

宏观点评 20221212

2023 年消费刺激备了多少弹药？

2022 年 12 月 12 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《中央经济工作会议的见微知著——12 月政治局会议点评》

2022-12-07

《中央经济工作会议前瞻：稳经济的重头戏》

2022-12-04

■ 我们预计中央经济工作会议将 2023 年经济增长的目标定为 5% 左右，我们此前对 GDP 主要分项的测算结果显示（《2023 年 GDP 增速 5% 需要多大的政策发力？》）与目标存在 2.7 万亿的缺口，其中消费的缺口占比超三分之一，由此可见，如果不加大对消费的刺激力度，仅靠基建房地产的拉动，实现增速目标有难度。12 月政治局会议提到了发挥消费的基础性作用，这意味一定要补消费的“短板”，虽然疫情政策大幅优化将带来利好，但尚不足以弥补消费的缺口，我们预计可能通过普惠性的消费刺激来弥补剩下的缺口，中央主导的数字消费券可期。那么，消费券刺激的力度有多大？我们将在本文进行探讨。

■ 2022 年我国消费者信心下滑至历史低位，预防性储备意愿显著增强下，边际消费倾向下滑（图 1-图 2）。每当防疫政策边际收紧，居民在储蓄被动增加的同时，预防性储备的意愿也随之增强，导致消费增长的放缓幅度大于可支配收入增长的放缓，储蓄率上升，超额储蓄增加（图 3）。我们估算疫情下城镇居民超额储蓄占家庭可支配收入近 3%，2021 年约和 1.3 万亿元（图 5）。另一方面，居民可支配收入中定期存款为大头，并且比重持续提升，这部分通常不会用于消费，因此超额储蓄未能显著提振消费（图 4）。

■ 政治局会议的表述以及近期中央领导的讲话都透露出补消费“短板”的决心。刘鹤总理在 11 月发表的署名文章《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》中表示，“实施扩大内需战略是应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径”，“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用，持续释放现代化建设蕴藏的巨大消费和投资潜力”。

■ 为响应中央号召，2022 年地方政府纷纷出台消费刺激政策，形式多为发放消费券，刺激对象集中在汽车、家电、家具（表 1）。不过，从结果来看，地方政府对于消费刺激力度有限，难以形成合力，消费者预期迟迟没有得到提振。从地方政府刺激消费的领域来看，也有一定的局限性，大多集中于新能源汽车等有限行业，并且对于生产端的刺激力度普遍大于消费端。

■ 我们预计 2023 年中央主导的普惠式消费刺激可期，数字消费券或成为主要形式。消费券比现金补贴对于财政支出的要求更低，但对消费的刺激却更有效（刺激乘数更高）：一方面，现金补贴可能被用作储蓄，而非消费，而消费券不能被“储蓄”，对消费有直接刺激作用；另一方面，消费券更具灵活性，政府可以通过调整消费券的支付设计（例如限制支付门类、调整抵扣比例等），带动额外消费，并引导消费刺激更多流入受疫情冲击较严重的行业。

■ 中国香港特区政府 2021 年推出数字消费券计划，相对于 2020 年疫情初期的直接现金补贴，前者对消费的提振和小微企业的帮助更大。

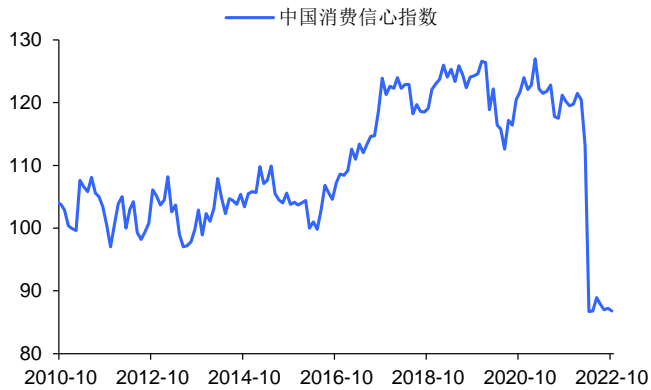
前者于 2021 年 6 月公布，分两个批次共计发放 5000 港元/人的消费券（同年 8 月发放 2000 港元/人，10 月 3000 港元/人），形式为现金全额抵扣，不附带“满减”条件，但限制使用范围（不能被用于教育开支等）。根据宋铮教授团队的研究¹：该计划的短期刺激效果尤为显著，收到消费券的第一周，用户便消费了其面额的三分之一，截至 2021 年末，消费仍实现显著正增长（图 7）；消费券用户的额外支出超消费券面额的 80%，其中食品、服饰和服务类消费占比额外支出超 60%，而提供上述产品和服务的多为小微企业。根据宋铮教授团队的保守估计，政府发放的每一港元消费券金额至少会有 0.45 港元用于非耐用品与服务类消费。

■ 根据 12 月以来防疫政策的优化情况，我们调升了此前对于 2023 年消费的预测，预计中性情形下，内地 2023 年社零同比名义增速 5.8%，相对于 5% 实际增速目标的消费缺口为 4,812 亿元，参考我国香港消费券计划，1 单位消费券撬动 0.8 单位的消费来计算，弥补上述缺口需要约合 6,015 亿元的消费券刺激（假设消费券资金不依靠额外发债筹集，而是采取政府转移支付的形式，作为政府消费的转移，消费券本身不算入消费增量）。

■ 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。海外经济提前进入衰退，我国出口大幅负增长可能提前到来。疫情反复，严格防控短期难以解除、持续时间拉长

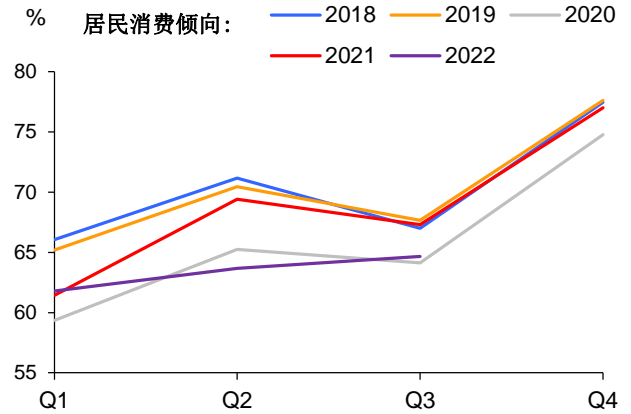
¹ Geng, Hao, Matthew Ce Shi and Zheng (Michael) Song, Evaluating Hong Kong Consumption Voucher Scheme, Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2022

图1: 2022年我国消费者信心跌落至历史低位



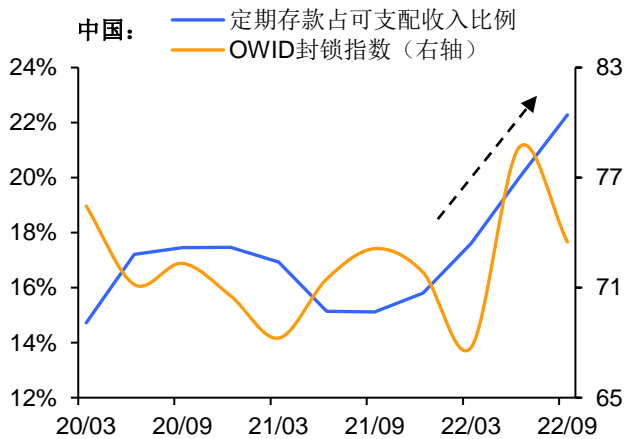
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年我国居民边际消费倾向处于近五年的低位



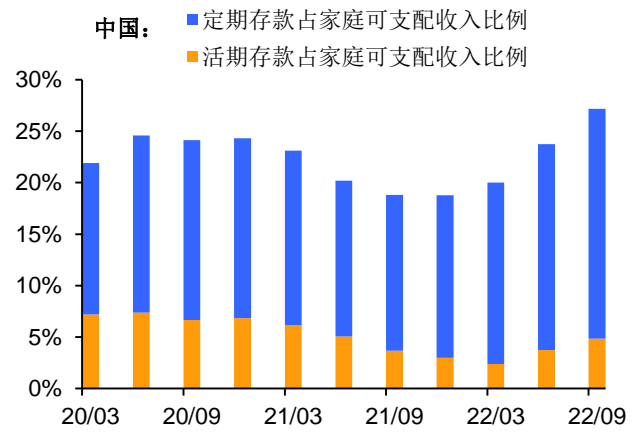
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 防疫政策收紧推动预防性储备占比上升



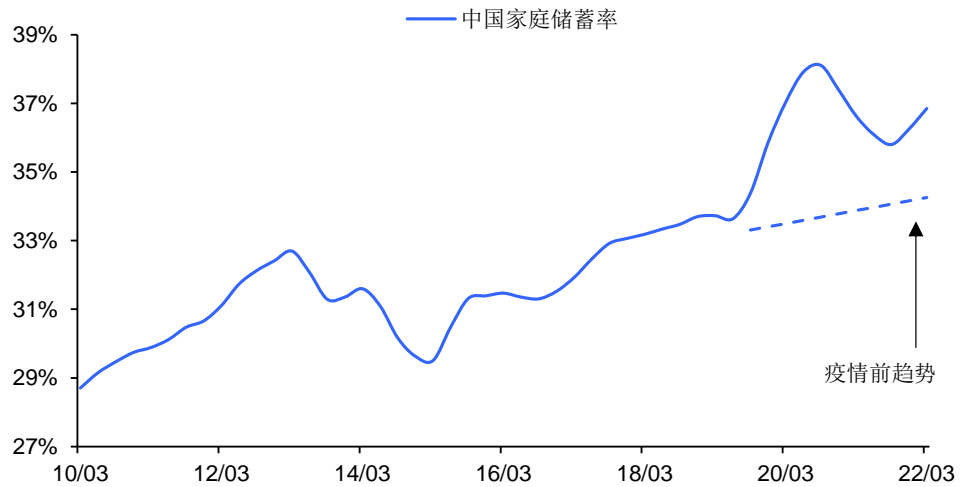
数据来源: Wind, OWID, 东吴证券研究所

图4: 疫情以来, 可支配收入中定期存款占比上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 我们估算疫情下的超额储蓄占比家庭可支配收入将近3%



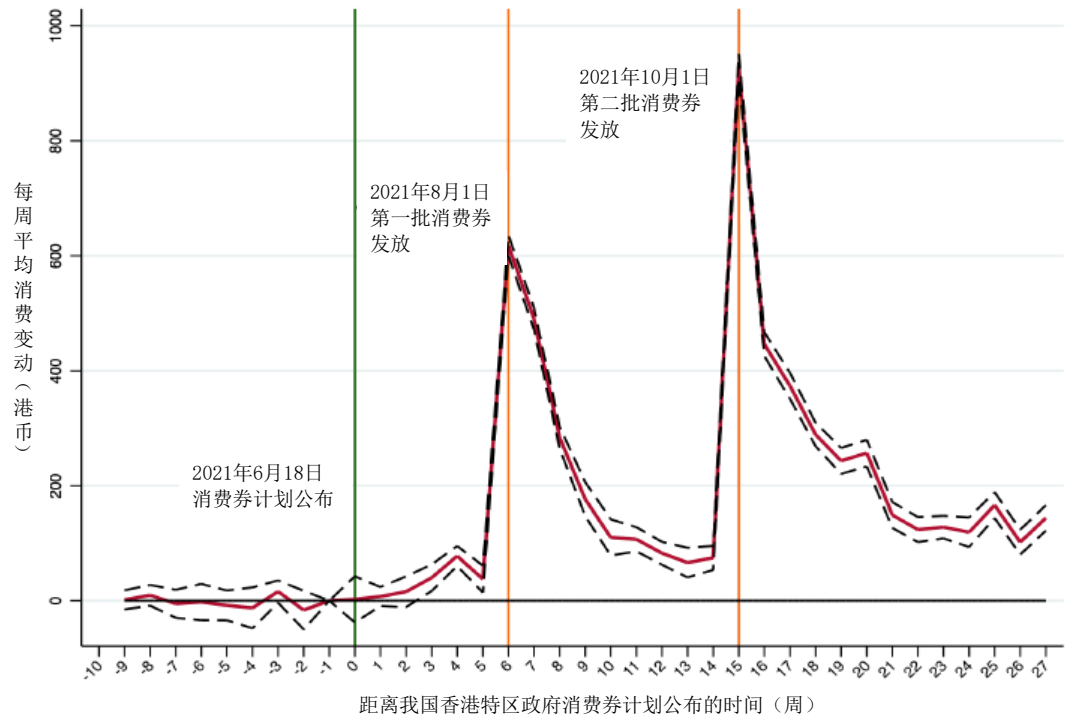
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

表1: 2022H2 各地促销费政策节选

省份	城市	日期	规模(万元)	类型	政策
北京		2022/11/20-2022/12/31	-	绿色节能消费券 餐饮消费券	消费券: 12月31日前面向在京消费者, 通过14家参与企业线上平台增发六批次绿色节能消费券, 线上线下均可使用。每周可在同一参与企业线上平台领取1份券包, 总金额1500元
		2022/07/18-2022/12/31	10,000		消费券: 面向全市消费者发放“重逢美好”餐饮消费券, 由政府 and 提供餐饮服务的企业共同出资, 推出外卖类、到店类、养老助残类三种消费券累计1亿元
上海		2022/08/26-2022/09/14	20,000	一般性消费券	消费券: 第二轮消费券总投入的市级财政资金在首轮2亿元的基础上, 增至5亿元。最后一轮“爱购上海”电子消费券发放, 投入资金为3亿元
		2022/09/26-2022/10/15	50,000		
		2022/10/31-2022/11/19	30,000		
深圳		2022/05/23-2022/12/31	3,000	汽车消费补贴	汽车消费补贴: 对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/台的补贴。新增投放2万个普通小汽车增量指标, 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 其他消费券: 3000万元数字人民币红包, 覆盖线上线下消费场景
广东	广州	2022/08/01-2022/11/27	6,000	一般性消费券 现金消费券	家电补贴及消费券: 在八大类范围内每件家电最高补贴500元, 已有超过100家大型门店参与。12月上旬启动相关促销活动, 发放第二批政府消费券。广州黄埔区联合美团发放750万元现金消费券。广州新一期政府消费券总值达3,000万人民币, 涵盖轻餐饮、超市、电商、正餐住宿和百货五种类型。市民购物满一定金额, 可获减免10、50和100人民币不等
			750		
福建	福州	2022/04/16-2022/11/30	400 600	一般性消费券 汽车消费券	消费券: 11月20-30日, 全市范围投放总额1000万元, 第五期福州商贸消费券。其中, 汽车消费券600万元。2022年年底安排4000万元促消费活动
海南	海南	2022/10/27-2022/12/31	5,300 1,000	旅游消费券 绿色家电消费券	旅游消费券、家电券: 全国游客发放总价值5300万元的旅游消费券。同时, 海南省投入1000万元财政资金, 继续开展家电消费券活动, 发放家电数字人民币满减消费券
浙江	宁波	2022/06/03-2022/06/30 2022/10/28-2022/11/2	15,000 30,000	一般性消费券	消费券: 6月3日至6月30日期间, 发放总额为1.5亿元的满减消费券; 今年11月至12月, 宁波为充分释放金秋、岁末消费活力, 将继续发放总额度达3亿元的宁波消费券
	杭州	2022/06/17-2022/09/22 2022/10/28-2022/11/21	10,000 100	数字消费券 体育消费券	消费券: 杭州通过第三期迎亚运全民健身大礼包(体育消费券)的方式, 共发放金额100万, 红包2.5万个。杭州发放2022年第一期暑期数字消费券, 发放总额为1亿元, 共200万个券包
安徽	阜阳	2022/10/28-2022/12/09	1,500	一般性消费券	消费券: 安徽省阜阳市消费券发放活动共计划投入1500万元左右, 突出汽车、家电、百货、餐饮等重点领域
江苏	苏州	2022/09/28-2022/11/30	6,000	数字人民币消费券	消费券: 苏州全市联动重磅推出500余场特色鲜明的让利促销活动, 六大领域, 推出200余场重点让利促销活动, 期间联动发放超过6000万元数字人民币红包
	连云港	2022/09/06-2022/12/31	1,000 3,000	餐饮消费券 汽车消费补贴	消费券、汽车补贴: 连云港将开展“苏新消费·惠购港城”主题活动, 发放餐饮消费券1000万元、汽车消费补贴3000万元、“激情山海·乐享西游”景区免费电子门票10万张
山东	青岛	2022/11/26-2022/12/31	26,700	一般性消费券	消费券: 青岛市统筹资金2.67亿元, 活动期间将滚动发放300多万张消费券。购买汽车时, 按照不同车型不同价位, 可以享受3000-10000元的一次性补贴
四川	成都	2022/06/01-2022/12/12	17,000	文旅消费券	文旅消费券: 面向全国游客发放1000万元文旅消费券。消费券涵盖景区门票、酒店民宿、度假线路等消费品类。数字人民币线上消费券将通过京东、唯品会、美团三个电商平台分三批次发放, 共计约141万份, 总额1.6亿元, 涵盖零售、餐饮、文化、旅游等行业
云南	云南	2022/11/30 2022/9/23-2022/12/31	14,300 2,536	一般性消费券 加油券	消费券、加油券: 第三、第四批次文旅消费券领券数量3882859张, 领券金额近1.43亿元; 累计核销1146025张, 核销金额超过1.2亿元。加油券则以券包形式发放, 每周星期五可260元购300元加油券

数据来源: 央广网, 中国产业经济信息网, 人民网, 新浪财经, 东吴证券研究所

图6: 我国香港 2021 年消费券计划对消费的拉动



数据来源: Evaluating Hong Kong Consumption Voucher Scheme, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

