

2008 年金融危机以来促进消费政策回顾及前瞻

摘 要

2008 年、2012 年两轮消费刺激政策均是在内需疲软、经济处于下行周期的背景中出台。这两轮消费刺激政策着力在汽车、家电两个品类，其原因主要在于汽车、家电在商品消费中占比较高，且当时保有量相对较低，能较好地起到拉动内需的作用。从效果上看，消费刺激系列政策对于拉动内需、推动经济复苏起到一定作用；短期内相关行业产品销量高增，汽车、家电保有量快速提升，但在一定程度上透支了消费者后期的购买力。

2019 年促进消费政策更着力于减税降费以及消费品质升级。减税政策方面，个税减税政策或拉动社零额增速提高约 0.5 个百分点，同时，增值税率的降低带动产品降价效应也将对消费起到部分支撑作用。此外，一系列针对民营企业的减税降费、优化营商环境的政策将降低企业软硬负担，或在一定程度上对于企业盈利起到积极作用，亦有利于居民增收。新一轮消费刺激政策方面，政策或侧重于汽车、家电、消费电子更新等领域，进而促进家电产品更新换代、支持节能环保家电以及新能源汽车的销售等，更加注重消费品质的升级，但同时需认识到新增需求的作用空间相对较小，政策或主要作用在品质升级需求下的存量置换方面。粗略估算新一轮汽车、家电消费刺激政策有望新增消费规模达 3700 亿元左右，带动社零额增速约为 1 个百分点，同时医疗、教育、文娱、交通等服务业消费支出增长潜力较大。总体而言，2019 年政策利好因素不断积累，消费需求保持稳定的态势不会发生大的变化。

站在当前时点，还需看到在企业盈利、居民财富状况等方面，消费需求仍存一定的边际改善因素。一方面，在中美贸易谈判曲折向好，外向型企业压力释缓的背景下，企业经营压力有所缓解叠加就业市场相对稳定将支撑消费企稳。另一方面，年初以来股市楼市有所修复，或在一定程度上助力消费复苏。但也需意识到的是，未来促进消费增长以及消费升级的发展并非一片坦途，消费刺激政策作用时效较短，相关改善收入分配机制、加强社会保障等机制性政策应在中长期发挥更大作用。

2018 年以来，消费增长放缓态势明显；2019 年初发改委等多部委发布《进一步优化供给推动消费平稳增长 促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》，旨在稳定消费需求，将成为逆周期调控的重要组成部分。本文通过回顾 2008 年、2012 年两轮消费刺激政策，分析 2019 年可能采取的消费刺激政策及效果，并在此基础上预判 2019 年消费走势。

一、2008 年、2012 年两轮消费刺激政策梳理及影响分析

（一）两轮消费刺激政策梳理

2008 年、2012 年两轮消费刺激政策均是在内需疲软、经济处于下行周期的背景中出台。2008 年，面对国内接连不断发生的严重自然灾害以及世界金融危机的冲击，我国经济运行发生了较大的波动，主要表现在：经济增速大幅放缓，进出口出现负增长，PPI 和 CPI 都出现通缩现象。为了防止经济严重下滑，2008 年 11 月 9 日国务院常务会议公布了扩大内需、加快基建投资等十项措施，计划 2010 年底前将投资 4 万亿元人民币。随着外需转弱，家电、汽车相关产品出口受到严重冲击。因此，2009 年国家进一步增加财政补助规模，大力促进国内消费需求。相继实施了家电下乡、汽车摩托车下乡、家电以旧换新、汽车“以旧换新”等政策，对农民购买家电、汽车摩托车等商品，财政予以一定补贴；对试点城市的居民以旧换新购买家电，对符合条件的老旧汽车、“黄标车”报废并换购新车的消费者，财政予以补贴（表 1 和图 1）。2012 年，在逆周期调节政策退出、需求减弱、成本上升背景下，我国经济面临较大的下行压力。2012 年 4 月 13 日，国务院召开常务会议，明确提出“着力扩大内需”、“要坚定不移地扩大消费需求”，进一步指出要“完善促进消费的政策”。基于此背景，国家相关部委出台了一系列涉及新能源汽车、节能家电的消费刺激政策。

总体来看，这两轮消费刺激政策以扩大汽车和家电消费来托住商品消费的“大头”，以稳城镇消费来稳住区域消费的“面”，以农村消费升级疏通城乡消费联动增长的“链条”。以汽车为例，近十年汽车零售在限额以上企业零售额占比达到 25-30%，增长率贡献度在多数年份达 20%左右，在全社会消费品零售总额中占比也高达约 10%；石油及制品除油价因素外，也受汽车消费带动；因此汽车消费企稳回升对整体消费企稳意义较大。通过梳理这两轮消费刺激政策，总体可将消费刺激政策工具分为三类：一是**购置税减征**。购置税减征对象是 1.6L 以下的小排量乘用车购买者，该减税政策是普适性政策，执行时间为 2009 年 1 月 20 日至 2010 年 12 月 31 日；节奏均是从发布政策的当月开始减征 1.6L 以下的小排量乘用车的购置税，从 10%减少至 5%，再于次年恢复至 7.5%，最后恢复为 10%；推算购置税减征金额分别为 471 亿元。二是**家电下乡、家电以旧换新、加快老旧汽车报废、汽车下乡等针对性刺激政策**。此类政策通常采用财政资金直补的方式，补贴从销售价格中直接扣除，民族自治区补贴资金由中央财政全额承担，其他省份补贴金额由中央财政承担 80%，地方财政承担 20%。值得注意的是，

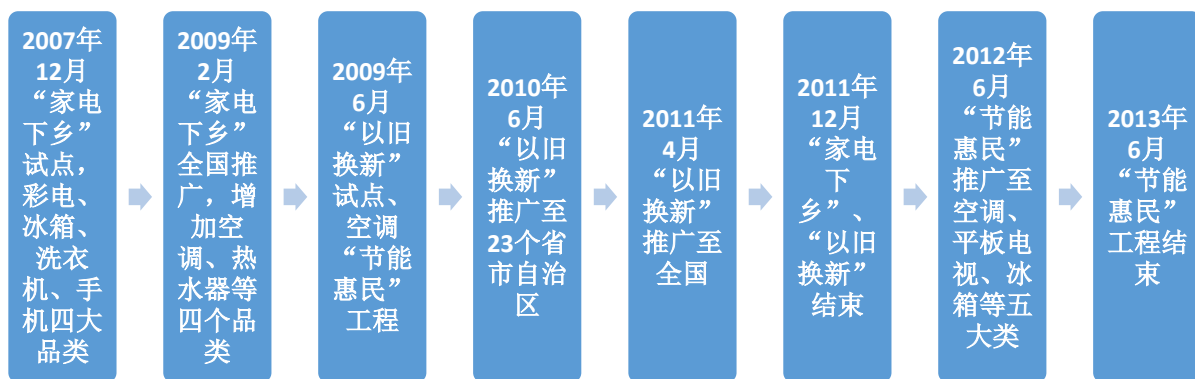
补贴程度与补贴对象或根据不同政策有所不同。相比于家电下乡仅对消费者的补贴，以旧换新政策对消费者、回收和拆解企业都有不同限度的补贴。三是**节能汽车、节能家电补贴政策**。相比而言，这项政策是刺激窗口最长的一项政策，以节能汽车为例，该项政策执行时间从2010年6月30日一直持续到2015年12月31日，该政策对进入补贴目录的汽车给予每辆3000元的一次性补贴。根据乘联会数据，2014年共有130万辆车获补贴，占当年乘用车销量的9%，当年总补贴金额约39亿元估算节能汽车补贴政策实施的5年左右时间内总补贴金额约在百亿量级。从刺激政策的力度强弱来看，从强到弱依次为购置税减征、家电下乡与汽车下乡等针对性刺激政策、节能汽车与节能家电的补贴政策。

表 1 主要汽车消费刺激性政策梳理

起止时间	政策名称	政策简介	内容
2009年1月20日-12月31日	国务院办公厅《汽车产业调整振兴计划》	减征乘用车购置税	1.6L及以下乘用车按5%（原10%）征收购置税
2009年3月1日-2010年12月31日	国务院办公厅《汽车产业调整振兴计划》	汽车下乡	在新增中央投资中安排50亿元资金，自2009年3月1日至2010年12月31日，对农民购买1.3升及以下排量的微型客车，以及将三轮汽车或低速货车报废换购轻型载货车的，给予2000元-5000元的一次性财政补贴
2009年3月1日-2010年12月31日	国务院办公厅《汽车产业调整振兴计划》	加快老旧汽车报废	调整老旧汽车报废更新财政补贴政策，提高补贴标准，加快淘汰老旧汽车。2009年老旧汽车报废更新补贴资金总额由2008年的6亿元增加到50亿元
2010年1月1日-12月31日	财政部国税局《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》	减征乘用车购置税	1.6L及以下乘用车按7.5%（原10%）征收购置税
2010年6月30日-2015年12月31日	财政部发改委《关于开展“节能产品惠民工程”的通知》、《关于印发“节能产品惠民工程”节能汽车（1.6升及以下乘用车）推广实施细则的通知》	节能汽车补贴	进入节能汽车目录的车辆补贴3000元，1.6升以下的节能汽车每辆车补贴3000元

资料来源：人保资产宏观与战略研究所根据相关政策文件梳理

图 1 主要家电消费刺激性政策梳理



资料来源：人保资产宏观与战略研究所根据相关政策文件梳理

（二）两轮消费刺激政策的效果分析

政策刺激背景下短期内相关行业产品销量高增，但在一定程度上透支了消费者后期的购买力。从销量数据来看，基于各项消费刺激政策的落地与推广，2009-2010 年间，彩电、冰箱、洗衣机等各类家电，汽车、摩托车等产品销量受到显著的提振，呈现出爆发式增长（图 2 和图 3）。但值得注意的是，行业刺激性政策由于具有时效性，因此在政策窗口期存在明显的提前消费，从而透支了政策后期以及政策结束后一段时间内的消费者购买力。随着相关政策的逐步退出、居民需求阶段性透支逐步显现，在高基数作用下，上述各类产品销量增速有所回落，甚至出现了负增长。

图 2 主要家电产品季度销量同比增速

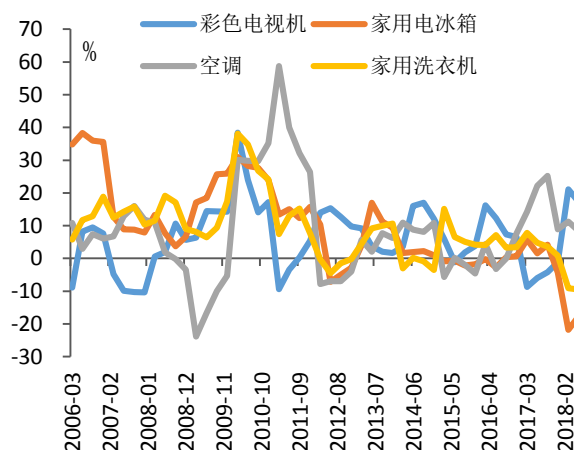
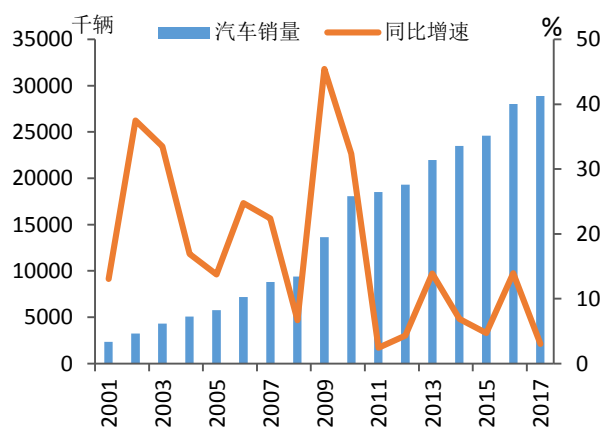


图 3 汽车销量规模及同比增速

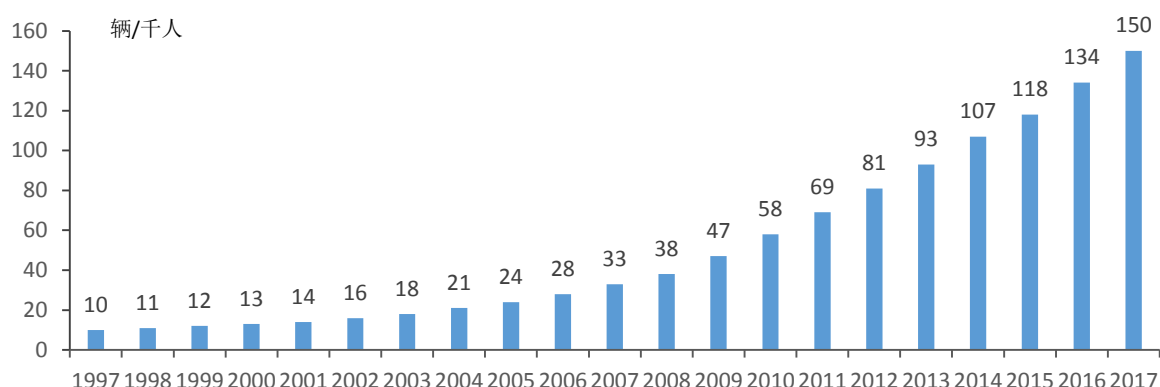


资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

汽车、家电保有量快速提升，有利于居民生活质量提高与改善。通过汽车购置税减征、汽车下乡、家电下乡等一系列消费刺激政策，汽车以及家电的保有量得到较快提升；具体而言，千人口汽车保有量从 2008 年的 38 辆跃升至 2013 年的 93 辆（图

4)。家电的农村地区保有量也得到快速提升，例如每百户家庭冰箱保有量从2008年的30台提高至2012年的67台（图5）；相较于农村，城镇地区的白电保有量在政策出台前已相对较高，洗衣机、冰箱的增长空间相对较小（图6），主要依靠以旧换新政策刺激更新需求的释放。但值得注意的是，消费刺激政策对于相关行业商品的刺激作用主要存在刺激强化期、刺激钝化期以及透支期三个阶段；在刺激钝化的后期以及透支期，居民对于商品的新增购买需求不断降低甚至维持低位，商品更新换代的需求相对提高，在此背景下必需消费品、主要耐用消费品进入品质升级的阶段，消费刺激政策在消费总量上的提振作用则呈现边际下降。

图4 1997年以来汽车保有量（辆/千人）



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

图5 农村主要家电品类保有量变化

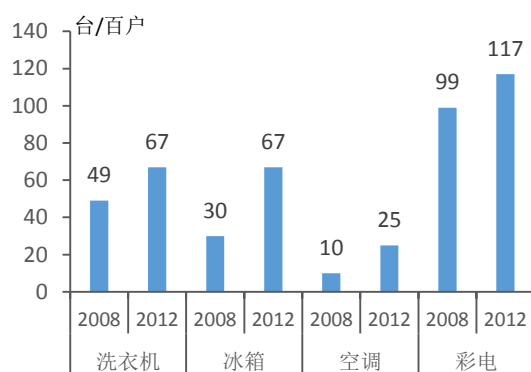
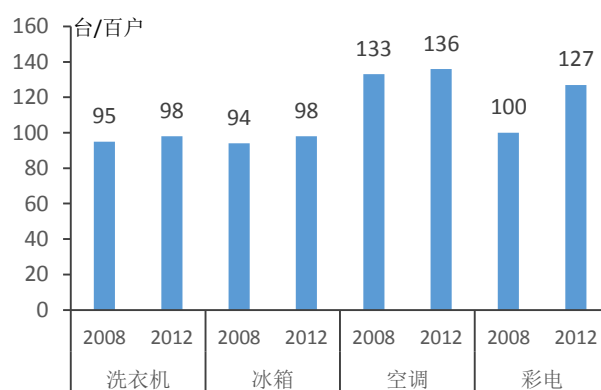


图6 城镇主要家电品类保有量变化



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

消费刺激系列政策对于拉动内需、推动经济复苏起到一定作用。通过数据可得，2009年社零额增速下滑后再度回升，连续两年增速回升到2007年以前水平，而名义GDP增速大幅反弹（图7）。尽管这一轮经济复苏主要归功于“四万亿”投资计划，但是家电下乡等促进消费的政策也贡献了较大的力量。仅以家电“以旧换新”政策为例，两年半时间实现销售额3420亿元，按年均1368亿元计算，占2009年社零销售额的1.03%。在系列政策退出后，社零额增速逐年下降。此外，值得注意的是，在家

电下乡、汽车下乡等政策作用下，2009-2012 年间农村居民消费支出增速实现较快增长，2011 年农村居民消费支出同比增速高达 22.2%（图 8），结合前文对于农村地区主要耐用消费品保有量的分析，侧面说明系列消费刺激政策在一定程度上释放了农村地区的消费潜力，农村居民生活质量得到不断提升。

图 7 社零额、名义 GDP 同比增速

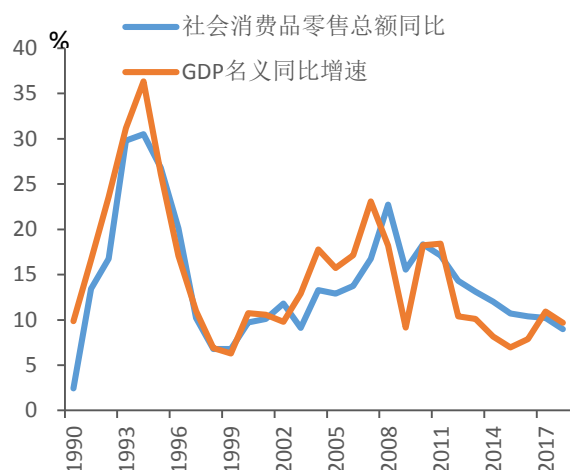
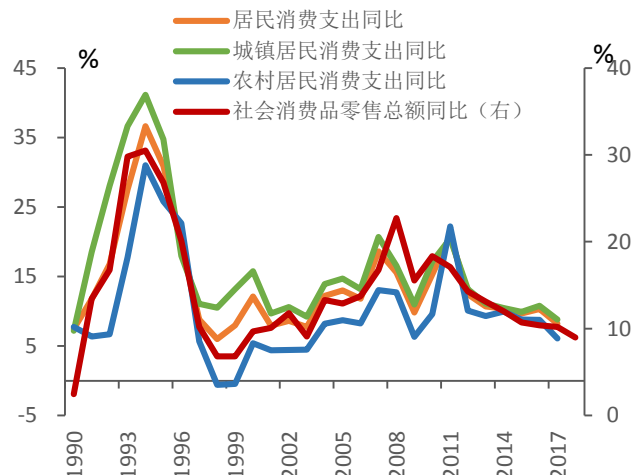


图 8 城镇、农村居民消费支出同比增速



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

二、2019 年促消费“组合拳”：减税降费及提升消费品质

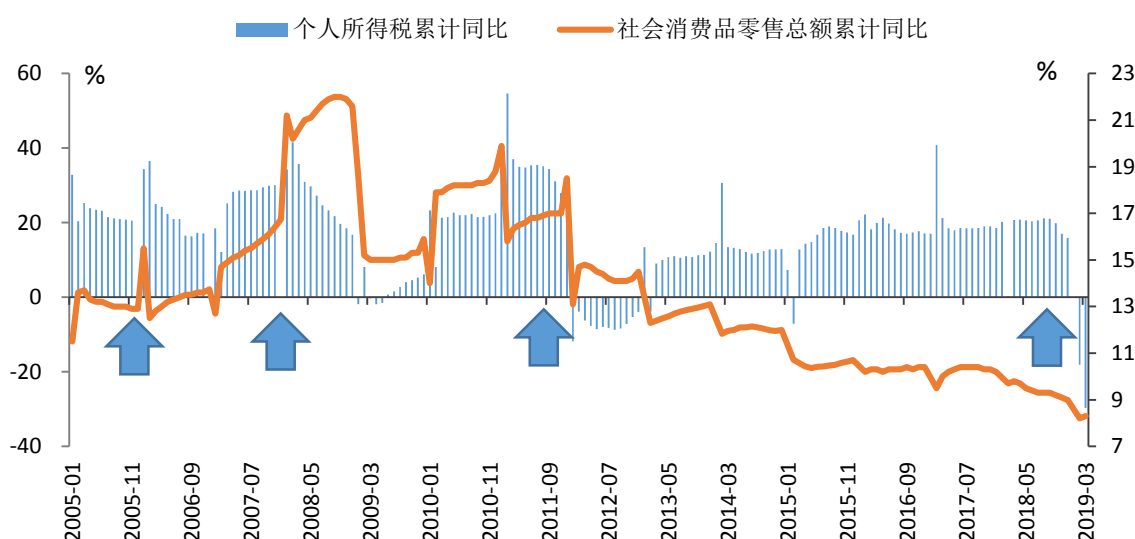
（一）减税降费政策的居民增收与商品降价效应将在一定程度上支撑消费

2019 年积极的财政政策以实质性减税降费为重点方向，其中以落实新个人所得税政策以及深化增值税改革为主要着力点。从效果上看，2019 年大规模的减税降费政策或从居民增收、商品降价、企业负担降低进而有利于盈利增长等三个方面对消费起到一定的支撑作用。

一是个人所得税修订背景下，居民可支配收入或有所提升。2018 年 8 月人大常委会通过新版个人所得税法，提高个税起征点至 5000 元并扩大税率级距，于 2018 年 10 月起执行；并对涉及老、幼、医疗、教育、住房等六大专项附加扣除，于 2019 年 1 月起施行。新个税法对边际收入倾向较高的中低收入人群增收效果明显，一季度个人所得税收入也相应下滑，同比下降 29.7%，创历史最大降幅；据国税总局统计，一季度个税改革累计减税 1686 亿元。结合我部前期的测算，本次个税改革预计减税规模或将达到 5000 亿元左右，约相当于 2018 年全国城乡居民可支配收入规模的 1.3% 左右。假设减少的税收缴纳完全转化为居民的可支配现金流，则本次减税或拉动城乡居民可支配收入增速提高 1 个百分点左右。结合 2014 年以来全国城乡居民边际消费倾向约为 65%，则减税或使城乡居民消费型支出提速约 0.65 个百分点，即增加约 2064 亿元的居民消费需求，拉动 GDP 增速约 0.28 个百分点。此外，利用 2017 年社零额与最终消费支出的比重（84%）推算减税可带来的社零额增量（约 1905 亿元），预计减税可

拉动社零额增速提高约 0.5 个百分点。从以上测算结果可以看出，个税减税对于消费以及经济增长的拉动作用较为可观；不过与此同时也要意识到，目前制约居民消费增长的因素不仅包括收入分配状况，还涉及供给产品质量、社会保障体系和消费环境建设等多方面因素。回顾我国自 2000 年以来的前三次个税法修订，个税起征点分别在 2005 年 10 月、2007 年 12 月、2011 年 6 月上调。通过对比发现，社零增速在个税起征点上调初期均出现过明显回升，但 2009 年、2012 年均因经济增速较快回落导致消费增速下台阶，减税对消费刺激作用被掩盖；而 2018 年 10 月上调个税起征点是在经济下行周期，当时居民消费意愿冷淡，社零增速并未因减税增收而呈现回暖（图 9）。可见，减税增收的刺激作用需要居民消费意愿配合；随着经济企稳、市场预期改善，消费复苏或更有力。

图 9 历次个税提高起征点与消费表现

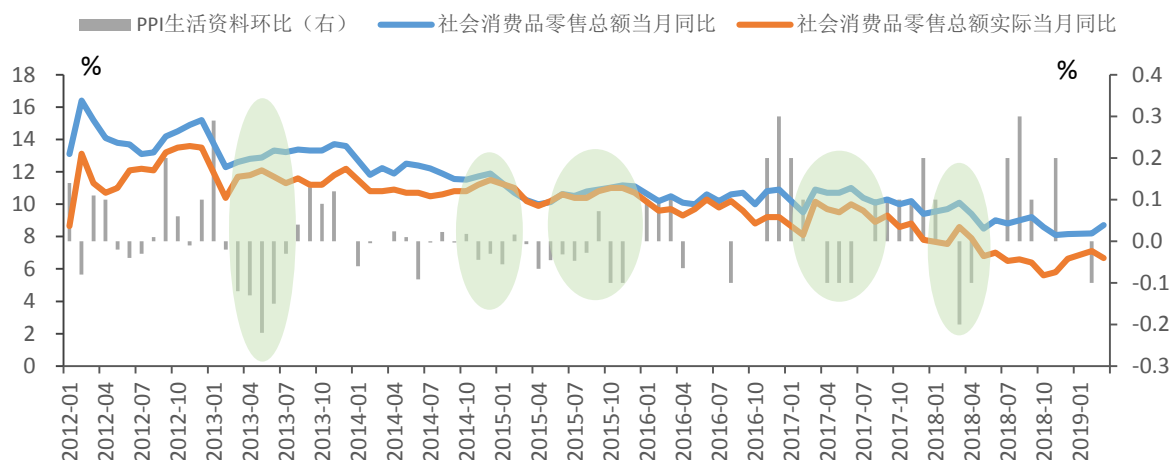


资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

二是增值税率降低，产品的降价效应或对消费起到部分支撑作用。4 月起制造业等行业 16% 增值税率降至 13%、交通运输和建筑等行业 10% 增值税率降至 9%。虽然增值税减税政策意在降低企业负担，但政策红利不可避免会外溢到居民部门。由于增值税属于“价外税”，税负往往体现在消费品价格中，增值税率的调减政策将在一定程度上影响制造业下游与居民部门。制造业下游往往因集中度低、产品可替代性强，竞争相对充分，增值税率降低或将引发部分行业产品降价，让利给居民部门。近期新闻也显示，在增值税下调前后，已陆续出现多个品牌的汽车、电子产品官方降价行为。降价能否提振消费，还需要考虑需求价格弹性问题（ $dR/R = dP/P + dQ/Q$ ）。整体上，可选耐用品的需求价格弹性较高，而恰好这些行业对消费者的议价能力弱（减税导致降价幅度大）、对消费的拉动作用强（在社零中占比相对较高），因此降价往往能提振名义消费。为验证这一逻辑，选用“PPI 生活资料环比”变动观察降价现象，可观测到，从历史来看降价对实际消费提振非常显著，而名义消费也基本实现企稳走高（图

10)。总体而言，增值税减税导致的产品降价对消费刺激作用或较为明显。

图 10 增值税下调背景下降价效应或将在一定程度上刺激消费



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

此外，今年以来实施的一系列针对民营企业的减税降费、优化营商环境的政策将降低企业软硬负担，或在一定程度上对于企业盈利起到积极作用，进而对居民收入稳定性以及消费意愿起到一定的支撑作用。民营企业的生存状况往往直接向居民就业与薪资传导。今年宏观政策激发企业活力，重点在减税降费与改善企业营商环境，从软硬两方面支持民营企业。一方面，减税降费政策背景下，税费等“硬负担”的下降缓解制造业与民营企业压力。一是今年 1 月起实施小微企业普惠性税收减免政策。小微企业认定标准也有所提高，达全国纳税企业总数的 95% 以上（表 2）。二是增值税税率的调减，制造业、交通运输业、建筑业整体受益明显。三是 5 月起城镇职工基本养老保险单位缴费比例可从原 20% 降至 16%，强调不得自行对历史欠费进行集中清缴。政府工作报告预计“全年减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元”，达 2018 年名义 GDP 的 2.2%、财政一般公共预算收入 10.9%。另一方面，补营商环境短板，降制度性交易成本，强调优化民营发展环境，有利于降低民企“软负担”。一是深化“放管服”，包括缩减准入负面清单、“证照分离”、简化工程建设项目审批、压减工业生产许可证等措施等。二是竞争中性原则，对束缚民企发展、内外资差别化政策应改尽改，纠正限制竞争行为，不保护落后，治理多头检查、选择性执法。三是降低涉企收费，一般工商业平均电价再降低 10%、取消或降低一批铁路港口收费等。此外，财政通过融资担保、政府采购等向中小企业给予支持。基于以上政策，预计 2019 年企业的各项税费压力将有所减轻，有利于企业盈利改善，进而对居民收入稳定性以及消费意愿起到积极作用。

表 2 小微企业认定标准与税率调整

	调整前	调整后
资产	工业：3000 万元以下	5000 万元以下

	其他企业：1000 万元以下	
人数	工业：100 人以下 其他企业：80 人以下	300 人以下
应纳税所得额	100 万元以下	300 万元以下
调整后占比	占全国全部纳税企业总数的 95%以上，其中 98%是民营企业。	
税率调整	小微企业应税所得：100 万元以下的按照 5%缴纳、100 万元到 300 万元按照 10%缴纳。	

资料来源：人保资产宏观与战略研究所根据相关政策文件梳理

（二）新一轮消费刺激政策更加注重消费品质的升级

综合我国当前消费升级状况以及国际经验来看，我国未来消费升级的方向或主要在于两个方面：一方面，必需消费品、主要耐用消费品已经进入品质升级阶段。当今消费者对于食品、服装等必需消费品的品质要求不断提高；同时，如上文所述，在保有量处于高位的背景下，主要耐用消费品的增长动力主要在于品质提升方面，消费者对于智能化、便捷度、个性化等体验的要求不断提高，随着 5G、人工智能、物联网等新兴技术的创新与发展，未来基于产品功能以及用户体验丰富度的提升将进一步带动消费的品质提升。另一方面，医疗保健、教育、文化娱乐等方面的服务消费需求空间依然巨大。当前消费者对于精神方面的多元需求不断增加，同时叠加新媒体等技术手段的不断完善，教育、文化娱乐等服务消费需求将进一步增长。此外，基于我国面临的人口老龄化趋势，消费者对于医疗保健、养老服务等相关的消费需求日益增强；《2019 年政府工作报告》中明确指出，将通过“增能力、提质量、优结构”等一系列综合措施，加快解决养老育幼这个领域总量不足、质量不优、发展不平衡的问题；从供需发展来看，未来我国医疗保健、育幼服务等领域将存在较大发展空间。

基于以上判断，预计新一轮消费刺激政策或侧重于汽车、家电、消费电子更新等领域，进而促进家电产品更新换代、支持节能环保家电以及新能源汽车的销售等，更加注重消费品质的升级。去年消费的持续回落曾引发“消费降级”的讨论，为提振消费，2018 年中央深改委审议通过了《关于完善促进消费体制机制积极进一步激发居民消费潜力的若干意见》和《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》，指明了未来一段时期促进消费升级的纲领性政策思路。近期《国家发展改革委办公厅关于征求对〈推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）〉意见的函》在市场广泛传播，侧面印证近期国家拟出台推动汽车、家电、消费电子更新等具体的刺激措施。具体而言，汽车方面，要推动节能环保和新能源汽车更新消费，破除乘用车消费升级制度障碍；同时在老旧汽车更新政策、农村车辆消费升级、汽车租赁市场等方面加大支持力度。家电方面，征求意见稿对推动新型绿色、智能化家电产品更新消费也提出了很多具体有力措施，比如开展家电“以旧换新”活动，进一步支持绿色智能家电发展，鼓励智慧家居跨行业应用试点等。在推动智能手机等信息设备更新消费方面，征求意见稿提出了加快推动信息基础

设施建设、加快推动 5G 手机商业化应用等方面。

就政策效果而言，新一轮消费刺激政策的落地，或在一定程度上对消费增速起到支撑作用，新能源汽车、新型智能家电等商品的销量或在短期内得到较快提升，2019 年社零额增速有望企稳，但同时需认识到新增需求的作用空间相对较小，政策或主要作用在品质升级需求下的存量置换方面。结合上文所述，2008 年、2012 年两轮消费刺激过后，居民家庭中汽车、家电等耐用品保有量明显增加，城乡居民之间的差距也明显缩小，预示着本次消费刺激政策相应的需求增量释放空间或较前两轮消费刺激政策的效果相对有限（表 3）。

表 3 居民家庭主要耐用消费品拥有量

	2007 年		2013 年		2017 年	
	城镇居民	农村居民	城镇居民	农村居民	城镇居民	农村居民
家用汽车（辆）	6.1	-	22.3	9.9	37.5	19.3
洗衣机（台）	96.8	45.9	88.4	71.2	95.7	86.3
电冰箱（台）	95.0	26.1	89.2	72.9	98.0	91.7
彩色电视机（台）	137.8	94.4	118.6	112.9	123.8	120.0
空调（台）	95.1	8.5	102.2	29.8	128.6	52.6
抽油烟机（台）	69.8	8.1	66.1	12.4	73.7	20.4

资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

依据本次促消政策的预期着力点以及此前相似促消政策效果，粗略估算新一轮汽车、家电消费刺激政策有望新增消费金额 3700 亿元，或带动社零额增速约为 1 个百分点，不过实际效果仍取决于政策力度以及落地时间。汽车消费刺激政策方面，基于节能环保以及新能源汽车更新消费、农村车辆消费升级的政策重点，预计后续将出台针对新能源汽车、小排量乘用车的优惠措施，政策工具或包括调减小排量乘用车购置税、增加新能源汽车购置补贴以及新一轮汽车下乡等。在调减小排量乘用车购置税政策效果方面，通过分析 2009 年-2010 年以及 2015 年-2017 年的两轮小排量乘用车购置税减征的政策效果后发现，两次购置税的总减征额度分别达到 471 亿元与 1522 亿元；以每轮总计减税金额除以拉动消费总额代表每轮购置税减征的杠杆乘数，可以发现两次购置税减征的杠杆乘数显著降低，刺激消费的效果边际递减（表 4）。基于以上分析，我们假设若再次推出购置税减征 2.5%，年内新增销量约为 200 万辆，总减征金额约 248 亿元，拉动年内消费约为 2000 亿元，进而提升社零额增速约 0.6 个百分点。在新能源汽车补贴以及新一轮汽车下乡方面，基于当前财政减税降费背景下财政收入增长承压，预计当前财政支持力度相对有限，或较上一轮约 250 亿元的总补贴金额有所减少。家电消费刺激政策的效果方面，根据相关文件精神，推动新型绿色、智能化家电产品更新消费或为政策重点，预计后续将开展新一轮家电“以旧换新”、节能家电

推广。上一轮“以旧换新”、节能家电推广政策带动彩电、冰箱等五大类家电年均销售 3152 万台，拉动直接消费 1368 亿元。通过结合近三年家电销量以及保有量的增速进行初步预计，若中央财政补贴资金约 200 亿元，或将带动新增家电消费达 1700 亿元，进而提升社零额增速约 0.5 个百分点。

表 4 两轮小排量乘用车购置税减征金额和拉动消费测算

	2009 年	2010 年	2015 年 10 月 -12 月	2016 年	2017 年
小排量汽车购置税政策	小排量车购置税为 5%	小排量车购置税为 7.5%	小排量车购置税为 5%	小排量车购置税为 5%	小排量车购置税为 7.5%
购置税优惠	5%	2.5%	5%	5%	2.5%
期间新增销量（万辆）	298	526	91	396	346
单车价格预估（万元）	8.0	8.5	9.5	10.0	10.0
总减征金额（亿元）	270	201	220	876	426
拉动消费（亿元）	2385	4471	865	3960	3460
杠杆乘数	14.6		5.4		

资料来源：人保资产宏观与战略研究所测算

医疗、教育、文娱、交通等服务业消费支出增长潜力较大。目前中国居民的服务类消费支出占比在 35% 左右，而美国、韩国在人均 8500 美元时的占比已经达到了 52% 与 50% 左右。虽然中国在教育、文娱、医疗等方面消费支出在近几年有了明显提高，但总体支出水平依然不高，后续存在较大的增长空间。随着供给侧结构性改革的持续推进，以“去产能”为主的“减法”取得明显成效，为增加有效产能释放了空间，未来服务消费的供给端将不断完善；随着对外开放政策的不断推进，放宽旅游、文化、医疗、养老、教育培训和家政服务等服务消费领域的市场准入，同时鼓励民营机构参与竞争，将有助于培育服务消费的增长动能。

三、2019 年消费增长依然承压，但有利于消费边际改善的积极因素在增多

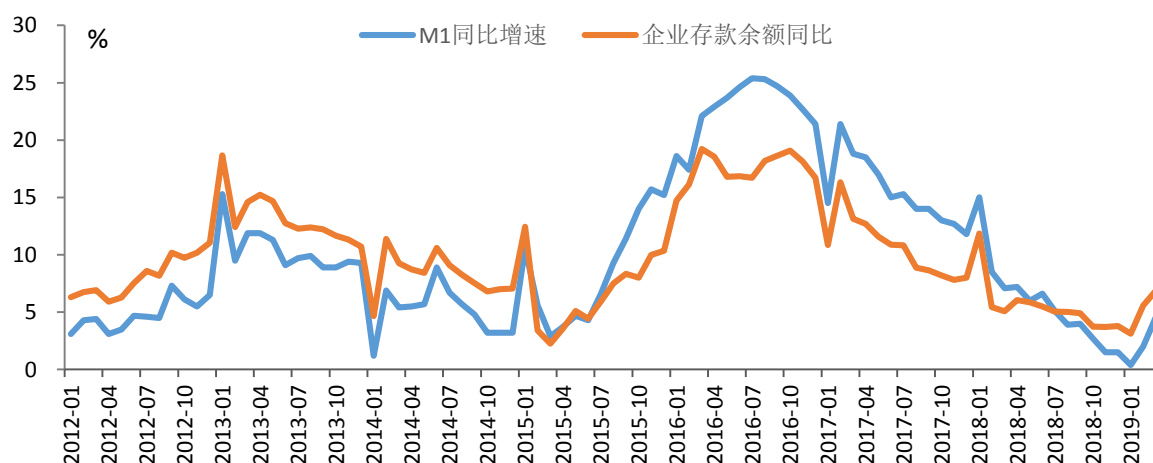
基于前篇报告以及前文的分析，2019 年消费增长依然承压，但与此同时，减税降税、可能即将落地的促消政策将对提振短期消费产生积极影响。除此之外，有利于消费边际改善的积极因素还表现在以下几方面，或将共同支撑消费保持平稳增长：

一是中美贸易谈判曲折向好，外向型企业压力释缓。我国外贸加工制造业吸纳大量就业，若出口产业出现积极变化无疑将有利于缓解就业压力。从已有数据来看，外

向型企业或已逐渐适应中美摩擦常态化影响，外贸转移替代现象明显。一季度，美元计中美贸易总值同比下降 15.4%，而与欧盟、东盟同比分别增长 5.9%、2.7%。而中美贸易谈判在曲折中向好发展，若日后美方取消关税，将推动此前被贸易摩擦升温预期过度干扰的贸易情绪得以改善，我国对美出口也存在较大修复空间。故出口企业面临的压力有望边际缓解。

二是企业居民资金链良性循环，微观活力增强。居民生产劳动从企业部门获取工资报酬，居民消费再将资金支付给企业部门，这本是经济体正常循环运转的表现。而 2018 年由于居民对未来收入预期悲观，已大幅降低支出意愿，资金链条中“消费”环节阻滞，存款不断由企业部门向居民部门转移，成为 2018 年消费走弱的重要原因。数据显示，企业与居民部门存款增速持续背离期，消费增长均有类似的表现。持续存款转移与融资渠道受阻导致企业部门资金紧张，M1 增速在今年 1 月回落至 0.4% 的历史最低点。缓解资金平衡需要通过修复居民消费（从而为企业创造需求），或者打破企业向居民资金传导（即降薪裁员）。正如去年就业压力加大的时期，也正是消费收缩的主要时期。如中采 PMI 从业人员指数去年 9 月大幅回落，社零额增速在 10-11 月也出现较快下滑。值得注意的是，当前购房、消费有所回暖，企业部门资金压力或有所缓解。今年 3 月企业存款新增 1.9 万亿，同比多增 7560 亿元，带动 M1 增速大幅反弹 2.6 个百分点至 4.6%，显示企业部门资金压力有所改善（图 11）。2 月起企业存款向居民部门转移趋势也出现逆转，“企业-工资-居民-消费/购房-企业”的链条有所修复。一方面随着房贷利率回落，商品房销售出现回暖。融 360 数据显示全国首套平均房贷利率自去年底来已连续 4 个月回落，3 月商品住宅销售额同比 10.4%，较上月回升 5.9 个百分点。伴随之，3 月社零消费同比 8.7%，较上月回升 0.5 个百分点。“消费修复-企业资金压力缓解-就业收入预期改善-消费增长”的良性循环有望重现。

图 11 企业部门资金状况



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

三是股市带来的财富效应初显，或在一定程度上助力消费企稳。我国居民的资产

负债表中，房地产与股票是主要资产，其价格涨跌波动往往带来财富效应。在房住不炒基调下，“稳房价”仍是今年调控目标之一，预计由房价上涨带来的财富效应或趋于减弱，但股市上涨同样有利于增加居民的财产性收入。今年年初以来股市明显回暖，截至4月上证综指涨幅已逾30%，相应一季度居民可支配收入中财产性收入增速高达12.2%，较同期高出1.9个百分点。同时3月金融数据、经济数据都表现良好，传递出经济企稳向好迹象。在政策托底、经济企稳、贸易摩擦缓解的背景下，风险偏好持续修复。若股市继续保持稳健，居民财产性收入的稳定增长也有利于消费的边际改善。

综上，2019年消费需求在减税降费、重点商品的促消政策以及其他积极因素支撑下，以社零额及表征的消费需求仍有望保持平稳的增长势头，且企稳向好的概率在加大。不过需要意识到的是，随着我国经济进入转型期，经济增速趋于放缓，进而对中长期居民收入增长形成一定制约，叠加收入分配不均衡、社会保障体系尚待完善等问题的存在，未来促进消费增长以及消费升级的发展并非一片坦途，消费刺激政策作用时效较短，相关改善收入分配机制、加强社会保障等机制性政策应在中长期发挥更大作用。

（作者：人保资产宏观与战略研究所 刘畅）