

“稳增长”必要性和空间仍存

——2022 年 1 月 17 日央行降息点评

1 月 17 日，央行开展了 7,000 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 1,000 亿元 7 天期逆回购操作，分别净投放 2,000 亿和 900 亿元。MLF 中标利率为 2.85%，7 天逆回购中标利率为 2.1%，均较前值下降 10bp。

一、背景：“稳增长”压力加大

去年 12 月以来，国内货币政策密集调整，主要有三方面原因：

一是经济增长压力不断加大，“稳增长”预期升温。2021 我国 GDP 较前一年增长 8.1%，超额完成了“6%以上”的增长目标。但一至四季度我国 GDP 同比增速分别为 18.3%、7.9%、4.9%和 4.0%，经济下行压力逐季加大，即使考虑基数效应，GDP 增速的下滑幅度依然超过预期。今年我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱的“三重压力”，政策重心进一步倾向“稳增长”，发力因此“适当靠前”。

二是融资需求不足，信贷增长乏力。12 月新增人民币贷款环比季节性回落 0.14 万亿至 1.13 万亿，同比少增 0.13 万亿，显著低于季节性（过去三年同期平均多增 0.23 万亿）。其中，企业中长贷连续 6 个月同比少增，指向制造业、地产和基建领域中长期融资需求仍然疲弱；居民中长贷同比增速再度转负，指向居民购房意愿仍未回暖，按揭需求不足。在 12 月信贷增长乏力下，2022 年银行信贷开门红压力仍大。

三是美联储货币政策加速收紧，压缩了我国央行“稳增长”的时间窗口。去年年底以来，在持续的高通胀驱动下，美联储货币政策加速“纠偏”，预计将在今年 3 月完成 Taper，结束量化宽松；首次加息时点大概率大幅提前至 3 月；美联储 12 月议息会议纪要显示，美联储已开始考

虑缩表。美联储可能史无前例地在同年完成货币正常化“三部曲”，这显著压缩了我国货币政策应对经济下行压力的时间和空间，为我国跨境资本流动和汇率带来不确定性。

二、操作：量价发力“稳增长”

央行货币政策从量和价两个维度发力“稳增长”。中央经济工作会议指出，“货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，特别是在“跨周期和逆周期调节政策有机结合”的背景下，去年末以来央行加大了货币政策对稳增长的支持力度：一是 11 月 8 日设立碳减排支持工具；二是 12 月下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放流动性 1.2 万亿；三是下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点，提前对定向支持领域定点降息；四是 12 月 20 日调降 1 年期 LPR 利率 5bp 至 3.8%，引导贷款融资成本进一步降低。本次降息将主要发挥两个作用：

一是通过下调贷款利率，降低实体经济融资成本。央行 2022 年工作会议中明确，“健全市场化利率形成机制，推动企业综合融资成本稳中有降、金融系统继续向实体经济让利”，而 2021 年的相关表述为“健全市场化利率形成机制，深化贷款市场报价利率改革，带动存款利率市场化”，指向今年贷款定价下行压力总体大于去年，央行可能通过降低政策利率和压缩 LPR 加点形式引导贷款利率继续下行，提振需求“稳增长”。

二是引导货币市场和债券市场的利率中枢下行。1 月上旬银行间市场流动性较为充裕，本次 MLF 超量续作 2,000 亿，有助于提前稳定资金面，对冲 1 月税期高峰及春节期间的潜在流动性冲击。预计未来货币市场利率中枢将随本次 OMO 降息同步下移，隔夜利率将大概率回落至 1.9%

以内, DR007 的波动中枢降至 2.1%, 1Y 同业存单利率仍将维持低于 MLF 利率的水平, 10Y 国债或将在 2.8% 偏下方的低位运行。此次降准后经济基本面和信用的走势, 将决定利率进一步下行的空间。

三、前瞻：上半年仍存降准降息空间

本次货币政策操作利率降低是继 2020 年 4 月后的首次下调, 预计将带动本月一年期 LPR 报价同步下行 10bp, 5 年期 LPR 在“房住不炒”的政策基调大概率将下调 5bp。但考虑到当前房地产市场需求不振, 预期羸弱, 不排除 5 年期 LPR 同步下调 10bp 的可能。

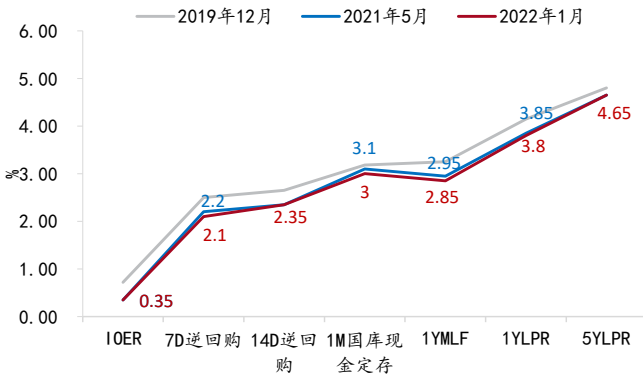
前瞻地看, 考虑到去年 4 季度 GDP 已跌至 4.0%, 叠加“三重压力”以及开年严峻的防疫形势, 货币政策仍需积极“稳增长”。“推动企业综合融资成本稳中有降”仍将是货币政策刺激需求“稳增长”的重要抓手。更为重要的是, 货币政策需要释放明确的“稳经济”信号, 来稳定市场主体趋弱的预期, 以在 2022 这一具有历史意义的年份“稳政治”“稳大局”。

我们预计此次降息不会是货币政策此轮逆周期调节的终点, 上半年仍有进一步降准降息的必要性和空间。价格型调控上, 以 2020 年金融机构让利规模计, 今年 1 年期 LPR 下调空间约 20bp, 5 年期 LPR 下调空间约 10bp, 其中下调 MLF 基准利率带动下调约 15bp。也即未来 1 年期 LPR、5 年期 LPR 和 MLF 仍可能分别下降 10bp、5bp 和 5bp。数量型调控上, 上半年仍有降准可能, 幅度 50bp, 央行将同时搭配 OMO/MLF/再贷款再贴现以弥补商业银行的资金缺口。

(研究院 资产负债管理部)

图 1: 政策利率曲线部分下移

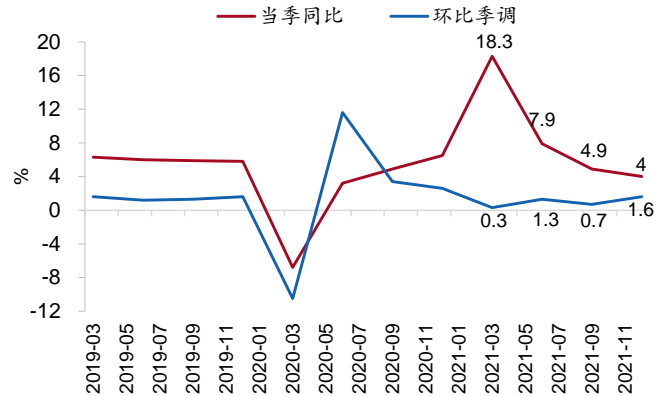
各期限政策利率情况



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 2: 国内 GDP 增速逐季下行

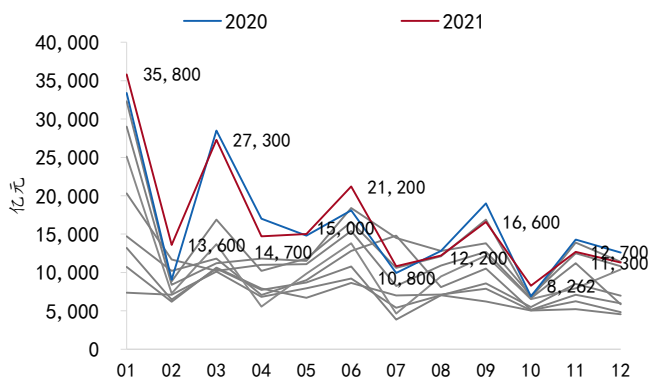
GDP同比与环比增速



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 3: 12 月新增人民币贷款同比增速为负

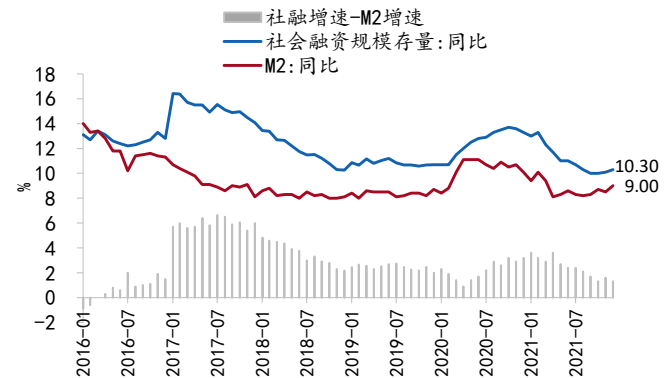
信贷的季节性



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: 社融存量与 M2 存量同比增速

社融存量与 M2 存量增速



资料来源: Wind、招商银行研究院

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_36391



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>