



张瑜：降息周期是否终结



意见领袖 | 张瑜

事项

2022 年 2 月 15 日，央行公开市场开展 3000 亿元 1 年期 MLF 操作和 100 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.85%、2.10%。政策利率维持不变。



主要观点

社融明显修复+各类贷款利率边际下行——货币政策传导已较为顺畅，当前政策焦点或在信用质量修复

宽货币的本质目的是为了推动信用的扩张。从社融来看，当社融同比

读数的绝对拐点显现后 2 到 5 个月，央行就会结束降息周期。当前社融已连续四月企稳回升，按照历史规律未来的降息概率正逐步减小。价格层面，当前一般贷款利率为有史以来最低；企业债利率和民间融资成本较去年 10 月的阶段性高点均有所下行。货币政策的传导事实上已较为顺畅，货币宽松似乎已经不是当前的主要矛盾。

本轮两大特殊因素引至未来仍有降息可能——地产与出口两大动能与历史明显不同

与历史不同的是，本轮经济仍存在两个特殊性或引致未来仍有降息的可能。

从地产来看，逆周期投资的修复通常是企业加大中长期融资的先决条件，虽然当前基建发力预计较为明显，但房地产企业过去一年在库存走弱的背景下历史首次减少购地和开工，这或许反映了当前地产投资意愿较弱。如果一季度基建抬升难以对冲地产投资下滑引至社融二次回落，央行有再度降息的可能。

从出口来看，历史上经济增速逆势抬升通常需要出口增速的平稳或同步抬升。然而今年经济增速目标预计 5.5% 的背景下（2021 年四季度两年平均增速 5.2%），出口下滑或为大概率事件。2022 年或是历史上少有的经济有逆势上行诉求但出口处于下行周期的时间窗口。如果未来出口过快下滑对 5.5% 的经济增速形成掣肘，央行有再度降息的可能。

央行是否还有降息窗口？——汇率弹性有效护航货币政策以我为主

汇率强而不贵保证我们没有跟随美国收紧的风险，但仍存窗口上抢降息以防万一的可能性。当前人民币强而不贵（2015 汇改前就是强且贵），即便贬值但幅度可控，汇率距离前期敏感位（7.0~7.2）仍有 10%以上的战略纵深，且汇率政策工具箱充足，因此可以通过汇率弹性有效护航货币宽松。

降息周期后通常对应货币政策呵护期——短期货币政策没有收紧风险

观察历史来看，每一轮货币政策从宽松到收紧通常分为三个阶段：

阶段一通常是货币政策的宽松期，这一阶段通常对应经济衰退的初期，货币政策通常身先士卒发挥作用，银行市场利率通常呈现快速下行的态势。

阶段二是货币政策的呵护期，此时货币供给已基本充足，信用扩张的趋势也已大概确定，但经济还没有明显修复，银行间市场利率虽不再进一步下行，但也不会快速抬升，而是整体维持在一个较低的水准，保持流动性的合理充裕。

阶段三是货币政策的收尾期，此时经济已经开始明显修复，银行间市场利率进而顺势抬升。

对于本轮而言，我们认为当前货币政策处于宽松期与呵护期交替的时间窗口。短期内货币政策或没有收紧风险。呵护期何时结束，取决于以下

两个层面：

从外需来看，货币政策收紧的向上的拐点通常在出口同比见底之后。

从内需来看，货币政策收紧向上的拐点通常都在与实体投资贸易意愿更相关的融资（如：企业中长期贷款，居民非房贷，未贴现银行承兑汇票等）修复之后。

风险提示：

货币政策超预期。

报告目录

一、 货币政策传导通畅——当前信用质量修复更为迫切.....	4
二、 降息是否终结——本轮存在两大特殊性，未来降息仍有可能.....	5
（一） 特殊因素之一：历史首次库存下滑期间地产减少购地开工	5
（二） 特殊因素之二：历史首次经济有逆势上行诉求但出口大概率回落	6
（三） 还有没有降息窗口：汇率弹性有效护航货币以我为主	6
三、 货币政策有没有收紧风险——短期不足为虑.....	7
（一） 出口下滑引至货币政策易松难紧	7
（二） 信用未扩引至货币政策难言转向	8

报告正文

2022 年 2 月 15 日，央行公开市场开展 3000 亿元 1 年期 MLF 操作和 100 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.85%、2.10%。政策利

率维持不变。

—

货币政策传导通畅——当前信用质量修复更为迫切

宽货币的本质目的是为了推动信用的扩张。从历史规律来看，当社融同比读数的绝对拐点显现后 2 到 5 个月，央行就会进行最后一次降息操作。当前社融同比增速已经连续四月企稳回升，虽然社融质量仍有瑕疵，但信用质量的修复本身不能单纯依靠央行的推动而是应依赖于各部门的通力协作。随着社融的企稳回升，按照历史规律推算来看，未来的降息概率正逐步减小。

图表 1 社融修复的确认通常对应货币政策降息周期的尾声



资料来源: Wind, 华创证券

特别是从价格视角观察，自 2021 年 10 月货币政策边际转向以来，各类贷款利率均已有所回落。2021 年 12 月一般贷款利率为 5.19%，为有史

以来最低；2022 年 1 月 AA 级 3 年期中债企业债收益率均值为 3.62%，较去年 10 月的阶段性高点 4.07%下行 45bp；2022 年 1 月温州民间融资综合利率均值为 14.50%，较去年 10 月阶段性高点下行 14bp。货币政策的传导事实上已较为顺畅，货币宽松似乎已经不是当前的主要矛盾。

图表 2 货币政策传导顺畅，各类利率下行明显



资料来源: Wind, 华创证券

二

降息是否终结——本轮存在两大特殊性，未来降息仍有可能

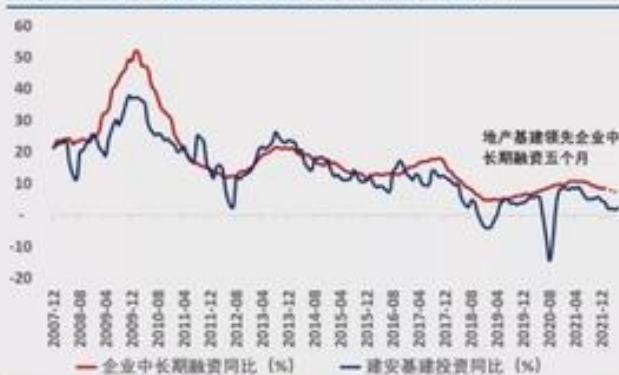
与历史不同的是，本轮经济仍存在两个特殊性或引致未来仍有降息的可能，具体来看：

（一）特殊因素之一：历史首次库存下滑期间地产减少购地开工

但本轮的特殊点在于，地产投资的修复未必充分。逆周期投资的修复通常是企业加大中长期融资（企业中长期贷款，信托贷款，委托贷款）的

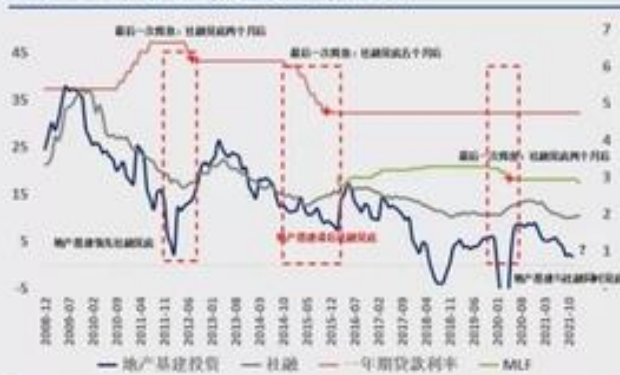
先决条件。如果一季度逆周期投资同比进一步加速下滑，二季度之后不排除有二次降息的可能。以 2015 年周期为例，由于地产基建投资修复的不充分，因此即便 2015 年 5 月社融同比企稳开始回升，但 8 月和 10 月央行仍然两次进行降息操作。

图表 3 地产基建修复是信用扩张的必要条件



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 降息与地产基建投资的关系



资料来源: Wind, 华创证券

虽然当前基建发力预计较为明显，但房地产修复的难度或显著难于过往。当前房企似乎存在某种投资意愿的衰退。常态下，房地产库存的走低通常对应着房企购地意愿和新开工意愿的增强。然而 2021 年以来，虽然房企库存走低，但房企的土地购置面积以及新开工面积在持续回落，房企似乎呈现了一种有意去库存的状态。因此如果一季度基建抬升难以对冲地产投资下滑的话，不排除央行再度降息的可能。

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_37382

