

宏观深度

“需求侧管理”怎么管？——基于消费提升的视角

相关研究报告

《宏观动态跟踪报告*11月经济增长数据点评：制造业投资大幅提速》 2020-12-16
 《宏观周报*10年期国债收益率升至年内新高》 2020-11-23
 《宏观动态跟踪报告*经济复苏正在“筑顶”》 2020-11-16
 《宏观动态跟踪报告*中国经济的内生增长性持续增强》 2020-10-19

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
 (首席经济学家) S1060520090001
 zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号
 S1060120100009
 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



■ 2021 年是“十四五”开局之年，中央经济工作会议要求“构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象”，其中备受瞩目的是对“需求侧管理”的着重，这标志着政府全面扩大消费、全面推动改革的决心。

1. **对当前中国消费形势的四点判断：**第一，消费贡献以及我国经济的内生动能开始增强。第二，疫情对于消费场景的限制有所减弱。第三，2020 年中国消费结构呈现出极大分化。第四，2020 年前三季度央行城镇储户储蓄倾向急速攀升。如何提升我国居民消费倾向成为我国面临的一项中长期挑战，新冠疫情可能仅是短期内压制居民消费倾向的“顺水推舟”因素。

2. **可能抑制中国居民消费倾向的三个因素：**一是，居民收入增速放缓。按十九大报告到 2035 年基本实现社会主义现代化的第一阶段目标，未来十五年间中国的平均增长速度应该需要在略低于 5% 的水平。这是不折不扣的增速换挡。二是，贫富差距扩大。2008-2015 年间，中国曾经历过连续 7 年的基尼系数下行。主要原因在于，随着城镇化和工业化发展，进城务工人员增加，导致城乡居民收入差距缩小，并在短期内掩盖了财富向顶部聚集的趋势。然而，随着城镇化、工业化进程放缓，2016 年以来，中国基尼系数再度调头爬升。三是，人口老龄化加剧。通常老年人较青年人财富差异更大，因此老龄化社会通常收入分配不均的情况更为严重。同时，中国基本养老金显著不足，如果养老金缺口不及时、前瞻、充分地补足，那么可能令中国消费增长的前景更加承压。此外，房价高企也是挤压消费的重要因素。不过，中国的新型城镇化不仅为房地产的平稳转身提供了缓冲，也为城乡生产要素深度融合基础上的消费升级提供了助力。

3. **提升消费的政策建议：**第一，居民收入是消费增长的根源，而经济发展是居民收入提升的保障。第二，老年人口占比提高意味着，退休后的收入预期重要性提升。需要扩大基本养老保险覆盖面，大力发展三支柱养老金，稳定和抬升老年收入预期。此外，通过国企“输血”社保，社保（通过减少社保费用缴纳）“输血”企业（尤其是民企），会不会带来一番“脱胎换骨”的变化，值得研究。第三，辩证看待“补贴企业，还是补贴居民”的问题。一方面，补贴企业容易引发市场非中性的指摘，也易于延缓产业结构上推陈出新的进程，因此大方向上应该逐渐由补贴企业向补贴居民过渡。另一方面，正是由于中国更多地补贴企业，而海外更多地补贴居民，所以形成了海内外的供需错配，加之中国在疫情防控上的卓越表现，有利于中国稳定供应链，加速经济修复进程。这一中短期的积极效应不应低估。第四，加快服务业发展，特别是在服务业的市场开放上做更多推进。如此，才能突破服务供给上的体制机制障碍，做到服务消费上的“供给创造需求”，以（新型）消费升级对冲消费倾向的下行。第五，提振消费最终落脚点应在于，消费对国内投资的带动作用上，体现为一国产业结构应围绕满足居民消费需求来布局，而不是出口导向或投资引领。

正文目录

- 一、 引言4
- 二、 对当前中国消费形势的判断5
- 三、 提升居民消费倾向是一个中长期挑战7
- 四、 房价高企是挤压消费的重要因素之一10
- 五、 “需求侧管理”的政策含义..... 11

图表目录

图表 1	汽车消费刺激政策的效果递减且有明显透支效应	4
图表 2	三季度消费对 GDP 的拉动转正	5
图表 3	三季度全国居民实际可支配收入增速转正	5
图表 4	下半年以来，网上零售占比回落，而服务和餐饮消费加速回升	6
图表 5	2020 年中国消费结构高度分化	6
图表 6	三季度全国居民实际可支配收入转正	7
图表 7	中国城镇居民与美国居民消费倾向的差异持续拉大	8
图表 8	2016 年以后，中国基尼系数再度爬升	8
图表 9	今年疫情冲击下，信息和金融业快速增长，与传统服务业大幅分化	9
图表 10	日本相对完善的养老制度，平抑了收入差距的扩大	9
图表 11	2019-2025 年全国职工基本养老保险基金累计结余预测	10
图表 12	2011 年以来中国城乡消费水平差距大幅收敛	10
图表 13	2011 年以来中国城乡消费水平差距大幅收敛	11
图表 14	2015 年之后，中国老龄人口占比进入快速上升期	12
图表 15	2015 年以后中国人口老龄化进程与 1990 年代的日本相近	12
图表 16	疫情冲击下，美国居民部门收入高增，而中国居民收入下滑	13
图表 17	疫情冲击下，中国工业生产迅速修复，而美国持续低迷	13
图表 18	2013 年以来中国消费增长较为平稳，投资波动导致消费率发生变化	14
图表 19	1990 年代之后，韩国消费增长开始与制造业产能扩张相匹配	14
图表 20	1990 年代之后，韩国制造业和生产性服务业占比持续提升	15
图表 21	1990 年代之后，韩国制造业不断向高端装备制造集中	15
图表 22	1980 年代美国工业经历过一轮去产能，给 1990 年代的繁荣奠定了基础	16
图表 23	经过 1980 年代经济转型后，美国消费主导型经济才巩固成型	16

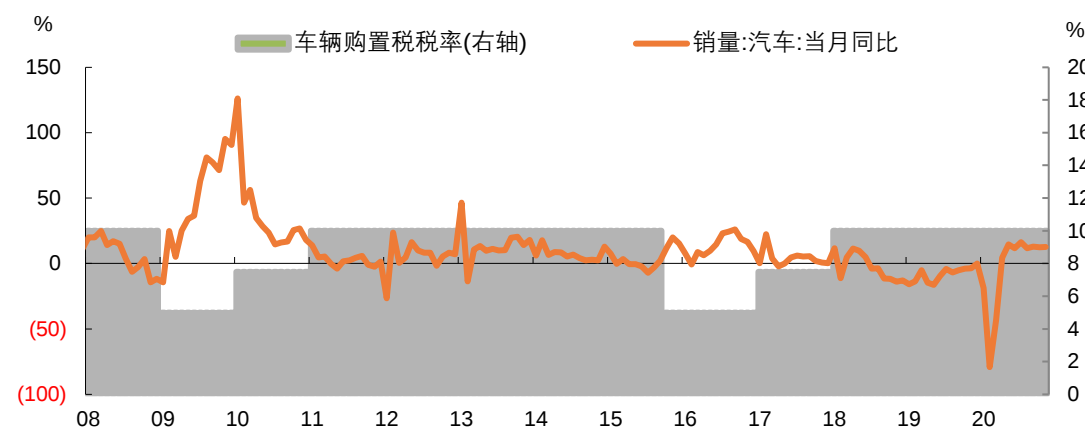
一、引言

2021 年是“十四五”开局之年。近期召开的中央经济工作会议要求，“构建新发展格局明年要迈好第一步，见到新气象”，其中备受瞩目的是对“需求侧管理”的着重。在 2015 年底中国展开供给侧结构性改革之后，新一个五年规划的开局之年，中央进一步提出“形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”。大规模消费市场是“十四五”期间中国经济最大的韧性来源，也是构建“新发展格局”的重中之重。

长期以来，我国在激发消费潜力、夯实国内市场方面，一直缺乏整体性、深层次的改革政策配合。消费政策往往以简单刺激部分领域商品消费为主（典型的是汽车、家电）。但几轮刺激政策下来，往往只是形成了对未来消费的透支，甚至造成了一些局部的负面效果。以汽车为例，我国分别在 2009 年和 2015 年开展两轮车辆购置税减半政策，以刺激汽车消费。2009 年购置税减半的效果立竿见影，到 2010 年 1 月汽车销量同比创下 126% 的历史峰值；待 2011 年车辆购置税优惠恢复正常后，当年汽车销量回到零增长附近。直到 2015 年 10 月第二次推出车辆购置税减半政策，2016 年汽车销量同比回升到 14%；待 2017 年购置税恢复到 7.5% 时，汽车销量下降到 3%；待 2018 年购置税优惠恢复正常后，汽车销量降至负增长，2019 年降幅又进一步拉大至 -8.2%（图表 1）。汽车消费刺激政策的效果大大减弱，且政策一旦撤出，汽车销量就因前期透支而大幅下滑。近年来地方财政压力不断加大，在汽车消费的补贴力度上也愈发“心有余而力不足”。

本次中央经济工作会议对如何扩大消费做了明确部署：“扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扎实推进共同富裕”，其次是“有序取消一些行政性限制消费购买的规定”和“合理增加公共消费”。前者与中长期改革挂钩，大多属于慢变量；后者则能够快速见效，但在一线城市交通拥堵问题和地方政府财政压力增大的情况下，力度或许有限。“注重需求侧管理”标志着政府全面扩大消费、全面推动改革的决心。

图表1 汽车消费刺激政策的效果递减且有明显透支效应



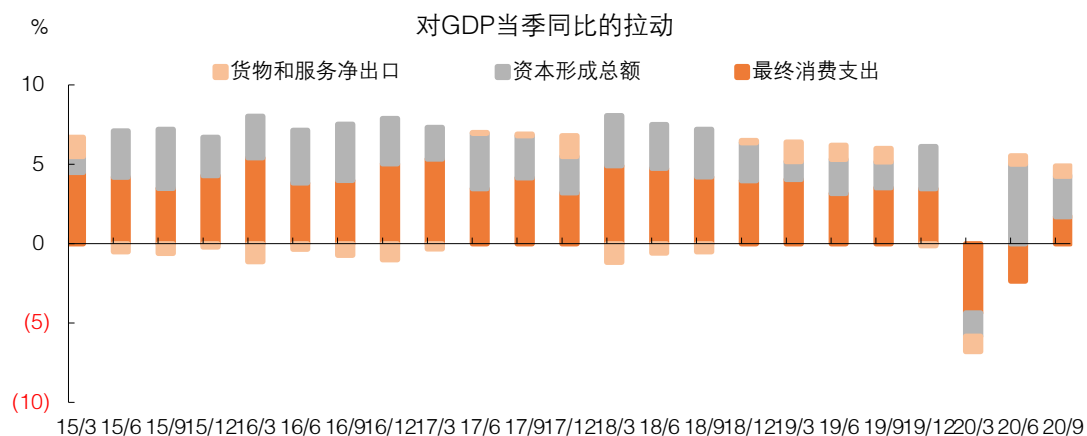
资料来源: wind, 平安证券研究所

二、对当前中国消费形势的判断

对当前消费形势，我们有四点判断：

第一，2020年第三季度，最终消费支出对中国实际GDP的拉动从二季度的-2.4%增至1.7%，资本形成总额的拉动从5%下降至2.6%，净出口的拉动从0.53%略增至0.6%（图表2）。可见，消费贡献以及我国经济的内生动能开始增强。

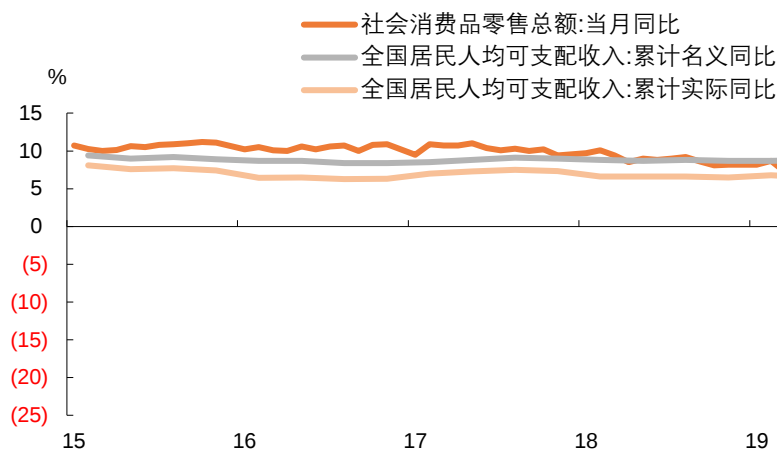
图表2 三季度消费对GDP的拉动转正



资料来源：wind, 平安证券研究所

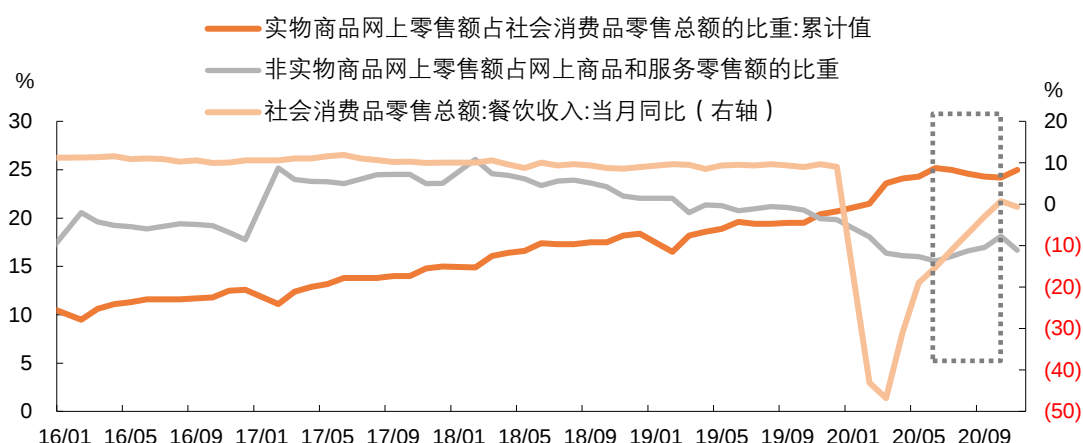
第二，2020年第一、二季度我国城镇居民人均可支配收入为正增长，但社会消费品零售总额当月同比在8月才勉强回到0.5%的水平，新冠疫情对于消费场情的限制依然突出。第三季度，全国居民人均可支配收入扣除价格因素的实际累计增速年内首次转正，由上半年的下降1.3%转为增长0.6%。在收入恢复增长的背景下，社会消费品零售总额当月同比在9月加速恢复至3.3%、11月进一步达到5%（图表3）。疫情对于消费场景的限制有所减弱，这从网上零售占比回落、非实物商品占比回升、餐饮收入增速回升中，皆可得到印证（图表4）。

图表3 三季度全国居民实际可支配收入增速转正



资料来源：wind, 平安证券研究所

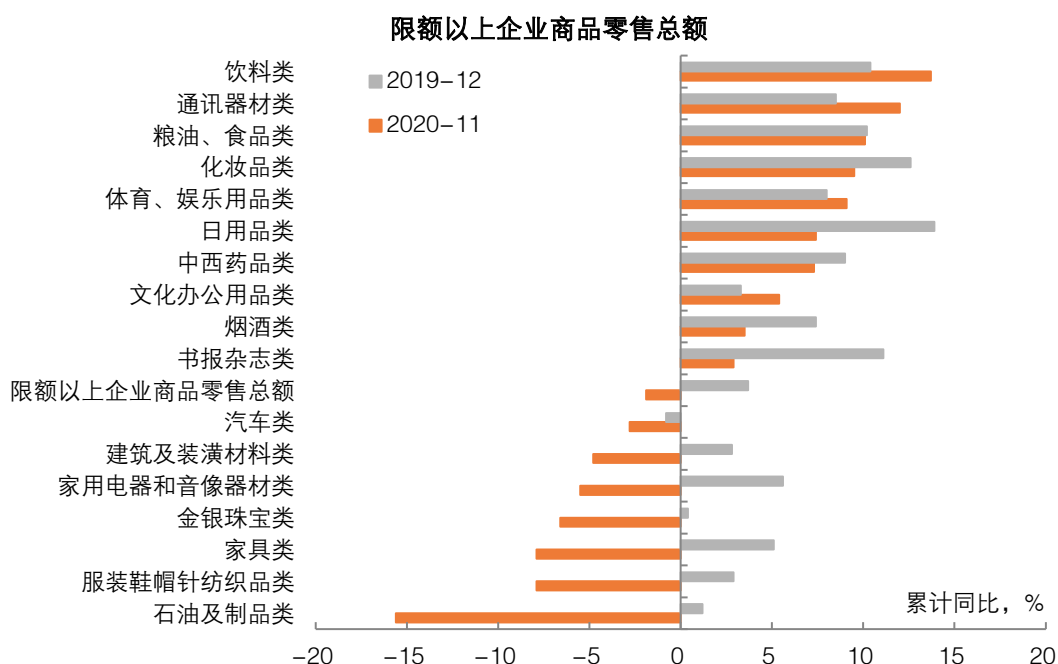
图表4 下半年以来，网上零售占比回落，而服务和餐饮消费加速回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

第三，今年中国消费结构呈现出极大分化。食品饮料、药品这些必选消费品维持较高增速，受益于疫情的通讯器材、体育娱乐用品、化妆品类（所谓“口红经济”），其累计同比亦不逊于疫情之前。而汽车、房地产的建筑装潢、家电、家具等可选消费，今年则为负增长；受疫情影响较大的服装、金银珠宝、石油制品，也对消费产生了很大的拖累（图表5）。具体地，**从限额以上企业商品零售额来看，2020年社零的拖累因素集中在：1)原油价格下跌对社零产生了很大拖累，1-11月同比为-15.6%，且石油类消费在限额以上零售中占比达到13%。2)汽车消费也产生了明显拖累，虽然其降幅不是最大的（1-11月同比-2.8%），但其在限额以上零售中占比高达29%。这也是11月18日国务院消费刺激政策首推稳定和扩大汽车消费的重要原因。3)服装和金银珠宝合计占比17%，1-11月同比负增分别达到-7.9%和-6.6%，也产生了较大拖累。4)房地产竣工持续负增长，地产相关消费也对社零产生了一定拖累，家具、家电、建筑装潢在限额以上零售中合计占比8%，1-11月同比负增4.8%-7.9%。**

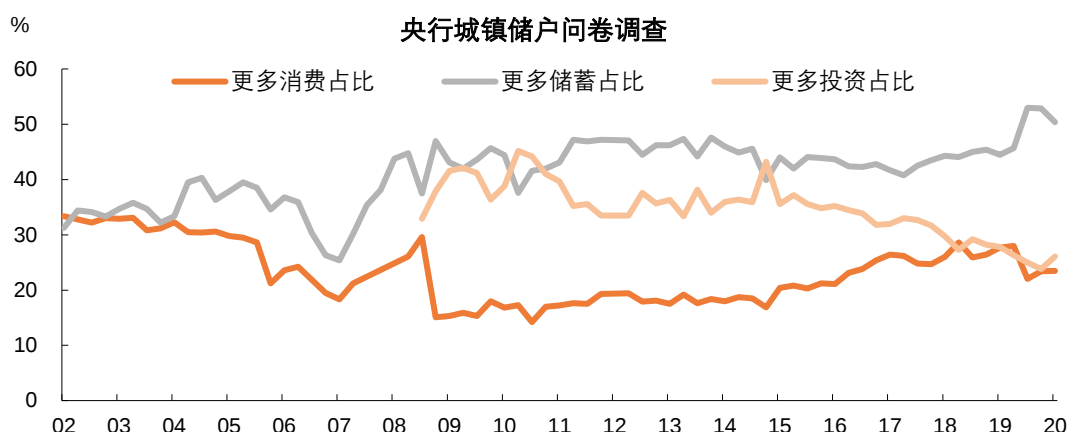
图表5 2020年中国消费结构高度分化



资料来源: wind, 平安证券研究所

第四，央行城镇储户调查问卷显示，2020年前三季度城镇储户储蓄倾向急速攀升。该倾向从去年年底的45.7%，升至今年第三季度的50.4%（图表6）。这是令人担心的一个迹象，不仅仅是疫情冲击的短期问题，而是会不会演变成对中国经济的中长期影响。2020年11月，社会消费品零售总额中的“餐饮收入”当月同比出现小幅回落，再度转负为-0.6%；“商品零售”当月同比在“双十一”力度加大的驱动下回升1个百分点，至5.8%，但仍然显著低于疫情前的7.9%。可见，餐饮消费仍然受到较强的疫情压制，居民商品消费意愿回升动能也不是太足。

图表6 三季度全国居民实际可支配收入转正



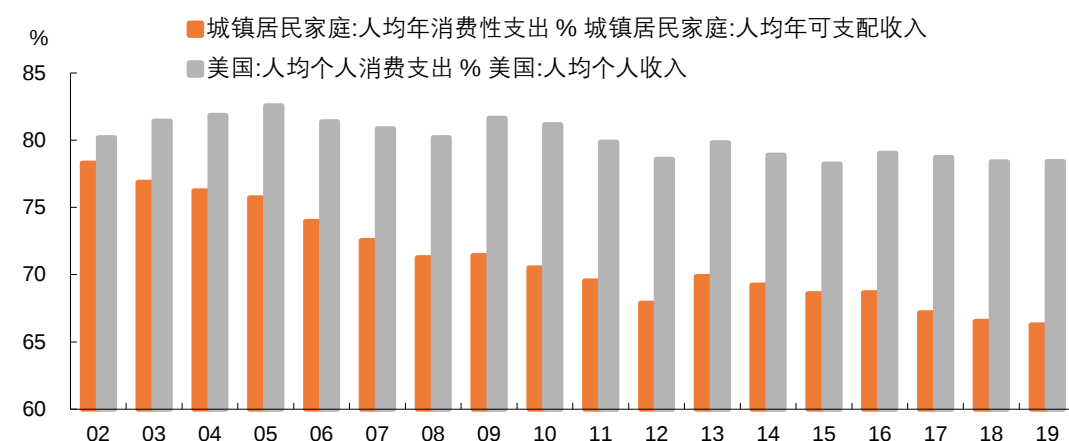
资料来源: wind, 平安证券研究所

事实上，如何提升我国居民消费倾向成为我国面临的一项中长期挑战，新冠疫情可能仅是短期内压制居民消费倾向的“顺水推舟”因素。不能寄希望于屡屡爽约的“报复性消费”来扭转乾坤，而须将其作为我国可能面临的中长期挑战来应对。

三、提升居民消费倾向是一个中长期挑战

2002年以来，中国城镇居民的消费倾向（以城镇居民人均消费性支出/人均可支配收入衡量），与美国居民的消费倾向（以人均个人消费支出/人均个人收入衡量）的差异持续拉大（图表7）。2002年，美国居民消费倾向是80.2%，中国城镇居民的消费倾向是78.3%。到2012年，由于中国经济增长加速、居民收入提升，中国城镇居民消费倾向下降到67.9%，美国为78.6%，二者差异显著拉大。2013-2014年，中国城镇居民消费倾向企稳回升，原因在于城镇居民人均消费性支出增速出现下滑，而城镇居民的可支配收入增速下滑得更快。2017-2019年，中国城镇居民可支配收入增速保持平稳，而消费性支出的增速却进一步走低，由此造成中国城镇居民消费倾向再度加速下滑。2019年，中国和美国的消费倾向分别为66.3%和78.4%。

图表7 中国城镇居民与美国居民消费倾向的差异持续拉大



资料来源: wind, 平安证券研究所

一国经济发展的过程同时是居民收入增长的过程。无论是凯恩斯的边际消费倾向递减理论, 还是以恩格尔系数为代表的必选消费品占比降低, 都预示着随着居民收入水平的上升, 平均消费倾向有下滑压力。此外, 至少还有三项因素可能抑制居民的消费倾向。

一是, 居民收入增速放缓。在杜森贝里的相对收入假说下, 消费倾向不仅取决于当期收入, 还取决于预期收入水平。当前, 中国面临着经济转型期增速换挡的挑战, 以及新冠疫情和逆全球化趋势带来的冲击, 居民预期收入前景可能受到影响, 消费倾向亦会因此而被削弱。按十九大报告到 2035 年基本实现社会主义现代化的第一阶段目标 (人均国内生产总值达到中等发达国家水平), 未来十五年中国的平均增长速度应该需要在略低于 5% 的水平。这相对于发达经济体仍是一个很高的增速, 但相对于此前中国除去疫情冲击的非常时期之外, 则是不折不扣的增速换挡。

二是, 贫富差距扩大。由于富人的边际消费倾向要低于穷人, 贫富分化加剧意味着全社会平均消费倾向的降低。目前来看, 除了北欧奉行社会民主主义模式的少数国家, 以及 1945-1980 年这段全球不平等降低的特殊时期之外, 西方发达经济体很少能在经济发展过程中挣脱贫富差距扩大的桎梏。2008-2015 年间, 中国曾经历过连续 7 年的基尼系数下行, 但事后来看只是暂时的、阶段性的回落。其主要原因在于, 随着城镇化和工业化发展, 进城务工人员增加, 导致城乡居民收入差距缩小, 并在短期内掩盖了财富向顶部聚集的趋势。然而, 随着城镇化、工业化进程放缓, 2016 年以来, 中国基尼系数再度调头爬升, 这意味着城乡收入差距收窄对收入分配公平性的拉动正在减弱 (图表 8)。

图表8 2016 年以后, 中国基尼系数再度爬升

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_542

