当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？

2020 年 12 月 17 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

事件

- 当前各大机构对均公布了对 2021 年社融规模的展望，预测增速分布在 10%至 13%的区间内。

观点

- **稳杠杆下社融增速放缓成为共识，如何预测明年社融增速成为宏观研究的“必修课”。**在本文中我们提供一个简单的宏观测算方法。该测算方法主要利用社融，名义 GDP 和杠杆率之间的稳定关系，并对 2020 年社融增速和今明两年名义 GDP 的增速进行合理假设。

- **脱离经济增长和杠杆率变化的情景来谈论社融增速是不合理的。**通过测算我们发现，2020 年第四季度杠杆率或持稳在 270%左右，在明年杠杆率变化在 0~3%，名义 GDP 增长 10~11%的假设下，自洽的社融增速在 10%至 12.4%之间。我们在年度展望中预测 2021 年社融增速达 10.5%~10.6%，背后是基于杠杆率不变、名义 GDP 增速为 10.5%的保守假设。

- **参数假设的偏差会不会造成社融估算结果产生较大偏离？**在参数敏感性方面，明年名义 GDP 增速和杠杆率变化的预测对社融预测的影响最大，但 2020 年社融增速和 GDP 增速的偏差对结果的影响较小。

- **2021 年还有什么值得期待的“意外”？**关注明年非金融企业境内股票融资，该工具能够在不提高杠杆率的情况下边际改善社会融资规模。

- **风险提示：**社融、GDP 和杠杆率之间的稳定关系失灵；2021 年中国经济表现超预期；2021 年货币政策超预期收紧导致杠杆率大幅下降

相关研究

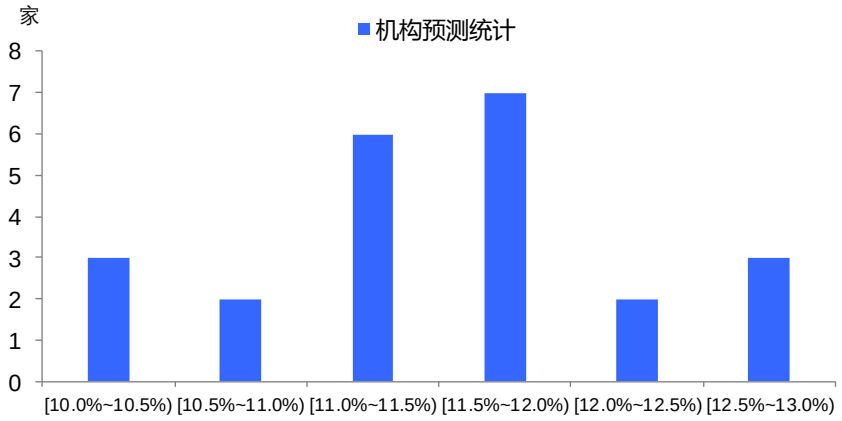
1、《宏观点评 20201215：意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评》2020-12-15
2、《宏观点评 20201215》2020-12-15
3、《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济》2020-12-11
4、《宏观点评 20201209：信用债遇冷，但社融见顶仍存疑》2020-12-10
5、《宏观点评 20201209：CPI 转负之后怎么看？》2020-12-09

请务必阅读正文之后的免责声明部分

经历了信贷大幅扩张的 2020 年，稳杠杆和防风险成为 2021 年货币政策最重要的“底色”，社会融资规模增速放缓已是市场共识，而对于具体增速的预测成了众多宏观固收研究的“必修课”。从预测结果来看，11%至 12%的增速是较为“安全”的区域，乐观的机构充满信心地写下 12.6%，而悲观的则低至 10%。

当然不同的机构使用的方法和角度不同，本篇报告中我们通过介绍一种宏观的测算方法来剖析不同预测值背后的隐藏的不同的宏观假设和意义，并对不同的“稳杠杆“情景进行敏感性分析。

图 1：对于 2021 年社融增速预测的市场统计



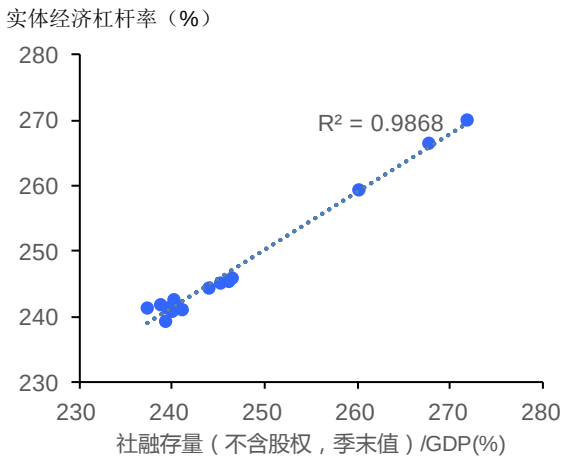
数据来源：慧博投研资讯，东吴证券研究所

1. 核心关系和主要假设

我们测算方法的主要切入方向是自上而下，使用的核心关系是**社融存量和名义 GDP 决定宏观杠杆率**。从历史上看，这一结论无论是对于整体实体经济，还是对于私人非金融部门都符合，需要说明的是整体的实体经济杠杆和不含股权的社融存量密切相关，而私人部门杠杆则与剔除股权和政府债券的社融关系紧密。因此这一方法的核心就是**通过宏观杠杆率目标和预测的名义 GDP 来推算社融规模**。

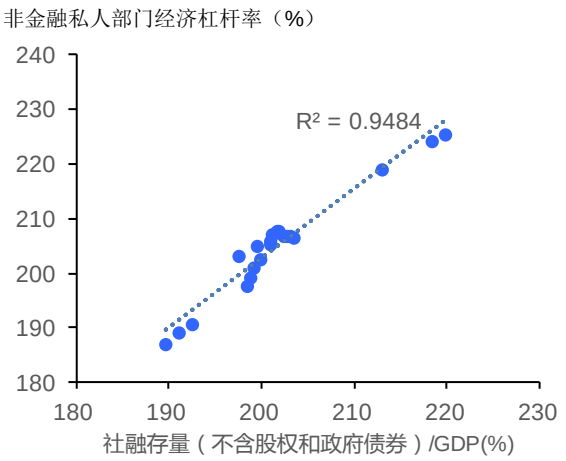
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：社融存量/GDP 与杠杆率密切相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：社融存量/GDP 与杠杆率密切相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

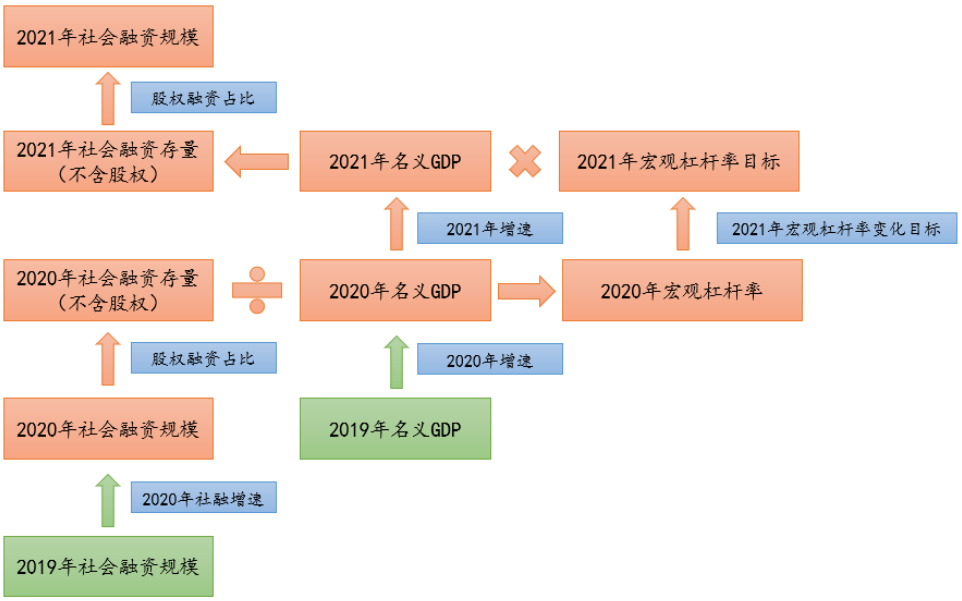
我们知道什么？需要假设什么？我们知道 2019 年的名义 GDP，2020 年 11 月及之前的社融存量，社融存量、GDP 和杠杆率之间存在的模型关系。为了求得 2021 年社融存量，我们需要估算和假设：

- 2020 年社融增速，社融存量中股权融资占比；
- 2020 年和 2021 年名义 GDP 增速；
- 2021 年央行能够容忍的杠杆率变化目标。

2020 年 11 月社融数据公布之后（同比 13.6%），多数机构认为社融增速在 10 月（13.7%）已经见顶，我们认为 12 月新增政府债券仍有空间，社融同比增速较 11 月更高、甚至可能再次触及 13.7%，因此**将 2020 年社融增速设为 13.65%**。非金融企业境内股票融资占社融的比例整体波动不大，2015 年 3 月以来最高为 3.7%，最低为 2.8%，**2020 年预计占比约为 2.9%，2021 年暂时假设不变**。对于名义 GDP 增速，我们预计 **2020 年可达 2.7%，2021 年增速区间为 10%～11%**。2021 年央行能够容忍的**杠杆率变化区间暂时假设为 0~3%**（暂时不考虑降杠杆的可能）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：2021 年社融存量计算的基本过程和要素



注：绿色为已知，红色为未知，蓝色为假设

数据来源：东吴证券研究所绘制

2. 我们的估算结果

2020 年宏观杠杆率约为 270.22%。第四季度宏观杠杆率基本保持稳定的主要原因在于经济超预期强势复苏，而社融增速未创下新高。

我们将 2021 年名义 GDP 的增速分为 10%，10.5%和 11%三种情况。有趣的是杠杆率变化在 0~3%之内，**社融增速的估算范围为 10%~12.37%**，正好与图 1 统计的机构预测范围大致相当。在年度展望中，我们展示的是较为保守的估计：宏观杠杆率不变，经济增速取中值，则 2021 年社融增速大致为 10.5%。

当然值得注意的是图 5 中某些估算值是不合理的。一般而言，除了经济危机时期，信贷增速越快，经济增速也会更快，所以图中从左上至右下的“对角线”附近的数值更为符合常识。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2021 年不同增速预测和杠杆率变化下的社融增速

	2021 年名义 GDP 增速		
杠杆率变化	10%	10.5%	11%
0%	10.00%	10.50%	11.00%
1%	10.45%	10.96%	11.46%
2%	10.91%	11.41%	11.92%
3%	11.36%	11.87%	12.37%

注意：2020 年和 2021 年名义 GDP 增速设置为 2.7%h 和 10.5%.

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 什么因素会造成估算发生较大偏差？

理论上，所有假设的参数都会影响估算的结果，但是不同参数对结果的影响程度存在较大差异。我们结合图 5 至 7 中的变化数据不难发现，对 2021 年估算影响最大的因子是对于 2021 年名义 GDP 增速的预测（图 5 中 2021 年名义 GDP 增速变化 1%，估算的社融增速也大致通向变动 1%），其次是杠杆率的变化，而 2020 年经济增速和社融增速预测偏差的影响较小。

此外值得注意的是境内股票融资，在基于上述假设的测算中 2021 年新增股票融资未超过 1 万亿，占比偏小。易纲行长在《建设现代中央银行制度》中明确表示要“改善融资结构，大力发展债券市场和多层次资本市场，提高直接融资比重”，**作为能够增加社融规模且不提高杠杆率的重要融资工具**，2021 年股票融资的增长值得额外的期待。

图 6：2020 年不同增速预测和杠杆率变化下的社融增速

	2020 年名义 GDP 增速		
杠杆率变化	2%	2.5%	3%
1%	10.953%	10.955%	10.957%
2%	11.406%	11.410%	11.415%
3%	11.858%	11.865%	11.872%

注：2021 年 GDP 增速设为 10.5%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

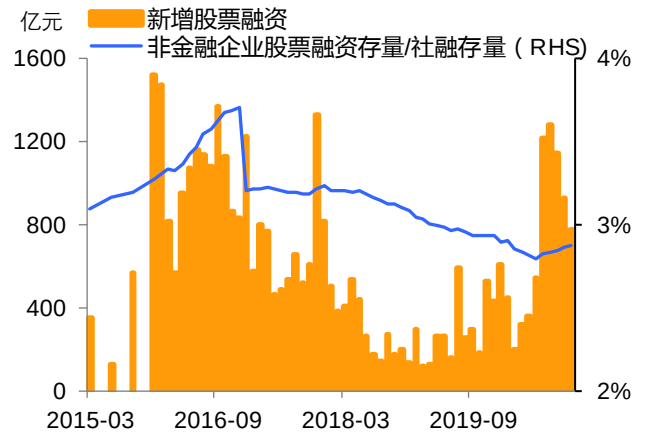
图 7：2020 年不同社融增速预测和杠杆率变化下的社融增速

	2020 年社融增速		
杠杆率变化	13.5%	13.75%	14%
1%	10.957%	10.956%	10.955%
2%	11.413%	11.411%	11.409%
3%	11.870%	11.867%	11.864%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

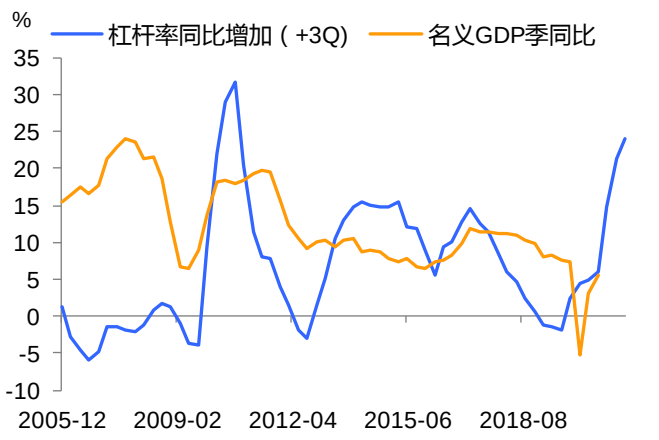
最后，我们还是要对该估算方法的缺点和漏洞做必要的提示。该模型最大的问题在于估算过程割裂了某些重要经济变量之间的内在联系，例如在设定 GDP 增速情况下计算社融增速，可能会忽视两者之间复杂的内在联系，另外宏观杠杆率的变化对于名义 GDP 增长也有一定指示作用，所幸作用存在时滞，对于我们上述分析的短期影响可控。

图 8：股票融资当前在社融中占比较小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：宏观杠杆率变化对于名义 GDP 增长有领先关系



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

社融、GDP 和杠杆率之间的稳定关系失灵；2021 年疫情反复、海外经济复苏受挫拖累中国经济；2021 年疫苗进展迅速，全球经济复苏力度强劲，中国经济反弹超预期；2021 年货币政策超预期收紧，导致杠杆率大幅下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

