



CMF中国宏观经济专题报告（第105期）

# 财政政策的着力点： 投资驱动还是消费驱动？

**主办单位：**  
中国人民大学国家发展与战略研究院  
中国人民大学经济学院  
中诚信国际信用评级有限责任公司

**承办单位：**  
中国人民大学经济研究所

2025年5月



**CMF**  
China Macroeconomy Forum  
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第105期）  
**财政政策的着力点：投资驱动  
还是消费驱动？**

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司  
承办单位：中国人民大学经济研究所



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第105期）

# 财政政策的着力点：投资驱动 还是消费驱动？

报告人：秦聪

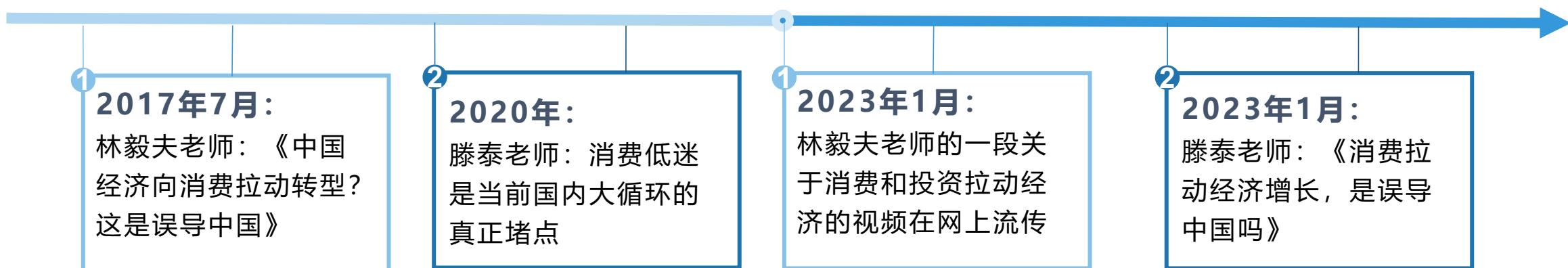
2025年5月24日

# 目 录

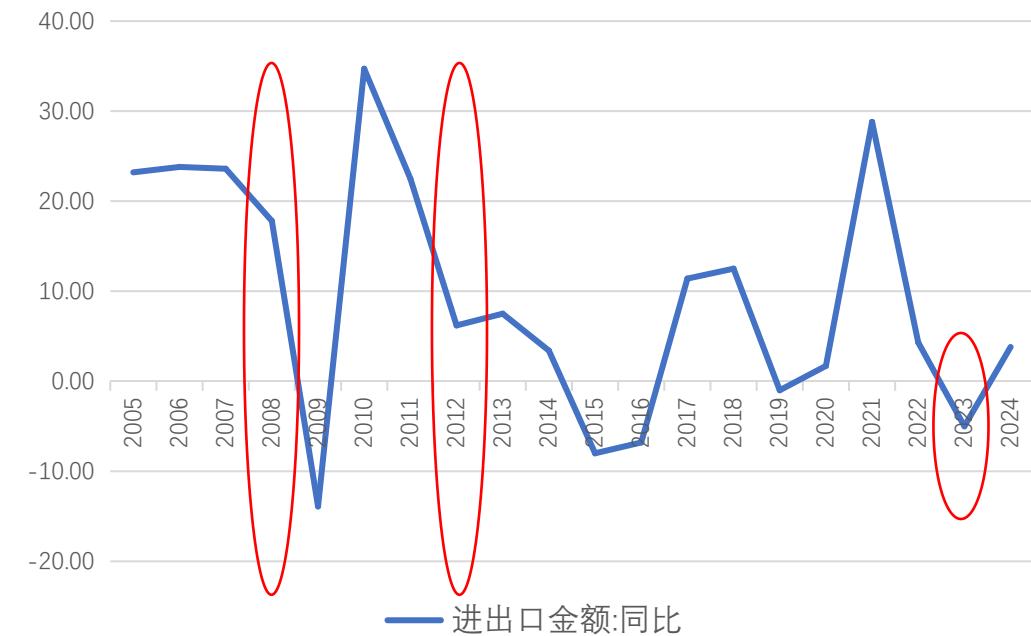
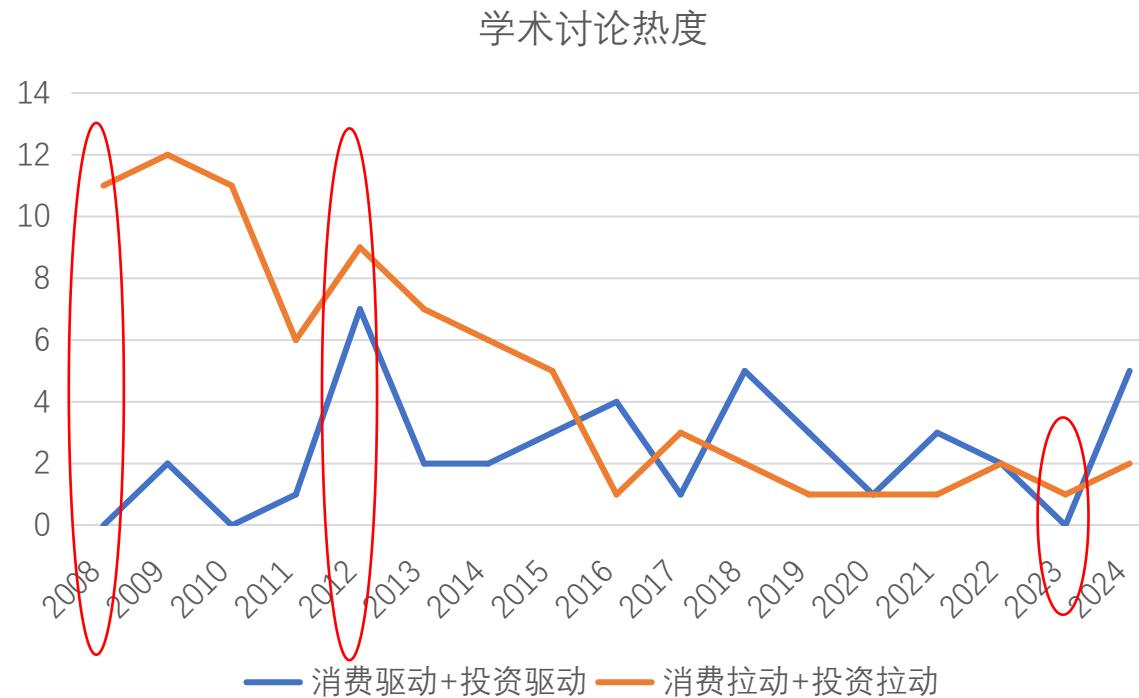
- 一、热点背景：  
投资驱动vs消费驱动：经济学家在“吵”什么？**
- 二、热点聚焦：  
投资驱动还是消费驱动？**
- 三、政策建议：  
从“区分着力”到“形成合力”**

## 1.1. 从“林滕论战”说起

### 热点的爆发与演进



## 1.2. 一场“热”而不“新”的“争吵”



# 核心观点的冲突

## 投资驱动：《中国经济向消费拉动转型？这是误导中国》

- 劳动生产力水平的不断提高需要依靠产业不断创新、不断升级，而技术创新、产业升级则需要依靠投资。在提高劳动生产力水平以后，家庭收入增加，消费者增加，投资跟消费共同变成经济增长的组成部分。

## 消费驱动：《消费拉动经济增长，是误导中国吗》

- 经济增长是从发钱、发消费券促消费或其他提高居民可支配收入的改革开始。
- 中国居民储蓄率高，不会陷入负债消费的陷阱中。

## 1.3. 为什么要探讨投资驱动还是消费驱动

➤ 首先需要明确的是，我们所探讨的是一个财政问题。

$$\text{国民收入核算: } Y = C + I + G + (X - M)$$

➤ 长期来看：(1)积极财政的政策效应边际递减；(2)财政可持续性决定了积极财政政策本身就是短期的宏观政策；(3)经济规律预测了拐点。

➤ 短期来看：(1)外部不确定性增加；(2)财政收入能力下降；(3)中央经济工作会议对于消费与投资表述发生变化。

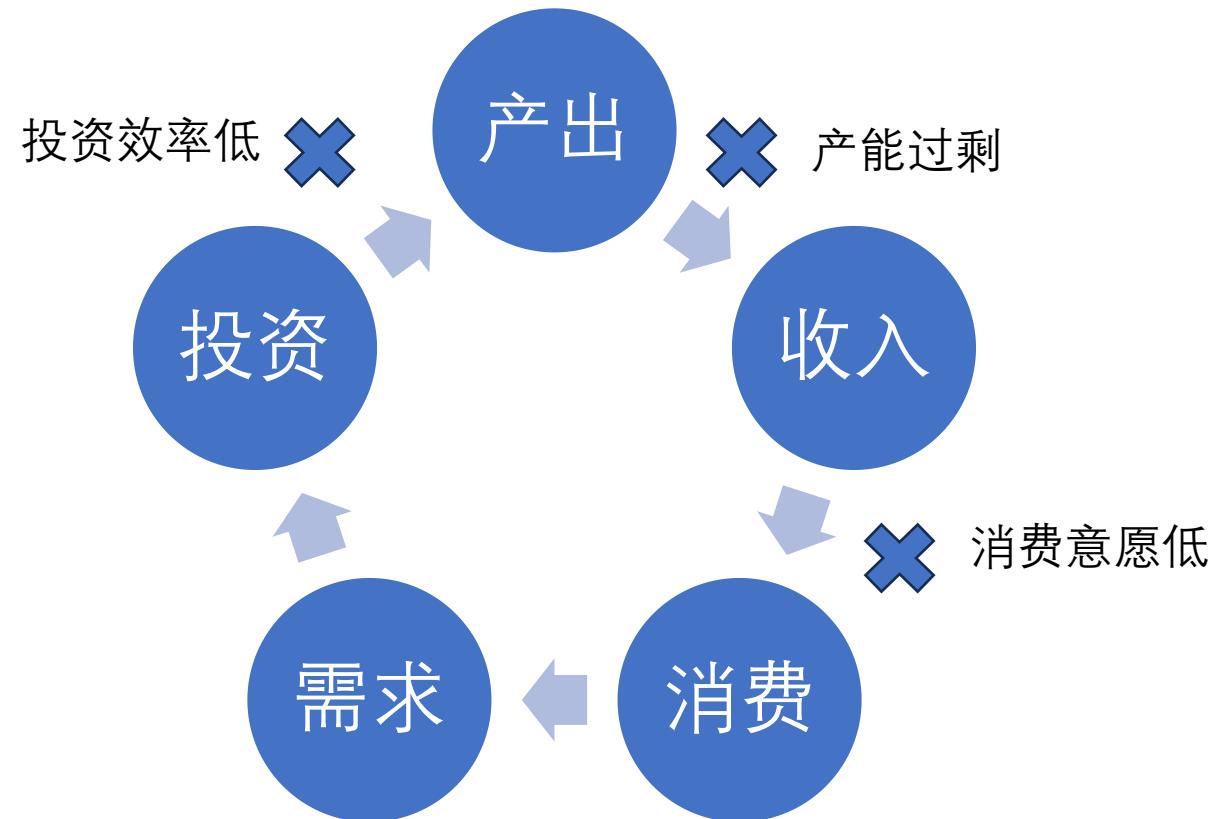
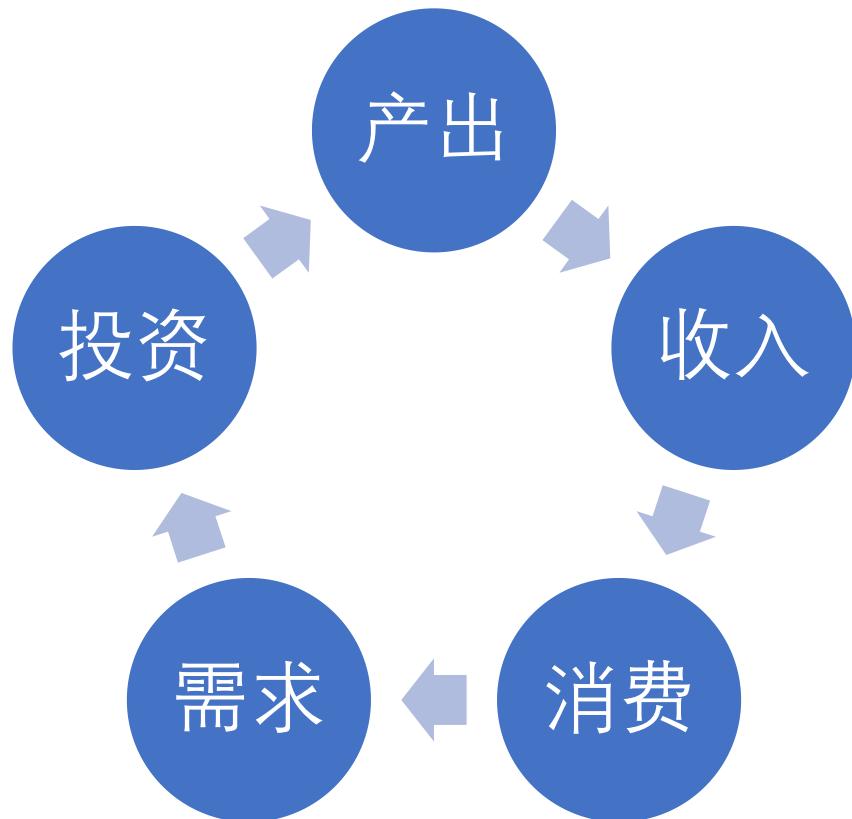
# 近五年中央经济工作会议对消费与投资的表述

时间	关于消费与投资的表述
2024年	<p><b>大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。</b>实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。大力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。<b>适度增加中央预算内投资。</b>加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。</p>
2023年	<p><b>着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。</b>推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。</p>
2022年	<p><b>着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。</b>增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。<b>要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。</b>政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口。</p>
2021年	<p><b>宏观政策要稳健有效：适度超前开展基础设施投资；结构政策要着力畅通国民经济循环：打通生产、分配、流通、消费各环节。</b></p>
2020年	<p><b>坚持扩大内需这个战略基点。</b>形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，必须在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排。扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。要合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。<b>要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。</b>要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力。要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设。</p>

# 目 录

- 一、热点背景：  
投资驱动vs消费驱动：经济学家在“吵”什么？**
- 二、热点聚焦：  
投资驱动还是消费驱动？**
- 三、政策建议：  
从“区分着力”到“形成合力”**

## 2.1. 投资、消费与经济增长的逻辑



## 2.2. 从经典理论到中国现实

□ 理论1：凯恩斯（1936）：现代国民收入理论。

✓ 国民收入的决定模型：

$$\begin{aligned} Y &= C + I + G \\ C &= a + c (Y - T) \\ I &= i + h (Y - T) \\ G &= G^* \end{aligned}$$

✓ 国民收入的基本方程式：

$$Y = \frac{a + i + G^* - (c + h)T}{1 - (c + h)}$$

公共支出乘数：

$$\frac{\partial Y}{\partial G^*} = \frac{1}{1 - (c + h)}$$

税收乘数：

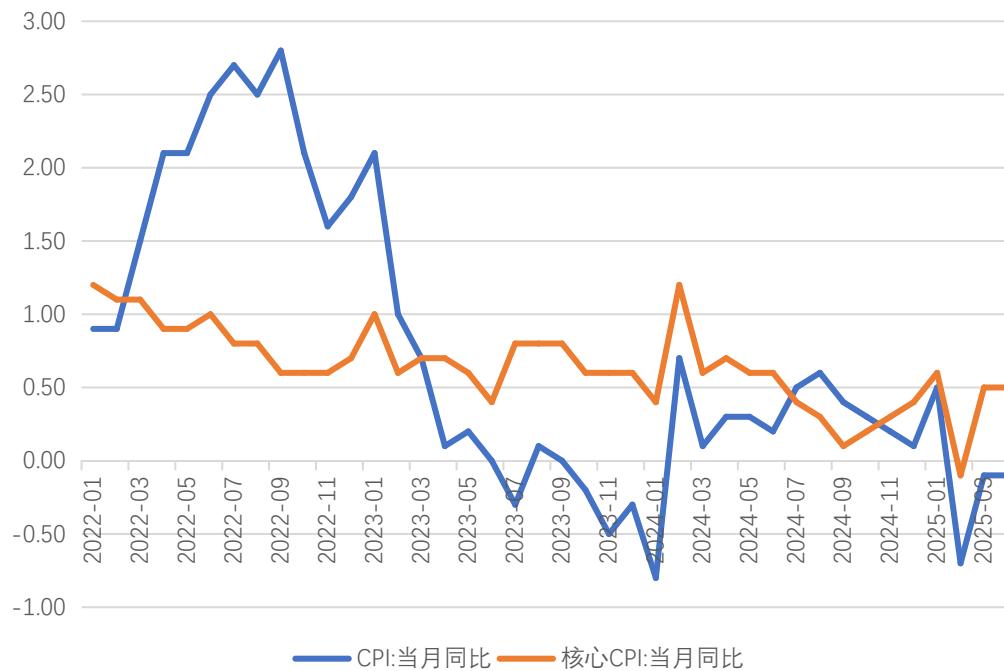
$$\frac{\partial Y}{\partial T} = -\frac{c + h}{1 - (c + h)}$$

## 2.2. 从经典理论到中国现实

- 理论2：马斯格雷夫和罗斯托：公共支出结构的经济发展阶段理论。



## ➤ 判断1：总需求不足问题依然当前宏观经济的突出矛盾

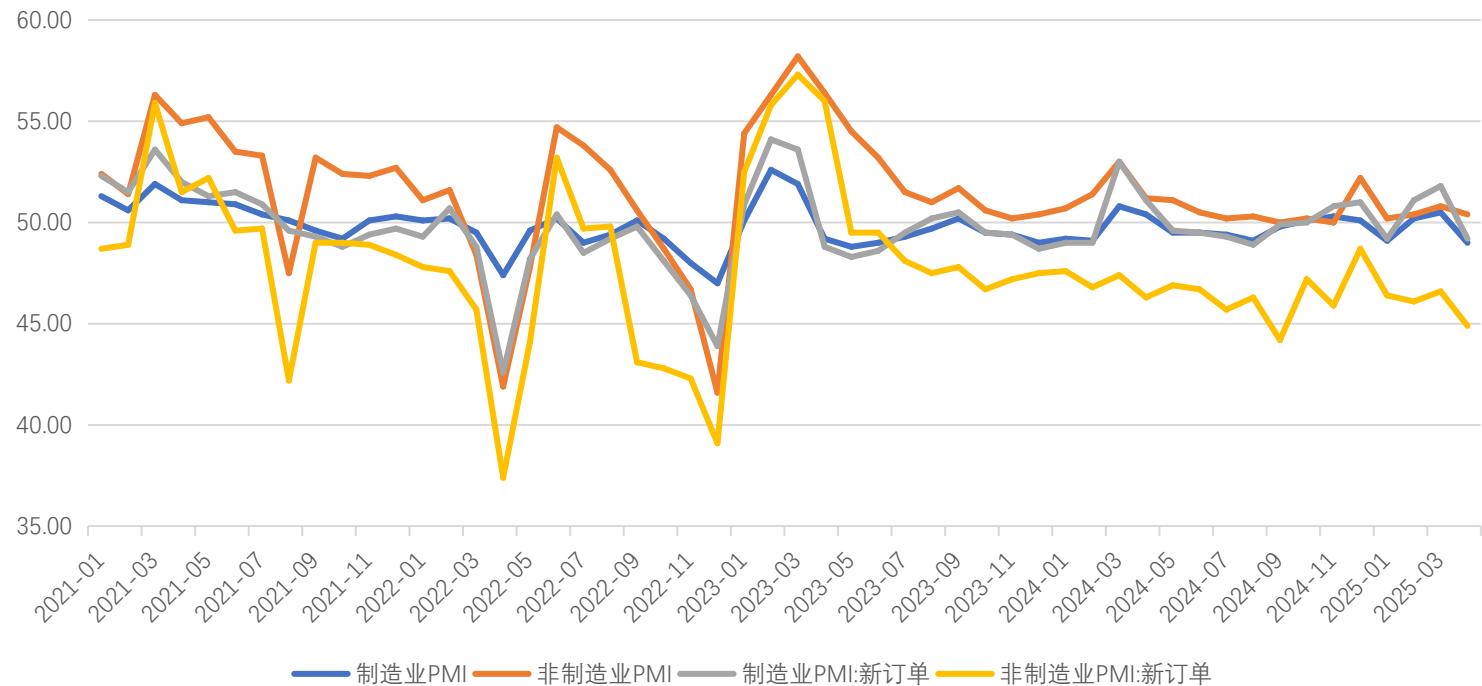


4月份CPI(-0.1%)、核心CPI(0.5%)低迷，显示  
消费依然低迷



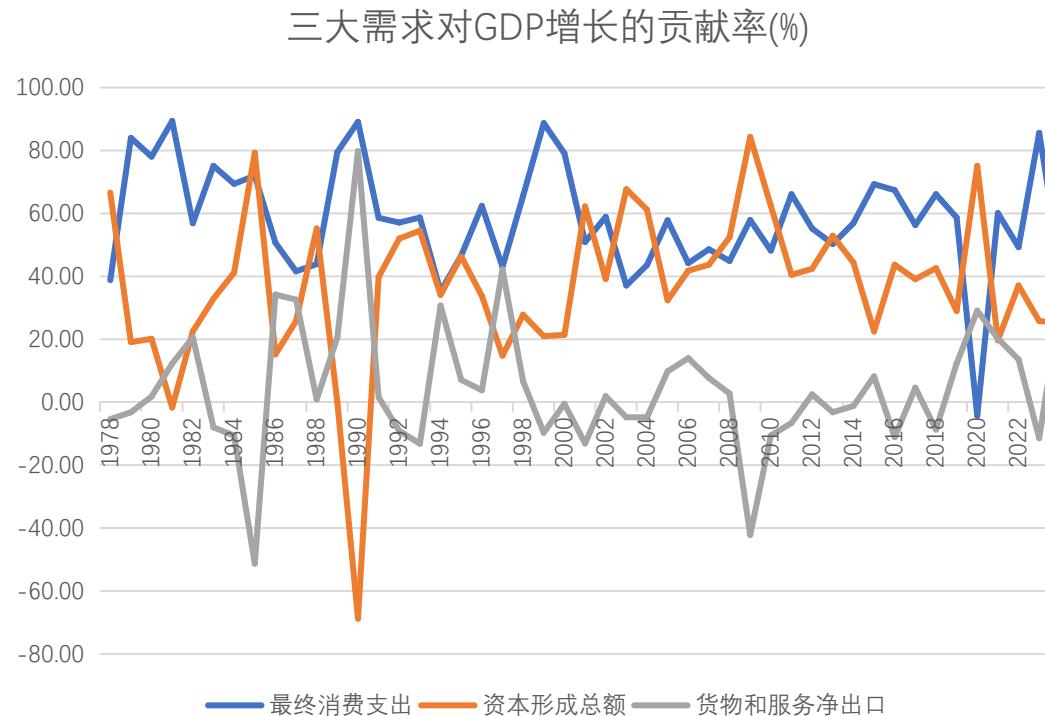
年内PPI持续走低，显示工业领域产能过剩问题依  
然突出

## ➤ 判断1：总需求不足问题依然当前宏观经济的突出矛盾

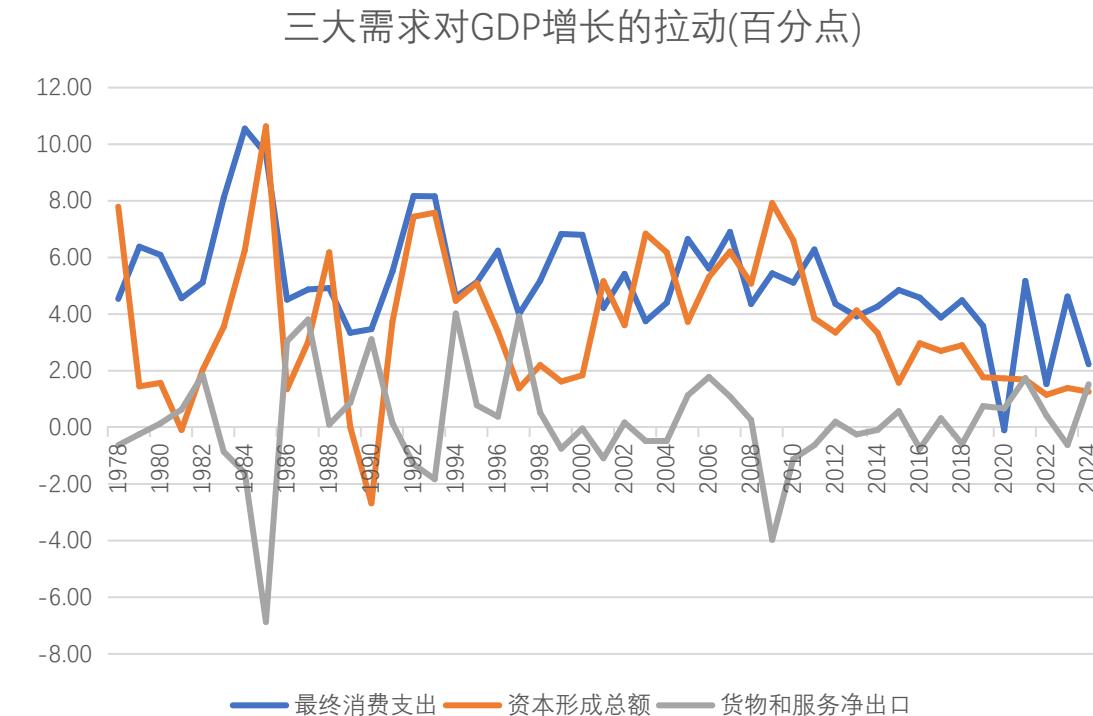


年内PMI围绕荣枯线震荡，4月份制造业新订单指数下行至收缩区间，进一步印证有效需求不足

➤ 判断2：在三大需求中，消费已成为拉动经济增长的主要力量，但重要性仍有待提升

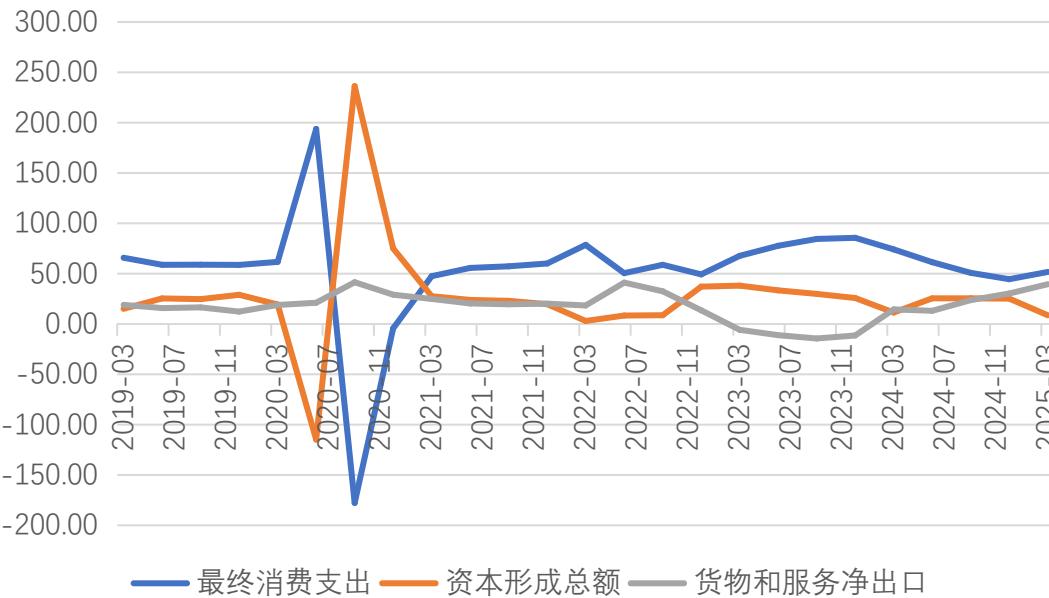


2024年底，消费、投资、净出口对GDP增长的贡献率分别为44.5%、25.2%、30.3%

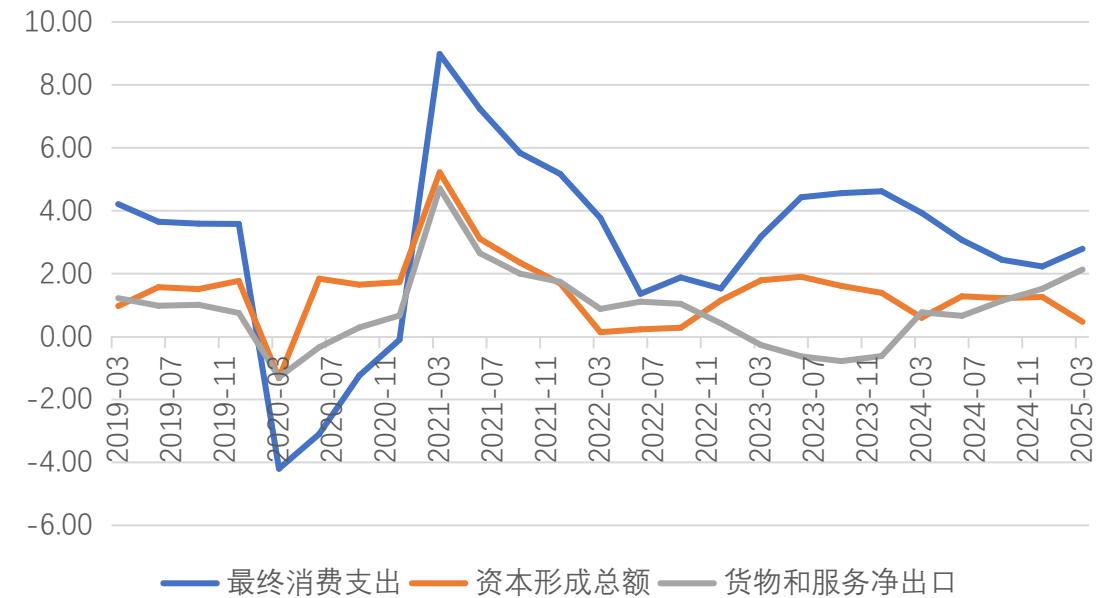


2024年底，消费、投资、净出口分别拉动GDP增长2.23个、1.26个、1.52个百分点

三大需求对GDP增长的贡献率(%)



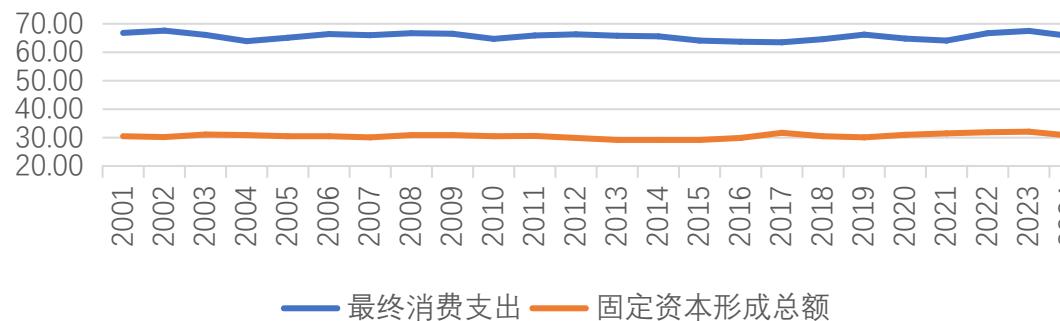
三大需求对GDP增长的拉动(百分点)



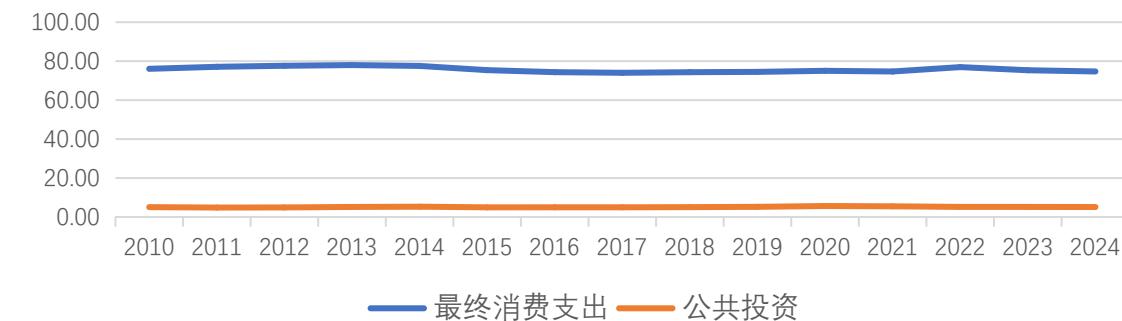
2025年1季度，消费、投资、净出口对GDP增长的贡献率分别为51.7%、8.7%、39.5%

2025年1季度，消费、投资、净出口分别拉动GDP增长2.79个、0.47个、2.13个百分点

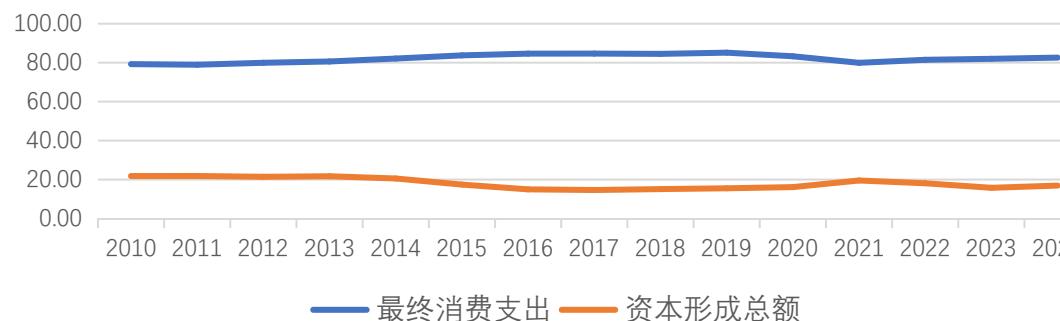
韩国:消费和投资对GDP增长的贡献率(%)



日本:消费和投资对GDP增长的贡献率(%)



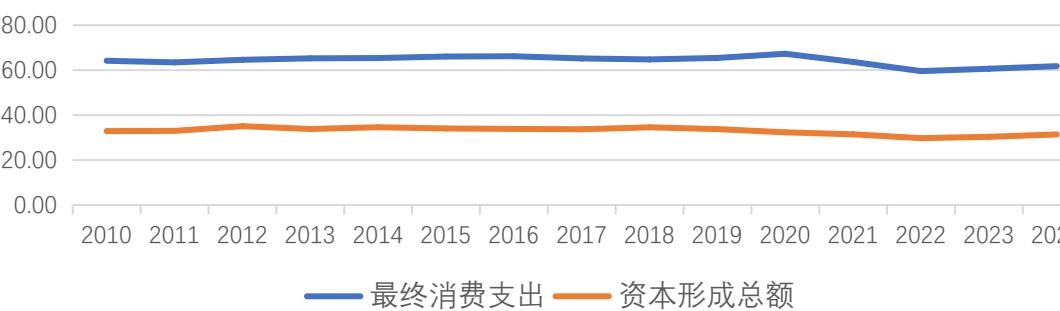
巴西:消费和投资对GDP增长的贡献率(%)



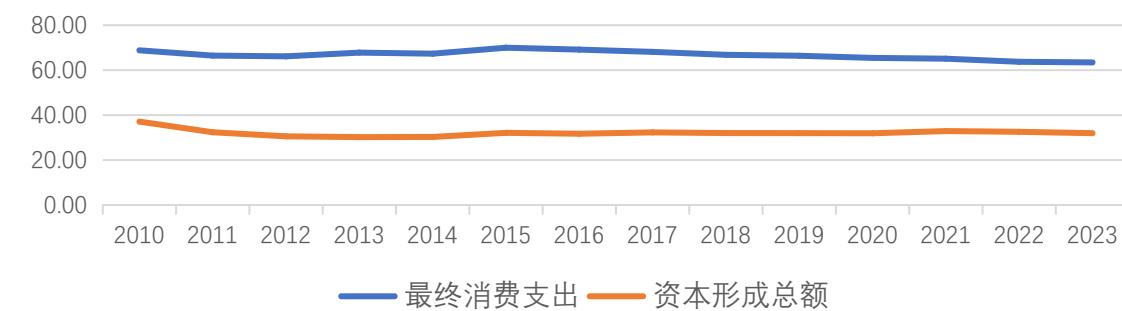
俄罗斯:消费和投资对GDP增长的贡献率(%)



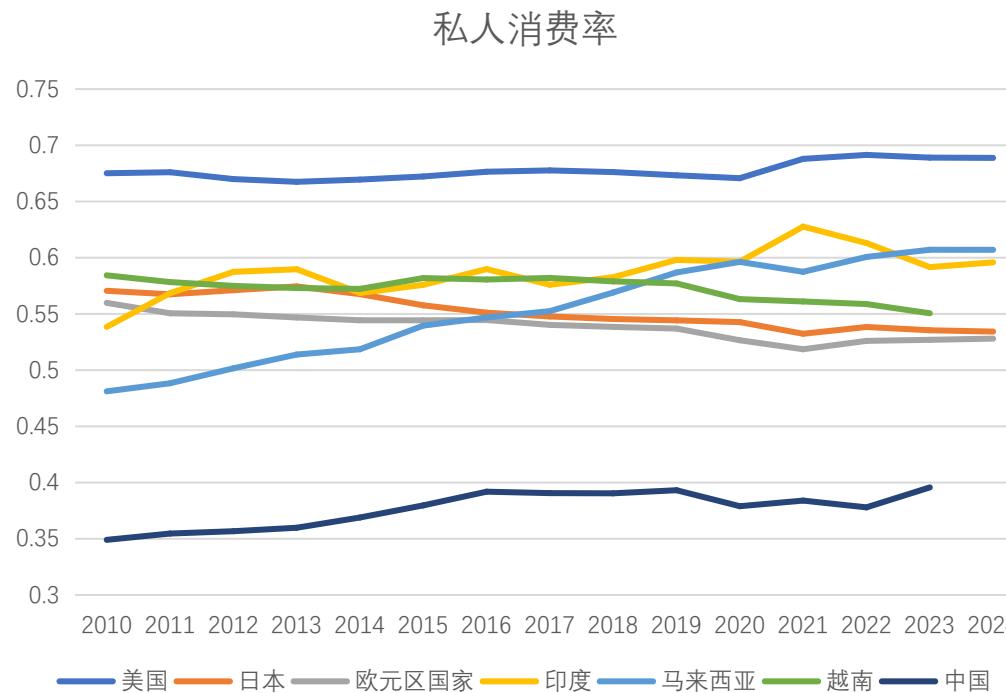
印尼:消费和投资对GDP增长的贡献率(%)



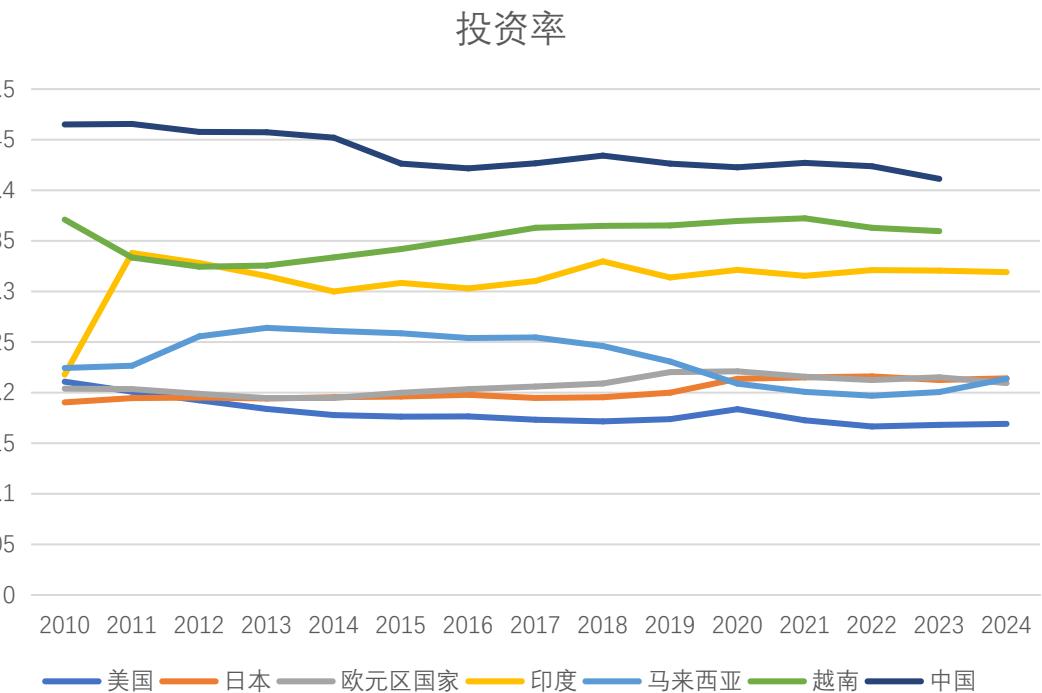
越南:消费和投资对GDP增长的贡献率(%)



## ➤ 判断3：消费率与投资率存在错配



我国2023年消费率56.8%，私人消费率39.6%

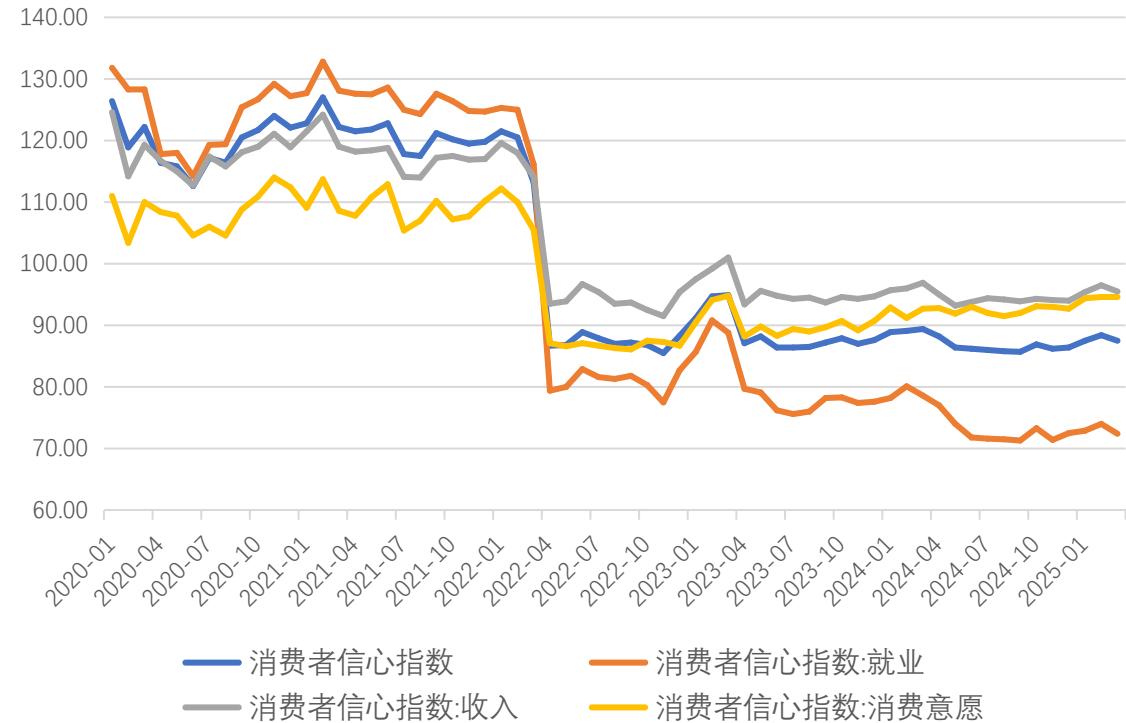


我国2023年投资率41.1%

## ➤ 判断4：消费需求不振



自2023年末以来的下行趋势没有根本性扭转，疫情管控措施调整之后对消费的修复基础仍然不牢



疫情管控措施调整后消费者信心指数持续在低位徘徊

## ➤ 居民收入增速和失业率处在合理区间

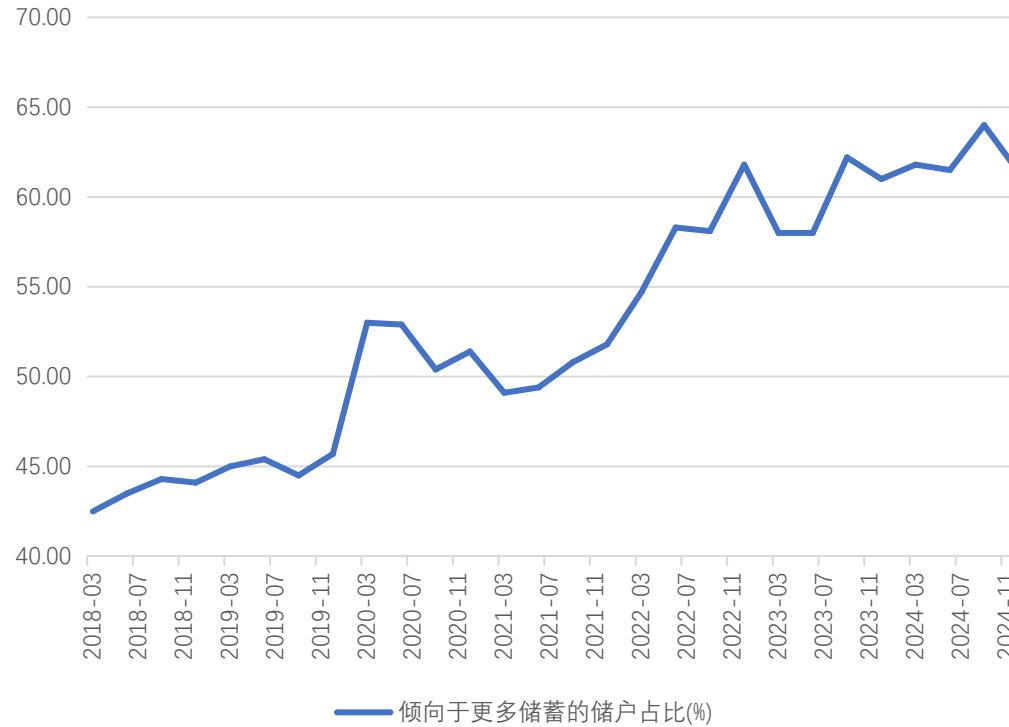


居民收入增速与经济增速基本同步

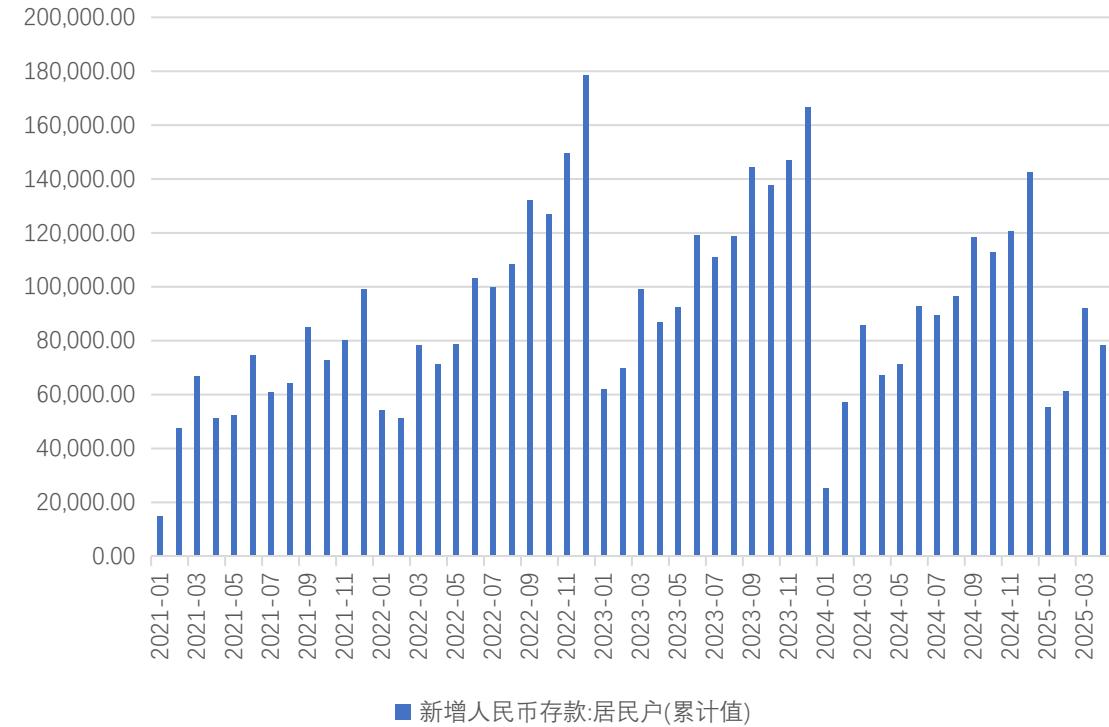


2000年以后我国自然失业率处在[4.8%, 5.6%]

## ➤ 居民储蓄倾向显著提升



### 居民储蓄倾向显著提升



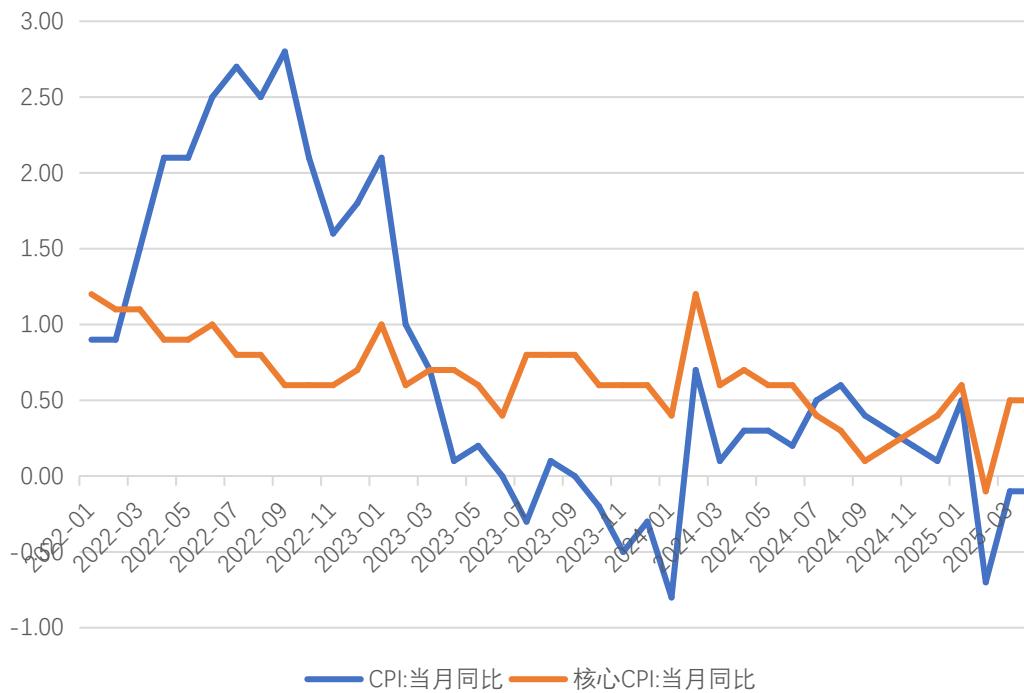
### 居民储蓄

## ➤ 判断5：投资存在一系列问题

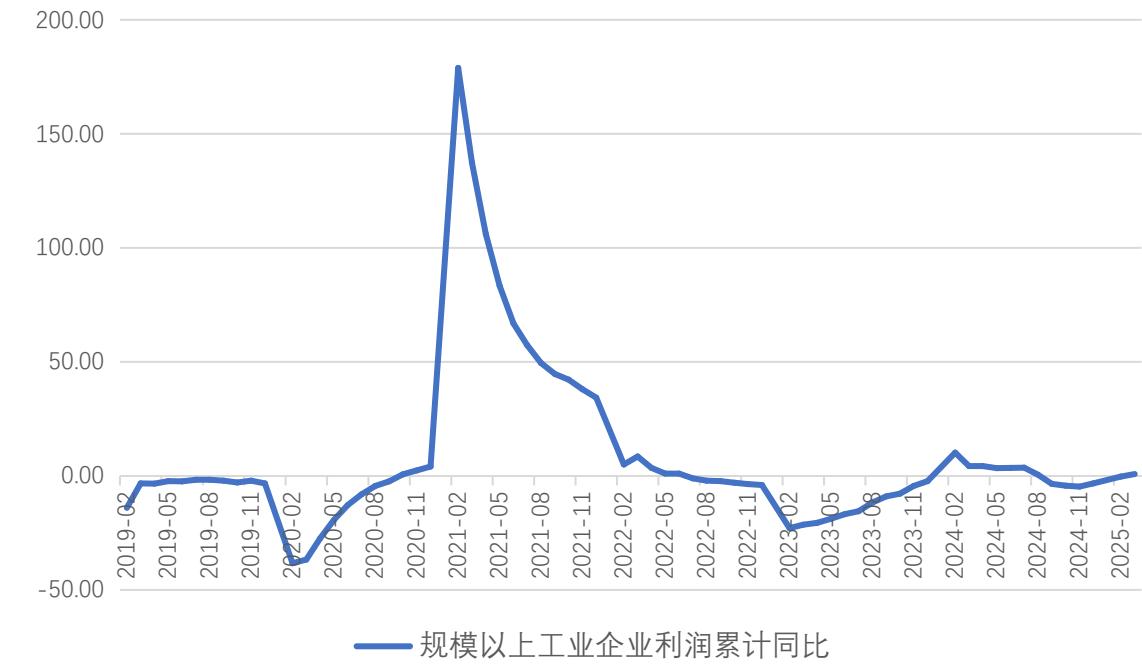
- ✓ 问题1：投资乘数普遍不高，投资杠杆能力趋弱



✓ 问题2：供大于求，价格水平下降，企业效益不佳

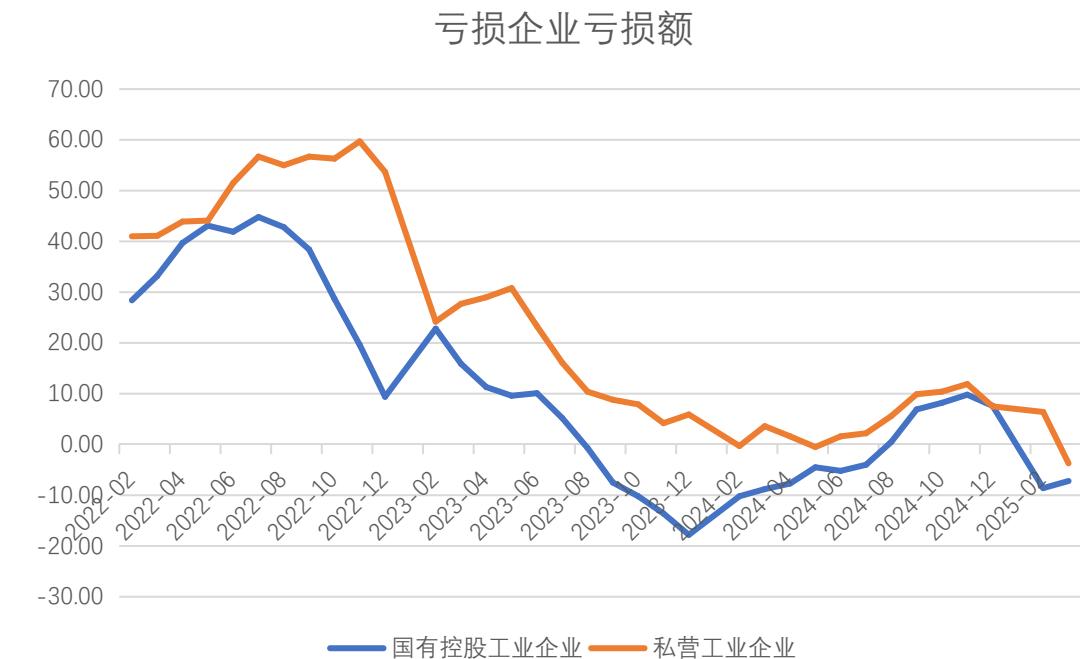
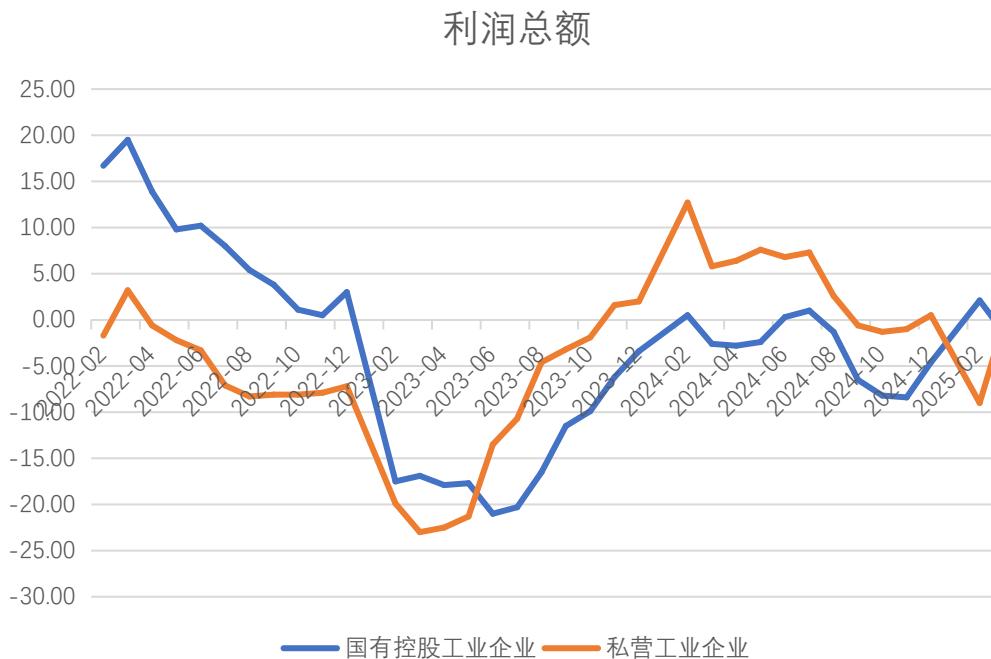


价格水平下降

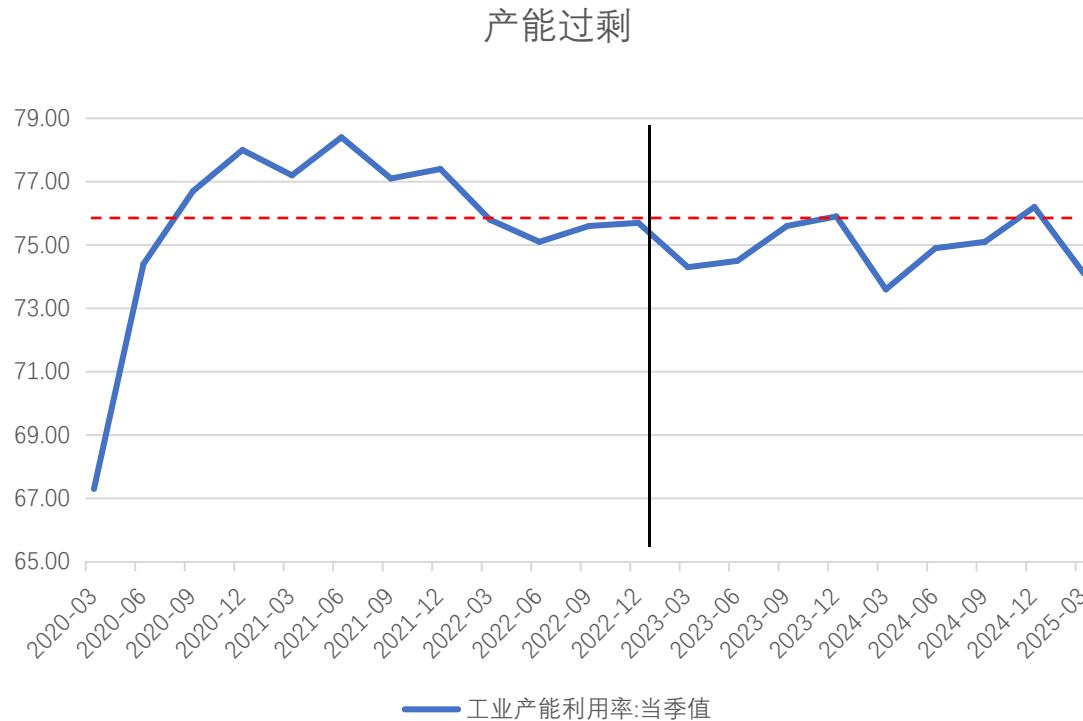


企业效益不佳

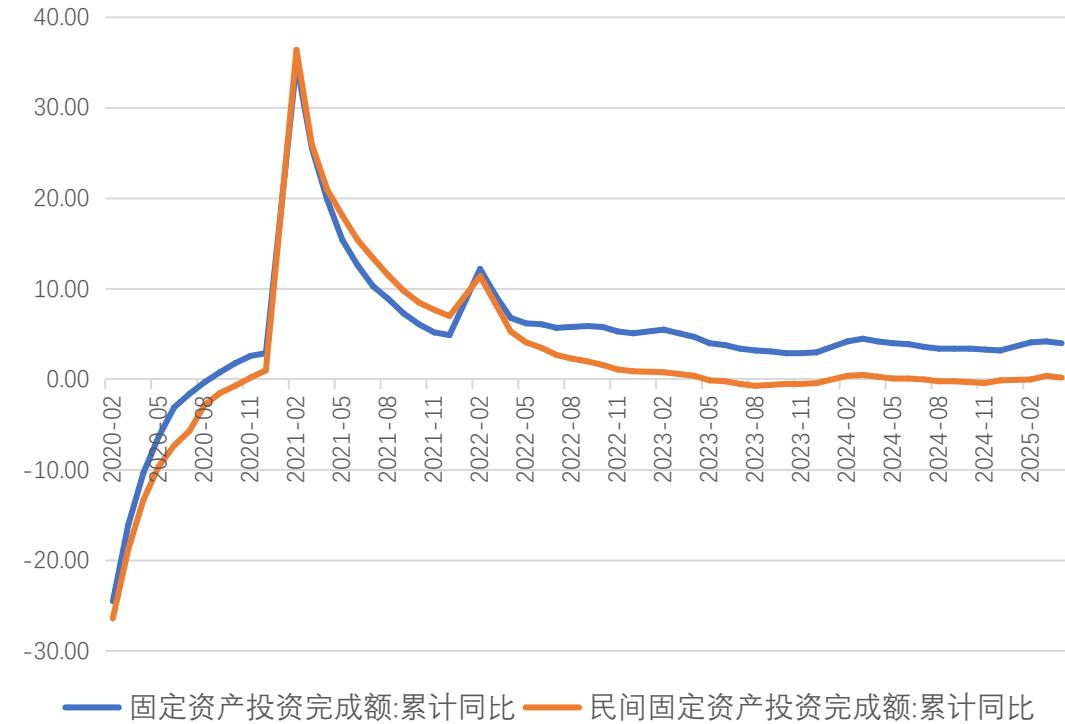
✓ 问题2：供大于求，价格水平下降，企业效益不佳



✓ 问题3：产能过剩，民间投资意愿不足



2023年以来，工业产能利用率长期低于[76% - 80%]



民间投资意愿不足

# 目 录

- 一、热点背景：  
投资驱动vs消费驱动：经济学家在“吵”什么？**
- 二、热点聚焦：  
投资驱动还是消费驱动？**
- 三、政策建议：  
从“区分着力”到“形成合力”**

## 3.1. 理性看待投资，提高投资效率

### 正确认识投资的积极作用

- ◆ 真正经济驱动力量在创新侧。供给侧是创新的关键引领，一定是要有有效投资。
- ◆ 以政府投资有效带动社会投资。
- ◆ “四万亿”投资产生的问题不是投资的问题，而是资金来源央地分摊比例不合理的问题。

### 适度增加中央预算内投资

- ◆ 我国政府的负债率并不高，特别是中央政府仍有较大的负债空间。
- ◆ 发挥好中央和地方两个积极性。中央要加强顶层规划，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府行为；有条件的地方可以先试先行。

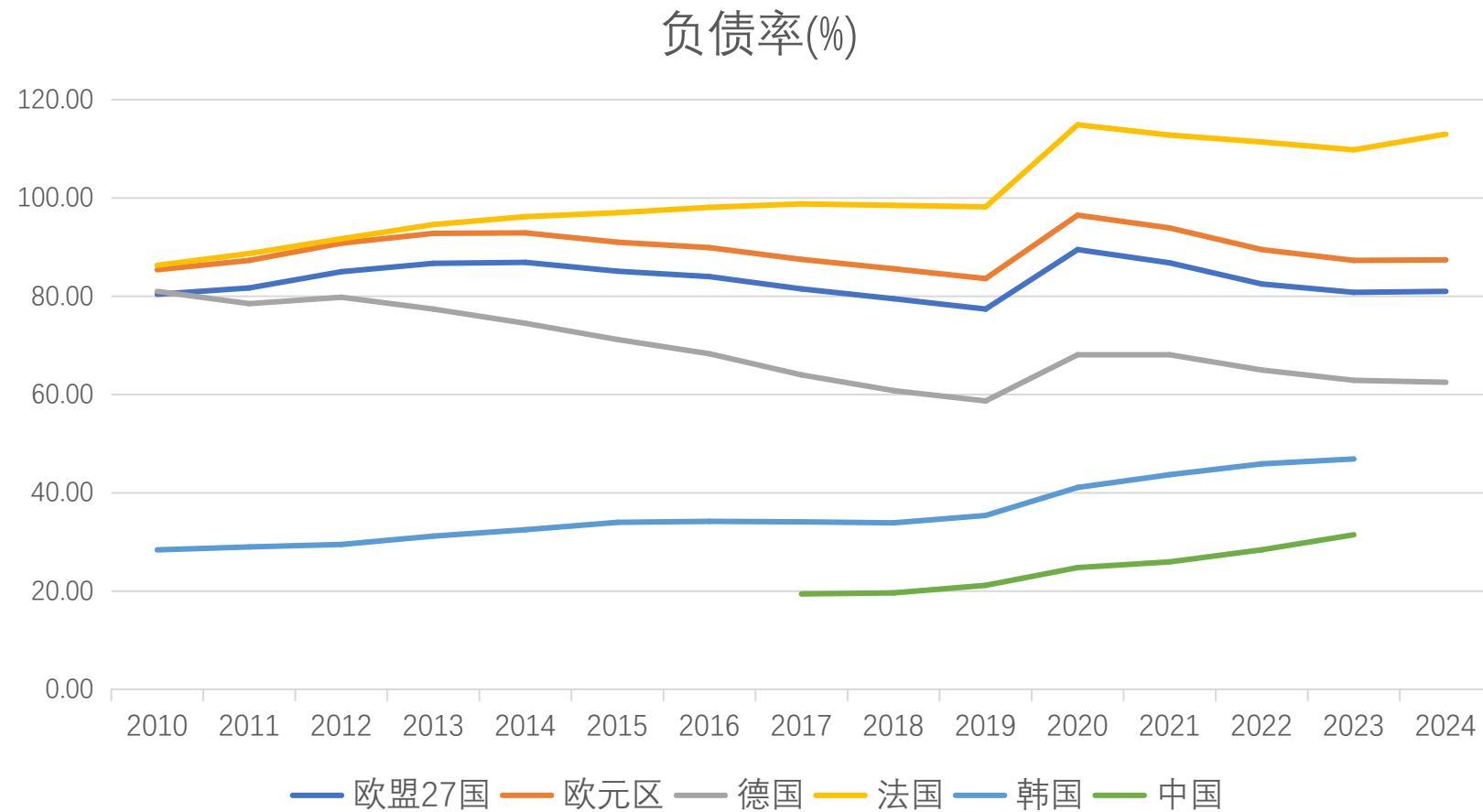
### 明确的投资方向

- ◆ “两重”项目。
- ◆ 及早谋划“十五五”重大项目。
- ◆ 大力实施城市更新。
- ◆ 实施降低全社会物流成本专项行动。

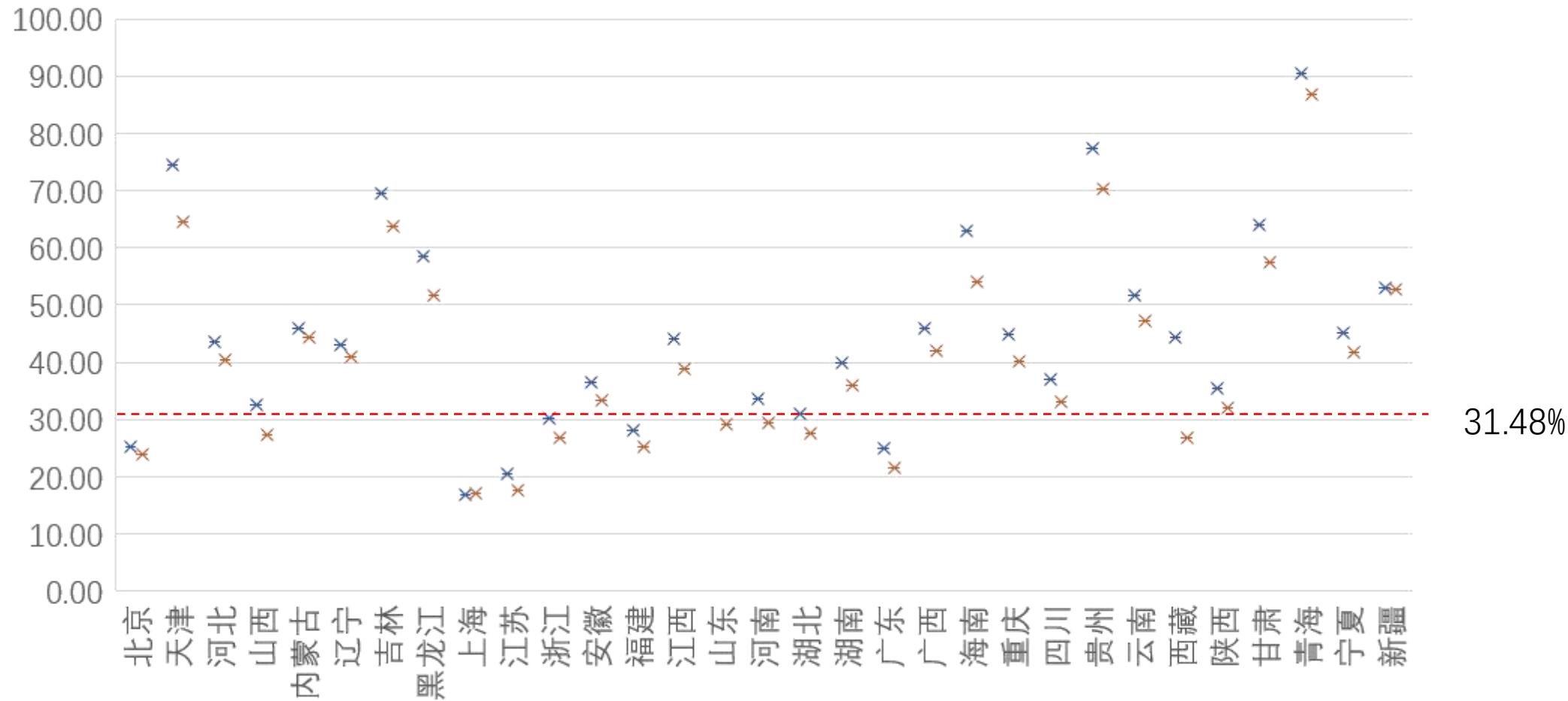
### 潜在的投资方向

- ◆ “东北振兴战略”。
- ◆ “西部大开发战略”。
- ◆ 乡村振兴、补短板和新基建等薄弱环节。

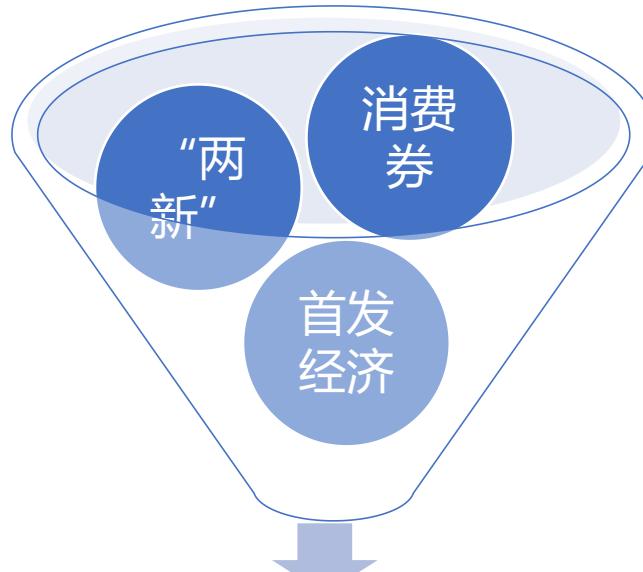
## ➤ 政府负债率的国际比较



## ➤ 我国各省级政府的负债率比较



## 3.2. 长短期相结合，大力提振消费



解决问题的根本途径：  
提高居民收入

✓ 短期政策：

- 发放适当规模消费券
- 加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展
- 积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济

✓ 长期政策：

- 审慎使用收入工具
- 完善社会保障制度建设，消除居民后顾之忧，提高居民消费意愿（边际消费倾向），释放巨大的市场消费潜力

# 消费券有助于刺激消费

林毅夫、沈艳、孙昂（2020）

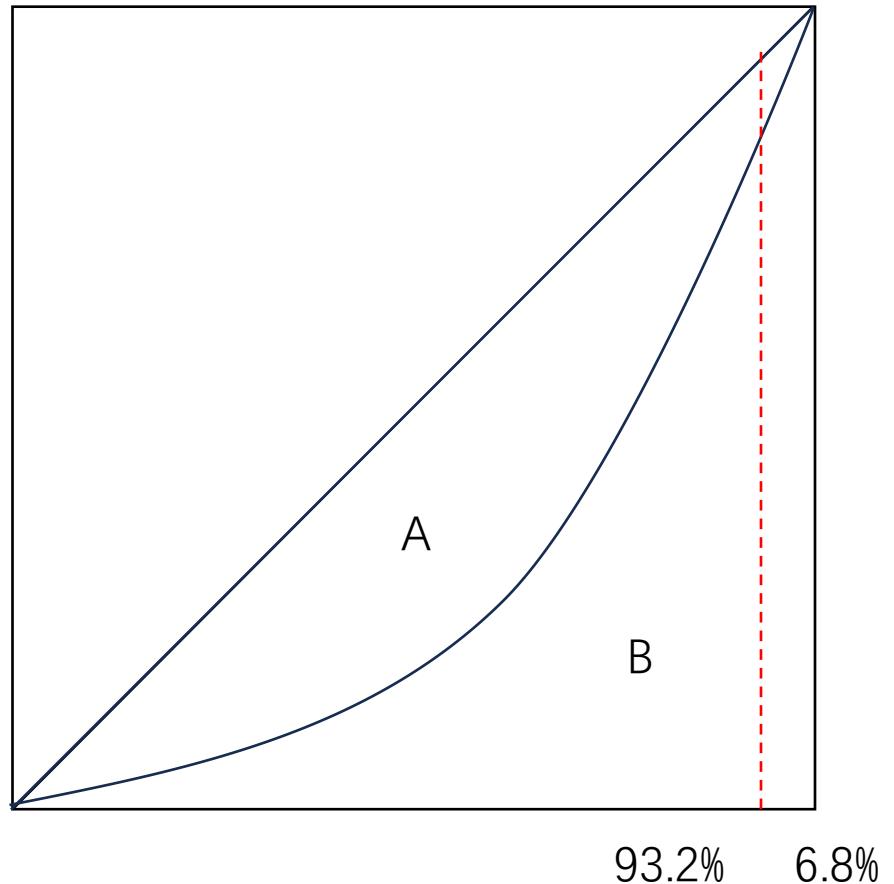
- 本文以2020年3月起中国地方政府陆续发放的消费券为切入点,根据消费券的具体特征,以及微信支付数据、疫情数据和城市经济状况数据,使用双重差分法、三重差分法和合成控制法来识别消费券的发放效果,并评估政府在助力经济复苏中的作用。本文主要有如下发现:第一,发放消费券可以促进消费,发券地区受支持行业的支付笔数比未发放地区同期同行业高约26.26%。第二,在第三产业占比高的地区,消费券显著增加交易活跃程度,定向低收入

汪勇、尹振涛、邢剑炜（2022）

- 本文使用大型支付平台的高频交易数据,首次研究了数字消费券对餐饮、零售商户经营的影响。结果表明,数字消费券显著提高了餐饮(零售)商户营业额、交易量,且这种影响具有一定持续性;数字消费券对不同规模餐饮(零售)商户的营业额、交易量均有提升作用,但对大型商户的影响更为突出;数字消费券在提高消费者对食品、手机等商品消费的同时,并未挤占其对其他零售商品的消费。本文丰富和补充了数字消费券经济效应的相关研究。



## ➤ 审慎使用税收工具

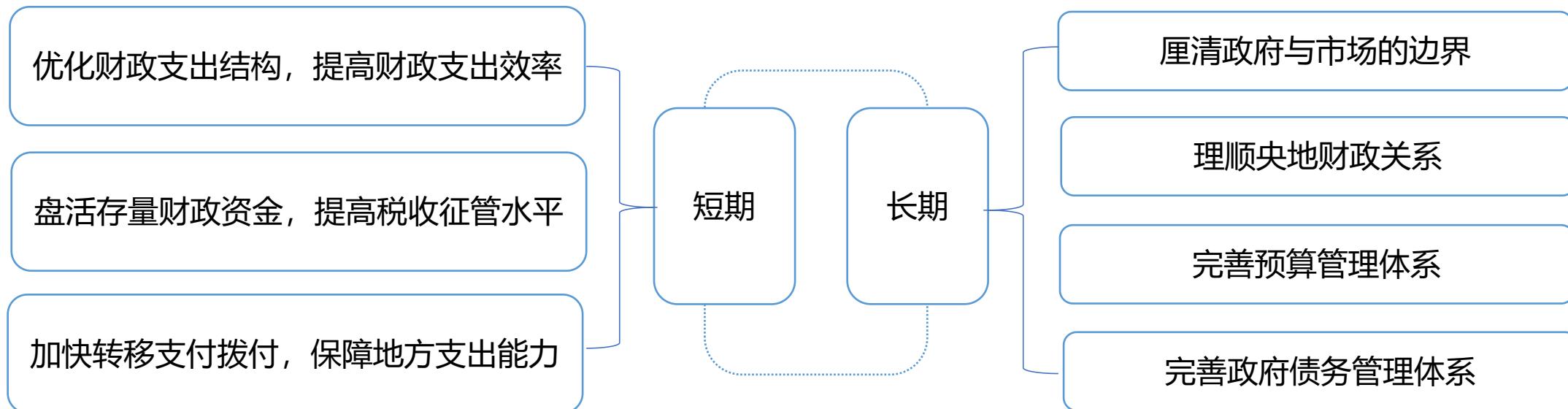


- 保持现行的税收优惠制度，慎重出台新的税收优惠制度。
  - ✓ 疫情期间流转税、企业所得税的税收优惠已渐进极致，减税空间有限。
  - ✓ 在有效需求不足的情况下，减税政策的效果不及预期。
  - ✓ 不建议调整个人所得税相关制度安排。



### 3.3. 政策协调，形成合力

#### ➤ 优化财政支出结构，提高财政汲取能力



## ➤ 财政政策和货币政策需要有机协调

- 短期内的政策态势还是要以积极的财政政策和边际宽松的货币政策为主。
- 一是从政策逆周期调节的协调效果来看，积极的财政政策和边际宽松的货币政策能够更加有效地降低企业和家庭负担，激发市场活力，增强应对各种负面冲击的能力，避免经济持续下滑；
- 二是从财政和货币政策当前各自的效力来看，在当前央行宽松货币政策边际效力递减严重的背景下，应加大财政政策的逆周期调节力度。

## ➤ 完善地方政府考核制度，引导干部树立科学政绩观

□ 深化对投资和消费的认识：投资是一个快变量，消费是一个慢变量。

- 以思想建设为根本，引导地方干部树立科学政绩观。
- 以晋升激励为引领，与时俱进完善、细化地方政府考核指标。
- 以分权改革为试点，探索问责机制与容错机制的均衡点。



**CMF**  
China Macroeconomy Forum  
中國宏觀經濟論壇



# 聚焦财政政策的着力点：投资驱动还是消费驱动？CMF 专题报告发布

5月24日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第105期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席杨瑞龙主持，聚焦“财政政策的着力点：投资驱动还是消费驱动？”，来自学界、企业界的知名经济学家余永定、杨瑞龙、刘尚希、李迅雷、洪灝、秦聪联合解析。

中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员秦聪代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、热点背景：投资驱动 vs 消费驱动：经济学家在“吵”什么？

二、热点聚焦：投资驱动还是消费驱动？

三、政策建议：从“区分着力”到“形成合力”

## 一、热点背景：投资驱动vs消费驱动：经济学家在“吵”什么？

2023年1月，林毅夫教授的一段关于消费和投资拉动经济的视频在网上流传，视频指出了“消费驱动经济”这一思路的不足之处。在同一时间，余永定教授提出，“投资具有双重作用，投资不仅在短期内刺激经济需求，而且是未来经济增长的源泉”，而对于消费拉动经济的能力、包括发放消费券的作用等表示疑惑。随后，万博新经济研究院院长滕泰老师发表了《消费拉动经济增长，是误导中国吗》的文章，回应了林老师对消费驱动经济的批评，再次强调中国经济应当由消费驱动。在这一轮的交锋后，中国经济到底应该是由投资驱动还是消费驱动成为人们热议的焦点，一些专家学者也陆续发表了自己的观点。但需要指出的是，热点的爆发时间具有一定的偶然性。因为林老师的这段视频实际上是2017年7月的访谈视频；而滕泰老师在2020年前后也已经提出了其消费驱动经济的核心思想。由此不难看出，关于中国经济驱动力量的探讨并不是近几年才开始的。

关于这一讨论的起点，我们在中国知网上以“消费驱动+投资驱动”和“消费拉动+投资拉动”两组关键词进行检索，对历年相关研究数量进行统计分析后，得出以下两点结论。第一，相关讨论的大致起始时间为2008年，即以“消费驱动+投资驱动”和“消费拉动+投资拉动”为关键词和主要内容的首篇文章发表于2008年。研究热潮出现在2008年和2012年，分别对应次贷危机与欧债危机。国际影响传导至国内，引发人们对于出口拉动型经济的担忧，并思考投资和消费应该由谁来弥补出口拉动能力下滑的影响。尽管2023年并未遭遇类似全球经济危机，但在后疫情时期，外需承压的背景下，我们同样面临着相似的选择。

那么，支持“投资驱动”与“消费驱动”的两派学者，其核心观点究竟是什么？双方的主要分歧体现在哪些方面？我们选取林毅夫教授与滕泰教授分别作为“投资驱动”与“消费驱动”的代表人物来展现两派主要观点。

林毅夫教授认为，第一，劳动生产力水平的不断提高需要依靠产业不断创新、不断升级，而技术创新、产业升级则需要依靠投资。在提高劳动生产力水平以后，家庭收入增加，消费者增加，投资跟消费共同变成经济增长的组成部分。因此，经济的起点是投资刺激，投资带来生产力提升，进而惠及家庭、增加家庭收入、增加消费。第二，消费拉动经济增长在理论上说不通，而在经验上，也有美国、欧洲家庭过度负债造成危机的前车之鉴。

滕泰教授主要有以下三个观点：一是经济增长是从发钱、发消费券促消费或其他提高居民可支配收入的改革开始；二是中国居民储蓄率高，不会陷入负债消费的陷阱中；三是“投资驱动”模式存在诸多弊端，包括投资率高、投资效率低、产能过剩等问题。

首先需要明确的是，我们所探讨的“投资驱动还是消费驱动”是一个财政问题，焦点在于财政预算资金应优先投向投资还是消费。具体来看，我们既不是在探讨经济增长是否应依赖家庭消费或民间投资，更不是要研究如何干预微观主体的行为，而是聚焦在财政资金有限的背景下和“稳增长、促发展”的宏观目标下，财政支出应优先支持投资还是消费，才能取得更优效果。

关于讨论“投资驱动还是消费驱动”的原因，从长期视角来看，主要原因有以下三点。  
**第一，我国已经持续实施了近二十年的积极财政政策，理论上，积极财政政策的边际效应正逐渐递减。**这意味着，由于长期以来财政支出偏重于投资领域，投资对经济的拉动效应可能也已呈递减趋势，因此亟需讨论是否应转向以消费为主的政策路径。**第二，财政可持续性决**

定了积极财政政策本质上是一种短期的宏观政策。尽管目前中央仍具备一定的举债空间与能力，但积极财政政策终将逐步退出。因此，我们必须明确政策发力点，以确保在政策态势转变之后，经济已具备自主发展的能力。**第三，经济规律预测了拐点。**理论研究普遍认为，不同发展阶段对应不同的财政支出重点，支出重心将逐步由投资转向消费，当前的重要任务是判断这一阶段性拐点是否已经到来。

从短期视角来看，讨论的原因包括以下三点。**一是尽管中美经贸谈判取得一定进展，但“关税战”反映出外部环境仍存在不确定性。**此时，国内需求必须承担起“稳定器”的角色，那么关键问题是这一“大梁”应由投资还是消费来担当？**二是当前我国财政收入能力下降，如何精准、高效地使用有限财政资源显得尤为重要。****三是中央经济工作会议关于消费与投资的表述发生变化。**2020—2024年，中央经济工作会议对消费与投资的表述分别为：“坚持扩大内需这个战略基点”、“要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用”；“宏观政策要稳健有效：适度超前开展基础设施投资；结构政策要着力畅通国民经济循环：打通生产、分配、流通、消费各环节。”；“着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。”、“要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通”；“着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。”；“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。”、“适度增加中央预算内投资。”。**通过在优先次序上将消费置于投资之前，政策或传递出更加重视消费的信号。**2022年12月明确提出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”后，2023年1月这一讨论开始。

## 二、热点聚焦：投资驱动还是消费驱动？

投资与消费相互作用、相互影响，二者与经济增长的逻辑如下：投资的增加导致国民收入的增加，在合理的收入分配制度下，家庭收入随之增加，进一步导致消费水平提高，产生新的消费需求，消费需求的增加又会产生新的投资。在这个经济循环中，虽然我们只看到了投资与消费，没有看到经济增长，但投资与消费形成良性互动的结果就是推动经济增长。需要认识到的是：在整个经济运行过程中，一方面，需要有效投资支持形成有效的产品与服务供给，投资是始发环节；另一方面，所有经济活动包括投资，出发点和归宿是满足消费。上述传导环节中的任何一环出现问题都会导致经济发展出现问题。因此，消费与投资在经济体系中都具有重要作用。

我们引入两个经典理论模型来讨论消费与投资的关系。首先，通过凯恩斯的现代国民收入理论说明财政支出的重要性。第一条方程 $Y = C + I + G$ 是只考虑内需的国民收入恒等式，即GDP=消费(C)+投资(I)+政府支出(G)。其中，政府支出可进一步细分为消费性支出与投资性支出。

第二条方程 $C = a + c(Y - T)$ 是消费函数，具体含义为消费由两个部分组成，一是无论收入多少都必须进行的基础消费（例如基本生活需求）；二是与收入水平相关的可变消费支出，即收入越高，消费越多。可变部分的系数c体现了边际消费倾向，影响消费的实际收入为可支配收入，即扣除税收后的收入部分。其中，边际消费倾向系数c代表每增加一单位收入所增加的消费量。例如，若 $c = 0.5$ ，则表示每增加1元收入，将有0.5元用于消费。

第三条方程 $I = i + h(Y - T)$ 是私人投资函数，其结构与消费函数相似。

第四条方程 $G = G^*$ 是政府支出函数。其中，政府支出为外生变量，个人收入的变化并不会直接影响政府的财政支出规模。

将第二、三、四个方程代入第一个方程可以得到国民收入的基本表达式 $Y = \frac{a+i+G^*-(c+h)T}{1-(c+h)}$ 。

我们关注公共支出乘数 $\frac{\partial Y}{\partial G^*} = \frac{1}{1-(c+h)}$ 这一核心指标，用于衡量政府支出变化带来的GDP变化的倍数。根据该理论，公共支出乘数为大于1的正数时，意味着政府每增加1元支出，GDP的增量将超过1元，说明政府支出对经济具有明显的放大效应，尤其当边际消费倾向c较高时，乘数效应会更为显著。需要说明的是，政府支出主要指购买性支出，即通过政府采购推动市场需求增加，从而带动供给。企业获得利润，员工获得收入，进一步推动消费，形成良性的经济循环。部分经济学者建议，政府将财政资金不用于投资，而是直接转移至居民个人，即转移性支出。但这一类型支出的乘数效应较低，因为现实生活中，居民常将部分转移所得储蓄起来，因而其乘数效应不如政府的购买性支出直接有效。

其次，通过介绍马斯格雷夫和罗斯托提出的公共支出结构的经济发展阶段理论，更加直接揭示投资与消费的关系。

该理论将人类经济发展划分为三个阶段：初期、中期和成熟期，并分析了各阶段政府公共支出的结构性变化。在不考虑军费支出的前提下，民用支出可分为三类：公共积累支出（投资）、公共消费支出（消费）和转移性支出（向居民直接发放资金）。在三个阶段中，公共

**积累支出呈现“先升后降再回升”的趋势：**初期，经济水平与基础设施薄弱，积累不足，交通、水利等公共物品具有显著外部性，私人部门供给不足，政府必须介入推动基础设施建设，因此这一阶段的政府投资比重较大，增长较快；中期，随着私人部门发展壮大，部分公共物品可由政府与私人合作提供（如 PPP 项目），此时政府投资规模适度下降，增长放缓；成熟期，原有基础设施逐渐老化，需要更新换代，因此政府投资的比重和增长速度有所回升。公共消费支出则随着居民收入的提高与生活方式的转变呈持续上升趋势。经济发展促使居民对消费质量和公共服务提出更高需求，政府需提供相应的公共消费品作为对私人消费的补充。例如，若政府鼓励购买新能源车，就需要政府建设充电基础设施。

在以上理论的基础上，我们进一步探讨当前中国投资与消费的现状及问题，提出以下五点基本判断。

**判断 1：总需求不足问题依然当前宏观经济的突出矛盾。**2024 年中央经济工作会议对当前经济形势的判断依然契合当前现实，这表明从投资和消费两方面着手，解决总需求不足的问题在当前阶段具有重要意义。从物价运行情况来看，4 月份 CPI (-0.1%)、核心 CPI (0.5%) 低迷，反映出消费依然低迷；年内 PPI 持续走低，显示工业领域产能过剩问题依然突出。年内 PMI 围绕荣枯线震荡，4 月份制造业新订单指数下行至收缩区间，进一步印证有效需求不足。

**判断 2：在三大需求中，消费已成为拉动经济增长的主要力量，但重要性仍有待提升。**长期以来，普遍观点认为中国是投资驱动型经济体，但自改革开放以来，大多数年份中消费对经济增长的贡献率和拉动均高于投资，尤其是在 2010 年至疫情前，这一趋势尤为明显。从年度数据来看，2024 年底，消费、投资、净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 44.5%、25.2%、30.3%；消费、投资、净出口分别拉动 GDP 增长 2.23 个、1.26 个、1.52 个百分点。从季度数据来看，2025 年 1 季度，消费、投资、净出口对 GDP 增长的贡献率分别为 51.7%、8.7%、39.5%；消费、投资、净出口分别拉动 GDP 增长 2.79 个、0.47 个、2.13 个百分点。可以发现，消费对经济增长的贡献率与拉动持续上升，而投资则呈下降趋势。尽管消费已经发挥关键作用，2025 年一季度消费对 GDP 增长的贡献率达到 51.7%，但重要性仍有待提升。因为，对比东亚国家、金砖国家、东盟国家等，无论是发达经济体还是发展中经济体，消费对经济增长的贡献率普遍处于 60% 至 80% 的区间，而中国目前的水平为 50% 左右，有较大的提升空间。

**判断 3：消费率与投资率存在错配。**尽管消费与投资对经济增长的贡献和拉动已有明显

差异，但我国消费率与投资率之间依然存在不协调的问题。我国 2023 年整体消费率 56.8%，而许多国家该指标已超过 70%；若剔除政府消费后，仅考察家庭住户的私人消费率仅为 39.6%，而美国接近 70%，印度及东盟国家约为 60%，即使在高福利的欧元区国家，私人消费率也普遍在 50%以上。从投资率来看，我国 2023 年投资率 41.1%，不仅远高于发达国家普遍约 20% 的水平，也明显高于发展中国家的平均水平，说明投资比例偏高。

**判断 4：消费需求不振。**根据传统的经济理论模型，高速增长通常需伴随较高比例的投资，提升消费比重可能在一定程度上抑制经济增速，并挤占原本用于投资的资金。然而，越来越多的学者认识到，若消费需求疲软，将抑制企业投资意愿，进而导致经济增长放缓。因此，当前亟需关注两个核心问题：一是消费需求是否疲弱，二是投资需求是否过热。首先，我国确实存在消费需求不振的问题，主要体现在两个方面：一是社会消费品零售总额同比增速自 2023 年末以来的下行趋势没有根本性扭转，疫情管控措施调整之后对消费的修复基础仍然不牢；二是尽管疫情管控措施调整后消费意愿有所回升，但消费者信心指数持续在低位徘徊，成为制约消费增长的关键因素。根据上述凯恩斯理论，消费受收入水平与边际消费倾向的共同影响。数据显示，居民收入增速与经济增速基本同步，2000 年以后我国失业率基本处于自然失业率区间。收入和就业相对稳定，那么问题的关键就在于边际消费倾向——即居民是否愿意花钱。疫情前居民储蓄倾向已有明显上升趋势，疫情后储蓄倾向出现加速。居民储蓄倾向提升直接推动了居民存款规模的增加，意味着居民的消费意愿偏低，从而进一步抑制消费增长。

**判断 5：投资存在一系列问题。**第一，投资乘数普遍不高，投资杠杆能力趋弱。由于数据限制，以 2017 年数据为例进行说明。鉴于投资的边际效益呈递减趋势，可以合理推断当前的情况理论上不会优于 2017 年。投资乘数可简单理解为：每投入 1 元资金，能够带来多少 GDP 的增长；若该数值小于 1，意味着投资的收益无法弥补本金。据部分学者测算，中国当前的投资乘数为 1.06，更为严峻的是，全国仍有大约十个省份的投资乘数低于 1，即这些地区的投资可能会存在明显亏损。第二，供大于求，价格水平下降，企业效益不佳。以 2025 年 3 月数据为例，规模以上工业企业利润累计同比增速仅为 0.8%，表明企业盈利状况不容乐观。第三，产能过剩，民间投资意愿不足。自 2023 年以来，工业产能利用率长期低于 76%-80%，意味着我们存在产能过剩的问题。同时，民间投资意愿不足，增速持续低于全社会固定资产投资。

### 三、政策建议：从“区分着力”到“形成合力”

**首先，理性看待投资，提高投资效率。**一是正确认识投资的积极作用，真正经济驱动力量在创新侧，供给侧是创新的关键引领，一定是要有有效投资，以政府投资有效带动社会投资。需要说明的是，“四万亿”投资产生的问题不是投资的问题，而是资金来源央地分摊比例不合理的问题。自分税制改革以来，地方政府的财政权限相对有限，在面临财政支出责任增加时，只能通过举债应对。此外，投资领域缺乏中央有效的统一规划，地方之间的竞争导致大量重复建设、投资效率低下等问题。

二是适度增加中央预算内投资，我国政府的负债率整体并不高，特别是中央政府仍有较大的负债空间，所以本轮投资应以中央为主，可以考虑进一步增加对地方政府的转移支付，提高中央政府债务在广义债务中的比例。发挥好中央和地方两个积极性，中央要加强顶层规划，找准投资领域，避免重复建设，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府行为；同时，经济发达地区负债率较低，经济水平较高，消费能力强，极可能已步入经济发展阶段理论中的成熟期，意味着这些地区亟需对基础设施进行更新，并加大对公共设施的投资。在这种情况下，不宜“一刀切”地限制地方投资行为，可以让有条件的地方可以先试先行。

三是关注明确的投资方向，包括“两重”项目、及早谋划“十五五”重大项目、大力实施城市更新、实施降低全社会物流成本专项行动等。

四是发掘潜在的投资方向，例如利用因俄乌冲突导致西方企业撤出俄罗斯市场提供的机遇，加快推进东北振兴战略；中美经贸问题凸显出“一带一路”战略的重要性，进一步推进西部大开发战略；以及乡村振兴、补短板和新基建等薄弱环节等。

**其次，长短期相结合，大力提振消费。**在短期政策方面，发放适当规模消费券，加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。在长期政策方面，审慎使用收入工具，尤其是税收工具，应保持现行的税收优惠制度，慎重出台新的税收优惠制度。因为疫情期间流转税、企业所得税的税收优惠已渐进极致，减税空间有限；在有效需求不足的情况下，减税政策的效果不及预期；目前不建议调整个人所得税相关制度安排。同时，完善社会保障制度建设，消除居民后顾之忧，提高居民消费意愿（边际消费倾向），释放巨大的市场消费潜力。

**最后，政策协调，形成合力。**一是优化财政支出结构，提高财政汲取能力。从短期来看，优化财政支出结构，提高财政支出效率；盘活存量财政资金，提高税收征管水平；加快转移支付拨付，保障地方支出能力。从长期来看，厘清政府与市场的边界，理顺央地财政关系，完善预算管理体系，完善政府债务管理体系。二是财政政策和货币政策需要有机协调，短期内的政策态势仍然要以积极的财政政策和边际宽松的货币政策为主。从政策逆周期调节的协调效果来看，积极的财政政策和边际宽松的货币政策能够更加有效地降低企业和家庭负担，激发市场活力，增强应对各种负面冲击的能力，避免经济持续下滑。三是完善地方政府考核制度，引导干部树立科学政绩观。深化对投资和消费的认识，即投资是一个快变量，消费是一个慢变量。以思想建设为根本，引导地方干部树立科学政绩观。以晋升激励为引领，与时俱进完善、细化地方政府考核指标。以分权改革为试点，探索问责机制与容错机制的均衡点。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“财政政策的着力点：投资驱动还是消费驱动？”展开讨论。

中国社科院学部委员余永定指出，中国的基尼系数虽然有所下降，但仍处于较高水平，这是目前最大的问题之一。在过去20年当中，中国收入差距出现了一个先上升、后下降、现在基本处在一个相对稳定的高位水平。2008年的基尼系数是0.491，接近0.5的水平，如果一个国家的收入差距的基尼系数超过0.5，会被国际社会认为是一个收入分配极端不平等的国家。根据李实教授的研究，2016年开始，我国基尼系数处在相对稳定的0.46-0.47之间波动的状态，意味着2016年开始我们的收入差距没有出现进一步缩小的趋势，而且收入差距仍然处在一个高位水平。

增加消费需求的正确途径应该以增加永久性收入为前提，具体包括以下八点。一是提高基础设施投资增速，增加居民收入，进而增加消费。二是提高满足未来消费需求的基础设施投资，例如以人为本的新型城镇化建设、不同类型养老院建设、专业陪护人员培训和工资补贴、医院建设、托儿所。三是消费者补贴（电动车补贴、电器补贴、养老机器人补贴），同时要符合产业政策要求。四是规范、支持课外兴趣、技能培训等服务行业发展，促进服务性消费（这一类服务是供给不足，而非需求不足）。五是增加相关财政支出，提高特定人群可支配收入，例如提高城乡养老保险和低保的覆盖放弃和发放标准、产妇补贴和儿童补贴。六是税制改革，调整收入分配格局，减少贫富差距，从而提高全社会的消费倾向。七是稳定房地产和股票市场。八是为企业创新创造良好环境（供给创造需求）。

中国财政科学研究院原院长刘尚希认为，在经济循环中，投资和消费相互促进。政府的投资可以促进民间投资，而政府消费亦能推动公共消费并激发私人消费。因此，应该从整体循环的角度审视两者的关系。从短期来看，二者都是需求扩张的手段，扩大内需既需要促进消费内需，也需要增强投资内需。目前，民间投资增长乏力，而政府更多侧重于投资支出，消费支出则多为转移性支出，呈现结构性问题。从长期来看，投资积累物质资本，是推动经济增长的基础。而消费不仅仅是对资源的消耗，还能转化为人力资本，尤其在创新驱动发展阶段，人力资本的积累愈发重要。物质资本是经济增长的基础条件，而人力资本则是推动创新的关键。由此可见，消费与投资应当共同推动经济发展。

在理论视角上，经济发展、宏观调控包括财政政策的底层逻辑都要从物本逻辑转换为人文逻辑，政府投资与消费的合力应从人的需求出发进行理论构建。在现实视角上，政府的投资和消费要形成合力，理论上需要转向人文逻辑，实践中则体现在推动市民化的进程。市民化不仅是城市问题，更涉及农村的综合改革，特别是农村集体经济所有制的深化改革。在制度视角上，政府的投资和消费要形成合力，离不开体制支持，特别是央地财政关系。要实现更有效的财政政策，必须改革央地财政关系，尤其是提高中央本级支出的占比，这一改革对于推动投资和消费的协同发展至关重要。

中泰国际首席经济学家李迅雷指出，近年来新发展格局中的“国内国际双循环”面临诸多挑战。国际循环受阻，特朗普上台后实施高关税政策，尽管贸易谈判尚未定论，但预计今年出口将出现负增长。若出口负增长，将导致大量商品转向内销。自2012年底以来，中国的PPI大部分时间为负，表明存在严重的产能过剩问题。此外，过剩的房地产和生产设备拖累经济，地方政府债务压力加大，债务增长大致为GDP增速的三倍，严重影响了双循环的良性运行。因此，在当前经济形势下，推动消费增长已成为必然选择。

从居民收入增长和收入结构的角度来看，促进消费的关键在于改善收入分配。首先需要增加居民的整体收入，尤其是提高中低收入群体的收入增长速度，从而有效促进消费。同时，收入增速应超越GDP增速，避免消费增速落后于经济增长。从财政支出的角度来看，投资与消费的关系受到政府财政结构的影响。目前，财政支出主要集中在地方政府，中央政府的占比相对较小，这一结构影响了宏观调控的效率。为了增强调控信心，建议调整为50%的支出分配给中央政府，从而提升宏观调控的效能。《政府工作报告》明确提到投资应注重对人的投

资，因此，政府在政策执行过程中，必须将“以人为本”的理念落实到实际操作中，优化地方政府的政绩考核，推动对人力资本、消费、农民工和城市化等领域的投资。

著名经济学家洪灝认为，尽管中国的投资水平相对较高，但传统文化中“未雨绸缪”和“养儿防老”的观念使得中国的储蓄率显著高于其他发达国家。同时，中国的边际消费倾向较低，这导致了高储蓄与投资的并存，从而缺乏强劲的内需。尽管政府采取了包括消费券在内的刺激措施，促进了短期消费回升，但这些措施并未带来收入的永久性增长。如果中国的投资继续保持强劲，而消费持续疲弱，将导致中国外贸盈余和经常账户盈余的持续增长。**进行结构性改革，使消费占主导地位，是任重道远的一项任务，需要更多、更有力的政策，才能从根本上改变中国消费和投资的格局。**

作为全球主要出口国，中国长期保持经常账户盈余，这意味着中国在投资账户上积累了大量海外资产。在巨大的贸易顺差和海外资产积累背景下，对于美国这样的全球主导国家，失衡问题显著，其试图通过关税政策解决这一问题，实现一定程度的贸易再平衡。然而，实际效果是美国进口成本上升，但通胀并未大幅波动，这表明美国厂商承担了关税压力，而非美国实体经济。与此同时，因为庞大的生产能力和高储蓄率，中国的外贸盈余可能会继续保持。中国积累的海外资产可能不再流向美国国债，而是转向其他市场，如黄金、加密货币以及中国离岸市场，例如香港股市等。

中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席杨瑞龙认为，在选择不同的政策手段时，以下七个原则可以作为关键考虑因素。一是对政策手段反应的大小，应选择最有力度的政策手段。二是政策手段显效的适度与结果，应选择能够较快实现政策目标，并且能够迅速显现政策效果的手段。三是政策手段克服不合理经济现象的作用大小，偏好选择能够对非合理经济现象起到决定性作用的政策手段。四是资源成本，应选择能够实现一定的政策目标，且成本花费较小的政策手段。五是选择性与变动性，应选择能够以选择性方式实现政策目标的政策手段，并且偏好具备一定变动性的政策工具。六是间接经济效益，应选择正面间接效益大于负面间接效应的政策手段。七是社会政策效应，应选择能够最大化社会利益，同时最小化社会政策成本的政策手段。**在当前宏观经济背景下，财政政策的效果优于货币政策。**

关于政策的发力重点应侧重于投资端还是消费端这一问题，**一方面，投资仍然是至关重要的。**过去，我们通常通过投资来推动经济增长，已经形成了较为熟悉的思维惯性、政策机

制和相关配套措施。为了防止低效投资，应建立黑名单制度，确保资金流向高效部门，最大限度地发挥资源的使用效率。另一方面，需要通过财政政策来促使消费这一慢变量转变为相对的快变量。未来，可以把消费作为财政政策框架中一个更为重要的环节。我们应出台更多能够直接刺激消费的短期有效政策，通过投资端和消费端的同时发力，共同推动投资需求和消费需求的增长，从而促进经济的可持续稳定发展。

# 投资驱动还是消费驱动？

余永定 中国社科院学部委员

以下观点整理自余永定在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第105期）上的发言

## 一、“消费驱动”的增长方式并不存在

关于“消费驱动”这一说法，谈论最多的是美国经济学家，例如克鲁格曼和萨默斯。克鲁格曼声称，中国长期以来“投资驱动”的增长方式使中国经济濒临金融危机的边缘；萨默斯则认为，中国“投资驱动”的增长模式已经走到了尽头。在讨论“投资驱动”还是“消费驱动”的选择时，首先要明确我们所讨论的是长期经济增长问题还是短期宏观调控问题。西方学界谈论中国的“投资驱动”时，实际上是指中国的经济增长战略和增长模式，即所谓的 Growth Strategy 或 Paradigm。如何实现中国经济的长期稳定增长（发展）同在某个特定年度如何使中国经济增速实现某个特定经济增速目标如 2025 年如何实现 5% 的 GDP 增速目标，是两个性质完全不同的问题。前者关注中、长期经济增长，研究的是供给方问题；后者侧重短期调节，研究的是需求方问题。作为长期经济增长问题，根本不存在“消费驱动”这样一种经济增长方式。

以马克思主义的再生产理论为例，将马克思两大部类再生产理论数学化后可以得到： $Q_t = Q_{1,0}(1 + \frac{s_1 m_1}{d_1 + 1})^t + Q_{2,0}(1 + \frac{s_2 m_2}{d_2 + 1})^t$ 。其中， $Q$  代表社会总产品，下标 1、2 代表部类。 $M$  是剩余价值； $d$  和  $m$  分别是资本有机构成和剩余价值率； $s$  是储蓄率， $s_1 = \frac{\Delta C_1 + \Delta V_1}{M_1}$ ， $s_2 = \frac{\Delta C_2 + \Delta V_2}{M_2}$ 。在上述等式中，储蓄全部转化为投资，储蓄率越高社会总产品的产量增长越快。逻辑的结论当然是“消费率”越高社会总产品的增速越低。

以列宁的再生产理论为例，列宁在 23 岁时在一篇题为《论市场》的文章同民粹派进行论战，用“数例”构建了一个实质上是一个差分方程组的增长模型。列宁利用这个模型证明，尽管俄罗斯贫困、消费不足—第二部类得不到发展，但由于有机构成在不断提高，第一部类可以脱离第二部类增长缓慢的束缚而增长。因而，俄罗斯必然进入资本主义社会，社会主义革命不可避免。

资本积累驱动经济增长不仅是传统马克思主义政治经济学的核心观点，在新古典主义经

济增长理论中，情况亦是如此。例如，在最早的现代经济增长理论模型—哈罗德－多马模型中，“经济增速=储蓄率/资本产出率”。由于假设储蓄完全转化为投资，储蓄率=投资率。该模型表明：经济增长由投资率与投资效率决定，消费的增加意味着储蓄和投资的减少。在其他因素给定条件下，消费的增加将导致经济增速的下降。

从标准生产函数（规模报酬不变的考布-道格拉斯生产函数）推导出的经济增速为：

$$\frac{\Delta Y_t}{Y_t} = \alpha \frac{\Delta K_t}{K_t} + (1 - \alpha) \frac{\Delta L_t}{L_t} + \Delta A_t$$

其中  $\alpha$ =资本产出弹性， $1-\alpha$ =劳动产出弹性， $A$ =全要素生产力（技术进步）。

该模型表明，给定资本产出弹性和劳动产出弹性，经济增速是投资、劳动力投入和技术进步的函数。显然，对于决策者而言，投资、劳动力投入和技术进步都是十分重要的，必须掌握好三者的比例关系。当前，中国政府十分强调产业和产品创新，把技术进步对经济增长的推动作用放在十分突出的位置。就这种情况而言，可以说中国存在“投资驱动”和“技术进步驱动”之间的选择，但技术进步不是从天而降的，技术进步离不开各种形式的投资。因而，也可以说中国面临“一般性投资驱动”和“注重创新的投资驱动”之间的选择。

可以对生产函数加以扩展，把制度变迁、人力资本等因素包括进去。人力资本的改善同教育、健康等因素有关，如果说消费对经济增长存在拉动作用，那么这种拉动应该是通过人力资本改善实现的。但消费—人力资本改善—经济增长的传递机制需要具体的量化研究，不是简单说说就可以得出结论的。同时，能够改善人力资本的消费是某些特定类型的消费，而这种能够改善人力资本的特定类型的消费的提供是同传统意义的投资密不可分。

总之，对决策者来说，在不同时期，由于条件不同，经济增长对投资、劳动投入和技术进步的依赖程度会有所不同，在不同时期的增长模式可以贴上“投资驱动”、“劳动力驱动”或“技术进步驱动”的标签。但不管怎么说，不存在“消费驱动”这样一种经济增长方式和战略。东亚金融危机爆发前，克鲁格曼批评东亚经济的增长仅仅依赖资本投入而不是技术进步。他的说法是否正确姑且不论，但他当时也并未主张东亚国家应该实施“消费驱动”的增长战略。

除理论之外，西方经济学家也对经济增长和消费之间的关系进行了经验研究。例如，巴罗在他的著名教科书中《经济增长》一书中明确指出，跨国的经验证据表明，消费支出量对

经济增长的影响是负面的。他还指出，总投资对GDP比与体现为教育和健康的初始人力资本存在正向关系。

一项经济活动可能同时兼有投资和消费的双重性质，一件产品也可能兼有投资品和消费品的性质。如登山、健身支出的既可以看作是纯粹消费支出也可以看作是人力资本投资。一辆汽车既可能是消费品也可能是投资品（取决于汽车的用途）。不可否认，某些类型的消费作为人力资本投资，对经济增长具有驱动作用。这种类型的消费对经济增长的作用到底有多大，还需要通过经验研究加以确定。但无论如何，在不加严格限定的情况下把消费说成是经济增长的“驱动力”，提倡中国的经济增长方式应从“投资驱动”变换为“消费驱动”在理论上是完全错误的，其后果也是不难想见的。

否定“消费驱动”增长模式的存在并非意味着投资越多越好。投资同经济增长之间的关系并非是线性的。在给定条件下，投资率存在一个理论最优值。以哈罗德-多玛模型为例，投资率（储蓄率）太高可能导致资本-产出率达上升，因而过分提高投资率可能导致经济增速下降而不是上升。当然，资本-产出率上升也不一定是投资率过高造成的。由于某种原因导致资本-产出率上升，为了维持目标经济增速，政府可能还不得不进一步提高投资率。在改革开放前，中国片面强调提高储蓄率和投资率，结果导致经济效率下降、资本-产出率上升这种经验教训是不应该忘记的。

## 二、消费和投资之间的关系

消费和投资对社会福利的改善在长期是一致性。生产的最终目的是消费，给定收入，把更多资源配置于投资，消费就会减少，反正则反。但投资和消费并无矛盾，两者之间的关系实质上是现在消费还是在未来更多消费之间的选择，不同民族、文化、制度下和不同代际间，居民的时间偏好（或消费贴现率）都会有相当的不同。例如东亚国家普遍储蓄率较高，这是东亚奇迹发生的重要原因之一。大量计量分析表明，从长期来看，投资和消费高度相关，没有投资，就没有增长；没有增长，就难以支撑持续的消费。当前，中国面临的主要问题在于收入差距明显，基尼系数较高。贫困人口，特别是某些特殊弱势群体的救助问题亟待解决。

消费和投资的比例关系一种是马克思主义政治经济学的一个重要研究课题。苏联经济学家菲尔德曼于1936年提出的菲尔德曼模型建立在马克思在生产理论基础之上的。其中，作为第二部类产出 $Y_2$ 的消费总量

$$C = Y_2 = \frac{K_2}{V_2} = C_0 + \frac{1-r}{r} \frac{V_1}{V_2} \left[ \left( 1 + \frac{r}{V_1} \right)^t - 1 \right]$$

其中 K 为资本、V 为资本-产出率。下表 1、2 分别代表第一和第二部类。该模型要解决的核心问题是“现在多消费”还是“现在少消费以实现未来多消费”。模型中的重要参数 r 代表用于第一部类的投资  $I_1$  在总投资 I 中的占比

$$r = \frac{I_1}{I}$$

r 的取值决定了未来消费路径的不同，从长期的观点来看，要想使消费品的增长速度和整个经济的增长速度达到尽可能高的水平，就必须尽可能提高投入第一部类的生产资料在全部用于扩大再生产的生产资料中所占的比重 r，尽管这样做会影响近期生活水平的提高。菲尔德曼等认为，计划者最重要任务是正确决定如何在两大部类间分配投资，即选取适当的 r 值。带入具体数值可以验证：如果 r 值较高，即现在用于生产消费品的投资较少，消费量较小，随时间推移，消费品的生产会迅速增长量，并在某个时点上超过初期选择较高 r 值所对应的增长路径提供的消费品，取得“先苦后甜”的结果。

消费和投资之间关系也是新古典增长理论的重要研究领域。早在 1920 年代拉姆齐对这个问题进行了开创性研究。拉姆齐 - 卡斯 - 库普曼斯模型证明：投资并非越多越好，资本积累存在最优水平，在这一水平下，人均消费可以实现最大化。但这类模型的推导依赖都一些十分严格的假设，且一些参数难以确定（如“时间偏好”和“消费贴现率”）。这些理论可作为经济政策制定的参考，但实用价值不大。

索罗的经典增长理论模型假定：给定生产函数、劳动力增长速度和资本折旧率等因素，在不同储蓄率定义的不同经济增长路径上都存在由人均资本量和人均收入定义的某一点，在这些点之上都存在一个人均产出、人均资本、人均消费增长率都为零的稳定状态（steady state）。在索罗模型基础上，埃德蒙·菲尔普斯提出所谓“资本积累的黄金规则”，即如果在对应于由某一储蓄率定义的增长路径中的稳定状态下，人均消费水平大于所有其他稳定状态下的人均消费水平，该储蓄率所决定的人均资本量就是资本积累的最佳水平。对应于最佳资本积累水

平，人均资本的边际产出等于劳动增速加折旧率。“资本积累的黄金规则”仅仅是关于如何实现人均消费水平最大化的理论，对经济政策的制定有一定的参考作用，但同是消费驱动还是投资驱动的讨论也没有什么关系。

罗思义(John Ross)等人对大量经验数据的研究证明，GDP增长与消费增长之间存在超高的相关性。固定资本形成净额占GDP比重与消费增长高度相关，且经济规模越大，相关性越强。这些结论说明了消费与投资、并非对立，而是现在多消费、未来少消费，还是现在少消费、未来多消费。就中国国情而言，国民普遍重视养老保障、倾向为子孙后代留下一定积蓄，因此消费倾向相对较低，投资率相对较高。这种偏好并无所谓“好”或“坏”，如何在“现在”与“未来”之间取得平衡，是一个公共选择问题。

只有在有效需求不足的情况下，“消费拉动经济”的说法才是有意义的。由于有效需求不足，经济增速受到需求面的制约，我们可以根据国民收入恒等式对某一年度GDP增长的原因或可能性展开分析。根据支出法， $GDP=C+I+X-M$ 。这里C、I、X-M分别为最终消费、资本形成和净出口；政府支出G被分解到作为GDP构成部分的其他部分中。

基于支出法的GDP增长率的公式为

$$\frac{\Delta GDP}{GDP} = \frac{\Delta C + \Delta I + \Delta(X-M)}{GDP} = \frac{\Delta C}{C} \frac{C}{GDP} + \frac{\Delta I}{I} \frac{I}{GDP} + \frac{\Delta(X-M)}{X-M} \frac{X-M}{GDP},$$

在经济增长理论中，有一个隐含的假设：“有供给就有需求”；因而在经济增长理论中，需求约束是不予考虑的。在短期宏观分析中，假定供给是无限的，“有需求就有增长”。宏观经济调控的目的就是使由 $\frac{\Delta C}{C} \frac{C}{GDP} + \frac{\Delta I}{I} \frac{I}{GDP} + \frac{\Delta(X-M)}{X-M} \frac{X-M}{GDP}$ 决定的GDP增速=潜在GDP增速。如果由消费需求、投资需求和净出口决定的经济增速低于潜在经济增速，政府就应该采取扩张性财政货币政策，提高消费、投资和净出口的增长速度，使实际经济增速=潜在经济增速。“消费拉动（或驱动）经济增长”的说法，仅仅在增加消费需求可以弥补有效需求不足，使实际经济增速等于或更为接近潜在经济增速的意义上才是正确的。但如果总需求超过潜在增速，就会引发通货膨胀。在这种情况下，政府就需要抑制消费需求或其他总量需求，以便把通货膨胀控制在事前制定的通货膨胀率目标上下。

### 三、中国的消费率是否过低？

许多人认为中国的消费率过低。从数据来看，以2022年为例，中国最终消费是美国的

43%（汇率 1: 7），2022 年中国最终消费（63.8 万亿），在 GDP 中占比为 53.2% (=63.8/120)；2022 年美国最终消费（21.08 万亿美元），在 GDP 中占比为 82.9% (=21.08/25.44)。但同时，中国社会零售商品支出是美国的 87.4% (=6.29/7.2)（不直接可比），2022 年中国社会零售商品支出为 44 万亿元，按 1:7 汇率为 6.29 万亿美元，2022 年美国的商品（goods）消费支出和餐饮消费（Food services and Accommodations）分别为 5.94 万亿美元、1.25 万亿美元，加总为 7.2 万亿美元。

造成中国最终消费对美国最终消费之比同中国社会零售商品支出对美国商品+餐饮支出之比之间的巨大差距（43% 对 87.4%）的主要原因是美国最终消费中消费服务所占比重远高于中国。从消费品支出对 GDP 比的角度看，中国明显超过美国。2022 年中国 GDP 是美国 GDP 的 70% 左右；2022 年中国的社零是美国商品消费支出（包括餐饮）的 87.4%。换言之，从拥有消费品（汽车、电视机、空调等）的角度看，中国的消费支出对 GDP 之比明显超过美国。中国服务消费/GDP 比明显小于美国服务消费/GDP 比。但其中多少是由于量，多少是由于价格导致需进一步研判。经验可使我们感知美国和西方国家服务价格明显高于中国（你在西方敢请保姆吗？）。此外还存在许多统计口径和方法问题。这些问题都倾向低估中国最终消费对 GDP 比。

在美国，服务消费在最终消费中的占比通常在 60%-70% 之间，新冠疫情前美国服务消费占比为 69%，服务消费明显高于商品消费。而中国的消费结构则完全不同。2022 年，全年全国居民人均消费支出 24538 元，其中人均服务性消费支出 10590 元，占居民人均消费支出的比重为 43.2%。众所周知，美国服务消费的价格远高于中国。因此，在考虑消费结构与价格差异后，中国与美国在统计意义上所呈现出的消费差距，实际远没有数据所展示的那么显著。经过粗略估算，若从最终消费结构（包括商品消费与服务消费）入手分析，在商品消费占 GDP 的比重方面，中国大约是美国的 1.25 倍。

$$\frac{\frac{\text{中国社零}}{\text{美国社零}}}{\frac{\text{中国GDP}}{\text{美国GDP}}} = \frac{\frac{\text{中国社零}}{\text{中国GDP}}}{\frac{\text{美国社零}}{\text{美国GDP}}} = \frac{87.4\%}{70\%} = 1.25$$

中国居民更倾向于购买实物消费品，如汽车、电视等；而美国居民则更倾向于服务消费，如法律服务等。因此，从消费品拥有量角度来看，中国消费在 GDP 中的比重实际上是超过美国的。

此外，关于“中国居民可支配收入偏低”的说法，通常引用的是2022年中国居民可支配收入占GDP比重为43%的数据，而其他国家的这一比重普遍在60%以上。事实上，国家统计局公布的居民可支配收入有两套口径：一套基于入户调查，另一套基于资金流量表。2022年，基于资金流量表的计算，住户部门可支配收入占GDP比重为59.3%，二者差距显著。入户调查数据存在系统性偏差，因为入户调查需填写问卷，补贴金额有限，低收入群体更愿意参与，导致调查样本更多为低收入者。此外，部分居民在填写时还有“向外低报”的倾向。

与其他国家相比，2022年日本的居民可支配收入占GDP比重为56.22%，丹麦为46.1%，都低于中国按资金流量表计算的59.3%。英国为61.47%，仅略高于中国。各国国情不同，简单比较还不足以说明问题。尽管中国居民可支配收入水平确实偏低，但并不像某些观点所表达的严重偏低。由于统计数据本身存在不准确性，我们不应该对部分统计结果过度解读。

从实物消费量进行比较，中国生命预期高于美国（2021年78.2岁对76.1岁）；在实物指标方面，中国居民消费并不低于发达国家，在有些方面甚至领先于美国，例如卡路里摄取量、蛋白质摄取量、儿童身高、城镇居住面积、住房拥有率、教育年限、奢侈品销售、人均肉类消费等。如果考虑到社会实物转移(STIK)，世界银行2021年ICP价格（International Comparison Program 2021 prices）显示，中国在居住、教育、休闲和医疗的消费量是用市场汇率度量的消费量两倍多，考虑到最近三年中国的准通缩状况，中国在这些领域的消费量还要更高。

中国当前最大的问题在于收入分配差距过大，基尼系数虽然有所下降，但仍处于较高水平。根据李实教授的研究，在过去20年当中，中国收入差距出现了一个先上升、后下降、现在基本处在一个相对稳定的高位水平。2008年的基尼系数是0.491，接近0.5的水平，如果一个国家的收入差距的基尼系数超过0.5，会被国际社会认为是一个收入分配极端不平等的国家。我国基尼系数达到0.5之前出现了一个转折，收入差距的基尼系数出现了缓慢下降期，但下降的幅度并不大，7年的时间下降幅度不到3个百分点。2016年开始，我国基尼系数处在相对稳定的0.46-0.47之间波动的状态，意味着2016年开始我们的收入差距没有出现进一步缩小的趋势，而且收入差距仍然处在一个高位水平。**尽可能缩小收入差距不仅关乎社会公平与正义，而且有助于提高整个社会的边际消费倾向。**

综上所述，从消费占GDP比重的角度来看，中国与多数国家的差距并不像有些自媒体宣传的那么显著，但在追求共同富裕目标方面，我们确实仍有许多工作要做。

## 四、如何提高消费需求

今年我国设定的经济增长目标为 5%，而消费在 GDP 中的占比已接近 60%。若消费增速低于 5%，实现全年 5% 的经济增长目标将面临较大困难。因此，作为短期内宏观经济政策的重要一环，今年必须采取措施大力推动消费增长。

关于具体的促消费措施，学者的建议主要包括发消费券、降低个人所得税、改革社保制度。在消费券方面，这种主张在逻辑上是自洽的。但在实践中，我们经常会陷入逻辑上的循环论证：为了提高经济增速，需要扩大消费；为了扩大消费，则需要提高经济增速。从理论上讲，消费是收入、收入预期和财产的函数，或永久性收入的函数。发钱或消费券之类的方法可以使收入暂时增加，但这一作用的实际效果与可持续性仍然存疑。

2024 年 1 月-11 月增速低于 3.5% 的消费品类别，由低到高顺序排列为：金银珠宝类（-3.3%）、建筑及装潢材料类（-2.3%）、化妆品类（-1.3%）、文化办公用品类（-1.3%）、汽车类（-0.7%）、服装鞋帽针织纺织品类（0.4%）、石油及制品类（0.6%）、日用品类（2.7%）、家具类（2.9%）。增速高于 3.5% 的消费品类别为：药品类、食品饮料烟酒类、通信器材类、家用电器和音像器材类和体育、娱乐用品类。不难看出，增速下降最多的是奢侈品，其次是非生活必需品，生活必需品增速则基本与 GDP 增速同步或高于 GDP 增速。在这种背景下，消费券是否能够显著带动消费增长存在不确定性。

第一，消费需求减少可能主要是中高收入阶层的高档消费品需求减少导致的，而这又可能是因为中高收入阶层的边际消费倾向较低，但受收入水平和资产价格（如股票价格下跌和房地产价格下跌）变化的影响较大。第二，中低收入和低收入阶层的消费需求增速比较稳定。这可能是因为中低收入和低收入阶层的消费需求受收入水平变化的影响较小。即便收入下降，他们仍必须保持必需品消费水平不变。第三，由于消费券对高收入和中高收入阶层支出行为难以产生显著影响。对中低收入和低收入阶层来说，出于对未来不确定性的担忧，更倾向于将获得的额外资金用于储蓄而非用于消费。因而，消费券发放可能不会对总体消费水平和增速产生重要影响。

在减税方面，降低个人所得税的主要问题是中国的税收制度是以增值税为主体的，个人所得税的总量有限。2023 年，中国个人所得税总量为 1.4 万亿元。降低税率、提高征税门槛对消费增长的作用比较有限。但对于企业，特别是中小企业应该考虑减税。

在社保体系方面，中国的五项社会保险（养老、医疗、生育、失业、工伤）基本都是以精算为基础的，原则上不应因需要执行扩张性财政政策就改变各种保险金的缴费和发放规则。但其中的一些构成部分同财政支出密切相关，例如中国养老保险体系中的城乡居民养老保险（以农民参保为主）85%的资金来自财政转移支付，应该提高城乡居民养老保险金的发放标准，逐步减小城乡养老保险差距。

此外，社保体系中的最低生活保障覆盖范围和标准可以进一步提高。截至 2023 年末，最低生活保障惠及 663.6 万城市人口和 3399.7 万农村人口，全国城市最低生活保障平均标准为每人每月 785.9 元；全国农村最低生活保障平均标准为每人每月 621.3 元。虽然改善社保体系的举措主要是为了减少贫富差距，维护社会公平与正义，同宏观调控并无直接关系。但由于低收入群体边际消费倾向高，这些举措对增加居民消费能发挥一定作用。同时，政府也应该考虑发放生育补助的可能性。

为了避免“要增加收入就要增加消费，为了增加消费就要增加收入”的循环论证。我们必须找到一个“第一推动力”。这个第一推动力只能是由政府提供融资的基础设施投资。一笔基础设施投资会立即产生等量收入，这笔收入随即通过新的投资和消费又会产生新的派生收入。最初的一笔基础设施投资最终将产生数倍于初始投资的收入。基础设施投资导致收入增加—收入增加导致消费支出增加—消费支出增加导致收入增加的良性循环。通过增加基础设施投资启动消费不仅可能比通过发放消费券等方式更为有效，而且还将提高潜在经济增长速度。除基础设施投资外，政府还应该通过实施产业政策的方式，支持企业特别是创新企业的投资。

从刺激消费的角度来看，可以考虑的基础设施投资领域和其他政策措施包括：一是同消费没有直接关系的基础设施投资。这类投资虽然同消费没有直接关系，但这种投资可以通过增加居民的永久性收入，进而增加消费。二是可以满足未来消费需求的基础设施投资，例如以人为本的新型城镇化建设、不同类型养老院建设、专业陪护人员培训和工资补贴、医院建设、托儿所。三是消费者补贴（电动车补贴、电器补贴、养老机器人补贴），同时要符合产业政策要求。四是规范、支持课外兴趣、技能培训等服务行业发展，促进服务性消费（这一类服务是供给不足，而非需求不足）。五是增加相关财政支出，提高特定人群可支配收入，例如提高城乡养老保险和低保的覆盖放弃和发放标准、产妇补贴和儿童补贴。六是税制改革，调整收入分配格局，减少贫富差距，从而提高全社会的消费倾向。七是稳定房地产和股票市

场。八是为企业创新创造良好环境（供给创造需求）。

在中国的特定制度环境下，基础设施投资是一个宏观调控当局可以直接控制的政策变量，除了在当前发挥有效弥补总需求不足的问题，还能提高中国潜在经济增收。满当前关于中国基础设施“接近饱和”或“投资效率过低”的观点，值得商榷。CF40 研究团队测算，未来 5 年中国至少还有约 31 万亿的增量公共投资空间。

国家或国企的基础设施投资为相关产业的发展提供了必要条件，以 5G 为例，我国 5G 建设已累计投资超过 7300 亿元，截至 24 年 7 月末，5G 基站总数达到 404.2 万个，5G 移动电话用户达 9.66 亿户。投资主要由中国移动、中国联通、中国电信承担（一些互联网公司和设备制造商也参与 5G 基站的投资），政府也提供了部分支持。没有基站建设，阿里、腾讯、华为的发展是不可能的；没有巨大的发电能力，何来大数据算力？何来初创企业的发展？

2024 年 12 月 12 日中央经济工作会议提出要“提高投资效益”。投资效益既包括商业回报，也包括经济和社会效益。基础设施投资就其性质来说具有“公益性、长期性和基础性”。不能要求公共投组项目在短期内取得商业回报。例如，虽然从事基站建设的三大电信运营商盈利良好，但其他项目，如高铁，根据国铁集团财报数据，23 年以前亏损情况比较严重，但高铁网络的修建改变了整个中国的经济与社会生活，其社会效益难以估量。中国基础设施投资和建设能力是中国的制度优势，在总需求不足时期恰恰是最大限度发挥这种优势的时期。当经济充分恢复自主增长之后，政府主导的基础设施投资可以随宏观经济刺激政策的退出而逐步退出。

不可否认的是，以往的基础设施投资中确实存在严重浪费和重复建设等问题。2024 年 12 月国办发布了地方政府专项债券禁止类项目清单，这类清单十分必要，应该把这个清单作为基础设施项目审批的重要标准。

此外，在“十五五规划”期间，政府是否可以安排一些同当年执行四万亿刺激计划时期类似的大项目。例如，进一步推进“西部大开发战略”，沿河西走廊向中亚进一步开展大规模基础设施投资，并建立相应的经济走廊。中亚位于欧亚大陆的中心区域，是连接欧亚大陆心脏地带和边缘地带的关键区域，把西部大开发同建设中亚经济走廊相联系对于刺激内需，对于加强中国的国内安全和地缘政治地位都具有重要意义。

我们期待发改委尽快推出“十五五规划”期间的项目清单。

## 选择最优政策手段刺激内需

杨瑞龙 中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席

以下观点整理自杨瑞龙在CMF宏观经济热点问题研讨会（第105期）上的发言

4月份统计数据显示当前国民经济顶住压力稳定增长，延续经济趋稳的总体态势，若干指标表现良好。但外部环境仍然具有不确定性，多重风险交织叠加，国内经济回升向好的基础还需进一步巩固。正如许多专家所指出的，内需不足仍是经济运行中的一个突出矛盾，叠加外部冲击，未来中国经济增长面临一定的不确定性。因此，实现年内5%的增长目标有压力、有挑战。应对经济下行压力，我们需要继续加大对内需的刺激力度，但在政策手段选择及政策侧重点等方面依然存在分歧。

### 一、最优的政策手段选择：财政政策还是货币政策？

第一个问题，最优的宏观经济政策手段是财政政策还是货币政策。同一个政策目标可以通过不同的政策手段来实现，此时决策者面临选择问题，即选择哪种政策手段最有利于实现既定的政策目标，这实际上是一个估计政策手段的效率问题。在选择不同的政策手段时，以下七个原则可以作为关键考虑因素。

**原则一：对政策手段反应的大小。**主要考量目标变量对某一给定政策手段的反应大小，以及这一反应与决策者预期的一致性。应选择最有力度的政策手段。

**原则二：政策手段显效的速度与结果。**政策手段的选择应考虑预期效果能否实现及实现预期目标需要多长时间。应选择能够较快实现政策目标，并且能够迅速显现政策效果的手段。

**原则三：政策手段克服不合理经济现象的作用大小。**一般而言，偏好选择能够对非合理经济现象（如产能过剩、价格低迷等）直接起到决定性作用的政策手段。

**原则四：资源成本。**政策手段往往需要一定的资源成本，包括直接成本和间接成本。应选择能够实现一定的政策目标，且成本花费较小的政策手段。

**原则五：选择性与变动性。**由于政策手段具有灵活性，应选择哪些可以以一种以选择性方式实现政策目标的政策手段，并且偏好于具有一定变动性的政策工具，从而提高政策效率。

**原则六：间接经济效益。**某些政策措施在实施过程中可能会产生间接效应，应选择正面间接效益大于负面间接效应的政策手段。

**原则七：社会政治效应。**应从社会整体效益的角度来衡量，选择能够最大化社会利益，同时最小化社会政策成本的政策手段。

在当前宏观经济背景下，财政政策的效果优于货币政策。通常来说，在需求不足的情况下，财政政策的效果大于货币政策，且起效较快；在通货膨胀环境下，货币政策的选择空间更为广泛。目前我国宏观经济的主要问题是需求不足，物价水平低迷，尽管当前名义利率已经处于较低水平，但实际利率仍然较高。关于是否应出台零利率政策，当前存在一定的争议。许多专家认为，在中美利差倒挂的情况下，我国降息空间相对有限。目前，我国一年期活期存款利率几乎接近零，一年期定期存款利率跌破1%。在需求不足、产能过剩的背景下，融资成本不再是决定企业投资的最主要因素，更为重要的是企业对未来的预期和信心。因此，在当前形势下，财政政策显得更加快捷和有效，通过财政手段的有效启动，或减税，或增加政府开支等，都可以改善企业和家庭的预期，从而可以显著提振投资信心与消费信心。

## 二、政策的发力重点：投资端还是消费端？

财政手段可分为收入政策与支出政策。与支出政策相比，目前收入政策的使用空间相对有限。例如免税政策和优惠政策等刺激经济的措施，其作用空间并不广泛；通过税收体制改革或税收政策调整来刺激需求的实施成本较高。相对而言，通过财政支出政策刺激投资和消费的操作空间较大，包括扩大财政赤字以增加财政支出。财政支出涵盖多个领域，主要包括投资和消费方面的支出，如基础设施投资、消费补贴、社会保障、失业补贴、转移支付等，财政支出政策既可以从投资端、也可以从消费端发力。

第二个问题，政策的发力重点应侧重于投资端还是消费端？毫无疑问，在当前内需不足的宏观环境下，适当扩大财政赤字来加大财政支出的力度有助于向市场传递一个明确的信号，从而改善微观主体的预期。但通过扩大财政支出来刺激内需的过程中应考虑财政赤字的可持续性，过度扩大财政赤字可能对未来经济产生负面影响。如何在有限的财政预算规模的情况下提高财政支出刺激内需的效果，财政支出重点需要在投资和消费之间做出权衡。政府在基

础实施等方向上的投资能对经济发展具有拉动作用是毋庸置疑的，但许多专家也提出了对当前基础设施等投资效率的担忧，尤其是有投资价值的基础实施项目越来越少。有些地方建设了机场，每年的客流量远远不能覆盖其运行成本，每年都用动用财政资金弥补其亏损，地方重复建设问题突出，造成资源错配与浪费。

基于以上分析，短期内财政支出政策的重点应更多集中于消费端。然而，有专家认为，消费是慢变量，投资是快变量，在短期内有效提振需求方面，投资的作用更为显著，因此要更多通过投资端来拉动经济。确实，从经济学原理上来说，消费取决于收入，而收入受制于就业，就业则决定于企业对劳动力的需求，而这又与企业投资有关，相对于投资而言，消费是慢变量，即它要经过一个循环才能影响消费。但财政政策可以通过有效刺激消费，使其成为快变量。例如消费补贴、以旧换新政策等，特别是通过向居民发放消费券、加大社会保障的资金注入、成倍提高农民的退休金等方式能够改善居民的预期，在较短的时间内提振消费。正如余永定教授所提到的，如果通过财政手段使居民的永久性收入得到提高，这一政策将能在短期内对消费产生显著效果。此外，目前就业形势面临一定挑战，尤其是年轻人群体的就业压力较大，可以通过财政支出完善失业救助基金和失业补贴等政策，这将有助于刺激消费端。

应该说，应对当前需求不足，财政政策应同时在投资端、消费端发力，但我们需要改变一下我们的习惯性思维，可以在消费端采取更加有力的措施。一方面，投资仍然是至关重要的。过去，我们通常通过投资来推动经济增长，已经形成了较为熟悉的思维惯性、政策机制和相关配套措施。为了防止低效投资，应建立黑名单制度，确保资金流向高效部门，最大限度地发挥资源的使用效率。另一方面，需要通过财政政策来促使消费这一慢变量转变为相对的快变量。未来，可以把消费作为财政政策框架中一个更为重要的环节，出台更多实实在在的够直接刺激消费的短期有效政策措施刺激消费，通过投资端和消费端的同时发力，共同推动投资需求和消费需求的增长，从而促进经济的可持续稳定发展。

# 如何实现投资与消费的相互促进？

刘尚希 中国财政科学研究院原院长

以下观点整理自刘尚希在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 105 期）上的发言

## 一、投资与消费是一体两面的关系

今天围绕投资与消费的关系，探讨财政政策应偏重于消费还是投资。这个问题的提出实际上将本质上一体的问题割裂开来了，用于投资和用于消费都是政府的支出，是政府支出扩张中的结构问题。当前需要关注的首先是政府支出扩张的力度，其次才是政府支出的结构优化。支出扩张的力度决定了扩大总需求目标的实现程度。从经济循环角度来看，投资与消费是相辅相成的，短期内都是政府需求扩张的着力点。扩大内需既需要促进消费内需，也需要增强投资内需。目前，民间投资增长乏力，而政府更多侧重于投资支出；在消费支出刺激方面则多为政府转移性支出，如发放消费券、消费品以旧换新补贴、适老化改造补贴、育婴补贴等，呈现为一种结构性的政策，总量性扩张在地方层面表现并不充分。

从长期来看，投资积累物质资本，是推动经济增长的基础；没有资本积累，经济无法增长。而消费不仅仅是对财富的消耗，它还能转化为人力资本，尤其在创新驱动发展阶段，人力资本的积累愈发重要。物质资本是经济增长的基础条件，而人力资本则是推动创新的关键。由此可见，消费与投资应当协同作用，无论从稳定经济来看，还是从发展经济来观察，两者是内在关联且相互促进的整体。

在经济循环中，投资和消费相互促进。政府的投资可以带动民间投资，当然是有条件的；而政府消费亦即公共消费以及消费补贴也能激发私人消费。基于此，单纯的争论投资和消费哪个更为重要，或政府政策应偏重投资还是消费，显然不如从整体循环的角度审视两者的关系更可取。

此外，投资乘数的大小受边际消费倾向的影响，边际消费倾向越高，投资乘数越大，二者呈正相关；反之，边际消费倾向低则投资乘数较小，二者可能出现相互制约。因此，投资与消费的关系应从整体循环角度理解，避免将其视作二元对立的简单问题。

政府支出在传统经济学中一直被视为外生因素，但如今其内生性愈加明显。政府的支出和收入在国民经济循环中发挥着不可或缺的持续作用，在货币循环中发挥特殊的功能；尤其在需要加强宏观调控时，其作用更为突出。随着公共消费在经济社会高质量发展中的重要性及其占GDP比重上升，政府支出的内生属性日益显现，类似于货币的内生性问题，当前的共识是政府支出不仅仅在经济波动时起作用，而且是日常经济循环中的重要组成部分。而问题是政府支出在经济循环中出现了梗阻不畅的现象，如与人的流动脱节、空间错配、资金闲置、支出责任高度不确定性以及未来支付义务快速上升等等。

## 二、投资与消费的合力在于怎样形成良性循环

### 1、理论视角：转向人本逻辑

经济发展、宏观调控，当然包括财政政策在内，其底层逻辑都要从物本逻辑转换为人文逻辑，一切围绕着“人的需求”来做文章。这看似是一个常识性问题，不言自明，但在实际运行中却往往变异为物本逻辑——政府投资、公共服务都是以“项目”为本，钱花了，事干了，形成了产出就算是达到了目标，至于其产出是否满足了人们当前和未来的需求，其利益相关者是哪些群体，支出部门想得不多，与人脱节的现象相当普遍。政府投资与消费的合力应从人的需求出发进行理论构建。从物质财富的角度，投资驱动经济增长；而从人力资本的角度，消费形成人力资本的积累，健康素质、知识获取、技能提升、家庭迁徙等同样重要。经济增长的本质是为满足人的需求，物质生产最终服务于人自身的发展。就此而言，政府的投资与消费都应围绕人的基本需求，尤其是不同区域群体的需求来设计和提供。基于人本逻辑，投资和消费自然就统一起来了。

然而，由于城乡二元体制的制约，农民在向城市流动时仍面临身份问题，尽管户籍制度逐步放开，进城后的公共服务不平等依然存在。全国超过一半人口依然保持农村集体经济组织成员身份，也只有保持这一身份，才能拥有农村的各种财产权利，如宅基地、承包地和林地等用益物权。放弃这一身份，意味着变成无产者，这也是农民难以全家迁徙在城市扎根而变成真正市民的体制障碍。因此，当前人口流动仍停留在劳动力要素层面，无法实现家庭的自由迁徙。尽管大量农村劳动力涌向城市，但他们在社会层面上未能摆脱“农民”身份的束缚，这种身份不仅是经济或职业特征，更演变为影响其获得平等待遇的社会身份。家庭迁徙需求不仅仅涉及劳动力的流动，还包含社会认同与身份的转变。这种基于促进社会转型衍生

的公共投资和公共消费，其需求其实是巨大的，从这一角度出发，政府的投资与消费若围绕人的这类需求展开，便实现了投资与消费的统一，而且潜力很大。

## 2、现实视角：人本逻辑的机制化和体制化

政府的投资和消费要形成合力，理论上需要转向人本逻辑，实践中则体现在推动市民化的进程之中。市民化不仅是城市问题，更涉及农村的综合改革，特别是农村集体经济所有制实现形式的深化改革，让农民财产权利可估值、可抵押、可交易、可携带。随着农民对城市生活的向往，农村发展空间的局限性——就业难、增收难，使得农民希望脱离土地和农村，寻求更多的发展机会。市民化进程的滞后性，反映了城乡二元结构中，劳动力作为生产要素的流动放开，而在社会主体层面的流动却受到限制。农民的财产、家庭在农村集体所有制框架下，即使离土离乡进了城也是如此，与工作、生活在国有土地上的市民相比，其自由选择的空间要小得多，面临更多体制约束，这导致了农民和市民这两大群体在发展机会上和起点上的不平等。这意味着人本逻辑仍没有从一种观念转化为可内化的一种体制和机制。

为了促进社会公平，首先需解决作为国民在起点、机会上的不平等，尤其是在收入和财富差距的背后，城乡二元结构的制约作用是关键。通过实施更加积极有力的财政政策，政府应在推动家庭迁徙和市民化方面发挥作用，从而促进更广泛的社会流动和社会公平。这一过程需要将政府投资与消费聚焦人的需求——农民市民化，推动结构性改革，加快城乡二元结构，让以人民为中心的发展思想，也就是人本逻辑机制化体制化，真正落地，实现更公平和可持续的发展。

## 3、央地关系视角：促进人口流动和市民化应成为中央事权

政府的投资和消费要形成合力，离不开体制基础，特别是央地财政关系。当前宏观调控对地方政府财政的依赖性很大，也影响了宏调效果，这主要源于央地财政关系，集中反映在“三个不等式”上：地方财政支出超过全国财政收入，对地方的转移支付超过中央本级收入，且地方债务超过中央债务。地方支出占全国支出的比重高达85%，包括基金预算在内，地方支出占比可达90%。因此，实施积极财政政策需要依赖地方支出的扩张，只有地方支出得到有效扩大，财政政策才能更加有力地发挥作用。但问题是地方支出的扩张受到了各种约束，地方无能为力。这反映出宏观政策目标和政策手段之间匹配性仍有待于进一步提高。

当前地方支出的扩张力度不足。从今年1-4月的数据显示，中央支出增长了9%，而地方支出增长仅为3.9%。中央财政收入虽有所下降，而中央支出仍在扩大，问题是占比小，撬动效果有限。地方收入有所增加，而支出增幅较小，显示出地方支出难以扩张。在地方支出占比很大的情况下，这影响宏观调控的效果。因此，要实现更有效的财政政策，必须改革央地财政关系，尤其是提高中央本级支出的占比。这一改革对于推动投资和消费的协同发展和人本逻辑机制化体制化至关重要，且在当前经济形势下尤为迫切。

# 如何确定促投资和促消费的政策定位

李迅雷 中泰国际首席经济学家

以下观点整理自李迅雷在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第105期）上的发言

投资和消费均属于内需，都是稳增长的利器。但投资和消费的功能有所不同，投资最终可以形成资本，增加供给或扩大产能，消费则是用来满足人们的物质和精神的需求；尽管投资和消费都可以贡献GDP，但在财政资源有限的情况下，需要比较投资和消费的乘数效应来决定如何分配用于投资或用于消费的财政支出比例。时至今日，在扩内需的大框架下，学界对于稳增长政策应该更侧重于投资，还是更侧重于消费存在较大争议。笔者认为，不同的经济发展阶段、不同的外部环境、人均GDP水平、不同的居民收入结构、人口老龄化水平和城市化率等，决定了政策刺激的方向和力度。当前形势下把促消费放在首位无可厚非，以下从四个维度来论述促投资或促消费政策的孰重孰轻及如何发力。

## 一、从经济大循环的角度看应该促投资还是促消费

2020年，中央提出“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”，因为经济循环畅通才是经济可持续发展的前提。但国内大循环很长时间以来就存在堵点，如面临部分行业产能过剩、有效需求不足等长期问题；自2012年底至今，我国的PPI在大部分时间内均为负值。今年国际大循环又受到一定阻碍，原因是特朗普上台后实施高关税政策，尽管贸易谈判最终结果尚不明朗，但预计今年出口将出现负增长，这可能又将导致一批出口商品会转向内销，加剧了产能过剩问题。

对此，是否需要大力促消费及提高投资效率，已不再是争论焦点，当前更应聚焦于扩大消费。这些年来民间投资增速总是在零和负值中徘徊，且2021年后房地产进入下行周期，房地产投资持续负增长，每年增速均约为-10%左右。此外，房地产市场的不振和较低的产能利用率拖累经济，地方政府土地出让金收入大幅减少，隐性债务压力加大，地方债务（一般债加上专项债）增速大致为GDP增速的三倍以上，这势必会打击地方政府的投资意愿，也影响了国内经济的良性运行。因此，在当前经济形势下，推动居民部门消费增长已成为必然选择。

## 二、从居民收入结构和增长率看如何才能促消费

促消费一方面是要提供良好的消费场景且适销对路，但另一方面，是要让居民收入增速加快。由于我国居民部门的最终消费对GDP的贡献不到40%，而大部分国家都在50%以上，如美国为68%，日本55%，印度60%。故要提高我国居民部门的消费水平，应该让居民部门可支配收入的增速超过GDP的增速，目前居民收入增速基本与GDP增速同步。增加居民收入，还可以从提高社会保障，如养老、教育、医疗等方面提供更多更好的公共服务，从而让居民敢消费。

此外，从居民收入结构不平衡的角度来看，促进消费的关键在于改善居民收入分配结构。从国家统计局家庭调查大队的抽样调查结果看，长期以来我国居民可支配收入占GDP的比重徘徊在43-44%之间，这一比例显然偏低；但另一种统计，即从国民经济平衡表下的资金流量表数据显示，住户部门的可支配收入占GDP的比例约为60%，与国际平均水平接近。

值得注意的是，这60%的居民可支配收入中，低收入、中低收入、中等收入、中高收入和高收入群体的份额各占多少并不清楚。因为两种统计方法的差异高达16个百分点，如果按照居民可支配收入接近国际平均水平60%的占比，我国居民消费对GDP的贡献就不应该那么低；如果按照44%的占比，居民存款总额似乎又不应该那么高（截至今年四月末，居民银行存款已达到160万亿元）。因此，可能的解释是中低收入群体在居民可支配总收入的占比中不高。这就需要提高中低收入群体的收入增速，从而提高他们可支配收入的占比。

我曾经做过测算，在居民可支配总收入不变的情况下，如果中低收入群体的收入占比（假设目前占比为30%）能够提高1个百分点，则可以增加2500亿元的消费增量。这是因为高收入群体的边际消费倾向低，而中低收入群体的边际消费倾向高。而要缩小居民收入差距，就需要加速推进财税体制改革，尤其是个税改革。

今年由于出口对GDP的贡献会显著下降，或为负贡献。而GDP的增长目标又为5%，那么，社会消费品零售总额的增速应该要超过5%，而去年只有3.5%。

### 三、从优化财政支出结构的角度来扩大消费、提高投资效益

从财政支出的结构看，它对于经济结构的长期影响不容忽视。目前，在国家的财政总支出中，约85%左右的支出集中在地方政府，中央政府的占比相对较小，这是因为中央转移支付给地方规模越来越大，超过10万亿元。目前约85%的财政支出由地方承担，仅15%由中央支出，

显然这一比例不利于中央财政在宏观调控中发挥更大作用。西方国家通常有50%以上的财政支出属于中央政府的，从而提升宏观调控的效能。

由于中央和地方之间的分工不同，中央对地方进行政绩考核，这种考核方式会直接影响地方政府的行为模式。例如，由于近年来稳增长的重要性提高，对地方GDP增长目标的考核权重就会加大，为了完成考核指标，地方政府应该更倾向于拉动投资，因为投资是快变量，而消费是慢变量。我国官方文件明确强调“让消费在经济发展中起基础性作用，让投资在经济发展中起关键性作用”，但由于地方每年都面临GDP目标的考核任务，而通过投资来拉动是有抓手的，靠消费拉动缺乏抓手，且见效慢，这就可以解释为何我国投资（资本形成对GDP的贡献长期维持在42%左右，是全球平均占比的两倍多）。

再举一个例子。即为何各地在投资新能源、电动车、芯片及其他高端制造业方面存在一哄而上、投资同质化竞争，进而导致产能过剩的现象？这是否也与考核机制有关，即要求地方大力发展高新技术产业、实现新旧动能转换等的考核指标有关？如果确实与此相关，解决方案有两种，一种是优化考核指标，如把消费占GDP的比重作为考核指标，或者把投资效益（投资回报率、资产负债率等）作为考核指标。另一种方案就是减少转移支付规模，相应增加中央政府的事权和财权，减少地方政府的事权和财权——这将有利于增强中央政府的宏观调控能力，实现全国一盘棋。

今年《政府工作报告》首次提出“投资于人”，这与促消费一脉相承。因为把更多资源投入到人的发展和保障上，这有助于人力资本的增值。因此，在政策执行过程中，必须将“以人为本”的理念落实到实际操作中及地方政府的政绩考核中。如加大医疗、教育培训和养老等方面的投入，推动农民工市民化等举措，可以进一步提高劳动力素质。在高质量发展的要求下，对人力资本的投资一定会有长期回报。

#### 四、顺应老龄化加速与人口流向趋势，提高投资和消费的乘数效应

从老龄化加速和人口流动的大趋势来看，如何提高投资效益和发挥消费的乘数效应非常重要。我国自2021年人口总规模达到最高点以后，连续三年总人口减少，估计到2027年总人口将跌破14亿，到2039年跌破13亿。另一方面，人口老龄化加速为社会保障体系带来了巨大压力。中国自2021年步入深度老龄化，即65岁以上人口占总人口的比重超过14%，预计到2030年该比重将达20%以上，进入超老龄化社会。即中国只用了9年时间进入超老龄化国家，而当

年日本用来12年时间、法国用了24年时间、德国用了36年时间。由于老龄化进程远快于其他国家，则财政支出结构需要进行及时调整，以应对加速老龄化的需求。因为从全球看，深度老龄化社会均是消费型社会，而且从深度老龄化到超老龄化过程中，GDP 增速都会下一个台阶，消费对 GDP 的贡献明显扩大。

我国加速老龄化过程中，比当初步入老龄化的国家有两个显著不利因素的是“未富先老”和“为富先债”，因此，提高投资效益和提高消费乘数，即消费对 GDP 的贡献率均显得非常重要，这样可以降低债务的增速。

在人口流向方面，尽管有户籍制度等限制因素仍然存在，但人口流动的方向，即从农村向城镇流动、从北方向南方流动以及从西部向东部流动，都呈现长期特征。为了有效配置资源，基础设施投资应该顺应未来十年的人口流动的特征和方向。例如，人口密集度不断提高的地区将需要增加基础设施投入，以提升劳动生产率和整体经济效率。

如果简单地把固定资产投资总额作为分母，GDP 作为分子来构成投资乘数，那么，我国已经有超过十个省的投资乘数小于1，且这些省份绝大部分属于人口净流出地区。由此可见，投资流向与人口流向相反的话，投资乘数会比较低，债务增长会比较快。

中国的基础设施规模在全球已经遥遥领先，如高铁总里程占全球60%以上，高速公路、地铁总里程占全球40%以上，相比之下，人口只占全球17.5%。因此投资乘数的下降是必然的，如这些年来，城投债的回报率（ROIC）不断走低，从2011年的2.23%降至2023年的0.46%。美国早在70年代就出现了铁锈地带，故今后投资一定要考虑区域的人口变化情况，注重投资预期回报率，尤其看能否带来持续收入和现金流。

在人口老龄化加速和人口从城镇化走向大城市化的过程中，人口的集聚度会显著提高，即大城市的人口越来越多，中小城市、偏远地区的人口减少。在这种情况下，服务消费的乘数效应将大于商品消费。而且，服务消费对于吸纳就业也是非常有利的。美国总就业中84%

分布在服务业，德国和日本也有70%，因此，大力发展服务业、提高服务消费的比重，既顺应老龄化加速的需求，也符合人口集聚度加大的逻辑。

# 中国经济增长与消费结构的矛盾：投资、储蓄与贸易顺差的深层分析

洪灏 著名经济学家

以下观点整理自洪灏在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第105期）上的发言

## 一、疫情后投资增速上升与消费不足

自2022年疫情后，中国的投资增速显著上升，尤其是在“三条红线”政策实施后，房地产市场的投资增速持续下降。与此相对的是，中国通过大规模投资实体制造业，特别是高端制造业，巩固了作为全球制造中心的地位，并保持了约5%的GDP增速。尽管如此，这些投资导致了过剩的制造业产能，尤其在疫情后的全球经济恢复和产业链修复背景下，产能过剩问题逐步显现。

在宏观经济学中，“投资等于储蓄”这一等式揭示了中国在投资和储蓄方面的独特特点。尽管中国的投资水平相对较高，但传统文化中“未雨绸缪”和“养儿防老”的观念使得中国的储蓄率显著高于其他发达国家。同时，中国的边际消费倾向较低，这导致了高储蓄与投资的并存，而缺乏强劲的内需。结果，中国出现了巨大的贸易顺差，2021年贸易顺差达到了历史新高，月度规模接近990亿美元。这一贸易顺差不仅体现了中国在制造业中的比较优势，也反映出尽管投资力度巨大，但消费需求并未同步增长。

尽管政府采取了包括消费券在内的刺激措施，促进了短期消费回升，但这些措施通常是一次性的，并未带来收入的永久性增长。如果收入未能持续增加，消费也难以从根本上得到提升。因此，消费和投资之间的区分变得模糊，且长期解决消费不足的问题仍需收入结构的根本性改善。

如果收入不能永久性增加，预期不能永久性迁移，则消费很难达到预期效果。尽管收入信心在长期均值附近波动，2020至2022年间略有下滑，但由于社会失业率较低，整体收入预期保持一定正向，尤其在2022和2023年初。然而，中国消费者信心一直维持在疫情后的历史低点，反映了疫情对人们心理和行为的长期影响，即“疤痕效应”。此外，中国家庭的储蓄

率持续增长，同时，银行家信心也保持高位。尽管M2增速有所回升，表明货币流动性回暖，但个人储蓄习惯未发生显著变化，反映出收入未发生长期性增长。

总体来看，尽管一季度通过刺激政策推动了消费回暖，这一回暖更多是预期性政策的结果，而未能带来收入的长期变化。如果中国的投资继续保持强劲，而消费持续疲弱，将导致中国外贸盈余和经常账户盈余的持续增长。

## 二、中国经常账户盈余与美国关税战的宏观经济影响

作为全球主要出口国，中国长期保持经常账户盈余，这意味着中国在投资账户上积累了大量海外资产。尽管央行通过贸易盈余持续积累外汇储备，资产负债表中的外汇储备规模并未显著变化，维持在约3.2万亿美元。值得注意的是，这些通过出口创汇的资金可能滞留在海外，估计约有2至3万亿美元的美元资产积累在国外。由此，中国大量积累海外资产的现象，也揭示了美国宏观账户的变化。过去几年，美国资本市场吸引了大量外部资本流入，而中国也积极参与美股资本市场的上市，这解释了中国经常账户盈余的另一面，即中国在不断积累海外资产。

然而，在如此巨大的贸易顺差和海外资产积累背景下，尤其是对于美国这样的全球主导国家，失衡问题显著。美国试图通过关税政策解决这一问题，采取提高关税、增加税收、提高中国出口商品价格来压缩美国需求，从而限制中国出口，期望通过这种方式实现一定程度的贸易再平衡。然而，实际效果是，美国进口成本上升，但通胀并未大幅波动，这表明美国厂商承担了关税压力，而非美国实体经济。关税加剧了美国的通胀压力，但对美国经济的实体影响较小，可能进一步加深美国的财政赤字。与此同时，中国的外贸盈余可能会继续保持，因其庞大的生产能力和高储蓄率。中国积累的海外资产，尤其是美元流动性，可能不再流向美国国债，而是转向其他市场，如黄金、加密货币以及中国离岸市场，例如香港股市。

尽管美元一度被预测将走强，但随着美元周期转弱，中国的储蓄习惯和相对经济优势将使中国离岸市场从中受益。进行结构性改革，使得消费占主导地位，是任重道远的一项任务。需要更多、更有力的政策，才能从根本上改变中国消费和投资的格局。



地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104

Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,  
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

