

宏观点评

宽信用仍没来，再降息即将来——兼评 12 月社融

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；社融存量增速 10.3%，前值 10.1%；M2 同比 9.0%，预期 8.7%，前值 8.5%；M1 同比 3.5%，前值 3.0%。

核心结论：12 月信贷社融均不及预期，宽信用仍没来；再降息即将到来，预计最快 1 月 17 日可能下调 MLF 利率，1 月 20 日可能下调 5 年期 LPR，幅度可能是 5-10BP。

1、12 月新增贷款低于预期、也低于季节性，结构延续恶化：居民短贷连续 2 月少增，指向消费疲软；居民中长期贷款未能延续多增，指向房地产放松力度仍然不够；企业中长期贷款连续 6 月同比少增，票据延续冲量，反映实体融资需求仍不足。

>总量方面，12 月新增信贷 1.13 万亿，同比少增 1300 亿，明显低于季节性（过去 3 年同期平均多增 2252 亿），其中：居民贷款新增 3716 亿，同比少增 1919 亿；企业贷款新增 6620 亿，同比多增 667 亿；非银机构贷款新增 553 亿，同比少增 121 亿。

>居民短期贷款与中长期贷款均走弱，房地产调控需进一步宽松。12 月居民短期贷款新增 157 亿，同比少增 985 亿，连续两月少增，指向消费疲软；居民中长期贷款新增 3558 亿，同比少增 834 亿，未能延续此前两月多增，指向当前房地产放松力度仍不够。

>中长期贷款连续 6 个月同比少增，实体融资需求仍弱。12 月企业短贷减少 1054 亿元，同比少减 2043 亿，可能与企业年末现金流压力加大有关；企业中长期贷款新增 3393 亿，同比少增 2107 亿，连续第 6 个月同比少增；票据融资继续冲量，同比多增 746 亿，月内银票转贴利率降至 0 附近；总体看，企业贷款反映实体融资需求偏弱。

2、12 月新增社融不及预期，社融存量增速延续抬升至 10.3%，票据冲量、地方债多发是主支撑。维持此前判断，Q1 社融增速有望稳中趋升至 10.5%左右甚至 11%。

>总量看，12 月新增社融 2.37 万亿，同比多增 6508 亿，不及预期 2.43 万亿，主因信贷不及预期。12 月社融存量增速 10.3%，延续上月回升趋势，符合我们预期。

>分结构看，12 月社融口径的新增人民币贷款 1.03 万亿，同比少增 1112 亿，主要受居民贷款及企业中长贷拖累；12 月政府债券融资新增 1.17 万亿，同比多增 4592 亿，对社融形成较大支撑，主因地方债滞后至 12 月发行；12 月企业债券融资新增 2225 亿，同比多增 1789 亿，主因去年低基数（永煤事件冲击下，2020 年 12 月企业债券融资同比仅多增 400 亿）；12 月表外融资减少 6414 亿，同比少减 981 亿。全年来看，表外融资共减少 2.67 万亿，同比多减 1.35 万亿。

>社融增速有望稳中趋升，Q1 前后可能升至 10.5%-11%：9 月以来社融增速已有企稳迹象（9 月、10 月 10%、11 月 10.1%、12 月 10.3%）。往后看，央行继续强调“增强信贷总量增长的稳定性”，财政部提前下发了 2022 年专项债部分额度（1.46 万亿），鉴于 Q1 压力较大，届时信贷、社融很可能会多发。维持此前判断，社融增速有望稳中趋升，Q1 可能升至 10.5-11%。

3、12 月 M1 同比连续两月回升，M2 再度转升，主因地产销售有所好转

>12 月 M1 同比 3.5%，较上月抬升 0.5 个百分点、连续两个月改善，主因保交房和地产调控松动带动地产销售有所企稳；M2 同比抬升 0.5 个百分点至 9.0%，应也财政存款投放加快有关。存款端，12 月新增存款 1.16 万亿，同比多增 1.37 万亿，其中：财政存款同比多增 762 亿、连续两月同比多增，指向财政支出继续加快。

4、整体看，宽信用仍没来；稳增长压力之下，货币政策已正式转向，即将再降息

>宽信用可能仍需等待：从近两三个月的信贷社融来看，延续的仍是下半年以来居民短贷弱、企业中长期贷款疲软、票据冲量等特征，改善之处也是来自于地产纠偏带动按揭、专项债多发带动政府融资，总体指向的还是消费差和经济差拖累实体融资需求，预示当前更多是稳信用，宽信用可能尚需时日。

>货币政策已正式转向，再降息“近在咫尺”，预计最快 1 月 17 日可能下调 MLF 利率，1 月 20 日也可能下调 5 年期 LPR，幅度可能是 5-10BP。维持此前判断：降息方面，最快 1 月中旬就可能下调 MLF 或 OMO 利率，5 年期 LPR 也可能下调（可能要看未来 1-2 个月房地产销售情况）；降准方面，综合 MLF 到期、缴税缴准、跨年跨季流动性等因素，春节前后或 3 月前后有可能再降准一次。

风险提示：疫情演化超预期，政策力度大超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

1、《开始了就不会轻易结束——降息的 6 点理解》

2021-12-20

2、《不寻常的纠偏——逐句解读中央经济工作会议》

2021-12-11

3、《没等来的宽信用，在路上的降息》2021-12-09

4、《转向的确认——逐句解读 12.6 政治局会议》

2021-12-07

5、《变局与破局——2022 年宏观经济与资产配置展望》

2021-11-29

6、《转向了一总理座谈会和 3 季度货币政策报告的信号》

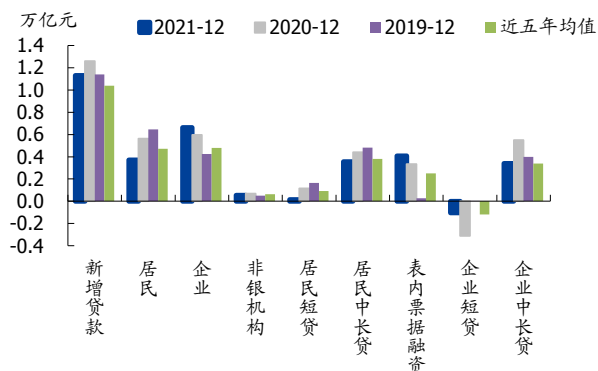
2021-11-20

7、《10 月社融好于季节性，持续性如何？》2021-11-10

8、《信贷社融继续走弱，降准降息和宽信用能来么？》

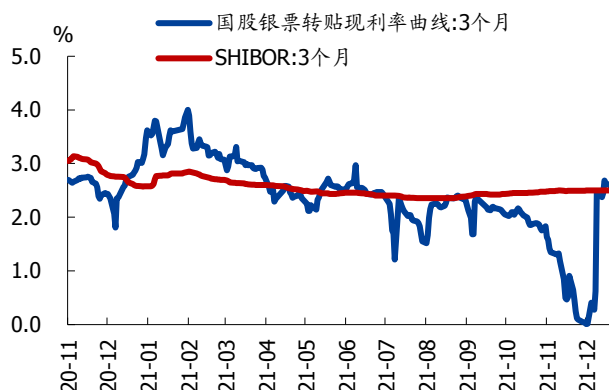
2021-10-13

图表 1: 12月信贷数据仍反映实体融资意愿不足



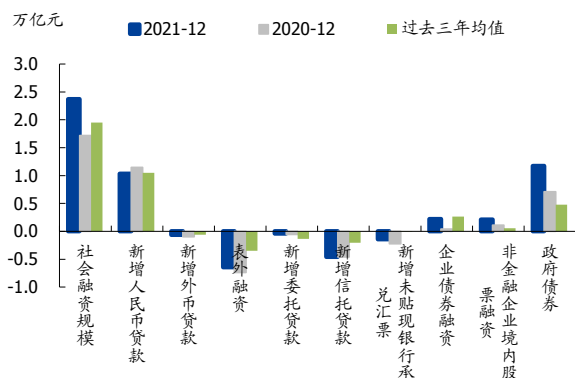
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 12月月内银票转贴利率降至0附近



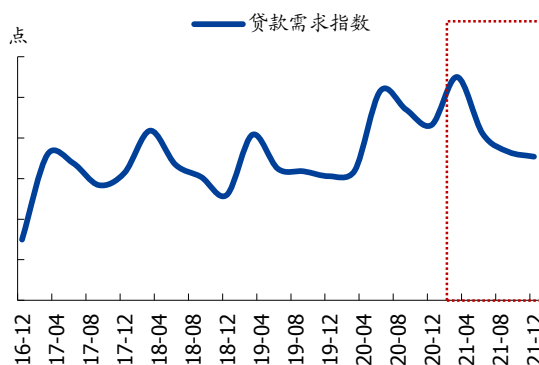
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 12月社融增速回升, 主要由政府债券、票据冲量支持



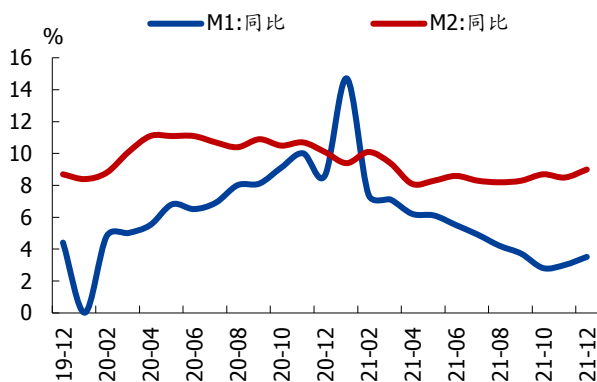
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 企业融资需求在 2021 年一季度见顶后逐步回落



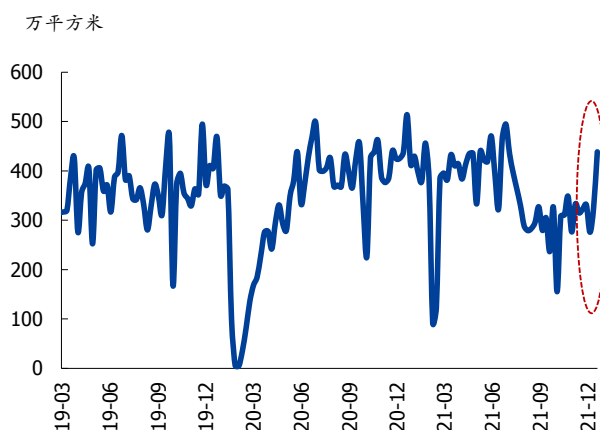
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: M1、M2 增速均回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 12月房地产销售边际改善



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北 京

上 海

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_35994

