

恢复和扩大消费二十条解

读

策略专题研究报告
 证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

恢复和扩大消费二十条解读

一、供给优化和需求扩大并行

本次恢复和扩大消费 20 条强调供给优化和需求扩大并重。2020 年以来，我国在促进消费方面出台了一系列政策文件，2020 年提到了市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六个方面，对于需求端政策着墨更多；2022 年提到了消费有序恢复、稳住消费基本盘、增强消费发展能力，对于需求恢复重点关注；2023 年促进消费 20 条提及了大宗消费、服务消费、农村消费，强调供给结构适应需求的变化。

二、供给优化有望推动就业、收入改善

本次促进消费政策方向的变化，首先是伴随国内积压需求集中释放之后，二季度以来国内经济复苏斜率有所放缓，需求不足开始凸显。其次是国内经济正处于“主动去库”阶段，工业企业利润和 PPI 指数正在筑底，预计在《促消费二十条措施》影响下，2023H2 国内薪资、就业有望加快改善，届时，储蓄率回落所释放的需求动力有望明显增强。我们判断下半年，随着国内需求回升，经济将有望进入到“被动去库”阶段，届时，消费风格将有望成为率先“跑出”的顺周期方向。

三、需求扩大的政策发力重点

7 月政治局会议提出“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。”而在当前国内有效需求不足背景下，政治局会议定调偏积极，同时相关部委提出“把恢复和扩大消费摆在优先位置”。考虑到最终消费支出在 GDP 中的占比超 50%（2022 年为 53.2%），消费对国内经济增长的拉动起到基础性作用，促消费政策的持续出台或有望刺激居民消费意愿、稳定居民消费信心，进而对国内经济复苏起到支撑作用。

根据国家发改委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》中所提及的 20 条措施，基本上涵盖了“吃住行用玩”等各个消费领域。我们认为，从短期和中长期视角来看，短期促消费政策或有望带动终端消费需求企稳回升进而促进国内经济内循环，起到稳增长的政策效果；中长期来看，有利于健全消费长效机制，充分发挥国内超大规模市场优势，挖掘和释放内需潜能。

短期来看，大宗消费和服务消费或为政策的重点发力对象。考虑到大宗消费和服务消费在整个消费支出中占比较高，其对消费的拉动作用或能够在短期内较快起效果且作用较为明显。政策或有望通过促进大宗消费和服务消费更快复苏，进而带动整体消费及相关产业链尽快恢复，形成“就业-收入-消费”良性循环。

中长期来看，促进农村消费和拓展新型消费有利于突破扩大消费的瓶颈，实现消费规模不断扩容和转型升级。一方面，乡村振兴战略实施的背景下，农村市场潜力巨大，或为扩内需、稳增长的重要抓手。另一方面，新型消费是以互联网、数字技术、人工智能、区块链等新一代技术的创新和应用为支撑而形成的一系列消费新业态、新模式、新场景和新服务。

此外，文件中亦从基础设施建设、金融信贷等方面对消费提出支持。

综上，静待经济进入“被动去库”的加速复苏阶段，见到消费能力回升、CPI 筑底回升、储蓄增速回落等，消费风格或切换为市场主线，首选：汽车、消费电子和医药；标配：白酒、免税、家电等。

风险提示

(1) 国内需求不及预期；(2) 国内经济复苏不及预期；(3) 薪资就业疲弱，储蓄率高企等



内容目录

一、供给优化和需求扩大并行.....	3
二、供给优化有望推动就业、收入改善.....	3
三、需求扩大的政策发力重点.....	4
四、风险提示.....	6

图表目录

图表 1： 16-24 岁人口失业率不断上行.....	3
图表 2： PPI 和 CPI 仍在探底.....	4
图表 3： 消费支出占 GDP 比重自 2020 年以来逐步下降，促进消费刻不容缓.....	4

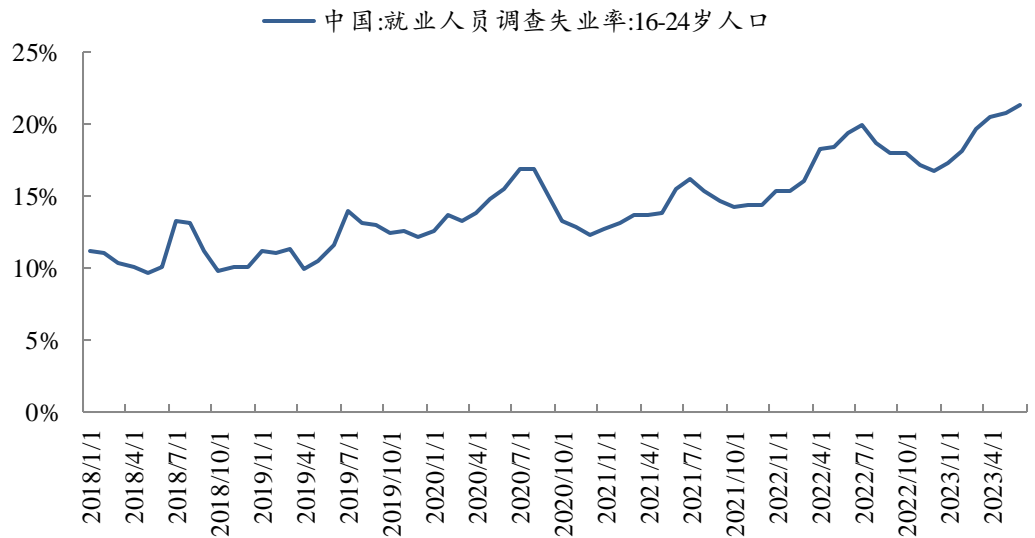


一、供给优化和需求扩大并行

本次恢复和扩大消费 20 条强调供给优化和需求扩大并重。2020 年以来，我国在促进消费方面出台了一系列政策文件，2020 年提到了市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六个方面，对于需求端政策着墨更多；2022 年提到了消费有序恢复、稳住消费基本盘、增强消费发展能力，对于需求恢复重点关注；2023 年促进消费 20 条提及了大宗消费、服务消费、农村消费，强调供给结构适应需求的变化。

本次促进消费政策方向的变化，首先是伴随国内积压需求集中释放之后，二季度以来国内经济复苏斜率有所放缓，需求不足开始凸显。需求不足主要症结在于居民收入和就业恢复情况不及预期。从就业来看，6 月份全国 16-24 岁劳动力调查失业率为 21.3%，高于 5 月份的 20.8%，创 2018 年有统计数据以来最高值。从收入来看，2023 年上半年的居民人均可支配收入实际增长 5.8%，名义增长 6.5%，远没有恢复到疫情前 8% 的高位水平。

图表1：16-24 岁人口失业率不断上行



来源：Wind、国金证券研究所

由于需求端受制于居民收入增长和就业形势，本次促消费政策强调供给侧的改革以及供给对需求的适应。在政策制定上，对消费设施建设和消费环境改善专门提及。一方面，打造新的消费空间和场景，可以提供新的就业岗位、增加居民收入；另一方面，也能通过更好的消费体验和高质量的消费供给带动需求的增长。

二、供给优化有望推动就业、收入改善

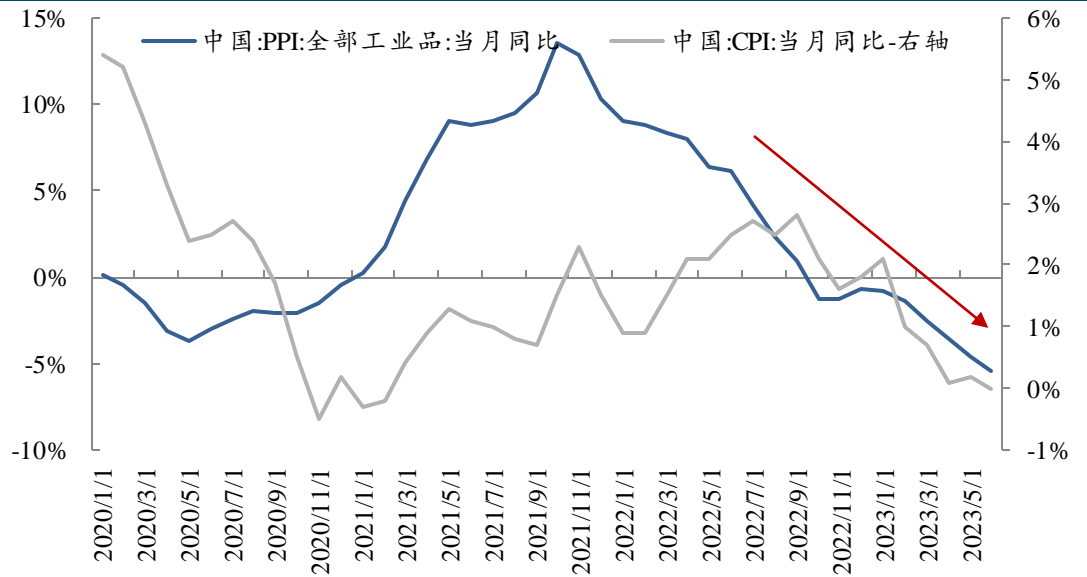
国内经济正处于“主动去库”阶段，工业企业利润和 PPI 指数正在筑底，预计在《促消费二十条措施》影响下，2023H2 国内薪资、就业有望加快改善，届时，储蓄率回落所释放的需求动力有望明显增强。我们判断下半年，随着国内需求回升，经济将有望进入到“被动去库”阶段，届时，消费风格将有望成为率先“跑出”的顺周期方向。

本次《促消费二十条措施》供给端的发力较多，意在通过供给优化增加就业、改善居民收入。具体来看，在大宗消费中，充电基础设施的建设、保障性住房的建设、家装家居产品的绿色和智能化转型、电子产品升级等，可以帮助地产链、建材链、家具链、消费电子链的就业和收入的恢复；在服务消费中，预制菜基地建设、文旅消费集聚区建设可以带动餐饮链、文旅链的就业；在农村消费中，农村电子商务和快递物流体系建设、农产品标准化建设、乡村旅游建设可以带动物流链、农业链、文旅链的就业和收入的增加；在新型消费和消费基础设施中，数字化平台建设、信息消费体验中心建设、消费中心建设、城市更新建设，可以带动数字消费、信息消费等消费新业态的就业增加，拓宽居民收入途径。



从数据来看，消费支出在 GDP 中所占比重从 2020 年的 0.56 连续两年下降，总体下降了 3 个百分点，按照 2022 年 120 万亿的 GDP 来算，消费支出减少了 3.6 万亿元。

图表2: PPI 和 CPI 仍在探底

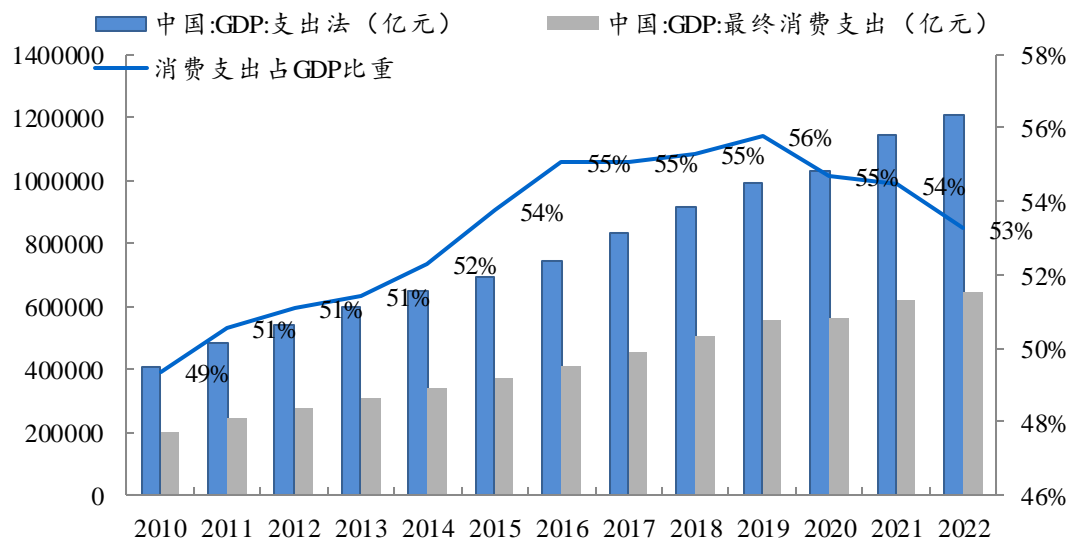


来源: Wind、国金证券研究所

三、需求扩大的政策发力重点

7 月政治局会议提出“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。”而在当前国内有效需求不足的背景下，政治局会议定调偏积极，同时相关部委提出“把恢复和扩大消费摆在优先位置”。考虑到最终消费支出在 GDP 中的占比超 50% (2022 年为 53.2%)，消费对国内经济增长的拉动起到基础性作用，促消费政策的持续出台或有望刺激居民消费意愿、稳定居民消费信心，进而对国内经济复苏起到支撑作用。

图表3: 消费支出占 GDP 比重自 2020 年以来逐步下降，促进消费刻不容缓



来源: Wind、国金证券研究所

根据国家发展改革委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》中所提及的 20 条措施，基本上涵盖了“吃住行用玩”等各个消费领域。我们认为，从短期和中长期视角来看，短期促消费政策或有望带动终端消费需求企稳回升进而促进国内经济内循环，起到稳增长的政策效果；中长期来看，有利于健全消费长效机制，充分发挥国内超大规模市场优势，挖掘和释放内



需潜能。具体来看：

短期来看，大宗消费和服务消费或为政策的重点发力对象。考虑到大宗消费和服务消费在整个消费支出中占比较高，其对消费的拉动作用或能够在短期内较快起效果且作用较为明显。主要基于：一方面，服务消费占比超 50%且具备较大发展空间。从居民最终消费支出结构来看，服务消费占比长期在 50%以上，2022 年 9 月约为 52.3%；同时，对比海外发达国家来看，近 10 年美国服务消费占个人消费支出的比重稳定在 65%以上，这意味着伴随国内经济结构转型发展，居民消费支出有望逐步由实物消费为主向以服务消费为主过渡，服务消费或逐步成为消费市场的关键构成；另一方面，汽车等大宗消费占比高且历史上通常为扩大内需的有效抓手。从社零结构拆分来看，汽车、家电、家具、通讯器材、餐饮在社零总额中的占比稳定在 24%以上。考虑到汽车、家电等均属于大件消费品，其单位价值量较高，我们对限额以上社零总额进行拆分，汽车、家电、家具、通讯器材及限额以上餐饮在限额以上社零总额中的占比提升至 43%左右。事实上，7 月政治局会议在对消费领域的表述提及“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”，这意味着政策或有望通过促进大宗消费和服务消费更快复苏，进而带动整体消费及相关产业链尽快恢复，形成“**就业-收入-消费**”良性循环。

从具体的政策方向来看，大宗消费和服务消费提及的细分领域包括：

- (1) **地产产业链相关需求：**包括住房消费、家居等。倘若要提振家居产品的消费需求，还需要提振房地产市场，主要措施包括扩大保障性租赁住房、老旧小区改造、城中村改造等。家居可关注：智能家电、集成家电、功能化家具等产品。
- (2) **汽车产业链相关需求：**汽车所连接的上下游产业链众多，包括上游的原材料、零部件，中游的整车及下游的汽车服务业等领域。通过实施一揽子政策优化汽车购买使用管理，进而增加汽车消费需求；同时，扩大新能源汽车消费及完善充电桩等相关配套措施。
- (3) **电子产品：**主要包括可穿戴设备、智能产品消费。
- (4) **服务消费：**包括餐饮、旅游、文体体育、健康服务等。可重点关注餐饮（包括预制菜）、酒店、旅游、文化和体育活动，以及人口老龄化背景下的养老产业、医疗保健、老年教育等。

中长期来看，促进农村消费和拓展新型消费有利于突破扩大消费的瓶颈，实现消费规模不断扩容和转型升级。一方面，乡村振兴战略实施的背景下，农村市场潜力巨大，或为扩内需、稳增长的重要抓手。从居民最终消费支出构成来看，2021 年农村居民消费占比约为 21.4%，远低于城镇居民的消费支出占比（78.6%）。但从人口规模来看，2022 年乡村人口占比约为 34.8%，这意味着两者存在不匹配现象。另一方面，新型消费是以互联网、数字技术、人工智能、区块链等新一代技术的创新和应用为支撑而形成的一系列消费新业态、新模式、新场景和新服务。在拓展新型消费的同时，亦需要推动创新消费场景建设，包括基础设施、消费体验场所、消费实现的载体等。因此，扩大新型消费不仅能带来消费市场规模扩容，同时亦能增加新型基础设施的投资需求，利于促进消费转型升级。

从具体的政策方向来看，农村消费和新型消费主要包括：

- (1) **农村消费：**包括直播电商、快递物流配送等基础设施建设，以及绿色家电下乡、绿色建材下乡、乡村旅游等。
- (2) **新型消费包括：**新型消费场景建设，加快推进 5G、人工智能、工业互联网等新型基础设施建设，以新型基础设施赋能消费市场变革，推动消费转型升级；发展新零售业态如即时零售、智能商店等；加强对新型消费领域的执法监管，包括移动支付、规范平台经济发展等。



此外，文件中亦从**基础设施建设、金融信贷**等方面对消费提出支持。其中，消费设施包括培育多层次消费信心、补齐消费基础设施短板以及相关支持政策；消费环境包括金融支持（如优化小额消费信贷和信用卡利率、还款期限、授信额度等）、提升消费服务质量水平以及完善促进消费长效机制。主要旨在加快城乡消费基础设施建设，完善居民消费的长效机制，营造便利消费、放心消费环境。

综上，静待经济进入“被动去库”的加速复苏阶段，见到消费能力回升、CPI 筑底回升、储蓄增速回落等，消费风格或切换为市场主线，首选：汽车、消费电子和医药；标配：白酒、免税、家电等。

四、风险提示

- (1) 国内需求不及预期。居民收入增长有限、就业疲软等影响需求恢复。
- (2) 国内经济复苏不及预期。外部环境恶化、政策落地不及预期等影响经济复苏进程。
- (3) 薪资就业疲弱，储蓄率高企等。企业用工意愿低迷等影响居民就业和收入，消费信心不足等影响储蓄率下降。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究