

LPR 之后，MLF 降息还有多远？

2021 年 12 月 20 日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

■ 央行时隔 20 个月再次降息，5 年期保持不变继续支持“房住不炒”。2021 年 12 月 20 日央行下调了 LPR 报价，但仅下调 1 年期 LPR 利率 5bp，5 年期则保持不变。我们认为背后可能体现的是央行货币政策“逆周期”和“跨周期”相结合的思路：一方面，从逆周期角度，切实保证企业尤其是中小微企业综合融资成本稳中有降，提升政策服务实体经济的能力，2021 年央行少见的召开了两次信贷形势分析座谈会，降成本成为逆周期重要的着力点（表 1）；另一方面，从跨周期角度，响应中央经济工作会议“房住不炒”的号召，货币政策对于地产依旧是托而不举的态度，10 月以来按揭贷款、开发贷等持续回暖（图 1），但是诸如下调首付比例等全面宽松政策难以再现。

■ 两次降准和下调再贷款、再贴现利率后，本次降息的“内容”并不意外。2021 年 7 月和 12 月的两次全年降准共为银行节约成本约 280 亿元，叠加 11 月碳减排支持工具的“定向降息”和 12 月初再贷款、再贴现利率下调 25bp，本次央行对 LPR 的调整是顺势而为，超市场预期成分十分有限。

■ 5 年期 LPR 保持不变透露的信号让市场的反应出现分化。短期来看降息的力度有限，宽松力度不足，但往后看市场对于稳地产和宽信用的成效也随之心存疑虑。长端国债收益率先上涨而后回吐大部分涨幅；商品市场波动较大，此前对于地产的乐观情绪可能出现较大降温，典型的代表是强地产属性的玻璃，在降息宣布后基本回吐上周四、五（12 月 16 日和 17 日）两天的涨幅；不过股市似乎并不悲观，尽管大盘走弱，但房地产行业仍继续上涨。这与我们回顾前三轮“地产下、基建上”时期的资产表现基本相符，商品表现最差，利率债表现较好，而股市并不一定下跌，主要取决于货币政策的支持力度（图 2）。

■ 另外本次降息也是检验中美货币政策分化影响的重要窗口。上周四（2021 年 12 月 16 日）美联储刚刚宣布加速 Taper 和暗示 2022 年三次加息，而今天央行降息意味着中美货币政策进一步分化，但是市场反应十分淡定：一方面，人民币汇率保持稳定，并未出现明显贬值；另一方面，可能更重要的是北向资金继续加仓中国，截至 12 月 20 日午盘仍有 4.09 亿元北向资金净流入。这也印证了我们此前的观点，外部压力暂时不成为制约我国货币政策的因素，以我为主的政策基调下也意味着宽松仍有空间。

■ 展望未来，降息还有空间，窗口期在 2022 年第一季度的概率更大。以我为主之下，货币政策继续专注于国内经济。从经济数据来看，2022 年第一季度经济的压力较大，一方面，2021 年第一季度地产销售、投资等的高基数会导致 2022 年同期增长数据面临较大的压力，另一方面就业情况的边际恶化短期内可能难以扭转。这可能意味着 5bp 的 LPR 降息是不够的。此外，仅降低 LPR 不调整政策利率可能使得银行本已处于低位的净息差进一步收窄，不利于后续银行机构在宽信用中的发力。

■ 除此之外，考虑到通胀压力下美联储加息可能提前至 2022 年第二季度，参考历史美联储加息阶段中国央行难以大幅宽松（图 3 和 4），这也意味着央行进一步降息（下调 MLF 和公开市场操作利率）的窗口主要在 2022 年第一季度。

■ 风险提示：变异病毒导致疫情反复、国内外政策超预期

相关研究

1、《宏观周报 20211219：如果 2022 年 GDP 增速 5.5%，人民币是升是贬？》2021-12-19

2、《宏观月报 20211215：美联储 12 月议息会议：taper 加速后的加息信号》2021-12-15

3、《宏观月报 20211215：把握政策发力的三条经济线索》2021-12-15

4、《宏观月报 20211213：2022 年美国通胀如何见顶回落？》2021-12-13

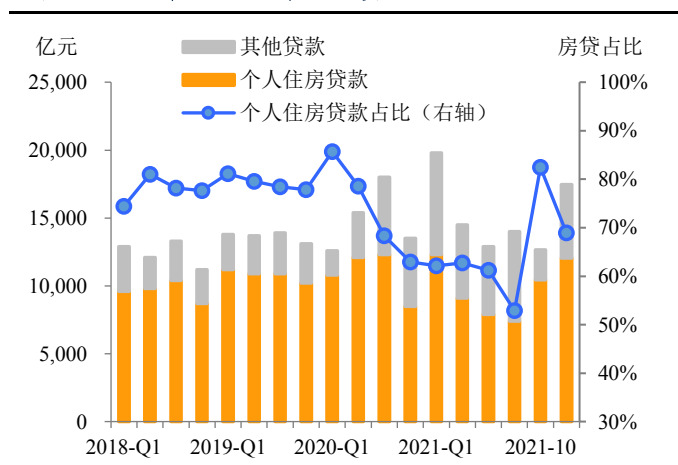
5、《宏观周报 20211211：中央经济工作会议释放的三条政策主线》2021-12-11

表 1: 2021 年两次金融机构货币信贷形势分析座谈会对于信贷的主要内容总结

时间	主要内容
2021 年 12 月 1 日	● 要加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 ● 增强信贷总量增长的稳定性，稳步优化信贷结构，保持企业综合融资成本稳中有降态势，不断增强服务实体经济能力。
2021 年 8 月 23 日	● 要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 ● 要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

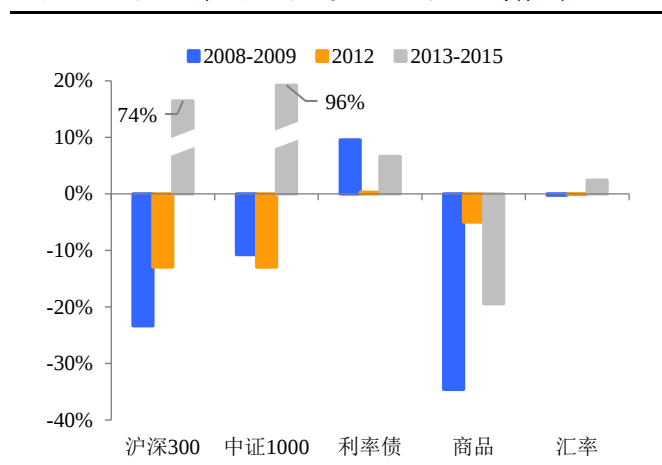
图 1: 2021 年 10 月以来按揭贷款回暖



注：为了保持数据的可比性，2021 年 10 月和 11 月的数据都经过季度化处理（乘以 3）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

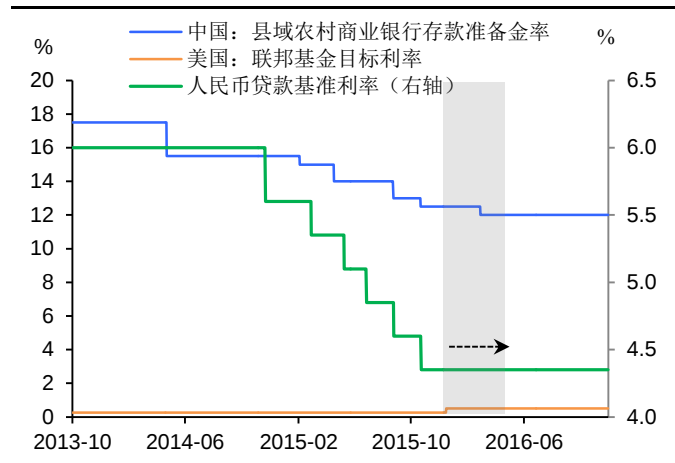
图 2: 三个“地产下、基建上”时期大类资产表现



注：商品使用的是南华商品指数，汇率使用的是美元兑人民币（因此下跌是升值）。三个时期分别为 2008 年 6 月至 2009 年 2 月，2012 年 2 月至 9 月和 2013 年 12 月至 2015 年 3 月。

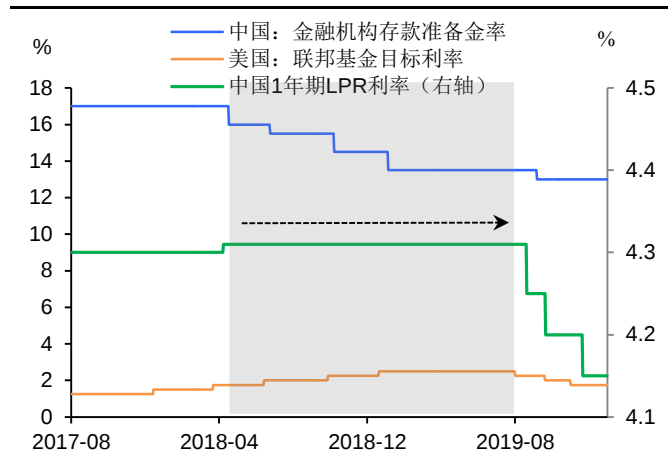
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2015 年 12 月美联储加息后中国央行不再降息



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：中国央行直到 2019 年 7 月美联储降息后才降息



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

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_31491

