

研报精选

2025年1月25日 第206期

宏观专栏

从以人民为中心的发展思想看应对总需求不足

报告认为，如果面向家庭部门的财政扩张举措得到有效落实，将会兼顾稳增长、促进共同富裕和应对地缘经济挑战，达到一举多得的效果，有利于推进中央提出的以人民为中心的发展思想，其所增加的政府债务具有内在可持续性。



宏观专栏

从以人民为中心的发展思想看应对总需求不足

中央经济工作会议指出，需求不足是我国经济运行面临的主要困难和挑战，2025年经济工作的首要重点是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”¹。如何理解政策落实的方向、力度、传导机制是我们判断未来经济走势的关键。本文从以人民为中心的发展思想看应对需求不足的政策导向与机制。需求不足有多方面的原因，有房地产调整、金融周期下行等周期性影响，也有收入分配和财税体制等结构性因素的拖累。从外部来看，地缘经济竞争加剧我国经济总需求不足的问题。

在这样的背景下，把提振消费作为今年经济工作的第一项重点任务，意味着逆周期调节的机制需要发生变化。过去，政策应对需求不足的措施多集中在供给侧，例如依靠政策性金融等准财政工具，落地在投资与帮助企业部门。这一做法在过去之所以比较有效，是因为扩大出口可以部分消化投资增加的产能，弥补国内需求的不足。但面对日益升温的保护主义与地缘经济压力，中国的外需和出口的环境发生了变化。宏观政策如仍遵循传统思路，依然着眼于以帮助企业为抓手、刺激投资需求和强调在供给侧发力是不够的，因为投资不是最终需求，加大投资只会加剧供大于求的宏观经济失衡。

以促进民生和消费为导向的需求扩张应该是当前逆周期调节的主要载体。不同于货币政策，财政政策可以通过政府与家庭部门直接发生经济与交易行为（转移支付、税收等）而快速有效地作用于消费。把提振消费作为第一重点任务，必然意味财政政策是逆周期调节的第一有效工具。具体而言，完善社会保障体系，尤其是改善弱势群体的保障，促进中低收入群体增收减负，是结合民生与消费的有效抓手。综合来看，面向家庭部门的财政扩张可以兼顾有效稳增长、扎实推进共同富裕以及应对地缘经济挑战，达到一举多得的效果。

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202412/content_6992258.htm

一、面向家庭部门的财政扩张是稳增长的关键

过去一段时间，关于“产能过剩”的讨论集中在中国经济的供给过多上，这一认识存在一定的误区。虽然供给侧在机制上存在一定的扭曲，但现阶段中国经济的主要矛盾是需求不足，体现在就业、物价、企业盈利承压。内需不足的问题，既有周期性力量的影响，也体现一些结构性因素。中国经济正处于金融周期下行调整阶段，房地产和债务问题对总需求产生影响，表现为消费和投资需求的收缩。尤其是在房地产市场下行的背景下，土地出让收入大幅下降，地方政府财政压力加大。金融周期的重要特征之一是房地产和信贷具有顺周期性，以其作为逆周期调节的载体有局限性。

从结构性因素来看，消费不足背后的最突出问题是家庭部门在收入分配中处在不利地位。首先，家庭部门收入占国民收入的比重低。国民收入分配结构中包括居民、企业和政府三大部门。2021年，中国初次分配收入中家庭部门的占比为61%，美国为78%，英国为75%²。相对较低的家庭部门收入占比，导致消费需求占GDP的比重低。2020-2022年的新冠疫情对家庭部门的就业与收入的影响仍有“疤痕效应”。其次，从家庭部门内部来看，低收入人群享有的社会保障不足，社会保障体系在覆盖面、待遇水平与均等化程度上还有待完善。社会保障不足既降低居民的可支配收入，也增强其预防性储蓄动机，从而不利于消费需求。

在这样的背景下，个人破产制度的缺失加剧了家庭部门在收入分配中的弱势地位。党的二十届三中全会提出，要“探索建立个人破产制度”³。类似于企业破产制度，个人破产制度能够在个体遭遇不利经济冲击时提供恢复机会，有助遏制经济运行的顺周期性，避免对消费产生过大的冲击。相关制度的建设和发挥作用需要一定时间，这就要求宏观政策逆周期调节。尤其需要重视对家庭部门的支持，以弥补个人破产制度缺失的影响。

² 资料来源：Wind，USBEA，CEIC，国家统计局

³ https://www.gov.cn/zhengce/202407/content_6963770.htm

针对以上问题，宏观政策举措的一个重要抓手是通过财政扩张完善社会保障体系，特别是关注对重点群体的转移支付，促进教育与医疗等公共服务均等化。财政支出可考虑提高对乡村老人、育儿家庭、城镇失业者和住房困难者的社会保障支出和相关福利支出。不同于暂时性的收入提振，完善社会保障体系可以提高居民的永久性收入，既增加居民的购买力，也提升其消费倾向。在收入端，降低社保缴费（本质上是具有累退属性的税收）、降低增值税等流转税有利于提升中低收入群体的可支配收入。

对于面向重点人群的转移支付，一个担心是相关人群会增加储蓄而非消费，从而质疑转移支付的效果。实际上，低收入人群有着更高的边际消费倾向，既有理论也有实证的支持。基于1995-2018年中国家庭调查数据的实证研究发现，收入水平最低（后10%）的居民的边际消费倾向为0.870，而收入水平最高（前10%）的居民的边际消费倾向则为0.232⁴。从其他国家的经验看，美国在疫情期间向居民发放了三轮共计1.49万亿美元的现金支票和超额失业补助，相当于2020年美国GDP的7.1%⁵。现金支票项目实施后，美国家庭部门收入显著提高、消费回升，且低收入群体消费回弹最多。

二、面向家庭部门的财政扩张有助于推进共同富裕

党的二十大报告中指出，“中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化”⁶。财政增加转移支付、加大教育和医疗等公共服务和保障支出的力度不仅有助于应对当前的需求不足、稳定增长、促进宏观经济平衡，也是促进共同富裕、落实以人民为中心的发展思想的有效抓手。

财政对缩小收入差距的作用存在较大的提升空间，一个体现是财政税收和支出没有起到明显降低基尼系数的作用⁷。税收再分配度低的主要原因并非税

⁴ 李禎临，岳希明：如何提高中国居民消费率？——基于居民收入分配视角的分析与测算，《世界社会科学》，2023年第5期。

⁵ <https://www.pandemicoversight.gov/news/articles/how-much-money-did-pandemic-unemployment-programs-pay-out>

⁶ https://www.news.cn/politics/cpc20/2022-10/25/c_1129079429.htm

⁷ 资料来源：SWIID，中金研究院

收规模小，而是与再分配相关的直接税（如所得税和财产税）占比低，与消费相关的增值税等流转税占比高，导致整体税收的累进性弱。同时，财政支出结构中，投资建设支出的比例较高，基建投资占比较大，而民生保障支出的比例较低⁸。

财政政策在帮助低收入群体、促进社会公平，尤其是公共服务均等化方面可以发挥关键作用。面向家庭部门的财政扩张不仅有利于稳增长，也有助于推进共同富裕。一般而言，在经济体供给不足的情况下，稳增长和共同富裕这两个目标在短期可能存在冲突之处，因为做大蛋糕面临约束，提升供给能力（人力、资本、技术进步等）需要时间。但现阶段的主要问题是需求不足，这种情况下，财政扩张提振消费需求能够将稳增长与共同富裕有效结合起来，体现了以人民为中心的发展思想。

具体而言，中央经济工作会议提出的措施中有几项尤其值得关注⁹。首先，“提高城乡居民基础养老金”，有助于改善农村老年人的养老保障，也代表对弱势群体转移支付的增加。其次，“提高城乡居民医保财政补助标准”，这有助于降低基本医保城乡待遇差距，实际上也增加低收入群体的可支配收入。第三，“推动中低收入群体增收减负”，虽然具体措施有待观察，但从经济逻辑来讲，降低社保缴费、降低增值税等流转税等有助于降低中低收入群体的支出负担。

三、面向家庭部门的财政扩张是应对地缘经济挑战的有效手段

2024年美国大选期间，特朗普曾提到将对所有进口商品征收10%-20%关税，对中国商品征收60%或更高的额外关税¹⁰。关税对中国是需求冲击，对美国则是供给冲击。当前，美国处在金融周期上行阶段，中国处在金融周期下行阶段。在增加关税后，美国的供给不足将加剧，可能面临通胀上行的风险。对于中国，关税会促进供给转向国内，需求不足的问题会更加突出。虽然特朗普第二任期的关税政策仍有不确定性，但地缘经济竞争对中国的宏观经济含义首先是加剧

⁸ 资料来源：IMF Government Finance Statistics，中金研究院

⁹ <https://www.news.cn/politics/leaders/20241212/f47e778630ec4ff6b51c99d55cef6f43/c.html>

¹⁰ <https://www.washingtonpost.com/business/2024/11/08/trump-tariffs-economy-global-trade/>

总需求不足。

经典的宏观经济模型告诉我们，两个开放经济体之间，国内需求相对于供给的强弱将通过贸易差额和汇率变化表现出来。内需强的国家通常有贸易逆差和实际汇率升值，而内需弱的国家则有贸易顺差和实际汇率贬值。具体来说，内需强的国家通过增加进口来提升供给，同时汇率升值抑制未来外需，以达到供需平衡；而内需弱的国家则通过增加出口消化供给，同时汇率贬值促进未来外需，从而恢复供需平衡。

有观点认为，中国可通过汇率贬值应对关税带来的影响。这里可能有两种渠道来实现：一是通过内部物价下降或与贸易伙伴相比保持较低通胀水平来实现，然而这种方式的前提是经济增速放缓、失业增加。在经济已经面临需求不足的状况下，通过内部物价下降来应对关税会加剧通缩压力，带来较高的社会成本。二是通过名义汇率贬值，以抵消美国关税对中国出口竞争力的影响，但汇率不仅通过贸易，也通过金融渠道影响经济，汇率贬值可能降低金融市场的风险偏好，导致风险资产价格下跌，加剧国内需求的下行压力。

汇率对经济的影响还有结构的视角，通过贬值应对关税，其传导机制是对企业部门有利，而对家庭部门不利。通过汇率贬值吸收关税影响，以人民币计价的中国企业出厂销售价格可以维持不变，也就是说企业部门受到较少或几乎不受影响。但对家庭部门而言，汇率贬值令中国贸易条件恶化，国内消费者需要以更高的价格进口商品，这降低了家庭部门的实际收入，不利于消费需求。

总结而言，通过汇率贬值应对关税，在分配上意味着以家庭部门受损来帮助企业部门，在宏观上意味着有利于投资、不利于消费，这些会加大中长期的结构矛盾。因此，应对潜在的关税冲击，贬值不是最佳的应对举措，而是需要通过扩张性的财政政策来应对。面向家庭部门的财政扩张能提升居民，尤其是中低收入群体的收入，提振国内消费需求，是应对地缘经济竞争的有效手段。

四、区分支持家庭的财政扩张和支持金融部门的财政扩张

对于财政扩张，有一种观点认为当前我国的财政赤字率已经不低，财政扩张力度已经较大。如果考虑到政府发行的特别国债以及各种专项债，我国的广义财政赤字率在2024年达到8%以上，如果再考虑土地财政的净收入本质上是政府的融资，则广义财政赤字率已超过10%¹¹。这样规模的财政扩张力度还不够吗？我们认为需要区分为了化解存量债务而扩大的财政赤字和面向家庭与非金融企业部门而扩大的财政赤字，二者在经济含义和对总需求的作用方面均有不同。

虽然我国广义财政赤字率看起来已经较高，尤其是较疫情前有较大提升，但是其中有相当部分是用于化解地方债务的，不是直接面向家庭部门促进消费需求的。这部分为了化债而增加的财政赤字，实际上是将隐性债务一次性地进行了显性化置换。例如，财政部在2024年底公布的一揽子化债方案中，提出额外安排6万亿元债务限额来置换存量隐性债务¹²。这些存量债务所对应的支出已经用于基础设施建设或提供公共服务（包括应对新冠疫情的公共支出）等，其利率本来就应该享受政府信用的融资条件，而不是银行贷款和其他非标融资的条件。这部分财政赤字扩大有利于降低地方政府存量隐性债务的利率，以匹配政府信用的回报水平。

就宏观经济影响而言，隐性债务显性化在一定程度上缓解了地方政府由于偿债压力而紧缩开支所导致的需求收缩，但并不能直接扩大需求，对家庭部门的消费需求促进有限。尤其值得关注的是，因化债而扩大的财政支出，虽然反映了政府部门对非政府部门的支持，但同时也表现为非金融部门对金融部门的支持：用于化债的财政资金最终通过地方政府流入金融部门，降低了金融风险，但也意味着资金从实体部门流到金融体系。

由此带来一个问题，什么是政府支持债务化解的有效办法？看国内外的经验，不外乎两种方式。一种是发生金融危机后再对金融机构实施救助以防止金

¹¹ 资料来源：同花顺，中国财政部，中金公司研究部

¹² <https://www.news.cn/fortune/20241111/14bc2f0654c24a1e8900b77b7c1f8490/c.html>

融风险扩散，比如美国2008年金融危机后的救助计划。我国则倾向于在债务问题演化为金融危机之前，通过有序债务重组的方式以避免金融部门受到很大的冲击，比如1990年代末的银行坏账剥离与处理¹³。这两种方式都涉及一定规模的显性的债务违约，同时财政支持金融体系修复资产负债表，避免大规模信用紧缩。这次隐性债务化解是一种比上述两种情形更温和的方式，优点是对金融部门的资产负债表影响小，但也意味债务负担化解更多落在债务人（地方政府）和中央财政身上，而不是债权人（金融体系）身上。

总之，面向家庭的财政扩张直接促进消费，对总需求的拉动率高，而用于置换地方政府隐性债务的国债或专项债等资金，直接或间接地帮助金融机构降低风险，对总需求的扩张作用相对有限。

五、面向家庭部门的财政扩张形成的政府债务具有内在可持续性

虽然支持金融部门的财政扩张促进总需求效果有限，但其仍然增加了政府的债务，这种情况下，如果大幅增加支持家庭部门的财政赤字，政府的总体债务会不会太高了？是否导致政府债务可持续性问题，如何思考财政扩张的空间有多大？这是另一种担忧的意见。从宏观视角看，当国债利率低于GDP增速（ $r < g$ ）时，发行国债的成本低于发债带来的经济收益，任何规模的债务都是可持续的。经济增长意味着GDP的增加，进而带动政府税收及其他收入的提高，为偿还债务提供更多资金。目前，中国10年期国债的市场利率低于2%，而2024年GDP的名义增长是4.23%¹⁴，政府债务扩张的空间较大。

当然动态来看，未来利率与经济增速都可能变化。从货币金融视角看，利率是否低于经济增速，央行的货币政策有重要影响。央行宽松的货币政策可以降低利率，这是为什么由于中央政府拥有货币发行权，理论上中央政府的本币债务不存在无法偿债的问题。但是，如果低利率导致总需求强劲扩张，央行为控制通胀则需要提升利率。因此，制约政府债务的关键并不是政府信用违约，

¹³ https://www.gov.cn/test/2006-02/16/content_201143.htm

¹⁴ 资料来源：Wind，国家统计局

而是通胀。当前，我国经济面临物价下行压力，而不是通胀压力，货币环境支持政府债务扩张的空间比较大，未来利率回升的前提是经济增速上升。

长期来看，中国的人均GDP仍然位于中等收入国家水平，潜在增长率仍有4%甚至更高的水平¹⁵。关键是要发挥中国的规模经济优势，而面向家庭部门的财政扩张有利于从规模经济到创新经济的发展。从结构视角看，面向家庭的财政扩张有助于改变货币投放的方式。货币投放的方式可以分为财政性投放和信贷投放。面向家庭的财政扩张，通过政府发行国债带动央行基础货币的投放，家庭部门首先受益，促进消费需求，并由此带动企业销售和收入的增长。相比之下，信贷投放货币主要面向企业，企业部门首先受益，其作用是先促进投资，进而支持消费。

在现阶段，基于历史累积的结构性问题，支持家庭部门，不仅促进消费，稳定当下的经济增长，也促进创新，有利于长期的经济增长，也就是说，帮助家庭部门形成的政府债务具有内在的可持续性。从需求端看，一个多元化的消费大市场是促进科技创新的根本驱动力。从供给端看，财政扩张可以促进人力资本的发展。一个典型的例子是旨在提高生育率的财政补贴，但并不局限于直接的鼓励生育的措施，家庭部门的财务状况改善有利于增加生育意愿与提升生育能力，也有利于增加在教育等人力资本的投入。总之，在现阶段，面向家庭部门的财政扩张可以更有效地把稳增长与调结构结合起来，扎实推进中央提出的以人民为中心的发展思想。

以上观点来自：2025年1月22日中金研究院已发布的《从以人民为中心的发展思想看应对总需求不足》

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

¹⁵ 资料来源：国家统计局，World Bank

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.1.20 中国图说中国宏观周报：多数省份增长目标持平，通胀目标更务实——地方两会总结
- 2025.1.20 宏观探市：国债收益率快速下行的短中长期含义
- 2025.1.21 海外宏观简评：对美国总统特朗普就职讲话的点评
- 2025.1.23 中国宏观专题报告：图说中国：2025年一季度

策略及大宗商品

- 2025.1.21 海外策略专题：特朗普2.0时代开启——2024年美国大选追踪（十二）
- 2025.1.23 中国策略简评：推动中长期资金入市实施方案落地

固定收益

- 2025.1.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.1.20 专题研究：境外债市场2025年展望：利差维持低位，中短久期配置
- 2025.1.21 资产证券化分析周报：简评小贷新规对ABS的影响
- 2025.1.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.1.22 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.1.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.1.22 资产证券化分析周报：NPL ABS 2024年年度回顾
- 2025.1.22 简评：指数化与可贵的Alpha——债券型基金24Q4季报点评
- 2025.1.24 简评：地方两会信息有哪些变化值得关注？

行业

- 2025.1.20 REITs：公募REITs周报（1.13-1.17）：市场略有回调，关注后续业绩披露影响
- 2025.1.20 食品饮料：白酒节前终端备货持续转暖，预计临近春节动销起势更为集中，且大众消费表现偏好
- 2025.1.21 不动产与空间服务：周评#424：上周一、二手房销售面积边际走平
- 2025.1.21 科技：国内互联网AI布局：开启追赶模式
- 2025.1.21 家电及相关：空调出货2024：全年内外销均创新高
- 2025.1.21 主题研究：2024年出口金额同比下降，关注区域结构性变化
- 2025.1.21 公用事业：电力环保周报：悲观电价制约板块表现，短期缺乏利好因素

- 2025.1.21 可选消费：颜值经济2025年展望：分化加剧，优选成长
- 2025.1.22 科技：美股软件2025年展望：宏观向好，IT支出或超预期为板块业绩增长提供支撑
- 2025.1.22 传媒互联网：12月电商月报：线上实物销售平稳增长
- 2025.1.22 传媒互联网：基金4Q24传媒持仓分析：板块偏好稳定，个股调仓变化
- 2025.1.23 金融：监管合力推动中长期资金入市：增强资本市场内在稳定性、提升耐心资金长期回报
- 2025.1.23 银行：理财重回30万亿元的几点思考——2024理财年报点评
- 2025.1.23 化工：化工12月月报：出口强劲，固定资产完成额增幅收窄
- 2025.1.23 食品饮料：中金看海外 主题 | 寻找酒业跨越周期的力量一：三条日本酒业发展启示
- 2025.1.23 软件及服务：泛国产化2025年展望：新节奏和新变化
- 2025.1.23 REITs：如何看待本轮REITs市场的春季躁动？
- 2025.1.23 电力电气设备：AI“探电”（二）：算力资本开支加码，看好AIDC电气架构的系统性投资机会
- 2025.1.23 银行：银行仓位和估值到哪了？（4Q24）
- 2025.1.23 银行：信贷“开门红”成色几何？
- 2025.1.24 钢铁：12月数据点评：行业景气修复，反转仍需进一步验证
- 2025.1.24 科技：4Q24基金持仓/沪港通：电子持仓创新高，国产算力获关注
- 2025.1.24 日常消费：基金4Q24食品饮料持仓分析：白酒重仓占比环比下降，大众品类多获增配
- 2025.1.24 博彩及奢侈品：中国澳门博彩行业复苏或暂缓
- 2025.1.24 农业：4Q24基金农业持仓：低配幅度加大，减持养殖、增持消费及种植
- 2025.1.24 医疗健康：公募4Q24医药持仓分析：历史较低仓位
- 2025.1.25 物业管理：物业管理2024年业绩预览：延续成长换轨和派息提升趋势
- 2025.1.25 纺织服装珠宝：纺织服装珠宝2025年展望：紧抓创新与规模两大主线
- 2025.1.25 工业：AI寻“机”01：AIDC基建风起，机械机遇何在？
- 2025.1.25 交通运输物流：4Q24基金持仓：配置比例下降，航空获得青睐

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn