

降低“实际利率”水平

——央行三季度例会解读

一、央行三季度例会强调“促进实际利率水平明显降低”

9月25日，人行货币政策委员会三季度例会召开，强调“经济下行压力加大”，“稳健的货币政策要松紧适度”，“促进实际利率水平明显降低”，“完善贷款市场报价利率形成机制”，与二季度例会（6月25日）相比，主要有以下几点变化：**对于国内外经济金融形势**，本次会议认为“人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升”，“稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求”，“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”，基本提法与二季度例会类似，不同的是**“经济下行压力加大”**，这也与三季度经济数据的偏弱的表现，货币政策降准操作相一致。**关于货币政策操作**，本次会议认为“稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，与此前提法一致，同时强调了“下大力气疏通货币政策传导”。此外，强调“坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低”，这是相对二季度例会没有的提法，体现了对这一问题的重视。**关于货币政策总基调**，本次会议认为“灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”，与二季度会议不同的是，增加了“深化利率市场化改革，完善贷款市场报价利率形成机制，推动实际运用”，这也与LPR报价的改革相一致。**我们认为，在当前总需求偏弱的背景下，需要相对宽松的货币环境，需要政策利率下调的来引导实际利率水平明显降低，预计将下调7天逆回购、MLF政策工具利率。**当前我国政策利率实际上由一系列利率体系构成，其中7天逆回购利率作为短期政策利率，在引导货币市场中已经发挥了重要作用；MLF利率属于中期政策利率，在引导中长期贷款利率水平中将发挥重要作用。当前，央行政策利率下调的时间窗口可能打开。从内部来看，提升资本回报率需要降低实际利率水平；此外，决定企业经济行为的是实际利率，而非名义利率。2018年以来各期限名义利率下降，但并不意味着企业融资成本的下降，名义利率的下降并没有带来企业投资的改善。实际上，影响企业投资的是实际利率，虽然名义利率下降，但在PPI通缩下，实际利率反而是上升的，将对投资产生抑制作用。从外部来看，中美贸易摩擦的不确定性，以及全球经济的走弱，叠加多个央行的降息的背景下，我国下调政策利率的窗口已经打开；从货币政策框架的调整来看，也需要通过下调政策利率的方式来收窄利率走廊，以更好的实现利率的调控。

二、全球央行观察

- **美联储：部分官员对降息存在分歧。**费城联储主席哈克表示个人认为应该维持利率不变。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示个人主张更大幅度的降息。芝加哥联储主席埃文斯表示，美联储的政策仍是有一点点宽松的；个人的利率预计不包括再次降息。圣路易斯联储主席布拉德表示，认为今明两年通胀将不会达到2%的目标；支持今年再度降息25个基点。
- **欧央行：德拉吉表示需要高度宽松的政策立场。**欧央行行长德拉吉表示，如果希腊继续取得进展，其最终将会被纳入QE的购买范围，对此有信心；需要高度宽松的政策立场，欧央行准备好使用所有工具。
- **日本央行：黑田东彦表示继续耐心地实施强有力的宽松货币政策。**
- **其他央行：墨西哥、菲律宾央行降息，新西兰、泰国央行维持利率不变。**

三、文献推荐

- 银行间市场利率的不确定性和银行贷款（ECB）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下:

一、央行三季度例会强调“促进实际利率水平明显降低”

9月25日,人行货币政策委员会三季度例会召开,强调“经济下行压力加大”,“稳健的货币政策要松紧适度”,“促进实际利率水平明显降低”,“完善贷款市场报价利率形成机制”,具体来看,与二季度例会(6月25日)相比,主要有以下几点变化:

对于国内外经济金融形势,本次会议认为“人民币汇率总体稳定,双向浮动弹性提升”,“稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求”,“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”,基本提法与二季度例会类似,不同的是“**经济下行压力加大**”,这也与三季度经济数据的偏弱的表现,货币政策降准操作相一致。

关于货币政策操作,本次会议认为“稳健的货币政策要松紧适度,把好货币供给总闸门,不搞“大水漫灌”,与此前提法一致,同时强调了“下大力气疏通货币政策传导”,此外,强调“坚持用市场化改革办法**促进实际利率水平明显降低**”,这是相对二季度例会没有的提法,体现了对这一问题的重视。

关于货币政策总基调,本次会议认为“灵活运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕”,与二季度会议不同的是,增加了“深化利率市场化改革,**完善贷款市场报价利率形成机制,推动实际运用**”,这也与LPR报价的改革相一致。

我们认为,在当前总需求偏弱的背景下,需要相对宽松的货币环境,需要政策利率下调的来引导实际利率水平明显降低,预计将下调7天逆回购、MLF政策工具利率。当前我国政策利率实际上由一系列利率体系构成,其中7天逆回购利率作为短期政策利率,在引导货币市场中已经发挥了重要作用;MLF利率属于中期政策利率,在引导中长期贷款利率水平中将发挥重要作用。当前,央行政策利率下调的时间窗口可能打开。从内部来看,提升资本回报率需要降低实际利率水平;此外,决定企业经济行为的是实际利率,而非名义利率。2018年以来各期限名义利率下降,但并不意味着企业融资成本的下降,名义利率的下降并没有带来企业投资的改善。实际上,影响企业投资的是实际利率,虽然名义利率下降,但在PPI通缩下,实际利率反而是上升的,将对投资产生抑制作用。从外部来看,中美贸易摩擦的不确定性,以及全球经济的走弱,叠加多个央行的降息的背景下,我国下调政策利率的窗口已经打开;从货币政策框架的调整来看,也需要通过下调政策利率的方式来收窄利率走廊,以更好的实现利率的调控。我们认为,在当前总需求偏弱的背景下,需要相对宽松的货币环境,预计央行将下调7天逆回购、MLF政策工具利率,引导降低实体经济融资成本,向市场释放货币宽松的信号,稳定和提振市场预期与信心。

图表 1：中国人民银行货币政策委员会二三季度例会比较

	二季度例会	三季度例会
经济金融形势	当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换。人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求，宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制，金融风险防控稳妥果断推进，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但仍存在一些深层次问题和突出矛盾， 国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多。	当前我国主要宏观经济指标保持在合理区间，经济增长保持韧性，增长动力持续转换。人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求，宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制，金融风险总体可控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化， 但经济下行压力加大 ，国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多。
货币政策操作	创新和完善宏观调控，适时适度实施逆周期调节，加强宏观政策协调。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架， 进一步疏通货币政策传导渠道。 按照深化金融供给侧结构性改革的要求，优化融资结构和信贷结构，加大对高质量发展的支持力度，提升金融体系与供给体系 and 需求体系的适配性。改进小微企业和“三农”金融服务，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。	创新和完善宏观调控，加大逆周期调节力度，加强宏观政策协调，形成合力。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，保持物价水平总体稳定。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，按照深化金融供给侧结构性改革的要求，优化融资结构和信贷结构，加大对推动高质量发展的支持力度，提升金融体系与供给体系 and 需求体系的适配性。 下大力气疏通货币政策传导 ，坚持用市场化改革办法促进 实际利率水平明显降低 ，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。
政策总基调	坚持稳中求进工作总基调，着力激发微观主体活力，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康发展。打好防范化解金融风险攻坚战，在推动高质量发展中防范化解风险，把握好处置风险的力度和节奏，稳定市场预期，守住不发生系统性金融风险的底线。	坚持稳中求进工作总基调，着力激发微观主体活力，全面做好“六稳”工作。灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。深化利率市场化改革， 完善贷款市场报价利率形成机制，推动实际运用 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济持续健康发展。打好防范化解金融风险攻坚战，在推动高质量发展中防范化解风险，把握好处置风险的力度和节奏，稳定市场预期，守住不发生系统性金融风险的底线。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行：货币市场利率下降

国内货币市场利率下降。9月27日，R007、DR007、Shibor3M分别较上周（9月20日）波动-101bp、-42bp、0.9bp至2.0%、2.4%、2.7%。下周一有200亿逆回购到期。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor利差回落。9月27日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（9月20日）分别波动150bp、110bp、-2.7bp至1.84%、2.23%、2.25%；1周Libor-Hibor利差回落至10bp。

2. 美联储：部分官员对于降息存在分歧

费城联储主席哈克表示，美联储利率十分接近中性水平；个人认为应该维持利率不变。

明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，距离劳动市场推动通胀至2%还有很长一段距离；个人主张更大幅度的降息。

芝加哥联储主席埃文斯表示，美联储的政策仍是有一点点宽松的；个人的利率

预计不包括再次降息。

圣路易斯联储主席布拉德表示，认为今明两年通胀将不会达到 2% 的目标；支持今年再度降息 25 个基点。

达拉斯联储主席卡普兰表示，未来宽松政策的边际效用将逐渐递减；目前难以确定是否有必要进一步降息，对此问题持开放态度；个人已经把中性利率预期降至 2%。

3. 欧央行：德拉吉表示需要高度宽松的政策立场

欧央行行长德拉吉表示，如果希腊继续取得进展，其最终将会被纳入 QE 的购买范围，对此有信心；需要高度宽松的政策立场，欧央行准备好使用所有工具。欧央行首席经济学家连恩表示，在必要时，欧央行存在进一步降息的空间。

欧央行管委维勒鲁瓦表示，支持新刺激方案的许多内容，包括前瞻性指导和引入分层利率；央行购买私有资产的规模应保持在最低水平，购买过多的私有资产，如公司债券，可能会扭曲资产价格传递的风险信号。

4. 日本央行：黑田东彦表示继续耐心地实施强有力的宽松货币政策

日本央行行长黑田东彦表示，重要的是要继续耐心地实施强有力的宽松货币政策，以保持通胀实现目标的动能；超长期国债收益率的大幅下滑可能有损经济。

日本央行委员政井贵子表示，额外的宽松措施存在多种选择，采取措施加强宽松政策的可持续性是合适的；负利率是刺激工具之一，日本央行将会采取一揽子政策，聚焦于单一工具是不适合的。

5. 其他央行：墨西哥、菲律宾央行降息，新西兰、泰国央行维持利率不变

9 月 25 日，新西兰联储维持官方隔夜拆款利率 1% 不变；泰国央行将在基准利率维持在 1.5% 不变。

9 月 26 日，菲律宾央行把关键利率下调 25bp 至 4%。

9 月 27 日，墨西哥央行降息 25bp 至 7.75%。

三、文献推荐

家庭资产组合的结构变化趋势

(来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019069pap.pdf>)

我们使用来自消费者金融调查 (SCF) 的数据来研究美国家庭资产组合在 1989 年至 2016 年之间的变化。在此期间，住房和金融市场资产这两项关键资产一直在推动家庭资产负债表的总体增长演化。但是，总量掩盖了整个财富分配中资产负债表构成的巨大异质性，大多数家庭在金融市场中拥有相对较小的资产份额，而在住房和其他非金融资产中则占有较大的份额。我们还描述了低收入，中等收入和高收入家庭之间典型的生命周期资产积累过程，尽管其水平差异很大，但总体是相似的。最后，我们使用家庭资产负债表来描述财务脆弱性是如何随时间变化的。

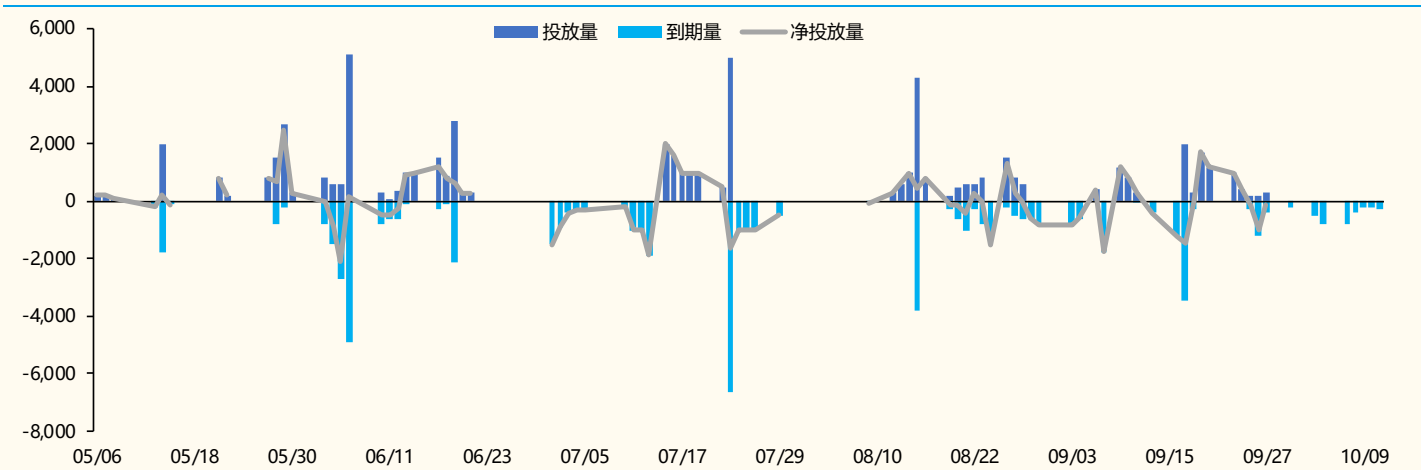
图表 1: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	当前利率	
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	-0.25	1.75-2.00	
	欧元区:存款便利利率									-0.10	-0.50	
	巴西:隔夜利率								-0.50	-0.50	5.50	
	泰国:隔夜利率								-0.25		1.50	
	中国香港:贴现窗基本利率								-0.25	-0.25	2.25	
	土耳其:一周回购利率							-4.25		-3.25	16.50	
	韩国:基准利率							-0.25			1.50	
	马来西亚:隔夜利率					-0.25					3.00	
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25			-0.25	-0.25	4.00	
	印尼:基准利率								-0.25	-0.25	-0.25	5.25
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25		-0.35			5.40
	南非:再回购利率								-0.25			6.50
	俄罗斯:关键利率							-0.25	-0.25		-0.25	7.00
	澳大利亚:隔夜利率							-0.25	-0.25			1.00
	新西兰:基准利率					-0.25				-0.50		1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25			-0.25		3.50
	乌克兰:贴现利率				-0.50				-0.50		-0.50	16.50
	智利:隔夜利率	+0.25						-0.50			-0.50	2.00
	墨西哥:基准利率									-0.25	-0.25	7.75
	埃及:贴现利率		-1.00							-1.50	-1.00	13.75
丹麦:基准利率									-0.65	-0.10	-0.75	
无变化	日本:政策目标利率										-0.10	
	英国:再回购利率										0.75	
	中国台湾:担保放款融通利率										1.75	
	加拿大:隔夜目标利率										1.75	
	瑞士:3 个月 LIBOR 目标利率										-0.75	
	保加利亚:基本利率										0.01	
	匈牙利:基准利率										0.90	
	波兰:28 日再回购利率										1.50	
以色列:基准利率										0.25		
加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25			+0.25	1.50	
	瑞典:再回购利率	+0.25									-0.25	
	捷克:2 周再回购利率					+0.25					2.00	

来源: Wind, 国金证券研究所整理

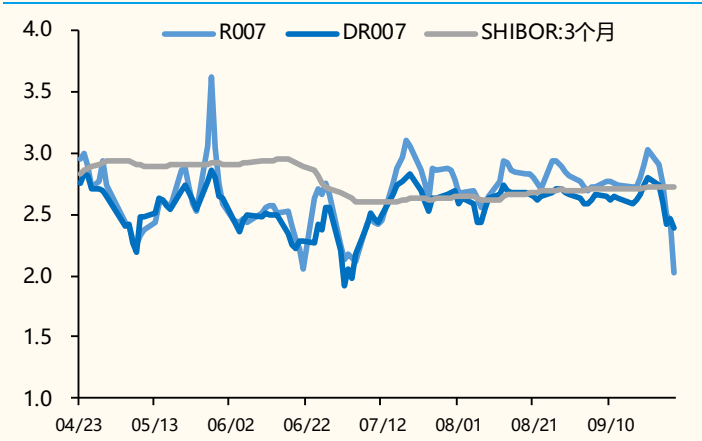
¹ 截至 2019 年 9 月 28 日

图表 2: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



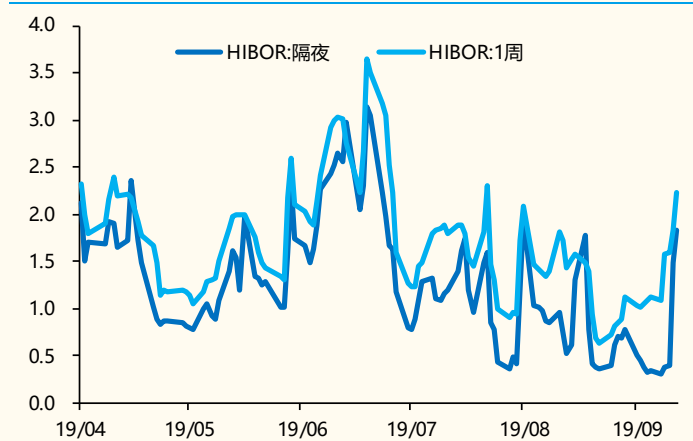
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 国内货币市场利率下降 (%)



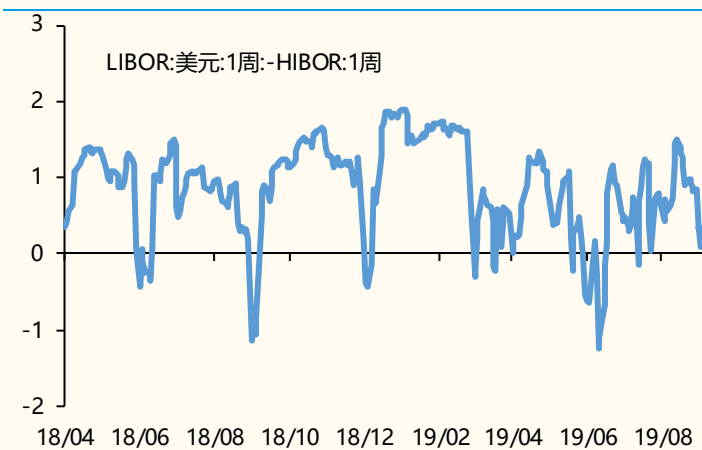
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: Libor-Hibor 利差回落 (%)



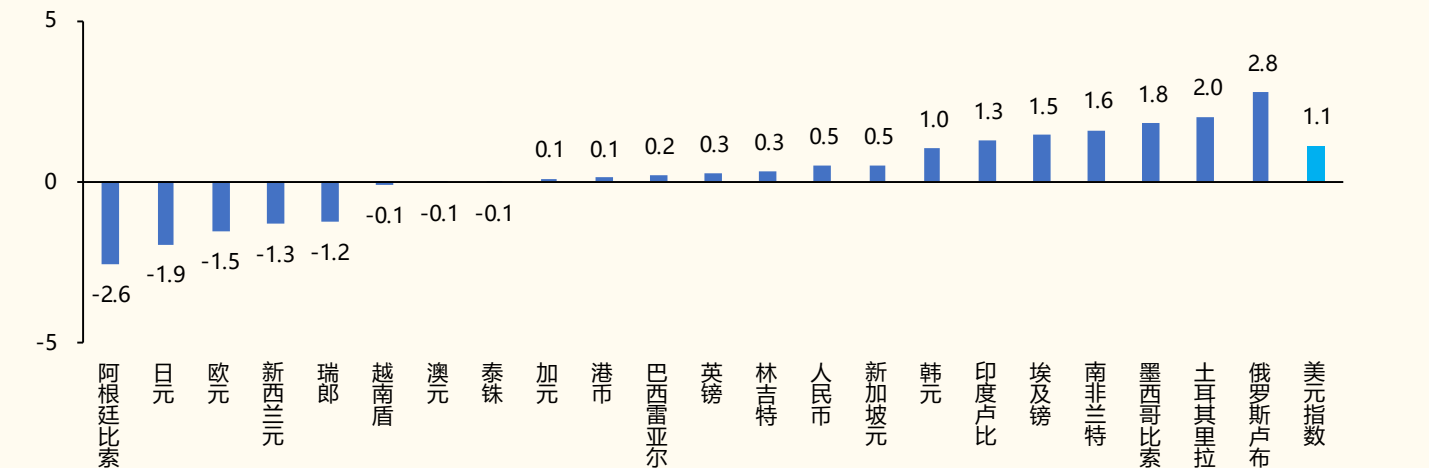
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: CME 数据显示的美联储降息概率 (9.28)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 175-200bp)				
	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2019/10/30			0.0%	44.9%	55.1%
2019/12/11	0.0%	0.0%	19.9%	49.4%	30.7%
2020/1/29	0.0%	6.8%	30.0%	43.0%	20.2%
2020/3/18	1.2%	10.9%	32.3%	38.9%	16.6%
2020/4/29	2.7%	14.1%	33.3%	35.6%	14.1%

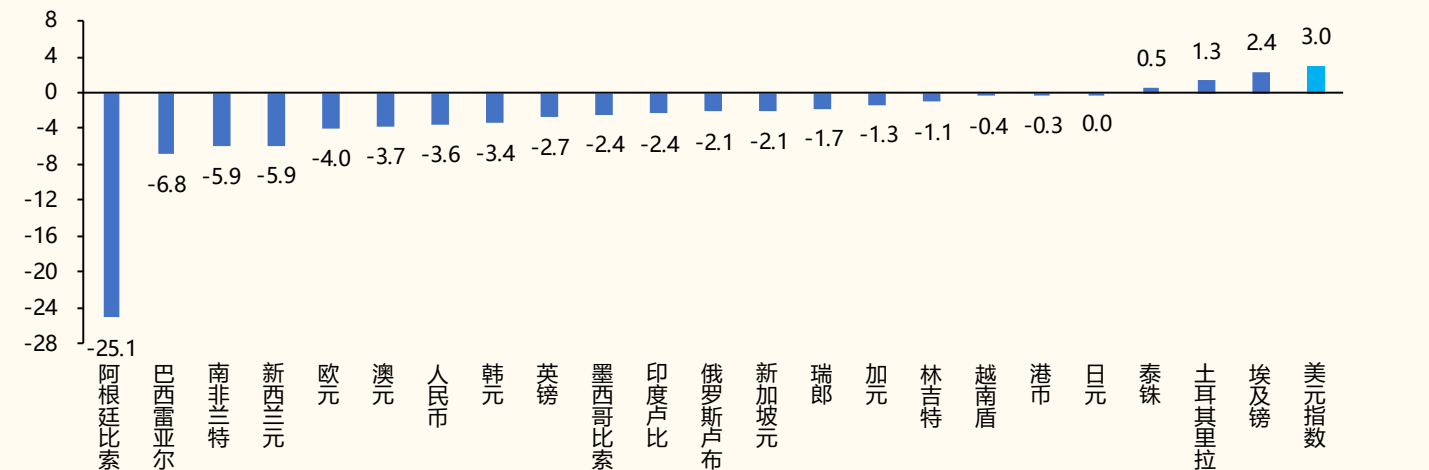
来源: CME, 国金证券研究所

图表 7: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



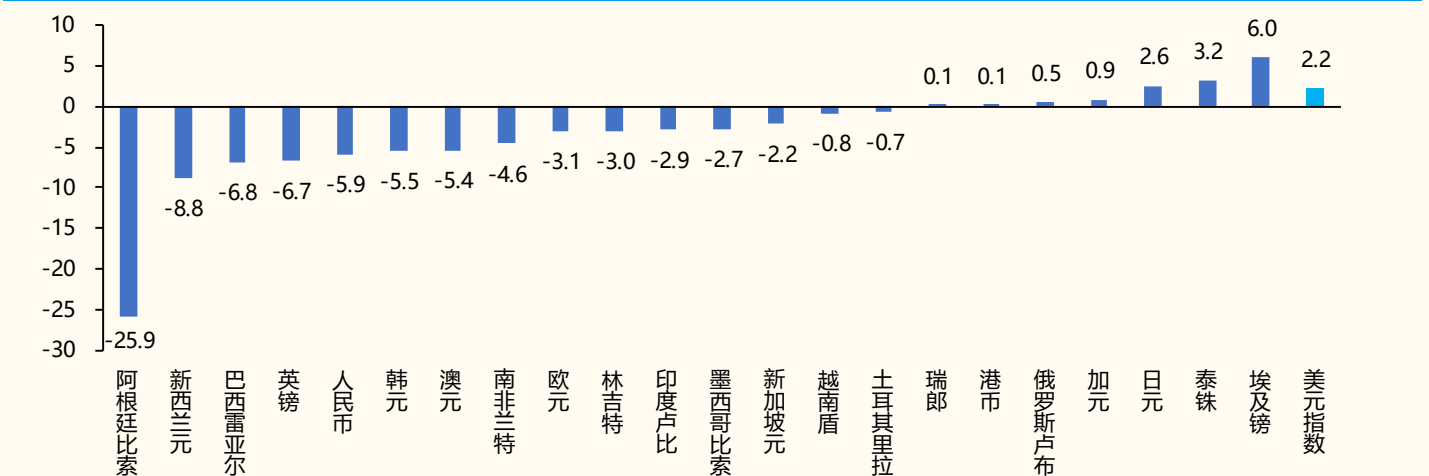
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
9月27日	以利率招标方式开展了300亿元逆回购操作，期限14天，利率2.70%
9月26日	以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作，期限14天，利率2.70%
9月25日	以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作，期限14天，利率2.70%
9月24日	以利率招标方式开展了400亿元逆回购操作，期限14天，利率2.70%
9月23日	以利率招标方式开展了1000亿元逆回购操作，其中7天，200亿元，利率2.55%，14天，800亿元，利率2.70%

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 11: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
9月28日	费城联储主席哈克	2020年	美联储利率十分接近中性水平；个人认为应该维持利率不变。
9月27日	里士满联储主席巴尔金	2021年	近期降息并不意味着美联储处于长期的宽松周期中。
9月27日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	2020年	距离劳动市场推动通胀至2%还有很长一段距离；个人主张更大幅度的降息。
9月26日	美联储副主席克拉里达	永久	自然失业率料将低于或等于4%；薪资上涨不会给通胀带来上行压力。
9月26日	达拉斯联储主席卡普兰	2020年	未来宽松政策的边际效用将逐渐递减；目前难以确定是否有必要进一步降息，对此问题持开放态度；个人已经把中性利率预期降至2%。
9月25日	芝加哥联储主席埃文斯	2019年	美联储的政策仍是有一点儿宽松的；个人的利率预计不包括再次降息。
9月24日	旧金山联储主席戴利	2021年	致力于确保美联储联邦基金利率在目标区间内。
9月24日	圣路易斯联储主席布拉德	2019年	认为今明两年通胀将不会达到2%的目标；支持今年再度降息25个基点。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	欧央行官员	投票权	上周讲话要点
----	-------	-----	--------

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_9864

