

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：廖淑萍 中国银行国际金融研究所  
刘津含 中国银行国际金融研究所  
电话：010 - 6659 4083

签发人：陈卫东  
审稿：钟红 廖淑萍  
联系人：梁婧 范若滢  
电话：010 - 6659 4097

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 全球央行降息潮：原因和影响分析\*

从2019年初开始，全球央行不断开启降息模式，先后有28个国家或地区选择了不同程度的降息，其中印度已连续四次降息，而美联储在7月议息会议后宣布降息25个基点，引发市场最广泛关注。本轮降息潮的大背景是全球经济增速放缓以及贸易摩擦升级导致的悲观预期。部分国家出口下滑、通胀低迷、国内外投资疲软等也是引发降息的主要原因。对于新兴经济体而言，降息从一定程度上带动了市场利率下行，有利于缓解融资压力。但在当前全球债务高企、资本市场高位运行的情况下，降息可能加剧资产泡沫，削弱金融机构盈利水平，助长全球债务累积，各国也面临宏观政策操作空间日益缩小的困境，相关风险值得关注。

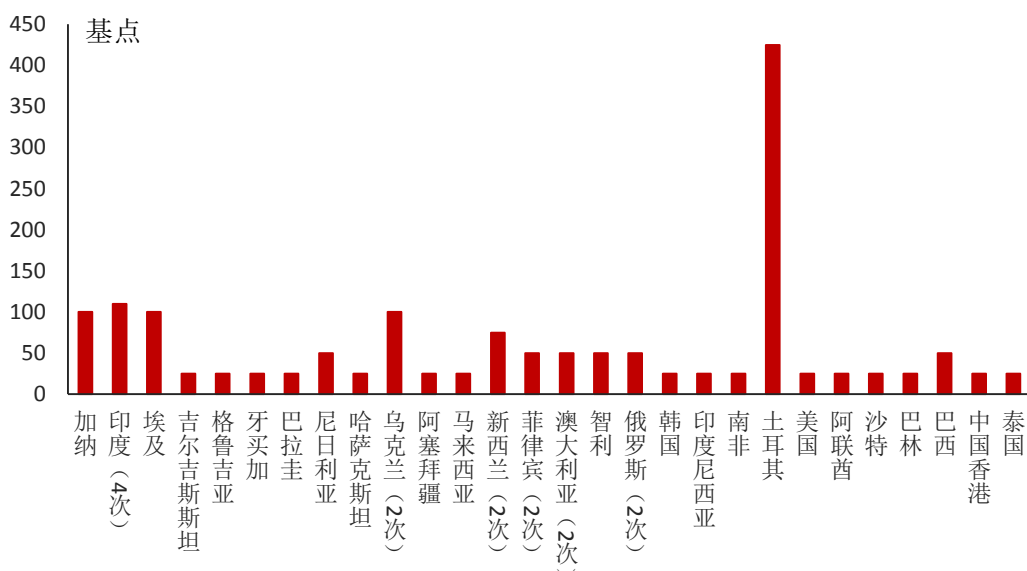
## 全球央行降息潮：原因和影响分析

从 2019 年初开始，全球央行不断开启降息模式，先后有 28 个国家或地区选择了不同程度的降息，其中印度已连续四次降息，而美联储在 7 月议息会议后宣布降息 25 个基点，引发市场最广泛关注。本轮降息潮的大背景是全球经济增速放缓以及贸易摩擦升级导致的悲观预期。部分国家出口下滑、通胀低迷、国内外投资疲软等也是引发降息的主要原因。对于新兴经济体而言，降息从一定程度上带动了市场利率下行，有利于缓解融资压力。但在当前全球债务高企、资本市场高位运行的情况下，降息可能加剧资产泡沫，削弱金融机构盈利水平，助长全球债务累积，各国也面临宏观政策操作空间日益缩小的困境，相关风险值得关注。

### 一、今年以来多国开启降息模式

2019 年以来，截至 8 月 8 日，全球已有 28 个国家或地区先后宣布降息。其中，1 月 28 日加纳下调基准利率 100 个基点至 16%，成为开启央行降息潮的第一个国家。从降息次数来看，2 月 7 日印度下调基准利率 25 个基点，随后又分别在 4 月和 6 月各下调 25 个基点，8 月下调 35 个基点，累计降息 4 次，成为今年降息次数最多的国家，此外俄罗斯、乌克兰、澳大利亚、新西兰、菲律宾也已各降息 2 次。从降息幅度来看，7 月 25 日土耳其一次性降息 425 个基点，成为降幅最大的国家，印度累计降息 110 个基点，乌克兰、埃及、加纳等国的累计降息幅度均已达 100 个基点。从市场影响来看，经过长达半年的酝酿，美联储如约在北京时间 8 月 1 日凌晨宣布降息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间下调至 2.00%-2.25%，这是美国 10 年以来的首次降息，因此备受市场关注。与此同时，美联储还表示将于 8 月 1 日结束缩表，比原定计划提前 2 个月。受此影响，当日阿联酋、沙特、巴林、巴西、中国香港等地区也跟随降息（图 1）。

图 1：2019 年以来全球主要国家/地区降息幅度

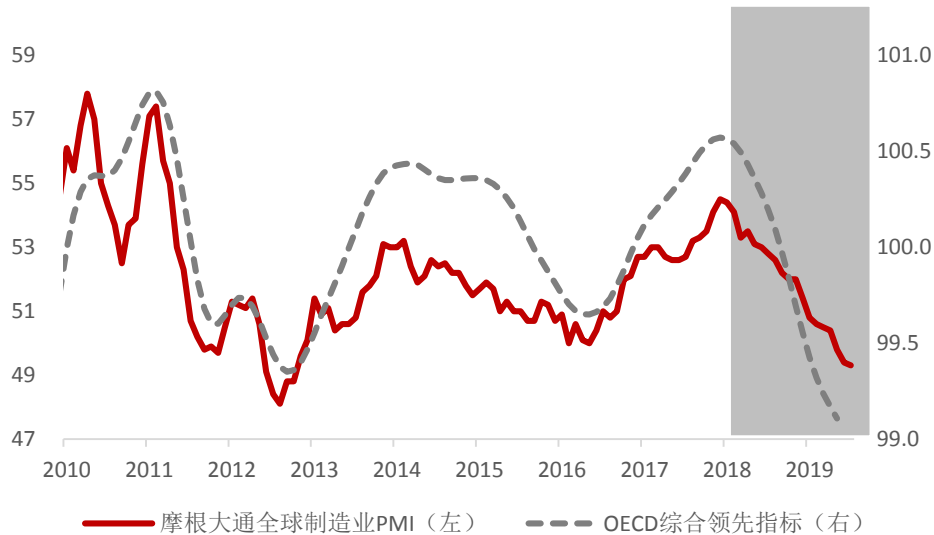


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

## 二、全球央行降息潮的主要原因

全球经济放缓是大背景。从 2018 年下半年开始，在全球贸易摩擦、美联储收紧货币政策、美元升值、全球美元流动性趋紧、地缘政治冲突、原油市场波动等因素的影响下，全球经济开始进入下行区间，主要发达经济体增速触顶，部分新兴市场国家经济下滑并出现金融动荡。进入 2019 年，全球经济延续放缓趋势，5 月、6 月、7 月摩根大通的全球制造业 PMI 指数分别为 49.8、49.4、49.3，连续三个月下降且低于荣枯线。主要经济体增长放缓超出预期，OECD 综合领先指标已连续 17 个月放缓（图 2），降至金融危机以来最低水平，美国、德国、日本、英国等 G7 国家的制造业活动减速。IMF 在 7 月发布的《世界经济展望报告》中再次调降了对 2019 年和 2020 年世界经济增长的预期，预计 2019 年全球经济增速为 3.2%，2020 年经济增速为 3.5%，较 4 月的预测值均再下调 0.1 个百分点。

图 2：摩根大通全球制造业 PMI 和 OECD 领先指数走势



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

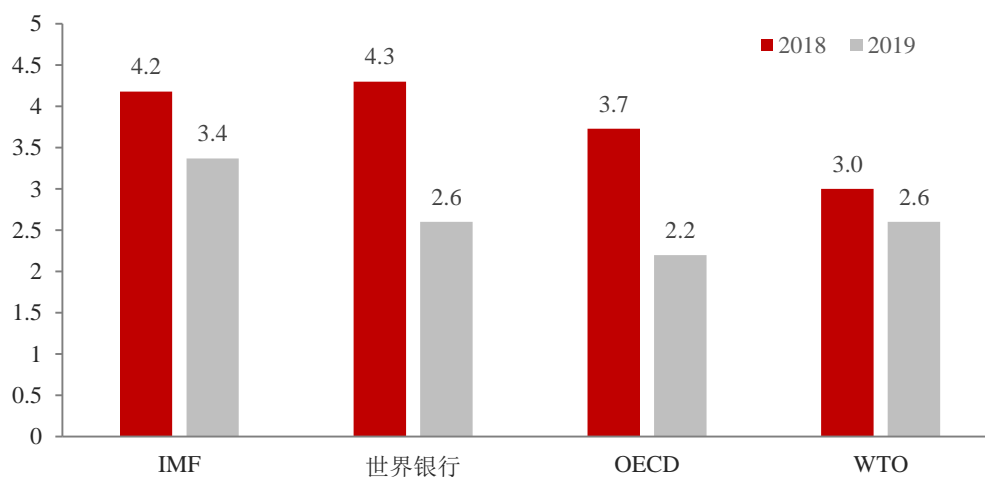
**贸易摩擦升级是催化剂。**IMF 认为，长期存在的政策不确定性（包括全球贸易摩擦、美国对汽车等行业加征关税以及英国硬脱欧风险等）将打击市场信心，削弱投资，扰乱全球供应链，并使全球经济增长严重放缓。其中，美国推行的贸易保护主义政策引起全球贸易摩擦升级，是引发市场悲观情绪的最主要因素。

自 2018 年以来，美国试图在全球范围内重建贸易秩序，包括与加拿大、墨西哥重新谈判北美自由贸易协定；欲对日本、欧盟的钢铝、汽车、农产品等行业加征关税，目前各方利益分歧较大，谈判未取得明显进展；对中国的贸易战不断加码，双方谈判进程一波三折；取消印度普惠制待遇，遭到印度对美国部分农产品加征关税的报复；指责越南在美越贸易中占了大便宜，7 月初美国开始对来自越南的某些特定钢铁产品加征最高达 456% 的进口关税。除了美国战线，日韩贸易摩擦也愈演愈烈，继日本政府宣布对出口韩国的三种半导体产业原材料加强管制后，双方又将对方从出口“白名单”中移除，使双方经济和金融市场面临巨大不确定性。

根据 WTO 的统计，2018 年 10 月中旬至 2019 年 5 月中旬，G20 经济体实施了 20 项新的贸易限制措施，受进口限制措施影响的贸易规模达 3359 亿美元，仅次于 2018 年 5

月中旬至 2018 年 10 月中旬的 4809 亿美元，处于十年来的历史次高水平。贸易保护加剧了全球经济环境面临的挑战性和不确定性。今年以来全球贸易持续下行，二季度 WTO 全球贸易景气指数仅为 96.3，为 2010 年 3 月以来的最低水平。WTO 预计全年贸易增速仅为 2.6%，较 2018 年下降 0.4 个百分点（图 3）。

图 3：主要国际组织对全球贸易增长的预测（%）

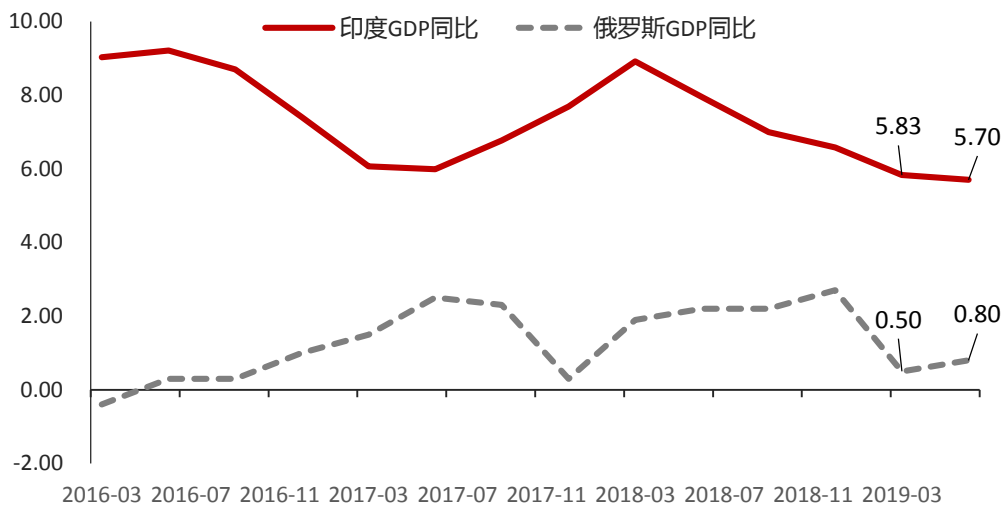


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

从各国降息的具体原因来看，既有预防式的，也有被动式的。例如，美联储的降息是较为典型的预防式降息。尽管美国经济上半年表现弱于去年，但相比其他发达经济体仍是较高增速，一、二季度环比增长折年率分别为 3.1% 和 2.1%。不过，值得注意的是，美国经济的内在动力正在逐渐下降，经济已步入下行周期。美国个人消费增速从 2018 年二季度以来逐季下滑，2019 年一季度仅增长 1.2%。二季度以来，美国消费增长未见明显起色，4-6 月份零售销售环比增速维持在 0.3%-0.4%。企业投资持续低迷，一、二季度设备投资仅分别增长 -0.1% 和 0.7%。制造业扩张显著放缓，今年制造业 PMI 指数连续 7 个月下滑。美联储此次降息主要是为了防止经济超预期下滑。目前市场判断，美联储在年底前至少还将有一次降息。除了美国之外，马来西亚在今年 5 月的降息（25 个基点）也带有明显的预防性色彩。马来西亚央行表示，尽管国内的货币状况仍能支持经济增长，但全球经济回暖有放缓迹象，因此选择通过降息来保持货币政策的宽松。

本轮降息潮中，更多的国家属于经济基本面恶化下的被动降息。以多次降息的印度和俄罗斯为例（图4）。印度中央统计局公布的数据显示，由于2019年世界经济出现减速，同时国内农业、制造业和服务业表现不佳，导致一、二季度印度经济增幅收窄至5.8%和5.7%，低于2018年第四季度的6.6%，是5年来的最低水平。印度商务部数据显示，6月份印度出口额为250.1亿美元，同比下降9.71%，为最近9个月以来首次出现萎缩。而今年的印度大选政府共耗资86亿美元，约是2014年大选花费的两倍，刷新印度选举的支出记录，进一步增加政府财政压力，加剧经济放缓。俄罗斯方面，在投资活动减少、外部需求疲软导致出口大幅下降的背景下，今年俄罗斯经济出现低迷，一、二季度GDP同比增速仅分别为0.5%和0.8%，远低于2018年全年2.3%的增速。6月初，世界银行将俄罗斯2019年经济增长预测从4月份的1.4%下调至1.2%。随后，俄罗斯央行将经济增长预测从1.2%-1.7%下调至1%-1.5%。

图4：印度、俄罗斯实际经济增速（%）



资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

近期刚刚降息的韩国也是经济明显下滑，投资和内需低迷，上半年出口同比下降8.5%，失业率在6月上升至4%，失业人口同比增加10.3万人达113.7万人，创20年来同月失业人口最高纪录。而日本限制对韩国出口半导体关键材料将进一步重创韩国经济，迫使韩国央行不得不采取降息手段予以应对。韩国银行已将该国2019年增长预

期从此前的 2.5% 下调至 2.2%。

新西兰和澳大利亚降息的主要原因来自于本国通胀严重疲软、房价不断下行的压力。新西兰联储称，全球对新西兰商品与服务的需求有所减弱，人口增长由于净移民减少而下降，局部地区房地产持续疲软，商业景气不佳、利润空间收窄、投资尽显疲态。澳大利亚联储表示，全国通胀严重疲软，房价不断下行，2018 年澳大利亚通胀率为 1.3%，低于 1.6% 的基准通胀率。

### 三、降息在一定程度上有助于缓解融资压力

从理论上讲，央行能够通过降息释放资本流动性，刺激政府、企业、居民消费，活跃资本市场，从而缓解本国经济下行的压力。

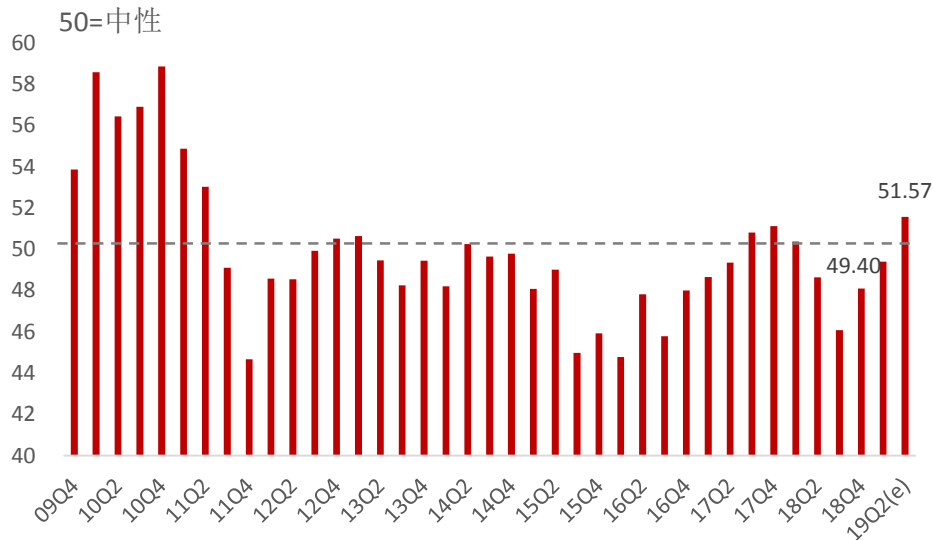
**一是降低企业融资成本，刺激实体经济发展。**央行降息可以降低本国的社会融资成本，降低企业投资的资本边际效率，促进企业贷款，刺激企业扩大投资。在全球经济下行压力增大和贸易保护主义升级的背景下，世界贸易结构发生改变，全球价值链遭到破坏，世界产业链上各环节的企业不得不重新寻找产业机会或开拓市场，需要为此付出额外成本和代价，因而需要宽松货币政策带动融资成本下行，缓解贸易冲突对实体经济的打击。

**二是刺激社会消费，缓解通货紧缩压力。**央行降息既可以增加政府消费支出，也可以刺激居民消费支出。一方面，贷款利息下降，政府的财政预算中还款利息减少，政府投资会增加，也会出台更多优惠政策，刺激消费，拉动内需。另一方面，存款利息降低会减少存款需求，促使存款人把部分存款用于消费。政府和居民的消费购买力度增加，将有助于减缓经济衰退和通货紧缩。

从实际情况看，根据 IIF 公布的数据，2019 年一季度新兴市场银行信贷条件调查综合指数达到 49.4（低于 50 表明信贷收缩，高于 50 表明信贷扩张），较 2018 年四季度上升 1.3 个百分点，并预计 2019 年二季度有明显改善（达到 51.57），信贷条件开始放松（图 5）。反映信贷条件的五个分项指标（包括信贷需求、贸易融资、信贷标准、不良贷款、融资便利度）都有不同程度的改善，其中融资便利度，即新兴市场

企业获得国内或国际资本的便利程度改善幅度最大，较上季度提升 5.4 个百分点。

图 5：新兴市场银行信贷条件调查综合指数



资料来源：IIF，中国银行国际金融研究所

这表明，全球央行降息已经在一定程度上改善了新兴市场的信贷紧张局面，可以缓解其融资压力。但由于货币政策到实体经济的传导存在时滞，且财政支出、居民消费和企业投资的扩张面临诸多制约因素，短期内尚未看到降息有效推动经济增长的迹象。正如上文图 4 所示，尽管印度多次降息，但并未阻止经济下滑的态势，二季度 GDP 增长仍在放缓。

## 四、降息的潜在风险不容忽视

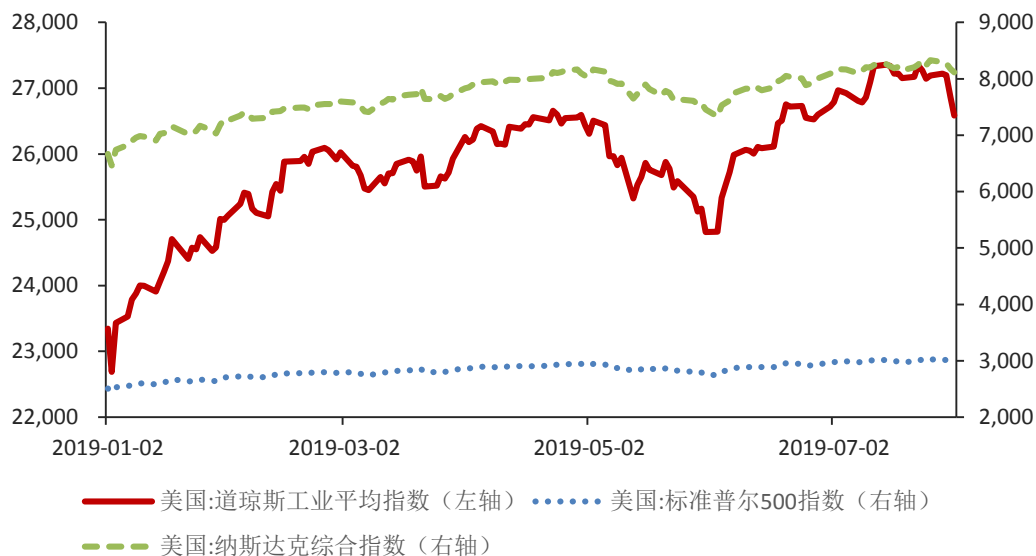
### （一）加剧资本市场泡沫

新一轮宽松大潮将至，这会进一步刺激本已泡沫高企的股市。2019 年以来，美国三大股指不断创出新高，截至 8 月 1 日，道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数和纳斯达克综合指数分别较年初上涨 13.9%、17.7%和 21.7%（图 6）。欧洲股市 Stoxx Europe 600 指数上半年上涨 13%，创自 1998 年以来的最佳六个月回报。而这种上涨是建立在美国经济下行压力加大、欧洲经济持续低迷的基础之上的，表明全球股市增长已逐渐偏离经济基本面。随着宽松货币政策所带来的流动性继续流入股市，股市泡沫



将继续膨胀，一旦全球经济超预期下滑或突发因素引发避险情绪，很有可能发生非理性抛售和市场踩踏事件，刺破资产泡沫。

图 6：2019 年美国三大股指走势



资料来源：Wind、中国银行国际金融研究所

## （二）削弱金融机构盈利能力

随着主要央行进一步降息，全球债券收益率应声下降，负利率债券规模日益壮大。美国国债收益率随着美联储降息而回落，10 年期美债收益率由年初的 2.7% 降至 1.7% 左右，而 3 个月期美债收益率仍维持在 2% 以上，利率倒挂更加严重。欧洲市场的国债则开始不断出现负利率的情况，10 年德债和法债收益率分别降至 -0.6% 和 -0.3%。8 月 2 日，德国 30 年期国债收益率也首次出现负利率，使得德国国债全面陷入负利率。据统计，目前全球已有近 14 万亿美元的债券是负利率，欧洲（除英国外）主权债券已全面陷入负利率，占全球负利率资产的 43%。负利率资产的增加，将压缩金融机构盈利水平，提高它们的风险承担行为，从而给银行等金融机构带来进一步的信用风险压力。负利率环境下，银行体系盈利能力受到了较大冲击。寿险、养老金等期限错配较为严重的机构同样面临较大的经营压力。为应对盈利收窄带来的不利影响，金融机构提升风险承担水平，加大高风险资产配置力度，这都会催生资产泡沫，对金融稳定产生负

面影响。

### (三) 助长全球债务累积

金融危机后，长达10年的宽松货币环境使得全球债务水平不断攀升。根据IIF的统计，截至2019年一季度，全球债务水平已达到246万亿美元，占全球GDP的比重达到320%。全球主要经济体央行的总负债规模也由2007年的5万多亿美元扩充到2019年的21万多亿美元。新一轮降息会刺激经济主体继续增加借贷，使债务水平继续攀升，进一步增大债务违约风险。

与发达国家相比，新兴市场由于债务增长快、美元债务占比高、自身经济金融体系脆弱性高，防范债务风险的能力相对较弱。新兴市场债务水平在过去10多年内急剧扩张，2007年其债务规模为21.3万亿美元，到2019年一季度已达69.1万亿美元，增长了3.2倍；同期，发达国家债务水平从147万亿美元增长至177万亿美元，增长了1.2倍。同时，新兴市场私人部门债务增长较快，居民和企业偿债能力下降，风险正在聚集。阿根廷和土耳其等国的外债水平已超过国际警戒线。部分国家利息成本增大，10年来，巴西支付的利息成本从占GDP的5.1%上升至6.5%，埃及从3.6%上升至8.7%，黎巴嫩从10.5%上升至11.3%。而近三年新兴市场正面临偿债高峰期，根据IIF的数据，2019-2021年约有5万亿美元的贷款和债券到期。在全球经济下行的大背景下，巨额的债务偿还压力、不断上升的利息成本、高位运行的美元指数，可能成为引爆新兴市场金融风险的重大隐患。

综上所述，当前全球增长动力放缓，贸易摩擦升级，世界经济面临的不确定性增加，下行风险加大。全球央行正在开启新一轮降息风潮。然而，从目前的情况看，降息恐难成为拯救经济的“灵丹妙药”，尤其是在全球普遍低利率的环境下，降息究竟能产生多大效用值得思考。美联储主席鲍威尔在巴黎出席纪念布雷顿森林体系75周年纪念活动时曾表示，由于通胀被多种因素锚定，随着中性利率逐渐走低，政策利率空间越来越小已经成为货币政策面临的重大风险。欧洲和日本也已实施负利率多年，继续大幅降息的空间有限。与此同时，全球主权政府债务率达到历史最高水平，增加财

政支出将加剧债务风险，各国在推出刺激政策的同时还必须兼顾财政的可持续性。各国财政和货币政策面临双重约束，为应对经济放缓蒙上了阴影。

可见，要解决当前全球经济面临的困境，不仅需要各国自身财政货币政策的配合，着力解决经济发展的结构性问题，培育新的增长动力，更需要国际之间的相互协作，当务之急是要坚决抵制贸易保护主义，消除全球经济运行的不确定性，为经济增长创造平稳的国际环境。