宏观点评报告

2022 年 1 月 20 日

稳增长毋庸置疑 货币政策已经落地

2022 年 1 月 20 日降息点评

核心内容：

- **降息持续，货币政策逐步落地** 1 月 20 日公布的贷款市场报价利率(LPR)继 2021 年 12 月份下调后再次回落，1 年期 LPR 下调 10bps 至 3.70%，符合市场预期。5 年期 LPR 下调 5bps 至 4.6%，略低于市场预期，这是 2020 年 4 月份以来首次下调 5 年期 LPR 利率。2021 年 12 月 15 日央行降准后，市场就期待更宽松的货币环境，降低 LPR 利率是更具有指标性的动作，降低 5 年期 LPR 利率意味着对于房地产的态度出现了转变。

- **央行货币政策释放快速，显示了领导层的决心**央行货币政策宽松主要是为了应对经济下滑，尤其是信贷和社融走低需要央行给与支持。央行在连续 1 个月内两次下调 LPR 利率，同时进行了降准、下调公开市场操作利率，并且降准可能没有结束。央行的政策释放速度显示了稳增长的决心。不仅是央行，12 月份以来财政部、发改委均表态要支持稳增长。中财办副主任韩文秀发文写到“稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题”。各主要部门以及国务院对于稳增长的态度较为坚决。

- **宏观经济面临困难，政策转向明显** 12 月份我国实际消费增速负增长，这是近 30 年来实际消费增速第二次负增长。2021 年房地产投资增速已经连续 4 个月单月负增长。总体来说，需求不足、供给瓶颈、预期变化使得经济下滑速度加快。想要扭转这种快速下滑的势头，需要管理层给与强力的信号。2021 年 12 月份年度经济工作会议上管理层的宏观经济政策已经掉头。1 月份央行持续的发力显示了管理层的决心。对地产的政策已经变化，对房地产开发商的监管政策放松，5 年期 LPR 利率下滑证明了这一点。

- **经济数据会出现积极变化**在政策强力转弯的过程中，信贷和社融数据会最先出现积极变化。12 月份影子银行融资增速回升，12 月份票据融资大幅上行，这都意味着未来融资增速上行较为确定。监管政策会同时出现积极变化，虽然政策的转变需要时间，但政策转变的态度坚决。随着融资的好转和政策的转变，消费增速会随之恢复，各项经济数据会有积极的变化。

- **货币政策仍有空间，政策组合更为有效**央行副行长刘国强在发表讲话时称政策空间有所收窄，但仍然有空间。货币政策需要充分发力、精准发力、靠前发力，防止信贷坍塌。2 月份降准仍然可能到来，如果经济转变较慢，央行的利率下调可能再次打开。

  除央行的动作外，各部门监管政策也要有所放松，以恢复市场信心。需要发改委、住建部、财政部等各部门监管政策和文件调整，减少对市场的干预，以及财政政策和货币政策配合使稳增长政策见效。

分析师

许冬石
☎：（8610）8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

相关报告：

《政策组合尚未结束 货币基调更为宽松—2022 年央行年度工作会议》_2021/12/28

《锁长放短稳增长延续 政策组合持续发力—2021 年 12 月 20 日 LPR 下行》_2021/12/20

《降准对冲经济下行 货币宽松至少持续至 2 季度—2021 年 12 月降准》_2021/12/7

《央行释放政策回暖信号，4 季度货币市场平稳》_2021/10/15

《LPR 平稳，政策对经济仍然有信心》_2021/7/20

《走在经济转向之前 央行释放长期资金—7 月 15 日降准分析》_2021/7/11

2022 年 1 月 20 日央行公布 LPR 下调,1 年期 LPR 下调 10bps 至 3.7%,5 年期 LPR 下调 5bps 至 4.6%。

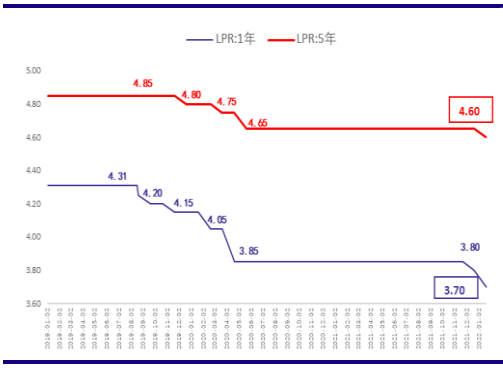
一、降息持续，货币政策逐步落地

1 月 20 日公布的贷款市场报价利率(LPR)继 2021 年 12 月份下调后再次回落，1 年期 LPR 下调 10bps 至 3.70%，符合市场预期。5 年期 LPR 下调 5bps 至 4.6%，略低于市场预期，这是 2020 年 4 月份以来首次下调 5 年期 LPR 利率。

2021 年 12 月确定稳增长政策以来，货币政策就已经逐步落地。2021 年 12 月 6 日，支农支小再贷款利率下调，12 月 20 日 1 年期 LPR 利率下调。本年度 1 月 17 日，下调公开市场操作利率和中期借贷便利率，同时中期借贷便利超额续作。1 月 20 日继续下调 1 年期 LPR 利率，同时开启 5 年期 LPR 利率下调。

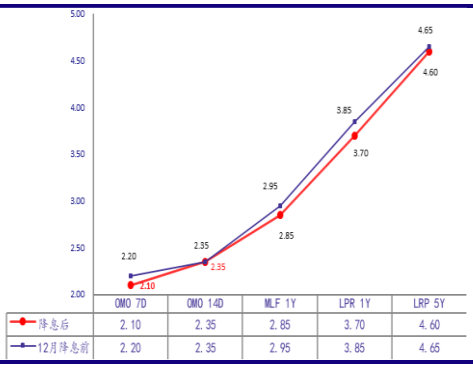
2021 年 12 月 15 日央行降准后，市场就期待更宽松的货币环境，降低 LPR 利率是更具有指标性的动作，降低 5 年期 LPR 利率意味着对于房地产的态度出现了转变。

图 1：LPR 利率平稳（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：政策利率曲线（%）



	OMO 7D	OMO 14D	MLF 1Y	LPR 1Y	LRP 5Y
降息后	2.10	2.35	2.85	3.70	4.60
12月降息前	2.20	2.35	2.95	3.85	4.65

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：12 月以来货币政策变化

日期	利率	货币政策基调
20211206	全面降准：下调存款准备金率0.5个百分点。	（1）中央经济工作会议：财政与货币政策要协调联动； （2）央行货币委员会4次例会：发挥好货币政策工具总量和结构双重功能； （3）2022年央行年会：主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。
20211206	定向降息：央行下调支农支小再贷款利率0.25个百分点。	
20211215	国常会：（1）普惠小微企业贷款延期还本付息工具转为普惠小微带看支持工具；（2）将普惠小微信用贷款纳入支农支小贷款，可增加带贷款额度。	
20211220	降息：2020年4月首次下调1年期利率，LPR下行0.05个百分点，1年期LPR至3.8%，5年不变。	
20220117	公开市场降息：下调MLF利率0.1个百分点至2.85%，下调OMO利率0.1个百分点至2.1%。	
20220120	再次降息：2020年4月首次下调5年期利率。1年期LPR下行0.1个百分点至3.7%，5年期LPR下调0.05个百分点至4.6%。	

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

二、稳增长更为迫切，宏观环境不容乐观

（一）央行货币政策释放快速，显示了领导层的决心

央行货币政策宽松主要是为了应对经济下滑，尤其是信贷和社融走低需要央行给与支持。同时 2021 年 1 季度基数较高，在高基数下完成信贷增长有压力。央行在连续 1 个月内两次下调 LPR 利率，同时进行了降准、下调公开市场操作利率，并且降准可能没有结束。央行的政策释放速度显示了稳增长的决心。

不仅是央行，12 月份以来财政部、发改委均表态要支持稳增长。中财办副主任韩文秀发文写到“稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题”。各主要部门以及国务院对于稳增长的态度较为坚决。

表 2：12 月以来稳增长的表态

日期	会议	发布单位	内容
20211211	2021-2022中国经济年会	中财办副主任韩文秀	明年经济工作要“稳字当头，稳中求进”。各方要积极推出有利于经济稳定的政策，慎重出台有收缩效应的政策，政策发力要适当靠前
20211211	党委扩大会议	国资委	推动国资央企高质量稳增长作为首要目标，研究出台有利于中央企业稳增长的政策举措。
20211215	国常会		将普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，加大对制造业支持
20211227	2021年全国财政工作视频会议	财政部	落实积极财政政策，精准、可持续，减税降费，政策发力靠前
20211229	国常会		持续减轻个人所得税纳税人负担
20220105	署名文章	中财办副主任韩文秀	稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题
20220105	减税降费座谈会	国务院李克强	国家将加大对地方转移支付力度推动财力向实现基层下沉，为减税降费提供保障
20220114	《关于做好近期促进消费工作的通知》	发改委	坚持在疫情防控常态化条件下稳定和扩大消费，防止简单化、“一刀切”、“层层加码”式防控
20220118	国新办新闻发布会	央行副行长刘国强	一是充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些；二是精准发力；三是靠前发力。降准空间变小了但仍然还有一定的空间
20220118	国新办新闻发布会	发改委	一季度平稳开局、保持全年经济运行在合理区间充满信心

资料来源：中国银河证券研究院整理

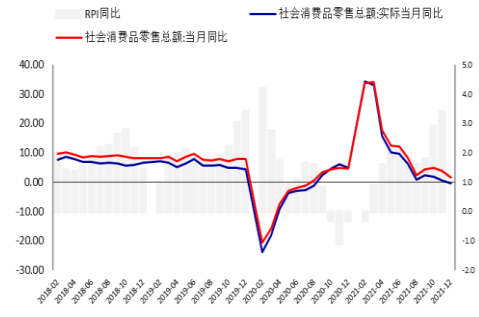
（二）宏观经济政策转向明显

2021 年下半年我国宏观经济快速走低，经济结构调整和新冠疫情均干扰经济运行。2021 年 12 月份我国实际消费增速负增长，这是近 30 年来实际消费增速第二次负增长，第一次是在 2020 年 3 月。2021 年房地产投资增速已经连续 4 个月单月负增长，并且下滑速度加快。我国工业生产虽然在上行，但仍然属于恢复阶段。总体来说，需求不足、供给瓶颈、预期变化使得经济下滑速度加快。

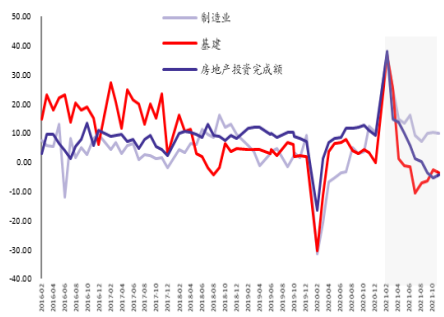
想要扭转这种快速下滑的势头，需要管理层给与强力的信号。2021 年 12 月份年度经济工作会议上管理层的宏观经济政策已经掉头。1 月份央行持续的发力显示了管理层的决心。对于稳增长路径和力度仍然有迟疑主要在于金融和政策层面对于房地产和地方投资的压制。1 月份连续的对房地产宽松的信号显示，对地产的政策已经变化，对房地产开发商的监管政策放松，5 年期 LPR 利率下滑证明了这一点。

图 3：实际和名义消费增速（%）

图 4：房地产投资持续下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、经济数据会出现积极变化

在政策强力转弯的过程中，信贷和社融数据会最先出现积极变化。社会融资增速持续走高，同时 12 月份影子银行融资增速回升，12 月份票据融资大幅上行，这都意味着未来融资增速上行较为确定。

监管政策会同时出现积极变化，虽然政策的转变需要时间，但政策转变的态度坚决。对比 2018 年我国控制宏观杠杆率，金融、地方政府、国有去杠杆带来了社融的低位运行。2021 年我国进行了房地产开发商去杠杆，同时教育培训、互联网行业的大监管下，融资增速再度负增长。2022 年会看到融资有持续的好转。随着融资的好转和政策的转变，消费增速会随之恢复，各项经济数据会有积极的变化。

图 5：新增社会融资（%）

图 6：影子银行融资增速（%）

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_36504