

不是办法的办法：

货币政策的拐点正在到来

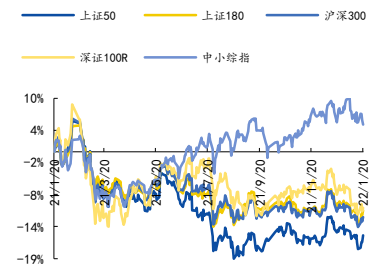
报告要点：

- **已经实锤的事情是：货币政策正在从口号式宽松转向实质性宽松。**
- **触发货币宽松的根源是地产引起的信贷崩塌，对这点央行已经直言不讳。**
- **虽然金融周期尚稳，但信贷式微的背后是暗涌的地产危机：**
 - 1) 地产开发贷是信贷的主拖累，在监管不断趋严之后，房地产“信心-景气-信用”相互交融的恶性循环终于坐实；
 - 2) 地产销售也在拖累居民信用，银行对企业和居民的贷款从此起彼伏变成了双双下坠。
- **这一次的货币宽松是基于危机预期而做出的：**
 - 1) 最让人恐惧的不是地产的下跌，而是地产已经失去了周期，这两个月的地产数据已经让市场走向死心；
 - 2) 产业管控政策的影响一般是跨周期的，用逆周期工具去对冲掉此影响绝非易事；
 - 3) 但放货币成了不是办法的办法，毕竟地产的尾部风险是巨大的。
- **但一个确定性是，无论地产是否能变好，都不会是货币政策终止宽松的触手：**
 - 1) 一个重要的环境变化是：PPI大幅度下行意味着放水的成本在下降，在这一阶段，货币多一点总比少一点要好；
 - 2) 即使信用周期被稳住，货币宽松也是有可能贯穿全年的。
- **政策及预期给危机所留的货币安全垫已经相当充分，这意味着债券收益率已经没有那么大的下降空间：**
 - 1) 长端债券收益率在大幅度抢跑，近半年的短端及长端收益率之间出现了罕见的裂口；
 - 2) 当前收益率水平已经透支了逾 13 个百分点的名义增长率的降幅，除非后续发生 extraordinary 的危机，否则现在收益率水平 price-in 的事态已经偏悲观。
- **股票市场的不确定性反而因此而增加了，我们对股市的短期观点从“谨慎”上调为“观望”：**
 - 1) 股票市场的位置本很尴尬，信用宽了，居民会把财富转移回地产，信用不宽，股市会被进一步杀估值；
 - 2) 唯一对股市利好的情境是：信用变宽，但地产没变宽，这个本小概率的事件看起来正在发生，近两个月所发生的事情恰恰如此；
 - 3) 事后想来的话，达成这个结果也许现实，我们也许高估了地产的外延力，这次被地产挤出来的钱，很多都为第二产业加了杠杆；

主要数据：

上证综指：	3555.06
深圳成指：	14198.30
沪深 300：	4823.51
中小盘指：	4761.19
创业板指：	3065.99

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《地产是一切的不确定性》2022.01.18
- 《财政在以一己之力宽信用》2022.01.13

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	
联系人	孟子君
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

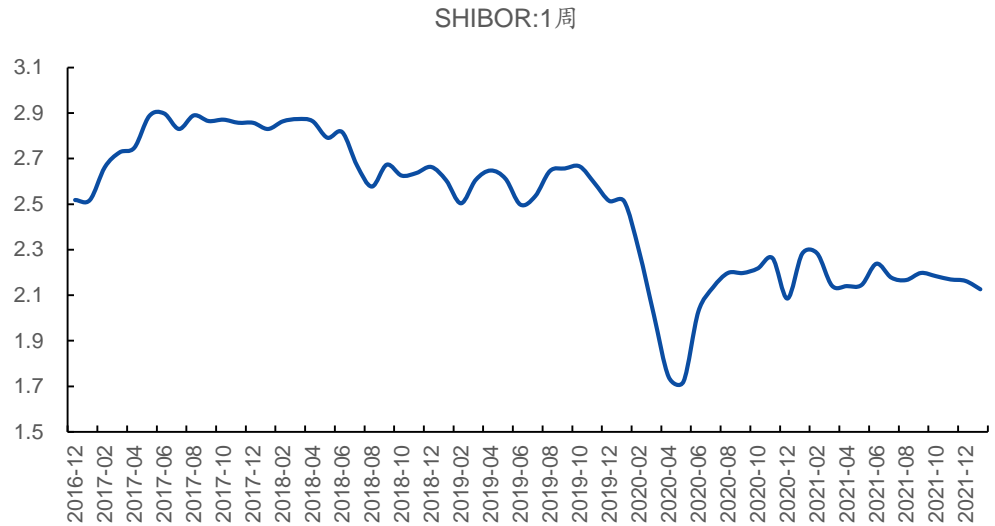
4) 如果这个状态持续下去的话，那股市会存在向上的预期差，甚至如果后续经济能在低成本下完成去地产的话，那股市估值沿流动性水平不断抬升会成为常态；

5) 但地产及信用的表现需要进一步观察，一月的金融数据非常关键。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

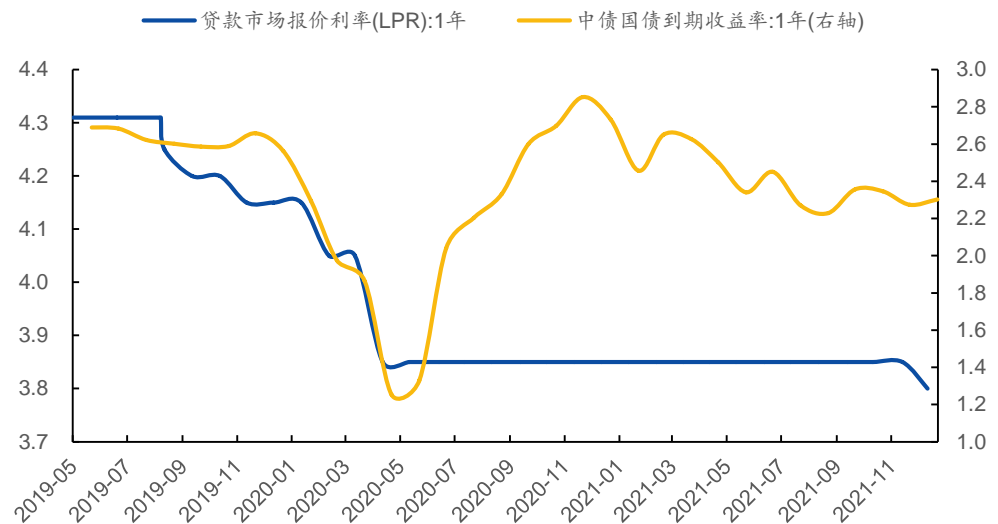
已经实锤的事情是：货币政策正在从口号式宽松转向实质性宽松。一则短端资金利率的中枢在 2021 年 10 月后出现了比较顺畅的下行；二则近来的 LPR 调整的速度及节奏快于同期市场利率，且 LPR 不断把市场利率引向历史新低。银行的超储率在 2021 年达到 10 年以来的新低，流动性的纠偏应该是货币宽松的一个单纯的理由。

图 1：短端资金利率中枢在 2021 年 10 月后出现了比较顺畅的下行



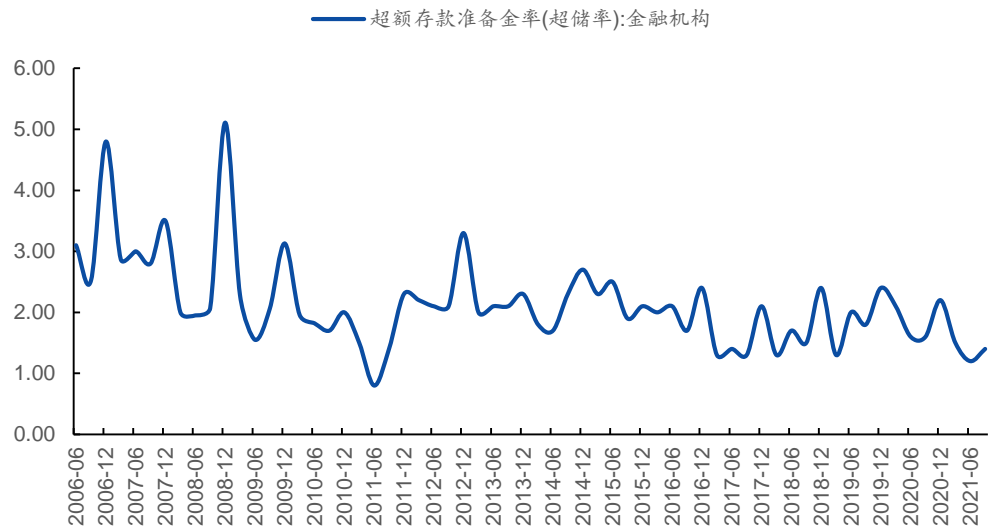
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：LPR 不断把市场利率引向历史新低



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：超储率在 2021 年达到 10 年以来新低



资料来源：Wind，国元证券研究所

当然，触发货币宽松的根源还是基本面，这次基本面的问题发生在信贷上，对这点央行已经直言不讳。

1) 地产这个周期之母出现了超预期的下降，以一己之力使信贷出现了异常滑坡。在本已偏稳的流动性环境之下，贷款数据持续减速，其增速水平创了 2002 年以来的新低，此中，地产开发贷款是信贷的主拖累，其原因应是在“三条红线”为代表的一系列监管趋严下，房地产出现了“信心-景气-信用”相互交融的恶性循环。

图 4：贷款增速创 2002 年以来新低



资料来源：Wind，国元证券研究所

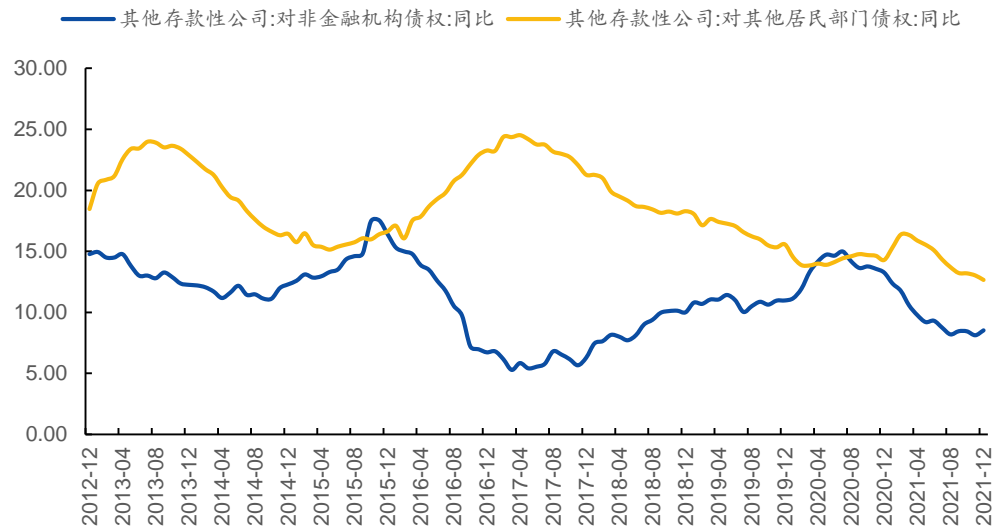
图 5：地产开发贷款是信贷的主拖累



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 地产不但在拖累企业信用，也在拖累居民信用。因为期房交割风险的考虑，地产销售已经出现了幅度不小的降速，这导致银行对居民的贷款增长在近期也发生了超预期的向下。历史上，银行对企业和居民的贷款往往存在着竞争性跷跷板关系，然而近来，这个此起彼伏的关系变成了双双下坠。

图 6：银行对企业和居民的贷款由此起彼伏的关系变成了双双下坠



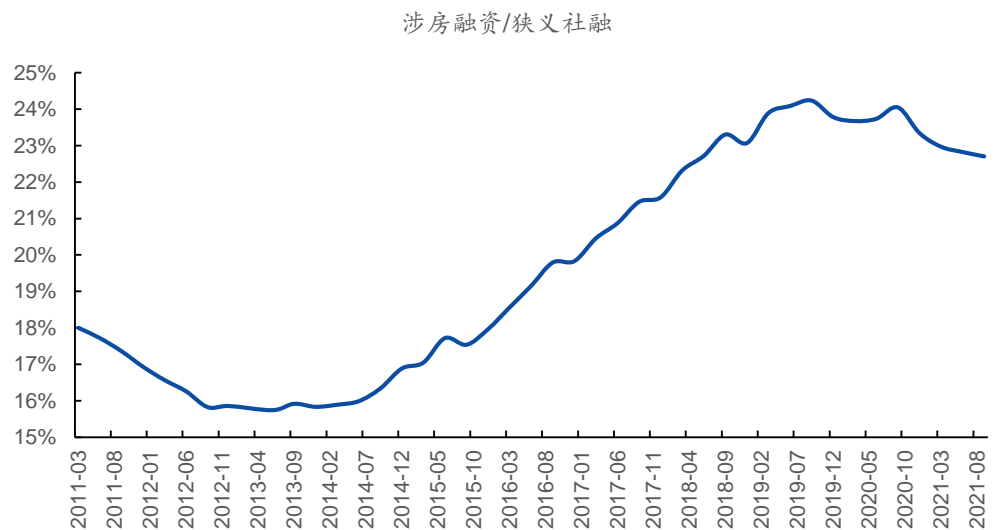
资料来源：Wind，国元证券研究所

从高层的表述应该能看出，这一次的货币宽松是基于危机预期而做出的。

1) 最让人恐惧的不是地产的下跌，而是地产已经失去了周期。这次不同的是：此轮地产下跌的元凶不是货币政策，而是产业管控政策。产业管控政策一旦产生影响，这个影响很难在短期消除，因此，想用逆周期调控来对冲掉产业管控对地产的影响绝非易事，至少这个效果存在很大的不确定性。

2) 地产一旦风险兑现，其影响是毋庸赘述的。仅就融资体系来说，地产融资是信用体系不可割舍的一部分，涉房融资不但规模巨大，而且在近十年内，涉房融资占社融的比重抬升了 10 个百分点左右。这块经济活动如果出了问题，则不光是对信用的影响，对经济、就业乃至全社会债务的稳定性都会产生不可预期的影响。

图 7：近十年涉房融资占社融的比重抬升了 10 个百分点左右

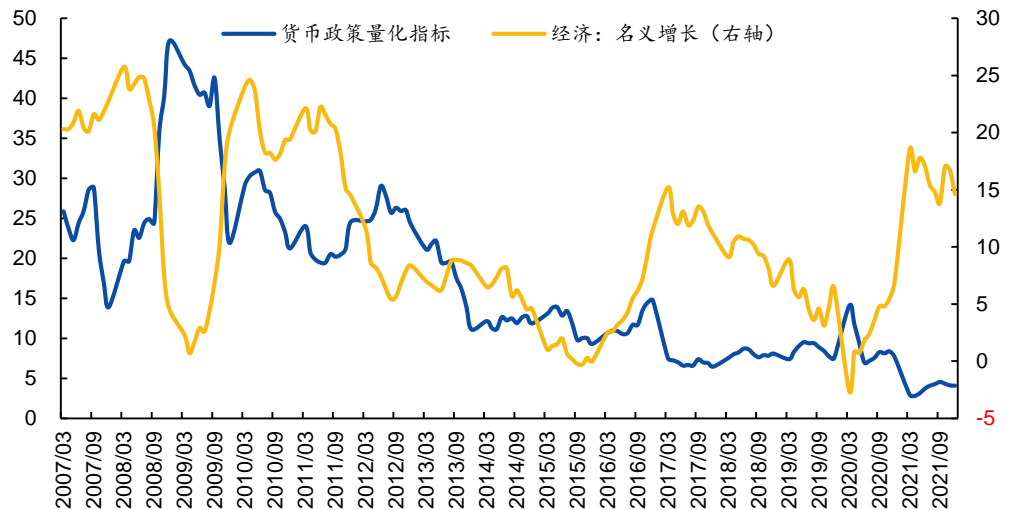


资料来源：Wind，国元证券研究所

当然，在一切没有尘埃落定之前，我们可以试图谈几个确定性。

1) 信用能否稳住不再重要，货币政策不再视信用的变化情况而收手。比起过去来说，一个至关重要的变化是：PPI 大概率会拉动名义增长率往下走，这意味着放水的成本在大幅下降。因此，即使信用周期被稳住，货币多一点也比少一点要好，货币宽松是有可能贯穿全年的。

图 8：名义增长率的下行意味着货币政策宽松的成本在下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 当前政策及预期给危机所留的货币安全垫已经相当充分，这意味着债券收益率已经没有那么大的下降空间。一方面，长端债券收益率在大幅度抢跑，近半年的债券市场集中交易了信用稳不住的预期，短端收益率与长端收益率之间出现了罕见的裂口；另一方面，当前收益率水平已经透支了逾 13 个百分点的名义增长率的降幅，这意味着，除非后续发生 extraordinary 的危机，否则现在收益率水平 price-in 的事态已经偏悲观。

图 9：短端收益率与长端收益率之间出现了罕见的裂口

图 10：当前收益率已透支 13 个百分点的名义增长率降幅

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_36411



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>