

分析师: 林思闪

登记编码: S0730519050004

linss@ccnew.com 021-50586971

金融深化溯源与股市融资比重提升

——策略专题

证券研究报告-宏观策略

发布日期: 2020年05月29日

相关报告

《策略报告: 凝心聚力, 以保促稳-2020年政府工作报告点评》 2020-05-22

投资要点:

- 2008年金融危机政府出台了4万亿投资刺激经济, M2/GDP开始上行。2010年往后, 15-64岁劳动力总人口出现拐点, 趋势走平, GDP增速跟随资本形成总额的下滑逐季下行。从2010年至2016年由于GDP下滑速度快于M2, M2/GDP持续抬升至货币发行额超过国内生产总值的两倍。
- 以M2同比-GDP现价累计同比代表多余的流动性变化率, 与商品房销售额累计同比的走势趋同, 说明有部分货币超发流向了房地产市场。商品房销售额占多余流动性的比例在12%-22%区间波动, 趋同于房地产投资增速。另外, 为衡量资金投资股市的积极性, 从沪深股市总流通市值占M2的比重与万得全A具有很高的拟合度看, 股市对资金的吸引力显然取决于大盘的走势。
- 2017年至2018年在去杠杆的政策指引下, 实体经济杠杆率下行, M2/GDP亦拐头向下。2019年以来在货币和社融增速要同经济发展相匹配的政策要求下, 稳杠杆成为重要的政策基调, M2/GDP企稳走平。今年受疫情影响, 后续更大力度的逆周期调控政策会陆续出台, M2/GDP将继续上升。后续应无需过于担忧通胀风险, 但随着主要经济指标回归正常区间, 下半年货币政策面临边际收紧的风险。
- 从中长期视角看, 截止2018年末, 我国的金融深化指标M2/GDP为199%, 当年底上市公司总市值/GDP为47%, 横向比较发达国家和地区来看, 中国大陆货币发行总体量大, 仅次于中国台湾, 远高于美国德国, 但股票市场总市值占比GDP相对货币总体量是最低的。
- 从发展直接融资的必要性看, 一方面, 科技类新兴产业由于不少是轻资产的民营企业, 并且有更长的盈利周期, 导致从银行抵押贷款受限, 会面临融资难问题; 另一方面, 截止2019年底我国非金融企业部门杠杆率为149.3%, 相比发达经济体91.7%的杠杆率, 明显偏高。
- 从目前的政策导向看, 我国在积极发展资本市场, 提高直接融资占比。从2019年科创板落地, 证监会修改“上市公司重大资产重组管理办法”, 到2020年创业板加快推进注册制改革, 再融资新规发布等, 随着IPO加速, 再融资条件放松, 资本市场资金需求量将持续增加。从资金供给的角度看, 政策在放开境内证券投资的额度限制, 积极创造条件畅通公募、养老金、银行理财等尤其是中长期资金入市渠道。

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

风险提示: 经济下滑超预期, 政策推进不及预期, 资金空转, 海外黑天鹅

内容目录

1. 2008-2019 年的金融深化程度溯源	3
2. 提高股市融资比重是大势所趋，中长期利好券商股	7

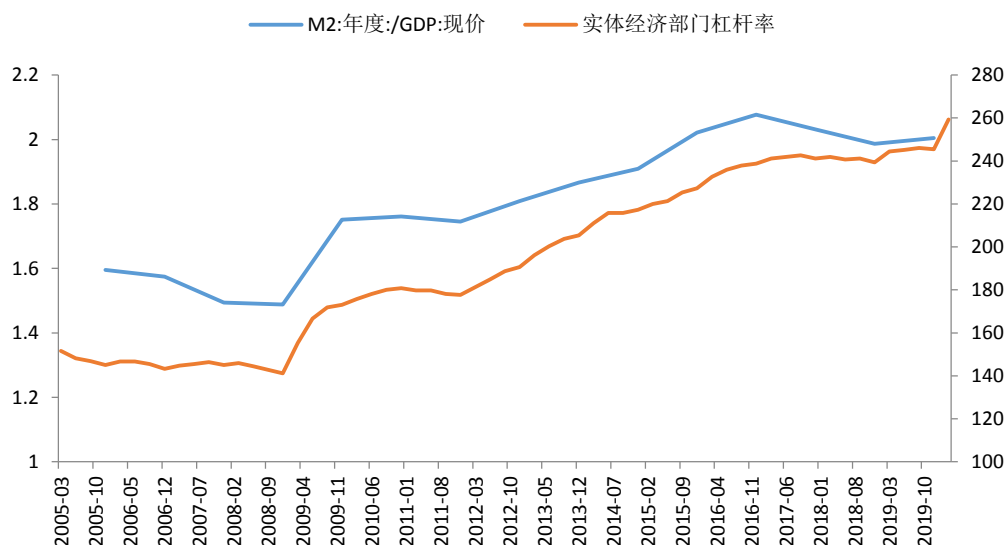
图表目录

图 1: 实体经济部门杠杆率与 M2/GDP 走势趋同	3
图 2: 08 年 4 万亿刺激 m2 社融大幅回升	3
图 3: 商品房销售带动地产投资回暖	3
图 4: 劳动力人口从 2010 年起现拐点	4
图 5: GDP 增速跟随资本形成总额的下滑逐季下行	4
图 6: 多余流动性与商品房销售额增速相关	4
图 7: 商品房销售额占多余资金比例趋同地产投资增速	4
图 8: 沪深股市总流通市值占 M2 的比重与万得全 A 具有很高的拟合度	5
图 9: 2018 年实体经济去杠杆表外业务收缩	5
图 10: 疫情导致核心 CPI 保持低迷	6
图 11: 中美利差维持历史高位	6
图 12: 今年 4 月新增社融同比增量拆分	6
图 13: 中国企业杠杆率过高	8
图 14: 非银 PB 估值位于 2009 年以来底部分位	8
表 1: 国内股票市场融资占比低于更发达经济体	7

1. 2008-2019 年的金融深化程度溯源

从 2008 年起 M2/GDP 开始持续上行，至 2017-2018 年去杠杆使得 M2/GDP 拐头向下，2019 年稳杠杆，2020 年 5 月 22 日两会政府工作报告提出要“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，今年 M2/GDP 将有所提升，而实体经济部门杠杆率与 M2/GDP 走势趋同，经济整体负债率也将上行。

图 1：实体经济部门杠杆率与 M2/GDP 走势趋同



资料来源：Wind, 中原证券

2008 年金融危机政府出台了 4 万亿投资刺激经济，M2 同比从 2008 年底的 14.8% 上升到 2009 年 11 月的 29.74% 史上最高，社融规模存量同比从 2008 年底 20.5% 上升到 2009 年 12 月史上最高 34.8%，2009 年上半年基建投资先大幅回升，从 2008 年底的 20.35% 飙升到 2009 年 6 月最高 50.78% 的历史顶峰，对冲了房地产投资增速的剧烈下滑，随后商品房销售面积回暖，增速从 2008 年底的 19.7% 升至 2009 年 11 月 53% 的高峰，带动接下来地产投资增速从 2009 年 2 月 -0.3% 的底部回升到 2010 年 5 月的最高值 38.2%。随着经济企稳复苏，为防止经济过热，2010 年开始政策转向，开启升准升息，结束了这轮经济刺激。

图 2：08 年 4 万亿刺激 m2 社融大幅回升

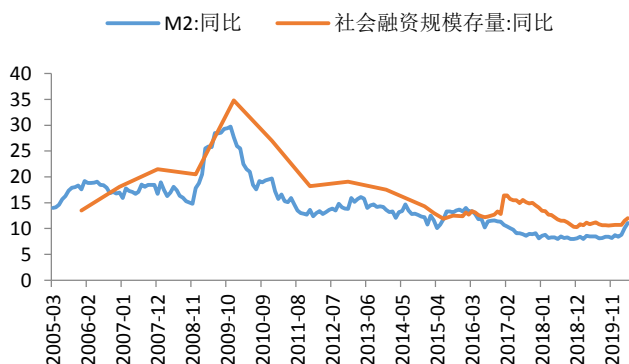
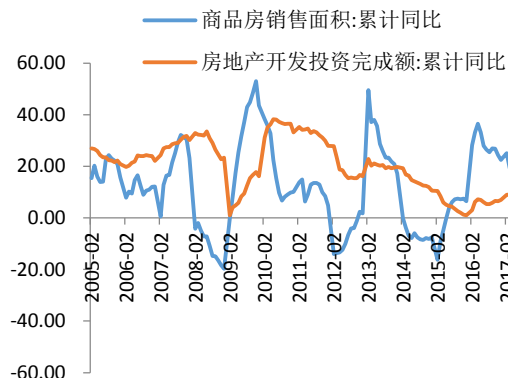


图 3：商品房销售带动地产投资回暖

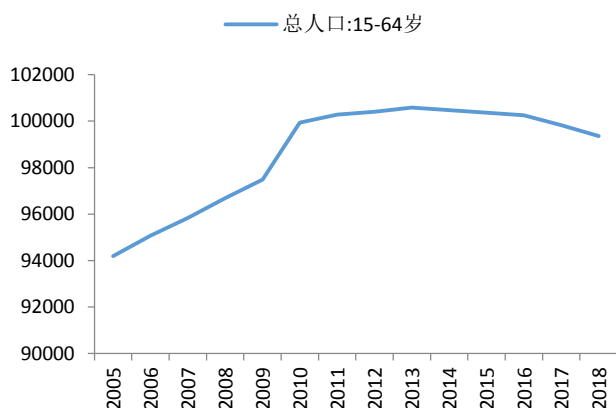


资料来源: Wind, 中原证券

资料来源: Wind, 中原证券

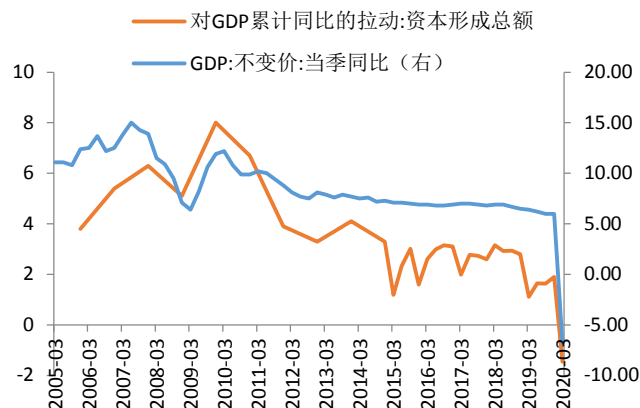
2010 年往后, 15-64 岁劳动力总人口出现拐点, 趋势走平, GDP 增速跟随资本形成总额的下滑逐季下行。从 2010 年至 2016 年由于 GDP 下滑速度快于 M2, M2/GDP 持续抬升, 从 2011 年的 1.75 逐年上升至 2016 年的最高值 2.08, 货币发行额超过国内生产总值的两倍。实体经济部门杠杆率从 2011 年 177.7% 上升到 2016 年 238.8%, 其中非金融企业部门杠杆率 2011 年/2016 年分别是 118.2%/157.6%, 居民部门是 27.9%/44.7%, 政府部门是 31.6%/36.5%。以 M2 同比-GDP 现价累计同比代表多余的流动性变化率, 与商品房销售额累计同比的走势趋同, 说明有部分货币超发流向了房地产市场。商品房销售额占多余流动性的比例在 12%-22% 区间波动, 趋同于房地产投资增速。另外, 为衡量资金投资股市的积极性, 从沪深股市总流通市值占 M2 的比重与万得全 A 具有很高的拟合度看, 股市对资金的吸引力显然取决于大盘的走势。

图 4: 劳动力人口从 2010 年起现拐点



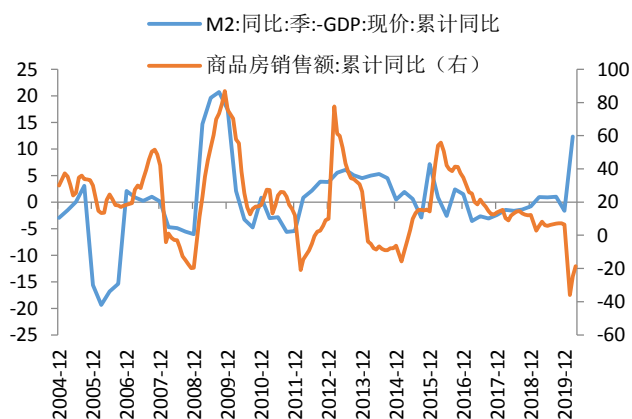
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: GDP 增速跟随资本形成总额的下滑逐季下行



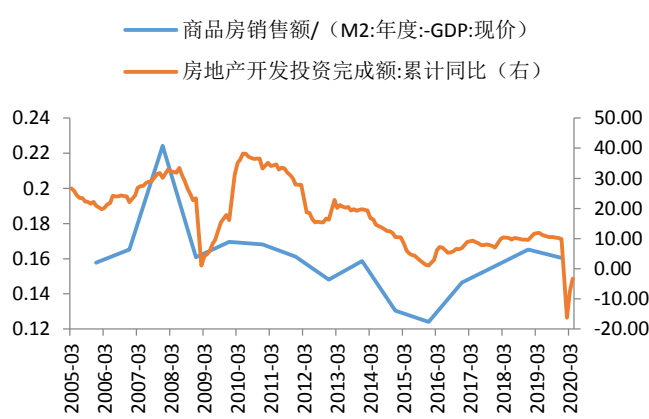
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 多余流动性与商品房销售额增速相关



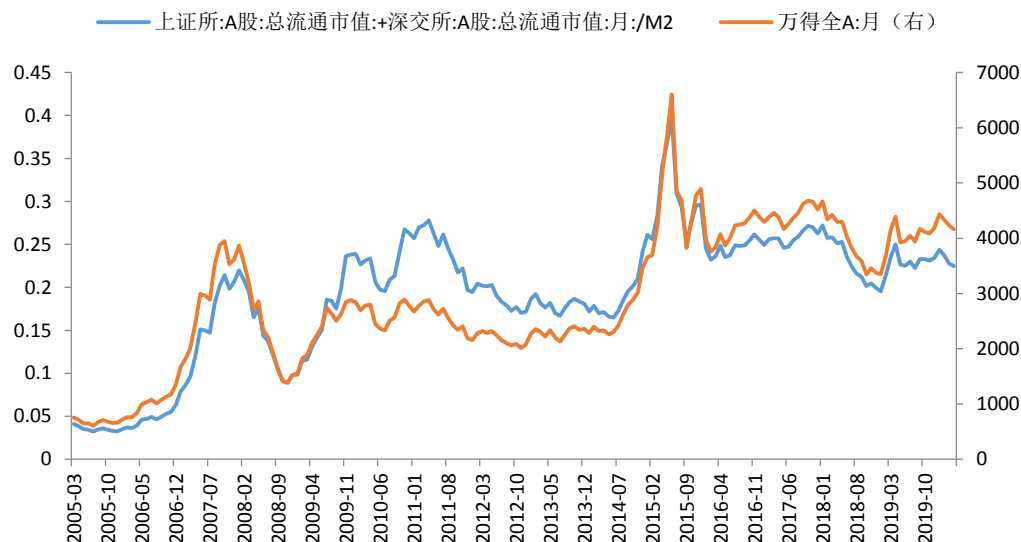
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 商品房销售额占多余资金比例趋同地产投资增速



资料来源: Wind, 中原证券

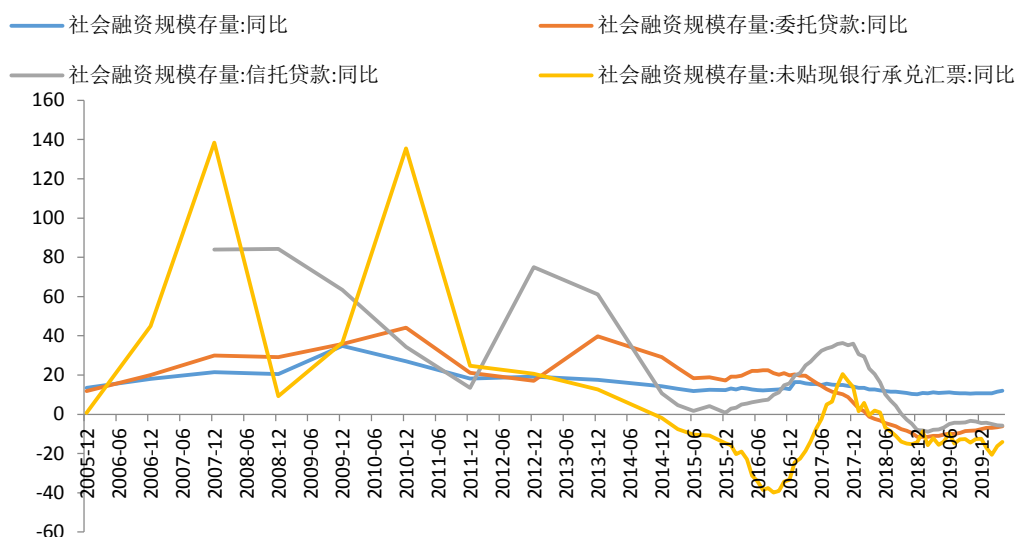
图 8: 沪深股市总流通市值占 M2 的比重与万得全 A 具有很高的拟合度



资料来源: Wind, 中原证券

2017 年至 2018 年在去杠杆的政策指引下，实体经济杠杆率下行，M2/GDP 亦拐头向下。从杠杆率分项看，主要是非金融企业部门去杠杆，政府部门杠杆率保持平稳，居民部门仍在稳定地加杠杆。2017 年金融去杠杆，M2 增速从 2016 年底 11.3% 显著下行至 2017 年底 8.1% 的历史新低，2018 年实体经济去杠杆，社融表外业务收缩，带动社会融资规模总量增速从 2017 年底 14.08% 下降到 2018 年 12 月 10.26% 的历史新低，期间 M2 同比保持底部盘整。之后，在房地产调控不放水，货币和社融增速要同经济发展相匹配的政策要求下，2019 年以来稳杠杆成为重要的政策基调，M2/GDP 企稳走平。

图 9: 2018 年实体经济去杠杆表外业务收缩



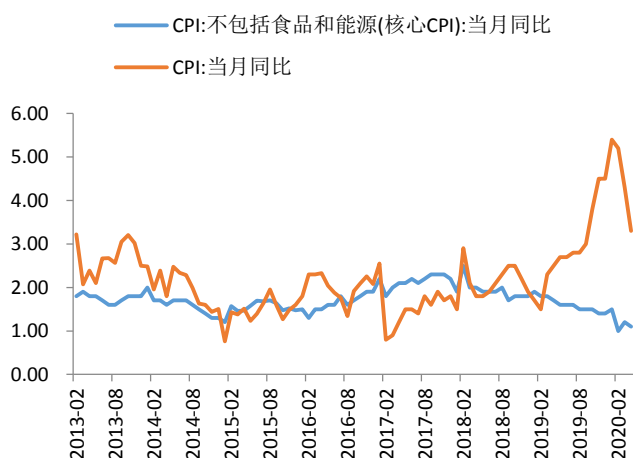
资料来源: Wind, 中原证券

今年受疫情影响经济停滞，截止目前政策层面已多次出台降准降息等举措支持复工复产，从 4 月经济数据来看，经济相对 1 季度明显反弹，但依然处于负增长区间。加上 4 月核心 CPI 位于 1.1% 的低位，中美利差位于历史最高位，这为进一步打开货币政策空间留有余地。4 月

17 日政治局会议指出，“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，5 月 22 日的两会政府工作报告延续了更加积极的定调“积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度”，后续更大力度的逆周期调控政策会陆续出台，M2/GDP 将继续上升。

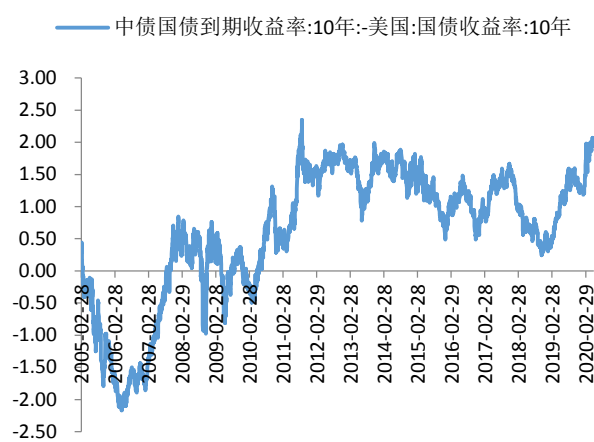
从 4 月社融资金投向看，同比增量主要集中在银行信贷，特别是短期贷款和票据融资，以及企业债券方面，表外融资总体较为平稳。本次政府工作报告提到，要“防止资金空转套利”，“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。从今年 CPI 涨幅目标 3.5% 看，随着猪价下行和疫情防控常态化，需求难以全面回升，加上房价地价保持平稳，后续应无需过于担忧通胀风险，但随着主要经济指标回归正常区间，下半年货币政策面临边际收紧的风险。

图 10: 疫情导致核心 CPI 保持低迷



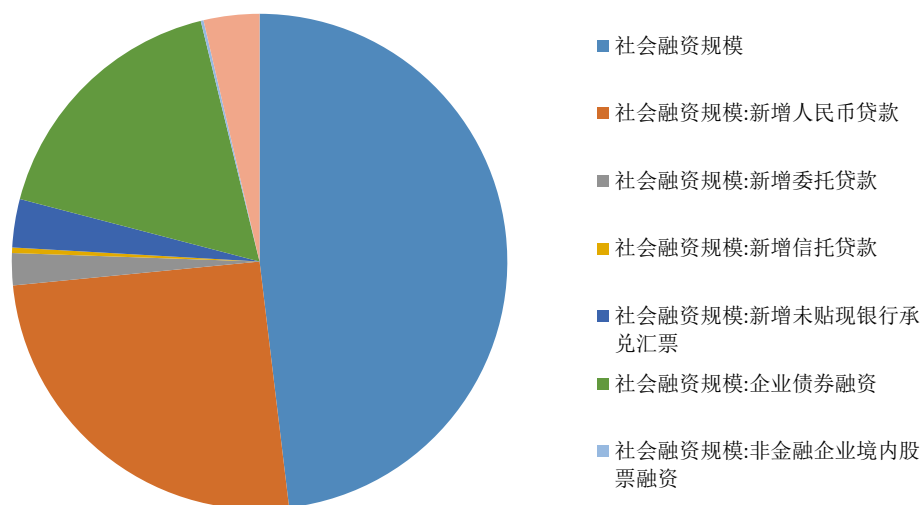
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 中美利差维持历史高位



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 今年 4 月新增社融同比增量拆分



资料来源: Wind, 中原证券

2. 提高股市融资比重是大势所趋，中长期利好券商股

从中长期视角看，房价大幅上涨的时代已经过去，我国股权融资占比会不断加大。横向比较发达国家和地区来看，根据数据的完备性，截止 2018 年末，我国的金融深化指标 M2/GDP 为 199%，当年底上市公司总市值/GDP 为 47%，（沪深股市总市值+港股总市值）/（GDP+香港 GDP）为 74%，美国（M2/GDP）和（上市公司总市值/GDP）分别是 70.2%/148.2%，德国是 90.4%/44.5%，日本是 185.4%/106.6%，韩国是 142.6%/87.3%，中国台湾是 239.4%/174.2%。可以看出，中国大陆货币发行总体量大，仅次于中国台湾，远高于美国德国，但股票市场总市值占比 GDP 相对货币总体量是最低的，即国内股票市场融资占比不足金融发展指数的四分之一。美国由于国外上市公司多，股票市场总市值超过货币发行量；德国虽然股票市值占比仅 44.5%，但货币发行量与 GDP 总体相匹配，并且略低于 GDP 总量，M2/GDP 为 90.4%，资产结构更健康；亚洲发达地区的金融发展指数普遍大幅高于 1，不仅举债发展经济规模大，通过股市直接融资占比更是大幅高于中国大陆。

表 1：国内股票市场融资占比低于更发达经济体

	M2/GDP	上市公司总市值/GDP
美国	70.24%	148.15%
德国	90.40%	44.46%
日本	185.38%	106.55%
韩国	142.59%	87.30%
中国台湾	239.36%	174.15%
中国大陆	199%	47%

资料来源：Wind，中原证券

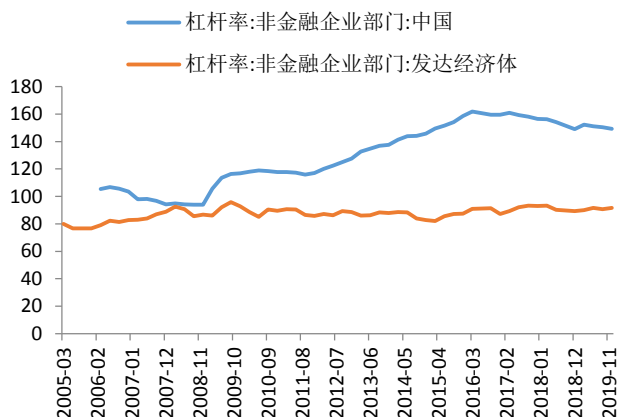
从目前的政策导向看，我国在积极发展资本市场，提高直接融资占比。从发展直接融资的必要性看，一方面，我国正处于向高质量发展的转型期，但目前传统工业占比依然偏高，从上市公司情况来看，以电子通信和计算机为代表的科技类产业市值占比仅 12%。而科技类新兴产业由于不少是轻资产的民营企业，并且有更长的盈利周期，导致从银行抵押贷款受限，会面临融资难问题；另一方面，截止 2019 年底我国非金融企业部门杠杆率为 149.3%，相比发达经济体 91.7%的杠杆率，明显偏高。因此提高直接融资比重，加快资本市场深化改革具有重要意义。

自十九大提出“提高直接融资比重，促进多层次资本市场的健康发展”，各项政策在持续推进。从 2019 年科创板落地，证监会修改“上市公司重大资产重组管理办法”，到 2020 年创业板加快推进注册制改革，再融资新规发布等，随着 IPO 加速，再融资条件放松，资本市场资金需求量将持续增加。从资金供给的角度看，2020 年 5 月 7 日，央行、外汇局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）境内证券投资的额度限制，进一步便利境外投资者参与我国金融市场；5 月 15 日 证监会主席易会满强调，积极创造条件畅通各类资金尤其是中长期资金入市渠道。一是进一步发展壮大公募基金管理人队伍。将继续加大政策支持和引导力度，继续推进商业银行发起设立基金管理公司。支持权益类基金产品创新，进一步拓展基金投资顾问服务，更好满足

大众投资者理财需求。二是继续加大与有关方面的沟通协调力度，推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围，尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。推动提高商业银行理财产品权益投资活跃度。

总体来看，提高直接融资比重是大势所趋。目前非银金融行业 PB 估值处于 2009 年以来 1.76% 的历史底部分位，2019Q4/2020Q1 的 ROE(TTM) 分别是 11.36%/10.12%。中长期券商行业受益，券商股具备上涨空间。

图 13: 中国企业杠杆率过高



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 非银 PB 估值位于 2009 年以来底部分位



资料来源: Wind, 中原证券

风险提示: 经济下滑超预期，政策推进不及预期，资金空转，海外黑天鹅

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。