

首席观点

2023年11月2日

以人为本： 构建直达居民部门的政策工具

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83146635 ✉ 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）。

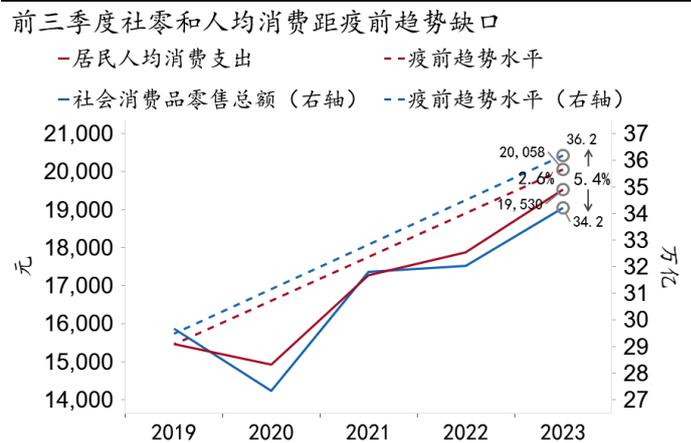
观察消费修复的指标，因未能将服务消费全部纳入统计，社会消费品零售总额，前三季度较疫前趋势水平的修复程度和累计同比增速，均不及居民人均消费支出。社零较疫前趋势仍有 5.4 个百分点的缺口，人均消费支出的缺口为 2.6 个百分点（图 2）。社零累计同比增速为 6.8%，而人均消费增速高达 9.2%。两个指标出现“落差”，反映出社交出行等消费场景全面恢复后，服务消费补偿性释放的特征。值得注意的是，人均消费支出数据，来源于住户抽样调查，数据质量存疑。

图 1：三季度消费对经济增长的贡献“超调”



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

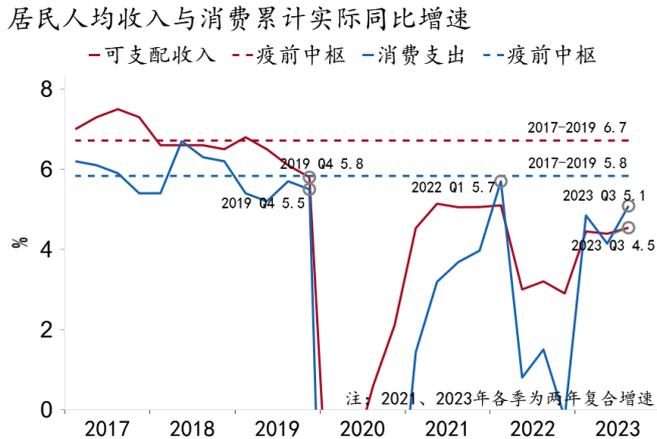
图 2：居民人均消费支出的修复程度好于社零



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

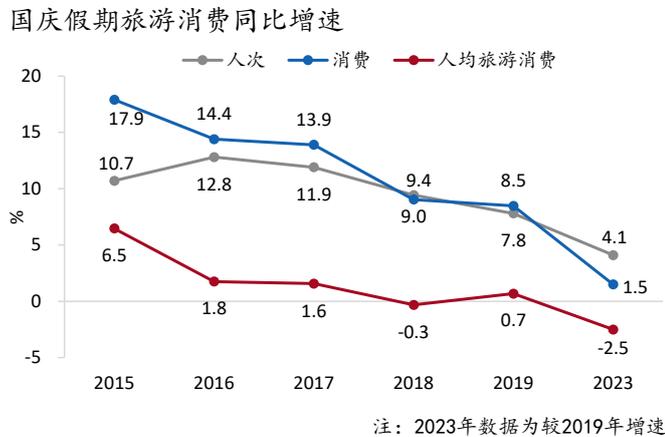
图 4：人均收入与消费支出的增速差扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

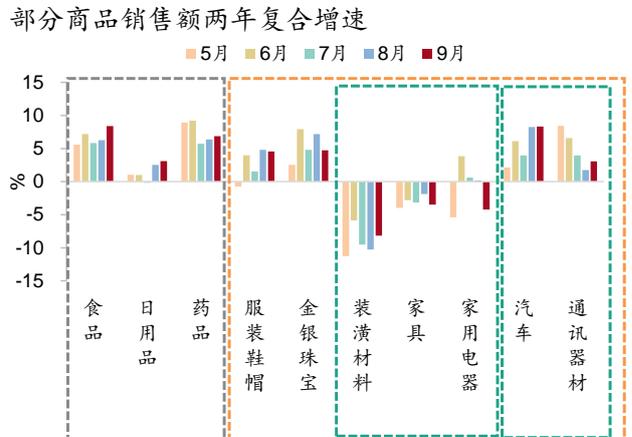
细究消费类别，答案或已显端倪。服务消费中，餐饮消费保持强劲，但旅游消费呈现“人流多花钱少”的特征，国庆期间消费人次与人均旅游消费增速背离，后者相对 2019 年仍下降 2.5%（图 5）。商品消费中，必选生活品恢复增长，但大宗耐用品消费仍显乏力。其中，家电、家居、装修等地产后周期消费深陷收缩，汽车在补贴政策 and 降价促销的合力推举下初现起色，手机消费在低位企稳（图 6）。

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

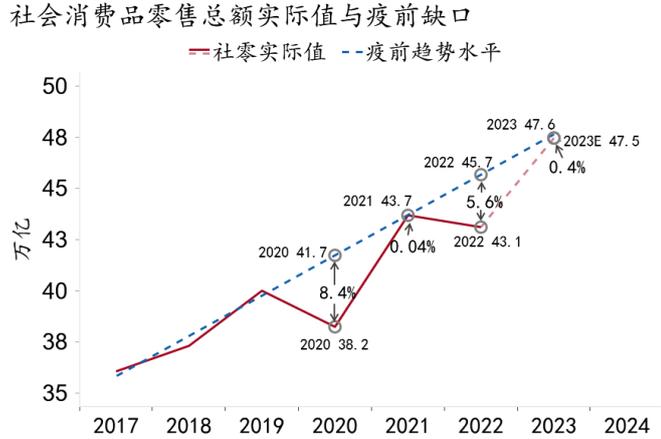
图 6：商品消费修复分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

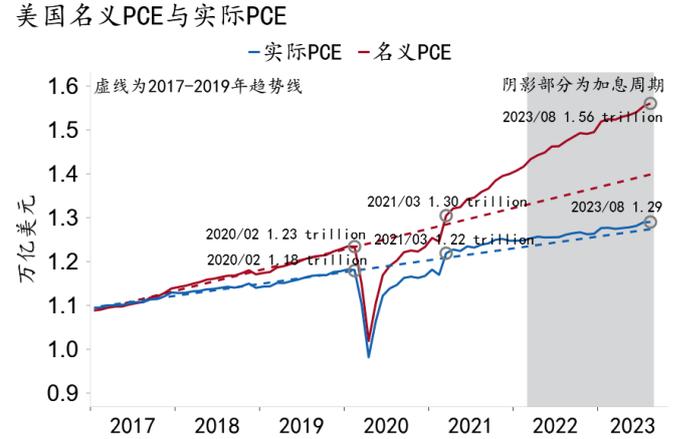
展望全年，社零名义增速要达到近 9%，才能弥补实际消费与疫前趋势水平的缺口。目前来看，这一假设偏乐观，今年实际消费大概率仍无法回归疫前趋势水平（图 7）。对比美国，实际消费已实现明显的趋势回归，而名义消费远远高于疫前趋势水平，呈现截然不同的复苏态势（图 8）。

图 7：预计实际社零较疫前趋势水平仍有缺口



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



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。

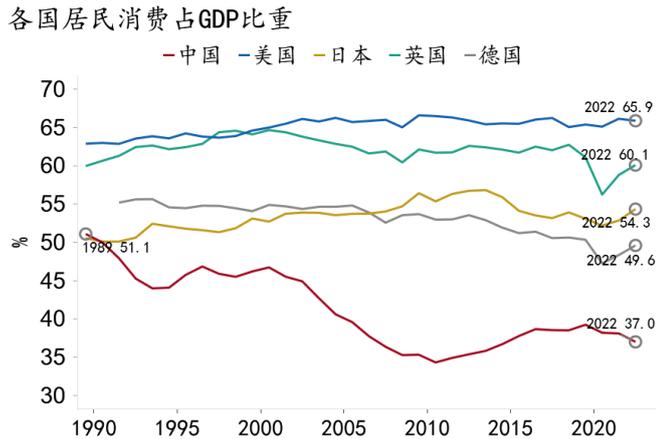
对中国来说，构建直达居民的宏观刺激政策显得更为重要。因为提振消费，并非是仅仅回归趋势水平，而是一个长期困扰中国经济的问题。改革开放以来，中国居民消费占 GDP 的比重显著

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%。

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。

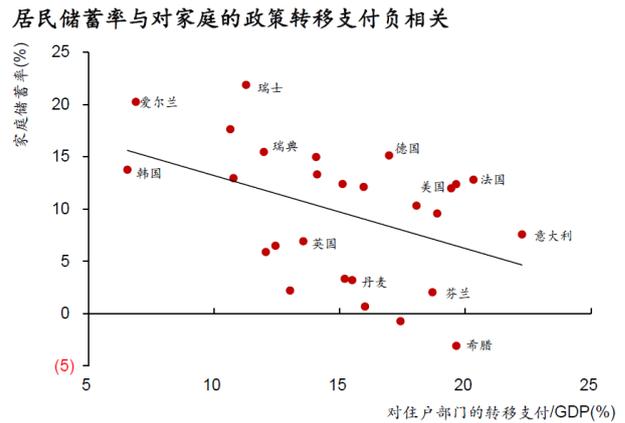
在此背景下，依靠拉动投资来扩大内需，不再是最佳的解决方案。我们必须另辟蹊径，构建直达居民部门的政策工具，通过扩大对家庭转移支付，激发居民消费需求。

图 9：中国家庭消费长期占比偏低



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



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

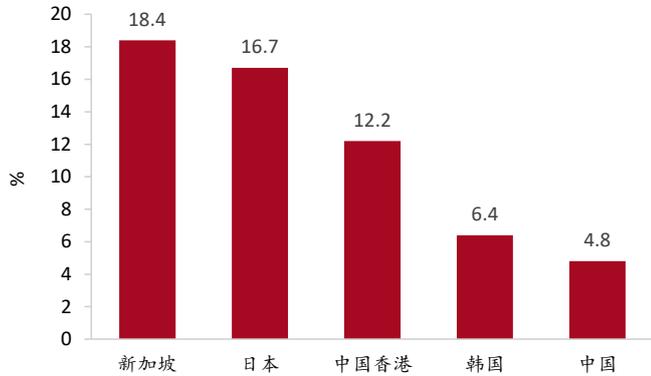
直达居民部门的财政刺激本质是转移支付，具有乘数效应，能以较少的财政支出带动消费需求增加。促消费政策组合的内容按作用对象可大致分为三类：一是作用于居民收入，通过减税退税、补贴社保增加持久性收入，通过发放消费券、现金补贴增加意外收入；二是作用于消费成本，通过家电下乡、减免车辆购置税降低特定消费品的消费成本；三是作用于储蓄，通过优化公积金和医保账户提取，激活沉积资金，增加居民现金流。

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%，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）。

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

图 11: 亚洲经济体财政刺激政策体量各异

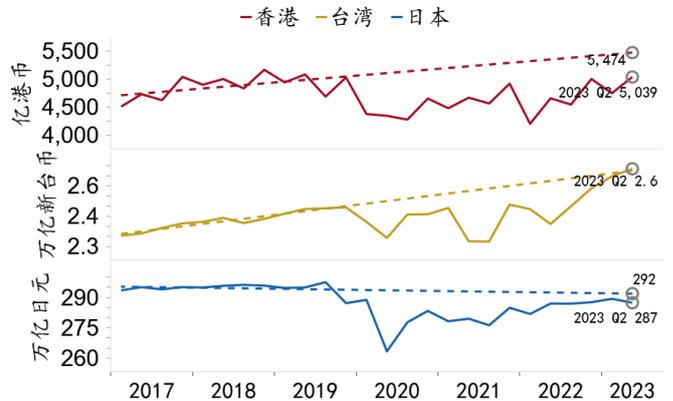
疫情期间的财政刺激政策占2020年GDP比重



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

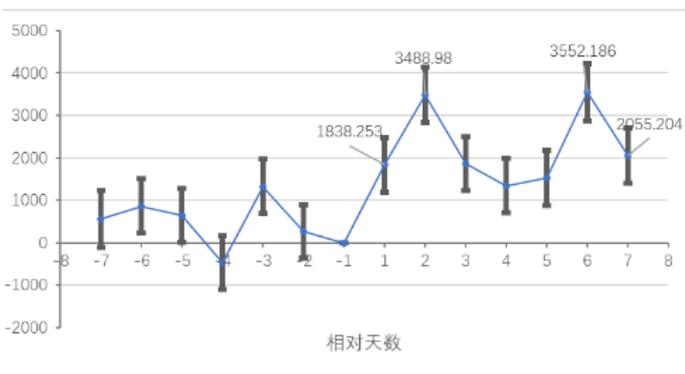
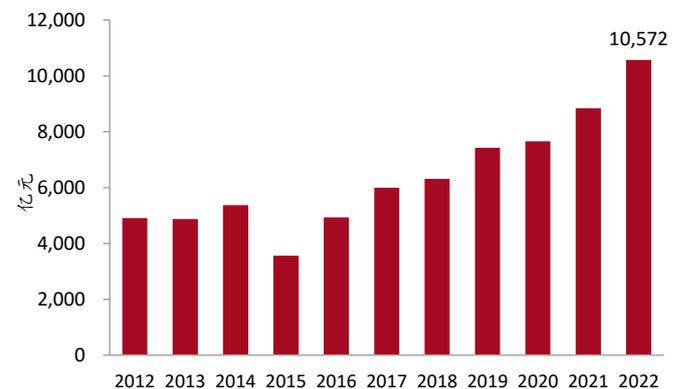


图5: 杭州3月27日消费券对总消费的日度影响 (单位: 分)

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

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

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

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

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号