

宏观点评

不要低估稳增长的决心和力度—降 LPR 的 5 点理解

事件: 2022年1月20日, 1年期贷款市场报价利率(LPR)为3.7%, 较上月降10BP; 5年期以上LPR为4.6%, 较上月降5BP。

核心结论: 预期内降息, 为何只降5BP? 会再降准降息么? 能宽信用么? 利率怎么走?

1、本次1年期、5年期LPR时隔21个月同步下降, 属于预期内的“双降”。 1月17日央行下调MLF/OMO利率10BP, 过往看LPR均跟随下调(最近一次是2020年4月), 再结合1月18日央行新闻发布会十分直接的信号, 本次LPR下调已是市场一致预期。

2、为何1年期LPR降10BP, 但5年期只降5BP? 可能有4大原因

>其一, 符合LPR调降的惯例, 历次5年期LPR降幅均小于1年期。2019年8月LPR改革以来, 加上本次共有7次调整, 其中: 3次是5年期没调、1年期下调5BP; 4次是同步下调, 但只有2019年11月降幅一样(均为5BP), 之后3次均是1年期降幅大于5年期(2020年2月和本次一样, 2020年4月是1年期降20BP、5年期降10BP)。

>其二, 降10BP对地产放松的信号意义可能过强。房贷利率与5年期LPR直接挂钩, 若突破“惯例”直接降10BP, 可能会传递要大幅放松地产的信号。

>其三, 减轻银行压力, 稳住银行息差。央行1.18新闻发布会指出, “LPR只有一个总的, 没有分行业的; 制造业中长期贷款、个人住房贷款等中长期贷款, 都参照5年期LPR”。鉴于中长贷款是银行贷款大头(接近7成), 降5BP有助于减轻银行压力。

>其四, 有利于央行相机抉择, 为后续再次下调预留空间。结合1.17下调MLF/OMO利率和1.18央行新闻发布会的信号, 后续可能还会再次降息。此外, 一旦未来1-2个月房地产市场没有明显回暖, 不排除央行可以只降5年期LPR。

3、我国货币政策已转向全面宽松, 再降准降息仍可能、但次数有限, 降息时点3月和4月可能性更大, 降准时点2月和3月可能性更大, 地产、基建、美联储是关键。

>我国货币政策已转向全面宽松, 会继续“放水”。本次LPR下调, 叠加12.6全面降准、1.17下调MLF/OMO利率和1.18央行新闻发布会, 进一步体现了央行主动作为、靠前发力的决心, 旨在提信心、稳预期、降成本、稳增长。我们继续提示, “开始了就不会轻易结束”, 后续仍有可能降准降息, 只不过幅度和次数可能比较有限。

>经济走势是再降准降息的核心考量, 尤其是地产和基建的回暖情况。显然, 近期降准降息的最大初衷是稳增长, 1.18央行副行长刘国强也直接指出, “在经济下行压力根本缓解之前, 进要服务于稳, 不利于稳的政策不出台, 有利于稳的政策多出台”因此, 央行下一步动作主要看经济, 建议紧盯地产销售、土地成交和基建落地的情况。

>美联储加息节奏是重要扰动, 短期内我国仍会“以我为主”。近来美联储全年加息3-4次概率不断升温, 3月加息隐含概率已接近100%, 带动1月以来中美利差降至100BP附近, 1月18日/19日已连续两天降至100BP下方。客观看, 美联储收紧肯定是我国的掣肘, 但鉴于近期人民币汇率稳定至6.3-6.4, 我国货币宽松仍有“窗口期”。

>后续降准降息的时点: 降准, 综合MLF到期、缴税缴准、跨年跨季流动性等因素, 春节前后或3月前后仍可能再降准, 幅度可能是50BP; 降息, 基于1月前半个月疲软的高频表现, 再叠加国内疫情多地散发, Q1经济应难以实质性企稳, 当然核心还是地产和基建。倾向于认为, 1-2月数据“真空期”后, 3月、4月是更好的降息时点。

4、降息降准只能稳信用, 难以宽信用; 宽信用尚需其他组合拳, 尤其是房地产政策。

>宽信用仍需等待。历史经验看, 宽货币到宽信用一般存在1-3个季度的时滞, 且宽信用多与地产、基建投资的修复有关。当前看, 地产与基建的修复迹象尚不明显, 再叠加本轮地产调控决心明显强于以往, 预示宽货币向宽信用的传导可能要更长时间。继续提示: 本次降准降息有助于降成本、稳增长、稳信用, 但真正的宽信用尚需时日。

>关注Q1社融回升和地产进一步放松。鉴于Q1压力较大, 地方债、信贷均可能多发, 预计Q1社融增速有望稳中趋升, 可能升至10.5%-11%(2021年12月10.3%、11月10.1%、10月10%)。此外, 我们也继续提示: 后续地产调控会更注重因城施策, 会进一步松动, 紧盯限购限售、首付比例、认房认贷、预售金等需求端政策的可能调整。

5、降息后, 大类资产怎么走? 本次降息进一步预示, 2022年政策环境对经济和市场比较友好, 至少短期“不差钱”, 这将对股票和债券构成有利支撑。维持我们年度观点, 展望2022年: 股市结构性机会, 对地产、基建等稳增长链条要高度关注; 债市波动性机会, 1季度利率走势的关键因素是“宽信用”VS“宽货币”的进展, 倾向于认为: 以地产基建回暖为表征的宽信用是慢变量, 以降准降息为表征的宽货币仍可预期、且短期难以证伪, 对应看, 1季度利率走势可能是震荡为主, 中枢可能是2.6%-3%, 总体走势可能类似2021年7月降准之后2-3个月内的横盘震荡。

风险提示: 疫情演化、政策力度、外部环境等变化超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

相关研究

- 《会继续“放水”——央行最新发布 8 信号》2022-01-18
- 《宽信用仍没来, 再降息即将来》2022-01-12
- 《稳增长进度跟踪第 1 期: 已开始了》2022-01-09
- 《如期降息了, 怎么看、怎么办?》2022-01-17
- 《开始了就不会轻易结束——降息的 6 点理解》2021-12-20
- 《没等来的宽信用, 在路上的降息》2021-12-09
- 《转向的确认——逐句解读 12.6 政治局会议》2021-12-07
- 《转向了一总理座谈会和 3 季度货币政策报告的信号》2021-11-20

图表 1: 历次 MLF/OMO/LPR 的调降特点

时间	MLF/OMO	1 年期 LPR	5 年期 LPR
2022 年 1 月	降 10BP	降 10 BP	降 5BP
2021 年 12 月	不变	降 5BP	不变
2020 年 4 月	降 20BP	降 20BP	降 10BP
2020 年 2 月	降 10BP	降 10BP	降 5BP
2019 年 11 月	降 5BP	降 5BP	降 5BP
2019 年 9 月	不变	降 5BP	不变
2019 年 8 月	不变	降 6BP	不变

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 1 季度利率可能震荡为主, 类似 2021 年 7 月降准后 2-3 个月的走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

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_36313



云报告
https://www.yunbaogao.cn