

扩大内需的潜力展望与实施路径

费兆奇 国家金融与发展实验室高级研究员

时间：2024 年 2 月 23 日 来源：《人民论坛·学术前沿》2024 年 2 月上

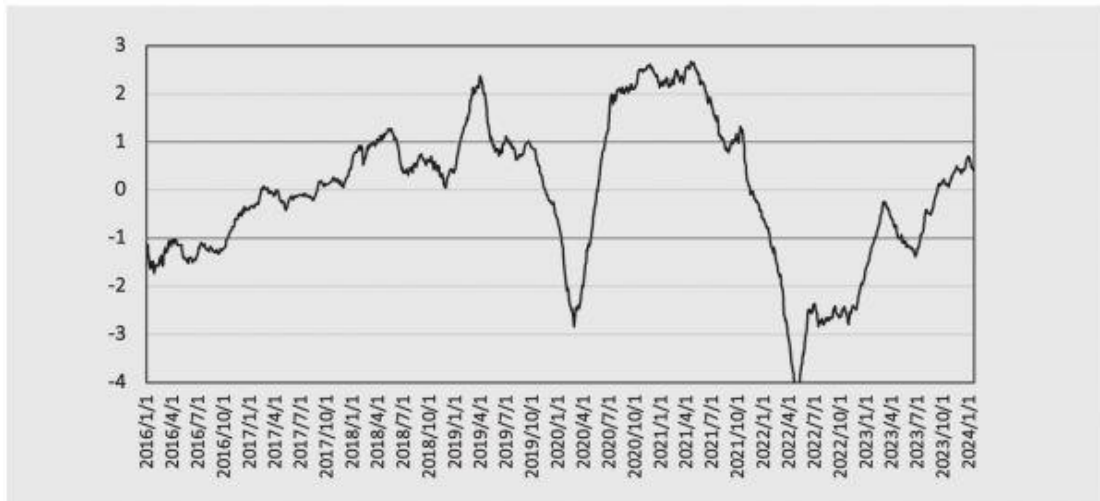
【摘要】有效需求不足是影响我国经济高质量发展的一个关键性问题。当前，导致我国有效需求不足的主要结构性因素包括：我国居民可支配收入在国民收入中的占比较低导致居民整体消费水平偏低；个别行业产能过剩约束制造业投资增长；制造业下滑、基建投资瓶颈等多重约束下的民间投资负重前行。从更为宏观的视角看，扩大国内需求激发经济增长潜力仍然具有广阔空间，主要体现在我国居民消费结构升级空间广阔；城镇化的增量空间和存量改进空间仍然存在；高储蓄率是持续发挥有效投资关键作用的基础；推进金融高水平对外开放，可引导外资为国内资本存量提供新支撑；第二次人口红利有望接替第一次人口红利，推动经济的可持续增长。为进一步扩大内需、激发我国经济增长潜力，可从以下三个方面优化宏观调控思路，一是通过扩大中央财政赤字和改革基础货币发行机制，助力畅通国内大循环；二是向居民部门让渡部分收入，推动居民消费可持续增长；三是通过稳预期、降成本、促创新，稳定民间投资。

2023 年中央经济工作会议总结了过去一年“我国经济回升向好，高质量发展扎实推进”，“全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐”等一系列成绩；同时指出，进一步推动经济回升向好，需要克服“有

效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”等困难和挑战。为此，系统剖析国内有效需求不足的特征和成因，是当前推动实现“稳增长”目标需要考量的关键问题，也是推动经济高质量发展需要重视的核心问题。

一、有效需求不足是制约经济增长的关键性问题

基于高频指数对经济形势的总体研判。2023 年二季度以来，受需求不足等因素的影响，我国经济持续复苏的动能有所减弱。根据笔者估算的高频宏观经济先行指数（以下简称先行指数，见图 1），经济运行在二季度快速回落，并在 5 月、6 月触及下行压力较大区间（“-1”以下）。这一趋势出现的主要原因是在外部需求持续、快速下降的背景下，国内需求尚处于修复期，未能及时反弹。进入 2023 年下半年，随着各项稳增长政策的落地见效，国内消费、投资和生产边际回暖，支撑先行指数逐步企稳并呈现小幅反弹的迹象。但有两个问题值得关注：其一，先行指数的反弹在 2023 年四季度有所减弱，这说明经济的内生增长动能仍然有待夯实；其二，自 2022 年以来，先行指数在多数时段内均位于零值下方，并在部分时段处于下行压力较大区间，说明需求不足是制约经济增长的主要问题。

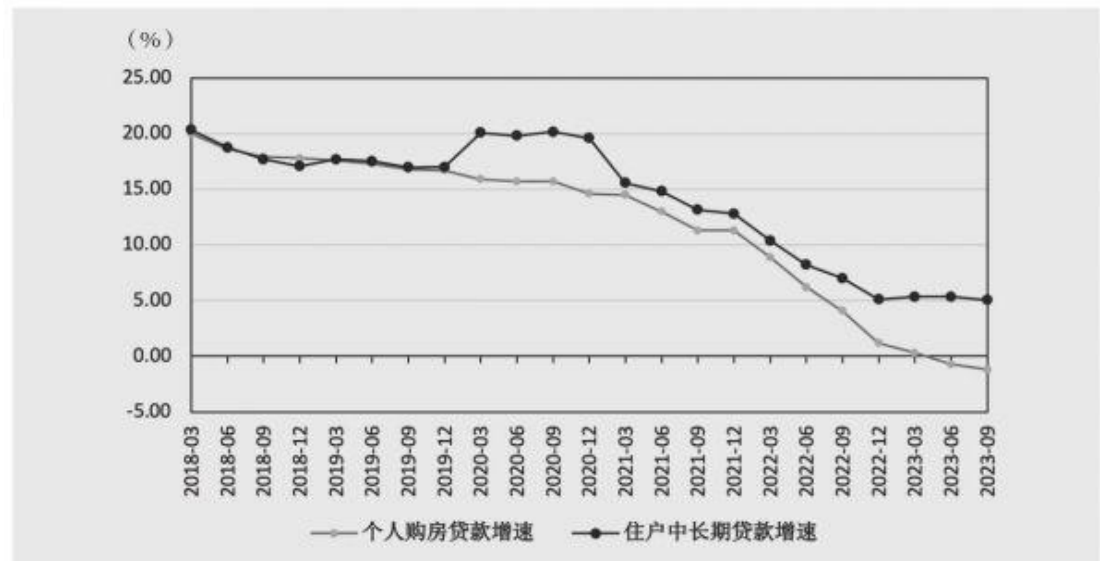


注：（1）估算高频宏观经济先行指数的指标包括国债期限利差、股票指数、广义货币供应量、消费者预期指数、工业产品产销率、物流指数、房地产开发投资先行指数、重要工业品价格指数和重要部门开工率。（2）先行指数是一条围绕“0”值波动的曲线，其中的“0”值代表经济运行的长期趋势；当指数正向偏离“0”值时意味着经济转暖，反之意味着转冷。
来源：作者自制

图1 中国高频宏观经济先行指数

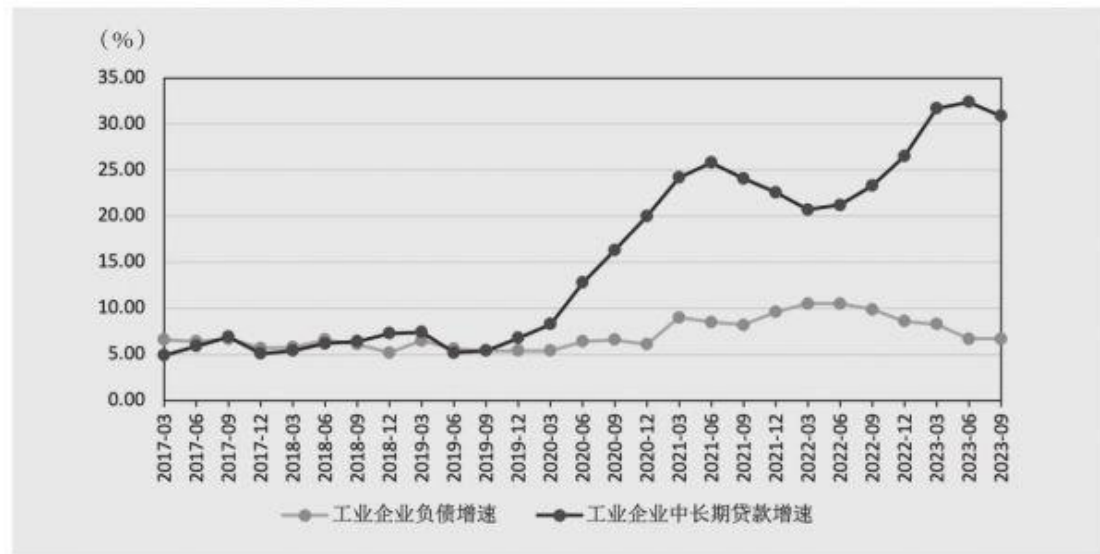
有效需求不足的微观分析。市场主体预期转弱和资产负债表受损是导致国内需求不足的微观表现。分部门看，在居民部门，资产缩水和预期不稳导致居民主动去杠杆，主要表现是在居民收入预期下降和债务水平较高的背景下，居民提前偿还房贷，从而导致购房贷款增速持续下滑。从居民部门相关贷款数据可以发现，居民中长期贷款增速在 2023 年前三季度已实现企稳；但居民购房贷款增速却持续下行，两组数据走势出现背离（见图 2）。在企业部门，利润下降和信心不足削弱企业的加杠杆意愿，主要表现是在工业增加值增速下行和企业利润增速负增长的背景下，工业企业资产增速和负债增速在 2023 年全年持续下降。从企业部门相关贷款数据可以发现，自 2022 年以来，工业企业中长期贷款增速快速上行，但负债增速却持续下行（见图 3），两组数据的背离说明工业企业“借新还旧”的现象比较突出。从地方政府来看，土地财政低迷和城投债偿债压力上升对部分地方政府加杠杆形成硬约束。2023 年四季度，中央政府出台了一系列地方化债方

案和 1 万亿特别国债，这对于稳定 2024 年地方债务、修复地方政府资产负债表具有非常积极的意义。



来源：Wind资讯

图2 居民部门相关贷款



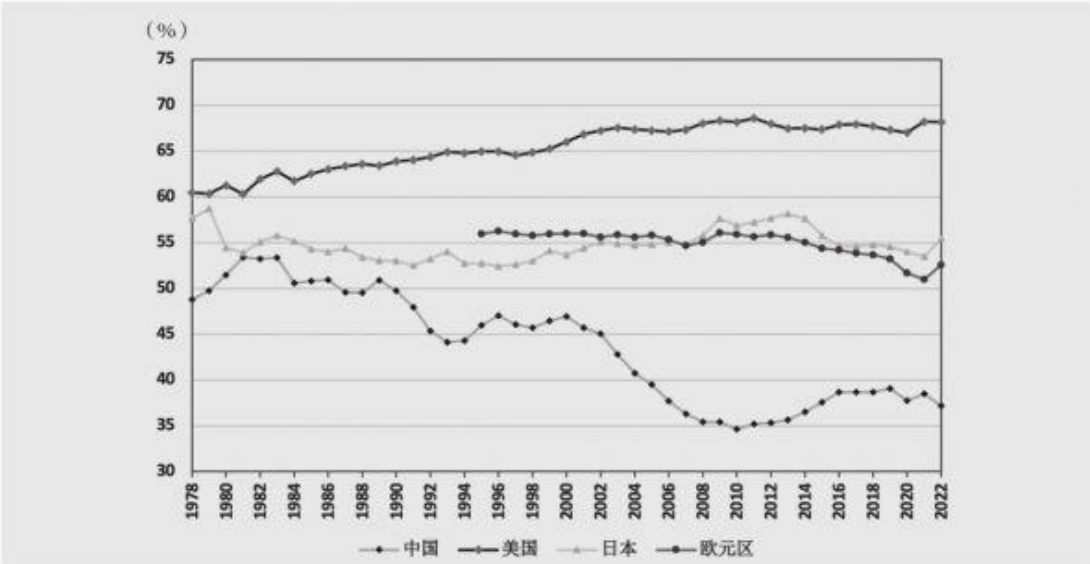
来源：Wind资讯

图3 企业部门相关贷款

二、导致有效需求不足的结构性因素

收入分配和债务负担是约束居民消费的核心问题。居民消费水平偏低一直是限制我国经济内生增长动力的顽疾。我国居民消费率（居民部门的最终消费支出与 GDP 之比）长期、一定程度上低于世界其

他主要经济体（见图 4），按 2010 年至 2022 年的均值计算，我国居民消费率仅为 37.2%，低于美国（67.8%）、日本（55.8%）和欧元区（54.0%）。我国居民消费率偏低的原因主要有以下两个方面。

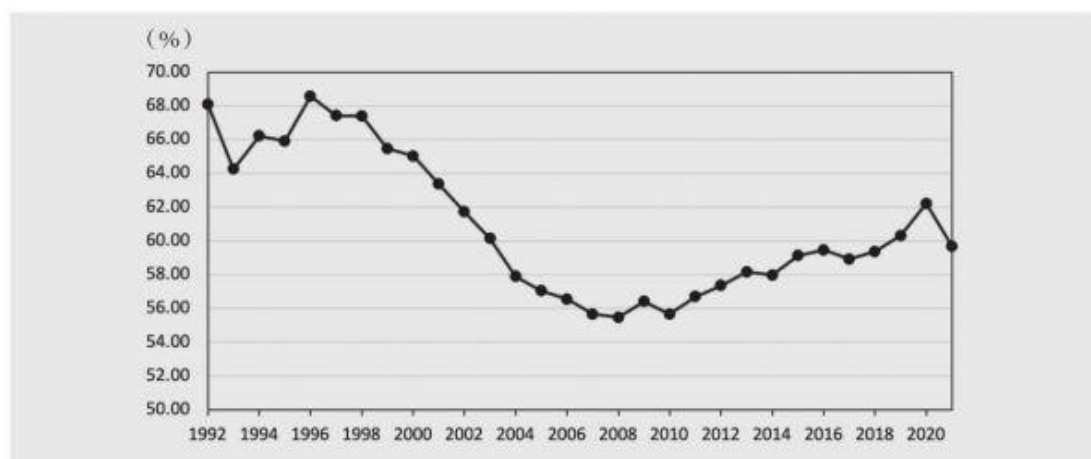


来源：Wind资讯

图4 各国居民部门消费率比较

第一，居民可支配收入占国民收入的比重偏低。从我国的实践证据看，居民人均可支配收入增速与人均消费支出增速的走势高度吻合，这说明居民可支配收入占国民收入的比重偏低是我国居民消费率偏低的主要原因。虽然自 2010 年以来，我国居民可支配收入占国民收入的比重逐步抬升，但截至 2021 年这一比重仅为 59.7%（见图 5），与美国同期相比低 20 个百分点。2022 年以来，我国居民可支配收入增速与 GDP 增速非常接近，在不同季度互有高低，这说明居民可支配收入偏低的现象尚未出现实质性改观，特别需要关注的是，在近两年的多数时期内，人均可支配收入中位数增速低于 GDP 增速。为此，要想提升居民可支配收入占国民收入的比重，从而实现实质性提升居民消费率的目标，就需要通过继续深化收入分配制度改革持续提

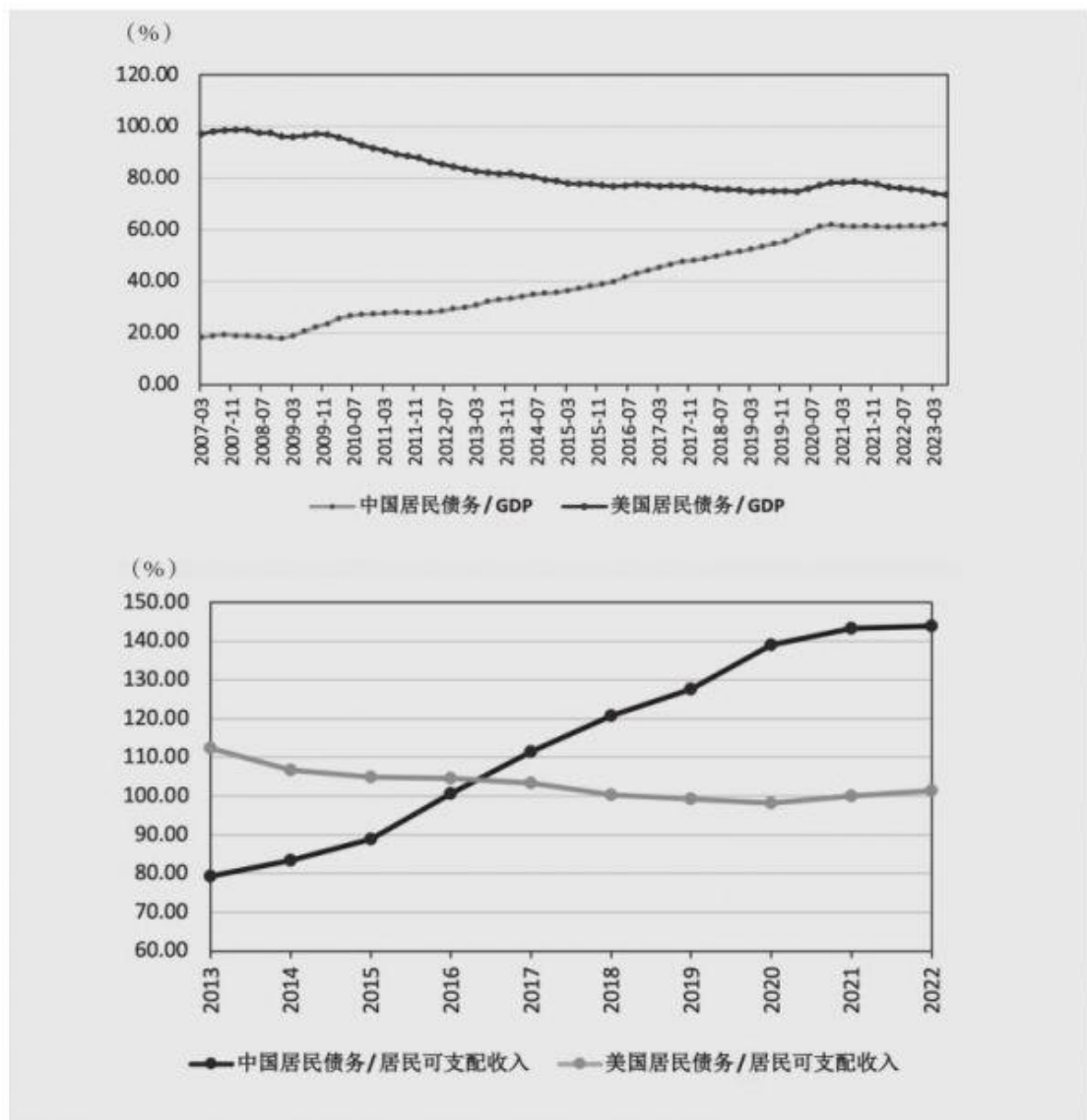
升居民可支配收入增速，并使其系统性地高于 GDP 增速。



来源：Wind资讯

图5 中国居民可支配收入占国民收入比重

第二，居民债务水平持续升高。我国居民部门杠杆率（居民债务与 GDP 的比值）在近 15 年内持续、快速攀升，从 2007 年一季度的 18.4% 上升至 2023 年二季度的 62%（根据国际清算银行数据）。从当前的数据看，我国居民杠杆率低于发达国家平均水平（72.7%），高于发展中国家平均水平（47.4%），在国别横向比较中处于相对适中的位置。但正如前文所分析的，由于我国居民可支配收入占国民收入的比重偏低，以居民债务与 GDP 的比值估算杠杆率并不能全面描述居民的债务负担。而如果以居民债务占居民可支配收入的比重计算杠杆率，我国居民这一杠杆率在 2022 年就已达到 143.9%，高于美国同期水平（101.4%）（见图 6）。由于实际债务水平的持续、快速攀升，我国居民继续通过增加负债的方式扩大消费，将面临越来越多的预算约束。当前，我国仍处于金融周期的下行周期，以房地产为代表的资产价格如果持续下行，将进一步约束居民和企业部门获取债务融资的能力。

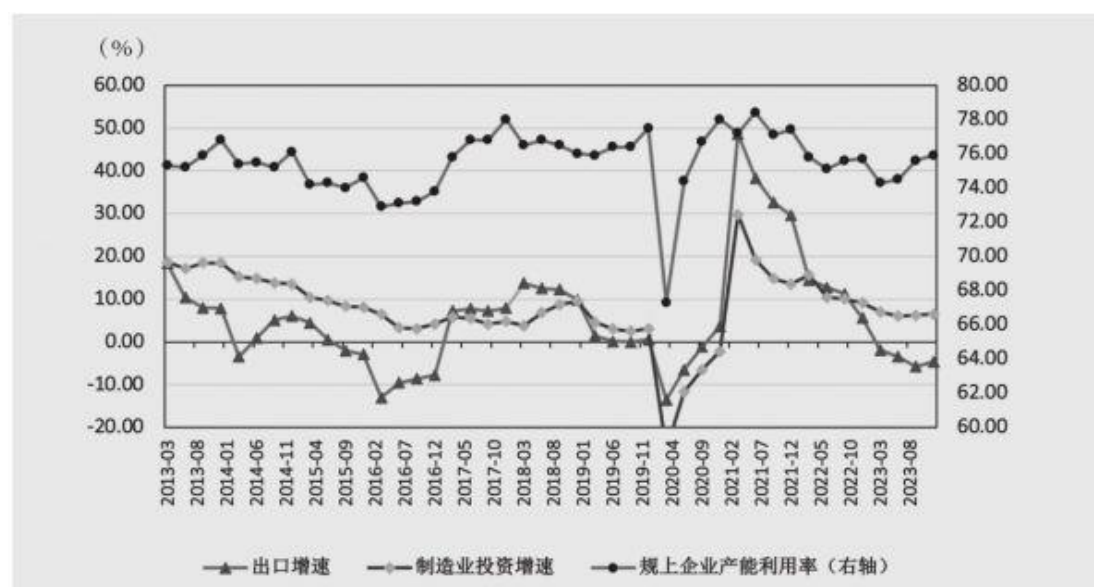


来源：Wind资讯

图6 按不同方法计算中美两国居民债务水平

部分行业产能过剩制约制造业投资增长。近年来，在全球工业品因新冠疫情出现供需错配的背景下，我国加大了以制造业为主的出口贸易，出口一度成为拉动经济增长的主要力量。但随着全球供给的恢复和外部需求的下降，我国出口增速从2021年年中开始下降；原本用于出口的工业品产能出现过剩，主要体现为我国规模以上工业企业产能利用率自2021年三季度开始出现趋势性回落；相关工业品产能的过剩又进一步带动制造业投资增速下降。近年来，我国出口增速、

产能利用率（代表产能过剩的逆向指标）和制造业投资增速的走势基本趋同也反映了这一关联（见图 7）。



来源：Wind资讯

图7 中国出口增速、制造业投资增速和产能利用率

多重约束下的民间投资负重前行。民间投资和政府投资是全社会固定资产投资中占比最大的两个部分。其中，民间投资具有顺周期性，通常能够反映经济的内生增长动能；而政府投资具有典型的逆周期属性。在 21 世纪以来的多数时期内，民间投资增速均高于政府投资增速，如果民间投资增速在特定时期出现显著下滑趋势，政府投资通常会通过逆周期调控填补空缺，进而带动民间投资反弹。在次贷危机时期，民间投资出现快速下滑趋势时，政府投资快速上升并反超民间投资，这体现的是政府通过加大基础设施建设投资拉动经济增长的做法；政府投资在成功带动民间投资回归常态化水平之后，便逐步退出。例如，政府投资增速在 2010 年稳步回落至次贷危机前的水平。然而，近两年来相对高位的政府投资并没有带动民间投资反弹。2022 年以来，我国民间投资呈现持续、快速下行的特征，且一直大幅低于政府

投资增速和全社会固定资产投资增速，民间投资占全社会固定资产投资的比重已从 2015 年最高点 65% 下滑至 2023 年年末的 50%。民间投资增速持续下滑的主要原因包括以下方面。

第一，制造业增速持续下降和基础设施投资面临瓶颈。一是民营资本在制造业领域占据绝对比重（约占 80% 以上的份额），制造业投资的变化将直接影响民间投资。2021 年下半年以来，我国制造业投资增速持续下行，与民间投资增速的走势基本一致。二是受到投资瓶颈等多种因素的限制，民营资本在基建领域的占比较低（约占 20%）。近年来，我国基建投资保持着相对稳定的增长，但由于民营资本在基建投资中的占比较低，因而在政府拉动基建投资增长的过程中获利较少。

第二，房地产投资持续负增长是民间投资持续下行的主要原因。按行业集中度排序，我国民间投资主要集中在制造业、房地产和基建等行业。2022 年 4 月至今，我国房地产投资增速持续负增长，这是民间投资增速持续下行的主要原因。此外，房地产市场下行还会对制造业中与房地产相关的行业产生连带影响，从而弱化制造业复苏对民间投资的支撑作用。

第三，民营企业融资状况出现两极分化，抑制了民企整体投资能力。新冠疫情发生以来，在结构性货币政策的支持下，小微企业贷款、制造业中长期贷款均保持高速增长。但是，民营房地产企业融资形势仍然较为严峻，2022 年以来，从房地产开发资金来源增速看，总量与分项（国内贷款、自筹资金、其他资金和利用外资）均呈负增长趋

势。此外，2022 年民营房企融资额同比下降，在 2023 年大规模偿债潮的背景下，民营房企信用债净融资延续走低。由此可见，在销售下滑、融资受限的背景下，民营房企投资意愿降低。

三、扩大内需激发经济增长潜力仍有广阔空间

消费结构升级空间广阔。改革开放 40 多年来，我国居民消费结构逐步升级，特别是在 2019 年我国人均 GDP 首次突破一万美元，这是我国迈向后工业化时代的一个重要标志。从西方工业国家的发展经验看，当一个国家的人均 GDP 突破一万美元之后，居民消费结构都会出现持续升级的过程。主要特征是食品、家具、衣服鞋帽等消费支出占总支出的比重将持续下降；而交通通信、医疗保健、休闲娱乐文化及住房相关消费支出占总支出的比重将持续上升（费兆奇，2023）。当前，我国居民消费结构升级的空间主要来源于三个方面：一是我国可选消费尚在普及与升级阶段，汽车等耐用消费品普及率与发达国家相比仍有一定差距。二是城、乡差距尚存。三是从我国居民具体的消费支出结构（各分项支出占总支出的比重）来看，1985 年以来，我国食品、衣着等消费支出的占比快速下降，交通通信、居住支出的占比快速上升；这一趋势与西方国家消费结构的升级路径大致保持一致；但我国以医疗保健、教育文化娱乐服务为代表的中高端服务业支出上升缓慢（见表 1），这其中的主要原因是中高端服务业的有效供给不足。未来，为增加中高端服务业的有效供给，一是要加大对“科教文卫”和其他高端消费领域的投资，以夯实创造相关需求的基础；二是要持续推进以“科教文卫”为代表的高端服务业的市场化

改革，这是提升相关行业效率的根本保障（费兆奇、谷丹阳，2023）。

表1 中国城镇居民家庭人均消费性支出结构

	食品支出	衣着支出	家庭设备用品及服务支出	医疗保健支出	交通通信支出	教育文化娱乐服务支出	居住支出
变化趋势	快速下降	快速下降	缓慢下降	缓慢上升	快速上升	缓慢上升	快速上升
1985	52.25	14.56	8.60	2.48	2.14	8.17	4.79
1990	54.25	13.36	8.48	2.01	3.17	8.78	4.76
1995	50.09	13.55	7.44	3.11	5.18	9.36	8.02
2000	39.44	10.01	7.49	6.36	8.54	13.40	11.31
2005	36.69	10.08	5.62	7.56	12.55	13.82	10.18
2010	35.67	10.72	6.74	6.47	14.73	12.08	9.89
2015	29.73	7.95	6.11	6.75	13.53	11.14	22.09
2016	29.30	7.54	6.18	7.07	13.75	11.43	22.16
2019	27.55	6.53	6.02	8.13	13.08	11.86	24.16
2020	29.18	6.09	6.07	8.04	12.86	9.60	25.76
2021	28.63	6.08	6.00	8.32	12.97	10.96	24.43
2022	29.48	5.71	5.92	8.16	12.86	10.04	25.15

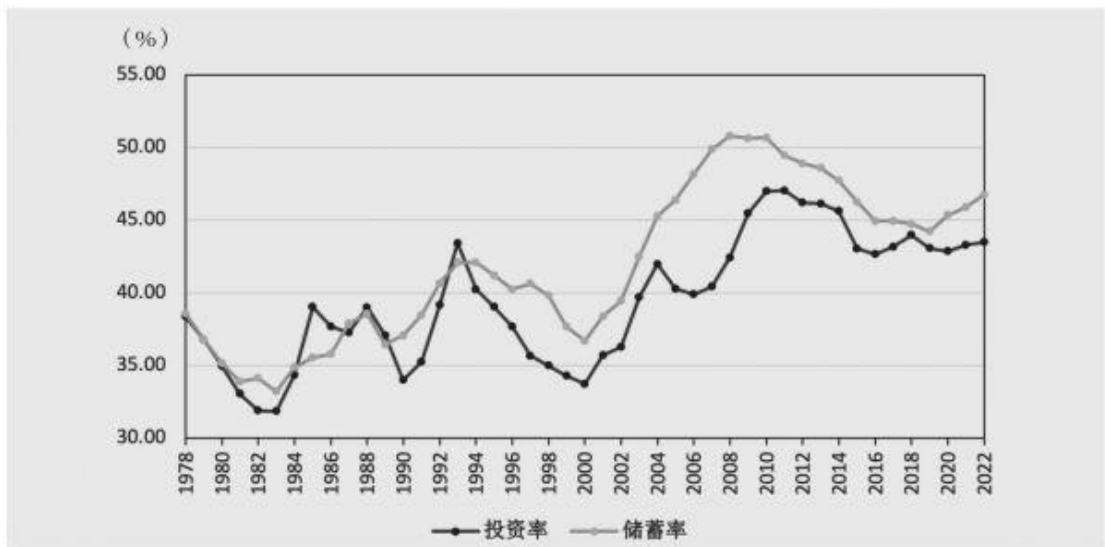
来源：Wind资讯

城镇化的增量空间和存量改进空间尚存。20 世纪 80 年代以来，中国经济的高速增长是在工业化和城镇化进程中实现的。从 20 世纪 90 年代初至 2020 年，中国城镇化率从 26.4%稳步上升至 63.9%。城镇化的推进增加了中国的非农就业并提升了居民的收入水平，收入水平的上升持续提升全社会的储蓄水平。此外，城镇化进程创造了大量需求：一是促使基础设施投资和房地产投资大幅增加；二是城镇居民消费结构升级带来的投资增加，主要包括住房、汽车、休闲、旅游等。但从国际横向比较来看，我国 60%的城镇化率与西方主要国家（70%以上）相比仍存在一定差距，例如，在人均 GDP 突破 1 万美元的时期，美、英、日等国的城镇化率已分别达到 73.7%、78.5% 和 76.3%。上述差距的存在说明在人口正常增长的情形下，我国通过继续推进城镇化释放国内需求仍有较大空间。

此外，城镇化进程中的户籍制度是我国的特有国情，2020 年，

我国城镇化率为 63.9%，这是指按常住人口计量的城镇化率，而如果按户籍人口计量，2021 年，我国户籍人口城镇化率为 46.7%。户籍人口城镇化和常住人口城镇化之间的差值中有部分是农民工，农民工的各种保障、医疗和子女就学等权益亟待提升。为此，应坚持深化户籍制度改革，实现城镇基本公共服务的均等化，让户籍人口和非户籍人口都能平等地享有城镇化带来的各项福利。这一方面会在现有城镇化水平的基础上持续释放大量需求；另一方面这也是我国推进全体人民共同富裕的重要抓手。

高储蓄率是持续发挥“投资在支持中国经济发展中关键作用”的基础。在我国经济保持高速发展的过程中，投资一直发挥着关键性作用，2022 年，我国投资率为 43.5%，是全球均值的 2 倍。支撑高投资率的基础是我国一直保持着更高水平的储蓄率。在改革开放以来 40 多年的时间里，除了极个别的年份，我国储蓄率均持续高于投资率，这为资本形成提供了雄厚的资金基础（见图 8）。从全球主要经济体的横向比较看，根据国际货币基金组织（IMF）预测，中国国民总储蓄率显著高于其他主要经济体，且在未来的五年中国总储蓄率仍将维持在 42%左右，远高于美国、欧元区和日本（见图 9）。



来源：Wind资讯

图8 中国储蓄率和投资率



来源：Wind资讯

图9 各经济体储蓄率预测值

虽然在人口老龄化逐渐加深的过程中,我国总储蓄率总体上呈现下降趋势,试图保持高投资率存在一定困难,但未来可以通过提升两个效率来化解这一问题。第一,提升资本转化效率(储蓄向资本转化的效率)是化解我国资本供给能力下降问题的有效途径。鉴于此,应进一步推进银行改革及深化资本市场改革开放,优化以间接融资为主体的融资结构。第二,在人口老龄化背景下,如果资本市场得到充分

发展，就可以使增加的储蓄（源于较高的经济增速）得以高效配置，从而增加全社会的资本存量，特别是人均资本存量会显著增长。这将有效提升投资效率，进而带来生产效率的提升。

持续推进金融高水平对外开放，为国内资本存量提供新支撑。理论研究发现，国际资本通常从经济增速较低的发达经济体流向经济增速较高的新兴经济体。近年来，虽然我国经济增速较高，但跨境资本流动并不稳定，主要表现是我国国际收支表中的金融账户差额（流进-流出）波动较大，只有金融账户中的直接投资流向相对稳定（外商来华直接投资与我国对外投资的差额）。这在一定程度上说明我国的资本和金融账户的对外开放水平仍待提升。

当前，受中美利率水平“倒挂”等因素的影响，短期的金融资本持续流向美国；但从中长期看，由于我国经济增速仍将保持较高水平，自然利率水平将持续且显著高于包括美国在内的其他主要经济体（自然利率决定实际利率的长期水平和走势）。2018年以来，为加快推进我国金融业的双向开放，金融监管相关部门制定实施了一系列政策举措，主要包括大幅放宽金融服务业市场准入条件，不断完善外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度；构建涵盖股票、债券、衍生品及外汇市场的多渠道、多层次开放格局；对标高标准经贸规则，扩大金融业开放，等等。在我国金融对外开放水平持续提升的背景下，金融资本有望持续、稳定地流向中国。而在人口老龄化致使我国储蓄率长期下行的背景下，境外资金的持续、稳定流入，能为国内资本存量提供新的支撑。

第二次人口红利有望接替第一次人口红利，推动经济的可持续增长。我国第一次人口红利的实现主要依托两个必要条件，一是全社会总抚养比下降，使得劳动年龄人口比重持续上升；二是新增劳动人口需要获得非农产业的就业机会。2010 年以来，我国老年抚养比快速上升，全社会总抚养比呈现从下降到上升的趋势性反转。

在第一次人口红利消耗殆尽之际，我国有望迎来第二次人口红利，继续推动经济高质量发展。第二次人口红利主要包括三个来源：一是养老保障制度和资本市场发展对资本积累的贡献。在人口老龄化的进程中，如果能构建起一个具有积累功能的养老保障体系，以替代目前“现收现付制”养老体系，则可以提高劳动者的储蓄动机、进而提高储蓄率。同时，资本市场的充分发展可以使增加的储蓄得以高效配置，从而增加全社会的资本存量。二是人力资本水平的提高。随着幼儿抚养比的降低，劳动年龄人口供养在学人口的能力相对增强，这意味着通过扩大优质教育资源的供给，可以大幅提高人力资本水平；促进全要素生产率的提高，进而提升全社会的资本回报率。三是劳动参与率的扩大。在人力资本增加和预期寿命延长的基础上，延缓退休可以有效增加劳动力供给并缓解养老负担。

四、扩大内需推动经济增长的实施路径

优化调控：通过扩大中央财政赤字和改革基础货币发行机制，助力畅通国内大循环。在构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的背景下，外部需求的趋势性下降将被国内需求所补足。这就要求我国经济的生产方向也随之发生改变，从此前以向

外输出工业品为主,逐步转向以为满足国内需求所生产的产品和服务为主。基于此,财政政策和货币政策应随之作出相应的调整 and 改革:其一,财政赤字是畅通国内经济大循环的一项重要政策安排。根据国际收支平衡理论,在外部盈余为 0 的条件下,政府的财政赤字与私人部门盈余是恒等式,即只有财政发生赤字,国内私人部门才能实现净盈余。从我国的实践来看,由于中央政府杠杆率一直处于较低水平且远低于其他主要经济体,这为中央财政赤字融资提供了较大的政策空间。其二,改革人民银行基础货币发行机制,推动实现以主权信用(国债)代替外汇储备,作为货币发行的主要准备资产。

扩大消费:向居民部门让渡部分收入,推动消费可持续增长。首先,切实提高居民部门可支配收入水平。一是增加居民的经常转移收入,进而提升其在国民收入中的比重,即将部分政府部门收入让渡给居民部门。二是可以考虑采取优化低收入群体的个人所得税等结构性减税方式,通过税收负担的调降实现提升居民收入比重的目的。三是引导实际利率水平下行,进而降低国民收入中资本利得的份额,从而提升居民部门获得的劳动报酬(费兆奇,2023)。其次,中央政府可以从增加收入和降低债务两个维度施策,以缓解居民部门的债务负担。一是可研究优化个人所得税、消费券发放、负个人所得税(对居民实际月收入与个税起征点之间的差值设置税收补贴比例,使低收入群体享受一定税收补贴)等方案的实施可行性,加大社保、转移支付、结构性减税等调节力度,以支持短期内提升低收入群体收入及增强居民消费意愿。二是中央政府可通过加快推动完善地方住房保障体系建设

等措施，减少居民部门在住房领域的支出。

稳定投资：通过稳预期、降成本、促创新稳定民间投资。首先，推动经济治理法治化，形成稳定的市场预期。从立法、执法两个层面推动落实对国企、民企的平等对待，依法保护民营企业产权，完善民营企业和民营企业诉求反映和权益保障机制，营造稳定良好的投资生态。维护和促进市场公平竞争，破除在审批许可、市场准入、招投标、要素获取等方面存在的显性和隐性壁垒。其次，通过减税、降费等方式降低民企的经营成本，从而提升其盈利水平。按照稳定宏观税负的原则，统筹助企纾困、财政可持续和优化税制结构的需要，进一步落实完善减税降费退税缓税等政策（财政部，2023）。在平衡民企和国企的信贷支持和融资成本的基础上，进一步完善政策性担保体系，充分发挥政府担保公司作用。最后，着眼于促创新、优结构，引导民间投资高质量、可持续增长。一是聚焦新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药等国家战略重点；二是加强绿色发展领域的民间投资支持；三是积极发展服务型制造业和生产性服务业。

参考文献

财政部，2023，《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》，《人民日报》，3月16日，第5版。

费兆奇，2023，《拉动消费可持续增长的有效途径》，《中国金融》，第19期。

费兆奇、谷丹阳，2023，《改革与调控并举，扩内需前景可期》，《中国社会科学报》，9月26日。