



建信信托：宽信用困难期 利率短期尚有一定下行空间





目前处在宽信用“困难期”。这个阶段会过去，但道路是曲折的，不会一蹴而就。历史上，货币政策在这个阶段往往比市场预期的要宽松，这背后有深刻的原因。预计这一次历史规律也会重演，货币仍会边际放松。利率短期尚有一定下行空间，中短端占优。未来一旦信用周期有实质性改善，需及时将策略切换为防御。股市近期的低迷与宽信用面临障碍有直接关系，但现在已进入“播种期”。

一、当前处在宽信用“艰难期”

宽信用初期也是宽信用的“艰难期”。这一阶段，微观主体普遍刚刚经受过挫折或打击，对未来预期悲观。在信心得到明显重建之前，宽信用

主要依靠土地财税体系发力带动，企业和居民部门融资需求的修复缓慢。回顾历史，不难发现这一过程从来都是渐进式的，不能一蹴而就。这一阶段，财政和地产政策的边际放松往往使得信用周期触底，甚至小幅反弹，但社融结构一般都很差：中长期贷款占比低，银行为完成任务，往往依靠票据等短期融资冲量。只有在政策陆续加码、总体力度达到一定水平之后，才能看到信用周期实质性的改善。票据零利率等现象表明，现在正处在这一“艰难期”。

二、宽信用“困难期”必将结束

从方向上看，考虑到二十大的重要性以及近期高度明确的政策信号，我们不会怀疑高层对于稳住经济大盘的决心和能力。而宽信用是实现稳经济的前提条件。稳经济必然实现，宽信用的“困难期”也必将结束。历史上已有多轮“宽信用”周期，每一轮最终都取得了好的效果——虽然市场一开始都不信任。节奏上，结合政策表态和过往经验，我们认为一季度结束之前决策层就需要看到信用周期有实质性的起色。因此，我们判断致力于化解宽信用障碍的一系列措施正在或将会以较快的速度落地。

三、如何克服“困难期”？货币将进一步放松

地产和财政方面的政策显然已经有所放松和发力，但在房住不炒和管控政府债务的大背景下，放松空间仍然面临一定约束条件。各方面的产业政策也在陆续推出，但尚不能产生足以逆转局势的作用。能够引领各方面政策打开局面的很可能仍然是货币。尽管进一步放宽货币政策会产生一定

的副作用，但货币政策具有见效快、退出也快的特征，在宏观审慎框架和结构性手段的配合下，总量政策放松的副作用总体可控。

基于此，我们认为决策层会进一步动用货币政策工具来推进宽信用（和降低经济付息成本）的进程。这一推测还有两方面的根据：

其一，近年来的实践中，宽信用困难期货币政策的宽松力度往往超预期。例如，2019年1-2月份和2020年3-4月也处于宽信用初期，货币政策在已经很宽松的背景下都有进一步放松，货币市场利率下行至历史低位，如下图。2020年的案例最为典型，该宽松的时候货币比市场预期的还要宽松（1y 国股存单利率一度降低到 1.65%），该退出的时候央行也极其高效。这一现实案例无疑体现了货币政策有别于其他政策的特征：高度的灵活性和弹性。如果要问为什么又是货币政策，那么我们不妨试着回答这个问题：在商业可持续的基本原则下，还有什么比超出“均衡水平”的宽松更能敦促和倒逼金融体系加大投放信用力度呢？

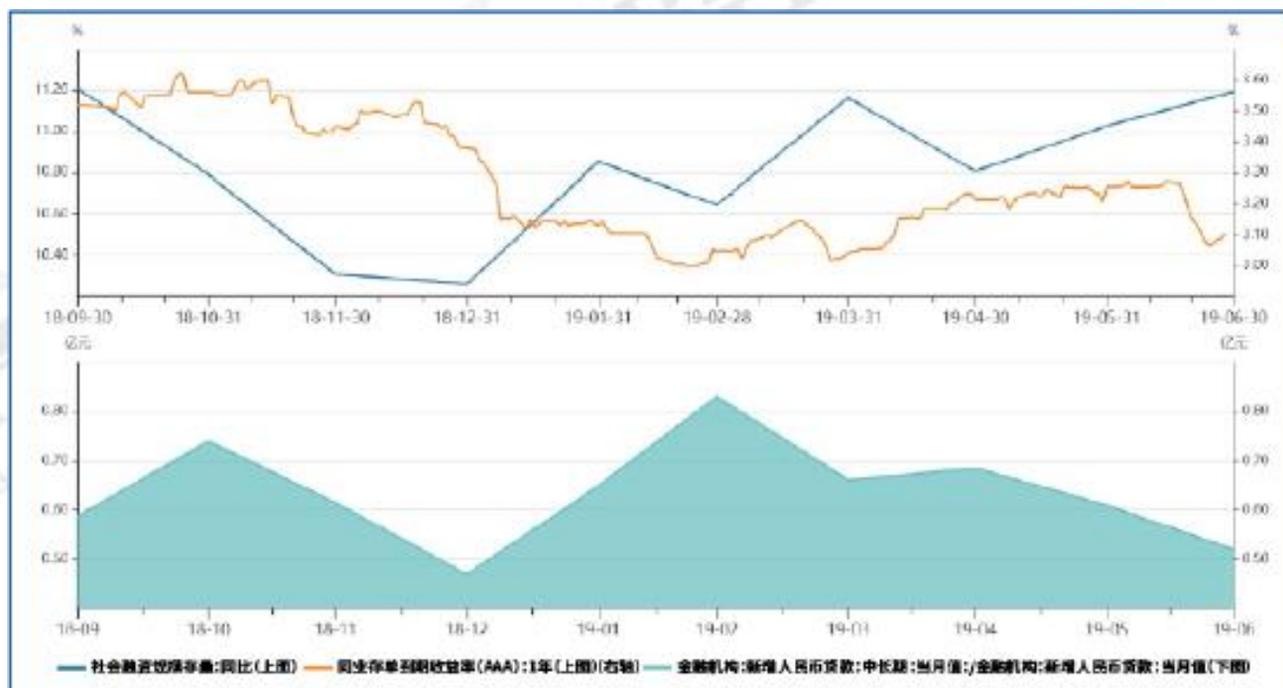
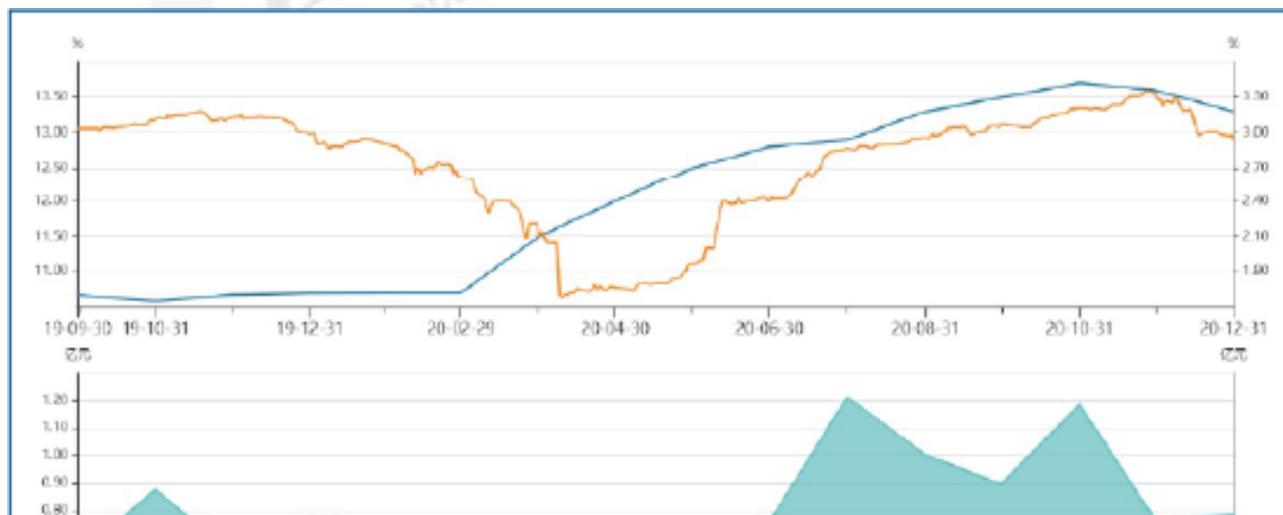


图 1: 数据来源: wind



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_35546

