

以人为本：构建直达居民部门的政策工具

- 三季度我国经济增长超预期，经济修复正在加快。其中最终消费的贡献高达94.8%，源自过去三年受到明显抑制的服务消费，在这个暑期得到补偿性释放。然而，在可支配收入弱修复的背景下，消费高增的可持续性存疑，我们认为全年实际消费大概率仍无法回归疫前趋势水平。
- 当前低利率环境下，货币流通速度已降至历史新低，传统货币政策框架的效能下降。目前庞大的货币供给，无法推升更快的经济增长，财政政策无疑是更行之有效的手段。疫情期间大规模减税降费政策直达企业部门，但这样的逆周期调节政策似乎忽略了居民部门，这一更重要的群体。而研究表明，直达居民部门转移支付的乘数效果，明显优于面向企业部门。
- 提振消费，并非是仅仅回归趋势水平，而是一个长期困扰中国经济的问题。改革开放以来，中国居民消费占GDP的比重显著低于其他主要经济体，同时居民储蓄率长期高企，导致投资快速增长，产能不断扩张。百年未有之大变局下，这一格局未来可能难以为继。我们必须另辟蹊径，构建直达居民部门的政策工具，通过扩大对家庭转移支付，激发居民消费需求。
- 直达居民部门的财政刺激本质是转移支付，具有乘数效应，能以较少的财政支出带动消费需求增加。构建促消费政策组合，可作用于居民收入、消费成本和储蓄。过去三年，发达经济体的财政刺激政策几乎所有都作用于居民收入，我国也曾有过类似试点。研究发现，杭州消费券试点对总消费的拉动作用显著。作用于消费成本的政策，如家电下乡、减免车辆购置税等，虽取得一定的效果，实质是短期内预支了消费需求。缴纳住房公积金，则是居民反向转移支付的典型案例。已有政策仍有完善空间，现金补贴和医保个人账户提取则尚未纳入考量。
- 党的二十大报告指出“增强消费对经济发展的基础性作用”。提升消费是未来一段时期中国经济面临的核心问题，宏观经济管理部门亟需重构以居民部门为本的一揽子转移支付工具，致力于推动居民消费的回升。

丁安华，首席经济学家

(852) 3761 8901

dinganhua@cmbchina.com

三季度我国经济增长超预期，季调环比增长 1.3%，好于二季度的 0.5%，表明经济修复正在加快。其中最终消费的贡献高达 94.8%，过去三年受到明显抑制的服务消费在这个暑期得到补偿性释放。然而，在可支配收入弱修复的背景下，消费高增的可持续性存疑，我们认为全年实际消费大概率仍无法回归疫前趋势水平。

提振消费，不仅是能否快速收敛至疫前趋势水平的短期问题，更是推动未来中国经济可持续发展的长期问题。我们必须重构转移支付工具箱，把政策焦点从企业部门转向居民部门，丰富其目的、手段和内容，使得经济激励能够有效地直达居民部门，这一要求比过去任何时候都更加迫切。

一、曲折修复：消费复苏的进程与意义

今年消费复苏的主旋律，是消费场景全面恢复后服务消费得到补偿性释放。服务消费反弹支撑前三季度消费对 GDP 增长的贡献累计达 83.2%，其中三季度为 94.8%，均远高于疫前同期水平（图 1）。

观察消费修复的指标，因未能将服务消费全部纳入统计，社会消费品零售总额，前三季度较疫前趋势水平的修复程度和累计同比增速，均不及居民人均消费支出。社零较疫前趋势仍有 5.4 个百分点的缺口，人均消费支出的缺口为 2.6 个百分点（图 2）。社零累计同比增速为 6.8%，而人均消费增速高达 9.2%。两个指标出现“落差”，反映出社交出行等消费场景全面恢复后，服务消费补偿性释放的特征。值得注意的是，人均消费支出数据，来源于住户抽样调查，数据质量存疑。

图 1：三季度消费对经济增长的贡献“超调”

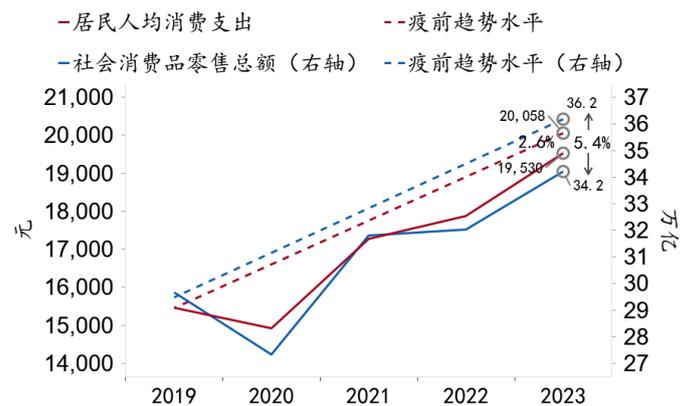
三季度最终消费对 GDP 增长的贡献



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：居民人均消费支出的修复程度好于社零

前三季度社零和人均消费距疫前趋势缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

不难发现，人均消费支出高增，是在可支配收入弱修复的背景下实现的。前三季度居民人均可支配收入累计实际同比增速仅为 4.5%（图 3）。三季度，可支配收入与消费支出的

增速差扩大至-0.5个百分点，达到近年来最大差值（图4）。问题是，在收入弱修复的背景下，消费高增长是否可持续？

图3：人均可支配收入增速较疫前中枢仍有较大差距



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

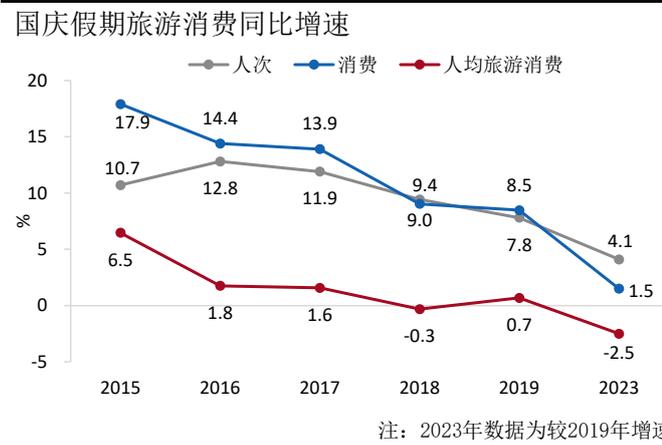
图4：人均收入与消费支出的增速差扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

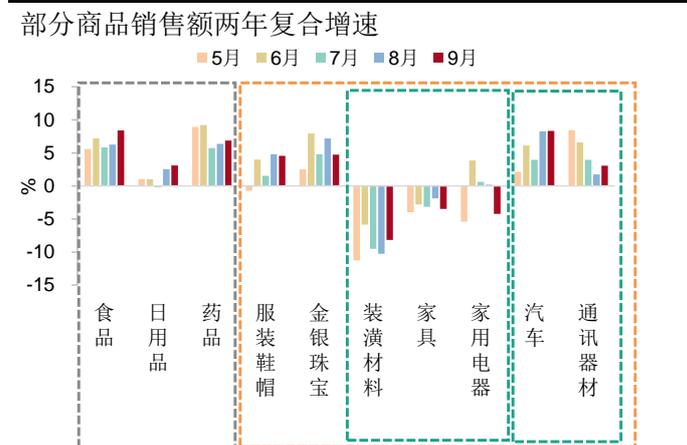
细究消费类别，答案或已显端倪。服务消费中，餐饮消费保持强劲，但旅游消费呈现“人流多花钱少”的特征，国庆期间消费人次与人均旅游消费增速背离，后者相对2019年仍下降2.5%（图5）。商品消费中，必选生活品恢复增长，但大宗耐用品消费仍显乏力。其中，家电、家居、装修等地产后周期消费深陷收缩，汽车在补贴政策和降价促销的合力推动下初现起色，手机消费在低位企稳（图6）。

图5：国庆旅游“人多钱少”



资料来源：文化和旅游部，招商银行研究院

图6：商品消费修复分化

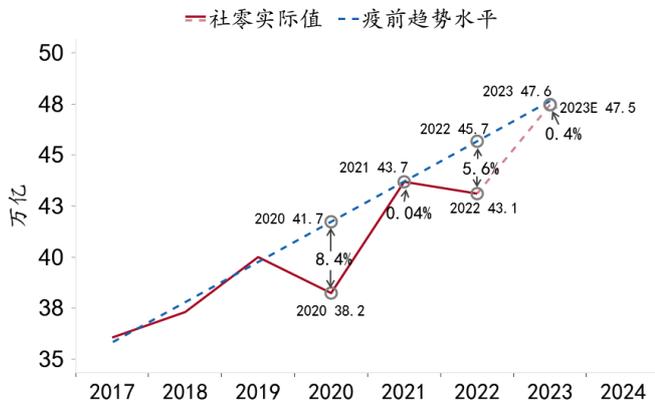


资料来源：Wind，招商银行研究院

展望全年，社零名义增速要达到近9%，才能弥补实际消费与疫前趋势水平的缺口。目前来看，这一假设偏乐观，今年实际消费大概率仍无法回归疫前趋势水平（图7）。对比美国，实际消费已实现明显的趋势回归，而名义消费远远高于疫前趋势水平，呈现截然不同的复苏态势（图8）。

图 7: 预计实际社零较疫前趋势水平仍有缺口

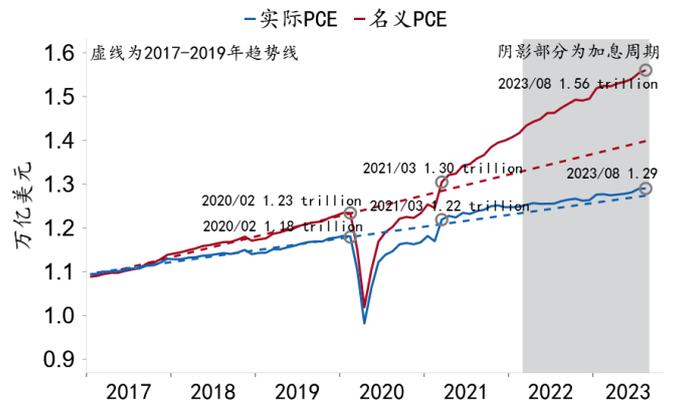
社会消费品零售总额实际值与疫前缺口



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 美国消费超疫前趋势修复

美国名义PCE与实际PCE



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

二、反思: 转移支付去了哪里?

低利率环境下, 常规货币政策空间极其有限; 但打开了财政扩张的空间。道理显而易见, 利率降无可降的同时, 赤字的融资成本极低。这种情况正在我国出现, 尽管政策利率距离“零下限”仍有一定距离¹, 然而货币流通速度已降至历史新低, 表明传统货币政策框架的效能下降。从广义货币供给增速 M2 与名义 GDP 增速关系的角度看, 前三季度 M2 与名义 GDP 的增速差高达 5.4 个百分点。这意味着目前庞大的货币供给, 无法推升更快的经济增长。

今年以来出台的政策集中在金融部门让利, 货币金融工具几乎用到极致, 并非帕累托最优解。当下阶段, 财政政策无疑是更行之有效的手段。一个自然而然的问题是, 财政刺激政策究竟应该面向企业, 还是直达居民? 事实上, 疫情期间中国推出大规模减税降费政策, 直达企业部门的转移支付达四万亿之巨, 但这样的逆周期调节政策似乎忽略了一个更重要的群体——居民部门。

如果政策效果可以有效地从一个部门传导到另一个部门, 刺激企业部门或居民部门是等价的。在经济循环中, 面向企业部门的宏观刺激政策, 可通过降低成本、改善利润、扩大投资、增加就业、提高收入, 最终惠及居民部门。同理, 直达居民部门的宏观刺激政策, 可通过推升消费、提振需求, 使得企业部门收入增加, 资本开支扩张, 增加经济产出。

实际情况并非如此。大量的实证研究表明, 直达居民部门转移支付的乘数效果, 明显优于面向企业部门。这也是为什么发达市场经济国家的扩张性财政工具, 主要面向居民部门的缘故。

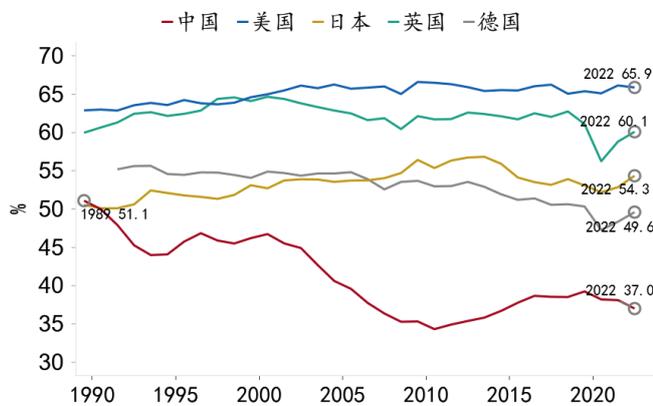
¹截至 10 月 30 日, 中期借贷便利 (MLF) 操作利率和逆回购 (OMO) 操作利率分别为 2.5% 和 1.8%。

对中国来说，构建直达居民的宏观刺激政策显得更为重要。因为提振消费，并非是仅仅回归趋势水平，而是一个长期困扰中国经济的问题。改革开放以来，中国居民消费占GDP的比重显著低于其他主要经济体（图9）。与此相应，中国居民储蓄率长期高企，导致投资快速增长，产能不断扩张（图10）。所幸的是，过去三十年海外对中国产品的需求殷切，使得中国经济宏观恒等式在全球化格局下得以维持。百年未有之大变局下，这一格局未来可能难以为继。

在此背景下，依靠拉动投资来扩大内需，不再是最佳的解决方案。我们必须另辟蹊径，构建直达居民部门的政策工具，通过扩大对家庭转移支付，激发居民消费需求。

图9: 中国家庭消费长期占比偏低

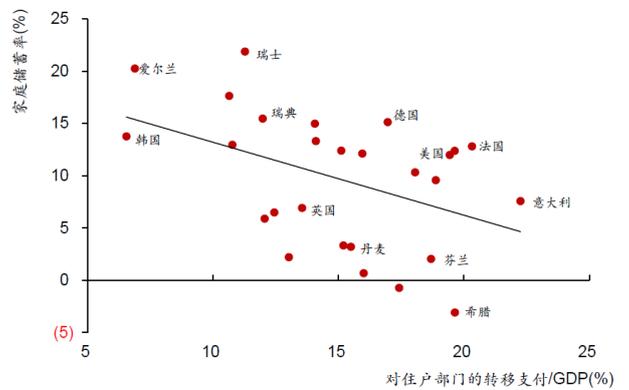
各国居民消费占GDP比重



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图10: 对家庭转移支付越高，居民储蓄率越低

居民储蓄率与对家庭的政策转移支付负相关



资料来源: Wind, 招商银行研究院

三、以人为本：构建直达居民部门的政策工具

直达居民部门的财政刺激本质是转移支付，具有乘数效应，能以较少的财政支出带动消费需求增加。促消费政策组合的内容按作用对象可大致分为三类：一是作用于居民收入，通过减税退税、补贴社保增加持久性收入，通过发放消费券、现金补贴增加意外收入；二是作用于消费成本，通过家电下乡、减免车辆购置税降低特定消费品的消费成本；三是作用于储蓄，通过优化公积金和医保账户提取，激活沉淀资金，增加居民现金流。

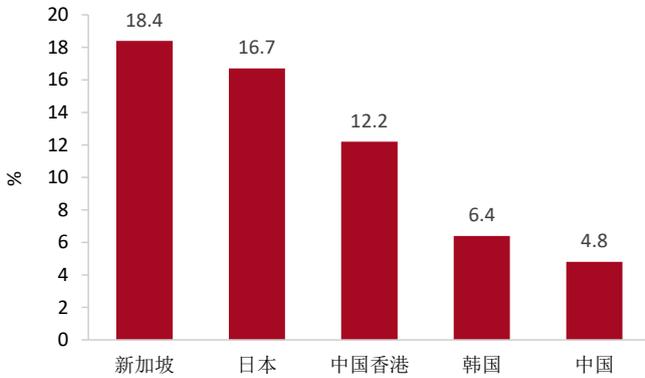
过去三年，发达经济体的财政刺激政策几乎所有都作用于居民收入，形式以发放现金补贴或者消费券为主。以亚洲经济体为例，日本分别于2020年和2021年向居民发放两轮现金补贴，合计14.9万亿日元；香港地区2020至2023年共计发放三轮消费券，合计超1,400亿港元；台湾地区分别于2020年和2021年向居民发放“振兴三倍券”、“振兴五倍券”，合计近1,800亿新台币（图11）。研究发现²，香港消费券拉动消费总量增加80%-101%，

² Evaluating Hong Kong Consumption Voucher Scheme, Hao Geng, Ce (Matthew) Shi, Zheng Song, 2022.

高于以往海外其他国家经验。台湾地区消费亦受消费券提振，今年二季度实际消费已超疫前趋势水平（图 12）。

图 11: 亚洲经济体财政刺激政策体量各异

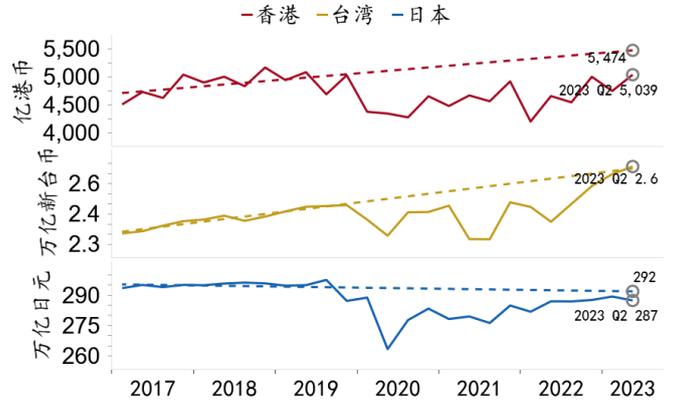
疫情期间的财政刺激政策占2020年GDP比重



资料来源：IMF，招商银行研究院

图 12: 亚洲经济体居民消费向疫前趋势收敛

日本及港台地区实际PCE及疫前趋势水平



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

我国也曾有过消费券试点，2020年3月27日和4月3日杭州市政府通过支付宝平台发放350万套、总价值2.5亿元的消费券，有效期7天。研究发现³，消费券对总消费的拉动作用显著，对本身消费水平较低的人群拉动效应更大（图 13）。据测算，1元政府补贴对总消费的撬动效果达到3.5倍以上。

为刺激消费，国内也曾采取家电下乡、减免新能源汽车购置税等政策，取得一定的效果。但从宏观上看，这其实只是优惠特定厂家、特定商品的推销政策，一旦政策取消，家居、家电、汽车的销售马上就会断崖式下降，只是短期内预支了消费需求。除上述政策外，中国面向居民部门的财政转移支付政策工具箱中，还包括了减税退税、阶段性调降失业和工伤保险费率，以及优化住房公积金提取等政策。已有政策仍有完善空间，现金补贴和医保个人账户提取则尚未纳入考量。

图 13: 杭州消费券试点效果明显

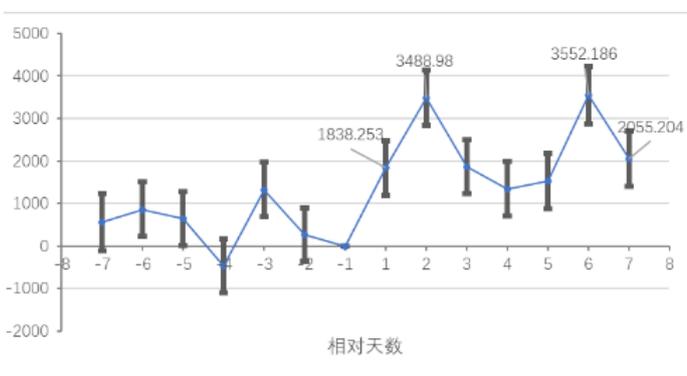
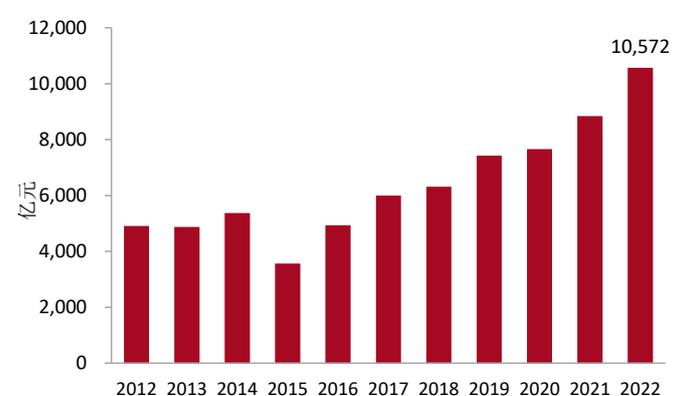


图5: 杭州3月27日消费券对总消费的日度影响 (单位: 分)

资料来源：北京大学光华管理学院，招商银行研究院

图 14: 住房公积金有巨额结余

住房公积金缴存与提取差额



资料来源：Wind，招商银行研究院

³ https://www.gsm.pku.edu.cn/thought_leadership/info/1007/1966.htm.

缴纳住房公积金，是居民反向转移支付的典型案例。截至目前，居民住房公积金使用比例很低，在特定年份仅有极小一部分缴存公积金的城镇居民提取了公积金。企业和职工被迫进行公积金强制储蓄，一方面压制和减少居民消费，挤占企业利润；另一方面则造成严重资金沉淀，公积金资金运营存在制度漏损，大量的公积金无法灵活提取，资金使用低效。2022年底住房公积金余额超过9万亿（图14）；而截止今年9月，社保基金中的养老、失业和工伤保险结余为8万亿。可见，住房公积金已形成庞大的资金冗余，在房地产销售乏力背景下，还在继续膨胀。上调提取限额、扩充提取范围、降低提取门槛，有可能盘活沉积在公积金账户中的冗余资金，形成有效需求。

提升消费是未来一段时期中国经济面临的核心问题。从经济动能而言，在出口下行、政府过紧日子的背景下，扩大内需只剩下两条路。一是重走扩大投资的老路子，就仍要面对生产过剩、回报下降的局面。二是走提升居民消费的新路子，通过居民消费转化为企业收入，再转化为劳动报酬，进而增加就业。

人民的美好生活，既是经济工作的出发点，也是所有经济工作的最终目标。党的二十大报告指出“增强消费对经济发展的基础性作用”。中央经济工作会议以及今年的《政府工作报告》均将“着力扩大国内需求”列为今年重点工作之首，提出把恢复和扩大消费摆在优先位置。为此，宏观经济管理部门亟需重构以居民部门为本的一揽子转移支付工具，致力于推动居民消费的回升。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀国际环球市场并未给予投资评级

招銀国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀国际环球市场有限公司(“招銀国际环球市场”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招銀国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。