

还剩多少降息空间？ ——关于中国利率的六大问题

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 中国进入“第四消费时代”了吗？
- 2 业绩符合预期，内生增速环比改善
- 3 市场在发生什么？第 63 期

投资要点

- 随着经济下行压力增大，我国利率下行的速度开始加快，央行降息的步伐从 5 BP 提高到 10BP，10 年期国债利率直接跳降至 2.8% 附近。往前看得远一些，未来降息的空间还剩余多少？利率的下限在哪里？我国利率到底是低估的还是高估的？利率到底是由谁来决定的？是时候思考研究这些偏理论一些的问题了，因为流动性对于所有大类资产，都是一个非常关键的变量。
- 关于这些问题，我们去年以来陆续发布了一系列的深度研究专题，在这里梳理下思路，系统介绍一下，供大家参考。
- **1、利率到底由谁决定？并非央行。**利率本质上是由资本回报率决定的，央行更多是根据资本回报的变化，去调整现实中的利率水平，使二者相适应，这种行为完全是内生的、被动的。
- **2、谁决定了资本回报？也不是央行。**长期来看，资本回报率是由人口、技术、制度等生产要素决定的。所以央行只能顺着经济趋势来调整政策，却不能改变长期经济趋势；只能改变经济增速的斜率，却难以改变方向。
- **3、我国利率被低估了吗？并非如此。**和其它经济体相比，我国经济增速虽然很高，但利率水平并不高，根本原因是我国的资本回报率偏低，这主要和我国的投资效率有关系。
- **4、我国利率被高估了吗？确实如此。**过去十年，我国资本回报率明显下降，利率却是震荡走平的，主要是房地产和地方政府隐性债务领域支撑了高利率。而这两大因素的变化，大概率会导致我国利率水平环比下降。
- **5、降息周期继续，还有多大空间？**如果按照资本回报率推算，我国 7 天期逆回购政策利率有望降至 2.25% 以下，1 年期 MLF 有望降至 2.85% 以下，十年期国债利率有望降至 2.6% 附近。今年债券调整风险不大，利率有望继续下行。
- **6、零利率都出现了，利率还有下限吗？**对于汇率完全自由浮动的发达经济体来说，利率的下限就是现金的持有成本。而对于绝大部分的新兴经济体来说，如果利率下行太多，汇率的贬值压力也会上升。当然短期来看，我国汇率的压力还没有大到引起政策关注的程度，不会引起政策转向。
- 风险提示：疫情扩散，贸易问题，经济下行

内容目录

1、利率到底由谁决定？并非央行。	3 -
2、谁决定了资本回报？也不是央行。	4 -
3、我国利率被低估了吗？并非如此。	4 -
4、我国利率被高估了吗？确实如此。	6 -
5、降息周期继续，还有多大空间？	8 -
6、零利率都出现了，利率还有下限吗？	9 -

图表目录

图表 1: 主要经济体的资本回报率和贷款利率	3 -
图表 2: 主要经济体的资本回报率 (%)	4 -
图表 3: 日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)	4 -
图表 4: 美国经济增长与长端利率走势 (%)	5 -
图表 5: 我国经济增长与长端利率走势 (%)	5 -
图表 6: 主要经济体经济增长与长端利率关系 (%)	5 -
图表 7: 主要经济体经济增长与长端利率的差 (%)	5 -
图表 8: GDP 名义增速与资本回报率 (%)	6 -
图表 9: GDP 名义增速与资本回报率之差 (%)	6 -
图表 12: 我国名义 GDP 增速和国开债利率走势 (%)	6 -
图表 13: 我国名义 GDP 增速和信托产品收益率 (%)	6 -
图表 14: 我国 70 城房价走势	7 -
图表 15: 房地产信托产品预期收益率 (%)	7 -
图表 16: 日本国债利率和经济增速 (%)	8 -
图表 17: 资本回报率与资本溢价走势 (%)	8 -
图表 18: 政策利率走势 (%)	9 -
图表 19: 储户自己持有现金和存入银行的成本、收益分析	10 -
图表 20: 我国国债利率和人民币汇率走势	10 -

随着经济下行压力增大，我国利率下行的速度开始加快，央行降息的步伐从 5BP 提高到 10BP，10 年期国债利率直接跳降至 2.8% 附近。往前看得远一些，未来降息的空间还剩余多少？利率的下限在哪里？我国利率到底是低估的还是高估的？利率到底是由谁来决定的？是时候思考研究这些偏理论一些的问题了，因为流动性对于所有大类资产，都是一个非常关键的变量。

关于这些问题，我们去年陆续发布了一系列的深度研究专题，在这里梳理下思路，系统介绍一下，供大家参考。

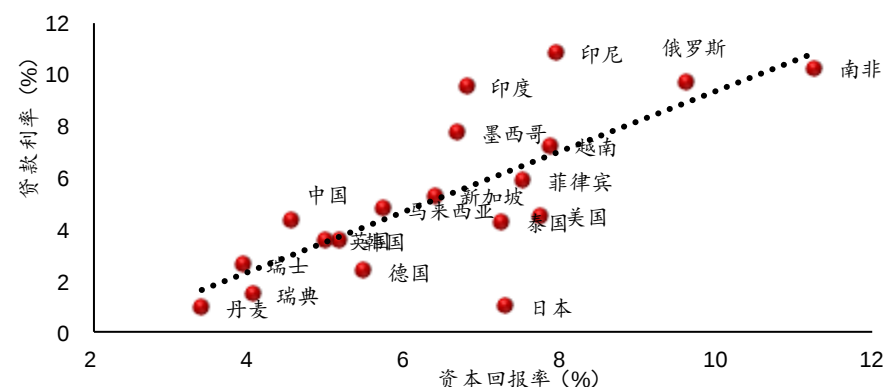
1、利率到底由谁决定？并非央行。

我们在《利率并非央行决定》的专题中，详细讨论了这一问题。虽然从表面上来看，利率是由央行来决定的，但从决策机制上来说，利率本质上是由资本回报率决定的。

道理很简单，企业或个人在获取资金进行投资的时候，考虑的最主要的变量有两个，一个是项目未来会带来多少回报，另一个是带来的回报能否覆盖资金成本。只有回报覆盖了资金成本，投资才是有利可图的，大家才会拿出自己的钱或者借钱去投资。所以资本回报是保障利息支付的最终资金来源，资本回报率高的经济体，能够支撑的利率越高；资本回报率低的经济体，能支撑的利率水平也会越低。

我们利用上市公司数据估算了各经济体的资本回报率，发现资本回报率和贷款利率之间存在非常显著的正相关关系。

图表 1：主要经济体的资本回报率和贷款利率



来源：Bloomberg, CEIC, 中泰证券研究所

各国央行看似对利率的影响很大，但是这种影响其实是内生于经济变化的。在经济学中有一个概念叫自然利率，我们可以简单将其理解为资本回报率。而现实中的利率由于受到央行等因素的影响，可能高于自然利率，也可能低于自然利率。根据 Holston & Williams (2016) 对美国、英国、

日本、欧元区的研究，当现实中的利率高于自然利率时，对经济增长有抑制作用，央行应该降息；当现实中的利率低于自然利率时，对经济增长有促进作用，为了防止经济过热，央行应该加息。

所以央行更多是根据资本回报的变化，去调整现实中的利率水平，使二者相适应，这种行为完全是内生的、被动的。从这个角度来看，利率并不是由央行最终决定的。

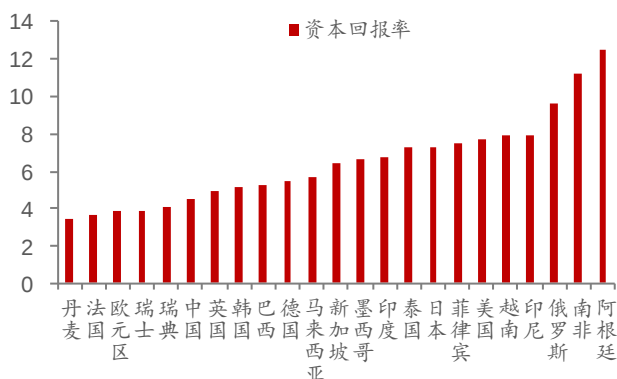
2、谁决定了资本回报？也不是央行。

既然利率主要受资本回报率影响，那么资本回报率又是由什么来决定的呢？长期来看其实是由人口、技术、制度等生产要素决定的。资本回报率和经济增长高度相关，长期来看经济增长主要是生产要素端决定的，而货币、财政等需求端的刺激，往往只能增加经济的波动，却很难改变经济运行的趋势。

就像日本过去 20 多年经济一蹶不振，很大程度是因为其劳动年龄人口增速的大幅下行，老龄化加剧，尽管货币政策持续宽松，但居民和企业借钱投资的意愿依然很弱。我国过去十年也经历了轮番货币和财政刺激，但名义和实际经济增速还是比十年前低了一半，归根到底也和我国人口端的变化相关。

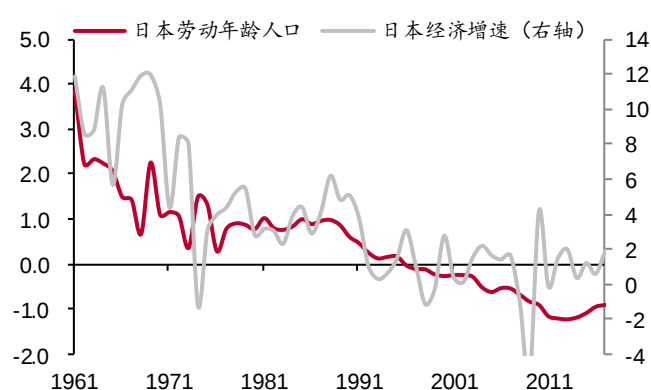
所以央行只能顺着经济趋势来调整政策，却不能改变长期经济趋势；只能改变经济增速的斜率，却难以改变方向。

图表 2：主要经济体的资本回报率 (%)



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图表 3：日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

3、我国利率被低估了吗？并非如此。

关于这个问题，我们在《中国的高增速、低利率之谜》专题中有详细的

讨论。

从其他经济体的经验来看，利率水平往往是和经济增速大致相当的。例如，美国 10 年期国债利率和名义 GDP 增速的走势几乎一致，二者之间的差距基本都在零值上下徘徊。日本、韩国也是类似的情况。

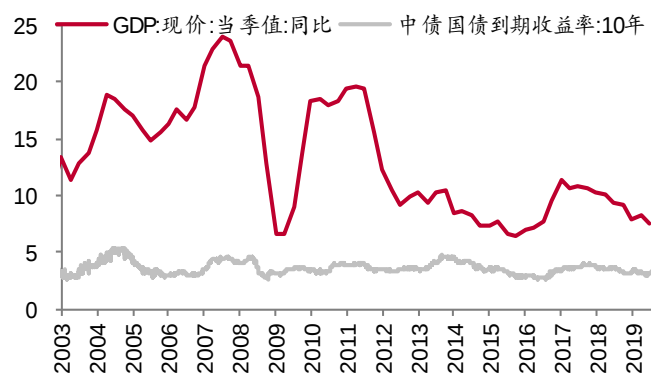
而我国经济增速虽然很高，但利率水平并不高。在 08 年之前，我国 10 年期国债利率和名义 GDP 增速的差距都在 10% 以上。08 年之后随着经济增速下行，二者差距依然较大，仍维持在 5% 上下。

图表 4：美国经济增长与长端利率走势 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

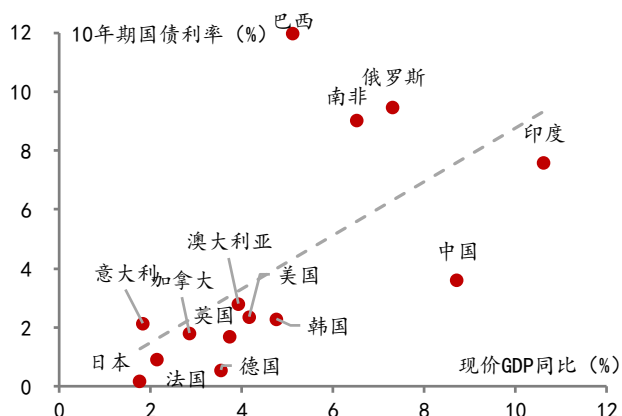
图表 5：我国经济增长与长端利率走势 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

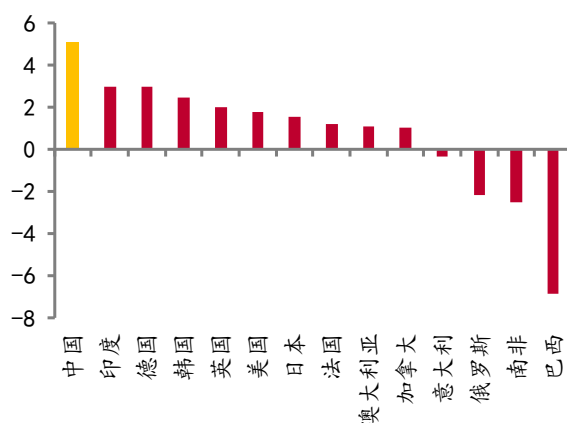
如果我们将主要经济体的利率和经济增速都列举一下，发现发达经济的利率和经济增速更为接近，而金砖五国中有四个国家的利率和经济增速存在明显背离，只不过俄罗斯、巴西、南非的利率都明显高于经济增速，而不是低于经济增速，这与这些经济体面临的汇率和通胀压力有很大关系。而只有我国的利率水平远远低于经济增速。

图表 6：主要经济体经济增长与长端利率关系 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：主要经济体经济增长与长端利率的差 (%)



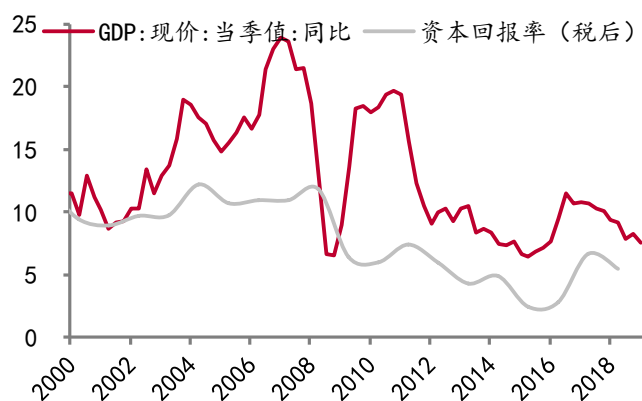
来源：WIND，中泰证券研究所

背后的根本原因在于，我国的资本回报率并不高。根据我们的测算，2001 年之后，我国资本回报率经历了连续几年的小幅上行，到 07-08 年时达到了 11.8% 的峰值，而当时我国名义经济增速在 20% 以上。08 年之后

我国资本回报率持续下降，16、17 年有所回升，18 年又开始下降。所以尽管我国名义经济增速有 10% 左右，但资本回报率却只有 5.5%，并没有比其他经济体高很多。不过我们这里测算的是平均资本回报率，而决定利率的是边际资本回报率，所以利率水平肯定要比平均资本回报率低很多。

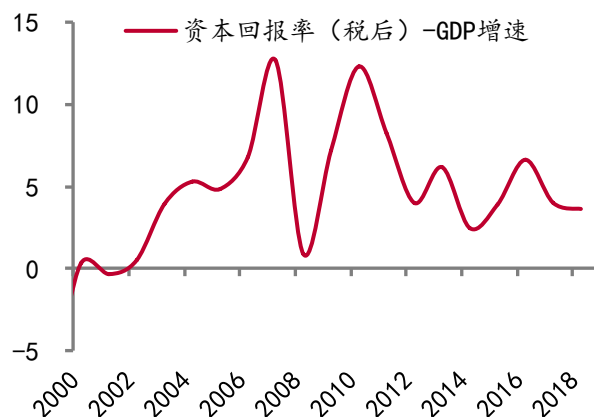
资本回报率的偏低，其实和我国的投资效率有关系。比如信贷资源大量流入国有企业、地方融资平台，很多项目的现金回报并不高。

图表 8: GDP 名义增速与资本回报率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: GDP 名义增速与资本回报率之差 (%)

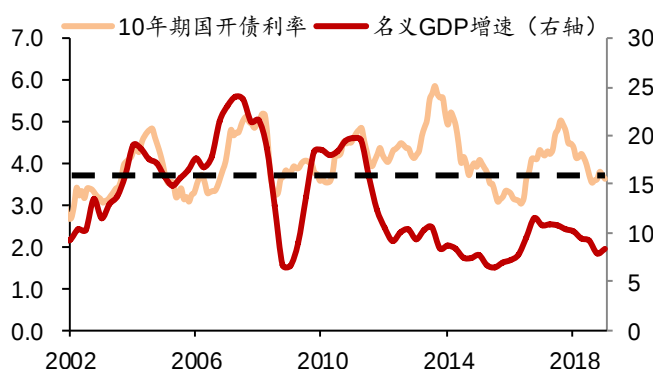


来源: WIND, 中泰证券研究所

4、我国利率被高估了吗？确实如此。

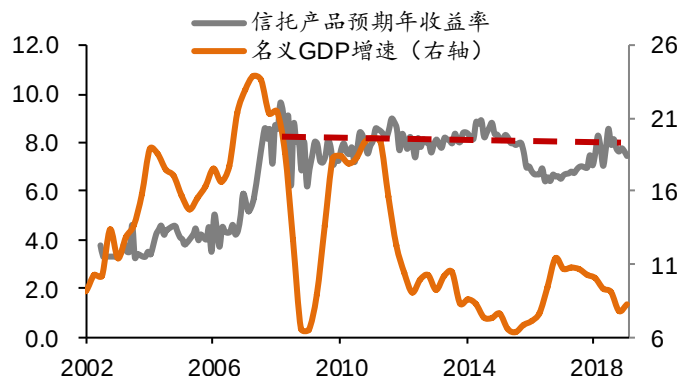
尽管和经济增速相比，我国利率的绝对水平并不高。但从环比走势来看，我国的利率还是高了些。尤其是过去十年，经济增速和资本回报率都在下降，利率却是震荡走平的。关于这个问题，我们在《“快钱”还是“慢钱”——从利率的十年震荡史说起》专题中有详细讨论。

图表 10: 我国名义 GDP 增速和国开债利率走势 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 11: 我国名义 GDP 增速和信托产品收益率 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

到底是什么因素支撑了我国的相对高利率？根据我们的测算，截至 2018

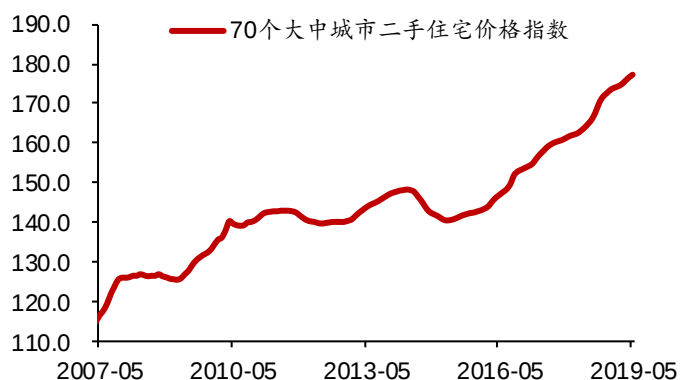
年底，我国有 2/3 左右的社融流向了房地产相关和地方政府隐性债务领域。

房地产领域如何支撑高利率？ 尽管我国商品房的租金收益率非常低，很多城市在 3% 以下，但是过去 10 年，房价大幅上涨。如果按照房价十年翻一倍来算，年化收益也有 7%，再加上 3% 的租金收益，至少能够支撑 10% 的利率水平。

这就像 14-15 年的股市，当大牛市来临的时候，很多投资者配资加杠杆、承担高成本，涌入股市买股票，但这些投资回报的主要来源是股票价格上涨带来的资本利得，并不是股票的分红收益。股价上涨越快，能够覆盖的配资成本也会越高。所以房地产领域带来的高回报主要不是来源于高“分红”，而是房地产涨价带来的资本利得。

地方政府隐性负债大量投资的基建项目，也不能持续创造足够多的 GDP。比如很多公园、广场等公共设施没有太多现金收益，但是由于地方融资平台的特殊融资模式，依然支付了高利息。相当于经济中有一类对利率水平并不敏感的主体，挣得钱虽少，但能不断给大家发“红包”。

图表 12：我国 70 城房价走势



来源：CEIC，中泰证券研究所

图表 13：房地产信托产品预期收益率（%）



来源：CEIC，中泰证券研究所

往前看，未来房价的涨幅大概率会缩小，甚至出现下跌，赚取资产泡沫的“快钱”越来越难，只能赚租金的“慢钱”，房地产相关领域能够支撑的利率水平大概率会出现下降。

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_7069

