

利率的空间

核心观点：

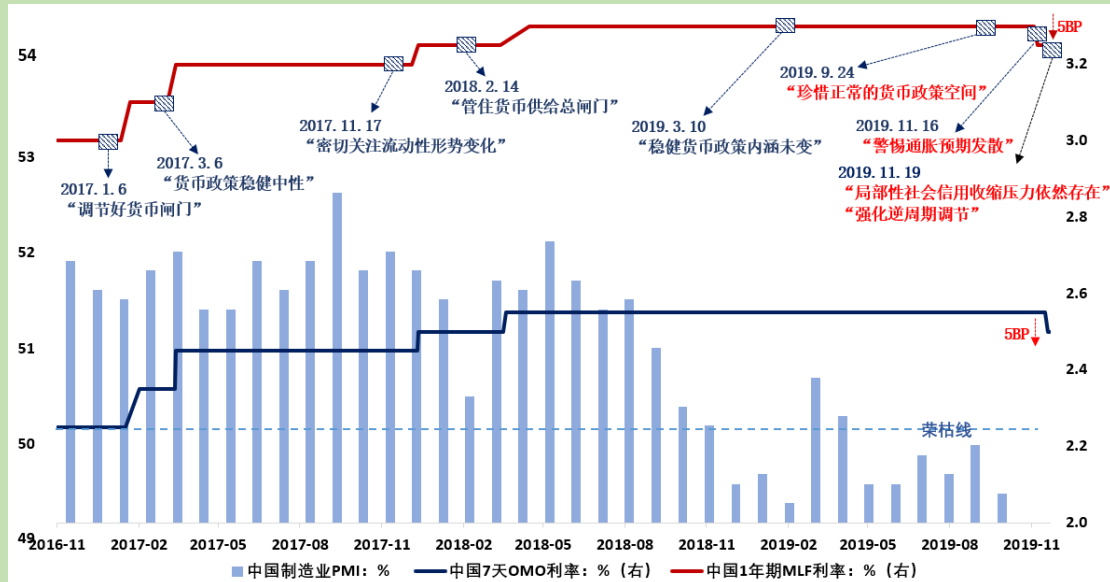
1. 近年来各主要央行竞相实施宽松货币政策甚至出现负利率。而我国央行一方面强调保持定力以“珍惜货币政策空间”，另一方面又明确提出“强化逆周期调节”。值得玩味的是，近期银行间市场利率少见地以极其微弱的步伐下调了5个基点。未来利率是会随经济减速而持续下行，还是区间波动？
2. 长期来看，一国经济增速与利率之间确实存在趋势上的对应关系，这表征着经济增速与投资回报率的内在联系。诸多国家在其潜在经济增速下行的过程中利率中枢都呈现同步下降态势。不过值得高度关注的是，该对应关系发生的时间段各国之间存在着显著差异，有些需要经历数年才可能观察得到。
3. 短期来看，经济增速趋缓与利率中枢下降未必是完全的对应关系。国际经验表明，同样面对短期经济下行的挑战，那些“不幸”遭遇成本冲击而呈现出结构性通胀的经济体，其利率中枢不但不下降反而大都阶段性抬升。利率与经济增速的同步性特征往往要待到“滞胀”矛盾消退之后才有重现的可能。
4. 展望未来，随着潜在经济增速下行，我国利率长期趋势有望下降。但考虑到国外负利率的前车之鉴，加之国内债务杠杆、房价等掣肘，在我国政策工具箱中利率的运用或将相对审慎。短期我国遭遇“滞胀”困扰，利率也会波动变化但难言显著性趋势。相比而言，稳增长压力下信用扩张更是当务之急。

正文：

一、引言

近年来各主要央行竞相实施宽松的货币政策甚至出现负利率。而近期我国央行一方面强调保持定力以“珍惜货币政策空间”，另一方面又明确提出“强化逆周期调节”。值得玩味的是，近期银行间市场利率少见地以极其微弱的步伐下调了5个基点。在经济下行压力较大的情况下，未来我国利率是会随经济减速而持续下行，还是区间波动？

图 1：货币政策信号频发，利率走势何去何从



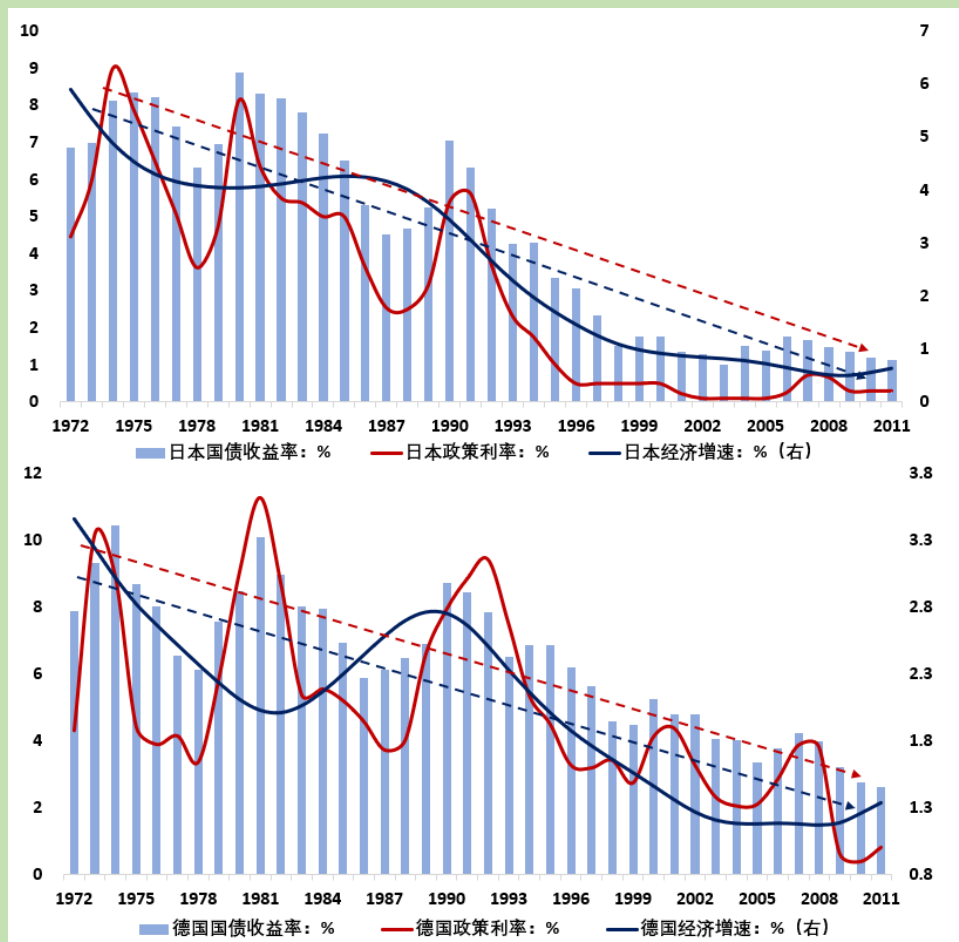
来源：WIND，笔者整理。

注：有关表述来自央行报告及官员表态。

二、经济下行，利率是否必然下行？

长期来看，一国经济增速与利率之间确实存在趋势上的对应关系，这表征着经济增速与投资回报率的内在关联。日本和德国在其潜在经济增速下行的过程中，利率中枢都呈现明显下降态势。

图 2：经济增速与利率中枢呈现长期同步趋势

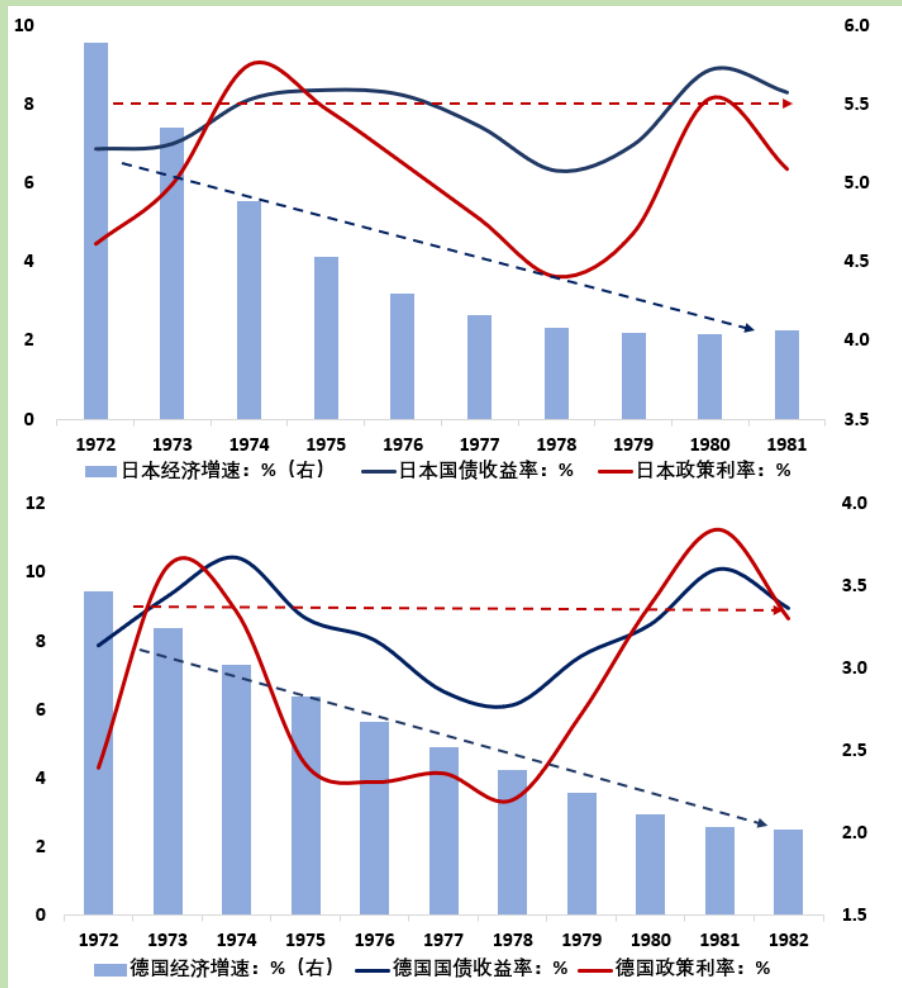


来源：WIND，CEIC，笔者测算

注：日本政策利率是贴现率，德国政策利率是货币市场利率。图中对实际经济增速进行了滤波处理。

中短期来看，经济增速趋缓与利率中枢下降却未必是完全的对应关系。较为典型的例子是，上个世纪 70-80 年代日本与德国在潜在经济增速下行的同时，其利率却在长达 10 年的时间里只围绕某个中枢水平震荡，并未发生明显下移。可见，经济增长与利率的方向相左可以持续较长时间，且国别之间存在着显著差异。

图 3：中短期看，经济下行未必意味着利率也下行

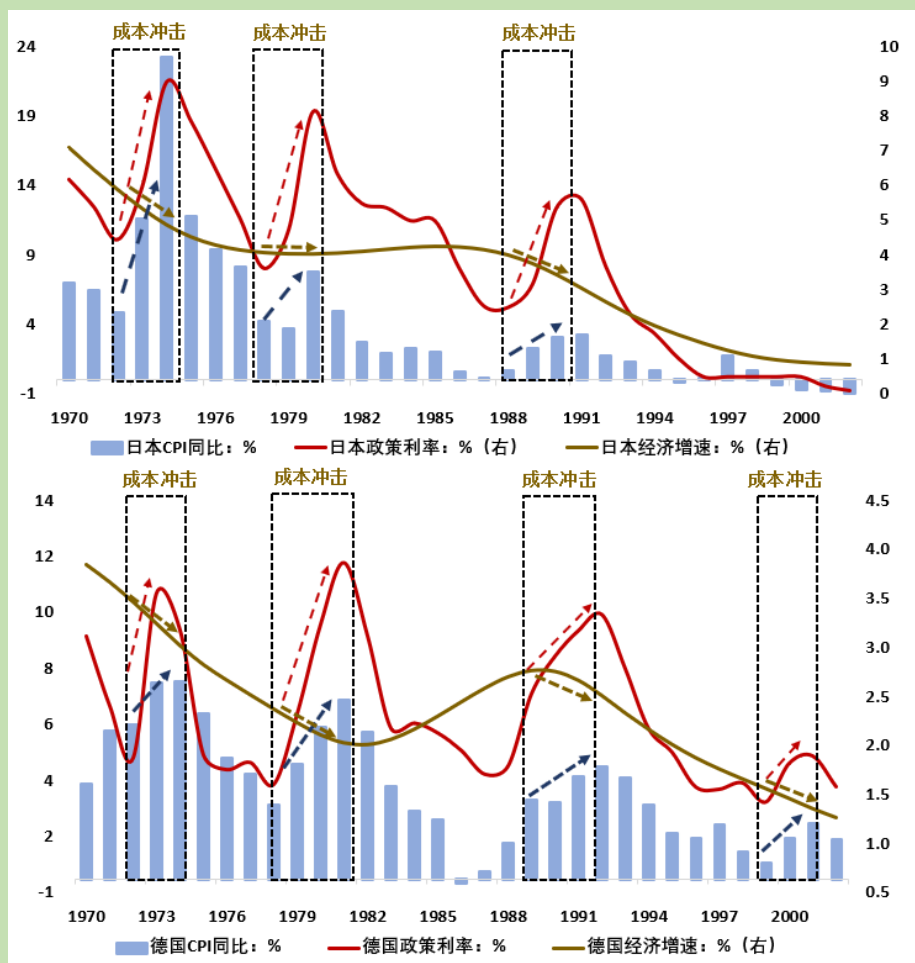


来源: WIND, CEIC, 笔者测算

三、经济下行，利率为何不必然下行？

在一国潜在经济增速下行的过程中，掣肘利率下降的因素可能是多方面的。其中，较为重要的因素是成本冲击的发生。例如，日本和德国在其经济减速的过程中，“不幸”遭遇到油价等成本冲击引发的结构性通胀，其间利率中枢不但不降反而大都阶段性抬升。而直到“滞胀”矛盾消退之后，利率与经济增速才有望重回同步趋势。

图 4：“滞胀”情形下利率不降反升

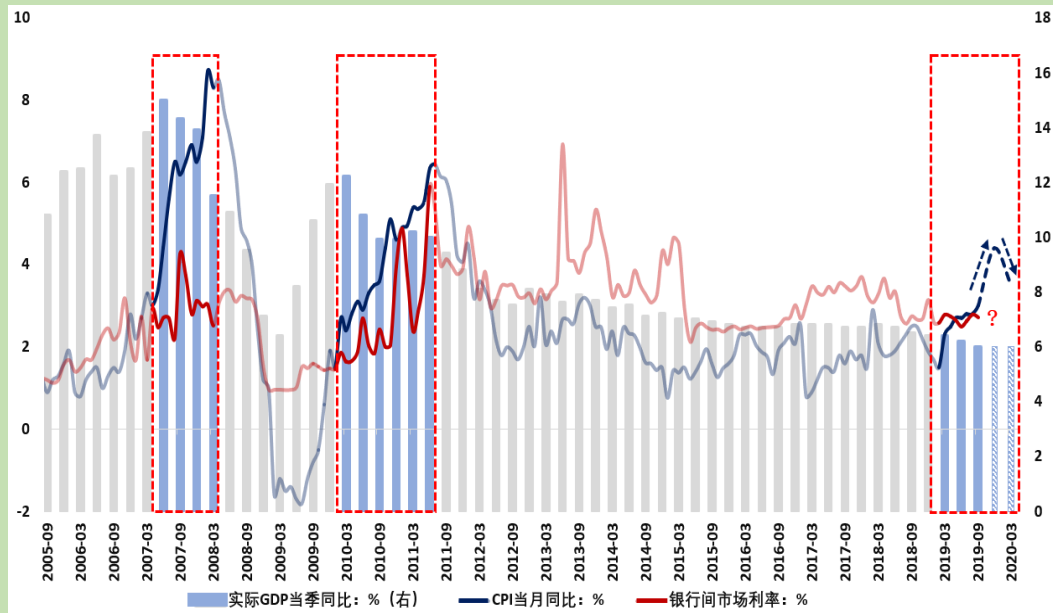


来源：WIND，CEIC，笔者测算

值得一提的是，近期我国央行先后下调了 MLF、OMO 及 LPR 多种利率各 5 个基点，貌似进行了“三次”降息。但事实上，鉴于当前仍处利率基准的转换期，上述多次操作其本质只是利率曲线整体的“一次”微弱平移，并非多次宽松。

展望未来，随着人口老龄化及潜在经济增速下行，我国利率长期趋势有望下降。尽管如此，考虑到国外负利率的前车之鉴，加之国内债务杠杆、房价等掣肘，在我国宏观政策组合的工具箱中利率政策的运用或将相对审慎。短期我国正遭遇“滞胀”困扰，利率或也会波动变化但难言显著性趋势。相比而言，稳增长压力下货币信用的扩张更是当务之急。

图 5：“滞胀”等困扰下，短期内我国利率难言显著性趋势



来源: WIND, 笔者测算

四、基本结论

一是各国经济增速与利率之间确实存在趋势上的长期对应关系，这表征着经济增速与投资回报率的内在联系。诸多国家在其潜在经济增速下行的过程中利率中枢都呈现同步下降态势。不过值得高度关注的是，该对应关系发生的时间段各国之间存在着显著差异，有些需要经历数年才可能观察得到。

二是经济增速趋缓与利率中枢下降未必是完全的短期对应关系。国际经验表明，同样面对短期经济下行的挑战，那些“不幸”遭遇成本冲击而呈现出结构性通胀的经济体，其利率中枢不但不下降反而大都阶段性抬升。利率与经济增速的同步性特征往往要待到“滞胀”矛盾消退之后才有重现的可能。

三是随着潜在经济增速下行，我国利率长期趋势有望下降。但考虑到国外负利率的前车之鉴，加之国内债务杠杆、房价等掣肘，在我国政策工具箱中利率的运用或将相对审慎。短期我国遭遇“滞胀”困扰，利率也会波动变化但难言显著性趋势。相比而言，稳增长压力下信用扩张更是当务之急。

【作者】

伍戈：经济学博士，研究员。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、刘诗白经济学奖、远见杯宏观预测亚军。中国金融四十人论坛成员。

徐剑：长江证券研究员。

杨泽蓁、李宇航、程慧慧：长江证券实习研究员。

近期研究：

1. “去杠杆”之后，2019年11月12日
2. 预见经济：11月，2019年11月3日
3. 滞胀不纠结，2019年10月27日
4. 地产脱钩？2019年10月16日
5. 预见经济：10月，2019年10月7日
6. 控地产的稳增长，2019年9月18日
7. 山重水复，2019年9月6日
8. 对冲之策，2019年8月23日

9. 杠杆下的经济，2019年8月9日

更多研究请扫描二维码：伍戈经济笔记

