

全球降息潮，中国跟还是不跟？

宏观专题报告

2019年07月29日

报告摘要：

● 即将到来的美联储降息不是简单的“预防式降息”

美国经济早已恶化。如果以失业率作为衡量指标，美国就业市场目前看上去仍是一片繁荣，但失业率是经济的滞后指标，不能代表当下及未来的经济走向，而先行指标每周工时已连续三季度下降，揭示出美国企业正在收缩生产经营！美联储即将到来的降息，是“衰退式降息”。

● 中国贷款利率市场化改革将推动实际利率下降

中国跟还是不跟？如果短期内加码宽松刺激政策，可能再次推高我国金融风险 and 固化经济结构扭曲，使过去几年的努力付之东流。基于防范金融风险、中美磋商不确定性、预留政策空间等多重考虑，中国货币政策短期不具备大幅宽松条件，重心仍是贷款利率市场化改革。按照央行的设想，贷款利率市场化可以达到降低实际利率的效果。

● 风险提示：

全球经济加速放缓，中国逆周期调节不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

美联储6月议息会议是一次标志着其货币政策态度由鹰转鸽的重要会议。在这次会议上，美联储虽然维持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%不变，但承认商业固定投资疲软，就业市场和制造业有收缩迹象，认为不确定性和风险上升。尤其值得注意的是，有8名官员预计2019年至少降息一次，释放出十足的鸽派信号。

美国市场交易员们闻风而动。自这次会议至今，芝加哥商业交易所的“联储观察工具”显示，美国联邦基金利率期货隐含的7月降息概率始终保持在100%不变。尽管中间有几个重要数据发布，但也只是引起对于降息50个BP还是25个BP的一些小分歧而已。

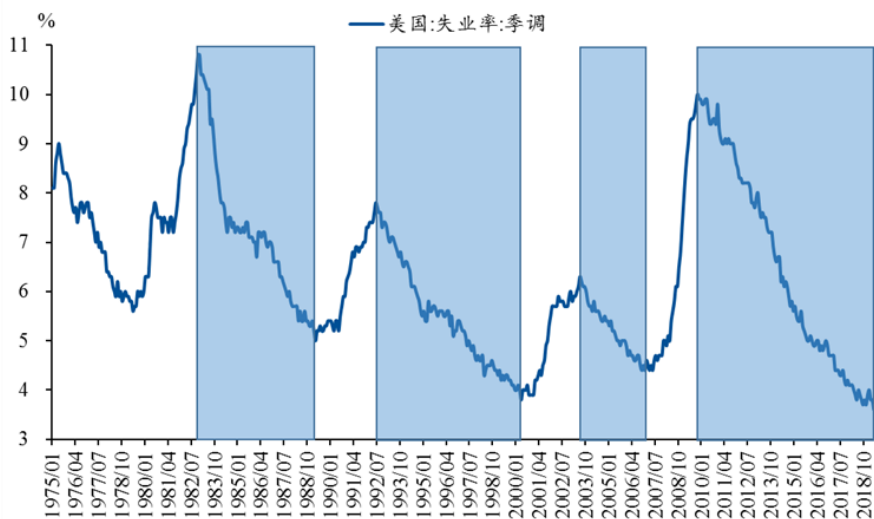
一、美国经济早已恶化，美联储降息是结果

不过，7月美联储降息预期打得很满，也引发了一波关于这次降息是不是“预防式降息”的讨论。

通常而言，美联储降息发生在经济数据不断恶化的阶段，可以称之为“衰退式降息”。与之相对，经济数据尚好时的降息行动，就可以称之为“预防式降息”。

主张这次降息是“预防式降息”的理由似乎很充分。

图1：美国失业率目前处于半个世纪以来低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储的法定职责是促进最大就业和物价稳定。如果以失业率作为衡量指标，美国就业市场目前看上去仍是一片繁荣。2008-2009年金融危机爆发后，美国失业率短期内快速上升，到2009年10月达到10%的高位。从2009年11月开始，受益于当时美联储连续11次降息、迅速推出量化宽松措施、救助金融机构等一连串刺激措施的影响，美国失业率开始不断下降，美国经济开始缓慢复苏。截至2019年5月，美国失业率已经降至3.6%，为半个世纪以来的最低水平，失业率下降时间持续115个月，创有史以来最长纪录（图1）。尽管2019年6月美国

失业率较上月小幅回升了 0.1 个百分点，但当月新增非农就业人数达 22.4 万人，远超市场预期的 7.2 万人。此外，与就业密切相关的消费也仍然保持较高景气。如果根据这些数据来判断，得出“预防式降息”的结论并不意外。

事实果真如此吗？其实不然。

这里的要害在于，美国失业率是一个滞后指标，更多的是反映过去一段时间美国经济的表现，不能代表未来美国经济的真正动向。相对于失业率而言，每周工时是一个更具领先性的指标。其中的逻辑并不难理解，在企业扩张和收缩生产经营的初期，往往是延长或者缩短在职员工的劳动时间，而不是扩员或者裁员。因此，失业率变化滞后于企业生产经营的变化。

实际数据也支持这一结论。我们考察了 1980 年代以来美国制造业每周工时和失业率的季度数据，发现每周工时对于失业率具有稳定的领先关系，通常领先 2-3 个季度（图 2）。实际上，这 2-3 个季度正是企业谨慎观望和最终作出扩员或裁员决定所需要的时间。

图 2：从先行指标来看，美国失业率将于三季度掉头向上



资料来源：Wind，民生证券研究院

截至 2019 年第二季度，美国私人非农企业全部员工平均每周工时和制造业平均每周工时均已连续 3 个季度下降。除制造业外，批发业、零售业、运输仓储业等贸易相关行业的每周工时也不断下降。值得说明的是，相比失业率，每周工时这一指标的波动性更强，原因在于工时不仅反映企业生产经营的变化，也受飓风、暴风雪、高温天气等恶劣天气的影响，因此，尽管二者都有月度数据，但我们使用变频后的季度数据进行判断，就是希望滤掉波动关注趋势。数据表明，美国企业正在收缩生产经营！

每周工时不断下降的直接原因，是美国经济景气不断放缓。自 2018 年下半年以来，美国制造业 PMI 不断下降，截至 2019 年 6 月，在不到一年时间里，从 60% 以上的高位景气区间（61.3%）降至荣枯线附近（51.7%），下降了近 10 个百分点。从具体分项指标看，反映需求的新订单指数和新出口订单指数也都不断下降。

每周工时不断下降的深层原因，是特朗普政府四处发起贸易摩擦自食其果。2018 年 3 月，特朗普签署文件，宣布对进口钢铁和铝产品分别征收 25% 和 10% 的关税，矛头指向包括中国在内的诸多贸易伙伴。此后，加征关税产品范围不断升级，贸易摩擦愈演愈烈。受此影响，2018

年下半年以来，美国对主要贸易伙伴出口全面回落（其中对中国出口回落是幅度最大的），设备投资进入下行周期，库存周期也进入去库存阶段，等等。

综合考虑先行指标美国制造业 PMI 不断下行、每周工时不断减少、经济放缓迹象越来越多等基本事实，我们可以得到一个关键结论——美国失业率即将迎来拐点，将于三季度掉头向上。

图 3：历史上美国失业率上升后，降息都不止一次



资料来源：Wind，民生证券研究院

这也意味着，阻碍美联储降息的最后一个理由也不再成立，美联储 7 月降息并非是“预防式降息”，而是顺应经济基本面变化的必然举措。美联储即将进入降息周期，降息将不止一次（图 3）。考虑到这次降息空间不算大，量化宽松也将在不远的未来重启。

无疑，这将对全球经济、政策和市场走向都带来深远的影响。

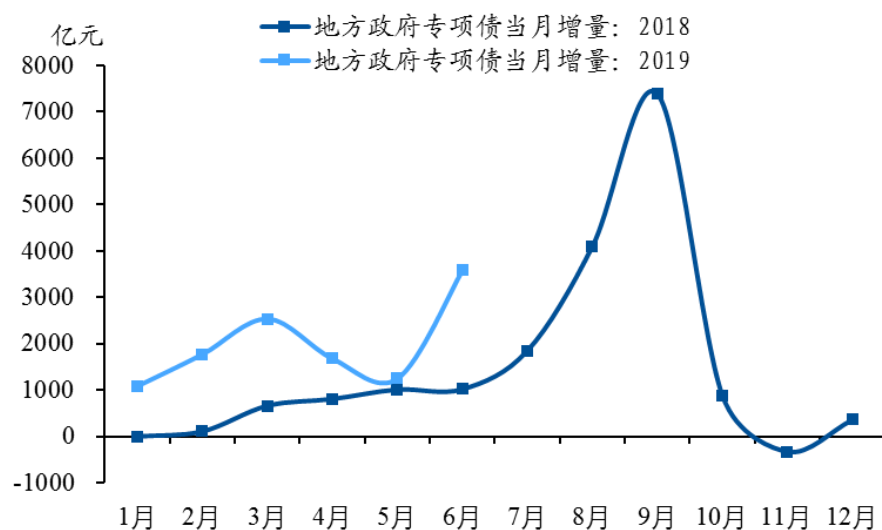
二、中国经济仍下行，但短期内货币政策不具备大幅宽松条件

短期内，中国经济存在三大隐忧。我们逐一来看。

其一，社融存量增速存在回落压力。

6 月社融存量增速 10.9%，较上月回升 0.3 个百分点，连续第 3 个月回升，并创过去一年来增速新高。近几个月社融存量增速不断回升，其中地方政府专项债提前发行做出了重要贡献。按照财政部要求，今年总额度 2.15 万亿的地方政府专项债要在 9 月底前发行完毕，截至 6 月末已发行 1.19 万亿，未来三个月剩余额度为 9600 亿元，平均每月 3200 亿元。但考虑到去年 8-9 月地方政府专项债发行放量造成基数较高，8-9 月发行量分别为 4106 亿元和 7389 亿元，三季度社融存量增速存在回落压力（图 4）。

图 4：8-9 月地方政府专项债基数抬高施压社融存量增速

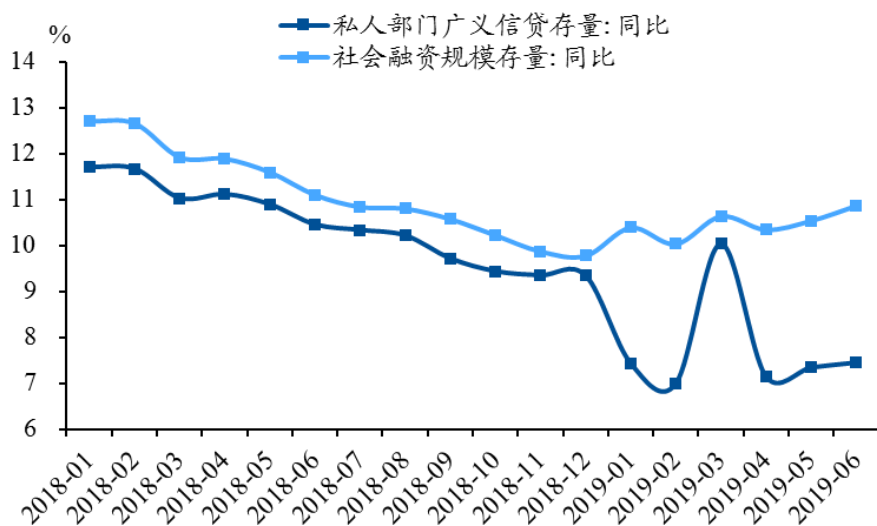


资料来源：Wind，民生证券研究院

其二，内生融资需求仍然较弱。

我们在社融中剔除股票融资和地方政府专项债，构建“私人部门广义信贷”指标，作为衡量经济内生力量信用融资的指标。6月该指标录得7.4%，低于名义GDP增速，显示经济内生融资需求仍然较弱（图5）。从结构来看，企业债券融资存量增速连续第4个月回升，主要是受益于低基数的影响；本外币贷款自一季度放出天量之后，存量增速已连续3个月下降；非标融资存量降幅持续收窄，但仍为负增长状态，在房地产信托融资收紧的情况下，非标融资改善可持续性存疑。

图 5：私人部门广义信贷增速回升力度仍然疲弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

其三，经济仍然存在下行压力。

展望下半年，在减税降费和鼓励消费政策支持下，我们预计下半年社零增速有望稳中回升，全年增速高于名义GDP增速，消费将成为中国经济增长的中流砥柱。但除此以外，受销售负

增长、土地成交缩量、融资条件收紧等因素影响，房地产投资进入下行通道；综合考虑基数效应、贸易前景不确定性仍大、企业去库存周期延续、民企和小微融资仍待进一步改善等因素，短期内制造业投资增速可能继续寻底；专项债作资本金政策见效存在时滞，年内基建投资回升幅度有限。总体看，经济下行压力仍大，下半年经济增长弱于上半年是大概率事件。

外有美联储等主要经济体央行纷纷进入宽松周期，内有融资需求仍然较弱、经济仍面临下行压力等隐忧，看上去中国央行并不缺少大幅宽松的理由。但至少存在下列几个理由，要求我们货币政策保持定力，把好货币供给总闸门，不搞大水“漫灌”。

第一，中美经贸磋商于2019年下半年重启，政策应对仍需等待最终谈判结果。

我们的政策主基调是“积极财政政策”和“稳健货币政策”组合，具体措施和力度仍需根据中美磋商的不同结果而适当调整。

第二，短期内加码宽松刺激政策，可能再次推高我国金融风险 and 固化经济结构扭曲，使过去几年的努力付之东流。

一个重要的风险源和扭曲点就是房地产。对于居民消费和企业投资来说，房地产既有拉动效应也有挤出效应。房价上涨对消费的拉动效应主要来自其缓解了信贷约束，促进耐用消费品的消费。然而，较高的房价收入比使得家庭杠杆率快速上升，还贷能力不足使得信贷约束缓解效应下降。首付比要求使得高房价对消费的挤出效应占据了主导地位。

另外，房地产是企业融资的重要抵押物，房价上涨有利于缓解企业受到的融资约束，使得资源流向投资回报率高的企业。但是，高房价带来的高成本叠加人口红利消失，使得制造业等产业的企业投资回报率快速下降，投资转向房地产领域，以致于高房价对制造业投资的拉动效应小于挤出效应。

6月24日，中国社科院发布的《中国城市竞争力报告》认为，2018年中国房地产对经济净贡献出现了由正转负的拐点。尽管2018年表面上房地产投资对经济增长有0.7个百分点的带动贡献，但是其挤出效应已大于带动效应。货币政策维持稳健是贯彻“房住不炒”方针的内在要求。

第三，考虑到全球经济放缓和贸易不确定性，我们还需要预留一些政策空间，用于缓解2020年的经济下行压力。

我们处在一个全球经济再平衡的时代。全球经济再平衡是针对失衡而言的。全球经济失衡在金融危机爆发前后都受到学界、政界的高度关注。以中美而论失衡的表现，从贸易层面讲，是顺差在中国积累而逆差在美国积累；从产业层面讲，是中国制造畅销世界而美国出现产业空心化；从分工层面讲，是中国成为生产国代表而美国成为消费国代表。

全球经济再平衡经历了自发式再平衡和对抗式再平衡两个不同阶段。全球金融危机爆发后，主要经济体都对全球经济失衡进行了深刻的反思，政策调整都朝向全球经济再平衡的方向。2016年末至2018年初，在没有人干预的情况下，全球贸易持续向好，主要经济体设备投资进入一轮上行期，全球经济出现了久违的同步复苏场景，这正是自发式再平衡造就的美好时光。2018年一季度起，伴随特朗普政府在全球范围内四处发起贸易摩擦，全球经济进入对抗式再

平衡阶段。对抗式再平衡终结了全球经济同步复苏，引发了全球经济的放缓。

全球政治经济不确定性仍大，这就要求我们未雨绸缪，预留一些政策空间。

简单总结，即便贸易前景仍面临不确定性，即便外部经济环境总体趋紧，即便最新数据显示中国经济仍有下行压力，短期内都未能改变我国货币政策的取向。这意味着，全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都是看不到的。

三、贷款利率市场化改革将推动实际利率下降

既然全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都不会有，那么今年中国货币政策的重心是什么？答案就是利率市场化，尤其是贷款利率的市场化。按照央行的设想，通过进一步推进贷款利率市场化，可以打开贷款利率的实际下限，从而达到降低实际利率的效果。

早在今年3月两会上，李克强总理就在《政府工作报告》中明确提出要“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”。在此前后，央行领导和有关负责人也多次就利率市场化表态。可以说，今年伊始，利率市场化就已经先声夺人，牢牢吸引了货币政策研究者的目光，有三个问题是始终绕不开的。

第一个问题，今年内外压力交织，为什么要在今年推进利率市场化？

回答这个问题需要对利率市场化的历史有所了解。简单来说，利率市场化其实始终是央行面临的既定任务，推进利率市场化正是央行“不忘初心、牢记使命”的表现。

不必谈及利率市场化始于1996年的久远历史，对于当下这一轮利率市场化而言，2013年是一个更为重要的起点。当年11月，十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出“加快推进利率市场化”，此前一直奉行的是“稳步推进利率市场化”，这是利率市场化进程的一个重要转折点。到2015年10月，中国存贷款利率管制已经全部取消，利率市场化改革取得重大突破。

2016-2018年，中国金融业的两大核心任务是筹备召开第五次全国金融工作会议和推进金融监管机构改革，相应地，利率市场化改革无暇多顾。这两大核心任务完成后，2018年5月，

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_11193



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn