

目前我国消费和投资的利率弹性有限

文 / 盛松成 何雨霖

一季度以来，部分经济指标弱于预期，反映出目前我国经济恢复仍不均衡。6月央行下调政策利率，贷款市场报价利率（LPR）也随之下调。一些市场声音认为此举意味着政策利率已开启下行通道。然而，短期内进一步降息真的能够有效拉动消费和投资吗？这是问题的关键所在。

我们认为，由于经济主体预期尚未有实质性改善、风险偏好下降，以及资产价格较为低迷，目前我国消费和投资的利率弹性并不高，短期内进一步降息对刺激消

费和投资的作用有限。尤其是，消费和投资并非孤立关系，它们互相促进、相辅相成。也就是说，总需求利率弹性并不是消费利率弹性和投资利率弹性的简单相加，而更可能具有乘数效应。居民消费不振将降低企业投资需求，投资疲弱会进一步引致就业、收入和消费不旺，最终传导至总需求。综合考虑到当下社会、经济和民生环境，目前我国不具备持续降息的宏观条件和基础。



经济高速增长时期和平稳增长时期的利率弹性比较高；在经济增速不佳的时候，利率弹性往往是很低的。



盛松成

中欧国际工商学院教授
中国人民银行调查统计司原司长



01

在经济上行期消费和投资往往对利率变动较为敏感

从中国过去很长一段时期的历史经验来看，经济高速增长时期和平稳增长时期的利率弹性比较高；在经济增速不佳的时候，利率弹性往往是很低的。

这是因为，在经济上行期，居民收入提升，往往更愿意消费和追逐投资收益，此时利率调整对消费和储蓄的影响明显；在经济下行期，居民收入增速转弱，其倾向于增加储蓄、延迟消费，此时降息对促进消费的作用可能更为有限。

类似地，经济上行期企业回报比较高，其融资需求对利率变动比较敏感；在经济下行期间，企业投资主要考虑的是风险，而不太会考虑利率成本。所以，在经济下行期，投资的利率弹性也不高，即使调低利率，也未必能拉动投资。

02

目前避险情绪降低了居民部门消费利率弹性

今年以来，利率下行与消费降速并存，这意味着单单依靠降低存款利率可能难以带来居民消费的提升。原因有很多。首先，在预期未来收入下降时，居民会审慎考虑当下的消费选择。其次，资产价格低迷将强化居民降杠杆意愿，进一步抑制消费。目前我国房地产市场总体较为低迷，以中长期按揭贷款购房的居民，其资产端预期收益下降并可能低于负债端成本，因而更倾向于提前还款，而不是增加消费。最后，居民风险偏好逐渐降低，预防性储蓄持续累积，也会拖累当前消费。2018 - 2021年，居民部门每年平均新增存款为9.5万亿元，2022年高达17.84万亿元，而2023年一季度新增存款就为9.9万亿。





03

民企融资供需双弱，融资难以转化为有效投资，降低投资利率弹性

疫情以来，我国央行始终保持流动性合理充裕，商业银行整体资金供应也较充足。社会融资规模和广义货币增速一直维持在10%左右，但这并未带来投资增速（5%左右）明显提升。

从融资需求看，民营和中小企业资产规模相对较小、抵御风险冲击能力较弱，在经济下行时期投融资需求缩减程度较大，其投资决策更多考虑风险而非利润。国企的资产规模相对较大、抵御冲击能力较强，但利率水平本就不是国企投融资决策的核心考虑因素，因此其贷款决策本身对利率水平亦不敏感。

04

持续降息的分配效应值得关注

由于利率弹性较低，持续下调政策利率对消费、储蓄和投融资规模的影响并不强，反而将表现为经济主体间的利润分配。一方面，目前商业银行贷款主要流向国企，表面上看，降息会减少利息支出，提高国企向财政上缴的利润。但是，持续降息引导LPR下行会缩小商业银行存贷利差，导致银行利润下降，潜在金融风险上升。这意味着，持续降息可能导致“国家账本”出现“左口袋进、右口袋出”的结果。另一方面，为维持一定的存贷利差，商业银行倾向于缓慢调降存款利率，将利息收入下降压力转嫁至居民，从而导致居民存款收益减少。这不利于刺激居民消费，尤其是在当下居民预防性储蓄需求较强的时期，进而可能更难以提高企业投资意愿。

综合来看，目前我国投资和消费的利率弹性都不高，短期内进一步降息对刺激消费和投资的作用有限。此时持续降息不一定能达到正向政策效果，反而可能出现一定的分配效应和副作用。

何雨霖：上海黄金交易所和复旦大学联合培养博士后、2022年上海市“超级博士后”激励计划入选者

* 本文不代表作者所在单位意见