

# 宏观深度

## 宏观角度如何看待当前消费？

**疫情防控压力减弱后，消费自然复苏开启，但基础不稳固。消费券措施持续加码，且更有针对性。汽车、地产是后续消费复苏的关键。**

■ 2022年二季度疫情爆发，对消费形成较为明显冲击，最直接因素即为防疫政策对消费场景的物理限制，餐饮消费、商品消费均受到一定冲击。

疫情对就业、居民收入的冲击也间接抑制了消费。上半年居民经营收入降幅较工资收入大，一定程度凸显出国内企业，特别是中小企业的经营压力较大，或将影响就业、居民收入的复苏进度，继而限制居民消费能力。多重冲击下，居民刚需性支出基本维持稳定，但教育、文化和娱乐支出需求下降，2022年1-6月同比下降为7.33%，为2021年以来最低水平，支出结构变化反映出居民的储备性需求提升。

■ 6月以来，国内防疫压力逐步缓解，就业、社零等数据出现一定修复。我们以此前提出的“下半年消费复苏的三大动力”为切入点，讨论当前消费数据修复的成色如何？

**疫情防控压力减弱后，消费自然复苏开启，但基础不稳固。** 尽管7月餐饮业、住宿业PMI数据均处于较高水平的扩张区间，但两产业对于未来经营活动的预期均有一定回落，7月住宿业、餐饮业经营活动预期指数分别为58.20%和61.70%，较6月回落12.90和4.70个百分点，线下消费的复苏的修复基础不牢固。

**消费券措施持续加码，且更有针对性。** 6月国内防疫压力逐步缓解，各地消费券也加速投放，且针对性相对较强，偏向刺激汽车消费，据不完全统计，6月至8月10日，各地累计投放汽车消费券约6.03亿元，在当期消费券发放总额中占比10.48%；相比之下，2020年3-6月汽车消费券仅为1.77亿元，在当期消费券发放总额中占比仅2.76%。

**汽车、地产是消费复苏的关键。** 在1-7月限额以上社零数据中，汽车、家具、家装类消费分别拖累社零累计同比增速下降1.01、0.08和0.04个百分点。

汽车消费提振效果良好。6月以来，国内提振汽车消费的力度较大，汽车消费在限额以上社零累计同比增速中的负贡献逐步缩窄。当月增速方面，汽车消费已连续两月显著正贡献，6-7月汽车消费分别为限额以上社零同比增速贡献3.86和2.72个百分点。

消费复苏，需地产进一步健康修复。今年以来，地产销售、投资全面走弱，直接影响社零口径中地产周期相关消费的表现。7月我国30大中城市商品房成交面积当月均值同比下降18.88%，当月新开工面积同比下降45.39%，拖累当月限额以上建材装饰、家具同比分别下降7.8%和6.3%；考虑到处于限额以下的建材装饰产品零售点较多，建材家装消费整体的下行幅度或超过限额以上消费的下行幅度。

■ **风险提示：** 全球通胀维持高韧性；汇率波动加大，流动性回流美债；海外需求走弱，出口增速下行

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 陈琦

(8610)66229359

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521110003

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

## 目录

一、疫情对年内消费的影响几何? .....	5
1.1 疫情对消费场景的直接冲击 .....	5
1.2 就业、居民收入走弱, 间接抑制消费 .....	6
二、消费复苏的后劲如何? .....	10
2.1 疫情防控压力减弱后, 消费自然复苏的基础不稳固 .....	10
2.2 政策刺激“对症下药”, 汽车消费将是年内重要支撑 .....	11
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1. 餐饮消费在社零中受到冲击最明显 .....	5
图表 2. 2月长假接待游客总数.....	6
图表 3. 5月长假接待游客总数.....	6
图表 4. 线上消费累计增速表现.....	6
图表 5. 线上消费同比数据表现.....	6
图表 6. 本轮疫情对大城市就业冲击更加明显.....	7
图表 7. 建筑业、服务业从业人员下降明显 .....	7
图表 8. 消费/收入弹性系数.....	7
图表 9. 居民收入表现.....	8
图表 10. 消费者预期、信心均明显下降.....	8
图表 11. 人均消费支出结构变化 .....	8
图表 12. 人均消费支出结构变化.....	8
图表 13. 居民贷款-存款差规模明显增大.....	9
图表 14. 2020年10月黄金周旅游数据好于5月.....	10
图表 15. 非制造业 PMI 中线下消费板块表现较好.....	10
图表 16. 餐饮业需求、经营预期回落.....	11
图表 17. 住宿业经营预期回落.....	11
图表 18. 星级酒店数量表现.....	11
图表 19. 星级酒店其他指标表现.....	11
图表 20. 6月以来，各地加强对汽车消费的刺激力度.....	12
图表 21. 今年汽车消费券规模增加.....	12
图表 22. 2022年6月-8月10日消费券结构.....	12
图表 23. 6-7月限额以上企业零售结构表现.....	13
图表 24. 限额以上数据对社零具备较好的代表性.....	13
图表 25. 社零结构分布.....	13
图表 26. 各分项对限额以上社零当月同比增速的贡献.....	14
图表 27. 各分项对限额以上社零累计同比增速的贡献.....	14
图表 28. 汽车更新需求或被促消费政策激发.....	14
图表 29. 6月以来，各地新能源车刺激政策梳理.....	15
图表 30. 地产周期相关消费表现均较弱势.....	16
图表 31. 地产周期相关消费表现均较弱势.....	16
图表 32. 商品房成交弱势.....	16

图表 33. 新开工面积表现弱势.....	16
图表 34. 我国家电消费结构.....	17
图表 35. 大家电与地产销售的正相关性较强 .....	17
图表 36. 房价往往先于社零复苏 .....	17

## 一、疫情对年内消费的影响几何？

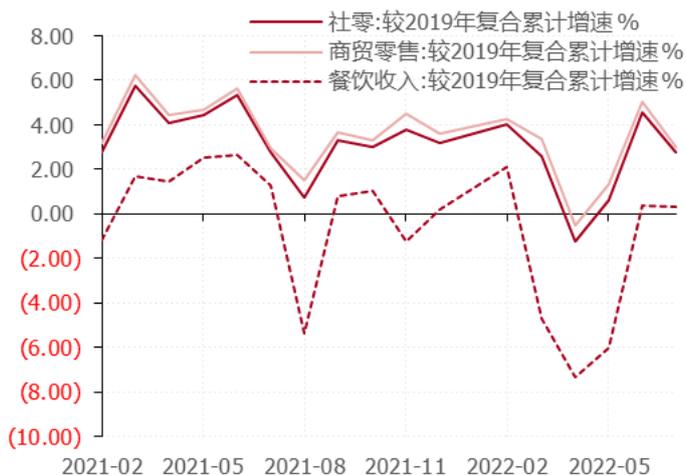
### 1.1 疫情对消费场景的直接冲击

2022年二季度疫情爆发，对消费形成较为明显冲击，最直接因素即为防疫政策对消费场景的物理限制，餐饮消费、商品消费均受到一定冲击。

**餐饮消费持续表现低迷。**一方面，2020年疫情以来，餐饮消费持续低迷，餐饮收入在社零总值中占比持续下降，已由12%左右，下降至9%左右。依照社零口径，2022年各月餐饮消费规模较2019年疫情前的复合增速持续低于1%，其中，4-7月持续处于负增长，主要受到二季度疫情冲击。从绝对规模看，2022年7月社零餐饮收入累计值为23,734.00亿元，仍低于疫情爆发以前水平—2019年7月为24,937.50亿元，餐饮消费实际从未从疫情中完全缓过来。

另一方面，当前餐饮消费的复苏前景难言明确。2022年7月，社零口径中，餐饮消费当月同比降幅为-1.53%，降幅较6月有所收窄，但降幅收窄的主要动力源于去年同期的较低基数，7月餐饮消费的绝对规模低于6月。且与2019年疫情前的同期对比来看，7月三年复合增速仅为0.33%，较6月小幅下降0.05个百分点，餐饮消费复苏前景难言明确。

图表 1. 餐饮消费在社零中受到冲击最明显



资料来源: 万得, 中银证券

**旅游、住宿等相关行业受冲击明显。**2022年春节期间，部分地区疫情有所反弹，及至二季度疫情横跨清明、五一两个长假，对全国旅游酒店消费的影响明显。从数据看，2022年2月、5月黄金周旅游总收入分别为2,891.98亿元和646.80亿元，同比降幅分别为3.90%和42.90%，从绝对规模看，仅为2019年疫情前同期的55%左右水平。

图表 2. 2月长假接待游客总数



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 5月长假接待游客总数



资料来源：万得，中银证券

此前持续强势的线上消费，年内也受到疫情影响。3-4月，国内防疫压力较大，交运物流受限拖累了线上消费数据。从当月消费数据看，7月我国网上实物零售当月同比增速为10.08%，较6月上行1.91个百分点，但其增速上行主要来自于2021年同期的较低基数，网上实物零售增速仍然处于疫情后较低水平。

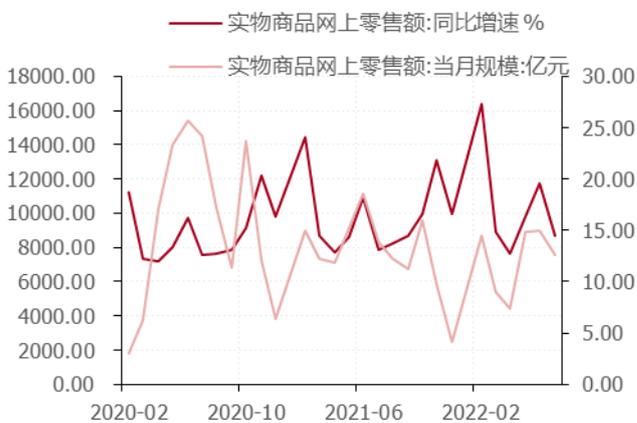
而从6月数据看，6月当月网上实物零售同比增速为8.17%，低于往年同期水平。受到6.18购物节等影响，6月网上零售总额、同比增速往往为季节性高点，增速弱势显示出疫情对居民消费意愿的持续冲击。

图表 4. 线上消费累计增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 线上消费同比数据表现



资料来源：万得，中银证券

## 1.2 就业、居民收入走弱，间接抑制消费

疫情对城镇就业，特别是大城市就业的影响仍存。除对消费场景的直接限制外，疫情对就业、居民收入的冲击也间接抑制消费。尽管6月以来国内疫情防控压力缓解，城镇失业率逐步降低，7月降至5.40%，但仍处于2021年以来的较高水平。

从结构看，此次疫情对就业的影响不同于2020年，大城市就业受到的冲击更加明显，4-5月31个大城市城镇调查失业率连续创有数据以来新高，分别为6.7%和6.9%，而2020年最高值为5.9%，究其原因，本轮疫情主要集中爆发在国内超大城市，使得大城市失业率增幅超过平均水平。6月以来，国内防疫压力下降，31大城市调查失业率连续2月收窄，7月实现5.60%，但就业仍处于修复过程中，对消费的抑制仍存。

图表 6. 本轮疫情对大城市就业冲击更加明显



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 建筑业、服务业从业人员下降明显



资料来源：万得，中银证券

**企业经营压力凸显，由居民收入传导至消费。**在我国，居民收入结构主要分为工资性收入、经营性收入、财产收入及转移收入，其中，工资、经营性收入占比最高，合计高于 70%，财产、转移性收入占比较小。2022 年二季度，全国居民人均可支配收入（名义值：下同）累计同比增速为 4.70%，一季度明显下跌 1.60 个百分点，占比最高的两项收入中，工资性收入增速下滑 1.90 个百分点，经营性收入增速下滑了 2.20 个百分点，累计拖累人均可支配收入增幅缩窄 1.45 个百分点；且需注意的是，经营收入降幅较工资收入大，一定程度凸显出国内实体企业，特别是中小企业的经营压力较大，疫情对企业经营活动限制明显，影响就业、居民收入复苏基础，继而限制居民消费能力。

为进一步论证收入对消费行为的影响，我们简要测算了 2016-2020 消费/收入弹性系数。依图 8 所示，居民人均收入增加能够带动社会消费的增加；且餐饮消费对人均收入变动的敏感程度整体高于商品贸易，即人均收入增加能够更多拉动居民的餐饮消费支出。此外，社会消费/经营性收入的弹性更大，相比于工资性收入，居民经营性收入的提升，更加能够使商品贸易、餐饮消费增加。

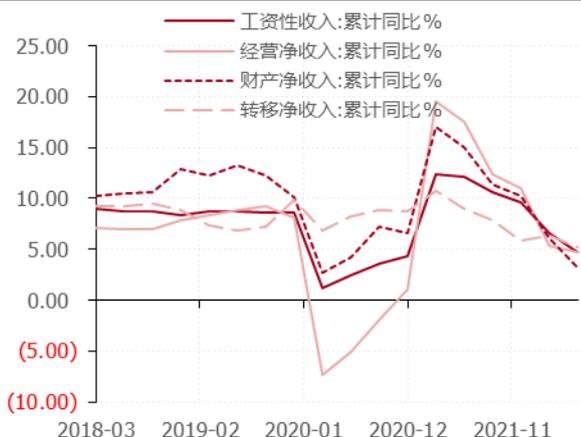
图表 8. 消费/收入弹性系数

$\Delta$ 消费/ $\Delta$ 收入	工资性收入	经营性收入
商品贸易	0.83	0.95
餐饮消费	1.10	1.25

资料来源：万得，中银证券

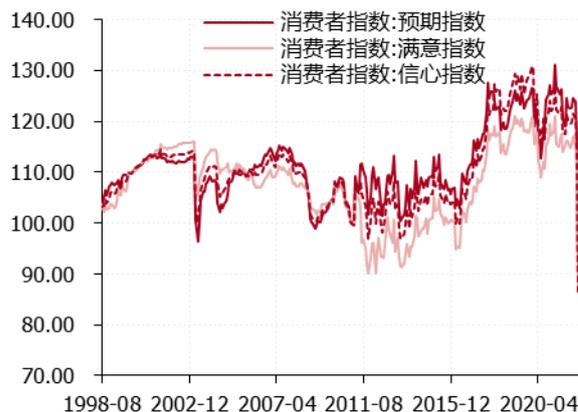
**居民消费预期也受到明显冲击。**除对消费场景、就业收入的影响外，较长的疫情周期也对居民消费预期形成较强冲击。据国家统计局公布的消费者指数，二季度疫情明显压降了消费者信心，4 月为疫情爆发时点，当月消费者预期、信心指数明显下降，分别实现 86.80%和 86.70%，环比下调了 29.40 和 26.50 个百分点，远低于 2020 年 3 月疫情初爆发时水平，过长的疫情周期对居民消费信心形成明显冲击。及至 6 月份，消费者预期、信心指数仍处于 91.00%和 88.90%的较低水平。

图表 9.居民收入表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10.消费者预期、信心均明显下降



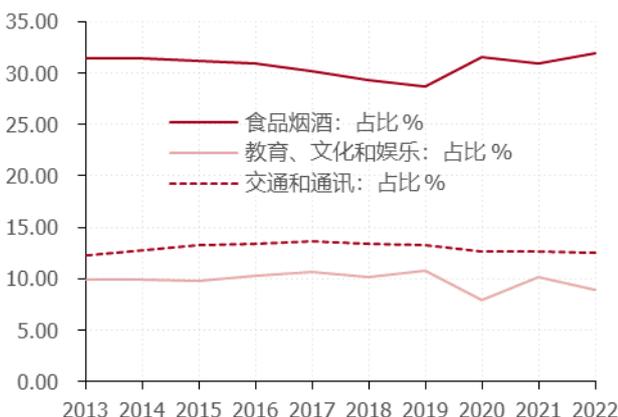
资料来源: 万得, 中银证券

**多重冲击下,居民支出结构出现变化。**从季度数据看,2022年前6月,人均消费支出累计值实现11,756亿元,同比仅增长2.48%,增速为疫情以来正增长区间中的最低增速,在收入受到冲击并对未来收入预期较低的背景下,居民消费支出意愿明显下降。

结构方面,近年居民刚需性支出基本维持稳定,同比增速基本处于4.5%-6%区间,疫情对相关支出的冲击较为有限,2022年上半年食品烟酒支出同比增长4.21%,与往年同期增速的差距不大,此外衣着、居住等支出在人均消费总额中占比均维持稳定,且在支出总量降低的背景下,占比有所提升。

相比之下,疫情对教育、文化和娱乐领域的相关支出影响明显,2022年1-6月,教育、文化和娱乐支出同比增速为-7.33%,为2021年以来最低水平。疫情爆发以来,教育、文化和娱乐相关支出在人均消费支出中占比下滑,从疫情前10%以上水平,下滑至9%左右,截至2022年2季度仅为8.82%,支出结构变化反映出居民的储备性需求提升。

图表 11.人均消费支出结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

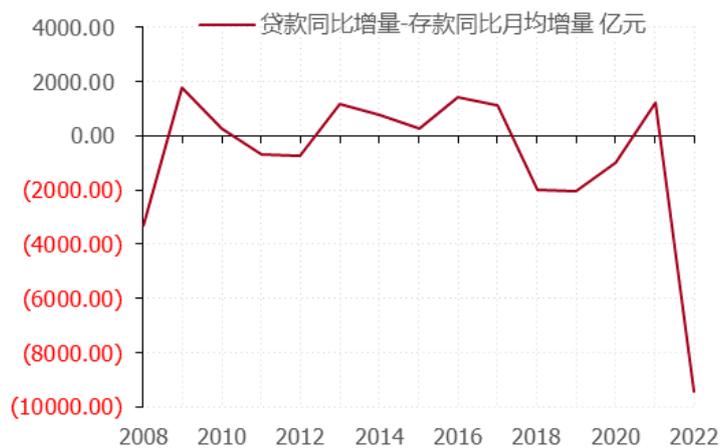
图表 12.人均消费支出结构变化



资料来源: 万得, 中银证券

为观测居民储备性储蓄的相关需求,我们对历年贷款-存款差额的均值做出观测,考虑到我国实行部分存款准备金制度,随着贷款的派生,存款贷款之差缩小能够在一定程度上反映出居民、企业消费投资的意愿增加。7月我国新增社融规模明显低于预期,当月居民存款-贷款差规模明显增大,2022年度各月平均值创下历年各月平均值的新高,一定程度可以解释为疫情条件下,居民消费意愿受限,储备性需求有所上升,对国内消费意愿形成明显抑制。

图表 13. 居民贷款-存款差规模明显增大



资料来源：万得，中银证券

## 二、消费复苏的后劲如何？

6月以来，国内防疫压力逐步缓解，上文也提及部分数据出现边际修复，7月社会消费品零售总额累计同比增速收窄至-0.20%，城镇失业率等数据也有所降低。

在我们年中发布的中期宏观环境展望中，提出下半年消费复苏有三大动力，其一为疫情缓解后的消费复苏的自然动力；其二为各地区的消费复苏政策；其三则为地产、汽车等长产业链产业的修复，推动消费复苏。本章节以年中提出的三大动力为切入点，讨论疫情后消费数据修复的成色如何。

### 2.1 疫情防控压力减弱后，消费自然复苏的基础不稳固

自然复苏已经开启。截至8月，国内防疫成效良好，在“动态清零”政策的持续推进下，此前疫情较为严重的地区，特别是大型城市防疫压力逐步缓解，复工复产持续推进，交通物流逐步恢复，防疫压力缓解后消费有望自然修复。

复盘2020年疫情首次爆发，从当年十一小长假数据看，2020年10月黄金周旅游总收入实现4,665.60亿元，为2019年同期收入的71.81%，5月占比仅为40.42%，防疫结束后，消费短期迎来复苏在预期范围之内。

从6-7月数据看，非制造业PMI中线下消费相关行业反弹亮眼，6月餐饮和住宿业PMI指数均从25%左右水平，翻倍提高至55%以上，分别实现65.4%和50.1%，环比上升18.2和25.9个百分点，7月也同样维持较高水平扩张，疫情防疫压力缓解后，餐饮、旅游消费表现出现回暖。

图表 14. 2020 年 10 月黄金周旅游数据好于 5 月



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 非制造业 PMI 中线下消费板块表现较好



资料来源：中采咨询，中银证券

但回暖趋势的持久性仍然值得关注。餐饮业方面，尽管7月餐饮业PMI数据仍处于较高水平的扩张区间，但指数水平由6月的65.40%下降至61.50%；而从行业的需求及未来预期看，7月餐饮业订单、经营活动预期指数分别为56.40%和61.70%，较6月回落6.4和4.7个百分点。

住宿业方面，7月住宿业PMI为60.30%，较6月持续扩张；由于暑期来临，7月订单指数为61.10%，高于6月6.00个百分点，但需注意的是，7月住宿业经营活动预期明显回落12.90个百分点至58.20%。餐饮业、住宿业的修复基础不牢固。

图表 16. 餐饮业需求、经营预期回落



资料来源: 中采咨询, 中银证券

图表 17. 住宿业经营预期回落



资料来源: 中采咨询, 中银证券

消费企业实体所受冲击较为明显。截至 2022 年 3 月, 我国星级酒店家数为 6686 家, 较 2021 年年底明显减少 117 家; 客房出租率、客房平均价格分别为 32.11% 和 300.75 元, 较 2019 年年底分别下降 16.81 个百分点和 40.86 元, 入住率及价格的明显降低, 说明疫情对酒店行业的需求端冲击明显。较长的疫情周期累计对行业实体形成较为明显的冲击, 预计住宿、酒店行业实体修复周期或较为漫长。

图表 18. 星级酒店数量表现



资料来源: 文化旅游部数据, 中银证券

图表 19. 星级酒店其他指标表现



资料来源: 文化旅游部数据, 中银证券

## 2.2 政策刺激“对症下药”，汽车消费将是年内重要支撑

### 2.2.1 对症下药一：消费券措施持续加码，且更有针对性

今年以来，国家促消费政策持续加码，4 月国务院正式印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出消费升级，健全流通体系及失业保障等多层次措施。从具体措施看，消费券、购物补贴、汽车购置税减免等方式均能够实现刺激消费，消费券是各地普遍措施。从消费券的发行进度看，今年以来，各地区累计发行的消费券举措超过 90 项，预计三四季度各地区将继续加大消费券投放，消费券的投放力度或将超过 2020 年（据不完全统计，2020 年全年，各地消费券相关举措达到 100 多项），预计将对消费的积极修复起到积极作用。

6 月国内防疫压力逐步缓解，各地消费券也加速投放，据不完全统计，6 月至 8 月 10 日，各地累计投放 61 项消费券措施，涵盖餐饮、文旅、商贸及汽车等消费，据我们简单计算，餐饮消费券规模约 2.69 亿元，文旅约 6.20 亿元，商贸约 42.62 亿元，汽车约 6.03 亿元，在当期消费券发放总额中占比 10.48%。

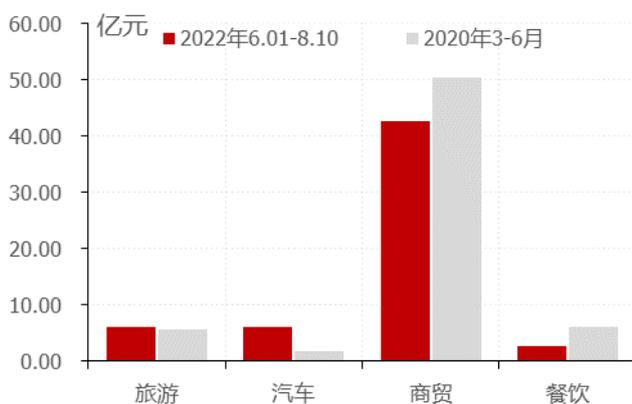
相比于 2020 年 3-6 月消费券发放情况，当前消费券发放的针对性相对较强，偏向刺激汽车消费，据不完全统计，2020 年 3-6 月发放餐饮消费券规模约 6.15 亿元，文旅约 5.77 亿元，商贸约 50.28 亿元，汽车仅为 1.77 亿元，在当期消费券发放总额中占比仅 2.76%。

图表 20. 6 月以来，各地加强对汽车消费的刺激力度

地点	具体措施
长春	7 月 15-24 日长春汽博会补贴活动，总计 6400 万元汽车消费券直接让利惠民。8 月 1 日起至 9 月 30 日长春市消夏购车节活动 5000 万元
北京	6 月 20 日北京房山发汽车消费券，总额 1000 万元：在参与本次活动的汽车 4S 店购车使用。汽车消费券“先用先得”，1000 万元汽车消费券核销完毕，未使用的汽车消费券自动失效。7 月 25 日大兴区发汽车直降券，总额 1400 万元：消费者领取汽车直降券后，到参与活动的 30 余家汽车销售企业购买汽车或摩托车可享受至高 3000 元直降，及车企推出的 100 元可享至高 6000 元购车代金券或大礼包，兴福汇平台发放的百元吃喝玩乐生活券。 6 月 23 日-7 月 24 日北京昌平区汽车消费券，总额 1000 万元：设置 6 档补贴额度，最高补贴 6900 元。
郑州	中原 6 月 1 日至 2022 年 8 月 31 日，本期发放汽车消费券总金额共计 1600 万元，以电子券包形式发放，共计发放 3210 份。 6 月 1 日至 8 月 31 日中原国际车展助力活动，根据单辆汽车的购车裸车开票价分三档发放电子消费券，金额共计 2 亿元。
四川	7 月 24 日至 8 月 9 日，巴中发放总金额 212.5 万元汽车新车消费券消费券。
佛山	7 月 2 日-8 月 31 日顺德容桂汽车消费券，100 万元。
青岛	7 月 1 日至 7 月 31 日青岛汽车消费券。
山东	7 月份山东全省新发放 2 亿元乘用车消费券。
嘉兴	6 月 11 日-6 月 30 日嘉兴平湖汽车消费券，200 万。6 月 1 日-6 月 30 日嘉兴嘉善汽车消费券，200 万元。6 月 3 日-2022 年 6 月 30 日嘉兴南湖汽车消费券，700 万元。
郑州	6 月 1 日至 8 月 31 日汽车消费券，2 亿元。
西安	6 月 9 日-7 月 31 日汽车消费券则是鼓励消费者在未央区限额以上汽车销售企业购置新车(包含新能源汽车)。补贴总额 500 万元。
山西	6 月 15 日、7 月 1 日、7 月 15 日晋情消费·嗨购长治，1000 万元汽车类消费券。
南宁	7-9 月，南宁发放 1000 万元汽车惠民促销消费系列消费券。

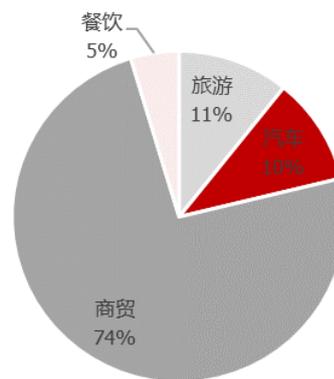
资料来源：各地方政府部门官网，中银证券

图表 21. 今年汽车消费券规模增加



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 2022 年 6 月-8 月 10 日消费券结构

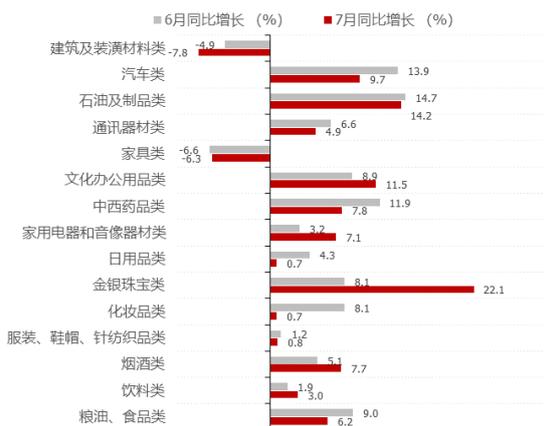


资料来源：万得，中银证券

## 2.2.2 对症下药二：汽车、地产是消费复苏的关键

国家统计局公布的社会消费品零售总额涵盖范围较广，既包括食品饮料、纺服、日用品等必选消费品，也包含化妆品、金银珠宝、汽车等可选消费品，此外还包括石油制品、家具、建材等周期性较强的产品。我们以限额以上数据为代表，研究当前国内消费复苏的结构性特点。

图表 23. 6-7 月限额以上企业零售结构表现



资料来源：万得，中银证券

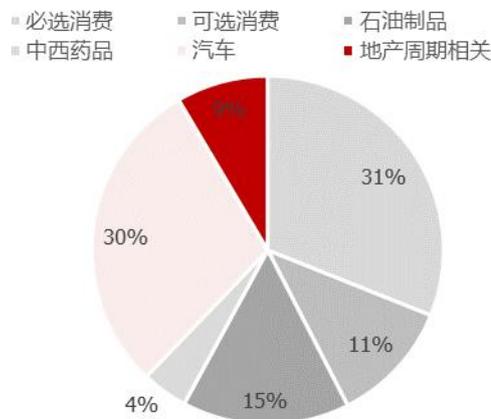
图表 24. 限额以上数据对社零具备较好的代表性



资料来源：万得，中银证券

**必选消费、医药及石油制品消费持续表现较好。**2022 年 1-7 月，零售额维持同比正增长的产品主要为粮油、食品饮料、烟酒等必选消费，同比增速分别为 9.40%、7.40%和 6.90%，疫情对居民必选消费的影响不明显。同时，中西药、石油制品零售规模的同比增速分别为 9.4%和 14.2%，其中，中西药零售维持较高增速的原因或主要为疫情的反弹；石油制零售额增长或更多来自上半年国际油价的明显上涨，以上商品在限额以上企业零售额中占比在 40%左右。必选消费、医药和石油制品对社会消费水平的拖累应较有限。

图表 25. 社零结构分布



资料来源：万得，中银证券

**汽车、地产相关消费是促消费的关键领域。**汽车、地产周期类相关产品零售额在社零中占比也在 40%左右，是今年以来社零数据下行的主要拖累。在 1-7 月限额以上社零数据中，汽车、家具、家装类消费的同比降幅分别为 3.6%、8.6%和 3.6%，分别拖累社零累计同比增速下降 1.01、0.08 和 0.04 个百分点，当前政策大力推进汽车消费，促进房地产市场合理健康发展，正是对症下药。

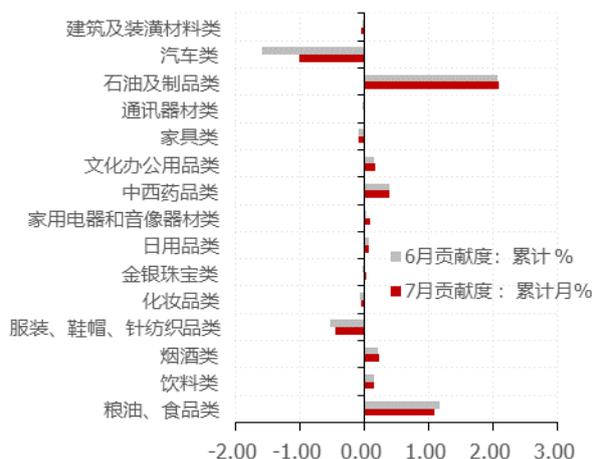
### 2.2.2.1 汽车将是后续消费的重要抓手

6 月以来，国内提振汽车消费的力度较大。具体来看，首先，国常会提出将阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元；上海、广东等多地推出汽车补贴政策，包括对购买新车、以旧换新、报废后换新的直接补贴，并在政策力度上对新能源汽车有所倾斜，值得一提的是，汽车购置税归属于中央收入，加大汽车购置税减免本身也具备转移支付的功能。叠加消费券、疫情后复工复产的持续推进，6 月中旬起，国内汽车销售高频数据明显反弹，汽车消费政策收效。

从月度数据看，6月以来，汽车消费在限额以上社零累计同比增速中的负贡献逐步缩窄，5月拖累幅度为2.71个百分点，6月缩窄至1.58个百分点，7月拖累幅度收窄至1.01个百分点。

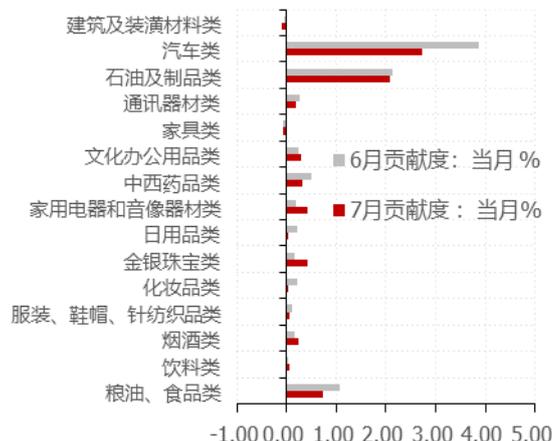
当月增速方面，汽车消费已实现连续2个月正贡献，6-7月汽车消费分别为限额以上社零同比增速贡献3.86和2.72个百分点。

图表 26.各分项对限额以上社零当月同比增速的贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 27.各分项对限额以上社零累计同比增速的贡献

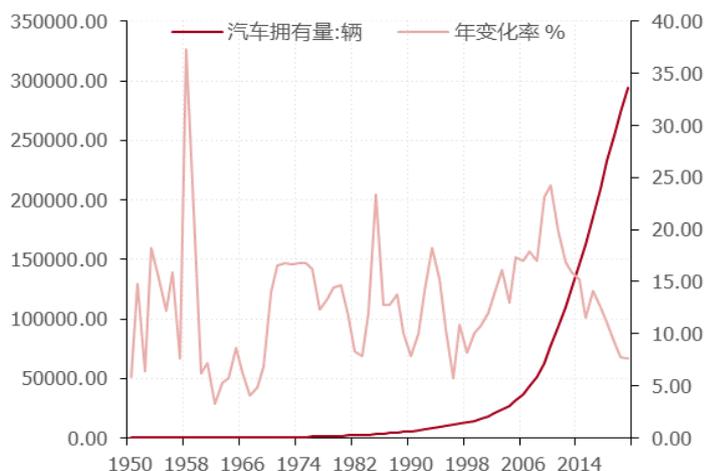


资料来源：万得，中银证券

**汽车或将是未来推动消费复苏的重要抓手。**在疫情的冲击下，国内消费需求相对弱势，汽车类消费在我国社零中占比相对较高（限额以上汽车零售在社零中占比达10%），且产业链的拉动效果较长，将是后续政策拉动的重要抓手。

值得一提的是，自2010年起，我国汽车拥有量年增长速度明显下滑，从年均20%以上的增速水平，下落至7%左右，假设汽车以10年为更新周期，我国拥有较为广阔的汽车更新市场，有望被汽车消费促进政策激发。

图表 28 汽车更新需求或被促消费政策激发



资料来源：ceic，中银证券

此外，当前我国对新能源汽车的扶持政策较多，8月中旬国常会决定“延续实施新能源汽车免征车购税等政策”，对新能源汽车免征车购税政策延至2023年底，当前汽车类消费肩负“产业升级”、“消费支撑”的双重责任，后续汽车消费刺激政策仍将有较高的确定性。

图表 29. 6月以来，各地新能源车刺激政策梳理

地点	具体措施
浙江	浙江下达 2022 年度新能源汽车充电基础设施奖励预算 4.8 亿元
北京	"乘用车置换新能源小客车补贴标准方面，《方案》明确：
常州	转出或报废乘用车种类为新能源小客车、使用 1-6 年其他乘用车，均可享 8000 元/车补贴；
湖北	转出或报废 6 年（含）以上其他乘用车，可享 10000 元/车补贴。"
湖北	"常州新能源汽车购置补贴细则出台，按“先到先得”原则，对 2022 年 6 月 10 日起个人消费者在本市新购置并上牌的新能源乘用车予以补贴；二手车、营运车辆、单位用户车辆及特种车辆不予补贴。
山西临沂	补贴方式为按购车价格（机动车销售统一发票含税价）的 3% 给予补贴，最高不超过 10000 元/台，"
河南郑州	"实施汽车以旧换新专项行动，对报废或转出个人名下湖北号牌旧车，同时在省内购买新车并在省内上牌的个人消费者给予补贴，所需资金由省级与各市州财政分别负担 50%。
广州	报废旧车并购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆，购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆；转出旧车并购买新能源汽车的补贴 5000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 2000 元/辆；"
广东汕头	6 月至 12 月湖北省省内城市运营公交车购置新能源车的按车价补贴 3%，所需资金由省级与各市州财政分别负担 50%。各级党政机关、事业单位带头配备使用新能源车，除实物备件口年种制技术计件新购置新能源汽车占比原则上不低于 30%。
上海	发票金额为 6 万元(含)以上 10 万元(含)以下新能源汽车每辆补贴 3000 元 发票金额为 10 万元(不含)以上、20 万元(含)以下新能源汽车每辆补贴 4000 元，发票金额为 20 万元(不含)以上，新能源汽车每辆补贴 6000 元。
成都	补贴标准:购置新能源车的，按照购车发票金额，消费券分为三档，档位设置与燃油车相同，每档比燃油车增加 1000 元消费券，也就是 4000、6000、8000 元。
深圳	在广州市购买符合要求的新能源汽车并注册登记的个人消费者，按照机动车销售统一发票含税价、在 10 万元至 20 万元（含 20 万元）的，补贴 10000 元；车辆价格在 20 万元至 30 万元（含 30 万元），补贴 8000 元的标准进行补贴。
海南	在省内购买以旧换新推广车型新车并在省内上牌的给予 3000-10000 元/辆补贴，对个人消费者在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/辆补贴的政策。
淄博	对以旧换新、置换纯电动汽车的消费者，每辆补贴 1 万元，原燃油车的蓝牌额度可保留在纯电车名下。嘉定区对购买 15 万元以下的新车每辆补贴 1 万元，15 万元以上补贴 2 万元。
海南	"对在 2023 年 12 月底前将本市注册的燃油燃气建筑垃圾运输车、混凝土运输车报废或转出成都，并购买新能源建筑垃圾运输车、混凝土运输车的，分别按照相关政策给予 20 万元/车、30 万元/车资金奖励。
南京	在本市购买和上牌新能源汽车的单位和个人，给予小型车 2000 元/辆、中型车 5000 元/辆、大型车 8000 元/辆资金奖励。"
杭州	"对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过 1 万元/台补贴，全面落实国家新能源汽车免征车辆购置税政策增加普通小汽车增量指标投放。新增投放 2 万个普通小汽车增量指标，通过专项“摇号”活动，面向仍在摇号且已参加 60 期以上（含 60 期）的“未中签”申请人进行配置，中签者须购置符合条件的燃油车或新能源汽车(对购置新能源汽车的中签者，给予最高不超过 2 万元/台补贴)。
佛山南海	对港口内燃油拖车置换为符合条件新能源车(含清洁能源车)的，给予最高不超过 5 万元/台补贴。"
武汉	新能源载货营运汽车（含邮政快递及城市物流配送车辆）自车辆注册登记上牌起一年内核算里程达 3 万公里后，按重型、中型、轻型及以下每辆车分别可申领 30000 元、20000 元、10000 元的运营服务补贴。

资料来源：各地方政府部门官网，中银证券

## 2.2.2.2 地产仍有一定修复空间，预计将年内消费起到一定的积极作用

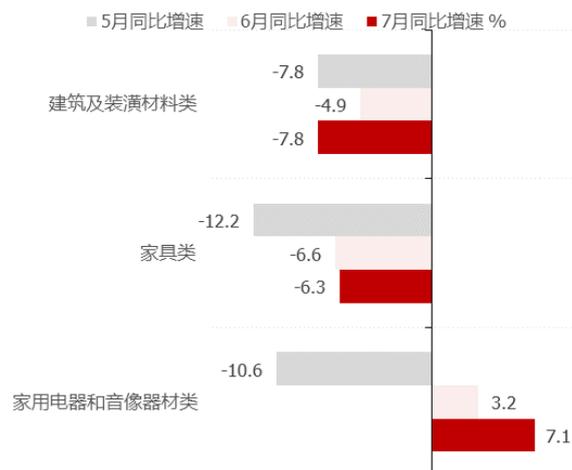
地产对于消费复苏的影响主要体现在直接、间接两个方面，一方面对建材建装、家具家电等地产后周期类相关消费产生压制，另一方面使得市场对房价的预期转弱，对消费意愿产生间接影响，地产健康修复对后续消费复苏的意义重大。2021年以来，房地产政策调控加码力度相对较大，地产、土地市场成交相对弱势，7月单月，房地产投资当月同比下降12.1%，降幅扩大2.4个百分点，当前地产对消费复苏的正贡献有限。

图表 30. 地产周期相关消费表现均较弱



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 地产周期相关消费表现均较弱



资料来源：万得，中银证券

直接影响方面，今年以来，地产销售、投资全面走弱，影响社零口径中地产周期相关消费的表现。从限额以上的社零口径看，地产后周期消费主要包含家电、家具及建筑、装饰材料；7月我国30大中城市商品房成交面积当月均值同比下降18.88%，当月新开工面积同比下降45.39%，对当月限额以上建材装饰、家具同比增速形成拖累，其降幅分别为7.8%和6.3%，持续处于负增长区间。

值得一提的是，此处我们讨论的建材装饰仅为限额以上零售企业数据，限额以上零售企业营收基数相对较大，抗风险能力较强；而多数建材装饰产品零售点规模较小，抗风险能力不及限额以上零售企业，建材装饰消费的整体下行幅度或高于限额以上零售单位表现出的下行幅度。

图表 32. 商品房成交弱势



资料来源：万得，中银证券

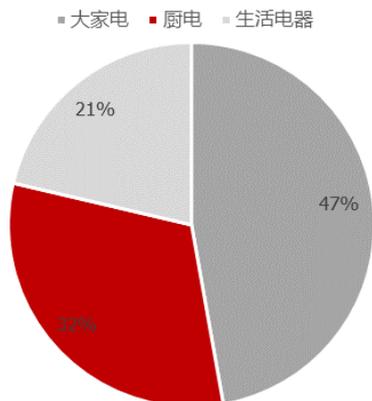
图表 33. 新开工面积表现弱势



资料来源：万得，中银证券

值得一提的是，地产后周期消费中，家电音像同比增速延续修复，7月当月同比增长7.1%，但复苏基础仍不牢固。我们以天猫淘宝的家电销售数据，见微知著地了解我国家电的消费结构；2021年至2022年7月，在天猫淘宝家电销售中，大家电占比最高，累计占比47%，生活家电、厨电分别占比21%和32%，其中，大家电销售与房地产成交面积的正相关性较强，若地产销售修复不及预期，或对家电消费修复基础造成影响。

图表 34. 我国家电消费结构



资料来源: ceic, 中银证券

图表 35. 大家电与地产销售的正相关性较强



资料来源: 万得, 中银证券

间接影响层面，房地产市场的合理复苏，有助于拉动居民对地产行业预期的回暖，一定程度上，有望推动其消费意愿修复。从图 36 可以看出，房价的环比变动，往往能带动实际社零同比增速的环比同向变动，房价环比大趋势往往领先实际社零 3-5 个月，或可解释为平稳、健康的地产行业预期能够产生正财富效应，一定程度上推动居民消费意愿缓慢修复。

图表 36. 房价往往先于社零复苏



资料来源: 万得, 中银证券

今年以来，政策端在坚持“房住不炒”的基础上，强调“保交楼、稳民生”，推进地产行业合理健康发展，年内地产仍有一定的修复空间，一定程度上能够提振地产相关消费，稳定居民房价预期，对年内消费起到一定的积极作用。

## 风险提示

**全球通胀维持高韧性：**

- 1.美国劳动力工资维持高增长。
- 2.地缘政治持续推升油价。

**汇率波动加大，流动性回流美债：**

为抑制通胀，美联储加息步伐快于预期。

**海外需求走弱，出口增速下行**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371