

宏观

证券研究报告

2022 年 02 月 25 日

今年货币和利率的关键路标

今年货币和利率在宏观层面的复杂性主要来自“内外错位”。国内稳增长的诉求是确定的，不确定的是在中美经济周期、政策周期、疫情相对优势同步错位的状态下，外部环境对内部经济政策走势的影响。厘清主要逻辑、盯住关键路标，对判断复杂形势下的利率走势至关重要。

货币政策层面，“以我为主”的政策基调延续性将受到人民币汇率的考验，后者上半年的路标是出口景气度、下半年则要盯住美联储货币政策节奏的变化，这对短端利率有重要影响。经济层面，预计上半年大概率是稳增长诉求强化与经济低景气延续的组合，出口景气度的边际变化将影响房地产政策放松的节奏，这对长端利率有重要影响；下半年的不确定性较高，关键在于基建地产的复苏能在多大程度上对冲出口的下滑。

风险提示：美联储鹰派超预期；人民币汇率韧性超预期；疫情走势的不确定性

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：原油展望及对通胀的影响 - 原油展望及对通胀的影响》
2022-02-23
- 2 《宏观报告：风险定价-避险情绪影响商品价格和加息预期-2 月第 4 周资产配置报告》 2022-02-23
- 3 《宏观报告：情绪的钟摆：各行业拥挤度到了什么位置？》 2022-02-20

内容目录

一、货币的路标：上半年“以我为主”，下半年“顺势而为”	3
二、宽信用的核心是房地产需求企稳	5
三、利率的路标：短端看出口，长端看地产	5

图表目录

图 1：2020 年 5 月至今，人民币相对美元和 CFETS 货币篮子持续升值	4
图 2：20-21 年贸易顺差的快速提升显著拉动了银行代客结售汇顺差和汇率升值	4
图 3：21 年 1-7 月国内出口份额一度出现小幅回落	4
图 4：2 月以来房地产需求“塌方”	5
图 5：近期降息预期明显收敛，短端利率小幅上行	6

今年货币和利率在宏观层面的复杂性主要来自“内外错位”。国内稳增长的诉求是确定的，不确定的是在中美经济周期、政策周期、疫情相对优势同步错位的状态下，外部环境对内部经济政策走势的影响。厘清主要逻辑、盯住关键路标，对判断复杂形势下的利率走势至关重要。

货币政策层面，“以我为主”的政策基调延续性将受到人民币汇率的考验，后者上半年的路标是出口景气度、下半年则要盯住美联储货币政策节奏的变化，这对短端利率有重要影响。经济层面，预计上半年大概率是稳增长诉求强化与经济低景气延续的组合，出口景气度的边际变化将影响房地产政策放松的节奏，这对长端利率有重要影响；下半年的不确定性较高，关键在于基建地产的复苏能在多大程度上对冲出口的下滑。

一、货币的路标：上半年“以我为主”，下半年“顺势而为”

稳健的人民币汇率是货币政策“以我为主”的基石。

回溯历史，中美经济周期错位常有，因此货币政策交锋也不少见，政策独立性则逐渐增强。13 年，美联储酝酿退出 QE，国内被动跟随收紧，降准降息中止，年中年底还出现两次“钱荒”，虽然随后经济下行压力加大，但债市大幅调整；18 年，美联储进入加息周期，国内年初被动跟随加息一次，随后开始多次降准、没有降息，经济在内外多重压力下持续回落，货币市场流动性走向宽松，债市在历经 17 年大熊市后开启新一轮长牛。

去年下半年以来，“以我为主”成为货币政策的主基调之一，彼时美联储虽然释放了收紧信号，但尚未付诸实践，央行也以降准降息确立宽松开启；时至今日，美联储加息已箭在弦上，人民币汇率或将成为国内货币能否进一步宽松的重要考量。

如果出口景气度回落，2 季度降息概率下降。

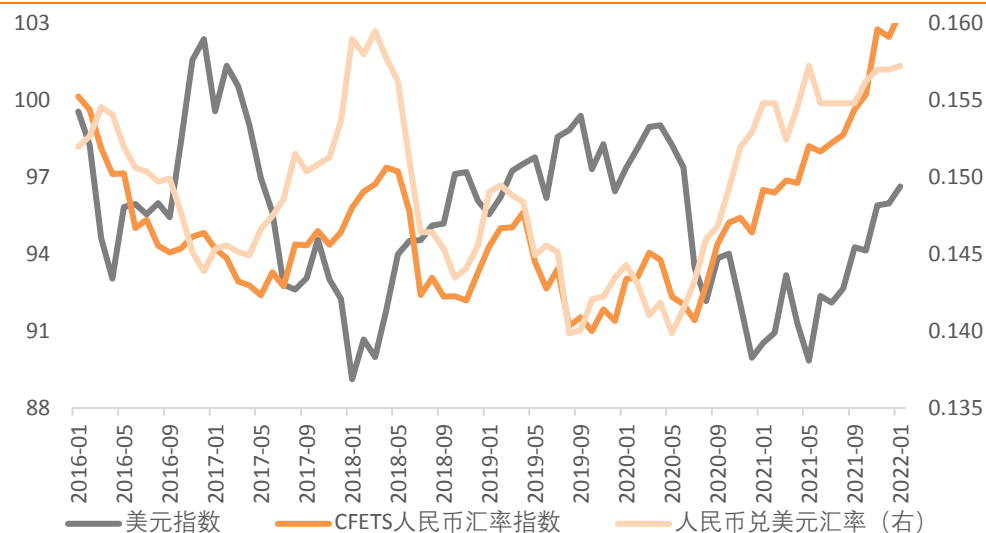
20 年 5 月至今，人民币相对美元和 CFETS 货币篮子的表现都相当强势。如果 20 年 5 月-21 年年初的汇率强势更多是国内率先控制疫情和货币正常化的结果，那么随着欧美疫情回落和货币收敛，21 年年中至今汇率进一步走强则有赖于出口高景气，贸易顺差快速提升显著放大了银行代客结售汇顺差。今年上半年，发达国家货币政策进一步收缩，出口景气度对人民币的重要性也进一步提升。

过去两年，出口高景气的直接原因是全球货物贸易高速增长和国内出口份额提升，源动力来自发达国家旺盛的消费/补库需求，以及疫情对全球供应链的反复袭扰。对于前者，近期美国/欧盟的零售消费有见顶回落的苗头，但库销比仍处于近年较低水平，意味着贸易商的补库存过程可能还将持续一段时间。对于后者，参考 21 年 1-7 月的海外疫情缓和期（大规模接种疫苗之后至德尔塔病毒爆发之前），国内出口份额一度缓慢回落，如果此次海外疫情持续缓和，全球供应链修复有可能导致国内份额再次回落。

总的来看，基准情形下，如果全球货物贸易增速温和回落叠加了供应链的稳步修复，上半年国内出口景气度将趋于下滑，人民币汇率面临一定贬值压力，这会降低央行在 2 季度继续降息的概率。

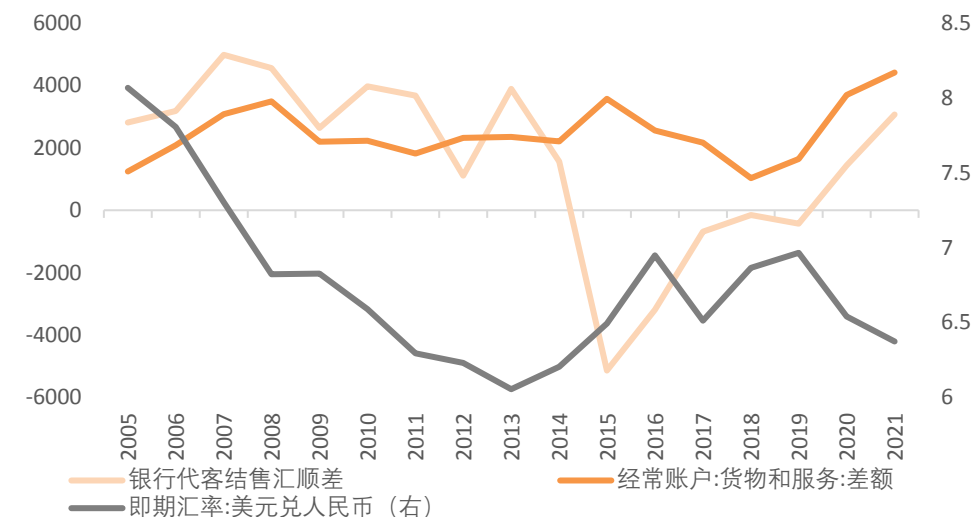
但考虑另一个方向，国内货币政策也不至于被动收紧。央行去年 6 月和 12 月两次提高外汇存款准备金率，意在吸收外汇流动性、抑制升值，如果上半年汇率出现贬值压力，央行也可以降低准备金率进行缓冲。另外，目前美元兑人民币汇率正处在 6.32 的历史低位，距离传统警戒线“7”尚有一段缓冲区，也不至于很快触发货币被动收紧。因此预计货币市场流动性将继续保持充裕，作为流动性调节工具的降准也还有落地空间。

图 1：2020 年 5 月至今，人民币相对美元和 CFETS 货币篮子持续升值



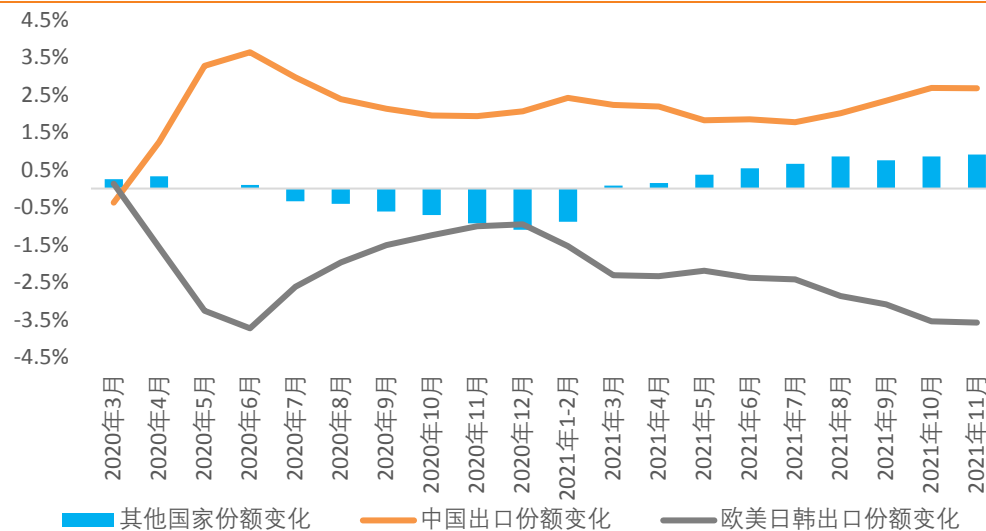
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：20-21 年贸易顺差的快速提升显著拉动了银行代客结售汇顺差和汇率升值



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：21 年 1-7 月国内出口份额一度出现小幅回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

二、宽信用的核心是房地产需求企稳

考虑到特殊之年的稳增长诉求比以往更强，如果出口景气度开始明显下行，则房地产政策加速松动的概率上升。

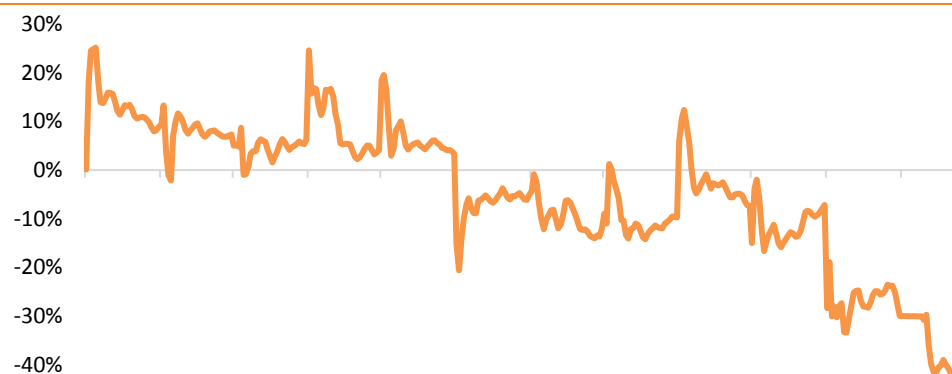
从政策目标的角度，宽货币无非是为了宽信用，当前货币宽松但信用扩张困难重重的堵点正在于房地产缺位（详见《天量信用流向何方，宽信用格局是否确立》），放松房地产有助于实现宽信用。从政策成本的角度，与其说是“房住不炒”，当前相当一部分地区的房地产市场显然是更接近需求塌方。以农历为准，2月以来30城商品房成交面积较21年同期下滑40.9%，较19年下滑23.1%，考虑到其样本多为一二线城市，广大三四线城市的压力料将更大。

关键是什么样的政策才能有效？首先要处理需求侧的问题。21年10月到年底，行业的主要风险集中在供给侧，在资管新规、两压一降、五道红线等一系列政策的推动下，经过连续3年的缩表降杠杆，行业资金链的脆弱性在预售资金监管加强后集中爆发，但这一阶段的风险仍然可以通过放松贷款、加快并购等方式缓释。今年开始，行业的主要风险逐渐演化到需求侧，需求塌方的状态下，房企资金回笼能力大幅下滑，经营风险进一步上升，针对并购贷、预售资金监管等供给侧放松政策的效果也将被显著削弱。

考虑到当前的主要问题是需求塌方，只放松居民房贷额度基本无效，关键是要通过放松限购限贷来激发需求。放松一线和强二线城市是最有效的，但也面临最高的政策成本，预计优先级相对靠后。在容易接受的政策成本内，因城施策仍然是最佳模式。因此，房地产政策加速松动的特征是尝试激发需求的城市越来越多、越来越靠近核心。另外，预售资金监管、并购等政策放松也有一定帮助，但需求侧企稳是供给侧放松政策显效的前置条件。

要承认的是，当前房市需求的下行压力可能是前所未有的，是更低的人口周期、更大的城市差距，叠加了更弱的涨价预期。在缺乏一线和强二线城市的旗帜效应的情况下，难以预判需求放松到哪一层才能带来销售企稳，需要持续跟踪观察。

图4：2月以来房地产需求“塌方”



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_38542

