

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

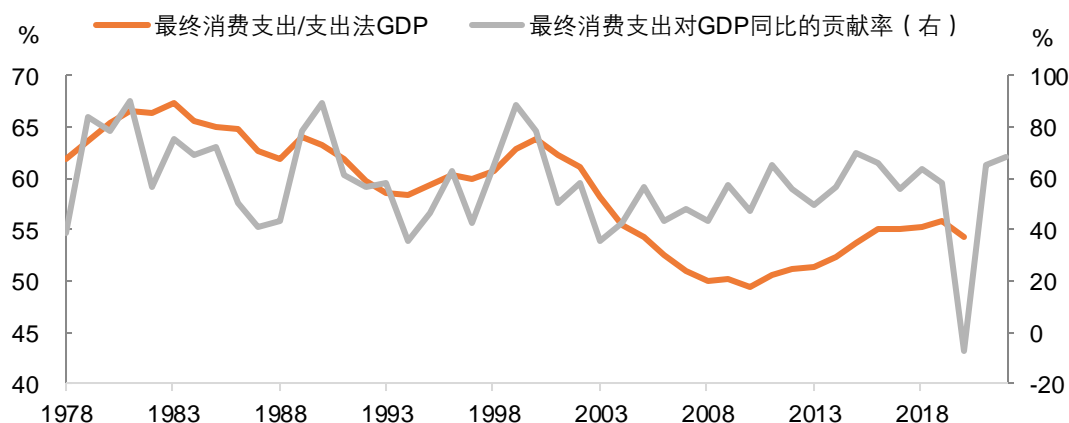
图表 1	最终消费支出占中国 GDP 比例，以及对 GDP 同比的贡献率，多数年份在 50%以上	4
图表 2	最近两年“五一”假期全国铁路旅客发送量	5
图表 3	今年“五一”假期票房收入明显低于近年同期	5
图表 4	和 2019 年同期相比，今年“五一”假期国内旅游出游人次和收入的恢复率在主要节日里都处于较低水平	5
图表 5	2021 年三季度，中国和主要发达国家的家庭部门偿债负担对比	6
图表 6	2021 年三季度，中国家庭部门的偿债比例高于主要发达国家	6
图表 7	2018 年房地产和建筑业从业人员占比近两成	7
图表 8	对比来看，今年 1-4 月新增就业完成进度较慢	7
图表 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。

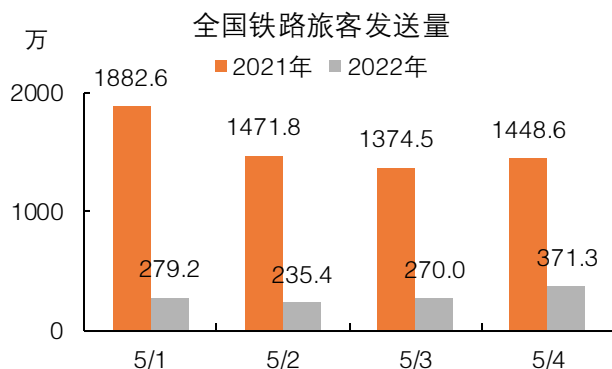
2020年年初新冠疫情爆发以来，国内消费恢复缓慢。2020年和2021年社会消费品零售总额同比分别为-3.9%、12.5%，年均复合增长率为4.0%，较疫情前2019年的全年增速8.0%明显下降。今年3月国内疫情多点扩散，社会消费品零售总额名义和实际的同比分别下降3.5%、6.0%，4月同比跌幅分别扩大至11.1%和14.0%。我们认为，疫后国内消费低迷、内生恢复动力不足的原因有以下三点：

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%。

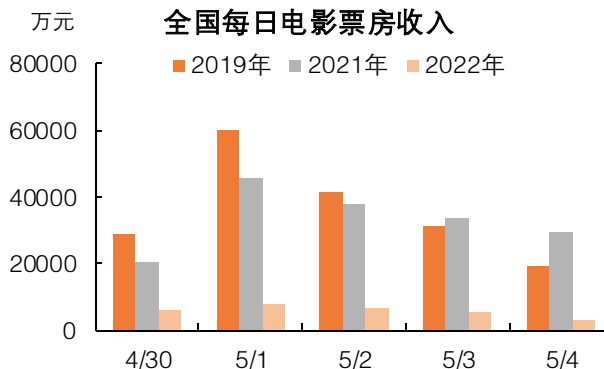
即使未封城，局部疫情和防疫政策收紧，也会对消费有负面拖累。以今年“五一”假期为例，由于国内疫情点多、面广，多地收紧了防疫政策，比如北京要求进入公共场所需持48小时内的核酸检测报告、餐饮企业停止堂食等。根据国铁集团数据，今年5月1日-4日，全国旅客发送量共计1155.9万，同比下降81.3%；根据猫眼专业版，今年4月30日-5月4日，全国电影票房收入（含服务费）2.97亿，同比下降82.3%。

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

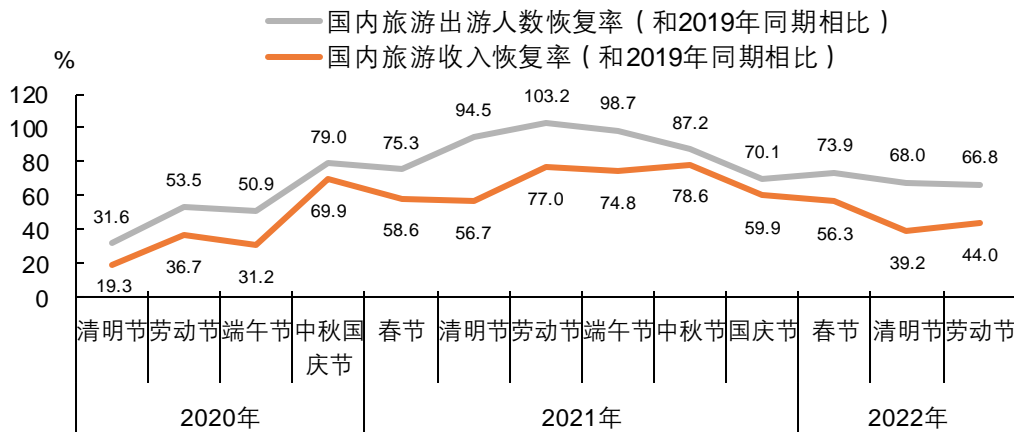
图表3 今年“五一”假期票房收入明显低于近年同期



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



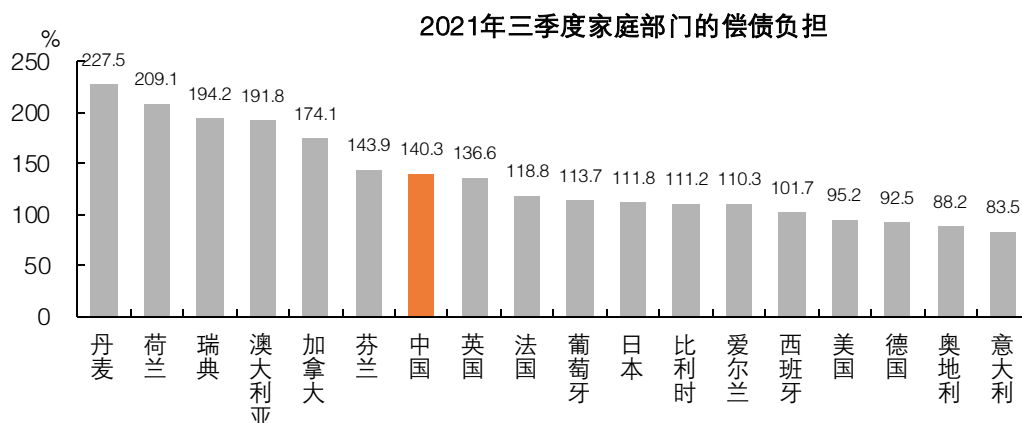
资料来源:文化和旅游部, 平安证券研究所

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。

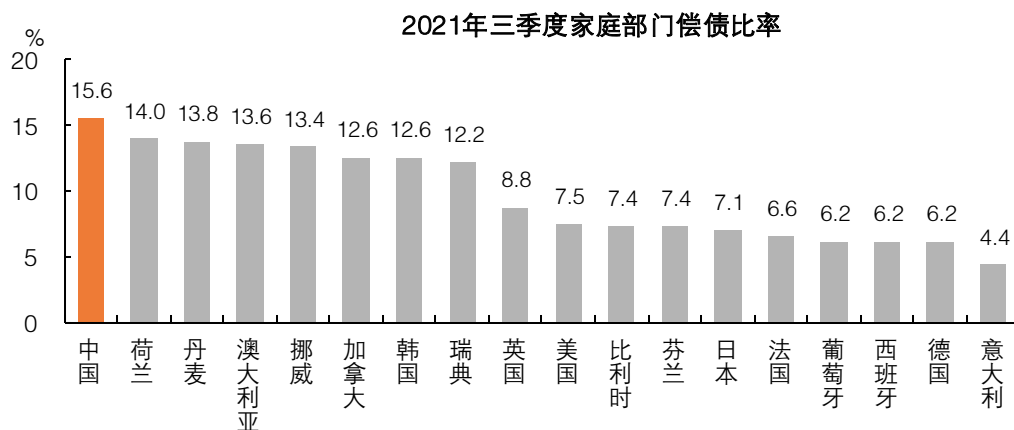
第二，我国居民部门的实际偿债压力高于主要发达国家。BIS 公布了 40 多个国家和地区的居民杠杆率（居民部门债务余额/名义 GDP），2021 年三季度，中国居民部门杠杆率为 61.6%，处于中等水平。但杠杆率既没有考虑到中国的利率水平高于主要发达国家，也没有考虑到 GDP 在政府、企业和居民之间如何分配，因此其并不能完全反映居民部门的实际偿债压力。有两个指标相对客观一些：一是，家庭部门的偿债负担，即家庭部门债务余额/可支配收入（分母为四个季度移动平均）。2021 年三季度中国家庭的这一比例为 140.3%；二是，偿债比率，即家庭部门还本付息额/可支配收入（分子、分母都为四个季度移动平均），2021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

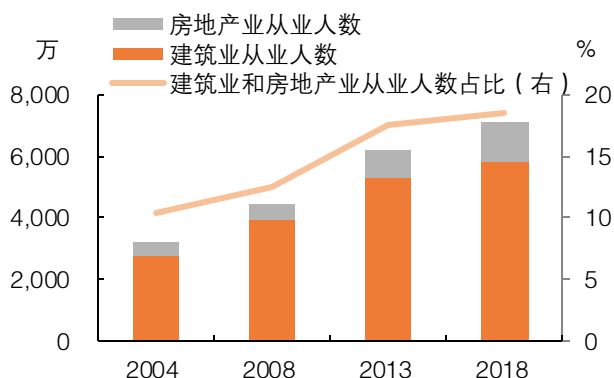


资料来源：BIS, Wind, 平安证券研究所

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%。

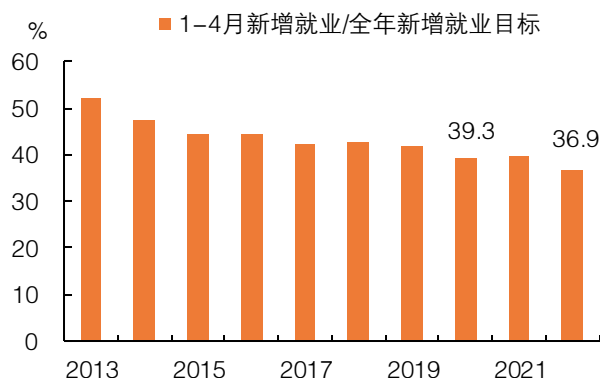
展望 2022 年，中国出口和房地产投资增速放缓，除直接拖累总需求外，还可能通过就业和收入的渠道，放大居民部门的偿债压力，进而挤压消费。2022 年出口和房地产这两大产业链吸纳就业的能力下降，但与此同时新增需要就业的人口达 1600 万，高于 2022 年的新增就业目标 1100 万，也明显高于 2021 年实际的新增就业 1269 万。即使是按 1100 万的新增就业目标计算，今年 1-4 月新增城镇就业人数 406 万，目标完成进度为 36.9%，比 2020 年同期低了 2.4 个百分点。今年 4 月城镇调查失业率为 6.1%，仅比受疫情影响最严重的 2020 年 2 月低了 0.1 个百分点。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



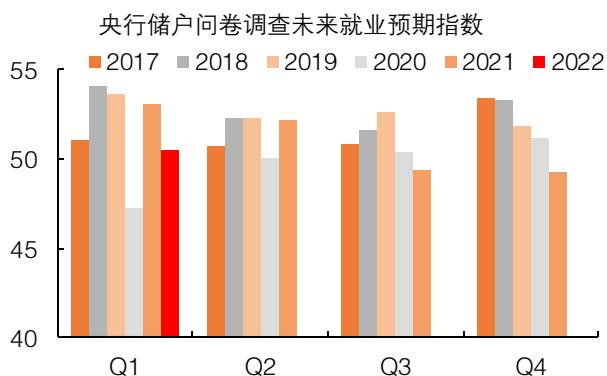
资料来源:《全国经济普查主要数据公报》, 平安证券研究所

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通，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、持续深化改革和强化保障措施的角度，部署促进消费恢复。总的来说，文件涉及面广，从供给和需求、短期和中长期等维度，做了细致的安排。

结合9号文，以及目前各地促消费的实践和历史经验，我们认为中国促进消费恢复可从保市场主体、地方政府发放消费券和刺激大件消费品三个角度着手。

（一）继续优先保市场主体

新冠疫情爆发以来，中国一直重视保市场主体，这一思路也体现在9号文中。一是，文件第一条，即为“围绕保市场主体加大助企纾困力度”。二是，做了多方面部署，包括落实减税退税降费、推动金融系统让利、引导金融机构优化信贷管理、延续执行阶段性降低失业保险和工伤保险费率政策、清理转供电环节不合理加价、以及落实好特困行业纾困扶持措施等。此外，

文件还提出“鼓励地方加大帮扶力度，支持各地区结合实际依法出台税费减免等措施”。值得注意的是，和文件其它条款相比，助企纾困这一条总的来说更聚焦于短期、更易于落地。

加大助企纾困，优先保障市场主体，我们的理解是为了能够在促消费和稳就业之间形成良性互动。2021年中国市场主体突破1.5亿户，其中个体工商户突破1亿户。保市场主体有助于吸纳就业，进而提高居民部门的消费意愿和消费能力。而同固定资产投资相比，相同规模的消费能在更大范围内带动市场主体需求，尤其是个体工商户的需求，稳就业的作用也更积极。

（二）地方政府发放消费券

9号文中，与通过财政支出促进消费恢复相关的内容，有以下三点：一是，第8条中的“鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡，推进充电桩（站）等配套设施建设”；二是，第12条中的“紧扣人民群众‘急盼愁难’，多元扩大普惠性非基本公共服务供给”；三是，第17条中的“鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费予以适当补贴或贷款贴息”。总的来说，9号文关于通过财政支出撬动消费的部署并不特别积极，对有条件的地方只是“鼓励”。针对近期市场关注度较高的消费券，则并没有明确提及。

实际上，与地方政府相比，中央对全国层面发放消费券的态度要更谨慎些。2009年两会前后，国内曾讨论是否发放全国性的消费券，且明显比现在激烈。2009年2月9日，时任商务部副部长姜增伟在国新办新闻发布会上，回应有关消费券的提问时称，“在特殊的条件下采取特殊的办法，我认为是一项比较可行的选择”。不过当年3月7日，时任财政部副部长廖晓军称，“国家不会普发消费券，部分地方政府已经发放了。”最终，全国层面的消费券并未发放，由各地政府根据情况自行安排。

2009年10月，财政部印发《关于规范地方政府消费券发放使用管理的指导意见》（财建[2009]649号）。文件重点如下：一是，明确消费券支持的重点，包括购物券、职业技能培训券、困难群体粮油或食品兑换券；二是，原则上应由县级以上（含县级）地方政府发放；三是，重点向城乡低保对象、农村五保户、优抚对象以及其他困难群体倾斜；四是，地方各级政府发放地方政府消费券应纳入本级政府预算管理；五是，明确了地方各级政府不得发放消费券的五种情形，包括本级政府预算中没有资金来源或支出安排、政府担保发放有价支付凭证或优惠凭证等。但该文件已于2016年失效，目前尚无全国层面规范消费券的文件。

尽管中央没有明确表态支持，但截至目前，今年已有多地先后发放了消费券，其中以东部沿海地区为主。

图表12 2022年初以来已有多地发放消费券

地区	核心内容
北京市	4月至9月的每月18日，将在参与企业自有的线上平台，发放绿色节能消费券，共发放6期，预计超3亿元。
天津市	河西区在4月30日到6月5日将发放1000万元消费券。和平区在4月27日至5月8日发放1200万元消费券。西青区将发放1000万元消费券。津南区将在4月28日至5月31日发放800万消费券。天津滨海新区经开区5月1日至2日发放200万元。
广东省	鼓励各地发放消费券、惠民券等，用于零售、餐饮、文旅、住宿、体育领域消费，活跃消费市场；对珠三角地市（不含深圳市）按其发放消费券实际支出的50%比例补贴，每市最高补贴不超过3000万元；鼓励粤东西北各市加大消费券发放额度，超出基础部分按70%比例补贴，每市最高补贴不超过2500万元。
广州市	2022年广州市“羊城欢乐购”政府消费券预计发放补贴金额1亿元。
深圳市	通过美团、京东平台发放5亿元消费券安排，更好满足市民购物、美食、旅游等留深过节消费需求。
江门市	自4月28日起，将在广东省江门市购买新建商品住房并办理合同网签手续的前若干名购房人，发放总价值3700万元的消费券。本次活动为期两个月。
宁波市	今年的电子消费券发放将分别在2月、4月、6月和8月发放，市民可登录云闪付领取并使用。据统计，市、区（县、市）两级将投入2.4亿元，中国银联宁波分公司配资约7000万元，商家让利约2亿元。宁波市财政已投入2100万元，各区（县、市）财政配套1050万元，共计3150万元餐饮消费券。
绍兴市	绍兴市于5月1日上午10点投放批绍兴消费券，分“普惠民生”“新绍兴人”两类，总金额1亿元。
广西壮族自治区	启动为期3个月的“33消费节”，计划开展超600场次各类促销活动，对消费者补贴让利超10亿元。
桂林市	临桂区对购买3万元—10万元以上新车的消费者，分别发放500元—2000元的消费券补贴。
青岛市	市南区在4月2日到5月4日，共发券15万张，每张消费券10元。

云南省	活动期在 4 月 25 日到 5 月 25 日，包括“文旅消费券”与“文旅加油券”两大类，支持消费者交通出行、住宿、景区、线路、旅游演艺休闲、自驾出游等文旅消费，消费者叠加使用最高可享受 2022 元优惠补贴福利。
赣州市	4 月 30 日至 5 月 4 日，市本级发放价值 1000 万元文旅商贸消费券，全市国有 4A 级及以上旅游景区免大门票。
福州市	4 月 28 日至 10 月 31 日期间，福州市政府将分期发放总额 1.2 亿元商旅消费券。
厦门市	今年“五一”假期，对活动期间真实消费（核销）的消费券商家优惠让利部分给予 50% 补助。其中，对限额以上餐饮企业在 18:00-23:00 时段消费券优惠让利部分给予 80% 补助。
无锡市	“2022 无锡太湖购物节”惠民消费券活动于“五一”假期揭幕，为广大市民准备了数千万元消费券，涵盖餐饮、百货零售、汽车等领域。
重庆市	从 4 月 22 日起到 9 月，消费季活动期间将发放惠民消费券，消费者可通过多个平台购买特惠文旅产品。
石家庄	“五一”期间，石家庄市将累计发放 1 亿元惠民消费券，惠民消费券、体育类消费券、文旅类消费券分别设置 20 元券、50 元券、100 元券三种金额。
宝鸡市	4 月 29 日至 10 月 31 日，将分三批次发放总金额为 1 亿元的电子消费券。
海南省	海南省财政安排 1 亿元资金开展“助商惠民，乐享海南”消费券发放活动，于 4 月 30 日开始发放首批 2000 万元消费券，包括零售消费券、餐饮消费券、酒店景区消费券，并于 5 月 1 日投入 1000 万元数字人民币开展免税购物优惠活动。
长春市	长春市将开展发放消费券活动，待商业综合体、大型商超、汽车 4S 店、旅游景点等消费场所解除限流后，陆续发放家电、住房、汽车、文旅等领域消费券，计划全年发放 2 亿元消费券。
西宁市	继续向市民发放第五期惠民消费券。活动一：电子消费券，活动期内，发放满 200 元减 40 元优惠券不低于 2 万张，发放满 80 元减 20 元优惠券不低于 6 万张。活动二：大额消费抽汽车（4 月 8 日-5 月 5 日）。活动三：社保卡享满减活动（4 月 1 日-5 月 5 日），使用社保卡刷卡（或银联手机闪付绑定社保卡）在指定商户消费满 50 元即可享受立减 10 元优惠。活动四：大额交易优惠券（4 月 1 日-5 月 5 日）。整个活动期内大额消费券发券量不少于 5000 张。
商丘市	餐饮消费活动券分为四期发放，第一期 4 月 30 日发放名额 20000 张；商超购物活动券，分为四期发放，第一期为 4 月 30 日发券名额 50000 个。
鄂州市	排消费券资金 1000 万元，与有合作意向的互联网平台共同出资，在“6·18”“中秋”“国庆”“双 11”“春节”等关键时间节点投放定点消费券。
太原市	呼和浩特市于 5 月 8 日起面向广大消费者派发 1500 万元“相约首府·嗨购青城”惠民消费券。

资料来源：各地政府网站,平安证券研究所

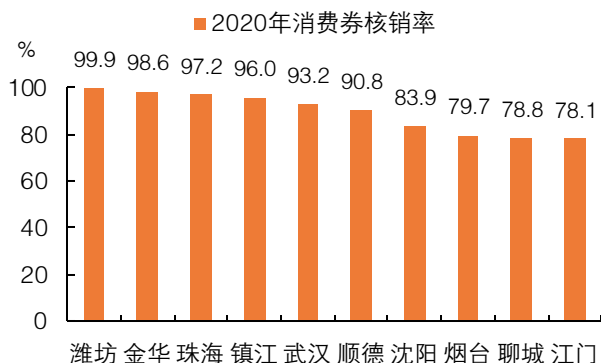
毫无疑问，消费券对消费有撬动作用：一方面，消费券可以提升居民消费意愿。使用消费券去购买特定商品或服务时可以抵扣现金，对消费者而言相当于商品或服务的价格下降，因此更有动力去增加消费。核销率可衡量消费券的刺激效果，它指的是消费券发放到使用期结束后，消费者真正使用进行消费的比例。根据屈亚星²的统计，截至 2020 年 8 月 17 日，全国有 66 个地区通过微信支付发放消费券，共计发放消费券 8502 万张，核销率为 65%，其中有 6 个城市的核销率超过 90%。核销率与多种因素有关：比如消费券活动本身的吸引力，若消费券满减力度大，居民愿意参与并且付出实际消费；另外是可核销的范围，若核销范围小，会影响消费者的消费意愿。

另一方面，消费券有杠杆效应。消费券多为满减券，即必须达到或超过一定金额才能核销，因此消费券能够带动更大规模的消费。消费券的杠杆率，是指由满减带来的关联消费金额与消费券金额的倍数。根据屈亚星的统计，截至 2020 年 8 月 17 日，全国通过微信支付发放消费券的地区，累计核销优惠金额 18.1 亿，累计核销订单金额 66.5 亿，杠杆率为 3.7 倍，和部分学术研究的结果 3.5 倍接近²。其中，株洲、长沙、江门的消费券杠杆率都超过 10 倍。

2、屈亚星，新冠疫情背景下不同补贴方式对居民消费的影响——以中国发消费券和美国发现金补贴为例，浙江大学[D]，2021 年

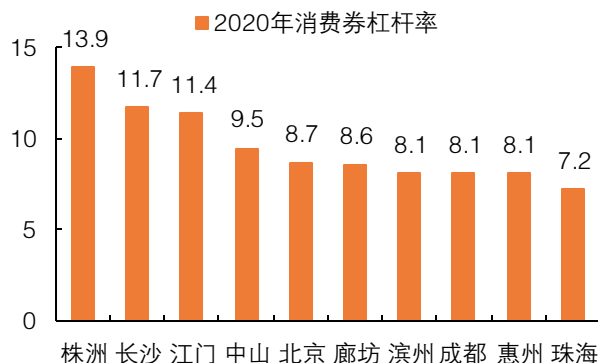
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表13 2020年消费券核销率前十的城市



资料来源: 屈亚星 (2021), 平安证券研究所

图表14 2020年消费券杠杆率前十的城市

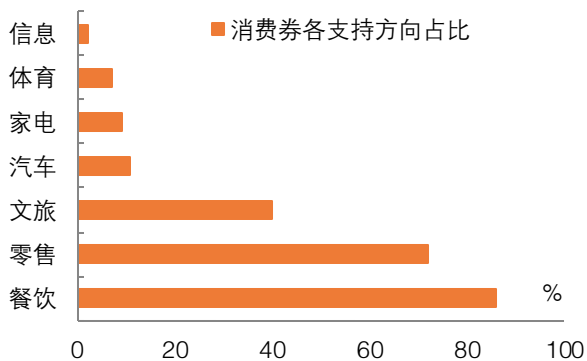


资料来源: 屈亚星 (2021), 平安证券研究所

尽管如此, 目前各地已发放的消费券对扭转消费低迷趋势的作用可能有限:

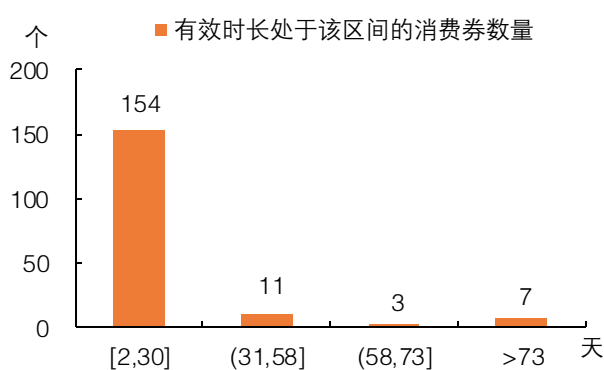
第一, 消费券的使用期限通常在一个月以内, 因此会透支一部分需求, 拉长时间看消费券的杠杆率低于 3.5。曹泉伟³统计发现, 截至 2020 年 6 月 6 日, 餐饮消费券是所有披露具体品类的省市级政府中占比最高的, 占比为 86%; 其次是零售消费券; 最低的是信息消费券, 占比只有 2%, 主要是在购买三大运营商相关服务时使用。消费券有效时长小于或等于 1 个月的比例达 88%, 这体现了发放消费券是为短期内撬动居民消费, 但这也可能会透支后续的需求。

图表15 2020年消费券重点支持餐饮和零售业



资料来源: 曹泉伟 (2020), 平安证券研究所

图表16 2020年消费券有效时长集中在1个月以内



资料来源: 曹泉伟 (2020), 平安证券研究所

第二, 2021 年仅统计实物性商品和餐饮服务的社会消费品零售总额为 44.1 万亿, 非餐饮服务的规模可能与此相当。目前各地总额百亿不到的消费券, 对总消费的边际影响较小。后续有必要鼓励更多有条件的城市扩大消费券发放规模, 进一步促进消费恢复。

3、曹泉伟、陈卓、李想、王平凡, 2020 年中国消费券发放情况及影响因素分析, 《清华金融评论》, 总第 84 期

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。

（三）刺激汽车、家电等大件消费

2021年限额以上企业汽车类、家用电器和音像器材类的零售额分别为4.38万亿和9340亿，占当年限额以上企业零售总额的28.5%和6.1%，因此刺激汽车和家电消费，对于促进消费恢复具有重要意义。历史上，两者都曾作为促消费的主要抓手。9号文鼓励有条件的地区促进新能源汽车和绿色家电消费，目前也有部分地区已开始刺激汽车和家电消费。我们认为，汽车和家电等大件消费可能是今年刺激消费的重要着力点。

1、汽车

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，取得了积极效果。

2009年—2010年：当时刺激汽车消费的背景是，全球金融危机冲击下消费和经济承压，**2008年8月汽车销售同比转负，且到2009年1月持续低迷。**以2009年1月国务院发布的《汽车产业调整和振兴规划》为起点，开始了这一轮促消费。具体措施如下：

一是，减征购置税。2009年1月20日-12月31日、2010年1月1日-12月31日，购置1.6升及以下的乘用车，分别减按5%、7.5%的车辆购置税征收。

二是，汽车下乡。2009年3月1日-2010年12月31日，农民购买1.3升及以下排量的微客，或将三轮汽车、低速货车报废换购轻型载货车，最高给予5000元的一次性补贴。汽车下乡补贴资金由中央财政和省级财政共同承担，其中中央财政负担80%、省级财政负担20%，新疆、内蒙古、宁夏、西藏、广西五个少数民族自治区以及国家确定的“5.12”汶川地震51个重灾县，地方财政应当负担的补贴资金由中央财政全额承担。

三是，汽车以旧换新。2009年6月1日对提前报废的黄标车补贴6000元，2009年7月13日开始对报废老旧客车、货车最高补贴6000元。因上述两项以旧换新政策吸引力不足，实际仅下发了2亿，于是2009年12月25日将报废标准从3000元-6000元，提高到5000元-18000元，2010年1月4日开始允许汽车以旧换新补贴与车辆购置税减免同时享受。各类以旧换新政策在2010年12月31日终止。两年共计发放汽车以旧换新补贴66.1亿元，惠及45.9万辆汽车，拉动新车消费496亿元。

四是，发放节能汽车和新能源汽车的推广补贴。2010年6月1日起，对购买列入节能汽车推广目录的汽车给予一次性3000元/辆的补贴。2010年6月1日，四部委印发《私人购买新能源汽车试点财政补贴资金管理暂行办法》，在5大试点城市，对满足支持条件的新能源汽车按3000元/千瓦时给予补助。插电式混动乘用车最高补助5万元/辆，纯电动乘用车最高补助6万元/辆，后续采取退坡机制逐步降低补助标准。

五是，推动二手车交易。2010年11月，商务部印发《关于开展二手车交易市场升级改造示范工程试点的通知》，重点进行二手车交易市场信息化和服务功能升级改造，每个项目给予100万补贴，但不得超过总投资额的50%。

这一轮汽车消费刺激政策取得良好效果，乘联会口径的广义乘用车销量同比从**2008年的7.7%，跳升到2009年的58.3%和2010年的30.6%**。这两年的增速也是2008年至今各年增速的前两位。

2015年—2018年：当时刺激汽车消费的背景是，**2014年下半年经济下行压力显现，乘联会口径的广义乘用车销量月度同比从2015年2月的24.8%一路走低到当年6月的-3.2%**。2015年9月财政部、国家税务总局印发《关于减征1.6L及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，开始了这一轮汽车消费刺激。

第一，和前一轮汽车消费刺激一样，减征购置税。2015年10月1日起至2016年12月31日，对购置1.6L及以下排量乘用车减按5%的税率征收车辆购置税。2017年1月1日至12月31日，对购置1.6L及以下排量乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。

第二，提高购车贷款比例。2017年11月，中国人民银行和银保监会修订《汽车贷款管理办法》，2018年1月1日开始实施。自用传统动力汽车贷款最高发放比例为80%，商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%。自用新能源汽车贷款最高发放比例为85%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%。二手车贷款最高发放比例为70%。

第三，汽车产业链上减税降费。一是，2017年12月，四部委联合印发《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》，2018年到2020年对购置的新能源汽车免征车辆购置税。二是，2018年5月、2019年4月，分别将汽车制造业的增值税税率下

调至 16%、13%。三是，2018 年 7 月 1 日起，将汽车整车税率为 25% 的 135 个税号和税率为 20% 的 4 个税号的税率下调至 15%，将汽车零部件税率共 79 个税号的税率降至 6%。

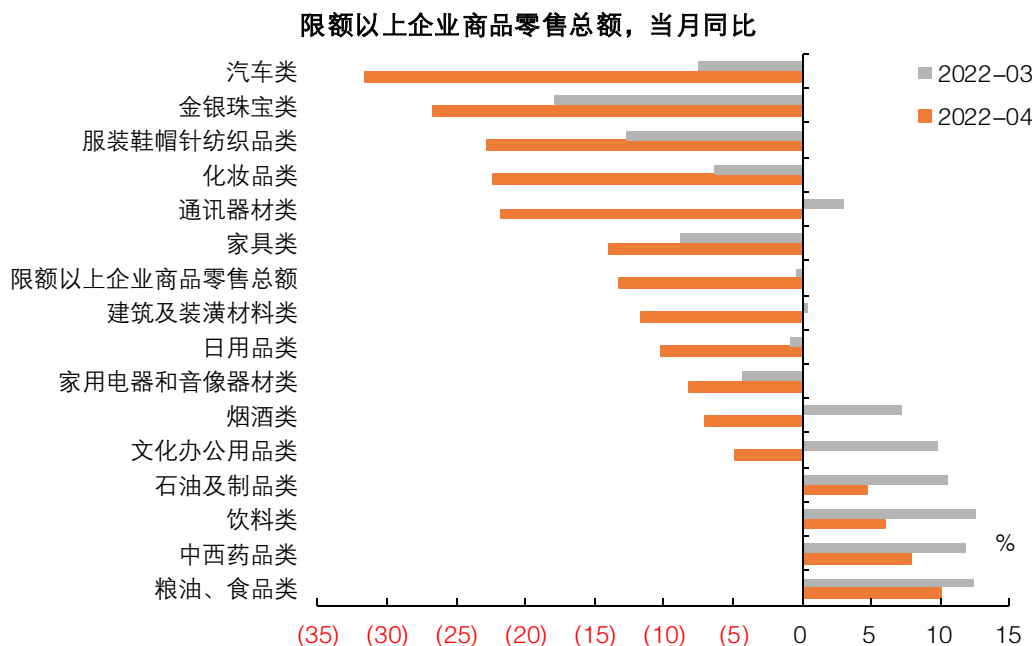
第四，取消二手车限迁政策。在取消限迁政策前，一般城市都对外地二手车进入设置了标准，且不同城市的标准不一，影响了二手车的交易和流通。2016 年 3 月国务院印发《关于促进二手车便利交易的若干意见》，要求全国 299 个地级市除京津冀、江浙沪、长三角三大区域的 15 个城市外，其他各地不得制定限制二手车迁入的政策。已实施限迁的城市，要在 2016 年 5 月底前予以取消。2019 年起，全国各城市全面取消二手车限迁政策。

这一轮汽车消费刺激政策的效果：乘联会口径的广义乘用车销量同比，从 2015 年的 8.5% 提高至 2016 年的 16.0%，政策初期起到了积极效果。不过，随着经济下行压力再度显现和中美贸易摩擦对居民预期的冲击，2017 年—2018 年广义乘用车销量同比分别下滑到 1.3%、-6.0%。

目前来看，2022 年刺激汽车消费的必要性和可能性都在上升，更大力度的汽车消费刺激政策值得期待。

第一，今年 4 月限额以上企业商品零售中，汽车类同比下降 31.6%，在主要行业中最低。汽车已成为拖累消费的重要分项，今年 4 月拖累限额以上企业零售总额下降 9.0 个百分点。

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

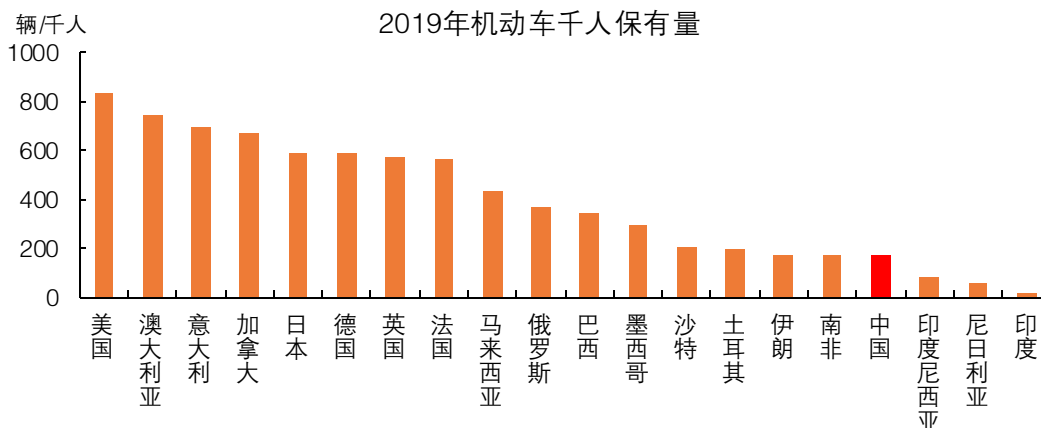


资料来源：Wind, 平安证券研究所

第二，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。比如广东省继续实施汽车以旧换新专项行动，对报废旧车后购买新能源车、燃油车分别补贴 10000 元/辆、5000 元/辆，对转出旧车后购买新能源车、燃油车分别补贴 8000 元/辆、4000 元/辆。2022 年 5 月 1 日至 6 月 30 日，对个人消费者在广东省内购买以旧换新推广车型范围内的新能源汽车新车，给予 8000 元/辆补贴。此外，广东省还进一步优化汽车购买管理，今年 5-6 月在原有基础上，广州额外增加 3 万个购车指标、深圳额外增加 1 万个购车指标。

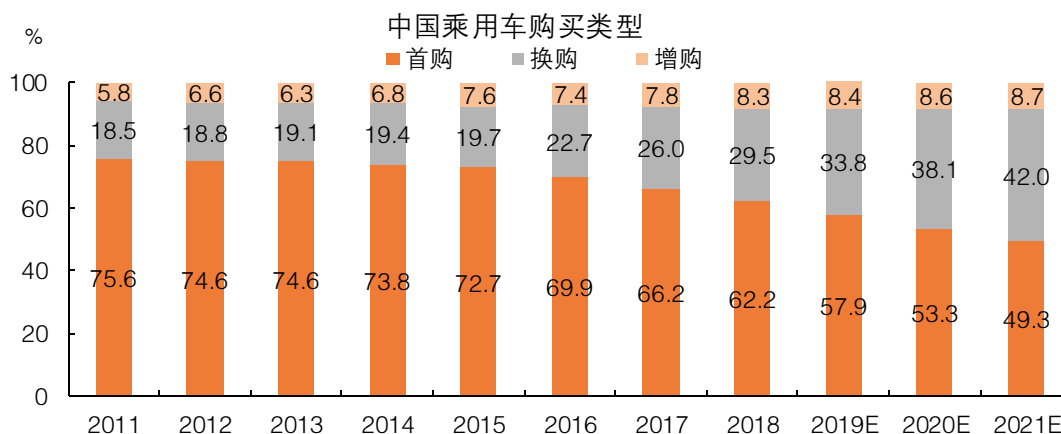
第三，中国汽车保有量还有较大提升空间，换购需求也在增加，各类刺激政策有助于释放汽车消费需求、托底经济。世界银行公布了 2019 年全球 20 个主要国家的千人汽车拥有量数据，中国为 173 辆/千人，在这 20 个国家里排第 17 位，高于印尼、尼日利亚和印度，但与同为发展中国家的马来西亚、俄罗斯、巴西、墨西哥等相比都有较大差距。除汽车保有量有上升空间外，根据 2018 年国家信息中心的预测，2021 年中国汽车市场换购和增购的比例将首次超过新购，改善型需求也将贡献增量。

图表18 2019年全球主要国家的机动车千人保有量



资料来源：世界银行,平安证券研究所

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



资料来源：国家信息中心,平安证券研究所

2、家电

9号文指出“鼓励有条件的地区开展绿色智能家电下乡”，也“鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费予以适当补贴或贷款贴息”。参考2007年到2013年的家电消费刺激经验，我们认为家电也可能是今年促消费的重点领域之一。

为提振内需和改善民生，2007年到2013年，国内实施了一轮大规模的家电消费刺激。具体方式：一是“家电下乡”。2007年12月开始试点，2008年12月试点范围扩大，2009年2月开始全国推广，2013年1月31日结束。涉及的家电包括彩电、冰箱、手机、洗衣机、空调、摩托车、电脑、热水器，按照家电销售价格的13%予以补贴。二是“以旧换新”。2009年6月开始在9个省市试点，2010年6月扩大至23个省市，2011年4月扩大至全国，2011年年底结束。补贴金额为家电销售价格的10%，每个消费者限购5台。三是，“节能惠民”政策。2009年6月1日到2011年5月31日，对新购买符合条件的节能空调给予每台300元到850元不等的补贴；2012年6月1日到2013年6月1日，对新购买符合条件的空调、平板电脑、电冰箱、洗衣机和家用热水器，给予每台70-550元不等的补贴。

上述家电下乡、以旧换新和节能惠民，中央财政和省级财政的承担比例都为 80%：20%，五个少数民族自治区和“汶川”地震 51 个重灾县的全部由中央财政承担。全国共投入财政资金 1363 亿元，拉动消费约 1.21 万亿，杠杆率为 8.9 倍，成效显著。

2022 年初以来已有部分地区开展家电消费刺激，后续可能扩大到更多省市。比如北京发放超 3 亿元的绿色节能消费券，可用于购买京东平台上超 1800 款商品，补贴上限为 10%。广东省政府对家电促消费成效显著的地市根据销售业绩给予奖励；鼓励各地市组织家电生产、销售企业推出惠民让利促消费活动，重点鼓励加大对绿色智能家电的让利力度，推动我省家电升级换代。郑州在今年 4 月 1 日-6 月 30 日，开展家电“以旧换新”活动，按新家电实际成交价补贴 20%，补贴上限为 500 元；对参加活动的家电回收企业按旧家电回收价格的 10% 补贴。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033