

决定利率的并不是央行，而是基本面

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理 张陈

电话

邮箱 zhangchen@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 央行们相继开闸，放水能力谁更强？

2 保利地产 2019 年半年报预报点评

3 【晨会聚焦】0719

投资要点

- 去年我们在市场上首家提出“中国的降息周期才刚刚开始”，引发很多质疑。有的观点认为央行很“鹰”派、很有定力，不会选择降息；也有观点认为只要降息就是走老路，甚至就是大水漫灌。这些都是对货币政策的定位和功能存在误解。
- 我们认为，利率并不是由央行决定的，所以并不是央行不愿意降息就可以不降，短期可以如此，但长期必定向基本面“妥协”。降息未必对经济有用，但即使无用也会降息，因为不降息经济会更差。从未来两年的基本面的角度看，中国的降息周期的确才刚刚开始。
- **1、利率并非央行决定。**利率归根到底是由一个经济体的资本回报率决定的，而资本回报率是由经济的潜在增速决定，因此央行更多是通过货币政策调控，使经济中的资金成本与基本面决定的资本回报率相适应，而不能逆着经济形势来操作。“珍惜正常的货币政策空间”，并不是大家简单理解的抗住压力、坚决不降息，而是通过改革的手段，提高经济增速和资本回报率，才能阻止利率的下滑趋势。
- **2、降息未必有用。**长期来看，经济增长根本上取决于人口、技术、资本等生产要素，而货币、财政等需求端的刺激，很难改变经济长期运行的趋势。比如过去十多年，我国轮番刺激经济，不仅没有改变经济运行的方向，反而带来了很大的经济风险。其他经济体比如日本和欧洲，采取了极为宽松的货币政策，但经济并未有明显起色。
- **3、不降息经济更差。**不会大水漫灌，并不意味着央行不会降息托底经济。2020年和2021年我国的房地产市场都面临较大的均值回归压力，是经济基本面回落的重要来源。猪价、房价都不是障碍，毕竟“稳就业”才是一切“稳”的中心。从基本面的角度看，经济难以持续企稳回升，后续货币政策依然会趋于宽松，中国的降息周期才刚刚开始。
- 风险提示：贸易问题、政策变动、经济下行。

内容目录

1、利率并非央行决定。	- 3 -
2、降息未必有用。	- 4 -
3、不降息经济更差。	- 6 -

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: 美国产出缺口和利率缺口负相关 (%)	- 4 -
图表 3: 我国经济增速走势 (%)	- 5 -
图表 4: 日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)	- 5 -
图表 5: 日本总准备金率 (%) 与超额准备金 (万亿)	- 5 -
图表 6: 欧元区政策利率与经济增速 (%)	- 6 -
图表 7: 欧元区超额准备金及总准备金率 (%)	- 6 -
图表 8: 住宅广义库存先降后升 (亿平米)	- 7 -
图表 9: 各线城市房价同比 (%)	- 7 -

去年我们在市场上首家提出“中国的降息周期才刚刚开始”，引发很多质疑。有的观点认为央行很“鹰”派、很有定力，不会选择降息；也有观点认为只要降息就是走老路，甚至就是大水漫灌。这些都是对货币政策的定位和功能存在误解。

我们认为，利率并不是由央行决定的，所以并不是央行不愿意降息就可以不降，短期可以如此，但长期必定向基本面“妥协”。降息未必对经济有用，但即使无用也会降息，因为不降息经济会更差。从未来两年的基本面的角度看，中国的降息周期的确才刚刚开始。

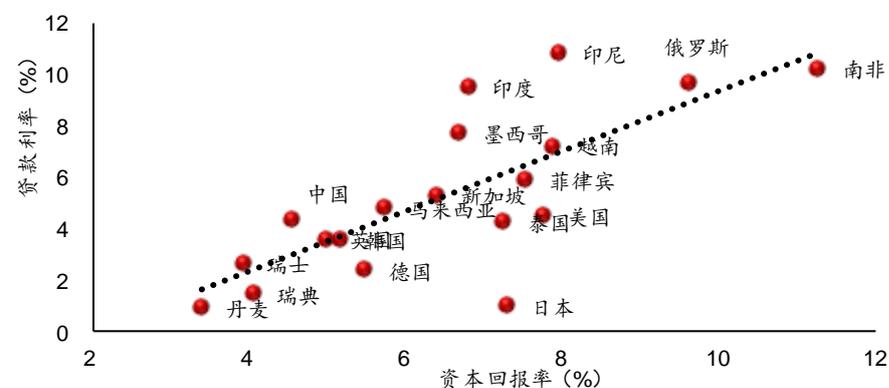
1、利率并非央行决定。

我们在之前的专题中已经强调过，利率归根到底是由一个经济体的**资本回报率决定的**。道理很简单，大家在获取资金进行投资决策的时候，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，投资才有利可图，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的各经济体的资本回报率，和各自的贷款利率之间存在非常显著的正相关关系。从中我们也能发现，虽然我们中国的经济增速非常高，但资本回报率并不高，这也决定了我国的利率水平没有那么高。

而资本回报率是由经济的潜在增速决定的，人口、技术、资本等生产要素发挥着重要作用。例如欧洲、日本之所以陷入低利率、甚至负利率，很大程度上是它们都面临人口老龄化的环境，经济总需求没有那么多，投资回报率偏低。

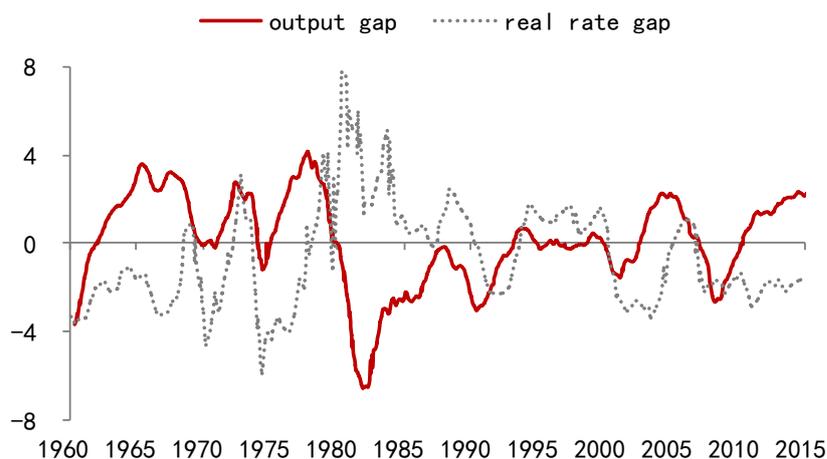
图表 1：主要经济体的资本回报率和贷款利率



来源：Bloomberg, CEIC, 中泰证券研究所

总结来说，决定利率的变量是资本回报率，资本回报率又由生产要素决定，所以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。通俗的来说就是，央行只能顺应经济形势的变化，尤其是资本回报率的变化，来被动地调整利率。当经济好的时候，投资的回报也相对较高，能够负担的资金成本也越高，这个时候央行会收紧货币，提高资金成本，以防经济过热。当经济差的时候，投资的回报会下降，能够负担的资金成本也更低，这个时候央行会放松货币，降低资金成本，发挥逆周期调节作用。

图表 2: 美国产出缺口和利率缺口负相关 (%)



来源: Holston & Williams (2016), 中泰证券研究所

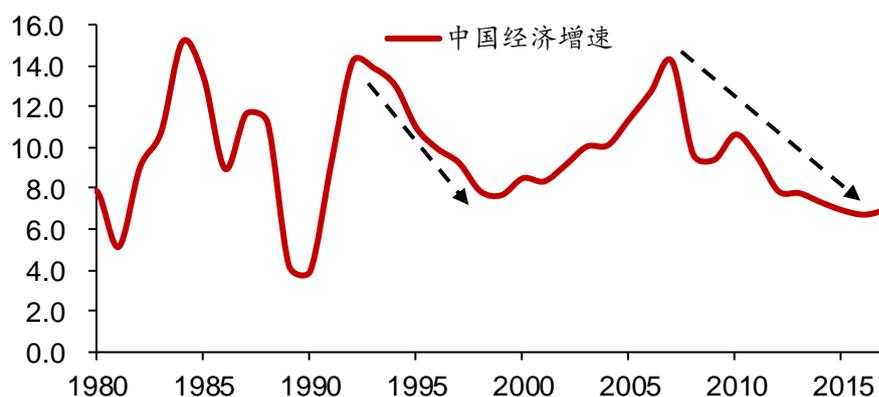
所以央行更多是通过货币政策调控，使经济中的资金成本与基本面决定的资本回报率相适应，而不能逆着经济形势来操作。就像 2018 年我国经济下滑的时候，如果收紧信用、抬高融资成本，那只会让实业的投资更加无利可图，经济下行速度更快。货币政策最终还是妥协，向经济基本面回归，否则也不会有后续的去杠杆节奏放缓。

从这个角度看，“珍惜正常的货币政策空间”，并不是大家简单理解的抗住压力、坚决不降息。如果实业投资的回报率在下降，这个时候不降低资金成本，大家肯定更不愿意去投资，经济会变得更差。所以珍惜利率手段货币政策调控的空间，主要依靠的不是央行，而是“改革”。只有通过改革的手段，提高经济增速和资本回报率，才能阻止利率的下滑趋势，否则央行只能跟着趋势走。

2、降息未必有用。

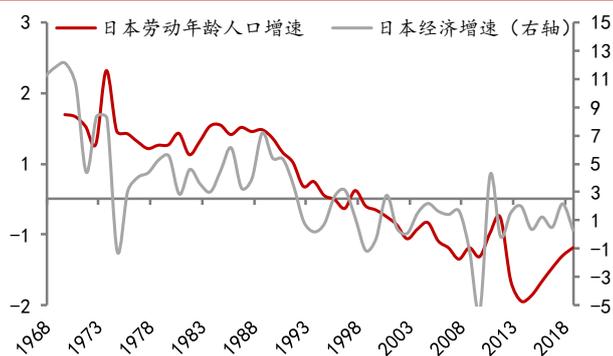
央行调节利率能够改变基本面的运行方向吗？其实影响相对有限。因为长期来看，经济增长根本上取决于人口、技术、资本等生产要素，而货币、财政等需求端的刺激，很难改变经济长期运行的趋势。

例如过去十多年，我国货币、财政、房地产轮番刺激经济，但最终发现经济增速依然是一路向下，从高点的 10% 以上下滑至当前的 6% 附近。需求端的强刺激政策只能在短期起作用，使得经济下行速度慢一些，或者略有反弹。而一旦刺激力度减弱，经济又向长期趋势回归，需求端刺激并不能改变经济运行的方向。而且需求端过度刺激也会带来很大的经济风险，比如当前我国面临的债务风险、房地产泡沫风险。

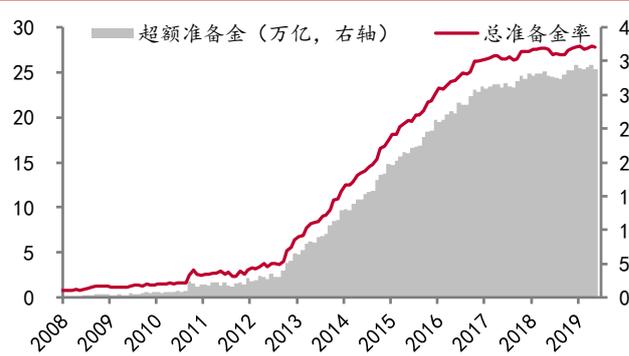
图表 3: 我国经济增速走势 (%)


来源: CEIC, 中泰证券研究所

日本过去 20 多年也采取了宽松的货币政策，但经济并未有明显起色。日本经济增速的趋势性下行很大程度上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，大量资金以超额准备金的形式滞留在银行体系内，日本法定准备金率仅为 0.79%，但算上超额准备金在内的总准备金率达到约 28%。所以央行和金融机构愿意放钱是一回事，居民和企业愿意不愿意借钱却是另一回事。

图表 4: 日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

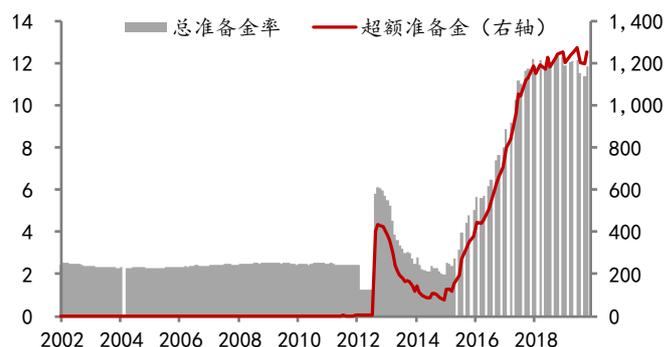
图表 5: 日本总准备金率 (%) 与超额准备金 (万亿)


来源: WIND, 中泰证券研究所

欧元区和日本类似，政策利率从 2000-2002 年的 3% 左右，经历了 3 轮大幅度的下调，目前已经降至负区间 -0.5%。但是实体融资的意愿也不强，很多钱都停留在了央行的超额准备金账上，欧洲央行法定准备金率为 1%，但包括超额准备金在内的总准备金率达到 12%。尽管货币政策如此宽松，但经济增速却和 20 年前一样，只能维持在 1.5% 左右。

图表 6: 欧元区政策利率与经济增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 欧元区超额准备金及总准备金率 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

3、不降息经济更差。

货币政策对长期经济增长作用不大, 降息未必能够改变经济运行的方向; 不过如果经济在下行, 也应该降低利率, 使得资金成本与经济基本面相适应, 否则经济下行速度会更快。也就是说, 降息未必有用, 但不降息经济会更差, 央行最终只能跟着基本面走。

2020 年和 2021 年我国的房地产市场都面临较大的均值回归压力, 是经济基本面回落的重要来源。我国房地产市场过去几年持续透支需求, 导致中小城市住房空置率高、房地产估值偏高。当前房地产市场的韧性, 更多来自上一波政策强刺激后“追涨杀跌”的惯性。房地产广义库存已经在回升, 说明房地产市场的供需关系已经在恶化, 土地购置、房价涨幅也在回落, 房地产市场正在从“追涨”转向“杀跌”。

从政策表态的定力来看, 我们不认为会快速的开启大水漫灌强刺激的模式。但这并不意味着央行不会降息托底经济, 毕竟基本面是“诚实”的, 猪价、房价都不是障碍, “稳就业”才是一切“稳”的中心, 央行或早或晚都只能跟着基本面走。从基本面的角度看, 经济难以持续企稳回升, 无非是下行速度快还是慢的问题, 后续货币政策依然会趋于宽松, 中国

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_7688



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn