

宏观研究/深度研究

2019年04月02日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

宫飞 执业证书编号：S0570518090001
研究员 010-56793970
gongfei@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：增值税减税影响几何？》2019.03
- 2《宏观：空美股多黄金》2019.03
- 3《宏观：饱经战乱后的年轻与活力》2019.03

从央行的“视角”看经济下行风险

华泰宏观“谈经论市”第3期

核心观点

央行具有独立的调查统计体系，央行对于储户、企业家和银行家的调查数据显示了我国消费仍有下行空间，地产投资增速大概率回落，我国宏观经济基本面依然具有下行风险。央行行长易纲在3月份两次重要会议中提及了金融供给侧改革和利率市场化改革，我们认为，金融供给侧改革和利率市场化进程将会相辅相成并共同推进，金融供给侧改革思路的提出，不是创造更多的需求来顶住经济下行压力，而是通过对没有满足的需求，改变供给与之匹配。

央行“视角”下的宏观经济

央行储户调查报告显示，随着房地产调控政策的延续和三四线居民棚户区货币化安置率的降低，全国居民的未来收入预期有较大概率回落，这一情况一旦发生，我国居民消费增速持续向下的趋势短期难以改变。居民买房预期并不强，1-2月份政府性基金收入增速出现负增长，意味着支撑地产投资增速的核心逻辑出现了动摇，地产投资增速回落结束两者走势背离的概率较高。央行企业和银行家调查报告显示，企业经营预期普遍变差的背景下，小微企业对贷款的需求反而上升了，反映了我国当前企业融资的结构性矛盾，小微企业融资仍处于结构性压力状态之下。

金融供给侧改革和利率市场化

央行行长易纲在3月10日和3月24日，两次提及推进金融供给侧改革和利率市场化改革。我们认为，金融供给侧改革和利率市场化进程将会相辅相成并共同推进，金融供给侧改革思路的提出，不是创造更多的需求来顶住经济下行压力，而是针对没有满足的需求，通过改变供给与之匹配。银行体系中最重要就是贷款，为实体经济、产业升级、民营企业提供贷款的有效供给至关重要，通过取消贷款基准利率、降低政策利率引导LPR下行可以降低企业融资成本，增大市场机制在需求供给匹配中的决定作用。

发达经济体利率市场化具备类似背景

20世纪70年代以后，世界经济、金融形势发生了很大的变化，高通货膨胀和金融市场的种种变化削弱了各国政府所实施的许多货币和信贷控制。西方主要国家开始适应这种变化，进行了包括利率市场化在内的一系列广泛的金融改革。其基本目的是使市场能够正确、灵活、及时地反映资金供求状况和金融资产的收益率，有效调节金融资源在全社会范围内的配置，进而引导经济资源在全社会的有效配置。同时，这样的利率体系能够为中央银行的货币政策操作提供便利，使之能够通过影响利率的水平和结构来调节国民经济的运行。

风险提示：受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响，经济走势可能弱于预期。

正文目录

一、央行“视角”下的宏观经济	3
1.1 居民收入信心出现地域分化	3
1.2 居民买房意愿不强	4
1.3 小微企业融资压力仍在	4
二、金融供给侧改革和利率市场化改革箭在弦上	7
2.1 央行行长 3 月份两次喊话改革	7
2.2 发达经济体的市场化道路	7
2.2.1 美国利率市场化进程	7
2.2.2 英国利率市场化进程	9
2.2.3 德国利率市场化进程	9
2.2.4 日本利率市场化进程	10
2.3 如何看待金融供给侧改革和利率市场化	11
2.4 我国利率市场化的顺序很可能是先贷款后存款	12

图表目录

图表 1: 储户调研数据显示居民收入预期出现地域分化	3
图表 2: 2018 年 3 季度居民房价预期上涨比列快速下滑	4
图表 3: 企业融资利率进入下行通道	5
图表 4: 企业对未来经济预期持续恶化	5
图表 5: 小型企业对贷款需求远高于大型企业	6
图表 6: 美国利率市场化时间轴	8
图表 7: 德国利率市场化进程	10
图表 8: 日本利率市场化进程	10
图表 9: 金融创新大多数时候是对监管规则的创新	12
图表 10: 贷款基础利率 (LPR) 与贷款基准利率	13
图表 11: 2017 年初起的几轮调息中, 央行均调整政策利率, 而非存贷款基准利率	14

一、央行“视角”下的宏观经济

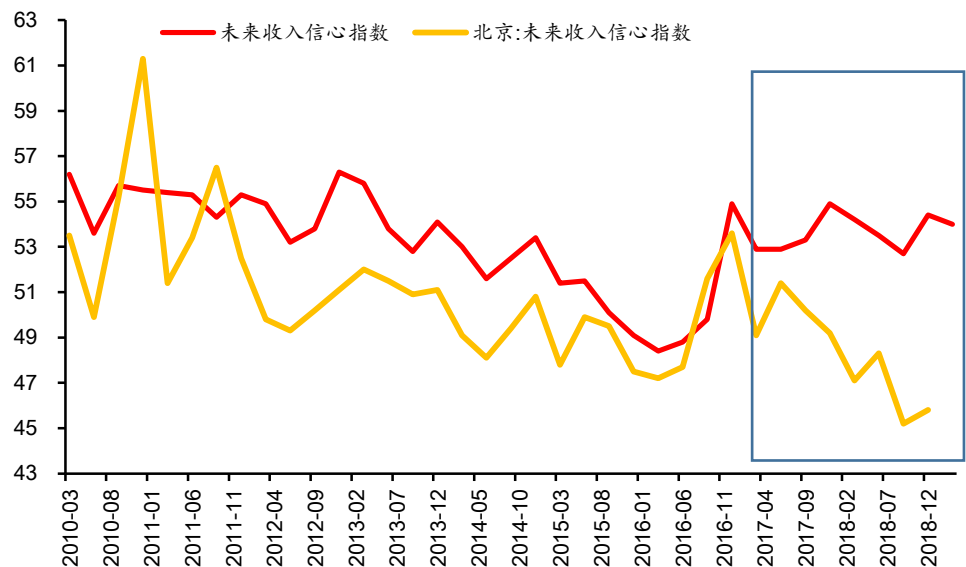
央行按照季度公布城镇储户、工业企业家以及银行家的调查报告，这些调查报告构成了央行版本的“PMI”，央行的数据能否给我们传递出增量信息呢？

1.1 居民收入信心出现地域分化

城镇储户问卷调查是中国人民银行 1999 年起建立的一项季度调查制度。每季在全国 50 个（大、中、小）调查城市、400 个银行网点各随机抽取 50 名储户，全国共 20000 名储户作为调查对象。调查内容包括储户对经济运行的总体判断、储蓄及负债情况、消费情况、储户基本情况等四个方面。央行每季度对外公布全国储户调研结果，在分地域指数里面只有北京市公布数据，我们假设北京市调研结果可以作为一线城市居民的代表样本，那么一线城市居民和全国居民平均结果出现了较大的方向分歧。

收入信心指数是反映居民对未来收入信心的扩散指数。该指数的计算方法是，先扣除选择“难以预计”的居民数，然后分别计算认为下季收入“增加”与“基本不变”的居民占比，再分别赋予权重 1 和 0.5 后求和得出。我们发现全国未来收入信心指数和一线城市居民未来收入信心指数在 2017 年开始出现方向性差异。2017 年至今，全国未来收入指数一直维持在 50 荣枯线以上小幅波动，而北京市未来收入指数则震荡下行至 45 左右，连续 2 年低于 50 荣枯线。我们认为，居民对未来收入的预期是决定当期消费的关键因素之一，如果收入信心指数快速下行，意味着当期消费也会大概率出现下滑，持续的收入预期下滑也意味着消费的持续低迷。

图表1：储户调研数据显示居民收入预期出现地域分化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

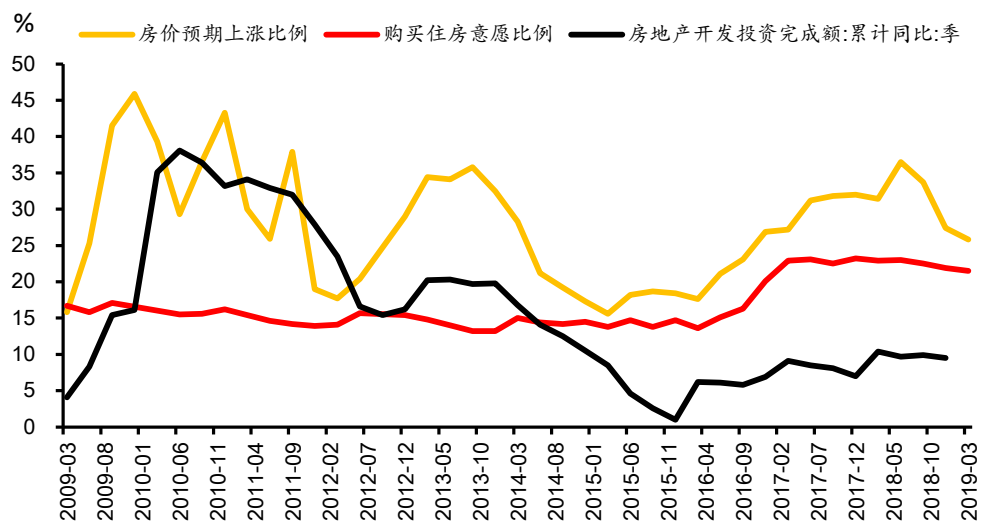
我们认为，由于居民对未来的预期对判断当期消费较为重要，而央行的调研数据则提出了一个有意思的问题：是一线城市居民过度悲观了？还是三四线城市居民过度乐观了？未来哪一种预期能代表消费的主流方向？我们认为，造成不同地域间居民预期差异的因素较多，但是从差异分歧的时间点上来看，最有可能的解释便来自于 2017 年的因城施策房地产调控政策，一线城市在 2017 年一季度普遍进入了限购限贷的房价下跌周期，而三四线城市的棚户区改造以及货币化安置政策则一直持续，三四线的房地产财富效应的有可能会使居民对未来的收入预期产生方向分歧。我们认为，全国居民的未来收入预期有较大概率向一线城市居民的收入预期靠拢，这一情况一旦发生，我国居民消费增速持续向下的趋势短期难以改变。

1.2 居民买房意愿不强

央行对居民的调研也包含了房地产预期，其主要包含居民房价预期上涨比例和居民购房意愿比例，目前居民认为房价继续上涨的比例停留在 25% 左右，这一比例已经连续 3 个季度出现回调，反映了居民对于房地产市场的预期逐渐降温；居民购买住房意愿则较为稳定，仅出现小幅的回调，目前稳定在 21.5%；而我国居民房价预期上涨比例长期大于购买住房意愿比例基本反映了长期以来居民“望房兴叹”的现实状况。

我们认为，央行调研数据中居民预期房价上涨比例和地产投资增速走势较为稳定，并且房价预期上涨比例的拐点多数领先于地产投资，2018 年 3 季度之后，房价预期上涨比例快速下跌，与地产投资增速出现背离。这两者走势背离情况会如何演化呢？我们认为，居民买房预期并不强，1-2 月份政府性基金收入增速出现负增长，意味着支撑地产投资增速的核心逻辑出现了动摇，地产投资增速回落结束两者走势背离的概率较高。

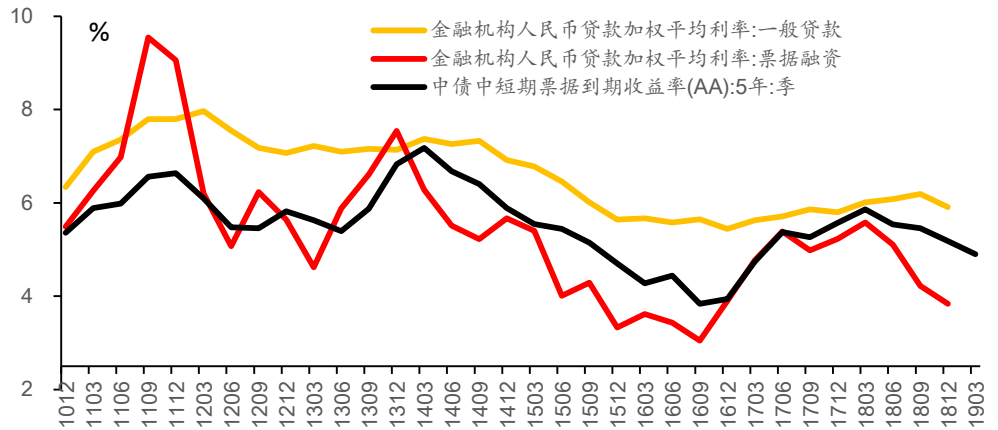
图表2： 2018 年 3 季度居民房价预期上涨比例快速下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

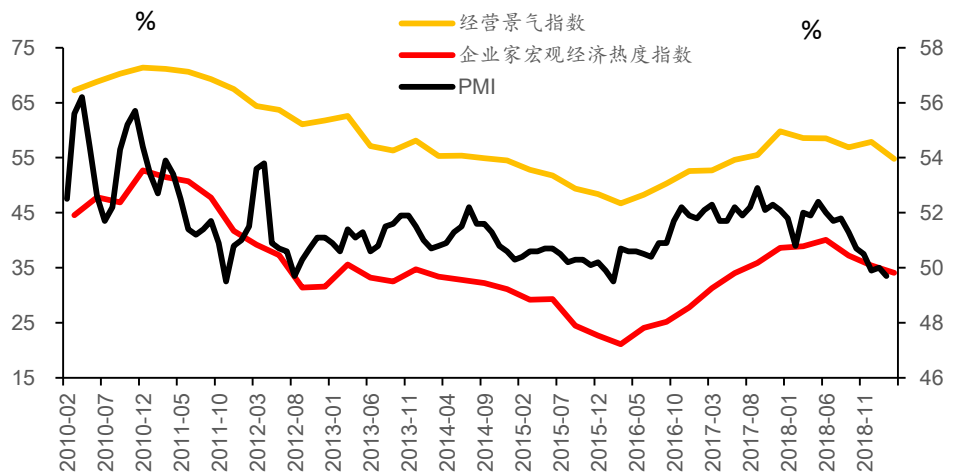
1.3 小微企业融资压力仍在

我国央行货币政策大概率已转向稳增长和保就业，央行在 1 季度进行了一次定向降准和一次全面降准。截至 2019 年 2 月份，我国广义货币增速 M2 同比增速 8.0%，社融同比增速 10.1%，从央行货币政策中介目标来看并没有出现明显反弹，央行降准和创新型宽松货币政策操作对于总量的效果并不明显。但是央行货币政策降低融资成本角度取得较大进展。央行货币政策有效的实现了融资利率下行，企业票据融资加权平均利率和低评级企业信用债融资利率在 2018 年 2 季度出现了下行拐点，一般贷款加权平均利率也在 2018 年 4 季度出现了下行拐点，并且这一趋势有望延续。我们认为，央行货币政策在稳增长和保就业，以及降低实体经济融资利率方面效果显著。虽然 2019 年 Q1 的一般贷款加权平均利率和票据融资利率目前仍未公布，但是我们从 AA 级信用债融资利率和这两个贷款利率之间存在较为稳定的相关关系来判断，Q1 的贷款利率大概率维持下行趋势。2019 年 1 季度企业贷款和低评级企业债券融资利率都出现较为明显的下行，这是否意味着小微企业融资问题已经得到解决？

图表3： 企业融资利率进入下行通道

资料来源：Wind，华泰证券研究所

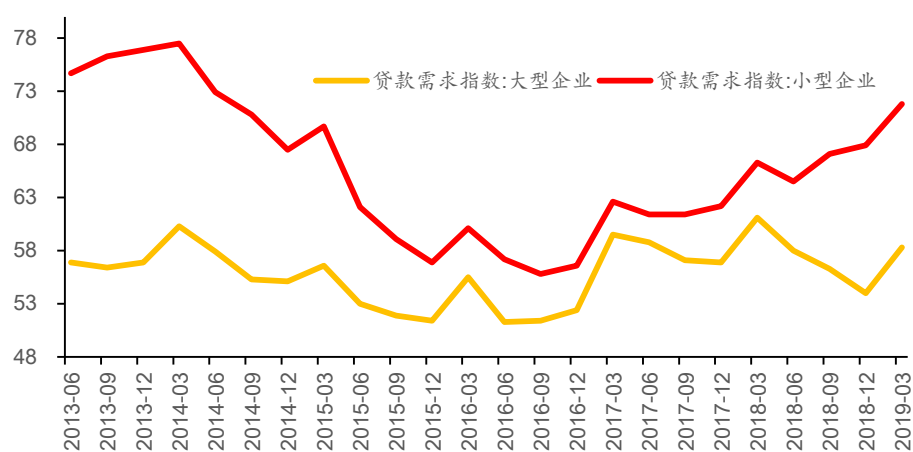
首先，我们从工业企业角度来看企业自己如何看待经济状况。央行企业家问卷调查是中国人民银行 1992 年起建立的一项季度调查，调查对象为全国范围内(除西藏外)的 5000 多户工业企业，调查内容主要包括企业总体生产状况、生产要素状况、市场需求状况、资金状况、成本效益状况、投资状况和其他等七个方面。央行的企业调查结果和统计局 PMI 结果基本一致，企业对未来的经济预期持续恶化，在预期变差的情况下企业通常选择减少资本开支。

图表4： 企业对未来经济预期持续恶化

资料来源：Wind，华泰证券研究所

其次，银行是如何看待企业融资状况的呢？央行对银行家问卷调查是中国人民银行 2004 年建立的一项季度调查，调查采用全面调查与抽样调查相结合的方式，对我国境内地市级以上的各类银行机构采取全面调查，对农村信用合作社采用分层 PPS 抽样调查，全国共调查各类银行机构 3200 家左右。调查对象为全国各类银行机构（含外资商业银行机构）的总部负责人，及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长。银行家调查结果显示，大型企业对贷款需求基本稳定，而小型企业对贷款的需求较为“强烈”。为什么在企业经营预期普遍变差的背景下，小企业对贷款的需求反而上升了？我们认为，这反映了我国当前企业融资的结构性现状，相对于大企业来说，小微企业融资仍处在结构性压力状态。

图表5： 小型企业对贷款需求远高于大型企业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

二、金融供给侧改革和利率市场化改革箭在弦上

3 月份，易纲行长在央行的公开新闻稿中，两次提及金融供给侧和利率市场化改革，向市场传递了推动改革的决心。人民银行研究局在 2012 年公开出版《利率市场化的全球经验》一书，详细阐述了全球利率市场化带来的经验教训，我们对央行的官方表态进行了归纳总结，从央行的“视角”来看待利率市场化。

我们认为，金融供给侧改革和利率市场化进程将会相辅相成并共同推进，金融供给侧改革思路的提出，不是创造更多的需求来顶住经济下行压力，而是针对没有满足的需求，通过改变供给与之匹配。没有满足的需求主要有三方面：实体经济需求、产业升级需求、有市场有产品的民营企业的需求；对应需求的供给要从四方面变化，包括风险投资、贷款、债券和股票。其中银行体系中最重要就是贷款，为实体经济、产业升级、民营企业提供贷款有效供给至关重要，通过取消贷款基准利率、降低政策利率引导 LPR 下行可以降低企业融资成本，增大市场机制在需求供给匹配中的决定作用。

2.1 央行行长 3 月份两次喊话改革

第一次：2019 年 3 月 10 日

中国人民银行行长易纲，副行长陈雨露，副行长、国家外汇管理局局长潘功胜，副行长范一飞就“金融改革与发展”相关问题回答中外记者提问。其中，路透社记者提问“在《政府工作报告》当中，李总理也提到了要尽可能帮助小微企业以及其他民企来克服融资难、融资贵的问题，另外也提到央行可能会对实际利率进行改革。能否介绍一下有关情况 and 措施，以及未来可能会成为基准利率的是什么指标？”

易纲行长答记者问指出“我们去年大力支持了普惠金融口径的小微企业贷款，贷款增长是非常高的。但是普惠金融口径单户授信在一千万元以下的小微企业的贷款，不良率是在 6.2% 左右。人民银行、银保监会和其他有关部门的大样本统计，这个口径将近 10 万亿元的贷款，这个不良率是比较高的，不良率会反映在风险溢价上。所以我们要解决如何降低风险溢价的问题。要解决这个问题，主要是两个途径。**第一个途径是利率市场化改革。我们要通过改革来消除利率决定过程中的一些垄断性因素，更加准确地进行风险定价，通过更充分的竞争，使得风险溢价降低。**第二个途径是供给侧结构性改革。它可以提高信息的透明度，完善破产制度，提高法律执行效率，还有降低费率，这些供给侧结构性改革都可以降低实际的交易成本，也会使得风险溢价降低。所以我们会非常努力地以改革来促进实际利率的降低”。

第二次：2019 年 3 月 24 日

中国人民银行行长易纲在中国发展高层论坛发表《继续扩大金融业开放 推动经济高质量发展》主旨演讲指出，“2018 年，在以习近平同志为核心的党中央领导下，金融领域各项工作扎实推进，不断加强对经济和社会的支持力度，有效防范化解金融风险，持续深化金融改革开放。一是营造适宜的货币环境，强化货币政策逆周期调控作用，保证流动性合理充裕。二是精准支持经济重点领域和薄弱环节，通过“三箭齐发”，即在贷款投放、支持民营企业债券发行、研究创设民营企业股权融资工具方面加大政策力度，小微企业、民营企业的金融环境明显改善。三是有效防范化解金融风险，稳定宏观杠杆率，平衡好稳增长和防风险之间的关系。四是兼顾经济内外平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，国际收支更趋平衡。**五是进一步推动金融改革开放，推动金融监管体制改革，完善利率、汇率市场化形成机制，扩大金融业开放。**其中，扩大金融业开放是金融领域的一项重点工作”。

2.2 发达经济体的市场化道路

2.2.1 美国利率市场化进程

美国历史上实施过严格的利率管制，1933 年《格拉斯-斯蒂格尔法》、1934 年《证券交易法》和 1935 年《银行法》对美国金融业影响深刻，其主要内容包括四方面。（1）限制银行支付存款利率。授权美联储发布“Q 条例”，规定银行对于活期存款不得公开支付利息，并规定了储蓄存款和定期存款的利率设定最高限度，即禁止联邦储备委员会的会员银行所

吸收的储蓄存款和定期存款利率上限。(2) 建立全国证券交易的监管体系。限制银行对证券的投资，禁止金融机构持有股票，商业银行与证券业分离。(3) 成立美国联邦存款保险公司 (FDIC)，对 5 万美元以下的银行存款提供担保，避免再次发生公众挤兑事件。(4) 限制新银行开业，加强联邦储备银行的权力。进入 20 世纪 60 年代以后，利率管制乃至金融管制措施越来越不适应经济金融的发展，其弊端逐渐显现。

图表6： 美国利率市场化时间轴

时间	事件
1970 年 6 月	放松对 10 万美元以上、90 天以内的大额存单的利率管制
1972 年 11 月	准许证券公司引入货币市场基金
1973 年 5 月	取消 1000 万美元以上、期限 5 年以上的定期存款利率上限
1978 年 6 月	准许存款机构引入货币市场存款账户 (6 个月、1 万美元以上)，不受支票存款不允许支付利息的限制
1980 年 3 月	取消贷款最高上限规定，提出分阶段取消存款利率上限，设专门委员会负责调整金融机构存款利率
1980 年 12 月	允许所有金融机构开设 NOW 账户业务
1982 年 5 月	准许存款机构引入短期货币市场存款账户 (91 天期限、7500 美元以上)，并放松对 3 年 6 个月期限以上定期存款的利率管制
1982 年 12 月	准许存款机构引入货币市场存款账户 (2500 美元以上)
1983 年 1 月	准许存款机构引入超级可转让提款通知书账户
1983 年 10 月	取消所有定期存款的利率上限
1986 年 3 月	取消 NOW 账户的利率上限

资料来源：央行研究局，华泰证券研究所

进入 20 世纪 70 年代，利率管制逐渐被认为无助于银行提高盈利和控制风险。美国推进了四方面的改革措施。一是开始逐步放松对利率的管制。1970 年 6 月，美国国会授权美联储取消了“Q 条例”中关于 10 万美元以上存款利率的最高限额的规定，同时继续提高存款利率的上限，以此来缓和利率管制带来的矛盾。二是允许非银行金融机构设立支票账户并允许对交易余额支付利率。三是允许开发可转让的活期存款账户及将储蓄余额自动转存的服务。四是建立了货币市场基金。但是，这些放松利率监管的办法并不能从根本上解决“Q 条例”限制带来的现实问题，短期资金仍然大量从银行和其他存款机构流出，“金融脱媒”现象没有得到有效遏制，还形成对存款小户的利率歧视。这些改革只是利率市场化的开始，迫切需要从制度层面彻底实现利率的全面市场化。

20 世纪 80 年代初期的美国金融改革，是以打破利率管制、实现利率市场化为代表的金融自由化改革。1980 年 3 月，美国国会通过了《存款机构放松管制和货币控制法》，决定自 1980 年 3 月 31 日起，分 6 年逐步取消对定期存款利率的最高限，即取消“Q 条例”。批准全美的商业银行和储蓄机构开立可转让支付命令账户和自动转账服务账户；扩大储蓄机构的经营范围，对所有存款机构规定统一的法定准备金要求；将 FDIC 存款保险从每户

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_13381

