

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究员：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

导读：

最近我们的“降息”系列报告引发了市场大讨论。在《降息大讨论》中，我们讨论了“该不该降息、下调 LPR 加点是不是降息、未来的降息空间还有多大”。

本文是降息大讨论的第二篇，详细对比传统降息和新型降息，包括降息的方式、背景、特征、传导渠道、影响。

1. 最近我们的“降息”系列报告引发了市场大讨论。在《降息大讨论》中，我们讨论了“该不该降息、下调 LPR 加点是不是降息、未来的降息空间还有多大”。

本文是降息大讨论的第二篇，详细对比传统降息和新型降息，包括降息的方式、背景、特征、传导渠道、影响。

图表1：最近我们的“降息”系列报告引发了市场大讨论

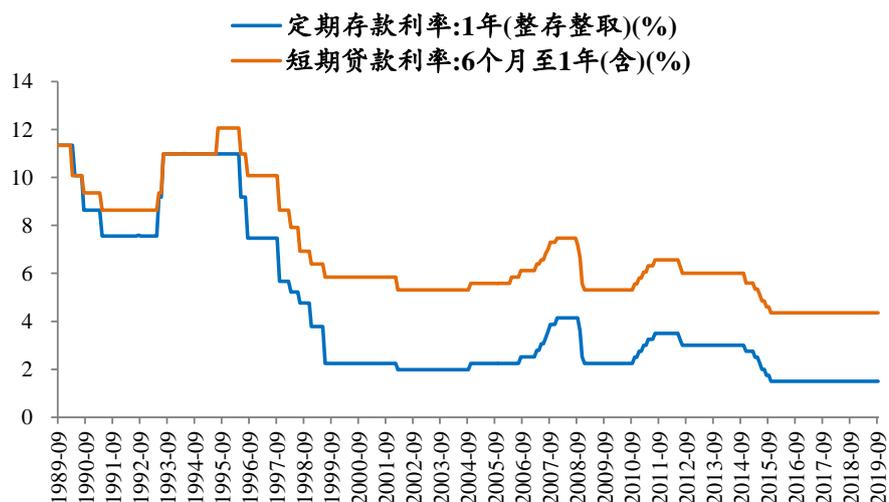


资料来源：恒大研究院

2. 从理论上讲，传统降息是指降低人民币存贷款基准利率，而新型降息是指通过下调 MLF 利率或加点的方式来降低 LPR 利率。LPR 改制使贷款合约“换锚”，LPR 取代贷款基准利率成为贷款合同约定价的锚。

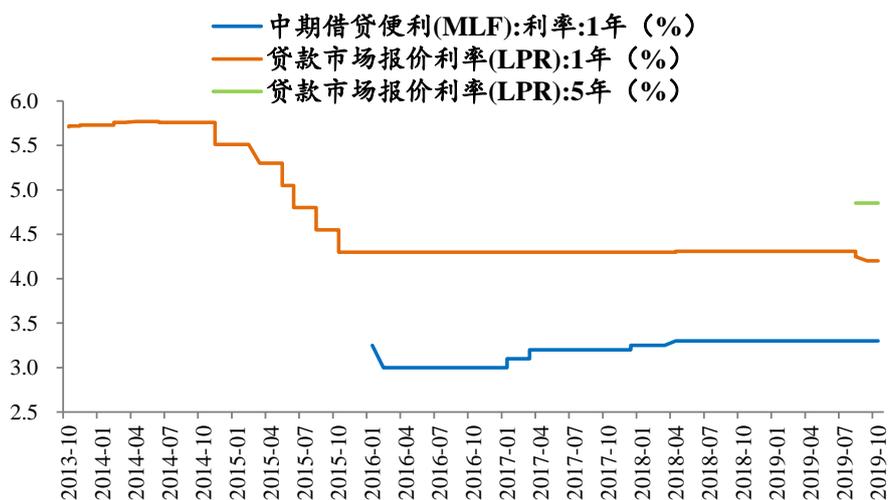
传统降息是指下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，新型降息是指下调 LPR 利率。改制前，贷款合同约定价在贷款基准利率的基础上进行上浮，贷款基准利率既是政策利率，也是贷款合同约定价的锚，降低贷款基准利率即降低政策利率；改制后，贷款合约“换锚”，LPR 取代贷款基准利率成为贷款合同约定价的锚。目前，LPR 由 MLF 和加点两部分组成，MLF 被视作政策利率，但加点压缩降低了贷款合约的基准，其本质就是降息。另外，原有的 LPR 多参考贷款基准利率进行报价，市场化程度不高，不能及时反映市场利率变动情况。

图表2：传统降息指标是存贷款基准利率



资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：传统降息指标是存贷款基准利率



资料来源：Wind，恒大研究院

3. 从实操上讲，外部风险和内部经济下滑是传统货币宽松开启的主要原因，政策往往以直接降息为主，推动社会融资成本下行；本轮新型降息是在流动性分层背景下的货币政策逆周期调节，注重疏通利率传导渠道，引导资金流向民企和小微企业。

外部风险和内部经济下滑是以往货币宽松开启的主要原因，政策往往以直接降息为主，推动社会融资成本下行。在传统的宽松周期中，大多面临外部风险和内部经济下滑，如2008年金融危机、2012年欧债危机爆发、2014-2015年国内经济增速换挡经济下滑等，“货币宽松—信用扩张—经济通胀，经济企稳—货币宽松结束”。流动性分层现象虽然也有存在但并不明显，因此央行降息时较少考虑结构性问题，大多只是直接降息，没有过多的结构性货币操作。因此，以往的大水漫灌会产生通货膨胀、资产泡沫问题，延缓过剩产能的出清。

本轮新型降息是在流动性分层背景下的货币政策逆周期调节，注重疏通利率传导渠道，引导资金流向民企和小微企业。当前流动性分层加剧，央企、国企地方债融资增加，但民企和小微企业融资难融资贵问题突出，叠加房地产政策收紧，央行降息更多考虑到精准滴灌，避免资金大规模流向过剩领域，注重引导资金流向民企和小微企业。在经济下行期，正常的货币政策逆周期调节能有效托底经济，为改革和转型赢得时间窗口，兼顾稳增长、调结构和促改革的多重目标。

当前国内经济数据全面回落，物价拿掉猪以后都是通缩，PPI 负增长，企业实际利率上升，贷款利率高企，需降息对冲。固定资产投资增速回落、房地产政策偏紧、制造业投资延续低迷、基建反弹力度有限、社零继续回落、出口增速下滑，货币政策宽松的空间已经打开。投资方面，房企融资全面收紧、销售总体降温、新开工放缓、土地购置负增长，预计房地产投资后续将继续回落。制造业投资延续低迷，当月增速转负。1-9 月制造业投资累计同比 2.5%，整体低迷。基建投资略回升但整体低迷，受地方公共财政吃紧、土地财政大幅减少、严控地方隐性债务制约，未来反弹幅度有限。消费方面，社零消费增速继续回落，汽车消费大幅下滑为主要拖累，未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、股市房市财富效应弱的抑制。出口方面，9 月出口增速继续下滑，对美出口增速创 1996 年以来新低，源于中美贸易摩擦升级。未来，虽然人民币贬值利好出口，但在全球经济下行、中美贸易摩擦加剧背景下，出口将继续下滑，全年负增长。PMI 方面，9 月制造业 PMI 为 49.5%，略有回升但仍连续 5 个月低于荣枯线，经济下行压力较大。未来随着中美贸易摩擦冲击、经济下行加大、PPI 通缩、企业实际利率上升，货币政策宽松的空间已经打开。

4. 在降息特征方面，传统降息大多是“一步到位、大水漫灌”式的降息，寻求迅速降低社会融资成本，但效果逐步减弱、时滞越来越长；而新型降息是“改革式、市场化、渐进式、结构性”的，是小幅度、高频率的降息。

传统降息讲究“一步到位”，且对流动性分层关注甚少，因此更多是通过“大水漫灌”式的降息迅速降低社会融资成本。传统降息由于缺乏隔离机制，资金更倾向于流向房地产、地方融资平台等，对实体经济的支持力度并不如预期的大，因此大多是“大水漫灌”式的降息，“精准度”不足。此外，传统降息大多“一步到位”，节奏快、幅度大，能够在短期内迅速降低融资成本，但长期来看效果不佳，宽松对经济的刺激效果逐步减弱，时滞也越来越长，例如 2009 年的货币宽松使 GDP 增速从 6.4% 回升至 11.9%，时滞半年；2012 年的货币宽松使 GDP 增速从 7.6% 回升 8.1%，时滞半年；而 2015 年的货币宽松只是结束了 GDP 下滑的趋势，稳定在 6.7% 左右，时滞达到一年。

新型降息的力度节奏都和以往有所不同，是“改革式、市场化、渐进式、结构性”的，是小幅度、高频率的降息。其一，改革式降息，央行推出 LPR 是为了逐步替代贷款基准利率，逐步与国际接轨，接近美国降息模式。其二，市场化降息，央行通过降准来降低市场利率，带动银行降低加点幅度，从而贷款利率下行，疏通货币传导渠道，更符合利率市场化方向。其三，渐进式降息，每次降息幅度较小，8、9、10 月 1 年期 LPR 三次各降低 5BP、6BP 和 0BP，频率较快、幅度较小。其四，结构性降息，新型降息区分 1 年期及 5 年期以上品种降息幅度，一方面推动实体融资利率下降，另一方面与当前的房地产调控形势配合，防止降息对于资产价格形成刺激。

5. 在降息方式方面,新型降息是“非对称降息”,引导金融资源配置。一方面只降低 LPR 贷款利率,存款基准利率保持不变,促使银行压缩利润空间让利于实体经济,真正支持实体企业融资;另一方面不同期限的 LPR 贷款利率不对称,延续“房住不炒”原则,避免资金大量流向房地产。传统降息仅 2008 年、2012 年和 2014 年出现过非对称降息。

传统降息大多为“对称降息”,仅 2008 年、2012 年和 2014 年 3 次实行了“非对称降息”。2008 年,三年和五年期定期存款利率分别下调 0.36% 和 0.45%,而一年以上各项贷款利率均仅下调了 0.27%,此举意在扩大银行存贷利差,稳定银行业利润,间接降低银行不良、改善银行资产质量,同时降低企业贷款负担,度过金融危机;2012 年,一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点,一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点,当时国内经济处于下行调整周期,非对称降息能够有效降低企业融资成本,缩减银行利润空间,服务实体经济;2014 年,一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点,存款基准利率下调 0.25 个百分点,主要目的是促进实际利率回归合理水平,缓解企业融资成本高的难题。

新型降息为小幅的“非对称降息”,一方面,通过下调 LPR 来降低贷款利率,但存款基准利率保持不变;另一方面,创设 5 年期以上品种 LPR,仅下调 1 年期 LPR,5 年期以上品种保持不变。在新型降息中,小幅降低 LPR,存款基准利率保持不变,央行通过“非对称降息”缩小银行的存贷差,压缩银行利润空间让利于实体经济,降低实体企业融资成本,缓解当前民营企业和小微企业融资难融资贵的问题。另一方面,期限不对称,避免资金大规模流向房地产,延续“房住不炒”的原则,使资金更多流向实体经济,真正起到支持民营企业和小微企业融资的目标。

6. 在传导渠道方面,传统降息通过“存贷款基准利率→旧 LPR 利率→贷款利率”、“公开市场操作利率→银行间市场利率”两条渠道传导,公开市场操作利率与贷款利率脱钩;而新型降息的传导渠道是“公开市场操作利率→新 LPR 利率→贷款利率”,央行公开市场操作利率能够直接传导至实体贷款利率,两者挂钩,传导渠道较改革前更加通畅。

从传统的降息的传导渠道来看,公开市场操作利率只传导至银行间市场,很难带动实体经济贷款利率下行。改革前,央行下调贷款基准利率后实际贷款利率下行,从而带动各类市场利率和企业融资成本下行,形成“存贷款基准利率→旧 LPR→贷款利率-广谱利率”的传导渠道。此外,“央行公开市场操作利率→银行间市场利率”是另一条流动性传导渠道。这样就造成了央行的公开市场操作利率和实体企业贷款利率脱钩的现象,央行降低公开市场操作利率只能带动银行间市场流动性宽裕,但很难传导至实体经济中。而实体经济融资成本的降低只能依赖存贷款基准利率,因此导致流动性传导并不通畅。

从新的利率传导渠道来看,LPR=MLF 利率+银行加点,商业银行可以通过调整 LPR 加点、央行可以通过直接调整 MLF 利率进行降息。通过“公开市场操作利率→新 LPR→贷款利率→广谱利率”,央行公开市场操作能够逐步传导至实体经济的贷款利率,传导渠道开始通畅。从银行加点看,加点幅度取决于银行自身资金成本、市场供求和风险溢价等因素。短期市场供求和风险溢价较难调整,可以通过降准降低银行资金成本。9 月 6 日央行通过降低存款准备金释放 9000 亿元基础货币,商业银行资金成本每年可降低约 150 亿元,带动本次 LPR 加点幅度降低 5 个 BP。从 MLF 利率看,至今接近一年半时间尚未调整 MLF 利率,表明政策利率已走出过去的加息周期。今年以来美联储降息 50 个 BP,未来可能还会继续降息,中国可能会跟随降低 MLF 利率,进入降息周期。同时,MLF

利率目前处在历史高位，降幅空间较大，后续央行可以通过降低 MLF 利率大幅降低 LPR。

7. 从影响上讲，传统降息见效明显，但是极易引发资产价格的大幅波动，2015 年降息触发了股票和房地产牛市，稳增长和调结构难以兼顾。LPR 降息对资产价格刺激小，但逆周期调节效果偏弱，且见效周期长。据测算，当前 LPR 降息 11BP 效果仅有传统降息 25BP 的 1%，随着贷款合约更新和 LPR 普及，LPR 降息效果将逐渐显现，但仍只有传统降息效果的 20%。更大力度的逆周期调控有待央行降低 MLF 和财政政策发力。

传统降息往往一步到位，对需求刺激效果强但极易引发资产价格的波动；LPR 降息有渐进式和结构式特点，减少对资产价格冲击同时也能有效促进融资需求，托底经济。

1) 对股市的影响：2015 年降息直接催生了大牛市，本轮 LPR 降息对股市影响有限。从上证指数历史走势看，2014 年 11 月-2015 年 5 月央行 3 次降息直接催生了 2014-2015 年大牛市的三段主升浪，3 次降息后上证指数 30 个交易日的涨幅分别为 35%、24.9%和 8.8%；牛市泡沫破裂后，央行降息对股市影响效果减少，但仍引发市场大幅波动，6 月 28 日和 8 月 26 日降息后的 3 个交易日上证指数上下波动幅度超 5%。今年 8、9 月 LPR 降息后上证指数并未出现大幅波动，LPR 降息对股市冲击较小。

图表4：2015 年降息催生了 A 股大牛市



资料来源：Wind，恒大研究院

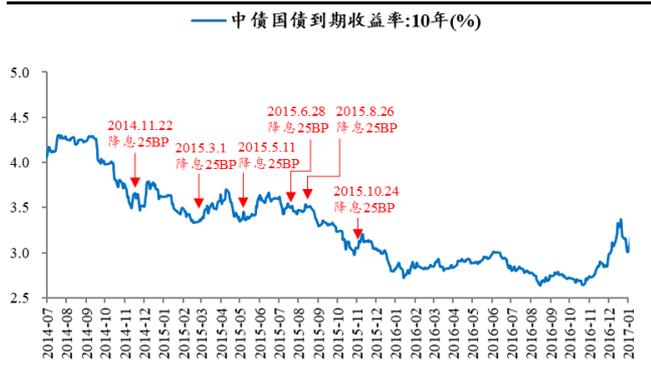
图表5：LPR 降息对 A 股影响有限



资料来源：Wind，恒大研究院

2) 对债市的影响：传统降息短期内对债券市场影响有限，LPR 降息后 10 年期国债收益率不降反升。从 10 年期国债到期收益率看，2015 年降息短期内并未影响债券走势，一方面是长久期国债收益率主要反映市场预期，另一方面债券交易以机构投资者为主，市场有效程度高。但从中长期来看，降息仍然会通过金融机构资产配置逐渐传导至债市。LPR 降息幅度小，因此对债券市场影响有限，今年 8、9 月 LPR 降息后 10 年期国债收益率不降反升。

图表6：传统降息短期内影响债券收益率



资料来源：Wind，恒大研究院

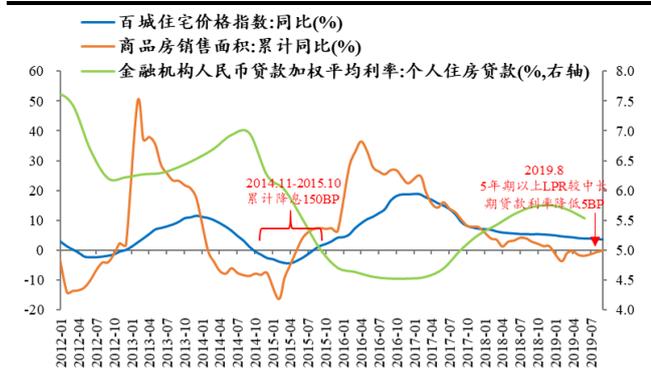
图表7：LPR 降息后 10 年期国债收益率下降



资料来源：Wind，恒大研究院

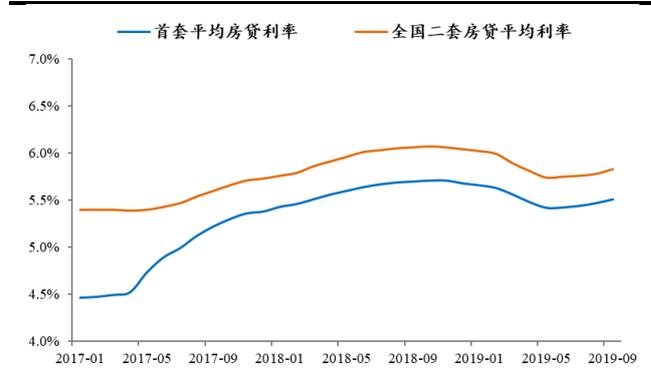
3) 对房价的影响：2015 年降息使房地产由熊转牛，LPR 为房贷设立 5 年期以上品种，个人住房贷款利率不降反升。2015 年央行降息引发购房高潮，百城住宅价格指数和商品房销售面积均触底回升，且随着基准利率降低逐渐传导至个人住房贷款，房地产迎来量价齐升的大牛市。本轮 LPR 改革针对个人住房贷款设立 5 年期以上品种，搭建了实体经济与房地产之间的“防火墙”，达到了降低实际融资成本与“房住不炒”的双重目标。根据融 360 的高频数据，8、9 月 LPR 降息后房贷利率不降反升，9 月全国首套房贷平均利率 5.51%，较 5 月上升 9BP，二套房贷平均利率 5.83%，较 5 月上升 9BP。

图表8：2015 年降息引发房地产牛市



资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：LPR 改制后房贷利率不升反降



资料来源：融 360，恒大研究院

4) 实体经济 LPR 降息效用明显不及基准利率降低 2014、2015 年

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_9222

