



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2018年第33期 总第53期 · 专题研究

降息可能性分析

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐蕾 程丹润 李庆

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

内容摘要：

- ◆ 近期，一系列重要的经济、金融指标远不及市场预期，叠加贸易摩擦、地产调控等内外因素影响，市场预计当前经济下行压力加大，引发市场对降息可能性的热议。因此，文章根据对历次降息周期背景梳理，分析支持与制约降息的影响因素，判断当前降息可能性并不高。

2018年12月04日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



降息可能性分析

一、四轮降息周期的背景梳理

此前共有四轮降息周期：1996-1999年、2008年、2012年、2014-2015年，总结发现降息周期有以下几个特点：

1、背景均是经济明显下行，并且大多伴随外部的冲击。其中仅有14-15年降息中没有来自外部危机的影响，其余的三轮降息分别处于亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机的阶段。

2、降息和降准往往一起出现，货币政策全面转向宽松；并且大多有积极财政政策的配合，形成宽货币+宽财政的政策组合。

3、与全球货币政策周期有一定的同步性，大多处于美联储“非加息”的阶段。但在97年和99年，也曾在美联储短暂加息阶段进行过降息。

4、对经济的拉动作用在逐渐减弱。如前三轮降息中，经济均在滞后2-3个季度左右见底回升。而14-15年的降息对经济的拉动作用已经有长达1年的时滞(外贸回升)，并且只是结束了GDP下滑的趋势，并未出现经济的明显回升。

5、对股市和房地产有明显利好，债市影响则不确定。此前四轮降息对股市的影响大多是利好，债市的影响则不确定。此外，08年以来的三轮降息中均伴随着房价的明显上涨和地产销售的大幅回升，降息对于地产的拉动作用最为明显。

二、当前支持降息的因素分析

1、**金融风险有所下降**。2017年以来金融去杠杆、治理影子银行的政策收效显著，宏观杠杆率过快上升势头均得到遏制，为货币宽松提供较好的宏观金融基础。

2、**经济下行压力**。受中美贸易冲击，未来出口将会受到较大影响，同时，居民债务负担高企，消费升级难以为继，基建和地产投资持续下行。

3、**社融增量大幅下滑**。10月，中国社融规模腰斩，不及市场预期，凸显了信用扩张的种种困难。表外融资受资管新规的影响持续负增长，而表内信贷6月以来的高增长主要靠票据融资贡献。

4、**融资成本高企**。宽货币向宽信用传导依旧不畅，企业“融资难、融资贵”问题依然存在。在大力支持民营企业发展的政治环境下，降息的政策窗口存在打开的可能。

三、当前制约降息的因素分析

1、**外汇方面的压力**。央行降息会对人民币汇率形成压力，进而影响到汇率的短期波动，对外汇储备产生一定的影响。当前，中美的1年期国债利率已经出现倒挂，且市场预期2019年美联储还将加息3-4次，此时中国若下调基准利率，将加剧中美货币政策的分化，造成中美长期国债收益率利差进一步收窄，加大后期维持人民币汇率稳定的压力。2018年以来，在严格的外汇管控下，中国外汇储备始终维持在3万亿美元左右，降息会加剧资本外流。

2、通胀方面的压力。10月份，全国CPI同比涨幅连续两个月为2.5%，维持温和通胀态势。更重要的是，衡量我国通胀情况的关键指标，食品价格持续保持高位增长，近两个月的涨幅都超过了3%。从当前国内外形势来看，未来国内通胀压力还将进一步增大。

3、宏观调控方面的压力。2017年全年与2018年上半年，中央政府始终围绕房地产调控、金融去杠杆以及防范化解地方债务风险等方面展开宏观调控，取得了一定的政策效果。然而，根据历年经验，结合当前的实体经济局势，降息将可能会导致大量资金进入房地产市场和地方融资平台，对房地产市场和地方债市场产生影响。

四、结论

7月底以来，政府出台了一系列的政策来稳增长、鼓励信贷投放等，但近几个月的数据并没有显现出政策的效果，尤其是10月份的社融数据出现超季节性的下滑，导致市场有认为需要通过降息来进一步刺激经济，而我们认为当前降低基准利率的可能性并不高：

一是目前市场利率已经在下降。一方面，基准利率已“力不从心”。早在2013年我国贷款利率基本就实现了市场化，当前商业银行运作的市场化程度更高，市场上实际的贷款利率水平是银行基于成本、收益和风险定价的结果。例如2014-2015年央行连续降息后，较基准利率上浮的贷款占比反而大幅提升，基准利率对市场利率的影响有限。另一方面，数据表明10月份，银行间人民币市场同业拆借的月加权平均利率为2.42%，环比下跌0.17%，同比下跌0.4%。而质押式债券回购的月加权平均利率为2.39%，环比下跌0.21%，同比下跌0.52%。这就意味着市场利率在持续下降。

二是当前央行数量工具还比较充足。11月，央行逆回购和MLF是当前公开市场操作的两大主力工具双双“哑火”，说明当前央行认为市场的流动性尚处于合理的区间。同时，现阶段我国存款准备金率相对较高，降准仍有空间。因此，当前央行手上的数量工具还比较充足，存在较大的操作空间。

三是融资主体“缺位”。低利率并不必然会促发货币和信用创造，信用要扩张，要有加杠杆的主体才行。过去的十多年里，我国的房地产销售和货币指标高度相关，房地产周期启动，整个经济信用和货币创造的“机器”才开始运转。而房地产销售是否好转，利率高低只是一方面，还要看房地产调控是否会放松。考虑到依靠房地产强刺激拉动中国经济的时代可能已经终结，当降息发生时，融资主体处于“缺位”状态。

四是货币政策传导不畅。我国金融市场当前融资难比融资贵的问题更突出。对于银行来说，出于自身风险的考虑，并不愿意将钱贷给风险高的企业，而风险低的企业又不缺钱，就导致需要钱的企业拿不到钱，不需要钱的企业银行拼命去放贷；对于企业来说，融资难比融资贵的问题更突出，前提是企业根本拿不到钱，如果企业可以拿到钱，即使是比较贵，相信还是有企业愿意去借，如果只是因为贵而不愿意借，那么可以通过降低贷款基准来应对。

综上所述，我们认为在当前国内的经济形势下，降息的可能性并不高。同时，在美元加息和缩表的国际金融环境影响下，降息将会直接对汇率产生冲击，进而加剧外流。总之，无论是外部宏观环境还是内部经济形势都表明，当前我国并不存在较大的降息空间，未来将可能通过降准的手段，确保市场的流动性处于合理的运行区间。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业观察、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。