



报告日期：2022年8月22日

不排除 2022 年下半年降准的可能，2023 年不具备扩大房地产 税改革试点城市的条件

——8 月 22 日下调 LPR 报价点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 8月15日央行下调1年期MLF利率与7天期逆回购利率均10个基点至2.75%、2.0%。8月22日央行分别下调1年期与5年期LPR报价5个基点、15个基点至3.65%、4.30%。我们点评如下：

风险因素

- 1.全球宏观经济下行时点晚于预期；
- 2.大宗商品价格下行幅度低于预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220812）8-12 月制造业 PMI 或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
- 2.英大宏观评论（20220801）7 月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 3.英大宏观评论（20220721）7-12 月消费增速大概率较 1-6 月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 4.英大宏观评论（20220715）7 月 PPI 当月同比下行幅度大概率大于 0.30 个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 5.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7 月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下
- 6.英大宏观评论（20220627）6 月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 7.英大宏观评论（20220620）6 月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除 2023 年我国出口增速录得负值的可能
- 8.英大宏观评论（20220616）6-10 月“猪油共振”概率较低，6-12 月核心 CPI 当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 9.英大宏观评论（20220607）5 月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于 4 月
- 10.英大宏观评论（20220606）6 月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度
- 11.英大宏观评论（20220502）5 月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP 增速目标
- 12.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）
- 13.英大证券 2021 年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）

- 一、央行下调MLF利率与逆回购利率的“意料之外”与“情理之中”；
- 二、非对称下调LPR报价主因房地产投资面临较大压力，是当前宏观经济主要拖累项；
- 三、8-12月房地产投资增速难以大幅反转，应多措并举“稳地产”；
- 四、发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，推动消费继续成为经济主拉动力；
- 五、下半年还有降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。

目录

一、央行下调 MLF 利率与逆回购利率的“意料之外”与“情理之中”	3
二、非对称下调 LPR 报价主因房地产投资面临较大压力，是当前宏观经济主要拖累项	4
三、8-12 月房地产投资增速难以大幅反转，应多措并举“稳地产”	5
四、发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，推动消费继续成为经济主拉动力	6
五、下半年还有降准的可能，2023 年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件	8

事件：8月15日央行下调1年期MLF利率与7天期逆回购利率均10个基点至2.75%、2.0%。8月22日央行分别下调1年期与5年期LPR报价5个基点、15个基点至3.65%、4.30%。

点评：

一、央行下调MLF利率与逆回购利率的“意料之外”与“情理之中”

8月15日，央行在下调1年期MLF利率10个基点至2.75%的同时，下调7天期逆回购利率10个基点至2.0%。我们认为，央行同时下调1年期MLF利率以及7天期逆回购利率10个基点，既在“意料之外”，也在“情理之中”。

首先，我们来看“意料之外”。第一，728政治局会议在提及“稳就业”与“稳物价”的同时，并未提及“稳增长”，此外，728政治局会议提出要“力争实现最好结果”，与429政治局会议“努力实现全年经济社会发展预期目标”相比，在一定程度上淡化了“5.50%左右”这一GDP增速预期目标。**第二，**宏观政策方面，429政治局会议的提法是“要加大宏观政策调节力度”，以及“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，而728政治局会议的提法则是“宏观政策要在扩大需求上积极作为”。二者相比，728政治局会议的提法并无明确的边际指向性。**第三，**728政治局会议提出“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事”。在“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题”之后提出“要保持战略定力”，给人的感觉是即使面临“突出矛盾和问题”，货币政策也要保持克制，做到“不大水漫灌”。**第四，**8月10日公布的2季度货币政策执行报告指出“保持货币信贷平稳适度增长”，对比1季度货币政策执行报告的“保持货币信贷和社会融资规模稳定增长”，2季度货币政策执行报告中货币政策“宽松”的力度与1季度货币政策执行报告相比偏弱。**第五，**6月金融数据的表现超预期，体现为：6月金融机构新增人民币贷款录得28100.00亿元，同比多增6900.00亿元；6月社会融资规模录得51797.00亿元，同比多增14780.00亿元；6月M2同比录得11.40%，较前值上行0.30个百分点，创2016年12月以来新高；6月社会融资规模存量同比录得10.80%，较前值上行0.30个百分点，创2021年7月以来新高。**第六，**6月主要经济数据中，除了房地产开发投资完成额累计同比较前值下行1.40个百分点至-5.40%，以及制造业固定资产投资完成额累计同比较前值下行0.20个百分点至10.40%之外，其余主要经济指标均较前值上行，宏观经济总体呈回升趋势。

其次，我们来看“情理之中”。第一，7月制造业PMI较前值大幅下行1.20个百分点至49.0%，时隔1个月再次跌至荣枯线之下，表明我国制造业进入收缩状态，预示我国宏观经济再度承压。**第二，**7月核心CPI当月同比录得0.80%，较前值下行0.20个百分点，创2021年5月以来新低，在价格角度验证我国宏观经济需求较为疲弱。**第三，**与6月相反，8月12日公布的7月金融数据远低于市场预期，体现为：7月金融机构新增人民币贷款录得6790.00亿元，同比少增4010.00亿元；7月社会融资规模录得7561.00亿元，同比少增

3191.00 亿元；7 月社会融资规模存量同比录得 10.70%，较前值下行 0.10 个百分点。**第四**，8 月 15 日公布的 7 月经济数据表现不佳，体现为主要经济指标中，除了基建投资增速上行之外，房地产投资增速、制造业投资累计增速均较前值下行，消费与工业生产当月增速均较前值下行。**第五**，728 政治局会议虽然未提“稳增长”，但是强调“着力稳就业稳物价”，其中，“稳就业”就隐含“稳增长”的“基因”。此外，728 政治局会议还指出“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。预示“稳增长”还是下半年宏观政策的重要目标。**第六**，7 月新冠肺炎新增确诊病例数为 3919.00 例，较 6 月多增 2378.00 例，增幅为 154.32%，对宏观经济形成一定利空。**第七**，在 2 季度贷款需求指数为 56.60%，较前值下行 15.70 个百分点，创 2016 年 4 季度以来新低的背景下，728 政治局会议指出“加大对企业的信贷支持”，以及“用好政策性银行新增信贷”，预示 M2 同比大概率继续位于高位，与之相对应，降准降息成为隐含的政策选择。

值得指出的是，我们在《英大证券宏观评论：下半年宏观政策力度还将维持在较高水平，基建投资依旧是扩内需的“主力军”（20220801）》中明确提出，“728 政治局会议的宏观政策主基调弱于预期，但内外压力使得宏观政策力度还将维持在较高水平”。从这个角度看，8 月 10 日央行同时下调两大利率，在宏观政策的主基调与大方向上符合我们的预期。

二、非对称下调 LPR 报价主因房地产投资面临较大压力，是当前宏观经济主要拖累项

8 月 22 日，央行在下调 1 年期 LPR 报价 5 个基点至 3.65%的同时，下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点至 4.30%。自 LPR 报价制度改革以来，央行 8 次累计下调 1 年期 LPR 报价 66 个基点，6 次累计下调 5 年期 LPR 报价 55 个基点。具体看：2019 年 11 月第 1 次下调 5 年期 LPR 报价 5 个基点，与 1 年期 LPR 报价的下调幅度相同；2020 年 2 月、4 月与 2022 年 1 月分别下调 5 年期 LPR 报价 5 个、10 个、5 个基点，下调幅度均为 1 年期 LPR 报价下调幅度的一半；2022 年 5 月 20 日，央行下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点，但是维持 1 年期 LPR 报价不变，主要原因是：2022 年 5 月 15 日公布的 4 月房地产开发投资完成额累计同比为-2.70%，较前值下行 3.40 个百分点，时隔 20 个月首次进入负值区间，表明房地产投资面临较大压力；同样的逻辑，此次央行下调 5 年期 LPR 报价 15 个基点，主因是 7 月房地产开发投资完成额累计同比录得-6.40%，较前值大幅下行 1.0 个百分点，连续 4 个月位于负值区间，且持续下探，录得 1999 年 2 月有数据记录以来第 3 低值。

除了以上这一主要原因之外，此次央行进行不对称降息的原因有以下六点。**第一**，房地产对宏观经济有较为直接且全面的拉动效应，素有“经济周期之母”之称。**第二**，7 月房地产开发投资完成额累计同比-6.40%的读数，在主要经济指标中居于垫底的位置，是当前宏观经济最主要的拖累项。**第三**，从预期看，7 月国房景气指数下行 0.13 个点至 95.26，创 2016 年 2 月以来新低，虽然降幅收窄，但是尚未看到触底迹象。**第四**，2 季度房地产贷款需求指数录得 41.50%，较前值下行 5.70 个百分点。这一读数表现十分差：**纵向看**，41.50%

的读数为 2021 年 1 季度有数据记录以来最低值；**横向看**，房地产贷款需求指数分别低于制造业、基础设施、批发零售业贷款需求指数 18.20、17.0、12.30 个百分点。值得指出的是，贷款需求指数的高低基本反映了制造业投资增速、基建投资增速、消费增速以及房地产投资增速的高低：6 月房地产投资增速处于垫底位置，而 2 季度房地产贷款需求指数也处于垫底位置；6 月制造业投资增速居于首位，而 2 季度制造业贷款需求指数也居于首位。**第五**，从目前的趋势看，房地产投资增速尚未看到反转的迹象，如不加大政策调控力度，大概率还将继续是下半年宏观经济的主要拖累项。因此，必须加大 5 年期 LPR 报价的下调力度以达到“补短板”、“强弱项”的目的。

三、8-12 月房地产投资增速难以大幅反转，应多措并举“稳地产”

2021 年 7 月房地产投资两年平均增速开始下行，2022 年 4 月房地产投资增速进入负值区间并持续下探，7 月录得-6.40%，在负值区间再度下行 1.0 个百分点，创 2020 年 4 月以来新低。预计 8-12 月房地产投资增速难以大幅反转。这一判断的依据有三点。**第一**，7 月国房景气指数下行 0.13 个点至 95.26，创 2016 年 2 月以来新低。虽然当前国房景气指数的降幅收窄，但是依旧处于下行过程中，而国房景气指数与房地产投资增速的相关系数为 0.66。**第二**，7 月商品房销售面积增速下行 0.90 个百分点至-23.10%，表明该指标尚未触底，而商品房销售面积增速领先房地产投资增速 3-9 个月。**第三**，7 月房地产开发资金来源合计累计同比小幅下行 0.10 个百分点至-25.30%，预示该指标尚处于筑底阶段，而房地产开发资金来源合计累计同比领先房地产投资增速 3-9 个月。

我们的以上判断，得到高频数据的支持：8 月 14 日当周 30 大中城市商品房成交套数为 22657.00 套，较 6 月 26 日当周下行 22562.00 套；8 月 14 日当周 30 大中城市商品房成交面积为 241.26 万平方米，较 7 月 3 日当周下行 272.87 万平方米。以上高频数据预示 8 月商品房销售面积累计同比大概率难以反转，这就意味着房地产投资增速反弹或者反转的时点还要往后推。

至于如何“稳地产”，我们认为有以下四点。**第一**，有效提振房地产市场信心。“信心比黄金还重要”。在当前我国宏观经济面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”这三重压力中，“预期转弱”居于核心地位。这一点也适用于房地产市场。7 月国房景气指数为 95.26，较前值下行 0.13 个百分点，创 2016 年 2 月以来新低，连续 7 个月位于 100 荣枯线之下。这就表明房地产市场的信心较为脆弱。究其原因，主要有三点：**一是**长周期看，扩大房地产税改革试点城市压制居民对房地产市场的信心；**二是**自从 2016 年 12 月 14 日中央经济工作会议提出“房住不炒”之后，这一定调始终出现在中央重大会议通稿中，且“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”不时出现在相关文件中；**三是**7 月郑州相关事件，对房地产市场信心也造成打击，加大短期观望情绪。**第二**，“解铃还须系铃人”。导致房地产投资增速下行的直接原因是我国此前的严格限制性楼市调控政策，即限购、限贷、限售、限价以及限商。“五限”叠加是上一轮楼市调控的重要标志。当前“五限”中的部分

限制性措施已经得到放松，还有进一步放松的空间。第三，切实降低购房成本。在新冠肺炎疫情的冲击下，居民收入增速持续承压。与降低首付等举措相比，降低房贷利率是推升商品房销售面积累计同比更有效的手段。原因有两点：**一是**降低首付只是降低商品房的购买门槛，但是并未实质性减轻居民的购房负担，而降低房贷利率则能够持续缓解购房者的现金流压力；**二是**从图形走势上看，首套房贷平均利率与商品房销售面积累计同比存在较强的负相关关系，也就是说，降低房贷利率能够有效推动商品房销售增速。**第四**，有效控制新冠肺炎疫情。新冠肺炎疫情在两方面对商品房销售形成冲击：**一是**新冠肺炎疫情冲击全国居民人均可支配收入累计名义同比，降低刚需与改善性需求的购买能力；**二是**道路封控使得刚需与改善性需求看房的意愿与可能性下降。以上二者均对商品房销售面积累计同比形成冲击。

四、发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用，推动消费继续成为经济主拉动力

8月16日国家发改委新闻发布会强调“把稳增长放在更加突出位置”。回顾729国务院常务会议部署进一步扩需求举措，指出：“**一是**发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用”；“**二是**推动消费继续成为经济主拉动力”。可见，外需并不在“进一步扩需求”的范畴里，毕竟，控制出口增速面临较大难度，体现在以下三个方面：**一是**数量方面，代表海外需求的摩根大通全球制造业PMI与美国ISM制造业PMI走势高度相关，但是很明显我国难以影响美国ISM制造业PMI走势；**二是**价格方面，CRB指数当月同比以及PPI当月同比主要取决于国际油价走势，而我国对国际油价无控制能力，实际情况下是在成品油定价机制下，我国成品油价格走势取决于国际油价走势；**三是**此前我国能够对人民币汇率进行一定程度的控制，但是在完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度的背景下，人民币汇率主要跟随美元指数，而美元指数主要取决于美国与欧元区的宏观经济基本面。尽管如此，我们也要发挥主观能动性，在一定程度上影响外需走势，进而“稳增长”：**一是**推行出口市场多元化，尽量减少局部国际局势恶化对我国出口产生的负面冲击；**二是**对细分市场进行高质量研究，准确判断哪些行业的外需景气度明显高于其他行业；**三是**丰富我国出口产品的种类，通过高水平多样化的供给来创造需求；**四是**提

云报告
https://www.yunbaogao.cn
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_45498

