

GDP 4%背后的降息逻辑与演绎

2022 年 01 月 17 日

■ **第四季度 GDP 保“4”靠什么？**2021 年第四季度的 GDP 增速明显好于市场预期，我们发现一个重要的特征是**增长动能的结构性分化明显**。工业生产和制造业投资是亮点，背后是保供稳价政策托底和出口高景气度的拉动，而这两个因素的可持续性存疑的；此前疲软的基建在 12 月出现触底反弹，主要的拉动来自于电力投资的加速，而**作为经济企稳重要力量的消费和地产却继续走弱**，这可能是 GDP 增长虽然超市场预期，但央行仍然果断降息的重要原因，而且我们认为央行的降息周期可能才刚刚开始：

■ **地产尚未企稳，降息稳销售可能是重要政策方向。**2021 年全年地产投资增长 5.7%，但 12 月地产投资继续降温、当月（相对 2019 年的）两年平均同比增速年内首次跌入负值（-2.7%），销售、开工、施工等具有前瞻性意义的重要面积指标同比降幅继续扩大（图 1），尽管 2021 年第四季度央行加大了对地产信贷的支持、按揭贷款同比多增超过 1000 亿元，但尚未看到地产企稳的迹象，从高频指标看，**2022 年初商品房销售尤其是三线城市同比可能继续出现大幅下滑**（图 2 和 3）。**稳销售、保竣工是 2022 年地产的重点**，中央经济工作会议和人民银行工作会议均强调要“满足购房者合理住房需求”，**MLF 降息之后 5 年期 LPR 利率将随之下调**，这有利于支持居民的合理住房需求，支持地产销售企稳。

■ **消费愈发疲软，全年中小企业零售额较疫情前仍有近 9% 的差距。**2021 年 12 月社零同比 1.7%，不及市场预期的一半，较 2019 年 12 月的两年复合增速为 3.1%，相对于 11 月下滑 1.3%。2021 年全年同比 12.5%，较 2019 年全年的两年复合增速为 3.5%。**从产品看，12 月多数产品零售额两年复合增速不及 11 月**，其中化妆品、金银珠宝、通讯器材为最大拖累，主要受到季节性因素扰动的影响（图 4）。**从贡献程度看，石油制品、汽车、粮油食品类等产品对 2021 年全年社零形成主要拉动**（图 5）。餐饮服务及中小企业距离疫情前趋势仍有差距，商品零售额较疫情前趋势低 3%，餐饮服务业收入较疫情前趋势低 8%；中小企业的零售额较疫情前的趋势低 9%，而大企业已完全复苏（图 6 和 7）。

■ **历史上央行在经济数据公布前后的降息并不罕见，通过梳理 2008 年以来的 4 轮降息周期，我们发现其中 4 次降息与 2022 年 1 月情形较为契合：**

2008 年 11 月，国内消费投资等数严重下滑，叠加出口断崖式下跌，央行大幅降息 108bp。在全球金融危机冲击下表明了政策对稳增长的决心，此次降息 4 个月经济企稳。

2012 年 6 月，社零与工业数据跳水，央行于数据公布前一天调降存贷款基准利率。旨在实体经济融资难融资贵带来的经济下行风险，此次降息 5 个月经济企稳。

2015 年 6 月，5 月公布的数显示二季度 GDP 增速破 7 的风险加大，央行自 5 月降息后再次调降存贷款基准利率。此次降息后 9 个月经济企稳。

2020 年 4 月，疫情封城后经济增长停滞，央行在 2 月率先降息后、在一季度数据公布前再次下调 MLF 利率 20bp。此次降息旨在尽快推动疫情后的复工复产，经济在此次降息 3 个月后复苏企稳。

■ **我们认为后续或有货币政策加大宽松力度以支持稳增长的可能，未来降息窗口依然存在。**从历史经验来看，**经济普遍在降息后 3-9 个月后企稳回升**。但文中梳理的 4 次降息并非降息周期中的最后一次降息操作，2008 年 11 月、2012 年 6 月与 2015 年 6 月降息操作后皆有连续性降息发生。

■ **历次降息之后资产表现如何？**如表 2 所示，我们复盘了 2008 年以来 4 次在经济数据不及市场预期下的降息，后续各资产虽然有分化，但是 2008 及 2020 年的股票和商品表现都较好，而 2012 和 2015 年债券相对于其他资产有超额收益。汇率方面，降息后首月人民币兑美元一般会贬值，不过汇率走势总体还是取决于中美基本面和政策的差异，今年美联储“紧”、人民银行“松”的分化进一步拉大，人民币汇率后续的贬值压力可能上升。

■ **展望后市，MLF 和逆回购降息之后 5 年期 LPR 利率下调是大概率事件**，这有利于支持居民的合理住房需求、降低按揭负担，对消费也会有积极的外溢效应。而**考虑到 2022 年年初稳增长任务重，但其他政策落地和信贷扩张速度可能偏慢，在美联储开启加息前，央行仍有进一步降息的空间。**

■ **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoh@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观周报 20220116：三个线索透视基建发力》2022-01-16

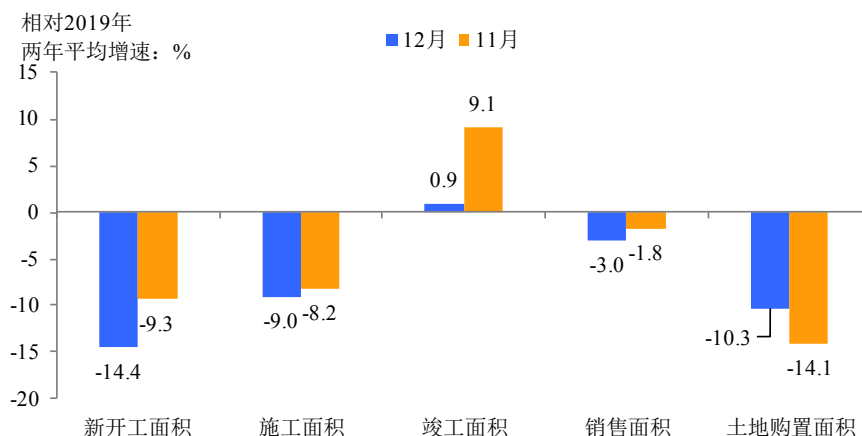
2、《宏观月报 20220114：2021 年出口份额为何中国和韩国回升，越南回落？》2022-01-14

3、《宏观月报 20220112：从 2021 到 2022，通胀“风险”将如何演绎？》2022-01-12

4、《宏观周报 20220109：地方两会透露了什么稳增长信号？》2022-01-09

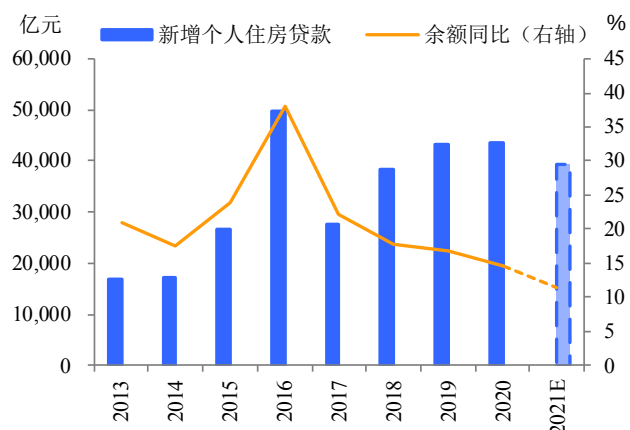
5、《宏观周报 20220107：缩表提前，美债收益率能站上 2% 吗？》2022-01-07

图 1：2021 年 12 月地产重要面积指标继续下滑



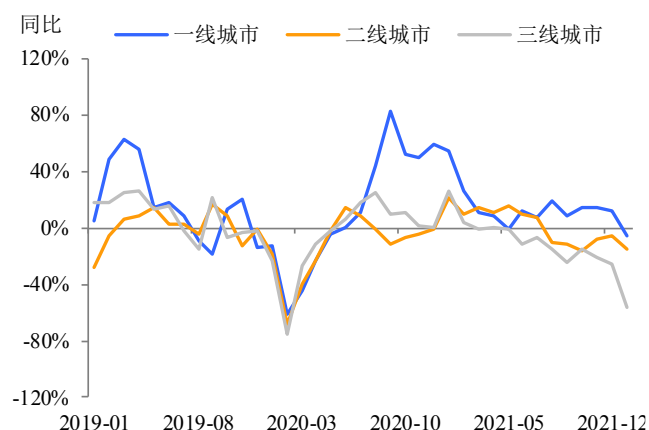
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021 年新增个人住房贷款低于 2019 和 2020 年



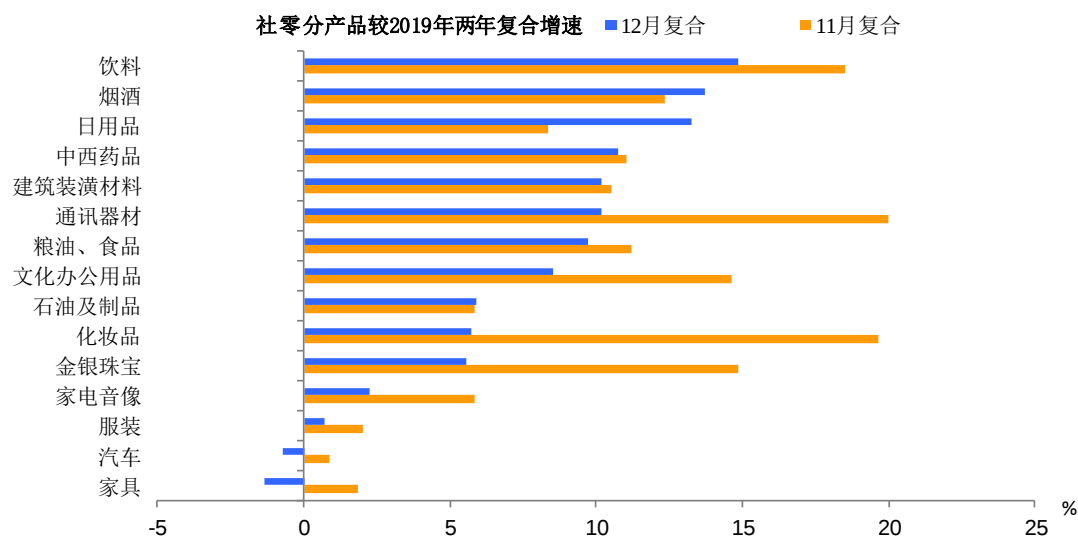
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2022 年初二三线城市商品房销售的压力上升



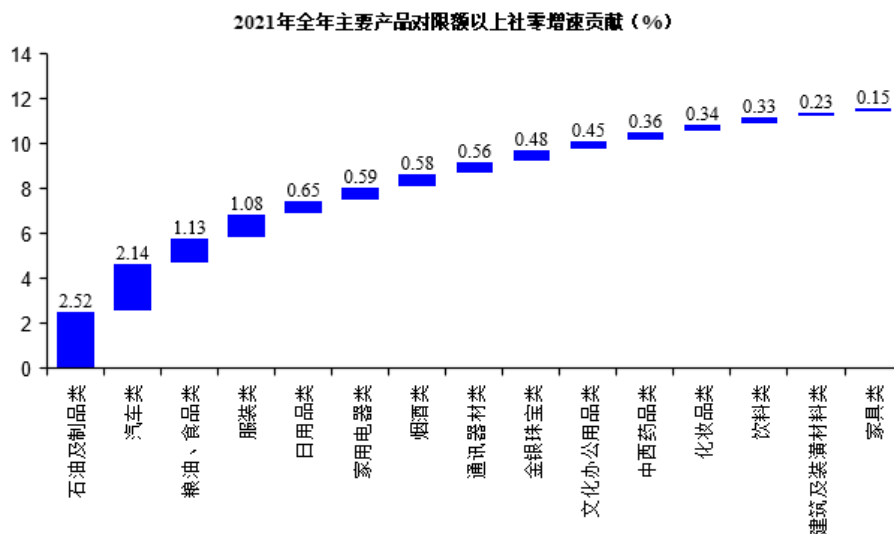
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 2021 年 12 月多数产品零售额相对 2019 年的两年复合增速较 11 月下滑



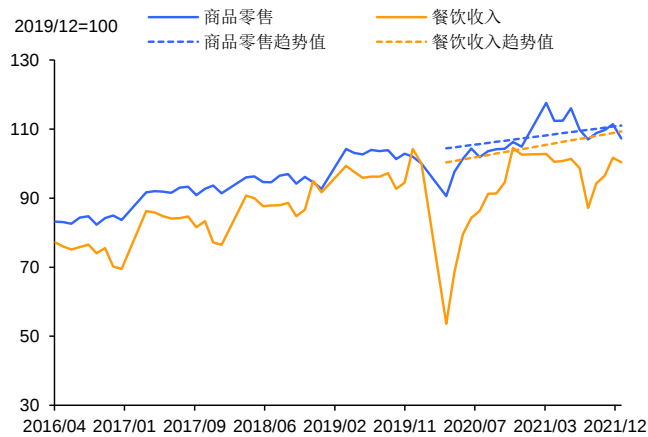
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 石油制品、汽车、粮油食品类产品对 2021 年全年社零形成主要拉动



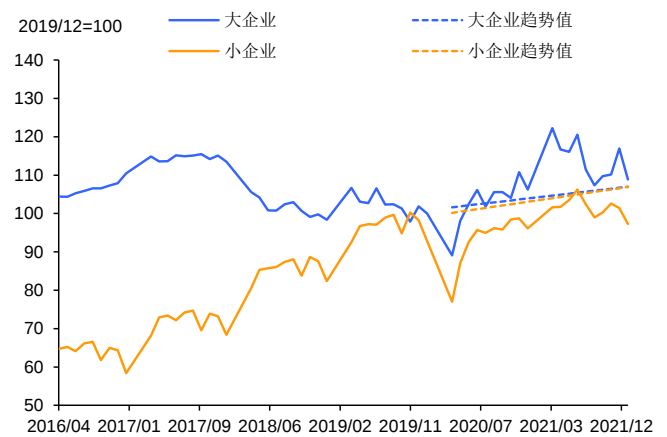
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 12 月餐饮服务收入较疫情前趋势低 8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 7: 2021 年 12 月中小企业零售额较疫情前趋势低 9%



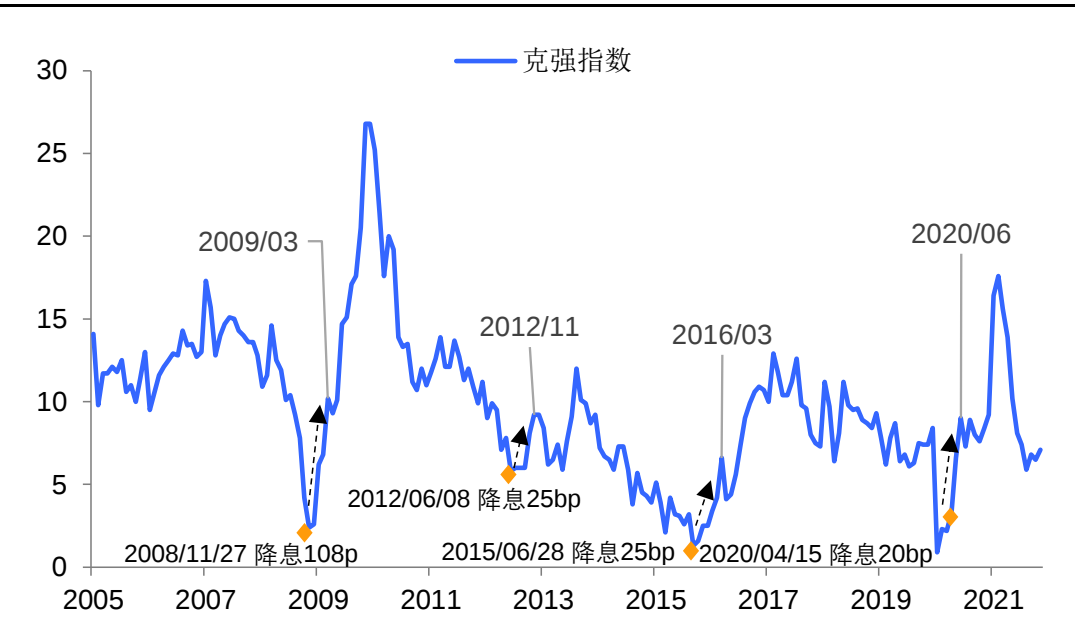
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

表 1: 与 2022 年 1 月情形较为契合的 4 次降息情况梳理

降息周期	日期	存款基准利率 (%)	贷款基准利率 (%)	MLF利率: 1Y (%)	降息幅度 (bp)	GDP季度同比 (较前一年同期, 上一季度的变动情况)	克强指数恢复时长 (月)
2008 2H-2010 3Q	2008-11-27	2.52	5.58		存贷款基准利率: 下调 108bp	2008 4Q: 7.1% (-6.8%, -2.4%)	4
2012 2Q-2016 1H	2012-06-08	3.25	6.31		存贷款基准利率: 下调 25bp	2012 2Q: 7.7% (-2.3%, 0.4%)	5
	2015-06-28	2.00	4.85		存贷款基准利率: 下调 25bp	2015 2Q: 7.1% (-0.5%, 0.0%)	9
2019 4Q 以来	2020-04-15			2.95	MLF: 下调 20bp	2020 2Q: 3.2% (-2.8%, +10%)	3

数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图 8: 央行 4 次类似降息后克强指数均在 1 年内回升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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_36258

