

宏观周报 | 2021 年 11 月 28 日

研究部

卢仁扬

rylu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- **我们根据宏观杠杆率整体估算社融存量。**2021 年前三季度国家金融与发展实验室（NIFD）公布的我国宏观杠杆率分别为 268%、265.4%和 264.8%。考虑到四季度房贷有所放松，宏观杠杆率可能有所上行，我们简单取三个季度的均值 266.1%作为 2021 年宏观杠杆率的预测。
- **关于总债务余额和社融的关系：**根据 NIFD 统计说明，分部门而言，居民部门债务为居民的银行贷款，包括消费贷和经营贷；非金融企业部门债务包括银行贷款、债券发行、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外贷款，这里去掉了被纳入政府部门债务的融资平台部分债务；政府部门债务主要为显性债务，包括地方政府债券和部分融资平台债务，2018 年地方政府债务置换基本完成后主要为地方政府债券；金融部门债务分为两种统计口径，从资产方统计为商业银行持有其他商业银行和非银行金融机构的债权，从负债方统计为商业银行对其他商业银行和非银行金融机构的负债以及商业银行的债券发行。在我们的估算中，**我们认为宏观经济总债务余额≈社融存量-非金融企业境内股票。**
- **由于 2020 年 GDP 低基数影响，今年预计名义 GDP 增长率在 13%左右，2022 年预计增长率在 8%左右。**我们预测 2022 年宏观杠杆率在中性情况下增长 4%，在悲观和乐观情况下分别增长 2%和 6%，根据公式宏观杠杆率=总债务余额/名义 GDP，得到三种情况下的不含股票的 2022 年底的社融存量，分别为 334.9 万亿元、332.42 万亿元和 337.38 万亿元，**我们预测在中性、悲观、乐观情况下的社融存量同比增速分别为 9.62%、8.81%和 10.44%**（非金融企业境内股票在社融中占比较小，基本低于 3%。所以我们这里假设社融存量增速和扣除了非金融企业的境内股票的社融增速基本持平）。
- **社融的正常范围应该是多少？**2016 年-2020 年的数据显示，社融存量同比较上年的变化范围在-2.2%-2.60%之间，**如果按照这一规律推断，2022 年社融存量同比增速在 8.26%-13.06%都属于正常范围。**整体上看，从 2016 年-2021 年除了 2020 年年份特殊以外，社融增速与名义 GDP 增速之差在-4.37%到 4.45%。在强调“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的 2019 年和 2021 年中，社融增速与名义 GDP 增速之差在-4.37%到 2.7%之间。对于 2022 年，预计 2021 年年底中央经济工作会议要求社融增速和名义 GDP 基本匹配。对应这一要求，2022 年名义 GDP 增速在 8%左右，对应的社融增速在 3.4%-11.4%之间都符合正常情况。总结以上几点：从历史规律总结来看，对应 2022 年名义 GDP8%左右的增速，2022 年社融增速在 8.26%-11.4%之间都属于正常区间。预计在中性、悲观、乐观情况下的社融存量同比增速分别为 9.62%、8.81%和 10.44%



目录

一、根据宏观杠杆率测算社融 2022 年同比增速	3
二、如何理解“社融增速和名义 GDP 增速基本匹配”：	5

图表目录

图表 1：不同宏观杠杆率增长对于的社融增速预测	3
图表 2：中性、悲观、乐观情况下 2022 年各月新增社融	4
图表 3：中性、悲观、乐观情况下 2022 年各月社融存量增速	4
图表 4：社融存量增速、M2 增速、名义 GDP 增速与宏观杠杆率	6
图表 5：历年官方文件对社融存量增速、M2 增速、名义 GDP 增速与宏观杠杆率的表述	6

一、根据宏观杠杆率测算社融 2022 年同比增速

我们根据宏观杠杆率整体估算社融存量。2021 年前三季度国家金融与发展实验室（NIFD）公布的我国宏观杠杆率分别为 268%、265.4%和 264.8%，取三个季度的均值 266.1%作为 2021 年宏观杠杆率的预测。关于总债务余额和社融的关系，根据 NIFD 统计说明，分部门而言，居民部门债务为居民的银行贷款，包括消费贷和经营贷；非金融企业部门债务包括银行贷款、债券发行、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和境外贷款，这里去掉了被纳入政府部门债务的融资平台部分债务；政府部门债务主要为显性债务，包括地方政府债券和部分融资平台债务，2018 年地方政府债务置换基本完成后主要为地方政府债券；金融部门债务分为两种统计口径，从资产方统计为商业银行持有其他商业银行和非银行金融机构的债权，从负债方统计为商业银行对其他商业银行和非银行金融机构的负债以及商业银行的债券发行¹。在我们的估算中，我们认为总债务余额≈社融存量-非金融企业境内股票。

由于 2020 年 GDP 低基数影响，今年预计名义 GDP 增长率在 13%左右，2022 年预计增长率在 8%左右。我们预测 2022 年宏观杠杆率在中性情况下增长 4%，在悲观和乐观情况下分别增长 2%和 6%，根据公式宏观杠杆率=总债务余额/名义 GDP，得到三种情况下的不含股票的社融存量，分别为 334.9 万亿元、332.42 万亿元和 337.38 万亿元，我们预测在中性、悲观、乐观情况下的社融存量同比增速分别为 9.62%、8.81%和 10.44%（非金融企业境内股票在社融中占比较小，基本低于 3%。所以我们这里假设社融存量增速和扣除了非金融企业的境内股票的社融增速基本持平）。2016 年-2020 年的数据显示，社融存量同比较上年的变化范围在-2.2%-2.60%之间，因此 2022 年社融存量同比增速在 8.26%-13.06%都属于正常范围。

图表 1：不同宏观杠杆率增长对于的社融增速预测

年份	名义 GDP (万亿)	名义 GDP 增长率 (%)	杠杆率 (%)	杠杆率 增幅 (%)	社融规模 存量 (万亿， 不含股 票)	社融存 量同比 (%)
2018	91.93	10.50	239.35	-0.14	200.03	19.07
2019	98.65	7.31	247.29	7.94	243.95	21.96
2020	101.60	2.99	272.23	24.94	276.58	13.38
2021E	114.81	13.00	266.10	-6.13	305.50	10.46
2022E 中性（杠杆率比 2021 年上升 4%）	123.99	8.00	270.10	4.00	334.90	9.62
2022E 悲观（杠杆率比 2021 年上升 2%）	123.99	8.00	268.10	2.00	332.42	8.81
2022E 乐观（杠杆率比 2021 年上升 6%）	123.99	8.00	272.10	6.00	337.38	10.44

来源：Wind，莫尼塔研究

根据我们的预测，在中性、悲观、乐观三种情况下，2022 年新增社融（不考虑股票）分别为 29.4 万亿元、26.92 万亿元和 31.88 万亿元。接着我们将 2022 年新增社融拆分成月度数据，考虑到 2020 年疫情影响，当年社融数据不具参考性，我们假设 2022 年各月新增社融的比重与 2019 年各月相同，得到中性、悲观、乐观三种情况下各月份新增社融数据。在此基础上，我们得到中性、悲观、乐观三种情况下各月份社融存量数据，由此计算出 2022 年月度社融存量同比增速。其中，为计算 2022 年 11 月、12 月社融存量同比增速，我们假设了今年 11 月和 12 月的社融存量：基于今年 11、12 月调控有所放松，预

¹ 国家金融与发展实验室：<https://mp.weixin.qq.com/s/dyYxeO5EHftqelTPFBfHw>

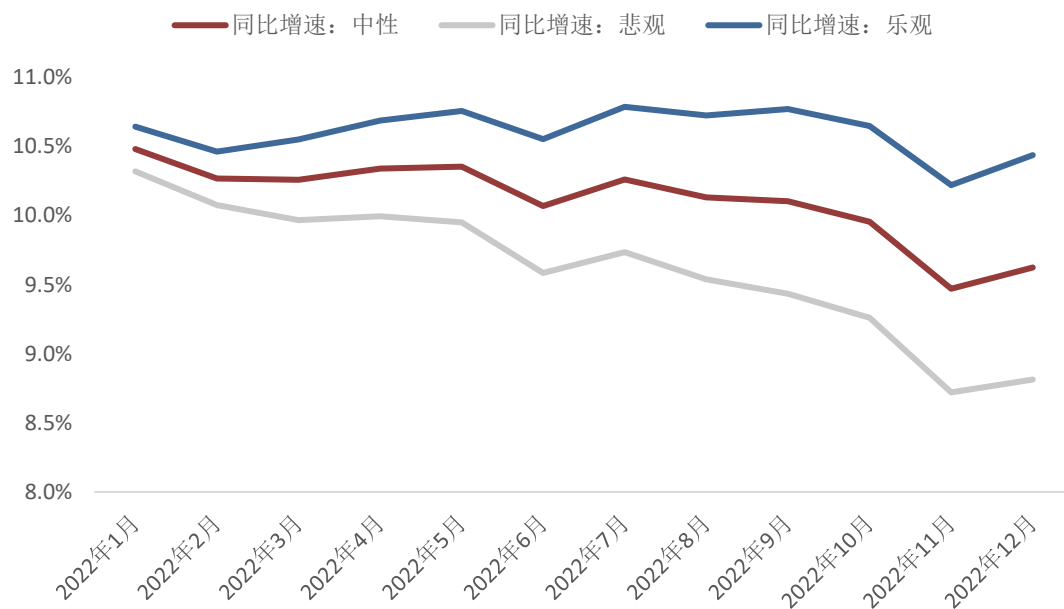
计地产相关融资会出现复苏，叠加专项债加快发行，我们预计 12 月底社融增速反弹至 10.4%，以此为基础计算得 2021 年 11 月、12 月社融存量分别为 303.72 万亿元和 305.5 万亿元。

图表 2：中性、悲观、乐观情况下 2022 年各月新增社融

日期	中性	悲观	乐观
2022E	29.40	26.92	31.88
2022 年 1 月	5.38	4.93	5.83
2022 年 2 月	1.11	1.02	1.20
2022 年 3 月	3.40	3.12	3.69
2022 年 4 月	1.92	1.76	2.08
2022 年 5 月	1.97	1.80	2.13
2022 年 6 月	3.02	2.76	3.27
2022 年 7 月	1.48	1.35	1.60
2022 年 8 月	2.52	2.31	2.74
2022 年 9 月	2.89	2.65	3.13
2022 年 10 月	1.00	0.91	1.08
2022 年 11 月	2.29	2.10	2.49
2022 年 12 月	2.42	2.21	2.62

来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：中性、悲观、乐观情况下 2022 年各月社融存量增速



来源：Wind，莫尼塔研究

二、如何理解“社融增速和名义 GDP 增速基本匹配”：

整体上看，从 2016 年-2021 年除了 2020 年年份特殊以外，社融增速与名义 GDP 增速之差在-4.37% 到 4.45%。在强调“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的 2019 年和 2021 年前三季度中，社融增速与 GDP 名义增速之差在-4.37%到 3.39%之间。对于 2022 年，假设 2021 年年底中央经济工作会议要求社融增速和名义 GDP 基本匹配。根据我们目前的判断，2021 年名义 GDP 增速在 8%左右，社融增速在 3.4%-11.4%之间都符合历史正常规律。

2016 年：社融增速目标首次纳入政府工作报告，“稳健的货币政策要灵活适度。今年广义货币 M2 预期增长 13%左右，社会融资规模余额增长 13%左右”，当年实际社融增速和名义 GDP 增速分别为 12.80% 和 8.35%，**社融增速高于名义 GDP 增速 4.45%。**

2017 年：政府工作报告继续设定社融增速目标，“货币政策要保持稳健中性。今年广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 12%左右”，当年实际社融增速和名义 GDP 增速分别为 12%和 11.47%，**社融增速高于名义 GDP 增速 0.53%。**央行发布的《2017 年第四季度货币政策执行报告》指出“在完善货币数量统计的同时，可更多关注利率等价格型指标”，说明接下来我国货币政策调控有望从数量型工具向价格型工具转变。

随着去杠杆的深化和金融进一步回归为实体经济服务，M2 与社融增速可能会有较大的波动，此时设立单一的增速目标可能会限制政策的灵活性，影响货币政策向价格型转变。自 2018 年起，政府工作报告不再设定 M2 与社融增速具体目标，逐步强调保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

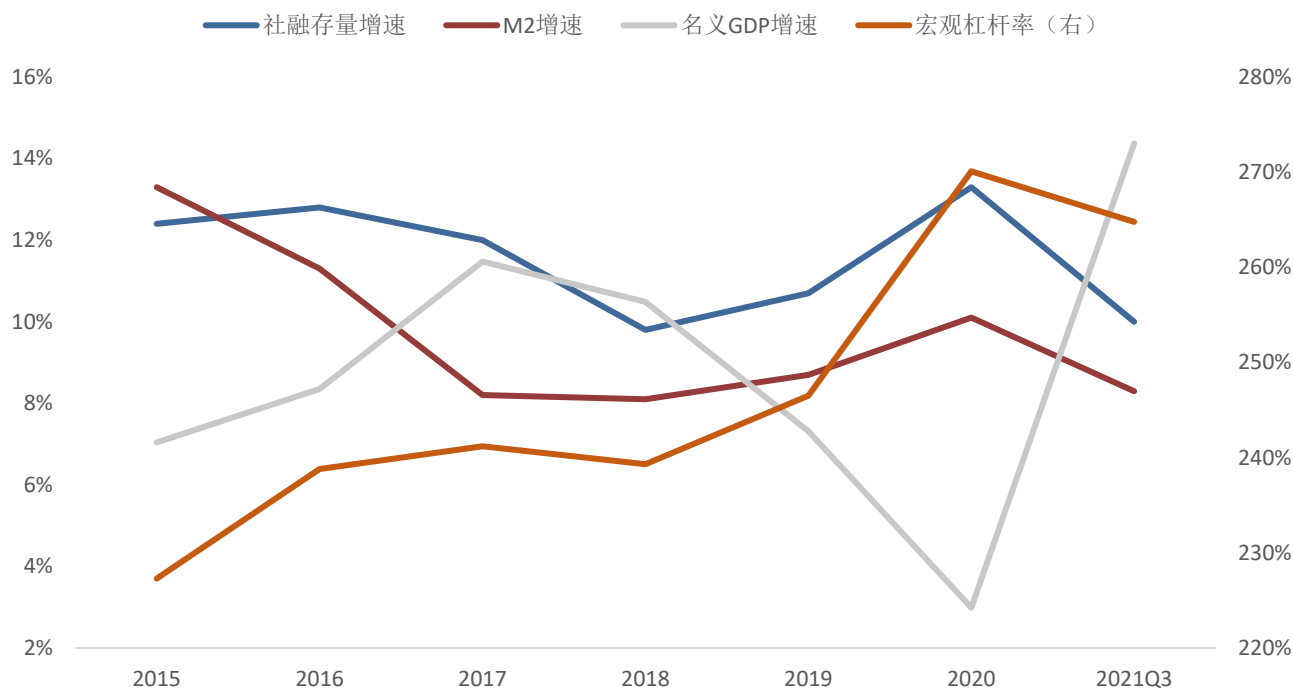
2018 年：2018 是金融严监管的一年。2018 年，我国政府工作报告要求“稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重”；当年 GDP 名义增速为 10.49%，社融同比增速为 9.8%，**2018 年社融规模增速较名义 GDP 增速低 0.69%。**

2019 年：我国政府工作报告要求“稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要”，说明现阶段，我国货币政策的中介目标为“保持货币供应量与社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，即要求广义货币供应量 M2 余额同比增长与社会融资规模存量同比增长同名义 GDP 增速匹配。当年 GDP 名义增速为 7.31%，实际增速为 10.7%。**2019 年社融规模增速较名义 GDP 增速高 3.39%。**

2020 年：政府工作报告对社融的要求变为“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，受疫情影响 2020 年我国 GDP 同比增速大幅下降，**名义 GDP 增速为 2.99%，但社融增速为 13.30%，社融增速高于名义 GDP 增速达 10%，属于特殊年份，符合政府工作报告设定的目标。**

2021 年：2020 年底中央经济工作会议提出 2021 年经济工作仍然要“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，2021 年政府工作报告也强调 2021 年“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”。2021 年前三季度数据显示，社融存量同比增速为 10%，名义 GDP 增速为 14.37%，**社融增速低于名义 GDP4.37%，也基本符合货币政策要求。**

图表 4：社融存量增速、M2 增速、名义 GDP 增速与宏观杠杆率



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：历年官方文件对社融存量增速、M2 增速、名义 GDP 增速与宏观杠杆率的表述

年份	前一年中央经济工作会议	政府工作报告	货币政策执行报告（第四季度）	名义 GDP 增速	社融存量同比增速	宏观杠杆率	宏观杠杆率变化
2015 年	积极的财政政策要加大力度，货币政策要更加注重松紧适度。	稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 预期增长 12% 左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些。加强和改善宏观审慎管理，灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长。加快资金周转，优化信贷结构，提高直接融资比重，降低社会融资成本，让更多的金	稳健货币政策取得了较好效果，保持了流动性合理充裕，促进了实际利率基本稳定，从量价两方面保持了货币环境的稳健和中性适度。2015 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 14.3%，比上年末高 0.6 个百分点；比年初增加 11.7 万亿元，同比多增 1.8 万亿元。社会融资规模存量同比增长 12.4%。	7.04%	12.40%	227.30%	10.00%

		融活水流向实体经济。					
2016 年	稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，扩大直接融资比重，优化信贷结构，完善汇率形成机制。	稳健的货币政策要灵活适度。今年广义货币 M2 预期增长 13% 左右，社会融资规模余额增长 13% 左右。	稳健货币政策取得了较好效果。银行体系流动性合理充裕，货币信贷和社会融资规模平稳较快增长，利率水平低位运行，人民币对一篮子货币汇率保持基本稳定，对美元双边汇率弹性进一步增强。2016 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 11.3%；人民币贷款余额同比增长 13.5%，比年初增加 12.65 万亿元，同比多增 9257 亿元；社会融资规模存量同比增长 12.8%。	8.35%	12.80%	238.80%	11.50%
	货币政策要保持稳健		稳健中性的货币政策取得了较好效果，在有效抑制金融体系杠杆的同时，保持了经济平稳较快增长。银行体系流动性中性适度，货币信贷和社会融资规模平稳增长，				

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30227

