



宏观研究

【粤开宏观】财政支持扩大内需的实现路径

2023年07月07日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】从土地财政到股权财政：实质、可行性与建议》2023-06-20

《【粤开宏观】广义货币 M2 高增与经济和通胀低迷并存的原因》2023-06-20

《CEPA 签署二十周年，进一步深化香港与内地合作》2023-06-29

《【粤开宏观】区分资产负债表衰退的三种情形》2023-07-06

《【粤开宏观】积极发挥财政在防范化解重大风险中的作用》2023-07-07

导读

中央经济工作会议根据国内外形势变化，提出要“稳增长、稳物价、稳就业”“推动经济运行整体好转”，明确了提振信心和扩大内需的重要抓手。其中，扩大内需部分提出要把恢复和扩大消费摆在首要位置，同时要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。

当前，如何更有效率、更有效果地扩大内需，推动中国经济重回正常轨道成为当务之急，这不仅事关当前稳增长、稳就业和社会民生稳定，更事关新时代加快构建新发展格局的顺利推进。

风险提示：稳增长政策不及预期



目 录

一、扩大内需是稳增长和应对全球变局的要求	3
（一）2023 年外需下行、总需求不足，要求扩大内需稳增长	3
（二）逆全球化格局以及统筹发展与安全，要求启动扩大内需战略	3
二、财政逆周期调节，扩大有效投资	4
三、财政支持提振消费大有可为，促进内循环	4



一、扩大内需是稳增长和应对全球变局的要求

学界、业界和政策部门对内需和外需、消费和投资的讨论已有时日，总体上认为中国经济应该要从外需驱动转向内需驱动、从投资驱动转向消费驱动。事实上，经济的驱动力与经济发展阶段、资源禀赋特征和重大国家战略密切相关，并不存在绝对对错之分。改革开放以来，中国凭借地大物博人多的优势，以低廉的劳动力成本、环境成本优势生产物美价廉的产品，以强大的供给能力出口到全球，2001年加入世界贸易组织（WTO）更是强化了此种优势，中国经济高速发展。1998年亚洲金融危机、2008年国际金融危机导致外需急速下行，中国政府启动扩大内需，以稳定经济和就业。但是疫情暴发的三年，外需再度成为中国经济的重要支撑，中国出口占全球出口份额超过疫情前的水平。

（一）2023年外需下行、总需求不足，要求扩大内需稳增长

2023年国内外经济形势将再度发生变化，尤其是外部环境发生不利变化。从外部看，伴随前期美联储持续快节奏、高强度加息，全球经济将从滞胀进入到衰退，外需大概率下行乃至负增长。从2022年9月以来至今，全球制造业PMI指数持续低于50%，处于收缩区间。相应地，韩国、越南、中国台湾等出口纷纷转负，其中韩国自2022年10月以来连续8个月负增长，5月为-15.2%；2023年1-5月越南出口累计同比为-11.6%。2023年1-4月中国出口累计同比为2.5%，明显低于去年同期的12.2%。国际地缘政治形势复杂多变，仍可能以能源供给冲击、输入性通胀等方式冲击中国经济。从内部看，居民消费信心仍较低迷，持续改善的基础不牢；房地产市场转暖仍需时日；民间投资累计增速偏低，市场预期不振。与此同时，2023年高校毕业生将再创新高，达到1182万人，就业压力较大，稳增长任务艰巨，因此，扩大内需成为对冲外需下行的重要方式。

（二）逆全球化格局以及统筹发展与安全，要求启动扩大内需战略

逆全球化难以在短期内向全球化回归，不仅降低全球经济和各经济体经济运行效率，而且导致我国部分核心关键环节面临断链风险，对实现更加安全的发展产生挑战。为确保中国经济在极端情况下能够正常运转，更好统筹发展与安全，充分发挥好中国市场模式巨大的优势，有必要启动扩大内需战略，并与供给侧结构性改革结合起来。

战略方向已定，实施方式和落地抓手就极为关键，尤其要注意五个方面的问题。第一，扩大内需最终要依托于微观主体企业和居民信心和预期的改善，因此要从多角度提振信心和预期，否则宏观政策将“陷入泥潭”而失效。多角度提振信心意味着所有经济政策、非经济政策、舆论引导等都必须着眼于减少对微观主体的束缚，避免政策间互斥，增强法治化程度和可预期性，避免政策摆动过大。第二，要防止不可持续的消费刺激，要防止过剩投资和无效投资。第三，扩大内需既需要短期的政策举措，更需要中长期的制度变革，通过制度变革从根本上解决问题。第四，要发挥财政与金融等政策工具的配合作用，但要以财政政策为主、货币金融政策为辅。财政政策相对货币金融政策不仅具有逆周期调节的效果，而且还有结构性调整和改革的功能。更重要的是在经济下行期货币政策难以发挥出效果，导致货币政策宽松但社会融资规模依旧不振的困境。第五，在实施财政政策时，应以支出端政策为主，收入端政策为辅。当采取支出政策时，政策将带动相应领域的政府消费、政府投资，一方面，改善民生福利；另一方面，带动新的经济循环。当采取收入政策（如大规模减税降费时），即便政策传导顺畅，企业和居民增加了现金流，但可能由于订单不足和居民预期不振，收入政策并不会转化为居民消费和企业投资行为，从而导致在宏观税负下降、债务攀升的同时，经济产出却颇为有限。因而，收入政策宜将减税降费从追求规模转向效果，重在落实过往政策，并稳定宏观税负。



二、财政逆周期调节，扩大有效投资

消费和投资间是有关联的，并非相互独立和对立，有效投资和有效收入支撑的消费都是扩大内需的抓手。投资活动在短期形成经济需求，但在中长期形成经济供给、优化供给结构，最终服务于消费，而且投资活动转化为从业人员的收入将带动消费，消费能够再次带动投资；各类投资间也有关联，基建投资、房地产投资能够带动制造业投资，不是简单的此消彼长的关系。

一般情况下，制造业投资尤其是中下游的制造业投资是市场行为，政策的传导渠道较长，影响相对有限；基建投资的经济效益相对偏低，需要财政资金支撑，因此与财政政策高度相关；房地产投资因其高杠杆属性，主要与货币政策有关，货币政策通过开发贷和按揭贷等分别影响房地产企业的投资能力和房地产企业的销售。但这并不意味着财政政策对制造业投资和房地产投资不能产生作用。因此，财政与货币政策等可灵活匹配以实现三大投资有效组合。具体而言，财政政策可通过以下方式发挥逆周期调节作用，扩大有效投资。

其一，一般公共预算支出直接投向农林水利、交通运输等重大项目，政府性基金预算中的专项债直接投向产业园区、新基建等项目，以拉动基建投资。2023年财政政策的基调是“加力提效”，有必要保持一定的赤字和专项债规模，赤字率突破3%，保持一定支出强度。在投资方向上向“十四五”期间的重大项目倾斜，同时扩大专项债投资范围，避免“钱等项目”。

其二，房地产投资持续下行与房地产企业经营风险、市场信心低迷有关，财政政策有必要发力化解房地产风险促进房地产投资上升。房地产是国民经济的重要产业，影响的上下游产业链条长、就业范围广，对于2023年稳增长极为重要。财政可成立纾困基金等或与货币政策联合化解项目烂尾风险、房地产现金流断裂风险，通过“保交楼、保主体”来提振市场信心；财政可适度调整相关税费，促进房地产市场交易活跃度提高，进而稳定市场价格、提振居民预期、稳定销售。当然，2023年要尤其防范房地产风险财政化的问题，避免道德风险。

其三，近年来制造业投资增速较高，与出口以及高新技术投资增速较高有关。伴随出口增速下台阶并逐步转负，制造业产能利用率下降，对制造业投资扩大形成抑制。但是，财政可通过贴息、成立产业引导基金等进一步鼓励高新技术投资和传统投资更新改造，在扩大投资的同时促进产业结构升级。

三、财政支持提振消费大有可为，促进内循环

消费主要取决于消费能力和消费意愿，因此要解决消费问题必须解决这两个问题。财政可从短期和中长期两个维度出发，支持扩大消费。

从短期看，市场寄予厚望的发放消费券或者现金补贴的方式能够提高居民的消费能力，这种方式可以在短期内提高居民购买力，但是不具备可持续性，且可能面临地方财政困难的现实问题。发放消费券或者现金补贴的主体如果是地方政府，则因当前地方政府财政压力本已较大，而刺激消费的财政支出将进一步加大收支矛盾，导致“三保”困难等；而且中西部地区既无能力又无动力实施。我国当前的税收制度主要是生产注册地原则，中西部地区实施消费刺激计划，从东部地区净购买消费品，但税收却由东部地区分享，中西部刺激当地消费的行为实际上变成了向东部地区转移财政收入。此外，由于居民内生收入没有提高，发放消费券只是实现了消费节奏的转移，而非消费总量的扩大。

同时，当经济下行，通过降低消费品的税率，以提高居民的实际购买力也是经常被



使用的政策。比如 2008 年国际金融危机以及疫情期间采取车购税减半征收的方式，刺激汽车消费，在当期取得了较好效果。2009~2010 年广义乘用车销量同比为 59.1%和 30.5%，但是 2011~2012 年增速下降为 2.8%和 6.8%，意味着当期效果显著，但此后则产生了消费透支而后劲不足的后果。

因此，从短期看，有必要由中央和地方共同承担扩大消费的支出责任，根据分区域按比例承担的原则，比如对东部地方发放消费券或现金补贴，中央地方按照 2:8 的比例；对中部地区，中央地方按照 5:5 的比例；对西部和东北地区，中央地方按照 8:2 的比例。同时，谨慎采取降低相关产品税率的方式。

要从根本上解决消费不振的问题，则要从中长期的制度变革出发，尤其要发挥财政在收入分配改革、缩小贫富分化程度、财政支出结构优化等方面的作用。其一，要改革政府、企业和居民的国民收入分配格局，提高居民收入分配占比。完善农民的社会保障，降低农民对土地承载了社会保障功能的依赖程度，进而促进农村土地流转改革，提高农民、进城农民工的财产性收入，同时加快推进农民工市民化步伐，提高其边际消费倾向。其二，通过税收、社保二次分配和鼓励慈善捐赠等第三次分配缩小收入和财富分配的分化。有必要推动个税从综合与分类相结合的征收模式走向综合征收，避免劳动与资本所得的税率差异，同时加强对高收入群体的严格征管与处罚力度；根据房地产形势尽快推出房地产税；有必要加快研究探索遗产税和赠与税。其三，进一步优化财政支出结构，推动财政支出从以“物”为主转向以“人”为主的投资，即从基建转向民生福利支出。通过医疗、教育和养老等财政投入解决居民的后顾之忧，降低预防性储蓄，提高其边际消费倾向。

综上，财政作为国家治理的基础和重要支柱，在支持扩大内需战略中将积极可为，且将在诸多政策中承担主要职责，同时还将兼顾长远推动制度变革从根本上解决我国消费尤其是居民消费不振的问题，释放出我国市场规模大的优势，加快建设新发展格局，推动中国经济行稳致远。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

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。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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作为作出投资决策的唯一参考因素，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com