

还剩多少降息空间？

——关于中国利率的六大问题

分析师 梁中华

执业证书编号: S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 中国进入“第四消费时代”了吗？
- 2 业绩符合预期，内生增速环比改善
- 3 市场在发生什么？第 63 期

投资要点

- 随着经济下行压力增大，我国利率下行的速度开始加快，央行降息的步伐从 5 BP 提高到 10BP，10 年期国债利率直接跳降至 2.8% 附近。往前看得远一些，未来降息的空间还剩余多少？利率的下限在哪里？我国利率到底是低估的还是高估的？利率到底是由谁来决定的？是时候思考研究这些偏理论一些的问题了，因为流动性对于所有大类资产，都是一个非常关键的变量。
- 关于这些问题，我们去年以来陆续发布了一系列的深度研究专题，在这里梳理下思路，系统介绍一下，供大家参考。
- **1、利率到底由谁决定？并非央行。**利率本质上是由资本回报率决定的，央行更多是根据资本回报的变化，去调整现实中的利率水平，使二者相适应，这种行为完全是内生的、被动的。
- **2、谁决定了资本回报？也不是央行。**长期来看，资本回报率是由人口、技术、制度等生产要素决定的。所以央行只能顺着经济趋势来调整政策，却不能改变长期经济趋势；只能改变经济增速的斜率，却难以改变方向。
- **3、我国利率被低估了吗？并非如此。**和其它经济体相比，我国经济增速虽然很高，但利率水平并不高，根本原因是我国的资本回报率偏低，这主要和我国的投资效率有关系。
- **4、我国利率被高估了吗？确实如此。**过去十年，我国资本回报率明显下降，利率却是震荡走平的，主要是房地产和地方政府隐性债务领域支撑了高利率。而这两大因素的变化，大概率会导致我国利率水平环比下降。
- **5、降息周期继续，还有多大空间？**如果按照资本回报率推算，我国 7 天期逆回购政策利率有望降至 2.25% 以下，1 年期 MLF 有望降至 2.85% 以下，十年期国债利率有望降至 2.6% 附近。今年债券调整风险不大，利率有望继续下行。
- **6、零利率都出现了，利率还有下限吗？**对于汇率完全自由浮动的发达经济体来说，利率的下限就是现金的持有成本。而对于绝大部分的新兴经济体来说，如果利率下行太多，汇率的贬值压力也会上升。当然短期来看，我国汇率的压力还没有大到引起政策关注的程度，不会引起政策转向。
- 风险提示：疫情扩散，贸易问题，经济下行

内容目录

1、利率到底由谁决定？并非央行。	- 3 -
2、谁决定了资本回报？也不是央行。	- 4 -
3、我国利率被低估了吗？并非如此。	- 4 -
4、我国利率被高估了吗？确实如此。	- 6 -
5、降息周期继续，还有多大空间？	- 8 -
6、零利率都出现了，利率还有下限吗？	- 9 -

图表目录

图表 1: 主要经济体的资本回报率和贷款利率	- 3 -
图表 2: 主要经济体的资本回报率 (%)	- 4 -
图表 3: 日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)	- 4 -
图表 4: 美国经济增速与长端利率走势 (%)	- 5 -
图表 5: 我国经济增速与长端利率走势 (%)	- 5 -
图表 6: 主要经济体经济增速与长端利率关系 (%)	- 5 -
图表 7: 主要经济体经济增速与长端利率的差 (%)	- 5 -
图表 8: GDP 名义增速与资本回报率 (%)	- 6 -
图表 9: GDP 名义增速与资本回报率之差 (%)	- 6 -
图表 12: 我国名义 GDP 增速和国开债利率走势 (%)	- 6 -
图表 13: 我国名义 GDP 增速和信托产品收益率 (%)	- 6 -
图表 14: 我国 70 城房价走势	- 7 -
图表 15: 房地产信托产品预期收益率 (%)	- 7 -
图表 16: 日本国债利率和经济增速 (%)	- 8 -
图表 17: 资本回报率与资本溢价走势 (%)	- 8 -
图表 18: 政策利率走势 (%)	- 9 -
图表 19: 储户自己持有现金和存入银行的成本、收益分析	- 10 -
图表 20: 我国国债利率和人民币汇率走势	- 10 -

随着经济下行压力增大，我国利率下行的速度开始加快，央行降息的步伐从 5BP 提高到 10BP，10 年期国债利率直接跳降至 2.8% 附近。往前看得远一些，未来降息的空间还剩余多少？利率的下限在哪里？我国利率到底是低估的还是高估的？利率到底是由谁来决定的？是时候思考研究这些偏理论一些的问题了，因为流动性对于所有大类资产，都是一个非常关键的变量。

关于这些问题，我们去年陆续发布了一系列的深度研究专题，在这里梳理下思路，系统介绍一下，供大家参考。

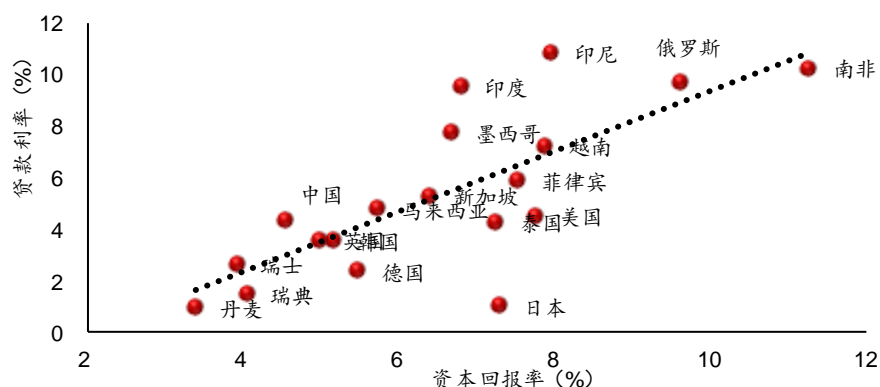
1、利率到底由谁决定？并非央行。

我们在《利率并非央行决定》的专题中，详细讨论了这一问题。虽然从表面上来看，利率是由央行来决定的，但从决策机制上来说，利率本质上是由资本回报率决定的。

道理很简单，企业或个人在获取资金进行投资的时候，考虑的最主要的变量有两个，一个是项目未来会带来多少回报，另一个是带来的回报能否覆盖资金成本。只有回报覆盖了资金成本，投资才是有利可图的，大家才会拿出自己的钱或者借钱去投资。所以资本回报是保障利息支付的最终资金来源，资本回报率高的经济体，能够支撑的利率越高；资本回报率低的经济体，能支撑的利率水平也会越低。

我们利用上市公司数据估算了各经济体的资本回报率，发现资本回报率和贷款利率之间存在非常显著的正相关关系。

图表 1：主要经济体的资本回报率和贷款利率



来源：Bloomberg, CEIC, 中泰证券研究所

各国央行看似对利率的影响很大，但是这种影响其实是内生于经济变化的。在经济学中有一个概念叫自然利率，我们可以简单将其理解为资本回报率。而现实中的利率由于受到央行等因素的影响，可能高于自然利率，也可能低于自然利率。根据 Holston & Williams (2016) 对美国、英国、

日本、欧元区的研究，当现实中的利率高于自然利率时，对经济增长有抑制作用，央行应该降息；当现实中的利率低于自然利率时，对经济增长有促进作用，为了防止经济过热，央行应该加息。

所以央行更多是根据资本回报的变化，去调整现实中的利率水平，使二者相适应，这种行为完全是内生的、被动的。从这个角度来看，利率并不是由央行最终决定的。

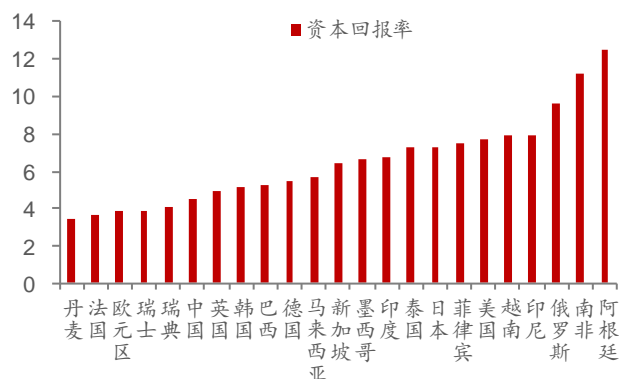
2、谁决定了资本回报？也不是央行。

既然利率主要受资本回报率影响，那么资本回报率又是由什么来决定的呢？长期来看其实是由人口、技术、制度等生产要素决定的。资本回报率和经济增长高度相关，长期来看经济增长主要是生产要素端决定的，而货币、财政等需求端的刺激，往往只能增加经济的波动，却很难改变经济运行的趋势。

就像日本过去 20 多年经济一蹶不振，很大程度是因为其劳动年龄人口增速的大幅下行，老龄化加剧，尽管货币政策持续宽松，但居民和企业借钱投资的意愿依然很弱。我国过去十年也经历了轮番货币和财政刺激，但名义和实际经济增速还是比十年前低了一半，归根到底也和我国人口端的变化相关。

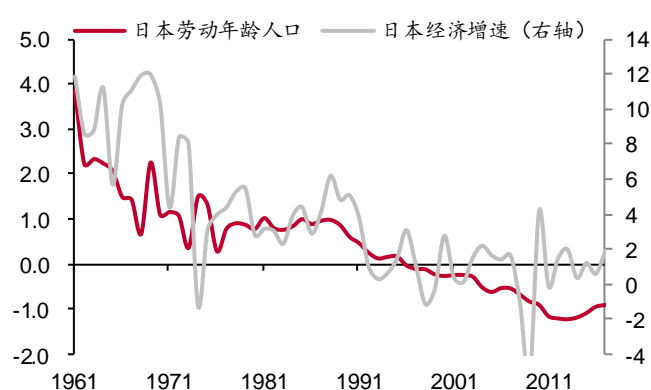
所以央行只能顺着经济趋势来调整政策，却不能改变长期经济趋势；只能改变经济增速的斜率，却难以改变方向。

图表 2：主要经济体的资本回报率 (%)



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图表 3：日本的劳动年龄人口增速与经济增速 (%)



来源：CEIC，中泰证券研究所

3、我国利率被低估了吗？并非如此。

关于这个问题，我们在《中国的高增速、低利率之谜》专题中有详细的

讨论。

从其他经济体的经验来看，利率水平往往是和经济增速大致相当的。例如，美国 10 年期国债利率和名义 GDP 增速的走势几乎一致，二者之间的差距基本都在零值上下徘徊。日本、韩国也是类似的情况。

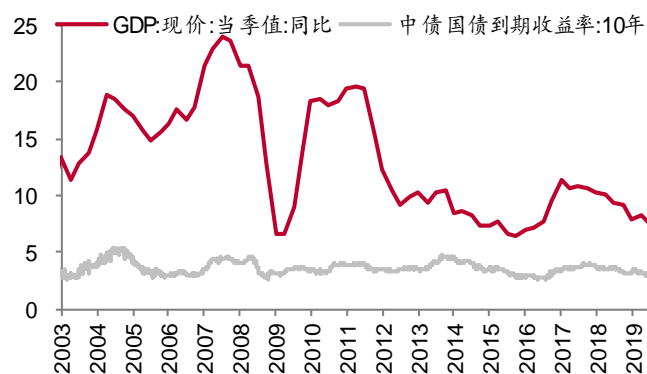
而我国经济增速虽然很高，但利率水平并不高。在 08 年之前，我国 10 年期国债利率和名义 GDP 增速的差距都在 10% 以上。08 年之后随着经济增速下行，二者差距依然较大，仍维持在 5% 上下。

图表 4：美国经济增速与长端利率走势 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

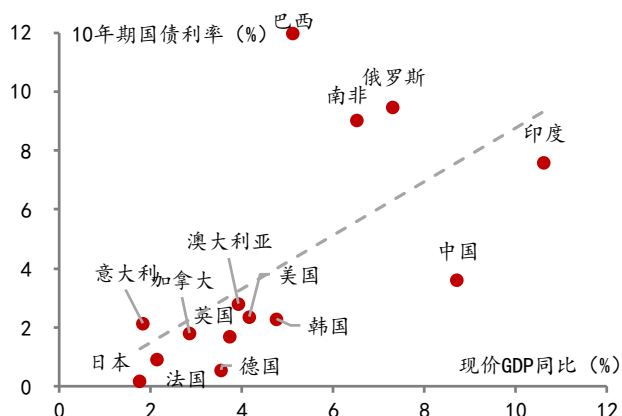
图表 5：我国经济增速与长端利率走势 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

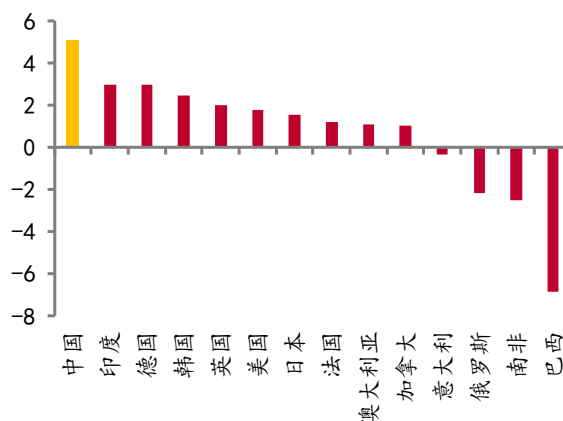
如果我们将主要经济体的利率和经济增速都列举一下，发现发达经济的利率和经济增速更为接近，而金砖五国中有四个国家的利率和经济增速存在明显背离，只不过俄罗斯、巴西、南非的利率都明显高于经济增速，而不是低于经济增速，这与这些经济体面临的汇率和通胀压力有很大关系。而只有我国的利率水平远远低于经济增速。

图表 6：主要经济体经济增速与长端利率关系 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 7：主要经济体经济增速与长端利率的差 (%)

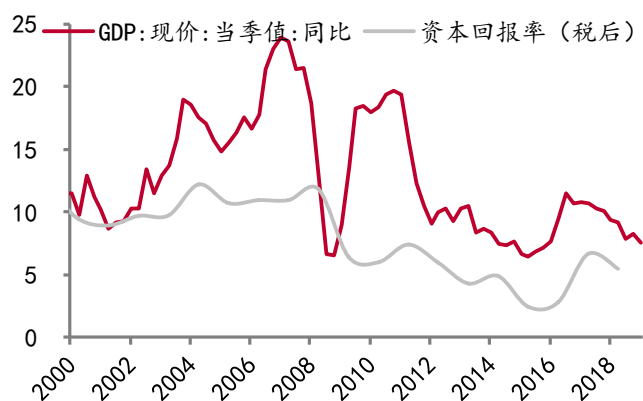


来源：WIND，中泰证券研究所

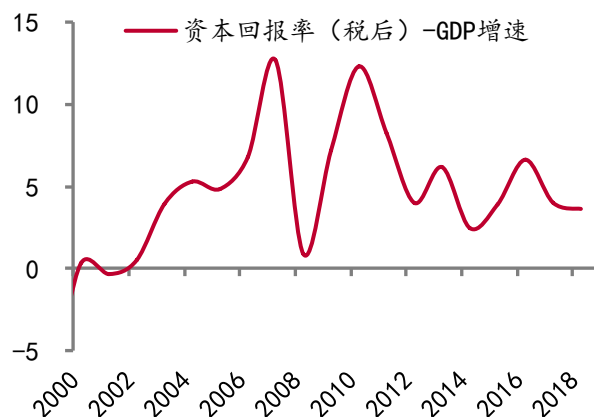
背后的根本原因在于，我国的资本回报率并不高。根据我们的测算，2001 年之后，我国资本回报率经历了连续几年的小幅上行，到 07-08 年时达到了 11.8% 的峰值，而当时我国名义经济增速在 20% 以上。08 年之后

我国资本回报率持续下降，16、17年有所回升，18年又开始下降。所以尽管我国名义经济增速有10%左右，但资本回报率却只有5.5%，并没有比其他经济体高很多。不过我们这里测算的是平均资本回报率，而决定利率的是边际资本回报率，所以利率水平肯定要比平均资本回报率低很多。

资本回报率的偏低，其实和我国的投资效率有关系。比如信贷资源大量流入国有企业、地方融资平台，很多项目的现金回报并不高。

图表 8: GDP 名义增速与资本回报率 (%)


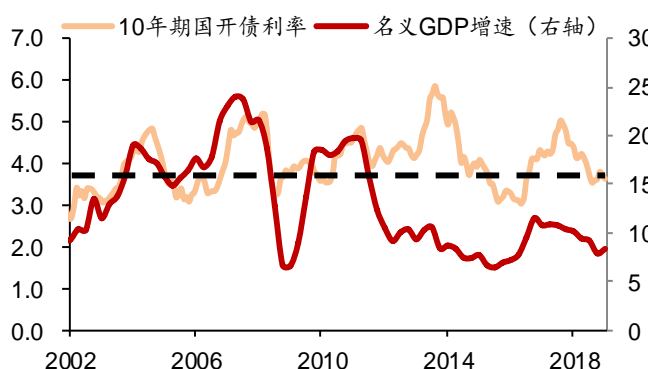
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: GDP 名义增速与资本回报率之差 (%)


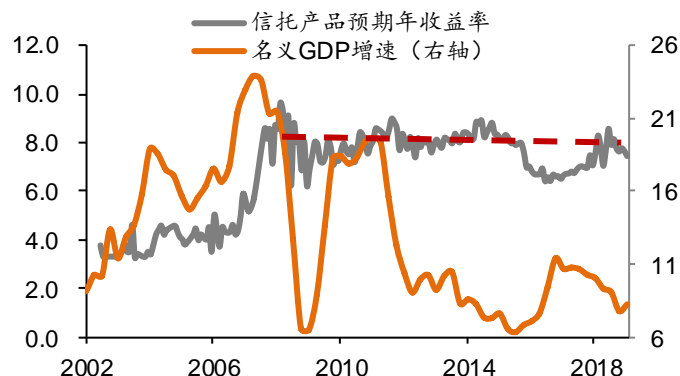
来源: WIND, 中泰证券研究所

4、我国利率被高估了吗？确实如此。

尽管和经济增速相比，我国利率的绝对水平并不高。但从环比走势来看，我国的利率还是高了些。尤其是过去十年，经济增速和资本回报率都在下降，利率却是震荡走平的。关于这个问题，我们在《“快钱”还是“慢钱”——从利率的十年震荡史说起》专题中有详细讨论。

图表 10: 我国名义 GDP 增速和国开债利率走势 (%)


来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 11: 我国名义 GDP 增速和信托产品收益率 (%)


来源: CEIC, 中泰证券研究所

到底是什么因素支撑了我国的相对高利率？根据我们的测算，截至 2018

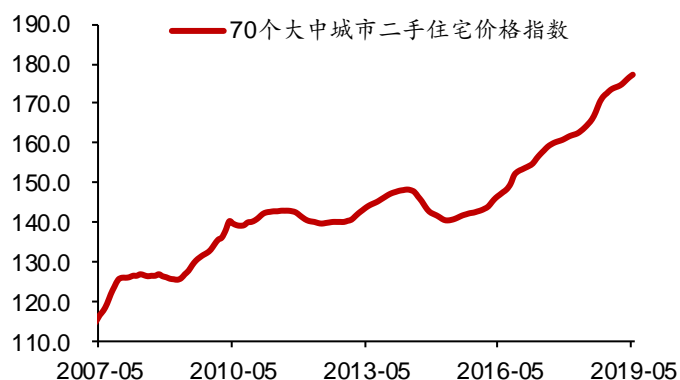
年底，我国有 2/3 左右的社融流向了房地产相关和地方政府隐性债务领域。

房地产领域如何支撑高利率？ 尽管我国商品房的租金收益率非常低，很多城市在 3% 以下，但是过去 10 年，房价大幅上涨。如果按照房价十年翻一倍来算，年化收益也有 7%，再加上 3% 的租金收益，至少能够支撑 10% 的利率水平。

这就像 14-15 年的股市，当大牛市来临的时候，很多投资者配资加杠杆、承担高成本，涌入股市买股票，但这些投资回报的主要来源是股票价格上涨带来的资本利得，并不是股票的分红收益。股价上涨越快，能够覆盖的配资成本也会越高。所以房地产领域带来的高回报主要不是来源于高“分红”，而是房地产涨价带来的资本利得。

地方政府隐性负债大量投资的基建项目，也不能持续创造足够多的 GDP。比如很多公园、广场等公共设施没有太多现金收益，但是由于地方融资平台的特殊融资模式，依然支付了高利息。相当于经济中有一类对利率水平并不敏感的主体，挣得钱虽少，但能不断给大家发“红包”。

图表 12: 我国 70 城房价走势



来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 13: 房地产信托产品预期收益率 (%)



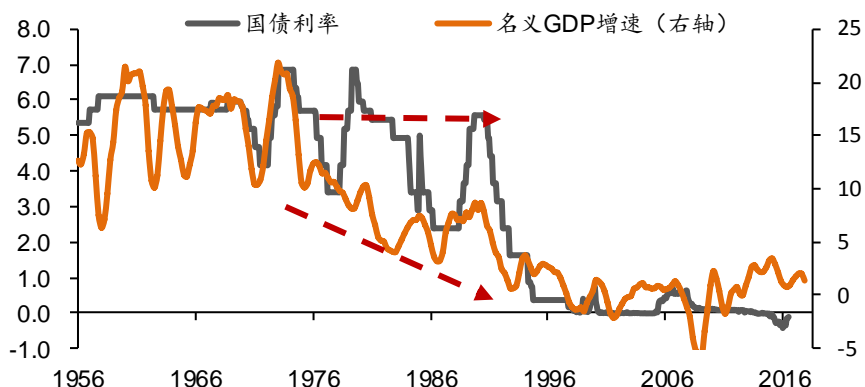
来源: CEIC, 中泰证券研究所

往前看，未来房价的涨幅大概率会缩小，甚至出现下跌，赚取资产泡沫的“快钱”越来越难，只能赚租金的“慢钱”，房地产相关领域能够支撑的利率水平大概率会出现下降。

而 2017 年至今，地方政府的隐性负债扩张也受到严格限制，未来地方政府举债将主要通过标准债券来实现，依靠地方政府发“红包”、提供高收益的时代也已经结束。这两大因素的变化，大概率会导致我国利率水平环比下降。

其实日本在上世纪房地产泡沫严重的时候，也出现过类似的情况。当时日本经济增速不断下滑，但利率水平也像中国一样，震荡了十多年。当 90 年代初日本房地产泡沫崩掉以后，日本的利率水平大幅走低，最终走向了零利率。

图表 14: 日本国债利率和经济增速 (%)



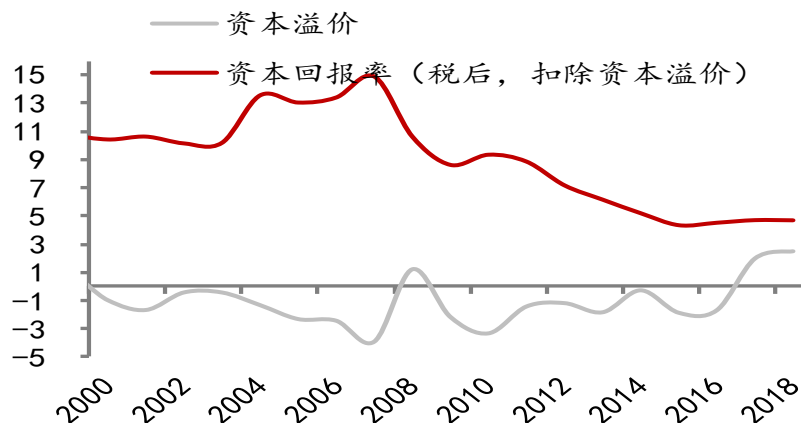
来源: CEIC, 中泰证券研究所

5、降息周期继续，还有多大空间？

从长期房地产和基建融资回落的角度看，利率有下行趋势。从短期因素来看，我国经济增速的回落，资本回报率的下降，将推动央行更快的降息，所以中国的降息周期会继续。

关于未来的降息空间，我们在《政策已驶入“快车道”》专题中有讨论。我们认为本轮主要利率指标可能会突破 2015-2016 年的低点，创造新低。根据我们之前的测算，截至 2018 年底，我国税后资本回报率和 2016 年相比，并没有太大变化。而宏观经济增速仍在下降，我国的资本回报率大概率也要继续回落，即比 2016 年要低。而资本回报率是决定利率的重要变量，这意味着我国利率中枢有望突破上一轮的低点。

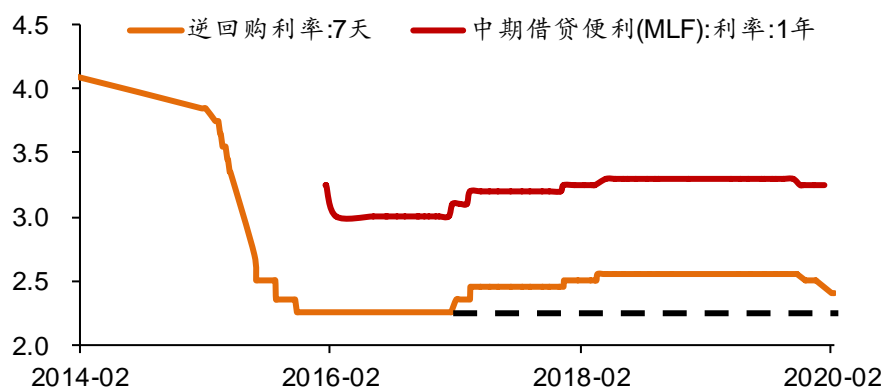
图表 15: 资本回报率与资本溢价走势 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

往前看，7 天期逆回购政策利率有望降至 2.25% 以下，1 年期 MLF 有望降至 2.85% 以下，十年期国债利率有望降至 2.6% 附近。整体来说，今年债券市场调整风险不大，利率有望继续下行。

图表 16: 政策利率走势 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

不过我国央行政策利率较多, 需要分清哪些降息重要, 哪些降息没那么重要。关于这一点, 我们在《中国的降息周期才刚刚开始》专题中, 曾详细讨论了当前中国货币政策的调控框架。7 天期逆回购利率是中国最重要的政策利率, 它就类似于美国的联邦基金利率, 直接影响银行间资金利率的走势, 进而影响金融机构的金融类负债的成本, 最终影响金融机构投放信贷的利率水平。所以, 尽管各种利率都会降, 但最重要的降息是逆回购的降息。

6、零利率都出现了, 利率还有下限吗?

不过利率的绝对水平越低, 就越难往下走, 这个是确定的。这是因为利率也是有下限的, 即使突破零, 负利率的下限依然存在。关于这一点, 我们在《负利率的“锅”, 不该央行“背”! ——兼议利率的下限在哪里》专题中有过详细讨论。

对于汇率完全自由浮动的发达经济体来说, 利率的下限就是现金的持有成本。保存现金的成本是有限的, 一旦金融机构向储户收取的“管理费”超过了现金的持有成本, 储户自己持有现金的动机就会增强。

举个例子, 储户存 100 块钱在银行, 如果银行每年收我 1 块钱“保管费”, 储户可能就认了, 毕竟取出来自己可能弄丢, 存在银行支出和转账都很方便。但如果银行现在每年要收 10 块或者 20 块的“保管费”, 存银行可能就没有那么划算了, 储户可能宁愿将 100 块现金拿在手上。

图表 17: 储户自己持有现金和存入银行的成本、收益分析

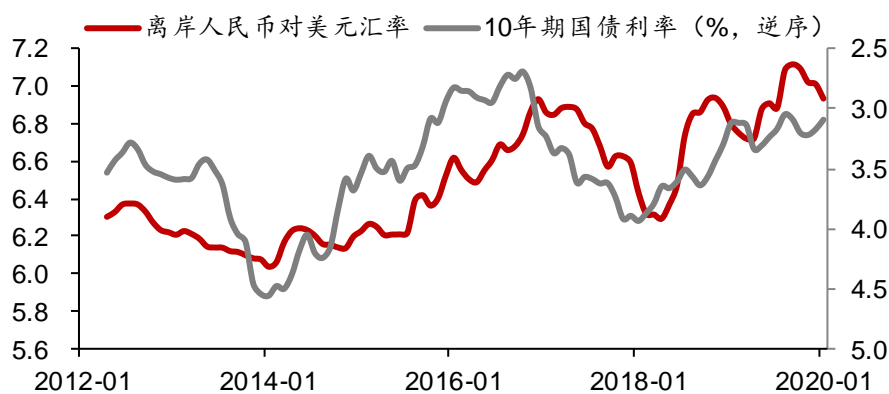
储户持有现金的成本	现金存入银行的收益
<input type="checkbox"/> 现金看管费用	<input type="checkbox"/> 实体投资收益分享
<input type="checkbox"/> 损失现金的潜在风险	<input type="checkbox"/> 保管费用（负利率）
<input type="checkbox"/> 使用现金交易带来的便利成本	<input type="checkbox"/> 交易便利性
<input type="checkbox"/> 其他	<input type="checkbox"/> 其他

来源：中泰证券研究所

而对于绝大部分的新兴经济体来说，如果利率下行太多，汇率的贬值压力也会上升，央行必定面临汇率和利率的选择问题。例如当前我国 1 年期人民币存款基准利率为 1.5%，而中国香港 1 年期美元存款利率也有 1.4%。近期关于存款基准利率降息的声音越来越多，包括央行也有表态“适时适度进行调整”。但如果人民币存款利率比美元存款低，那汇率的贬值压力可能也不小。所以我们认为未来的降息，更多还是银行的金融类负债的降息，而存款类负债的降息空间相对有限。

不过短期来看，汇率的压力还没有大到引起政策关注的程度，不会引起政策转向，但看得远一些，如果利率降到一定阶段，这是注定要面对的问题。

图表 18: 我国国债利率和人民币汇率走势



来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示：疫情扩散，贸易问题，经济下行

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。