

定期报告

债券上涨动能将来自供给收缩

2020 年 9 月 19 日

——8 月全社会债务数据综述

主要预测

%	2019	2020E
GDP	6.2	2.5
CPI	2.9	2.9
PPI	-0.3	-1.4
社会消费品零售	8.0	2.5
工业增加值	5.7	2.0
出口	0.5	-4.6
进口	-2.8	-3.2
固定资产投资	5.4	6.2
M2	8.7	10.8
人民币贷款余额	12.3	12.8
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（7 月）

工业	5.6
城镇投资	-0.3
零售额	-1.1
CPI	2.4
PPI	-2.0

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

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，股债都出现了不同程度的下跌，美元虽然有所企稳，但国际商品价格（以 CRB 现货综合指数衡量）继续快速攀升，国内的南华综合指数 9 月以来则出现下跌，9 月中已跌回至 7 月下旬的水平。一般情况下，股债双杀往往对应着流动性的收紧，而 8 月下半月的资金面紧张状况也确实超出了我们的预期。但债市的利好因素也在逐步积聚，经历了 5-8 月的连续收紧后，后续货币政策进一步收紧挤压金融机构的空间和力度都在衰竭。目前政策的目标应开始由金融去杠杆转入实体去杠杆。实体部门方面，非金融企业负债增速的顶部或出现在 7 月，且后续杠杆去化更可能是主动为之，而非政策挤压；家庭负债增速的顶部或出现在 8 月，预计随后房地产也将再度转入下行周期；政府负债增速还有上升空间，但对于实体部门负债增速的拉动有限。如果 9-10 月政府债发行力度较大，那么届时实体部门负债增速可能达到本轮顶部。综上所述，我们继续维持之前有关天平向债券倾斜的判断（详见《天平正在向债券倾斜——6 月全社会债务数据综述》，2020-7-18）。在非金融企业主动过去杠杆的背景下，除非政策转向放松，否则很难出现指数级别行情，最好的情况就是行业集中度上升之下的结构性行情。债券方面，虽然目前很难说有比较好的交易机会，但也无需过度悲观，配置价值已经在逐步显现，后续重点关注存单量价和商品价格。

正文目录

一、 全社会债务情况 4

二、 金融机构资产负债详解 6

三、 资产配置 9

就负债端而言，包括两个部分，即实体和金融；实体包括家庭、政府、非金融企业三个部门，金融包括金融机构、央行两个部门。两个金融部门的资产负债表是我们分析货币政策的重要工具。5月以来，政策利率维持不变；我们衡量货币政策的三大数量型指标——基础货币余额增速、金融机构负债增速、超额备付金率——则显示，货币政策经历了四个月（5-8月）的收紧，后续进一步收紧挤压金融机构的空间和力度都在衰竭。具体到8月而言，三大数量指标与前值相比基本保持稳中略降，结合资产端的数据，目前的主要压力主要集中在极低的超额备付金率方面（8月为1.3%），而且银行内部结构性问题亦较为严重，中小行面临更大的压力，需要通过发行存单从大行处融入基础货币。因此后续一个重要的观察指标是存单量价的变化，好的消息是，9月以来存单量价齐升的斜率有所放缓。

我们倾向于认为，目前政策的目标应开始由金融去杠杆转入实体去杠杆，即引导实体部门负债增速逐步下行，降低宏观杠杆率的上升速度。8月实体部门负债增速录得13.2%，略低于前值13.3%，拖累实体部门负债增速下行的主要是非金融企业部门，家庭和政府负债增速则出现了不同程度的上升。具体而言，非金融企业负债增速8月录得11.6%，大幅低于前值12.6%，虽然后续会有所反复，但根据现有数据估计，本轮非金融企业负债增速的顶部大概率出现在今年7月份。而在资产端，非金融企业存款余额增速在连续两个月上升后，处于2018年2月以来的最高水平，因此我们更愿意相信，非金融企业负债增速的下行是主动为之，而非政策挤压。也就是说，在盈利（以PPI同比增速衡量）尚在改善的背景下，非金融企业或已进入主动缩表状态。至于背后的原因，我们在之前的报告中有所论述（详见《未出清衰退考验政策智慧——3月全社会债务数据综述》，2020-4-18）。简言之，以往的传统危机模式是，经济过热-政策收紧-负债边际收缩-资产端崩塌；在危机期间，我们会看到违约和出清，杠杆率下降，资产负债表修复。而此次疫情直接重创了资产端的实际产出，即实际GDP同比增速大幅下降，而负债端却在政策支持下逆势扩张，危机期间，我们并没有看到违约和出清，杠杆率反而大幅攀升，资产负债表恶化。因此，危机过后，市场化的选择应该是修复疫情期间恶化的资产负债表，而非新一轮产能扩张。国内工业企业（市场化程度较高）和美国私人部门（从商业银行）贷款的数据都支持上述观点。8月家庭部门负债增速升至14.6%，已经略超疫情前的水平（1月的14.5%），我们倾向于判断，家庭部门负债增速在8月触顶，随后将重回下降通道，预计随后房地产也将再度转入下行周期。8月政府部门负债增速大幅上行1.3个百分点至15.1%，超过了5月份的14.5%，再创新轮新高；不过政府存款余额同比增速在8月亦有大幅上行，在一定程度上对冲了政策刺激力度；显示在资金跟着项目走和终身追责两大约束下，地方政府在花钱方面会更加谨慎。按照两会给出了一系列指标，年内政府部门负债增速顶部有望达到17%左右，对应拉动实体部门负债增速顶部达到13.5%左右。如果9-10月政府债发行力度较大，那么届时实体部门负债增速可能达到本轮顶部。

实体部门负债增速是拟合需求的指标，上述分析显示9月份左右需求或会见顶，且非金融企业负债增速下行更多是主动去杠杆的结果。从供给端而言，8月份的数据显示，供给基本上和需求匹配，甚至修复程度略好于需求。我们预计在9月份前后，经济将恢复到潜在水平附近。长周期来看，疫情或对潜在增速构成冲击，国内四季度的实际GDP同比增速可作为重要参考，大概率无法回到疫情之前的水平，即2016-2019年的6-7%。一个可供观测的高频指标是商品价格，9月以来，国内南华综合指数有所下跌，但国际上的CRB现货综合指数仍然在大幅攀升，如果后续国内外商品价格见顶回落，将意味着本轮经济的修复已经结束。商品价格的另外一边是美元，8月中旬以来美元有所企稳，与我们之前的判断一致，我们维持此前的观点，即美国经济表现相对良好，下半年美国

的政策放松力度亦会明显小于上半年，具体到三季度不排除政策会边际转紧。而如果美国政策放松力度不及预期，那么美元大概率会出现反转。（详见《为什么我们看多债券，基于资产负债表分析——7月全社会债务数据综述》，2020-8-17）

一、全社会债务情况

我们测算的数据显示，截至8月末，中国全社会总债务余额 327.8 万亿，同比增长 11.2%，前值增长 11.2%。

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，8月末，金融机构（同业）债务余额 67.5 万亿，同比增长 4.4%，前值同比增长 3.9%。

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。

8月末，实体部门（家庭、政府、非金融企业）债务余额 260.4 万亿，同比增长 13.2%，前值增长 13.3%。

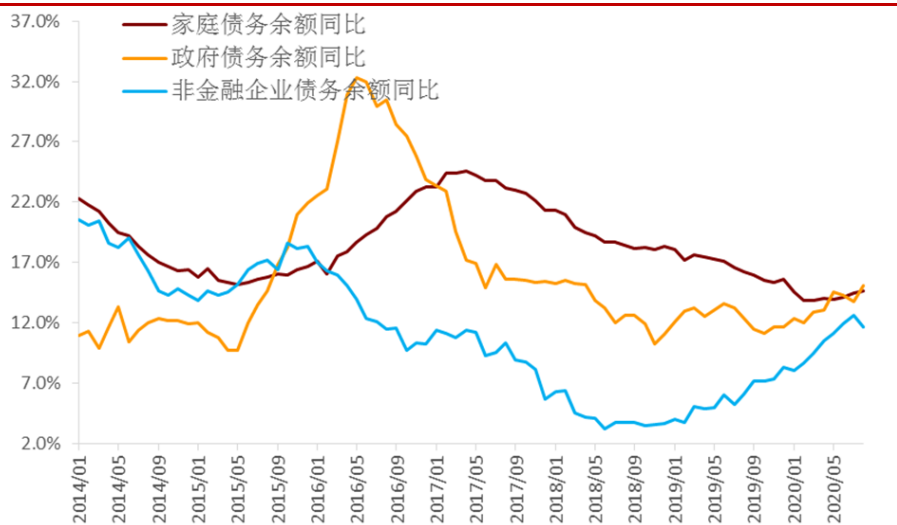
图 3: 实体部门债务余额同比增速



资料来源: Wind, 招商证券。

具体来看, 8 月末, 家庭债务余额 59.8 万亿, 同比增长 14.6%, 高于前值 14.4%, 已经略超疫情前的水平 (1 月的 14.5%); 政策层面“房住不炒”的指导目标未变, 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。8 月末, 政府债务余额 66.2 万亿, 同比增长 15.1%, 高于前值 13.8%, 超出 5 月份的水平 (14.5%), 再创本轮新高。现有高频数据显示, 9 月末政府负债增速大概率会继续上行, 但升幅放缓。8 月末, 非金融企业债务余额 134.6 万亿, 同比增长 11.6%, 低于前值 12.6%。结构上来看, 非标 (信托贷款、委托贷款、未贴现票据) 余额增速上升, 贷款和信用债余额增速则有所下降, 不过中长期贷款余额增速继续上行。8 月 PPI 环比增长 0.3%, 略低于 7 月, 同比降幅收敛至 2.0%, 虽然后续同比降幅有望继续收敛, 但环比改善弹性可能有限。加之考虑到目前的融资水平, 市场化条件下, 非金融企业继续加杠杆的意愿应该不强, 更大概率会转向修复疫情期间明显恶化的资产负债表。从现有数据看, 9 月末实体部门负债增速或高于 8 月。

图 4: 家庭、政府和非金融企业债务余额同比增速

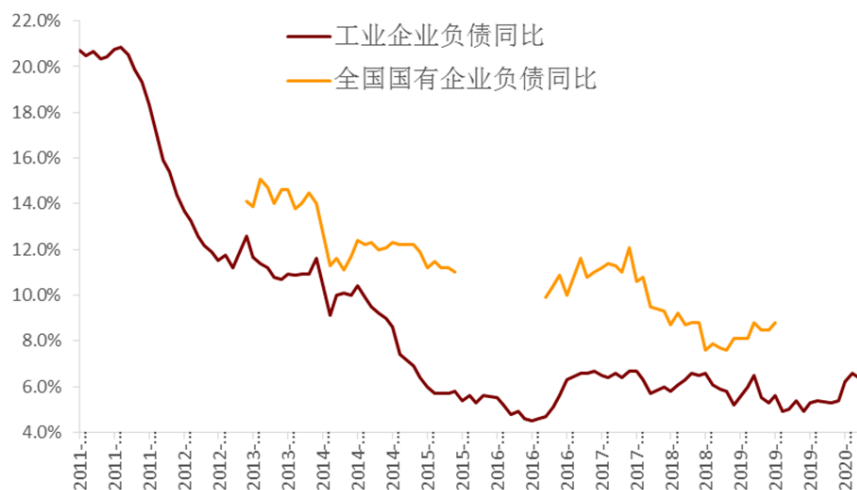


资料来源: Wind, 招商证券。

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。数据显示，7月工业企业利润同比增长 19.6%，6月同比增长 11.5%；工业企业利润率处于 2011 年以来同期的中游水平（高于 2012-2015 年），不过毛利率表现较好，是 2011 年以来同期的次高水平（仅次于 2019 年）；资产周转率仍是 2011 年以来同期的最低水平。从负债的角度，7月工业企业负债余额同比增长 6.5%，略高于前值 6.4%，低于 5 月的 6.6%。年内盈利整体疲弱情况下，在市场化模式下，其负债端不应有太强的扩表意愿。国有企业方面，7月利润同比增长 23.3%，6月同比增长 6.3%。

图 5：工业企业和国有企业债务余额同比增速

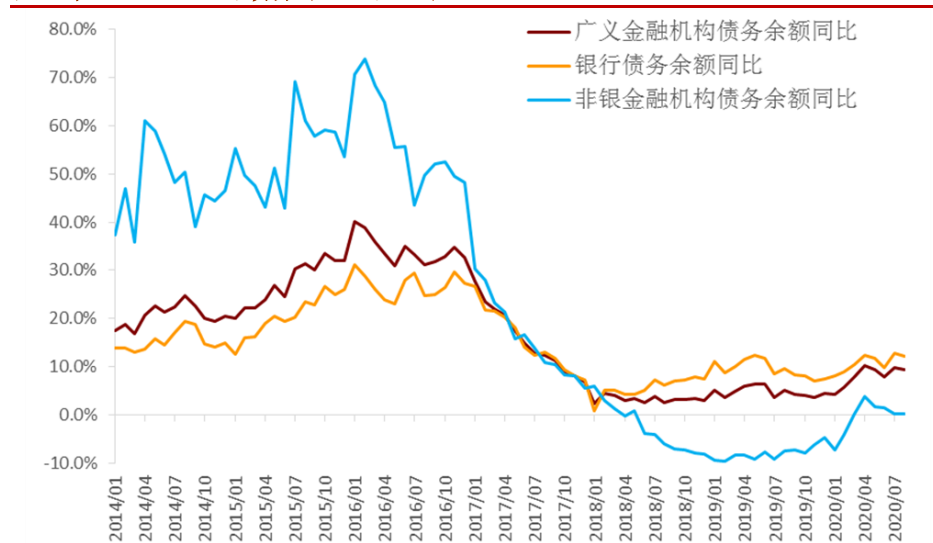


资料来源：Wind，招商证券。

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 8 月末，广义金融机构债务余额 117.0 万亿，同比增长 9.5%，低于前值 9.9%。其中，银行债务余额 92.1 万亿，同比增长 12.3%，低于前值 12.8%。分结构来看，负债余额增速出现上升的主要是两个科目，即可转让存款和对央行负债，其中对央行负债增速大幅上升至同比增长 25.3%，前值同比增长 13.9%，这和央行资产端对其他存款性公司债权的表现一致。这或许说明，央行已开始重视到银行在总量和结构上流动性压力大增的问题，并采取了一些针对措施。非银金融机构债务余额 25.0 万亿，同比增长 0.3%，前值同比增长 0.3%。

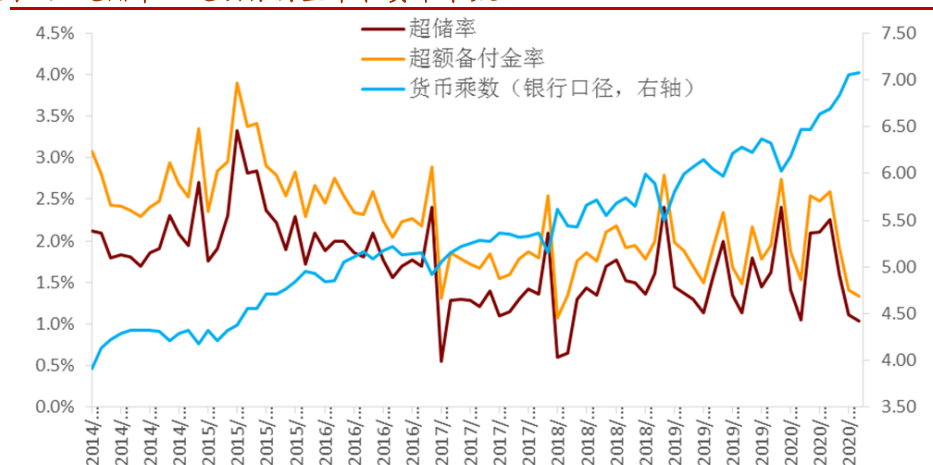
图 6：广义金融机构债务余额同比增速



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）。8 月银行超额备付金率录得 1.3%，略低于前值 1.4%，继续落入我们定义的收敛区间。8 月货币乘数录得 7.07，略高于前值 7.06，再创历史新高。综合来看，8 月央行货币政策进一步收紧，但幅度较为温和，银行（特别是中小行）面临的问题较大，但央行似乎已经开始有所反映。整体上看，经历了 5-8 月的连续收紧后，后续货币政策进一步收紧挤压金融机构的空间和力度都在衰竭。目前政策的目标应开始由金融去杠杆转入实体去杠杆；按照两会给出的三大目标（1 万亿特别国债、3.75 万亿地方政府专项债、3.76 万亿赤字），财政政策仍有小幅空间，年内政府部门负债增速高点有望达到 17% 左右，8 月末为 15%，但对实体部门负债增速带动幅度相当有限。

图 7：超储率、超额备付金率和货币乘数

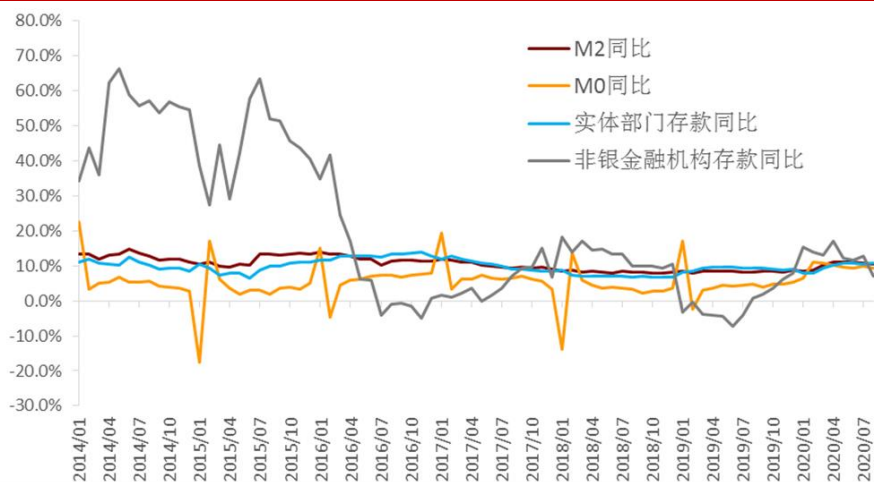


资料来源：Wind，招商证券。

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，8 月该数据同比增长 7.1%，大幅低于前值 12.7%，显示存款搬家的情况在 8 月戛然而止。结合负债

数据，我们认为非银金融机构流动性压力进一步增加的幅度比较温和。

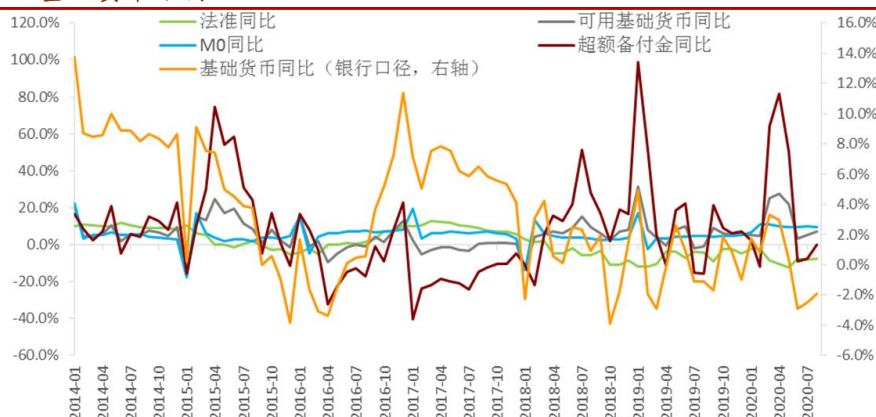
图 8：货币供给结构



资料来源：Wind，招商证券。

合并银行和非银金融机构来看，再考虑到宏观杠杆率上升的速度，我们倾向于认为，经历了 5-8 月的连续收紧后，后续货币政策进一步收紧挤压金融机构的空间和力度都在衰竭。从基础货币供给的角度来看，8 月末其余额同比下降 1.9%，前值同比下降 2.5%。

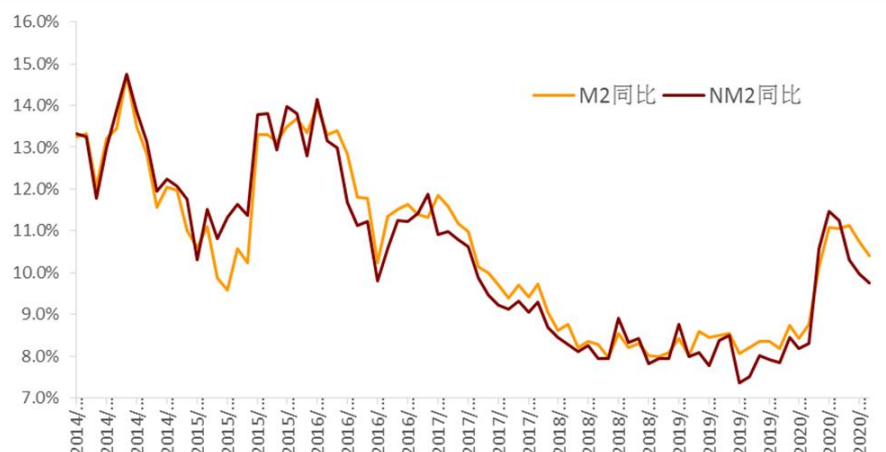
图 9：基础货币结构



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。2019 年以来，政府逐步带动实体部门增加杠杆，货币整体中性，抑制金融杠杆。在今年 3-5 月，上述情况发生逆转，示金融机构加杠杆的速度超过实体。但在 5 月以来政策的打压下，NM2 持续表现偏弱，8 月 NM2 同比增速下降至 9.7%，低于前值 10.0%，亦低于 M2 同比增速（10.4%）。

图 10: NM2 与 M2



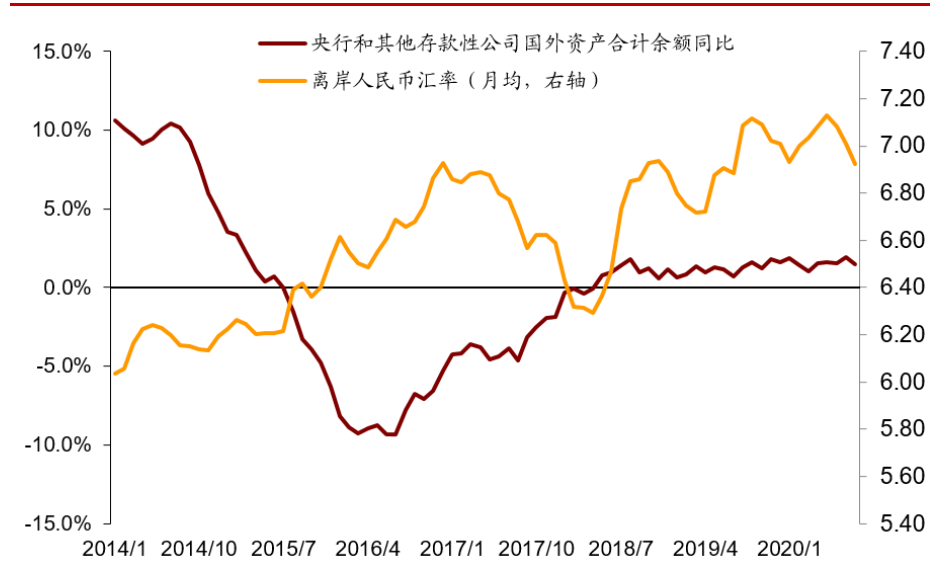
资料来源: Wind, 招商证券。

三、资产配置

经历了 5-8 月的连续收紧后, 后续货币政策进一步收紧挤压金融机构的空间和力度都在衰竭。目前政策的目标应开始由金融去杠杆转入实体去杠杆。实体部门方面, 非金融企业负债增速的顶部或出现在 7 月, 且后续杠杆去化更可能是主动为之, 而非政策挤压; 家庭负债增速的顶部或出现在 8 月, 预计随后房地产也将再度转入下行周期; 政府负债增速还有上升空间, 但对于实体部门负债增速的拉动有限。如果 9-10 月政府债发行力度较大, 那么届时实体部门负债增速可能达到本轮顶部。综上所述, 我们继续维持之前有关天平向债券倾斜的判断。在非金融企业主动过去杠杆的背景下, 除非政策转向放松, 否则很难出现指数级别行情, 最好的情况就是行业集中度上升之下的结构性行情。债券方面, 虽然目前很难说有比较好的交易机会, 但也无需过度悲观, 配置价值已经在逐步显现, 后续重点关注存单量价和商品价格。

对于商品和汇率而言, 在中国政策重回放松之前, 我们对商品持悲观看法, CRB 现货综合指数 6 月底以来的上升或更多来自于海外的恢复和供给的收缩, 持续上升的动能不足。汇率方面, 6 月以来人民币对美元的强势更多与国内政策收紧有关, 资金流入的力度有限, 央行和银行合计国外资产余额增速 4 月以来有所上行, 但 8 月录得 1.5%, 大幅低于前值 1.9%。另一方面, 8 月数据显示, 美国政策转向收敛, 后续需要观察美国新一轮刺激计划的出台和规模, 考虑到目前美国国债余额接近 27 万亿美元, 同比增速接近 20%, 明年转向边际收紧概率极大。美国经济表现相对良好, 如果美国政策放松力度不及预期, 那么美元大概率会出现反转, 从而兑人民币构成压力; 综合来看, 我们认为人民币进一步升值的空间已经不大。中长期来看, 若中国和美国名义 GDP 增速进一步缩小, 将意味着中国相对美国优势的减弱, 中国将面临资金外流和本币贬值的压力。

图 11: 央行和其他存款性公司国外资产合计余额同比



资料来源: Wind, 招商证券。

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。获评《第一财经》2018 年度十大经济学家。自 2017 年起获聘国家统计局中国百名经济学家信心调查特邀专家。

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，现任招商证券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。

张岸天：武汉大学数学与应用数学学士，哥伦比亚大学国际经济与政治硕士，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。