平安证券

2022 年 1 月 13 日

12 月金融数据点评

“宽信用”未至，资金宽松环境下博弈中短端机会

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号 S1060519060001 LIULU979@pingan.com.cn

陈天彤 投资咨询资格编号 S1060521050001 CHENTIANTONG660@pingan.com.cn

事项：

1 月 12 日央行公布 2021 年 12 月金融数据：新增社会融资规模 2.37 万亿，市场预期 2.43 万亿，前值 2.61 万亿；新增人民币贷款（金融机构口径）1.13 万亿，市场预期 1.24 万亿，前值 1.27 万亿。货币供给方面，M2 同比增长 9%，市场预期 8.7%，前值 8.5%；M1 同比增长 3.5%，前值 3%。

平安观点：

- **12 月社融、信贷数据不及预期，“宽货币”尚未传导至“宽信用”。**12 月社融在政府债券和直接融资带动下同比多增 6508 亿元（图表 1），但实体经济信贷需求依然偏弱，具体而言：1）企业信贷需求集中在短期。12 月新增企业信贷 6620 亿元，在短期贷款和票据融资带动下，同比多增 667 亿元，较 11 月同比少增 2133 亿元明显好转，但企业长期信贷需求依旧疲弱，同比少增 2107 亿元，已经连续 6 个月，且幅度并未收敛（图表 2）。2）积压按揭贷款需求释放后，居民贷款需求再度回落。12 月新增居民贷款 3716 亿元，同比少增规模扩大至-1919 亿元，结构上，短期、长期信贷需求全面走弱：一方面，疫情反复，收入前景不确定性限制居民借贷消费意愿；另一方面，前期积压按揭贷款需求在 10-11 月集中释放后，居民中长期贷款与走弱的地产销售同步（图表 3）。12 月“宽货币”加码，央行降准 0.5 个百分点释放长期流动性 1.2 万亿；两次全面降准触发 1 年 LPR 下调 5BP，但从 12 月疲弱的金融数据看，“宽货币”尚未传导至“宽信用”。

- **广义流动性充裕，2 月前或是货币政策“观察期”。**央行“宽货币”操作使广义流动性供给充足，12 月 M2 增速上行 0.5 个百分点至 9%，处于 2021 年 4 月以来最高水平。M1-M2 剪刀差-5.5%，仍在低位徘徊，说明企业经营活动并未改善，这与 12 月 PMI 生产分项、需求指标（PMI 新订单-产成品库存（6MA））回落所反映的信息一致。实体信贷、经营活动资金需求双重走弱的情形下，12 月至今狭义流动性充足，央行保持“不缺不溢”的操作思路，使 DR007 利率仍处于 2.2%以下，但未进一步回落。向后看，今年前两月或是货币政策的短暂观察期：一方面，今年春节依然倡导“就地过年”，1 月资金需求 3.65 万亿，资金压力处于 2017 年以来偏低水平，即便是补充流动性，央行也会采用其他工具操作，除了“黑天鹅”事件外，历史上从未出现过连续两月降准的情况；另一方面，根据过往四轮经验，中央定调“稳增长”后至少两个月内，央行会维持货币政策稳定，观察与积极财政政策的协同效果，若“稳增长”效果不及预期，3 月“降息”概率将进一步上升。

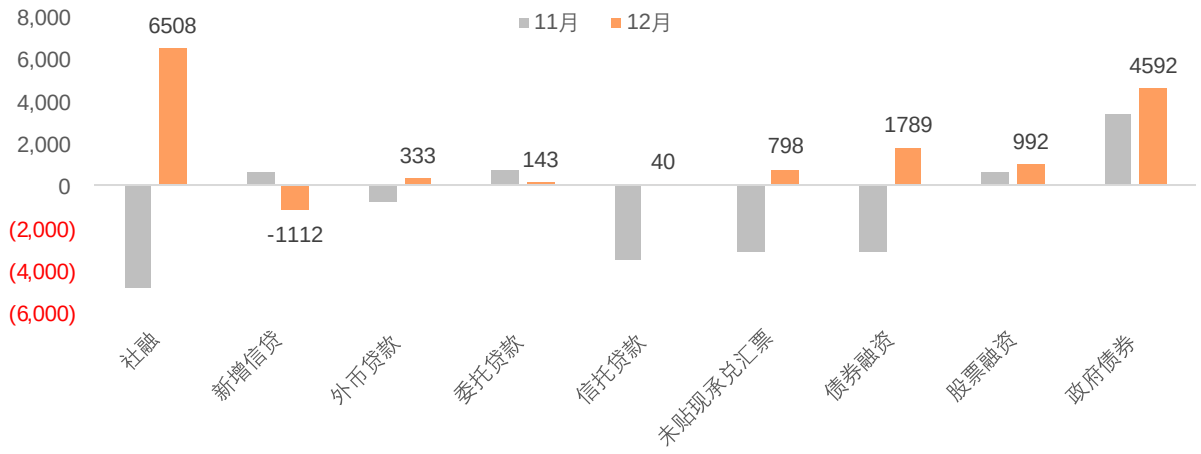
- **信贷偏弱已计入预期，短期跟随资金面博弈中短端。**12 月金融数据出炉后，市场反应平淡，此前票据转贴现收益率大幅回落，市场对金融数据走弱已有所预期。12 月长端收益率震荡，10 年国债、国开债仅下行

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

4BP，原因是中央不断强调“稳增长”，同时“保供稳价”政策见效，PMI 连续两月回升，前期基本面走弱的单边预期有所分化，但毕竟资金面宽松，中短久期成为投资者的进攻方向。1 月以来，市场资金面预期逐渐谨慎，指标来看：1 年同业存单发行利率触及 2021 年最低水平后有所反弹；互换市场对预期比较敏感的 1 年 shibor 与 Repo 品种利差上行，在此情形下，中短端品种收益率也开始调整，收益率曲线整体上移。展望后市，国内疫情仍和“动态清零”政策将影响“宽信用”和“稳增长”的见效节奏，资金面环境和预期短期或仍有反复，建议投资者密切关注短端收益率和 1 年同业存单收益率走势，如果两者在低位震荡，说明资金面依然宽松，短期仍可博弈中短期品种回调后的机会。长端收益率来看，市场关注年初“稳增长”效果，12 月经济数据不会对长端有太大影响，2 月中旬前长端收益率或都将维持震荡，或要看到 1 月 PMI、金融数据继续走弱后，才会迎来交易机会。对于配置盘而言，10 年国债 2.9%、国开债 3.2%以上可逐渐增加仓位。

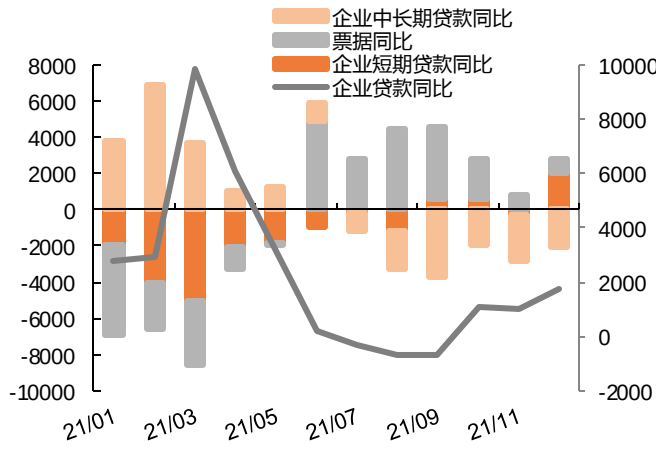
■ **风险提示：国内货币政策、海外政策等发生重大转向；银行间流动性收紧；疫情演变超预期。**

图表1 社融及分项单月新增同比变化（亿元）



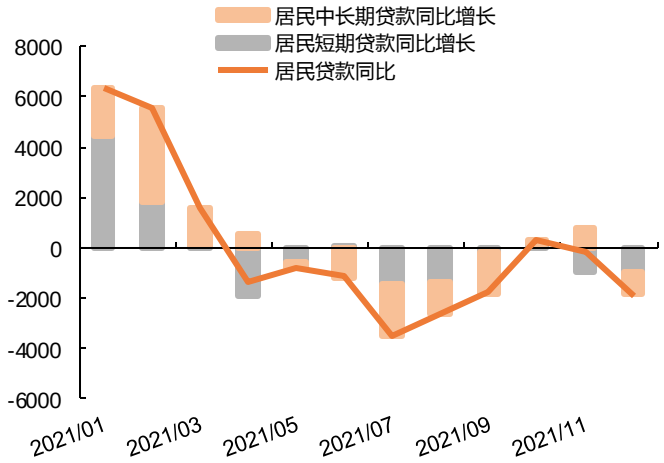
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 企业中长期贷款同比新增连续 6月为负（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 12 月居民中长期贷款再度转弱（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_35982