

我国央行政策利率下调的时间窗口可能打开

引言：当前总需求下行压力加大，需要相对宽松的货币环境。全球多家央行转向货币宽松，随着 PPI 通缩压力的上升，叠加中美贸易摩擦的负面冲击，我国央行政策利率下调的时间窗口可能已经打开。

一、内部来看，需要通过降息来避免企业融资成本的被动走高

- 2010 年以后经济增长的持续回落，根本原因在于企业资本回报率的趋势性下行。影响企业资本回报率的因素可以概括为六点：企业税负、企业工资成本、产能利用率、企业资金成本、企业房租成本和生产效率（技术进步）。
- 从宏观经济政策角度来看，可以通过政策直接产生作用的因素包括企业税负和资金成本，政策对其他因素的作用则相对偏间接。
- 从货币政策角度来看，提升企业资本回报率的重要抓手在于降低企业融资成本。需要明确的是影响企业经济活动的是实际利率，对工业企业部门而言，实际利率可以由一般贷款加权平均利率与 PPI 之差衡量。当前 PPI 通缩压力加大，导致了实际利率的被动走高，将对企业投资意愿产生抑制作用。从历史来看，货币政策与 PPI 的变动也具有明显的关系。

二、外部来看，我国经济表现并不优于当前降息的多个国家

- 在全球经济增速放缓的背景下，2019 年以来，主要国家中有 18 个央行先后降息。
- 实际上，我国经济表现并不优于当前降息的多个国家，2018 年 6 月以来，我国 PPI 同比下降 5 个百分点，降幅属于较高水平。
- 此外，外需走弱也将对我国经济造成负面冲击，需要货币边际宽松予以对冲。

三、从货币政策框架的调整来看，有必要下调政策利率以缩窄利率走廊宽度

- 当前我国货币政策框架处在从数量型向价格型转变的时期。2018 年 4 月以来的货币政策的宽松主要是通过下调存款准备金率的方式来实现，部分也是在为货币政策转型创造条件。
- 从完善货币政策调控框架角度来看，有必要下调政策利率以缩窄利率走廊宽度，降低短期利率的波动性，为价格型货币政策有效传导创造基础。

四、总结：我国央行政策利率下调时间窗口可能打开

- LPR 形成机制的改革，短期内可以起到降低企业贷款实际利率的效果，但受制于商业银行负债成本的限制，降幅可能相对有限。还需要通过下调政策利率来引导商业银行负债成本的下降，以进一步降低实际利率水平。
- 总体来看，在当前总需求偏弱的背景下，需要相对宽松的货币环境，我国央行政策利率下调的时间窗口打开，预计将下调 7 天逆回购、MLF 政策工具利率，引导降低实体经济融资成本，向市场释放货币宽松的信号，稳定和提振市场预期与信心。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn
段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

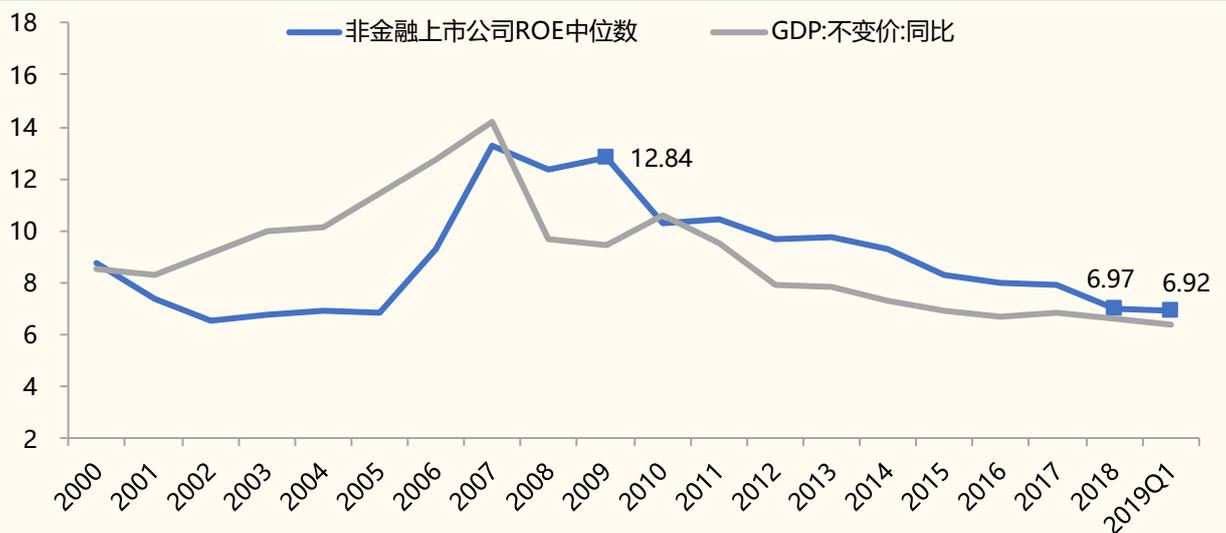
引言

当前总需求下行压力加大，需要相对宽松的货币环境。全球多家央行转向货币宽松，随着 PPI 通缩压力的上升，叠加中美贸易摩擦的负面冲击，我国央行政策利率下调的时间窗口可能已经打开。

一、内部来看，需要通过降息来避免企业融资成本的被动走高

2010 年以后经济增长的持续回落，根本原因在于企业资本回报率的趋势性下行，2010 年以来，我国经济增长整体处于下降趋势，似乎陷入了所谓“长期停滞”的局面，这与此前经济周期性的波动形成了很鲜明的对比。单纯从人口红利结束角度难以解释经济增长长期下行的原因，从微观经济主体入手，经济增长整体处于下行趋势的根本原因在于企业资本回报率的趋势性下行，制约了企业资本开支意愿的扩张。从数据来看，以非金融上市公司 ROE 中位数来衡量企业资本回报率，2010-2019Q1 由 10.3% 降至 6.9%。企业资本回报率的持续低迷，制约了企业资本开支意愿，且随着人口红利的消退、全要素生产率的下降¹以及资本回报率的回落²，我国经济的潜在增长率也在逐步下行。经济内生的自然利率水平也相应回落，货币政策整体偏向宽松，这与政策利率与自然利率水平的相匹配是一致的。

图表 1: 2010 年以来我国资本回报率持续低迷 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

从宏观经济政策角度来看，可以直接通过企业税负、资金成本来影响资本回报率。参考杨小勇³ (2017) 的研究，影响企业资本回报率的因素可以概况为六点：企业税负、企业工资成本、产能利用率、企业资金成本、企业房租成本和生产效率（技术进步）。从宏观经济政策角度来看，可以直接的影响的因素包括企业税负和资金成本，对其他因素的影响则相对偏间接。去年以来以“减税降

¹ 白重恩, 张琼. 中国经济减速的生产率解释[J]. 比较, 2014(4)

² 白重恩, 张琼. 中国的资本回报率及其影响因素分析 [J]. 世界经济, 2014(10)

³ 杨小勇, 甘梅霞. 中国当前经济增长率下行的异质性、原因及对策——基于积累的社会结构方法, [J]. 教学与研究, 2017(1)

费”为主的宽财政，就是以提升企业资本回报率为根本内涵。

从货币政策角度来看，提升企业资本回报率的重要抓手则在于降低企业融资成本。需要明确的是影响企业经济活动的是实际利率，对工业企业部门而言，实际利率可以由一般贷款加权平均利率与PPI之差衡量。我们可以看到2009年以来企业实际利率呈现波动态势，2009Q1-2011Q1由11.7%降至-0.2%，随后再次回升，PPI的持续通缩，导致了实际利率的被动走高，2012-2015年基本维持在10%左右，2016Q1-2017Q1由10%降至-2%，2017年以来再次上升，2019Q2升至5.9%。虽然与历史高点相比，当前企业实际利率水平并不算很高，但持续上升的趋势需要得到关注，将对企业投资意愿产生抑制作用，有必要通过下调政策利率以引导市场利率，从而避免实际利率水平的被动走高。

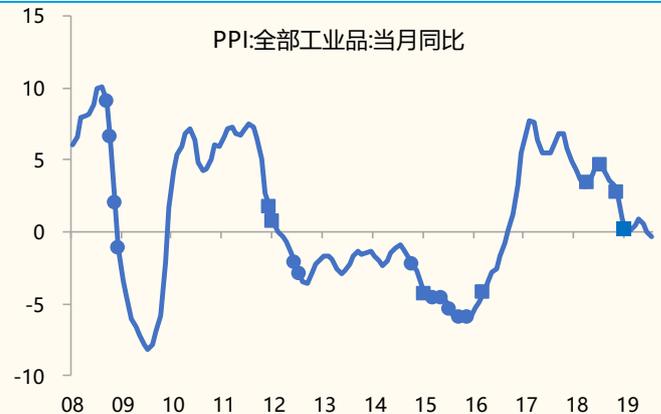
实际利率的被动走高很大程度上源于PPI通缩，从历史来看，货币政策与PPI的变动也具有明显的关系。名义利率等于实际利率与通胀预期之和，假设通胀预期与通胀现值相同，在名义利率不变或小幅下行的情况下，通缩将导致实际利率的被动上升，对企业投资意愿产生抑制作用。货币政策相对经济增长通常是逆周期调节，与PPI的变动也具有明显的关系。具体表现如下：在调整法定存款准备金率方面，调低的时间点均为PPI下滑或者PPI为负时，调高的时间点均为PPI为正时，且大部分时点对应PPI在上升。在调整存款基础利率时，调低的时间点，除2008年特殊情况外均为PPI为负时，且大部分时点对应PPI在下滑；调高的时间点均为PPI为正时，且大部分时点对应PPI在上升。此外，调高逆回购利率也发在PPI为正时。（详见我们2019年2月专题报告《中国PPI下行，全球央行逐渐进入降息通道》）。

图表 2：企业实际利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：PPI 与央行货币政策操作⁴ (%)



来源：Wind，国金证券研究所

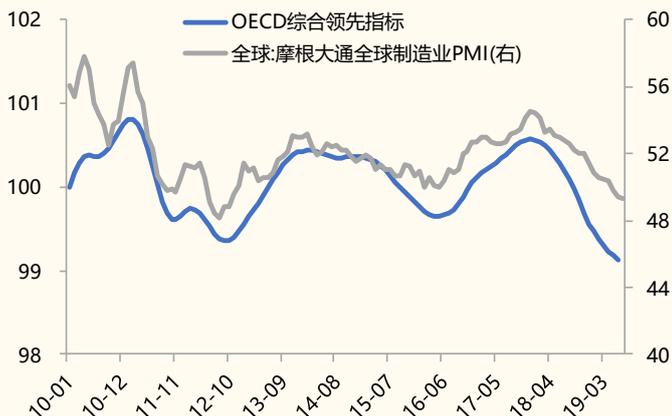
二、外部来看，我国经济表现并不优于当前降息的多个国家

2016-2017 年全球经济短暂同步扩后，2018 年经济增速再度开始放缓，叠加贸易摩擦的不断升级，2019 年全球经济下行压力再度加大。2018 年 1 月以来，全球 OECD 领先指标从 100.56 高点降至 99.13，全球制造业 PMI 由 54.4 降至 49.3，IMF 也多次下调 2019 年全球经济增长预期，从 3.9% 下调至 3.5%。全球经济增速的放缓在出口导向型国家表现的尤为明显，部分国家陷入衰退，德国 Q2 实际

⁴ 图中圆点为降低贷款基准利率（降息），方块为降准，部分时期降息、降准同时开展，也以圆点表示

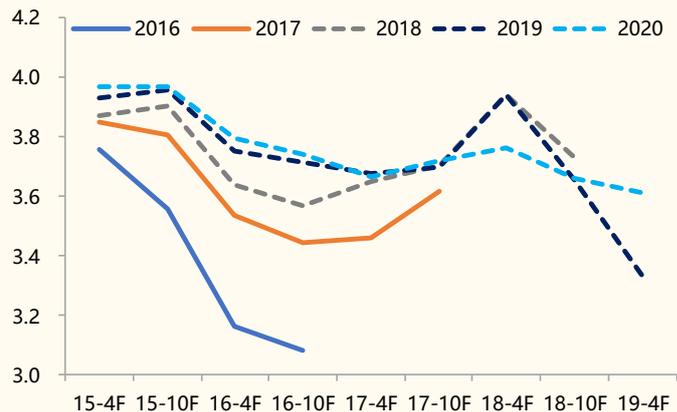
GDP 环比-0.1%，继去年 Q3 以来再次陷入负值，日本 Q2 实际 GDP 环比 0.4%，较 Q1 再度回落，韩国 Q1 实际 GDP 环比-0.4%，继 2017Q4 以来再次陷入衰退，虽然在低基数下 Q2 环比回升至 1.1%，但经济增长持续性偏弱。主要国家国债收益率也总体下行，部分利率自 2016 年以来再次降至负值，截至 2019 年 8 月 15 日，美国 10 年期国债收益率降至 1.52%，日本 10 年期国债收益率降至-0.24%，德国 10 年期国债收益率降至-0.68%，法国 10 年期国债收益率降至-0.44%，英国 10 年期国债收益率降至 0.54%。

图表 4：2018 年以来全球 OECD 领先指标、PMI 走弱



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2018 年以来 IMF 多次下调全球经济增长预期 (%)



来源：IMF，国金证券研究所

在全球经济增速放缓，内部经济面临负面冲击的背景下，2019 年以来，主要国家中有 18 个⁵央行先后降息，其中美联储也于 8 月 1 日降息 25bp，为近十年来首次降息。其他今年降息一次的国家包括巴西、泰国、土耳其、韩国、马来西亚、南非、印尼、智利和墨西哥，其他国家如菲律宾、印度、俄罗斯、澳大利亚、冰岛、乌克兰则多次降息。

实际上，我国经济表现并不优于当前降息的多个国家，且外需走弱也将对我国经济造成负面冲击，需要货币边际宽松予以对冲。这里从制造业 PMI 与 PPI 两个维度做比较，从 PMI 来看，2018 年 12 月以来，我国 PMI 快速回落，基本落在 49.5 左右。与此同时，美国、印度、澳大利亚 PMI 始终在 50 以上，巴西、印尼、俄罗斯 PMI 也是在近几个月开始跌到 50 以下。从 PPI 来看，我国 PPI 回落的速度和幅度也是很大的，2018 年 1 月至今，PPI 同比由 4.3% 降至-0.3% 陷入负值，降幅属于较高水平。与之相对的是，美国、巴西、印度、南非、俄罗斯、澳大利亚 PPI 增速虽然呈现下降趋势，但基本在 1% 以上，韩国、印尼 PPI 接近通缩。考虑到 PPI 更多衡量的是企业需求，其对经济波动更加敏感，与此前降息的国家相比，我国经济并不占优。当前我国投资、消费数据偏弱，且外需走弱也将对我国经济造成负面冲击，需要货币边际宽松予以对冲。

⁵截至 2019 年 8 月 16 日

图表 6: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整⁶ (%)

	国家	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	当前利率	
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	2.00-2.25	
	巴西:隔夜利率								-0.50	6.00	
	泰国:隔夜利率								-0.25	1.50	
	中国香港:贴现窗基本利率								-0.25	2.50	
	土耳其:一周回购利率							-4.25		19.75	
	韩国:基准利率							-0.25		1.50	
	马来西亚:隔夜利率					-0.25				3.00	
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25			-0.25	4.25	
	印尼:基准利率								-0.25	5.75	
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25			-0.25		-0.35	5.40
	南非:再回购利率								-0.25		6.50
	俄罗斯:关键利率							-0.25	-0.25		7.25
	澳大利亚:隔夜利率							-0.25	-0.25		1.00
	新西兰:基准利率					-0.25				-0.50	1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25				3.75
	乌克兰:贴现利率				-0.50				-0.50		17.00
	智利:隔夜利率	+0.25						-0.50			2.50
	墨西哥:基准利率								-0.25		8.00
无变化	日本:政策目标利率									-0.10	
	欧元区:存款便利利率									-0.40	
	英国:再回购利率									0.75	
	中国台湾:担保放款融通利率									1.75	
	加拿大:隔夜目标利率									1.75	
	瑞士:3 个月 LIBOR 目标利率									-0.75	
	丹麦:贴现利率									0.05	
	保加利亚:基本利率									0.01	
	匈牙利:基准利率									0.90	
	波兰:28 日再回购利率									1.50	
	以色列:基准利率									0.25	
	埃及:贴现利率									17.25	
	加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25			1.25
瑞典:再回购利率		+0.25								-0.25	
捷克:2 周再回购利率						+0.25				2.00	

来源: Wind, 国金证券研究所整理

⁶ 截至 2019 年 8 月 16 日

图表 7: 我国与当前部分降息国家的制造业 PMI 对比

国家/地区	18-01	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07
中国	51.30	50.30	51.50	51.40	51.90	51.50	51.20	51.30	50.80	50.20	50.00	49.40	49.50	49.20	50.50	50.10	49.40	49.40	49.70
美国	59.10	60.80	59.30	57.30	58.70	60.20	58.10	61.30	59.80	57.70	59.30	54.30	56.60	54.20	55.30	52.80	52.10	51.70	51.20
巴西	51.20	53.20	53.40	52.30	50.70	49.80	50.50	51.10	50.90	51.10	52.70	52.60	52.70	53.40	52.80	51.50	50.20	51.00	49.90
中国香港	51.10	51.70	50.60	49.10	47.80	47.70	48.20	48.50	47.90	48.60	47.10	48.00	48.20	48.40	48.00	48.40	46.90	47.90	43.80
土耳其	55.70	55.60	51.80	48.90	46.40	46.80	49.00	46.40	42.70	44.30	44.70	44.20	44.20	46.40	47.20	46.80	45.30	47.90	46.70
韩国	50.70	50.30	49.10	48.40	48.90	49.80	48.30	49.90	51.30	51.00	48.60	49.80	48.30	47.20	48.80	50.20	48.40	47.50	47.30
马来西亚	50.50	49.90	49.50	48.60	47.60	49.50	49.70	51.20	51.50	49.20	48.20	46.80	47.90	47.60	47.20	49.40	48.80	47.80	47.60
印尼	49.90	51.40	50.70	51.60	51.70	50.30	50.50	51.90	50.70	50.50	50.40	51.20	49.90	50.10	51.20	50.40	51.60	50.60	49.60
印度	52.40	52.10	51.00	51.60	51.20	53.10	52.30	51.70	52.20	53.10	54.00	53.20	53.90	54.30	52.60	51.80	52.70	52.10	52.50
南非	49.00	51.40	51.10	50.40	50.00	50.90	49.30	47.20	48.00	46.90	48.20	49.00	49.60	50.20	48.80	50.30	49.30	49.70	48.40
俄罗斯	52.10	50.20	50.60	51.30	49.80	49.50	48.10	48.90	50.00	51.30	52.60	51.70	50.90	50.10	52.80	51.80	49.80	48.60	49.30
澳大利亚	58.70	57.50	63.10	58.30	57.50	57.40	52.00	56.70	59.00	58.30	51.30	49.50	52.50	54.00	51.00	54.80	52.70	49.40	51.30
墨西哥	52.60	51.60	52.40	51.60	51.00	52.10	52.10	50.70	51.70	50.70	49.70	49.70	50.90	52.60	49.80	50.10	50.00	49.20	49.80

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 8: 我国与当前部分降息国家的通胀对比 (PPI 同比增速, 单位: %)

指标名称	18-01	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07
中国	4.30	3.70	3.10	3.40	4.10	4.70	4.60	4.10	3.60	3.30	2.70	0.90	0.10	0.10	0.40	0.90	0.60	0.00	-0.30
美国	2.60	2.90	2.90	2.60	3.00	3.40	3.40	3.00	2.80	3.20	2.70	2.60	1.90	1.80	2.00	2.30	1.90	1.60	1.70
巴西	4.08	4.68	5.73	7.44	9.68	11.98	14.30	15.12	16.70	14.28	10.60	8.96	7.98	7.82	8.02	7.70	6.14	2.69	#N/A
中国香港	#N/A	#N/A	3.79	#N/A	#N/A	3.71	#N/A	#N/A	0.09	#N/A	#N/A	0.36	#N/A	#N/A	0.71	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
土耳其	12.14	13.71	14.28	16.37	20.16	23.71	25.00	32.13	46.15	45.01	38.54	33.64	32.93	29.59	29.64	30.12	28.71	25.04	21.66
韩国	1.15	1.19	1.19	1.54	2.10	2.54	2.93	2.93	2.54	2.08	1.46	0.92	0.39	0.07	0.46	0.62	0.44	0.12	#N/A
马来西亚	-1.19	-3.35	-2.21	-0.84	-0.37	0.09	0.66	-0.28	-0.19	0.65	-2.86	-3.71	-3.60	-1.59	-1.51	-1.40	-1.49	-1.80	#N/A
印尼	3.20	3.43	3.52	4.90	5.92	6.59	7.46	7.39	7.30	7.07	5.33	3.42	2.19	2.06	2.01	2.32	2.28	0.99	#N/A
印度	3.02	2.74	2.74	3.62	4.78	5.68	5.27	4.62	5.22	5.54	4.47	3.46	2.76	2.93	3.10	3.24	2.45	2.02	#N/A
南非	5.10	4.20	3.70	4.40	4.60	5.90	6.10	6.30	6.20	6.90	6.80	5.20	4.10	4.70	6.20	6.50	6.40	5.80	#N/A
俄罗斯	5.00	5.70	4.80	7.50	12.00	16.10	16.60	15.30	14.40	16.90	16.80	11.70	9.50	9.00	10.90	10.70	8.60	4.10	#N/A
澳大利亚	#N/A	#N/A	1.70	#N/A	#N/A	1.50	#N/A	#N/A	2.10	#N/A	#N/A	2.00	#N/A	#N/A	1.90	#N/A	#N/A	2.00	#N/A
墨西哥	3.84	3.74	4.63	5.04	6.96	9.22	8.47	7.91	8.57	7.92	7.09	6.11	4.42	4.48	4.34	4.83	2.77	1.60	2.49

来源: Wind, 国金证券研究所整理

三、从货币政策框架的调整来看,有必要下调政策利率以缩窄利率走廊宽度

当前我国货币政策框架处在从数量型向价格型转变的时期。2014 年以来,随着国际收支趋向平衡,外汇占款流入放缓,我国央行货币政策操作的主动性明显增强。2013 年初,央行创设了短期流动性调节工具(SLO)和常备借贷便利(SLF),2014 年,分别创设了中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL)。有研究认为,经过二十多年市场导向的金融改革和数量为主的间接货币调控,目前我国已基本具备了向货币价格调控方式转型的必要条件⁷,中国公开市场操作和利率走廊安排与国外央行主流模式差异不大⁸。还有研究认为中国的货币政策传导与发达经济体的货币政策传导越来越相似,即货币政策的利率传导是有效的⁹。从数据来看(图 9),货币市场短期利率、10 年期国债收益率以及一般贷款加权平均利率走势基本也是一致的。2018 年 4 月以来的货币政策的宽松主要是通过下调存款准备金率的方式来实现,部分也是在为货币政策框

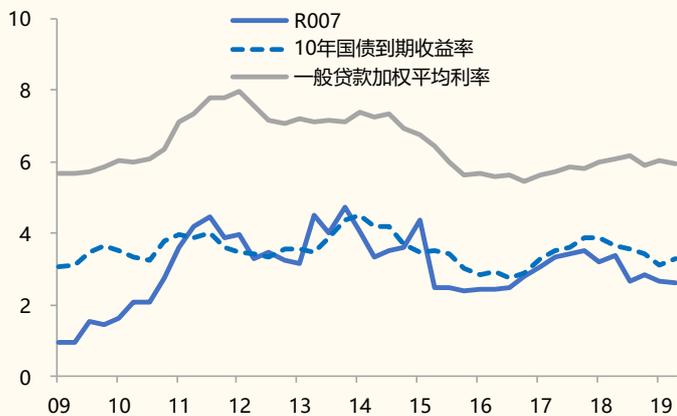
⁷ 徐忠.经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型.中国人民银行工作论文,2018,3

⁸ 周小川.新世纪以来中国货币政策的主要特点[J].中国金融,2013,2:9-14.

⁹ Güneş Kamber, M S Mohanty. Do interest rates play a major role in monetary policy transmission in China? .BIS Working Papers No 714,2018,4

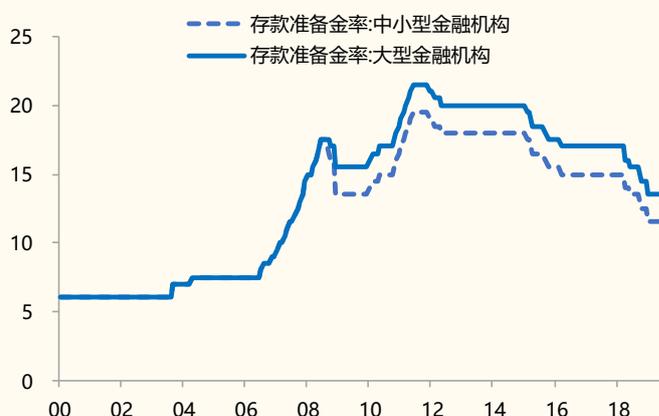
架转型创造条件。马俊等¹⁰（2016）研究认为，存款准备金率的高低对政策利率的传导有影响，过高的存款准备金率将会弱化政策利率的传导效率，较低的存款准备金率将有助于改善利率传导机制。

图表 9：短期与长期利率走势基本一致（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2018 年以来货币宽松通过调整存款实现（%）



来源：Wind，国金证券研究所

从完善货币政策调控框架角度来看，有必要下调政策利率以缩窄利率走廊宽度，降低短期利率的波动性，为价格型货币政策有效传导创造基础。我国与欧元区金融体系相类似，均是以银行为主体，欧央行从成立之初就构建了利率走廊机制，由边际贷款便利利率（Marginal lending facility rate）和存款便利利率（Deposit facility rate）组成利率走廊，分别作为货币市场短期利率的上下限。我国于 2014 年开始初步建立利率走廊，其中常备借贷便利构成利率走廊上限，下限则为超额准备金利率，近年以来利率走廊在调控货币市场利率方面已逐步开始发挥作用。金融危机前欧央行利率走廊宽度为 200bp，当前我国利率走廊宽度为 283bp，相对而言过宽，难以有效控制货币市场利率波动，且利率中枢相对利率走廊位置偏上。我们认为可以逐步收窄利率走廊，当前超额准备金利率不便于上调，可逐步下调 7 天 SLF 利率与 7 天逆回购利率，这也与当前总需求走弱背景下，降低实体经济融资成本相一致。牛慕鸿等¹¹（2015）曾提出一个利率走廊的路线图，认为可以分为三步，第一步：在一个隐性的政策利率周围建立一个事实上的利率走廊；第二步：逐步收窄事实上的利率走廊；第三步：取消基准存贷款利率，并宣布建立短期盯住政策利率和中长期参考广义货币供

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_10630

