

信贷社融 “前高后低” 的逻辑推演

——2020 年信贷和社融展望

宏观专题报告

2019 年 12 月 12 日

报告摘要:

2020 年 M2 和社融同比或呈前高后低的走势。

● 2020 年名义 GDP 和 M2 增速或前高后低

2020 年名义 GDP 和 M2 增速或前高后低。2017 年以来,随着去杠杆的推进, M2 增速和名义 GDP 增速匹配程度较好。名义 GDP 增速 = (1 + 实际 GDP 增速) × (1 + GDP 平减指数) - 1, 根据我们之前对通胀的预测, 2020 年名义 GDP 或前高后低, 导致 M2 增速也呈前高后低走势。

● 预计 2020 年基建融资部分反弹, 房地产和制造业融资疲软, 社融增速较今年下行

预计 2020 年社融增速较今年有所下行。随着金融去杠杆进入下半场, 预计 2020 年社融和 M2 裂口进一步收窄。受益于专项债扩容和资本金比例下调, 2020 年基建投资和融资需求会有一定提升。预计 2020 年房地产销量依旧疲软, 房地产投资增速有下行可能。2020 年来看, 在中国经济乃至全球经济基本面难有较大改善的前提下, 制造业信贷需求可能较为低迷。实体企业可能会出现一定的“不想贷”的现象。

● 表外回表或使 2020 年信贷继续成为社融稳定器

2020 年或将延续表外信贷转表内信贷的趋势。展望 2020 年, 由于《资管新规》将落地, 预计表外信贷将进一步受到挤压, 2020 年将继续延续近两年表外转表内的态势。受益于 LPR 下调的可能, 以及非标转标的利好, 2020 年人民币信贷有望继续维持较高增速。对非标而言, 一方面是《资管新规》落地带来的冲击, 另一方面是房地产融资收紧带来的利空, 2020 年非标可能继续保持负增长。对直接融资而言, 科创板的推进以及政策对发展多层次资本市场的鼓励, 2020 年直接融资占比有望继续维持上升态势。

● 宽货币和宽信用的流动性约束与资本约束

2020 年或需降准两次, OMO 利率应与 MLF 利率联动下调。近几年来外汇储备和央行公开市场投放较为稳定, 2020 年在基础货币不发生大变化的情况下, 需要降准两次。今年下半年来, 银行同业存单发行利率明显回升, 流动性从大行向中小行传导的链条不畅。2020 年要想有效降低实体经济融资成本, 必须想办法降低中小银行同业负债成本, 预计 2020 年 OMO 利率和 MLF 利率会开启联动下调模式。

2020 年非系统性银行存在补资本压力。对银行来说, 存款是成本最低且最稳定的融资来源, 但本轮降息周期仅下调贷款端利率, 并未下调存款端利率, 这会导致商业银行存贷利差变窄, 进而影响其内源融资增速, 进一步下压了其一级资本金增长速度。假定银行资本补充速度不变, 2020 年贷款高增长会加大银行经营风险。2020 年应该大力推进永续债发行力度, 降低其发行门槛, 提高其流动性。缓解非上市中小银行补资本压力。

● 货币政策和利率债展望

2020 年货币政策和利率债展望。2020 年 1 月 CPI 高点之后央行或继续下调 MLF 利率, 引导 LPR 下行。利率债方面, 2020 年 M2 和社融的剪刀差或进一步收窄, 资本约束下中小银行会提高对利率债的配置需求, 一季度之后十年期国债利率或开启下行之路。

风险提示: 房地产投资增速超预期下行、CPI 高点持续时间超预期、金融风险导致银行不良贷款率大幅上升等。

民生证券研究院

分析师: 解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127665

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理: 毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

研究助理: 付万丛

执业证号: S0100119080008

电话: 010-85127665

邮箱: fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

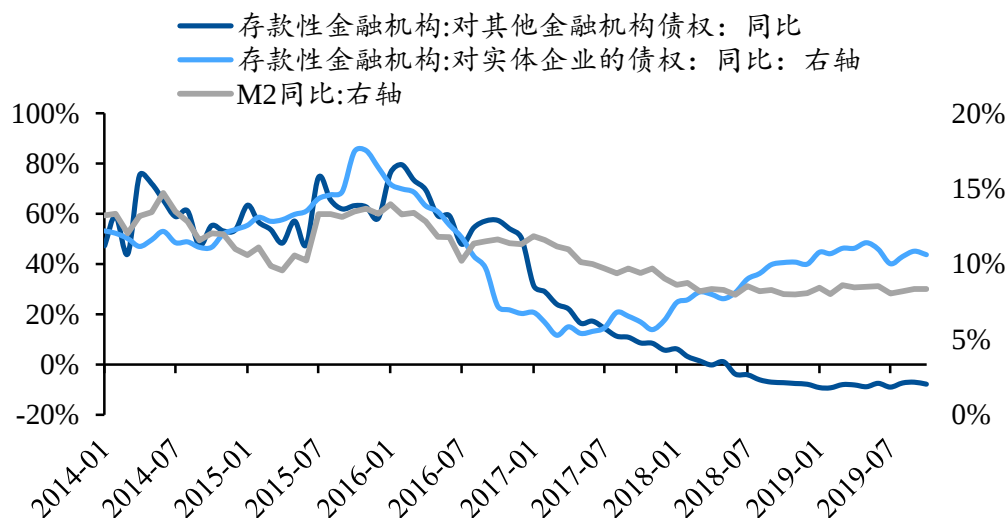
1. 2020 年 M2 增速可能呈“前高后低”的走势	3
1.1 金融去杠杆使 M2 和名义 GDP 增速匹配程度上升	3
1.2 “猪周期”或导致 2020 年名义 GDP 增速前高后低	4
2. 2020 年基建融资有反弹空间，房地产和制造业融资较为疲软	5
2.1 社融和 M2 增速背离的原因和走势	5
2.2 房地产融资不容乐观	8
2.3 基建融资有一定反弹空间	9
2.4 制造业融资预计继续疲软	10
3. 表外回表或使 2020 年信贷继续成为社融稳定器	11
3.1 去杠杆导致表外信贷回表	11
3.2 2020 年社融和人民币贷款增速预测	13
4. 宽货币和宽信用的流动性约束与资本约束	14
4.1 2020 年或需降准两次，OMO 利率应与 MLF 利率联动下调	14
4.2 2020 年非系统性银行存在补资本压力	15
5. 2020 年金融数据预测和展望	17
风险提示	18

1. 2020 年 M2 增速可能呈“前高后低”的走势

1.1 金融去杠杆使 M2 和名义 GDP 增速匹配程度上升

金融去杠杆进入下半场，M2 增速下降幅度收窄。2017 年来 M2 增速明显下降，很大程度是外汇占款下降和金融去杠杆政策导致的。外汇占款下降缩减了货币供应量，金融去杠杆使流向金融机构的同业资金大幅下降，而这部分资金计入 M2 但不计入社融。但随着金融去杠杆进入下半场，今年以来 M2 增速下降幅度有所收窄。

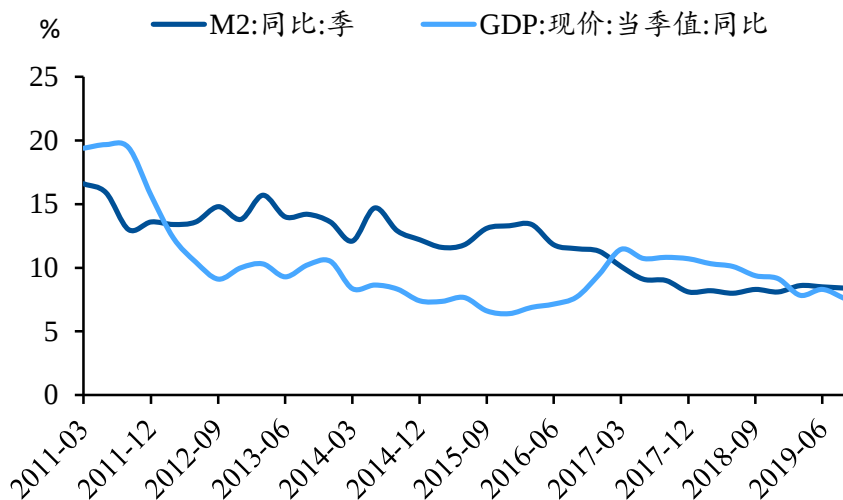
图 1：2017 年以来金融去杠杆取得很大成效，M2 增速有所下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

金融去杠杆使 M2 和名义 GDP 匹配程度上升。2017 年以来，随着去杠杆的推进，M2 增速和名义 GDP 增速匹配程度较好。特别是今年来 M2 和名义 GDP 走势比较吻合。预计 2020 年 M2 增速和名义 GDP 增速会继续保持较匹配的态势。预测 2020 年 M2 增速需预测 2020 年名义 GDP 走势。

图 2：金融去杠杆使 M2 和名义 GDP 匹配程度上升

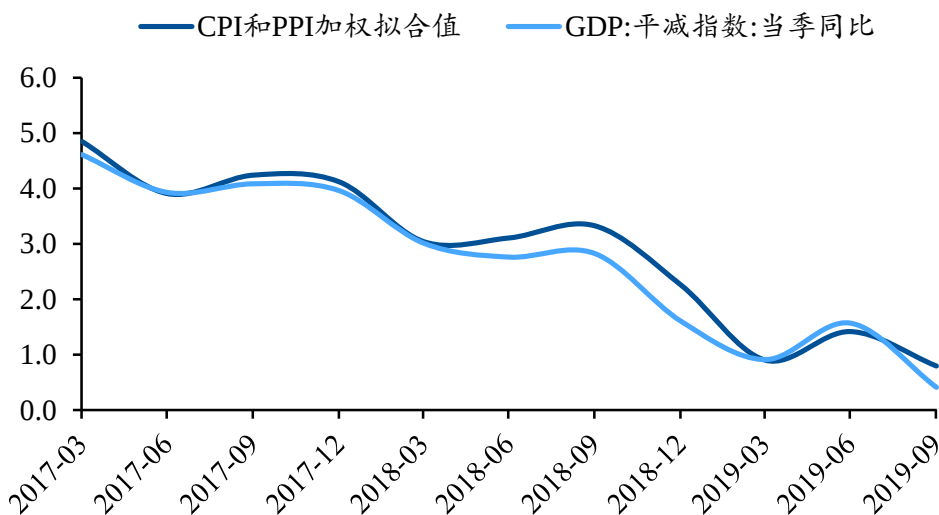


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 “猪周期”或导致 2020 年名义 GDP 增速前高后低

2020 年名义 GDP 增速或前高后低。名义 GDP 增速 = $(1 + \text{实际 GDP 增速}) \times (1 + \text{GDP 平减指数}) - 1$ ，因此，判断 2020 年名义 GDP 走势，一方面要判断 2020 年实际 GDP 走势，另一方面要预测 2020 年 GDP 平减指数走势。如图 2 所示，取 CPI 权重为 43%，PPI 权重为 57%，拟合的值与 GDP 平减指数走势较为吻合。

图 3：可以用 CPI 和 PPI 加权拟合值来预测 GDP 平减指数

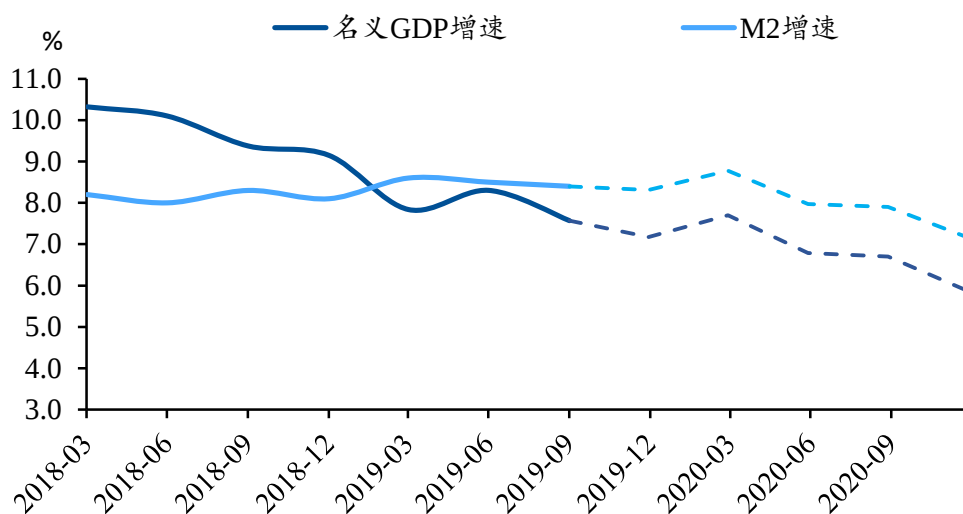


资料来源：Wind，民生证券研究院

2020 年名义 GDP 和 M2 增速或前高后低。之前我们的报告《为什么我们认为猪肉权

重难以下降？——暨 2020 年通胀形势展望》对 2020 年 CPI 和 PPI 做出预测，根据预测拟合 2020 年 1—4 季度 GDP 平减指数分别为 1.61%、0.84%、0.66%、-0.12%；对应的名义 GDP 分别为 7.70%、6.79%、6.50%、5.67%，2020 年名义 GDP 增速呈前高后低的走势。对 M2 而言，受名义 GDP 增速下行影响，M2 增速也呈现前高后低的态势，但由于预计 2020 年货币政策小幅宽松，且近年来外汇占款较为稳定，受经济基本面影响较小，M2 增速下行幅度会小于名义 GDP 增速下行幅度。预计 2020 年 1—4 季度 M2 增速分别为 8.5%、8.2%、8.1%、7.8%。

图 4：根据 2020 年 CPI 和 PPI 预测值预测 2020 年名义 GDP 增速和 M2 增速



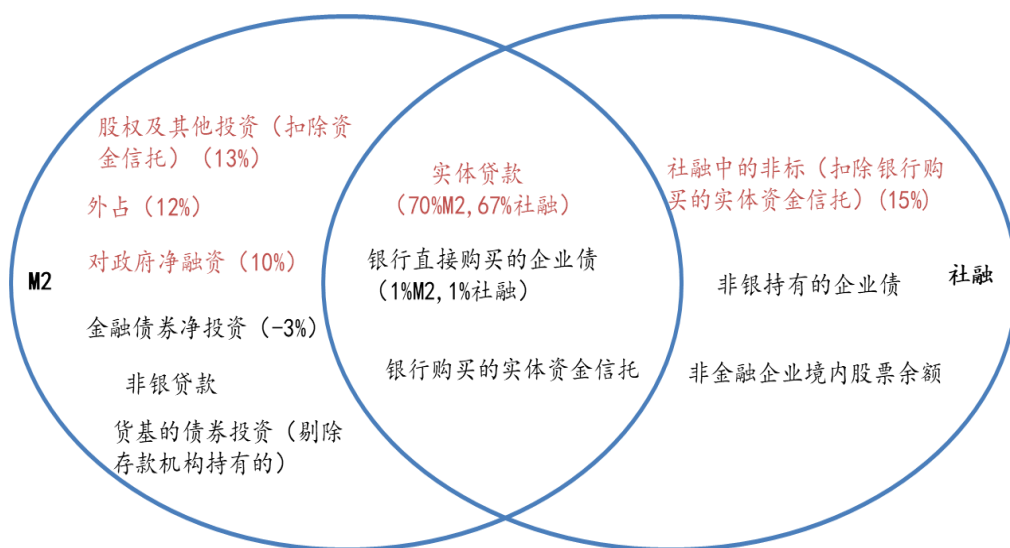
资料来源：Wind，民生证券研究院

2. 2020 年基建融资有反弹空间，房地产和制造业融资较为疲软，社融增速预计较今年有所下行

2.1 社融和 M2 增速背离的原因和走势

M2 和社融统计口径不同。M2 和社融都包括实体贷款、银行购买的企业债和实体资金信托，区别在于：股权和其他投资、外汇占款、对政府净融资、非银贷款等项目计入 M2 不计入社融。非标、非银金融机构持有的企业债和非金融机构境内股票余额计入社融不计入 M2。

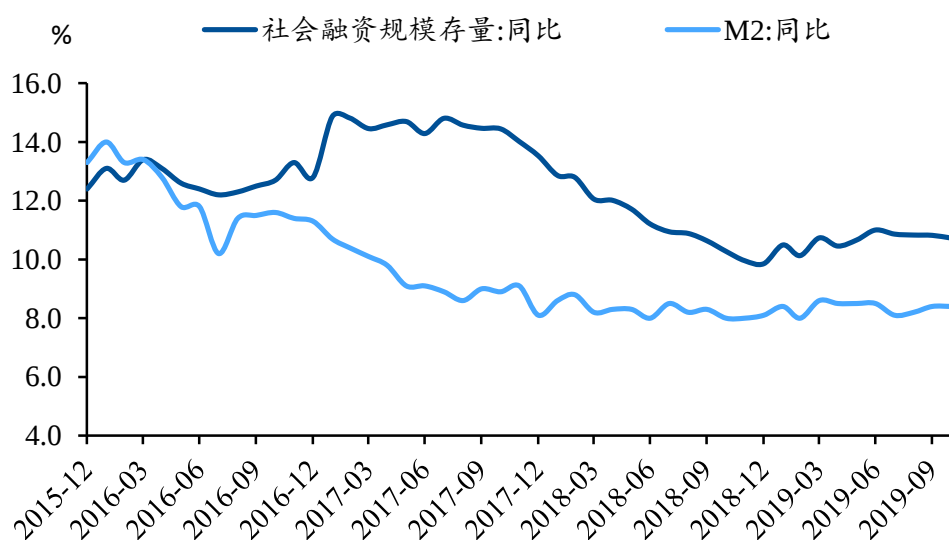
图 5： M2 和社融统计口径不同



资料来源：Wind，民生证券研究院

2017 年以来社融增速和 M2 增速长期背离。由于统计口径不同，2017 年金融去杠杆期间，由于同业贷款规模被大幅压缩，导致 M2 增速相较社融增速明显下降。2018 年期间，由于实体部门开始去杠杆，非标和非银机构持有的高风险信用债规模开始收缩，而外汇占款和同业负债较为稳定，社融增速相对 M2 增速明显下降。今年以来，随着去杠杆政策的调整，非标增速和非银贷款增速下降趋势有所缓解，社融和 M2 增速相对比较稳定。

图 6：2016 年以来社融增速和 M2 增速长期背离

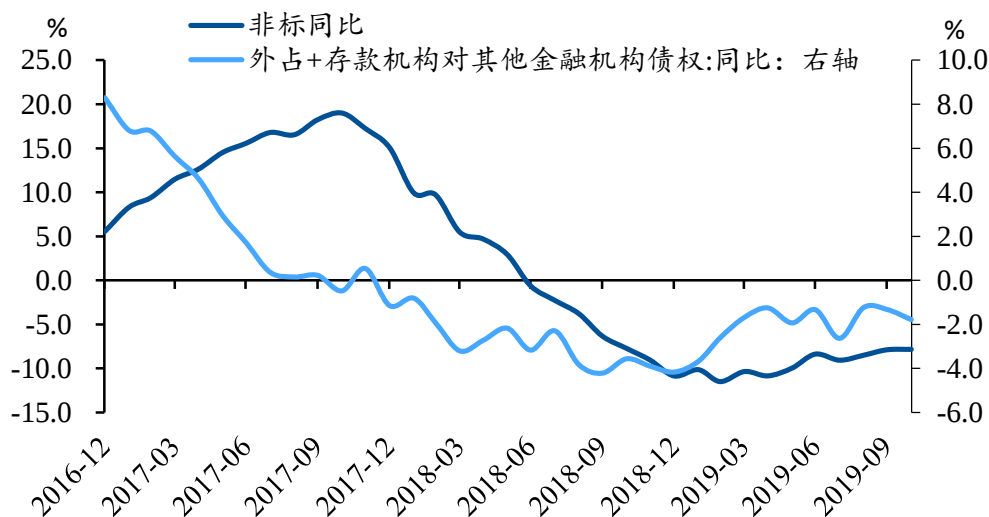


资料来源：Wind，民生证券研究院

金融去杠杆和实体去杠杆力度差异是 M2 和社融裂口原因之一。由于统计口径不同，2017 年金融去杠杆期间，由于同业负债规模被大幅压缩，且外汇占款有一定下降，导致 M2 增速相较社融增速明显下降。2018 年期间，由于实体部门开始去杠杆，非标和非银机

构持有的高风险信用债规模开始收缩，而外汇占款较为稳定，社融增速相对 M2 增速明显下降。今年以来，随着去杠杆政策的调整，非标增速和非银贷款增速下降趋势有所缓解，社融和 M2 增速相对比较稳定。

图 7：M2 和社融增速下降分别与金融去杠杆和实体去杠杆有关

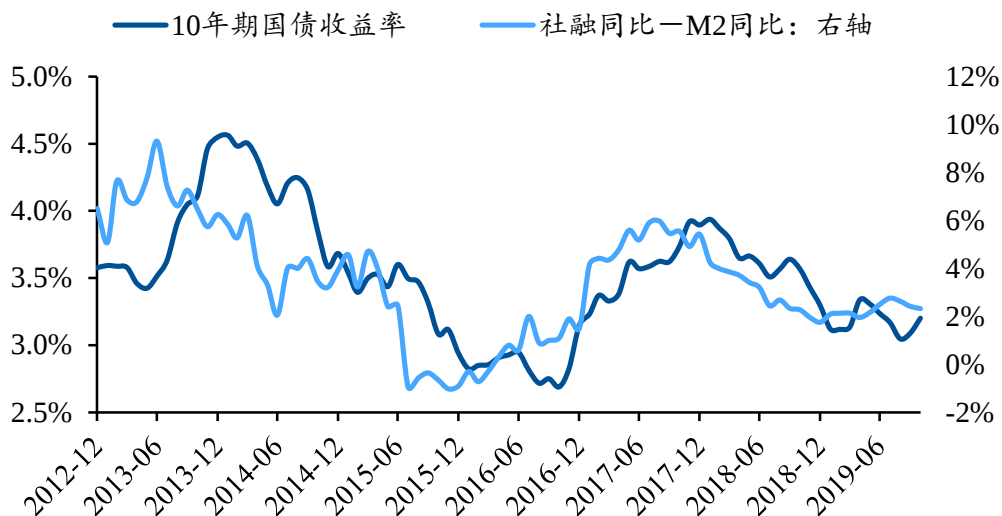


资料来源：Wind，民生证券研究院

预计 2020 年社融增速和 M2 增速裂口有所收窄。展望 2020 年，由于 2020 年是《资管新规》落地的最后一年，预计会有一部分表外贷款转为表内，净值化管理对非标资产提出一定要求，非标净融资继续为负，带动社融增速下移。对 M2 而言，由于外汇占款和同业负债较为稳定，M2 与社融增速裂口有所收窄。

可以用 M2 与社融裂口来预判国债收益率变动。社融主要反映实体企业融资需求，M2 主要反映金融机构货币供应量，当社融增速—M2 增速走阔时，反映实体企业融资需求强于金融机构资金供给，此时国债收益率走高；当社融增速—M2 增速收窄时，反映实体企业融资需求弱于金融机构资金供给，此时国债收益率下降。

图 8: M2 与社融裂口与国债收益率成正比

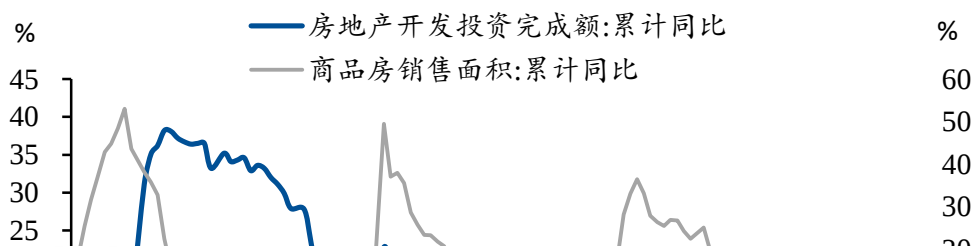


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.2 房地产融资不容乐观

2020 年房地产投资不容乐观。当前我国商品房销售已进入下行周期，叠加房地产调控趋严，今年以来房地产销量较为疲软。2020 年来看，货币政策预计小幅宽松，但个人住房贷款难有较大幅度下调，对房价和商品房销量提振作用有限。预计 2020 年房地产销量依旧疲软，房地产投资增速有下行可能。

图 9: 商品房销量下行压力较大，2020 年房地产投资不容乐观:



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_8426

