



靳毅：利率下行还有多少空间？



意见领袖 | 靳毅

我们在上期报告《利率还有下行空间吗？》中指出，历史上，几乎没有发达国家在地产出现问题后，还能将利率维持在先前的水平。并且，各国央行的货币政策在利率“下台阶”初期扮演着至关重要的角色。

当下，中国稳增长压力依旧聚焦在地产部门上，未来随着出口压力的进一步显现，降息或许仍有必要。那么，如果货币政策仍有空间，本轮利率还有多少下行空间呢？本期报告，我们尝试提供一个全新的视角，从“实际利率”的角度来回答这个问题。



1、拆解名义利率

在探讨实际利率前，我们首先要搞明白，实际利率和名义利率之间究竟有何关系？如果把利率视作资金融出方的要求回报率，一个经典的分析

范式可以将名义利率拆分为两部分：

1) 通胀预期。这部分溢价，主要用以补偿资金融出期间，由通胀带来的“名义回报”。在海外研究中，一种普遍做法是用过往 10 年的平均通胀来代替长期通胀预期。背后的逻辑是，短周期内通胀总是呈均值回归，长期平均通胀可以作为短期内未来通胀的有效锚点。

2) 实际利率。将名义利率剔除通胀预期后的剩余部分，可视作为融出方对资金要求的“真实回报率”。

将名义利率拆分为通胀预期和实际利率的方法，在美国通胀保护国债（TIPS）市场上可以得到有效印证。由于通胀保护国债票息随通胀浮动，因此 TIPS 利率往往被用来作为实际利率的“替代品”。如果将 10 年期美债利率减去过往 10 年的平均 CPI 同比增速，其结果和 TIPS 利率高度拟合。

图 1: 美债利率剔除通胀预期后能较好拟合 TIPS 利率

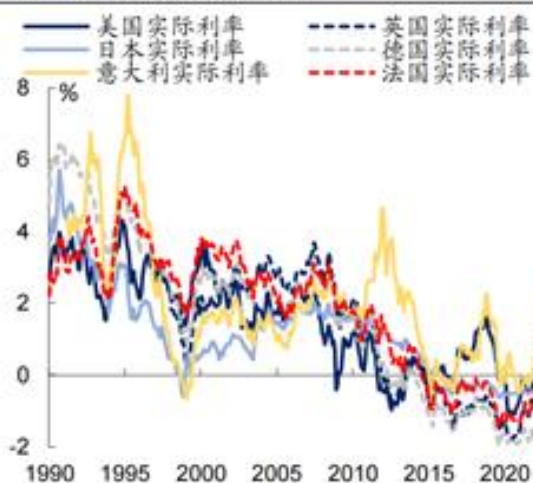


资料来源: Wind、国海证券研究所

注: TIPS 利率即美国通胀保护债券利率, 票息随通胀浮动调整; 通胀数据采用 CPI 同比增速。

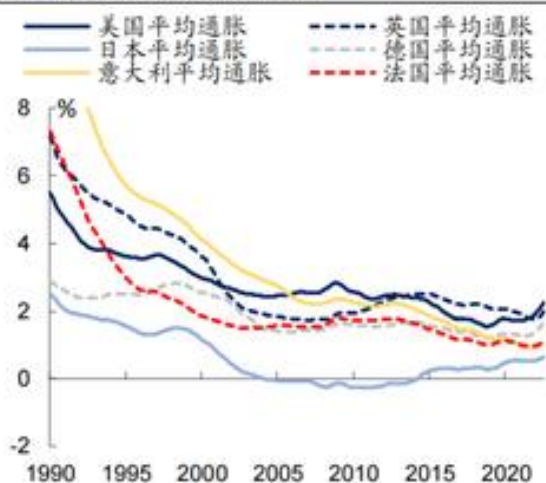
我们在上期报告《利率还有下行空间吗?》中提到, 从“大通胀”时期落幕以来, 全球各国利率呈现不断下行的趋势。我们采用相同的拆分方法, 对全球各国的 10 年期国债利率走势进行分析。不难发现, 近 40 年来全球利率的下行由通胀预期和实际利率中枢的下行共同推动。

图 2: 全球各国实际利率下行



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 全球各国通胀预期下行



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、利率下行还有多少空间？

2.1

实际利率还有下行空间吗？

正如我们在《利率还有下行空间吗？》中所分析的，央行的货币政策在利率“下台阶”过程中扮演着至关重要的角色。

理论上，央行通过调节政策利率，来影响各期限利率。而长期经济增长决定了资本回报率，当经济出现压力，央行可以通过降息，来引导实际利率下行。一旦实际利率低于资本回报率时，就能够刺激投资，进而达到拉动经济的作用。

以美联储为例，当美国经济进入下行周期后，美联储通过下调联邦基金利率，引导实际利率下行，可以帮助经济增长向长期平均增长趋势回归。

图 4：美国实际利率与经济增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：长期潜在经济增长为美国不变价 GDP 的 10 年移动平均增速

基建和地产投资是中国经济的两大“传统引擎”。央行通过降息，往往能起到刺激地产投资，从而达到拉动经济的目的。

历史上来看，中国实际利率和地产投资几乎同时见底。在 2016 年和 2020 年，国内经济存在较大下行压力时，随着央行逐渐降息，地产销售逐渐企稳，率先见底。随着销售回款的反弹，地产开发商资产负债表持续改善，地产投资逐渐见底。

有意思的一点是，2016 年以来的两次央行降息，都将实际利率引导至了“零利率”水平，地产投资才得以企稳。

图 5: 历史上央行降息与商品房销售面积关系



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 2020-2021 年商品房销售面积累计同比增速取两年平均

图 6: 历史上两次“零实际利率”标志地产投资拐点



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 2020-2021 年房地产开发投资累计同比增速取两年平均

今年以来,国内陆续出台了众多“稳地产”政策,然而成效相对有限。为了托底地产部门,未来降息仍有必要。

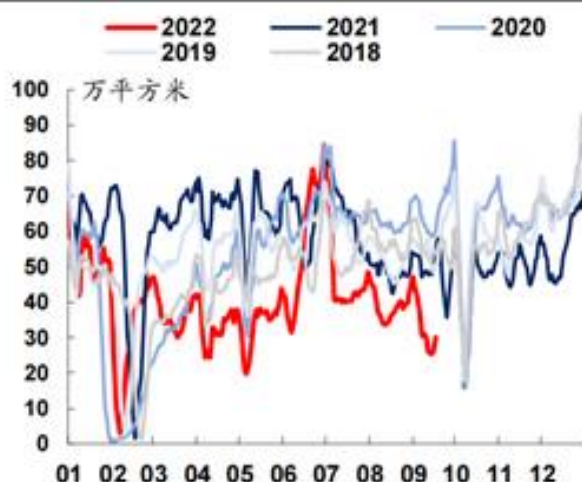
与此同时,从历史两轮降息托底地产的经验来看,实际利率均下行至“零利率”水平,我们认为,下阶段实际利率或许将再度被引导至“零利率”水平以刺激地产投资。考虑到目前地产压力,不亚于 2016 年和 2020 年时期,不排除本轮实际利率最终下破零的可能性。

图 7: 100 大中城市成交土地总价 (MA=12 周)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8: 商品房成交面积 (MA=7 天)



资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2

通胀是否会成为关键变量？

正如我们在上文所分析的，名义利率可以拆分为实际利率和通胀预期之和。如果需要判断下阶段利率走势，除了实际利率外，通胀预期也是一个不得不考虑的因素。

然而，我们认为通胀暂时不是决定名义利率的核心变量，主要原因有三：

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_46323

