



李迅雷：促消费仅靠发消费券还不够



意见领袖 | 李迅雷

昨天有幸受邀参加 2022 年清华五道口首席经济学家论坛，会议主办方给了我十分钟的发言时间，为此我还准备了六页 PPT。不过，从各类媒体的公开报道看，大部分都关注到我的前四页 PPT 的内容，然后有人把我的演讲内容归纳为“该发钱了”。为此，我把昨天发言的完整表述重述一遍，请大家批评指正。



扩内需：仅仅靠拉动基建投资还不够

当前公布的一季度总量数据还不错，GDP 增速 4.8%，但分项数据显现出不少隐忧。例如，在固定资产投资方面，除了基建投资增速大幅回升外，制造业和房地产投资增速都显著回落。从四月份的社会融资额数据中

可知，企业贷款大幅新增的主要支撑为票据冲量，剔除票据后企业贷款仅新增 704 亿，同比大幅少增 3754 亿。而且今年居民房贷余额月度数据第二次出现了净减少。

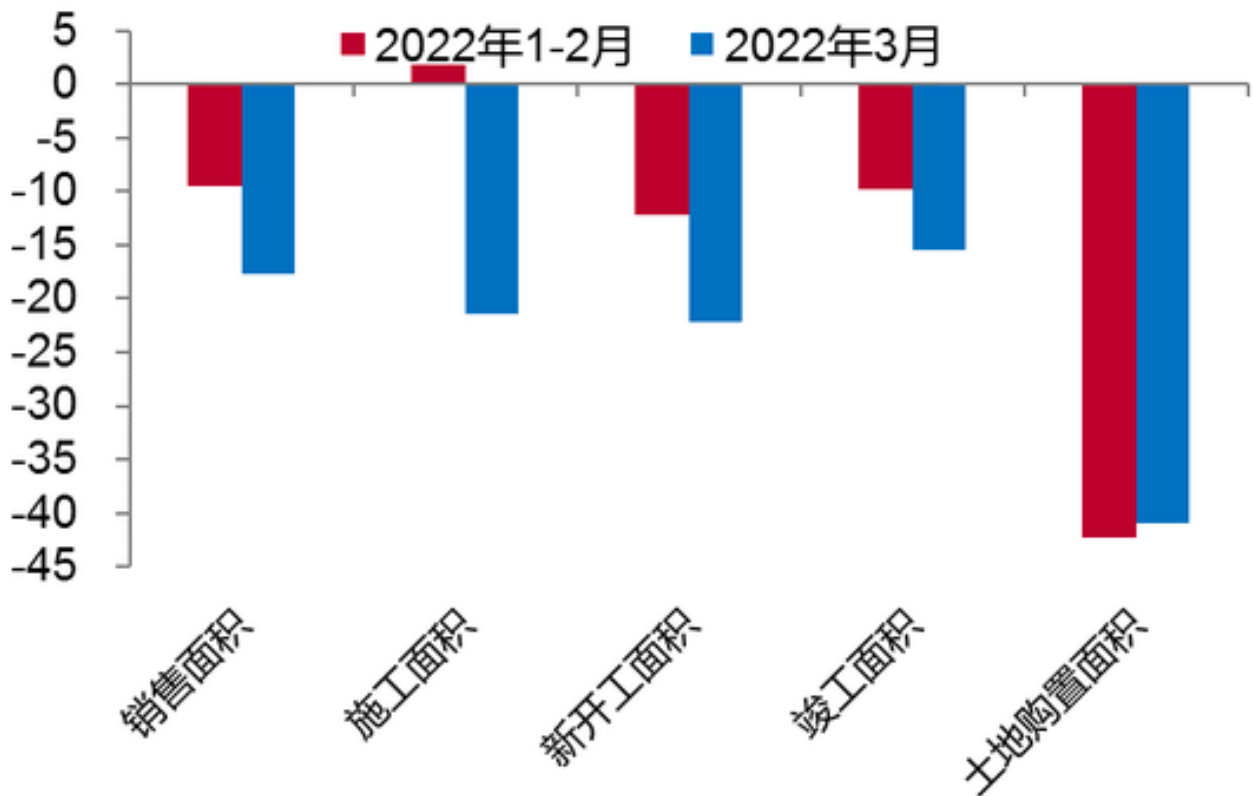
固定资产三大类投资当月同比增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

因此，最近稳房价的政策也频繁出台，如央行推出差别化的房贷政策来支持刚性和改善性住房需求，房贷利率最低可至 4.4%。但是，中国的房地产已经持续繁荣了 20 余年，随着人口老龄化的加速，尤其是今年可能首次出现我国总人口数量的下降，未来房地产行业需求不足将形成长期趋势。为此，今后政府应该在保障房建设、危房改造等方面增加投入，至少不要让房地产开发投资持续负增长。

地产分项指标当月增速 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

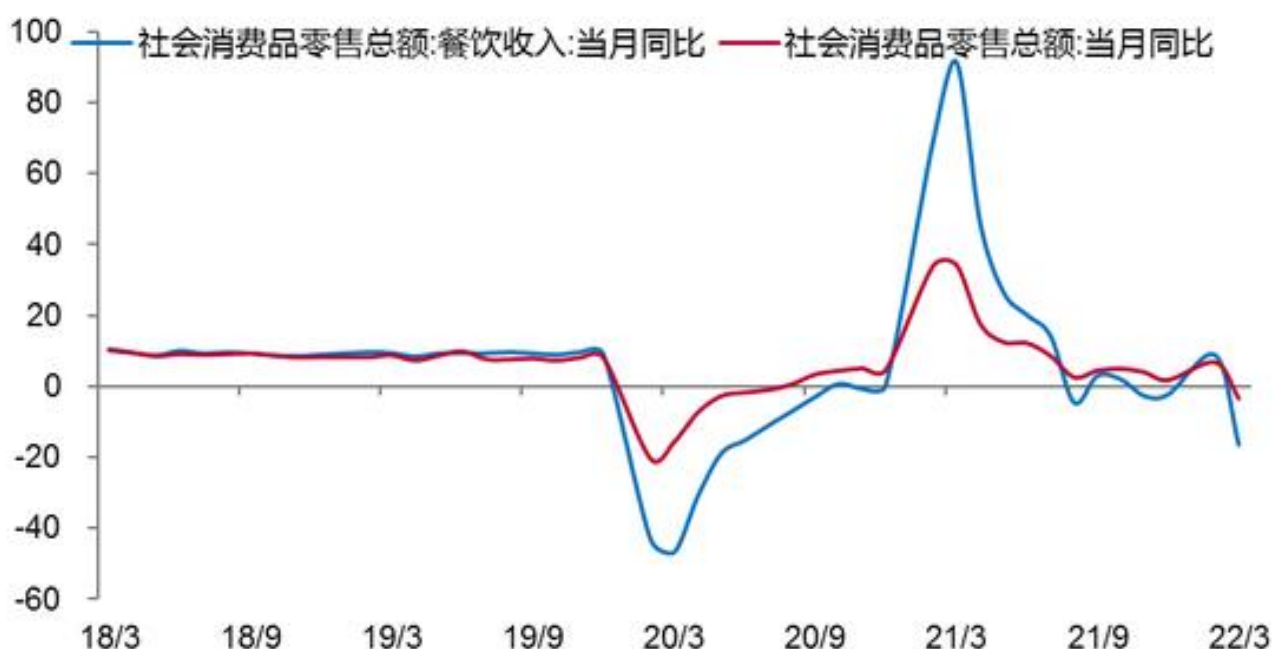
此外，制造业投资是固定资产投资中占比最大的，也应该在财政政策上支持新动能，加大研发的投入，提升自主创新能力。

在去年年末中央经济工作会议上提出了三重压力，其中一条是“需求收缩”，需求包括内需和外需，外需不是国内政策能把控的，内需则包括投资和消费两大类。目前看，投资主要靠基建投资来拉动，但消费方面的政策力度还有待加强。

一季度社消零售、限额以上零售增速分别录得 3.3%、5.4%，其中 3 月当月增速分别为-3.5%、-1.4%，较 1-2 月增速均由正转负，社零环比增速也同步转负。受全国各地针对疫情采取管控措施的影响下，3 月餐饮收

入同比增速由正转负至-16.4%，对社零形成较大拖累。分品类来看，3月必需和可选消费品增速双双回落，可选消费回落幅度更大。四月份数据还没有公布，由于四月份的全国疫情加剧，估计四月份消费数据更不乐观。为此，扩消费，避免消费持续负增长成为当然之选。

疫情拖累消费尤其是服务性消费（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

美国在 2020-2021 年的疫情大爆发期间，通过财政向居民部门发钱的方式，不仅让美国居民部门直接获得超过两万亿美元以上的现金补贴，从而提高了居民储蓄率，而且拉动了居民部门的投资和消费。

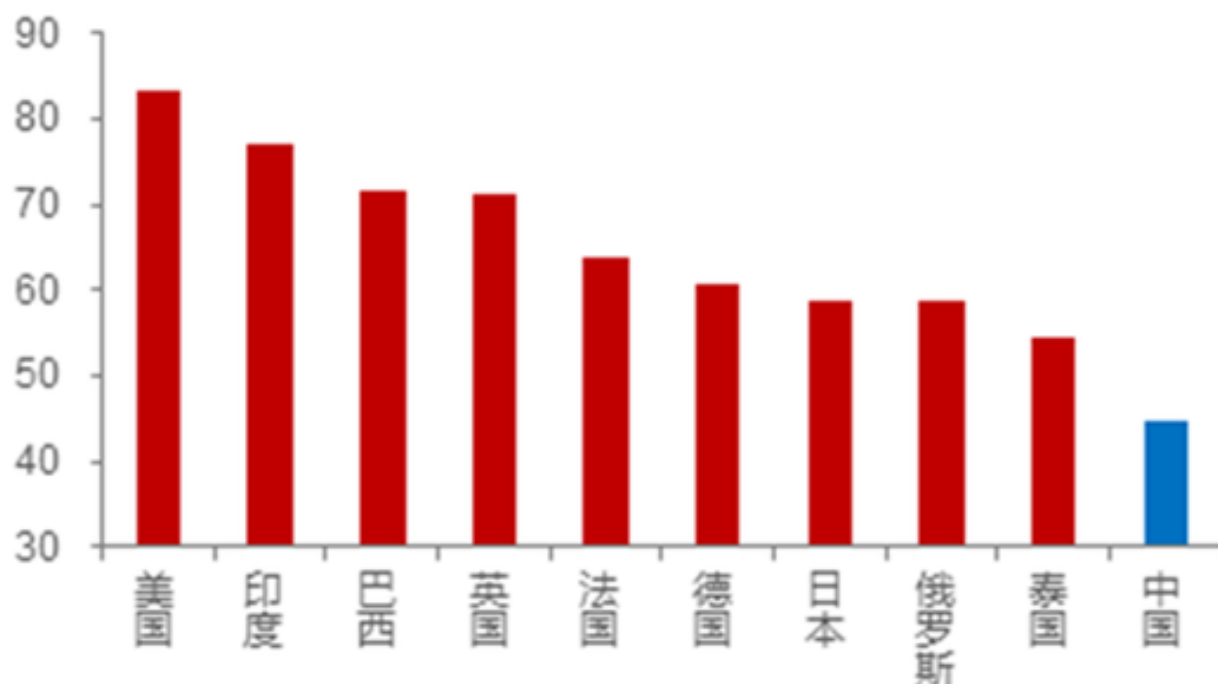
因此，我国财政部也可以考虑发行特别国债的方式，向居民部门发放消费券。尽管目前不少地方也采取了发放消费券的方式，但存在规模过小、

购买商品限制过多的问题，实际上难以起到有效促消费的效果。例如，深圳近期发放了总额 5 亿元人民币的消费券，使用非常麻烦，与香港发放的超过 700 亿港元的消费券相形见绌。

尽管通过基建投资也能起到稳增长和促就业的作用，但为何促消费的效果要比基建投资更好呢？因为通过发放消费券来增加居民收入的方式，更直接地提高居民的消费能力和消费欲望。基建投资只是间接通过增加就业和投资机会来增加特定群体的收入，而且，基建投资创造的收入是企业、劳动者和税务部门的共同收入，劳动者在这一过程中能获取占比多少的收入，仍是未知数。

根据最新公布的《2021 年国民经济和社会发展统计公报》，全年全国居民人均可支配收入 35128 元，比上年增长 9.1%，扣除价格因素，实际增长 8.1%。人均可支配收入的实际增速与 GDP 同步，但居民可支配收入总额占 GDP 的比重只有 43.4%，远低于 60%左右的全球平均水平，其中美国为 83.4%，印度为 76.9%，德国为 60.7%。

部分国家的居民可支配总收入/GDP

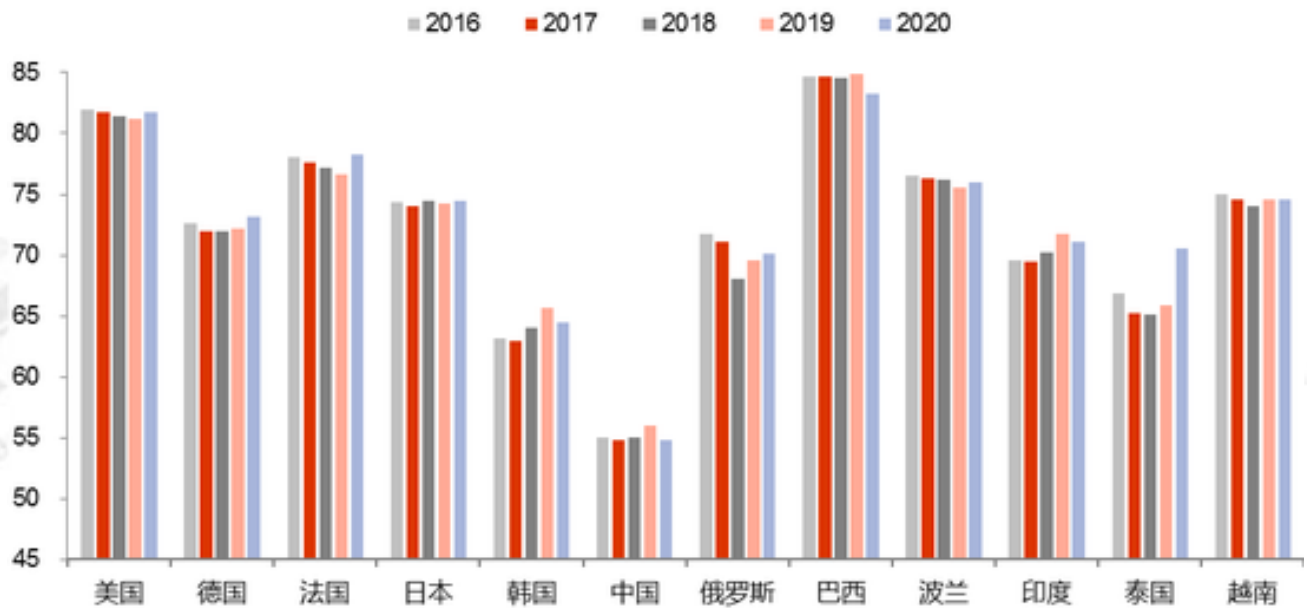


注：中国为 2021 年数据，泰国为 2019 年数据，其他国家均为 2020 年数据

来源：彭博、CEIC、WIND，中泰证券研究所

也许这是我国统计部门抽样调查获得的数据，可能存在一定程度上的低估，但最终消费对 GDP 的贡献远低于全球平均水平却是不争的事实。因此，发放消费券可以在短期内改善居民部门的收入状况，尤其在疫情期间。

最终消费占 GDP 比重的国别比较



来源：世界银行，中泰证券研究所

目前，居民部门和企业部门的杠杆率都偏高。如我国居民部门的杠杆率水平已经超过 60%，也超过不少发达经济体的居民杠杆率水平；尤其当防控疫情的力度加大的时候，居民部门的资金链断裂的风险会显著上升。而企业部门的杠杆率水平（150%以上）几乎为全球最高，而且还存在债务成本在民企和国企之间较大差距的问题。那么，唯有政府部门加杠杆率，才能抵御可能出现的全球性经济衰退的风险。

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_41876

