



## 大公国际：“降息”释放稳增长信号，货币政策靠前发力提升市场信心

技术研究部（研究院） 涂文婕

2022年1月19日

2022年1月17日，央行开展7000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1000亿元公开市场逆回购操作，中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。1月18日，央行在金融统计数据新闻发布会上表态，央行在政策层面将更为积极，明确提出“充分发力、精准发力、靠前发力”，切实担负起稳定宏观经济的责任，主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。

我们认为，在我国经济形势严峻复杂、信用扩张存在压力、社会实体融资需求仍然偏弱的背景下，央行以逆回购和MLF调降作为稳增长信号明确的政策利率操作，将进一步降低实体经济的融资成本，有效对冲“弱预期”的压力，强化市场预期提升市场信心。预计后期仍有降息空间，20日公布的1年期和5年期LPR大概率将调降，在稳信用确定之前宽货币政策将延续，若稳信用或经济数据不及预期，央行有望再次降息降准。

**从“降息”原因来看，最新经济数据出炉“三重压力”更加凸显，货币政策发力显得尤为迫切**

第一，从基本面数据来看，四季度经济增速连续回落，稳增长压力较大。根据最新经济数据，2021年全年经济增速达到8.10%，两年平均经济增速达到5.10%，2021年一至四季度当季经济增速分别为18.30%、7.90%、4.90%与4.0%，四季度经济增长低于潜在经济增速，稳增长压力加大。第二，从社融和信贷数据来看，12月新增社融与新增信贷数据低于预期。受到有效信贷需求不足的影响，居民信贷及企业中长期贷款需求仍然偏弱，12月新增规模创2019年以来新低。同时，在企业融资需求偏弱且银行信贷投放风险偏好较低的情况下，监管对票据冲量现象进行了限制，也给短期内社融增速的提升带来更大压力。第三，从实体经济发展来看，中小微企业发展困境未明显改善。2021年12月小型企业PMI为46.5%，较前值显著回落2%，景气水平为2021年来最低点，连续7个月位于收缩区间。受疫情反复、PPI持续上涨等因素影响，我国实体经济成本拉高，挤压了中小企业生存空间。小型企业PMI的生产、新订单、从业人员分项都在回落，尤其是小型企业的生产经营活动预期大幅下降4.0至47.9，企业对于未来经营的信心明



显转弱。表明数量占比多的中小企业经营困难不断加大，考虑到中小企业对实体经济的重要性和对带动就业的贡献，以及今年 1、2 季度经济增长的形势严峻，稳经济政策加码的紧迫性进一步凸显，需要货币政策靠前发力。

**从降息情况来看，MLF 和逆回购利率量升价降，发挥货币市场总量和结构的双重功能，提升稳增长、稳信心的市场预期。**

首先，时点方面，春节前因为流动性需求加大，为了给市场资金面平稳提供支撑，按照惯例央行会进行流动性投放，来维护银行体系流动性合理充裕。比如央行 2019 年 1 月开展 TMLF 操作 2575 亿元、降低存款准备金率 0.5 个百分点，2020 年 1 月下调存款准备金率 0.5 个百分点。考虑到美联储很可能在 3 月份加息，给人民币汇率带来较大下行压力，叠加上次降准是在 12 月份等因素，留给央行货币政策的窗口期有限，因此降息时点有所靠前。其次，价格方面，MLF 和逆回购利率下降 10bp，更多是释放调控力度加大的信号。从之前降息幅度来看，2019 年 MLF 下降 5bp，2020 年 MLF 分别下降 10bp 和 20bp，目前降息的目标是稳增长，需要有一定的调控力度，10bp 的幅度超出市场 5bp 的预期，也是释放调控力度加大的信号。第三，结构方面，短期加长期政策利率配合，引导市场更加关注价格变动。公开市场逆回购利率为短期利率，MLF 为中期货币政策工具，央行在四季度例会提出“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，结构性政策能够兼顾短期稳增长和长期高质量发展。12 月以来，央行先后定向降息、下调 1 年期 LPR、下调 MLF，反映出金融部门加大跨周期调节力度，稳步优化信贷结构，不断增强服务实体经济能力的决心，体现出政策适当前置的决策能力，将一定程度提升市场预期。

**从降息影响来看，对引导融资成本下降、稳定房地产运行、支持基建项目扩大有效投资有指导性作用**

第一，2021 年以来，国内商业银行受贷款重新定价和利率下行的影响，净息差水平呈现降低态势，银行让利空间有限，为缓解银行利率约束，适度降低政策利率中枢，引导金融机构加大对实体经济特别是中小微企业的扶持，对降低企业综合融资成本起到一定的作用。第二，2021 年在房地产政策从严、市场销售下滑、个别大型房企违约、银行信贷收紧等因素相互叠加影响下，房地产市场信心受挫。12 月，一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月持平转为下降 0.1%。考虑到房地产市场在宏观经济中的重要作用，稳定房地产运行很有必要。央行会议指出主要银行要准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷



平稳有序投放,维护房地产市场平稳健康发展。降息虽然并非直接作用于房地产,但各银行会有更多贷款额度流入市场,客观上缓解房地产市场下行问题。第三,稳增长带来基建的发力,1月10日召开的国务院常务会议指出,当前经济运行处于爬坡过坎的关口,要把稳增长放在更加突出的位置,并部署加快推进“十四五”规划《纲要》和专项规划确定的重大项目,扩大有效投资。年后将有一大批重点基建项目开工,为了支撑年后的重大工程项目和专项规划重点项目实施,加上地方政府债务的影响,适量宽松货币有利于基建的投入,基建增速回升将扩大有效投资,对经济有拉动作用。

**央行表态政策靠前发力,降息节奏或有所加快,有望将带动本月1年期和5年期LPR跟进下调,货币政策将继续表现为宽货币**

1月18日,央行新闻发布会表明“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”,意味着近期所采取的降准、定向降息、下调LPR以及下调MLF举措并非终点,预计本月1年期和5年期LPR大概率将下调。此前1年期LPR调降时5年期未做调整,主要源于逆周期调节对经济的短期对冲,银行成本降低幅度不足以驱动1、5年同降,贷款利率没有向房地产释放。随着稳增长的压力加大,房地产需求端明显弱化,本次降息之后,本月公布的1年和5年LPR大概率将同步下调。

降息兑现后,关键信号还是在于宽货币是否转化为了稳信用,随着国常会促进地方政府专项债发力、发改委加快社会重大项目审批、基建项目不断落实,在央行货币政策配合的背景下,政府债发行有望节奏加快、力度加大。当前降息落地,一季度货币政策将继续表现为宽货币,财政政策更加积极,长端利率未来更多关注宽信用,若稳信用或经济数据不及预期,央行有望再次降息降准。

## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为大公国际,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。