



靳毅：利率还有下行空间吗？



意见领袖 | 靳毅

核心观点

过去 40 年，全球利率下行在各国屡见不鲜。背后反映的是全球经济增速持续放缓。然而利率的下行并不完全是“匀速运动”，当地产部门出现问题后，各国利率往往都会出现明显的“下台阶”效应。本轮中国利率可能也会出现利率“下台阶”的趋势。

为了研究地产部门出现问题后，各国在货币政策或财政政策上的选择，我们重点选取了日本和美国两个典型案例：

①日本案例：地产泡沫破裂后，日本经济持续走弱存在两大核心矛盾：

1) 经济“负循环”难以打破；2) 不良资产持续积累，银行“惜贷潮”形成。

为了托底经济，上世纪 90 年代日本央行持续降息，也因此推动债市走出了一轮长达 7 年的牛市。最终，1998 年下半年，不良资产处置问题终于被摆上台面。“财政兜底”剥离不良资产计划的最终推出，也标志着日本债市暂时结束了牛市行情。

②美国案例：美联储在次贷危机中的反应显得更为及时，在短短 1 年时间内先后将政策利率调降至“零利率”水平，并推出第一轮量化宽松，使得美债走出一轮“快牛”行情。

伴随金融主体风险的逐渐化解，美国政府导向也由前期的“稳主体、

稳信心”，逐步转向了后期的“稳经济”。奥巴马签署财政刺激法案，使得美国就业市场和消费信心逐渐触底反弹，也标志着美国债牛的暂时结束。

历史上来看，地产部门一旦出现问题后，总是遵循“先货币，后财政”的处置思路：1) 地产对经济存在“溢出效应”，降息托底经济有必要；2) 降息有助于扭转资产价格下跌预期，进而疏解“资产缩水”压力；3) 货币政策调控更具灵活性。

当下，中国地产部门压力犹存，接下来，如何妥善处置地产“困境”仍是政策关注的重点。而目前稍显韧性的出口压力也并未完全显现。当中国出口压力进一步显现，届时央行继续降息的必要性凸显，叠加海外加息预期的钝化，也会为利率继续下行打开空间。

风险提示 全球经济超预期衰退，全球通胀超预期上行，新冠疫情传播超预期，历史经验推演存在误差。



1、利率会“下台阶”吗？

本次央行超预期开启降息，创造了在美联储加息时进行宽松操作的历史，也再次印证了当下国内经济所面临的压力。

从过往经验来看，地产投资和基建投资是国内经济的“双引擎”。当经济出现下行压力时，投资端的重新启动往往能助力经济开启新一轮周期。正是由于地产和基建投资增速经济基本面息息相关，过往投资端的表现对利率走势的影响十分显著。

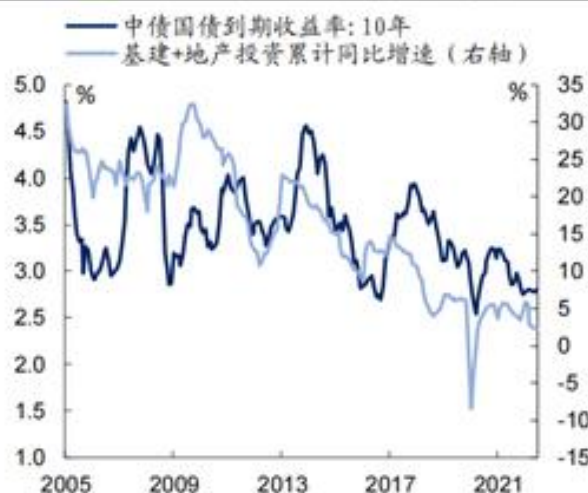
图 1：基建投资与房地产投资的“对冲效应”



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：2020-2021 年地产、基建投资数据采用两年复合增速

图 2：利率走势受地产和基建投资增速影响



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：2020-2021 年地产、基建投资数据采用两年复合增速

然而本轮不一样，基建弱发力，地产难发力格局在短期内或许难以改变。在“经济引擎”新旧交替之际，长端利率是否会面临系统性“下台阶”？

长期来看，在过去的 40 年时间内，全球利率下行在各国屡见不鲜。背后反映的是全球经济增速持续放缓，资本回报率不断下降，无法有效支

撑高利率环境。中期来看，利率的下行并不完全呈“匀速运动”。当地产部门出现问题后，利率都会出现明显的“下台阶”效应。几乎没有一个发达国家能在地产出现问题后，还能将利率维持在原先的水平。

因此，本轮中国利率可能也会出现利率“下台阶”的趋势。但是短期内，利率是否会继续下行，则取决于降息是否还有空间。本期报告，我们将尝试对这个问题进行简要探讨。

图 3：主要发达国家利率走势



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、海外地产“崩塌”启示录

纵观各国地产部门出现问题后，由于“旧引擎”无法继续支撑经济维持原有的增长模式，利率长期下行。然而各国央行在货币政策上的抉择，都在利率“下台阶”过程中，扮演了至关重要的角色。

为了总结其中的共性，我们选取了两大案例：1) 日本地产泡沫：逐渐

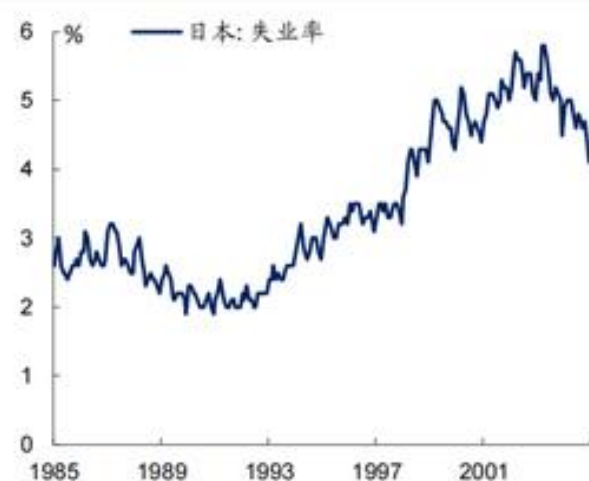
步入“零利率”时代；2) 美国次贷危机：联储重拳出击。

2.1 日本地产泡沫：逐渐步入“零利率”

1991 年起，伴随日本地产泡沫的破灭，日本经济遭遇重创。回过头来看，地产泡沫破裂后，日本经济持续走弱存在两大核心矛盾：

首先，经济的“负循环”难以打破。日本地产泡沫破灭后，上世纪 80 年代末期的投机浪潮开始“反噬”企业，逐渐有企业开始倒闭。居民失业率上升，消费需求下降，使得企业不得不进一步缩减开支，减少投资。而这又加剧了经济下行的压力，致使更多企业倒闭，从而导致经济陷入“负循环”。纵观上世纪 90 年代，投资和消费的下降，是日本经济下行的主要原因。

图 4：日本失业率持续上行



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：消费、投资下降拖累上世纪 90 年代日本经济



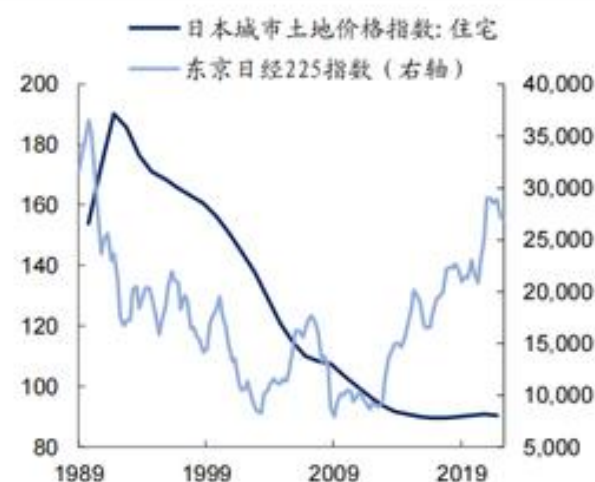
资料来源：Wind、国海证券研究所

其次，不良资产持续积累，银行“惜贷潮”形成，成为后期拖累经济的主要原因。在地产泡沫破灭后，地产和股市开启了长达 10 年的下跌。与

此同时，伴随不断有大量企业申请破产，“企业倒闭 + 资产减记”使得商业银行不良资产逐渐累积。

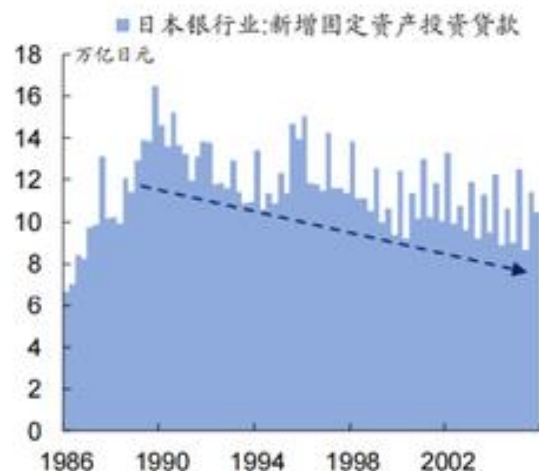
为了避免资产负债表进一步恶化，银行只能收紧信贷窗口。上世纪 80 年代日本地产投机热催生的“放贷潮”逐步演绎成了上世纪 90 年代的“惜贷潮”。贷款下降进一步遏制了企业的固定资产投资，从而加剧了经济的负向螺旋。

图 6：上世纪 90 年代，日本地产、股市持续下跌



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7：日本银行出现“惜贷潮”



资料来源：日本央行、国海证券研究所

当经济持续演绎“负螺旋”时，央行降息应对显得十分必要。上世纪 90 年代初期，日本央行的政策工具以贴现率为主，通过调降贴现率：

从商业银行角度来看，在“资产缩水”之际，降息为商业银行向央行贴现提供便利，有助于缓解银行资产负债表衰退的压力；

从实体企业角度来看，央行降息可以引导商业银行中长期贷款利率下行，以缓解企业的负债压力，通过拉动贷款来对冲银行“惜贷潮”，从而

扩大投资，为经济增长注入动力。

上世纪 90 年代日本央行持续降息，也因此推动债市走出了一轮长达 7 年的牛市，大致可以分为两个阶段：

1) 1991-1995 年：地产泡沫破灭后，日本央行在 1991 年至 1993 年间进行了 6 次降息操作，贴现率从最高 6.00%，下调至 1.75%，而降息也确实对日本经济起到了刺激作用，1993 年起，日本经济开始触底反弹，开启一轮“小复苏”行情。

虽然地产泡沫破裂后，日本经济遭遇重创，但是当时日本出口表现并不差，在此格局下，日元长期存在升值趋势。1995 年，日元再度大幅升值，出口承压与通缩加剧都对刚刚进入复苏期的日本经济产生了潜在威胁，于是日本央行选择再次降息，在 1995 年连续两次下调贴现率至 0.50%。

图 8: 1991-1993 年，日本降息刺激经济

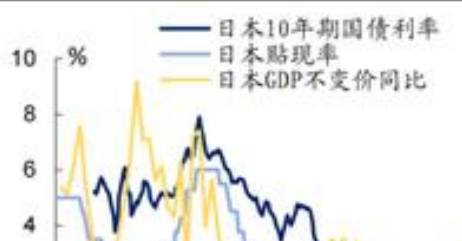
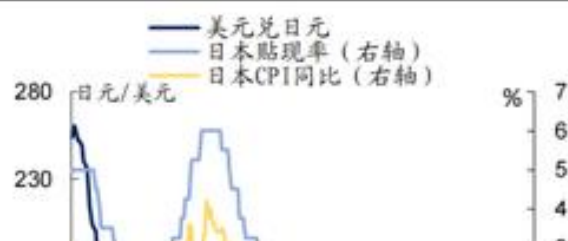


图 9: 1995 年，日本降息对冲日元升值



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_46183

