

中國實際利率仍較高 有空間降息

李湛：紓緩市場債務壓力 刺激融資新需求

編者按：

中國首席經濟學家論壇推出「首席論談」欄目，組織首席經濟學家討論、辯論中國經濟形勢、政策和相關公共議題。《大公報》將每一期欄目內容編輯為專題報道，以饗讀者。



首席論談 2

為及早體現貨幣政策成效，保持經濟合理增速，一季度人行政策靠前發力。2月在中期借貸便利（MLF）利率按兵不動背景下，貸款市場報價利率（LPR）再現「不對稱下行」，其中，1年期LPR持平於3.45%，5年期以上LPR較1月下行25個基點至3.95%，降幅為2019年LPR報價機制以來最勁。招商基金研究部首席經濟學家、中國首席經濟學家論壇理事李湛向《大公報》表示，此番5年期以上LPR的超預期下調，旨在刺激投資與消費的回暖，促進價格修復和經濟復甦。從歷史和橫向比較看，當前中國實際利率仍有調整空間。

大公報記者 倪巍晨

李湛指出，去年末商業銀行調降存款利率，今年1月人民銀行分別下調支農再貸款、支小再貸款和再貼現利率各0.25個百分點，並在2月全面降準0.5個百分點，「商業銀行資金成本的下降，以及流動性的相對充裕，有力推動5年期以上LPR的下行」。

促進價格修復和經濟復甦

記者留意到，2019年9月、2021年12月，1年期LPR在同期MLF利率不變情況下，均單獨下行5個基點。此外，2022年5月在MLF利率持穩情況下，5年期以上LPR單獨下行15個基點。從歷史情況看，若因降準或存款利率調降，引致銀行負債端成本下降，就可能出現類似今年2月「MLF利率不變、LPR報價單獨下行」的現象。

「此次5年期以上LPR的超預期下調，旨在刺激投資、消費回暖，促進價格修復和經濟復甦。」李湛分析，年初以來內地樓市仍續低迷表現，克而瑞統計的1月百強房企銷售操盤金額同比下降34.2%，正月初一至初十的商品房銷售同比下降43%。5年期以上LPR的下行，可以降低新購房的貸款成本，刺激剛需和改善性需求的增長。他續稱，一季度素來是社融旺季，地方政府債務融資需求較大，其中僅特殊再融資債券發行規模就可能達1.5億元人民幣，LPR降息可降低政府融資和付息成本。

李湛提醒，「實際利率」是剔除通脹率後儲戶或投資者得到利息回報的真實利率，也是市場主體能感知到的真實融資成本和償債負擔。從貨幣政策邏輯角度看，LPR報價選擇當前時點下降，一個非常關鍵的作用是降低實際利率。他補充說，儘管人行去年以來多次降息，市場利率也持續下行，但因市場價格快速下降，實際利率卻反而不斷攀升。

物價急跌 實際利率不降反升

李湛按「貸款平均利率減去CPI」測算，當前中國實際利率約4.13%，在歷史上處於63%的分位點。若以1年期國債收益率與同期限LPR報價作為名義利率計算，實際利率分別為2.9%、4.3%，兩者歷史分位點均約98%，「上述三種口徑下，實際利率均自2022年末以來進入上行區間」。

「目前中國實際利率仍有調整空間。」李湛直言，2023年3月時任人行行長易綱曾表示「中國當前的實際利率處於合適水平」，彼時「貸款平均利率減CPI」口徑下的實際利率約3.1%，較去年四季度低1個百分點。國際橫向比較看，若用「10年期國債收益率減CPI」作為實際利率，今年1月美國、歐元區、日本、英國的實際利率分別為0.96%、0.03%、-1.94%和-0.07%，而同口徑下中國的實際利率為3.3%，大幅高於發達經濟體。

李湛認為，中國整體物價水平的低增長，是實際利率難降的主因。今年1月，CPI同比下降0.8%，PPI同比下降2.5%，本輪價格快速下跌是實際利率上升的主要反推力。



▲人行年初將5年期以上LPR的超預期下調，旨在刺激投資與消費的回暖，促進價格修復和經濟復甦。



欄目嘉賓：
招商基金研究部
首席經濟學家、
中國首席經濟學家
論壇理事
李湛



主理人：
首席宏觀戰略研
究所副所長
薛清和

今年降息至少半厘起步

黃金法則

李湛指出，政策實踐中，貨幣當局或更注重新「實際利率約等於經濟潛在增速」的「黃金法則」，綜合中國經濟潛在增速，以及自然利率等因素判斷，2024年全年降息空間至少50個基點（0.5厘）。

人行在2021年發表的BIS（國際清算銀行）工作論文中，採用LW模型方法測算的中國自然利率水平已從2002年的4.6%左右，降至2019年的2.1%左右。2022年9月，人行貨幣政策司在一篇名為《深入推進利率市場化改革》的文章中強調，堅持以「自然利率」為錨，實施跨週期利率調控。

李湛表示，學術研究表明，當前實際利率仍高於自然利率，實際利率應逐步減少與自然利率的差距，中長期看，「實際利率應與自然利率基本匹配」。他補充

說，人行前行長易綱曾指出「實際利率的合理區間是『略低於潛在增速』」，實際利率大幅高於或低於潛在增速都不利於經濟的發展。

人行調查統計司、社科院等最新的研究指出，「十四五」期間中國經濟的潛在增速總體在5%至5.5%區間內，「十五五」或回落至5%以下。

李湛測算，若考慮此前疫情帶來的利淡影響，2021至2025年中國經濟潛在增速或處於人行經濟增速測算區間的低位，即5%左右；同期，中國實際利率應略低於5%。他又指，若按5%的潛在增速計算，中國的實際利率要降到3.1%的合意水平，那2024年實際利率至少有1個百分點的下行空間；假設今年中國CPI同比在「0至1%」區間，則降息空間約0至100個基點，若今年CPI同比在0.5%左右，全年降息空間約50個基點。

付息成本過高不利於化債

提振經濟

費、企業的投融資決策、進出口和國際收支，進而對整個經濟活動產生廣泛影響。

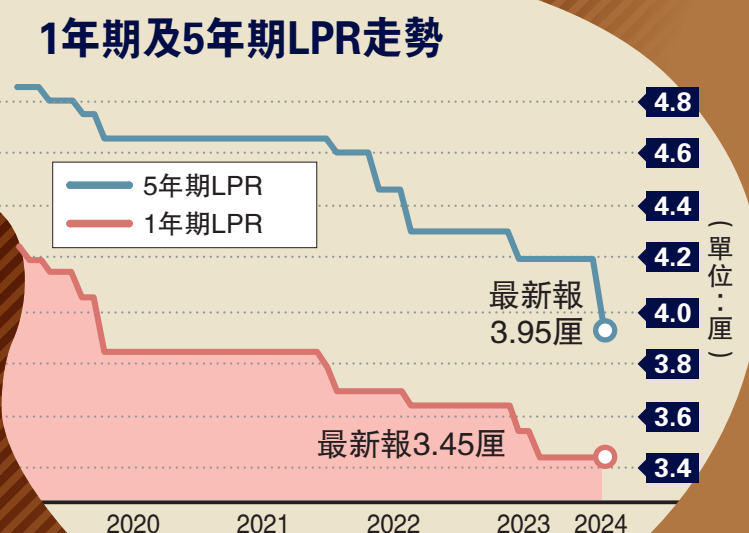
「從投資視角看，依據凱恩斯的經典理論，利率下降有利於擴大投資、促進總產出增加。」李湛說，企業投資決策取決於融資成本和資本收益，收益與工業產品價格息息相關。對企業而言，其融資成本表現為名義利率，偏高的實際利率往往意味着企業融資成本大於盈利能力。當前，物價負增長，企業投資擴大再生產的意願減弱，對經濟總產出或帶來利淡影響。

利率偏高 制約樓市回升

至於消費層面，李湛強調，儘管居民消費行為對實際利率並不敏感，

但從資產負債表角度，實際利率會影響居民的負債能力與意願。他舉例說，內地居民最主要的負債是按揭貸款，去年名義按揭利率大幅下調，但房地產銷售卻仍低迷。若用按揭利率減去房租增速來衡量房地產真實利率，那2020年以來的真實利率仍在高位，並與房地產銷售形成顯著的負相關關係，「現時實際利率偏高已對地產回升帶來制約，從而影響經濟復甦」。

李湛提醒，信貸利率下行環境中，商業銀行為主的金融機構，為提高利潤更多轉向同業等其他金融投資，而金融市場無風險利率提升，將加大資金向金融體系的傾斜。從歷史數據看，真實利率偏高時期，「資金空轉」、金融「脫實向虛」等現象也會加劇。



國家財政部數據顯示，截至2023年底，全國政府債務餘額為61萬億元人民幣。李湛據此指出，較高的實際利率會提升債務付息成本，中央強調「妥善化解隱性債務存量」，高利率環境不利於債務展期，高實際利率會抬升滾續債務的利息成本，進而引發債務風險概率的上升。

李湛直言，利率是經濟系統中影響儲蓄和投資總量的一大因素，人行前行長易綱此前在論文中指出，利率的高低直接影響老百姓的儲蓄和消

從需求端提振物價 效果優於減息

促進消費

保持溫和通脹，推升物價是降低實際利率的重要手段，但降息或非推高通脹率的「良藥」。李湛觀察到，2022至2023年，以貸款加權平均利率「1年期LPR（貸款市場報價利率）」指代的名義利率分別下降93和38個基點，而兩種口徑下的實際利率分別提高87和150個基點。他認為，近兩年名義利率持續調降，通脹下行程度卻更大，通脹增速若繼續走弱，適度的降息仍無法推動實際利率下行。

在李湛看來，兩種方式可以改變上述問題。一是採取更大力度的降息，即降息幅度超過通脹降幅；二是保持貨幣政策在正常區間，出台需求

端政策提升通脹。他補充說，利率政策需綜合考量匯率、金融風險等因素，方式一在實踐中的可操作性有限，「改善通脹預期、帶動物價良性回升較為關鍵」。

李湛強調，人行政策調控總體堅持穩健理念，始終堅持「不大水漫灌」原則。去年末召開的中央經濟工作會議指出：「保持流動性合理充裕，社會融資規模、貨幣供應量同經濟增長和價格水平預期目標相匹配」，上述表述體現了決策層提高通脹預期的政策思路。

設立2%通脹目標的必要性或不高。李湛分析，供需決定價格，提振物價需從商品供需基本入手，需求不足是當前中國PPI、CPI疲弱的主

因，應通過解決產能過剩和有效需求不足等問題扭轉社會預期，「比設立通脹目標更重要的是完善價格型調控機制」。泰勒規則下，通脹缺口與利率缺口應是「正相關」關係，由於中國貨幣政策正處在從數量為主的調控機制，向價格為主的調控機制轉型的階段，傳統泰勒規則並不完全適用，「中國利率傳導機制仍待完善，此時若設定通脹下限目標，或對政策空間帶來更大約束」。

李湛建議，將「溫和通脹」作為宏觀政策一致性目標，中期採取地產和消費等政策協同，提高居民收入、穩定居民預期；長期面向產業轉型、制度改革等方向出台相應舉措，從終端需求端提高物價水平。



▲李湛表示，比設立通脹目標更重要的是完善價格型調控機制。