
香港消费券有用吗？

经济困难的时候发支票或发消费券是世界各地政府都喜欢推行的政策。不过，这种财政刺激到底有多大作用，大家却没有统一的看法。日本于 1999 年发行了“地域振兴券”，台湾于 2009 年发行了“振兴经济消费券”，2011 年有新加坡的“增长花红”计划，还有最近美国的 CARES 法案，其中效果最好的是 100 元补贴可以创造 80 元消费，效果最差的就只能增加 10 元消费。这么大的差别可能反映了研究方法和数据的局限，但可能也与不同的补贴方式有关。疫情后内地各大城市（如杭州、武汉、广州）也推出了数字消费券，但主要采用小额“减满”券的形式，与世界各地大多数消费券不同。北大光华管理学院和其他团队对这种特殊消费券的效果做过很好的研究。香港政府去年推出的消费券也通过数字支付平台发放，却是不折不扣的现金抵价券，不仅面额高达 5000 港币，使用场景也非常广泛。根据香港财长本周一透露的信息，香港政府的内部评估比较乐观。根据他们的预判，每 100 元补贴可以带动超过 80 元的消费，高于各项研究估计的上限。这种乐观态度或许也是坊间质疑香港消费券的原因之一。

认为消费券基本无效的主要理由是消费券的“货币特性”（fungibility）。香港发行的消费券，从理论上讲在消费券有效期内与非消费券支付是完全可替代的，也就是有十成的“货币特性”。因此，有理由推断消费者会用消费券替代其他数字支付，导致财政刺激失效。香港政府真的错了吗？

为了回答这个问题，我们联合蚂蚁集团研究院，通过比较 AlipayHK 消费券用户及未合资格申领消费券用户在计划推出前后的消费差异（即所谓双重差分法）。我们发现消费券在 AlipayHK 平台上拉动了约 1.1 倍于消费券面额的消费（即每人 5400 元）。大多数消费券用户在很短时间里花完消费券。而且消费券用户在支付宝上的非消费券数字支付相对于非消费券用户（对照组）不仅没有减少，反而增加了 400 元。这就意味着香港消费券并没有理论上的“货币特性”。此外，我们发现消费券用户增加的消费集中于餐饮、百货及服务类消费。这些消费属于非耐用品和服务类别，对于本地经济和就业复苏具有重要意义。数字消费券的推行也有促进电子支付的作用，即使是非消费券用户（对照组）也增加了他们在 AlipayHK 上的消费。

在排除了消费券挤出数字支付的可能性之后，另一个可能让消费券失效的原因是消费支出从其他支付平台转移到支持香港消费券的支付平台（比如八达通和 AlipayHK）。我们前面提到的在 AlipayHK 平台上增加的 5400 元消费可能就会有一部分来自比如现金或信用卡支付的转移。这种转移对支持香港消费券的支付平台有利，却无助于提振消费。由于缺乏除 AlipayHK 以外的支付数据，我们只能用两种方法来推测支付方式转移的规模。第一种方法是只研究那些在消费券推出前后，消费模式变化不大的消费者。另一种方法是构建一个支付方式的理论模型，用来推测其他支付方式上的消费支出变化。这两种方法的计算都表明存在一定规模的支付方式转移。但是，即使是最保守的估计，香港消费券依然增加了人均 4000 元消费，是消费券面额的 80%。这是以往财政刺激政策效果的上限，接近香港政府的乐观估计。

香港消费券究竟增加了多少消费？如果不能掌握所有主要支付平台的数据，恐怕没有人能给出准确数字。但是，AlipayHK 的数据至少说明香港消费券缺乏“货币特性”，没有挤出非消费券支付。这是我们判断香港消费券效果明显的主要理由。为什么香港消费券比大多数其他类似的刺激政策有效？目前我们还没有答案。香港消费券有别于传统消费券或者现金的数字支付特性可能是一个原因，另一个可能是人类对于消费券的“有限理性”。这些可能既值得更深入的学术研究，也值得世界各地的政策制定者参考。

宋铮 香港中文大学经济系教授

史册 香港中文大学经济系助理教授

耿浩 香港中文大学经济系博士研究生
