

# 从总需求角度看各因素对经济增长的贡献

本文从总需求角度考察了最终消费支出、资本形成总额和出口对总需求增长的贡献，并将各因素贡献率的变化分解为自增长差异、份额差异和总需求增长差异。结果显示，消费对总需求增长贡献的提升主要来自总需求增长差异，是“被动”提升，而投资和出口对总需求增长的贡献则更多来自其自身的增长，真正起到了对总需求的拉动作用。

- 支出法 GDP 核算容易造成两方面的误解：（1）忽略出口和进口本质上仍是消费和投资；（2）因高速增长的出口的贡献可能被同样高速增长进口的进口所抵消，仅从“货物与服务净出口”观察出口对经济增长的贡献，有低估出口贡献的可能性。
- 从总需求视角看经济增长各因素：（1）出口对总需求增长的贡献率远高于传统支出法 GDP 核算的结果。（2）资本形成总额在经济遭遇外生冲击时贡献明显提升：2008—2009 年资本形成总额的贡献主要体现为固定资本形成总额，存货变动贡献并不明显；2020 年则存货变动贡献明显增加。（3）2014—2019 年，最终消费支出再度成为总需求增长的主要贡献者，基本对应了中国经济的转型。在消费支出中，城镇居民消费是主要贡献者，其次是政府消费支出，农村居民消费支出贡献依然较低。
- 对各因素贡献率的进一步分解显示：（1）最终消费支出对总需求增长的贡献率变化主要来自总需求增长差异，即总需求本身增速放缓。（2）资本形成总额和出口对总需求增长的贡献更多来自其自身的增长，说明资本形成和出口对总需求增长的确起到了相应的拉动作用。
- 市场对 2023 年的宏观经济预期甚高。主要关注点一是在于消费的修复，二是在于地产的复苏。但考虑到消费的内生性，在居民收入和预期有实质性改善前，对 2023 年的消费复苏仍应谨慎看待；相应的，对投资和出口的贡献仍需重视。
- 风险提示：消费复苏不及预期，国内稳增长力度不及预期，疫情不确定性。

## 相关研究报告

《12 月 PMI 数据点评》20230101

《利率专题研究》20221230

《宏观深度》20221230

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济：总量深度

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 如何理解“总需求” .....                       | 4  |
| 对国民经济核算恒等式的再思考 .....                  | 4  |
| 考察出口作用的两个视角 .....                     | 4  |
| 从总需求角度看近年来驱动经济增长的因素 .....             | 6  |
| 不同阶段各因素对经济增长的贡献 .....                 | 6  |
| 对最终消费支出、资本形成总额和货物与服务出口贡献率的进一步考察 ..... | 7  |
| 从总需求角度看 2023 年经济增长 .....              | 9  |
| 仍需谨慎看待消费复苏 .....                      | 9  |
| 投资与出口的作用不可忽视 .....                    | 10 |
| 余论：需求端与供给端 .....                      | 10 |
| 附录 .....                              | 11 |
| 各因素对总需求增长贡献率的计算 .....                 | 11 |
| 各因素对总需求增长贡献率的分解公式 .....               | 12 |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1. “三驾马车”对中国 GDP 增长的贡献 .....            | 4  |
| 图表 2. “三驾马车”对中国总需求增长的贡献 .....              | 6  |
| 图表 3. 存货变动贡献在 2008—2009 年和 2020 年的区别 ..... | 6  |
| 图表 4. 城镇居民、农村居民和政府消费支出对总需求增长的贡献 .....      | 7  |
| 图表 5. 2012—2019 年各因素增长贡献率变化的分解 .....       | 8  |
| 图表 6. 最终消费支出增速加速和放缓程度均弱于总需求 .....          | 8  |
| 图表 7. 资本形成总额增速多数年份快于总需求 .....              | 8  |
| 图表 8. 出口增速在 2011—2019 年弱于总需求增速 .....       | 8  |
| 图表 9. 倾向“更多储蓄”的居民比例逐步上升 .....              | 9  |
| 图表 10. 居民消费倾向回落 .....                      | 9  |
| 图表 11. 2022 年居民收入增速仍低于 GDP 增速 .....        | 9  |
| 图表 12. 居民未来收入预期恶化 .....                    | 9  |
| 图表 A1. 1994—2021 年各因素对总需求增长的贡献率 (%) .....  | 11 |

## 如何理解“总需求”

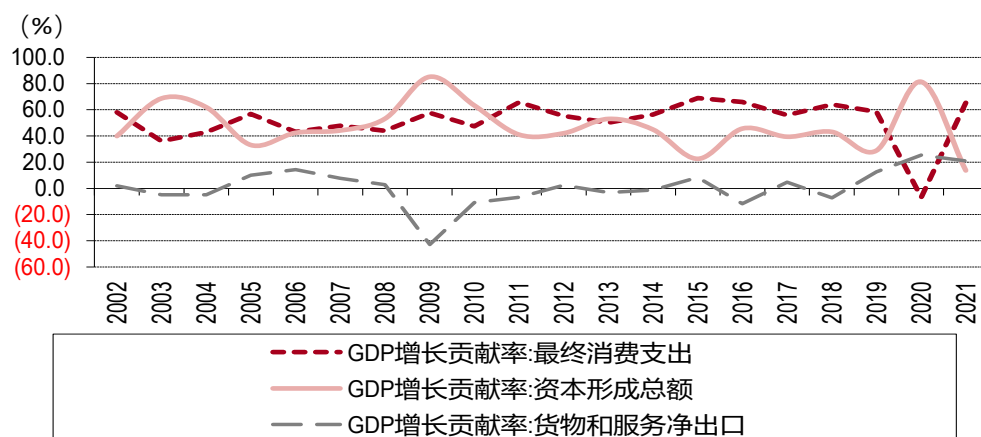
### 对国民经济核算恒等式的再思考

众所周知，在支出法 GDP 核算中，GDP 被分为最终消费支出、资本形成总额以及货物与服务净出口，也即所谓“三驾马车”，有如下国民经济核算恒等式

$$Y = C + I + EX - IM$$

从这一 GDP 核算角度看，货物与服务净出口对 GDP 的增长贡献率长期低于另外两项，仅在 2020 年强于最终消费支出，在 2021 年强于资本形成总额。

图表 1. “三驾马车”对中国 GDP 增长的贡献



资料来源：Wind，中银证券

上述恒等式定义的是国内需求，这也正是国内生产总值（GDP）的含义。然而，细究起来，最终消费支出（C）和资本形成总额（I）是从需求的性质或曰最终用途给出的定义；而出口（EX）和进口（IM）则是从需求的来源地给出的定义，即出口是由国内满足的海外需求，进口则是海外满足的国内需求。但是，本质上，出口和进口仍然最终要转化为消费和投资。从这一意义看，考察贸易对经济增长的贡献时，应同时考虑贸易对消费和投资的间接影响。

此外，“货物与服务净出口”本身是货物与服务出口和进口的差额，高速增长的出口的贡献被同样高速增长的进口所抵消。例如，在 2002—2007 年，中国的出口增速明显高于同期的社零和固定资产投资增速，但净出口对 GDP 增长的贡献则低于消费和投资。从这个意义看，仅从“货物与服务净出口”观察出口对经济增长的贡献，有低估出口贡献的可能性。

### 考察出口作用的两个视角

#### 联立方程模型

考察出口作用的一个视角是通过联立方程组模型去考察出口对经济增长的全面影响，具体如下：

$$\begin{cases} Y_t = C_t + I_t + EX_t - IM_t \\ C_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \alpha_2 C_{t-1} + \varepsilon_t \\ I_t = \beta_0 + \beta_1 RR_t + \beta_2 Y_t + \mu_t \\ IM_t = \gamma_0 + \gamma_1 Y_t + \gamma_2 ER_t + \nu_t \end{cases}$$

其中 Y 为支出法 GDP，C、I、EX、IM 分别为最终消费支出、资本形成总额、商品与服务出口、商品与服务进口，RR 为实际利率（以一年期国债收益率-CPI 度量），ER 为实际汇率，以国际清算银行公布的人民币实际有效汇率指数度量。 $\varepsilon$ 、 $\mu$  和  $\nu$  为回归残差项。第一个方程为国民经济核算恒等式，以下依次是消费、投资和进口方程。鉴于中国的出口更多受外需而非汇率影响，出口在方程组中被设定为外生变量。

依据上述方程，可以计算得出出口对 GDP 的综合贡献为

$$\left[ \left( \frac{dC_t}{dEX_t} + \frac{dI_t}{dEX_t} \right) \Delta EX_t + (EX_t - IM_t) \right] / \Delta Y_{t-1}$$

换算成上面方程组中的系数，即为

$$[(\alpha_1 + \beta_2) \Delta EX_t + (EX_t - IM_t)] / \Delta Y_{t-1}$$

上式中， $(EX_t - IM_t) / \Delta Y_{t-1}$ 为通常的“货物与服务净出口”对经济增长的贡献， $(\alpha_1 + \beta_2) \Delta EX_t / \Delta Y_{t-1}$ 则是出口所引致的最终消费支出和资本形成总额变化对经济增长的贡献，也即出口的间接贡献。

### 总需求的视角

从联立方程组视角考察出口作用存在一定的数据依赖性，不同的样本给出的系数不尽相同，因其系数本质上代表的是平均水平。同时，模型估计等方面还需要满足一定的技术假设。我们用另一种方式来考察出口的作用。

货物与服务的进口可以理解为被国外产出满足的国内需求，在国民经济核算中作为国内生产总值的减项，然而，从总需求的角度看，进口本身也是国内总需求（AD）的一部分，即有如下等式：

$$AD = Y + IM = C + I + EX$$

我们可以依据上式分别计算最终消费支出、资本形成总额和货物与服务出口对总需求增长的贡献，具体计算公式可参见附录。

## 从总需求角度看近年来驱动经济增长的因素

从总需求角度，我们可以重新考察三驾马车对总需求增长的贡献。

### 不同阶段各因素对经济增长的贡献

#### 数据处理

考虑到经济增长更多采用剔除价格因素的不变价增速，而支出法 GDP 仅公布名义值，我们首先对数据进行处理，将名义值转换为实际值。具体过程如下：

#### (1) 最终消费支出

采用 CPI 进行平减。其中，城镇居民消费支出采用城市 CPI，农村居民消费支出采用农村 CPI，政府消费支出采用 CPI。

#### (2) 资本形成总额

资本形成总额分为固定资本形成总额和存货变动。前者我们用固定资产投资价格指数平减，固定资产投资价格指数自 2020 年起不再公布，我们用 CPI 和 PPI 对其进行了拟合，得出了 2020 年和 2021 年的价格指数。后者我们直接采用 PPI 进行平减。

#### (3) 货物与服务净出口

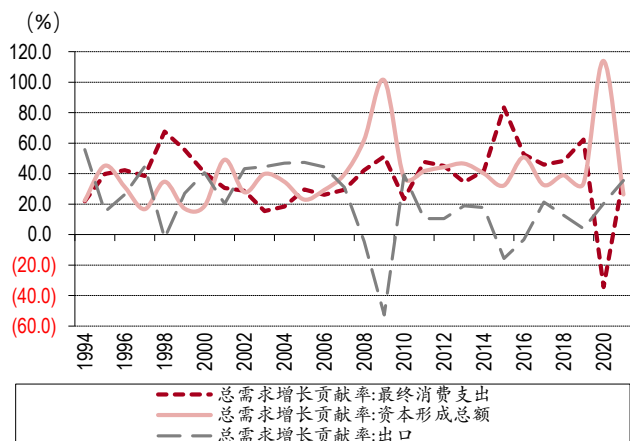
我们采用海关总署公布的出口价格指数和进口价格指数对出口和进口分别进行平减。这里的问题是：海关数据仅包含商品进出口而未包含服务进出口。但考虑到商品贸易的量远高于服务贸易，对此我们不再做进一步区分。

#### 结论

经过数据调整后，我们计算了最终消费支出、资本形成总额和出口对总需求增长的贡献，具体结果见附录图表 A1，从中可以看到：

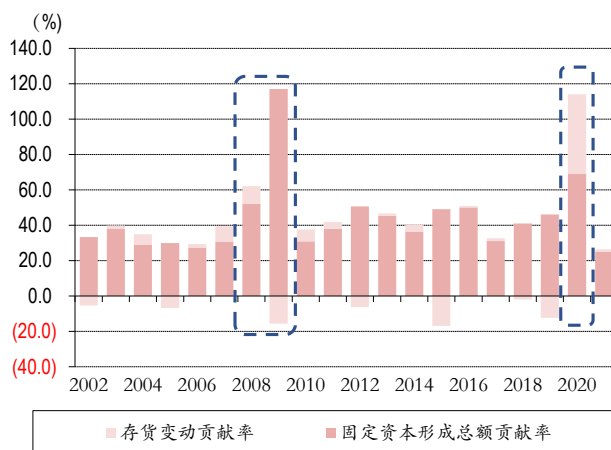
(1) 出口在 2002—2006 年是总需求增长的主要贡献者，2007 年的增长贡献也强于最终消费支出，体现了加入 WTO 对中国经济增长的提振作用；此外，出口在 2020 年和 2021 年对总需求增长的贡献明显提升，尤其是 2021 年，贡献率超过了 35%。总体上，出口对总需求增长的贡献率远高于传统支出法 GDP 核算的结果。

图表 2. “三驾马车”对中国总需求增长的贡献



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 存货变动贡献在 2008—2009 年和 2020 年的区别

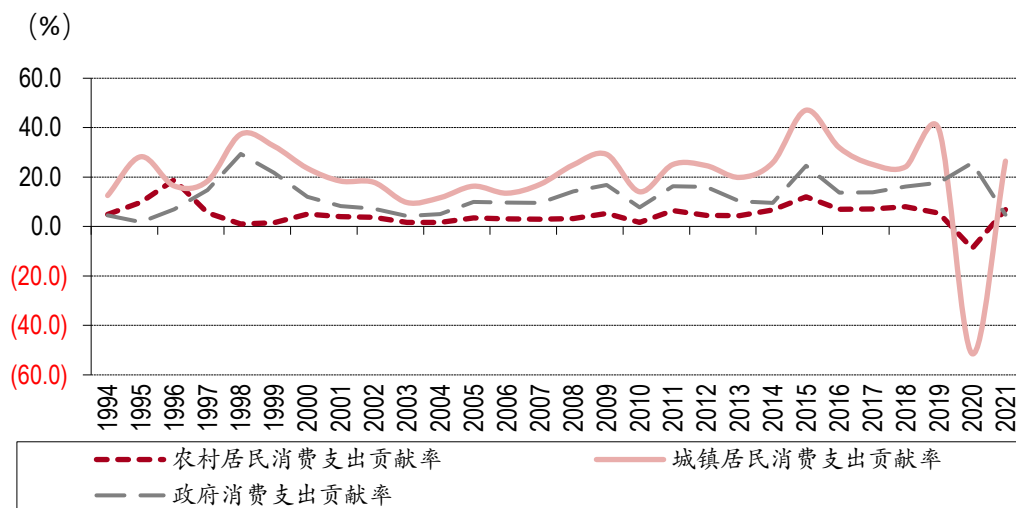


资料来源: Wind, 中银证券

(2) 资本形成总额在总需求增长中扮演主要角色的是两个时间段：一是 2008—2009 年金融危机时期，二是 2020 年新冠疫情最为严重的时期。此外，1998 年尽管资本形成总额的贡献率不及最终消费支出，但主要是因为存货变动贡献大幅下降所致，固定资本形成总额在当年的贡献率依然较高并超过了最终消费支出。这体现了经济遭遇外生冲击时，投资对经济增长的支撑作用。但是不同时间段资本形成总额的贡献也存在明显区别，1998 年以及 2008—2009 年资本形成总额的贡献主要体现为固定资本形成总额，存货变动贡献并不明显；2020 年则存货变动贡献明显增加，对总需求增长的贡献率超过了 40%。一定程度上，这体现了投资空间的变化，如果说 1998 年以及 2008—2009 年，中国尚有较为充裕的空间消化基建投资；2020 年，这种空间已经明显发生了变化，因此才会出现存货投资的明显增加。

(3) 2014—2019 年，最终消费支出再度成为总需求增长的主要贡献者，基本对应了中国经济的转型。即随着中国经济规模的扩大，国内消费日益成为总需求的主要来源。而在消费支出中，城镇居民消费是主要贡献者，其次是政府消费支出，农村居民消费支出贡献依然较低。从中可以看到，政府消费支出贡献明显上升的年份包括 1997—1999 年、2008—2009 年和 2020 年，体现了财政政策在经济遭受外生冲击时对提振内需的支撑作用。此外，2011 年之后，政府消费支出贡献率总体上较此前有所上升。

图表 4. 城镇居民、农村居民和政府消费支出对总需求增长的贡献



资料来源：Wind，中银证券

## 对最终消费支出、资本形成总额和货物与服务出口贡献率的进一步考察

需要指出的是，上述增长贡献率的变化可能来自以下原因：第一，消费、投资和出口各因素自身增长导致的对总需求增长贡献变化；第二，各因素在基期总需求中的份额变化导致的对总需求增长的贡献变化；第三，总需求本身增长率变化导致的该因素对总需求增长的贡献变化。

为了进一步考察消费、投资和出口各因素对总需求增长的贡献，我们对各项需求的总需求增长贡献率的变化进行了解析，将其分解为自增长差异、份额差异和总需求增长差异，分别对应上述三种导致贡献率变化的原因，具体分解方法参见附录。进行上述解析的原因在于，自增长差异导致的对总需求增长贡献的变化才是需求的真正驱动，而后两者更多是被动的。

考虑到 2020 年以来疫情对宏观经济的外生冲击，我们主要对比了 2012—2019 年这一阶段。分解结果显示：

(1) 2019 年与 2012 年相比，最终消费支出对总需求增长的贡献率上升了 17.2 个百分点。这一数据似乎显示了消费支出正在成为经济增长的驱动。然而，分解后结果显示，这 17.2 个百分点中，消费支出自我增长的贡献（自增长差异）显著为负，拖累近 36 个百分点；其增长主要来自总需求增长差异（41.2 个百分点）以及份额差异（12 个百分点）。换言之，这一阶段最终消费支出对总需求增长的贡献率变化主要来自总需求增长差异，即总需求本身增速放缓。其次是来自总需求增长放缓导致的三大需求占总需求份额的变化。

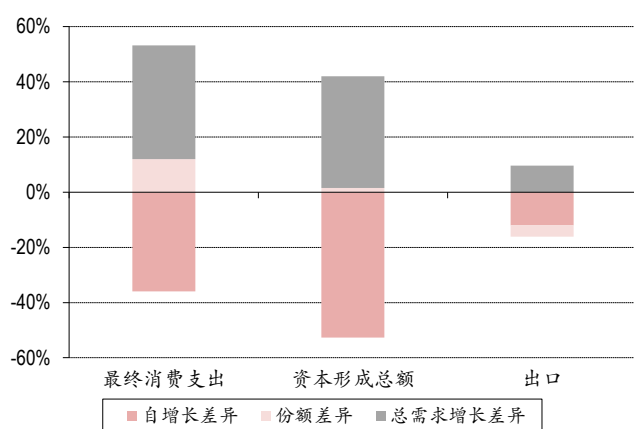
这里的含义在于：消费内生于经济增长。因此，消费对总需求贡献率的上升其实更多来自总需求自身的变化，即在总需求增速下行的过程中，最终消费支出增速放缓的程度低于总需求本身，从而导致了其对总需求增长贡献率的上升。

考虑到消费的内生性，在经济下行阶段，单纯的刺激消费可能收效有限，刺激消费的核心在于如何改变驱动消费增长的因素，即收入、财富和预期。

(2)相比最终消费支出，资本形成总额和出口对总需求增长的贡献率变化则是主要来自自身增长差异，其次是来自总需求增长差异，即相对于最终消费支出而言，资本形成总额和出口对总需求增长的贡献更多来自其自身的增长，说明资本形成和出口对总需求增长的确起到了相应的拉动作用。

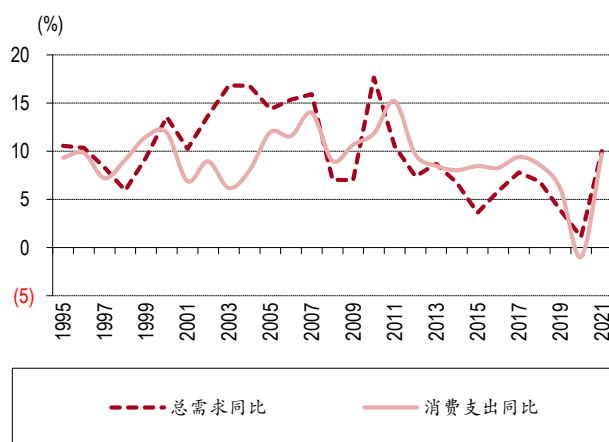
鉴于出口本身受到海外需求的约束，从政策角度，相比消费而言，刺激投资对经济增长的效果更为立竿见影。

图表 5. 2012—2019 年各因素增长贡献率变化的分解



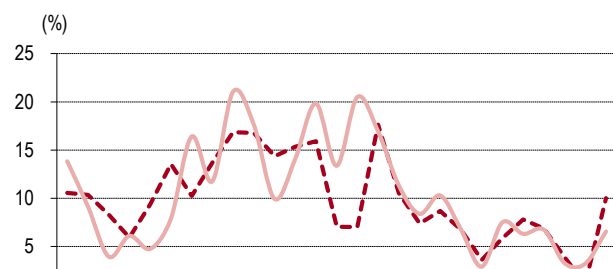
资料来源：Wind，中银证券

图表 6. 最终消费支出增速加速和放缓程度均弱于总需求

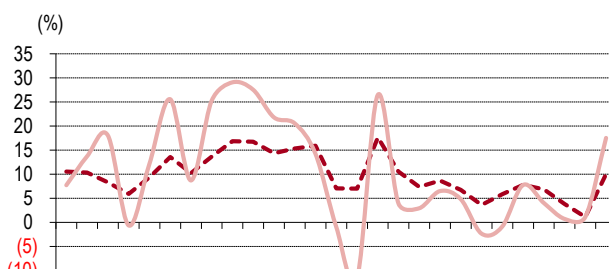


资料来源：Wind，中银证券

图表 7. 资本形成总额增速多数年份快于总需求



图表 8. 出口增速在 2011—2019 年弱于总需求增速



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_50727](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50727)

