

降息是无奈的选择

- 2023年6月13日，人民银行宣布将7天逆回购利率从2.0%下调至1.9%。此次7天逆回购利率的下调被市场解读为人民银行“降息”，因而让债券价格明显上涨。
- 当前我国货币政策传导路径的阻塞情况相当严重，同时债市杠杆交易水平又创出了历史新高。此种情况下，就算将7天逆回购这样的短期政策利率降到零，实体经济也未必能比现在好多少，但金融市场里大概率会形成杠杆交易撑起来的大泡沫。
- 此次降息是个无奈的选择，是在其他应该采取的政策措施迟迟未能推出时，经济下行压力倒逼的无奈之举。在降息之后，市场预期的是债市牛市（对应经济疲软），而非经济复苏。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

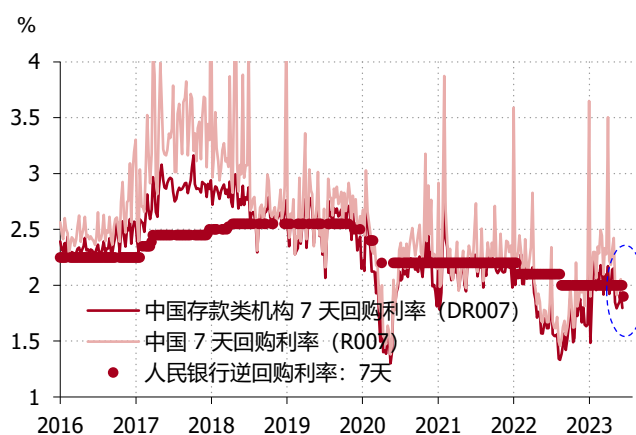
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2023年6月13日，人民银行宣布将7天逆回购利率从2.0%下调至1.9%。在此次下调之前，7天逆回购利率已经在2.0%的水平上稳定了10个月。此次7天逆回购利率的下调被市场解读为人民银行“降息”，因而让债券价格明显上涨。

所谓逆回购，是指买入有价证券，并承诺在未来某时刻将其再卖回给卖出方的金融操作。逆回购操作的实质是，逆回购方向对手方发放抵押贷款——抵押物即为买入的有价证券。7天逆回购是人民银行常用一种公开市场操作。通过7天逆回购，人民银行向市场参与者借出了期限为7天的抵押贷款。7天逆回购利率就是人民银行发放这笔贷款的利率。

7天逆回购利率的下调，意味着人民银行向市场发放基础货币的利率降低，会让货币市场的整体利率水平下降。通常情况下，金融机构相互拆借资金会用到的7天回购利率（DR007和R007）围绕7天逆回购利率波动。因此，金融市场参与者高度关注7天逆回购利率的走势，并会因为7天逆回购利率的下调而高兴。（图表1）

图表 1. 2023年6月13日，7天逆回购利率在保持了10个月不变之后，首次下调



资料来源：万得，中银证券

但先别急着为央行此次在7天逆回购利率上的降息而欢呼。事实上，在此次逆回购利率下调之前，国内各期限、各品类利率早已下降。从今年3月初到6月上旬，国内1年期国债利率下降了约0.4个百分点，10年期国债利率下降了约0.2个百分点，1年期银行间拆借利率（SHIBOR）下降了约0.3个百分点。与这些利率的降幅相比，此次7天逆回购利率0.1个百分点的降幅不算大。在各期限利率各品类利率都有较大降幅之后，国内经济增长下行压力尚且还在明显增大，自然就很难指望此次7天逆回购利率的下调能对经济增长起多大作用了。（图表2）

图表 2. 在 7 天逆回购利率此次下调之前的几个月，各期限各品类利率早有不同程度的下降



资料来源：万得，中银证券

从各期限利率与 7 天逆回购利率不尽相同的走势来看，7 天逆回购利率这个政策性利率对市场整体利率水平的影响力有限。这与美国的情况很不相同。在美国，美联储对联邦基金利率的调控有一呼百应之效果——联邦基金利率的变化会明显影响各期限、各品类利率的走势。这是市场高度关注美联储对联邦基金利率调控的原因所在。而我国情况显然不是这样的——我国逆回购利率在金融市场中的重要性远远赶不上美国的联邦基金利率。（图表 3）

图表 3. 美国联邦基金利率对各期限利率有明显的影响力



资料来源：万得，中银证券

只有理解了中美两国利率调控体系为何如此不同，才能够弄清我国 7 天逆回购利率下调对经济和市场的影响。

在经济学教科书里，中央银行的货币政策调控是这样进行的：央行通过公开市场操作等手段，将货币市场的最短短期利率（通常是隔夜利率）控制在自己设定的目标值附近。而金融机构会在各个期限和不同品类的利率之间做套利。这些套利交易会将短期利率的变化传导到各期限、各品类的利率上面去。这个利率的传播过程就是所谓的货币政策传导路径。借助这个路径，央行可以通过调控短期利率来影响整个金融市场和实体经济。由此可见，央行对市场 and 经济的调控需要借助市场中各金融机构的配合。央行如果包打一切，直接控制市场和经济的方方面面，那就不是市场经济而是计划经济了。

我国货币政策调控与教科书里的描述有很大不同。其一、我国央行并没有将短期利率控制在一个比较稳定的状态——我国的短期利率波动性显著大于美国和欧洲。其二、除了对短端利率保有很强的控制力之外，我国央行还会直接调控更长期限的利率。比如，我国1年期的MLF利率、1年期的LPR利率均直接受央行调控，不太随市场波动。（图表4）

图表 4. 我国短期利率的波动性明显大于美国和欧洲



资料来源：万得，中银证券

我国利率调控方式之所以有其独特性，主要原因是我国货币政策传导机制还不成熟，其背后的深层次原因是我国经济和市场中的扭曲。对其中的逻辑，笔者在发表于2019年8月19日的《利率市场化改革兵出子午谷》一文中已有详细分析^[1]。在那篇文章中，笔者说道：

“对人民银行来说，稳定短期利率是‘非不能也、实不愿也’。实际上，在2015到2016年间，人民银行曾试图通过‘利率走廊’的构建来将银行间短期利率精确调控在稳定的水平。在这段时间里，短期利率也确实波动很小。但稳定的短期利率提升了金融市场短期资金的‘安全感’，让投资者借入短期资金来买长期资产的加杠杆行为大幅增加。”

在那篇文章中，笔者接着说道：

“短期利率这个例子体现出了我国传统货币政策传导路径的不成熟。路径上的市场参与主体并不会完全按照央行所期望的方式来对利率指挥棒做反应——低利率有可能没有增加多少银行信贷投放，反倒是促进了金融加杠杆行为。因此，央行无法利用这一路径来将自己的意图充分传导到实体经济去。站在人民银行的角度来看，我国传统货币政策传导路径‘阻塞’了。”

央行降息的目的当然是希望刺激实体经济的需求，从而稳定经济增长。但是，在货币政策传导路径阻塞的时候，短期利率的降低未必能刺激向实体经济的融资投放，反倒可能推升金融市场中的杠杆交易，加大金融风险。这方面，发生在2016年的债市波动是个前车之鉴。在发表于2016年4月11日的《债市高杠杆之忧》一文中^[2]，笔者曾说到：

“在债市部分投资主体（主要为基金公司）杠杆率快速上升至高位，而债券价格与实体经济基本面又已拉开差距的时候，债市面临不小潜在风险。正如去年A股异常波动所表明的那样，建立在加杠杆之上的泡沫牛市注定难以长久，并且会在杠杆运行方向发生逆转的时候产生巨大冲击。面对债市的高杠杆，监管者或迟早会认识到其危害性，进而采取措施引导市场降杠杆。而如果调控不及时，未能有效释放其中的风险，那么无序的去杠杆也很可能发生。因此，站在现在这个时点往后看，债市因为去杠杆而调整将是大概率事件，其分别只是去杠杆过程是温和而有序，还是剧烈而无序地进行。”

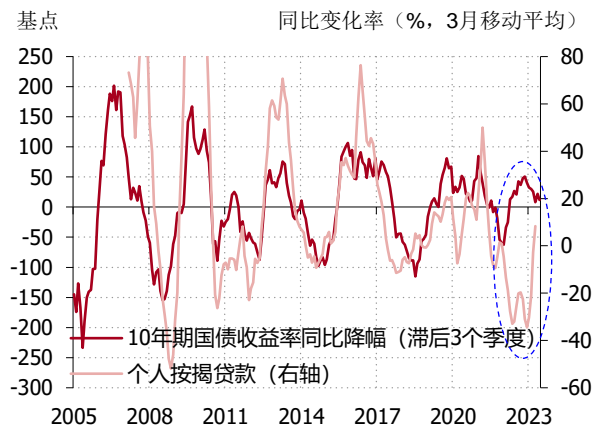
在《债市高杠杆之忧》这篇文章发表之后的半年时间里，人民银行就主动放弃了稳定短期利率的操作，反而有意识地通过推高短期利率、并加大短期利率波动性来促使债市去杠杆。在发表于2016年12月15日发表的《债市调整非债灾》一文中^[3]，笔者曾对那一轮债市去杠杆做了如下分析：

“当前债市下跌缘于银行间市场短期利率的上升。从2016年10月份开始，隔夜、7天等代表性短期利率波动明显加大，中枢有所抬升。由于之前不少债券投资者通过‘借短买长’的方式建立了不小的债券杠杆头寸，当短期资金面变得更加波动，投资者发现短期资金链连续起来有困难的时候，自然就会主动卖出手中的长期债券来降低杠杆率。当大家都这么做的时候，就形成了雪崩似的踩踏效应，令长期债券价格大幅下挫，收益率大幅上升。换言之，近期短端利率的上升令债市从之前的加杠杆走向了去杠杆。这种杠杆率升降转换所能产生的冲击，我们在2015年6月的股灾里已经领教过了。”

如果有人还在以教科书为蓝本，指责我国央行利率调控不与发达国家接轨，那他真应该好好学习一下2016年我国债券市场的这段历史。当货币政策传导路径不畅的时候，短期利率的下调未必会刺激实体经济增长，反而可能加大金融风向。

与2016年相比，当前我国货币政策传导路径的阻塞情况更为严重。地产和基建占到了我国总投资的大概一半。相应地，从事地产投资的地产开发商，和从事基建投资的地方政府融资平台，是我国实体经济的两大融资需求主体。但在融资紧缩政策的压力之下，2021年以来，我国地产融资明显萎缩，融资对利率的敏感性显著下降。这一情况在今年1季度虽有所好转，但在2季度又重新变得严峻。另一方面，在清查地方政府债务的导向下，地方政府融资平台的融资也明显收紧。随着这两大融资需求方的融资受到约束，实体经济融资的利率敏感性已大为降低。当前我国实体经济低迷不是利率太高所致，而是地产和基建这两个主要融资需求方（同时也是内需的主要创造者）被绑住手脚的结果——这样的经济低迷不是降息能化解的。（图表5）

图表 5. 国内利率与个人按揭贷款之间的相关性在最近两年破裂，表明地产融资的利率敏感性显著降低



资料来源：万得，中银证券

另一方面，当前我国债市杠杆交易水平已经创出了历史新高。债市杠杆交易的主要方式是“回购养券”。也就是用回购的方式将债券抵押出去来借入资金，进而购买更多债券。新买入的债券又可以再被抵押出去来借入更多资金，买入更多债券。这样的操作可以进行很多轮，从而让债券投资者买入数倍于其初始本金的债券。可以用全市场回购交易量总额除以债券总市值，来估计债市的杠杆交易总体水平。这一指标显示，目前债市的杠杆交易水平已经创出了历史新高，甚至高于2016年债市因去杠杆而大幅波动之前。这种情况下降低短期利率，无异于火上浇油，将为未来债市的大幅波动埋下种子。（图表6）

图表 6. 当前国内债券市场总体杠杆交易水平已经创历史新高



资料来源：万得，中银证券

近期，张斌等人所写的《如果政策利率降到零》一文在市场上引发了不少的关注^[4]。在这篇文章中，张斌等人表达了希望通过降息来稳定经济增长的强烈意愿。张斌等人说：“调整政策利率对于总需求不足局面是一种非常具有针对性的应对措施，而且威力巨大。”从经济学教科书的逻辑来说，张斌等人降息的建议当然有其道理。但如果了解了我国货币政策传导路径的复杂局面，就能知道，如果真的将7天逆回购这样的短期政策利率降到零，实体经济未必能比现在好多少，金融市场里大概率会形成杠杆交易撑起来的大泡沫。随后的泡沫破灭会带来比2015年股灾更大的冲击。相比降息，放松地产和基建的融资约束是更为有效的稳增长政策。

那么，此次降息算是稳增长政策的拐点吗？算，又不算。说它算，因为它至少表明了，决策者对经济下行的压力还是有觉察、有反应的。说它不算，是因为制约经济增长的关键障碍并未消除。应该说，此次降息是个无奈的选择，是在其他应该采取的政策措施迟迟未能推出时，经济下行压力倒逼的无奈之举。

此次降息对经济和市场的影响，降息当日的市场反应已经给出了线索。6月13日降息当日，债市大涨、股市小涨。而股市中领涨的是TMT这样对流动性敏感的板块。与经济复苏相关性较强的地产、建材、能源等板块则表现疲弱。显然，在降息之后，市场预期的是债市牛市（对应经济疲软），而非经济复苏。（完）

【1】徐高，2019年8月19日，《利率市场化改革兵出子午谷》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/6013。

【2】徐高，2016年4月11日，《债市高杠杆之忧》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/3234。

【3】徐高，2016年12月15日，《债市调整非债灾》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/3723。

【4】张斌等，2023年6月13日，《如果政策利率降到零》，
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1768581494240800142&wfr=spider&for=pc>。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371