

财政支出如何激活消费活力和填补疫情空白？

——政策研判专题研究

宏观专题报告

2020年05月20日

报告摘要：

新冠疫情特殊情况下，财政政策固然要积极，但不能包办一切。在消费性支出和投资性支出上财政需要发力，但定位为引导，而不是强刺激。

● 方向：疫情不改居民消费结构改善趋势，财政注重民生支出

虽然疫情在一季度大幅提高了商品消费占比，但服务消费占比上升的长期趋势并不会被打断。服务业在疫情结束之前仍将承压，但是也催生出了一些新的服务形式。居民消费需求只是受到短暂抑制，消费能力仍在。近年来，政府投资意愿逐渐下降，以公共消费为代表的消费性支出越发受到重视。

● 空间：存款增速回升，居民消费能力修复

虽然我国居民杠杆上升速度较快，但是债务偿付压力仍低于美国等发达国家。过去三次的货币宽松周期开启均会带动居民快速加杠杆，主要的加杠杆对象是房地产。在“房住不炒”的政策约束下，此次货币宽松周期并未明显提高居民杠杆的上升斜率，加上减税降费的落地生效，居民存款增速重回高位，消费空间已经打开。在不依赖房地产释放需求的前提下，作为消费两大组成之一的公共消费（政府消费）需要发力填补居民消费疲软期。

● 引导：投资性支出催生新需求，消费性支出发挥多重作用

财政投资性支出从供给端调控需求，同时能创造出新的需求。尽管我国资本存量偏高和边际收益下降，但是投资对经济增长的拉动具有持续性，效果可能仍显著大于消费性支出。消费性支出偏重短期效应，主要是政府以各种形式直接购买商品和服务。除了可选商品消费的补贴支出外，科教文卫等服务业均有发力点，进一步减税降费帮扶受疫情影响较大的企业度过难关。

● 未来展望：财政政策固然要积极，但不是强刺激

财政政策固然要积极，但不能包办一切。财政政策不仅需要发挥两大最终消费的此消彼长作用，还要兼顾税收减少的问题。我们此前判断，财政政策的基调仍是灵活有效，不走强刺激的老路，目前看法不变。我国居民的消费只是被抑制，并未消失，但短期内需要公共消费发力予以引导和补充。投资对经济增长的影响仍较大，财政支出需要两手抓。

● 风险提示：

全球经济前景恶化、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院**分析师：解运亮**

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

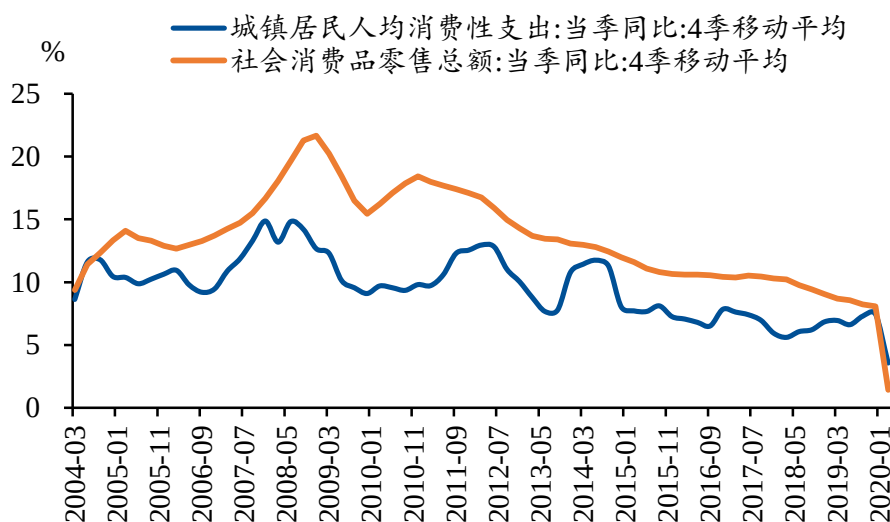
一、方向：居民结构改善，政府注重民生.....	3
1.1 居民消费拆解：社零和消费性支出的背离	3
1.2 疫情不改服务消费上升趋势，挑战传统服务模式	4
1.3 财政支出拆解：投向高度集中，投资意愿下滑	5
二、空间：从金融状况看居民消费能力发展.....	7
2.1 我国居民杠杆率上升过快，地区差距明显	7
2.2 居民偿债压力较低，新一轮加杠杆周期弱开启	8
2.3 存款指标修复意味着居民消费能力回升	10
三、引导：消费性支出和投资性支出的博弈.....	12
3.1 财政支出乘数：投资性支出与消费性支出的平衡	12
3.2 财政支出与居民消费的互动	12
四、未来展望：财政政策固然要积极，但不是强刺激.....	14
风险提示	14

一、方向：居民结构改善，政府注重民生

1.1 居民消费拆解：社零和消费性支出的背离

社零、消费性支出和最终消费的统计口径和方法有所区别。社零统计来自商品供应端；消费性支出来自居民问卷调查，属于商品需求端；最终消费则来自投入产出表的核算。统计方法和口径的差异必然会导致三种数据结果有所差别。另一方面，三者的部门分类也存在较大差异。社零消费品的需求部门主要分为集团消费和居民消费，其中集团消费包含企事业单位和政府机关。GDP 支出法中的最终消费仅有两部门：政府和居民，其中非营利机构提供的商品和服务纳入居民部门。需要注意的是，社零仅含有餐饮收入一个服务项，居民消费性支出和最终消费则包含多种服务支出。因而，社零和居民消费性支出时而同步，时而背离（图 1）。

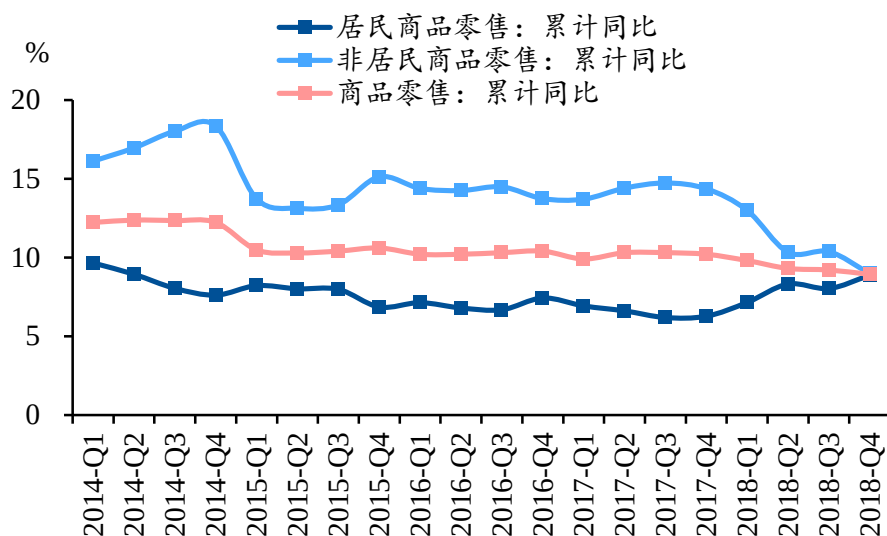
图 1：相较于社零的长期下滑，居民消费支出更具波动性



资料来源：Wind，民生证券研究院

居民消费改善和政府“缩衣紧食”可能是社零和居民消费支出背离的原因之一。近年来，我国居民消费结构持续改善，服务占比逐渐上升，2019 年三四季度服务占比均高于 50%。过去两年的减税降费力度较大，提高了居民的可支配收入，是消费增速持续上升的主要原因之一。同时，财政状况越发吃紧，政府屡次表示“缩衣紧食”，一定程度上抑制了集团消费。我们在此前消费专题中对社会商品零售进行拆分和研究，发现 2018 年集团商品消费下滑，与同期的企业销售费用增速下滑一致（图 2）。

图 2：2018 年非居民部门商品零售下滑推动商品零售下滑

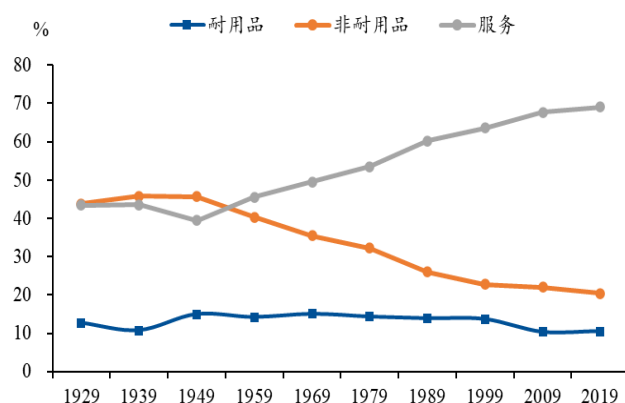


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 疫情不改服务消费上升趋势，挑战传统服务模式

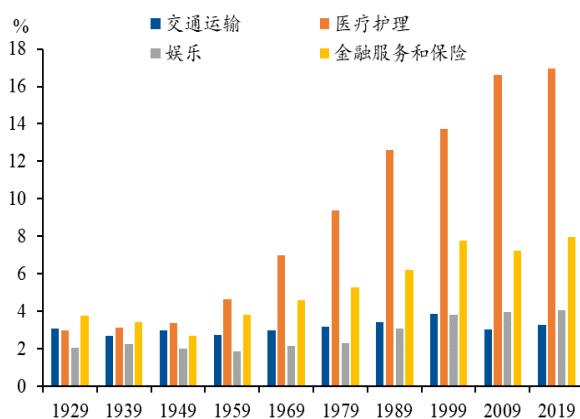
服务占比上升是长期趋势，需要观察疫情会否改变消费形式和习惯。以美国为例，在居民财富积累过程中，居民消费结构的改善体现在服务占比稳定上升，非耐用品消费占比受到服务消费挤出，耐用品消费占比则一直较为平稳（图 3）。在服务消费中，占比上升较快的是医疗护理和金融服务，娱乐和交运的上升相对缓慢（图 4）。我国居民消费结构也是如此：从 2013 年至 2019 年，食品和衣着消费占比有所下降，医疗保健、通信和文娱娱乐占比均有不同程度的上升（图 5）。在疫情的冲击下，服务业大面积被关停，导致 2020 年一季度服务消费占比较去年一季度和四季度分别下滑 0.5 和 2.8 个百分点，餐饮旅游的营收损失最为突出（图 6）。但是，服务占比长期上升的趋势并不会受疫情冲击而改变，潜在的改变是服务形式和消费习惯。近来，物流和医疗问诊等传统线下服务开始转向线上或非接触式服务，疫情后是否持续有待观察。

图 3：美国居民消费：服务占比上升，非耐用品下降



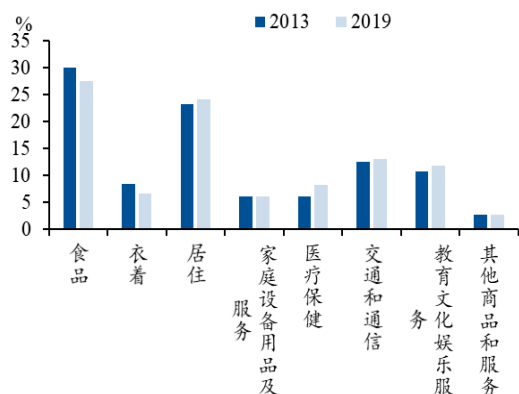
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：美国居民服务消费结构变化



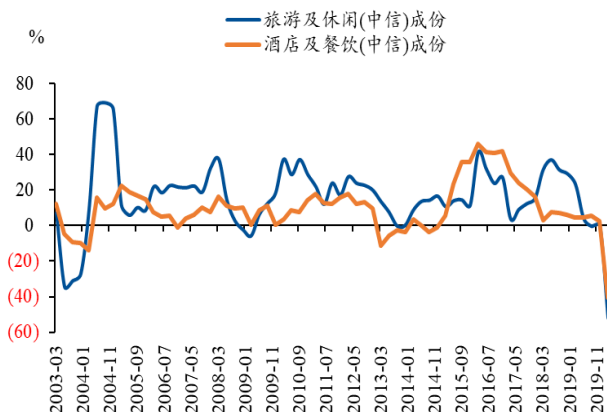
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：我国居民消费结构稳定改善，服务占比上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：与美国相似，餐饮旅游服务业营收下跌创记录

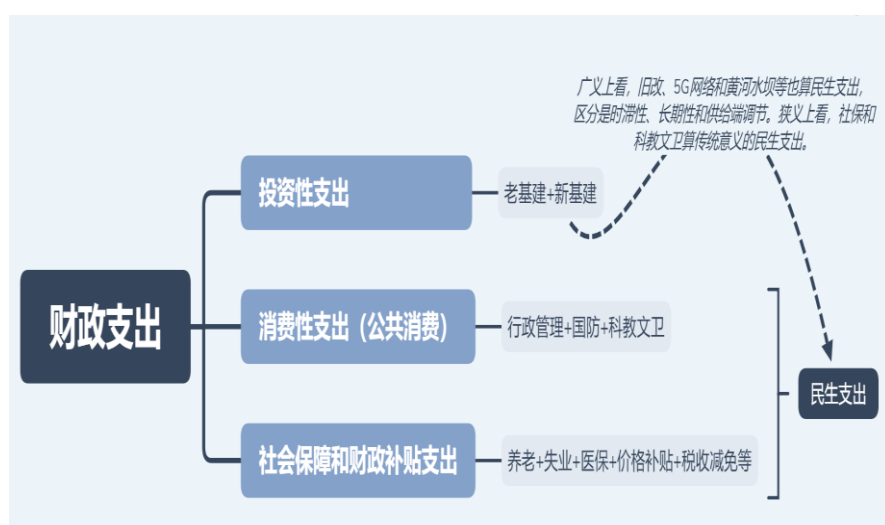


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 财政支出拆解：投向高度集中，投资意愿下滑

何为财政支出中的公共消费？财政支出的流向大体上可以分为四类，分别是投资性支出、消费性支出、社会保障和财政补贴支出（图 7）。投资性支出的主要内容是基建，与 GDP 中的固定资产形成额挂钩。消费性支出也称公共消费，主要包含行政管理、国防和科教文卫。通常情况下，消费性支出用政府最终消费来衡量。社会保障支出和财政补贴的作用是财富再平衡。严格意义上说，第三类支出并非公共消费，与绝对公平原则存在稍许背离。但是，由于社保就业和财政补贴支出具有广泛的正外部性，我们在分析时将其纳入到公共消费。另外，投资性支出从供给端调节，消费性支出从需求端调节，前者存在时滞性和长期性。投资性支出可以创造新的需求方向，消费性支出则是在原有供给基础上拉动需求释放，需要根据宏观状况来调整两者之间的比例。

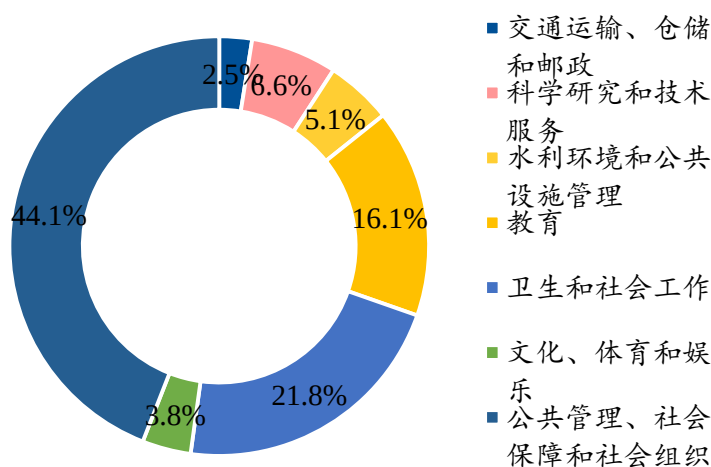
图 7：财政支出的四大分项



资料来源：民生证券研究院

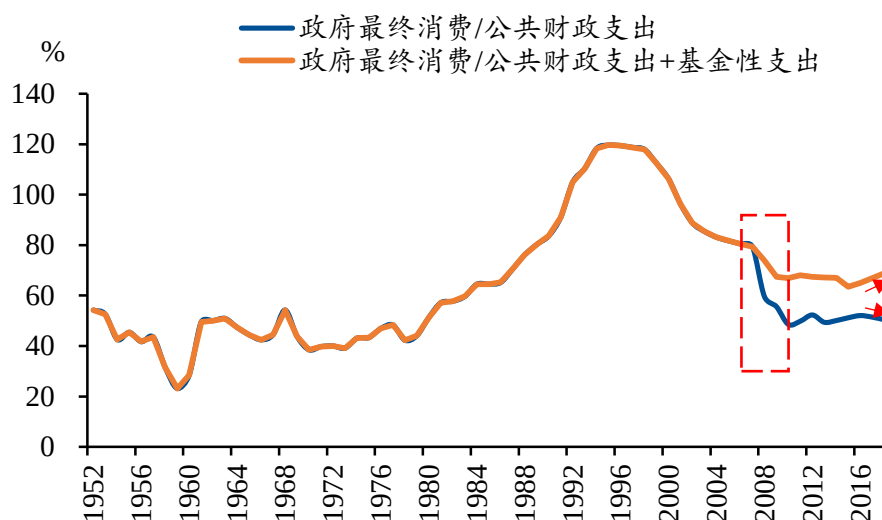
公共消费集中于服务业，财政支出重点由投资转向民生支出。根据 2017 年投入产出表（42 部门）数据显示，政府最终消费集中于第三产业的 9 个部门和农林牧渔，其中占比前七的部门合计约 97%，按排名顺序分别是公共服务、卫生、教育、科研、水利、文化和交运（图 8）。因为公共财政支出能分别形成公共消费和固定资产投资，我们使用政府最终消费/公共财政支出来粗略观察下政府投资意愿。政府最终消费在公共财政支出的占比从 1998 年后开始呈现下滑趋势，与我国过去 20 多年依赖投资拉动经济相符；在经历 4 万亿元基建和棚改以后，投资意愿大致上见顶，重点转向民生支出（图 9）。值得注意的是，广义财政支出显示政府仍有稳投资需求，考虑到疫情对经济造成的广泛影响，预计今年两者背离可能会进一步走扩。

图 8：政府最终消费高度集中，公共服务、卫生和教育位居前三



资料来源：统计局，民生证券研究院

图 9：政府投资意愿下滑，稳投资可能更加依赖基金性支出



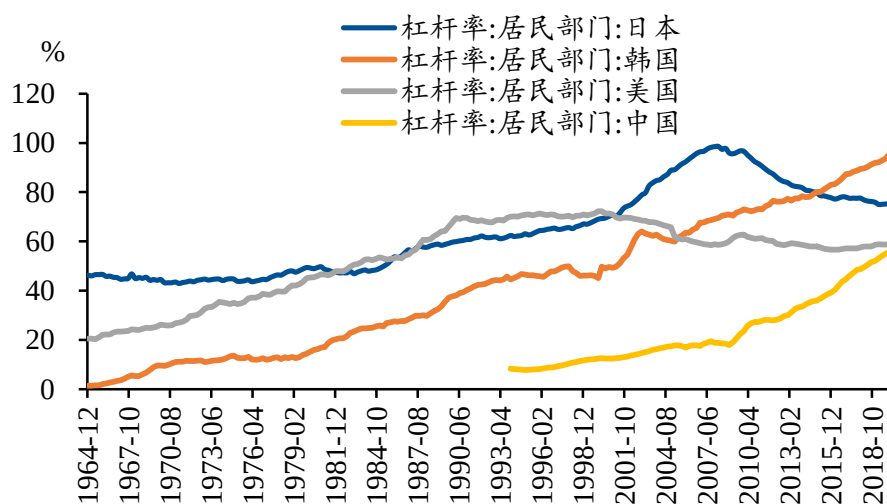
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、空间：从金融状况看居民消费能力发展

2.1 我国居民杠杆率上升过快，地区差距明显

我国居民杠杆率上升速度较快。当前，我国居民杠杆率的绝对水平并不高，2020 年一季度为 57.7%，接近日本水平，大幅低于韩国和美国（图 10）。韩国、日本和美国的居民杠杆周期各有特色：美国在 2008 年触顶后持续下降，说明次贷危机提高了美国家庭防风险意识；日本在上世纪 90 年代初房地产泡沫破裂后杠杆率走平，随着老年化加剧，进入长期去杠杆周期；韩国则是一直处于加杠杆周期，与韩国政策激励居民信贷和房价鲜有负增长有关。我国居民杠杆率从 2009 年一季度 19% 上升至 2019 年四季度 55.8%，年均增速约为 18%，显著快于美日韩在快速加杠杆时期的表现。以韩国为例，韩国花了 30 年才从不到 20% 的杠杆率升至近 60%，而我国仅花了 11 年。

图 10：我国居民杠杆率绝对水平仍较低，但是上升速度较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

居民杠杆区域分化明显。2015 年至 2017 年居民快速加杠杆的地区基本上以一线城市、沿海省份和华北区为主，上海、海南、河南和深圳位居前四，年均提升都在 8% 以上；云南、陕西和新疆等中西部、东北部分的居民债务增速相对缓慢，绝对水平也是处于中下游（表 1）。究其原因，可能与房地产区域化有关，上一轮地产周期带动的房价上涨集中在债务加速较快的地区。

表 1：分区域以“居民债务/名义 GDP”衡量的居民杠杆率（%）

地区	2017 年	2016 年	2015 年	年均提升
上海	65.5	57.5	46.1	9.7
海南	43.5	31.6	24.4	9.6
河南	44.1	34.9	27.1	8.5
深圳	78.6	77.6	62.5	8.1
天津	34	27.1	20.2	6.9
广东	59.1	54.2	45.5	6.8
辽宁	38	36.1	25.4	6.3
河北	41.1	36.9	30	5.6
浙江	65.4	58.9	54.9	5.3
安徽	47.3	43	36.9	5.2
北京	58.8	55.1	48.6	5.1
江苏	38.2	35.1	28.8	4.7
内蒙古	32.4	25.5	23.7	4.4
福建	57.5	52.9	49	4.3
江西	49.2	44.9	41.4	3.9
西藏	37	32.4	29.3	3.9
甘肃	59.8	56.5	52.3	3.8
湖北	32.4	28.6	24.9	3.8
广西	41.5	37.8	34.3	3.6
吉林	21.8	18.5	15.8	3
山东	27.6	24.3	22.2	2.7
青海	23.8	20.2	18.6	2.6
湖南	31.5	28.9	26.9	2.3
山西	27.9	26	23.3	2.3
重庆	50.6	45.7	46.4	2.1
黑龙江	30.9	29.8	26.8	2.1
贵州	45.8	44.3	42.2	1.8
宁夏	49.3	46.1	46.6	1.4
四川	40.8	39.8	38.9	0.9
新疆	34.6	36.1	32.8	0.9
陕西	32.2	31.5	31.1	0.6
云南	41.8	41.5	42	-0.1

资料来源：胡杨和陈子曦（2019），民生证券研究院

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_5048

