

消费的新支点：个税改革与保障房建设

预测：

- 个税改革总体可能抬高居民消费支出约 1320 亿元，保障房建设通过提升居民消费倾向提高居民消费支出 600 亿元。两项累计能扩大消费支出近 2000 亿元，约占 2010 年社会消费品总额的 1.3%。而这一数据还尚未考虑保障房建设对装潢和耐用品消费等的一次性直接拉动作用。
- 虽然有限购的影响，但是从今年二、三季度开始，个税改革和保障房对消费的影响将逐步体现出来，预计今年消费品零售月同比将呈前低后高走势，全年仍能维持 17.3% 增速。

摘要：

- 历史地来看，中国居民消费的下降与劳动力市场及部分公共服务领域的市场化改革高度相关。由教育、医疗和住房等领域市场化改革导致的居民支出压力的增强，以及由失业等因素引发的居民收入不确定性的增长，导致居民预防性储蓄动机增强，成为长期以来中国居民消费不足的一个重要原因。
- 总体上看中国近一些年来的高储蓄——高投资现象主要是由较高的企业储蓄和不断膨胀的政府储蓄推动的。这表明为了提高国内消费，中国提高居民消费的政策应重点放在部门联动的结构性改革上，个税改革和保障房建设就是 2011 年最有代表性的政策组合拳。
- 中国个税起征点变化与人均国民收入（GNP）的变动基本保持一致，基于此我们预测，即将公布的个税新起征点将难高于 3000 元。考虑到持续增加的财政收支压力，我们进一步预测，尽管调整后的税率级次可能减至 6 级，中低收入阶层税率有所下降，但高收入阶层综合税率可能增高或至少维持不变。
- 中长期而言，随着国家发展战略的转换以及地方政府创新能力的增强，国民收入分配格局将会朝着有利于提高居民可支配收入的方向变化，而随着政府公共服务支出的增加，居民消费倾向将会因确定性的增加而增长。受此影响，内需对经济增长的贡献增强，消费、投资和进出口三驾马车协调增长的未来可期。

宏观研究团队

联系人

邵宇

电话：(8621) 5178 2239

Email: Shaoyu@hysec.com

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

李伟杰

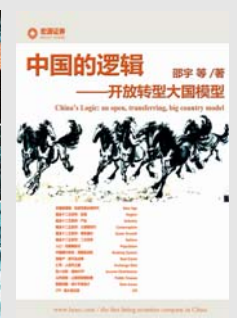
电话：(8610) 8808 5267

Email: Liwei jie@hysec.com

相关研究

- 《全球宏观大图景中东篇：血与油》……2011-3-13
- 《“十二五”深度研究：改变真的会发生么》2011-1-5
- 《三次失衡、三个世界、三足鼎立》……2010-11-23
- 《日本：高收入水平陷阱》……2010-09-27
- 《亚洲升腾：贸易分工、货币锚定和地缘博弈》……2010/08/06
- 《欧元本纪》系列……2010-03 至 2010-08
- 《中国外储：全球最大对冲基金和做市商》2011/3/15
- 《RMB 之路：中国汇率演变的内在逻辑》……2010/2/5
- 《全球宏观大图景：危机纪年表》……2010/01/07

系列报告



目录

一、 导言	3
二、 变动中的中国消费	4
三、 个税调整撬动中低端消费	6
四、 保障房建设抬高边际消费倾向	11
五、 “十二五”期间消费展望	15

图表目录

图 1: 最终消费占 GDP 比率 (%)	4
图 2: 代表性国家 2008 年最终消费一览 (%)	4
图 3: 1992-2008 年中国分部门国民储蓄率 (%)	5
图 4: 1992-2008 年中国分部门储蓄倾向变化 (%)	5
图 5: 中国分部门可支配收入占比变动趋势 (%)	5
图 6: 政府投资及资本转移占比变动趋势 (%)	5
图 7: 2007 年发达国家个人所得税总额情况 (%)	8
图 8: 1999-2009 年中国个税占税收及财政收入比 (%)	8
图 9: 个人所得税起征点(柱)与月人均 GNP 相关图示	10
图 10: 预测调整后个人所得调整结构及税负变化	10
图 11: 分税制以来中国的财政收支缺口 (亿元; %)	10
图 12: 代表性国家部分年份住房自有率水平 (%)	11
图 13: 深圳市保障房财政安排结构 (%)	11
图 14: 2010 年增量保障房分类基本结构	12
图 15: 全国商品房及住宅商品房销售面积同比 (%)	13
图 16: 全国商品房及住宅商品房销售价格同比 (%)	13
图 17: 全国商品房及住宅月投资情况同比 (%)	13
图 18: 全国商品房及住宅开工面积同比 (%)	13
图 19: 消费预期提升推动居民消费支出预测 (亿元)	14
图 20: 近年我国资源税和房产税占税收收入比 (%)	14
表 1: 我国内外部经济目标矛盾演进归纳	3
表 2: 中国 20 世纪 90 年代以来代表性领域市场化改革进程	6
表 3: 二季度预计将出台的一系列“促消费、保民生”政策及收益板块分析	7
表 4: 收入分配改革要点	7
表 5: 发改委收入分配改革建议	8
表 6: 2010 年全球部分代表性经济体个税概况	9
表 7: 预测 2011 年调整后个税级次及税率结构	10
表 8: 当前保障房建设土地与资金筹措安排	12

一、 导言

1994 年以来，受人民币汇改、分税制改革等一系列措施的影响，密集的改革将中国经济带入了内外均衡冲突的高发期。

首先，1994 年以来国际收支出现了大规模的顺差，这个趋势在中国 2001 年加入 WTO 以后加剧，净出口占 GDP 的比重在 2007 年甚至达到 8.8% 的历史高位，即便是经历金融危机逐步深化的调整后，2010 年中国实现贸易顺差 1831 亿美元。国际收支的这一失衡强化了中国经济增长对外需的高度依赖，不仅增加了国际贸易摩擦，还使得全球主要经济体的供需波动对国内宏观经济构成极大的冲击。

其次，1994 年分税制改革以来，国家财政收入一改历史上较大波幅的增长，开始以高于经济增长的速度稳定增长。尽管财政支出也在迅速增长，但由于经常项目支出滞后，在结构上还侧重资本性支出，轻人力资本和公共服务投入。财政收入与经常性支出项目相抵，推动政府储蓄自上世纪 90 年代后期以来不断走高。

另外一个引发特别关注的现象是，在经济高速增长的同时，劳动者报酬在国民收入分配格局中所占比重自上世纪 90 年代中期以来持续下降，居民消费也因而逐步下降。与此同时，企业储蓄规模却不断攀升，推动着国民储蓄占 GDP 的比率不断提高。上述现象之间并不是孤立的，因为从需求的角度来看，正的净出口余额是国内储蓄无法为投资所吸收的结果，亦即一个国家的内部经济失衡是与该国外部经济失衡相对应的（表 1）。

表 1：我国内外部经济目标矛盾演进归纳

年份	内部经济目标（政策要求）	外部经济目标（政策要求）	是否存在内外矛盾
1994	经济增长继续维持高速度、恶性通货膨胀（要求紧缩性的经济政策）	国际收支巨额顺差、人民币市场汇率趋于升值（要求扩张性经济政策）	矛盾严重
1995	经济增长速度放慢、物价水平仍较高	国际收支保持巨额顺差、人民币市场汇率继续升值（要求扩张性的经济政策）	矛盾严重
1996	经济增长速度放慢、物价开始回落、就业形势严峻（要求刺激需求，加快经济增长）	国际收支继续顺差、人民币市场汇率继续升值（要求扩张性的经济政策）	不严重
1997-1998	经济回升乏力，物价水平稳定但出现了通货紧缩，失业问题继续恶化（要求扩张性的经济政策）	资本流入放慢、贸易收支顺差增长停滞、受到东南亚金融危机影响，出口产业面临较大困难，人民币市场汇率在中央银行调控下继续保持稳定但也出现了较严重的外汇黑市和非法套汇活动（要求较为从紧的政策）	矛盾比较严重
2002-2004	经济增长速度平稳，就业压力增大，要求稳定的财政金融政策和稳定的汇率	资本大量流入，外汇储备迅速增加，要求人民币升值	矛盾比较严重

数据来源：姜波克，《开放条件下的宏观金融稳定与安全》；宏源证券研究所

庞大的“储蓄—投资”缺口，是中国国内经济失衡的重要表现，在投资率长期居于 40% 以上高位的情况下，国民储蓄的分部门变动对理解国内失衡就有了重要意义。居民、企业和政府储蓄是国民储蓄的三个组成部分，在居民储蓄率呈阶段性下降之际国民储蓄仍持续攀升，政府和企业储蓄是背后深层次的原因。看企业储蓄攀升是国民储蓄持续走高的重要原因，但对企业储蓄攀升的原因以及政府储蓄的作用及其机制，目前不同研究得出的

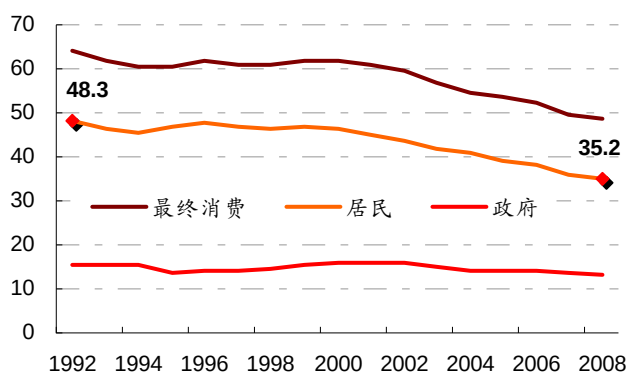
结论有差别。我们认为政府储蓄的作用也不容忽视，特别是它与居民储蓄和企业储蓄之间存在着复杂的交互影响。当地方政府以经济增长和税收为目标，国有企业盈利能力有显著改善时，政府的直接投资或资本转移冲动会推高政府储蓄；同时，财政支出中忽视公共服务支出，也使得居民消费决策时的预防性动机强化，推动居民保持较高水平的储蓄。

政府储蓄与企业储蓄对居民消费存在挤出效应，已对国民经济的消费、投资和进出口（进一步来说，经济发展模式）产生了深远影响。特别是导致国民收入分配格局中居民收入占比较低，居民消费不足，既影响到经济的持续增长，又妨碍到居民分享发展成果。正是基于这一考虑，十七届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》（以下简称《建议》）才明确指出，要坚持扩大内需特别是消费需求战略，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长的新局面。《建议》特别明确，要在进一步合理调整国民收入分配格局，增强居民消费能力的基础上，加大政府支出用于改善民生和社会事业的比重，使居民形成良好的消费预期。在 2011 年这个“十二五”开局之年，改善民生的一些列政策已经顺次进入政府的工作日程中。在促民生的改革预期和部分消费品限购同时存在的情况下，中国居民消费的总量与结构将如何变化，本报告从确定性最高的收入分配改革和保障房建设两个方面进行切入，展开分析。

二、变动中的中国消费

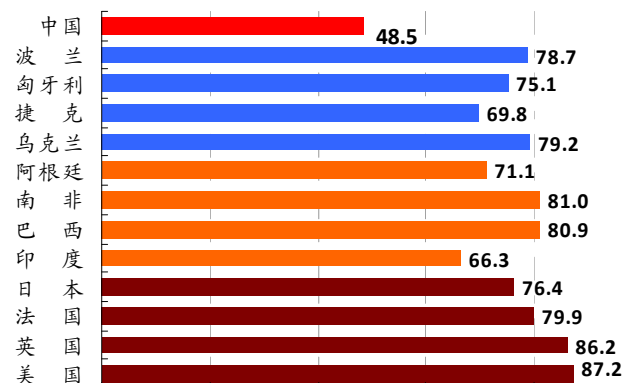
最终消费占 GDP 的比率（最终消费率）常用来衡量一国的内需水平。参照这一指标，图 1 列示了中国 1992-2008 年国民、居民和政府最终消费率的变化情况。可以发现，中国最终消费在经济发展中的作用近年来逐步下降。由于政府最终消费率基本保持稳定，这一趋势主要是由居民消费下降造成的，从 1992 年到 2008 年，中国居民最终消费率下降了 13.1%。

图 1：最终消费占 GDP 比率（%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所。

图 2：代表性国家 2008 年最终消费一览（%）

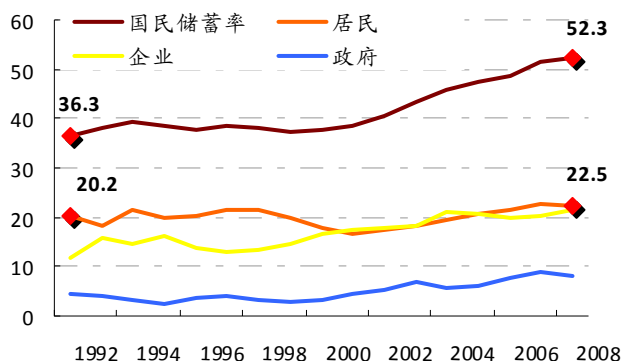


数据来源：CEIC，深红色为发达经济体，橙色为新兴经济体，蓝色为转型经济体，宏源证券研究所。

静态地看，中国与世界绝大多数国家相比，最终消费率都比较低。图 2 比较了 2008 年中国与部分代表性国家最终消费率的情况，中国的最终消费率不仅低于众多发达国家，甚至低于众多发展中国家和转型经济体——内需不足在中国已是结构性问题，且非常严重。

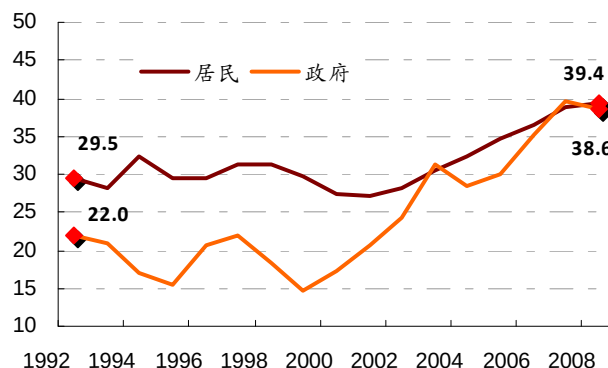
与消费下降相对应的，是中国国民储蓄的持续走高。从 1992 年至 2008 年，中国国民储蓄从 36.3% 增至 52.3%。分部门来看，尽管居民储蓄也相应从 20.2% 增加到 22.5%，企业和政府部门较高的储蓄率才是中国国民储蓄率较高的重要原因（图 3）。

图 3: 1992-2008 年中国分部门国民储蓄率 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

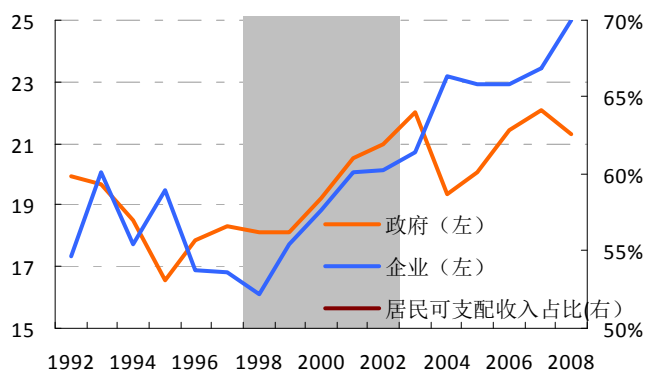
图 4: 1992-2008 年中国分部门储蓄倾向变化 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

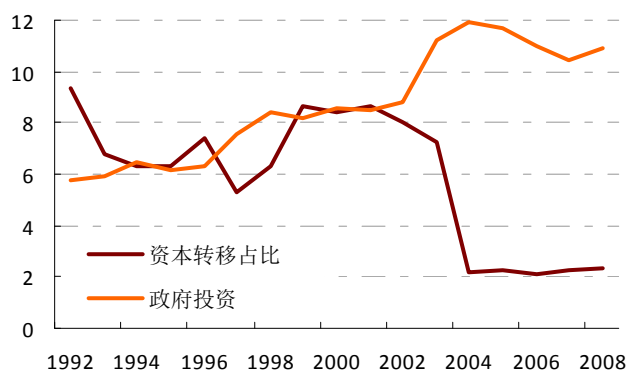
可将部门储蓄率定义为部门储蓄倾向与对应的部门可支配收入占可支配总收入之比的乘积, 因而储蓄率 (进而消费率) 的变动趋势就需要从部门储蓄倾向和部门可支配收入占比两个指标的变动来考察, 也就是说, 部门储蓄率的增加一部分要从国民收入蛋糕切分比例的角度进行分析, 另一部分则需从这部分“蛋糕”为何倾向储蓄进行考察。储蓄倾向方面, 除居民储蓄倾向近些年来不断增长外, 政府储蓄倾向还以更大的幅度增长, 其中, 政府储蓄倾向从 1992 的约 29.5% 增至 2008 年的约 39.4%, 增加了近 10 个百分点 (图 4)。可支配收入占比方面, 与政府和企业都有所增长不同, 居民可支配收入占比自 1998 年以后却显著下降, 并与居民储蓄倾向的逐步上升共同作用, 导致居民消费迅速下滑 (图 5)。

图 5: 中国分部门可支配收入占比变动趋势 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

图 6: 政府投资及资本转移占比变动趋势 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

综上所述, 中国的消费不足是国民经济各部门之间分配收入结构失衡以及居民、政府和企业储蓄意愿共同作用的结果。居民部门消费不足是因为缺钱, 或者是需要为未来支出进行储备。那么是什么因素维持了较高的企业和政府储蓄呢? 由于企业储蓄主要是企业的未分配利润, 可以认为, 中国企业未分配利润较高与三个因素密切相关。首先, 劳动者经济和社会权利保护不足, 议价能力较弱, 导致工资增长低于劳动生产率增长; 其次, 环境和资源税制改革滞后, 企业 (尤其是国有企业) 近似无偿使用矿产和能源资源, 企业名义生产成本与实际成本不符。当然, 国有企业长期不向国家分红, 致使国有企业未分配利润累积过多, 也是重要原因。

企业储蓄过多一方面抑制了居民收入增长, 另一方面也为政府干预企业提供了激励。由于较强的企业盈利能力往往与更高的投资收益以及税费缴纳相联系, 所以政府更感兴趣

通过投资或资本转移干预企业，特别是国有企业。由于资本转移并不以分享企业的盈利为目的，所以从政府投资及资本转移占社会资本形成的比例可以发现，随着时间的推移，政府越来越倾向于对企业进行直接投资以获取收益（图 6）。

一次收入分配结构的约束固然是客观存在的，其他政策的作用也不容忽视。当消费者未来支出或收入面临较大不确定性时，为跨期平滑消费，特别是需要为未来可能的支出做准备，消费者将更倾向于储蓄，降低消费。如前所述，随着市场化改革的推进，中国居民储蓄倾向一直在稳步提高。这一变动趋势与中国 90 年代以来经济社会领域的改革是高度关联的。从 1994 年以来，中国基本上已在基本医疗、住房和教育等公共服务领域进行了大规模的引入市场机制的改革（表 2），居民医疗、教育和住房支出压力庞大。同时，随着 1995 年以来国有企业战略重组的推进，劳动力市场化进程也逐步推进，居民下岗风险的冲击逐步凸显，为收入增添了很多不确定性。消费者对这些冲击的理性反应之一，就是不断储存财富以备将来支出，这抑制了消费的增长。

表 2：中国 20 世纪 90 年代以来代表性领域市场化改革进程

时间	主要改革内容
1994	缴费制的医疗改革开始试点，1996 年在城市进行大规模综合改革实验；
1995	国有企业改革，存量劳动力大规模下岗，增量劳动力体制外就业，失业风险加大；
1998	福利分房制度取消，住房商品化进程迅速加快；
1999	高等教育改革幅度加大，在扩招的基础上，开始实行收费。

数据来源：宏源证券研究所整理。

社会公共服务领域的市场化改革旨在使消费者合理分担成本，但中国的情况是消费者负担了太高的比例，以至于政府在公共服务领域的职能未能切实履行，财政支出中医疗卫生、文化教育、社会保险等的占比非常低。由于这些支出项目是政府经常性支出的重要组成部分，在财政收入增长常年超过名义 GDP 增速的情况下，也就自然表现为政府储蓄的逐步提高，这也为政府投资和资本转移补充了资金。

总的来说，近些年来中国消费的逐步下降是一个趋势，内需不足问题是客观存在的。政府及企业储蓄增高对居民消费的挤出，收入分配及政府公共服务提供职能缺失对居民消费能力的约束，都是主要原因。当前，消费不足已成为制约国内外经济均衡发展、社会和谐的关键原因，在理清制约消费的诸多因素后，相应的改革也就势必提上议程，这也正是“十二五”规划中针对坚持扩大内需战略的一系列举措——包括要在进一步合理调整国民收入分配格局，加大政府支出用于改善民生和社会事业的比重等等——的深刻背景。

三、个税调整撬动中低端消费

由国民二次分配结构调整着手，国家出台了一系列重要举措，旨在提升居民消费能力，排在前列的包括收入分配改革，资源价格体系改革和行政体制改革（表 3）。其中，收入分配改革正好处在中国结构性调整的核心环节上。一方面，劳动者收入在要素收入中的提高从根本上决定了消费对我国经济增长长期拉动的能力；另一方面，内外需转换也有赖于国内居民实际收入的提升。总体上我们认为，在 2011 年中，由于市场供需层面的劳动力供给相对紧缺，低收入阶层的收入改善相对会有比较明显，而社会统筹体系中养老金的调整对老年人口的消费也有一定促进作用。制度上，收入分配改革的要点集中在提高低收入人群所得、控制高收入人群所得和保障收入分配三个方面（表 4）。

表 3：二季度预计将出台的一系列“促消费、保民生”政策及收益板块分析

主题	预计出台政策内容	受益板块
个税改革方案出台	提高工资薪金所得减除费用标准（即起征点）、调整工资薪金所得税率、级次级距和调整个体工商户生产经营所得和承包承租经营所得税率级距。	必需消费品，特别是中低端的食品饮料、超市零售、服装等。
加强食品安全监管	以 315 瘦肉精时间为契机，加强猪肉、奶制品、面制品等关系大众化食品安全方面的监管。	食品饮料行业中的龙头企业。
降低商贸流通环节成本	出台《商贸物流发展专项规划》规划建立现代商贸物流服务体系；推动农村商业连锁经营和统一配送，优化城镇商业网点布局，积极发展电子商务、网络购物、地理信息等新型服务业态；降低或减免部分商贸流通企业的增值税和营业税；限制变相打折等恶性商业竞争行为，实施明码标价等。	商贸零售企业；仓储、冷链运输、配送等商贸物流相关企业。
加强执法检查力度	打击侵犯知识产权和制销假冒伪劣商品的专项治理。	传媒企业；品牌服装；品牌食品饮料企业。
完善社保体系	稳步提高职工最低工资、企业退休人员基本养老金和城乡居民最低生活保障标准；扩大新型农村社会养老保险试点范围；推进城镇居民养老保险试点；多渠道增加社会保障基金。	必需消费品；保险证券等综合金融企业。
医疗卫生相关	完善国家基本药物制度，切实降低药价；提高新农合和城镇居民医保财政补助标准；鼓励社会资本举办医疗机构；放宽社会资本和外资举办医疗机构的准入范围等。	医疗服务连锁企业；医疗器械生产企业；制药企业虽短期面临降价压力，但长期以量补价依然有利。

资料来源：根据主要媒体、政府工作报告等公开资料整理，宏源证券研究所。

表 4：收入分配改革要点

方面	要点	作用
提高低收入人群所得	公布各地区最低工资水平并报送中央政府 把 CPI 考虑进入工资增长中 加班所得、补助、三险一金不计入最低工资	保证了低收入者不因 CPI 的升高而降低实际收入和模糊的最低工资定义
控制高收入人群所得	垄断行业的工资和福利报送政府，并要公开 垄断行业的工资水平及增长需要定期公开汇报	人社部数据显示垄断行业的工资要高于平均水平，本规定就是对此进行控制。
保障收入的分配	工会法的实施来提高工会的作用 工资保证金制度	保证收入分配的有效性

资料来源：宏源证券研究所整理。

围绕以上三点，发改委也曾提出收入分配改革的一些基本建议。不过具体的建议中更强调了制度方面的建设和具体实行的操作切入点（表 4）。

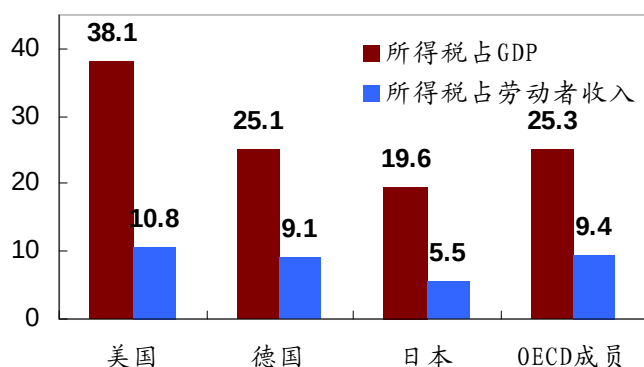
表 5: 发改委收入分配改革建议

序号	内容
1	坚持实施更加积极的就业政策, 创造更多的就业机会。
2	建立健全职工工资的正常增长和支付保障机制。
3	完善对垄断行业工资总额和工资水平的双重调控政策, 以缩小行业收入差距。
4	千方百计促进农民持续增收, 统筹城乡发展, 不断缩小城乡收入的差距。
5	加大税收对收入分配的调节力度, 减轻中低收入者的税收负担, 加大对高收入者的税收调节。
6	促进基本公共服务均等化, 加大对民生领域的投入。
7	加快完善社会保障体系, 促进城乡居民增加转移性收入。
8	进一步规范收入分配秩序, 增加收入分配的透明度。

资料来源: 发改委, 宏源证券研究所整理。

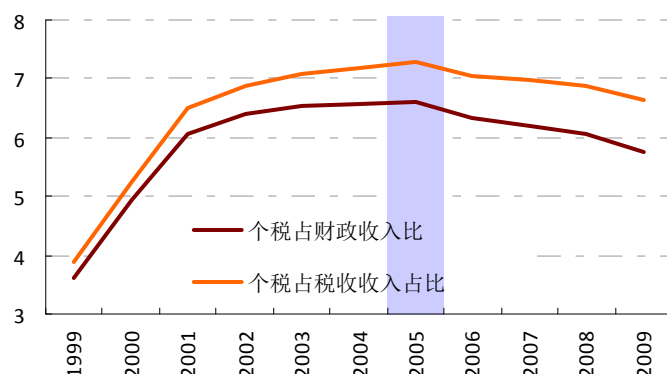
鉴于在所有的税种中, 个人所得税在调节收入分配上的效果明显优于其他税种, 作用也更加直接, 所以个人所得税的征收可以促进社会经济运行在效率与公平之间的优化权衡。在诸多西方发达国家, 个人所得税都是其第一大税, 比如 2007 年美国、德国、日本个人所得税收入占总税收收入的比重分别为 38.1%、25.1%和 19.6%, 占当年 GDP 的比例分别为 10.8%、9.1%和 5.5%; OECD 国家总的个人所得税收入占总税收收入与当年 GDP 的比值分别为 25.3%与 9.4% (图 7)。相比而言, 我国个人所得税占税收收入的比重甚至一直低于 8%, 其筹集财政收入与调节收入分配的功能都尚未充分发挥作用。

图 7: 2007 年发达国家个人所得税总额情况 (%)



数据来源: WDI, 宏源证券研究所。

图 8: 1999-2009 年中国个税占税收及财政收入比 (%)



数据来源: CEIC, 宏源证券研究所。

当然, 在进行跨国对比的时候, 必须清楚地看到发达国家高税收后面对应的高福利, 并且发达国家个税征收涵盖的范畴要宽于中国, 例如, 发达国家大都对资本利得征收重税。因此, 我们认为未来个税改革的重点, 并不在于提高税收总量以支持财政支出的扩张, 而是在于通过税率、起征点和累进级别的调整, 来切实调整收入差距。目前, 我国个人所得税起征点为 2000 元, 实行 9 级累进税率, 税率从 5%到 45%, 而绝大多数西方发达国家采用的是 6 级以下的税率档次; 同时, 我国个人所得税中工资与薪金所得的最高边际税率为 45%, 也高于多数国家个人所得税课税的最高边际税率 (表 6)。

表 6：2010 年全球部分代表性经济体个税概况

国家	最高边际税率 (%)	最低边际税率 (%)	税率档次	国家	最高边际税率 (%)	最低边际税率 (%)	税率档次
美国	35	10	6	加拿大	29	15.25	4
日本	37	10	4	印度	30	10	4
德国	48.5	19.9	4	澳大利亚	47	20	5
韩国	36	9	4	约旦	25	5	4
法国	48.1	6.83	7	巴西	27.5	15	3
新加坡	22	4	6	保加利亚	29	18	5
朝鲜	36	9	4	意大利	33	23	2
泰国	37	10	5	秘鲁	40	19	3

数据来源：IMF，2010 年数据，宏源证券研究所。

上世纪九十年代以来世界上较多国家进行了不同程度的税制改革，总的改革思路可以归纳为由“高税率、低税基”向“低税率、高税基”的转变、简化个人所得税税率结构的复杂程度。尽管如此，各国个人所得税占税收总额的比重并没有出现大幅度的降低。

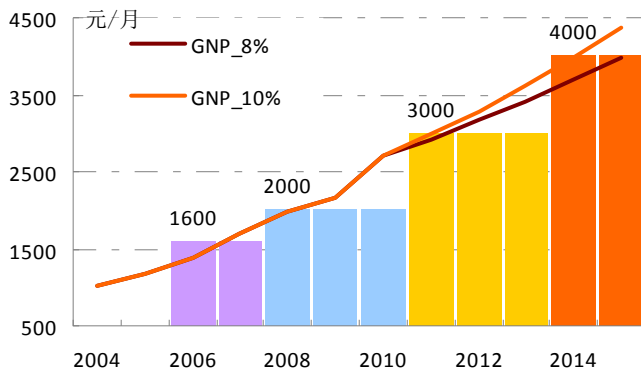
在中国，温家宝总理在 2011 年 2 月接受中国政府网和新华网联合专访与网民互动时指出，将提高个人所得税薪酬起征点，作为政府新年为百姓办理的第一件实事。3 月份召开的国务院常务会议原则通过《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》，并提交全国人大常委会审议，预计将于 4 月初正式对外发布。根据《修正案》的原则，将提高工资薪金所得减除费用标准，调整工资薪金所得税率级次级距，并相应调整个体工商户生产经营所得和承包承租经营所得税率级距，进一步减轻中低收入者的税收负担。

与世界上绝大多数国家个人所得税在税收或财政收入中占比相比，中国的对应指标都较低（图 8）。长期以来，个人所得税占这两者比重都低于 8%，特别是 2005 年以来，个税占中国税收收入以及财政收入的比重甚至还有下滑的趋势。不过从绝对量来说，2009 年个税仍有近 4000 亿元，根据 2002 确定的所得税分享标准，地方政府分享其中的 40%，约为 1600 亿元。

与较低的个税规模不同，中国个税起征点是比较高的。一般而言，各国个税的起征点一般是人均国民收入（GNP）的 20-30%。有一些国家，比如美国，并不设立个税起征点，而是要求全部收入报税，再根据实际收入水准，对高收入者予以纳税，对低收入者予以补贴，并且还进一步根据物价涨幅及时调整税率。另有一些国家，比如日本，在个税起征点确定时考虑了居民家庭的支出情况，比如一孩家庭个税起征点高于无孩家庭，无孩家庭再高于单身家庭。由于有诸如此类安排的存在，这些国家的个税体制才既确保了社会相对公平，同时也为国家财政收入贡献了较大的份额。例如，美国年收入 10 万美元以上的家庭贡献了全部个税收入的约 60%，而其中 1%的富有群体则贡献了 40%。

与世界范围内的经验不同，中国不仅个人所得税占比较低，在起征点、税级和税率确定上都缺乏充分的弹性，对地区差异、价格水平以及家庭支出压力等考虑不足。经验上看，中国个税起征点一般与起征点设立当年月人均 GNP 水平持平。2006 年中国个人所得税起征点调至 1600 元时，当月人均 GNP 约为 1383 元，2008 年个税起征点调为 2000 元时，当月人均 GNP 约为 1989 元。中国 2010 年月人均 GNP 约为 2711 元，据此可以推定此次调整后的起征点大约为 3000 元。根据“十二五”规划设定的人均可支配收入年增长大于 7%的目标，进一步通过假设 8%和 10%两个增长率，我们预计到 2014 年时，个税起征点可能再次调整至 4000 元。

图 9：个人所得税起征点与月人均 GNP 相关图示



数据来源：《2005-2010 年中国统计年鉴》，柱状图为个税起征点，曲线为月人均 GNP 及其预测数据，宏源证券研究所。

2008 年个税起征点由 1600 元调至 2000 元时，财政部长谢旭人表示，个税起征点调整使得财政收入减少约 300 亿元，使纳税工薪阶层由 50% 减至 30%。由于此次调整既涉及到起征点调整，也涉及到税级和税率调整，因而其影响较为复杂。市场普遍预期，此次个税税级将会由之前的 9 级调至 6 级，但对税率调整情况目前少有预测。总体上，我们认为此次税率调整将在减轻中等收入阶层综合税率的同时，提高税前月收入 30000 元以上高收入阶层综合税率或者至少维持不变（图 10 及表 6），理由如下：

表 7：预测 2011 年调整后个税级次及税率结构

序号	级次	税率	扣除速算数
1	3000 元以上 6000 元以下	10%	0
2	6000 元以上 12000 元以下	15%	300
3	12000 元以上 20000 元以下	20%	1200
4	20000 元以上 30000 元以下	25%	2800
5	30000 元以上 50000 元以下	30%	5300
6	50000 元以上	40%	11300

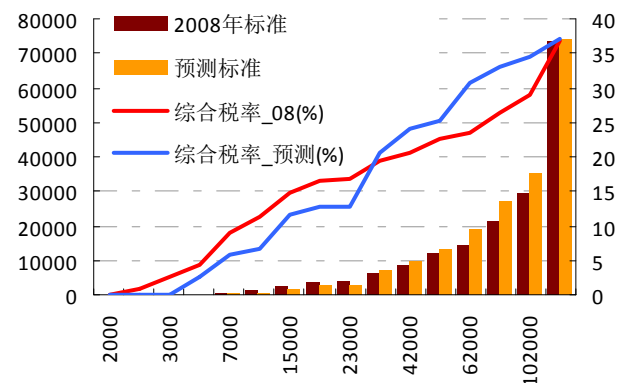
数据来源：宏源证券研究所预测。

一、随着政府职能的进一步规范和非税收入的减少，中国财政收入扩张的来源有限，大规模降低高收入阶层所得税税率将导致税收收入下降，不仅不利于调整收入分配格局，也与世界范围内的发展规律不符。

二、随着政府在医疗卫生、社会保障、教育和住房等一些社会领域职能的加大，财政压力尤其是地方政府的财政压力正在逐步增大（图 11）。以 2010 年个税为地方财政贡献 2000 亿元计算，这对财政收支缺口的缓解作用还是相当明显的。受这一因素的影响，削减高收入阶层所得税率将引发地方政府的反弹。

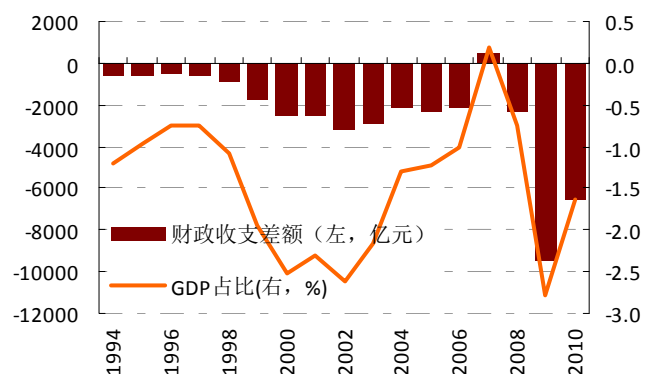
三、个人所得税的缴纳是培育公民精神，推动国家政治发展的重要举措。历史研究表明，个人所得税率先在英国开征，用于支付英国抵抗拿破仑的战争费用，但这时的个税还只是一个临时税种。一次世界大战时，英国国防开支骤增，推动英国多次提高个税税率。

图 10：预测调整后个人所得税调整结构及税负变化



数据来源：CEIC，横轴为月应纳税收入，纵轴为税后实际可支配收入；宏源证券研究所。

图 11：分税制以来中国的财政收支缺口（亿元；%）



数据来源：CEIC，宏源证券研究所。

在美国，是南北战争的财政压力冲破了法律的限制，把个人所得税提上议程的。也正是在这两个国家，所得税的正规化、合法都引起了民众的强烈反应，引发了宪政危机，使得公民对国家的公共支出更加关注。因而个税是连接公民与国家的重要纽带，大规模减税并不有利于政治发展。

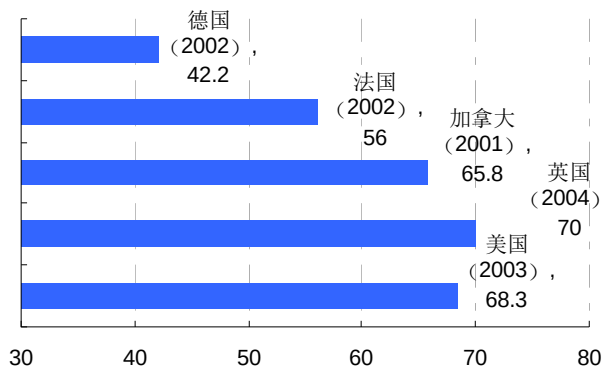
基于此，预计仅个税起征点的调整对居民的让利约在 800 亿元左右。与此同时，个税税级和税率的调整也能增加居民可支配收入。如果城镇中 30% 的中低收入阶层居民月人均可支配收入能从个税税级及税率调整中净提高 100 元，2011 年全年城镇居民累计可支配收入增加也在 1400 亿元以上。以上两项相加，累计能扩大居民可支配收入 2200 亿元。假定居民消费倾向保持稳定，其中的约 1320 亿元可用于消费。这个效用在个税新方案二季度出台后将逐步显现。预计个税调整将直接拉动 2011 年名义居民消费同比增长 1 个百分点。

四、保障房建设抬高边际消费倾向

“十二五”期间，我国政府为了解决中低收入城镇居民的住房问题，从供给面有针对性地调整房地产市场高房价问题，将计划建设 3600 万套保障房。这一大大超出市场预期的举措无疑将成为未来撬动居民消费的新支点。

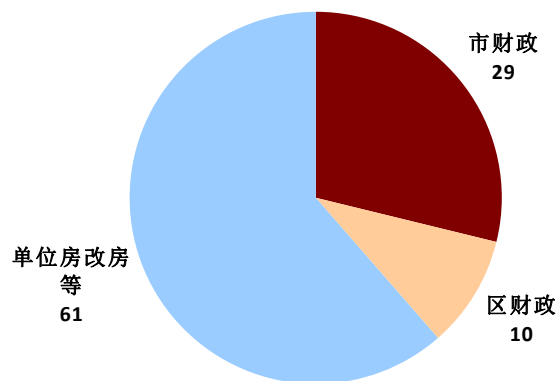
本质上，保障房建设旨在市场供应住房以外，通过政府承担住房建设责任，为购房有困难群体提供住房的一项安排。住建部的数据表明，2010 年中国住房私有率约为 89%，仅有 11% 的居民住房由公共住房来保障，政府在住房保障方面履行的职责不足。

图 12：代表性国家部分年份住房自有率水平（%）



数据来源：杜莉等（2010），宏源证券研究所整理。

图 13：2010 年深圳市保障房建设财政资金来源结构（%）



数据来源：宏源证券研究所整理。

数据表明，欧美发达和较发达国家的总住宅自有率约在 60~70% 之间，其中德国可能是一个例外（图 12），剩余的住房需求主要通过政府住房保障计划来完成。以美国为例，早在 20 世纪的早期，其政策就开始对低收入群体的住房问题给予高度关注，开始对贫民窟进行大规模的改造，大萧条的来临则迫使美国政府进一步地介入居民的住房保障，不过美国的做法主要是通过通过对低收入群体提供住房补贴来实现的，目前美国全国享受住房补贴家庭约有 120 万户。

虽然住建部的数据无法反映标准意义上中国居民住房自有率的情况，但一些城市的数据还是有一定代表性的。根据 2010 年 6 月的普查数据，深圳 2010 年共有户籍人口约 265 万，常住人口约 1400 万，同年深圳市户籍人口住房自有率达 76%，全市常住人口住房自有率为 33.6%。以常住人口统计口径 50% 住房自有率测算，深圳市仍有庞大的购房需求。

但鉴于现有的购房政策与户籍挂钩，中央日前又紧缩大城市户口改革的步伐，因而相当多的需求需保障房来实现。据统计到 2010 年末，深圳市已建成保障性住房总套数约 27 万套，分别占全市住房的 3% 和商品住房的 25%。所建保障房中，约有 61% 的房屋由单位房改房等来完成，市财政则安排建设其中的 29%，其余由区财政安排建设（图 13）。

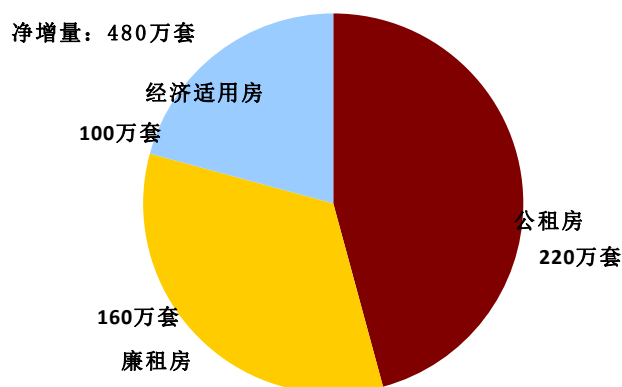
全国范围内，在 2010 年计划建设安排 580 万套、实际完成 370 万套的基础上，国务院安排 2011 年建设保障房 1000 万套，且要求在本年度 10 月底前全部开工。相关的实施细则要求，城市住房土地供应的至少 70%、土地出让净收益的 10% 要用作保障房资金。其余资金来源上，目前已有社保基金、国开行以及保险资金通过融资平台参与了保障房建设。按照目前各方研究的初步结果，2011 年 1000 万套保障房建设约需投资 1.3-1.4 万亿元，扣除单位和社会资金投入 8000 多亿元，仍需中央与地方筹措 5000 多亿元。这一安排与深圳的经验基本相符，预示着未来单位通过自建房、购房等渠道支持保障房建设任务的空间很大。

表 8：当前保障房建设土地与资金筹措安排

公租房	土地：70% 的住宅用地供应用于保障房建设。
廉租房	资金：土地出让净收益；中央财政专项资金；地方政府财政资金、地方融资平台筹措（含社保资金、
棚户区改造	保险资金、国开行及商业银行贷款）；其他社会资金。
经济适用房	

数据来源：宏源证券研究所整理。

图 14：2010 年增量保障房分类基本结构



数据来源：宏源证券研究所整理。

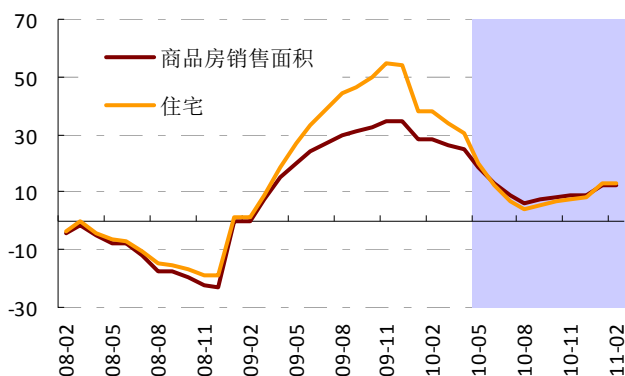
根据我们对公开资料数据的收集汇总，2011 年 1000 万套保障房计划中，有 350 万套左右是各类棚户区改造，包括城市棚户区改造和矿区、林区、垦区棚户区改造；及 60 万 - 70 万套回迁房。该部分主要是存量翻新，并不是保障房增量。真正属于保障房范围的增量主要包括：220 万套公租房、150 万-160 万套廉租房、100 万套经济适用房（图 14）。按有关规定要求，公共租赁房和经济适用房建筑面积不超过 60 平方米，廉租房不超过 50 平方米的建筑标准，据此上限计算该三项就新增住房 27200 万平方米，加上去年未完工保障房的 210 万套，共计可占去年住宅销售面积的约 40%、商品房销售面积的 35% 左右。今年住房市场供应的一个重要特点是供应面积相对稳定，而套数则提高明显。

保障房建设的影响是多方面的，对商品房建设的挤出效应是其中之一。按照国家有关规定，2011 年住房土地供应计划总量中的至少 70% 要用于保障房建设。假设 2011 年住房土地计划供应与去年持平，根据上述保障房建筑面积标准，假定目前房地产公司资金压力

尚在可控范围之内，资金约束尚不构成严峻挑战，那么一般商品房建设将约在 800 万套左右，与往年销售量相比将有大幅度的下滑。即使考虑到地方政府可有激励减少公共租赁房和廉租房单套建筑面积，一般商品房建设也很难超过 1000 万套，不过与保障房相加，住房投资及房地产投资规模将基本与去年水平持平^①。

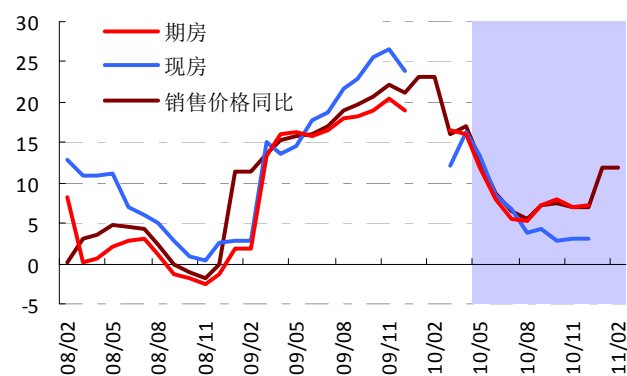
自去年 5 月份以来，为贯彻落实《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》精神，以北京为代表，全国各地区开始了以购房信贷收缩和限购为基本内容的紧缩性购房政策。《通知》明确了地方政府在抑制房价过快上涨中的职责，要求逐步加大保障房建设力度，至 2011 年 3 月中旬，根据国务院要求，直辖市、计划单列市、省会城市以及房价上涨过快城市要出台控制房价细则，并通过一系列举措加强对地方的问责。受此影响，从 2010 年 5 月开始，全国商品房销售价格以及销售面积增速等都出现了比较明显的下降（图 15，图 16）。

图 15：全国商品房及住宅商品房销售面积同比（%）



数据来源：CEIC、宏源证券研究所。

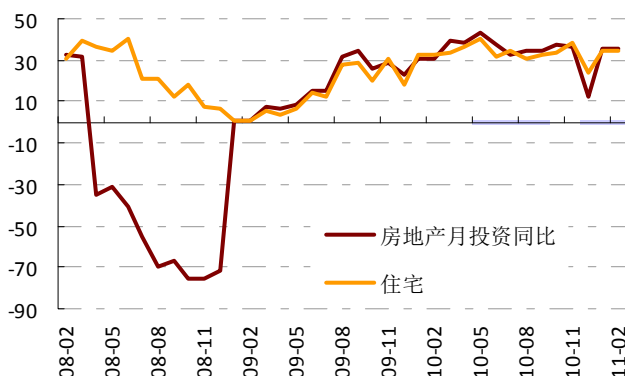
图 16：全国商品房及住宅商品房销售价格同比（%）



数据来源：CEIC、宏源证券研究所。

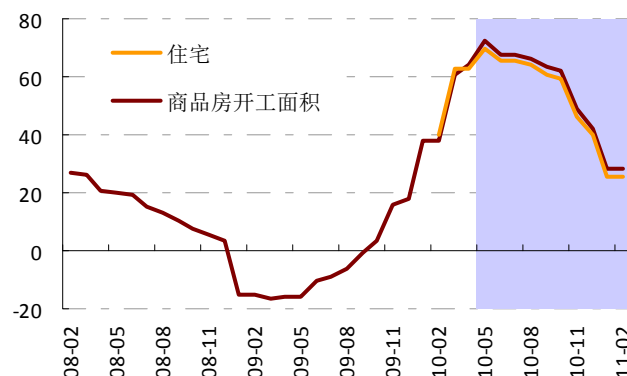
虽然商品房销售面积及价格涨幅均有所下降，商品房开工面积也在持续下降，但房地产投资同比在经历 5 月份的下降后，却又开始小幅攀升（图 17，图 18），由于保障房中除经济适用房外，按统计口径一般不列入商品房统计，据三者趋势可以推测，保障房建设投资对抑制投资下滑发挥了重要作用，我们预计未来 5 年，保障房投资将在房地产投资中占有难以取代的重要位置。按照 3600 万套的目标，这五年内保障房开工的情况将前高后低。

图 17：全国商品房及住宅月投资情况同比（%）



数据来源：CEIC、宏源证券研究所。

图 18：全国商品房及住宅开工面积同比（%）



数据来源：CEIC、宏源证券研究所。

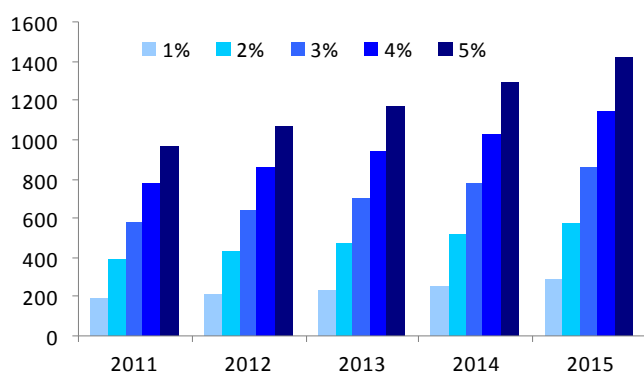
^① 保障房建设投资 1.3-1.4 万亿投资中不计土地成本。

保障房的“大跃进”一方面能够弥补一般商品房建设下滑可能产生的投资下降，另一方面对未来的消费也有深远影响。首先，房地产投资对消费领域相关支出有重要的直接拉动，对农民工消费也扩张有重要推动作用。其次，保障房建设是与住房限购联系在一起的。由于限购主要与户籍等因素挂钩，主要排除的是有潜在购买能力、但因住房存量和户籍限制而无法购房的群体，根据现有的经济适用房申购和公租房、廉租房入住申请的收入及其他标准，只有一部分居民能够申购和申请入住，购买力将很有可能转向可选等消费领域。再次，保障房的建设将严重改变居民的消费预期。在住房商品化的制度下，居民为购房必须进行大规模的储蓄，这影响了消费能力的扩张。根据国家的“顶层设计”，“十二五”期间，将确保 20% 城镇中低收入阶层居民住房由保障房来提供，努力做到“应保尽保”。由于支出压力下降，居民消费意愿预期出现反弹，同时受保障房投入市场的影响，建筑装潢以及家庭耐用消费品等相关消费将得到一次性的推力。

保障房投入对建筑装潢、家具等相关消费品的影响实际上已经有所显现。从国家统计局公布的限额以上企业分类消费品变动来看，占社会消费品零售总额近 70% 的汽车、石油、食品、服装 4 类消费 2 月份较 1 月份全线下跌，与之相反的是建筑装潢、家具以及石油等环比却较 1 月份所有上升，在 2010 年商品房销售面积下滑的背景下，前两类消费品增加料与 2010 年建成的 370 万套保障房逐步投入市场有所关联，进一步，基本可以预计 3 月份两类消费品消费量仍将持续增加。

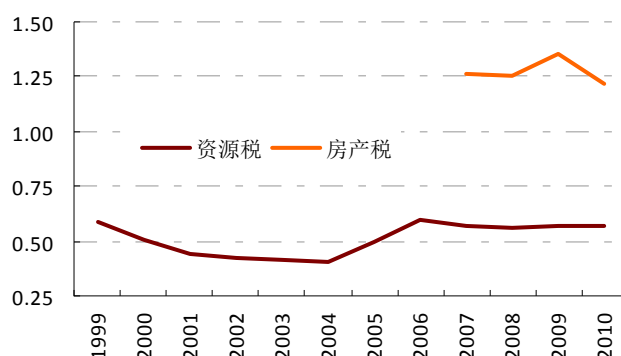
除此以外，随着保障房的大规模开建及随后的投入市场，居民消费意愿的提升也能推动居民消费支出上升。实际上，现有的调查表明，消费者普遍预期收入水平将持续提高，当前消费下降主要是由通胀过高及城镇居民消费意愿下降和限购引起的。具体到数据上，假设居民名义可支配收入保持年均 10% 的增速，根据保障房最终将覆盖 20% 城镇居民住房的国家规划，考虑到保障房可能覆盖的城镇人口范围之后，图 19 给出了我们预测的不同居民消费倾向提升水平下居民消费可能增加的情况。尽管住房支出在居民总体支出中的比例较高，保障房建设可能对提升居民消费倾向的作用较大，但即使保守假定 1992 年以来至今居民消费倾向 10% 降幅中的约 3% 可由住房支出扩张来解释，也可进一步可预测得到 2011 年全年居民因保障房建设而推动消费倾向提升带动的消费支出增长至少在 600 亿元左右。

图 19：消费预期提升推动居民消费支出预测（亿元）



数据来源：CEIC，假设“十二五”期间居民名义可支配收入保持年均 10% 的增速，宏源证券研究所。

图 20：近年我国资源税和房产税占税收收入比（%）



数据来源：CEIC、宏源证券研究所。

五、“十二五”期间消费展望

中国至目前已处于消费需求不足的历史低点,这一情况与国家市场化过程中的一系列制度安排,比如包括教育、医疗卫生、住房等公共服务领域的改革(影响消费意愿),国民收入分配格局(影响消费能力),都有非常密切的影响。分部门分析表明,政府公共服务支出滞后、由盈利性动机推动的储蓄倾向增强和过高的企业储蓄都是其直接原因。

综合以上分析,当前一系列可能推动居民消费增长的改革中,个税调整对消费的推动作用比较有限。与此相对应,保障房的作用也面临一些不确定性。目前市场对保障房建设的主要担忧在于资金来源上。的确,突然增加的近 5000 亿元支出构成一笔不小的财政负担。但也应该看到,除了中央政府坚决推行建设的决心外,地方政府的制度创新和激励也是保障房建设比较能顺利实施的重要保障,去年国家计划保障房建设 580 万套,地方政府实际开建 590 万套就是一个比较有说服力的信号。地方政府一定程度上有激励致力于保障房建设有很多原因,首先经济适用房能够出售并获益,因而地方政府甚至有突破 100 万套建设指标的动力。其次,在中央政府转变发展战略和明确考核指标的背景下,地方政府官员的政治锦标赛也会推动地方政府拼保障房建设。同时地方政府的政策工具也是有的,除传统融资平台外,地方政府自上而下推动的变革也是其中之一。

地方政府可能推动的改革包括推动中央政府放松对社保资金、保险资金等投资方向和额度的管制,推动中央政府加强税费优惠吸引社会资金参与保障房建设。更为重要的,是地方政府极有可能进一步推动改革财税体制,近期的房产税改革即是其中的例子之一。上海市发布的《上海房产税实施细则》明确规定,房产税收入所得将用于保障性住房建设等方面的支出,根据有关报道,上海市测算的房产税征收额度在年均 500 亿左右。重庆市发布的《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》甚至更明确规定,房产税全部用于公共租赁住房的建设和维护。总之,由于支出压力的存在,房产税在全国大部分地区有较快铺开的可能性,在计税依据上,也可能在试点的基础上较快由交易价格上转向评估值。

另一个极可能得以加速改革的是资源税。数据显示,目前我国资源税占全部税收收入的比重还低于房产税,甚至不到 1% (图 20),企业尤其是垄断性国有企业几乎是在零成本地使用国有煤、气和油等资源。前文指出,这不仅导致企业储蓄较高,约束了居民可支配收入的增长,也抑制了政府扩大民生支出的财政基础。除此以外,低成本使用资源引发的利用效率不高,也对国家推动的经济增长转型提出了较大的压力。基于此,资源矿产税在上下推动之下有可能取得突破。

受这些结构性因素的影响,尽管短期内消费需求仍将阶段性地处于较低水平,但受益于国家“十二五”规划中发展战略的调整,中长期看消费特别是居民消费将出现强劲提升。2011 年 2 月的消费数据表明,虽然受通胀和直接与间接限购等因素影响,中国居民消费意愿处于近年最低点,但随着个人所得税调整改革以及保障房的大规模开建及随后的投入市场,直接消费拉动和居民消费意愿的提升都将推动消费需求上升。总体而言,个税改革总体可能推动居民消费支出约 1320 亿元,保障房建设通过提升居民消费倾向提高居民消费支出 600 亿元。两项累计也能扩大消费支出近 2000 亿元,约占 2010 年社会消费品总额的 1.3%。而这一数据还尚未考虑保障房建设对装潢和耐用品消费等的一次性直接拉动作用。我们预期从今年 3 季度开始,保障房对消费的影响将在未来 1-2 年间体现出来,这样,随着 2010 年 590 万套保障房投入市场,预计今年 8 月份前后社会消费品零售总额将会出现反弹。

尽管中国的内需不足是一个结构性问题,需要部门联动的改革才能有实质性的改观,

但近期围绕收入分配以及公共服务领域政府责任的改革已经使得内需的扩大出现了良好的预期氛围。近期内，包括个人所得税改革以及保障房建设等对改变居民消费意愿、带动相关领域消费品消费增长的作用都值得期待。受此影响，同时也考虑到滞后效应，我们初步预计今年名义消费品零售月同比将呈前低后高走势，全年仍能维持 17.3%左右增速。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。