

# 12月金融数据：预计一季度货币政策“宽信用+宽货币”

## 核心观点

2021年12月信贷、社融增量低于预期，年末社融增速自10%年内底部小幅反弹至10.3%，宽信用初期节奏较慢，2021年内社融增速反弹仅为表观增速，我们提示大规模宽信用将在2022年一季度，关注“四箭齐发”宽信用，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。重点提示近期是重要的降息窗口期，央行大概率于本周或下周一小幅降低政策利率5BP。因此，一季度货币政策将表现为宽信用+宽货币，对应国债收益率曲线陡峭化。对于权益市场，降息可适度缓解非稳增长链条相关行业下行压力，我们仍主要看好顺周期相关板块机会。若1月降息落空，2月中旬仍有降息窗口。

### □ 信贷同比少增低于预期，结构继续恶化

2021年12月份，人民币贷款增加1.13万亿，同比少增1234亿元，低于我们的预测值1.3万亿和wind一致预期1.24万亿，增速较前值回落0.1个百分点至11.6%。结构仍然呈现鲜明的企业中长期贷款大幅同比少增、票据融资大幅同比多增的特征，此外，居民贷款也是同比拖累。12月企业中长期贷款新增3393亿元，同比少增2107亿元，同比少增来自三方面原因：①2020年四季度GDP实际同比增速录得6.5%高位，经济“过热”、实体部门信心强，企业中长期贷款大幅增加；②2021年末经济面临下行压力，实体部门资本开支意愿仍然偏弱；③阶段性因素影响，即银行12月为2022年一季度积极储备优质项目以实现年初“开门红”，这与票据数据相呼应，12月银行“冲票据”现象突出，中下旬票据转贴现利率大幅下行，对应信贷结构中票据融资增加4087亿元，创2019年1月来的新高，同比多增746亿元。此外，12月企业短期贷款减少1054亿元，同比少减2043亿元，也是同比变化的正向支撑，主因上年同期基数较低。12月居民短期、中长期贷款分别增加157和3558亿元，同比分别少增985和834亿元，居民短期贷款受疫情反复冲击消费影响，中长期贷款仍受地产销售处于低位的制约。

### □ 社融增速小幅回升，年内宽信用较为缓慢

12月社会融资规模增量为2.37万亿，同比多增7206亿元，低于我们的预测值2.8万亿及wind一致预期2.43万亿，增速微升0.2个百分点至10.3%，宽信用初期节奏较慢。结构上，除信贷项目同比少增外，其他项目均实现同比多增，支撑较大的项目为政府债券、企业债券及股票融资。12月人民币口径人民币贷款新增1.03万亿，同比少增1112亿元，是社融同比变化的主要拖累。政府债券增加11718亿元，同比多增4592亿元，2021年政府债发行滞后，年末同比多增幅度较大；2020年11月永煤违约事件冲击企业债券净融资，12月数据仅为436亿元，2021年12月企业债券融资增加2225亿元，同比多增1789亿元。12月末贴现票据融资为-1418亿元，仍为负值，主因经济回落、贸易活动减少及贴现量继续大增，但由于2020年同期票据项目受挤压，该项目实现了同比多增。委托贷款和信托贷款分别减少416和4580亿元，分别少减143和40亿元，基本符合我们的预期，其中，我们持续提示信托贷款或大幅少增的主因为12月到期量大，而委托贷款总体稳健。

### □ M2增速大幅回升，M1增速继续反弹

11月末，M2增速大幅上行0.5个百分点至9%，与我们预测值完全一致，高于wind一致预期的8.7%，12月信贷投放相对稳健及政府支出加速均推升M2增速，尤其是降准及较低的超储率可能继续反映为较高的货币乘数。M1同比增速继续反弹0.5个百分点至3.5%，与我们预测值3.8%较为接近，我们认为去年基数走低、地产政策纠偏及城投平台活跃度提升等因素对M1数据有正面支撑。12月M0同比增速提高0.5个百分点至7.7%，我们认为近三个月数据抬头与经济下行压力加大下的结构失衡有关，局部低增长地区经济面临相对更大的增长压力。

### □ 短期降息概率大，一季度关注大规模宽信用

12月信贷、社融数据再次有低于预期的表现，社融增速收于10.3%，较年内低点反弹0.3个百分点，幅度不大，信贷仍靠票据支撑，社融主要靠政府债券、企业债券

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

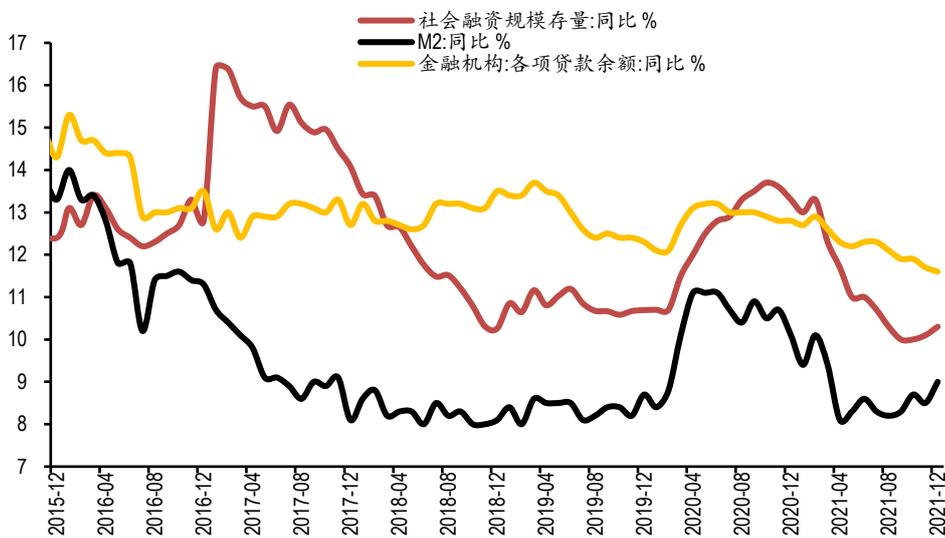
## 相关报告

等项目实现同比多增，总体看，2021年内社融增速的反弹仅为表观增速，我们提示2022年一季度“四箭齐发”宽信用：制造业贷款、减碳贷款、基建贷款、按揭贷款，大规模宽信用正在开启。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，除此之外，我们对信用释放较为乐观的核心来自当前较高的货币乘数，截至2021年11月我国货币乘数为7.41，处于最高位置区间，说明银行信贷投放意愿仍然较强，也意味着经济对杠杆水平的依赖度较高，在宽信用环境中，信用释放速度较快，其对经济的正面拉动也将更强，短期内有助于经济迅速企稳。我们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，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。

此外，我们重点提示近期是重要的降息窗口期，鉴于1月开年至今，DR007中枢已连续7个交易日位于2.2%下方，降息前瞻性信号已出现。降息形式或为以下两者之一：①1月17日（下周一）同步降低逆回购、MLF利率5BP，20日1年和5年期LPR均下降5BP。②1月14日（本周五）降低逆回购利率5BP，1月17日降低MLF利率5BP，20日1年和5年期LPR均下降5BP，前者概率更大。若降息落地，货币政策将表现为宽信用+宽货币，长端利率或更多关注宽信用，10年期国债收益率将进入反转向上过程，一季度高点预计将上行至3.2%附近，但降息对1年期国债收益率有向下指引作用，因此会推动国债收益率曲线陡峭化。对于权益市场，降息可适度缓解非稳增长链条相关行业下行压力，我们仍主要看好顺周期相关板块机会。若1月降息落空，2月中旬仍有降息窗口。

风险提示：联储收紧政策幅度超预期或物价上行压力超预期扰动我国宽松节奏。

图1：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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\\_35976](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35976)

