

20190307

宏观研究报告

央行是否降息：需要关注的指标和时点

——太平洋证券货币政策系列之二 20190307

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

核心观点：从中长期和短期来看，中国均有必要降低利率。

本轮经济周期走势较为特殊，同时受到供给侧改革，利率市场化等政策性因素扰动，在未来经济下行区间，我们认为央行可能会结构性降息而非全面降息。

利率由资本回报率决定，央行指引形成。政策利率表面是央行决定，实际则取决于实体经济的资本回报率，也即央行政策利率是一个被动选择。

中国经济在中长期有降息必要。中长期判断降息的指标是资本回报率，中国资本回报率自2010年之后震荡下行，未来或遵循发达国家发展路径，小幅下行直至趋于平稳。第一二产业资本回报率逐步下行，第三产业走势相对平稳，总体资本回报率逐步下行。

中国短期存在降低利率的空间。中国利率传导主要依赖银行间市场、银行FTP定价机制和影子银行。前两者传导过程中，利率风险主要有信用风险、流动性风险和期限风险，信用风险是利率风险的主要组成部分。2015年以来经济增速回落而整体利率风险溢价并未下降。此外，影子银行整体规模下降，目前已经恢复至2015年初的水平，对整体利率的传导影响越来越小，降准等数量型货币政策对利率的影响越来越显著。

降息的时点可以参考信用风险溢价、资本回报率、经济增速、PPI、中美利差等指标变化。利率短期受到经济周期影响，央行降准降息一般在经济增长底部左侧，信用利差顶部右侧。资本回报率和PPI走势高度相关，近几轮货币宽松主要在资本回报率和PPI同时大幅下行时段。

历次货币政策宽松都伴随着降息，但是本轮经济周期存在一定特殊性，因此更加温和适中的选择是结构性降息。本轮周期PPI由于受到供给侧改革等因素影响尚未大幅回落，CPI受到非洲猪瘟影响有上行空间，从价格层面支撑降息的力度不足。普遍降息容易导致信用泛滥，不利于房价的调控，且信用泛滥容易导致资金空转等现象。综合来看，目前较为中性的政策是结构性降息，2019年两会也提出“降低实际利率”和“创新宏观调控方式”。

风险提示：经济下行超预期

目录

一、利率决定：资本回报率	3
二、中国货币调控：数量调控频繁，价格调控相对慎重	3
三、中国利率传导：市场和非市场利率形成机制	6
（一）中国利率传导的三个市场	6
（二）利率形成的各因子权重变化	7
四、未来中国降息空间：结构性	9
（一）中国或有结构性降息空间	9
（二）外部环境支持中国降息	11
（三）中国结构性降息或相机抉择	12

图表目录

图 1：资本回报率与贷款加权平均利率走势相一致	6
图 2：第二产业资本回报率趋势性下降&第三产业相对稳定	6
图 3：工业资本回报率与经济增长相对一致	7
图 4：2010 年以来国内信用风险、期限风险和流动性风险变化	10
图 5：2010 年以来国内利率风险变化	错误!未定义书签。0
图 6：2010 年以来信用风险与经济增长	错误!未定义书签。1
图 7：资本回报率与 PPI（右）	122
图 8：中美利差	122
图 9：PPI 变化和降息时点	124

从中长期和短期来看，中国均有必要降低实际利率。本轮经济周期较为特殊，加之通胀预期、利率市场化等因素干扰，我们认为央行可能会结构性降息而非全面降息。

一、利率决定：资本回报率

利率内在由资本回报率决定，外在由央行指引形成。政策利率表面是央行决定，探究利率走势背后的决定机制，实际则取决于实体经济的资本回报率，利率的本质是资本回报率，也即央行政策利率是一个被动选择。

央行通过数量和价格调整影响全社会资金价格水平，从而实现资金的供求平衡。目前主流的价格调控方法为以泰勒规则（及改进版）为代表的前瞻性货币政策，央行政策利率主要参考指标是预期通胀和经济增长。以美国为例，前瞻性泰勒规则公式表示为：

$$r_t = r^* + \alpha (\pi_{t+1} - \pi^*) + \beta (y_{t+1} - y^*)$$

其中， r 为联邦基金利率， π 为通胀率， y 为实际产出， π^* 和 y^* 代表目标均衡值。 α 和 β 分别代表通胀和经济增长的权重，最初泰勒规则分别给予 50% 的权重。

央行利率决定参考经济总产出变化，也即资本回报率。央行货币政策的价格调控机制为何考虑增长和通胀两个指标？首先，增长和通胀是名义 GDP 的反应，名义 GDP 和资本回报率均为名义值。其次，增长和通胀均为产出/结果数据，从总量层面展示了经济总产出规模及变化，以及处于向上向下运行周期。第三，增长和通胀两个指标运行趋势基本一致，通常通胀滞后于经济增长，二者都是全社会产出波动的反应，全社会总产出增速上升，经济增速和通胀均上行，这也是为何很多央行强调单一盯住通货膨胀。因此，从这个角度，央行的利率引导背后参考的还是经济总产出的变化，经济总产出的变化对应着整体实体经济的资本回报率。若政策利率低于资本回报率，则各经济主体有借贷和投资动力，反之则抑制整个社会的投资和需求。当经济活动中货币需求与货币供给达到均衡时形成中性利率，或者自然利率。

二、中国货币调控：数量调控频繁，价格调控相对慎重

中国货币政策调节与发达国家货币政策调节方式存在很大差异。一是中国货币政策调节工具以数量型调控为主、价格调控为辅助，二者相辅相成，而美联储和欧

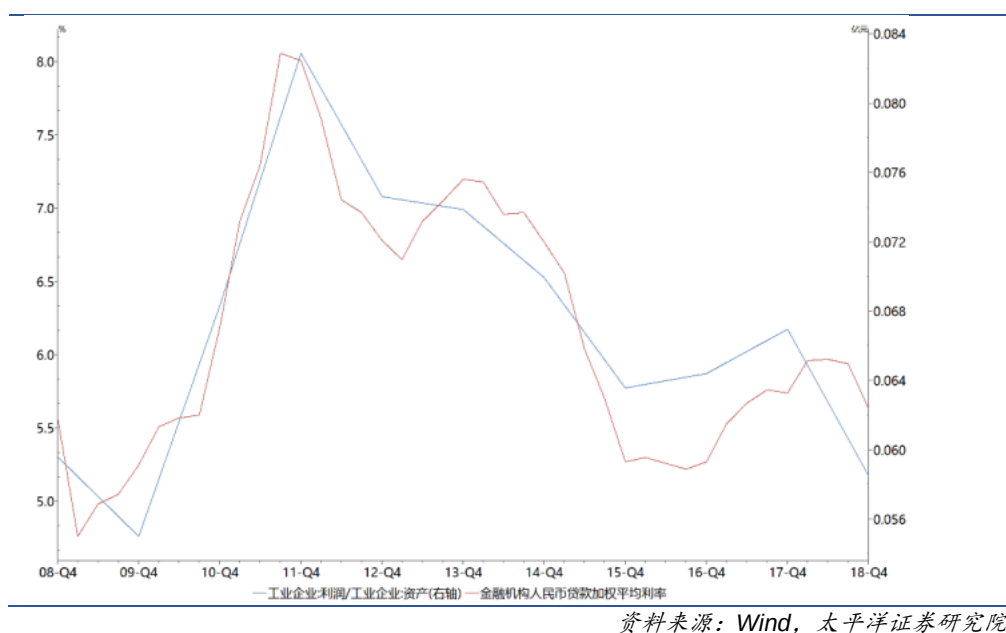
央行等基本以价格调控为主。二是中国央行的利率调控中介是贷款基准利率，位于货币政策传导末端，而不是像联邦基金目标利率那样在货币政策传导的前端。

中国货币政策调节方式使得中国货币政策传导节奏相对较快。欧美价格型调控主要控制短端政策利率，短端政策利率再传导到长端利率或者实体经济融资利率，传导时长和变化幅度基本由实体经济运行决定。换个角度来说，欧美价格型货币政策尽量避免人为干预，由实体经济和金融市场供需自行决定均衡利率。中国以数量型政策为主，通过降低法定存款准备金和公开市场投放（反之亦然）等方式投放基础货币，通过货币乘数达到释放广义货币的效果。这其中价格调控不可或缺，在投放货币的过程中同时降低贷款利率价格，疏通实体经济融资渠道，相当于在增加蓄水量的同时打开闸门。

中国货币政策调节方式容易造成空转套利等利率市场失灵状况。相对于欧美价格型调节，中国货币政策调节方式更加具有人为驱动效应，虽然存贷款利率上下限已经打开，但其作用依然不可小觑。欧美央行进行短端政策利率调整，长端利率随着经济发展自发降低，从政策利率到实体经济融资利率的传导需要一定时间，但是中国央行直接调节实体经济融资利率，这就导致了实体经济融资需求迅猛上涨，传导过程较快。中国的货币政策调节方式同时还带来一个不可忽视的问题，利率下降后不可避免的伴随着一些无效融资，或者利用不同市场之间的利差套利。

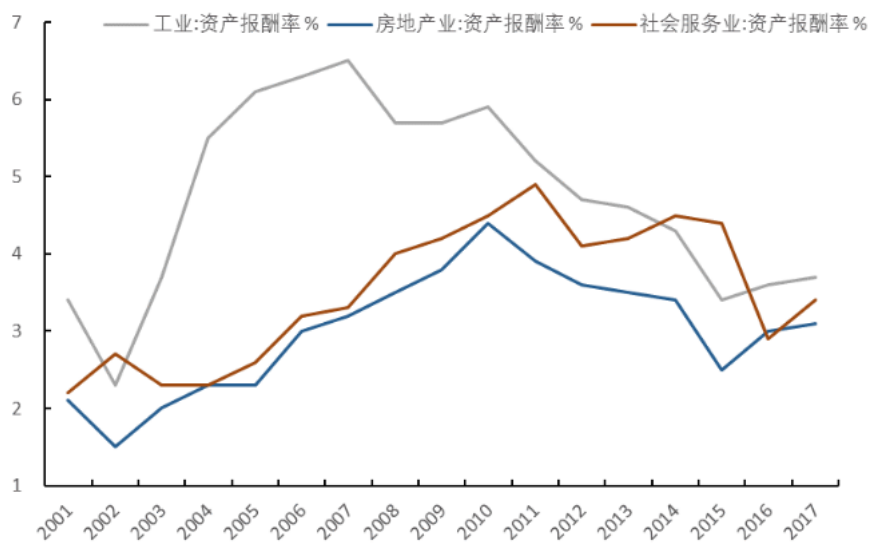
中国货币政策整体效果较好。中国货币政策传导较快，也存在一定问题，但是最终货币政策是为经济运行服务，货币政策的价格调节必须与实体经济资本回报率走势相一致。中国资本回报率我们用工业企业的利润与资产的比值来拟合（避免计算复杂性，但趋势一致），央行调控利率用人民币贷款加权平均利率，2008 年以来，中国资本回报率和人民币贷款加权平均利率走势基本同步，说明量价相配合的货币政策效果相对理想。

图 1：资本回报率与贷款加权平均利率走势相一致



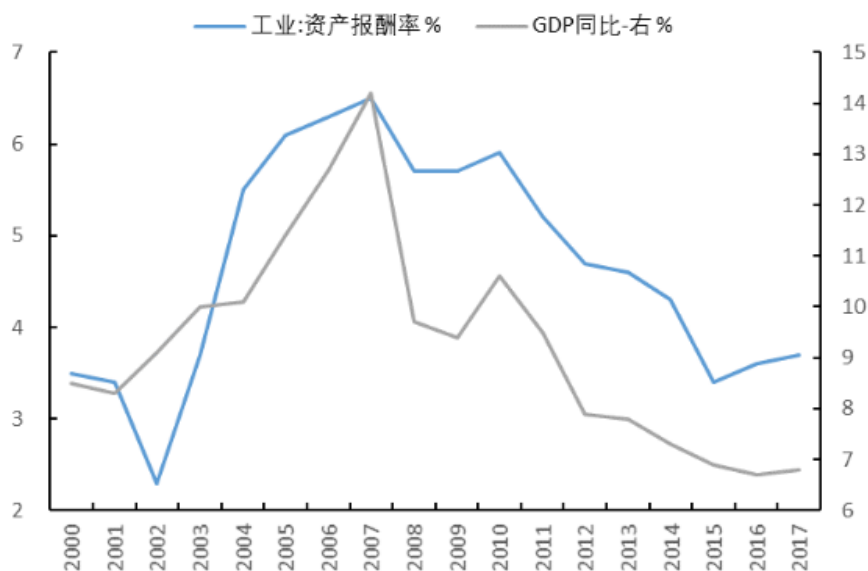
中国资本回报率自 2010 年之后震荡下行，未来或遵循发达国家发展路径，小幅下行直至趋于平稳。分行业来看，中国第一二产业资本回报率逐步下行，第三产业走势相对平稳，总体资本回报率与工业资本回报率相一致。工业资本回报率与总体 GDP 走势趋同，只不过工业资本回报率波动性更大。中国经济已经步入新常态，未来经济增速将在低区间窄幅震荡，背后驱动力主要是资本回报率的变化。因此，长期来看，中国未来利率仍有下行空间。

图 2：第二产业资本回报率趋势性下降&第三产业相对稳定



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图 3: 工业资本回报率与经济增长相对一致



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

三、中国利率传导：市场和非市场利率形成机制

(一) 中国利率传导的三个市场

中国货币量价双调节模式的存在，与中国利率传导机制不完备有关。中国利率双重、多重传导机制并存，导致利率定价短期脱离市场化利率水平，整体利率对实

体经济的资本回报率反应不足。这也是为什么降准之后经常伴随着降息，降准释放的货币传导不足的话就需要降息疏通。利率传导市场主要是银行间市场、银行 FTP 定价机制和影子银行，接下来具体分析其传导机制。

商业银行资金管理部门 FTP 定价主要考虑信用风险、流动性风险和期限风险。

银行资金管理部门会有 FTP 定价机制，FTP 定价决定贷款价格，FTP 定价一般是在央行货币政策的指引下，按照自身利润最大化的条件制定。银行资金管理部门负责银行整体资金的调度，资金来源主要由存款和短期债务（银行间市场拆借和央行贷款）组成，资金运用主要是贷款，资金管理部门在成本和收益之间制定可行最大利润的价格。假设资金管理部门以 R_d 从存款部门获得资金，存款部门以 r_d 从居民企业获得存款，这其中存在期限风险。资金管理部门以 R_s 从短期债务部门获得资金，短期债务部门以 r_s 从同业和央行获得存款，其中主要为流动性风险。资金管理部门以 R_l 将资金给贷款部门，贷款部门以 r_l 贷款给企业和居民，其中存在信用风险和期限风险。因此，在银行 FTP 定价中，主要考虑到信用风险、流动性风险和期限风险，几种风险此起彼伏，若经济下行政策利率下降，则流动性风险减少，但是信用风险和期限风险上升。

银行间市场利率的形成较为市场化，主要是各银行间市场参与者资金供需形成市场价格，银行内部 FTP 定价也受到银行间市场的影响。

中国利率传导体系中还存在一个影子银行，具有货币创造与信用创造的功能。

影子银行不受存款准备金、FTP 定价、资本充足率等影响，不利于政策利率的传导。

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_13883

