

12 月 20 日 LPR 报价点评

“稳增长”确认，降息适逢其时

近期货币政策皆在“稳增长”，而不是补缺口。降息是促信贷、稳信用的要求，在稳投资的同时，增强实体企业的信贷融资意愿。

- 12 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布当月贷款市场报价利率（LPR），其中 1 年期 LPR 为 3.8%，较此前下调 0.05 个百分点，为 2020 年 3 月以来首度下调；5 年期以上 LPR 为 4.65%。

从降息的目的看，此次 LPR 调降旨在为明年“稳增长”蓄力，增强信贷总量增长的稳定性。一方面，12 月 10 日中央经济工作会议公报发布，2022 年以经济建设为中心，上周发改委、财政部先后安排项目清单、下达提前批专项债额度，“稳增长”有望在明年发力。另一方面，12 月 16 日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲行长着重强调，要增强信贷总量增长的稳定性，LPR 调降将切实引导企业综合融资成本稳中有降。

值得一提的是，此次 LPR 调降前，央行并未对月中的 MLF 利率进行调整，此次 LPR 报价下调应是年内两次降准引导的结果。

- 近期货币政策皆在“稳增长”，而不是补充流动性缺口。从财政收支的角度看，尽管 12 月为惯常税收大月，但当月财政支出同样会出现季节性走强，2018-2021 年 12 月当月公共财政支出均为当年最高，有望对流动性环境形成有效补充。政府债务融资方面，截至 11 月，新增地方政府专项债已累计发行 3.48 万亿元，年内政府债供给压力不大，政府存款对狭义流动性的挤占不强，再叠加 12 月降准对银行系统缴准压力的缓解，12 月流动性缺口不大。

- 2021 年下半年以来，社融增速持续下行，10 月、11 月社融存量增速勉强维持在 10% 以上。且从结构上看，政府债务融资成为各月新增社融的主要支持，截至 11 月，政府债务净融资额在新增社融中占比已达 20.20%，信贷增速较上半年连续回落。在第三季度货币执行报告中，央行已特别提出要“增强信贷总量增长的稳定性”，并连续出台较多举措，稳定信用环境，总量方面，7 月、12 月央行两次超预期全面降准，共计释放中长期流动性 2.2 万亿元，结构性政策方面，央行创设碳减排工具，并下调小微企业再贷款利率，综合来看，此次降息是促信贷、稳信用的要求。

值得一提的是，在地产行业融资环境整体趋严的背景下，银行体系缺乏优质、可配置资产不足，叠加中小存款不足对信贷投放的约束仍存，央行后续的“稳信用”举措仍值得关注。

- 边际宽松的空间打开，降息时机适当。从短期条件看，降息的空间已经打开。首先，保供稳价政策收效，为流动性边际宽松创造条件。今年以来，部分大宗商品价格持续上行，结构性通胀问题逐步凸显，对流动性的边际宽松形成掣肘，11 月 PPI 同比涨幅 12.9%，较上月回落 0.6 个百分点，生产资料出厂价格回落 0.9 个百分点，在保供稳价政策的助力下，价格对生产的约束逐步放缓，货币政策边际宽松的空间打开，当前降息的时机较为适当。

- 风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：陈琦

(8610)66229359

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

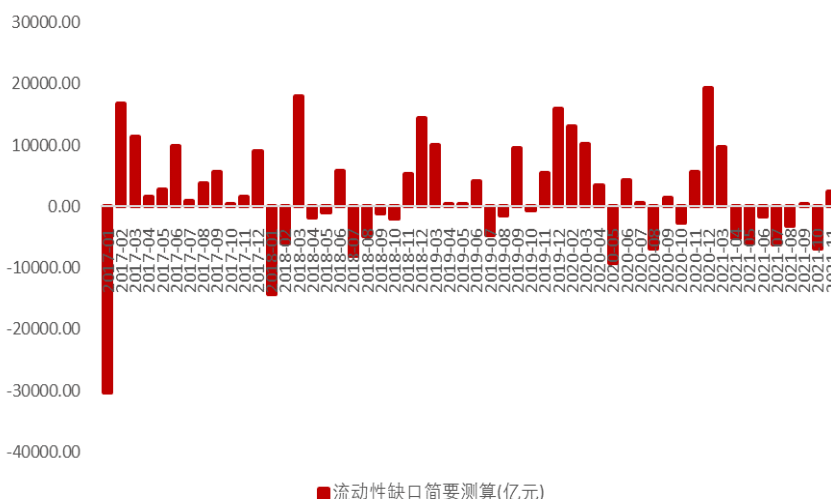
近期货币政策皆在“稳增长”，而不是补缺口

12月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布当月贷款市场报价利率（LPR），其中1年期LPR为3.8%，较此前下调0.05个百分点，为2020年3月以来首度下调；5年期以上LPR为4.65%。

从降息的目的看，此次LPR调降旨在为明年“稳增长”蓄力，增强信贷总量增长的稳定性。一方面，12月10日中央经济工作会议公报发布，2022年以经济建设为中心，上周发改委、财政部先后安排项目清单、下达提前批专项债额度，“稳增长”有望在明年发力。另一方面，12月16日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲行长着重强调，要增强信贷总量增长的稳定性，LPR调降将切实引导企业综合融资成本稳中有降。值得一提的是，此次LPR调降前，央行并未对月中的MLF利率进行调整，此次LPR报价下调应是年内两次降准引导的结果。

从短期流动性的角度看，近期货币政策皆在“稳增长”，而不是补流动性缺口。从财政收支的角度看，尽管12月为惯常税收大月，但当月财政支出同样会出现季节性走强，2018-2021年12月当月的公共财政支出均为当年最高，有望对流动性环境形成有效补充。政府债务融资方面，截至11月，新增地方政府专项债已累计发行3.48万亿元，年内政府债供给压力不大，政府存款对狭义流动性的挤占不强，再叠加12月降准对银行系统缴准压力的缓解，12月流动性缺口不大。

图表 1. 12月往往是当年狭义流动性较为宽裕的时点



资料来源：万得，中银证券

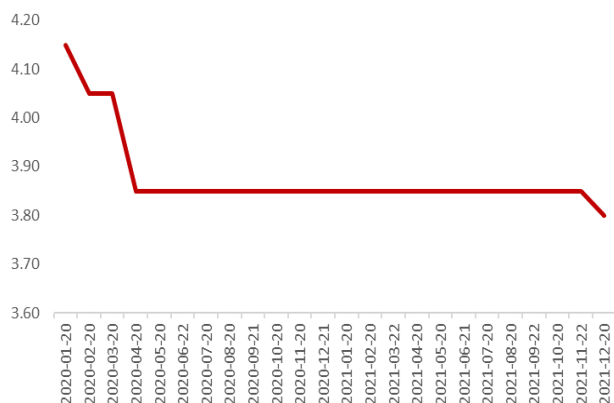
降息是促信贷、稳信用的要求

下半年社融结构变化对降息提出了要求。上半年稳增长压力较小、后疫情时代信用环境稳定是降息持续缺位的主要原因。从2020年4月起，国内社融存量同比增速连续高于12%；2021年上半年国内稳增长压力不强，在上年同期高增速的影响下，国内信贷规模稳定增长，上半年国内社融存量同比平均增速为12.05%，在年内政府发债明显后置的背景下，信贷成为上半年社融增长的主要支撑项，降息需求不强。

2021年下半年以来，社融增速持续下行，10月、11月社融存量增速勉强维持在10%以上。且从结构上看，政府债务融资成为下半年各月新增社融的主要支持，截至11月，政府债务净融资额在新增社融中占比已达20.20%，信贷增速较上半年连续回落。在第三季度货币执行报告中，央行已特别提出要“增强信贷总量增长的稳定性”，并连续出台较多举措，稳定信用环境；总量方面，7月、12月央行两次超预期全面降准，共计释放中长期流动性2.2万亿元，结构性政策方面，央行创设碳减排工具，并下调小微企业再贷款利率，综合来看，此次降息是促信贷、稳信用的要求。值得一提的是，在地产行业融资环境整体趋严的背景下，银行体系缺乏优质、可配置资产不足，叠加中小存款不足对信贷投放的约束仍存，央行后续的“稳信用”举措仍值得关注。

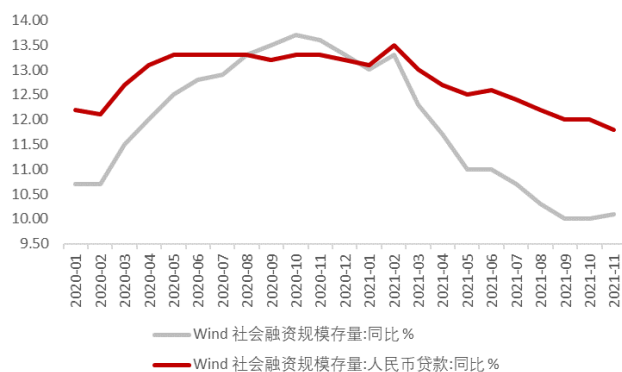
降准、降息也为“形成实物工作量”创造了条件。近期财政部已向各省级部门下达了2022年提前批专项债额度，并要求在年底前转达至市县，“适度超前开展基础设施投资”已提上日程。降准、降息能够有效缓解债券供给对银行资产端的挤占，在稳投资的同时，增强实体企业的信贷融资意愿。

图表 2. LPR 小幅下降



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上半年社融增长平稳



资料来源：万得，中银证券

边际宽松的空间打开，降息时机适当

从短期条件看，降息的空间已经打开。首先，保供稳价政策收效，为流动性边际宽松创造条件。今年以来，部分大宗商品价格持续上行，结构性通胀问题逐步凸显，对流动性的边际宽松形成掣肘，11月PPI同比涨幅12.9%，较上月回落0.6个百分点，生产资料出厂价格回落0.9个百分点，在保供稳价政策的助力下，价格对生产的约束逐步放缓，货币政策边际宽松的空间打开，当前降息的时机较为适当。

图表 4. PPI 同比增速拐点或已出现



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_31585

