



宏观研究

【粤开宏观】又降息了：未来股、债、房价走势展望

2022年01月20日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进 原野

近期报告

《【粤开宏观】税收公平：从查账征收与个税优惠延续谈起》2022-01-06

《【粤开宏观】2022年全球经济展望：供给复苏、政策转舵》2022-01-06

《【粤开宏观】鲍威尔搁置缩表决定：市场紧缩恐慌暂缓》2022-01-12

《【粤开宏观】金融数据反映出当前经济的三大特征》2022-01-13

《【粤开宏观】三重承压的经济，四个降息的理由》2022-01-17

摘要

2022年1月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布：1年期LPR为3.7%，下调10BP；5年期以上LPR为4.6%，下调5BP。

一、如何看待此次LPR下调？

又降息了 继去年12月1年期LPR下调5BP之后，时隔一个月，1年期LPR再度下调10BP，5年期LPR首次下调5BP。

为何降息？ 1月17日央行下调MLF和OMO利率10BP，LPR跟随MLF利率进行调降。按照“MLF利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制，降息有助于降低实体经济融资成本，激发市场主体融资需求，稳信用、稳增长。

仍是非对称降息，低于市场预期。 5年期LPR降幅小于MLF利率和1年期LPR，在“房住不炒”定位下，稳地产将更多依赖于“因城施策”。之前5次LPR降息中，有4次都是非对称降息。

后续大概率还将有降息降准操作。 在经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力的背景下，央行提出充足发力、精准发力、靠前发力。自MLF利率创设以来，最小降息幅度是2014-2016年的25BP，目前MLF降息仅10BP、1年期LPR累计降息15BP。1月18日央行表示：存款准备金率还有一定的调整空间，可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用。

二、降息周期开启，未来股、债、房价怎么走？

结合2012年、2014-2016年、2019-2020年三轮降息周期的经验，我们认为：

1) 股市短期内可能不会马上兑现利好。 2022年1月17日，央行下调MLF和OMO利率10BP，当日指数全面上涨；1月18日上证指数收涨，创业板指下跌，盘后央行召开新闻发布会积极表态，宽松政策信号明显；**但1月19日主要指数纷纷下跌。** 一是当前国内预期较弱；二是美债收益率快速上升，美股大跌影响A股情绪。前三轮降息周期中，上证指数在首次降息当日或一周内都曾出现下跌。

2) 中长期来看，股市将明显走强，成长股更为强劲。 从历次经验看，降息半年后股票均有一定程度上涨。虽然可能迟到，但不会缺席。短期内稳增长主线逐渐明朗，与基建相关的建材行业股票、与房地产修复链条相关的股票可能获得更多配置，前期新能源等高景气行业比较优势减弱，市场配置的分化程度减弱，更趋向均衡配置。长期看成长风格股票在宽货币下更强势，经济企稳后值得关注。

3) 降息周期上半场，利好债市。 10年期国债收益率通常先随政策利率下行，后又随经济复苏预期重新上行。关注后续宽货币和宽信用之间的强弱变化。

4) 降息有助于地产销售和房价企稳，但房地产周期与调控周期更为相关。 自

2016 年底中央提出“房住不炒”以来，房价稳定性明显上升。在 2019-2020 年的降息周期中，房价涨幅显著弱于前几轮；预计本轮也将类似，以稳为主。

风险提示：货币政策超预期、经济变化超预期



目 录

一、降息周期开启：央行“三个发力”应对经济“三重压力”	4
二、之前三轮降息周期中的资产价格表现	4
(一) 2012年6月-7月：降息2次	5
(二) 2014年11月-2016年2月：降息7次	6
(三) 2019年11月-2020年4月：降息3次	7
三、未来股、债、房价怎么走？	9

图表目录

图表 1： 历次 1 年期和 5 年期 LPR 降幅比较	4
图表 2： 医药生物、公用事业长期表现更强劲	5
图表 3： 债券收益率在降息前后短暂下行，随即走高	6
图表 4： 全面牛市下行业各板块普涨	7
图表 5： 10 年期国债收益率不断下行	7
图表 6： 社会服务、医药生物等长期表现较好	8
图表 7： 10 年期国债收益率显著下行	8
图表 8： 历次降息都会迎来股市行情	9
图表 9： 三轮降息后主要指数平均表现	10
图表 10： 历次降息后房价表现	10



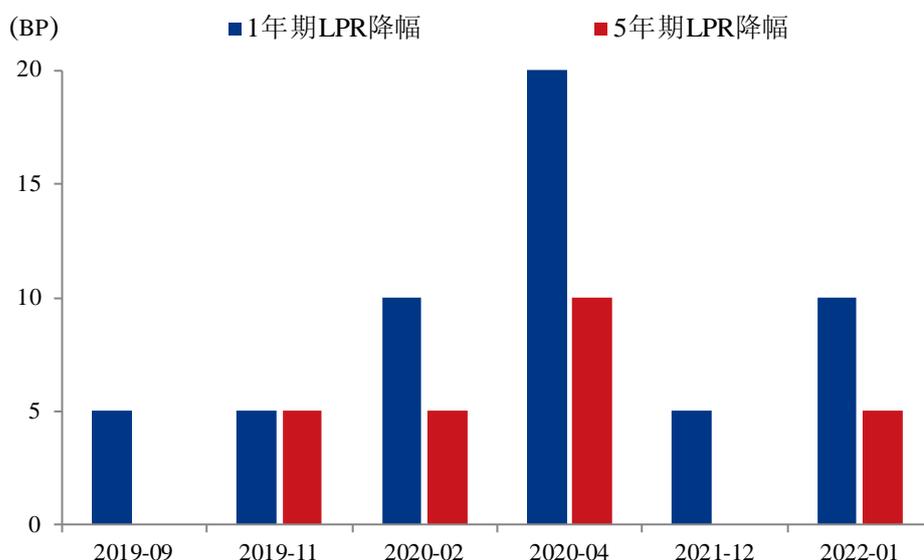
一、降息周期开启：央行“三个发力”应对经济“三重压力”

2021年下半年以来，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，亟需财政货币政策发力稳增长。2022年1月18日，央行召开新闻发布会指出，政策发力有三个方面：**一是充足发力**，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方；**二是精准发力**，金融部门要主动出击，按照新发展理念的要求，主动找好项目，做有效的加法，优化经济结构；**三是靠前发力**，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切。

中国步入新一轮降息周期。央行于2021年7月和12月两次全面降准各0.5个百分点，12月20日引导1年期LPR下调5BP；2022年1月17日下调MLF和OMO利率10BP，1月20日引导1年期LPR下调10BP，5年期LPR下调5BP。

预计后续大概率还将有降息降准操作。自MLF创设以来，其最小降息幅度是2014-2016年的25BP；目前MLF降息仅10BP、1年期LPR累计降息15BP。1月18日央行表示：存款准备金率还有一定的调整空间，可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用。

图表1：历次1年期和5年期LPR降幅比较



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、之前三轮降息周期中的资产价格表现

简要回顾之前的三轮降息周期：2012年、2014-2016年、2019-2020年。

降息主要用于政策发力稳增长。当经济出现下行趋势时，需要放松货币政策以进行逆周期调节。货币宽松通常以全面降准或定向降准启动，然后再开始降息，降息的政策宽松信号和作用比降准更强。随着货币宽松落地并逐步生效，经济开始企稳复苏。

在降息周期中，股、债、房价往往都有不错表现。10年期国债收益率通常先随政策利率下行，后又随经济复苏预期重新上行；股市则在盈利预期好转和估值提升作用下企稳反弹；房价也在调控政策放松下显著上涨，直至房地产调控再度收紧。



(一) 2012年6月-7月：降息2次

为抑制“四万亿投资”带来的通胀高企和房价上涨，2010-2011年央行收紧银根，同时政府加强房地产调控，经济显著降温；2012年欧债危机爆发，外需下行进一步拖累中国经济。

央行于2011年12月开启宽松周期，先是连续3次降准，后于2012年6月和7月两次下调存款基准利率各25BP。

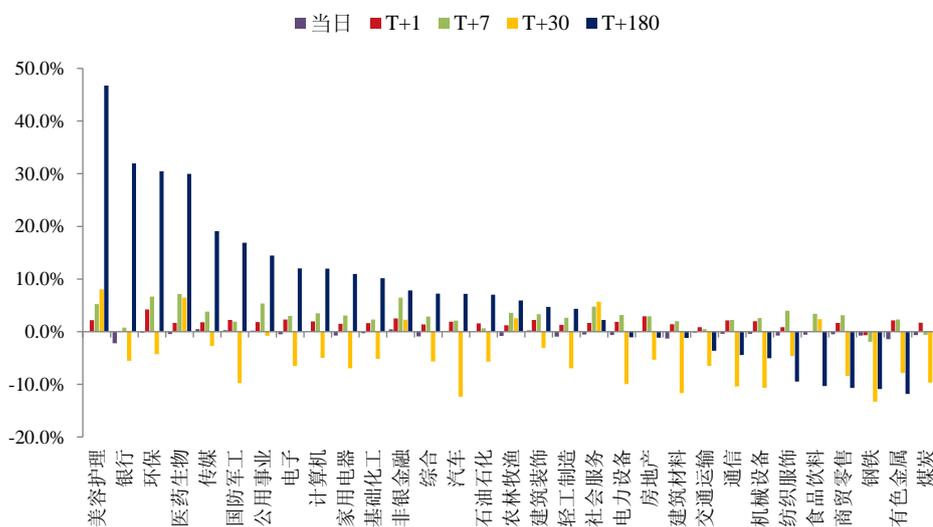
1) 股市：短期内市场波动不大，长期成长风格占优。上证指数降息当日收跌0.5%，一周后各类指数小幅上涨，偏成长风格的宽基指数如创业板指、中证500、中证1000的表现要强于偏价值风格的中证50、沪深300。拉长周期后这种趋势更明显，180个交易日后创业板指较首次降息日上涨26.5%，大幅跑赢上证指数(2.9%)、沪深300(5.0%)。

行业风格上，短期内房地产、公用事业、建筑建材获益，长期内抗周期属性的医药生物等表现更强势。以新的申万行业分类为准，降息初期“稳增长”板块率先发力，与基建相关的建筑材料、公用事业以及房地产修复相关的板块等都有不错涨幅，半年后涨幅回撤。长期来看，降息意味经济下行压力大，抗周期的医药生物、美容护理(原来的个护用品等)、环保(原来公用事业的一部分)、公用事业表现更强势。

2) 债市：由于降息幅度小、力度弱，10年期国债收益率仅在降息前后一周内有所下行，随后开始攀升。中债国债10年期到期收益率于2012年7月11日到达年内低点3.24%，距离降息前3.36%左右的水平下降约10个BP，到年底再度上行至3.6%左右。

3) 楼市：房地产销售、房价回升速度较快。商品房销售面积、百城住宅价格指数同比增速从深度负增长快速回升至正增长。

图表2：医药生物、公用事业长期表现更强劲



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表3：债券收益率在降息前后短暂下行，随即走高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

(二) 2014年11月-2016年2月：降息7次

2014年，中国经济进入“新常态”，过剩产能加速出清，叠加地产调控趋严，经济持续下行。政治局会议4月表示了对经济的担忧，7月明确“稳增长”基调。

央行于2014年4月以定向降准拉开宽松帷幕，合计7次（定向）降准、7次降息。2014年11月起下调存款基准利率6次，合计降幅150BP；2016年2月下调MLF利率25BP。

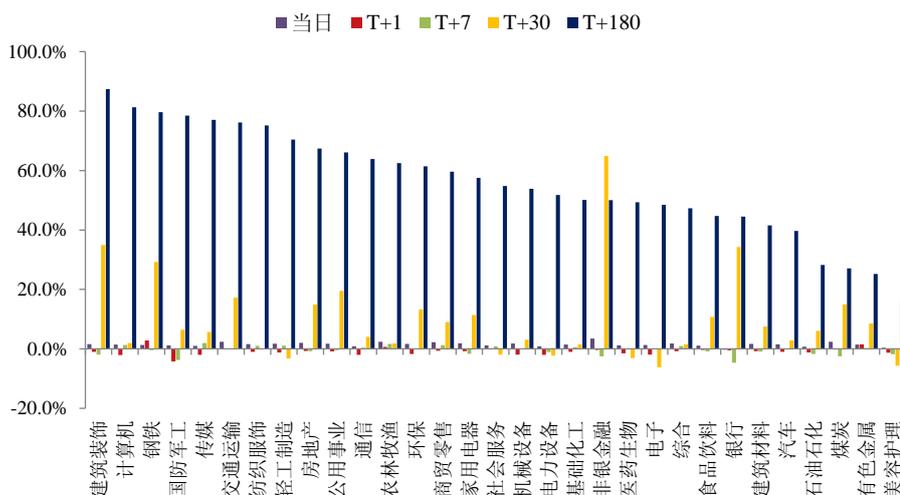
1) 股市：两融为代表的杠杆资金引爆股市，A股出现一轮全面牛市，风格和行业板块呈现轮动上涨，“稳增长”板块、价值股前期领涨，长期成长股更强势。降息初期市场反应较滞后，上证指数T+1、T+7的收益率分别为-0.4%和-1.7%。随后非银、银行、公用事业板块启动，相关板块的企业多为成熟型大中型企业，偏向大中盘、价值风格，因此降息1个月后，上证50上涨居前，涨幅37.2%显著高于创业板指1.4%的涨幅。但随着估值抬升，板块轮动，半年后TMT、建筑装饰、机械设备等板块领涨沪深两市，相应成长风格表现更强势，创业板指上涨72.5%。

2) 债市：10年期国债收益率下行幅度较大，债券牛市一直延续至2016年。降息前，10年期国债收益率约为4%，随着多轮降息落地，国债收益率持续下行，2015年底约为3%，降幅约100BP。

3) 楼市：在降息、棚改货币化安置等多项政策合力下，房地产市场供需两端火热。部分三四线城市房价上涨较快，国房景气指数走高。

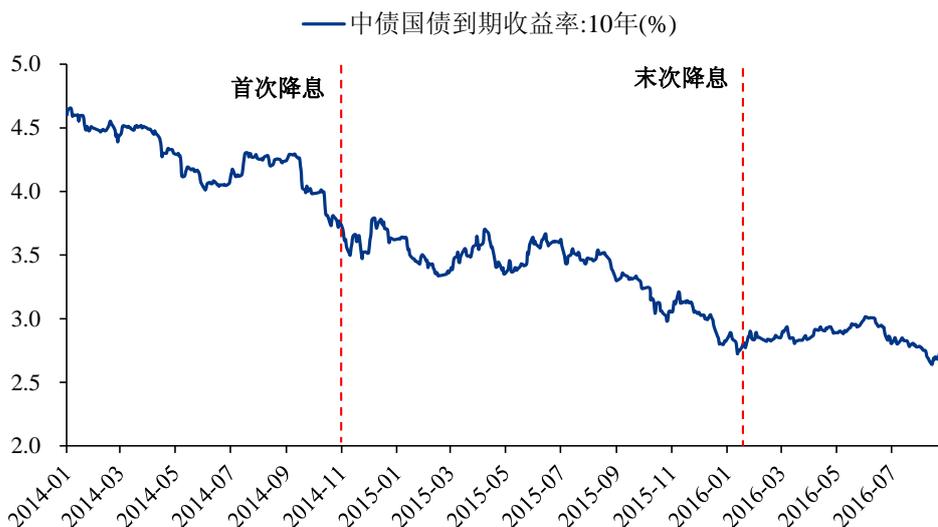


图表4：全面牛市下行业各板块普涨



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：10年期国债收益率不断下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

(三) 2019年11月-2020年4月：降息3次

2018年金融去杠杆、2018-2019年中美贸易摩擦持续升级、2020年初突发疫情，均对经济造成严重冲击。

央行于2018年4月以定向降准开启宽松周期，2019年8月LPR改革之后，LPR曾多次下调，但政策利率MLF下调始于2019年11月，累计3次，降幅35BP。

1) 股市：短期内股市小幅下跌，长期内整体上涨，成长风格表现较好。降息初期市

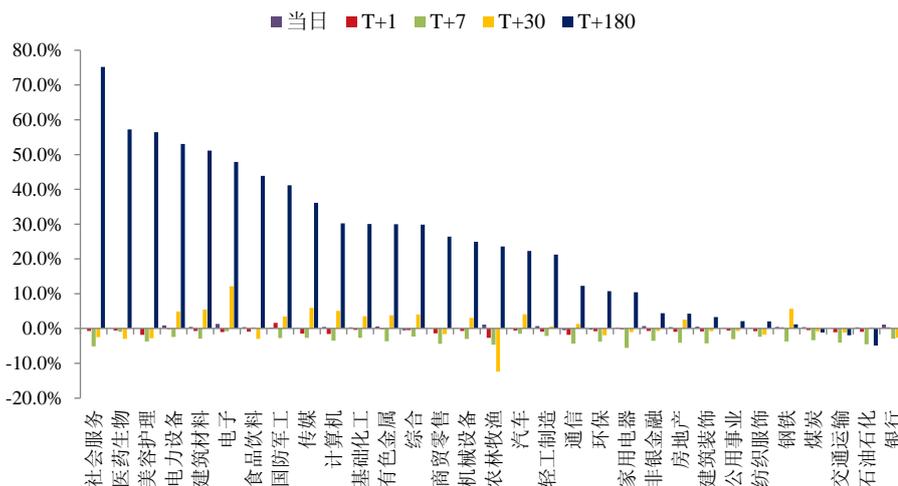


场整体偏悲观，各类指数周内均出现不同程度下跌。拉长到一个月后，创业板指开始发力，上涨 3.9%。半年后，创业板指上涨 60.1%，上证指数、沪深 300 分别上涨 9.9%和 16.3%。行业方面，医药生物、社会服务、建筑材料等较为强劲。

2) 债市：10 年期国债下行显著。2019 年初收益率约为 3.2%，2020 年中约为 2.5%，降幅约 80BP。

3) 楼市：本轮降息后，楼市表现较平稳，销售快速回升，但整体房价涨幅不大。这与 2016 年底中央提出“房住不炒”，建立和完善房地产长效机制有关。

图表6：社会服务、医药生物等长期表现较好



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：10 年期国债收益率显著下行



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_36421



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>