



2011.08.29

实际利率上升或对经济不利

——利率与经济周期关系再思考



吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880511010058

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

本报告导读：

摘要：

- 在美国，名义利率周期和经济周期间存在密切联系，每次衰退前利率都有上行，而衰退后利率则会下行刺激经济再度回升。
- 实际利率需要将名义利率减去通胀预期，而通胀预期可以用未来1年平均CPI、TIPS债券计算的平准通胀率等指标大致估算。但由于预期是不确定的，因此多数时候跟踪名义利率即可，预测时需考虑通胀和风险偏好对它的影响。
- 和一般认识不同，“负利率”通常出现在高通胀时期，在高成本和低需求的挤压下，投资和经济增长会受到负面影响。
- 在通缩环境中名义利率有局限性，持续通缩或将使实际利率上升，对经济造成进一步损害、需要尽力避免。
- 中国经验和美国类似，名义利率周期影响经济周期，并且持续通缩有害经济。
- 虽然中国7月CPI再创新高，但其他高频数据显示猪肉等食品价格已高位企稳，而在目前的全球经济环境下生产资料价格后续涨价压力也不大，因此CPI在下半年稳步下降较为确定，央行通胀预期指数同样较去年底有明显回落。
- 11年以来随着存款利率的上调和通胀预期的略有回落，实际利率已经有所上升、虽然还在0以下，未来其将进一步提高，不利于地产投资乃至经济的增长。虽然实际利率和经济的反相关关系较美国更好，但这并不能改变通胀预期难以确定的事实，实际利率只能作为参考指标。
- 此外，目前信用利差水平已经和08年10月相当，并且和当时不同，基准利率并没有快速下调。因此信用较低企业的融资成本在快速增加。
- 综合而言，短时间内我们难以看到基准利率的下调，货币政策还将持续紧缩、此时通胀预期的回落和信用利差的上升将会进一步提升国内的利率水平，对经济产生更大的负面影响。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《警惕法国AAA评级下调风险》

2011.08.14

《下半年美国经济增长或趋停滞》

2011.08.11

《热钱存外流风险，或冲击货币政策》

2011.08.10

《风险偏好下降、经济压力加大》

2011.08.03

《美债的近忧与远虑》

2011.07.28

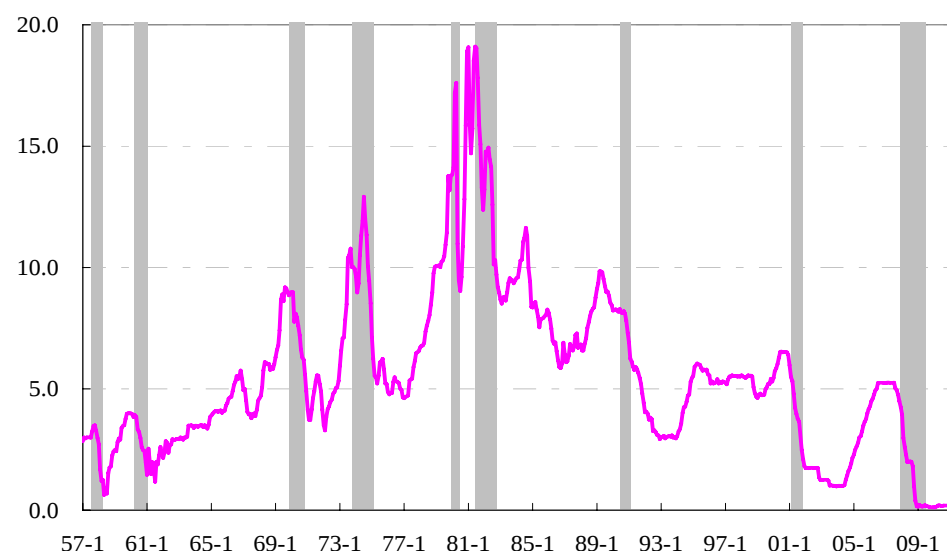
一、海外利率经验

1. 利率影响经济周期

我们在《货币政策与经济周期》（2009.9.2）中就已指出，在中央银行出现后，货币政策成为了决定经济周期的关键力量。美国在任何两次经济衰退间都有一个完整的利率周期，每次衰退前利率都有上行，而衰退后利率则会下行刺激经济再度回升，货币政策与经济周期之间已经很难分清孰因孰果。

图 1 美国联邦基金利率与经济周期

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

注：灰色阴影处代表衰退期，以下同

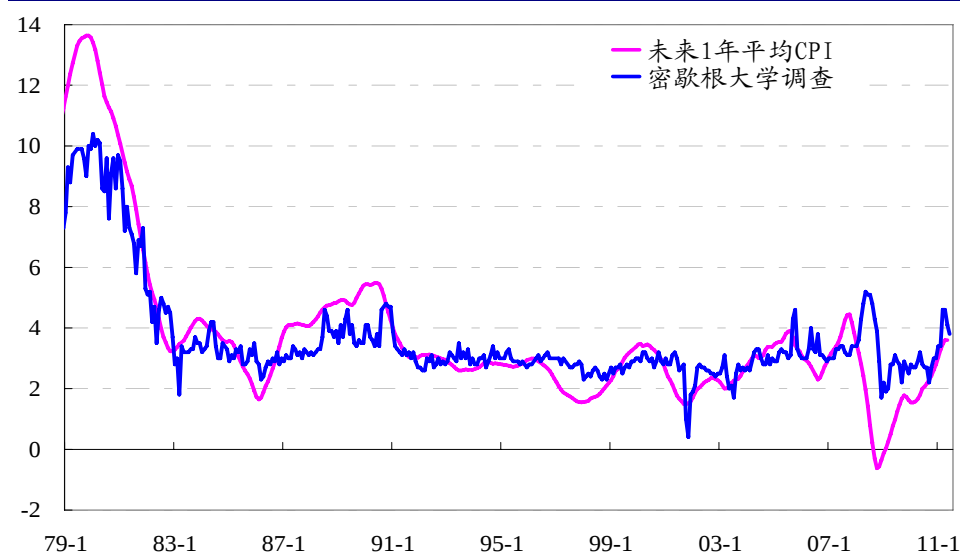
2. 通胀预期如何度量

那么，名义利率和实际利率哪个对经济周期更为关键？一般大家将名义利率减去CPI作为实际利率，但这并不准确。因为CPI是过去一年的涨价幅度，利率则是对未来的贴现，真正的实际利率应该等于名义利率减去通胀预期。

然而，通胀预期很难度量，美国咨询局和密歇根大学都有相关调查，其中密歇根大学调查指数和未来1年平均CPI更为吻合。

图 2 密歇根大学调查通胀预期和未来1年平均CPI

单位：%

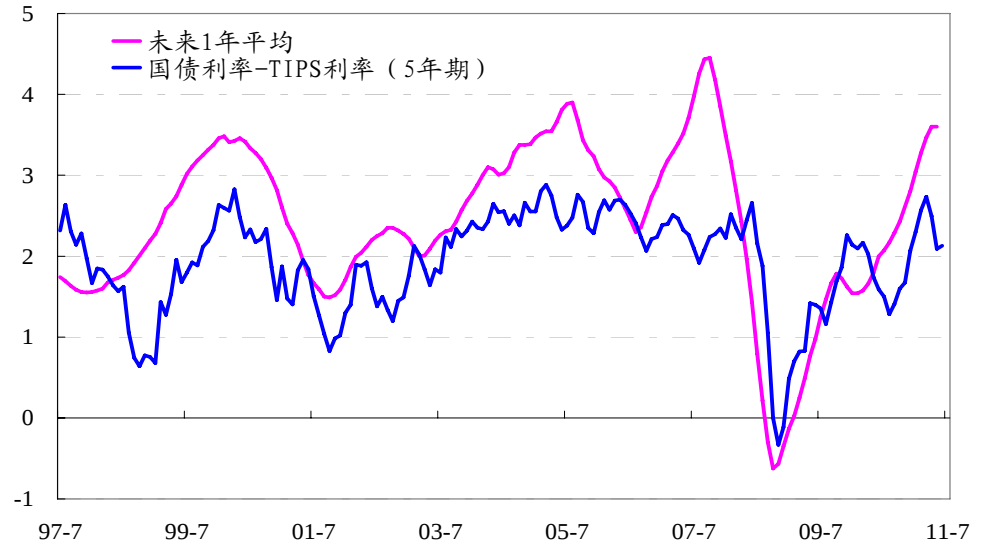


数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

我们也可以用国债和通胀保值债券（TIPS）间的利差得到平准通胀率，它和未来 1 年的平均 CPI 也呈正相关关系。因此，以上两种通胀预期指数能较好反映下一年的通胀水平。

图 3 美国平准通胀率和未来 1 年平均 CPI

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，Bloomberg

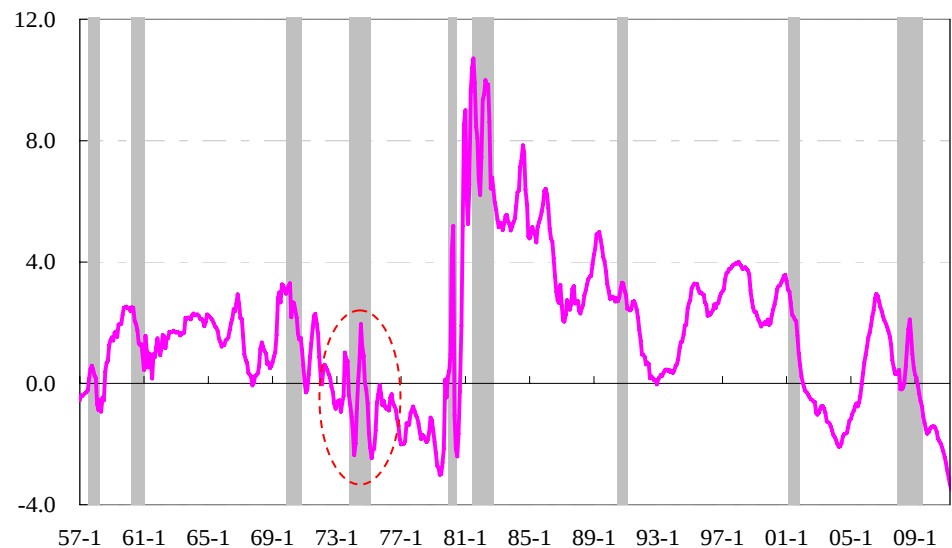
注：没有 1 年期 TIPS 利率，但期限相差不多、平准通胀率走势基本一致。

3. 负利率未必拉投资

将名义利率减去未来 1 年的平均 CPI 得到修正后的实际利率，它和经济周期也存在一定关联，但并不稳定，而在上世纪 70 年代中期实际利率为负，也没有明显上升，经济依然陷入衰退。

图 4 美国实际利率与经济周期

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

注：实际利率用联邦基金利率减去未来 1 年的平均 CPI，以下同。

投资是经济波动的关键因素，1974-1975 年投资对 GDP 贡献持续为负，是当时经济衰退的主因，而一般观点认为负利率是有助于投资的增长的。

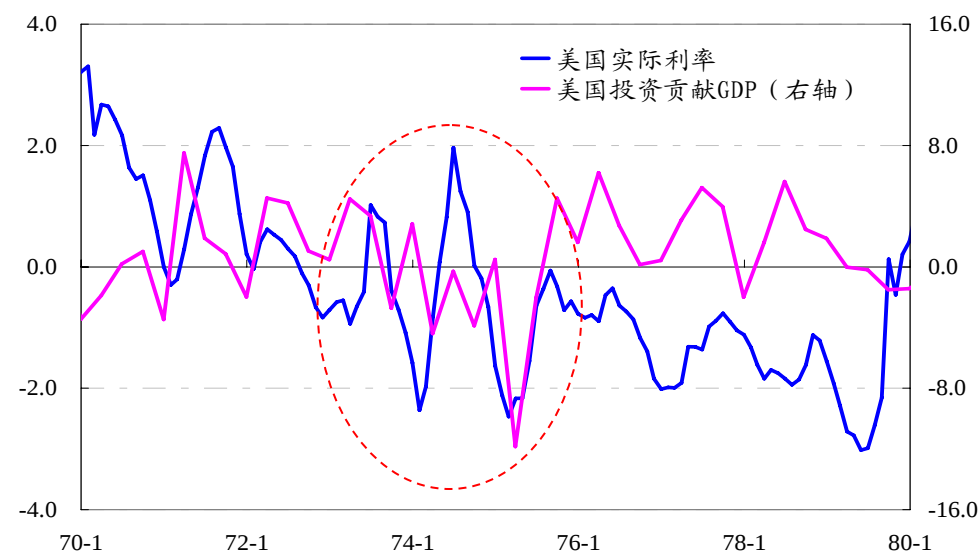
回到费雪的利息理论，他认为剔除通胀因素后的利率总是正数。因为假设利率为

3%，小麦 1 年后将涨价 4%，那么所有人会借钱买小麦，导致利率上升、小麦涨幅下降。虽然现有的通胀预期指数和最终的 CPI 走势较为吻合，但未来的通胀水平归根到底还是不确定的，这也是名义上存在“负利率”的原因。

此外，生产活动中难以投资类似于“CPI”的商品跑赢定存利率，由于负利率通常出现在高通胀时期，资源配置效率低下，需求也很可能因此受损，在高成本和低需求的挤压下，企业投资意愿自然低迷。

图 5 美国实际利率与投资贡献 GDP

单位：%

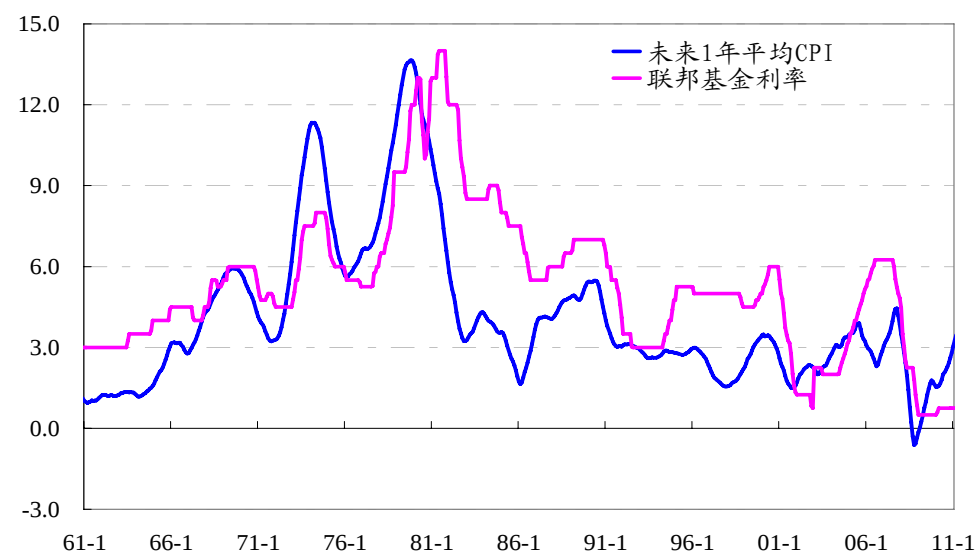


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

通过以上讨论，我们发现由于通胀预期的具体数值难以确定，在美国名义利率依然是最主要的跟踪指标，而通胀预期则会影响名义利率的水平。

图 6 未来 1 年平均 CPI 和联邦基金利率

单位：%



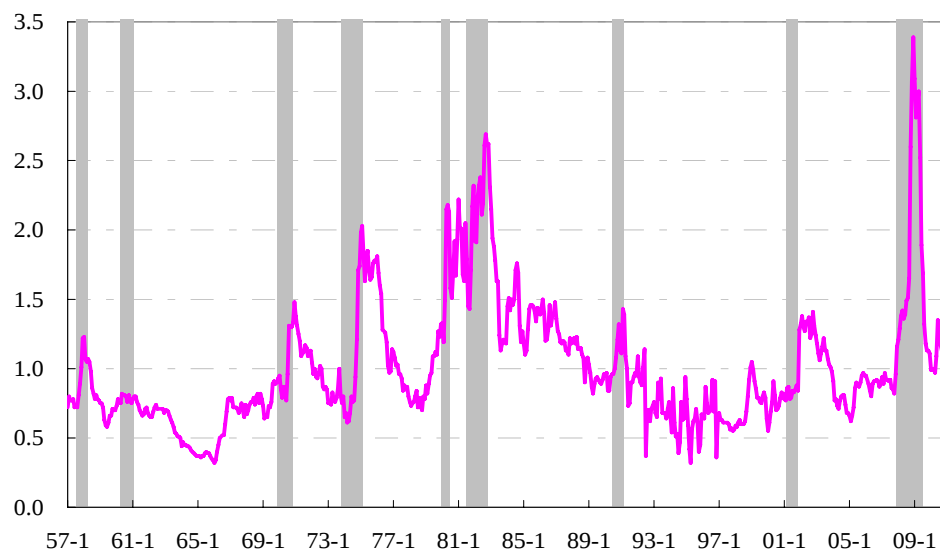
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

4. 基准、风险综合考虑

除了通胀，风险也是决定利率水平的重要因素之一，但对高等级债券利率影响相对有限，而更多地作用于中低等级债券上。企业信用债利差反映了违约等狭义风险，因此它通常在经济衰退期上升、复苏期下降。

图 7 美国 AAA 和 BAA 级企业债利差

单位: %



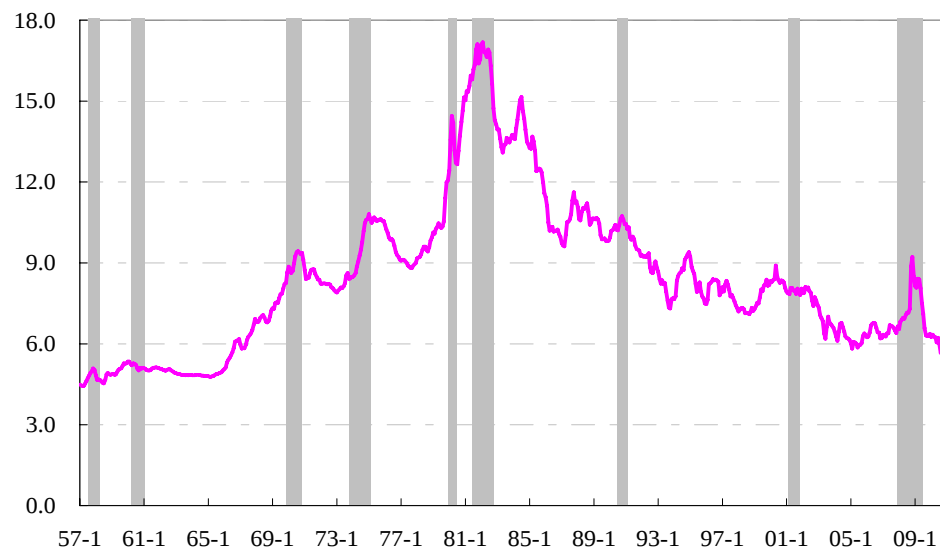
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

然而，基准利率在衰退发生后不断下降以刺激经济增长。因此在衰退前期，由于基准利率的下降难以弥补通胀预期的高企和信用利差的上升，中低等级债券收益率依然上行；而在衰退后期，基准利率和通胀预期的下降幅度大于信用利差的上升幅度。

综合而言，中低等级债券利率在衰退期多呈现倒 V 型走势。随着企业融资成本的普遍下降，经济也开始逐步复苏。

图 8 美国 BAA 级企业债利率

单位: %



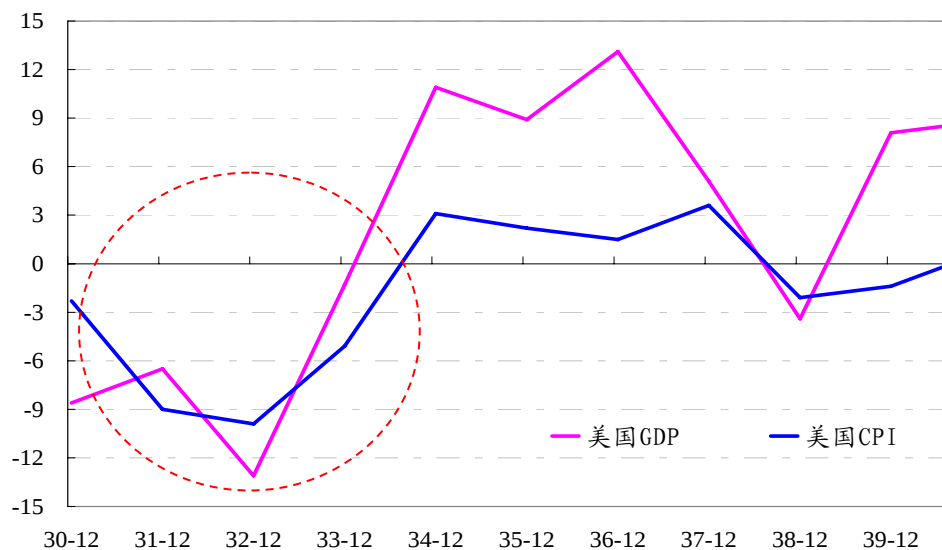
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

5. 通货紧缩影响辨析

最后讨论发生通缩时的情况。在 1929 年大衰退后，CPI 下降至 -9% 附近，此时虽然名义利率水平并未出现大的变化，但实际利率的大幅攀升仍对经济造成了伤害。直到 1933 年后，名义利率回落、CPI 见底回升，经济才开始复苏之路。

图 9 美国 GDP 和 CPI

单位：%



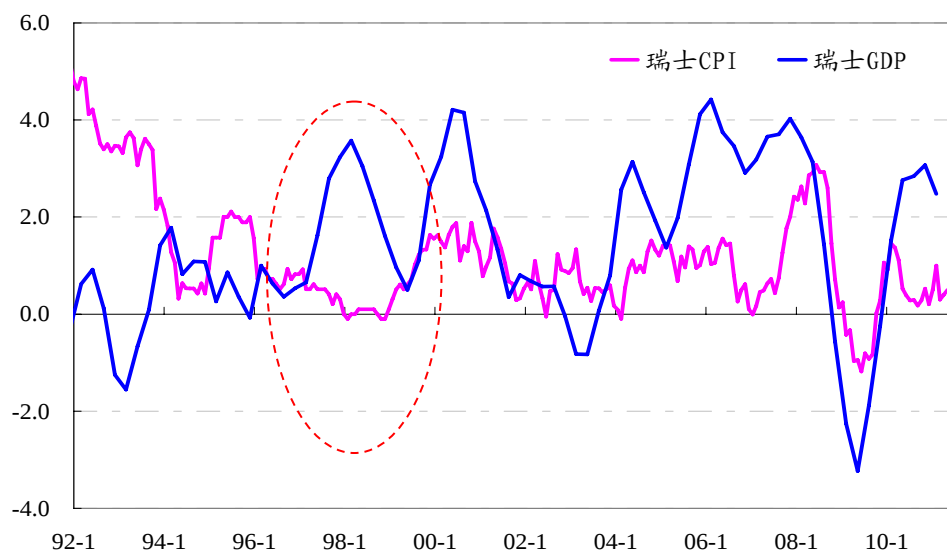
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

当然，此处用 CPI 粗略反映了民众对未来的预期，实际上通货紧缩情况需要具体分析。例如美国 1865-1879 年物价水平下降了一半但经济发展依然非常迅速，主要由于货币供应量增加受限，在信用货币出现后很少出现类似情况；此外，瑞士在上世纪 90 年代末也出现通缩和经济高速增长并行的情况，但通缩是源于瑞士法郎升值而非预期的恶化，也没有持续很长时间。

因此，“好的通缩”存在，但央行出现后大多通缩反映了预期的恶化、并能自我强化。

图 10 瑞士 GDP 和 CPI

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

综合而言，由于通胀预期难以确定，多数时候跟踪名义利率就已足够。但在经济衰退时，持续通缩将使得实际利率上升，对经济造成进一步损害、需要尽力避免。

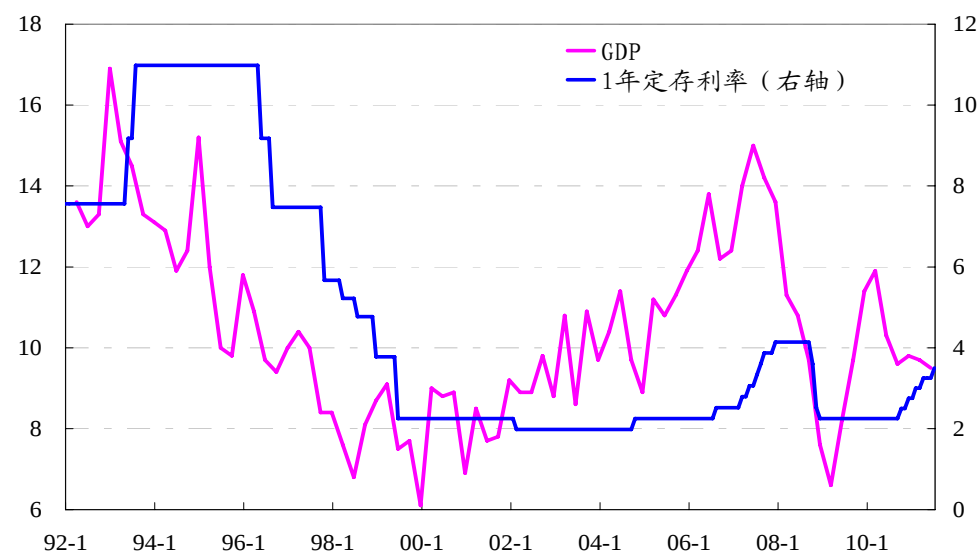
二、中国利率情况

1. 名义利率经验类似

和美国一样，中国几乎每次衰退都伴随着名义利率的上升，而复苏前也能看到利率的不断下调。

图 11 中国 GDP 和一年期定存利率

单位：%

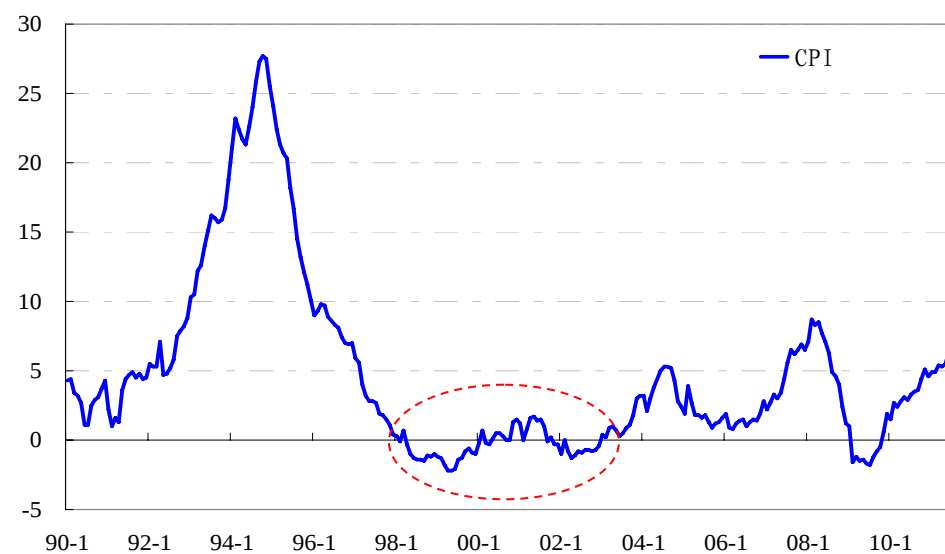


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

我们注意到在 1996-2000 年，利率从 11% 下降至 2.25%，GDP 增速才见底回升。这或许因为在亚洲金融危机和国企改革等因素影响下，中国经济有效需求不足、在 1998-2002 年陷入通缩区间，而在通缩前期实际利率有所上升、抑制了经济的复苏。

图 12 中国 CPI

单位：%

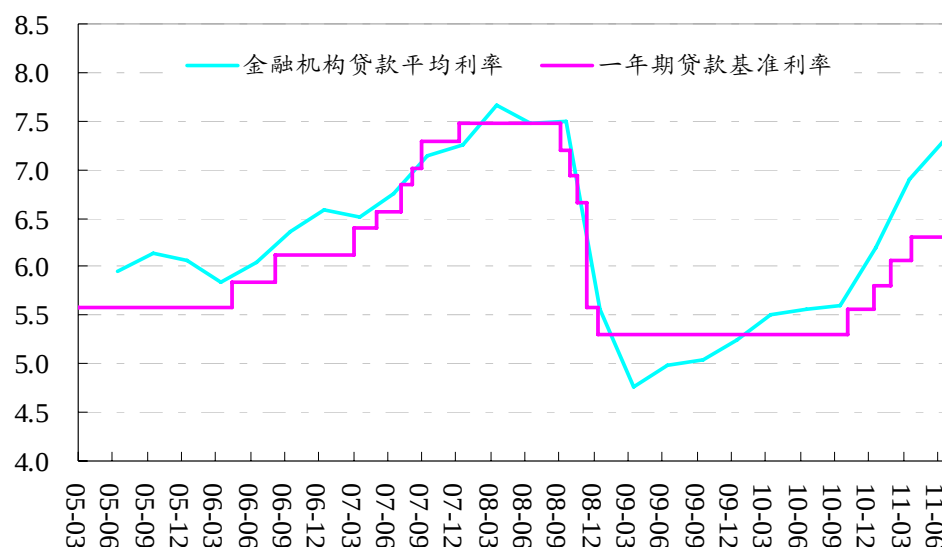


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

此外和美国有所不同，中国尚未实现利率市场化，基准利率不能完全反映基本面变化。当然，如果考虑利率上浮的比例也能大致测算企业的资金成本水平，目前的贷款平均利率已经和 08 年初值相差不远。

图 13 金融机构贷款利率与 1 年期贷款基准利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

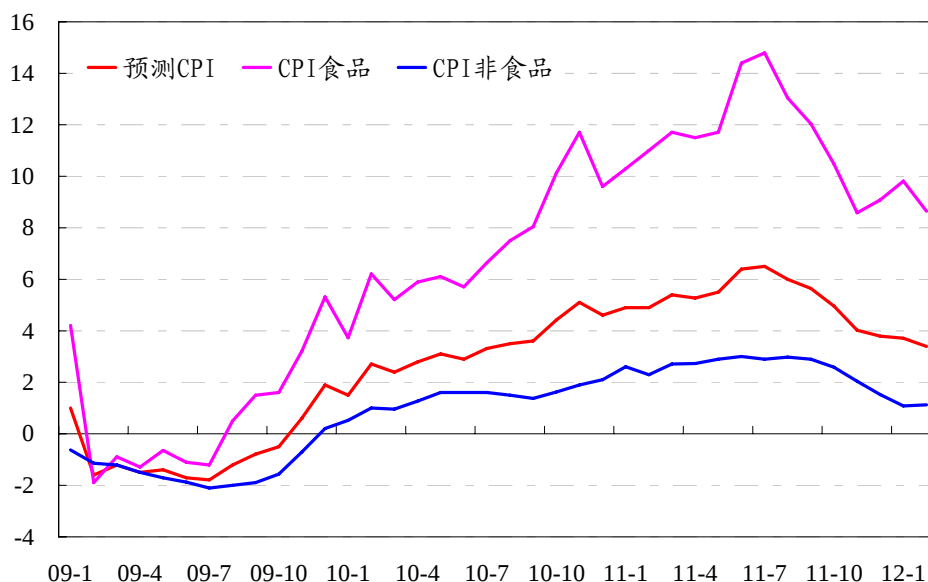
2. 7 月通胀应已见顶

接下去讨论中国的实际利率和经济的关系，我们同样需要估算通胀预期。

虽然 7 月 CPI 再创新高，但其他高频数据显示猪肉等食品价格已高位企稳，而商品期货价格也在回落，在目前的全球经济环境下生产资料价格后续涨价压力也不大，因此 CPI 在下半年稳步下降较为确定。

图 14 CPI、食品、非食品同比预测

单位：%

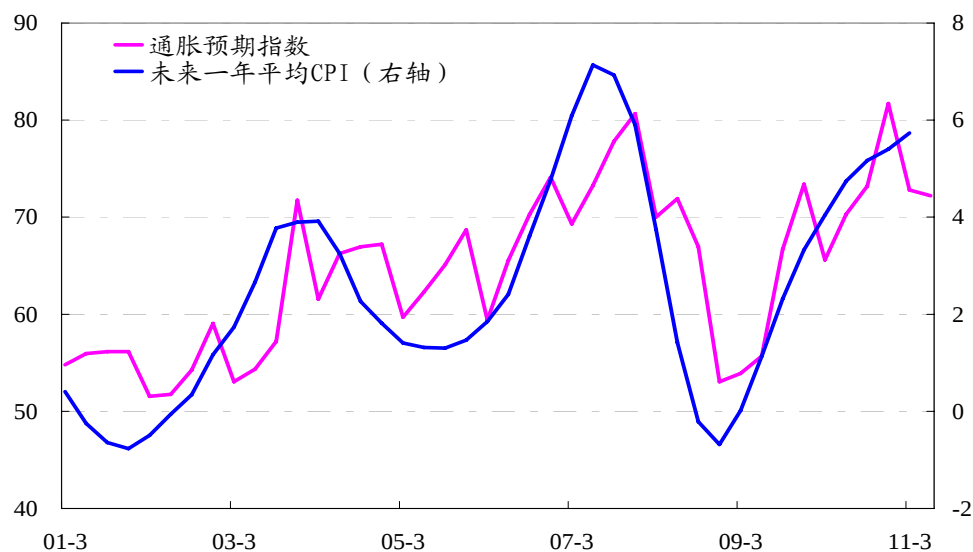


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

中国人民银行每季度公布通胀预期指数，它和未来 1 年的平均通胀水平走势也较为一致。11 年 2 季度通胀预期指数为 72.2%，较 10 年 4 季度的 81.7% 已经有明显回落。

图 15 中国通胀预期指数和未来 1 年 CPI

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

注：2011 年 7 月以后的 CPI 为我们的预测值

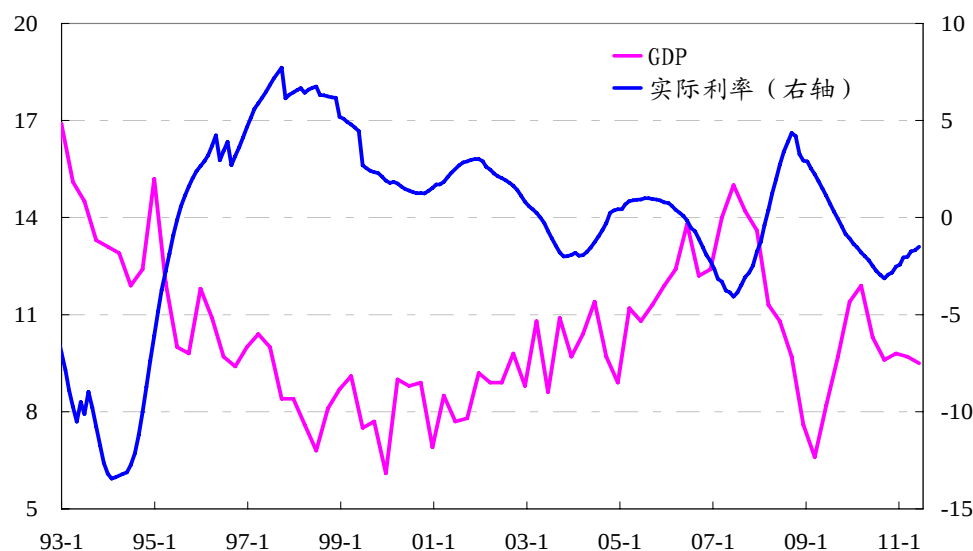
3. 实际利率可作参考

将定存利率减去未来 1 年的平均 CPI 可以得到近似的实际利率，过去十几年它和 GDP 实际增速基本呈反相关关系。正如我们所猜测的，98-99 年实际利率仍在高位，对经济有不利影响；而 09 年底虽然 CPI 同样为负、但通胀预期已起，实际利率也持续回落。

根据我们的预测，7 月 6.5% 的 CPI 将是年内的高点，此后将逐步下降，而通胀预期指数的不断回落也和我们的判断一致。今年初以来随着存款利率的上调和通胀预期的略有回落，实际利率已经有所上升、虽然还在 0 以下。

图 16 中国 GDP 和实际利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

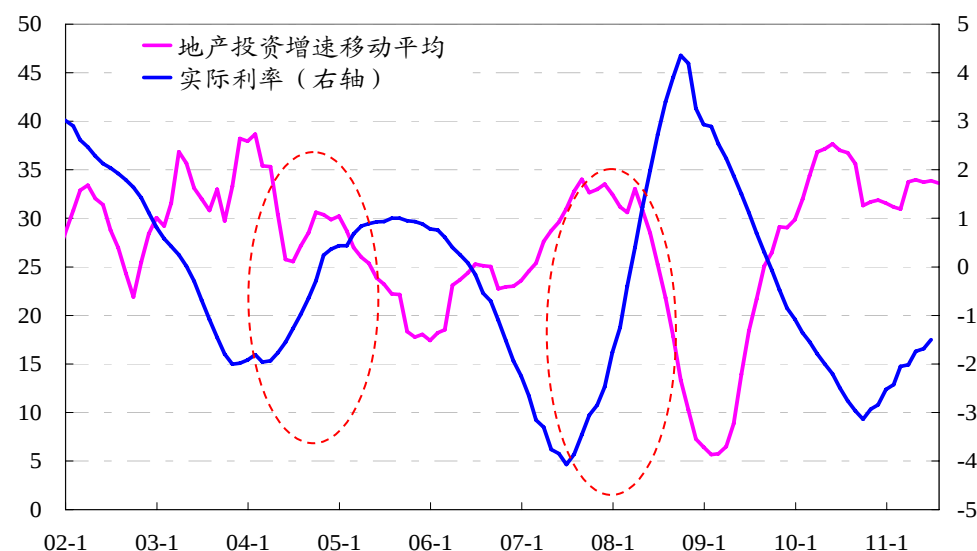
上两次出现类似情况分别是 04 年下半年和 08 年上半年，此后地产投资增速都显著下滑。虽然在我们的框架中投资和工业生产走势并不吻合，但地产投资增速依然较为重要、只是滞后于其他先行指标。在实际利率趋于上升的背景下，中国经济增速在 11 年下半年或将继续回落。

综上所述，美国名义利率和实际利率与经济周期的关系在中国同样适用，而在中国实际利率和经济增速的反相关关系更为明显，但这并不能改变通胀预期难以确定的事实。

如果使用预测的 CPI 来估算通胀预期来得到实际利率，并进而得到经济的走势将很可能陷入循环论证。我们此处用央行的通胀预期指数来避免这一情况，但该指数公布频率较低，因此实际利率依然只能作为辅助指标参考。

图 17 中国地产投资增速和实际利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

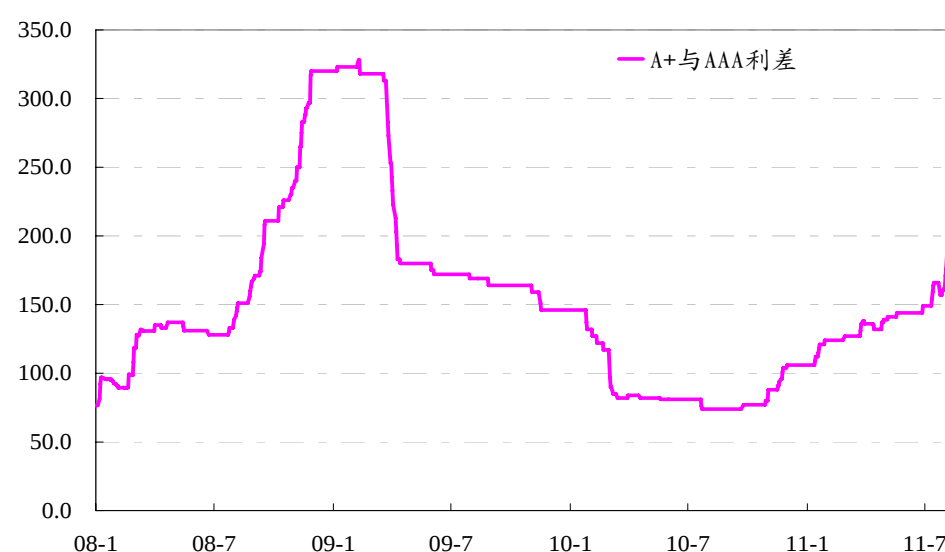
注：地产投资增速为 6 个月移动平均

4. 信用利差推波助澜

此外我们曾指出，信用利差将会逐渐成为度量国内风险程度的最重要指标。目前，信用利差水平已经和 08 年 10 月相当，并且和当时不同，基准利率并没有快速下调。因此对于信用较低的企业而言，它们的融资成本在快速增加。

图 18 中国信用利差

单位：%



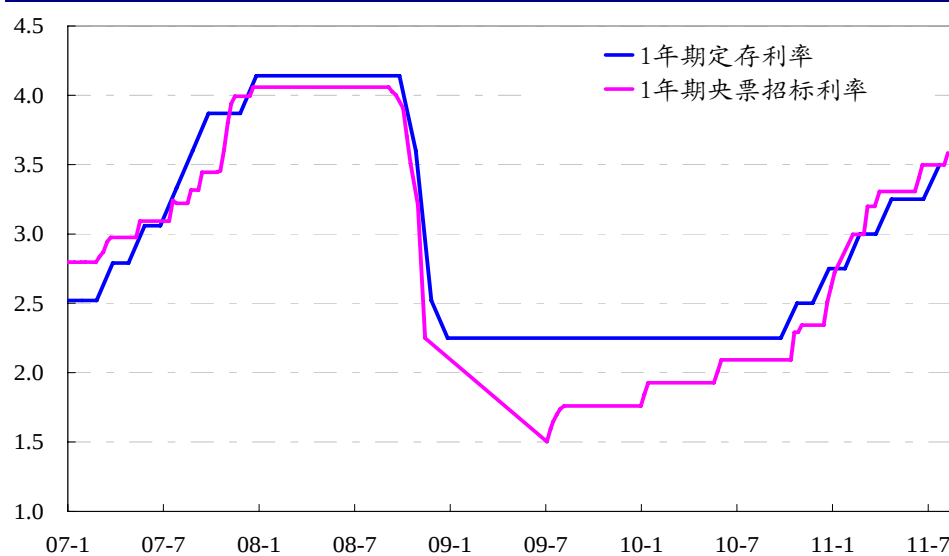
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

综合而言，短时间内我们难以看到基准利率的下调，货币政策也将会持续紧缩。此时通胀预期的回落和信用利差的上升将会进一步提升国内的利率水平，对经济

产生更大的负面影响。

图 19 1 年期定存利率和央票招标利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

作者简介:**吕春杰:**

S0880511010058

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008年7月加入国泰君安，从事宏观研究。

姜超:

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06至10年入围新财富债券最佳分析师，08年获第三名，09、10年获第二名，09年、10年获水晶球债券最佳分析师第二名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		