

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

引言：近期我们先后发布了《充分估计当前经济形势的严峻性》《该降息了》一系列报告，引起业内广泛关注，并引发市场关于“该不该降息”的大讨论。本文就几个关键问题进行专业客观理性的探讨，以期引导行业进步。

1. 最近我们的“降息”系列报告引发了市场大讨论。争论焦点集中在三大方面：1) 该不该降息？2) 下调 LPR 加点是不是降息？3) 未来的降息空间还有多大？

反方观点认为，当前不具备降息条件，LPR 下降不算降息，5BP 幅度太小不意味着宽松。

我们认为，当前国内经济数据全面回落，经济下行压力加大，拿掉猪以后都是通缩，PPI 转负，实际利率上升，企业融资成本高，应该降息。而且 LPR 下降是改革式、市场化的新型降息，未来降准降息都具备一定的调整空间。降息降准是逆周期调节，促进短期经济平稳运行，为长期改革开放创造宏观环境。

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. 争论 1：该不该降息？

反方观点认为不应该降息，认为经济仍具有韧性、通胀约束、房价压力较大、8月金融数据回暖。

我们认为，当前国内经济形势严峻，拿掉猪以后都是通缩，PPI 转负，实际利率上升，企业融资成本高，且金融数据难改疲软态势，应该降息。

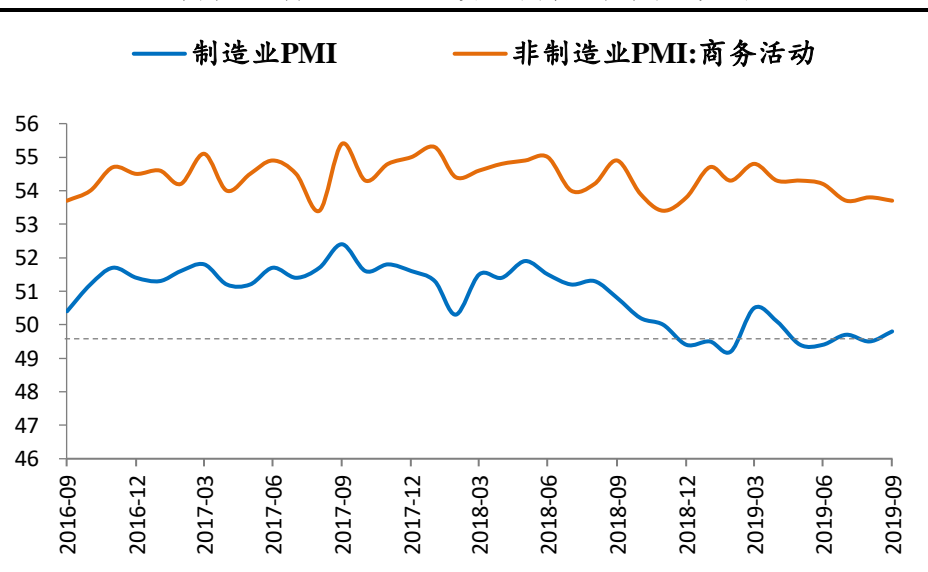
1) 反方观点 1：经济有下行压力但韧性仍然很强，因此无需降息。

我们认为：当前经济下行压力较大，8月经济数据全面下滑，中期经济再下台阶。8月固定资产投资增速回落，基建、制造业整体低迷，社零消费增速回落，出口增速下滑（参见报告《经济再下台阶——全面解读8

月经济金融数据》)。9月制造业PMI指数49.8%，环比回升0.3个百分点，主要受国庆前抢生产、贸易摩擦抢出口和油价反弹等短期因素影响，可持续性较差，并且PMI已经连续5个月低于荣枯线（参见报告《短期抢生产、抢出口，中期经济形势严峻——点评9月PMI数据》）。

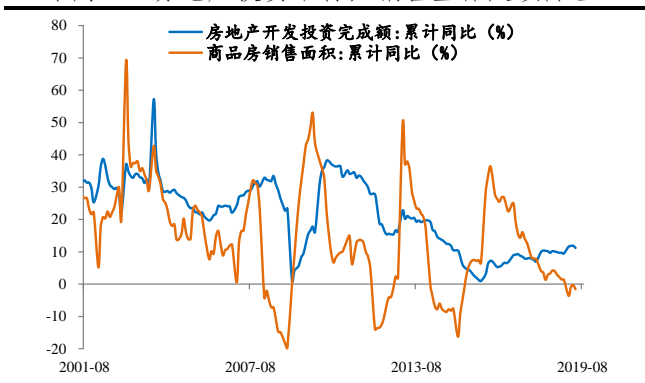
中期看，受5-8月中美贸易摩擦升级、欧美主要经济体增长放缓、6-9月房地产融资密集收紧、房地产销售土地购置下滑、库存复苏周期已过、地方财政收入大幅下滑等影响，我们维持2019年下半年-2020年上半年经济将再下台阶的判断（参考报告《生于忧患——2019年中期宏观展望》，2019年6月），2019年下半年经济下行斜率较缓，但2020年上半年经济下行斜率较大。未来两年GDP增速将下降0.5个百分点左右（参见报告《经济再下台阶——全面解读8月经济金融数据》）。

图表2：制造业PMI连续5个月处于荣枯线之下



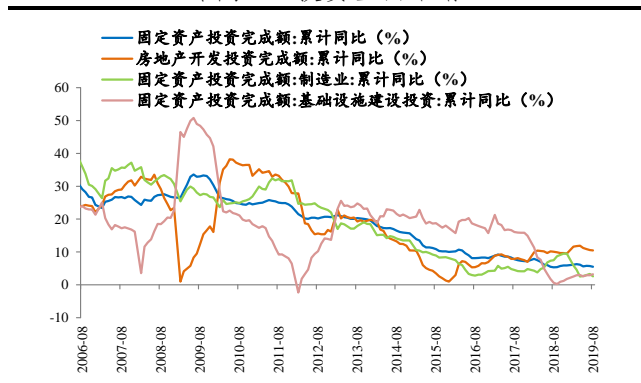
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：房地产投资下行，销售整体延续降温



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：投资全面下滑



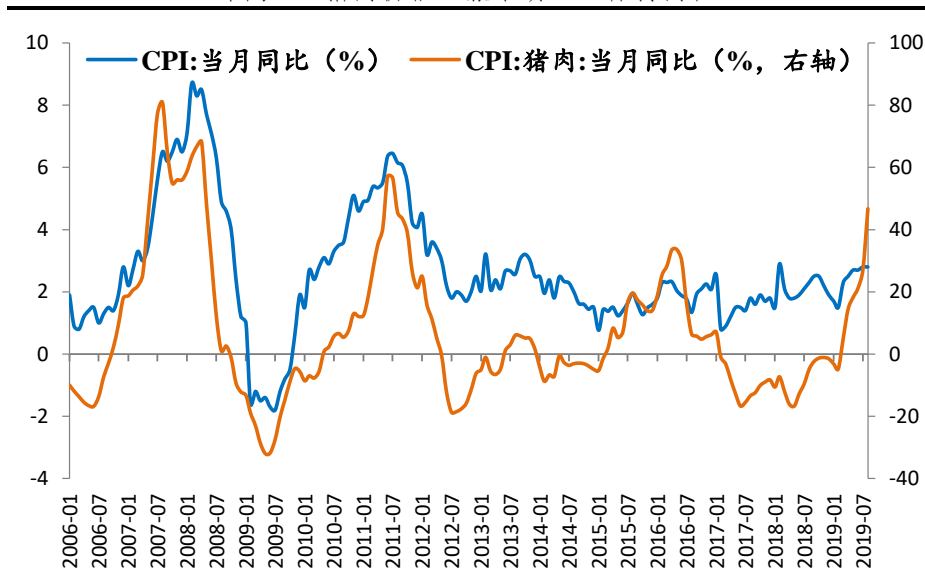
资料来源：Wind，恒大研究院

2) 反方观点 2：当前通胀压力大约束了货币宽松空间，因此无需降息。

我们认为：拿掉猪以后都是通缩，且猪肉价格上涨主要由供给端恶化推动，主要是结构性而非全面性，并非受货币超发或需求过热推动。

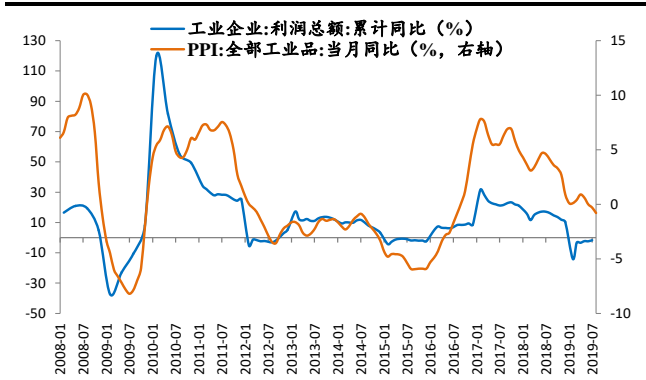
瘟疫及环保因素导致猪肉价格高涨，超级猪周期带动 CPI 保持高位，但核心 CPI 和非食品 CPI 下行，PPI 连续三个月为负，通缩加剧，实际利率上升，企业利润承压，需降息对冲。

图表5：猪肉价格上涨带动 CPI 保持高位



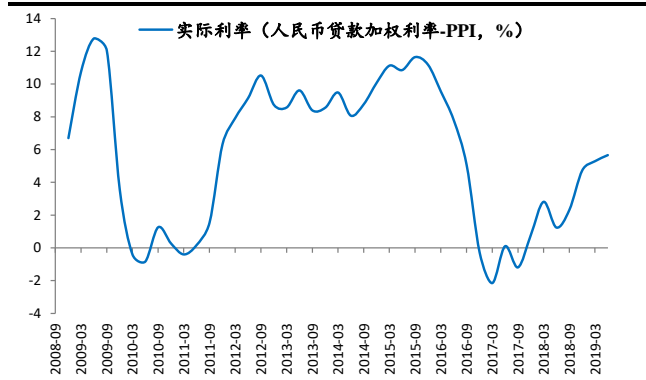
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：PPI 下滑拖累工业企业利润



资料来源：Wind，恒大研究院

图表7：PPI 下行，实际利率上升



资料来源：Wind，恒大研究院

3) 反方观点 3: 降息对资产价格刺激较大，目前需要稳房价稳地价，因此不应该降息。

我们认为：通过前期房地产融资政策的不断落实，以及 LPR 形成机制改革建立针对房贷的 5 年期 LPR，建立起降息降准与房地产之间的防火墙，能够减少对资产价格的刺激。既有助于推动实体融资利率下降，也与当前的房地产调控形势配合。8 月 17 日央行改革 LPR 形成机制后，8 月 25 日相应改革个人住房贷款利率，要求自 10 月 8 日起，新发放个人住房贷款利率以 LPR 加点方式形成，由于住房贷款多期限较长，主要参照 5 年期以上 LPR 品种定价。通过稳定 5 年期以上品种 LPR，与近期房地产调控形势相配合，防止降息对于资产价格形成刺激。另外，未来按

揭贷款分两部分，一是 LPR，二是加点。从目前各地公布的最低加点幅度来看，均高于或持平于现行房贷利率，保持房贷政策平稳。

4) 反方观点 4: 根据 8 月短期金融数据判断社融、信贷有所回暖，因此无需降息。

我们认为：8 月金融数据只是短暂企稳，受经济下行、房地产融资收紧等因素影响，难改疲软态势。一是经济下行压制商业银行风险偏好和企业融资意愿，企业中长期贷款持续改善可能性较小；二是房地产融资收紧或使信托融资重回负增长，预计未来表外融资将持平于去年；三是 2019 年专项债额度即将耗尽，9 月新增专项债额度仅 2000 余亿元，去年同期达 7389 亿元。

3. 争论 2: 降低 LPR 加点是不是降息？

反对观点认为，降低传统政策利率才是降息，并且此次 LPR 降息幅度和影响范围小，不算降息。

我们认为，降息旨在降低企业融资成本，促进投资，LPR 是贷款合同约定价的新锚，降低 LPR 加点是“改革式、市场化”的降息。LPR 降息幅度小但频率快，存量贷款合约逐步受益，体现“渐进式、结构性”的降息。

1) 反方观点 1: 降息指降低传统政策利率，LPR 加点不属于政策利率，因此降低 LPR 加点和降息是两回事。

我们认为：降息 LPR 加点是否属于降息的争议源于理解视角的不同，也是市场化改革这一历史特殊时期的产物。降低 LPR 加点属于“改革式、市场化”的新型降息：

一是 LPR 作为贷款合同约定价的新基准，降低 LPR 加点本质即降息。LPR 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；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，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。

二是降低 LPR 加点属于市场化降息，央行通过降准降低银行资金成本，银行主动降低加点幅度，从而带到贷款利率下行。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。通过降低 LPR 加点的方式，而非直接降低 MLF 利率，充分体现了我国利率渠道疏通的一大进展，更符合利率市场化方向。事实上，美联储的政策利率也是通过市场化方式来实现，即美联储设定联邦基金目标利率，而后通过公开市场操作投放货币使存款机构间的拆解利率向目标利率靠拢。

三是当前处于 LPR 改制推广期，央行通过“MPA 考核+市场化改革”等手段助力商业银行完善定价模型，压缩银行加点。一方面倒逼商业银行完善 LPR 计算方式，更加科学的计算资金成本，增加对于市场资金的考虑权重，防止“换汤不换药”的情况。另一方面疏通利率传导机制，未来央行可以通过下调短端货币市场利率，带动长端贷款利率下行，从而传导至广谱利率下行，有效降低实体经济融资成本。

四是降低 LPR 加点与货币政策目标相匹配。降息最终目的在于降低企业融资成本、刺激企业投资需求，实现逆周期调节。降低 LPR 加点降低了实体企业融资成本，其效果与货币政策目标完全匹配。

2) 反方观点 2: LPR 加点降低的幅度和影响范围小, 8 月 LPR 仅降低 5BP, 只针对 1 年期最优客户的增量贷款, 因此不算降息。

我们认为: LPR 改革是利率市场化进程, 频率更快但幅度较小, 是“渐进式、结构性”降息:

一是 5BP 降息也是降息, 并且 8、9 月 1 年期 LPR 累计降幅达 11BP, 随着 10 月 15 日和 11 月 15 日城商行定向降准落地, LPR 报价的加点有进一步压缩空间。

二是制造业等实体企业的贷款普遍以中短期为主, 因此随着时间推移, 贷款合约逐渐更新, 实体经济存量贷款均会受益。此外针对增量贷款的渐进式降息也缓解了短期内对商业银行净息差的冲击, 避免利润收窄影响商业银行贷款投愿意。

三是 LPR 是 18 家商业银行针对最优客户的贷款报价利率, 实体经济融资利率=LPR+信用溢价。此前实体融资利率在贷款基准利率上进行上浮, 上浮比例即根据企业风险溢价进行调整的结果。

四是此次 LPR 降息旨在引导资金流向制造业、小微民营企业, 因此针对房地产设置了 5 年期以上品种, 避免大水漫灌和流向房地产。

同时, 反方观点 2 也反映了市场对于降息存在两个误区: 一方面, 市场过度关注边际增量, 忽视了 LPR 降息小幅但高频的特点, LPR 降息改变了以往“大水漫灌”的调控方式; 另一方面, 宽货币并不等于宽信用, 后者受实体经济借贷需求和央行宏观审慎监管的影响, 基建疲软、房地产融资收紧使货币供给量略显疲软, 但不可否认连续降准降息保持流动性合理充裕, 是货币宽松的重要表现。

4. 争论 3: 未来降息空间有多大?

反方观点认为: 受制于内外平衡以及经济转型调整, 降息空间很小。

我们认为: LPR 仍有不小的降息空间。全球正处于降息潮, 相比国外, 我国货币政策空间充分, 未来降准降息都具备一定的调整空间。此外反方观点混淆了货币政策逆周期调节和货币超发的关系, 大水漫灌的确会产生通货膨胀、资产泡沫, 延缓过剩产能的出清, 但在经济下行期, 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。货币政策不是只有过紧和超发, 还有大量的中间状态, 非此即彼的认识是十分业余的。

LPR=MLF 利率+银行加点, 目前商业银行 LPR 加点可进一步压缩, MLF 利率仍处于历史最高点, 后续央行通过 MLF 利率引导 LPR 降息空

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_9648

