



张瑜：下一次降息在什么时候？
一季度之后还会继续宽货币吗？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜

事项

2022年1月20日,央行将一年期贷款市场报价利率(LPR)调整10bp至3.7%,五年期贷款市场报价利率(LPR)调整5bp至4.6%。

五年期 LPR 调降 5 个 bp——宽松中仍有一丝克制

未来房地产是否会放松仍需进一步观察。首先看基建能否对冲地产回落,当前出口仍在高位,短期内的政策重心依然是靠基建尝试性的对冲地产回落。根据我们前期对信贷官的调研来看,一季度有将近70%的信贷官认为政府类相关项目信贷会明显回升。其次看居民按揭贷款的回落速率,当前房地产市场的按揭贷款增速已经明显快于定金及预收款的增速。考虑到短期内房地产首付比例没有明显调整的情境下,这意味着银行手头储备的优质按揭客户的资源或正在被逐步消耗,随着商业银行库存的优质按揭客户库存逐步清零,居民按揭贷款或有更快回落的可能。综合来看,如果基建难以对冲地产回落或居民按揭贷款收缩过快,未来房地产政策或有边际松动可能。



下一次降息在什么时候？——如果 1 月社融数据质量没有明显修复，2 月 MLF 利率再度调降或并不令人意外。

降息必要性——今年与过去几年最大的不同是稳增长意愿的抬升。我们预计全年经济增长目标或在 5.5% 左右。原因来看，一方面是“中美竞速”，另一方面是“稳千万大学毕业生就业”。然而稳增长意愿强劲的背景下，当前社融数据质量却较为堪忧。当前社融最大的问题在于，政策推动明显，但企业没有融资意愿。这就引致了当前社融内部修复的科目主要是票据融资，政府债券，和企业债券。而真正与实体融资意愿相关的居民短期消费贷款，居民经营贷款，企业中长期贷款仍呈现明显的下行态势。

降息时点上看——按照央行货政报告表述来看，当中美利差缩窄到

50bp 以内，央行就要“以内部均衡为主同时兼顾外部均衡，找到最优的平衡点。”当前中美利差仍在 80bp 以上，随着中美利差持续收窄，央行降息的窗口将越来越小。

一季度之后还会继续宽货币吗？——一季度末的三个观察

首先观察的是一季度的金融数据情况。兵马未动，粮草先行。货币是经济运行的最先行指标。如上文所谈，当前社融数据的最大问题就是实体没有融资需求。如果一季度未能表征实体融资意愿的科目（居民经营贷款，居民短期消费贷款，企业中长期贷款）有显著修复，那么货币宽松或许戛然而止。

其次要观察的三四月份出口读数的强弱。2021 年四季度，净出口贡献了 26.4% 的经济增长。按照历史经验来看，三四月份的出口订单量的好坏基本决定了全年出口的走势。因此倘若三四月份出口数据仍然强势的情境下，二季度随着美联储大概率加息，国内货币似乎也没有持续宽松的必要性。

第三要观察首次集中供地的土地出让情况。3 到 4 月份迎来今年的首次集中供地，如果首次集中供地后土地成交明显修复，那么货币宽松或有停止的可能。如果首次集中供地后土地成交情况依然较差的话，为防止房地产失速下滑引发更大的金融风险，二季度货币政策或有进一步宽松的可能。

资产配置——10 年期国债利率冲击 2.6，股票建议不要单边押注

对债而言，不轻易下车，超跌仍是买点，短期冲刺 2.6 点位。

对股而言，由于稳增长和宽货币交替波浪，顺周期和成长或许也将存在交替。我们建议不要单边押注（稳增长超预期或者稳增长证伪），应在确定性中寻找机会，建议参考我们前期报告《稳增长的十个可能抓手》。

风险提示：

货币政策超预期。

| | |
|--------------------------------------|---|
| 一、五年期 LPR 调降 5 个 bp——宽松中仍有一丝克制..... | 4 |
| （一）基建能否对冲地产回落？ | 4 |
| （二）居民按揭贷款的回落速率 | 4 |
| 二、下一次降息在什么时候？——连续降息并不意外..... | 5 |
| （一）降息必要性上——稳增长与社融质量的矛盾 | 5 |
| （二）降息时点上看——中美利差逼近 50bp，降息宜早不宜晚 | 5 |
| 三、一季度之后还会继续宽货币吗？——一季度末的三个观察..... | 6 |
| （一）首先观察的是一季度的金融数据情况..... | 6 |
| （二）其次要观察的三四月份出口读数的强弱 | 6 |
| （三）第三要观察集中供地的土地出让情况..... | 6 |

报告正文

—

五年期 LPR 调降 5 个 bp——宽松中仍有一丝克制

五年期 LPR 调降 5bp，这或许意味当前时点来看，短期内房地产市场

不会明显放松，未来地产政策会不会有所放松，我们觉得从以下两点进行观察：

（一）基建能否对冲地产回落？

我们理解当前房地产政策不放松的主要原因是因为出口仍在高位，短期内的政策重心依然是靠基建尝试性的对冲地产回落。根据我们前期对信贷官的调研来看，一季度有将近 70% 的信贷官认为政府类相关项目信贷会明显回升。如果基建难以对冲地产投资的快速下行，未来房地产相关政策或仍有边际趋松可能。

（二）居民按揭贷款的回落速率

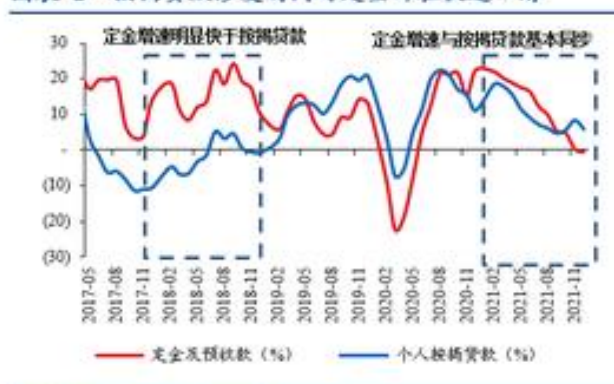
当前房地产市场的按揭贷款增速已经明显快于定金及预收款的增速。考虑到短期内房地产首付比例没有明显调整的情境下，这意味着银行手头储备的优质按揭客户的资源或正在被逐步消耗，随着商业银行库存的优质按揭客户库存逐步清零，居民按揭贷款或有更快回落的可能。如果居民贷款回落持续过快，未来房地产相关政策或仍有边际趋松可能。

图表 1 政府类项目是信贷需求的三力军



资料来源：调研数据，华创证券

图表 2 按揭贷款修复的同时定金却在快速下滑



资料来源：Wind，华创证券

二

下一次降息在什么时候？——连续降息并不意外

（一）降息必要性上——稳增长与社融质量的矛盾

今年与过去几年最大的不同是稳增长意愿的抬升。对于今年经济的运行，我们预计经济增长目标或在 5.5%左右。原因有两点，一方面今年是改革开放四十年以来中美经济增速或最接近的一次（IMF 预测 2022 年美国 GDP 增速 5.2%，中国 GDP 增速 5.6%），另一方面是今年将有千万的大学生毕业，稳就业压力影响下经济增速也不能偏低。

稳增长意愿强劲的背景下，当前社融数据质量却较为堪忧。当前社融数据最大的问题在于，政策推动明显，但企业没有融资意愿。这就引致了当前社融内部修复的科目主要是票据融资，政府债券，和企业债券。而真正与实体融资意愿相关的居民短期消费贷款，居民经营贷款，企业中长期贷款仍呈现明显的下行态势。

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_36471

