

本轮宽信用的两个猜想

报告日期: 2022-01-13

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_社融的内生弱与外生强》2021-12-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_奥密克戎对全球经济和货币政策影响几何》2021-12-30
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_是终点也是起点——12月 PMI 点评》2021-12-31
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_三重因素叠加下的票据利率异动》2021-12-31
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算: LPR 还有再降息空间吗?》2022-01-10

主要观点:

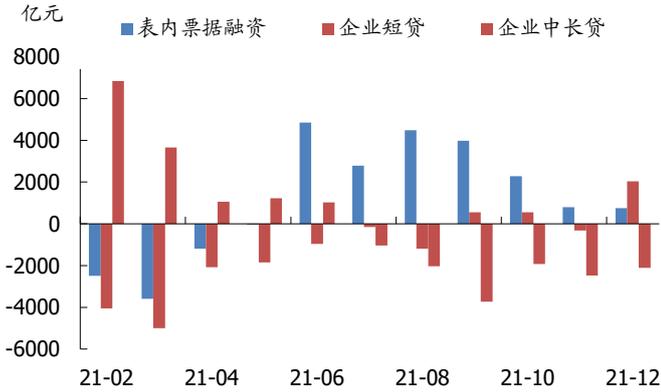
- **事件:** 2021年12月新增人民币贷款1.13万亿, 预期1.24万亿, 前值1.27万亿; 新增社融2.37万亿, 预期2.43万亿, 前值2.61万亿; M2同比8.5%, 预期8.7%, 前值8.7%。2021年新增信贷20万亿(2020年19.6万亿); 新增社融31.4万亿(2020年34.9万亿)。
- **直接融资发力, 年底信用续宽, 信贷结构仍差, 反映消费和地产景气仍弱。**
 - 1、**信贷: 12月新增贷款1.13万亿, 少于2020和2019年同期, 贷款余额同比较前值回落0.1个百分点至11.6%。结构仍差, 居民、企业中长贷较弱, 反映消费和地产景气仍弱, 融资意愿偏低; 票据和企业短贷较好, 与政策稳信用和年末冲量有关。**
 - 1) 居民贷款整体偏弱, 较2020和2019年同期少增2000-3000亿元, 其中居民短贷和居民中长贷均呈现少增, 反映消费偏弱、地产销售景气度仍差。与之对应, 12月乘用车销量增速仍为负, 同比下降7.9%; 30城商品房成交面积同比下降22%。往后看, 12月以来央行等部门密集表态满足房地产合理贷款需求, 1月6日银保监会发文指出2021年个贷中90%用于支持首套房, 对长租房、保障性住房支持加大; 近日广深房贷利率也有所下调, 预计后续按揭贷款有望逐步企稳。
 - 2) 企业贷款同比多增, 但基本依靠短期融资手段来冲量。企业贷款结构延续7月以来的特点, 即企业中长贷同比少增, 票据和企业短贷同比多增, 特别是票据融资较2020和2019年同期均多增700-3800亿元。原因上看: 第一, 符合季节规律, 年末贷款投放放缓, 储备项目以备来年“开门红”, 此时多通过票据来冲量; 第二, 2021年Q4贷款需求指数和银行家宏观经济热度指数均下行, 地产景气度低迷, 实体融资意愿不高, 银行风险偏好降低, 也使得企业中长贷减少, 而依靠票据冲规模。
 - 2、**社融: 直接融资是12月社融主支撑, 社融存量增速小升, 表内贷款和信托持续反映地产景气度仍差。**12月新增社会融资规模2.37万亿, 同比多增6508亿元, 较2019年同期多增1687亿元; 社融存量增速小幅回升0.2个百分点至10.3%, 符合我们持续提示的2021年内信用可能只是“微宽”的观点。**结构拆分看: 1) 股票、债券等直接融资是12月社融的主要支撑。**12月以企业债券、股票融资、政府债券为主的直接融资占比跃升至68%, 而以人民币贷款和外币贷款为主的间接融资占比回落至41%。分项看, 企业债券新增2225亿元, 同比多增1789亿元, 一方面源于基数低, 即2020年11月以来求煤事件导致企业融资骤减; 另一方面也源于货币政策宽松、地产政策边际调整、“十四五”重大项目落地推进等支撑企业发债。**股票融资新增2118亿元, 较2020和2019年同期均多增。政府债券新增11718亿元, 较2020年和2019年同期多增4500-8000亿元, 从wind数据来看, 应大部分增加的是国债。**截至1月11日, wind口径国债和地方债合计发行3025亿元, 净融资-1654亿元, 考虑到2022年财政前置和适度超前基建投资的要求, 2022年Q1政府债券发行将继续给社融带来支撑。**2) 社融口径人民币贷款, 信托贷款较弱, 延续反映了地产景气下行、实体融资需求较差。**
 - 3、**存款: 企业短期现金流有所改善; 贷款增速和M2增速背离, 反映居民和企业消费、投资意愿较弱, 储蓄意愿提升; 财政支出加快。**12月M1同比回升0.5个百分点至3.5%, M2同比回升0.5个百分点至9.0%。其中: M1同比回升与基数下行有关, 也可能反映了地产边际宽松、票据高增、碳减排工具落地、支小支农再贷款降息等改善了企业的现金流。从“贷款创造存款”的角度看, 贷款增速下行与M2增速上行有一定背离, 这应是部分受M2基数下行的影响, 也可能反映了居民消费和企业投资意愿较低, 而储蓄意愿增强, 从存款端的居民、企业存款均同比多增也能得到印证。此外, 社融-M2仍趋下行, 反映实体融资需求仍未显著改善。财政存款减少1万亿, 同比多减762亿元, 反映财政支出加快。
 - 4、**总结 2021: 紧信用到稳信用, 结构好到结构差。**总体看, 2021年新增信贷19.95万亿, 同比多增3080亿元, 各项贷款余额同比较2020年回落1.2个百分点至11.6%, 趋势前高后低; 新增社融31.36万亿, 同比少增3.5万亿, 社融存量同比较2020年回落3个百分点至10.3%, 趋势先降后升。结构上看, 居民短贷全年并无亮点, 反映消费整体偏弱; 企业中长贷上半年同比多增, 下半年少增, 年中以来票据冲量明显; 反映货币和信用政策下半年维稳, 以及随着地产景气度下行, 实体融资需求走弱; 企业债券和政府债券下半年较好, 反映直接融资对社融支撑整体偏滞后。
- **往后看, 宽货币到宽信用时滞可能缩短, 宽信用幅度预计有限, 关注结构性机会。**

猜想 1: 宽货币到宽信用的时滞可能缩短, 但宽信用幅度预计有限。2021年11月以来央行多次释放货币政策稳中有松的信号, 我们预计后续可能再降准降息。前期报告测算表明1年期LPR下调5bps后, 后续银行成本仍余4bps左右的空间, 意味着LPR仍有降息空间, 也不排除通过下调MLF利率带动LPR降息。在货币政策发力、专项债前置等带动下, 预计信贷社融有望“开门红”。鉴于本轮稳信用可能通过专项债+基建的方式(即外生性强), 而地产景气度仍差、消费疲软(内生性弱), 预计宽货币到宽信用的时滞缩短, 即一季度可能看到社融存量增速走高, 但幅度预计有限。

猜想 2: 对比总量, 宽信用的投资机会可能更多偏结构性。鉴于地产景气度仍低, 经济下行压力仍大, 信用在总量层面的宽松(即反映到社融同比)可能有限, 而更大概率是结构性宽信用, 例如偏重基建、绿色、小微企业、制造业等领域。
- **风险提示**

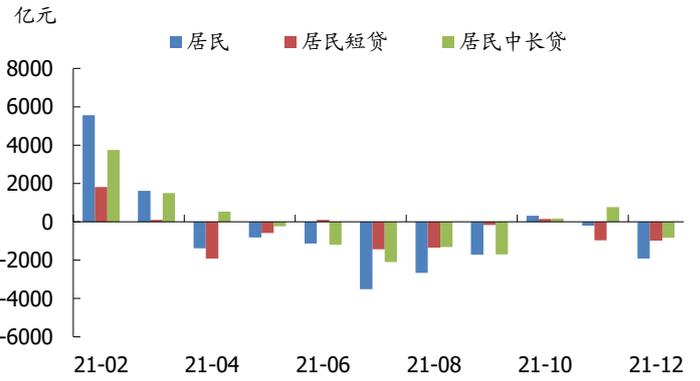
货币政策超预期收紧, 地产下行速度超预期, 政策实施力度不及预期。

图表 1 企业中长贷连续 6 个月同比少增



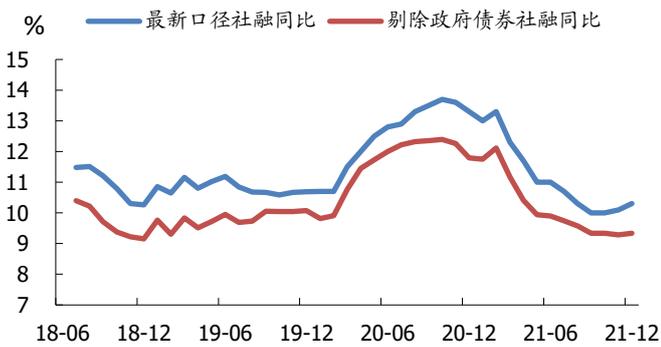
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 2 居民贷款同比少增



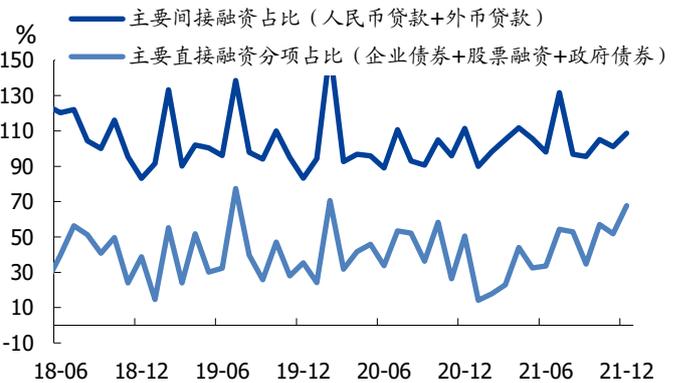
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 图中数据为同比多增量

图表 3 信用延续企稳



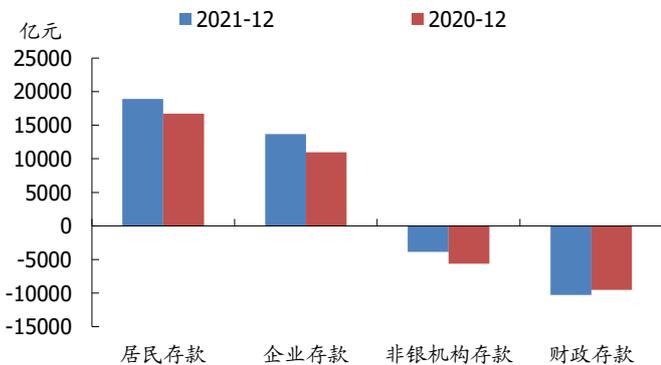
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 直接融资占比大幅提升



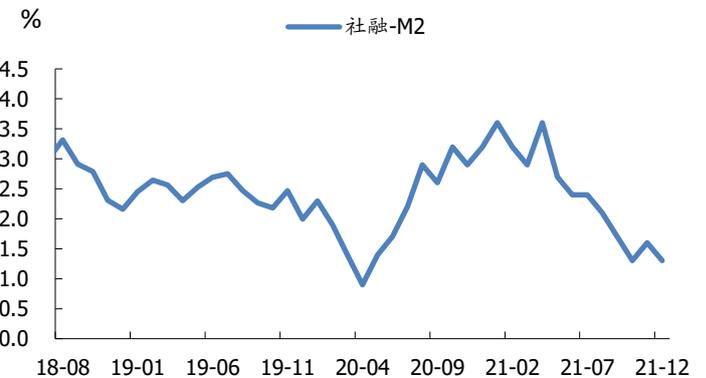
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 居民和企业存款同比多增



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 社融-M2 趋于下行



资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

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_35990

