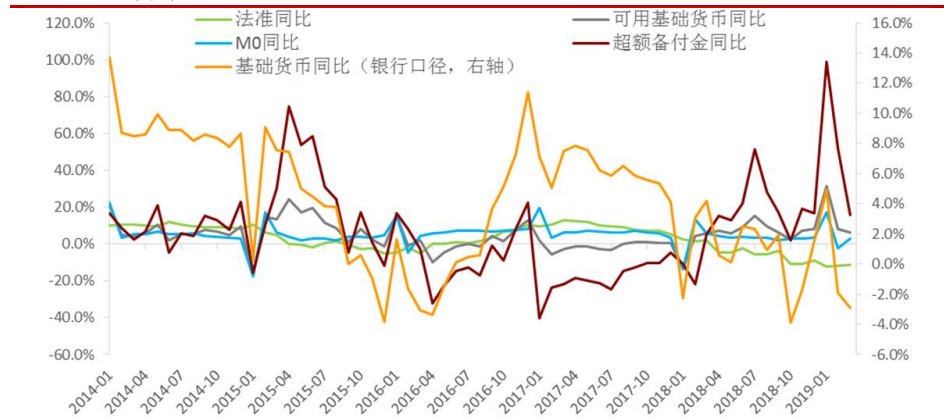
图 8: 货币供给结构



资料来源: Wind, 招商证券。

合并银行和非银金融机构来看,再考虑到通胀的绝对水平,我们对于货币政策持续放松的预期不高。从基础货币供给的角度来看,其余额同比增速3月末同比下降2.9%,前值同比下降1.9%。

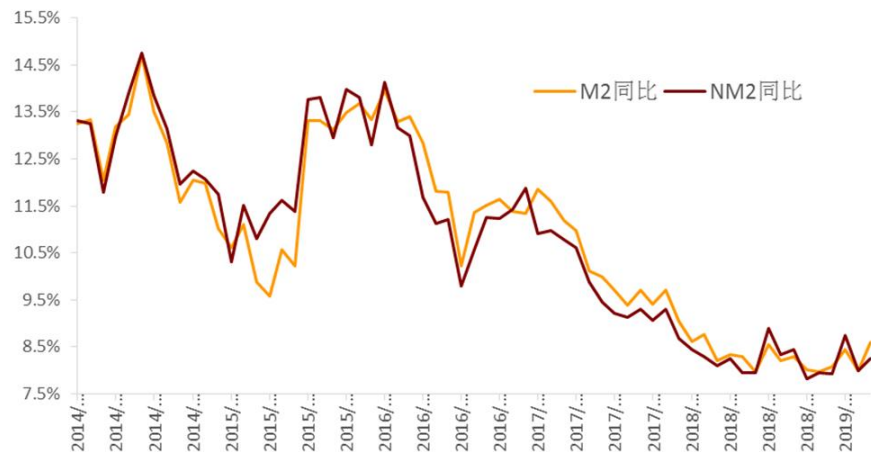
图 9: 基础货币结构



资料来源: Wind, 招商证券。

此外,根据标准M2的定义,即四部门(家庭、政府、金融机构、非金融企业)持有的可动用的现金和存款,我们构建了新的广义货币供给指标(NM2),数据显示,其与M2的走势相似,但2017年以来绝对水平更低,反映了金融去杠杆力度更大的影响。不过,2018年7-12月,上述情况略有逆转,对应实体部门转而成为去杠杆的重点。今年以来,政府逐步带动实体部门增加杠杆,3月NM2同比增长8.2%,高于前值8.0,低M2同比增速(8.6%)。反应货币政策整体保持偏中性,实体部门杠杆增速更快。

图 10: NM2 与 M2



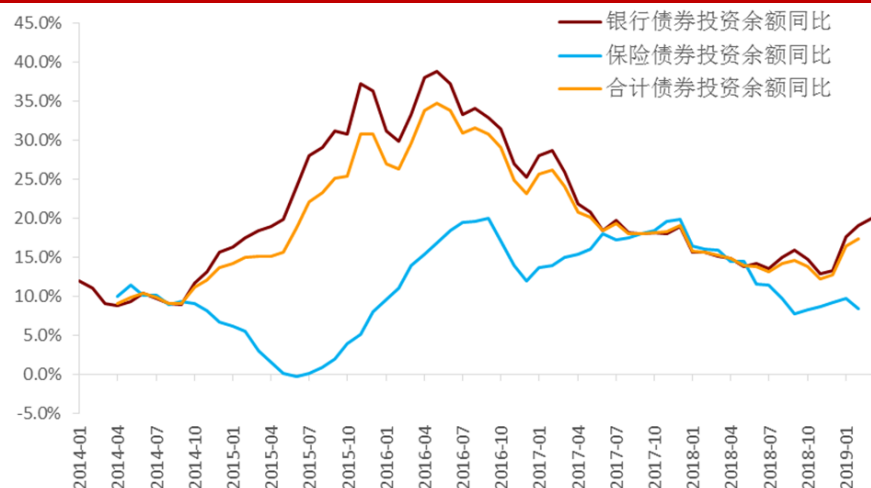
资料来源: Wind, 招商证券。

三、资产配置

2018 年全年中国所处的状态是, 实体部门债务余额同比增速小幅回落, 而金融机构负债同比增速低位企稳。上述状态在 2019 年初可能正在发生变化, 逐步转变为, 实体部门债务余额同比增速筑底小幅回升, 而金融机构负债同比增速低位平稳运行。这意味着债券牛市的根基已经逐步动摇, 市场的天平向权益倾斜。目前我们应该处在 2011 年以来的第三波实体加杠杆的中期: 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, 第三波始于 2018 年 12 月。

此外, 2019 年 3 月, 银行债券投资余额同比增速录得 20.0%, 高于前值 19.0%, 显示银行配置力度仍有增强, 这与银行 3 月仍然轻微扩表相符。

图 11: 银行、保险债券投资余额同比



资料来源: Wind, 招商证券。

对于商品和汇率而言, 结合对于全球经济数据的跟踪, 我们倾向于认为, 今年美国经济表现不佳, 有后周期特征, 对美元构成利空, 2019 年全年美元或都处于弱势。本轮商品价格下跌底部已于 2018 年底至 2019 年初形成。

对于房价而言, 在家庭部门去杠杆的背景下, 一二线等前期涨幅较大地方的房价大概率

会继续震荡下跌。

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、博士。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），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。

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、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

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。

林澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

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。