

消費拉動經濟效益大於投資



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「春日遲遲春草綠，野棠開盡飄香玉。」中國經濟復甦作為今年滯脹格局下少數確定事件之一，有望成為支撐全球經濟增長的重要力量。經濟復甦過程中，消費、投資誰將扮演核心驅動角色？這是金融市場和政策選擇都格外關注的問題。

基於世界銀行的資料，我們查找了168個國家1961至2021年的數據，以各國GDP實際增長率為被解釋變數，以最終消費實際增長率與投資實際增長率為解釋變數，利用含國家、年份固定效應的面板模型估計消費增長和投資增長與經濟增長的關係，探求消費、投資對於經濟增長的驅動作用。

估計結果顯示：

1) 每一個百分點消費增長比投資增加可以驅動更多的經濟增長。就全球平均水準而言，在考慮到國家差異及年份差異後，每1%的消費增長可以驅動0.225%的經濟增長，而1%的投資增長將帶動0.03%的經濟增長。

2) 中國消費、投資對經濟的驅動作用符合世界規律，但邊際效果更好。基於1979年以後的時間序列資料進行模型估計，發現在中國每1%的消費增長可以驅動0.409%的經濟增長，而1%的投資增長可以帶動0.151%的經濟增長。因此，不論是中國的消費增長還是投資增加，對於經濟的邊際促進效果均高於世界平均水準。

3) 橫向比較來看，現階段中國消費與投資的驅動作用仍低於高收入國家，尤其是消費增長的邊際驅動作用，未來仍有挖掘空間。以美國、日本為例，每1%的消費增長分別可以驅動0.658%、0.717%的經濟增長，而1%的投資增長帶動0.173%、0.252%的經濟增長。

從名義絕對量來看，1979年起消費絕對量規模就一直高於投資規模，那麼每一個百分點消費增長帶動的絕對值增加必然高於每一個百分點投資增長所對應的絕對值增加，因而消費對於經濟增長的貢獻自然更高。

整體而言，消費、投資對於經濟增長的驅動作用與消費規模、投資規模均呈現正向相關，但又隨時間變化而略有所不同。具體來看：就消費驅動力與消費率的關係，在1979至2001年間，兩者存在正向相關關係，隨着消費率的不斷降低，消費對於經濟增長的驅動力也隨之下降。但在2001年後，這種相向而行的規律發生了變化。儘管消費率顯著下滑，但是對於經濟的驅動作用卻有所

上行。事實上，在2008年金融危機襲來之際，外需大幅削減導致對外貿易受到劇烈衝擊，2009至2011年淨出口始終拖累GDP，而彼時最終消費支出積極補位發揮出了穩定經濟增長的重要作用，對GDP拉動超過5.5%（同時期GDP年均複合增長率約為9.8%），也與此階段中國消費拉動經濟增長效率處在高位相互印證。就投資驅動力與投資率的關係，根據歷史資料，兩者大體上同向波動，在2008年金融危機之後，投資驅動力作用開始緩慢下滑。

消費能更好產生乘數效應

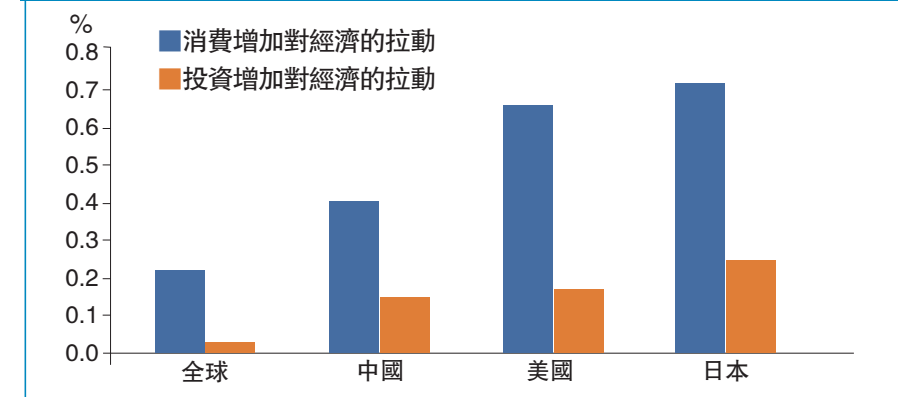
由此可知，實證結果與學術理論均認為消費增加驅動力高於投資驅動力。一方面，基於實證研究，1995至2005年間，投資驅動的效率更高，也正對應中國固定資產投資高速發展時期，1995至2005年，經濟年均複合增長率為9.2%，消費年均複合增長率約9.9%，而投資年均複合增長率高達12.7%。但近些年消費驅動力減去消費佔GDP比重之後為正，而投資驅動力減去投資佔GDP比重為負，意味着在考慮到消費規模、投資規模對於經濟貢獻的影響後，消費對於經濟增長的刺激效率更高。

另一方面，可以從經濟學理論的角度來理解消費增長的貢獻效率。首先，消費者需求是經濟增長的源頭。按照凱恩斯有效需求理論，消費需求是經濟增長的源頭和主要驅動力，而投資需求往往也依賴於消費者需求和市場信心。其次，消費具有乘數效應。消費支出會通過乘數機制產生更大的經濟影響。一個人的消費開支會成為其他人的收入，進而產生更多的消費，這種連鎖效應放大了消費對經濟的影響。相比之下，投資的乘數效應較小。再者，消費具有迴圈效應。消費增長會帶來生產和就業的增加，進而再增強消費，形成「生產—消費」的良性迴圈，而投資增長不一定能帶動消費和生產的持續增長。不僅如此，動態優化理論認為，消費可以促進資源的合理配置和優化，消費者通過選擇更高效的產品和服務，可以鼓勵企業提高生產效率和創新，進而提高整個經濟的效率。



▲消費增長會帶來生產和就業的增加，可以鼓勵企業提高生產效率和創新。

消費與投資對經濟增長拉動作用



通脹受控 加息已非必要



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

自7月底美國加息之後，聯儲局成員開始表態，指出控制通脹前景樂觀。筆者認為通脹壓力不大，加息周期可能即將完結，將有利全球投資市場。

明尼阿波利斯聯儲銀行總裁卡什里透露，美國經濟繼續展現韌性，基本情景似乎是經濟將放緩，但又能避免經濟衰退。雖然聯儲局為遏制通脹實施激進貨幣緊縮措施，可能會導致損失部分就業崗位及經濟增長。

卡什里指出，聯儲局為勞工市場降溫，未造成廣泛失業或工資下降，預計就業領域為走軟。如果說美國能夠在勞動力市場毫無損壞過這次通脹周期，那是不現實。

美國失業率徘徊在3.6%歷史低位，卡什里表示，未來幾個月可能升

至4%，仍能軟著陸。他希望聯儲局不造成重大就業損失或負增長，令價格及需求降溫。他稱聯儲局密切關注數據，以指導是否進一步加息。

芝加哥聯儲銀行行長古爾斯比透露，未決定9月聯儲局議息會議是否支持加息0.25厘或暫停加息，加息與否視乎最新通脹及就業數據。古爾斯比的基本看法是，聯儲局貨幣政策處於黃金路徑，即可以讓通脹下滑而不會引發經濟衰退。聯儲局視通脹指標，扣除食品和能源的個人消費開支（PCE）物價指數，6月按年升幅放緩至4.1%，是極佳信號。房屋成本將持續下降，牽動服務通脹回落，借貸環境也好轉中。

筆者預料，美國通脹逐漸受控，歐洲亦然，各國央行加息壓制通脹的需求大減。美國現在是5.25-5.5厘，會持續高位徘徊。美國經濟正步向放緩，減息周期將會到來，屆時進一步刺激全球樓市股市等投資市場，長線投資者將受惠。



▲從2015年開始，中國實施了兩輪化債政策，均採用債務置換的方式。

7月召開的中央政治局會議指出，「要有效防範化解地方債務風險，制定實施一攬子化債方案」。近日又有報道稱，監管部門已初步批覆化債方案及額度，預計下半年將發行1.5萬億元（人民幣，下同）特殊再融資債券，同時人民銀行或設立應急流動性金融工具（SPV），由主要銀行參與，支持特殊再融資債券融資。

債務置換 開啟化債之路

智本社

大學之道 清和

智本社社長

截至2022年末，中國政府的整體槓桿率約100%，低於美國的145%、日本的260%，低於意大利、加拿大、法國、英國，高於德國。但中國與歐美發達國家的債務結構不同。歐美國家以國家主權債務為主，中國政府債務以地方政府債務為主。中國地方債總規模為92.8萬億元，佔GDP的比例高達76%，為全球主要國家中最高，而美國、德國均低於30%，法國、英國均低於10%。

城投債淨融資下滑

在中國政府債務結構中，地方債務規模較大、風險較高。地方債務主要包括一般債、專項債和城投債。其中，一般債，以省級政府和計劃單列市作為發債主體，當地政府的稅收收入作為信用擔保和償債條件，融資主要用於一般公共預算支出，比如醫療、教育與行政開支等。專項債，以省級政府和計劃單列市作為發債主體，融資主要用於專門的具有收益性的項目，如今超過六成用於基礎設施投資，通常以項目收益和國有土地使用權出讓金收入作為信用擔保及償債條件。

截至2022年末，全國地方政府顯性債務餘額35萬億元，佔GDP比重為28.9%。其中，一般債務14.38萬億元，專項債務20.67萬億元。

城投債屬於隱性債務，不是以地方政府為主體公開發行的債券，而是由地方政府成立的國有城投企業的所有債務，包括公開發行的債券，向商業銀行和其他金融機構的貸款，欠供應商的債務。城投企業的融資，主要用於投資城市基礎設施，開發城市土地和經營房地產，投資旅遊景區、工業園區等營利性項目。其信用擔保和償債條件，除了城投企業自身收益之外，還包括地方政府的財政收入。

雖然城投企業的債務，不是地方政府的表內債務，但是由於城投企業為地方國有企業，其融資信用主要來自地方政府，地方政府以信用擔保、隱性授信等方式支持國有城投企業融資。地方政府借助。城投企業代替地方政府職責投資城市基建和保障性住房，為地方政府創造土地財政收入和稅收收入。因此城投債與地方政府利益高度綁定，城投債也被認為地方政府的（隱性）債務。

截至2022年末，全國3002家城投有息債務餘額達到57.8萬億元，佔GDP比重的47.7%，規模遠遠超過地方政府一般債和專項債之和。其中，長期借款規模最大，達25.1萬億元，

佔比為43%；應付債券12.8萬億元，佔比22%；一年內到期的長期負債9.2萬億元，佔比16%；短期借款4.3萬億元，佔比7%。分地區的看，天津、貴州、雲南、甘肅的負債率高。

城投債具有相當的隱匿性。除了上述公開可統計的債務外，還有一些債務未被發現、不易核算。比如，城投企業欠供應商的債務，地方政府不以非城投企業的國企借的債務，還有明股實債。城投債實際規模可能要比公開統計的規模更大。近些年，對隱性債務也做了一些摸排，但是沒有公布具體的結果。

城投債目前面臨三方面問題：一是城投債規模大、透明度偏低；二是城投企業投資回報率低，償債能力弱，靠政府補貼還債、借新債還舊債存續；三是正在迎來償債高峰期，2021至2025年，年均到期量達到3.2萬億元。

今年，宏觀經濟復甦不及預期，企業利潤下降，房地產低迷，地方政府稅收和土地轉讓金收入下降，加重了地方償債壓力。前七個月，一般財政收入累計13.93萬億元，同比11.5%，剔除退稅後稅收收入同比下降1.9%。同時，政府性基金收入2.86萬億元，同比下降14.3%，國有土地使用權出讓收入2.29億元，同比下降19.1%。

進入二季度後，市場真實利率上升，實際融資成本和債務負擔增加，社會融資減速，地方政府債券發行進度放緩，城投債淨融資下降，借新還舊的債務滾續困難。

借長還短拉長周期

上半年，市場比較擔憂的是，中央政府對地方債務的處理態度比較模糊，只強調「誰家的孩子誰抱走」。而7月份中央政治局會議明確提出，「要有效防範化解地方債務風險，制定實施一攬子化債方案」。

實際上，從2015年開始，中國實施了兩輪化債政策，均採用債務置換的方式。

第一輪是2015年到2018年，主要通過發行置換債來置換存量隱性債務。當時，中國政府意識到地方城投債、隱性債務快速擴張的風險，試圖通過發行信用更高的省級債務來置換。2015年1月1日，新預算法開始實施，地方省級政府和計劃單列市具有獨立發行債券資格。省級政府發行專項債和一般債，可以提高地方發債的空間和信用，降低地方對城投債的依賴。

此外，省級政府還集中發行了置換債，用於非債券形式存量債務。2014年底，地方政府存量債務餘額15.4萬億元，其中1.06萬億元為債券形式，14.34萬億元為非債券形式存

量債務。從2015年到2018年，全國地方政府一共發行了12.24萬億元置換債，完成置換存量目標的86%。到2018年底，非債券形式存量政府債務下降到3151億元。

這次債務置換解決了大部分非債券形式存量債務，促進了政府標準化債券發行的規範性，同時也降低了地方政府的利息負擔約1.7萬億元。但化債行動並未抑制地方政府債務規模擴張，相反，顯性債務（一般債和專項債）大規模增加的同時，城投債增長迅猛。原因在於，2015年開始實施棚改貨幣化政策，全國房地產市場崛起，各地城投企大量融資開發土地。

2020年，第二輪化債工作開始，這次化債的任務是嚴控隱性債務增量、化解存量，方法依然是債務置換。省級政府開始大量發行再融資債券，再融資債券主要用於償還到期政府債券。2022年全國發行再融資債券2.611萬億元，佔新增債務規模的35%，全年再融資債券還本金23910億元，佔地方政府債券到期償還本金的91%。不過，依靠再融資債券化債的壓力依然很大，截至到2022年末，全國只有廣西、寧夏、江蘇等八個省份表示超額完成年度化債任務，其中廣東、北京完成隱性債務清零。

最近幾年，中央政府嚴控城投債融資，城投債借新還舊的滾續風險大增。數據顯示，2022年城投債發行規模約4.8萬億元，同比下降14%；淨融資1.1萬億元，同比下降52%。所以，省級政府在這輪化債的過程中開始發行特殊再融資債券。與傳統再融資債券不同的是，特殊再融資債券用於償還政府存量債務——未必是到期的債券。從2020年12月到2022年6月，全國地方政府一共發行特殊再融資債券1.1萬億元。

發行特殊再融資債券相當於通過拓展省級政府的借債空間置換縣級地方債。據財政部數據顯示，截至2022年末全國地方政府債務限額為37.6萬億元，同期全國地方政府債務餘額35萬億元，二者存在2.6萬億的限額空間，其中一般債1.44萬億元，專項債1.15萬億元。下半年，若發行1.5萬億元特殊再融資債券，主要用於置換風險比較大的隱性債務。

概括起來，債務置換的內涵包括：高信用置換低信用債，即用省級政府發行的債券置換縣級政府的隱性債務；低利率債置換高利率債，即利率更低的再融資債券和特殊再融資債券置換之前的高利率債務；長周期置換短周期債務，即新發行的置換債周期更長，把債務償還壓力押後。通過債務置換來降低地方債務風險：調整借債主體、優化結構，降低利率、控制成本，拉長周期、風險押後，削減表外、回歸表內。