

实际利率被动攀升，我国货币政策该如何应对？

——国际比较的视角

引言：决定经济活动的是实际利率，而非名义利率。2018年以来各期限名义利率下降，但并不意味着实际利率的下降。实际上，影响企业投资的是实际利率，虽然名义利率下降，但在 PPI 通缩背景下，实际利率反而是上升的，将对投资产生抑制作用。因此，需要货币宽松予以应对。

一、影响经济活动的是实际利率，并非名义利率

- **对于企业部门，特别是制造业部门，实际利率需要用 PPI 增速来进行平减。**
影响企业经济活动的利率是实际利率，并非名义利率，名义利率的下降并不代表融资成本的改善，我们更需要关注的是实际利率水平。
- **实际利率与经济活动之间的关系，需要从机会成本的角度出发来讨论。**企业增加投资可以用自有资金，也可以用外源融资；实际利率的上升相当于增加了企业的机会成本，进而减少了企业利润，从而影响企业投资。

二、历史回顾：实际利率被动上升时期，货币政策均是宽松的

(1) 中国：2014-2015 年实际利率被动走高

- 2014-2015 年，中国实际利率被动走高，从 8.5% 升至 10.5%。这一时期名义利率是下降的，实际利率的上升来源于 PPI 通胀的持续走低。
- 货币政策应对方面，降息、降准。其中，1 年期贷款基准利率从 5.6% 降至 4.35%，法定存款准备金率从 20% 降至 17.5%。

(2) 日本：1998/2001 年实际利率被动走高

- 1998/2001 年日本经济走弱，前一阶段企业实际利率从 0.1% 升至 4.0%，后一阶段实际利率从 0.5% 升至 3.6%。
- 货币政策应对方面，日本央行实行“零利率”与 QE。

(3) 美国：1990-1991 年实际利率上升

- 1990-1991 年，美国经济走弱，企业实际利率从 2.5% 升至 8.7%，实际利率的被动走高，源于通胀的大幅回落乃至通缩显现。
- 美联储货币政策的应对实际上是比较及时的，1989 年 6 月美联储就开始降息。1990-1991 年，联邦基金利率目标从 8.25% 降至 4.0%；1992 年再度三次降息至 3.0%，且在后续两年将利率维持在这一低位水平不变。

三、当前我国实际利率的上升，货币政策该如何应对？

- **2018 年 1 月至 2019 年 8 月以来，通过 PPI 平减之后的企业实际利率由 1.4% 升至 4.8%，其中，5 年期 AA+ 中票收益率由 5.7% 降至 4.0%，PPI 同比增速由 4.3% 降至 -0.8%。PPI 通胀的持续走低是实际利率被动攀升的重要原因。**虽然与历史高点相比，当前企业实际利率水平并不算很高，但持续上升的趋势需要得到关注，因其将对企业投资意愿产生抑制作用。
- **从此前国内外应对实际利率被动上升的经验来看，有必要通过货币宽松的方式来引导实际利率的下降。**具体到我国当前，则有必要下调政策利率、降准。同时，货币宽松的方向是确定的，在房地产约束下，宽松节奏或幅度将是渐进的。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
 bianquanshui@gjzq.com.cn
 段小乐 联系人
 (8621)61038260
 duanxiaole@gjzq.com.cn
 邱鼎荣 联系人
 didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

引言	4
一、影响经济活动的是实际利率，并非名义利率	4
(1) 不同部门面临的实际利率存在差异	4
(2) 实际利率与经济活动之间的关系	6
二、历史回顾：实际利率被动上升时期，货币政策均是宽松的	9
(1) 中国：2014-2015 年实际利率被动走高	9
(2) 日本：1998/2001 年实际利率被动走高	10
(3) 美国：1990-1991 年实际利率上升	12
三、当前我国实际利率的上升，货币政策该如何应对？	13
附图：美国、日本不同部门实际利率与经济活动表现与我国一致	16

图表目录

图表 1：2018 年以来名义利率下降，但并不意味企业融资成本的下降（%）	4
图表 2：不同部门面临的实际利率不同	5
图表 3：企业实际利率	5
图表 4：居民普通贷款实际利率（%）	6
图表 5：居民住房贷款实际利率（%）	6
图表 6：居民普通贷款实际利率与消费相关性偏弱（%）	7
图表 7：住房贷款实际利率与商品房销售负相关（%）	7
图表 8：实际利率与制造业实际 FAI 相关性并不强（%）	8
图表 9：工业用地成交面积与实际利率负相关（%）	8
图表 10：厂房与建筑物竣工面积与实际利率负相关（%）	8
图表 11：通用设备工业增加值与实际利率负相关（%）	8
图表 12：金属切削机床产量与实际利率负相关（%）	8
图表 13：新增中长期贷款与实际利率负相关（%）	8
图表 14：实际利率与产成品存货负相关（%）	9
图表 15：实际利率与工业企业存货负相关（%）	9
图表 16：2014-2015 年经济增速放缓（%）	10

图表 17: 2014-2015 年产能过剩, 房地产库存积累	10
图表 18: 2012-2016H1 我国面临持续的 PPI 通缩 (%)	10
图表 19: 中国央行货币政策的调节 (%)	10
图表 20: 日本 1998/2001 年各分项对 GDP 的拉动 (%)	11
图表 21: 亚洲金融危机前后日本金融账户变化 (亿美元)	11
图表 22: 2001 年左右日本银行不良贷款率大幅上升	12
图表 23: 2000 年左右日本央行货币政策的应对 (%)	12
图表 24: 美国 1990-1991 年各分项对 GDP 的拉动 (%)	12
图表 25: 1990 年末原油价格飙升	12
图表 26: 80 年代末期美国银行倒闭数量增加	13
图表 27: 1991 年左右美联储货币政策的应对 (%)	13
图表 28: 当前企业实际利率被动攀升 (%)	14
图表 29: 当前居民住房贷款实际利率相对是比较低的 (%)	14
图表 30: 2018 年 6 月以来, 中国金融条件指数总体回落	15
图表 31: LPR 的实质下降需要央行下调 MLF 来引导 (%)	15
图表 32: 美国: 居民部门实际利率与个人消费支出相关性偏弱 (%)	16
图表 33: 美国: 居民部门住房实际利率与新屋销售负相关 (%)	16
图表 34: 美国: 企业部门实际利率与私人非住宅投资负相关 (%)	16
图表 35: 美国: 企业部门实际利率与制造业库存变化负相关	17
图表 36: 日本: 居民部门实际利率与个人消费支出相关性偏弱 (%)	17
图表 37: 日本: 居民部门住房实际利率与新屋销售负相关 (%)	17
图表 38: 日本: 企业部门实际利率与私人企业设备投资负相关 (%)	18
图表 39: 日本: 企业部门实际利率与制造业库存变化负相关 (%)	18

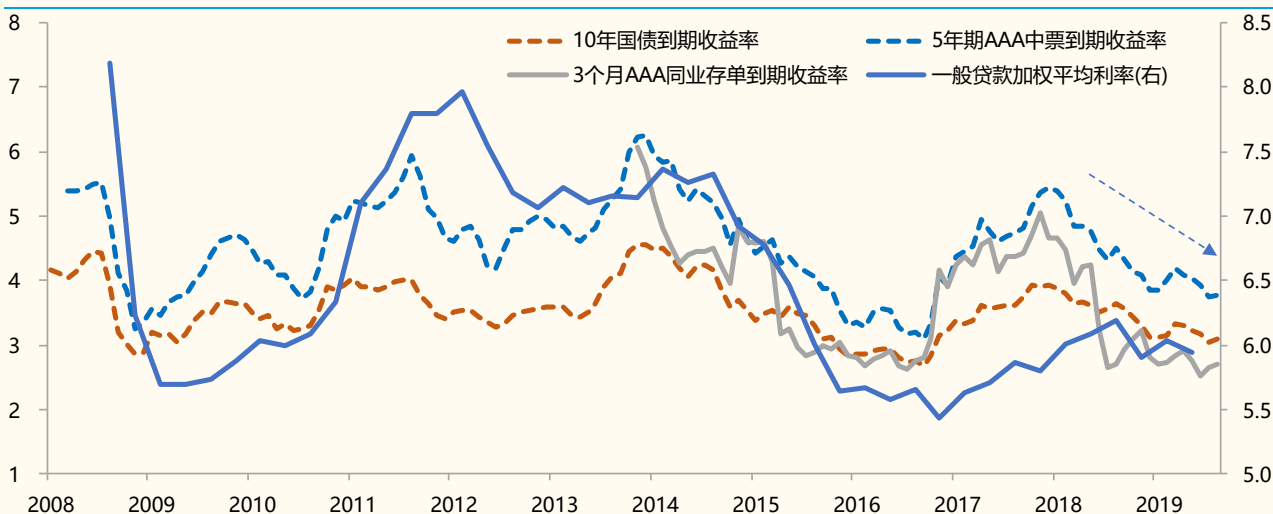
引言

决定经济活动的是实际利率，而非名义利率。2018 年以来各期限名义利率下降，但并不意味着实际利率的下降。实际上，影响企业投资的是实际利率，虽然名义利率下降，但在 PPI 通缩背景下，实际利率反而是上升的，将对投资产生抑制作用。因此，需要货币宽松予以应对。

一、影响经济活动的是实际利率，并非名义利率

影响经济活动的利率是实际利率，并非名义利率，名义利率的下降并不代表融资成本的改善，我们更需要关注的是实际利率水平。2018 年以来，名义利率总体呈现下降趋势，一般贷款加权平均利率从 6.19% 降至 5.94% (2019Q2)，10 年期国债收益率由 3.9% 降至 3.1%，5 年期 AAA 中票收益率由 5.4% 降至 3.8%。但名义利率的下降并不代表着实体经济融资成本的改善，2019 年 1-8 月，制造业固定资产投资累计同比 2.6%，民间固定资产投资累计同比 4.9%，分别较去年同期下降 4.9 个百分点、3.8 个百分点。名义利率的走低并没有带来企业投资，特别是制造业投资的回升。实际上，影响经济活动的利率是实际利率，并非名义利率，名义利率的下降并不代表融资成本的改善，我们更需要关注的是实际利率水平。

图表 1：2018 年以来名义利率下降，但并不意味企业融资成本的下降 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

(1) 不同部门面临的实际利率存在差异

名义利率与实际利率之间的关系。名义利率与实际利率之间存在这样的关系： $1+i = (1+r) * (1+\pi)$ ，其中 i 为名义利率， r 为实际利率， π 为通胀预期，上式子展开得到 $i=r+\pi+\pi r$ ，由于 r 与 π 的乘积很小，因此可以近似得到 $i=r+\pi$ ，即名义利率等于实际利率与通胀预期之和，在具体研究中，通胀预期难以刻画，考虑到居民和企业通胀预期往往是基于当前通胀水平形成的，可以近似假设通胀预期与当期通胀相同。因此，可以得到实际利率等于名义利率与通胀预期之差。

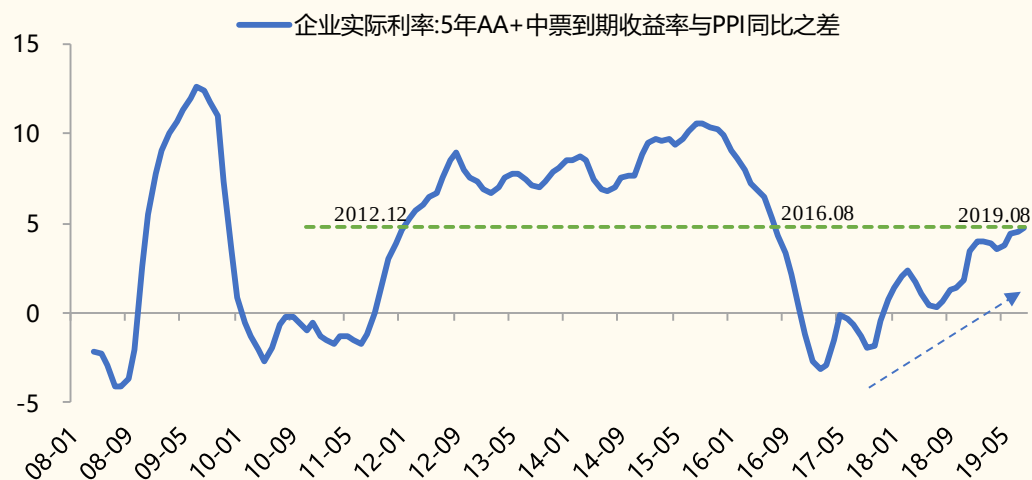
图表 2：不同部门面临的实际利率不同

部门	贷款	实际利率
企业部门	一般贷款	一般贷款加权平均利率（或 5 年期中短期融资票据收益率）与 PPI 同比之差
居民部门	普通贷款	一般贷款加权平均利率与 CPI 同比之差
	住房贷款	个人住房贷款加权平均利率与 70 城房价同比之差

来源：Wind，国金证券研究所

不同部门面临的实际利率不同，对于企业部门，特别是制造业部门，实际利率需要用 PPI 增速来平减。考虑到一般贷款加权平均利率是季度数据，频率相对偏低，我们这里用以 5 年期 AA+ 中票收益率与 PPI 同比之差衡量企业实际利率水平。可以看到，企业实际利率总体波动也是比较大的，2009 年以来基本位于 -3.2% 到 12.6% 的区间波动，其中，2009-2011 年中，实际利率大幅走低，由 10% 左右降至 -1.7%，2011 年下半年-2015 年实际利率大幅走高且维持高位，逐步升至 7.3%，且在后续三年时间内长期维持高位，2015 年再次升至 10.5% 的高位，2016-2017 年初，实际利率逐步回落至 -3%，2017 年中以来，实际利率再次走高，截至 2019 年 8 月，企业实际利率升至 4.75%，较去年同期上升了 4.13 个百分点。因此，对于企业部门，虽然经济中的名义利率下降了，但由于价格走弱的幅度远大于名义利率下降的幅度，反而导致了企业实际融资成本的攀升，企业实际融资成本并没有得到下降，从而对企业资本开支、存货投资造成抑制作用。

图表 3：企业实际利率



来源：Wind，国金证券研究所

对于居民部门，实际利率可以从两个角度来考察，一是普通贷款的实际利率，可以用一般贷款加权平均利率与 CPI 同比之差来衡量；二是住房贷款实际利率，可以用个人住房贷款加权平均利率与 70 城房价同比之差来衡量。

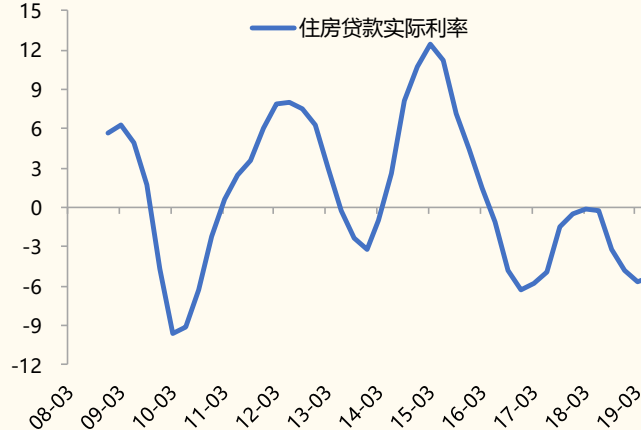
可以看到，居民部门普通贷款实际利率相对波动较小，2008-2011 年这段时期波动较大，最高 7.4%，最低 1.0%，2012 年以来，波动幅度明显缩小，区间在 3.2-5.7 之间，截至 2019Q2，居民部门普通贷款实际利率为 3.2%；居民住房贷款实际利率则波动较大，且具有明显的周期性，基本呈现三年一个小周期的波动，2009 年以来，区间在 -9.6% 与 12.4% 之间。截至 2019 年 Q2，居民住房贷款实际利率为 -5.3%，为近三年来较低水平。

图表 4：居民普通贷款实际利率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：居民住房贷款实际利率 (%)



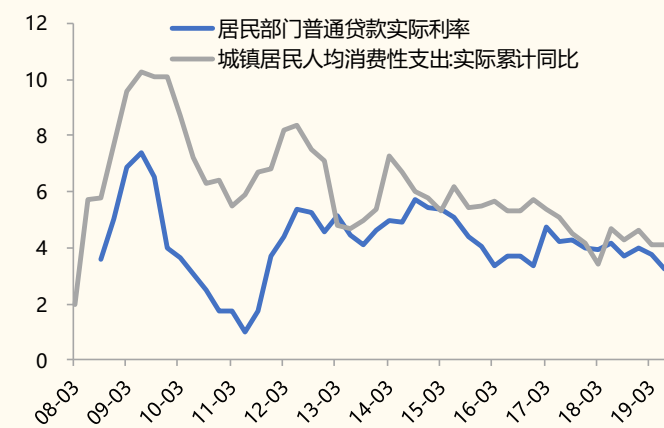
来源：Wind，国金证券研究所

(2) 实际利率与经济活动之间的关系

实际利率与经济活动之间的关系，需要从机会成本的角度出发来讨论。我们依次分析居民和企业部门实际利率影响其经济活动的背后逻辑。

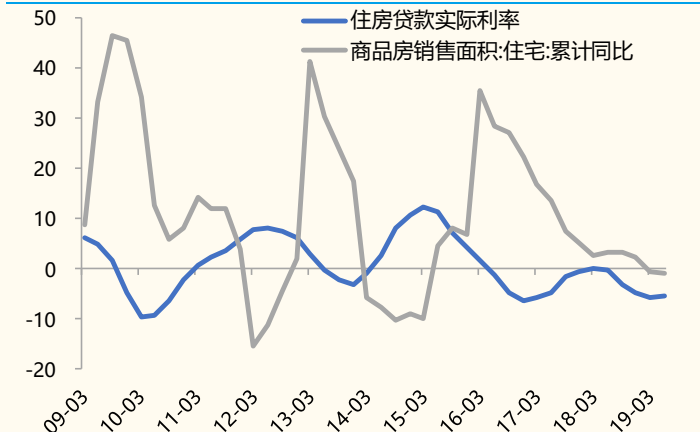
从居民部门来看，普通贷款实际利率与实际消费相关性偏弱，住房贷款实际利率与商品房销售负相关。从居民部门来看，一是，普通贷款实际利率，从图 6 可以看到普通贷款实际利率与居民实际消费之间相关性相对偏弱。理论上，利率水平决定了居民在当期和未来消费之间的分配，利率升高，居民通过储蓄的方式来增加未来消费，从而减少当期消费；反之亦然。虽然利率是决定居民消费的因素之一，但决定居民消费的更多是收入的因素，消费通常跟随收入的增长而增长，利率则居于次要位置。二是，个人住房贷款利率，从图 7 可以看到，住房贷款实际利率与商品房销售负相关，这是因为实际利率相当于居民购房的机会成本，偏高的实际利率水平增加了居民借贷的成本，即便居民使用自有资金购房，也需要考虑资金的机会成本，即资金用于其他投资或支出所获得的收益，也就是偏高的实际利率水平增加了机会成本，从而减少了居民对住房的购买。

图表 6: 居民普通贷款实际利率与消费相关性偏弱 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 住房贷款实际利率与商品房销售面积:住宅:累计同比 (%)

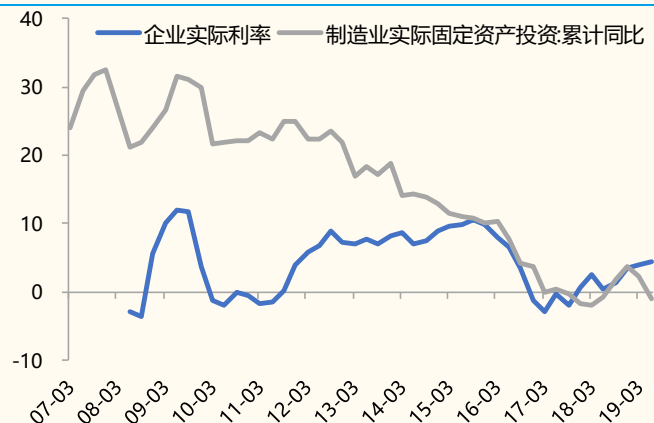


来源: Wind, 国金证券研究所

再看一下企业部门, 实际利率对企业部门的影响主要反映在投资方面, 实际利率与企业投资负相关。企业投资包括两类: 一是企业资本开支; 二是企业存货投资。这两类投资可以放在同一个框架下思考, 那么实际利率为什么与企业投资负相关呢? 我们知道通常企业存在的目的是利润最大化, 企业增加资本投入也是为获取利润最大化这一目标而服务的。企业增加投资可以用自有资金, 也可以用外源融资, 如果是外源融资, 实际利率的增加相当于直接增加了企业的融资成本, 进而减少了企业利润; 即便是使用企业自有资金, 也需要考虑机会成本, 实际利率的上升相当于增加了企业的机会成本, 进而减少了企业利润。因此, 实际利率与企业投资总体呈现负相关关系。从企业资本开支来看, 从图 8 来看, 以制造业部门为例, 实际利率与制造业实际投资 (用固定资产投资价格指数平减) 之间关系并不明确, 似乎还有点正相关, 这与我国 2011 年以来制造业投资数据整体下行, 缺乏波动性有一定关系。

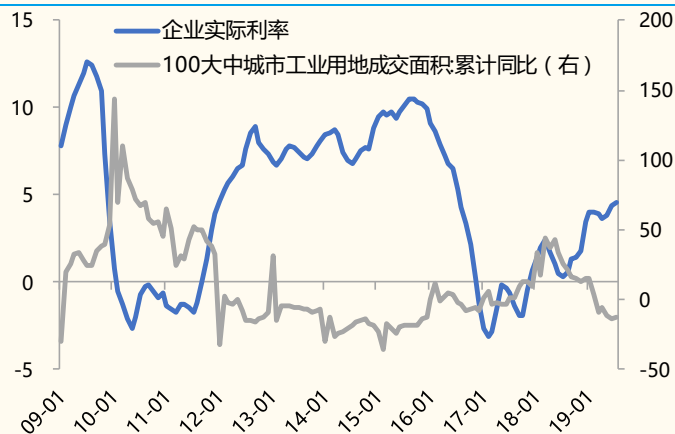
制造业固定资产投资的代替变量与实际利率负相关。制造业投资包括购置土地、修建厂房、购置并安装设备等, 从制造业投资的来源来看, 除了利润留存等内源融资外, 银行贷款也是非常重要的渠道。因此, 可以用一些代替数据来换一个维度看制造业投资, 就可以明显看到相关数据与实际利率的负相关关系。这里我们用工业用地、建筑业厂房竣工面积、通用与专用设备工业增加值、金属切削机床产量、企业中长期贷款, 可以看到实际利率与企业固定资产投资代替数据总体呈现负相关关系。**从企业存货投资来看, 实际利率总体与工业企业存货、产成品存货增速负相关, 与理论分析是相吻合的。**

图表 8：实际利率与制造业实际FAI相关性并不强（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：工业用地成交面积与实际利率负相关（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：厂房与建筑物竣工面积与实际利率负相关（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：通用设备工业增加值与实际利率负相关（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：金属切削机床产量与实际利率负相关（%）



图表 13：新增中长期贷款与实际利率负相关（%）



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_9806

