



执笔人：张斌、朱鹤、杨悦珉、于飞

宏观部分：如何在短期内扩大消费

- 运行环境：外部环境方面，外部经济下行，通胀压力犹在。内部环境方面，公共支出增速进一步放缓，真实利率上行，全社会融资增长乏力。
- 运行特点：需求不足仍然是经济复苏的主要拖累。投资方面，固定资产投资增速回落，主要受房地产投资下行和基础设施投资中的公共设施管理业投资下行拖累，制造业投资保持韧性。消费方面，居民消费支出倾向有改善，消费复苏受制于收入增长。出口方面，出口数量回升，出口额仍然负增长。
- 未来需要关注四方面的风险，一是大型房地产头部企业继续暴雷；二是土地市场收缩带动地方可支配财力下降，政府广义支出进一步下降；三是多种因素叠加的广义信贷和总需求进一步减速；四是巴以冲突对石油价格的不确定影响。
- 应对措施：增加公共部门债务和公共部门投资；降低政策利率，带动真实利率下行，激发市场自发活力；供求两侧同时发力稳定房地产市场。

专题：如何在短期内扩大消费

新冠疫情暴发以来，我国居民消费增速显著下降，即便是在疫情结束以后，消费的恢复也相对疲弱。这里讨论两个问题，一是疫情暴发以来，消费增速为何显著下降，多大程度上可以归结为疫情影响；二是短期内提振消费，需要重点依托什么政策措施。主要发现如下：

- 通过更高的社会保障水平，更合理的收入和财富分配，更充分地释放教育、医疗卫生等部门发展潜力，更完善的城市公共管理和服务水平，我国消费的增长和结构变化能进一步提升。即便还存在以上诸多不足之处，2012 年到新冠疫情暴发以前，居民消费总体而言保持较好的增长态势，消费增速超过 GDP 增速并带动消费率持续上升，消费内部呈现了从制造到服务的消费升级。这些消费增长和消费结构变化特征与高收入国家类似发展阶段的经验基本一致。
- 疫情暴发以后，居民消费增速大幅下降，疫情过后的消费恢复也相对疲弱。消费增速的大幅减弱难以归咎为疫情之前存在的诸多旧的结构原因。这里把消费增速的下降分解为居民可支配收入增速下降和消费倾向下降。居民可支配收入增速下降，大部分来自于



全社会金融资产增速的下降，或者说来自于广义信贷增速下降。给定信贷水平上的支出水平尽管也有下降，但是下降速度较疫情前相比更低而不是更高。

- 居民消费倾向下降受到多种因素影响，就业压力增加和收入增速放缓让居民部门更加谨慎，降低消费倾向；疫情管控带来的消费场景限制降低了消费倾向；低收入群体收入增速更大幅度的下降可能也部分解释了消费倾向下降。
- 无论是降低政策利率，还是公共部门增加举债和提高公共部门支出水平，都能有效地提高广义信贷增速和给定金融资产下的支出比例，在短期内提高居民可支配收入和居民消费。与发达国家相比，即便是将中国地方政府隐性债务考虑在内，中国政府并没有过多举债。政府债务增量在全社会债务增量中的比重低于发达国家的平均水平。从过去经验来看，通过提高信贷增加名义收入，并不会恶化收入分配。
- 通过提高信贷，增加名义收入，进而提高消费支出的做法，只有在需求不足环境下才会发挥明显的作用。需求不足环境下，这个做法提高了总支出水平，提高了全社会的真实产出水平，也提高了真实消费水平。如果不存在需求不足，或者是需求过剩环境下，提高信贷和名义收入，更多会带来通货膨胀提高，而不会提高真实消费水平。



■ 外部环境：全球经济下行，通胀压力犹在

2023 年三季度，摩根大通全球综合 PMI 均值为 50.9，较 2023 年二季度均值下降了 2.8 个百分点；全球制造业 PMI 均值为 48.9，较 2023 年二季度均值回落了 0.4 个百分点。分地区和国家来看，欧元区和日本三季度制造业 PMI 均值出现不同程度的下降，美国、巴西、俄罗斯和印度等三季度制造业 PMI 均值有所好转。8 月和 9 月摩根大通全球 PMI 已经较 7 月出现边际改善。

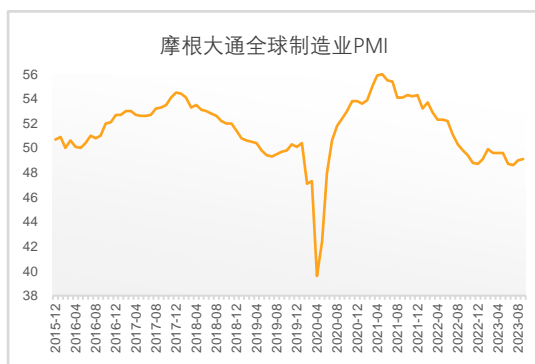


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

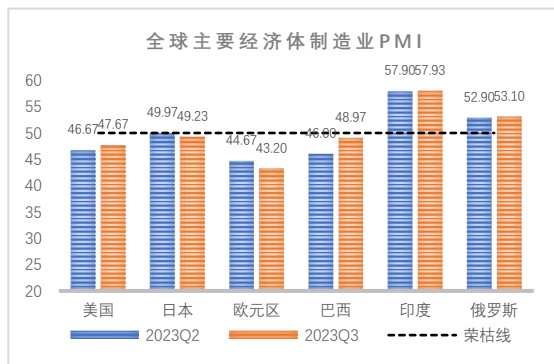


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

全球金融风险有所缓解，但仍面临下行压力。 IMF 在 10 月发布的《世界经济展望》报告在 4 月报告的基础上，将 2023 年全球经济增长率上调 0.2 个百分点至 3.0%。报告指出，4 月以来，全球银行业危机的及时遏制和美国债务上限僵局的解决降低了金融部门出现动荡的紧迫风险，缓和了经济前景的不利风险。然而，全球增长的风险仍然偏向下行，主要受制于几方面的影响：一是通胀仍在持续，二是金融市场可能重新定价，三是中国房地产市场的进一步下行风险，四是低收入国家债务困境加剧，五是地缘政治冲突仍面临压力。

大宗商品价格趋势分化，全球原油价格加速上涨。 国际能源和有色金属价格转跌为升，粮食价格则持续回落。三季度末 CRB 大宗商品价格综合指数为 552.2，较二季度末上涨 0.6%。其中，油脂涨幅高达 16.0%，工业原料上涨 1.2%，金属则小幅回落 0.3%。三季度，国际能源价格普遍回升，石油价格领涨。布伦特原油现货和期货价格攀升至 96.4 美元/桶和 95.3 美元/桶，较二季度末分别上涨 28.2% 和 27.2%。动力煤和天然气价格上升趋势也比较明显。国际农产品价格则延续普



遍回落态势。CBOT 大豆价格回落 5.1%，CBOT 玉米价格回落 3.6%，CBOT 小麦价格回落 16.8%，今年前三个季度分别累计下降了 16.3%、29.7%和 31.6%。

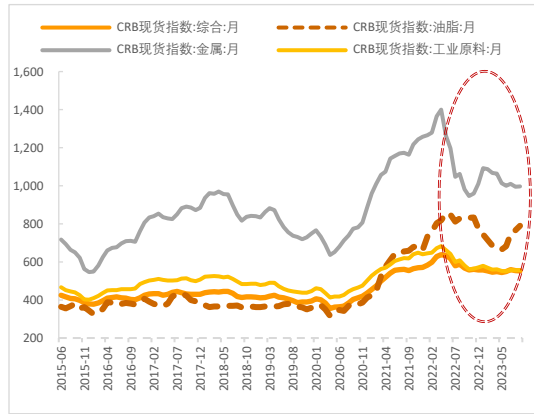


图 3 CRB 大宗商品价格指数

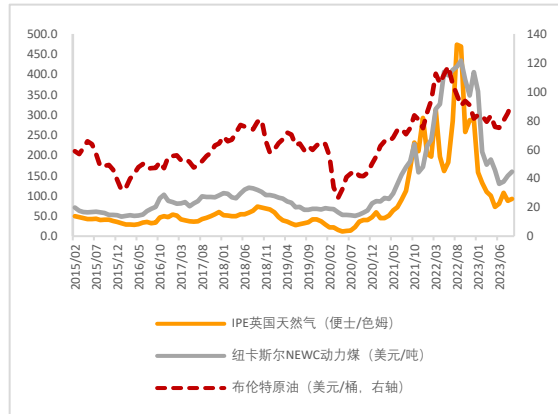


图 4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

美国名义通胀盘踞高位，美联储加息趋近尾声，基准利率或在较长时间内维持高位。三季度，美国名义通胀和核心通胀走势分化。9 月，美国 CPI 同比增速为 3.7%，较 6 月上升 0.7 个百分点；核心 CPI 同比增速为 4.1%，较 6 月回落 0.7 个百分点。美国就业增长放缓但依然强劲，劳动力市场保持韧性。三季度，美国平均失业率小幅上升至 3.7%，平均新增非农就业人数回落至 23.7 万，劳动参与率小幅上升至 62.7%。

自去年初开启加息周期以来，美联储累计上调政策利率 525 个基点。美联储在 9 月 FOMC 会议纪要中的表态较为谨慎，与会者认为，需要维持收紧的货币政策立场以促使通胀持续回归 2% 的目标水平。考虑到经济活动的强劲，大多数政策制定者认为年内仍有一次加息，也有一些认为不需要再加息。部分成员指出，政策沟通的重点应该从“加多高”逐步切换至“高多久”。9 月点阵图显示，2023 年利率预期中值延续了 6 月点阵图预测的 5.6%，年内或还有一次加息。2024 年末利率预期中值从 6 月预测的 4.6% 上升至 5.1%，这也意味着明年预期的降息幅度将从 100 个基点降至 50 个基点。¹

欧元区通胀持续回落，欧央行维持政策利率高位。2023 年三季度，欧元区

¹ “FOMC Projections Materials”

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20230920.htm>



名义和核心通胀均延续了自今年4月以来的回落态势。9月，欧元区消费者调和价格指数HICP同比增速为4.3%，较6月回落1.2个百分点；核心HICP同比增速为4.5%，较6月回落1个百分点。从通胀的主要构成来看，虽然食品、非能源工业产品和服务价格仍是推高欧元区通胀的主要因素，但9月同比增速较6月均大幅放缓，工业制品价格同比增速从6月的2.2%进一步回落至1.4%。同期，能源价格维持下降趋势，但降幅有所收窄。三季度，欧洲央行管理委员会在8月和9月先后上调欧元区三大关键利率25个基点，使得主要再融资业务利率、边际贷款工具利率以及存款工具的利率从二季度末的4%、4.25%和3.5%分别上升至三季度末的4.50%、4.75%和4.00%。这是欧洲央行自去年7月以来的第十次加息，累计加息450个基点。欧央行行长拉加德在近期采访中表示，欧央行若维持当前的关键利率足够长的时间，将有助于推动通胀回归目标水平。²欧央行管理委员会成员罗伯特·霍尔兹曼近期表示，若经济形势保持良好，加息周期或将告一段落。但若发生意外冲击，不排除欧央行还会进一步加息。

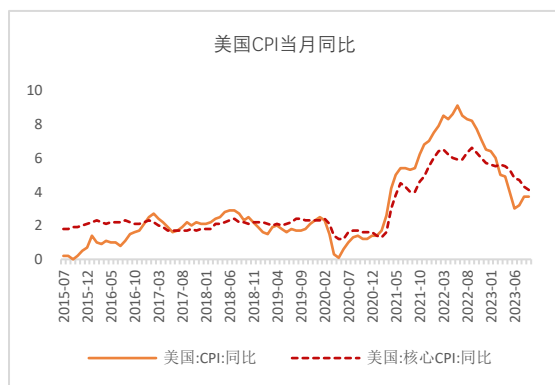


图5 美国核心通胀有所缓解

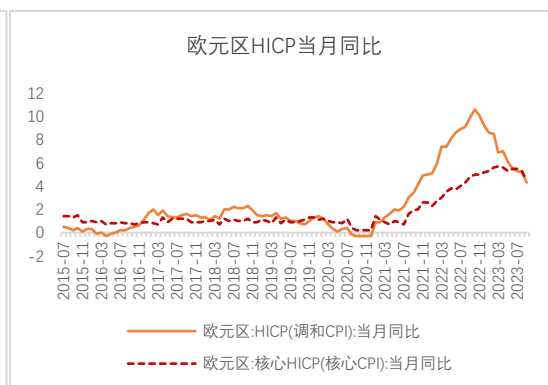


图6 欧元区名义和核心通胀持续回落

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

非美货币普遍贬值，全球长期国债收益率多数上行。从全球汇市表现来看，2023年三季度末，美元指数攀升至106.2，较2023年二季度末上涨了2.7%。三季度非美货币普跌。发达经济体货币贬值幅度较为相近，欧元、英镑、日元分别贬值3.1%、3.9%和3.0%；发展中国家汇率波动则分化较大，印度、巴西和俄罗

² "Interview with Christine Lagarde on 2 October 2023"
<https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/ecb.in231008~dc3f857442.en.html>



斯同期贬值幅度分别为 1.2%、3.8%和 10.3%。从全球债市表现来看，三季度，主要经济体长期国债收益率延续回升态势，且上升幅度远超二季度：美国十年期国债收益率较二季度末上行 78 个基点至 4.59%，欧元区十年期国债收益率较二季度末上行 37 个基点至 2.88%，日本十年期公债收益率较二季度末上行 35 个基点至 0.77%；二季度三大经济体的十年期国债收益率分别上行 33 个、10 个和 4 个基点。全球利率上升加剧发展中国家偿债压力。国际货币基金组织对低收入国家的债务可持续性分析表明，截至 2023 年 8 月末，有 10 个国家正在经历债务困境，26 个国家正面临极高的债务风险，两者在所有接受评估的低收入国家中的占比超过了 50%。³



图 7 美元指数

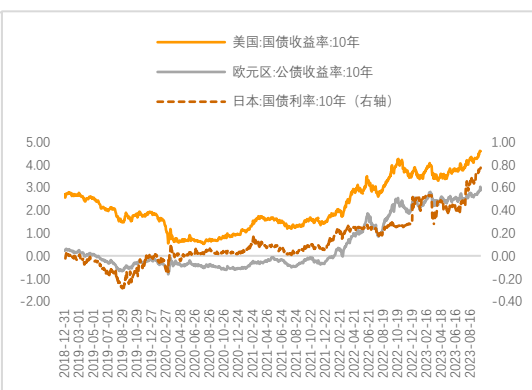


图 8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

内部环境：公共支出放缓，真实利率上升，社融扩张乏力

财政收入和财政支出增速下降，广义财政发力减弱。2023 年 1-8 月，政府公共财政收入同比增速 10.0%，政府基金性收入同比增速-15.0%，广义财政收入同比增速 4.4%，较 2 季度末回落 2.8 个百分点。财政收入的回落的同时，财政支出的增速也进一步放缓。1-8 月，政府公共财政支出累积同比增速 3.8%，政府基金性支出同比增速-21.7%，广义财政支出同比增速-4.0%，较 2 季度末下降 0.5 个百分点。

³ 这里的低收入国家是指同时有资格获得减贫与增长信托（PRGT）和国际开发协会（IDA）优惠性贷款的国家，或者有资格获得 IDA 无偿援助的国家。数据来源：<https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/dsalist.pdf>



政府工作报告提出 2023 年全国一般公共预算支出 275130 亿元(含中央预备费 500 亿元),增长 5.6%;全国政府性基金预算支出 117962.99 亿元,增长 6.7%,调入一般公共预算 5000 亿元。二者合计同比增速 6%。目前财政的支出情况距离年初制定的目标仍有较大距离。

央行下调基准利率未能带动市场利率下行,真实利率仍在上行。2023 年 8 月 15 日,央行下调 7 天 OMO 利率 10 个基点。三季度,银行间市场利率较二季度不降反升,存款类金融机构 7 天质押式回购加权利率(DR007)9 月均值为 1.97%,较 6 月回升 8 个基点。9 月末 10 年期国债到期收益率位 2.67%,比 6 月末上升 3 个基点。三季度,物价水平继续走低叠加名义利率小幅上升,真实利率仍上升。从更长时间段来看,用人民币贷款加权平均利率减去 GDP 缩减因子衡量的真实利率比去年底上升了 307 个基点,用人民币贷款加权平均利率减去 CPI 衡量的真实利率比去年底上升了 165 个基点。

广义信贷持续乏力,社融增速保持低位。截至 2023 年 9 月,社会融资规模存量增速与二季度末持平,仍为 9.0%。相较于二季度,三季度人民币贷款增速转升为降,企业债券融资起底回升。从前三季度整体情况来看,人民币贷款同比增长 9.1%,企业债券融资下降 27.2%。加总后的全社会融资总额增速延续二季度的低位态势。M1 同比增速较二季度末回落 1.0 个百分点至 2.1%,M2 同比增速较二季度末下降 1.0 个百分点至 10.3%。

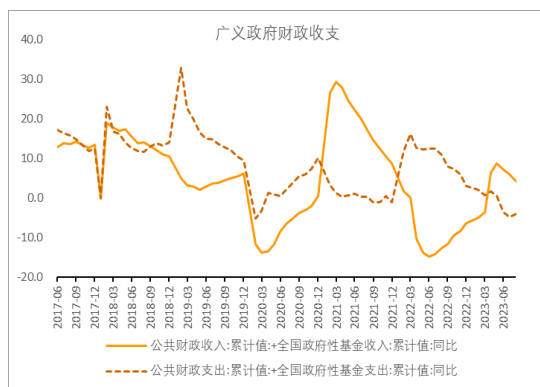


图 9 广义政府财政收入与支出

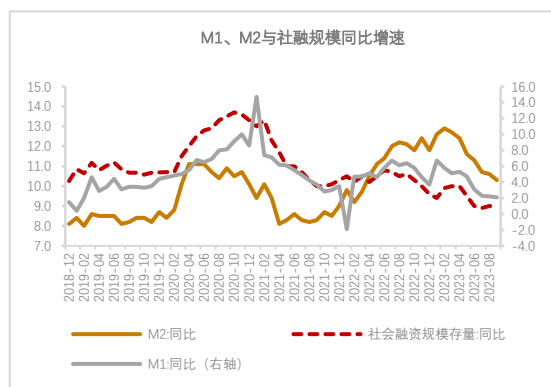


图 10 社会融资规模存量同比增速

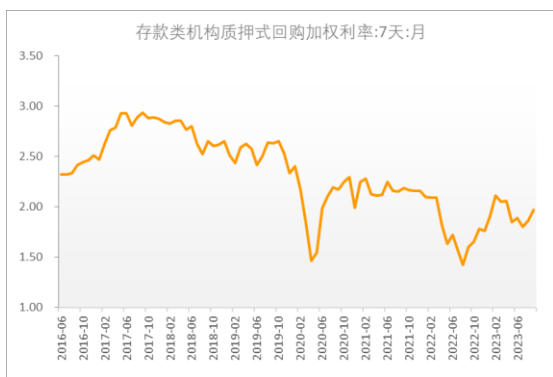


图 11 DR007

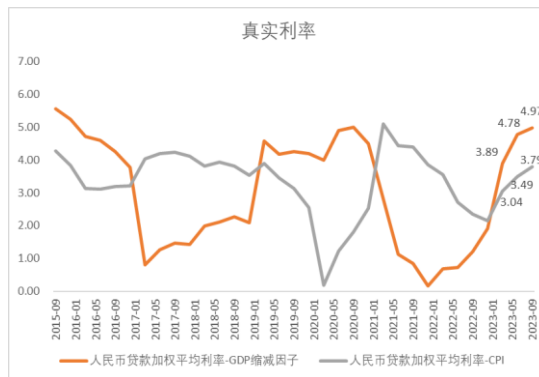


图 12 真实利率*

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

*由于缺乏通胀预期数据，这里使用了当期的通胀数据

人民币指数较二季度末小幅升值，人民币对美元略有贬值。7月中旬，CFETS人民币指数触底反弹，并在三季度末达到 99.6，较二季度末的 96.7 上升了 2.9%，基本恢复至年初水平。人民币兑美元汇率有所企稳。三季度末，人民币兑美元中间价为 7.18，较二季度末的 7.23 小幅升值 0.6%。三季度整体人民币汇率仍在高位震荡，平均兑美元汇率水平较二季度走贬 2.3%。离岸、在岸人民币汇率则分别在 8 月 15 日和 9 月 5 日先后跌破 7.3。9 月召开的全国外汇市场自律机制专题会议、中国人民银行货币政策委员会 2023 年第三季度例会均提出了“坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”等相关表述。

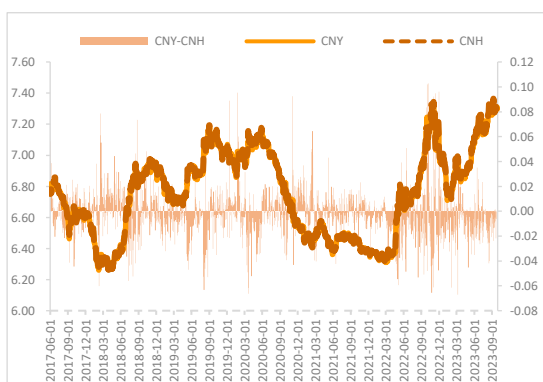


图 13 在岸与离岸汇率



图 14 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



运行特征：需求不足仍然困扰经济复苏

2023 年三季度我国不变价 GDP 当季同比增长 4.9%，较二季度降低了 1.4 个百分点；三季度名义 GDP 同比增速 4.0%。考虑到去年同期仍有一定的基数效应，2023 年第三季度的 GDP 两年平均实际增速为 4.4%，较 2020 和 2021 年第三季度的两年平均增速低 0.6 个百分点。

内需方面，居民消费温和改善，消费倾向已经不是边际上制约消费的主要原因。制造业投资增速稳中有降；房地产投资还在探底，是拖累投资的最主要因素。基建投资增内部分化加剧。外需方面，全球经济企稳叠加资源价格回升，三季度出口金额增速降幅较二季度有所收窄，且量价特征出现分化，出口数量效增速在 8 月已经转正。

低通胀状态还在延续。PPI 同比降幅有所收窄，CPI 同比增速仍在 0 附近徘徊，核心 CPI 同比增速虽较前期低位略有回升，但仍低于 1%。城镇调查失业率有所改善，但没有回到 2021 年的同期水平。上述迹象表明，经济复苏还在延续，产出缺口仍然为负，总需求不足仍是制约经济复苏的主要矛盾。

1、工业生产小幅抬升，企业效益修复缓慢

2023 年三季度，汽车、电子机械和器材等制造业增长带动工业生产整体持续恢复，一般消费品制造业恢复乏力。整体来看，生产恢复进步较为稳健，规模以上工业增加值累计同比增速逐月小幅提高，1-9 月累计增长 4.0%，较 2022 年末抬升 0.4 个百分点，较 2022 年同期高 0.1 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值同比分别增长 1.7%、4.4%、3.5%，其中采矿业和电热水行业较去年同期分别下降 6.8、2.1 个百分点，制造业则较去年同期提高 1.2 个百分点。分行业看，工业生产的整体抬升主要由汽车等交通设备制造业的增长贡献：1-9 月汽车制造业增加值累计增长 11.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 5.9%，电气机械和器材制造业增长 14.1%。消费品制造受内外需制约恢复较为乏力：农副食品加工业增加值累计上升 0.4%，酒、饮料和精制茶制造业下降 0.2%，纺织业下降 1.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 1.4%。

原材料相关行业受益于价格上涨，利润有改善。1-8 月，全国规模以上工业企业营业收入累计同比为-0.3%，分别较 2022 年末和 2022 年同期下降 6.2 和 8.5



个百分点；利润累计同比为-11.7%，降幅较第二季度明显收窄了5个百分点。其中，8月工业企业利润当月同比增速高达12.6%，主要改善的行业是有色、黑色、石油煤炭和电力热力等原材料和能源行业。

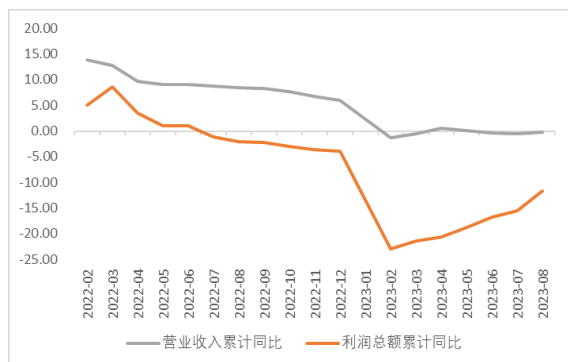


图 15 工业企业营业收入及利润

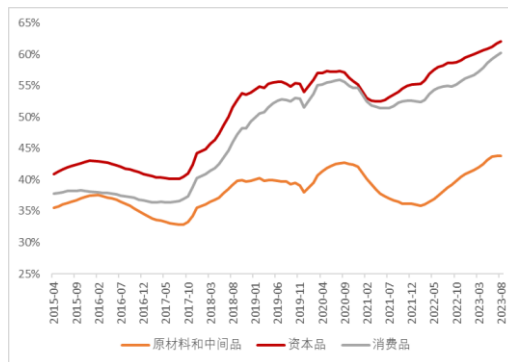


图 16 广义库销比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

2、房地产投资负增长，基建投资内部分化加剧

固定资产投资增速在三季度继续回落。2023年1-9月固定资产投资累计同比增速为3.1%，比二季度末低了0.7个百分点。

结构上看，房地产投资仍在探底，是拖累投资的最主要因素。7-9月，房地产开发投资当月同比增速分别为-17.8%、-19.1%和-18.7%。考虑到统计局对去年基期数据调整的影响，当月同比增速或许会偏低，但这不改变整体继续向下的趋势。房地产销售和新开工增速既然保持较大幅度的同比负增长，同比降幅收窄主要来自去年低基数效应的逐渐消退。

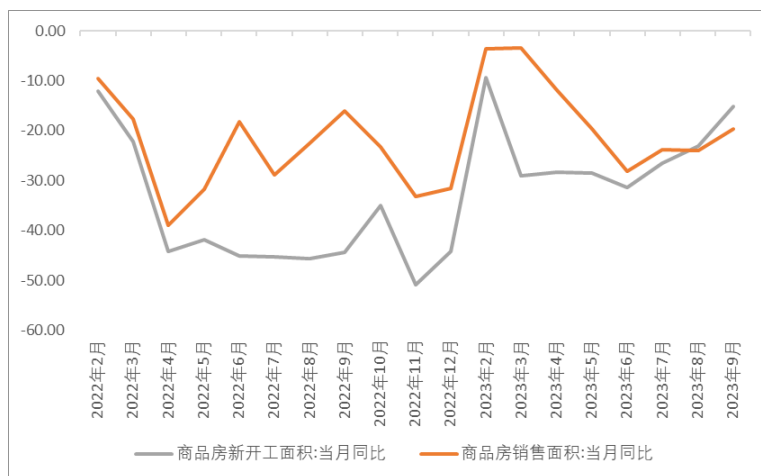


图 17 商品房新开工面积与销售面积



数据来源：WIND，中国金融四十人论坛

7月底的中央政治局会议上，明确指出“当前我国房地产市场供求关系已发生重大变化”，随后相关部门纷纷出台了一系列优化房地产调控的政策措施，特别是在一线城市全面推行“认房不认贷”，同时还推动调降大部分存量房贷利率。房地产政策的优化调整还不足以充分提振市场信心。10月以来，二三线城市的新建商品房销售面积再度回落。

三季度以来 100 个大中城市的土地成交总价开始与去年同期出现比较明显的缺口，民营房地产企业已经基本退出了土地拍卖市场。参照过去几年的经验，四季度是土地出让金增加的全年高点，大约是第三季度的 1.8-2 倍。如果当前土地市场低迷的情况继续持续，那么照此推算全年我国地方政府性基金中的土地出让金全年减少或高达 2 万亿，其中有 1.2 万亿会在四季度集中出现。

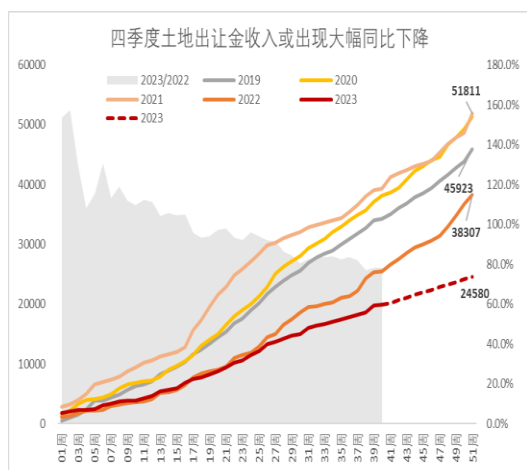


图 18 四季度土地出让金收入

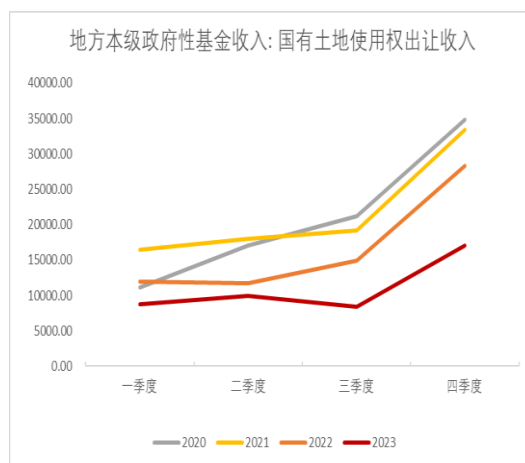


图 19 国有土地使用权出让收入

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

基建投资内部分化加剧，公共设备管理业投资成为拖累。三季度基建投资的表现整体稳定，9 月末基建投资（三大行业）累计同比仍保持 10%左右的增速，内部分化较二季度进一步加剧。一方面，电力、热力、燃气及水的生产和供应业的投资增速始终保持高位，7-9 月当月同比增速分别为 15.7%、32.7%、17.5%。交通运输，仓储和邮政业的投资在三季度投资增速波动较大，7-9 月当月同比增速分别为 15.2%、8.9%和 13.4%。与 6 月当月投资超过 20%相比，交通运输类投资增速在三季度略有回落。



另一方面，占整体基建投资一半以上的水利环境和公共设施管理业投资在第三季度出现大幅回落。水利环境和公共设施管理业的当月投资增速在二季度已经出现了大幅下降，并在6月转负。7-9月该行业投资增速进一步下降，当月同比增速分别为-6.7%、-7.1和-3.1%，这直接导致9月这部分投资累计同比增速直接转负。如果四季度依然照此趋势收缩，那么全年该行业的投资增速或为-3%到-5%。

结构上看，带动这部分基建下降的关键原因是公共设施管理业投资增速出现了大幅下降，累计同比增速从一季度末的7.1%降到了二季度末的2.1%，并进一步在三季度末降到-1.2%。虽然缺乏基期的绝对值数据，但这一增速差显然意味着公共设施管理业的投资增速在三季度已经明显转负。由于公共设施管理业相关投资与市政工程密切相关，这部分投资大幅回落在很大程度上印证了地方政府面临的财政压力在不断加剧，同时地方政府可用的融资渠道明显受限，结果是这部分投资在三季度出现了明显回落。

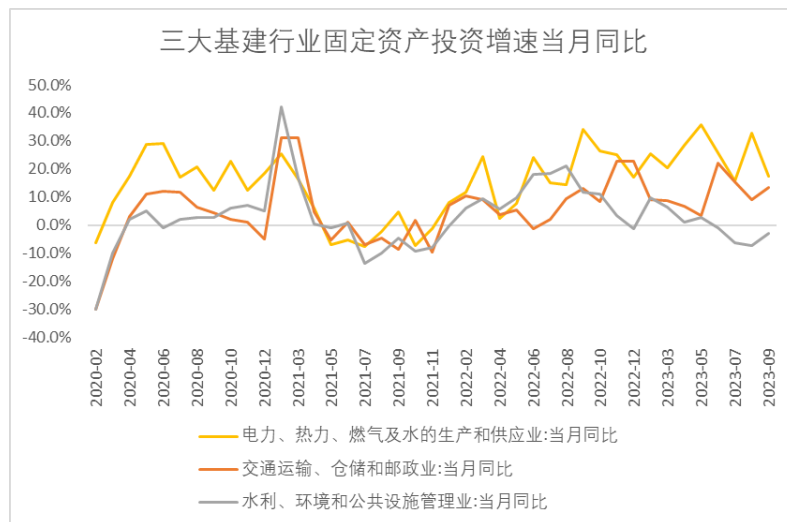


图 20 三大基建行业固定资产投资当月同比增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

出口同比降幅收窄，量价背离。2023年7-9月，中国出口当月同比增速同比负增长，分别为-14.3%、-8.8%和-6.2%，同比降幅逐渐收窄主要原因是去年同期的高基数效应开始消退。出口金额的量价特征也开始发生明显背离，8月出口数量对增速的拉动为8个百分点，出口价格对增速的大幅拖累形成鲜明对比。

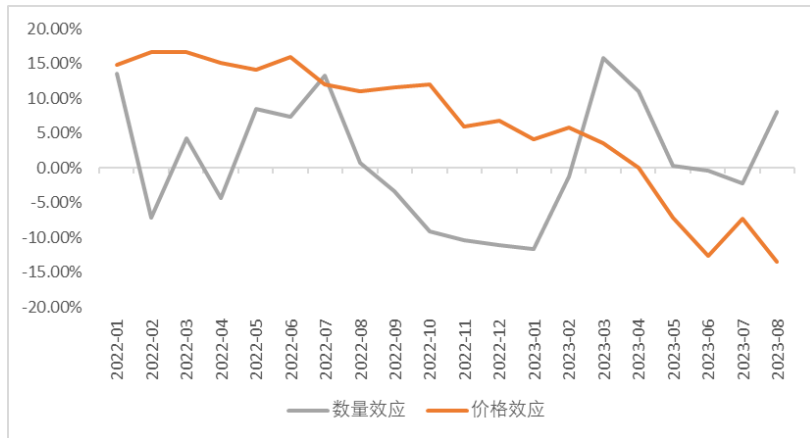


图 21 出口金额的数量效应和价格效应发生背离

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

3、消费持续复苏，主要约束已不是消费意愿

2023 年 7-9 月，社会消费品零售总额当月同比增速逐渐上升，分别为 2.5%，4.6%和 5.5%。其中，商品零售的改善餐饮收入同比增速依然维持在 10%以上的水平。与趋势水平相比，商品销售的改善不是特别显著，餐饮收入的趋势缺口在继续收敛但速度也开始放缓。

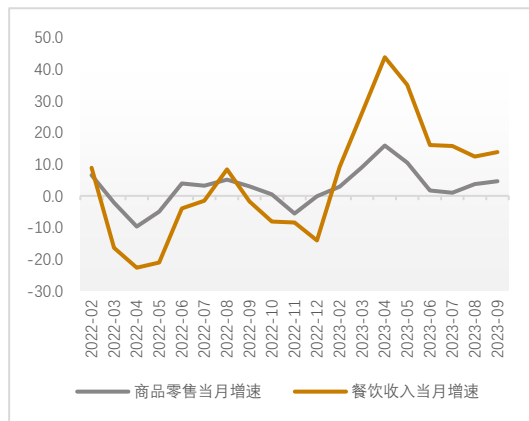


图 22 商品零售和餐饮收入同比增速

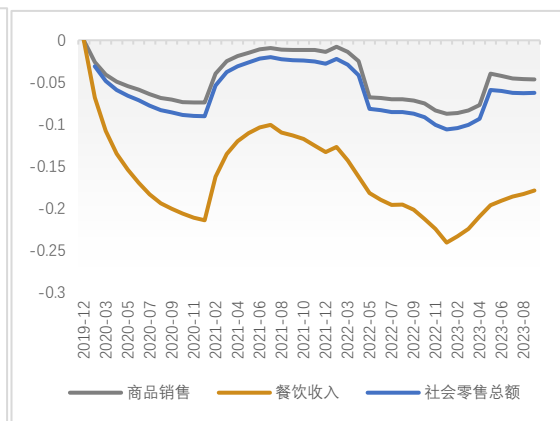


图 23 商品零售、餐饮收入和社零总额趋势缺口

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

居民消费倾向继续改善，对消费复苏形成支持。2023 年前三季度，以累计值计算的我国城镇居民消费倾向为 60%，较去年同期水平有所回升，与趋势水平



的差距进一步收窄。三季度，我国城镇居民当季消费倾向为 65.1%，已经回到疫情前的水平。与上半年相比，消费倾向低迷对消费不振的解释力度大幅减弱，接下来消费的改善程度主要取决于居民可支配收入的变化。

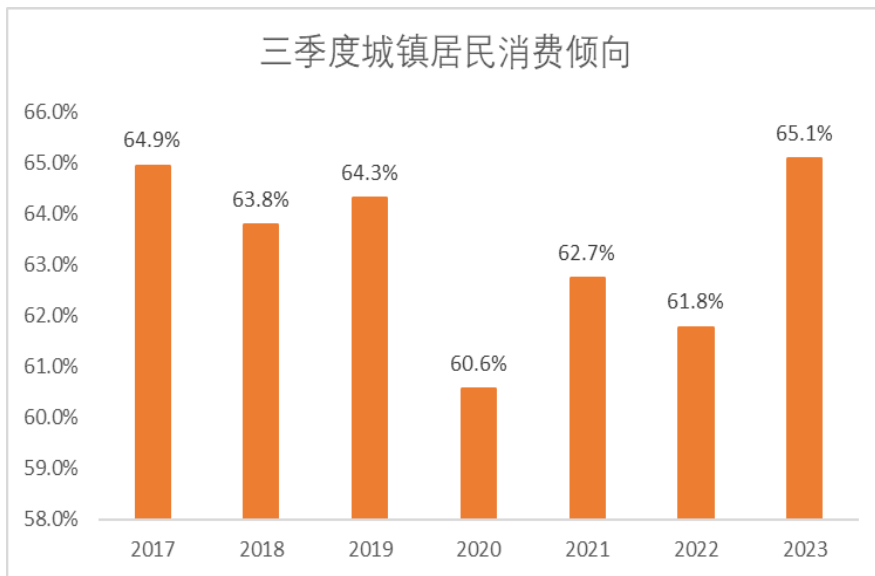


图 24 城镇居民消费倾向变化

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛

4、政府发债节奏提前是支撑三季度社会融资规模的最重要力量

三季度，新增社会融资规模为 77853 亿元，比去年同期增加了 9945 亿元。其中，最主要的部分来自政府债券融资，三季度政府债券融资比去年同期多了 13121 亿元，占三季度新增社会融资规模 33%。相比之下，三季度新增人民币贷款规模为 39145 亿元，比去年同期减少了 3973 亿元；新增住户贷款为 10569 亿元，比去年同期减少了 1746 亿元；新增企事业单位贷款 27351 亿元，比去年同期减少了 1999 亿元。

从结构上看，三季度社融改善的最主要原因是政府部门在发力。二季度政府发债对新增社融形成大幅拖累，三季度形成大幅支撑，三季度城投债发行也有所改善。反映私人部门信贷需求的住户贷款和企事业贷款（其中有相当一部分是城投平台公司）依然低于去年的同期水平。去年三季度非城投债净融资只有 417 亿元，今年三季度非城投债发行较去年同期增加了不到 1000 亿元，仍然显著背离正常的融资规模。

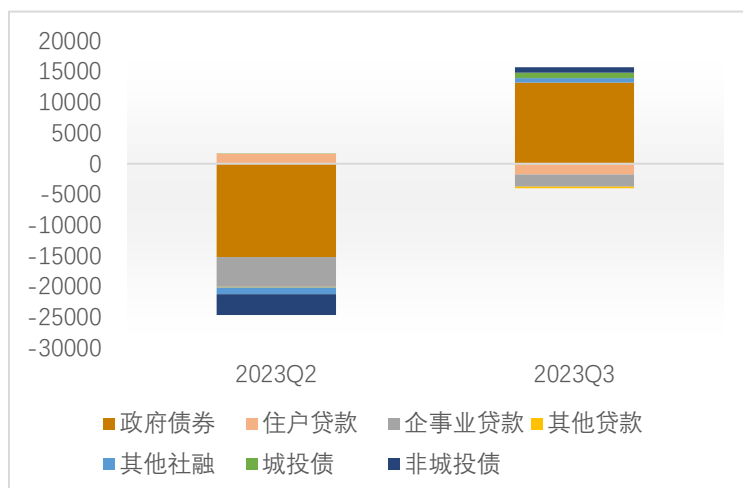


图 25 新增社融同期增加的结构分布

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

政府债券融资在三季度大幅增加主要是债券发行节奏前置的结果。8月底财政部部长刘昆向全国人大常委会会议作报告时表示，将加力提效实施好积极的财政政策，今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕。照此推算，四季度剩余的全年政府债券发行额度只有1.36万亿，这是近年来的较低水平。

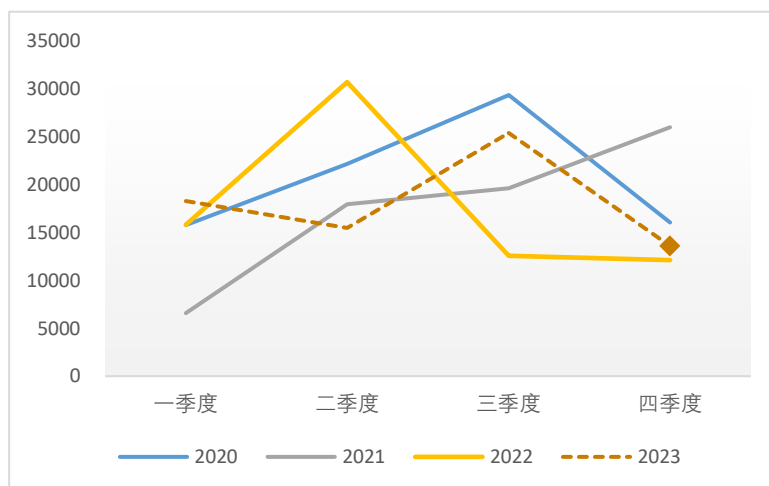


图 26 政府债券净融资在四季度会明显收缩

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

5、失业率回落，低通胀状态没有发生显著改变

三季度末，我国城镇调查失业率为5.0%，较二季度末下降0.2个百分点；31个大城市城镇调查失业率为5.2%，较二季度下降0.3个百分点。两大失业率



指标在整个三季度逐月下降。三季度制造业和建筑业 PMI 从业人员分项指标均值分别为 48.1%和 45.4%，分别较一季度回落了 0.4 和 2.6 个百分点。其中，建筑业 PMI 从业人员分项指标再度回落至收缩区间，反映了基建和房地产行业的低迷。服务业 PMI 从业人员指标均值为 47.0%，较二季度回落了 0.8 个百分点，接触型聚集型服务业恢复动能减弱。

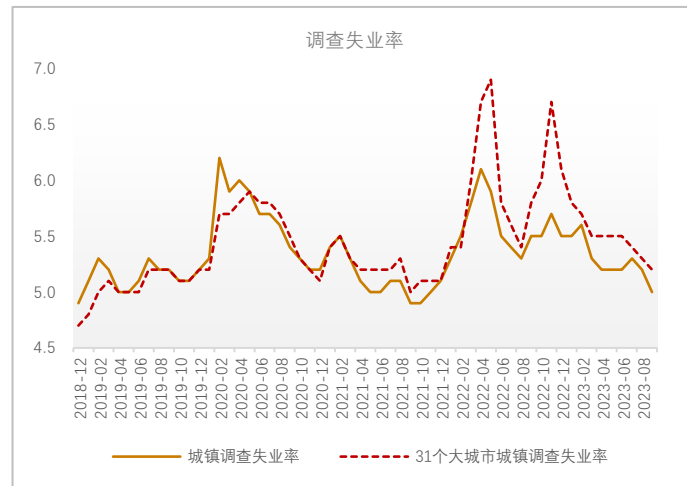


图 27 调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

三季度 CPI 同比增速持续走低，7-9 月当月同比增速分别为-0.3%、0.1%、0.0%。核心 CPI（不包括食品和能源）比二季度略有改善，9 月底同比增速均值为 0.8%，较二季度均值上升了 0.2 个百分点。PPI 同比降幅有所收窄，9 月末 PPI 同比增速为-2.5%，较 6 月末提高了 2.9 个百分点。高基数效应消退和石油、煤炭等大宗商品价格企稳回升是带动 PPI 增速出现边际改善的主要原因。目前 PPI 仍处于负增长区间，预计年底有机会回到零增长区间。低通胀是经济运行的结果，反映出国内依然存在比较明显的总需求不足问题。

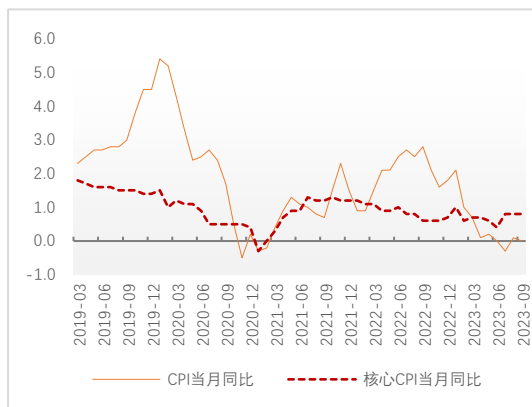


图 28 CPI 与核心 CPI



图 29 PPI 当月同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

■ 未来风险与政策建议

三季度我国宏观经济仍处于低位运行状态，经济复苏受制于需求不足。进入四季度后，四方面风险值得引起充分重视。

一是在房地产企业现金流持续恶化，头部房企仍有暴雷风险。房地产销售端的改善程度低于市场预期。销售放缓叠加融资受阻，导致房地产企业现金流仍在恶化，在没有及时政策干预下，难以避免新一轮的头部房企暴雷。房地产市场可能出现二次加速下探，对全社会信贷增长、金融市场稳定和中国经济复苏信心带来新的威胁。

二是土地市场收缩导致地方财政收支平衡更加困难，带动广义财政支出增速进一步下降。地方政府的可支配财源中，土地出让金和借助城投平台获得贷款占了很大比例。四季度土地收入在全年土地收入中占比较高，房地产当前环境下四季度土地收入会有大幅下降，这导致财政支出增速以更快的速度回落，拖累总需求增长和经济复苏。

三是多种因素叠加导致广义信贷和总需求进一步减速。目前经济面临的主要矛盾是居民支出、企业支出和政府支出增速下降，广义信贷增速下降，以及由此带来的恶性循环。10月以来，各地发行的再融资债，按照其“借新还旧”的用途界定意味着并不会创造相应的新增社融，只有偿还企业拖欠工程款的部分或许会形成一部分新增社融。在缺乏强有力的政府干预下，将难以打破恶性循环。

四是新的地缘政治冲突。巴以冲突升级，引发了阿拉伯世界将石油作为武器



对抗西方世界的担心，如果石油价格再度大幅上升，对全球经济将会带来新一轮的严峻考验。

当前经济运行面临诸多挑战与矛盾，最主要的矛盾还是需求不足。走出需求不足，着力点在于让各部门有钱花，愿意花钱。需求不足的表现，都出在钱上面：居民不敢花钱消费；地方政府缺钱；企业不敢借钱也不愿意花钱投资。政府、企业和居民三个部门当中，必须要有一个部门站出来率先打破恶性循环。这个部门只能是政府。这是政府经济管理职能所在，也只有政府才掌握这种政策资源。

走出需求不足，不需要太多部门介入，不需要那么多政策一起上，关键是对症下药。问题的根子在钱上面。通过公共投资、政策利率和房地产三类政策，把信贷撑住了，居民、企业和政府口袋里都有钱，需求不足局面自然就打破了。具体而言需要三方面的工作。

一是增加公共投资支出。政府增加公共投资支出，对应的是政府增加购买企业的产品和服务，增加企业和居民的收入。当企业和居民没钱花、不敢花钱的时候，通过政府花钱提高企业和居民收入，是支持他们花钱、打破恶性循环的有效方式。不仅如此，城中村改革、都市圈建设方面的公共投资，不仅是短期内有效的逆周期政策，对中长期的资源配置优化调整和改善民生福利也是重要保障。

无需过度担心政府会因此承担过多债务。对政府债务可持续性的最大保障，不在于少借债，而在于把经济搞上去，经济好了，对政府债务是最大安全保障。我国私人部门储蓄率高，储蓄远大于投资。这种情况下政府举债增加支出，是把私人部门没有利用的储蓄给充分利用起来，不会带来通胀压力。从国际比较看，即便是纳入地方政府隐形债务，我国政府的债务负担并不高，举债的空间远大于发达国家和绝大部分发展中国家。

二是降低政策利率。根据我们保守的估算，通过充分降低政策利率，可以让居民、企业和政府每年减少利息支付不低于6万亿，同时增加金融资产估值不少于15万亿，这会极大地改善各个部门的现金流和资产负债表，让大家有钱花，有消费和投资的底气。

对降低政策利率的主要担心有两个方面，一是对人民币汇率的压力，二是对银行利差的担心。这些担心都有其合理性，但应该看到，无论是人民币汇率还是银行的经营，最根本的保障还是中国经济基本面，是避免经济持续陷入需求不足



局面。人民币汇率和银行经营的周期性波动不会对中国经济带来实质性伤害。解决了主要矛盾，对人民币汇率和银行业经营才是更根本性的保障。

三是稳定房地产市场。当前房地产市场面临的不仅是房企流动性困难和大面积企业还不起债，还有众多房地产企业资不抵债，房地产市场发展面临趋势性拐点等等。稳定房地产市场需要从支撑市场需求和稳定市场主体两方面着手。支撑市场需求的政策包括：1，住房抵押利率折扣；2，对新市民和农民工购房的税收政策优惠；3，因城施策，取消各种类型的购房限制。稳定市场主体的政策包括：4，成立房地产稳定基金，帮助问题房地产企业资产重组；5，调整预售资金管理，救企业与救项目并重。

在上述政策的实施过程中，政策力度要大过市场预期。政策的支撑力度一定要远大于市场的下行力度，只有这样才能扭转局面。否则就成了添油战术，一点政策下去了，局面没有扭转，再一点政策下去了，还是不行。结果前前后后政策加在一起用了不少，但是效果不显著，还是不能打破恶性循环。这样让市场对政策的有效性带来了质疑，政策空间会越来越小。与市场的沟通非常重要。职能部门不能总是讲困难，讲顾虑，这样给市场留下来的印象是政策不会充分发力，政策效果打折扣。决策部门要向市场明确宣布会用足政策，坚决实现这个目标，这样才能引导市场跟着政策方向一起走，最终要用的政策反而更少。



专题部分：如何在短期内扩大消费

主要观点

新冠疫情暴发以来，我国居民消费增速显著下降，即便是在疫情结束以后，消费的恢复也相对疲弱。我们这里讨论两个问题，一是疫情暴发以来，消费增速为何显著下降，多大程度上可以归结为疫情影响；二是短期内提振消费，需要重点依托什么政策措施。

当前我国消费增长的主要制约因素在于需求，而不在于供给。这里我们重点关注名义消费增速。这样做的考虑有两个，一是持续的低通胀环境下，名义消费增速接近真实消费增速；二是对名义消费变化便于做出更细致的分解和解释。文章的主要发现如下：

- 通过更高的社会保障水平，更合理的收入和财富分配，更充分地释放教育、医疗卫生等部门发展潜力，更完善的城市公共管理和服务水平，我国消费的增长和结构变化能进一步提升。即便还存在以上诸多不足之处，2012年到新冠疫情暴发以前，居民消费总体而言保持较好的增长态势，消费增速超过GDP增速并带动消费率持续上升，消费内部呈现了从制造到服务的消费升级。这些消费增长和消费结构变化特征与高收入国家类似发展阶段的经验基本一致。
- 疫情暴发以后，居民消费增速大幅下降，疫情过后的消费恢复也相对疲弱。消费增速的大幅减弱难以归咎为疫情之前存在的诸多旧的结构原因。这里把消费增速的下降分解为居民可支配收入增速下降和消费倾向下降。居民可支配收入增速下降，大部分来自于全社会金融资产增速的下降，或者说来自于广义信贷增速下降。给定信贷水平上的支出水平尽管也有下降，但是下降速度较疫情前相比更低而不是更高。
- 居民消费倾向下降受到多种因素影响，就业压力增加和收入增速放缓让居民部门更加谨慎，降低消费倾向；疫情管控带来的消费场景限制降低了消费倾向；低收入群体收入增速更大幅度的下降可能也部分解释了消费倾向下降。
- 无论是降低政策利率，还是公共部门增加举债和提高公共部门支出水平，都能有效地提高广义信贷增速和给定金融资产下的支出比例，在短期内提高居民可支配收入和居民消费。与发达国家相比，即便是将中国地方政府隐性债务考虑在内，中国政府并没有过多举债。政府债务增量在全社会债务增量中的比重低于发达国家的平均水平。
- 通过提高信贷，提高名义收入，进而提高消费支出的做法，只有在需求不足环境下才会发挥明显的作用。需求不足环境下，这个做法提高了总支出水平，提高了全社会的



真实产出水平，也提高了真实消费水平。如果不存在需求不足，或者是需求过剩环境下，提高信贷和名义收入，更多会带来通货膨胀提高，而不会提高真实消费水平。

一、居民消费的基本事实

1、近十年来消费增速放缓，疫情暴发以后消费增长显著低于趋势值

我国 2003-2023 年的消费增速总体呈现“先升后降”的趋势。具体可分为三个阶段。前两个阶段以 2012 年为大致的分界点。第一个阶段为 2003-2012 年，我国正处于工业化的高峰期，GDP 增速趋势上行，这个期间的消费增速趋势上行，年均实际消费增速达到 10.5%。第二个阶段在 2012-2019 年，我国工业化高峰期已经过去，GDP 增速缓慢下行，消费增速也在缓慢下行，年均实际消费增速 8.4%。第三个阶段始于 2020 年，新冠疫情暴发以后，消费受到了显著负面影响，2020-2022 年期间年均实际消费增速只有 3.1%。疫情结束以后，消费有所恢复，但是消费整体增长态势远低于疫情前。

疫情暴发以后，消费支出显著低于趋势值。以 2012-2019 年的居民实际消费做趋势线性外推，得到 2020-2023 年的实际消费趋势值，对比 2020-2023 年期间的实际消费值与趋势值，居民实际消费大幅偏离消费趋势值。2020 年偏离幅度 7.7%；2021 年趋势偏离幅度有所收窄，达到 4.4%；2022 年趋势偏离幅度进一步放大。这里用 2023 年上半年的消费增长替代全年的消费增长，与趋势值相比后，消费偏离幅度仍在进一步放大。放大的原因一方面是因为前期的消费趋势偏离没有得到纠正，另一方面是消费增速仍低于之前的趋势性消费增速。居民部门内部，主要是城镇居民消费低于趋势值，农村居民较趋势值的缺口明显小于城镇居民。基于全国家户调查数据测算，过去三年我国城镇居民人均消费支出水平一直低于趋势值，而农村居民人均消费支出水平在 2021 年之后高于趋势值。

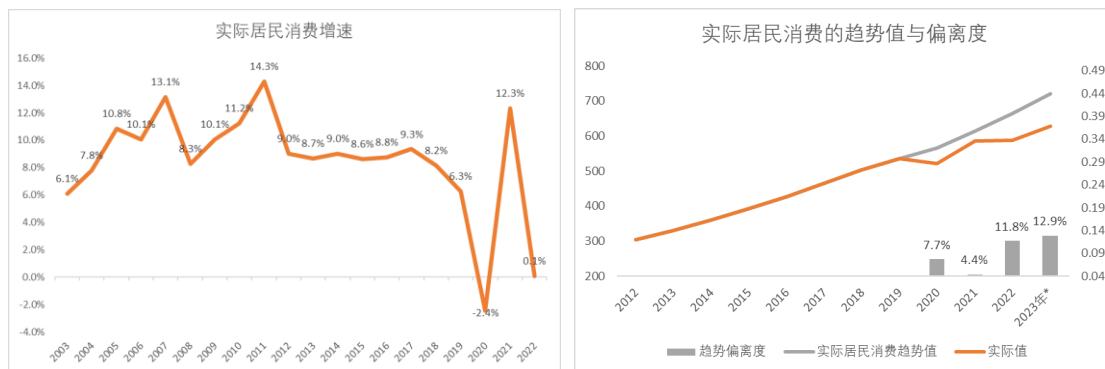




图 1 实际居民消费增速与趋势

数据来源：WIND，作者测算

2、从消费结构上看，我国经历了从制造到服务的消费升级，疫情暴发以后消费升级趋势被打断，疫情结束后疫情前的消费升级趋势有所恢复。

从本世纪初到 2012 年，我国经济仍处于工业化的高峰期，居民人均收入水平偏低，居民支出更侧重家电、交通通讯、衣着等制造业产品，对制造业产品的消费增速高于对服务的消费增速。

2012 年以后，我国人均收入接近 8000-9000 美元（1995 年不变价格，购买力平价），居民部门的制造业产品消费得到较充分满足，居民消费开启了从制造业产品向医疗保健、教育文化娱乐等服务类消费的转型。对服务的消费支出增速远高于对制造业产品的消费支出增速，这同时也带动了中国经济从制造到服务的结构转型。

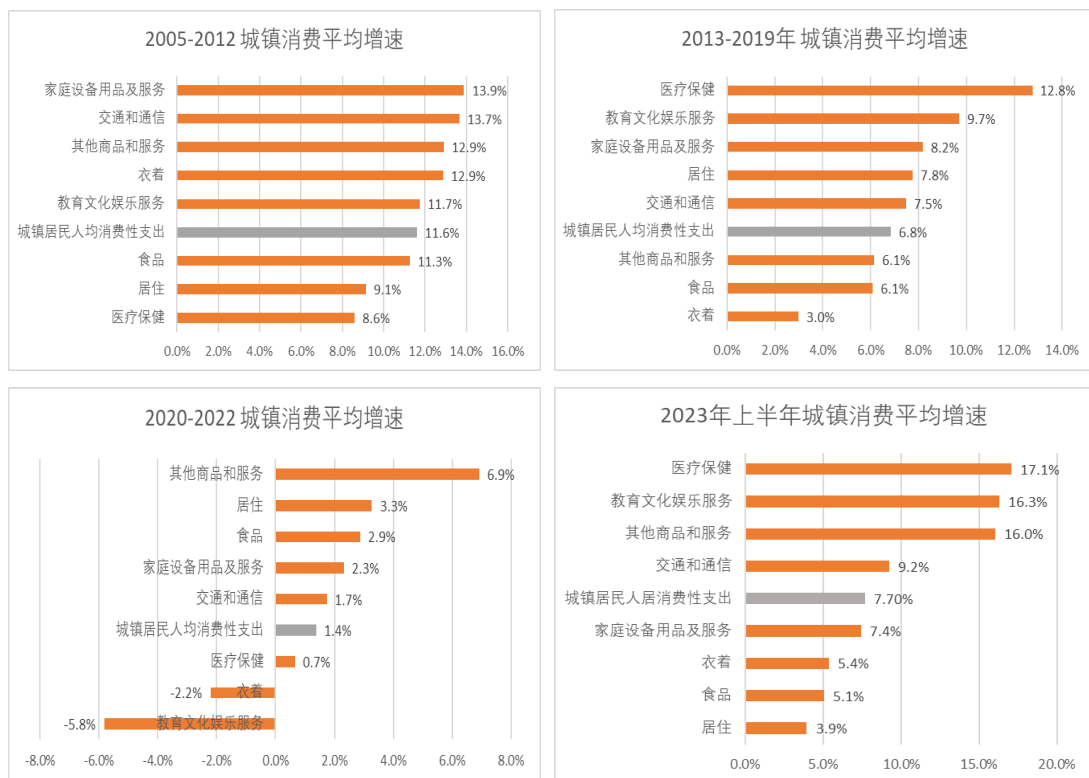


图 2 城镇消费平均增速变化

数据来源：WIND，作者测算

新冠疫情暴发以后，居民消费增速整体大幅下降的同时，消费结构也有显著变化。居住、食品等消费受到的影响相对较小。与疫情前的消费趋势相比，受影响最突出的是医疗保健消



费支出、以及教育文化娱乐类消费。2023 年疫情结束以后，医疗保健消费和教育文化娱乐类服务有明显恢复。从消费结构变化来看，2023 年疫情结束以后的消费结构变化与疫情前的消费结构变化较为接近。

3、从国际比较看，总量和结构变化趋势与高收入国家类似发展阶段的经验一致。

如果不考虑疫情影响，2012 年以来我国的居民消费增长轨迹与高收入国家类似发展阶段的轨迹类似。一是工业化高峰期以后，随着 GDP 总体增速放缓，消费总体增速也随之放缓。二是从制造到服务的消费升级。三是消费在 GDP 中的份额上升，与中国类似发展阶段相比，日本的居民消费/GDP 比率在整个七十年代上升了 5.9 个百分点，韩国自 90 年代中期到之后的十年中上升了 3 个百分点，我国 2012 至 2019 年期间上升了 3.9 个百分点。

有一种流行的观点认为我国的消费/GDP 比率占比过低，造成了严重的资源配置失衡。对于这种观点有两种相关的讨论。一是统计是否准确，正如张军和朱天⁴指出的，考虑对居民消费的低估、公司账户支付私人消费、以及住户调查方法的缺陷，中国的居民消费被严重低估，经过调整之后的居民消费/GDP 与高收入国家类似发展阶段水平接近。二是即便消费占比偏低，存在失衡，2012 年以后这种局面在持续改善，消费占比在持续上升，直到疫情暴发以后这个进程才被打断，疫情结束以后消费占比还有望延续疫情之前的上升趋势。

二、居民可支配收入和消费倾向

新冠疫情暴发以后，居民消费增速大幅下降，消费大幅偏离趋势值。这说明仅凭过去那些中长期的、结构性的制约消费增长的因素并不能用于解释疫情暴发以后的消费新变化。对疫情以后的消费增速大幅下降需要做出新的解释。

基于公式：消费 = 居民可支配收入 \times $\frac{\text{消费}}{\text{居民可支配收入}}$ ，消费增速变化分解为两个部分的加总，一是居民可支配收入增速变化；二是消费/可支配收入的变化，或者说消费倾向变化。两个部分对消费增速下降都有一定的解释能力。2020-2022 年期间与 2012-2019 年期间相比，居民年均名义消费增速从 10.5% 下降到 5%，下降了 5.4 个百分点，其中 2.7 个百分点来自居民可支配收入增速的下降，2.7 个百分点来自消费倾向的下降。以下我们从居民可支配收入和消费倾向两个角度解释消费增速下降。

⁴ 朱天 张军：中国的消费率太低？<https://www.aisixiang.com/data/61426.html>

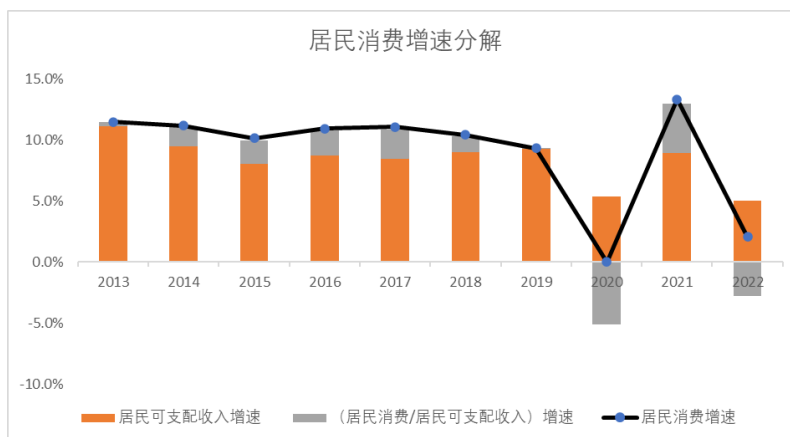


图3 居民消费增速分解

数据来源：WIND，作者测算

1、居民部门可支配收入

从总量上看，我国居民可支配收入在疫情之前总体保持较高增速，疫情暴发以后大幅下降。疫情之后的居民可支配收入显著偏离了趋势值。2012-2014年期间，居民可支配收入增速从12.5%放缓至8.1%。此后的2015-2019年期间，居民可支配收入增速稳定在8-10%之间。2020年疫情暴发以后居民可支配收入增速陡降至5.4%，2021年有所反弹，2022年再次下降。从趋势偏离的角度看，2020年以来居民可支配收入显著低于趋势值，2020-2022年之间累计缺口超过10万亿人民币。

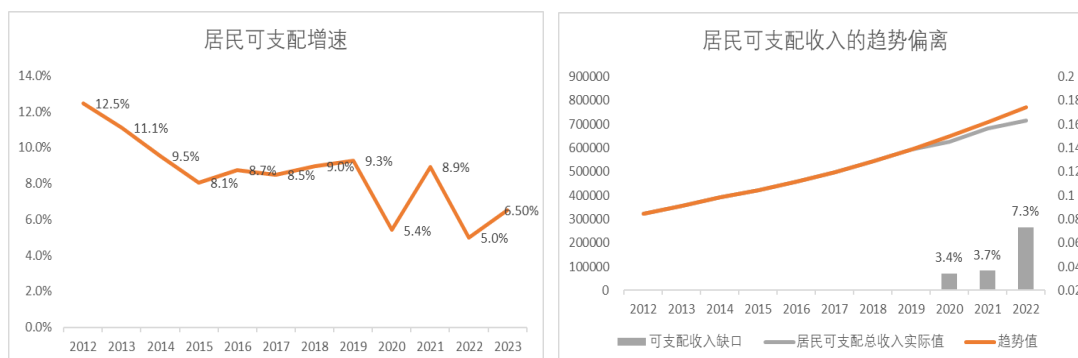


图4 居民可支配收入增速与趋势

数据来源：WIND，作者测算

注释：2023年采用的是上半年数据。

从行业结构上看，疫情暴发以后大部分行业的工资增速都明显下滑。与2017-2019年相比，2020-2022年工资增速下滑最突出的是房地产业，教育，信息传输、软件和信息技术服务业，特别是房地产和教育行业工资负增长；批发和零售业和建筑业工资增速的降低幅度稍



低，但这两个行业是非农就业当中排名最靠前的两个行业，对整体居民可支配收入增速下降也有很强解释力。2020-2022 年期间，交通运输、仓储和邮政业，制造业，卫生和社会工作，金融业等四个行业的工资增速高于 2017-2019 年期间的增速。

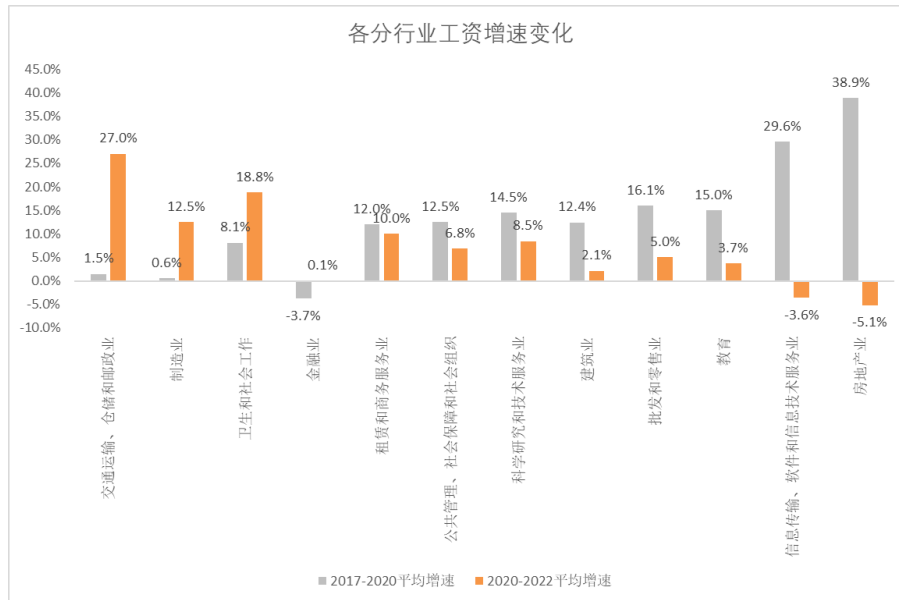


图 5 各行业收入增速变化

数据来源：WIND，国家统计局，作者测算

注释：2017-2020 年行业工资数据由投入产出表计算得到。2020-2022 年行业工资数据由两部分加权得到，分别是城镇非私营单位就业人员工资总额和上市公司薪酬总额，权重由 2020 年这两部分占收入总额的比重确定。

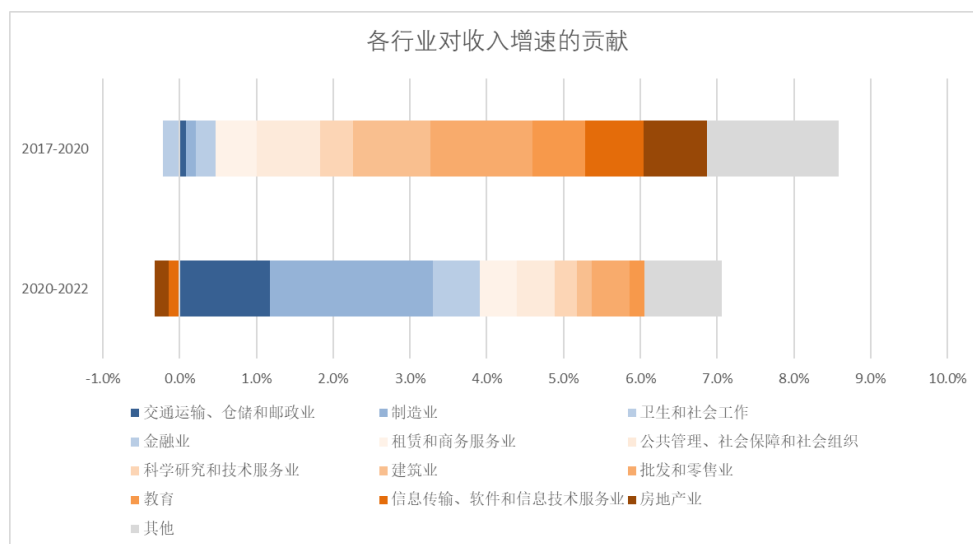


图 6 各行业对收入增速的拉动作用

数据来源：WIND，国家统计局，作者测算

注释：收入总额增速可以拆解为各个行业的收入增速与权重的乘积，2017-2020 年的权

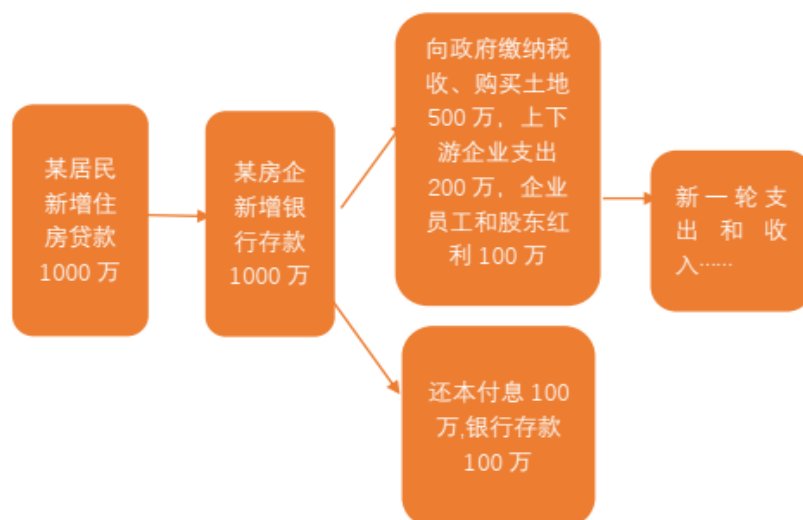


重根据 2017 年投入产出表确定，各行业权重等于该行业工资总额占总收入的比重，2020-2022 年的权重根据 2020 年投入产出表确定。

疫情冲击、互联网和教培的行业监管政策变化，以及房地产市场的变化对于解释某些类或者某一类行业劳动者的可支配收入增速下降有非常直观的解释能力。这种解释更多是一种局部的解释，并不足以解释总体可支配收入增速的下降，不足以解释绝大多数行业可支配收入增速的下降。

这里我们对可支配收入增速下降提出了基于宏观经济学框架的，更一般性的解释。为了便于理解，这里先提出两个具体案例，然后再进一步说明解释框架。

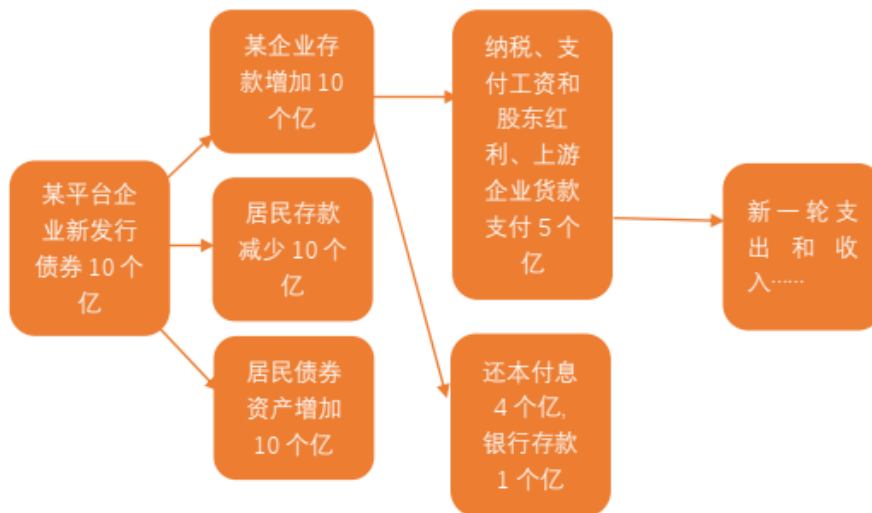
案例 1，某居民贷款 1000 万买房，该居民银行贷款增加 1000 万，全社会金融资产增加 1000 万。居民得到贷款后，随即转账给房地产企业 1000 万，房地产企业存款增加 1000 万。房地产企业随即给地方政府买地 400 万，交税 100 万，对上下游关联企业支出 200 万、对员工的劳动报酬和股东分红支出 100 万、对金融机构偿还债务利息 100 万、还剩下银行存款 100 万。1000 万贷款形成了 800 万支出，同时也对应着政府卖地收入、税收、企业收入、和居民部门收入等累计获得新增 800 万，并支撑新一轮的支出增长。新一轮的支出增长又会带来新一轮的收入增长，如此不断循环下去。



案例 2，某企业新发行债券 10 个亿，债券购买者为居民部门。该企业银行存款增加 10 个亿，居民部门持有的银行存款减少 10 个亿，居民部门持有的债券资产增加 10 个亿，全社



会金融资产增加 10 个亿。该企业将 10 个亿的银行存款中的 5 个亿用于交税、支付工资和员工红利、支付上游企业；4 个亿用于偿付历史债务的本金和利息支付；1 个亿存在银行。10 个亿中有 5 个亿形成新增支出和其他部门的收入，这 5 个亿的新增支出会带来新一轮的支出和收入增长。



上述两个例子告诉我们，全社会名义收入增长与新增广义信贷（主要包括贷款和发行债券），以及新增金融资产中有多大比例用于投资或者消费支出有着密切的关系。

全社会居民可支配收入取决于三方面的因素：（1）新增信贷增加了多少，这等价于全社会金融资产增加了多少；（2）新增金融资产中多少用于新增支出，进而形成新增的全社会收入；（3）新增的全社会收入中，在政府、企业和居民之间的分配。

下图对全社会名义收入的决定给了更完整的描述。这个系统类似于传统宏观经济学模型中的 IS-LM 模型，主要差别体现在（1）消费和投资的决定中，强调了账上有钱。消费需求不仅取决于当期收入，还取决于消费者的金融资产。投资需求受到企业账户上的金融资产数量的影响，考虑到企业融资中普遍存在的流动性摩擦，账上有钱是企业投资不可或缺的支持。

（2）不同于 IS-LM 模型中的货币，这里用金融资产替代货币，金融资产不仅包括货币，也包括与货币形成高度替代的债券类金融资产。（3）不同于 IS-LM 模型中通过收入和利率的内生实现商品和货币市场均衡，这里是通过收入和金融资产数量实现商品与金融资产市场均衡。



$Y = E(F, Y, \dots)$: 商品和货物市场均衡, 收入 Y 等于支出 E ; 消费和投资支出取决于金融资产数量 F 和当期收入 Y 。

$F = C(Y, \underline{i}, \underline{G}, \dots)$: 广义信贷市场均衡, 债务类金融资产供给 F 等于广义信贷需求 C , 广义信贷需求取决于内生变量收入 Y , 以及外生变量政策利率 \underline{i} 、公共部门举债支出 \underline{G} , 其他政策环境变量和外部冲击等等。

以上两个方程构成了由收入和金融资产两个内生变量构成的内生系统, 系统中的外生变量包括政策利率、公共部门举债支出, 其他政策环境变量和外部冲击等等。



这个框架可以包容疫情冲击、互联网和教培的行业监管政策变化对居民可支配收入的解释, 但是解释问题的角度很不一样。以互联网监管政策变化为例, 在这个框架中, 监管政策变化对居民可支配收入的影响, 并非是这个行业的工资收入下降带动全社会居民可支配收入下降, 而是 (1) 行业监管政策变化对全社会广义信贷的负面影响, 以及 (2) 行业监管政策变化减少了投资或者支出的机会, 即便银行账户有钱也不再形成投资或者消费支出。

对居民可支配收入做出以下的分解:

$$\text{居民可支配收入} = \text{广义信贷} \times \frac{\text{总支出}}{\text{广义信贷}} \times \frac{\text{居民可支配收入}}{\text{总收入}}$$

其中总支出=总收入=GDP。根据这个公式可以进一步得到下面公式:



$$\text{居民可支配收入增速} = \text{广义信贷增速} + \frac{\text{总支出}}{\text{广义信贷}} \text{增速} + \frac{\text{居民可支配收入}}{\text{总收入}} \text{增速}$$

其中，广义信贷增速表示新增了多少钱，总支出/广义信贷增速表示花钱的意愿变化，家庭可支配收入/总收入增速表示收入分配变化。

如果新增贷款或者债券主要用于置换旧债，净新增广义信贷没有增加，不能形成新的金融资产，则起不到支撑支出的作用。（总支出/广义信贷）变化背后的原因很多，正如在前面例子中看到的，如果新增信贷中需要用更大比例的资金用于偿还利息和本金支付，或者给定金融资产下的消费和投资意愿下降，都会导致更低的（总支出/广义信贷）。

2020年疫情暴发以来，居民可支配收入增速显著下降。我们基于上述公式对2012年以来的居民可支配收入增速做出了分解。对比2012-2019年和2020-2022年两个时期，居民可支配收入的年平均增速下降了**3.2个百分点**，对此做出分解后，全社会广义信贷增速贡献了**负4.5个百分点**，单位信贷带来的支出变化贡献了**2个百分点**，居民可支配收入在全社会总收入占比变化贡献了**负0.7个百分点**。

细分到每个年份上，情况有明显差异。2020年的情况下是单位信贷带来的支出大幅下降，广义信贷增长和居民可支配收入占比提升在一定程度上部分对冲了这个影响，居民可支配收入增速整体上大幅度下降。2021年，单位信贷带来的支出明显改善，但是广义信贷增速贡献下降，居民可支配收入占比明显下降，三部分合在一起，居民可支配收入增长较2020年还是有明显恢复。2022年，单位信贷带来的支出下降，广义信贷增速贡献下降，居民可支配收入占比基本稳定，三部分合在一起，居民可支配收入增速大幅下降。

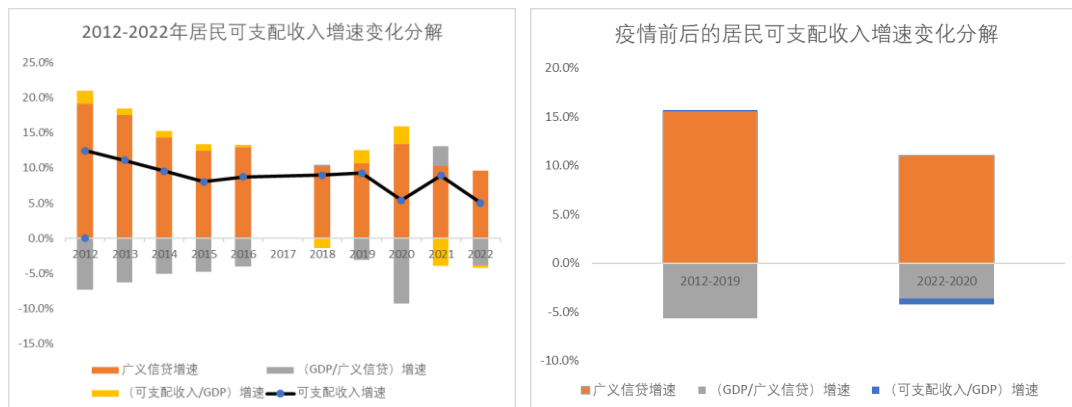


图7 居民可支配收入增速变化分解



数据来源：WIND，作者测算

2、居民消费倾向

疫情暴发以后，居民消费倾向明显下降，即便是疫情结束以后，居民消费倾向未能恢复到疫情之前水平。这里主要关注在居民消费中占据主体部分的城镇居民消费。疫情之前，居民每 100 元可支配收入当中，消费支出在 66-68 元之间波动。疫情暴发以后，2020、2021 和 2022 年的三年中，全年来看每 100 元可支配收入当中的消费支出分别为 61.6 元、63.9 元和 61.7 元。疫情结束以后，2023 年上半年每 100 元可支配收入当中的消费支出 60 元，高于 2020 年和 2022 年的 55.7 和 58.7 元，稍低于 2022 年的 60.4 元基本持平。

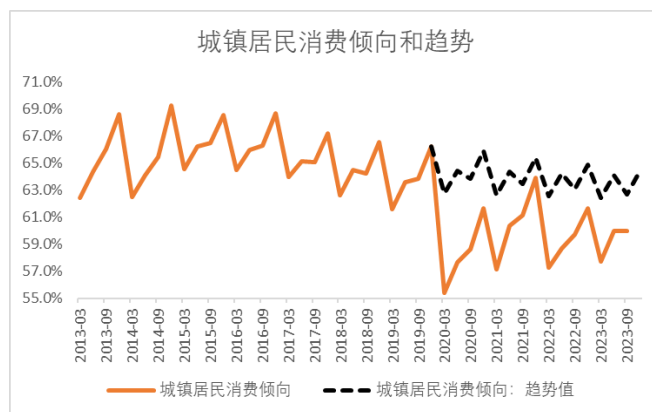


图 8 居民消费倾向和趋势变化

数据来源：WIND，作者测算

对居民消费倾向变化的解释有多种，有些解释能够得到证据支持，有些得不到支持。

(1) **疫情暴发以后的消费场景限制。**毫无疑问，疫情暴发以后对密切接触的消费场景带来了普遍限制，降低了消费倾向。但是这还远不足以解释全部的消费倾向下降。2023 年上半年，疫情结束，消费场景限制基本解除，但是 2023 年上半年每 100 元可支配收入当中的消费支出为 60 元，仍远低于 2019 年的 63.6 元、2018 年的 64.5 元和 2017 年的 66 元。

(2) **收入分配恶化。**收入分配恶化或许对消费倾向下降有部分解释力，证据还不够充分。疫情暴发以后，收入水平相对较低的青年就业和私人部门就业面临较大压力，工资增长相对缓慢。2019 年城镇非私营单位就业年平均工资 9.05 万元，是城镇私营单位就业年平均工资的 1.69 倍，是农民工工资的 1.9 倍。此后三年里面，城镇非私营单位就业工资平均每年增速 8.0%，城镇私营单位就业工资平均每年增速 6.8%，农民工 5.2%。2022 年城镇非私营



单位就业年平均工资是城镇私营单位就业年平均工资的 1.75 倍，是农民工工资的 20.6 倍。但是从基尼系数角度看，收入和财富分配并没有出现恶化，2018 年以来，居民的收入基尼系数和财富基尼系数都保持相对稳定，没有明显恶化。

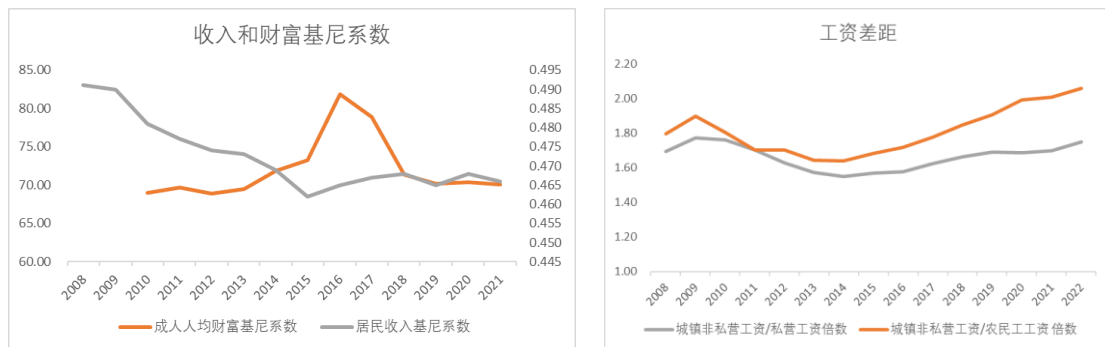


图 9 收入分配没有明显恶化

数据来源：WIND，作者测算

(3) 收入增速下降。2020-2022 年期间，大量个体工商户破产，整体劳动力市场上的就业压力增加，居民可支配收入增速明显下降。2013-2019 年期间，我国居民可支配收入年均增速 9.0%，2020-2022 年期间年均增速 6.3%。由于家庭可支配收入增速下降，居民更加谨慎，减少支出，增加储蓄，带来了消费倾向下降。从相关关系来看，2011-2022 年期间，居民可支配收入增速和消费倾向是显著的正相关关系。

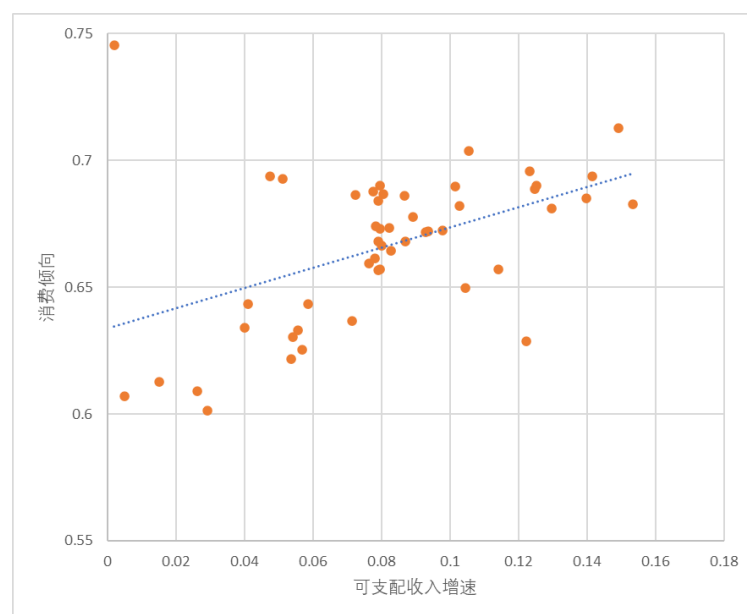


图 10 2011-2022 年居民可支配收入增速和消费倾向的正相关关系

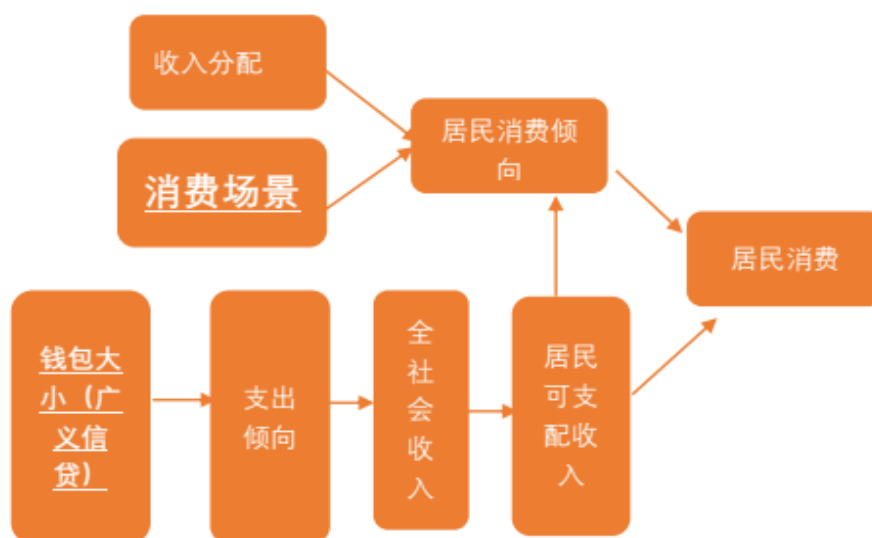


数据来源：WIND，作者测算

三、如何扩大短期消费

从众多关于中国消费问题的研究发现，如果有更好的社会保障水平，更合理的收入和财富分配，教育、医疗卫生等部门更充分的释放发展潜力，城市公共管理和服务更完善，消费的增长和结构变化可能会更好。即便还存在很多不足之处，2012 年到新冠疫情暴发以前，居民消费总体而言保持较好的增长态势，消费增速超过 GDP 增速，消费内部呈现了从制造到服务的消费升级。这些消费增长和消费结构变化特征与高收入国家类似发展阶段的经验基本一致。

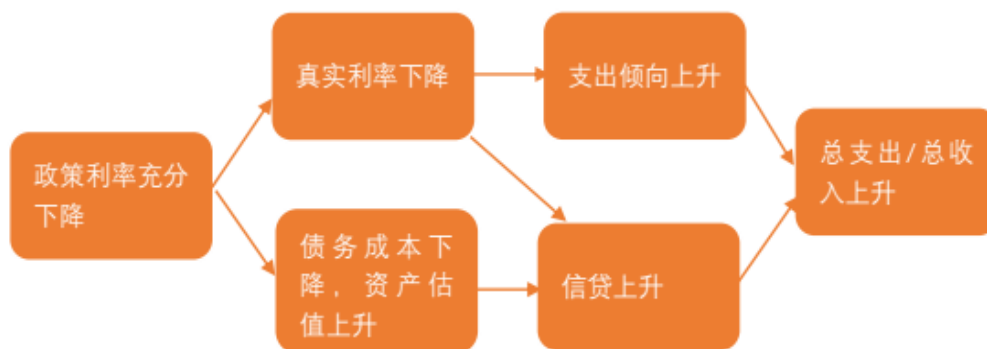
疫情暴发以后，消费增速的大幅放缓，消费显著低于趋势值。这些新变化显然不是疫情之前那些制约消费增长的中长期因素所导致，而是有新的因素制约了消费增长。基于我们上面的研究可以看到，疫情暴发以后消费增长的下降可以分解为居民可支配收入增速的下降和消费倾向的下降。居民收入增长下降大部分来自于全社会金融资产增速的下降，或者说是广义信贷增速的下降，给定信贷水平上的支出水平尽管也有消费下降，但是下降速度较疫情前相比更低而不是更高。居民消费倾向下降受到多种因素影响，就业压力增加和收入增速放缓让居民部门更加谨慎，降低消费倾向；疫情管控带来的消费场景限制会降低消费倾向；低收入群体收入增速更大幅度的下降可能也部分解释了消费倾向下降。





疫情过后，消费场景限制对消费的制约消失，短期内恢复消费增长的最重要依托在于两个方面：一是广义信贷增长，带动全社会金融资产增长，让居民、企业和政府口袋里有钱；二是给定居民、企业和政府持有的金融资产，消费和投资的支出倾向提高。考虑到居民可支配收入在全社会总收入中的比重相对稳定，做到以上两点，才能通过提高总支出提高总收入，进而提高居民可支配收入和消费支出。

无论是降低政策利率还是提高公共部门举债和公共部门支出水平，都能有效地提高广义信贷增速和支出比例，进而提高消费增速。降低政策利率的作用机制主要表现为两个方面，一是通过政策利率的充分下降，引导真实利率下降，真实利率下降一方面会鼓励支出遏制储蓄，提高支出倾向；另一方面会提升信贷需求。二是通过政策利率充分下降，大幅降低全社会债务成本，提高资产估值，提升信贷需求。



提高公共部门债务能够更直接地提高全社会广义信贷增速，提高总支出和总收入水平，提高居民可支配收入和消费水平。特别是在真实利率下降不充分或者面临诸如零利率下限的情景下，难以依靠私人部门创造出足够的信贷，通过政府主导的公共债务扩张成为全社会广义信贷增长更重要的支撑力量。

一种普遍的担心是考虑到地方政府的隐性债务以后，中国政府债务是否过度举债。对中国政府债务的负担、可持续性与是否带来外溢效应的讨论参见我们 2022 年 4 季度的专题报告“逆周期公共部门支出和政府债务可持续性”⁵。这里我们仅做简单的国际比较，2000-2022 年期间，发达国家政府新增债务在全社会新增债务中的平均占比是 41.7%，美国 44.8%，日本 98.5%，这说明政府已经成为全社会新增债务的主导力量。中国 2010-2022 年政府债务快

⁵ <http://www.cf40.org.cn/Uploads/Picture/2023/02/23/u63f6ef65eae6b.pdf>



速扩张期间，政府新增债务在全社会新增债务中的占比是 17.8%。这只考虑了中央和地方政府的显性债务，如果把地方政府隐性债务的大部分也考虑进去，假定所有地方政府隐性债务中的 60 万亿转化为显性债务，调整后的政府新增债务在全社会新增债务中的占比是 38.1%。至少与发达国家相比，中国政府新增债务在全社会新增债务中的占比并不会更高。

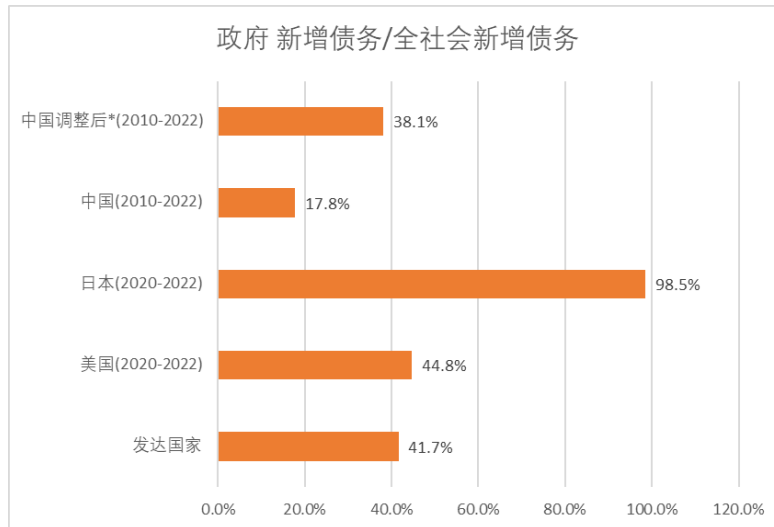


图 11 政府新增债务占全社会新增债务的比重

数据来源：BIS，国家统计局

注释：调整的方法是在现有政府显性债务的基础上，加上 60 万亿的地方政府隐性债务。

还有一种普遍的、对刺激政策后遗症的担心。对四万亿刺激政策的反思，需要明确的是（1）不应该采取四万亿刺激政策；（2）不应该把四万亿刺激政策做成超过十万亿；（3）不应该用商业金融机构、影子银行和金融市场的高成本资金为缺乏现金流保障的基础设施建设项目融资；（4）刺激政策中的区域布局、建设项目规划设计不合理。四万亿刺激政策实施以后，我国经济出现了 V 型复苏，确实也带来了不少后遗症问题。后遗症问题当中，最突出的莫过于影子银行、债务快速积累、地方政府隐性债务等，这些很大程度上来自于以上的第三点，部分来自第二点和第四点，而不是不应该采取刺激政策。

另一种普遍的担心是通过提高信贷增加名义收入，收入是不是都集中在富人手里，穷人穷人能不能得到收入。这种看法很流行，但无论是基于国际经验还是国内经验，并得不到验证。仅从最直观的数据来看，我国在 2008 年和 2015 年两次刺激政策期间，居民可支配收入在全社会收入中的占比一直在上升，还是居民内部的收入分配在 2018 年以后明显改善，在 2015 年以后有所恶化。当经济过于低迷的时候，低收入群体收入受损更严重。逆周期政策



帮助经济走出低迷局面，其实是改善而不是恶化了收入分配。基于中国的经验研究验证了这个观点⁶。

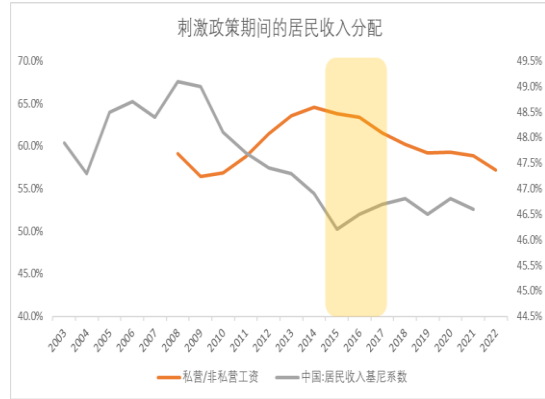
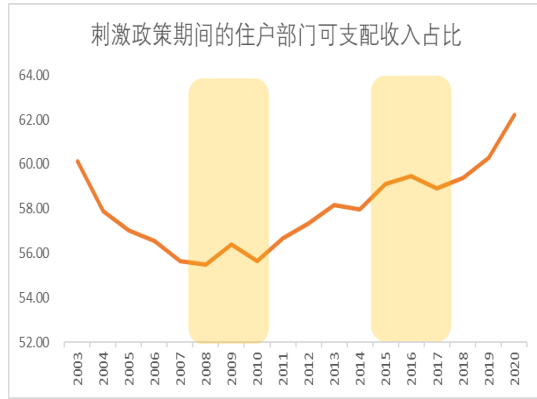


图 12 刺激政策期间的住户部门可支配收入占比

图 13 刺激政策期间的居民收入分配

数据来源：WIND，作者测算

通过提高信贷，增加名义收入，进而提高消费支出的做法，只有在需求不足环境下才会发挥明显的作用。需求不足环境下，这个做法提高了总支出水平，提高了全社会的真实产出水平，也提高了真实消费水平。如果不存在需求不足，或者是需求过剩环境下，提高信贷和名义收入，更多会带来通货膨胀提高，而不会提高真实消费水平。

⁶ 邹静娴，张斌，魏薇，董丰。信贷增长如何影响中国的收入和财富不平等[J]。金融研究，2023，511(1): 1-20.