

反腐败对消费需求的冲击有多大？

杨继东 江艇

内容摘要：从中长期看，提高消费占比是中国实现经济结构调整和长期可持续增长的重要基础。当前，伴随中国经济增长速度的回落，居民消费增速也显著回落，如何实现提高消费占比，促进居民消费持续增长仍然是宏观经济政策面临的选择。然而，居民消费增速的回落是否与反腐败有关，担心反腐败对稳定经济增长会产生负面影响是否有据可依。立足于评估中国消费增长和反腐败对消费需求的冲击，本报告试图通过不同层面的数据，量化反腐对消费的影响，回答反腐败对消费需求产生了怎样的冲击。反腐败只是对特定行业和部门产生了一定短期冲击，对总体消费需求的冲击并不大。总体消费增速回落主要是受到经济增长速度回落，收入增速下降影响。在增长速度下降的条件下，刺激未来消费增长依赖加快推进收入分配改革，完善社会保障制度，稳定经济增长预期，增加居民收入。

一、问题的提出

2012 年十八大后新一届中央领导集体上台。新领导集体倡导廉洁从政，大力反腐。从政策看，从八项规定，群众路线，反四风等，一系列反腐措施不仅显示了新领导集体力图改革的决心，而且从效果看，反腐败取得的成绩大大超出了人们预期。一个占世界四分之一人口的大国，一场声势浩大的反腐运动，其最终效果令人瞩目。腐败对经济活动具有重要影响，大量研究证明腐败会阻碍经济增长和投资 (Mauro,1995; Keefer and Knack,1997)。Shleifer and Vishny(1993)的研究指出，腐败导致的不确定性以及契约无法被法院执行，从而大大提高了交易成本。腐败导致企业家把更多的精力用于寻租性互动而不是生产性活动。也有一些研究认为腐败对经济发展具有一定的促进作用，特别是在很多发展中国家，在正式制度缺失的情况下，腐败能够对经济发展起到润滑剂作用 (Jiang and Nie, 2014)。给定腐败活动在中国广受诟病，腐败对经济增长的影响又存在一定争议，那么，反腐败会对经济发展产生怎样的影响呢？反腐败会通过改善制度环境显著提升中国经济增长，还是短期内会减缓中国经济增长？

全面评估反腐败对中国经济增长的影响，并不是一件容易的事情。在反腐背景下，反腐败对消费产生了一定冲击，并引发了一定争议。中央强劲的反腐政策，给餐饮、旅游、白酒、汽车等行业造成了冲击，据报道，在经历了连续多年的高增长后，2013 年餐饮业迎来了最冷的冬天。根据中央电视台财经调查显示，与 2012 年相比，很多高端消费大幅下降。商家普遍反映“差远了”。2013 年 A 股餐饮上市公司全聚德、湘鄂情、西安饮食三家上市公司首次出现负增长；统计显示，14 家白酒上市公司从年初的总市值 5872.8 亿元，一路狂泻；

13 家旅游业上市公司中，2013 年前三季度，9 家公司净利润同比下滑，占比接近 70%¹。其中，高端餐饮业受冲击最为明显，据商务部抽样调查显示，我国高档餐饮企业的营业额，2013 年与 2012 年相比，北京约下降 35%，上海下降超过 20%，浙江下降 30% 以上²。另外，奢侈品领域也受到了一定冲击，苏格兰威士忌协会(Scottish Whisky Association)的最新数据指出存在行业硬着陆：去年中国市场的威士忌销量下降了 27%，销售额下降 41%³。

这些报道让人担心反腐败可能对中国消费需求产生较大冲击。一段时间媒体出现很多最新的反腐败抑制了消费需求，甚至导致内地总体经济增长减缓的报道。有港报称内地反腐迫使名贵酒品、珠宝等高档消费业转向大众⁴。在我国仍然需要通过消费需求拉动经济增长的背景下，很多人担心反腐会抑制消费的增长，进一步削弱中国经济增长的动力，不利于稳定经济增长。从理论上来说反腐败主要会抑制公款消费，高端消费。虽然没有确切的公款和高端消费占比数据占比数据，但反腐败是否对总体消费产生较大影响值得怀疑。反腐是否会减少消费需求？理论上，反腐导致原来由腐败支撑的需求减少。但是如果反腐节约的资金可能用于其他消费，导致高端消费下降的同时，其他消费品可能增加？因此反腐是否减少了消费需求，是一个需要仔细评估的实证问题。本文试图回答：第一，反腐败减少了高端消费吗？第二，钱流向了哪里？替代效应存在吗？第三，反腐败导致经济结构变化，高端餐饮转向低端面向大众，增加了消费吗？如何看待反腐败的短期效果和长期效果，以及思考政治效果和经济效果。

二、背景与事实

1、反腐背景

十八大后，新一届中央领导集体上台，拉开了中国反腐行动的序幕。时隔一年多后，回头看，反腐力度和效果超出了很多人的预期。八项规定是习近平总书记于 2012 年 12 月 4 日召开的中共中央政治局会议，审议通过的中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的一项决议。2013 年 6 月 18 日，党的群众路线教育实践活动工作会议在京召开，习近平总书记在会上发表重要讲话。习近平强调，这次教育实践活动的主要任务聚焦到作风建设上，集

¹ 参见“2013 年被改变的行业，限制三公消费令餐、饮、游行业很受伤”。

http://www.ce.cn/cysc/sp/info/201401/02/t20140102_2032193.shtml

² 参见“中国反腐节俭风劲吹，高端餐饮业转型在即”

<http://finance.ifeng.com/news/macro/20130321/7800718.shtml>

³ 参见“中国本轮反腐行动或将长期持续” <http://fm.m4.cn/2014-04/1229834.shtml>

⁴ 商务部回应反腐影响高档消费业时也曾指出：暂无数据支撑。

中解决形式主义、官僚主义、享乐主义和奢靡之风这“四风”问题。餐饮行业最先感受到反腐败的影响。受到十八大精神和习主席表态反腐等精神的影响，政府部门、企业单位团拜等年会活动取消较多，对1月整体餐饮消费冲击较大。在反腐败的背景下，中国烹饪协会的调查显示，受访的近百家企业中，60%的企业出现了退订现象，退订率在20%以上的企业超过10%，其中大多是高端餐饮和星级饭店。从区域上看，中、西部的二三线城市受到冲击更大。从餐饮企业类型上看，除了部分高端餐饮企业外，多家人均消费50-200区间内的餐饮企业受到冲击也很明显。据商务部抽样调查显示，我国高档餐饮企业的营业额，与2012年相比，北京约下降35%，上海下降超过20%，浙江下降30%以上。在2013年春节前后及春节期间，燕窝、鲍鱼类产品下降40%左右，鱼翅下降70%以上，高档酒店的食品礼盒销售额下降45%。法国兴业银行发布的一份关于中国高端白酒业的新报告中称，中国的公款将一去不回。这一政策改变是结构性的，而非周期性的。这意味着白酒品牌将不得不开始瞄准“正常”市场，即居民的日常消费，而非公务消费。受影响最大的是奢侈品领域，如时尚饰品、超高端烈酒、餐饮以及酒店业。去年北京有2168家饭馆关闭，当地高端酒店的入住率也大幅下降。法国兴业银行(SocGen)表示，在烈酒行业中，受中国取消公款消费影响最大的是声名显赫的品牌。2012年，人头马君度(Remy Cointreau)逾50%的利润以及30%的销售额来自中国；酩悦轩尼诗(Moët Hennessy)略低于30%的利润来自中国业务。苏格兰威士忌协会(Scottish Whisky Association)的最新数据也指出了行业硬着陆：去年中国市场的威士忌销量下降了27%，销售额下降41%。此外，国务院发展研究中心主任李伟在演讲时表示，强力反腐打击了“非正常高消费”。李伟称，因为中央要求会议不摆放花草，致使花卉市场消费下降了80%到90%。高消费，高级烟、高级酒，尤其是高级宾馆的消费近一个月来也出现了下滑。昆仑饭店的主任称，昆仑饭店的高级消费下降了至少50%⁵。

乍一看，数据似乎证实了媒体的一些报道。2013年第一季度，零售额的增速从2012年最后一个季度将近15%减缓至12.4%。国内生产总值(GDP)的实际增速只有7.7%。从描述统计看，反腐短期的确减少了餐饮消费。图1显示2013年全年餐饮消费月度累计增长同比变化趋势。我们发现，全年餐饮消费增长明显放缓，特别是限额以上的餐饮消费同比增速下降尤为明显。2013年全年餐饮收入25391亿，规模以上企业实现餐饮收入约为800亿。因为限额以上企业，提供的多是高端消费。高端消费与腐败关联更密切。限额以上餐饮与2012年相比，显著负增长。餐饮消费“差远了”，究竟差多少？如果原来用于消费的这笔钱

⁵ 来源：李伟：非正常高消费受反腐强烈冲击
<http://economy.caijing.com.cn/2012-12-29/112400450.html>

不用来消费，会流向哪里？

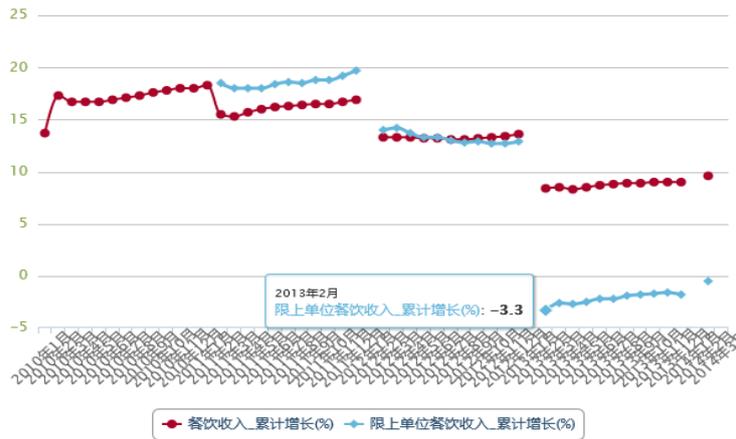


图 1 限额以上餐饮企业收入变化

2、当前消费增长的事实特征

图 1 描述了城乡社会消费品零售总额累计值同比的变化。2013 年全年实现社会消费品零售总额 234800 亿。图 1 中反映的特征是：1、城镇社会消费品零售同比增长逐年下降。2、2013 年与 2012 年相比，乡村消费同比增长变化不大，基本维持去年的水平，然而 2013 年城镇消费大幅下降。城镇消费增速大幅下降是否与反腐败有关？

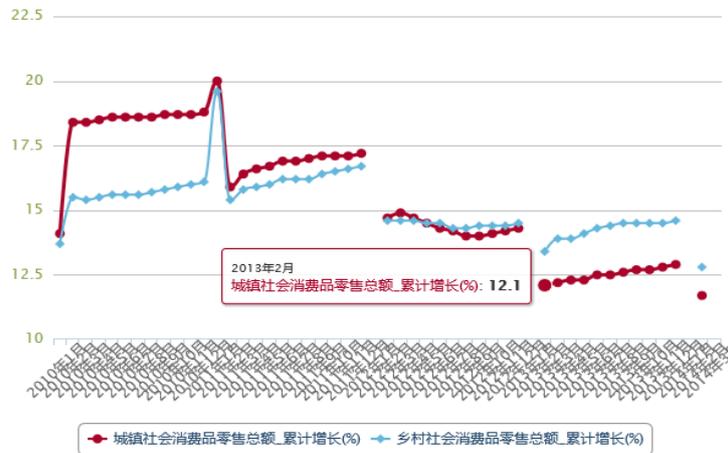


图 2 社会消费品零售总额变化

图 3 显示，2013 年与 2012 年相比，在消费增长总体回落的同时，不同规模企业零售收入变化，不同消费类型增速变化存在明显差异。反腐措施出台后，限额以上单位消费下滑明显，烟酒消费下滑比较明显。

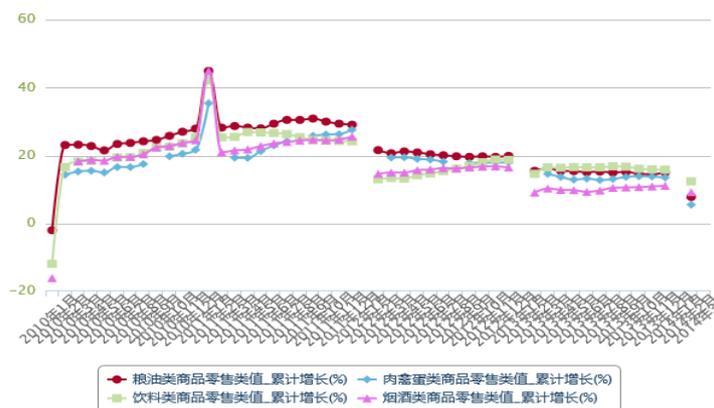


图 3 不同类型消费增速回落存在差异性

网络消费增长是导致统计上，社会消费品零售增速回落的重要原因。2003 年，我国网购交易仅占到中国社会消费品零售总额的 0.06%，2012 年达到了 6.2%。根据艾瑞咨询即将发布的 2013 年中国网络购物市场数据，2013 年，中国网络购物市场交易规模达到 1.85 万亿元，增长 42.0%，根据商务部最新预测的 2013 年全年社会消费品零售总额数据，2013 年，网络购物交易额占社会消费品零售总额的比重将达到 7.8%，比 2012 年提高 1.6 个百分点⁶。



图 4 网络购物发展迅速

3、反腐影响消费的现实途径

(一) 减少“三公”经费的影响

十八大后，受到反腐驱动，大部分部门和地区三公经费支出显著下降。平均下降比例估计为 20%左右。三公经费对三公消费具有重要影响。所以，反腐败会通过三公消费的下降影响消费需求。三公经费是指财政拨款支出安排的出国（境）费、车辆购置及运行费、公务接待费这三项经费。由于这三项费用的滥用涉及党政机关的公费旅游、公车消费、公款吃喝

⁶ 数据来源 <http://www.ebrun.com/20140115/89944.shtml>

等不良行为，故为社会普遍关注。党的十八大以来，中共中央办公厅、国务院办公厅颁布了《关于党政机关停止新建楼堂馆所和清理办公用房的通知》、《党政机关国内公务接待管理规定》，中共中央、国务院颁布了《党政机关厉行节约反对浪费条例》，这些规定条例强化了对“三公”经费的监控，对于从源头上控制奢侈之风、遏制腐败发挥了重要作用。

以教育部公布的数据为例⁷，教育部 2013 年会议费支出同比减少 158.12 万元，减幅 47%；国内差旅费同比减少 57.13 万元，减幅 18%；办公设备购置同比节约支出 52 万元，减少 58%。“三公”经费 2013 年支出同比减少 255.16 万元，减幅 24%。

从公布的数据看，2011 年中央单位“三公经费”支出 93.64 亿元。其中，出国（境）经费 19.77 亿元，车辆购置及运行费 59.15 亿元，公务接待费 14.72 亿元。2012 年中央本级“三公经费”财政拨款预算 79.84 亿元，其中公务接待费 14.91 亿元。2013 年中央本级“三公经费”财政拨款预算 79.69 亿元。与 2012 年预算执行数相比，2013 年中央本级“三公经费”财政拨款预算减少 1.26 亿元。

（二）“灰色消费”减少影响

除了政府自身的“三公”经费外，还有相当部分的“灰色消费”，这类消费由商人买单，不会体现为“三公”消费。媒体报道的高级会所、高级礼品店消费看，反腐似乎对这类消费影响较大。由于并不知道这类消费规模到底有多大。

根据食品、饮料、烟酒类消费作一个估测⁸。2013 前 2 月，剔除闰年因素后的食品、饮料、烟酒类消费增长 8.6%，比去年回落 1.3 个百分点，这类消费占全部消费 9%左右，假设其中用于“灰色消费”的部分占 3%左右。则若 2013 年“灰色消费”增速比去年回落 2 个百分点，对全部消费增速的影响仅为 0.6 个百分点。若考虑反腐带来的替代作用，如高端消费品转向普通民众促销，这类消费减少对市场的冲击就更小了。

（三）倡导节俭的影响

十八大后，政府也推出一些列倡导节俭的号召。图 5 表明，不同类别消费增长在 2013 年都有所放缓。但是金银珠宝消费在 2013 年保持了较快的增速。根据中国烹饪协会调查报告指出，对于 2013 年的餐饮市场状况，大多数企业不太乐观，约 30%的企业认为，2013 年行业的增长速度将下滑到 10%以下，约 32%的企业认为将维持 2012 年的水平，另有约 30%的企业认为有待观察，仅有 8%左右的企业认为餐饮行业将以超过 15%的速度继续快速增长，而这部分企业几乎都是快餐企业。

⁷ 数据来源人民网 <http://edu.people.com.cn/n/2014/0108/c367001-24059429.html>

⁸ 来源 <http://james08014.blog.sohu.com/259701018.html>

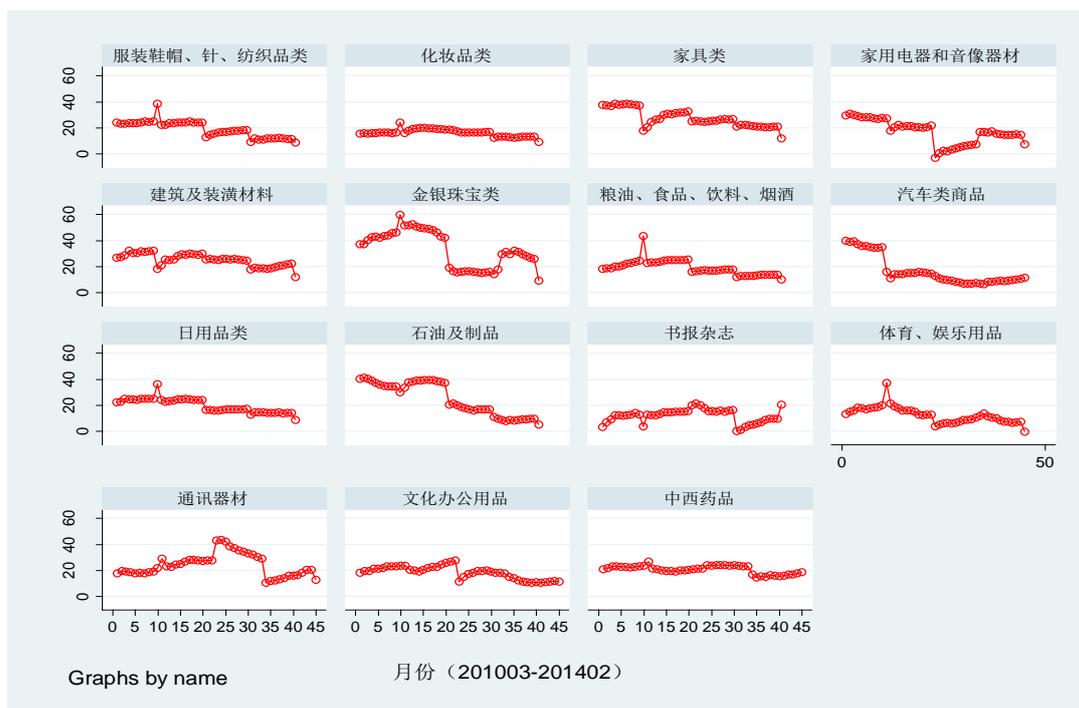


图 5 不同类别消费同比增长速度变化

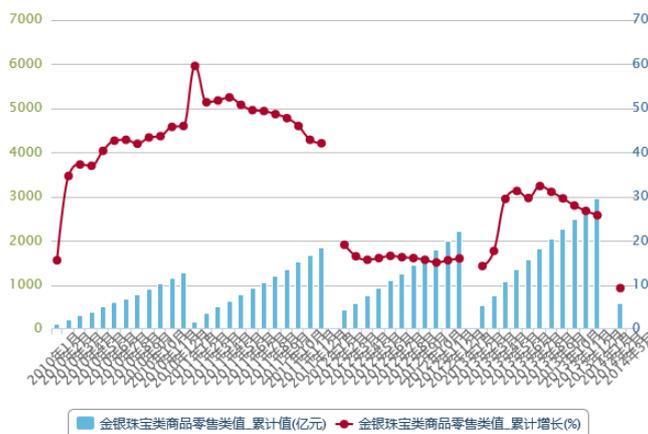


图 6 金银珠宝消费增长变化

三、反腐效果评估：研究设计与识别策略

已有很多研究评估了腐败对经济增长的影响，而对反腐败如何影响经济增长的研究相对较少。反腐败对是否经济增长经济增长，不仅以来反腐措施是否被落实，还依赖腐败与经济增长之间的关系。我们试图评估反腐败这一宏观政策对消费需求产生的影响。

理论上，评估反腐败对消费的影响最直接的方法是比较反腐政策出台前后消费需求行为变化。假设 $p=0$ 表示反腐发生前， $p=1$ 表示反腐发生后。 y_c 表示消费需求，其中， y_{c1} 表示

反腐政策出台后的消费需求； y_{c0} 表示反腐政策出台前消费需求。由于本轮反腐政策是在 2012 年十八大后出台。因此，我们以 2013 年作为反腐政策的分界线，把 2013 年后看做事件后，2013 年之前看做事件前。假设其他因素不变，反腐政策对消费影响的平均因果效应为 $E(y_{c1}) - E(y_{c0})$ ，那么可以估计如下方程

$$y_c = \alpha + \beta p + \varepsilon \quad (1)$$

对方程 (1) 取条件期望，那么可以得到

$$\begin{aligned} E(y|p=1) - E(y|p=0) &= \beta + [E(\varepsilon|p=1) - E(\varepsilon|p=0)] \\ &= \beta + [E(y_0|p=1) - E(y_0|p=0)] \end{aligned}$$

当且仅当不存在其他随时间变化的因素影响消费行为，系数 β 识别了反腐对消费需求的影响。反之，如果存在有别于反腐败政策的其他时间变化因素影响消费需求变化，方程 (1) 的估计就会出现偏差。例如，即使没有反腐政策，随着经济增长速度回落，或者税收政策发生变化等，消费需求可能发生变化。因此，这种单纯时间序列的差分估计方程会导致遗漏变量问题，及遗漏了其他因素对消费需求的影响。

为了解决上述问题，我们需要如下思想实验：假设可以找到两组样本，一组样本受到反腐败的影响，我们称为处理组；一组样本没有受到反腐败的影响（或者影响较小），称为控制组。令 $d=1$ 表示消费 c 属于处理组， $d=0$ 表示消费 c 属于控制组。那么可以估计 $[E(y|p=1, d=1) - E(y|p=0, d=1)] - [E(y|p=1, d=0) - E(y|p=0, d=0)]$ ，如果处理组与控制组在其他方面相同。就可以得到反腐败对消费需求的影响。

例如，假设我们可以观测不同地区的消费，有些地区腐败程度高，有些地区腐败程度低，那么我们应该可以看到，如果腐败发生了作用，腐败程度较高的地区消费增速回落的程度更大。我们可以估计如下方程：

$$Consump_{pt} = \alpha + \beta(\text{time}_t \times \text{corruption}_p) + \sum X_{pt} + \varepsilon$$

被解释变量是消费增速， time 是一个虚拟变量，表示反腐败政策是否发生。 Corruption 反应了不同地区的腐败程度，控制了影响消费的其他因素后，系数 β 就反映了腐败对消费增长的影响。这种策略类似 Nunn and Qian (2011) 和 Mian and Sufi (2012)。Nunn and Qian (2011) 考察土豆种植对人口增长和城市化的贡献。他们构造了不同国家（城市）适宜土豆种植的耕地面积与时间的交互项，适宜土豆种植面积反映了国家（城市）土豆种植的截面差异，时间变量反映了土豆引入前后对人口增长的影响，两者交互项的系数则反映了土豆引入

后，种植土豆差异对人口增长和城市化产生的影响。Mian and Sufi (2012)估计美国 2009 年旧车换现金计划对汽车消费的影响。他们的识别策略在于：不同城市旧车的保有量是存在差异的，那些旧车保有量越高的城市对该计划反应更强烈，短时间内汽车消费会增加的更快。

四、反腐效果评估：结果

1、结果一：分省季度数据

如果反腐败政策确实抑制了消费的增长，那么一个合理的假说是，腐败程度越高的省份，社会消费品的增速将越低。本节利用分省季度数据对这一假说进行验证。

我们首先构造分省腐败程度指数。数据来源是历年的《中国检察年鉴》，它报告了各省贪污和挪用公款的立案数量，我们据此计算各省每年每万名公职人员立案数。鉴于腐败程度与消费增长之间可能存在反向因果关系，因此我们仅使用 1998-2008 年数据，通过下面的包含省份固定效应和异质性时间趋势的方程对数据进行了拟合，然后推算出各省 2013 年的腐败程度：

$$Corruption_{pt} = \alpha_p + \beta_p t + \varepsilon_{pt}$$

接下来我们试图用反腐败政策对腐败程度不一的各省所造成的潜在不同影响来解释各省消费增长的差异。被解释变量是各省社会消费品零售总额的分季度累计增长率。样本时期为 2011 年第 4 季度至 2014 年第 1 季度，共 10 期，这样保证反腐败政策实施前后各有 5 期。因为分省的季度数据十分有限，因此计量方程中不包含其他控制变量，相反，我们通过对方程施加更丰富的固定效应结构来捕捉省级层面的可测或不可测特征。其中 α_p 表示省级固定效应，刻画的是各省不随时间变化的固有特征， γ_t 表示时间固定效应，刻画的是不因省份而异的宏观趋势特征， λ_{pq} 表示因各省而异的季节性波动因素。具体的计量方程设定有以下两种形式：

$$Consumption_{pt} = \beta(postpolicy_t \times abovemedian_p) + \alpha_p + \gamma_t + \lambda_{pq} + \varepsilon_{pt}$$

其中 $postpolicy_t$ 为虚拟变量，2013 年第 1 季度及其后记为 1，否则记为 0； $abovemedian_p$ 为虚拟变量，若一省 2013 年腐败程度指数高于中位数则记为 1，否则记为 0。

$$Consumption_{pt} = \beta(postpolicy_t \times corruption_p) + \alpha_p + \gamma_t + \lambda_{pq} + \varepsilon_{pt}$$

其中 $corruption_p$ 即为各省 2013 年腐败程度指数。

具体估计结果如表 1 所示，其中第 (1) - (3) 列对应前一个回归方程，第 (4) - (6) 列对应后一个回归方程。结果显示，若将所有省份按腐败程度的高低分为两组，高腐败省份在反腐败政策实施前后消费增长的趋势要比低腐败省份显著降低 0.57 个百分点，由于 2013 年之后各省消费增长呈下滑趋势，这一结果意味着高腐败省份因受反腐败政策的冲击更大，其消费增长的下滑幅度显著大于低腐败省份。当控制各省异质性的季度固定效应后，这一差异仅在边际上显著（显著性水平为 11%）。当我们使用腐败程度指数本身来构造交互项时，结果反而更为稳健。不管采用何种固定效应结构，交互项所反映的双重差分效应均在 1% 水平上显著，说明腐败程度越高，反腐败政策给该省的消费增长所带来的抑制效应越强。有意思的是，各组回归的组内 R 方都很高，说明这个简单的面板模型已经能够在相当程度上解释各省消费增长随时间的变动性。

如果假定因腐败程度不同而造成的政策效应差异会随时间而变化，我们得到如下更灵活的计量方程形式：

$$Consumption_{pt} = \sum_{t=2}^{10} \beta_t \times abovemedian_p + \alpha_p + \gamma_t + \varepsilon_{pt}$$

关键系数 β_t 的估计结果及其 95% 置信区间见图 7。尽管因为样本容量的限制，估计结果并不准确，但从图中仍然能看出一致的趋势：与基期相比，反腐败政策实施之前交互项系数为正，而政策实施之后的 5 期，交互项系数却转为负。

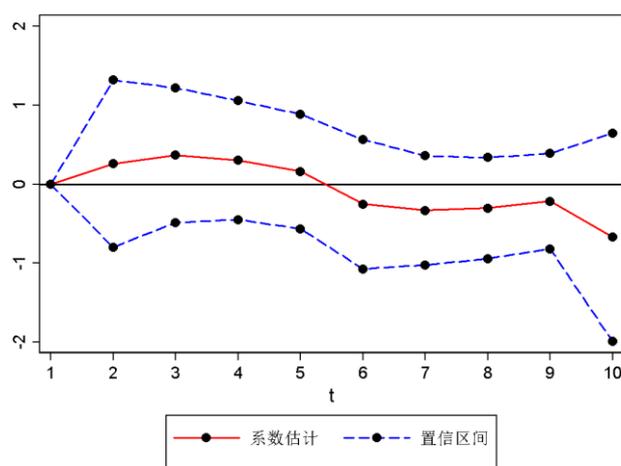
表 1：反腐败政策对各省社会消费品零售总额增长率的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$postpolicy_t$	-0.574**	-0.571	-0.571			
$\times abovemedian_p$	(.278)	(.343)	(.347)			
$postpolicy_t$				-6.899***	-6.861***	-6.861***
$\times corruption_p$				(1.593)	(1.921)	(1.944)
省份固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	否	是	是	否	是

省份固定效应	否	是	是	否	是	是
× 季度固定效应						
样本量	310	310	310	310	310	310
组内 R 方	.845	.754	.874	.856	.764	.884

注：被解释变量为各省各季度社会消费品零售总额的累计增长率。当方程中不控制时间固定效应时，政策实施前后的虚拟变量仍被控制，以保证交互项正确地反映双重差分效应。括号中报告的是聚类到省级层面的稳健标准误。***表示 1% 的显著性水平，**表示 5% 的显著性水平，*表示 10% 的显著性水平。

图 7：反腐败政策对各省社会消费品零售总额增长率（随时间变化）的影响



2、结果二：分类型企业数据

从上市公司的数据看，政府反腐措施出台后，一方面使得汽车、酿酒、餐饮、旅游、住宿等行业的企业净利润和企业净资产收益率下滑。对于消费行业中的酿酒行业，主要冲击了贵州茅台等主打高端消费产品的企业，贵州茅台 2013 年净利润仅增长 13.7%，远远低于公司 2012 年 52% 的增幅。

反腐败对相关产业造成了一定程度的冲击。图 8 对比了“八项规定”出台后，受政策冲击较大的行业和基本不受影响行业⁹的沪深 A 股主板上市公司净利润（左图）、净资产收益率（右图）的变化情况，由图中看出，政策出台后，即 2013 年 1、2、3 季度，汽车、酿酒、餐饮、旅游、酒店等行业，净利润和净资产收益率出现下滑，并且下滑程度高于其它行业，虽然之后有所上升，但上升幅度没有 2011 年和 2012 年同期幅度大。

⁹一方面，政府“三公消费”支出包括因公出国（境）经费、公务用车购置及运行费、公务接待费，这些政府消费无疑构成了汽车、酿酒和旅游酒店餐饮行业的很大一部分需求，随着“八项规定”的出台，政府购买削弱了，进而给相关行业带来冲击。另一方面，各媒体关于“八项规定”冲击作用的影响主要集中于上述行业，因此，我们定义受政策冲击较大的行业有汽车行业、酿酒行业和旅游酒店餐饮行业，剔除金融业后的其它行业为受政策影响较小的行业。

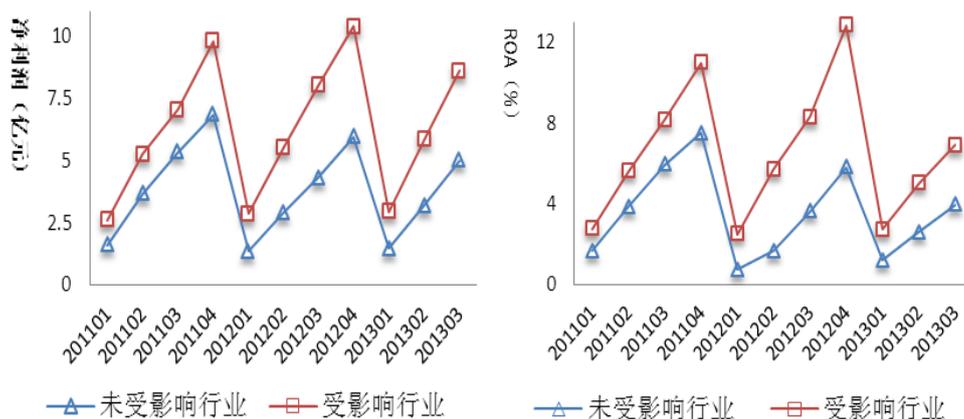


图 8:两类公司 2011 年第一季度到 2013 年第三季度净利润和净资产收益率变化

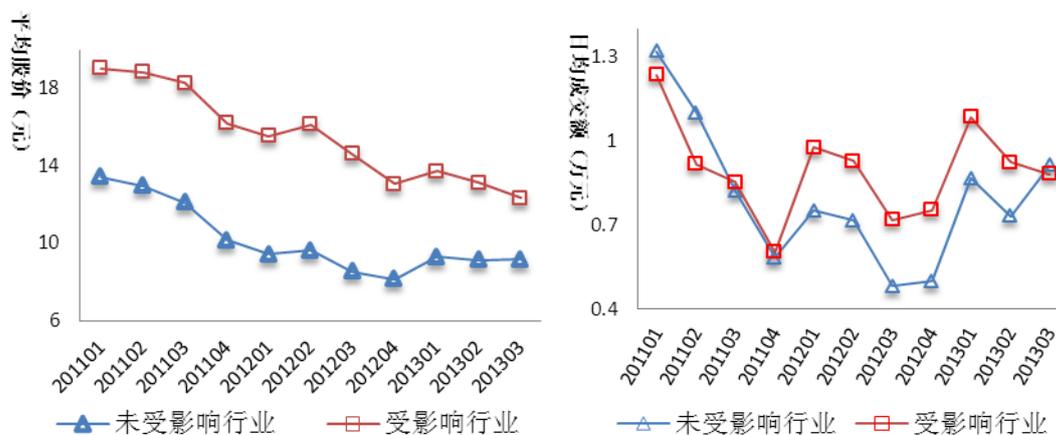


图 9:两类公司 2011 年第一季度到 2013 年第三季度平均股价和日均成交额变化

伴随着净利润和净资产收益率的下滑，2012 年之后，受影响行业的季度平均股价也发生变化，从图 9 中的左图可以看出，虽然 2013 年 1 季度，受影响行业平均股价有所上升，但上升幅度明显低于不受影响行业，而之前的任何季度受影响行业上升幅度均高于不受影响行业，2013 年 2、3 季度，受影响行业股价下滑更为明显。与之相对，2012 年底之后，受影响行业的股票日均成交额开始下滑，并且下滑幅度高于同期其它未受影响行业，特别是 2013 年第 3 季度，受影响行业股票日均成交额继续减少，而同期其它行业股票日均成交额增加。从以上分析中可以看出，限制“三公消费”政策出台后，汽车、酿酒、餐饮等行业的企业业绩呈现出下滑趋势，股票市场上的表现也逐渐不尽如人意。

(一) 酿酒行业的冲击

由之前的分析可知，限制“三公消费”政策给汽车、酿酒等行业带来了冲击，为了消除行业的影响，我们将分析控制在酿酒行业，进一步对 31 家主板酒类上市公司进行了分类，我们定义贵州茅台、五粮液、泸州老窖为高端酒业，代表高端消费，其它酒企为中低端酒业，

代表中低端消费¹⁰。

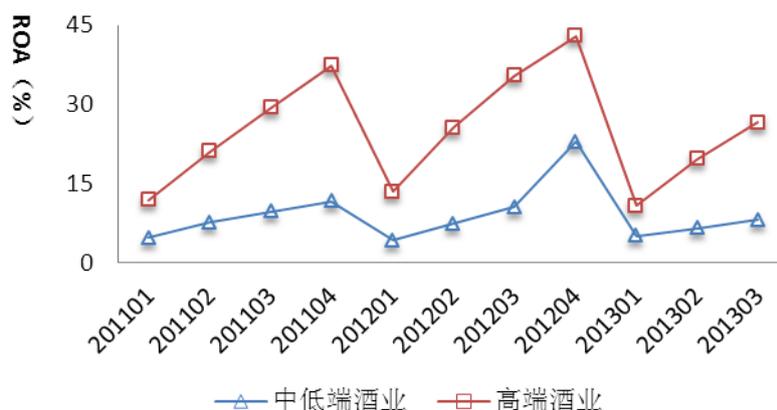


图 10: 不同层次酒企 2011 年第一季度到 2013 年第三季度净资产收益率变化

从图 10 中可以看出，限制“三公消费”政策出台后的第 1 季度即 2013 年 1 季度，高端酒企净资产收益率大幅下滑，下滑程度高于同期中低端酒企，政策对于高端酒类消费的打击更大，之后的 2 季度，高端酒业净资产收益率开始恢复增长，但增长水平低于 2011 年和 2012 年同期的水平。虽然政策对高端酒企的业绩造成的影响要高于中低端酒企，但是中低端酒企同样受到了政策的冲击，净资产收益率增长低于 2011 年和 2012 年同期水平。

与之相伴，股票市场上，限制“三公消费”政策出台后，贵州茅台等高端酒业的季度内股票日均成交额大幅下滑（图 11），具体来说 2013 年 1 季度成交额虽有增长，但 1 季度季报披露后，高端酒业的净资产收益率的下滑，使得高端酒业股价逐渐走低，日均成交额大幅下滑，而政策出台前的 2012 年高端酒业的日均成交额呈上升趋势。同期来看，高端酒业成交额的下滑程度远远高于中低端酒业。

从以上分析中可以看出，限制“三公消费”的政策对酿酒行业企业业绩和市场股价带来了冲击，并且高端酒业的冲击要高于中低端酒业。

¹⁰之后，我们将古井贡酒、山西汾酒、维维股份 3 家 2 线酒企加入高端酒业，并不改变文章结论。

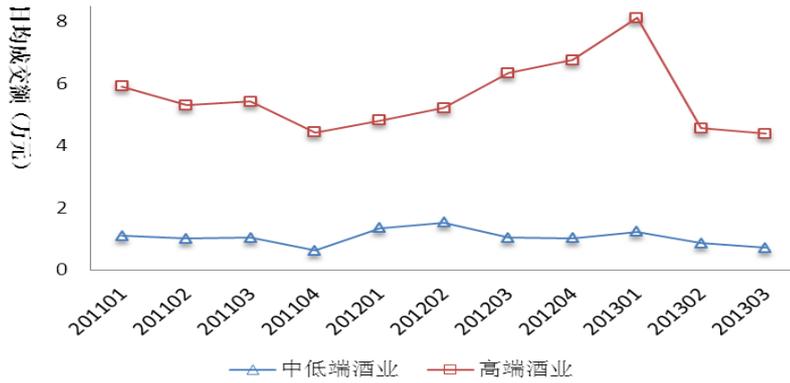


图 11: 不同层次酒企 2011 年第一季度到 2013 年第三季度股票日均成交额变化

接下来，以全聚德和湘鄂情为例，看一下餐饮业销售收入变化情况。从图 12 和图 13 中可以看出，“八项规定”出台后的第一季度，即 2013 年 1 季度，全聚德和湘鄂情主营收入大幅下滑，由 2012 年 4 季度的 5.49 亿元跌倒 4.01 亿元，之后虽有上升，2013 年 4 季度达到最高的 5.42 亿元，但依旧低于 2012 年 4 季度的主营收入，进入 2014 年，主营收入再次下滑，但下滑程度明显低于 2012 年底。从中可以看出，反腐措施给全聚德和湘鄂情的销售收入带来了负向冲击。

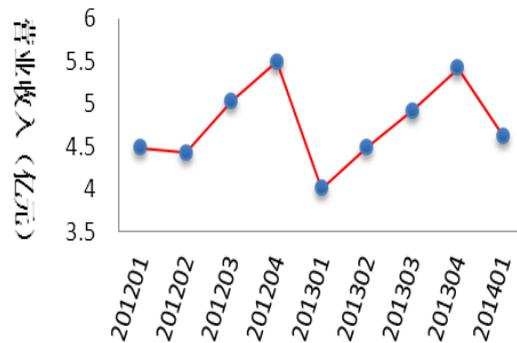


图 12: 全聚德单季度主营收入变化情况图

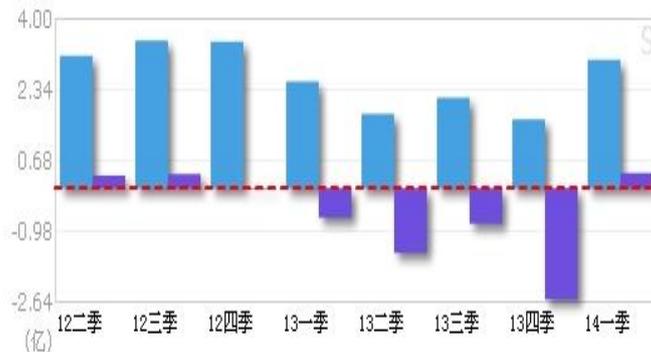


图 13: 湘鄂情主营业务收入与净利润变化

(二) 抑制“三公消费”政策出台后政治关联公司业绩的变化

表2：限制三公消费政策出台对于政治关联企业影响

主要变量	(1) 董事roe	(2) CEOroe	(3) 董事roe	(4) CEOroe
曾在中央政府任职x季度1	13.96*** (1.598)		-6.099*** (1.711)	-6.189*** (1.835)
曾在中央政府任职x季度2	0.509 (1.478)		-4.537*** (1.489)	-4.724*** (1.579)
曾在中央政府任职x季度3	-24.91*** (1.927)		-3.388** (1.474)	-2.004 (1.928)
个人特征变量	是	是	是	是
企业控制变量	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
样本量	682	682	9,229	9,222
R-squared	0.647	0.204	0.042	0.039

注：被解释变量为企业净资产收益率。由于我们重点关注的是交互性系数，解释变量中只给出董事长和 CEO 曾经是否在中央政府任职情况变量，其它变量略去（董事长是否在地方政府和国企任职的交互项系数不显著，也没有列出）。个人特征变量包括董事长或 CEO 年龄，性别，受教育情况，任职时间，是否是少数民族，是否是党员等。企业控制变量有企业总资产，资产负债率，在建工程，第一大股东持股比例。括号中报告的是 cluster 个体的标准误差。***表示 1% 的显著性水平，**表示 5% 的显著性水平，*表示 10% 的显著性水平。

反腐可能弱化政治关联的作用，从而与非政治关联相比，政治关联企业在反腐后绩效可能下降。从机制上说，可能存在以下途径。其 1，如果之前的政府购买主要集中于政治关联企业（比如企业可能通过政治关联获得更多订单），政策出台后，政府购买减少，那么政治关联企业政府需求减少，会使得企业业绩下降；其 2，抑制“三公消费”政策与新政府的反腐密切相连，随着十八大以来一大批官员的落马，可能使得企业高管原先建立的政治关联被割裂，他们的政府支持之手被掐断，进而使得之前建立政治关联无法发挥作用，导致企业业绩下滑。一定程度上说，这与 Fan（2006）等人的研究类似：以我国 23 位省部级官员的腐败案例为切入点，研究发现，在腐败官员落马前，和这些官员有关联的上市公司有更高的银行贷款率和更长的债务期限结构，而这些官员落马后，结果恰恰相反。其 3，如果政策发挥作用，腐败和不正之风得到有效遏制，政府官员利用权利寻租行为减少，对政治关联企业的政府支持收敛，也会使得政治关联企业的经营受损，业绩下滑。Fisman（2001）研究了与印尼前总统苏哈托关系紧密程度不同的公司在出现苏哈托病危的谣传时的股价表现，结果表明，在出现谣传时，具有政治关联的公司的业绩要显著地低于不具有政治关联的公司，同时，

谣传的程度越严重，公司的业绩下滑地越厉害。机制 3 与 Fisman (2001) 类似，强调未来预期的作用，只是他们的对象不同，前者强调企业政治关联预期变差，而本文强调制度的好转对官员的预期约束上升。

表 2 的方程 (1)、(2) 表示的是汽车、酿酒等行业在限制“三公消费”政策出台后，董事长和 CEO 是否曾在中央政府任职的企业净资产收益率变化情况，方程 (3)、(4) 是汽车、酿酒之外的基本不受政策影响的行业变化情况。从方程 (1)、(2) 可以看出，政策实施后的第一、二个季度，对于受影响的公司，董事长中央政府类的政治联系依然对公司业绩有显著的积极影响，但这种影响不断减弱，即这类政治关联的价值下降了；政策实施后的第三个季度董事长的中央政府类政治联系对公司业绩具有显著地消极的影响，这表明这类政治关联的价值不仅大幅下降，而且这种价值开始变成负的。对于未受影响的企业来说，政策出台后，董事长曾在中央政府任职的企业 ROE 显著低于董事长未曾在地方政府任职的企业，并且呈现下降趋势，具体来说，政策实施后的第 1 季度，董事长与中央政府关联的企业 ROE 显著低于其它企业 6.10 个单位，第 2、3 季度分别低 4.54、3.39。对于 CEO 是否曾在中央政府任职的企业，政策造成的影响与董事长类似。

从以上分析可以看出，即使可能不受冲击或冲击较小的行业，也发生政治关联企业业绩下降的情况，说明政策冲击具有全面性，不止对汽车、酿酒等受政策冲击影响行业较大的行业有影响，而且对其它受政策冲击较小的行业的政治关联的价值也造成了一定冲击。由于行业的关联性以及此轮反腐力度之大，使得政策冲击影响具有全面性，对于政治关联企业也造成了显著影响，之前依靠政治关联获得企业利润增长的路径被切断。这可能与政治关联企业的政府购买减少，官员落马使得政治关联断链，廉政之风遏制政府官员支持政治关联企业有关。

3、结果三：北京市城乡和各区县月度消费数据

图 11-12 是近三年来北京市城镇与乡村社会消费品零售总额增长速度的比较。可以看到，不管是按当月同比还是累计同比计算，在大部分样本期内，北京市城乡之间消费的增长基本保持同等的速度，在个别月份城镇消费的增长速度甚至要高于乡村消费的增长速度，而从 2013 年 1 月份开始，城镇消费的增长速度开始持续落后于乡村，数据的这一走势与中央反腐败方针的不断深入落实在时点上是一致的，我们认为这应该不是出于巧合。由于腐败行为所引致的公款消费和高端消费主要发生在城镇地区，因此相对于乡村消费而言，城镇消费受到反腐败政策的冲击更大，因此有理由相信，在没有其他作用机制的前提下，城乡之间消费增速的差距是由于反腐败政策的影响力度不同所带来的。

图 11：北京城镇与乡村社会消费品零售总额当月同比增幅（2010.10-2013.10）

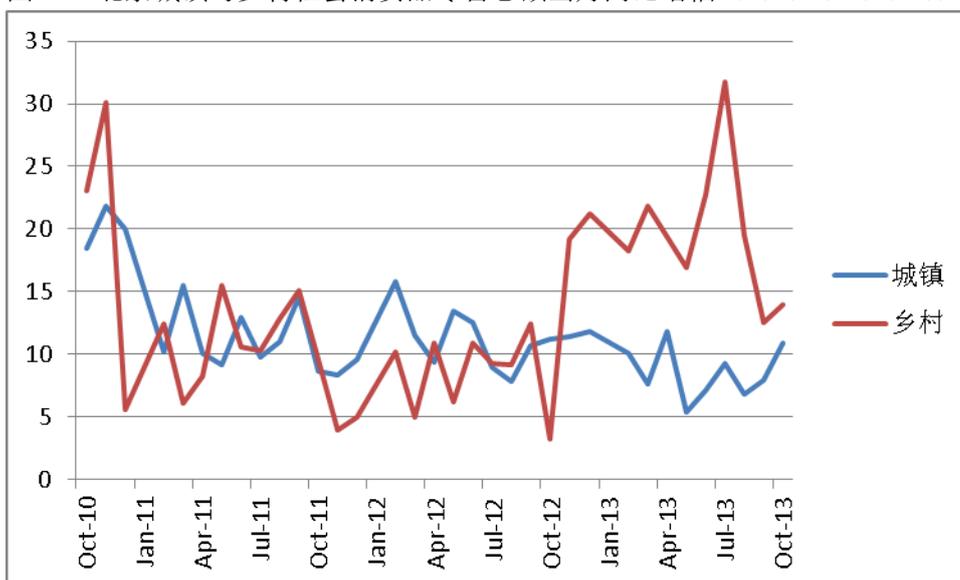
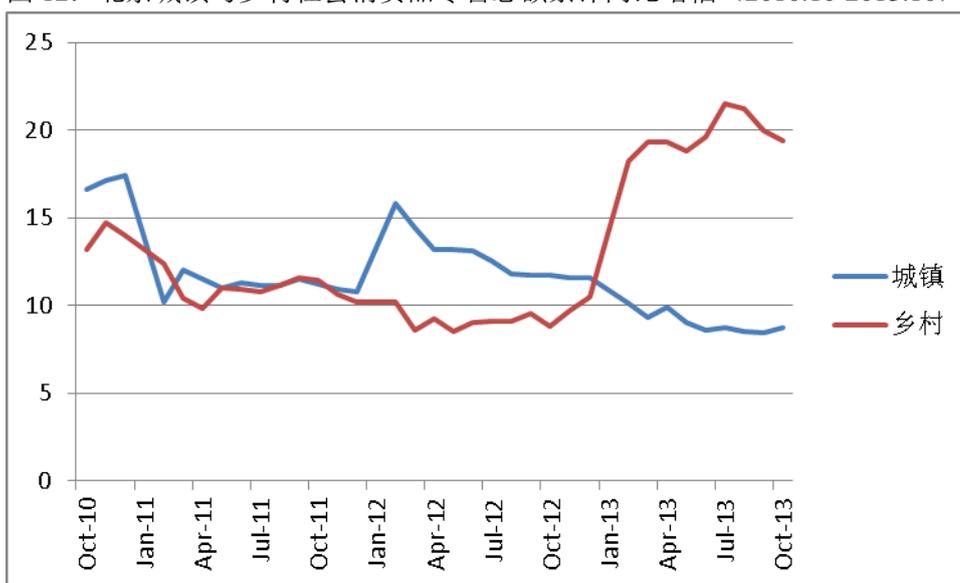


图 12：北京城镇与乡村社会消费品零售总额累计同比增幅（2010.10-2013.10）



我们也可以从地理视角对同一问题进行考察。我们搜集了 2010 年 9 月至 2013 年 9 月北京市 16 个区县（除北京经济技术开发区外）的社会消费品零售总额当月同比增长数据。根据北京市的城市规划，全市分为四个板块，首都功能核心区包括东城区和西城区；城市功能拓展区包括朝阳区、丰台区、石景山区和海淀区；城市发展新区包括房山区、通州区、顺义区、昌平区和大兴区；生态涵养发展区包括门头沟区、怀柔区、平谷区、密云县和延庆县。其中前两个功能区块所含的六个区又被称作“市六区”，是传统意义上的北京市区，而东城区和西城区又是核心中的核心，大部分国家机关和政府部门都坐落于此。

表 3 报告了与结果一类似的双重差分面板数据模型的估计结果。 $postpolicy_t$ 为表示政策实施前后的虚拟变量。在第（1）列中，将东城区和西城区作为处理组，将其余各区县作为对照组，我们发现，相对于其余各区县而言，反腐败政策额外拉低了东城区和西城区消

费增长速度达 4.578 个百分点，并且这一估计值在 5% 水平下显著。在第（2）列中，将市六区作为处理组，将其余 10 个区县作为对照组，我们发现反腐败政策对市六区消费增长的负面效应也更强，但这一效应在统计上不显著。在第（3）列中，将首都功能核心区作为对照组，其余三大区划板块作为处理组，我们发现与首都功能核心区相比，其余三大板块在反腐败政策出台之后消费增长更快，并且城市功能拓展区和城市发展新区与政策实施时点的交互项上的系数估计在统计上显著，这也从反面说明越是靠近城市中心，反腐败政策越是强烈地抑制消费增长。

表 3：反腐败政策对北京市各区县社会消费品零售总额增长率的影响

	(1)	(2)	(3)
$postpolicy_t \times$ 首都功能核心区	-4.578** (1.821)		
$postpolicy_t \times$ 市六区		-.913 (1.252)	
$postpolicy_t \times$ 城市功能拓展区			5.152** (2.076)
$postpolicy_t \times$ 城市发展新区			6.224*** (2.006)
$postpolicy_t \times$ 生态涵养发展区			2.472 (2.006)
样本量	528	528	528
组内 R 方	.312	.303	.321

注：被解释变量为各区县社会消费品零售总额当月同比增长率。每组回归方程均控制区县固定效应、时间固定效应以及各区县异质性的季度固定效应。***表示 1% 的显著性水平，**表示 5% 的显著性水平，*表示 10% 的显著性水平。

五、结论

我们通过差分方法评估了反腐败对消费增长的冲击。我们的实证结果显示，反腐败确实一定程度上影响了消费，反腐败显著地减少了腐败性消费。但与此同时，从总量消费数据看，我国的消费需求仍然保持了相对较高的增速，反腐败并没有影响中总体消费增长的大趋势。而我们看到的部分消费增长减缓看来可能是当前宏观经济增长减缓的大趋势的一部分，而不仅仅打击官员腐败的短期结果。此外，政府调整经济结构的行动也一定程度上减缓了消费的快速增长。在短期内，投资的减缓会阻碍收入增长，这反过来又削弱了消费者花钱的意愿和能力。从投资转向消费驱动的增长仍需要较长时间。

参考文献：

- [1] Fan, J., Rui, O., & Zhao, M. Rent seeking and corporate finance: Evidence from corruption cases, *Corporate Finance and Intermediation* 2006, 253-303.
- [2] Fisman, R. Estimating the value of political connections, *American Economic Review* 2001, 91(4): 1095-1102.
- [3] Jiang, Ting, and Huihua Nie, 2014, "The stained China miracle: Corruption, regulation, and firm performance", *Economics Letters*, forthcoming.

- [4] Keefer, P., & Knack, S. (1997). Why don't poor countries catch up? A cross-national test of an institutional explanation. *Economic Inquiry*, 35, 590 - 602.
- [5] Mauro, P. (1995). Corruption and growth. *Quarterly Journal of Economics*, 110, 681 - 712.
- [6] Mian, Atif, & Sufi, Amir (2012). The Effects of Fiscal Stimulus: Evidence from the 2009 Cash for Clunkers Program. *Quarterly Journal of Economics*, 127(3): 1107-1142.
- [7] Nunn, N. & Qian, N. (2011). The Potato's Contribution to Population and Urbanization: Evidence from A Historical Experiment. *Quarterly Journal of Economics*, 126(2): 593-650.
- [8] Shleifer A. & Vishny R. W. (1993). Corruption. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3): 599-617.