

稳增长预期差在哪？

核心观点

对房地产和信用载体的悲观是当前市场产生经济悲观预期的重要原因，但我们认为，在今年保障房建设提速、一季度按揭贷款或有所松动两大支撑因素下房地产投资不悲观，大概率不会拖累经济增速。目前 PMI 领先企业中长期信贷信号已出现，中央经济工作会定调“稳增长”，地方政府积极响应，一季度地方政府经济开门红意愿强烈；金融数据角度，当前我国货币乘数未下降说明银行放贷意愿未下降，预计一季度信贷新增 8.5 万亿，社融新增 11.6 万亿，均为历史峰值，仍坚定判断 2022 年一季度央行“四箭齐发”宽信用。综上，我们提示一季度需关注地方两会及信贷、社融数据，稳增长背景下 Q1 股市把握结构性行情，债券警惕长端利率上行。

□ 市场悲观因素来自房地产和信用载体

对房地产和信用载体的悲观是当前市场产生经济悲观预期的重要原因。从房地产的供需两端来看，一是市场认为“房住不炒”背景下居民购房意愿下降，二是当前民营房地产企业拿地意愿下降。从信用载体角度来看，宽信用过去依靠载体是房地产投资，但现在市场遵循旧逻辑找不到信用载体，从而产生对经济的悲观预期。但我们认为，在今年保障房建设提速、一季度按揭贷款或有所松动两大支撑因素下房地产投资不悲观，大概率不会拖累经济增速。

□ PMI 领先企业中长期信贷信号已出现

11 月、12 月中采制造业 PMI 连续回升，经济回暖、政策托底的前瞻信号已经出现，预示着企业中长期信贷有望在 2022 年一季度放量。一方面，目前我国工业产能利用率相对饱满，新订单的回升往往带动制造业企业资本开支意愿上行；另一方面，碳中和背景下，企业减碳意愿提升+央行政策工具发力，企业技改投资需求也将带动信贷增速回升。

□ 货币乘数未下降说明银行放贷意愿未下降

截至 2021 年 11 月我国货币乘数为 7.41，处于最高位置区间，且显著高于主要发达经济体，2021 年 11 月美国、日本货币乘数分别仅为 3.35 和 1.78。货币乘数高说明银行信贷投放意愿强，欧美发达经济体之所以货币乘数较低，核心症结在于银行对实体经济信心不足、信贷投放意愿低。货币乘数高也意味着经济对杠杆水平的依赖度较高，在宽信用环境中，信用释放对经济的正面拉动更强，短期内有助于经济迅速企稳，典型时期如 2018 年末至 2019 年初；但反之，一旦信用收缩，商业银行放贷意愿降低会导致货币乘数快速下行，此时对经济的负面冲击也会较大，正如 2019 年二季度。从当前我国货币乘数看，政策稳定信贷总量的效果较好，银行对实体部门的信贷投放意愿并未下降，我们继续强调 2022 年一季度信贷、社融放量“开门红”，预计一季度信贷新增 8.5 万亿，社融新增 11.6 万亿，均为历史峰值，坚定提示 2022 年一季度央行“四箭齐发”宽信用，即四个领域信贷有望放量：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款，信贷不仅总量上行，结构也将有所优化，进而拉动经济修复、上行。

□ 地方政府开门红的意愿强烈

中央经济工作会定调“稳增长”，要求“各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任”，地方政府积极响应，北京、青海、内蒙古、新疆、浙江、陕西、湖北、河北等超过 10 个省份明确 2022 年要实现经济开门红，落实稳增长，各地积极推进重大项目开工及建设，安徽、青海、浙江、上海等省市已经部署 2022 年一季度重大项目集中开工，有望带动投资回升，特别是新老基建、高技术制造业、保障性住房等领域的投资。

□ 一季度需关注地方两会及信贷、社融数据

我们认为，稳增长背景下需要持续关注政策组合拳的节奏和力度，重点提示关注地方两会后发布的政府工作报告，预计制造业将重回引领力量，固定资产投资增速目标很

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

可能超预期。同时，我们提示关注央行2月初和3月初发布的金融统计数据，社融和信贷数据大概率高于市场预期。我们判断一季度制造业、减碳、基建、个人按揭四个领域信贷将同步放量，社融当季新增规模将突破历史峰值。

□ 稳增长背景下 Q1 股市把握结构性行情，债券警惕长端利率上行

股市方面存在突出的结构性机会，一是金融领域尤其是银行板块可能有突出表现，主要受益于 Q1 天量信贷带动银行业务规模增长；二是地产及其后周期相关板块，可能受益于“租购并举”背景下的地产投资超预期；三是基建相关的建筑建材领域，可能受益于 Q1 基建项目发力前置，此外也将受益于地产投资超预期。

利率债方面，Q1 宽信用将逐步推动 10 年期国债收益率上行至 3.2%，即便政策利率采取小幅降息，也是短端下行长端上行的收益率曲线陡峭化过程。

风险提示：新冠病毒疫情不确定性升温，对一季度经济及信用释放构成不可控负面冲击。

正文目录

1. 市场悲观因素来自房地产和信用载体	4
2. PMI 领先企业中长期信贷信号已出现	5
3. 货币乘数未下降说明银行放贷意愿未下降	7
4. 地方政府开门红的意愿强烈	12
5. 一季度我们陆续要关注什么?	13
5.1. 省级两会已拉开序幕, 核心是宏观经济目标	13
5.2. 预计一季度信贷和社融数据将超预期, 需高度关注 2 月和 3 月发布的货币金融数据	15
6. 稳增长背景下 Q1 股市把握结构性行情, 债券警惕长端利率上行	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 我国过去宽信用主要依靠载体是房地产投资	4
图 2: PMI 与企业中长期信贷呈现正相关关系, PMI 连续回升提示一季度信贷增速有望回升	5
图 3: 制造业中长期贷款余额与工业产能利用正相关	5
图 4: 能耗双控纠偏后, 诸多行业开工率比 9、10 月旺季更高	5
图 5: 2017 年制造业企业技改投资与 PMI 表现一致	6
图 6: 未来将有更多企业为二氧化碳付费	6
图 7: 商品房成交面积环比回升	6
图 8: 稳增长大背景下, 粗钢产量有所回升	6
图 9: 2012 年至今, 我国货币乘数波动上行	7
图 10: 我国超储率明显高于美、日	7
图 11: 2018 年末-2019 年初实现稳定信用释放	8
图 12: 2021 年企业中长期贷款、票据融资结构分化	9
图 13: 贷款需求指数目前在下行区间	9
图 14: 12 月下旬票据利率大幅下行说明“冲票据”状况更加集中, 银行为 2022 年初储备优质项目	9
图 15: 票据更具信贷属性, “票据利率-同业存单利率”与信贷增速正相关度较高	10
图 16: 看好 2022 年一季度“四箭齐发”宽信用	11
图 17: 2022 年信贷增速走势预测	11
图 18: 2022 年社融增速走势预测	12
表 1: 地方政府经济开门红意愿强烈	12
表 2: 31 个省级行政区人代会召开时间	14
表 3: 部分地区“强链补链”相关政策	15

1. 市场悲观因素来自房地产和信用载体

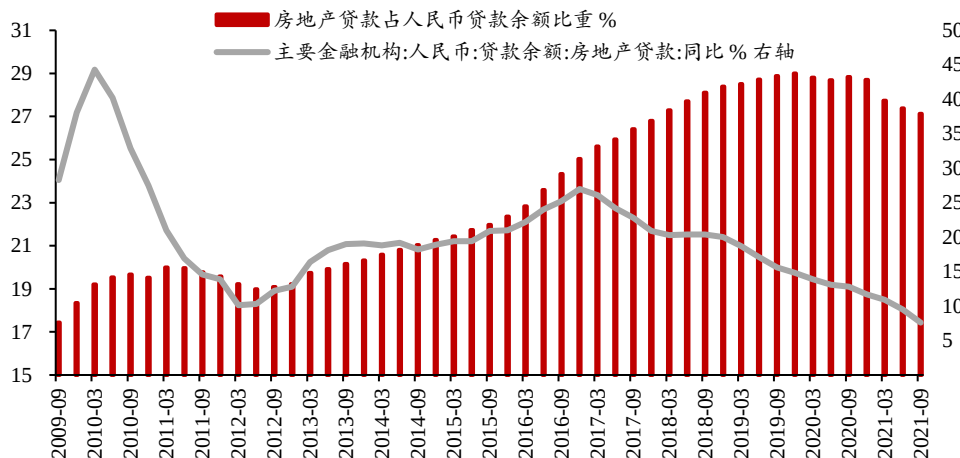
对房地产和信用载体的悲观是当前市场产生经济悲观预期的重要原因。从房地产的供需两端来看，一是市场认为“房住不炒”背景下居民购房意愿下降，二是当前民营房地产企业拿地意愿下降。从信用载体角度来看，宽信用过去依靠载体是房地产投资，但现在市场遵循旧逻辑找不到信用载体，从而产生对经济的悲观预期。

在房地产的需求方面，“房住不炒”政策明确取向背景下，房价持续高涨的预期将被逐步扭转，出于“买涨不买跌”的心态，可能导致更多的购房者处于观望态度，从而使得购房意愿下降，对房地产的需求形成一定负面影响。

在房地产的供给方面，由于在融资端受监管约束、销售端在“房住不炒”调控下景气度有所下降，民营地产企业在经营策略上将更为审慎，表现为拿地意愿下降。从第三轮集中供地土拍结果来看，民营企业独立拿地的比重不足 30%，国企央企参与拿地的比重接近 50%，城投平台拿地比重约 20%，民营企业在土拍中较不活跃。

我国过去宽信用主要依靠载体是房地产投资，因此市场在遵循旧逻辑且对房地产投资悲观的情形下，找不到宽信用的载体，自然会产生对经济的悲观预期。从历史数据上来看，房地产贷款在人民币贷款中的比重自 2012 年以来持续上行，2019 年接近 29% 后回落。据人民银行数据，2020 年房地产贷款占同期各项贷款增量的 26.1%，是宽信用的主要载体。

图 1：我国过去宽信用主要依靠载体是房地产投资



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们再次提示，房地产投资不拖累经济增速是重要预期差。我们在年度策略报告《先立后破，产业突围》中已指出，上半年地产投资的核心支撑仍然源自“施工+竣工”的被动再投资链条，“保交房”+第一条红线的改善诉求将成为核心驱动逻辑；下半年地产投资的核心支撑可能源于公积金参与保障房建设的政策性投资。

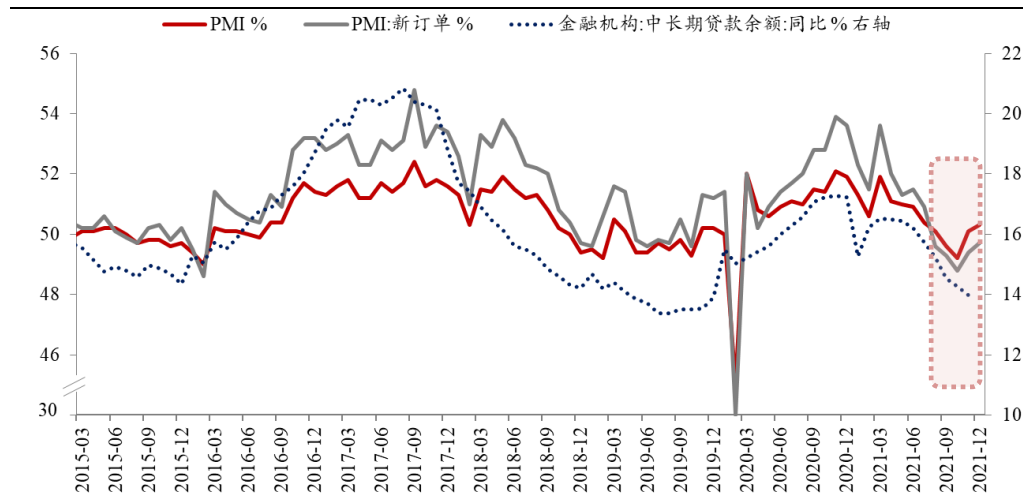
我们认为，2022 年 Q1“四箭齐发”宽信用稳增长开门红，除基建贷款、制造业贷款、减碳贷款发力外，按揭贷款也将可能出现重要的边际变化。首先，“一城一策”及“稳房价、稳地价、稳预期”三稳的政策基调下，部分房价、地价回落幅度较大的三四线城市可能有局部政策缓和。其次，中央经济工作会议强调，要“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，我们认为今年将逐渐放松一套房和二套房的房地产认购认贷政策。

2016年十月份以来,一二线城市房地产调控逐渐是以收紧为主的,并没有在需求侧放松,需求受到较大压制,因此认购认贷放松后有望释放前期被压制的需求。

2. PMI 领先企业中长期信贷信号已出现

11月、12月中采制造业PMI连续回升,经济回暖、信贷企稳的前瞻信号已经出现。11月份,中采制造业PMI指数上升0.9个百分点至50.1%,供需双暖,PMI重回临界点以上;12月份,在全国疫情多点爆发、北方备战冬奥的情形下,PMI再度回升0.2个百分点至50.3%,其中国内订单形成了较强支撑。我们认为,PMI连续两个月上行,企业订单回暖,经济企稳信号已现,预示着信贷有望在2022年一季度放量。

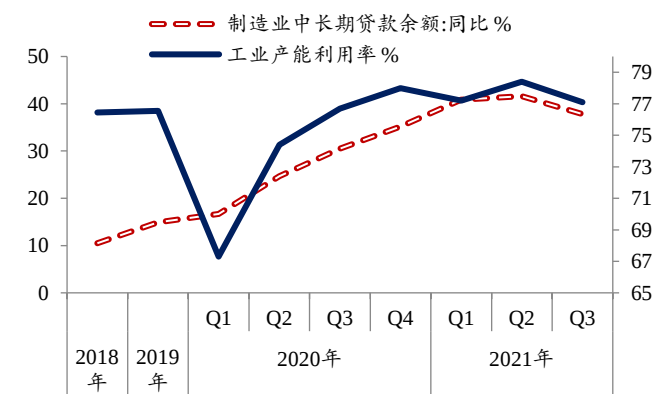
图2: PMI与企业中长期信贷呈现正相关关系, PMI连续回升提示一季度信贷增速有望回升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

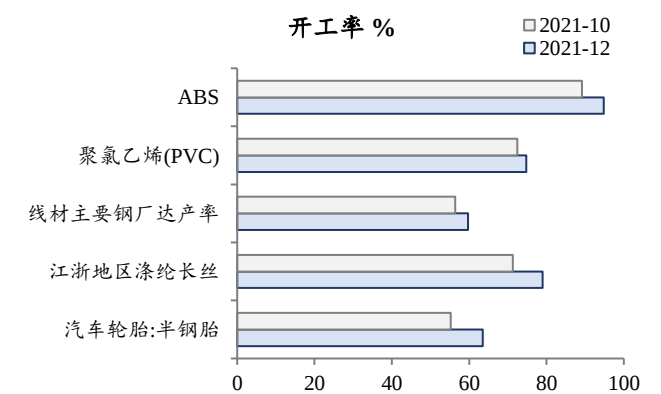
首先,目前我国工业产能利用率相对饱满,PMI新订单指数的回升意味着资本开支意愿的进一步回升。2021年Q3我国工业产能利用率为77.1%,是近几年以来第三季度的最高水平,已有产能偏紧情形下,新订单的回升往往带动制造业企业资本开支意愿上行。我们看到,在能耗双控被纠偏之后,全国黑色、有色、建材、化工行业等高耗能产业开始恢复性生产,开工率快速回暖,诸多行业产能利用率甚至超过了“金九银十”开工旺季,未来产能的提升将更多依赖于企业的新增投资,“先立后破”方针下,无论是传统制造业还是新能源+相关投资均将保持较高景气度。

图3: 制造业中长期贷款余额与工业产能利用正相关



资料来源: Wind, 中国人民银行, 浙商证券研究所

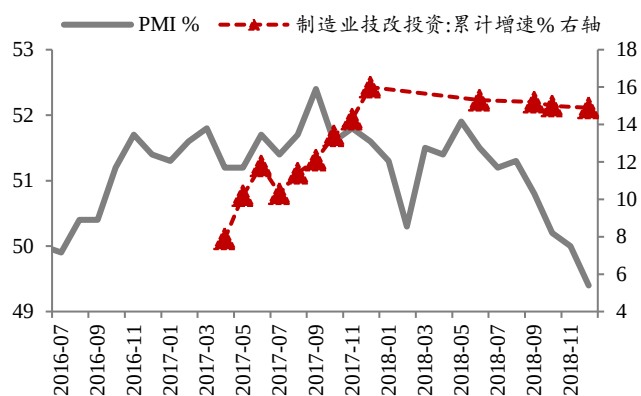
图4: 能耗双控纠偏后, 诸多行业开工率比9、10月旺季更高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

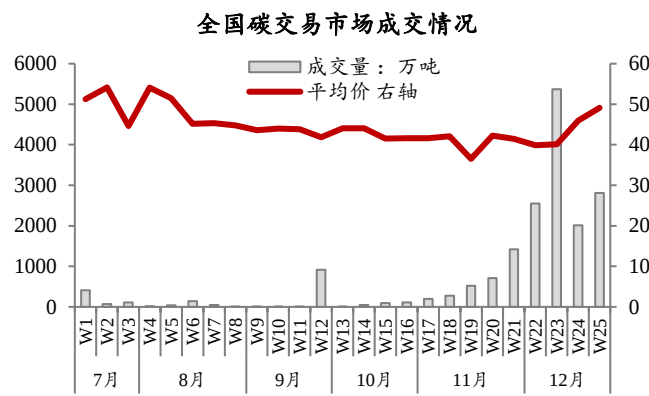
其次，碳中和大背景下，技改投资需求将大幅提振，也是企业未来资本开支的重要支撑。2021 年严格的双控政策导致企业大面积停产，企业节能技术改造、碳减排技术改造的投资需求大幅提振。2017 年制造业企业的技改投资就为整体宏观经济增长提供了较强支撑。与此同时，央行设立了碳减排支持工具，支持企业进行具有碳减排效益的新增或技改投资。企业自身意愿上升叠加央行政策工具发力，我们认为 2022 年企业技改投资需求也将带动信贷增速回升。

图 5：2017 年制造业企业技改投资与 PMI 表现一致



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

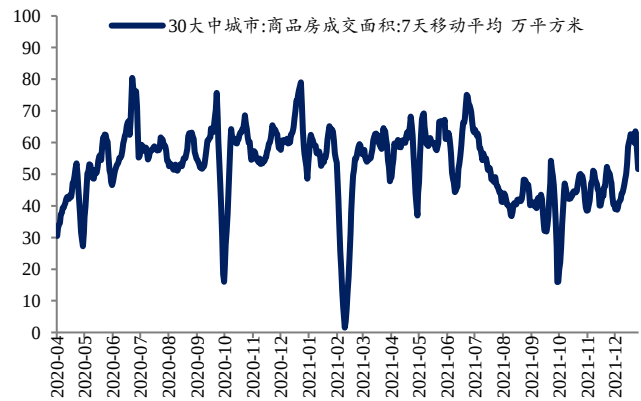
图 6：未来将有更多企业为二氧化碳付费



资料来源：Wind，浙商证券研究所

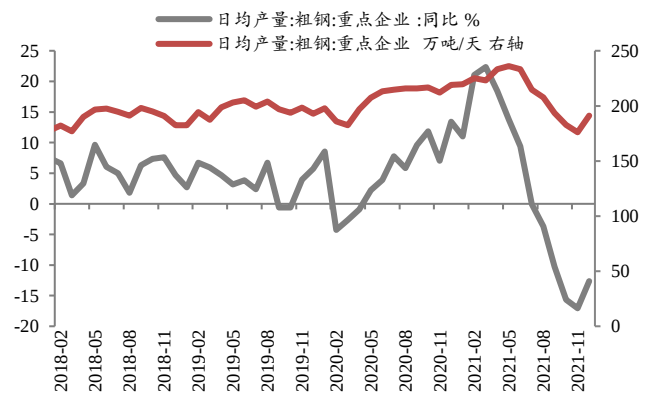
第三，中央经济工作会议对于稳增长提出了明确要求，“稳增长”诉求下，各地区、各部门正积极蓄力一季度经济开门红。经济工作会议重申“以经济建设为中心”，保持经济运行在合理区间，重申跨周期和逆周期有机结合，迎接党的二十大胜利召开，并且要求“政策发力适度靠前”并且“适度超前开展基础设施投资”。我们认为，稳增长目前已成为首要宏观目标，各地区、各部门正积极蓄力一季度经济开门红。可以看到，多个城市第三轮土拍情况显著好转，上海、杭州等热点城市多宗地块触顶，地产信心开始恢复；12 月重点企业粗钢日均产量回升，稳增长大背景下，粗钢压产要求亦有所减缓。

图 7：商品房成交面积环比回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：稳增长大背景下，粗钢产量有所回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综上所述，PMI 连续回升释放了经济触底回升、政策逐步发力的重要信号。我们认为，在企业自发的资本开支意愿回升叠加政策工具助力的背景下，企业中长期信贷将在 2022 年一季度发力。

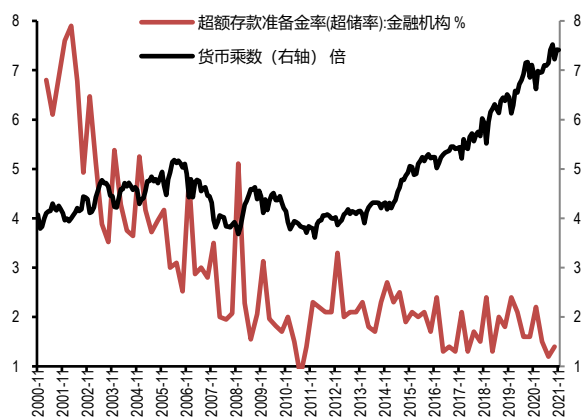
3. 货币乘数未下降说明银行放贷意愿未下降

2021 年以来，我国货币乘数延续攀升态势，7 月降准后，8 月货币乘数达到 7.52 的历史峰值，截至 2021 年 11 月货币乘数为 7.41，仍处于最高位置区间，且显著高于主要发达经济体，2021 年 11 月美国、日本货币乘数分别仅为 3.35 和 1.78。我国货币乘数自 2012 年起持续波动上行，主要来自多次降准及超储率趋势性下行。

货币乘数高即银行系统对基础货币派生倍数高，说明银行信贷投放意愿强，欧美发达经济体之所以货币乘数较低，核心症结在于银行对实体经济信心不足、信贷投放意愿低，即使疫情后央行提供大规模流动性释放，银行更倾向于以超储的形式存回央行，使得超储率高企，货币乘数低迷。

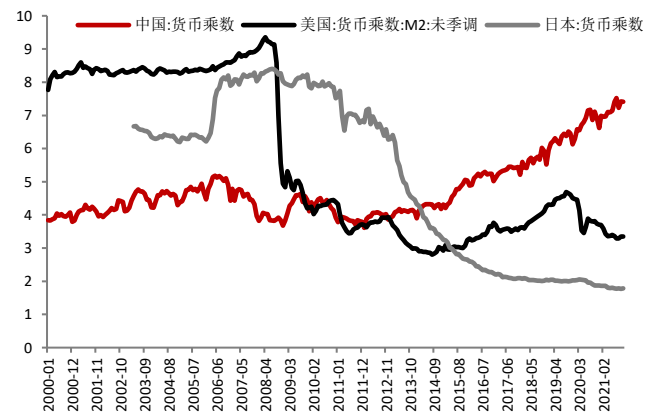
货币乘数高也意味着经济对杠杆水平的依赖度较高，在宽信用环境中，信用释放对经济的正面拉动更强，短期内有助于经济迅速企稳，典型时期如 2018 年末至 2019 年初；但反之，一旦信用收缩，商业银行放贷意愿降低会导致货币乘数快速下行，此时对经济的负面冲击也会较大，正如 2019 年第二季度的经济表现。

图 9：2012 年至今，我国货币乘数波动上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：我国超储率明显高于美、日

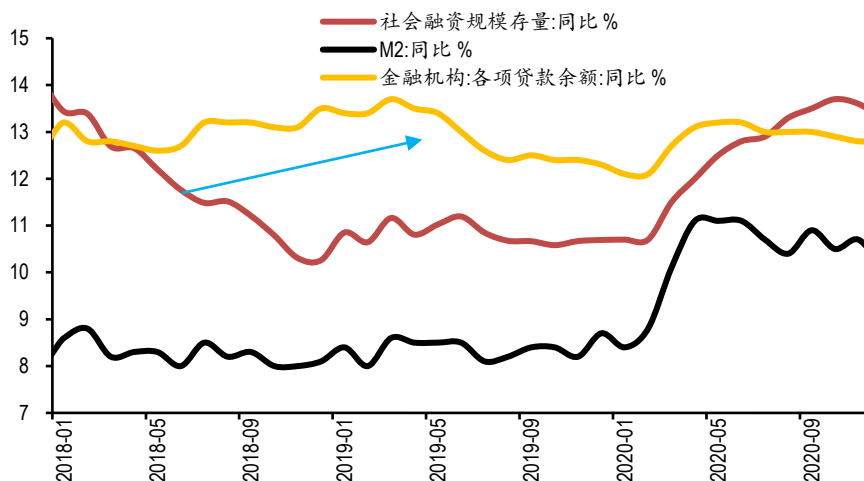


资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们此前持续提示，2021 年末至 2022 年初的政策环境会与 2018 年末至 2019 年初较为相似，较高的货币乘数下，宽信用有助于经济基本面迅速企稳。2018 年末经济回落压力加大，央行于 2018 年 10 月实施定向降准 1 个百分点置换部分到期 MLF，12 月宣布创设 TMLF 工具既是定向降息也是扩信用，当年 12 月的政治局会议再次强调“六个稳字”，稳增长保就业成为央行首要目标，央行于 2019 年 1 月份全面降准 1 个百分点。在此阶段，信贷社融增速逐步实现企稳回升，细数月度表现，2018 年 11 月至 2019 年 3 月的信贷、社融数据有超预期的表现，结构上看，前期主要支撑是表内票据，2019 年 3 月边际向企业、居民中长期贷款切换。

受金融数据支撑，2019年一季度GDP实际同比增速持平于2018年四季度的6.4%（2019年4月统计局发布版本），充分体现信贷放量对经济增速的维稳作用显著。虽然依靠票据支撑的信贷对经济增长拉动的持续性偏弱，但两者的短期相关性或同步性较强。进一步，随着2019年4月底政治局会议政策基调边际转向收紧，信用收缩对经济也构成了负面冲击，2019年二季度GDP增速下行0.2个百分点至6.2%。

图 11：2018 年末-2019 年初实现稳定信用释放



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从当前我国货币乘数看，政策稳定信贷总量的效果较好，银行对实体部门的信贷投放意愿并未下降。除2021年7月、12月两次降准外，8月23日和12月16日，央行先后两次召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，稳信贷的政策基调清晰。此外，多项结构性货币政策持续发力，包括3000亿元支小再贷款额度、2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款及碳减排支持工具。政策环境较为友好，信贷数据总体运行平稳，2021年1-11月信贷新增18.8万亿，较2020年同期同比多增4380亿元。但下半年信贷结构发生边际变化，由于企业资本开支意愿转弱，企业中长期贷款占比回落，表内票据融资表现逐渐强势，银行“冲票据”稳定信贷投放。2021年1-5月表内票据融资同比少增1.23万亿，而6-11月同比多增1.92万亿；与之相对应，1-5月企业中长期贷款同比多增1.66万

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_35659

