

宏观深度报告

央行降息的边界

相关研究报告

《国内宏观点评*信贷结构进一步长期化是个积极信号》 2020-10-15
《宏观快评*宏观思辨系列（第8期）：如何理解当前的货币政策操作》 2020-08-23
《宏观快评*政策时评系列（第2期）：货币政策保持结构性宽松——评央行下调再贷款再贴现利率》 2020-06-30
《宏观周报*《2020年第一季度货币政策执行报告》解读：货币保持宽松，基准利率下调概率降低》 2020-05-10
《总量快评*央行降准点评：定向降准如期而至，货币宽松仍将持续》 2020-03-13

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@PINGA
N.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 10月14日央行货政司司长孙国峰在三季度金融数据新闻发布会上指出，“利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的”，确认了货币政策从“前瞻调整”转向“相机调整”。如何评估中国央行降息的力度，如何理解货币政策的节奏调整，如何进一步降低实体经济的融资成本？本文试图对此做一讨论。

■ 我们有关中国央行降息边界的基本结论如下：

1、新冠疫情冲击下，实体经济需要扩大融资以平衡资金缺口。若要在过程中不增加实体经济的利息偿付规模，需要一般贷款加权利率下降至5.15%以下，对应LPR至少下降至3.85%。4月20日LPR最后一次下调之后的水平，已基本满足稳定今年实体经济付息压力的要求。今年1-8月工业企业的财务费用累计同比仅恢复到-1%，与2019年增速水平相当。考虑到社融增速已从2019年的10.7%大幅攀升至13.3%，说明贷款利率的下行起到了稳定实体付息压力的作用。

2、2018年4季度以来，民营企业投资回报率大幅走低，而贷款利率下行幅度相对偏小。2018年三季度到2019年四季度，上市民营企业投入资本回报率（ROIC）从7.2%降至5.2%，下降2个百分点。而今年7月份新发放的小微企业贷款平均利率为5.27%，比2018年平均水平7.39%，下降了2.12个百分点。可见，今年对中小微企业有针对性、大力度的融资支持政策，已经基本实现新发放贷款利率与过去一年多民企投资回报的下行幅度相匹配。

3、与中国当前的经济发展阶段相适应，中国的无风险利率和LPR利率水平都不算高，存贷款净息差处于基本合理区间，尚有适度压缩向实体经济让利的空间。但银行向实体经济让利并非越多越好，也有其边界：一方面，净利润增速下降导致银行补充资本的难度提升；另一方面，近年来银行核心一级资本充足率压力不断加大。商业银行要更好地支持实体经济，“守住不发生系统性金融风险的底线”，需要确保一定的利润增长，不能无底线让利。

4、国际比较来看，中国的基准利率水平并不算高，所谓融资贵本质上是信贷结构失衡的问题。这需要在空间（进一步降息）和机制（进一步市场化）上共同发力方能解决，要素市场化改革的加速适逢其时。当前，海外主要经济体纷纷走向零利率甚至负利率，但对于降息幅度的把握，中国有自身的课题，并非“一降了之”！

正文目录

层次一：实体经济付息压力不变	4
层次二：民营企业贷款利率可承受	7
层次三：与经济发展阶段相适应	9
如何进一步降低实体经济融资成本？	12

图表目录

图表 1	2017 年以来稳杠杆取得成效.....	4
图表 2	稳杠杆的不同阶段.....	5
图表 3	中国实体经济的利息偿付压力.....	5
图表 4	若要保持 2020 年一般贷款付息规模不变，需一般贷款加权利率下降 33bp.....	6
图表 5	2020 年以来社融增速大幅攀升，而企业财务费用增速提升有限.....	6
图表 6	2018 年四季度以来，上市民营企业投资回报明显走低.....	7
图表 7	疫情冲击下，国有企业利润反弹拖沓，但投资增长仍然快于民营企业.....	8
图表 8	今年普惠金融支持力度进一步上升.....	9
图表 9	今年民营企业新增违约家数下降至低位.....	9
图表 10	中国长期国债收益率不算高.....	9
图表 11	中国贷款基准利率不算高.....	10
图表 12	我国净息差水平处于基本合理区间.....	10
图表 13	二季度银行净利润增速大幅下挫，与银行加大拨备计提和不良处置力度有关.....	11
图表 14	近年来“宽信用”和不良贷款增加，均加大银行资本金消耗.....	12
图表 15	我国信贷结构失衡问题一度严峻.....	13
图表 16	二季度银行非息收入占比大幅下移.....	13
图表 17	中国有条件在增长中降低政府债务.....	14
图表 18	疫情冲击下中国国债收益率明显下行.....	14
图表 19	近年来中国政府资产回报率明显走低.....	14
图表 20	疫情对中国资本市场的冲击较为有限.....	14
图表 21	近两年上市银行的存款成本率上行.....	15
图表 22	银行活期存款减少、结构性存款增多.....	15

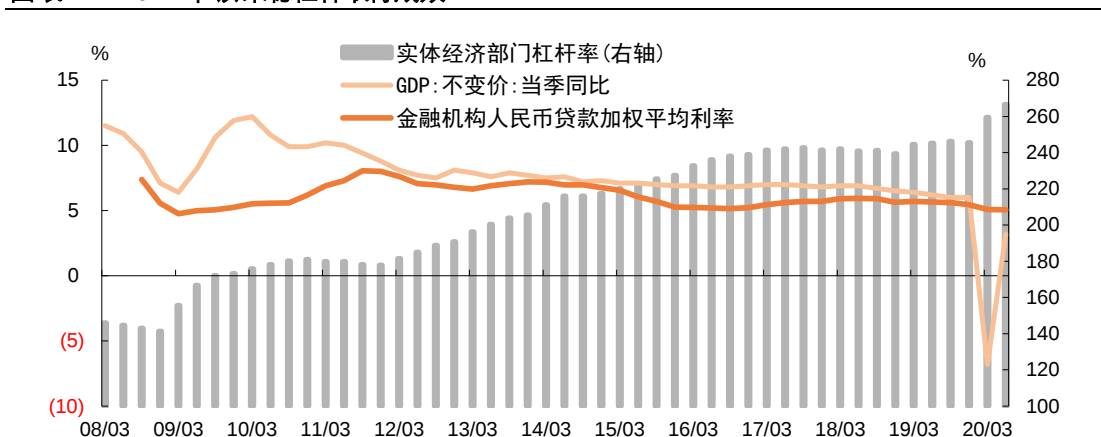
2019 年 8 月 16 日，国务院常务会议明确提出“促进实际利率水平明显下降”，同时推出 LPR（贷款市场报价利率）改革。此后，降低贷款利率水平成为货币政策一项重要目标。新冠疫情的全球爆发促使央行降息力度明显加大，到 2020 年二季度，作为 LPR 定价锚的 MLF（中期借贷便利）利率下调 35bp，LPR 利率下降 46bp，一般贷款加权平均利率下降了 93bp。

10 月 14 日央行货政司司长孙国峰在三季度金融数据新闻发布会上指出，“利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的”，确认了货币政策从“前瞻调整”转向“相机调整”。如何评估中国央行降息的力度，如何理解货币政策的节奏调整，如何进一步降低实体经济的融资成本？本文试图对此做一讨论。

层次一：实体经济付息压力不变

2017 年以来，我国在稳杠杆上取得了显著成效。该时期中国的宏观杠杆率保持在 240% 左右，结束了 2012 年-2016 年快速攀升的势头（错误!未找到引用源。）。不过，这一时期稳杠杆经历了不同的阶段：

图表1 2017 年以来稳杠杆取得成效



资料来源: wind, 平安证券研究所

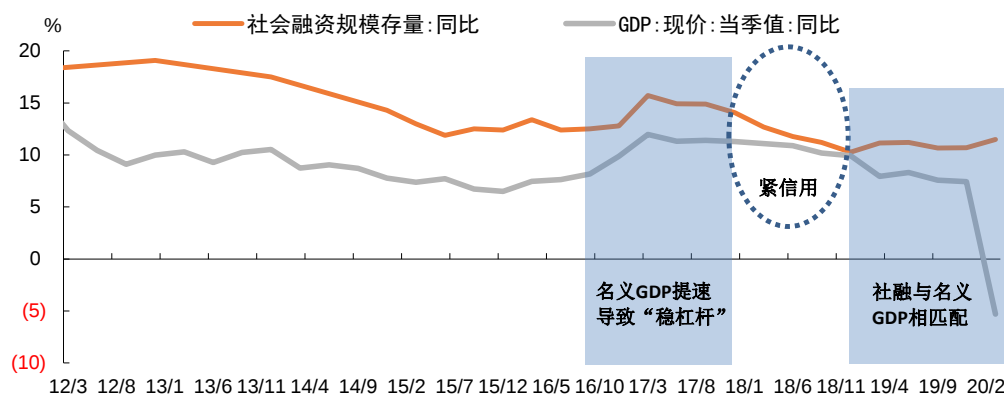
2017 年增长中实现稳杠杆，得益于全球经济复苏，中国名义 GDP 增速从 2016 年的 8.4% 大幅反弹至 11.5%，杠杆率（债务/GDP）的分母上升较快。在经济表现稳健的情况下，金融监管风暴来袭，聚焦金融体系资金空转问题，强调金融回归本源，杠杆率的分子增长放缓。这一阶段金融监管的影响集中于金融体系内部，带来银行资产扩张放缓、M2 增速放缓、及社融增长减速等，对实体经济尚未产生明显冲击。债务增长放缓、名义 GDP 增长提速，使得杠杆率持稳。

2018 年金融体系主动去杠杆，统一资管新规落地，金融监管和地方政府债务监管上升到了全方位高度，引发了强烈的信用紧缩。这一时期的主动去杠杆，导致基建投资失速下滑，民企生存困境集中暴露，是 2018 年下半年中国 GDP 增速开始快速走低的重要原因。这一年，社融增速从 2017 年末的 14.1% 进一步下挫至 10.3% 低位，而名义 GDP 增速从 11.5% 回落至 10.5%，宏观杠杆率继续趋于下降。

2019 年寻求稳杠杆与降成本的组合，中美贸易冲突激化，经济下行压力进一步加大，货币政策从紧信用转为宽信用，把“社融增速与名义 GDP 增速相匹配”（并略高于名义 GDP 以体现逆周期调节）作为主要目标（错误!未找到引用源。）。这一年，社融增速底部企稳，而名义 GDP 从 10.5% 快速下滑至 7.8%，经济下行压力加大使得杠杆率再度上升。不过，从 2018 年 4 月到 2019 年末央行 5 次

降准，2018年7月开启标准“宽货币”（DR007向下回归到7天逆回购利率附近），加之LPR改革出炉、高层对降低贷款利率的关切，实体经济的融资成本明显下移。2019年四季度，金融机构一般贷款加权平均利率从2018年第三季度的6.19%逐步下降到5.74%。因此，尽管宏观杠杆率上升，但通过推动贷款利率降低减轻了实体经济的利息偿付压力，进一步强化了金融对实体经济的支持。

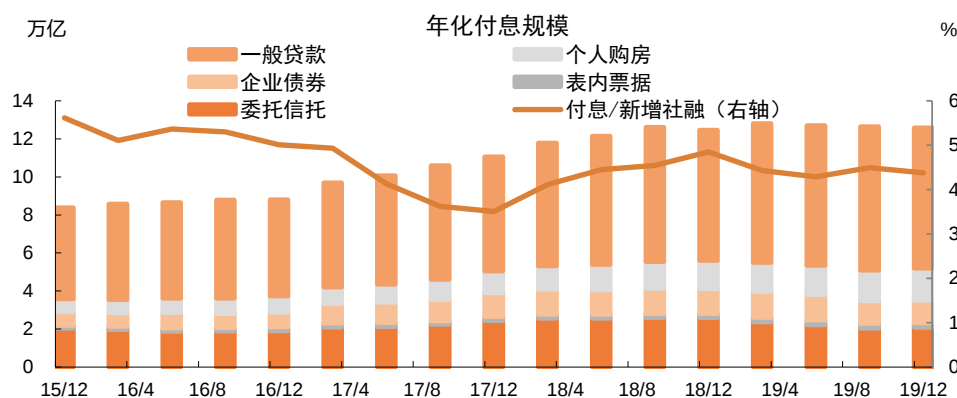
图表2 稳杠杆的不同阶段



资料来源: wind, 平安证券研究所

这几个阶段清晰地反映在实体经济的付息压力中。我们以存量社融的年化利息规模，占比过去一年的新增社融，来刻画中国非政府部门的付息压力（所用社融数据剔除了政府债券）。可以看到，2017年尽管贷款利率从底部明显回升，但由于名义GDP和社融同步加速增长，实体经济的付息压力依然显著下降。2018年由于社融快速压缩，叠加贷款利率继续上行（融资需求表外转表内推高了贷款需求），实体经济付息压力显著回升。2019年实体经济付息压力稳中有降，则得益于贷款利率的显著下调（错误!未找到引用源。）。

图表3 中国实体经济的利息偿付压力



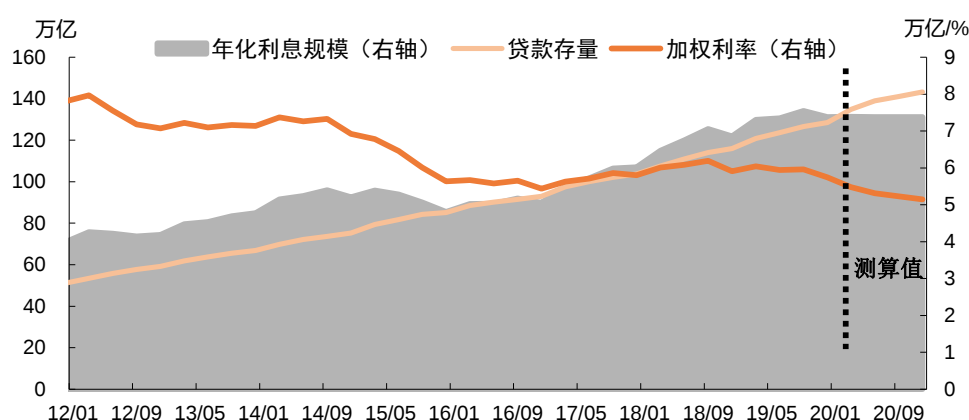
资料来源: wind, 平安证券研究所

2020年全球大流行病下，中国宏观杠杆率势必上升。这是因为，在中国经济受到不确定性冲击的背景下，企业亟需扩大融资来平衡资金和收入缺口，这就可能在宏观杠杆率分母（GDP）压缩的同时，增加宏观杠杆率的分子（债务）。2020上半年社科院口径的实体经济杠杆率从2019年末的245.4%猛增至266.4%，接近于2009年四万亿时期的上行速度。在此情况下，为了强化金融支持、帮助企

业度过难关，一个较好的情境就是，让企业在扩张融资的同时，不增加其利息偿付、不加重其财务成本。从而有助于在疫情缓解之后，提升中国经济修复反弹的能力。

由于个人住房贷款利率的调整需要配合房地产调控的需要，而表外融资从 2018 年以来已明显压缩，我们将考虑的重点放在一般贷款上。2017 年以来，一般贷款存量增速一直保持在 11% 上下。如果 2020 年全年保持一季度的一般贷款增速 11.6% 不变，那么要保持今年实体经济还本付息额不变，则需一般贷款加权利率从一季度的 5.48% 进一步下降到 5.15% (下降 33bp) (错误未找到引用源。)。按照去年 6 月到今年 3 月 LPR 下行 (26bp) 与一般贷款加权利率下行 (46bp) 的比例关系，则对应 LPR 利率比今年一季度下降约 20bp 至 3.85%。这就是说，4 月 20 日 LPR 最后一次下调之后的水平，已基本可以满足稳定今年实体经济付息压力的要求。作为对照，倘若今年一般贷款利率就保持在一季度的 5.48% 不变 (这已经比去年三季度下降了 48bp)，那么今年的利息成本将比去年增加 4800 亿元 (增加 6.5%)。

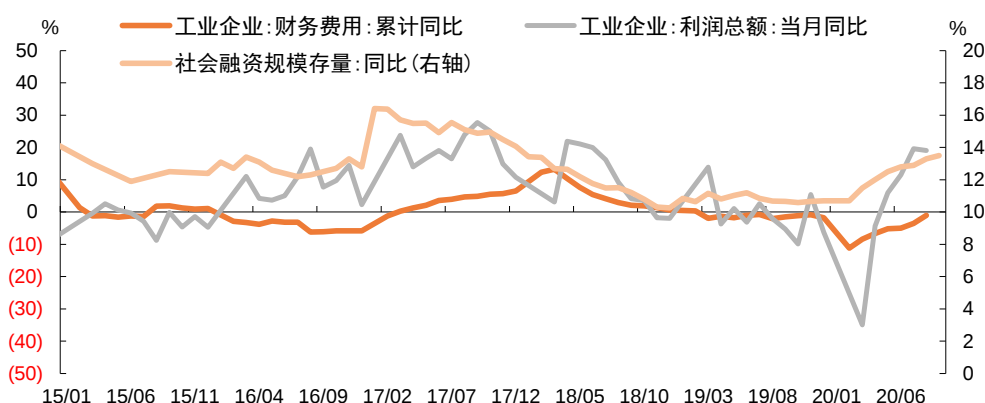
图表4 若要保持 2020 年一般贷款付息规模不变，需一般贷款加权利率下降 33bp



资料来源: wind, 平安证券研究所

今年工业企业的财务费用数据也证实了这一点，其累计同比在 2 月触及 -11.2% 的历史低点 (主要由于生产经营和融资活动停滞)，随后在融资扩张的带动下 V 型反弹，但直到 8 月累计同比才恢复到 -1%，与 2019 年增速水平相当。考虑到社融增速已从 2019 年的 10.7% 大幅攀升至 13.3%，说明贷款利率的下行起到了稳定实体付息压力的作用。今年 7、8 月份，工业企业利润总额的当月同比恢复到近 20%，与 2017 年经济高景气时期相近，也表明上半年的信用扩张并未加重企业的成本负担，金融对实体的大力支持取得了比较好的成效 (图表 5)。

图表5 2020 年以来社融增速大幅攀升，而企业财务费用增速提升有限

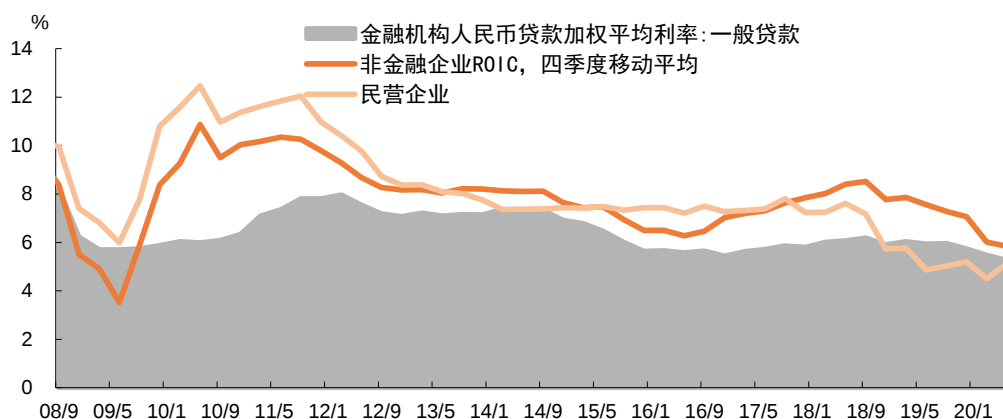


资料来源: wind, 平安证券研究所

层次二：民营企业贷款利率可承受

2018 年 4 季度以来,我国非金融企业的投资回报率出现快速下移,这也是 2018 年 8 月 19 日中央要求“促进实际利率水平明显下降”的重要背景。其中,民营企业的投资回报率下挫幅度更大(图表 6)。到 2019 年,可比口径上市民企的投资资本回报率 ROIC,已经与一般贷款加权平均利率倒挂。而上市民企毫无疑问是民营企业中的佼佼者,这就意味着对大多数民营和中小企业来说,当时的贷款利率下行幅度是不充分的。与之形成对照的是,上市国企的情况明显较好,即便今年受疫情影响投资回报也出现大幅下滑,但其投资回报依然足以覆盖融资成本。民营企业的盈利难,进一步加重了其融资难、融资贵问题,形成一个恶性循环。中央银行在 2 月底推出 5000 亿元对民营企业 and 中小企业的专项再贷款再贴现额度,规定贷款利率不得高于 LPR+50 个基点;4 月 30 日又推出 1 万亿额度,规定利率约为 5.5%,给予民营企业 and 中小企业更低利率优惠;6 月 1 日创新支持中小微企业贷款的延期还本付息、以及普惠小微信用贷款,两项直达实体经济的政策工具,精准滴灌中小微企业。以上均为对症下药之举。

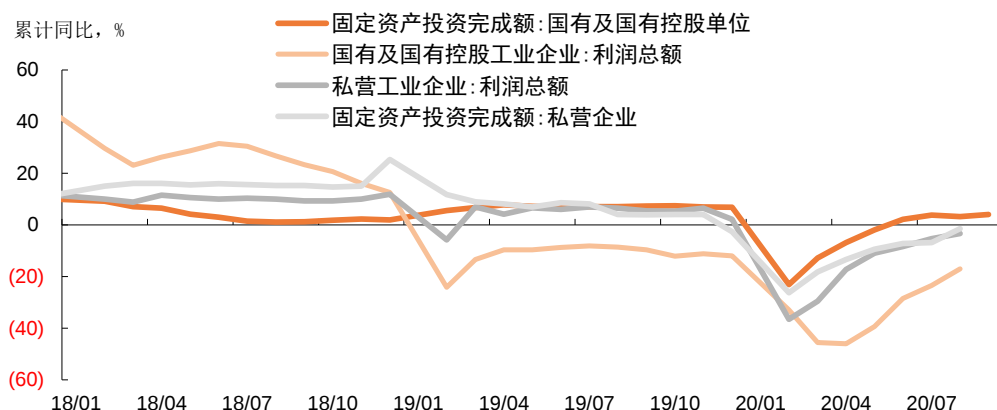
图表 6 2018 年四季度以来,上市民营企业投资回报明显走低



资料来源: wind, 平安证券研究所

2019 年以来,虽然民营企业投资回报率下挫,但规模以上民营企业的利润总额增长却显著好于国企。今年疫情冲击下,虽然 2 月民企与国企利润总额同比均跌至超过-30%,但 3 月以来,股份制和私营企业利润增速便持续回升,到 8 月累计同比分别达到-5.2%和-3.3%;而国有企业利润增速直到 5 月才开始回升,到 8 月累计同比仅为-17%。同样地,1-8 月股份制和私营企业工业增加值同比分别恢复至 0.8%和 3.1%,而国有企业仅为 0.1%。以人民币计价的 1-8 月出口总额,民营企业达到 8.5%,国有企业仅为-14.4%。疫情冲击下民营企业在生产、出口、利润表现上均更胜一筹,这可能源于民企比国企有更强地追逐利润的动力,以及更强的“求生”愿望,因而更主动地维持较高产量、更积极地复工复产。但由于民营企业各种各样的经营成本在不成比例地上升,导致其投资回报情况不容乐观(图表 7)。

图表7 疫情冲击下，国有企业利润反弹拖沓，但投资增长快于民营企业



资料来源: wind, 平安证券研究所

新冠疫情冲击下,民营和中小企业融资的主要目的是“保命”!以去年的投资回报率作为对照的标杆,如果其融资成本的降幅赶不上其投资回报的降幅,那么可能会极大地压制企业“保命”的能力和信心。2018年三季度到2019年四季度,上市民营企业投入资本回报率(ROIC)从7.2%降至5.2%,下降2个百分点。而今年9月份新发放的小微企业贷款平均利率为4.92%,比2018年平均水平7.39%,下降了2.47个百分点。二季度一般贷款加权平均利率降至5.26%,与民营企业ROIC倒挂的情况也基本得到了修正。可见,今年对中小微企业有针对性、大力度的融资支持政策,已经基本实现了新发放贷款利率与过去一年多民企投资回报的下行幅度相匹配。当然,今年一季度受到疫情冲击后,企业部门的投资回报更趋恶化。在此背景下,虽没有必要将一般贷款利率也相应降至很低水平(因企业是否有信心活下去,是以疫情退散后的状况为准绳的),但要增强对企业家信心的扶持,有必要适当提高降息幅度。

除了利率的下降外,货币政策在解决民营企业“融资难”问题上也取得了积极进展,包括:1)结构性货币政策工具顺利施行。1.5万亿再贷款、再贴现已经投放超过1万亿,支持企业超过140万户。两项直达工具正逐渐达到预期效果:6-8月份地方法人银行已经对3751亿元普惠小微贷款实施延期(该政策预计今年可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿);央行评级一到五级的地方法人银行发放普惠小微信用贷款3750亿元,同比增长发放2276亿(该政策预计今年可带动地方法人银行

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_1905

