



报告日期：2022年1月25日

1 季度货币政策还将“稳中有松”，短期内 10 年期国债到期收益率反转概率较低

风险因素

1. 新冠肺炎病毒变异程度超预期；
2. 房地产调控政策边际放松力度低于预期。

相关报告

1. 英大证券 2022 年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
2. 英大证券国内宏观高频周报（20220117）
下游十大城市商品房成交套数、成交面积大幅反弹，中游玻璃期货结算价大幅反弹，上游国际原油价格延续上行趋势
3. 英大证券海外宏观一周纵览（20220117）
美国 12 月零售和食品服务销售额同比回落，欧元区 11 月失业率逼近历史新低，日本 11 月景气动向先行指数、一致指数均反弹
4. 英大证券国内宏观高频周报（20220111）
下游十大城市商品房成交套数、成交面积下行，中游唐山高炉开工率大幅反弹，上游国际原油价格持续大幅上行
5. 英大证券海外宏观一周纵览（20220110）
美国 12 月 ISM 制造业 PMI 高景气区间回落，德国 11 月零售销售同比反弹，日本 11 月家庭月消费性支出实际同比下行
6. 英大证券国内宏观高频周报（20220104）
下游 30 大中城市成交面积回落，中游螺纹钢期货结算价大幅下行，上游布伦特、WTI 原油期货结算价均大幅反弹
7. 英大证券海外宏观一周纵览（20211227）
美国 11 月 PCE 同比创 1982 年 8 月以来新高，欧元区 12 月消费者信心指数持续回落，俄罗斯 11 月工业生产指数同比上行乏力
8. 英大证券国内宏观高频周报（20211221）
100 大中城市土地供应面积持续大幅下行，螺纹钢期货结算价大幅反弹，LME 有色金属价格涨跌不一
9. 英大证券海外宏观一周纵览（20211220）
美国 11 月中小企业乐观指数小幅上行，主动补库存，欧元区 12 月制造业 PMI、服务业 PMI 双双下行，日本 10 机械订单同比大幅反弹
10. 英大宏观评论（20211220）“稳字当头”、“稳中求进”，奋力实现 5.5%左右的 GDP 增速目标

报告概要：

- 近期，央行在利率市场动作频频，连续五次下调各类利率。本轮央行降息有以下三个特征：系统性强；幅度大；频率高。
- 从中央对宏观经济走势的看法、宏观政策主基调、国内外新冠肺炎疫情形势不大乐观、宏观经济实际运行等角度看，本轮降息早有征兆。
- 在此次央行密集降息之后，市场关注的问题有四个：一是中短期之内央行是否还将降息；二是如果继续降息，幅度有多大；三是下一次降息的时点在何时；四是降息背景下哪一类大类资产最为受益。
- 针对第一个问题，我们认为中短期之内央行大概率还将继续降息。
- 针对第二个问题，我们认为后续央行大概率还将降息 10-20 个基点，或者 15 个基点左右。
- 针对第三个问题，我们认为央行下一次降息的时点大概率在 2-4 月。
- 针对第四个问题，我们认为，在降息的初期，最受益的大类资产是利率债，预计短期内 10 年期国债到期收益率反转概率较低。

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电 话：0755-83008511

E-mail：houchengzheng@163.com

事件：2021 年 12 月 20 日至 2022 年 1 月 24 日，央行连续 5 次下调各类利率。

点评：

近期，央行在利率市场动作频频，连续五次下调各类利率：**一是**2021 年 12 月 20 日央行时隔 20 个月下调 1 年期 LPR 报价 5 个基点；**二是**2022 年 1 月 17 日央行时隔 22 个月下调 1 年期 MLF 利率，时隔 21 个月下调 7 天期逆回购利率，下调幅度均 10 个基点；**三是**2022 年 1 月 20 日央行再次下调 1 年期 LPR 报价 10 个基点，同时下调 5 年期 LPR 报价 5 个基点；**四是**2022 年 1 月 21 日央行同时下调隔夜期、7 天期、1 个月期 SLF 利率，幅度均为 10 个基点；**五是**2022 年 1 月 24 日央行时隔 18 个月下调 14 天期逆回购利率 10 个基点。

本轮央行降息有以下三个特征。**第一**，系统性强。包括 1 年期 MLF 利率、7 天期、14 天期逆回购利率、1 年期 LPR 报价、5 年期 LPR 报价，以及隔夜期 SLF、7 天期 SLF、1 个月期 SLF 利率在内的利率体系中枢整体下移。**第二**，幅度大。除了 5 年期 LPR 报价下调 5 个基点、1 年期 LPR 报价累计下调 15 个基点之外，其余类别利率均下调 10 个基点。**第三**，频率高。1 个月左右 5 次降息，8 天之内 4 次降息。

本轮降息早有征兆，体现在以下五个方面。**第一**，中央对宏观经济走势的看法方面，2021 年中央经济工作会议指出，“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，表明中央认为我国宏观经济面临较大压力，需要“着力稳定宏观经济大盘”。**第二**，宏观政策主基调方面，2021 年中央经济工作会议指出，“宏观政策要稳健有效”，不仅要求过程要“稳健”，而且要求结果要“有效”，要“加大宏观政策跨周期调节力度”，就货币政策而言，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。总体而言，宏观政策“稳中有松”。

图 1：国内外新冠肺炎疫情形势不大乐观（例；例）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第三，国内外新冠肺炎疫情形势不大乐观。2021 年 12 月海外新冠肺炎新增确诊病例为

2549 万例，创新肺炎疫情爆发以来新高，而 2021 年 12 月我国全国新冠肺炎新增确诊病例为 3492 例，创 2020 年 3 月以来新高。

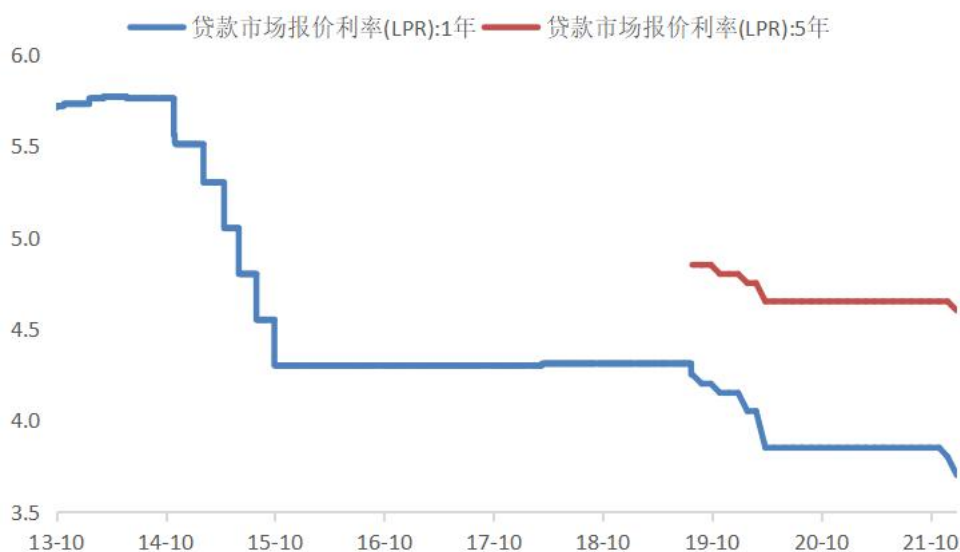
第四，从宏观经济实际运行看，12 月宏观经济面临一定压力，如受新冠肺炎疫情的压制，社会消费品零售总额当月同比仅录得 1.70%，较前值大幅下行 2.10 个百分点，且创 2020 年 9 月以来新低。

图 2：受新冠肺炎疫情的压制，社会消费品零售总额当月同比走势低迷（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 3：当 1 年期 LPR 报价下调累积到一定幅度时，5 年期 LPR 报价大概率跟随下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第五，12 月房地产投资两年平均增速录得 5.67%，连续 7 个月下行，且下行幅度加大，叠加考虑历史经验，当 1 年期 LPR 报价下调累积到一定幅度时，5 年期 LPR 报价大概率跟随

下行，下行幅度为1年期LPR报价下行幅度的一半，如2020年2月20日与4月20日，因此，12月20日下调5年期LPR报价5个基点符合历史经验与我们的预期。

在此次央行密集降息之后，市场关注的问题有四个：一是中短期之内央行是否还将降息；二是如果继续降息，幅度有多大；三是下一次降息的时点在何时；四是降息背景下哪一类大类资产最为受益。

针对第一个问题，我们认为中短期之内央行大概率还将继续降息。这一判断的依据有以下四个层面。**政策与舆论导向层面**。第一，在1月18日国新办举行的2021年金融统计数据新闻发布会上，刘国强副行长指出，“简单说，当前重点的目标是稳，政策的要求是发力”，要“充足发力、精准发力、靠前发力”。第二，1月20日李克强主持召开企业家座谈会，指出“我国经济面临新的下行压力，处在爬坡过坎重要关口”，要“合理加大政策力度”，要“采取综合措施降低企业特别是中小微企业融资成本”。**货币政策内部结构层面**。2021年金融统计数据新闻发布会上刘国强副行长指出，“降准之后，当前金融机构平均存款准备金率是8.4%，这个水平已经不高了”，“下一步进一步调整的空间变小了”“但是从另外一个角度看，空间变小了但仍然还有一定的空间，我们可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”。可见，央行在中短期之内大概率继续降准，而根据历史经验，在降准的背景下央行大概率继续降息，此外，降准能够降低金融机构资金成本，进而推动LPR报价下行。

图4：当前我国宏观经济预期依旧较弱，体现在银行家与企业家两个层面（%）



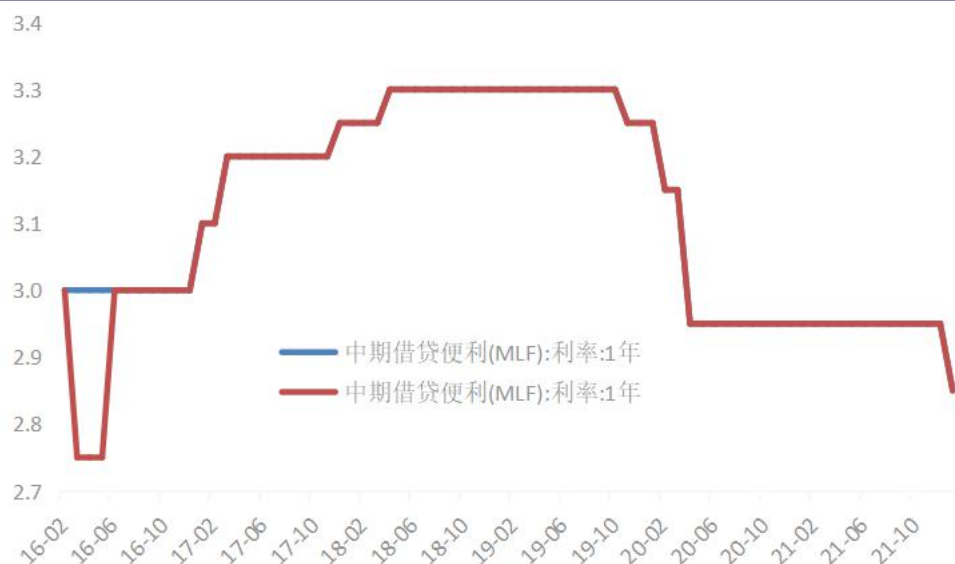
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

宏观经济预期层面。在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”这三重压力中，“预期转弱”虽然位于最后一位，但是却最为关键，因为预期转弱意味着需求大概率继续收缩，而供给大概率继续承压。当前我国宏观经济预期依旧较弱，体现在银行家与企业家两个层面：一是4季度银行家宏观经济热度指数录得35.30%，较前值下行3.30个百分点，创2021年

1 季度以来新低；二是 4 季度企业家宏观经济热度指数录得 37.30%，较前值下行 2.50 个百分点，同样创 2021 年 1 季度以来新低。当然，相对乐观的因素也有：我国制造业 PMI 连续 2 个月位于荣枯线之上，分别录得 50.10、50.30，表明制造业扩张的幅度在加大。**新冠肺炎疫情层面**。2022 年 1 月 1-23 日我国新冠肺炎新增确诊病例为 3346 例，较 12 月同期的 1907 例高出 1439 例，从目前情况看，1 月新冠肺炎新增确诊病例大概率超 12 月。

针对第二个问题，我们认为后续央行大概率还将降息 10-20 个基点，或者 15 个基点左右。我们做出这一判断的依据有以下三点。**第一**，货币政策主基调方面，12 月 27 日中国人民银行工作会议确定 2022 年货币政策的第一项重点工作是“稳健的货币政策要灵活适度”。对比 2021 年的“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，以及“2020 年的“稳健的货币政策更加灵活适度”，我们推断 2022 年货币政策的宽松力度介于 2020 年与 2021 年之间。**第二**，MLF 利率的下调实践方面，从年度降息幅度看，2020 年央行将 MLF 利率从 1 月的 3.25% 下调至 2020 年 4 月的 2.95%，下调幅度为 30 个基点，而 2022 年 1 月至今，MLF 利率仅下调 10 个基点，远低于 2020 年 30 个基点的下调幅度。从一个完整的降息周期看，2019 年 10 月至 2020 年 4 月，央行总共 3 次下调 MLF 利率 35 个基点。本轮降息周期到目前为止仅 1 次下调 MLF 利率 10 个基点。对比上一轮降息周期的 35 个基点，当前 1 年期 MLF 利率尚有 10-20 个基点的下调空间。**第三**，MLF 利率的经验下限方面，虽然 1 年期 MLF 利率（万得指标代码：M0329545）自 2016 年 1 月以来的波动区间为 3.30%-2.95%，但是 1 年期 MLF 利率（万得指标代码：M5543249）自 2016 年 2 月以来的波动区间为 3.30%-2.75%。也就是说，根据历史经验，目前 1 年期 MLF 利率 2.85% 的读数还有 10 个基点的下行空间。

图 5：1 年期 MLF 利率（万得指标代码：M5543249）波动区间为 3.30%-2.75%（%）



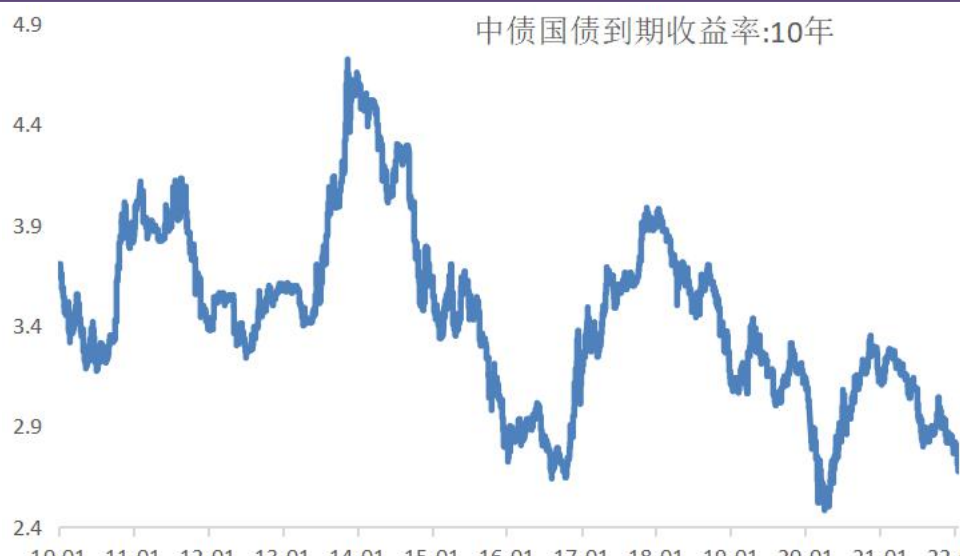
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第四，货币政策内部不同工具对比方面，我们认为央行在中短期之内大概率继续降准，虽然降准的幅度可能收窄。在此背景下，央行大概率继续降息。这里存在两种可能：一是

降准的幅度收窄，降息的幅度也相应收窄；二是由于下行空间有限，降准幅度收窄，为弥补这一局限，央行加大降息的幅度。在下调 1 年期 MLF 利率的背景下，预计 1 年期 LPR 报价相应下调 10-20 个基点，5 年期 LPR 报价下调 5-10 个基点。

针对第三个问题，我们认为央行下一次降息的时点大概率在 2-4 月。这一判断的依据有以下三点。**第一**，我国宏观政策走势的变动方面。中央经济工作会议对来年宏观政策“稳中有松”的定调，至少说在 2022 年 4 月下旬政治局会议召开之前是相对确定的，具有一定的“外生性”，也就是说，“加大宏观政策跨周期调节力度”在 2022 年 1-3 月还将有效。**第二**，宏观经济实际运行方面，宏观跨周期与逆周期政策的生效，存在一定的滞后性。也就是说，宏观调控政策出台后的一段时间内，尤其是 1 季度，宏观经济大概率还承受压力。**第三**，美联储加息的时点方面，12 月美联储议息会议纪要显示，“考虑到经济、劳动力市场和通胀前景，可能有必要提前或以快于此前预期的速度提高联邦基金利率”，预计美联储大概率在 2 季度启动加息进程，且不排除在 3 月加息的可能。综上，预计 2-4 月央行大概率还将继续降息，就更具体的时点而言，可能在 2 月中旬、3 月中旬或者 4 月中旬，在经济数据公布前后，早于当月 20 日 LPR 报价公布之前。

图 6：短期内 10 年期国债到期收益率难以“掉头向上”（%）



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_36545

