

[2009.03.25]

保增长与扩内需之间量化分析

✍ 李迅雷 吕春杰
☎ 021-38676523 021-38676051
✉ lixunlei@gtjas.com lvchunjie@gtjas.com

本报告导读：

- 多个国家的历史经验表明，以消费为经济增长的引擎并不必然降低经济的增长速度，中国应长短期政策结合来扩大消费。

摘要：

- 1、全球有赖中国消费，中国也需要启动内需。在政策惯性下保持经济增长的同时，我们也应“雨中”绸缪，寻求些许改变。
- 2、投资者或担忧增长引擎转移到消费后将会拉低中国经济增速，但多个国家的历史经验并不支撑这种判断。扩大内需仅仅是将一些销往国外的产品内销而已。
- 3、研究表明，社会消费品零售总额名义增速与滞后 12 个月的 GDP 增速相关性最高。
- 4、发展消费，我们可以学习现在被认为过度消费的美国。藏富于民+消费适度加杠杆化，同时克服过去发展中存在的问题：社会保障不足和贫富差距加大。
- 5、治病要治本。全球消费结构失衡是此次经济危机的源头，居民收入差距扩大、医疗卫生、教育和社会保障等方面的问题又是中国消费长期无法担当主角的原因。我们需要西医式的对症下药，也需要中医式的阴阳调和之道。

相关报告

消费提速尚需时日

(09.3.16)

缺乏效益的增长模式下更需注重草根研究

(09.03.13)

用“广义流动性”来评价经济质量

(09.03.10)

靠信贷促增长作用有限

(09.02.23)

做好低端：中国同样能崛起

(09.02.12)

中国能否摆脱土地困局

(09.01.21)

出口导向——仍是无法放弃的经济发展模式

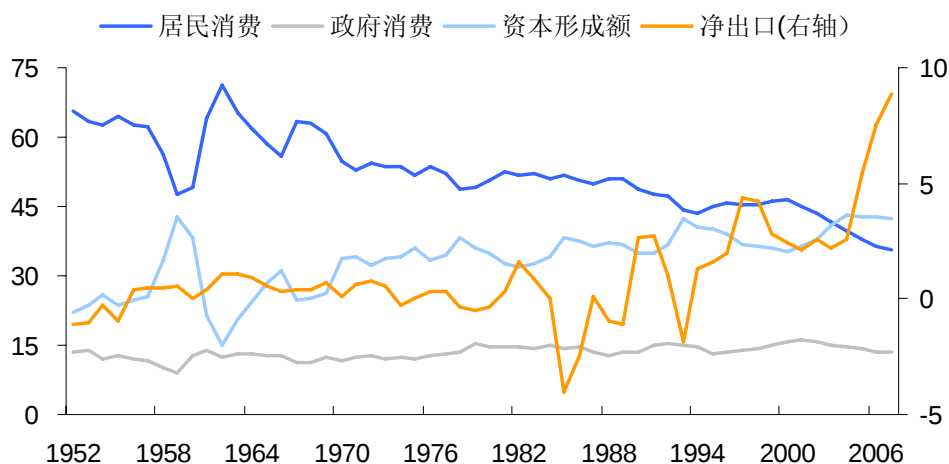
(08.12.08)

一、全球有赖中国消费，中国需要启动内需

一个到现在已经被谈论了很多次的问题：谁来接过全球消费的接力棒？诚然由于制度惯性，美国还会继续刺激消费，中国仍然高举投资大旗，可是全球失衡的结构正是造成此次金融危机的根本原因。The Change We Need? 这可不该只是一句口号。

是的，全球都将目光转向了中国，经济学家们会对我们寄予厚望，贸易保护主义者也会跟着摇旗呐喊，可无论别人心里打的是什么小九九，中国自身也急需发展内需来帮忙——全球经济下滑、产能过剩，这些可都不是继续过去发展模式所能完全解决的。

图 1 支出法 GDP 各项占比



数据来源：CEIC，国泰君安证券

我们上次提到限额以上社会消费品零售总额增速与 GDP 增速同步下滑（见《消费提速尚需时日》(09.03.16)），可是考察 1996 年至今其名义和实际增速，我们却发现其与 GDP 没有任何相关性。相反，无法分解商品类别的社会消费品零售总额，其名义增速与 GDP 增速却有着紧密的联系，这种情况在 GDP 增速滞后 12 个月的时候最为明显。

图 2 社会消费品零售总额名义增速与 GDP 增速的相关性

季度数据

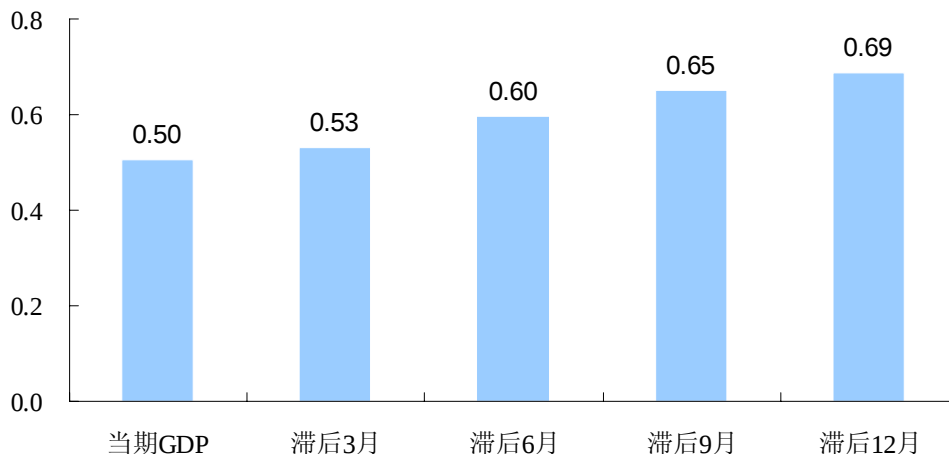
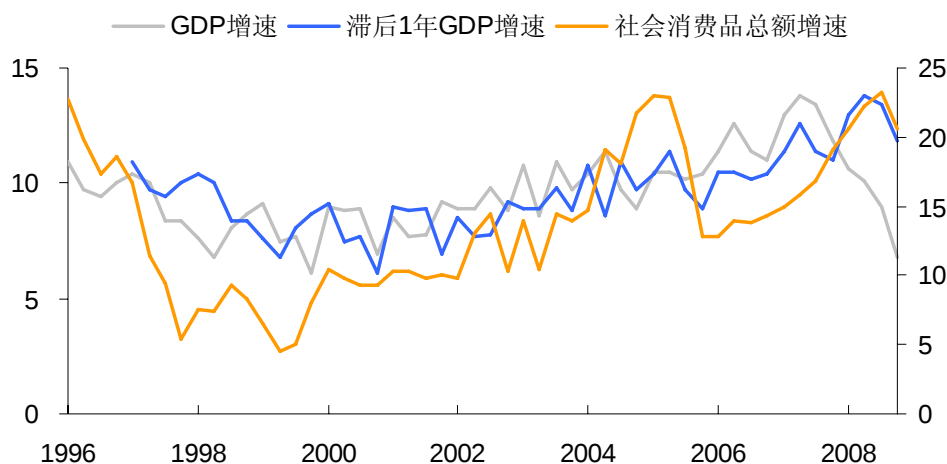


图3 社会消费品零售
总额名义增速与 GDP
增速

季度数据

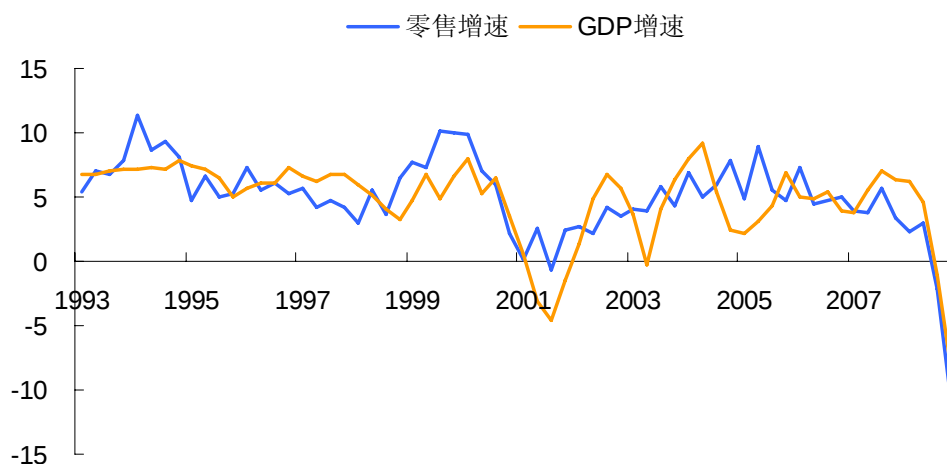


数据来源：WIND，国泰君安证券

若只是商贸零售行业研究员，我们也许可以将 GDP 增速作为行业景气的领先指标；可作为宏观研究员，我们更希望看到情况的改变。GDP 增长，收入增长，消费增长，而现在，我们需要的是内需来拉动国民经济。

图4 美国零售增速与
GDP 增速

相关系数 0.71

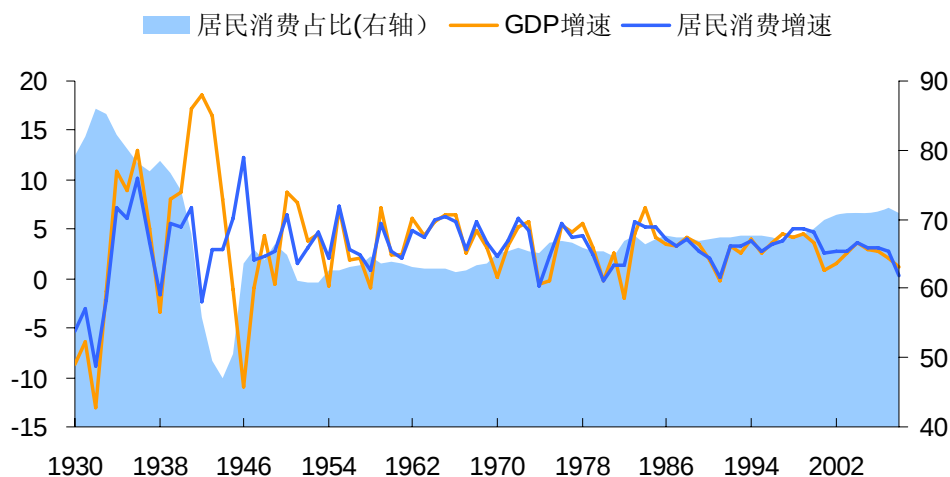


二、消费引导无碍经济高速增长

政府今年的口号是“保八”。也听到这样一种说法，靠投资拉动经济立竿见影，发展内需则会牺牲发展速度，却能谋求更好的发展。我们先不论 GDP 指标是否科学，也暂搁置眼光长短的问题，发展内需真的会导致经济减速么？

图5 美国居民消费占GDP比重与GDP、消费增速

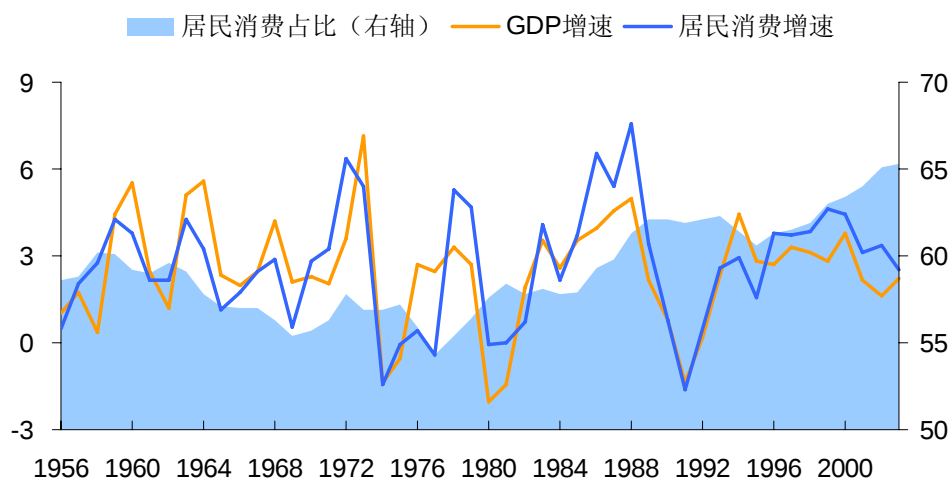
2000年不变价



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图6 英国居民消费占GDP比重与GDP、消费增速

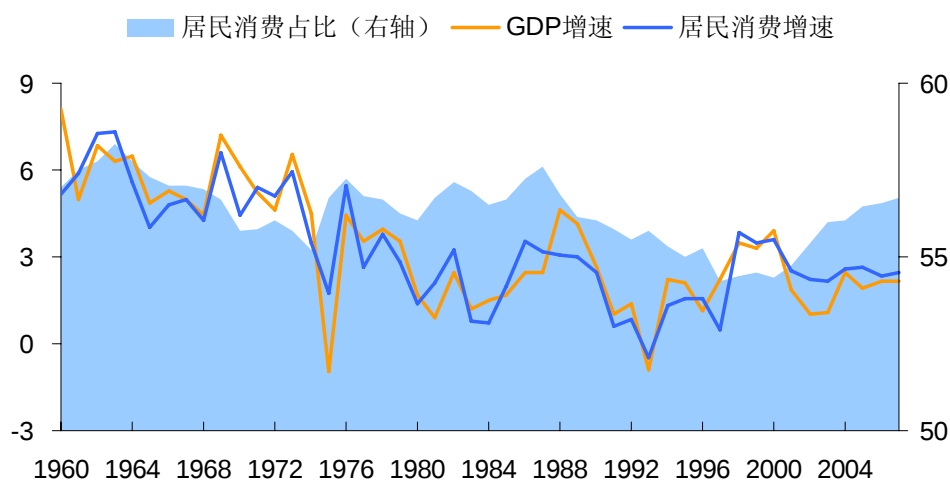
2000年不变价



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图7 法国居民消费占GDP比重与GDP、消费增速

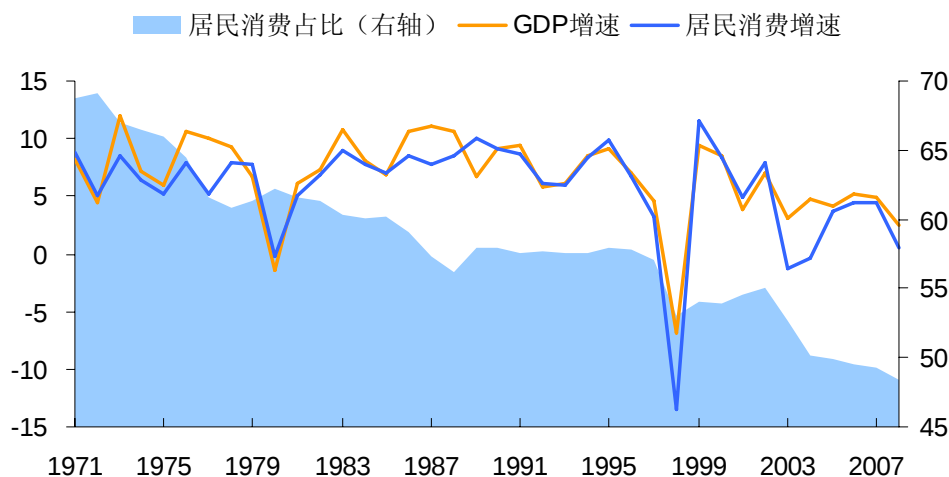
2000年不变价



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 8 韩国居民消费占 GDP 比重与 GDP、消费增速

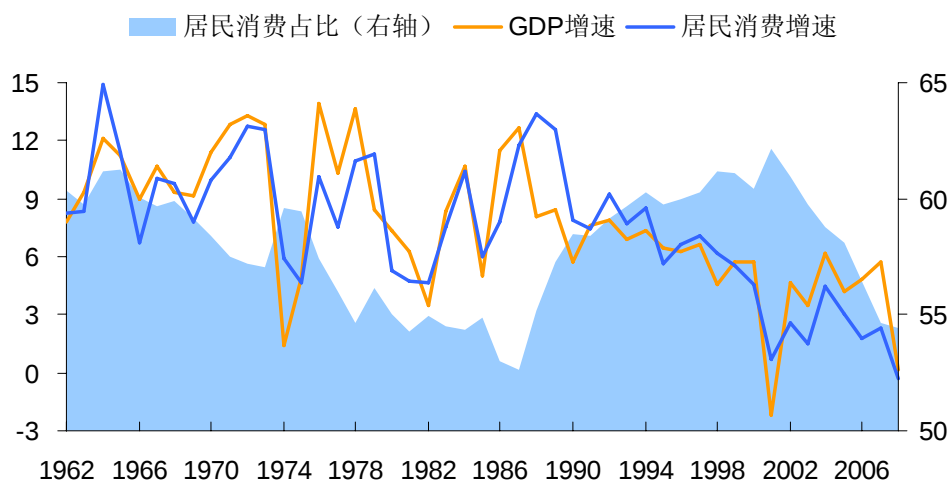
2000 年不变价



数据来源：CEIC，国泰君安证券

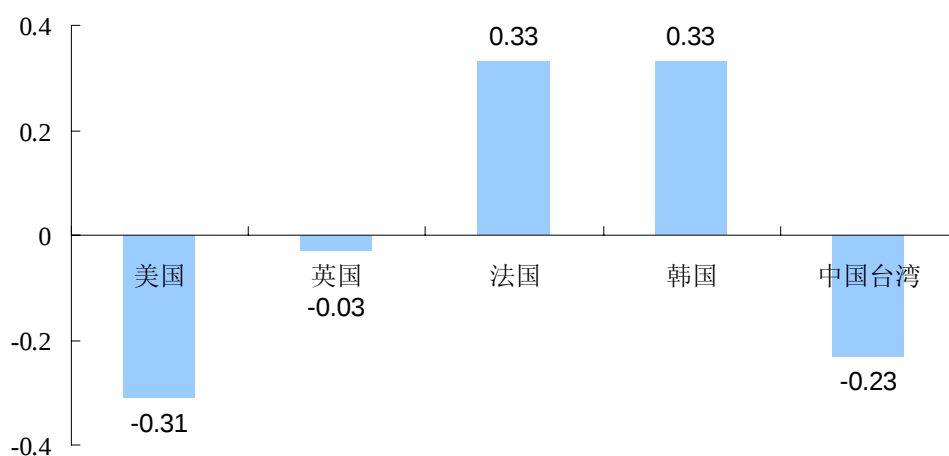
图 9 台湾地区居民消费占 GDP 比重与 GDP、消费增速

2000 年不变价



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 10 居民消费占比与 GDP 增速的相关性

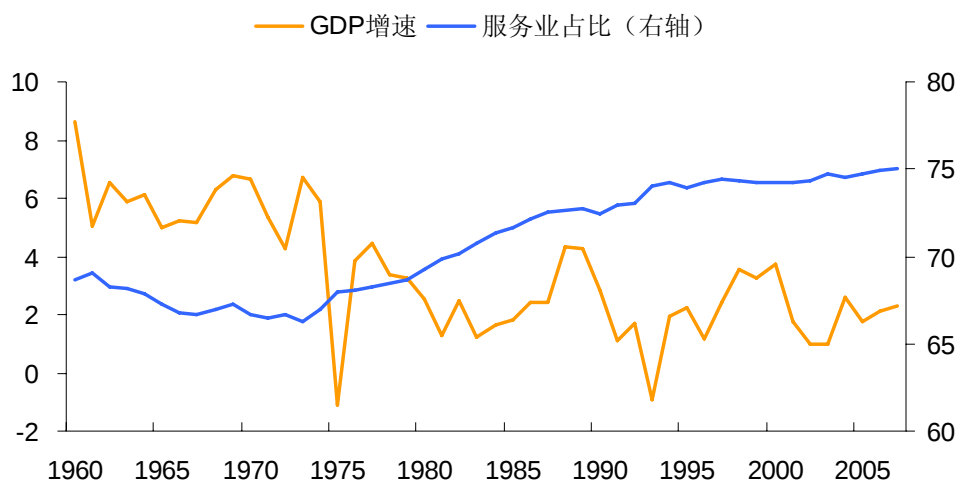


数据来源：国泰君安证券

我们发现，居民消费占比大小和经济增速之间没有任何必然的联系。也许大家搞错了，与经济增速相关的不是支出法计算中的消费占比，而是生产法计算中的服务业占比。

图 11 法国服务业占
GDP 比重与 GDP 增
速

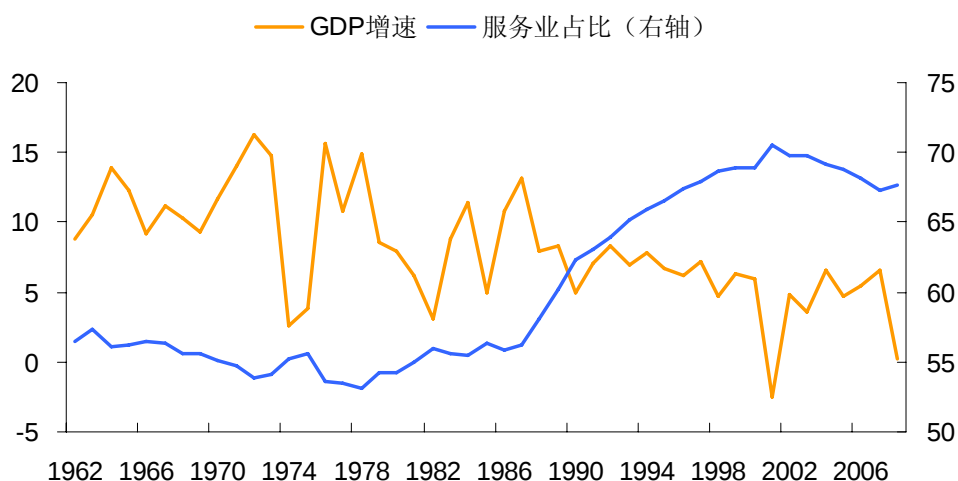
相关系数-0.66



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 12 台湾服务业占
GDP 比重与 GDP 增
速

相关系数-0.64



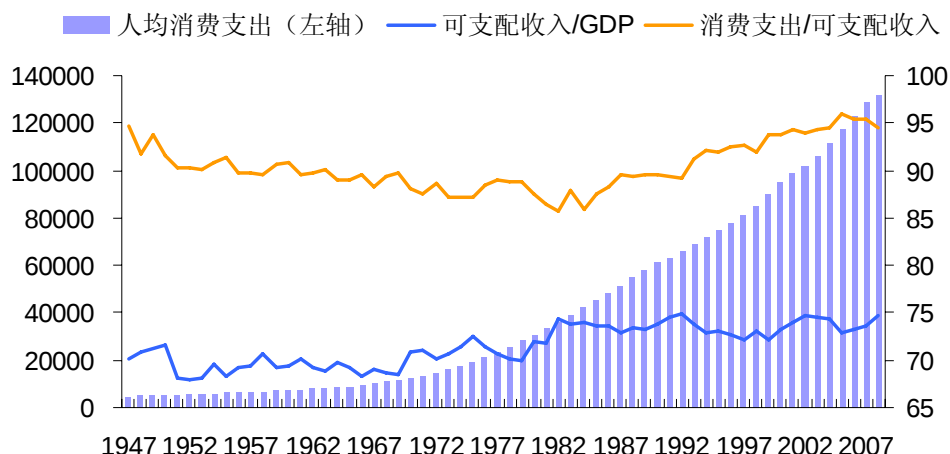
数据来源：CEIC，国泰君安证券

一个可能的三阶段假说是，经济发展初期主要解决温饱问题，之后则转向关注未来的消费，直到最后对服务业需求大幅增加，开始去工业化之路。上海、广东都曾提过将服务业占比提高的目标，但实施起来却很艰难，也许这是因为我们尚未跨过第二阶段。发展内需不意味着去工业化，而只是将一部分出口产品转为内销而已。

三、消费需求何以提高

如何促进消费？看看被认为过度消费的美国：人均可支配收入占人均 GDP 的比重在 60 年代达到低谷后开始回升，而消费支出占可支配收入比则自 70 年代起走上上升的通道。一方面，是藏富于民；另一方面，则是消费的加杠杆化，这些加上不断发展的经济，美国消费支出不断走高也成了很自然的事。

图 13 美国消费支出

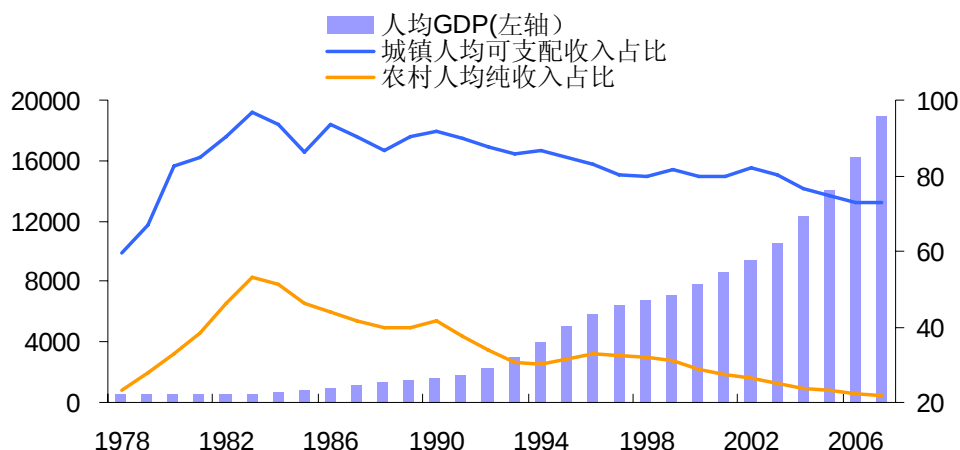


数据来源：CEIC，国泰君安证券

业内一直有这样两种研究方法：历史比较与国际比较。于是又看到这样一种说法：人均 GDP 达到多少美元，消费将进入快速发展通道。可是，消费是由什么决定的，GDP 中又有多少成为居民收入？如果脱离内在的东西谈比较，恐怕意义不是很大。

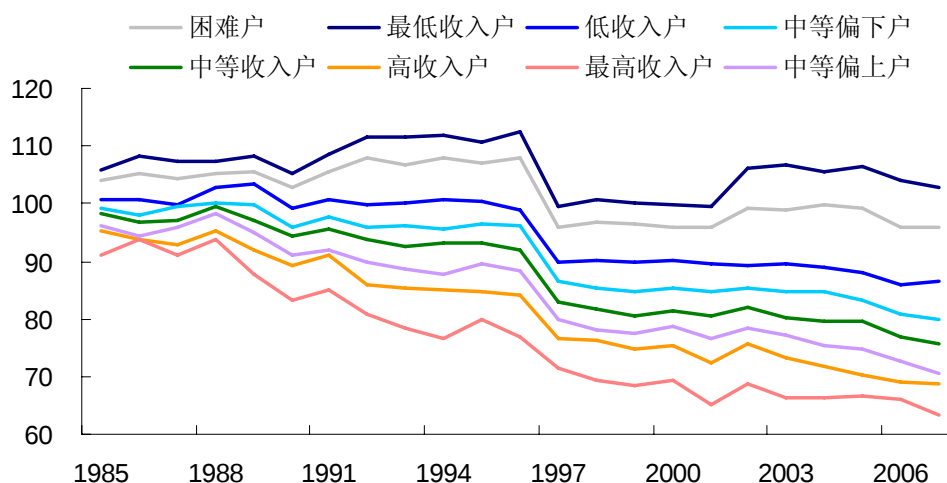
众所周知，中国近年来财政增速高于 GDP 增速，相应的人均可支配收入占 GDP 比重持续走低，其中农村人均纯收入更是只占人均 GDP 的 20%。而按收入层次观察，我们发现城镇居民收入越低边际消费倾向越高，并且都不断走低。于是，与美国相反的结果就这样发生了：一是收入没有跟上经济的增长，二是由于住房、医疗、养老和教育等诸多问题得不到保证，居民不敢消费，三是贫富差距不断扩大，进一步拉低了居民消费倾向。

图 14 我国人均 GDP
及城镇和农村收入占
比情况



数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 15 城镇居民人均
生活支出/人均可支
配收入比较



数据来源：CEIC，国泰君安证券

也不是没有向好的因素，经济的阴霾并没有改变我们在牛市中耳熟能详的一些事实：人口红利、城镇化进程和农村问题得到重视。第三次人口高峰带来的 80 后将成为经济发展的主力军，他们从小生活环境更好，受过更多的教育，也更愿意消费；城镇居民可支配收入数倍于农村，城市化显然有助于消费的增长。当然若从短期看，我们会担心民工返乡和带来的劳务性收入下降引起的消极影响。

附录：“促消费”相关政策简评

诚然消费占比与经济增长并没有直接联系，但短期看投资的拉动效果毋庸置疑：钱撒下去 GDP 就自然上去。是否需要这些设施？发展是否可持续？似乎不为重视。在其他国家关注按照不变价格、支出法计算的 GDP 时，我们每季度只公布生产法计算的 GDP，且绝对值按现价计算。而支出法计算的 GDP 只会在次年年底的统计年鉴中发布，我们对消费的重视程度可见一斑。

投资拉动、出口退税是权益之计，扩大内需才是治病于根本；发放消费券刺激消费是短期之举，“家电下乡”是中期之作，从收入、保障、贫富差距和信贷加杠杆化方面全面培育消费才是长远之必需。

越是短期的计划越是清晰明了，执行起来也越简单，而长期政策很容易流于形式主义。我们当然会为各级政府在短期的作为而叫好，但扩大内需，绝不会如制定个几万亿计划这般简单。我们期待更加具体的、长期的扩大内需政策出台。

表 1 简评消费相关政策

短期政策	措施	补充
2008.12	成都向困难群体发放消费券	额度 3791 万
2009.1	杭州向全国发放旅游消费券	额度 4000 万
中期政策		
2008.12	2009.2 起家电下乡在全国实施	
2009.3	财政部等印发汽车摩托车下乡实施方案	
长期政策		
2008.11	国务院关于扩大内需、促进经济增长的十项措施。提高城乡居民收入。	
2008.12	国务院办公厅关于金融促进经济发展的若干意见。支持住房等消费，扩大农村消费信贷市场	
2008.12	中央经济工作会议提出五大任务，以提高居民收入水平和扩大最终消费为重点	
2009.1	国务院通过原则通过医改方案	为消费解决后顾之忧

数据来源：国泰君安证券

作者简介:

李迅雷: 国泰君安证券股份有限公司总经济师, 首席经济学家

吕春杰: 经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观战略研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comEMAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com