

## 利率上下

### 核心观点：

1.疫情零星反弹，不改经济修复大势。尽管如此，我国经济尚未回归常态，百废待兴。作为逆周期调控的重要手段，近期各种利率有升有降，扑朔迷离。在宏观经济经历拐点之后，利率走势是否也将迎来拐点，或是在疫情纾困之下继续下行？

2.疫情冲击直接作用于人的生理和心理，如此特殊背景下的经济修复往往呈现出有别于常态下的经济复苏特征。不过，从历次重大疫情的史实来看，疫后经济一旦出现拐点，即使离常态还有不小距离，利率也会随之迎来由降至升的拐点过程。

3.近期我国消费、投资数据呈现 V 型反弹态势，这主要归因于前期被疫情抑制的需求得以释放。与过往危机相比，此次疫情下政策刺激力度未必强烈，叠加海外修复进程缓慢，下半年我国经济反弹步伐或将趋于温和，整体价格难有明显抬升。

4.未来政府债券大量发行需要利率政策配合，企业纾困也需相对宽松的货币环境，短期内银行间利率有望维持低位震荡。但疫后经济的回升大势将主导利率中枢抬升的总体方向。这个角度来看，货币条件阶段性最为宽松的时期或许正在过去。

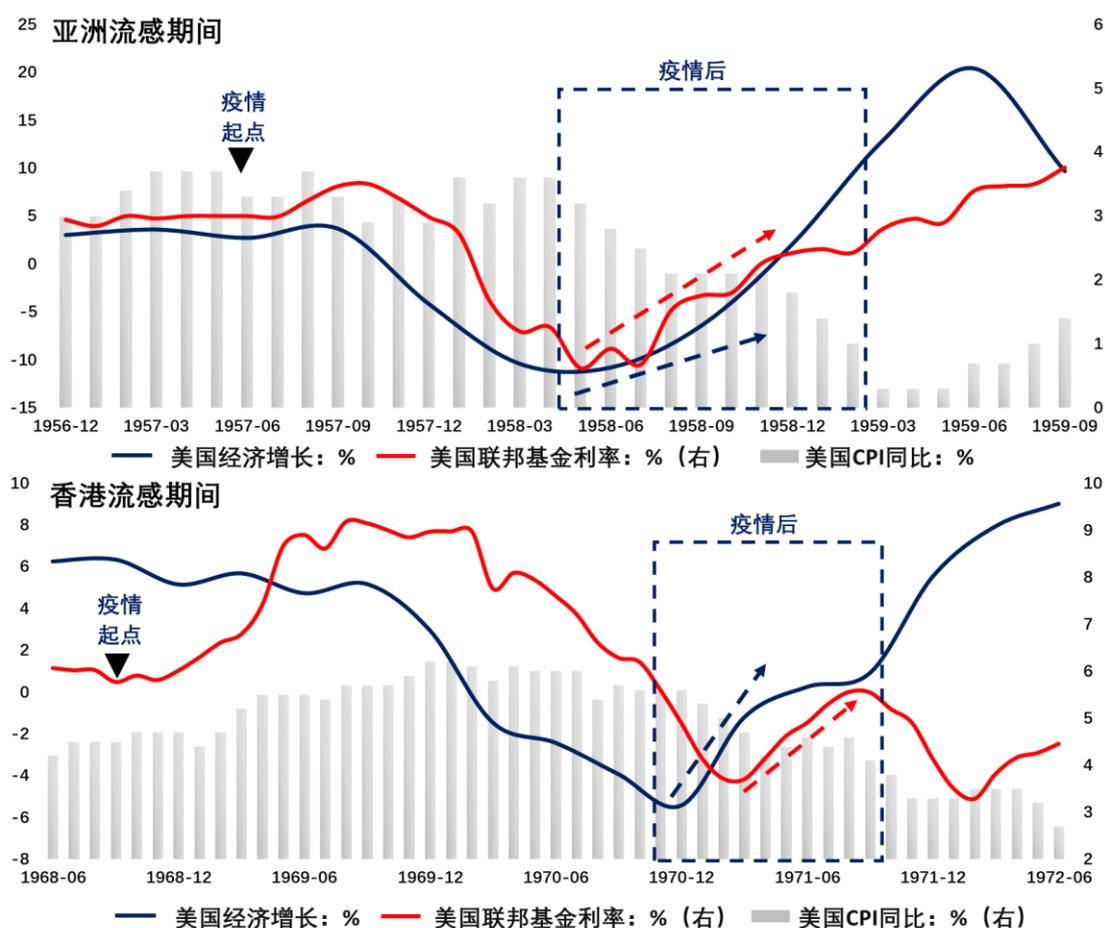
### 正文：

疫情零星反弹，不改经济修复大势。尽管如此，我国经济尚未回归常态，百废待兴。作为逆周期调控的重要手段，近期各种利率有升有降，扑朔迷离。在宏观经济经历拐点之后，利率走势是否也将迎来拐点，或是在疫情纾困之下继续下行？

#### 一、经济拐点后的利率：历史有何启示？

即使在疫后经济修复这种特殊的时期，经济的拐点也能预示利率的拐点。例如，美国曾遭遇亚洲流感和香港流感两次较为严重的疫情。在疫后经济增速出现拐点之后，虽然其经济远未回到疫情前的水平，物价甚至还在走低，但联邦基金利率却很快呈现出由降到升的拐点。

图 1：疫后经济拐点预示着利率拐点



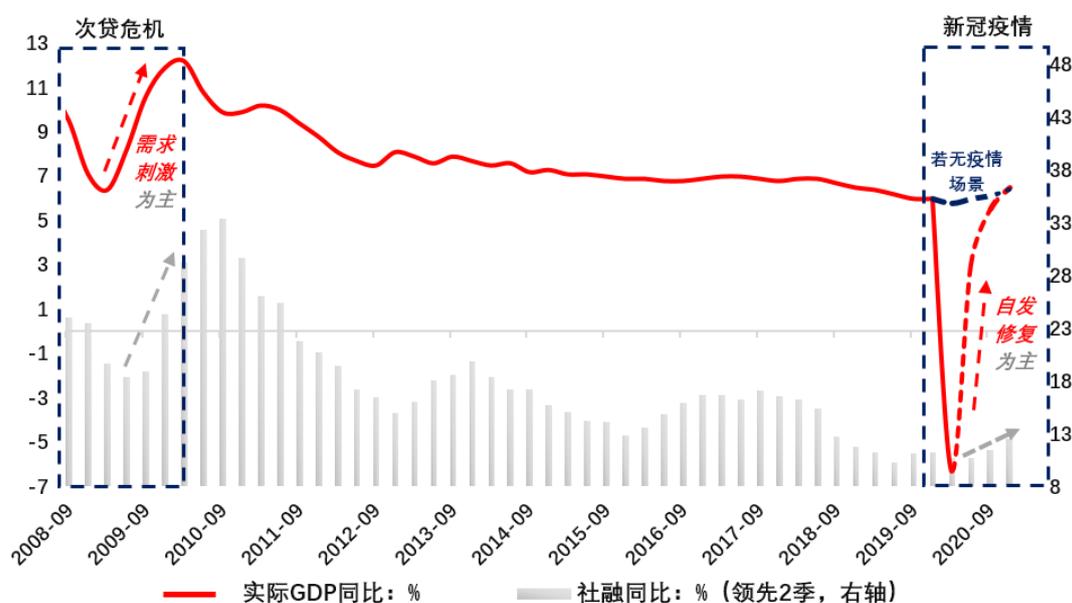
数据来源：WIND

注：经济增长采用工业生产指数同比，其与实际 GDP 趋势一致。

## 二、经济拐点后的利率：这次有何不同？

与以往逆周期发力时期相比，今年以来我国货币社融的反弹幅度仍相对温和，政策刺激力度并不强烈。近期我国投资、消费呈现快速反弹，这主要归因于疫情期间被抑制的需求逐步释放，政策刺激的带动未必是主导因素。考虑到经济自发性修复的动能将逐步减弱，叠加海外经济修复缓慢，下半年我国经济回升步伐或趋于缓和。值得一提的是，当前货币扩张中有部分资金用于纾困，这当然有利于稳定经济，但其拉动增长的作用有限。

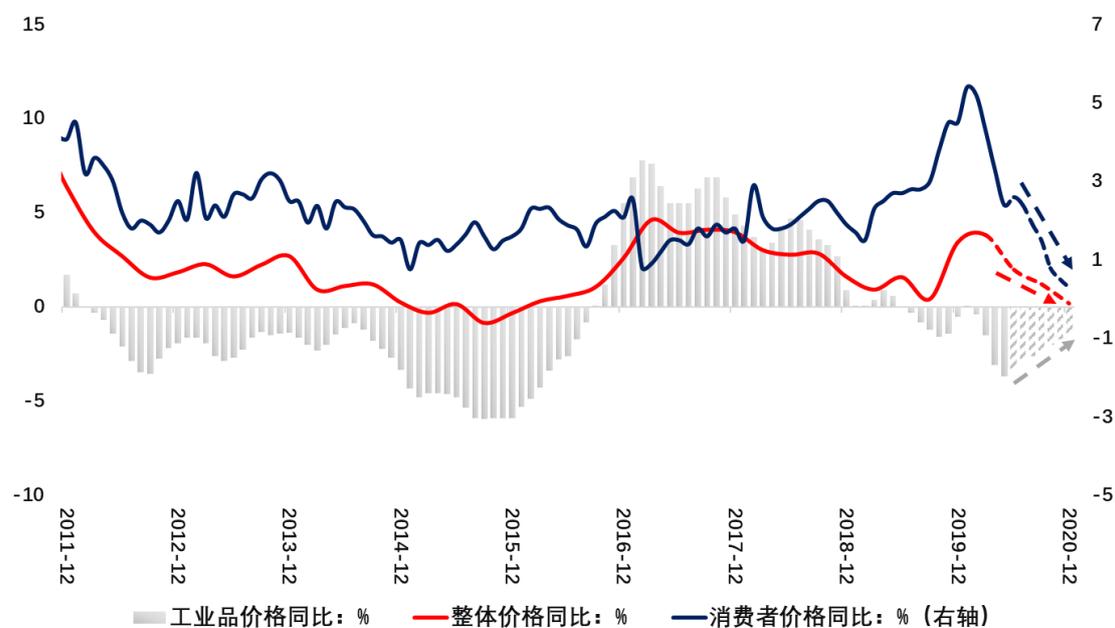
**图 2：本轮复苏更多依赖自发修复，政策刺激有限**



来源：WIND，笔者测算

**与过去周期不同，我国本轮经济复苏或不会伴随整体价格的抬升。**内需回暖和海外复工复产有利于工业品价格上涨，但国内刺激力度有限且海外修复仍较缓慢，未来 PPI 回升难言强劲。从 CPI 来看，猪肉产能修复、餐饮需求下降及高基数等因素将使得物价显著回落，甚至不排除年底下探至 0 附近的可能。**综合 PPI 和 CPI 两者走势，整体价格（如 GDP 平减指数）同比增速下半年可能呈现下行态势。**

**图 3：与过去不同，本轮经济回升未必引致整体价格抬升**

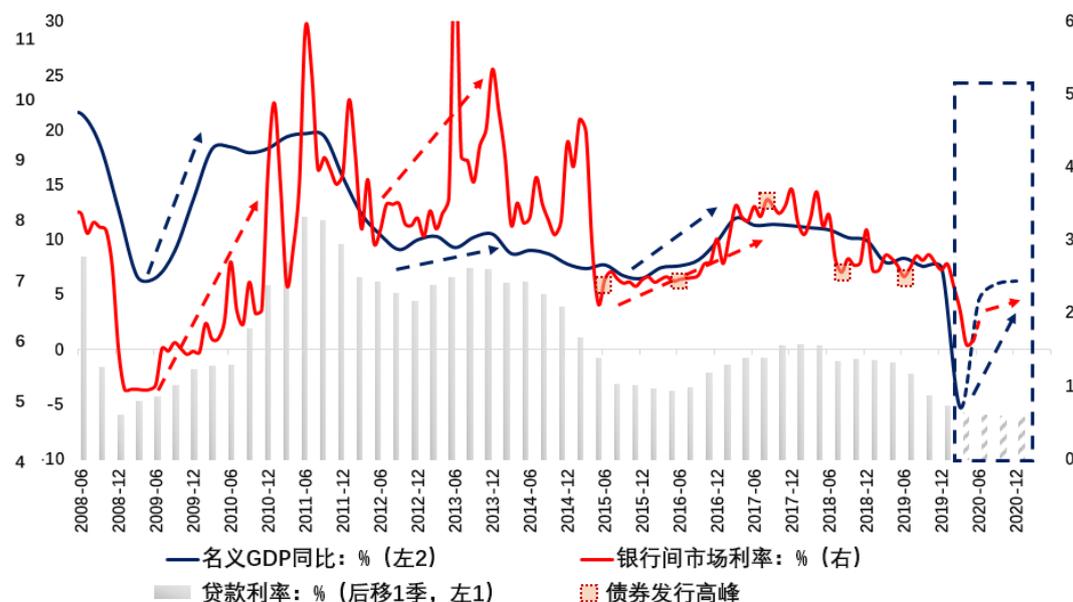


数据来源：WIND

注：整体价格为 GDP 平减指数。

**展望未来**，政府债券大量发行需要利率政策配合，企业纾困仍需相对宽松的货币环境，短期内银行间利率有望维持低位震荡。但经济回升的大势仍将主导利率的方向，未来利率中枢的抬升或难避免。从这个角度来看，货币条件阶段性最为宽松的时期或许正在过去。当然，经济温和复苏下利率抬升幅度也不会过于剧烈。此外，**随着前期银行间利率下行向贷款端的逐步传导，未来实体融资成本还将滞后下降一段时间。**

**图 4：经济回升大势主导利率方向**



数据来源：WIND

注：“债券发行高峰”指每年发行量最大且超过 1 万亿的月份。

### 三、基本结论

**一是**疫情冲击直接作用于人的生理和心理，如此特殊背景下的经济修复往往呈现出有别于常态下的经济复苏特征。不过，从历次重大疫情的史实来看，疫后经济一旦出现拐点，即使离常态还有不小距离，利率也会随之迎来由降至升的拐点过程。

**二是**近期我国消费、投资数据呈现快速反弹态势，这主要归因于前期被疫情抑制的需求得以释放。与过往危机相比，此次疫情下政策刺激力度未必强烈，叠加海外修复进程缓慢，下半年我国经济反弹步伐或将趋于温和，整体价格难有明显抬升。

**三是**未来政府债券大量发行需要利率政策配合，企业纾困也需相对宽松的货币环境，短期内银行间利率有望维持低位震荡。但疫后经济的回升大势将主导利率中枢抬升的总体方向。从这个角度来看，货币条件阶段性最为宽松的时期或许正在过去。

#### 【作者】

**伍戈：**长江证券首席经济学家，曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，并获浦山政策研究奖。

**徐剑、高莉、文若愚：**长江证券研究员。

项墩伟、薛帅杰、高童、田野、张菁、郝宁宣、李晟：长江证券实习研究员。

**近期研究：**

1. [疫后地产](#)，2020年6月11日
2. [预见经济：陆月](#)，2020年6月3日
3. [经济寻锚](#)，2020年5月27日
4. [经济修复三部曲](#)，2020年5月17日
5. [外需多坎](#)，2020年4月27日
6. [经济修复：快与慢](#)，2020年4月15日

**扫描二维码关注：伍戈经济笔记**



伍戈经济笔记