如何应对透支：“国补”扩围至服务消费补贴
——挖掘消费空间系列三

2025 年 02 月 10 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 占烁
执业证书：S0600524120005
zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《返工节奏偏慢，生产端修复弱于去年同期》

2025-02-09

《一个择券角度》

2025-02-09

■ **核心观点：**近几年我国消费偏弱的原因之一是商品消费发展较快，服务消费没有完全恢复（2024 年缺口-2.5%），制约了消费复苏。消费补贴需要从补贴商品转向补贴服务，以实现消费的稳定增长。另外，商品消费补贴容易出现需求透支。**上轮“以旧换新”在补贴的第 1.5-2.5 年出现透支，城镇家庭耐用品消费支出比重从 2.93%下降至 2.80%；“家电下乡”则在补贴的第 4 年出现透支，下乡产品销售额同比下降 17%。考虑到耐用消费品的需求透支问题，可能需要尽快推出服务消费补贴作为国内消费增长的支撑，快则 25H2，慢则 26 年初。**

■ 一、需求不足：一个服务消费视角

■ **我国居民消费率偏低，主要是因为服务消费率低，商品消费率与其他国家差距不大。**2023 年我国居民消费占 GDP 的比例为 39.6%，明显低于国际平均水平。在商品消费方面，我国与其他经济体的差距并不明显。8 个经济体的商品消费率平均为 25.1%，而我国为 18.9%，只相差 6.2 个百分点。但在服务消费上，差距非常显著，8 个经济体的服务消费率平均达到 34.2%，而我国仅为 20.7%，相差 13.5 个百分点，是商品消费差距的 2 倍多。由此可见，我国居民消费率的提升空间主要来自于服务消费。这意味着，如果我国的服务消费占 GDP 比重能够提高到主要经济体的平均水平，那么我国的总体居民消费率将达到 53.1%，与日本持平，超过韩国和法国，从而彻底弥合中国居民消费率和全球的差距。可以说，服务消费潜力的释放，是我国扩大内需、提振消费的关键所在。

■ **如果没有消费升级，总需求里消费的比重不会提高。**按照经济发展的正常逻辑，在工业化后期，有两个消费转型同时发生，一是总需求里消费的比重提高，从投资到消费的转型；二是消费升级，从必需品消费到耐用品消费到服务消费。需要注意的是，消费比重提高和消费升级是紧密联系、同时发生的。换句话说，如果没有从商品到服务的消费升级，消费比重不会提高，这是因为全社会商品消费需求终有饱和的一天，而服务消费需求可以不断衍生、增长。对于日本而言，服务消费的增长是过去 40 年消费率提高的主要原因。1980-2023 年，日本的居民消费率从 51.1%提高到 53.1%，提高了 2 个点，其中商品消费率下降了 4.1 个点，服务消费率提高了 6.2 个点。

■ **近几年我国消费偏弱的原因之一是商品消费发展较快，服务消费没有完全恢复，制约了消费复苏。**2024 年，我国居民服务消费支出相比于疫情前的趋势值还有 2.5%的缺口；相比之下，商品消费支出已经比疫情前的趋势值高 2.9%。

■ **消费补贴需要从补贴商品转向补贴服务。**2024 年 12 月中央经济工作会议提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动”，目前中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新首批资金 810 亿元。我们认为消费补贴作为提振消费的重要政策，短期可以通过补贴商品消费来实现内需的快速扩大，但商品补贴带来的需求增长如同潮汐，快速上涨、快速减退，存在透支未来的风险。中长期来看，需要转向服务消费补贴，以实现扩大内需的细水长流。

■ 二、面向商品消费的补贴具有透支需求的风险

■ **2007-2013 年的“家电下乡”和“以旧换新”为例，我们发现“家电下乡”和“以旧换新”都存在透支需求的问题，在补贴政策结束后体现的最为明显。**2013 年初家电下乡结束，农村家电支出占消费支出的比例在 2013 年是 1.97%，2015 年快速下降至 1.58%；从农村家电消费总额来看，2015 年比 2013 年缩水了 6.5%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **另一方面，在补贴政策结束之前，“家电下乡”和“以旧换新”已经开始出现了需求透支**。“以旧换新”在补贴的第 1.5-2.5 年出现透支，城镇家庭耐用品消费支出比重从 2.93%下降至 2.80%。“家电下乡”则在补贴的第 4 年出现透支，下乡产品销售额同比下降 17%。

三、“国补”何时从补贴商品转向补贴服务？

- **怎么看这轮“以旧换新”的透支问题？**2009-2011 年“以旧换新”带来的换新销售率约为 6%。2009 年开始 9 省市试点 5 类家电“以旧换新”，在以旧换新开始前的 2008 年，我国 5 类家电保有量为 15.3 亿台左右（城镇 11.3 亿台+农村 4 亿台），三年换新销售 9248 万台家电，换新销售率约 6%。假设比照上轮“以旧换新”，三年换新销售率从 6%提高到 10%，2024 年已经换新销售 0.6 亿台家电，乐观情况下，2025 年预计销售 1.8 亿台（假设不出现透支），2026 年家电换新销量可能下降至 0.9 亿台。悲观情况下 2025 年下半年可能出现透支风险。

- **考虑到耐用消费品的需求透支问题，可能需要尽快推出服务消费补贴作为国内消费增长的支撑，快则 25H2，慢则 26 年初**。目前部分财政压力较小的地区有地方性的服务消费补贴，如地区餐饮券和电影券等，但这类补贴存在两个问题，一是地区不平衡，东部发达地区有余力提供补贴，中西部财政压力较大的地区缺乏足够的补贴资金。二是地方补贴覆盖面不广，往往只有部分人能够抢到，这就导致地方补贴对于整体消费的拉动作用相对有限。考虑到今年下半年或者明年可能会出现的耐用消费品需求透支问题，需要尽快出台服务消费的“国补”政策，实现消费的稳定增长。

- **补贴服务消费的两个经济意义**：一是服务消费具有即时性的特点，政策带来的需求释放是细水长流，可以弥补商品补贴带来的需求透支问题。二是商品消费补贴更多进入工业和投资部门，服务消费补贴更多进入居民部门，更有助于解决当前需求不足的问题，激活经济循环。

- **风险提示：**（1）上轮“家电下乡”和“以旧换新”和当前的社会经济环境有差异，部分结论涉及历史比较，需要注意历史环境不可比的风险问题；（2）补贴服务消费过程中，补贴资金的监管与成本控制是易被忽视的风险点。服务消费场景复杂，涉及众多服务提供商和消费者，补贴资金的发放、使用和核销环节较多，增加了监管难度。与商品消费补贴相比，服务消费补贴可能更难确保资金流向真正需要扶持的领域和群体，容易出现补贴资金被滥用、套取等问题。（3）关注行业依赖和价格扭曲风险。无论是商品消费还是服务消费，过度强调补贴，可能会使企业和消费者对补贴产生过度依赖，进而扭曲市场正常运行机制。长期的补贴可能导致部分服务企业将经营重心放在争取补贴上，而非提升自身服务质量、创新经营模式和提高生产效率。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 消费不足：一个服务消费视角 5
1.1. 中国和全球的消费差距主要来自于服务消费 5
1.2. 近几年服务消费需求恢复较慢 6
2. 面向商品消费的补贴具有透支需求的风险 8
2.1. 2007-2013 年：“家电下乡”+“以旧换新”的回顾 8
2.1.1. 政策脉络 8
2.1.2. 政策效果 10
2.2. 透支需求的问题 11
2.2.1. 政策结束后的透支较为明显 11
2.2.2. 政策结束前的透支：第 1.5 年 VS 第 4 年 13
3. “国补”何时从补贴商品转向补贴服务？ 14
3.1. 怎么看这轮“以旧换新”的透支问题？ 14
3.2. 尽快推出服务消费补贴：快则 25H2，慢则 2026 年 16
4. 风险提示 17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1： 2023 年部分经济体消费率的差异.....5
图 2： 日本居民消费率的变化.....6
图 3： 韩国居民消费率的变化.....7
图 4： 我国服务消费尚未恢复到疫情前水平.....8
图 5： 几次低通胀期间的二三产业价格指数.....8
图 6： “家电下乡”和“以旧换新”的政策脉络.....9
图 7： 家电下乡实际支出补贴.....11
图 8： 2009-2011 年以旧换新三年家电销售.....11
图 9： 2013-2015 年农村家电消费占比下降.....11
图 10： 2013-2015 年农村家电消费总额缩水.....11
图 11： 2012 年后限额以上家电零售增速下行.....12
图 12： 限额以上家电零售增速与社零增速的差.....12
图 13： 冰箱和洗衣机销量.....12
图 14： 彩电和空调销量.....12
图 15： 城镇家庭耐用消费品支出比重.....14
图 16： 家电下乡销售额.....14
图 17： 2008 年中国家庭耐用消费品保有量.....15
图 18： 2023 年中国家庭耐用消费品保有量.....15
图 19： 补贴服务消费更能带动就业和增收，从而带来消费提升.....17

表 1： “家电下乡”政策脉络.....10
表 2： “以旧换新”政策脉络.....10
表 3： 五类“以旧换新”家电产品的城乡渗透率差距（台）.....13
表 4： 2024 年“以旧换新”政策效果.....15
表 5： 补贴商品消费 VS 补贴服务消费.....16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 消费不足：一个服务消费视角

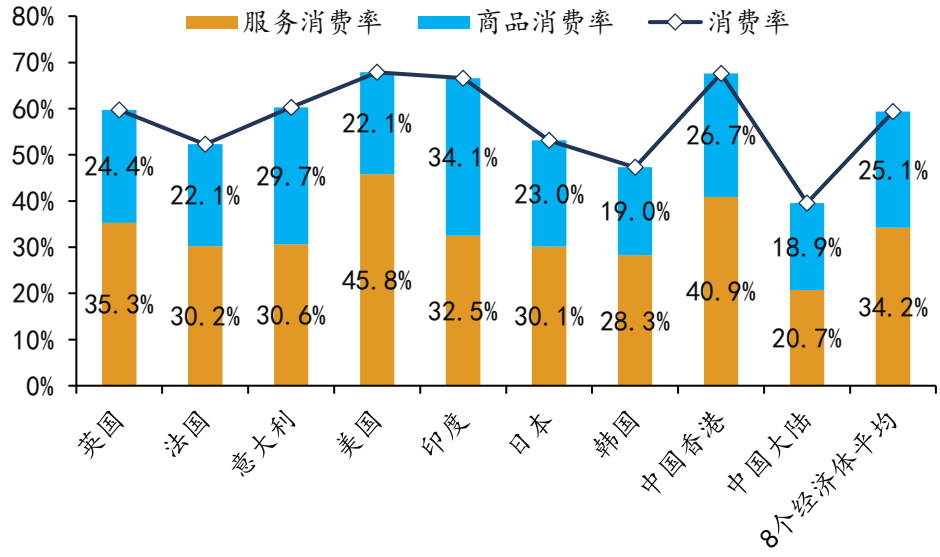
1.1. 中国和全球的消费差距主要来自于服务消费

我国居民消费率偏低。2023 年我国居民消费占 GDP 的比例为 39.6%，而主要发达经济体如美国、日本、英国、法国等，这一比例普遍在 55%-65%之间，平均水平接近 60%。印度等新兴经济体的消费率也明显高于我国。总体而言，我国消费率与世界主要经济体还存在较大差距。

为了进一步分析消费率差距的结构和原因，我们将居民消费进一步拆分为商品消费和服务消费。通过对 8 个主要经济体(美国、日本、英国、法国、意大利、韩国、中国香港、印度)的横向比较，我们发现：在商品消费方面，我国与其他经济体的差距并不明显。2023 年 8 个经济体的商品消费率平均为 25.1%，而我国为 18.9%，只相差 6.2 个百分点。但在服务消费上，差距非常显著，8 个经济体的服务消费率平均达到 34.2%，而我国仅为 20.7%，相差 13.5 个百分点，是商品消费差距的 2 倍多。

由此可见，我国居民消费率的提升空间主要来自于服务消费。这意味着，如果我国的服务消费占 GDP 比重能够提高到主要经济体的平均水平，那么我国的总体居民消费率将达到 53.1%，与日本持平，超过韩国和法国，从而彻底弥合中国居民消费率和全球的差距。可以说，服务消费潜力的释放，是我国扩大内需、提振消费的关键所在。

图1：2023 年部分经济体消费率的差异



数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 近几年服务消费需求恢复较慢

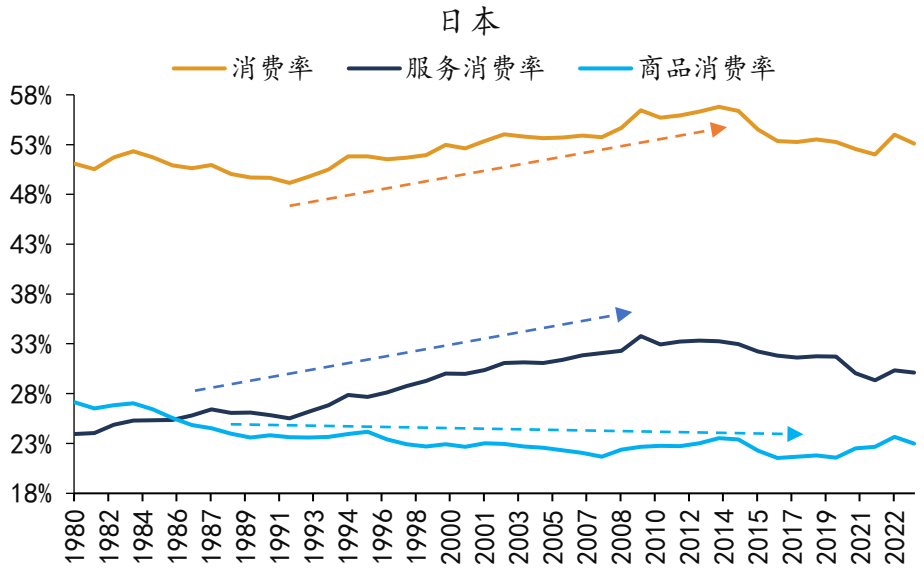
如果没有消费升级，总需求里消费的比重不会提高。按照经济发展的正常逻辑，在工业化后期，有两个消费转型同时发生，一是总需求里消费的比重提高，从投资到消费的转型；二是消费升级，从必需品消费到耐用品消费到服务消费。需要注意的是，消费比重提高和消费升级是紧密联系、同时发生的。换句话说，如果没有从商品到服务的消费升级，消费比重不会提高，这是因为全社会商品消费需求终有饱和的一天，而服务消费需求可以不断衍生、增长。

我们可以看韩国和日本的例子。

对于日本而言，服务消费的增长是过去 40 年消费率提高的主要原因。1980-2023 年，日本的居民消费率从 51.1%提高到 53.1%，提高了 2 个点，其中商品消费率下降了 4.1 个点，服务消费率提高了 6.2 个点。

韩国则更复杂。1988-2002 年，韩国的居民消费率从 49.9%提高到 54.3%，提升了 4.4 个点，其中商品消费率下降了 3.8 个点，服务消费率上升了 8.2 个点。而 2002-2023 年，韩国的居民消费率下降了 7 个点，这是因为在商品消费率下降的过程中（-5.8 个点），服务消费率没有像前一阶段一样上升，反而是下降的，韩国服务消费率在此期间下降了 1.2 个点。

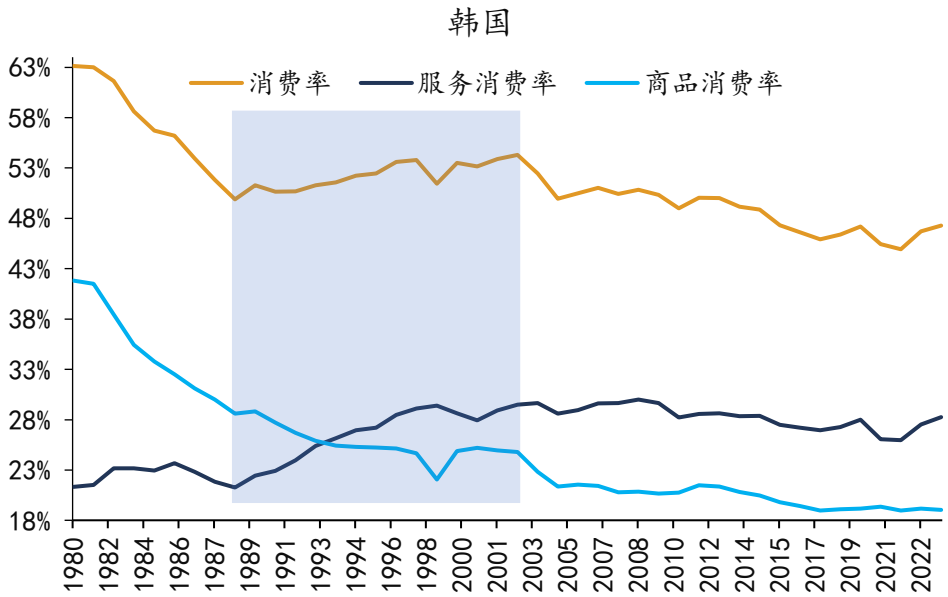
图2：日本居民消费率的变化



数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：韩国居民消费率的变化



数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

近几年我国消费偏弱的原因之一是商品消费发展较快，服务消费没有完全恢复，制约了消费复苏。从居民人均消费支出里的商品消费和服务消费数据，我们发现过去几年服务消费的缺口一直没有补上。2024 年，我国居民服务消费支出相比于疫情前的趋势值还有 2.5%的缺口；相比之下，商品消费支出已经比疫情前的趋势值高 2.9%。

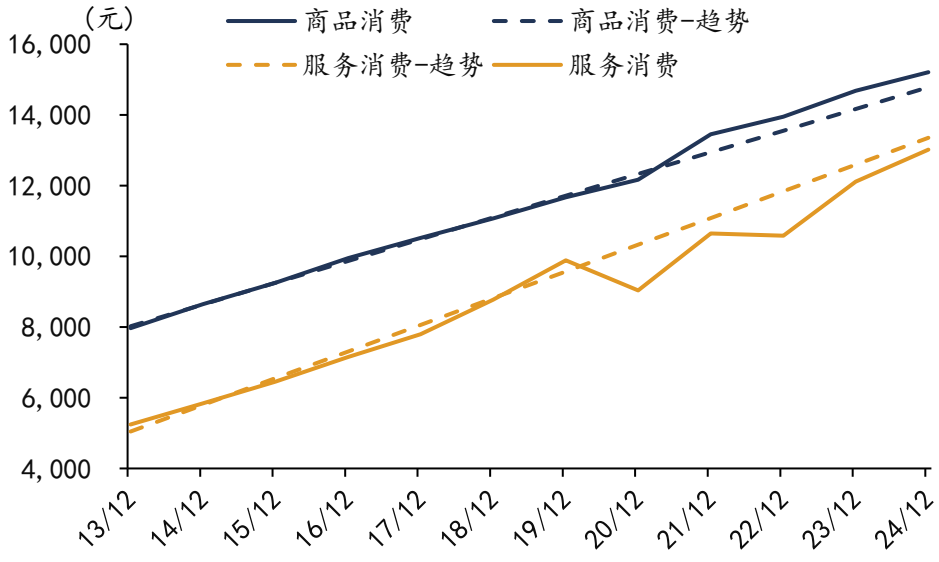
另一个视角是价格层面。这轮低通胀和前几轮的差别是服务需求的走弱，工业的供需失衡没有前几轮那么严重，但是服务业首次出现了价格指数负增长。1998Q2-1999Q4，GDP 平减指数连续 7 个季度负增长，平均为-1.3%，但服务业平减指数为+2.5%。2009Q2-2009Q3，GDP 平减指数连续 2 个季度负增长，平均为-1.3%，但服务业平减指数为+2.9%。2015Q3-2015Q4，GDP 平减指数连续 2 个季度负增长，平均为-0.2%，但服务业平减指数为+3.7%。但是 2024 年前三季度服务业平减指数同比-0.1%，出现了历史首次负增长，表明服务需求不足的压力较为显著。当然，受到房地产等行业的改善，24Q4 服务业平减指数已经回正，但后续演变仍有不确定性。

消费补贴需要从补贴商品转向补贴服务。2024 年 12 月中央经济工作会议提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动”，目前中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新首批资金 810 亿元。我们认为消费补贴作为提振消费的重要政策，短期可以通过补贴商品消费来实现内需的快速扩大，但商品补贴带来的需求增长如同潮汐，快速上涨、快速减退，存在透支未来的风险。中长期来看，需要转向服务消费补贴，以实现扩大内需的细水长流。

接下来我们将以国际金融危机后的商品补贴为案例，来研究透支效应，并据此判断何时转向服务消费补贴更合适。

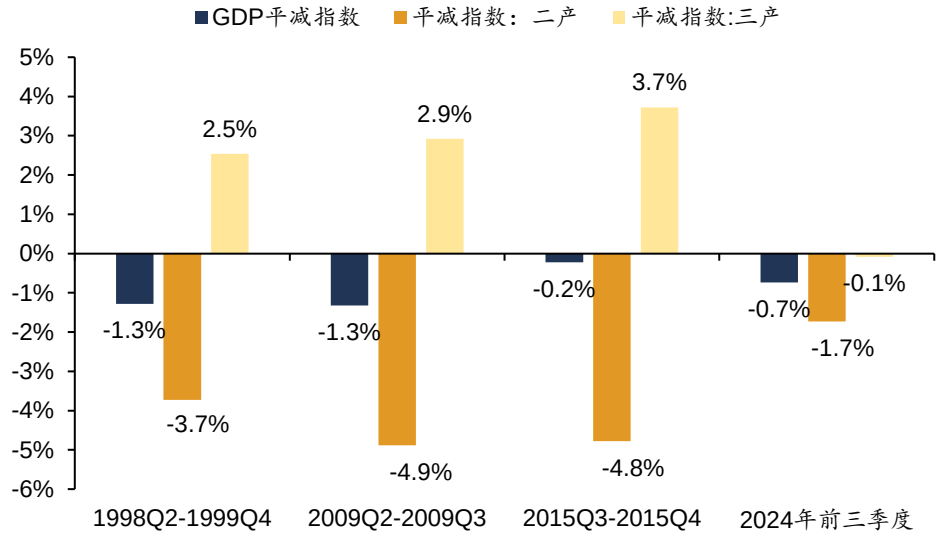
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：我国服务消费尚未恢复到疫情前水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：几次低通胀期间的二三产业价格指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2025 年初统计局修订了 GDP 数据，部分数据与以前有细微差别，但不影响结论

2. 面向商品消费的补贴具有透支需求的风险

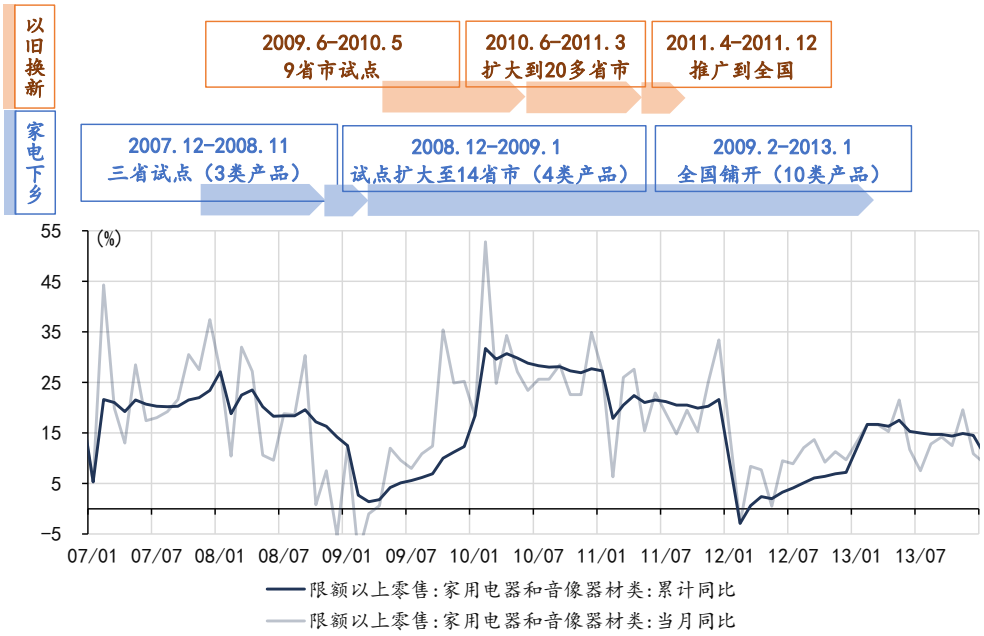
2.1. 2007-2013 年：“家电下乡”+“以旧换新”的回顾

2.1.1. 政策脉络

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上轮大规模消费品补贴实际上是“家电下乡”和“以旧换新”两类补贴叠加的结果，两种商品补贴在执行时间和政策效果上互相交叉。

图6：“家电下乡”和“以旧换新”的政策脉络



数据来源：Wind，中国政府网，东吴证券研究所

家电下乡： 2007 年 12 月，家电下乡补贴政策率先在山东（含青岛）、河南、四川三省开始试点，对彩电、冰箱（含冷柜）、手机三类产品给予产品销售价格 13% 的财政资金直补。随后，2008 年 12 月试点扩大到 14 省市，2009 年 2 月扩大到全国，并将补贴产品扩大到 10 类。

以旧换新： 2009 年 6 月开始在北京等 9 省市开展汽车和家电“以旧换新”试点工作，其中家电“以旧换新”是指对交售电视机、电冰箱、洗衣机、电脑、空调 5 类旧家电并购买新家电的消费者给予不超过 10%的补贴；随后，2010 年 6 月，“以旧换新”开始扩大至全国二十多个省市，2011 年 4 月扩大至全国[1]，2011 年 12 月 31 日结束。

[1] https://www.gov.cn/jrzg/2011-12/31/content_2035059.htm

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：“家电下乡”政策脉络

时间	文件	内容
2007.11	商务部财政部关于印发《家电下乡试点工作实施方案》的通知	在山东、河南、四川三省开展家电下乡试点工作，对彩电、冰箱（含冷柜）、手机三类产品给予产品销售价格 13% 的财政资金直补
2008.10	财政部、商务部关于家电下乡推广工作方案的通知	从12月开始扩大到14个地区（12省市+含青岛、大连两个计划单列市）、4个品类（加入洗衣机），并确定各地补贴时间统一暂定4年
2008.12	《关于全国推广家电下乡工作的通知》（财建[2008]862号）	决定自2009.2开始全国推广
2009.2	财政部商务部工业和信息化部《关于加大家电下乡政策实施力度的通知》财建〔2009〕48号	在全国统一补贴范围中加入摩托车、电脑、热水器、空调、微波炉、电磁炉6类补贴产品，补贴产品增加至10类
2011.9	《关于山东河南四川青岛家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》财建〔2011〕748号	2011年11月30日，三省一市家电下乡政策如期结束
2012.11	《关于家电下乡政策到期后停止执行等有关问题的通知》	2012年11月30日和2013年1月31日，家电下乡政策如期结束

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

表2：“以旧换新”政策脉络

时间	文件	内容
2009.6	《关于转发发展改革委等部门促进扩大内需、鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》国办发〔2009〕44号	明确在北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙 9 省市开展汽车和家电 “以旧换新” 试点工作，其中家电部分是指对交售电视机、电冰箱、洗衣机、电脑、空调 5 类旧家电并购买新家电的消费者给予不超过10%的补贴。
2010.6	商务部、财政部、环境保护部关于印发家电以旧换新推广工作方案的函	自2010年6月1日起，将家电以旧换新实施范围逐步扩大到二十多个省市，并定于2011年12月31日结束。
2010.6	商务部、财政部、发展改革委、工业和信息化部、环境保护部、工商总局、质检总局《关于印发<家电以旧换新实施办法（修订稿）>的通知》	对“以旧换新”政策制定了具体实施办法

数据来源：中国政府网，商务部，东吴证券研究所

2.1.2. 政策效果

家电下乡：根据 Wind 数据，2009-2012 年四年间补贴金额达到 876.7 亿（平均占期间财政收入的 0.24%）；根据商务部数据，截至 2012 年 12 月底，全国累计销售家电下乡产品 2.98 亿台，实现销售额 7204 亿元[2]，按照社零占比来看，拉动约 1 个点的社零。

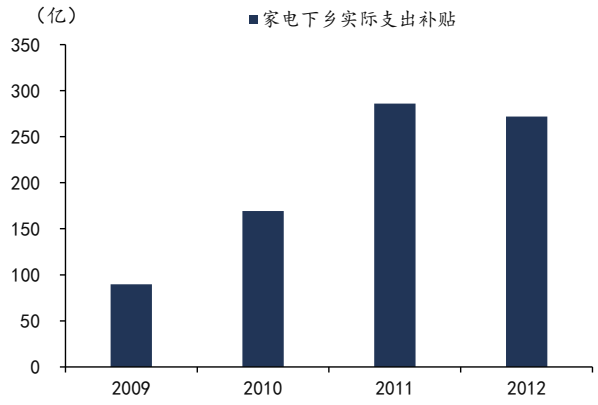
以旧换新：2009-2011 年底，“以旧换新”政策拉动五大类新家电 9248 万台，拉动直接消费 3420 多亿元[3]。根据商务部数据，2009 年 9 省市试点“以旧换新”销售新家电

[2] 商务部：2012 年全国家电下乡产品销量近 8000 万台
[3] 有序推动消费品以旧换新_政策解读_中国政府网

请务必阅读正文之后的免责声明部分

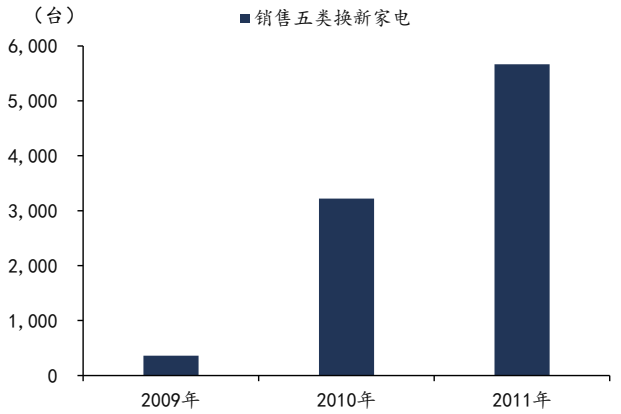
360.2 万台[4]，2010 年全国销售 3222.4 万台[5]（上半年 9 省市+下半年二十多省市），2011 年约 5665.4 万台[6]（前 4 个月二十多省市+后 8 个月全国）。

图7：家电下乡实际支出补贴



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2009-2011 年以旧换新三年家电销售



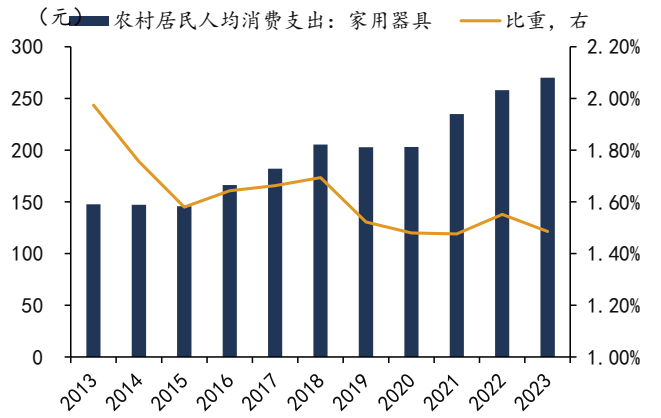
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 透支需求的问题

2.2.1. 政策结束后的透支较为明显

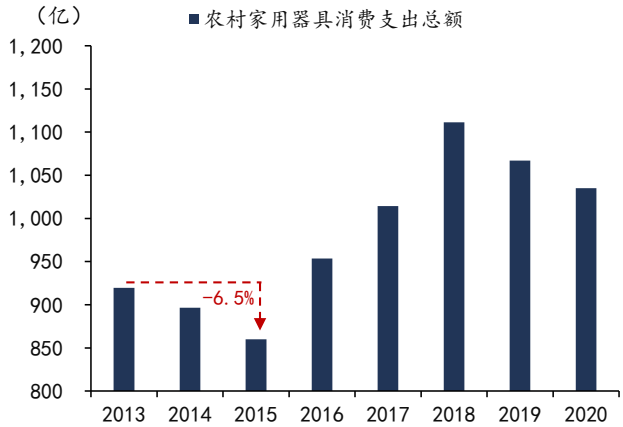
家电下乡和以旧换新都存在透支需求的问题，在补贴政策结束后体现的最为明显。2013 年初家电下乡结束，农村家电支出占消费支出的比例在 2013 年是 1.97%，2015 年快速下降至 1.58%；从农村家电消费总额来看，2015 年比 2013 年缩水了 6.5%。

图9：2013-2015 年农村家电消费占比下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2013-2015 年农村家电消费总额缩水



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：总支出=家用器具支出*农村人口，来自统计局城乡一体化调查数据，与社零数据口径差别较大，不可直接比较

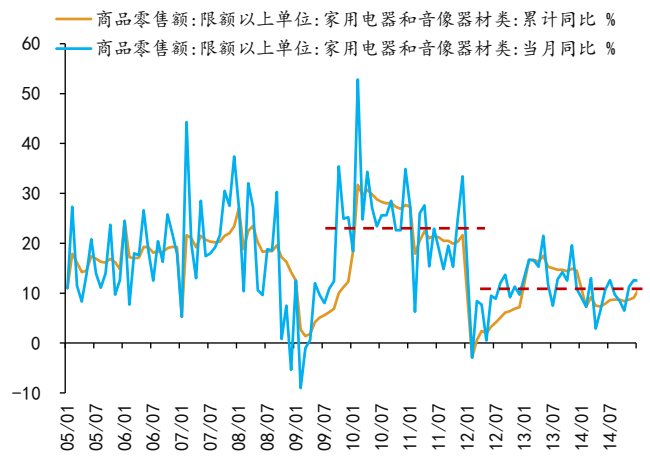
[4] https://www.gov.cn/gzdt/2010-01/08/content_1506144.htm
[5] https://www.ndrc.gov.cn/fggz/hjyzy/stwmjs/201101/t20110110_1160967.html
[6] 三年累计销售减去前两年销售

2011 年底以旧换新结束，2012 年开始全国家电销售增速明显下行。限额以上家电零售增速，在 2009-2011 年分别为 12.3%、27.7%、21.6%，“以旧换新”政策结束后，2012 年家电零售增速陡然降至 7.2%。用家电零售增速和整体社零增速的增速差来衡量两个补贴政策带来的家电超额增长。2009 年，家电下乡全面铺开+以旧换新启动试点，家电零售开始跑赢整体社零，增速差开始回升；2012 年初随着“以旧换新”政策退出而转负。

分产品来看，按照滚动 4 个季度平均销量来看，洗衣机、空调、冰箱先后在 2011 年 Q3、Q4、2012 年 Q1 销量见顶，随后经历了 4-6 个季度的销量回落。彩电的需求透支来的更迟，在 2013 年初补贴退出后销量才见顶，并且经历了 1 年的回落，从 2014 年开始再次增长。

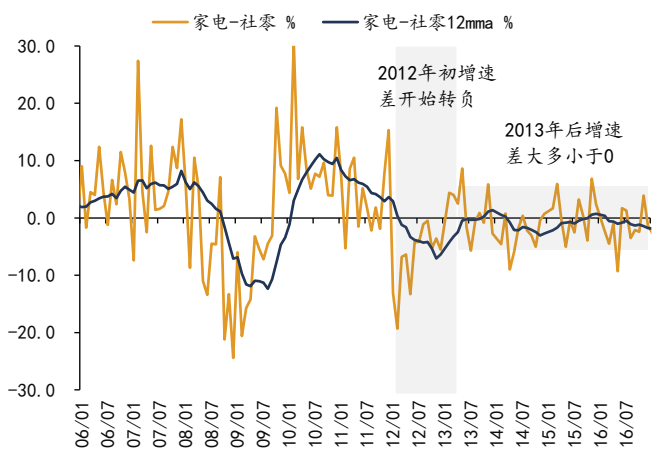
需要注意的是，2012 年家电销售增速的下降，只是“以旧换新”政策结束带来的吗，还是也有“家电下乡”后劲不足的影响？接下来我们将就此展开进一步拆解。

图11：2012 年后限额以上家电零售增速下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：限额以上家电零售增速与社零增速的差



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：冰箱和洗衣机销量

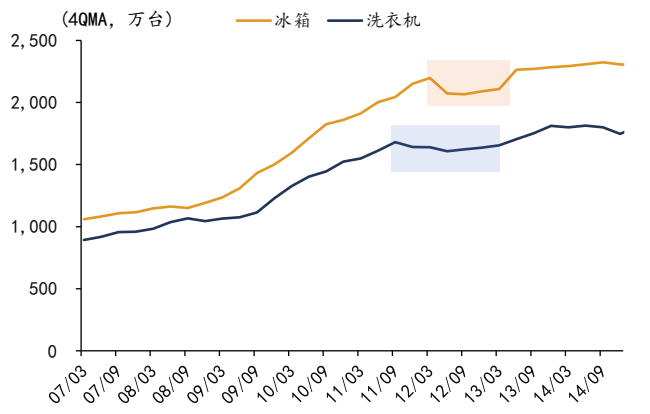
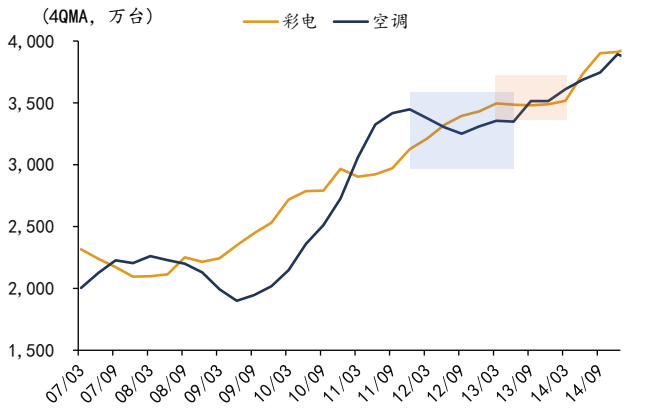


图14：彩电和空调销量



请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.2. 政策结束前的透支：第 1.5 年 VS 第 4 年

实际上，在补贴政策结束之前，“家电下乡”和“以旧换新”已经开始出现了需求透支。

由于两个补贴政策时间存在交叉，需要对两个补贴政策进行市场分割。“家电下乡”对应农村家电市场，“以旧换新”城乡皆有，但主要面向城镇家电市场。

这是因为 2009 年“以旧换新”政策启动时，农村家电渗透率较低，五类家电产品渗透率平均落后城镇 15 年左右。在以旧换新开始前的 2008 年，五类以旧换新产品中，按照每百户平均拥有量来看，农村洗衣机为 49.1 台，与城镇 1985 年接近（48.3 台）；冰箱为 30.2 台，与城镇 1988 年水平接近（28.1 台）；空调为 9.82 台，与城镇 1995-1996 年水平接近（8.1-11.6 台）；彩色电视机 99.2 台，相当于城镇 1997 年水平（100.5 台）；电脑 5.4 台，与城镇 1998 年水平接近（6.0 台）。农村 5 类家电渗透率平均落后城镇 15 年左右，因此在 2008 年时，家电换新需求集中在城镇，农村极少。

表3：五类“以旧换新”家电产品的城乡渗透率差距（台）

产品	农村 2008 年每百户平均拥有量	对应城镇年份	城镇对应年份每百户平均拥有量	城镇渗透率领先
洗衣机	49.1	1985-1986	48.3-59.7	23年
冰箱	30.2	1988-1989	28.1-36.5	20年
空调	9.8	1995 - 1996	8.1-11.6	13年
彩色电视机	99.2	1996-1997	93.5-100.5	11年
电脑	5.4	1997-1998	3.8-5.9	10年

数据来源：Wind，东吴证券研究所

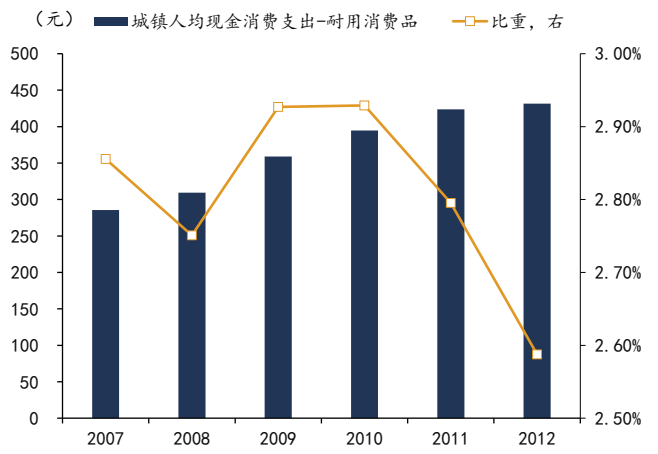
“以旧换新”在补贴的第 1.5-2.5 年出现透支，城镇家庭耐用品消费支出比重从 2.93%下降至 2.80%。因此，我们可以用城镇家庭耐用消费品支出的数据来研究“以旧换新”政策的透支。在上轮城乡一体化调查改革之前，统计局早期的住户调查里有城镇的家庭耐用消费品（不含汽车、通信等设备）人均支出。从这一数据我们发现，2009 年开始的“以旧换新”对拉动城镇家电销量有一定作用，家庭耐用消费品支出占比从 2008 年的 2.75%提高到 2009 年的 2.93%。但 2011 年再次下降至 2.80%。而“以旧换新”是在 2009 年 6 月开始试点、2010 年 6 月全国推广，2011 年底结束，持续 2.5 年，在政策最后一年出现透支。

“家电下乡”在补贴的第 4 年出现透支，下乡产品销售额同比下降 17%。家电下乡产品的销售额，2009-2011 年逐年增长，2012 年比 2011 年缩水约 17%。从增速来看，2010 年-2012 年分别为：138.1%、67.6%、-17%，补贴前两年增长最快（2009 和 2010

请务必阅读正文之后的免责声明部分

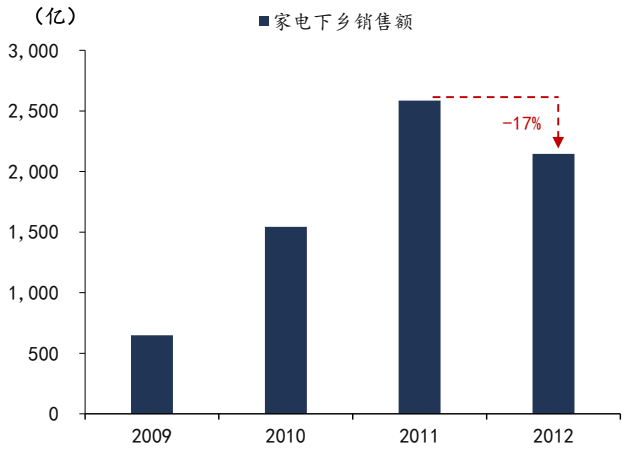
年），随后增速逐步下降，第四年开始负增长。

图15：城镇家庭耐用消费品支出比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：现金消费支出不包含居民自产自用、单位发放实物福利等实物消费。

图16：家电下乡销售额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. “国补”何时从补贴商品转向补贴服务？

3.1. 怎么看这轮“以旧换新”的透支问题？

2009-2011 年“以旧换新”带来的换新销售率约为 6%。2009 年开始 9 省市试点 5 类家电“以旧换新”，在以旧换新开始前的 2008 年，我国 5 类家电保有量为 15.3 亿台左右（城镇 11.3 亿台+农村 4 亿台），三年换新销售 9248 万台家电，换新销售率约 6%。

2024 年以来的“以旧换新”面临的是更大的存量家电市场。按照“以旧换新”范围，可大致分为三类：一是汽车和电动助力车，2023 年我国家庭汽车保有量约为 2.7 亿辆，电动助力车保有量约 4 亿辆；二是各类大家电，如洗衣机、冰箱等，2023 年 6 类家电保有量一共 33 亿台；三是电子产品，2023 年我国居民家庭拥有 13.6 亿台手机、2.4 亿台电脑。

假设比照上轮“以旧换新”，三年换新销售率从 6%提高到 10%，2026 年家电换新销量可能下降。考虑到本轮“以旧换新”补助力度和范围更大，假设三年换新销售率达到 10%，对应 2024-2026 年家电销量 3.3 亿台。其中，按照商务部数据，2024 第一年换新销售 0.6 亿台（实际补贴时间 9 月-12 月），2025 第二年预计 1.8 亿台（乐观情况下，假设 2025 不存在透支效应，补贴时间是 2024 年的 3 倍），那么 2026 第三年可能只有 0.9 亿台，将会在第三年出现明显的透支。如果要避免透支，除非换新销售率达到 12.7%

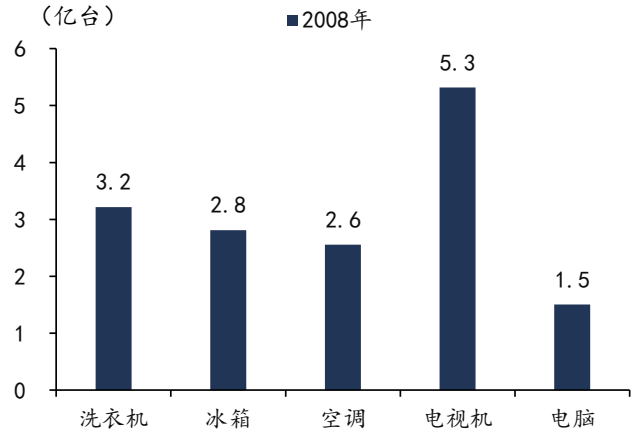
请务必阅读正文之后的免责声明部分

以上，2026 年销量才不会低于 2025 年的 1.8 亿台。

当然，2025 年开始，消费电子产品启动“以旧换新”补贴，可以在一定程度上缓解透支，但难以根本改变。如果也按三年 10%的换新销售率计算，2025-2027 年能带来 1.4 亿台手机、0.24 亿台电脑的换新销售，可以在一定程度上弥补家电的需求透支。但耐用品的特点是“数年一买”，需求容易预支也容易透支，无法根本改变。

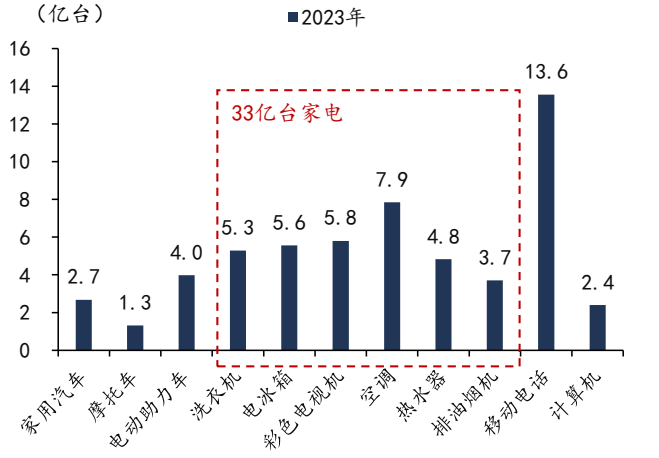
总结来说，乐观情况下，2026 年换新家电的需求可能出现透支风险。悲观情况下，2025 年下半年可能出现透支风险。这是因为上轮“以旧换新”在不断扩围的情况下，仍然较早出现透支问题。上轮“以旧换新”2009 年 6 月开始试点，2010 年 6 月扩大到二十多省市，2011 年 4 月推广到全国，但城镇居民的家庭耐用品支出占比在 2011 年从 2.93%下降至 2.80%。这轮“以旧换新”在全国铺开，没有地区扩围的过程，家电销售透支压力可能更大。

图17：2008 年中国家庭耐用消费品保有量



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：根据统计局的每百户耐用消费品保有量，乘以家庭数量

图18：2023 年中国家庭耐用消费品保有量



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：根据统计局的每百户耐用消费品保有量，乘以家庭数量

表4：2024 年“以旧换新”政策效果

	换新数量（万台）	金额（亿元）
汽车	680	9300
家电	6276	2700
家装厨卫	6000	\
电动自行车	138	\
合计	\	13000

数据来源：中国政府网，商务部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.2. 尽快推出服务消费补贴：快则 25H2，慢则 2026 年

考虑到耐用消费品的需求透支问题，可能需要尽快推出服务消费补贴作为国内消费增长的支撑，快则 25H2，慢则 26 年初。目前部分财政压力较小的地区有地方性的服务消费补贴，如地区餐饮券和电影券等，但这类补贴存在两个问题，一是地区不平衡，东部发达地区有余力提供补贴，中西部财政压力较大的地区缺乏足够的补贴资金。二是地方补贴覆盖面不广，往往只有部分人能够抢到，对于整体消费的拉动作用相对有限。考虑到今年下半年或者明年可能会出现的耐用消费品需求透支问题，需要尽快出台服务消费的“国补”政策，实现消费的稳定增长。

一是服务消费具有即时性的特点，政策带来的需求释放是细水长流，可以弥补商品补贴带来的需求透支问题。

二是商品消费补贴更多进入工业和投资部门，服务消费补贴更多进入居民部门，更有助于解决当前需求不足的问题，激活经济循环。

“以旧换新”等商品消费补贴，本质上还是一种对工业生产的补贴，有助于工业部门去产能，但带来的就业和居民增收并不显著。这是由工业和服务业的要素结构决定的，工业相比服务业在分配端更偏向资本而非劳动。从收入法 GDP 来看（2020 年投入产出表），我国工业的劳动报酬占比为 35%，远低于服务业 52.8%；工业营业盈余占比 33.1%，高于服务业的 23.4%。因此，相比商品补贴，补贴服务消费更能带来就业和居民增收，从而进一步带来消费率的提升（如图 19）。

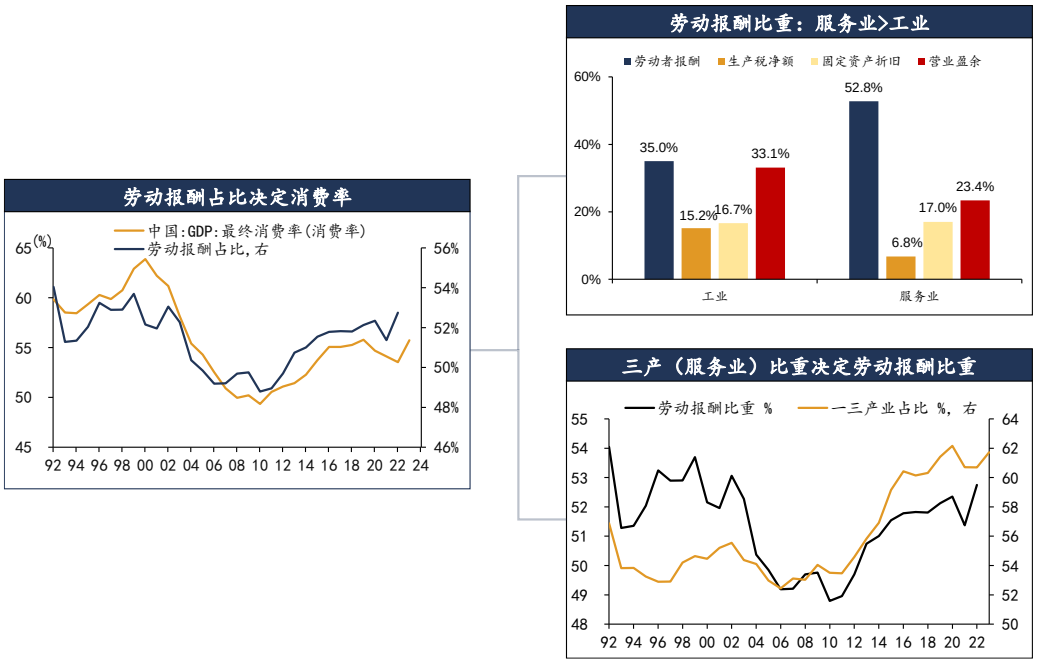
表5：补贴商品消费 VS 补贴服务消费

	补贴商品消费	补贴服务消费
经济复苏	快（直接刺激购买）	慢（依赖于消费场景的修复）
持续性	差（预支需求容易导致透支）	好（即时性消费，难以预支和透支）
就业带动	小（制造业资本配比通常高于就业）	大（服务业需要增加就业才能扩大供给）
政策成本	监管难度低	监管难度高

数据来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：补贴服务消费更能带动就业和增收，从而带来消费提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：左图和右下图横轴为年份，右上图为 2020 年投入产出表数据

4. 风险提示

（1）上轮“家电下乡”和“以旧换新”和当前的社会经济环境有差异，部分结论涉及历史比较，需要注意历史环境不可比的风险问题；

（2）补贴服务消费过程中，补贴资金的监管与成本控制是易被忽视的风险点。服务消费场景复杂，涉及众多服务提供商和消费者，补贴资金的发放、使用和核销环节较多，增加了监管难度。与商品消费补贴相比，服务消费补贴可能更难确保资金流向真正需要扶持的领域和群体，容易出现补贴资金被滥用、套取等问题。

（3）关注行业依赖和价格扭曲风险。无论是商品消费还是服务消费，过度强调补贴，可能会使企业和消费者对补贴产生过度依赖，进而扭曲市场正常运行机制。长期的补贴可能导致部分服务企业将经营重心放在争取补贴上，而非提升自身服务质量、创新经营模式和提高生产效率。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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