

宏观深度报告

提振消费：现状、掣肘和哪些政策值得期待

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 消费已成为稳定中国经济的压舱石，但受疫情多点扩散、中国家庭部门实际偿债负担高于主要发达国家、经济和就业的不确定性上升后居民预防性储蓄增加等多重因素的压制，国内消费内生恢复动力不足，亟需政策进一步发力。目前已有多地发放消费券，但总规模在百亿之内，难以扭转消费低迷的趋势。目前来看，有必要出台更大规模的促消费政策，汽车和家电等大件消费可能是重要抓手。
- 为何促消费？最终消费支出占我国 GDP 比例及其对 GDP 同比的拉动，在多数年份超过 50%，消费已成为稳定经济的“压舱石”，经济稳有赖于消费稳。但疫情后国内消费低迷，影响因素一是，疫情压制消费场景，今年 4 月社消和“五一”假期消费同比大跌就与此有关；二是，以家庭部门债务余额/可支配收入、年还本付息额/可支配收入衡量的实际偿债压力，我国均高于美英德法日等主要发达国家；三是，经济和就业的不确定性上升，居民预防性储蓄增加。今年一季度央行城镇储户问卷调查“更多储蓄占比”创 2002 年有统计以来的新高。在上述因素的压制下，居民消费内生性恢复的动力不足，需要政策引导和鼓励，进而更好发挥其“压舱石”的作用。
- 目前已有多地发放消费券，但对总消费的提振作用可能有限。9 号文并未提及消费券。2009 年经验显示，中央对全国层面发放消费券或持更谨慎态度。不过，今年已有多地发放消费券。参考 2020 年经验，消费券的杠杆率在 3.5 左右。但目前所发放消费券的总规模不足百亿，且因有使用期限要求（通常在一个月以内），会透支后续的消费；2021 年仅统计实物性商品和餐饮消费的社会消费品零售总额就已达 44.1 万亿，仅目前已发放的消费券规模，对消费恢复的边际贡献不大。
- 如何促消费？更多促消费政策值得期待，汽车和家电等大件消费可能是后续促消费的重点。汽车方面，中国在 2009 年—2010 年、2015 年—2017 年实施了两轮大规模的汽车消费刺激政策，均取得了积极效果。目前来看，2022 年刺激汽车消费的必要性和可能性都在上升：一是，汽车已成为拖累消费的最重要分项，4 月拖累限额以上企业零售总额 9.0 个百分点；二是，因除 9 号文提出“鼓励有条件的地区开展新能源汽车下乡”外，目前已有多地部署了汽车消费刺激政策；三是，由于中国汽车保有量还有较大提升空间，换购需求也在增加，各类刺激政策有助于释放汽车消费需求、托底经济。家电方面，2007 年到 2012 年，国内实施了一轮大规模的家电消费刺激，财政资金对家电销售额的杠杆率约为 8.9 倍，成效显著。目前北京、广东、郑州等地已开始刺激家电消费，后续可能扩大到更多省市。

正文目录

一、	为何促消费？	4
二、	如何促消费？	7
	（一）继续优先保市场主体	8
	（二）地方政府发放消费券	9
	（三）刺激汽车、家电等大件消费	12

图表目录

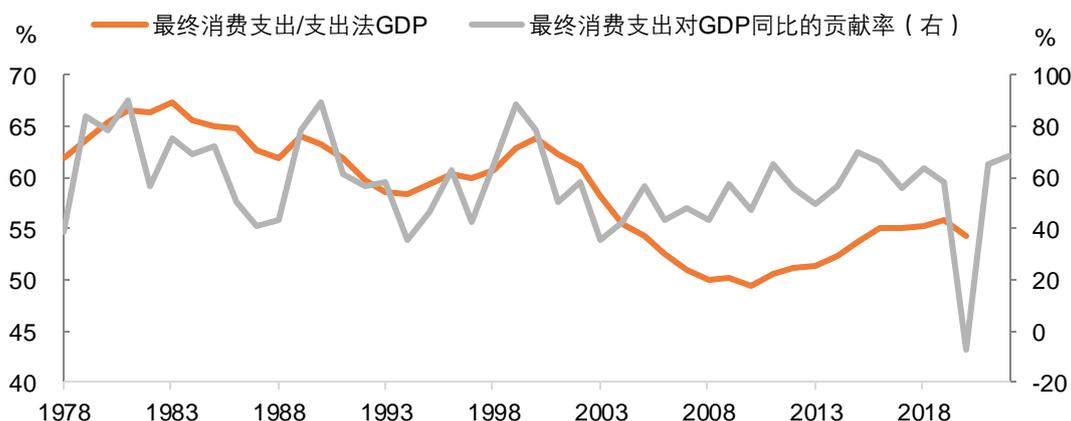
图表 1	最终消费支出占中国 GDP 比例，以及对 GDP 同比的贡献率，多数年份在 50%以上	4
图表 2	最近两年“五一”假期全国铁路旅客发送量	5
图表 3	今年“五一”假期票房收入明显低于近年同期	5
图表 4	和 2019 年同期相比，今年“五一”假期国内旅游出游人次和收入的恢复率在主要节日里都处于较低水平	5
图表 5	2021 年三季度，中国和主要发达国家的家庭部门偿债负担对比	6
图表 6	2021 年三季度，中国家庭部门的偿债比例高于主要发达国家	6
图表 7	2018 年房地产和建筑业从业人员占比近两成	7
图表 8	对比来看，今年 1-4 月新增就业完成进度较慢	7
图表 9	对比来看，今年一季度“未来就业预期指数”处于季节性低点	7
图表 10	今年一季度“更多储蓄占比”是有统计以来新高	7
图表 11	2022 年初至今，中央和部委的多个会议或文件中，提及到释放消费潜力、促进消费恢复	8
图表 12	2022 年初以来已有多地发放消费券	9
图表 13	2020 年消费券核销率前十的城市	11
图表 14	2020 年消费券杠杆率前十的城市	11
图表 15	2020 年消费券重点支持餐饮和零售业	11
图表 16	2020 年消费券有效时长集中在 1 个月以内	11
图表 17	今年 4 月限额以上企业商品零售中，汽车类同比增速最低	13
图表 18	2019 年全球主要国家的机动车千人保有量	14
图表 19	根据国家信息中心 2018 年的预测，2021 年中国汽车市场换购和增购的比例，将首次超过新购	14

消费是稳定中国经济的“压舱石”，但疫情后“补偿式消费”迟迟未至。今年3月国内疫情多点扩散后，社会消费品零售总额名义和实际的同比增速都转负，4月跌幅进一步扩大。疫情限制、偿债压力和预期不稳定，国内消费内生性恢复的动力不足，需要政策引导和鼓励。4月13日国常会部署促进消费的政策举措，4月25日国务院办公厅印发9号文促进消费持续恢复，多地先后发放消费券。我们认为，消费券在拉动消费时有杠杆作用，但鉴于消费券的规模不大，后续可能需要围绕刺激汽车、家电等大件消费出台相关政策，以更好发挥消费在拉动经济、改善民生和稳定就业中的积极作用。

一、为何促消费？

消费已成为稳定中国经济的“压舱石”，经济稳有赖于消费稳。这体现在两点：一是，支出法核算GDP时，1978年到2020年（2021年数据尚未公布），最终消费支出占中国GDP的比例，除2010年是低点只有49.3%外，其余年份都超过50%。即使是受新冠疫情影响较大的2020年，该比例也有54.3%；二是，最终消费支出对中国GDP同比的贡献率，即每年的GDP增量中最终消费支出占多少，2011年到2021年这11年中，除2020年受疫情影响只有-6.8%外，其余年份均超过50%。可见，无论是从绝对量的占比，还是从增量的贡献率来看，经济稳都有赖于消费稳。

图表1 最终消费支出占中国GDP比例，以及对GDP同比的贡献率，多数年份在50%以上



资料来源：Wind, 平安证券研究所

2022年一季度，最终消费支出对中国GDP同比的拉动为3.3个百分点，贡献率达69%。按2016年-2020年最终消费支出占GDP比例平均为55.1%来推算，今年一季度GDP最终消费支出同比可能接近6%，明显高于一季度社会消费品零售总额的实际同比1.3%。

两者产生差异的原因可能是统计方法不同。社会消费品零售总额是在销售环节统计；而最终消费支出是在使用环节统计，统计主体是居民和政府， $GDP\ 最终消费支出 = 居民消费支出 + 政府消费支出$ 。其中，居民消费支出主要基于住户调查（属于抽样调查）中的消费支出资料来计算，国家统计局数据显示，今年一季度全国居民人均消费支出实际增长5.7%；政府消费支出主要是指工资性支出、商品和服务支出等，属于非生产性的，不形成任何资产。今年一季度一般公共预算+政府性基金这两本账支出同比增长16.2%，考虑到近年财政支出正逐步从投资向消费倾斜，即使是剔除价格因素后，政府消费支出可能也有两位数的增速。综合考虑居民和政府的消费支出，今年一季度GDP最终消费支出增速相对较高。

这给我们两个启示：一是，提振居民消费意愿、促进居民消费恢复至关重要；二是财政支出向公共消费倾斜，也会直接促进消费更好发挥经济“压舱石”的作用。

2020年年初新冠疫情爆发以来，国内消费恢复缓慢。2020年和2021年社会消费品零售总额同比分别为-3.9%、12.5%，年均复合增长率为4.0%，较疫情前2019年的全年增速8.0%明显下降。今年3月国内疫情多点扩散，社会消费品零售总额名义和实际的同比分别下降3.5%、6.0%，4月同比跌幅分别扩大至11.1%和14.0%。我们认为，疫后国内消费低迷、内生恢复动力不足的原因有以下三点：

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

第一，疫情对消费场景的压制。疫情出现后，各地多采取较严格的物理隔离措施。宋铮¹等人的研究表明，封控会导致经济活动大幅下降，以 2021 年末的西安为例，封控两周后卡车流量下降 70%，综合消费指数同比下降 74%。

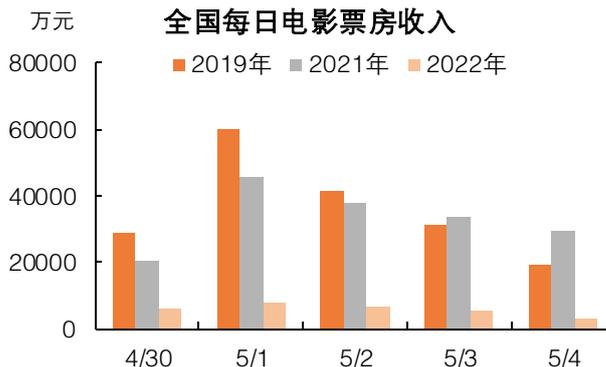
即使未封城，局部疫情和防疫政策收紧，也会对消费有负面拖累。以今年“五一”假期为例，由于国内疫情点多、面广，多地收紧了防疫政策，比如北京要求进入公共场所需持 48 小时内的核酸检测报告、餐饮企业停止堂食等。根据国铁集团数据，今年 5 月 1 日-4 日，全国旅客发送量共计 1155.9 万，同比下降 81.3%；根据猫眼专业版，今年 4 月 30 日-5 月 4 日，全国电影票房收入（含服务费）2.97 亿，同比下降 82.3%。

图表2 最近两年“五一”假期全国铁路旅客发送量



资料来源:国铁集团, 平安证券研究所

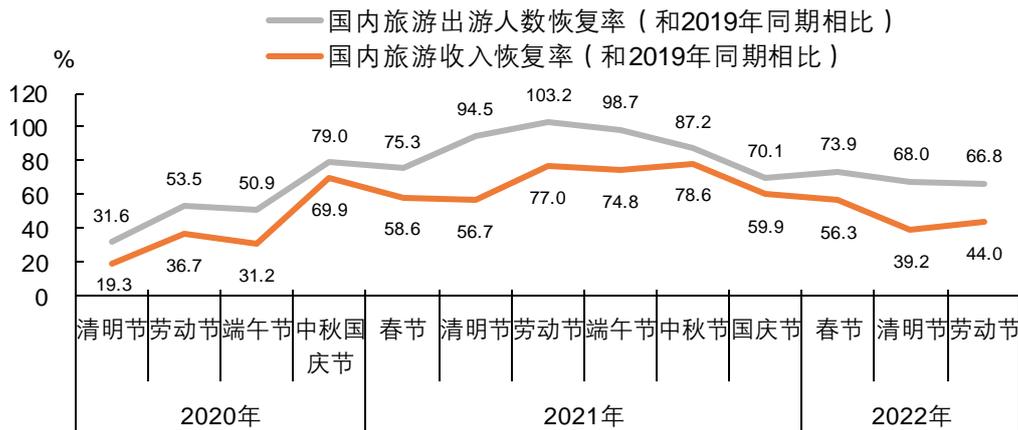
图表3 今年“五一”假期票房收入明显低于近年同期



资料来源:猫眼专业版, 平安证券研究所

文化和旅游部数据中心的测算显示，今年“五一”假期国内旅游出游 1.6 亿人次，同比减少 30.2%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 66.8%；国内旅游收入 646.8 亿元，同比减少 42.9%，恢复至 2019 年同期的 44.0%。对比来看，“五一”假期旅游出游人次和收入的恢复率（和 2019 年同期相比），都处于 2020 年中秋国庆节至今主要节日恢复率的低位。疫情对此有较大影响，根据文化和旅游部的统计，今年劳动节假期，全国 A 级旅游景区正常开放的比例为 61.3%；三亚酒店平均入住率 20.57%，同比下降超六成；九寨沟、杭州西湖等景区客流较往年有较大幅度下降。

图表4 和 2019 年同期相比，今年“五一”假期国内旅游出游人次和收入的恢复率在主要节日里都处于较低水平



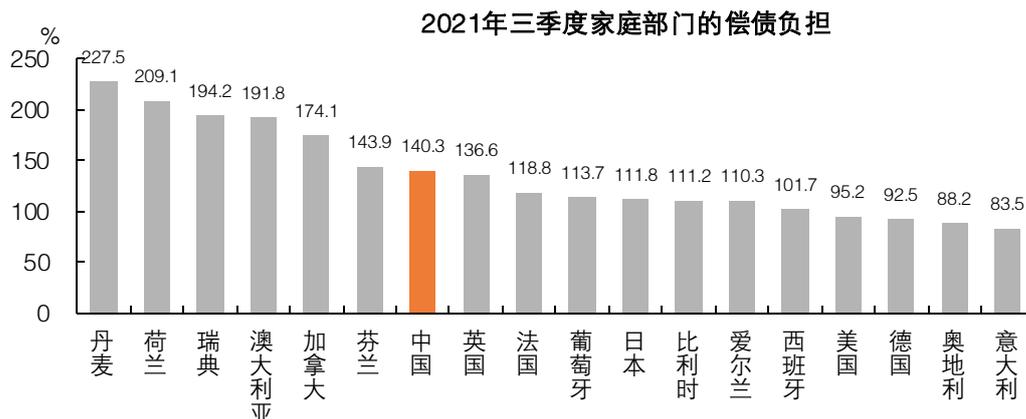
资料来源:文化和旅游部, 平安证券研究所

1、宋铮、陈沁，《港沪学者最新分析：从开车流量等数据看上海疫情经济影响》，“知识分子”公众号，2022 年 4 月 15 日

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

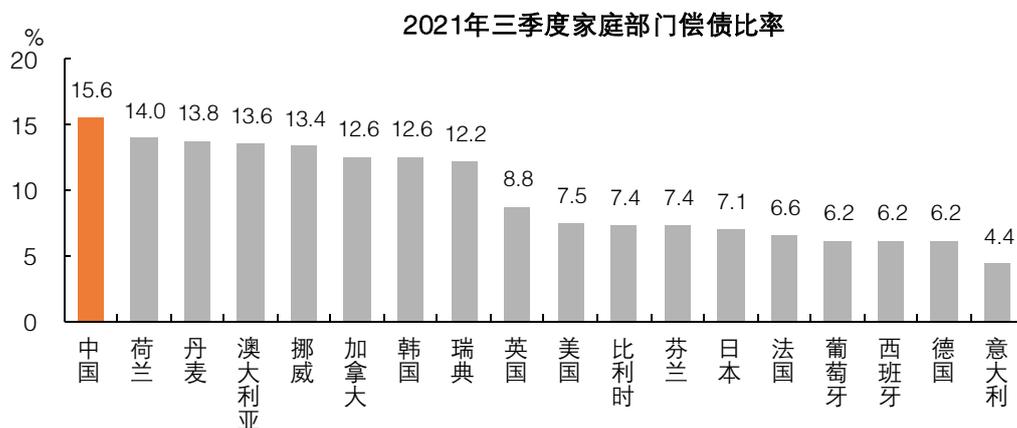
第二，我国居民部门的实际偿债压力高于主要发达国家。BIS 公布了 40 多个国家和地区的居民杠杆率（居民部门债务余额/名义 GDP），2021 年三季度，中国居民部门杠杆率为 61.6%，处于中等水平。但杠杆率既没有考虑到中国的利率水平高于主要发达国家，也没有考虑到 GDP 在政府、企业和居民之间如何分配，因此其并不能完全反映居民部门的实际偿债压力。有两个指标相对客观一些：一是，家庭部门的偿债负担，即家庭部门债务余额/可支配收入（分母为四个季度移动平均）。2021 年三季度中国家庭的这一比例为 140.3%；二是，偿债比率，即家庭部门还本付息额/可支配收入（分子、分母都为四个季度移动平均），2021 年三季度中国家庭部门偿债比率为 15.6%。国际对比看，中国家庭的这两个偿债指标都高于美英德法日等主要发达国家，抑制居民消费能力。

图表5 2021年三季度，中国和主要发达国家的家庭部门偿债负担对比



资料来源：OECD, Wind, 平安证券研究所

图表6 2021年三季度，中国家庭部门的偿债比例高于主要发达国家

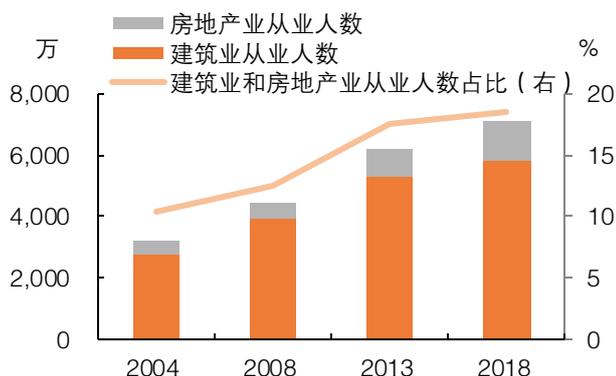


资料来源：BIS, Wind, 平安证券研究所

第三，就业市场的不确定性加大，居民预防性储蓄上升，消费意愿不足。出口和房地产是吸纳中国就业的两大重要产业链：2020 年外贸带动就业人数超过 1.8 亿；房地产业上下游链条长，根据第四次经济普查数据，2018 年仅房地产业和建筑业的从业人员就有 7078 万，占全国二产和三产法人单位从业人员的 18.5%。2021 年中国出口+房地产投资的两年平均增速为 9.5%，高于 2014 年-2019 年的增速，因此 2021 年我国就业并不差，城镇调查失业率平均为 5.12%，甚至还略低于疫情前 2019 年的 5.15%。

展望 2022 年，中国出口和房地产投资增速放缓，除直接拖累总需求外，还可能通过就业和收入的渠道，放大居民部门的偿债压力，进而挤压消费。2022 年出口和房地产这两大产业链吸纳就业的能力下降，但与此同时新增需要就业的人口达 1600 万，高于 2022 年的新增就业目标 1100 万，也明显高于 2021 年实际的新增就业 1269 万。即使是按 1100 万的新增就业目标计算，今年 1-4 月新增城镇就业人数 406 万，目标完成进度为 36.9%，比 2020 年同期低了 2.4 个百分点。今年 4 月城镇调查失业率为 6.1%，仅比受疫情影响最严重的 2020 年 2 月低了 0.1 个百分点。这势必会影响居民的就业预期和消费意愿：央行城镇储户问卷调查显示，2022 年一季度“未来就业预期指数”为 50.5，和前五年同期相比，仅高于 2020 年一季度的 47.3，而明显低于其余四年同期的均值 53.0；2022 年一季度“更多储蓄占比” 54.7%，是 2002 年三季度公布数据以来的最高值。

图表7 2018 年房地产和建筑业从业人员占比近两成



资料来源:《全国经济普查主要数据公报》, 平安证券研究所

图表8 对比来看, 今年 1-4 月新增就业完成进度较慢



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表9 对比来看, 今年一季度“未来就业预期指数”处于季节性低点



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表10 今年一季度“更多储蓄占比”是有统计以来新高



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二、如何促消费?

促进消费持续恢复,对稳定中国经济具有重要意义。但在多重掣肘下,消费内生性恢复的动力不足。这需要政策引导和鼓励,多措并举形成合力,加快消费潜力释放。2022 年初至今,中央和部委的多个会议或下发文件中,均涉及到释放消费潜力、促进消费恢复等相关表述。

图表11 2022年初至今，中央和部委的多个会议或文件中，提及到释放消费潜力、促进消费恢复

时间	文件/会议	核心内容
2022.1.10	国务院常务会议	坚定实施扩大内需战略，坚持不搞“大水漫灌”，有针对性扩大最终消费和有效投资，这对顶住经济新的下行压力、确保一季度和上半年经济平稳运行具有重要意义。
2022.1.16	国家发改委《关于做好近期促消费工作的通知》	挖掘消费热点和增长点，进一步释放居民消费潜力，推动实现一季度经济平稳开局；一、因地制宜多措并举满足居民节日消费需求；二、打造线上节庆消费提质升级版；三、有效拓展县域乡村消费；四、乘势而上扩大居民冰雪消费；五、大力提升文旅休闲服务供给；六、进一步激发智慧零售新活力；七、积极发展绿色消费；八、促进住房消费健康发展；九、落实好中小微企业纾困政策；十、全力保障困难群众等群体基本生活消费。
2022.2.15	国务院常务会议	针对餐饮、零售、旅游、交通客运等特殊困难行业，在阶段性税收减免、部分社保费缓缴等方面加大支持力度，促进稳就业和消费恢复。
2022.2.28	全国消费促进工作电视电话会议	在做好疫情防控的基础上，出台务实管用的促消费政策措施。创新开展系列消费促进活动，打造消费升级平台，提升传统消费能级，加快发展新型消费，促进消费持续恢复和升级，努力实现消费“开门稳”，巩固消费对经济发展的基础性作用，更好服务构建新发展格局。
2022.3.4	中国银保监会、中国人民银行《关于加强新市民金融服务工作的通知》	针对新市民在进城、落户过渡阶段的差异化金融需求，为其购买家具、家电等合理提供消费信贷产品。
2022.3.14	财政部《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》	促进消费持续恢复。完善教育、养老、医疗、育幼、住房等支持政策体系，加大税收、社会保障、转移支付等调节力度，增强居民消费意愿和能力。落实新能源汽车购置补贴、免征车辆购置税等政策，支持充电桩等配套设施建设，促进新能源汽车消费。支持县域商业建设行动，加快县乡村商贸流通改造升级和快递物流配送体系贯通畅达，扩大农村消费。推动重点领域政府购买服务改革，更好满足公共服务需求。
2022.4.13	国务院常务会议	努力稳定当前消费，综合施策释放消费潜力。一要应对疫情影响，促进消费恢复发展。二要促进新型消费。三要扩大重点领域消费。四要挖掘县乡消费潜力。五要加强保障。
2022.4.18	央行外汇局《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	引导金融机构规范发展消费信贷产品和服务，加大对医疗健康、养老托育、文化旅游、新型消费、绿色消费、县域农村消费等领域的支持力度。鼓励金融机构丰富汽车等大宗消费金融产品，满足合理消费资金需求。
2022.4.25	国务院办公厅关于《进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	消费是最终需求，是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎，对经济具有持久拉动力，事关保障和改善民生。当前受新冠肺炎疫情等因素影响，消费特别是接触型消费恢复较慢，中小微企业、个体工商户和服务业领域面临较多困难。协同发力、远近兼顾，综合施策释放消费潜力，促进消费持续恢复。

资料来源：政府官网，新华社，平安证券研究所

其中，4月25日国务院办公厅印发的《进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》(国办发〔2022〕9号)，基本上是4月13日国常会部署促进消费政策的细化、落实。文件共五章，分别从应对疫情影响、全面创新提质、完善支撑体系、持续

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42055

