

三个维度看降息

报告摘要

● 在2018年12月报告中，我们认为降息是一个可选项，而不是必选项。春节假期前后，海外央行纷纷释放强烈的鸽派信号，市场对于降息的预期再度升温。那么，我们此前分析的核心因素有哪些在近期发生了变化？央行是否会在短期选择降息呢？

● **中美利差走阔，实际利率上升，降息空间加大。**最近两个月，核心变化主要体现在中美利差、人民币汇率、以及国内实际利率等方面，而这些变化确实为降息打开了更多空间。首先，海外央行货币政策正常化步伐放缓或转向，美债收益率也从去年12月的3%以上降至目前的2.7%以下，中美利差恢复至40个BP左右，央行降息的外部约束在下降。其次，2019年以来，受中美贸易谈判积极进展等影响，人民币汇率稳中有升，外汇储备也连续三个月回升。再次，1月CPI与PPI同比增速分别超预期下滑至1.7%与0.1%，实际利率的上升意味着企业融资成本的增加。

● **但短期内央行或倾向于“按兵不动”，两会结束前货币政策进入一段“真空期”。**技术层面，过往降息周期中，票据融资利率、一般贷款利率、基准利率会先后下降。目前票据融资利率已经回落，但尚不能确定一般贷款利率出现拐点。机制层面，目前政策重心仍在解决宽货币向宽信用传导不畅的问题，近期密集出台支持银行通过永续债等多渠道补充资本金的政策，“融资难”在政策优先级上排在“融资贵”之前。时点层面，3月份集中了中美贸易谈判、国内两会、美联储议息会议等重要事件，在这些不确定性落地前，央行没有必要“抢跑”。

● **债市震荡，股市收获。**国债收益率在前期快速回落后，短期想要进一步大幅下行，需要经济超预期下滑或者央行降息的配合。1月外贸与金融数据表现优异，生产资料价格环比下滑收窄，而生产、投资、消费等数据处于空窗期，市场对中国经济的悲观预期有所修复。而按照上面分析，央行在两会前后降息的概率也较小。因此，国债收益率短期内进一步下行的空间有限。1月贸易与金融数据超预期带来的催化作用毕竟不能忽视。目前股市整体估值仍处低位，中美贸易摩擦风险趋于缓和，叠加两会前促进消费、开放市场等政策的逐渐释放，股市有望延续近期的反弹势头。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

钱伟

wqian@cebm.com.cn



在2018年12月的报告《降息是可选项，不是必选项》中，基于美联储加息节奏生变、国内通胀压力温和、资产价格平稳等判断，我们认为降息是一个可选项；与此同时，由于降息不能解决“宽货币”向“宽信用”传导不畅的问题，对于民营企业来说“融资难”比“融资贵”更为重要，降息不是必选项，而是某种意义上的“最后诉诸手段”。

春节假期前后，美联储、英国央行、澳洲央行、印度央行等货币当局纷纷释放强烈的鸽派信号，全球主要国家的货币政策出现共同放缓或转向的迹象。春节后第一周，中国10年期国债收益率一度继续下行1.7个BP。在此背景下，市场对于央行降息的预期再度趋浓。那么，此前我们分析判断的核心因素，有哪些在近期发生了较大变化？中国央行是否会在近期加入到“全球降息”的阵营之中呢？

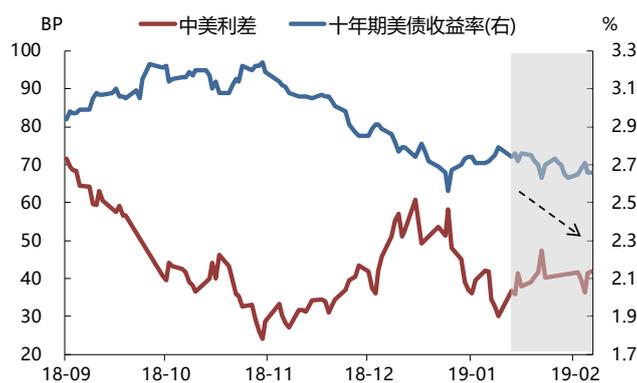
我们认为，虽然近期变化进一步打开了央行的降息空间，但短期央行更可能选择“按兵不动”，两会结束前或是货币政策的一段“真空期”。

一、全球央行转鸽，内外约束减少

近期国内外环境变化确实进一步减少了央行降息的约束。首先，全球央行纷纷转鸽，中美利差对国内利率下行的抑制减弱。其次，中美贸易谈判积极进展，人民币汇率趋于稳定。最后，通胀走低，实际利率出现攀升，下调空间加大。

首先，内外货币政策趋同，中美利差抑制走弱。中国货币宽松的一个主要外在约束来自中美利差。2018年，美联储连续四次加息，而中国央行为了应对经济下行，货币政策转向宽松，中美利差持续收窄。市场担心，如果美债长端利率持续维持在3%或更高水平，国内利率下行空间将非常有限。但近期海外央行纷纷释放鸽派信息。在1月议息会议上，美联储宣布维持联邦基金利率不变，鲍威尔同时表示将耐心观望和等待进一步加息的时机。美联储官员布拉德与卡普兰先后表示无需加息，纽约联储公布的模型测算结果显示，金融收紧已经伤及美国经济增速。与此同时，澳洲联储一反常态，表示失业率和通胀如果上升，不排除降息可能；印度央行则直接下调了回购利率。国内外货币政策大方向趋同后，近期美债收益率回落，中美利差约束减弱，这为国内利率下行扫除了外部障碍（图表1）。

图表 1：中美利差接近较为“舒适”的区间



资料来源：Wind，莫尼塔研究

其次，人民币汇率与跨境资本流动趋于稳定。央行货币政策的目标中，人民币汇率与跨境资本流动的稳定性也占据一定权重。担忧中美利差收窄甚至倒挂，一个主要原因也是害怕其造成资本外逃和汇率贬值。但进入2019年，在中美贸易谈判进展积极、美欧经济边际放缓、海外央行纷纷“转鸽”等因素共同推动下，人民币汇率明显走高，外汇储备也实现连续3个月回升。短期来看，人民币汇率与跨境资金流动都有望继续保持稳定，货币政策进一步宽松的后顾之忧并不明显。

最后，通胀走低推升国内实际利率。近期另一个显著变化是通胀的快速走低。1月CPI同比增长1.7%，PPI同比增长0.1%，双双不及预期。而CPI食品分项更是逆季节性下滑，显示背后的消费需求不佳。通胀的进一步下行，意味着实际利率的抬升，企业融资成本的上行压力。

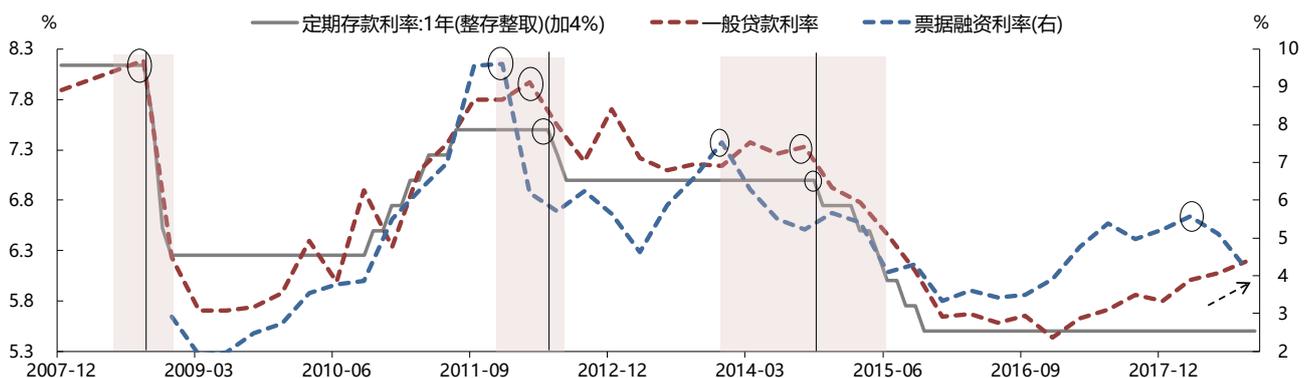
二、空间已打开，时点需斟酌

海外央行转鸽、中美利差走阔、实际利率上升等最新变化，虽为央行降息打开了空间，但不意味着降落在短期内成为必选项。从技术、机制和时点上来看，央行在短期或倾向于“按兵不动”，两会结束前货币政策进入一段“真空期”。

技术层面看，虽然目前票据融资利率已经回落，但尚不能验证一般贷款利率也开始明显下行。历史经验显示，过去三轮降息周期，票据融资利率的下行往往是“先锋”，而一般贷款利率的下行更接近降息时点。2012年与2015年的两轮降息周期中，票据融资利率率先下行，领先降息6-12个月；然后是一般贷款利率开始回落，领先降息1个季度左右（图表2）。可见，降息时点对一般贷款利率的下行可能更加敏感。

这一领先与滞后关系的原因可能在于：在经济与融资需求下行初期，央行往往边际放松对信贷额度的控制，由于融资需求不振或受限，银行往往首先增加表内贴现票据来完成贷款额度（票据冲量）。而在融资需求进一步疲软后，银行才开始下调贷款利率刺激融资，央行也会加大货币宽松的“剂量”（降息）。因此，票据融资利率往往领先一般贷款利率下降。2018年二季度末以来，票据融资利率开始下行，但截至三季度末，暂时还未观察到一般贷款利率的拐点。在今年1月金融数据解读吹风会上，央行表示2018年四季度贷款利率仍在下行，但可能主要来自票据融资的贡献，暂时不能确认一般贷款利率开始回落。因此，从技术层面来看，尚不能断言降息在短期一定会到来。

图表 2：历史上降息周期中，票据融资利率率先下行，一般贷款利率与降息稍晚发生



资料来源：Wind，莫尼塔研究

机制层面看，广义的融资利率仍能有效下行，目前货币政策重心仍聚焦于“宽信用”。目前我国货币政策的核心矛盾仍然是“宽货币”向“宽信用”传导不畅，“融资难”在政策优先级上排在“融资贵”之前。在1月金融数据吹风会上，央行表示货币市场利率、国债利率、企业债利率、以及银行贷款利率都在下行，同时强调利率市场化与两轨合一轨，至少说明央行对于目前政策利率向市场利率的传导效应可以接受。相反，1月新增社融虽然达到创纪录的4.46万亿，但由于信贷维持高增有难度，加之非标融资将继续萎缩，社融继续反弹的阻力犹存。此外，1月票据融资冲量情况较为明显，可能与银

行使用票决贴现冲抵贷款额度、企业在票据低利率与结构性存款高利率之间套利等因素有关，也说明“宽信用在半途”。

这决定了目前货币政策重心还是在“宽信用”上，包括解决银行贷款能力受限、贷款意愿较低等问题。2019年1月24日，央行创设票据互换工具提升永续债的流动性；1月25日，中国银行发行首单500亿元永续债用于补充资本；2月11日，国常会决定支持商业银行多渠道补充资本金，允许符合条件的银行同时发行多种资本补充工具；2月11日，央行联合银保监会、证监会、财政部发布《关于金融服务乡村振兴的指导意见》，开展金融机构服务乡村振兴考核评估，适度提高涉农贷款不良容忍度；2月14日，中办、国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放，加快商业银行资本补充债券工具创新。从顺序上理解，若上述政策不达预期，降息更有可能被祭出。

时点层面看，今年3月集中了中美贸易谈判、国内两会、美联储议息会议等重要事件，在此之前央行应该没有必要“抢跑”。最后，从决策的时点上来看，3-4月期间仍面临大量不确定性因素。本轮中美贸易谈判在3月1日截止，最终“靴子落地”仍有不确定性，虽然目前看起来解决贸易领域的争端问题应该不大。3月3日与5日，2019年政协与人大会议陆续召开，按照历史经验，两会内容对于全年经济与市场走势都会起到重大影响。3月21日，美联储议息会议召开，市场会获得更多有关美联储加息和缩表节奏的信息。此外，中国一季度经济数据也将在3月与4月初公布，届时“金融底”和“经济底”会否出现也将有望进一步揭晓。在这些不确定性落地之前，央行可能更倾向于“按兵不动”。

三、债券震荡，股票收获

在央行不选择降息的前提下，债券市场短期或维持震荡。2019年以来，中国债券市场保持强势，截至春节后一周，中债十年期国债收益率已降至3.0-3.1%区间。在海外央行货币政策正常化步伐放缓或转向的背景下，国内债券牛市是否能够延续？短期来看，国债收益率进一步走低，可能需要经济超预期下滑或者央行降息的配合。经济方面，2019年1月贸易与金融数据均表现亮眼，生产资料价格下滑有所收窄，而生产、投资、消费等数据仍处于空窗期，市场对中国经济的悲观预期有所修复。政策方面，按照本文分析，央行在两会前后降息的概率也较小。因此，国债收益率短期内进一步下行空间有限。相比之下，不管社融改善能否继续，经济能否企稳，1月贸易与金融数据超预期带来的催化作用毕竟不能忽视。目前股票市场整体估值仍处低位，中美贸易摩擦风险趋于缓和，叠加两会前促进消费、开放市场等政策的逐渐释放，股票市场有望延续近期的反弹势头。

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_14147

