

经济预测分析

第 21 期

国家信息中心

2023年06月06日

提振有效需求需进一步引导市场利率下行

内容摘要：利率是调节总需求的重要政策工具，利率下降刺激总需求、上升会抑制总需求。2023年一季度，尽管我国经济恢复超预期，但内生动力还不够强，有效需求不足矛盾仍然比较突出。目前，我国实际利率水平仍然偏高，为推动经济由“疫后恢复”转向“全面复苏”，货币政策要抓住当下难得的市场修复向上的时间窗口，持续靠前加力，进一步引导降低市场利率水平，以支持扩大国内有效需求，更好推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

一、有效需求不足仍是当前我国宏观经济运行的主要矛盾

（一）从“潜在产出—物价指数”指标组合看，我国经济低增长与物价低水平，表明有效需求不足矛盾仍然突出

2022年，我国GDP仅增长3%，低于5.5%左右的潜在经济增长水平。随着国内经济社会运行秩序逐步回归常态，2022年的经济增长损失有望在今年补偿释放。2023年“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.8%；实现国内旅游收入1480.6亿元，同比增长128.9%，是“补偿效应”的重要体现之一。因此，2023年的GDP增长潜力应为5.5%的潜在经济增速再加上“补偿效应”释放，理论上能够达到更高的增长速度。2023年一季度，尽管我国GDP增长4.5%，但离增长潜力尚存在较大差距。与此同时，我国物价总水平也存在较大下行压力，2023年4月份CPI同比增长0.1%，增幅连续4个月下滑；PPI同比增长-3.6%，连续7个月处于负增长区间。上述分析表明，我国有效需求不足的矛盾仍未根本缓解。

（二）从“产能利用—就业状况”指标组合看，我国工业产能利用率下降和青年失业率高企，表明供给端的资源利用仍不充分

供给端资源的利用程度也是衡量是否存在有效需求不足的重要参考。今年以来，我国供给端资源的利用状况主要表现为“两个不充分”：一是工业产能利用不充分。2023年一季度，我国工业产能利用率仅为74.3%，分别较2021年和2022年一季度下降2.9个、1.4个百分点，如果不考虑受疫情严重冲击的2020年一季度，该指标创出了2017年以来的最低水平。二是劳动力资源利用不充分。尽管2023年4月份我国城镇调查失业率为5.2%，较3月份有所回落，但青年人（16-24岁人口）失业率为20.4%，连续5个月保持上升态势，创出了2018年以来的最高水平。工业产能利用不充分和劳动力资源利

用不充分，说明国内需求仍有较大提升空间。

（三）从“民间投资—先行指标”指标组合看，我国民间投资增长疲软和制造业 PMI 走弱，表明内需恢复增长的基础仍不牢固

经验显示，内需实现持续稳定的回升，需要依靠市场形成强劲的内在向上驱动力。民间投资是测度投资内在增长动力的重要指标。2023 年 1—4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147482 亿元，同比增长 4.7%，其中，民间投资增长 0.4%，低于总体投资增速 4.3 个百分点。民间投资走势疲软，意味着我国投资内生增长动力仍然不足。在这种情形下，如果扩内需政策力度不到位，投资需求有可能出现后劲不足的情况。而从先行指标来看，2023 年 4 月份，我国制造业 PMI 指数为 49.2，再次回落到枯荣线之下，结束了前期连续 3 个月的景气扩张，预示内需增长前景仍面临着一定不确定性。

二、货币政策进一步引导降低市场利率有空间、有必要

货币政策是宏观调控的主要政策构成之一，因此，有效需求不足客观要求货币政策继续加力促增长。分析表明，引导降低市场利率应成为下一步货币政策操作的重要方向。

（一）与全球主要经济体相比，我国实际政策性利率水平偏高

政策性利率是整个利率市场体系的锚。7 天期逆回购利率是我国的短期政策性利率。与全球主要经济体对比来看，我国政策性利率具有两个特征（表 1）：一是名义利率处于低位。当前，我国名义政策性利率为 2.1%，在统计的 14 个全球经济体中仅高于日本（-0.1%）和泰国（1.75%）。二是实际利率处于较高水平。经过物价指数调整后，我国实际政策性利率为 2%，高于统计中的美国、欧元区、英国等大部分经济体，仅低于俄罗斯和巴西两个国家。俄罗斯主要是物价调整

指数的快速回落所致，如果换成 2023 年 2 月份的物价指数，则实际利率降至-3.5%；巴西常年遭受高通胀困扰，对高利率容忍度较高。偏高的实际政策性利率，间接抬高了我国经营主体的融资成本，不利于内需的恢复增长。

表 1：各国名义基准利率和经通货膨胀调整的利率 单位：%

国家	名称	调整日期	利率	物价指数	实际利率
中国	逆回购利率:7 天	2022/08/12	2.10	0.10	2.00
美国	联邦基金目标利率	2023/05/04	5.25	4.90	0.35
欧元区	基准利率	2023/05/10	3.75	7.00	-3.25
英国	再回购利率	2023/05/11	4.50	10.10	-5.60
日本	政策目标利率	2016/02/16	-0.10	3.20	-3.30
韩国	基准利率	2023/01/13	3.50	3.70	-0.20
印度	基准回购利率	2023/02/08	6.50	5.66	0.84
巴西	隔夜利率	2022/08/04	13.75	4.65	9.10
俄罗斯	再融资利率	2022/09/19	7.50	3.51	3.99
南非	再回购利率	2023/03/31	7.75	7.26	0.49
加拿大	隔夜目标利率	2023/01/25	4.50	4.30	0.20
印尼	基准利率	2023/01/19	5.75	4.33	1.42
马来西亚	隔夜利率	2023/05/03	3.00	3.40	-0.40
泰国	隔夜利率	2023/03/29	1.75	2.67	-0.92

数据来源：Wind 说明：物价指数中国、美国、欧元区、韩国、印尼和泰国为 2023 年 4 月份 CPI，其他为 2023 年 3 月份 CPI

（二）从融资成本看，我国利息支出规模然偏大、经营主体负担偏重

近几年，我国通过创新实施贷款市场报价利率（LPR）改革、健全市场利率定价自律机制等方式，持续引导实际贷款利率稳步下行（表 2）。但总体上来看，我国利息支出负担仍然偏重：一是支出规模大。根据“金融机构各项贷款余额×贷款加权平均利率”公式估算，2015 以来，我国贷款利息支出持续增加，仅在贷款利率降幅比较明显的 2022 年才有所下降。二是占 GDP 比重高。2018—2021 年连续 4 年我国利息支出规模占 GDP 的比重超过 8%，2022 年虽然有所下将，但也处于 7.6% 的高位，明显高于 2009 年 5.5% 的水平。三年新冠疫情

带来的“疤痕效应”，损伤了我国企业和居民的资产负债表。因此，降低利息支出有助于进一步减轻经营主体负担，刺激内生性信贷需求。以 2022 年数据粗略估算，我国贷款加权平均利率下降 1 个百分点，可直接减少全社会利息支出大约 2 万亿元。

表 2：我国贷款利率和利息支出情况

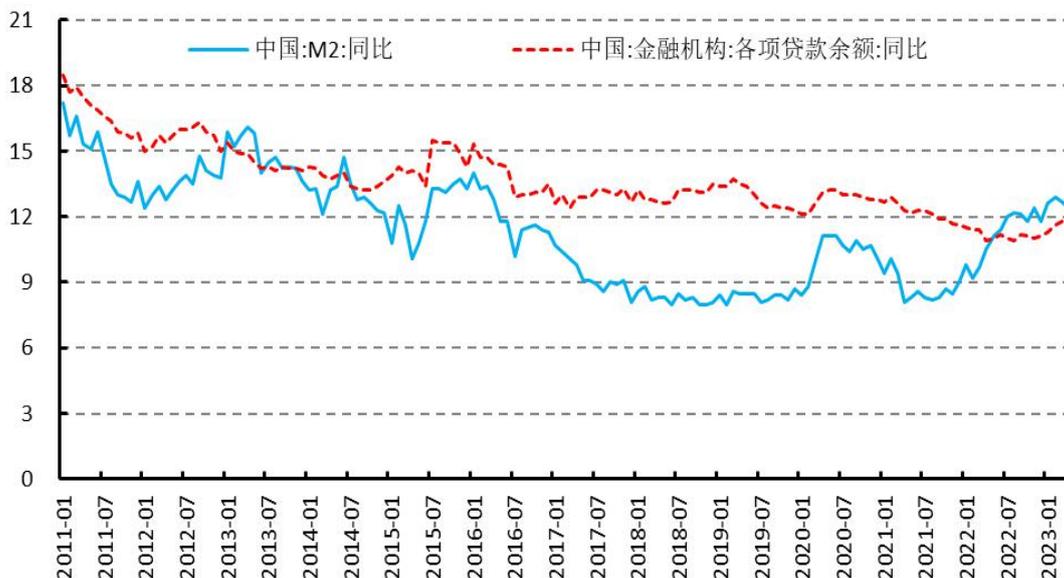
年份	贷款利息支出额 (万亿元)	贷款加权平均 利率 (%)	国内生产总值 (万亿元)	贷款利息支出额 占 GDP 比重 (%)
2015	5.30	5.89	68.89	7.9
2016	5.34	5.20	74.64	7.1
2017	6.51	5.62	83.20	7.6
2018	7.66	5.85	91.93	8.3
2019	8.28	5.60	98.65	8.4
2020	8.46	5.07	101.36	8.4
2021	9.25	4.95	114.92	8.0
2022	9.11	4.39	121.02	7.6

资料来源：Wind 说明：年度贷款加权平均利率该年份四个季度的算数平均值

（三）利率偏高导致“宽货币”未有效传导形成“宽信用”

为应对新冠疫情带来的冲击，在政策引导和推动下，从 2021 年 9 月份开始我国 M2 余额月度同比增速开始进入回升通道，2023 年 3 月达到 12.7%，远高于一季度 GDP 名义增速。2022 年 5 月份至 2023 年 4 月份，我国 M2 同比增速连续 11 个月高于各项贷款余额增速，这表明“宽货币”尚未有效传导形成“宽信用”（图 1）。贷款利率与企业盈利水平失衡是导致无法有效形成“宽信用”的重要原因。我们计算了 2019—2022 年 10 个行业(Wind 一级行业)的 A 股上市公司 EBIT（息前税前利润）与总资产的比值（表 3），该指标在一定程度上反映了企业的盈利能力。2022 年，我国工业、可选消费、房地产 3 个行业的上市公司盈利能力低于 2022 年 12 月的企业贷款利率(3.97%)，信息技术、公用事业行业接近企业贷款利率。企业贷款利率高于公司盈利能力，无疑会抑制企业的信贷需求。

图 1：我国 M2 与金融机构各项贷款余额同比增速 单位：%



资料来源：Wind

表 3：A 股上市公司 EBIT（息前税前利润）/总资产 单位：%

行业	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	四年平均值
能源	5.98	4.43	8.55	11.07	7.51
材料	5.16	6.15	8.87	6.41	6.65
工业	4.00	3.01	3.99	3.36	3.59
可选消费	4.24	3.82	3.67	3.07	3.70
日常消费	11.09	11.47	6.84	8.64	9.51
医疗保健	6.52	6.76	8.40	7.04	7.18
信息技术	3.48	3.92	5.69	4.21	4.32
电信服务	1.66	3.62	6.15	6.21	4.41
公用事业	5.29	5.70	3.15	4.21	4.59
房地产	4.03	3.27	1.86	1.04	2.55

资料来源：Wind

三、关于货币政策进一步引导降低市场利率的几点建议

货币政策操作要把握好“时、度、效”。结合当前我国宏观经济运行特征，建议货币政策应尽早通过降低政策性利率引导降低市场利率，同时也要防范好降息的衍生风险。

（一）要尽早启动货币政策降息操作

考虑到政策从出台到发挥效应存在时滞，所以货币政策前瞻性操作十分必要。从国内来看，受防疫政策调整带来的“补偿效应”递减和去年基数因素的影响，预计 2023 年二季度 GDP 增速冲高后三季度会适度回落。从外部环境来看，美联储加息进入后半程，全球经济存在很高的衰退概率，进而拖累我国出口。当前，要警惕上面两种下行力量叠加共振带来的经济减速风险。因此，货币政策需要提早行动，通过降低政策性利率，进一步引导贷款利率和存款利率下行，让政策资源尽快渗透到国民经济，以减缓经济增速的调整幅度，增强应对外部冲击的韧性。

（二）要适度加大降息的政策力度

货币政策降息力度除考虑经济增长速度外，还要统筹考虑物价和就业走势。当前，我国较低的物价水平和疲软的就业走势支持货币政策进一步降息，以实现供给资源充分利用。经验证明，政策力度要与市场反作用力实现有效对冲，否则很难打破国民经济的负反馈循环，进而陷入“经济增速缓慢下行与政策空间逐步消耗殆尽”的被动局面。因此，货币政策要抓住当前难得的市场修复向上的时间窗口，适度加大 7 天逆回购利率、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）等政策性利率的降息幅度，引导 LPR（贷款市场报价利率）和存款利率进一步下降，再配合上择机降低法定存款准备金率，切实把利率成本降下来，以更好激发扩大内需。

（三）要积极防范降息的衍生风险

任何一项政策都具有正负两方面作用。当前，我国采取降息政策可能会衍生四大风险，需要做好政策防范。

一是人民币汇率波动风险。降息将引发人民币汇率调整预期，进而对我国进出口贸易尤其是进口带来影响，增加国内进口成本，同时

也会对人民币国际化带来一些扰动。这就需要密切跟踪人民币汇率走势，加强预期管理，做好政策储备，确保人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

二是资本外流风险。降息会进一步扩大我国与美国、欧元区等经济体名义利率差，进而增加资本外流压力。因此，要做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，着力提高国内产业资本的盈利水平，确保资本不出现大的异动。

三是资产价格重估风险。利率是决定资产价格走向的重要影响因素，因此，降息将引发各类资产价格重估，在这一过程中可能会衍生一些金融风险隐患，并对房地产调控带来影响。这就需要密切跟踪金融市场走向，动态施策，确保及时处理各类潜在的金融不稳定性因素。

四是银行经营风险。降息会通过存贷款利差、存款和贷款等渠道对银行业的经营活动产生影响。如果降息导致存款和贷款利率不对称下降、存贷款利差收窄，则会对银行利润产生负面冲击。降息有助于降低揽储成本、扩大信贷需求，但同时也会带来存款流失和处理存量贷款的困难，比如年初出现的住房按揭贷款提前还款现象。因此，要及时研判降息对银行业的综合影响，确保银行业经营不出现大的问题。

（执笔：宋瑞礼 李若愚）

编辑部地址：北京三里河路58号国家信息中心预测部
联系电话：68557142, 68558152
电子邮箱：gxfx@sic.gov.cn

邮编：100045
传真：68558210