

货币宽松路上等到降息

——12月LPR点评

宏观事件点评

2021年12月20日

报告摘要:

12月20日全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率(LPR):12月1年期LPR报3.80%,前值3.85%,时隔20个月再次下降;5年期以上品种报4.65%,前值4.65%,保持不变。

● 本次LPR调降宽松信号极强

本次LPR调降时距离上一次相隔20个月,反映国内经济再次进入较大下行压力阶段。

历史上降息均发生在经济面临较大压力时期。2014-2015年经济内外需求下行,央行自2014年11月连续6次下调1年期贷款基准利率;2019年下半年受贸易摩擦影响出口低迷,工业生产压力较大,1年期LPR利率3次下调;2020年上半年受疫情影响经济陷入停摆,1年期和5年期LPR利率果断两次调降。

历史上降息是货币信用较宽信号。2014-2015年、2019-2020年连续降息降准之后,社融都均有回升。

● 为什么高通胀高出口下仍选择降息?

经验上降息锚定PPI通缩状态。PPI同比已经小于零且持续下探,此时才有降息。

目前出口仍处于高景气阶段,PPI同比仍在历史高位。当前时点选择降息,似乎有悖于历史经验。

当前降息节奏之所以不同于历史经验,主要有两点原因:

其一,目前内需数据降至历史低点。今年下半年以来内需板块持续收缩,消费、地产、基建等指标显示当前内需疲软,稳增长压力较大。

其二,目前通胀和出口看似较高,然而未来这两大变量或将同比下行。PPI高点已过,且国内保供政策效果明显,明年PPI进入下行区间。此外,2022年海外经济热度及撬动的中国出口大概率弱于今年。

● LPR调降后,MLF、OMO调降还会远吗?

我们认为后续MLF利率有调降空间。同业存单发行利率与MLF持续倒挂已久。而中国利率框架中一年期LPR和MLF有较好的联动效应,经验上降1年期LPR,随后再降MLF利率。1月是信贷投放大月,MLF利率调降节奏可能偏快。

目前看OMO利率调降迫切性不高。若未来融资需求持续疲软,可能会考虑调降OMO利率,进一步降低银行成本,刺激信贷投放。

● 未来不排除五年期LPR调降可能

经验上中国降息一般为应对居民信贷萎缩。中国信贷中对利率高低敏感的主要是居民信贷,其他信贷板块更多对融资可得性敏感,对利率高低敏感度不高。所以经验上中国降息主要为刺激地产销售。

不排除未来五年期LPR调降可能。11月地产指标边际回暖但仍处于历史低位,国有背景房企融资好转但行业融资条件并未系统性转好。稳定地产的重要条件在于稳定地产销售。居民信贷主要挂钩五年期LPR,地产销售没有得到改善,五年期LPR就有调降可能。

● 风险提示:

对央行的货币政策理解不到位,疫情持续时间超预期。

民生证券研究院

分析师:周君芝

执业证号: S0100521100008

电话: 15601683648

邮箱: zhoujunzhi@mszq.com

12月20日全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）：12月1年期LPR报3.80%，前值3.85%，时隔20个月再次下降；5年期以上品种报4.65%，前值4.65%，保持不变。

1 这次降息宽松信号极强

本次LPR调降时隔20个月，国内经济再次进入较大下行压力阶段。

历史上降息都是在经济面临较大下行压力的时候。2014年-2015年，内外需疲软，房地产进行下行周期，出口增速持续为负，经济压力较大，自2014年8月，央行连续下调1年期贷款基准利率；2019年下半年三次调降1年期LPR利率，受制于贸易摩擦，出口增速在0上下波动，工业生产面临较大压力，内外需求均弱；2020年2月受疫情影响经济陷入停摆，1年期和5年期LPR利率果断调降，4月为支持复工复产再次调降。

历史上降息是货币信用较宽信号。降息降准之后，社融都会有明显的回升趋势。2019年底到2020年初，连续降息降准后，社融增速迎来了新一轮上行周期；2014年下半年到2015年上半年1年期贷款基准利率连续调降后，2015年社融同比增速触底回升。

图1：基准利率下调与社融增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 为什么高通胀高出口下仍选择降息

历史上降息规律是面对通缩（PPI 低于零且下行）。

2014年下半年-2015年上半年，PPI同比持续低于零且跌幅不断扩大，央行自2014年11月开始，6次下调1年期贷款基准利率；2019年下半年PPI同比转负且逐步下行，央行从8月

开始，3次下调1年期LPR利率。

本次降息标准看似有所变化，实则不然。

第一，目前内需数据降至历史低点。

以往大宗定价跟着中国建筑业需求走，背后推动因素是中国基建和房地产周期。而自疫情以来，海外刺激政策力度空前，而国内经济刺激政策迅速回归正常，经济内冷外热的不平衡问题凸显。尽管PPI仍在高位但反映是供给端的约束和海外需求较强，而内需已经降至冰点，地产各环节指标跌入历史低点，基建投资不强，消费又受制于国内局部疫情扰动，下半年以来经济下行压力增大。

第二，目前通胀和出口看似较高，但并不制约降息。

其一是高点已过，11月PPI同比较于10月回落，PPI拐点已经出现，且国内保供政策效果明显，叠加中央经济工作会议也再次强调实现碳达峰碳中和不能毕其功于一役，预计未来上游原材料价格将逐步回落带动PPI下行。其二是出口明年也较今年走弱，明年欧美各国财政刺激退坡，货币政策逐步收紧，海外需求回落将压制出口。

图2: PPI同比和基准利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 LPR调降后，MLF、OMO调降还会远吗？

我们认为后续MLF利率有调降空间，节奏上越快越好。

首先，同业存单发行利率与MLF持续倒挂已久，银行对通过MLF补充资金的需求不高，反映当前MLF存在调降空间。

其次，中国利率框架中一年期LPR和MLF有较好的联动效应。2019年下半年就是在先

下调 1 年期 LPR 利率后再下调 MLF 利率，而当前 LPR 与 MLF 之间的点差比 2019 年相比更低。

节奏上，1 月是信贷投放大月，MLF 利率应尽早调降。稳内需宽信用的情况下，银行扩表的资金成本压力加大，降低 MLF 利率以缓解银行投放信贷压力宜早不宜迟。

OMO 利率调降迫切性不强。若未来融资需求持续疲软，可能会考虑调降 OMO 利率，进一步降低银行成本，刺激信贷投放。

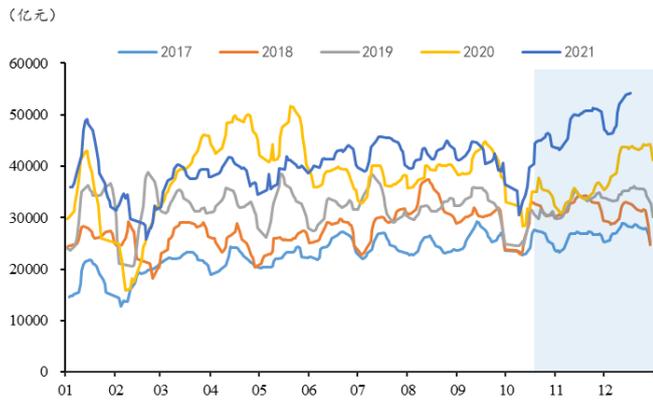
其一是 DR007 指标并未出现明显偏离，今年以来 DR007 利率与 OMO 利率偏离明显减小，在货币市场利率中枢并未出现明显的波动；其二是隔夜近期成交量增大，货币政策宽松出发点是支持实体融资而不是刺激金融市场，而当前债市加杠杆情况或将制约货币市场进一步宽松。但融资需求持续疲软的情况下，不排除全面条件“OMO-MLF-LPR 利率传导链条”以刺激需求回升。

图3: MLF 与 LPR 利率对比 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 11 月以来银行间质押式回购成交量 7 天移动平均值偏高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 未来不排除五年期 LPR 调降可能

中国信用构成里面，对利率敏感的主要是居民信贷。

2019 年 LPR 改革之后，新增住房信贷合同定价“主要”锚定 LPR，所以居民信贷主要是个人住房贷款对利率更为敏感。而企业信贷更多受制于二元信用条件，并不在于利率高低。由于金融机构对民营和国有部门信用偏好存在系统性差异，导致民营、小微企业无法获得足够的信贷资源，往往出现“信用一紧就紧在民营部门”，所以企业信贷对于利率敏感度并不高。

本次 5 年期 LPR 利率保持不变，但不排除未来五年期 LPR 调降可能。

从 11 月数据上看，目前地产指标尽管边际有所回暖，但仍在历史较低区间。11 月房地产销售、新开工、投资等指标相比于 10 月份边际上都有所回升，但幅度有限，对比历史来看仍处于低位。

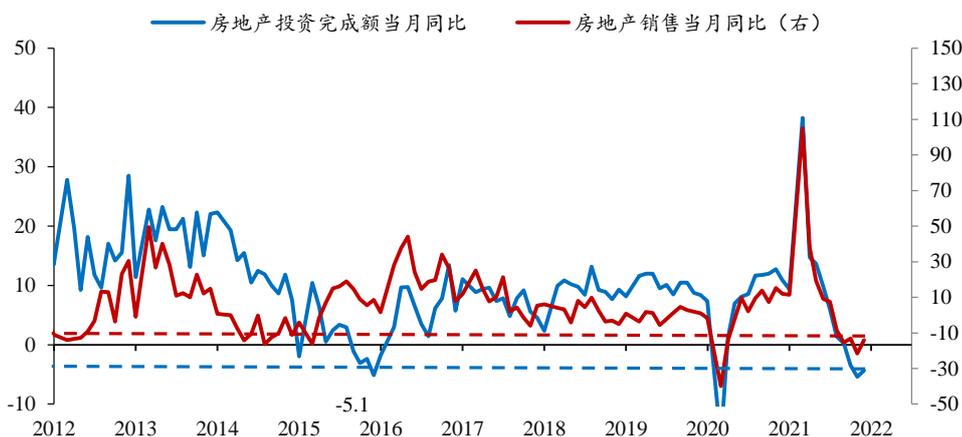
尽管 11 月以来房企融资回暖但力度不够。11 月国企背景房企发债积极融资回暖，但行业融资条件并未系统性转好。近日央行银保监会表示将对有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质房企并购出现经营风险的房企旗下的优质项目。预计未来房企行业内部会出现新一轮并购出清，但仍需要宽松的金融调降支持。

我们认为未来地产托举可能的政策着力点或在于四点：

一是边际放松地产销售端，稳房价预期，才能够稳定房地产企业投融资以及拿地；二是进一步边际放松地产融资条件，尤其是缓解金融体系对地产企业的风险偏好过紧；三是国有和民营地产企业在融资获得性上可能存异，地产行业内部结构出现分化；四是保障房和租赁住房投资将支撑起部分地产投资数据。

其中前两个是针对性缓释当前地产企业流动性过紧问题，后两条旨在促进地产行业长足健康发展，但不论那种方式，必须要货币宽松作为依托。

图5: 地产销售投资边际好转但仍在历史低位 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

5 风险提示

对央行货币政策理解不到位，疫情持续时间超预期。

插图目录

图 1: 基准利率下调与社融增速	2
图 2: PPI 同比和基准利率	3
图 3: MLF 与 LPR 利率对比 (%)	4
图 4: 11 月以来银行间质押式回购成交量 7 天移动平均值偏高	4
图 5: 地产销售投资边际好转但仍在历史低位 (%)	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_31682

