

首席经济学家：任泽平

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究员：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

你看，又降息了！

——点评 920 央行 LPR 第二次降息

宏观研究

点评报告

2019/9/20

事件：新版 LPR 第二次报价出炉：1 年期品种报 4.20%，上次为 4.25%，5 年期以上品种报 4.85%，上次为 4.85%。

1、核心观点：

1) 今天又降息了！没人可以阻止趋势的力量！我们近期对经济下行、货币降息降准进行了前瞻预测，被一一验证，并引发了市场“该不该降息”的大讨论，今天央行第二次降息宣告我们大获全胜。730 政治局会议释放“不一样的宽松”信号，8 月 17 日央行推动 LPR 改革以降低实体经济利率，随后下调 MLF 利率进行市场化降息，9 月 6 日通过全面降准+定向降准投放基础货币 9000 亿。9 月 20 日，央行 LPR 改革后迎来第二次报价，贷款市场报价利率 1 年期 LPR 下降 5 个 BP。

2) 降息降准是正常的逆周期调节政策，控制好力度节奏不等于大水漫灌。此次降息与以往基准利率调整有本质区别，是“改革式、市场化、渐进式、结构性”降息。

改革式降息：LPR 降低是利率市场化之后的新式降息，逐步与国际接轨，接近美国降息模式；

市场化降息：通过降低 LPR 加点的方式，而非直接降低 MLF 利率，充分体现了我国利率渠道疏通的一大进展；

渐进式降息：此次降息幅度较小，1 年期 LPR 仅降低 5BP；

结构性降息：此次降息区分 1 年期及 5 年期以上品种降息幅度，5 年期以上保持不变，能够减少对资产价格的刺激。自 10 月 8 日起，新发放个人住房贷款利率以 LPR 加点方式形成，由于住房贷款多期限较长，主要参照 5 年期以上 LPR 品种定价。此次 LPR 报价调整将 5 年期以上品种利率维持在 4.85%，与近期房地产调控形势相配合。

3) 国内经济数据全面回落，PMI 连续 4 个月低于荣枯线，固定资产投资增速回落、房地产政策偏紧、制造业投资延续低迷、基建反弹力度有限、社零继续回落、出口增速下滑，货币宽松空间打开。拿掉猪以后都是通缩，瘟疫及环保因素导致猪肉价格高涨，超级猪周期带动 CPI 保持高位，但核心 CPI 和非食品 CPI 下行，PPI 连续两个月为负，通缩加剧，实际利率上升，利润承压，需降息对冲。实体经济融资利率高企，债券等市场化融资利率明显下行，贷款利率下行幅度较小。

4) 全球经济下行压力加大，周期性因素、贸易摩擦冲击叠加各国政府改革乏力，各国央行加码宽松的货币政策，降息潮涌现，以刺激投资和消费。人口老龄化、缺乏革命性的新技术，“低增速、低通胀、低利率”或成为中长期趋势。9 月 18 日美联储将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 1.75%-2.00%，欧洲央行将存款便利利率下调 10 个基点至 -0.5%，并重启 QE。印度、埃及、土耳其、智利、墨西哥等新兴经济体央行均已开始降息。但当前世界经济处于长期债务周期顶部，没有配套改革措施

的货币宽松将利好资本市场，但对实体经济的促进作用有限，且将进一步加剧贫富差距，割裂全球经贸体系，因此需要在加强逆周期调节的同时配合结构性改革提升经济潜在增长率。

5) LPR 降息降低实际贷款利率，企业融资成本下行，考虑到 LPR 仅针对部分新增贷款，金融机构和实体企业预期改善和经济企稳回升仍需要更加丰富的政策组合。目前 LPR 机制仍处于推广期，商业银行新增贷款尚未完全参考 LPR，贷款重新定价仍需时间落地。且 LPR 仅针对增量贷款，不影响存量贷款，也不影响房贷，相比以往直接降低存贷款基准利率，LPR 下调效果较弱。此外 LPR 降息将通过利率渠道和信贷渠道刺激企业投资需求，但经济持续下行仍将压制金融机构风险偏好和企业信贷需求，经济企稳回升仍需要积极财政政策和宽信用政策相互配合。此外债市、股市亦是受益者，对汇率冲击有限。

6) LPR 仍有不小的降息空间，拭目以待！商业银行 LPR 加点可进一步压缩，MLF 利率仍处于历史最高点，后续央行通过 MLF 利率来降低 LPR 空间充足。央行可多次小幅降低 LPR，降低企业实际融资成本，减少利率调整对市场的冲击，同时可以根据实际效果及时进行微整。且目前降准降息都具备一定的调整空间，可以结合降准和降低 MLF 利率引导实际利率下行，继续推进利率市场化改革。

7) 我们建议加强逆周期调节力度，注重发挥积极财政政策和宽松货币政策的协同效应，实现宽货币到宽信用的有效传导。

当然货币财政政策主要是促进短期经济平稳运行，长期经济高质量增长根本上要靠改革开放，贸易战本质上是改革战：大规模减税降负降低企业居民负担、以更大决心更大勇气扩大新一轮开放、以竞争中性推动国企改革、以人地挂钩和金融稳定构建新住房制度体系、进行重大理论创新突破鼓舞民营经济信心、明确高质量考核并适当容错促进地方政府万马奔腾。

2. 我们近期对经济再下台阶和货币降息降准进行了前瞻性分析，并被一一验证。

今天又降息了！没人可以阻止趋势的力量！9月20日，央行LPR改革后迎来第二次报价，今日贷款市场报价利率为：1年期LPR为4.20%，前值为4.25%。

我们近期对经济再下台阶、货币降息降准进行了前瞻预测，被一一验证，并引发了市场“该不该降息”的大讨论，今天央行第二次降息宣告我们大获全胜。

在2018年下半年市场一片悲观之际，我们判断“2019年中经济企稳、市场否极泰来”。随后2019年上半年经济暂时企稳、主要股指上涨20%以上、房地产小阳春。

6月份数据出来以后，市场一片“经济企稳”“企稳回升”“超预期”的声音，我们发布震撼全市场的报告《充分估计当前经济金融形势的严峻性——全面解读6月经济金融数据》（7月21日）：近期的先行指标纷纷下滑，比如房地产销售、土地购置和资金来源回落，PMI订单和PMI出口订单下滑，一系列房地产融资收紧政策密集出台，而且经济金融结构正在趋于恶化。随后7月份经济金融数据全面回落。

7月份数据公布以后，市场仍然沉浸在“降息降准就是大水漫灌”的错误认识中（混淆了货币政策正常逆周期调节和货币超发的关系）。我们再度前瞻性提出《该降息了！——全面解读7月经济金融数据》（8月15日）：当前经济下行压力加大，全球降息潮，汇率破“7”，核心CPI保持稳定，PPI负增长通缩企业实际利率上升，表明货币宽松的空间已经打开。在《金融形势严峻，何时降息降准？——点评7月金融数据》（8月13日）中我们认为：7月社融、信贷、M2数据全面回落，宽货币到宽信用政策效果较差，原因无非是企业实际利率并未下降、流动性投放渠道收窄、资产价格低迷难以起到抵押放大器效应，社融领先实体经济和投资，意味着下半年到明年上半年经济下行压力较大。随后8月17日央行通过LPR改革市场化降息，9月6日宣布全面降准+定向降准，国务院强调加大逆周期调节力度（参考：8月18日《“降息”来了！——解读央行改革完善LPR形成机制》、9月7日《全面解读降准对经济、股市、债市、房市影响及展望》）。

年初经济暂时企稳，主要受去年底-今年初货币放松、财政资金提前拨付、5月贸易摩擦再度升级影响尚未显现、房地产“小阳春”、库存复苏周期等支撑。

但是，随着6-9月房地产融资密集收紧、房地产销售土地购置下滑、5-8月中美贸易摩擦升级、欧美主要经济体增长放缓、库存复苏周期已过等，我们维持2019年下半年-2020年上半年经济将再下台阶的判断（参考《生于忧患——2019年中期宏观展望》，2019年6月），2019年下半年经济下行斜率较缓，但2020年上半年经济下行斜率较大。未来两年GDP增速将下降0.5个百分点左右。

宏观经济形势分析要有基本的框架、逻辑和判断（参考《新周期：中国经济理论与实战》《房地产周期》《大势研判：经济、政策与资本市场》《宏观经济结构研究》）。20年来，先后在人大清华学习经典理论、在国务院发展研究中心学习公共政策、在国泰君安方正证券学习资本市场，最大的收获是接地气、开阔视野、建立框架，深感要学习的东西越来越多，深感客观理性专业是研究的根本，保持开放包容的心态。

图表1：最近由我们前瞻性报告引发的市场关于“该不该降息”的大讨论

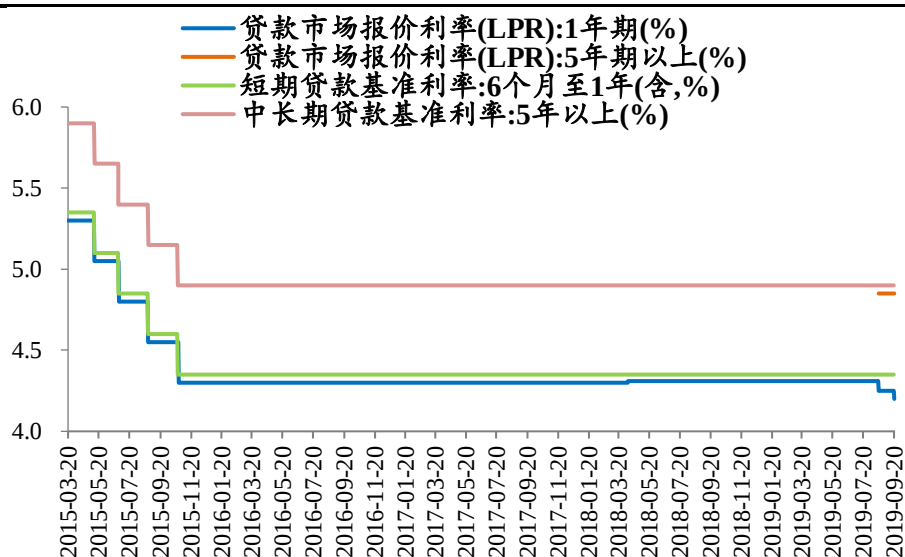


资料来源：恒大研究院

3. 降息降准是正常的逆周期调节政策，控制好力度节奏不等于大水漫灌。LPR 改革后的降息与以往基准利率降息不同，是“改革式、市场化、渐进式、结构性”降息。

1) 此次降息与以往不同，力度节奏都有所不同，“是“改革式、市场化、渐进式、结构性”的，是小幅度、高频率的降息。降息降准是正常的逆周期调节政策，控制好力度节奏不等于大水漫灌。此次 LPR 下调是 LPR 改革之后的第二次降息，8 月 20 日，首次 1 年期 LPR 报价 4.25%，较此前的 4.31% 小幅下降 6bp，较同期基准利率下降 10bp，5 年期以上 LPR 为 4.85%，较同期基准利率下降 5bp。9 月 20 日，第二次报价 1 年期 LPR 品种报 4.20%，较 8 月 20 日降低 5BP，5 年期以上品种报 4.85%，维持不变。

图表2：贷款市场报价利率下调



资料来源: Wind, 恒大研究院

2) 改革式降息: LPR 降低是利率市场化之后的新式降息, 逐步与国际接轨, 接近美国降息模式。

LPR 即贷款市场报价利率, 央行推出 LPR 是为了逐步替代贷款基准利率。8 月 LPR 新机制采用 MLF 加点、在原有 1 年期品种基础上增加 5 年期以上期限品种、报价行由原来的 10 家扩大至 18 家、由每日报价改为每月 20 日报价。因此, LPR 下降也是降息。未来我国的降息从过去降低官定基准利率, 到通过公开市场操作, 引导 LPR 下行, 进一步影响长端及广谱利率。

国际上, 美国、日本、印度等都曾建立起类似 LPR 的报价机制, LPR 通常是贷款利率从官方管制到完全市场化的一个过渡制度。在存款仍受管制情况下, 贷款通过 LPR 定价在一定程度上可以增大货币市场利率与贷款利率的联动, 为存款放开奠定基础。最终 LPR 应用范围可能逐步缩小至中小企业贷款以及个人业务, 大型企业贷款利率实现完全市场化。美联储货币政策操作以联邦基金利率为调控目标, 通过公开市场操作, 使得存款机构间的拆解利率向联邦基金利率靠拢。我国采取降低 MLF 利率和银行资金成本, 使得 LPR 下行, 从而降低广谱利率, 逐步接近美国利率渠道传导模式。

3) 市场化降息: 通过降低 LPR 加点的方式, 而非直接降低 MLF 利率, 充分体现了我国利率渠道疏通的一大进展。

央行通过降准降低市场利率, 带动银行降低加点幅度, 从而贷款利率下行, 疏通货币传导渠道, 更符合利率市场化方向。此次降息与以往不同, 央行已经进行了利率市场化改革, 即通过下调短端货币市场利率, 带动长端贷款利率下行, 从而传导至广谱利率下行, 降低实体经济融资成本。9 月央行降准, 每年降低商业银行资金成本 150 亿元, 央行通过降低商业银行负债成本, 引导商业银行降低加点幅度。表明通过降准可以传导至贷款利率下行, 充分体现了我国利率渠道疏通的一大进展, 利率更加市场化。

通过降低加点有利于引导银行进行风险定价提高银行定价能力, 促进市场竞争, 让利实体经济, 更符合金融供给侧改革方向。新 LPR 机制下, 报价方式采用 MLF 加点的形式, 需要银行对自身业务模式、资金成本、对市场供求以及客户风险溢价进行研判。商业银行减少加点幅度, 让利于实体经济, 因此通过商业银行市场化方式降息, 推动银行提升自身合理定价信用风险的能力。此次 LPR 改革后, 将进一步倒逼商业银行完善 LPR 计算方式, 更加科学的计算资金成本, 增加对于市场资金的考虑权重, 防止“换汤不换药”的情况。

4) 渐进式降息: 此次降息幅度较小, 1 年期 LPR 仅降低 5BP, 距离上次降息仅一个月时间, 频率较快。

LPR 改革为利率市场化进程, 频率更快但幅度较小, 是渐进式改革。8 月的 LPR 改革是利率市场化改革的关键一步, 渐进式改革有利于缓释对市场的影响, 保持金融平稳发展。从频率来看, 过去的基准利率降息频率不定, 而此次 LPR 形成机制改革后, 每月 20 日形成 LPR 报价, 未来的降息频率可低至每月一次; 从幅度来看, 过去基准利率降息幅度为 25-40BP 不等, 力度较大, LPR 改革后, 两次均以小幅降息的态势呈现, 改变“大水漫灌”的调控方式。

在新的报价机制下，MLF 利率不动，LPR 不宜大幅下降。新的报价机制下，LPR 直接与 MLF 利率挂钩，由 18 家报价行在 MLF 利率上加点报价计算后得出。而 1 年期 MLF 利率自 2018 年 4 月 17 日以来一直保持在 3.30%，MLF 未动，LPR 下调空间有限。

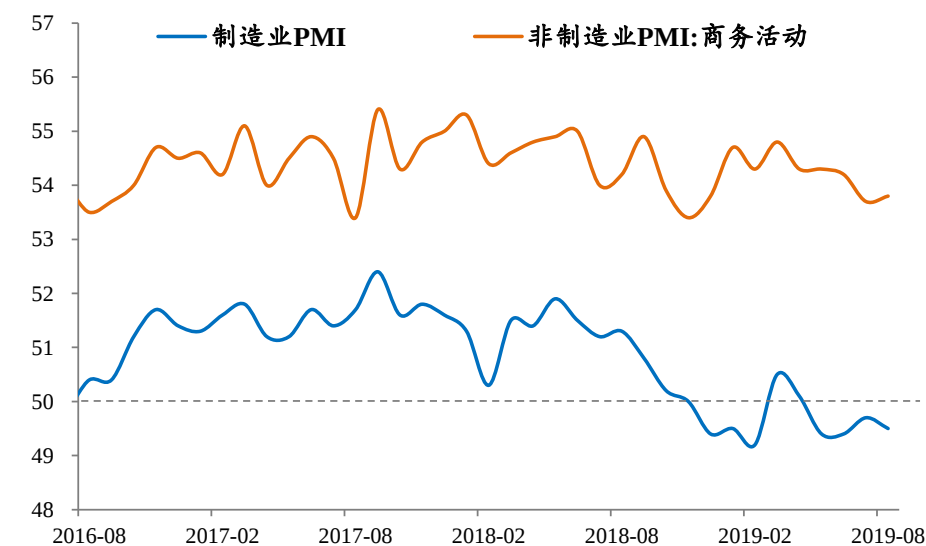
5) 结构性降息：此次降息区分 1 年期及 5 年期以上品种降息幅度，5 年期以上保持不变，能够减少对资产价格的刺激。。

一方面推动实体融资利率下降，另一方面与当前的房地产调控形势配合。8 月 17 日央行改革 LPR 形成机制后，8 月 25 日相应改革个人住房贷款利率，要求自 10 月 8 日起，新发放个人住房贷款利率以 LPR 加点方式形成，由于住房贷款多期限较长，主要参照 5 年期以上 LPR 品种定价。此次 LPR 报价调整将 5 年期以上品种利率维持在 4.85%，与近期房地产调控形势相配合，防止降息对于资产价格形成刺激。另外，未来按揭贷款分两部分，一是 LPR，二是加点。从目前各地公布的最低加点幅度来看，均高于或持平于现行房贷利率，保持房贷政策平稳。

4. 国内经济数据全面回落，物价拿掉猪以后都是通缩，PPI 负增长，企业实际利率上升，贷款利率高企，需降息对冲。

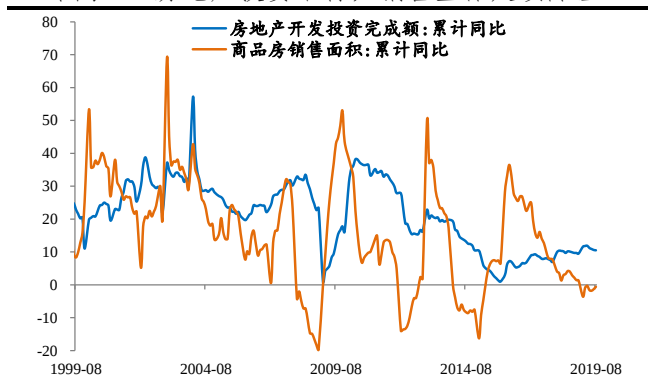
国内经济数据全面回落，固定资产投资增速回落、房地产政策偏紧、制造业投资延续低迷、基建反弹力度有限、社零继续回落、出口增速下滑，货币政策宽松的空间已经打开。投资方面，房企融资全面收紧、销售总体降温、新开工放缓、土地购置负增长，预计房地产投资后续将继续回落。制造业投资延续低迷，当月增速转负。1-8 月制造业投资累计同比 2.6%，较 1-7 月下滑 0.7 个百分点，整体低迷。基建投资略回升但整体低迷，受地方公共财政吃紧、土地财政大幅减少、严控地方隐性债务制约，未来反弹幅度有限。消费方面，社零消费增速继续回落，汽车消费大幅下滑为主要拖累，未来消费受居民杠杆率高、收入下行、就业低迷、股市房市财富效应弱的抑制。出口方面，8 月出口增速下滑，主要是对美出口增速大幅下滑，源于中美贸易摩擦升级。未来，虽然人民币贬值利好出口，但在全球经济下行、中美贸易摩擦加剧背景下，出口将继续下滑，全年负增长。PMI 方面，8 月制造业 PMI 为 49.5%，较上月下滑 0.2 个百分点，内外需总体疲软。未来随着中美贸易摩擦冲击、经济下行加大、PPI 通缩、企业实际利率上升，货币政策宽松的空间已经打开。

图表3：8 月制造业 PMI 较上月下滑 0.2 个百分点



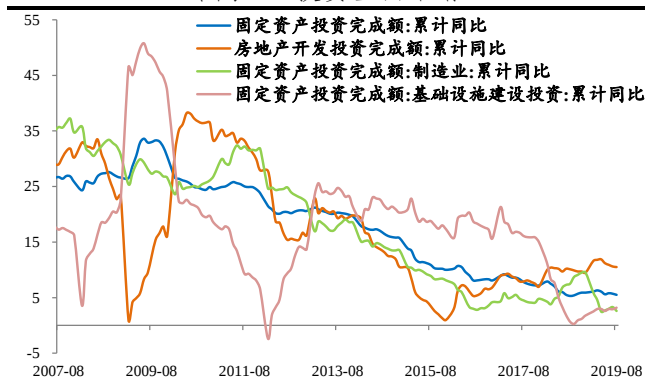
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表4: 房地产投资下行, 销售整体延续降温



资料来源: Wind, 恒大研究院

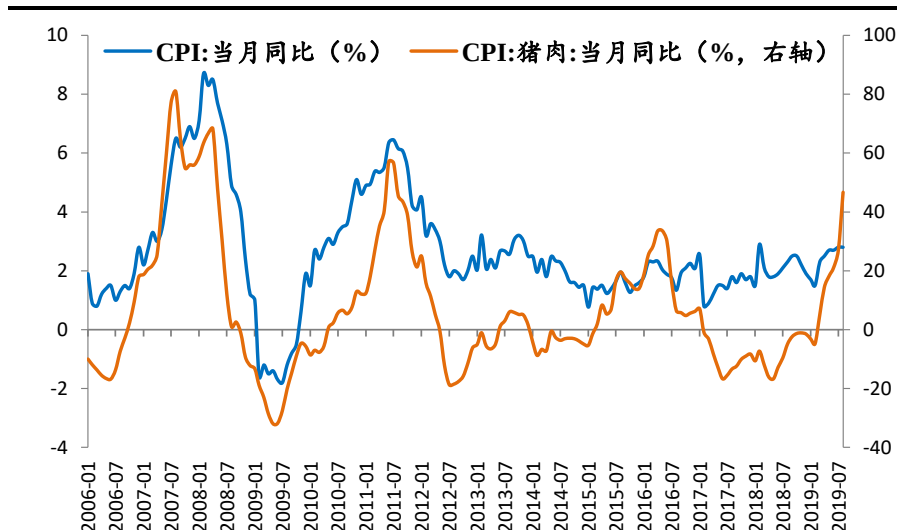
图表5: 投资全面下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

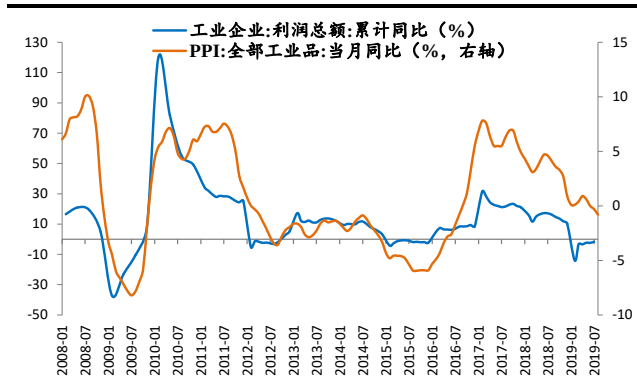
拿掉猪以后都是通缩: 瘟疫及环保因素导致猪肉价格高涨, 超级猪周期带动 CPI 保持高位, 但核心 CPI 和非食品 CPI 下行; PPI 连续两个月为负, 通缩加剧, 实际利率上升, 企业利润承压, 需降息对冲。8 月 CPI 同比上涨 2.8%, 与上月持平, 但高于预期 0.2 个百分点。其中, 8 月猪肉环比上涨 23.1%, 仍是 CPI 保持高位的主要推手。非食品方面, 非食品价格同比上涨 1.1%, 增速较上月回落 0.2 个百分点, 连续 5 个月回落。PPI 受内外需不振影响, 连续两个月为负, 下降幅度扩大, 通缩加剧, 实际利率上升。8 月 PPI 同比下降 0.8%, 降幅较上月扩大 0.5 个百分点。PPI 的大幅下降将会显著推升企业实际利率水平, 增加实体企业的融资成本和债务风险。

图表6: 猪肉价格上涨带动 CPI 保持高位

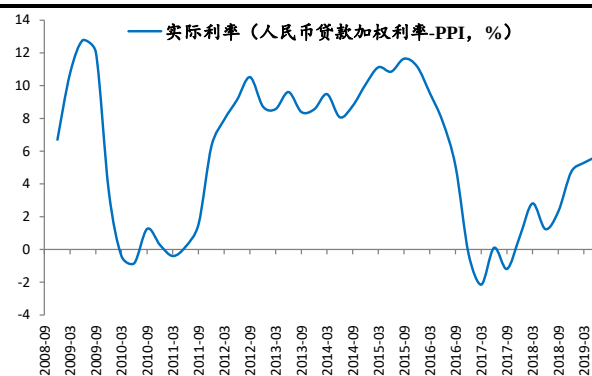


资料来源: Wind, 恒大研究院

图表7: PPI 下滑拖累工业企业利润



图表8: PPI 下行, 实际利率上升



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_9970

