

## 2025 年消费展望：政策将加速托举需求回暖

休闲服务

评级：看好

日期：2025.02.05

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@wzkzq.com.cn

行业表现

2025/1/27



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《【消费瞭望录】需求低迷与 OTA 主导格局的背离，何去何从？》(2025/1/15)
- 《补贴政策发挥长效作用，消费粘性显现》(2024/12/25)
- 《【消费瞭望录】连锁酒店投资框架：如何观测行业周期？》(2024/12/5)
- 《政策红利深度释放，消费市场迎来回暖黄金期》(2024/11/26)
- 《国庆出游点评：新“慢充式旅游”消费习惯正形成》(2024/10/11)
- 《《黑神话 悟空》：耐心资本崛起的里程碑》(2024/8/22)
- 《线下零售边际修复 长线游成暑期热点》(2024/8/5)
- 《【消费瞭望录】梳理消费税改革三十年》(2024/8/1)
- 《【消费瞭望录】新消费格局：从商品迈向服务消费》(2024/7/12)
- 《消费行业月报：服务消费“正升级”》(2024/7/3)

### 回顾 2024：“两新”政策+消费券双管齐下，消费稳定增长

#### 1. 全年零售增速在“两新”政策的补贴下出现了较大的结构性趋势

2024 年社会消费品零售总额 48.79 万亿元，同比+3.48%，2023-2024 年两年平均+5.35%。其中，网上商品和服务零售额 155255 亿元，同比+7.2%，线下消费同比+4.83%，餐饮消费 55718 亿元，同比+5.3%，商品零售消费同比+3.24%。

#### 2. 政策发力，让消费成为一种日常“习惯”

“两新”政策带动家电、电子产品及汽车领域消费增长，消费券发放刺激居民对餐饮、体育娱乐等日常生活领域的长效消费需求。受到补贴的家用电器及通讯器材领域，其 2024 年限额以上消费累计额同比增速均超过 2023 年，政策补贴效果显著。2024 年多地分批次发放消费券，涵盖餐饮及食品、体育运动、娱乐等多消费领域，促成消费粘性。

#### 3. 总需求依然偏弱，内需释放仍存在较大潜力

居民财富水平是决定消费支出的最大公约数，“两新”政策通过降低最终价格有效的帮助居民释放了潜在需求，但是对于普遍群体而言，收入增速水平以及总财富水平，特别是金融资产价格的回暖同样重要。

### 展望 2025：补贴政策持续优化，消费热度稳步高涨

2024 年 12 月 11 日至 12 日召开的中央经济工作会议将提振消费摆在 2025 年经济工作的首要位置；2025 年 1 月 8 日，国新办举行国务院政策例行吹风会，提到，2025 年将增加“两新”资金规模，同时扩大享受以旧换新补贴的家电产品门类；2025 年 1 月 15 日，商务部相关负责人在国新办发布会上提到，25 年将继续着力稳外贸稳外资扩消费。

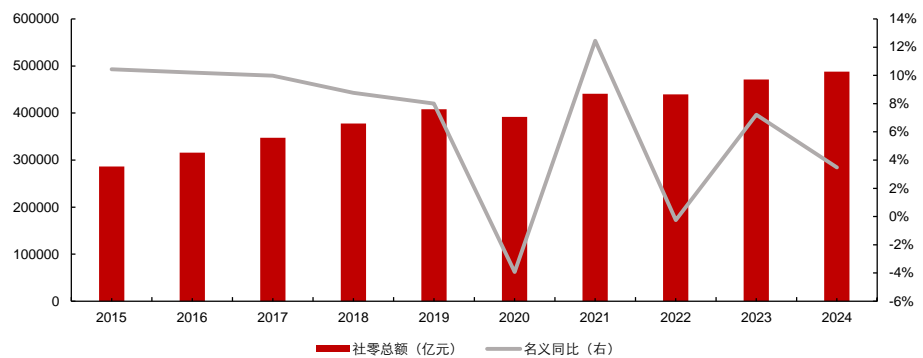
我们认为 2025 年消费热度将会持续高涨，消费市场整体的长效稳定增长也将驱动国内经济健康发展。

- 风险提示：**
- 1、对于消费增长能否刺激就业市场好转，带动经济发展正向循环，我们尚持观望态度；
  - 2、国际局势不稳定性加剧。

## 一、回顾 2024 年：“两新”政策+消费券双管齐下，消费稳定增长

2024 年社会消费品零售总额 487895 亿元，同比增长 3.48%，2023-2024 年两年平均 5.35%。回顾全年，消费热潮出现在五月及十月，分别对应“6.18”与“双十一”两次购物节。其次，数据从 9 月开始逐步企稳回升至 3% 水平以上，9-12 月平均增速达到 3.68%，为全年消费增速带来较大贡献。

图表 1：社会零售总额及同比增速



资料来源：国家统计局，五矿证券研究所

### 1. 全年零售增速在“两新”政策的补贴下出现了较大的结构性趋势

2024 年 2 月，习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议强调，“要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”。2024 年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。“两新”政策对居民以旧换新及购买家用电器、数码电子及汽车等产品实施的补贴为今年消费市场保持稳步增长的主要驱动力。9 月以来，伴随 3000 亿专项资金逐步落实，家电、数码产品、汽车等补贴领域快速上涨。

2024 年限额以上家用电器消费总额 10307 亿元，累计同比+12.3%，增速远超 2023 年的累计同比+0.5%。其中较为突出的 8 月份全国家用电器和音像器材类销售额由前一个月同比下降 2.4%，迅速转变为同比增长 3.4%，并在后续保持两位数高增长。2024 年限额以上通讯器材消费总额 7902 亿元，累计同比+9.9%，增速同样超过 2023 年的累计同比+7.0%。同时，2024 年“双十一”购物节期间，累计消费总额达到 14418 亿元，同比+26.6%，其中家电产品和手机数码产品占比最高，合计贡献度达 32%。除此之外，汽车销量也较为亮眼，商务部数据显示，2024 年汽车报废更新超过 290 万辆，置换更新超过 370 万辆，带动汽车销售额 9200 多亿元。

### 2. 政策发力，让消费成为一种日常“习惯”

2024 年全国多地人民政府联合线上支付平台，分多批次发放消费券，涵盖餐饮及食品、体育运动、娱乐等多消费领域，刺激广大居民形成长效消费粘性。2024 年限额以上粮油及食品消费累计额 21737 亿元，累计同比+9.9%，增速超过 2023 年的累计同比+5.2%；同时受到巴黎奥运会对居民体育运动消费的刺激作用，限额以上体育及娱乐消费总额 1415 亿元，累计

同比+11.1%，延续了2023年近乎相同的增长速度。

### 3. 房价止跌回稳，内需释放潜力巨大

随着一系列“降首付、将利率”政策于2024年出台以及六大商业银行优化利率重新定价机制，缩短房贷利率重定价周期，房价止跌回稳已取得初步成效，房地产市场需求热度逐渐好转，带动了购房相关消费的增长。2024年限额以上家居类消费总额1691亿元，累计同比+3.6%，增速超过2023年的累计同比+2.8%。

与社零数据增幅有所不同的是价格指数，展现出总需求依然偏弱的格局。9月以来，社零增速持续回暖，9-12月同比增速分别录得3.2%、4.8%、3.0%以及3.7%，CPI同比增速则录得0.4%、0.3%、0.2%、0.1%。从数据看，政策补贴拉动消费增长，总需求仍存在上升空间。我们认为，2025年两新政策覆盖商品的进一步扩大，或能够对商品零售起到更大的拉动作用。

站在宏观经济的角度，拉动有效需求不仅仅需要类似“两新”刺激政策效能的进一步扩大，更加需要经济基本面的恢复。居民财富水平是决定消费支出的最大公约数，“两新”政策通过降低最终价格有效的帮助居民释放了潜在需求，但是对于普遍群体而言，收入增速水平以及总财富水平，特别是金融资产价格的回暖同样重要。

## 二、展望2025年：补贴政策持续优化，消费热度稳步高涨

2024年12月11日至12日，中央经济工作会议在京召开，会议指出，2025经济工作继续保增长稳就业，做到居民收入增长与经济增长同步，同时将“大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年经济工作的首要任务。

2025年1月8日，国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍本年度“两新”政策相关部署。国家发展与改革委和财政部在会上指出，2025年将增加“两新”资金规模，同时将享受以旧换新补贴的家电产品门类由2024年8类扩展至12类。此外财政部相关负责人表示，中央财政已预下达810亿元的2025年以旧换新政策补贴资金规模。

2025年1月15日，国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列发布会，会上商务部相关负责人提到，2025年是“十四五”计划的收官之年，商务部将继续着力稳外贸稳外资扩消费。

我们认为，随着中央层面将提振消费放在经济工作的首要位置以及“两新”政策的支持力度不断加大、就业形势好转和居民收入持续增长，2025年消费市场增长态势有望进一步巩固。同时，随着国际局势的不稳定性加剧，2025年经济增长的着力点将会更加倾向内需扩充，更预计更多刺激内需释放的政策将会陆续出台，消费热度持续高涨，驱动国内经济健康发展。

## 风险提示

1. 对于消费增长能否刺激就业市场好转，带动经济发展正向循环，我们尚持观望态度；
2. 国际局势不稳定性加剧。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010