

2025年03月14日

再论消费的预期差

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● “科技+消费”全年主线，科技已形成一致预期，消费的预期差尚待挖掘

我们在2024年11月年度策略展望当中明确2025年进入牛市二阶段，强调2025年牛市的主线是“科技+消费”。在2025.2.12发布的春季策略展望中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，**要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期。**当前我们提出的“科技+消费”全年主线已经被市场认可了一半，而另一半“消费”的预期差到底在哪里？

● 预期差1：财政即便是弱扩张，社零也有更高弹性

我们发现，社零增速的弹性对财政支出周期非常敏感。许多投资者倾向于认为，消费是显著的后周期品种，往往需要投资或出口有显著的改善之后，消费的提振才慢慢显现。但我们发现一个预期差：社零同比增速与名义GDP增速的轧差可以看做社零的弹性，当财政支出在下行（收紧）周期时，社零的弹性减弱，而当财政支出在上行（扩张）周期时，社零的弹性上行。

随着财政支出周期从2023-2024年的收缩周期进入2025年的（弱）扩张周期，我们预计社零将在2025年有更显著的向上弹性。**中央：**2025年的财政赤字率预计在4%左右，相较2024年的3%左右有显著的提升，中央财政的支出力度将有明显上行。**地方：**针对地方隐性债务，从2021年末的“坚持中央不救助原则，做到‘谁家的孩子谁抱’。”转变为将增加地方政府债务限额置换存量隐性债务，且专项债券可用于土地储备和收购存量商品房后，将进一步盘活地方政府及相关平台的投融资能力。

● 预期差2：地方债对消费的压制的缓和

促消费政策外，消费复苏还有一个重要预期差：**地方债对消费的压制的缓和。**我们发现，地方债务对消费存在压制：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。化债工作进程开启后，消费将会获得内生性复苏的驱动力。高债务负担省份的社零细分消费项中，拖累最为显著的细分项有望获得更为明显的反弹：**金银珠宝、服装鞋帽、汽车、烟酒、化妆品等。**

● 短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期持续关注“科技+消费”全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以高股息优化思路增强底仓收益：**沪深300增强、央企红利蓝筹。**

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《3个判断科技成长赔率的视角—投资策略专题》-2025.3.13

《从AH溢价视角看当前港股修复—投资策略专题》-2025.3.12

《历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性—投资策略专题》-2025.3.1

目 录

1、 我们提出的“科技+消费”全年主线，科技已形成一致预期，消费的预期差尚待挖掘.....	3
2、 预期差 1：财政即便是弱扩张，社零也有更高弹性.....	3
3、 预期差 2：地方债对消费的压制的缓和.....	5
4、 短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期仍需持续关注“科技+消费”的全年主线.....	5
5、 风险提示.....	6

图表目录

图 1： 财政支出周期的强弱决定了社零相对 GDP 的弹性的强弱.....	3
图 2： 房价与消费其中的一个细分领域“服务 CPI”有非常紧密的相关性.....	4
图 3： 债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著.....	5
图 4： 高债务负担省份消费拖累项以非必需消费为主.....	5

1、我们提出的“科技+消费”全年主线，科技已形成一致预期，消费的预期差尚待挖掘

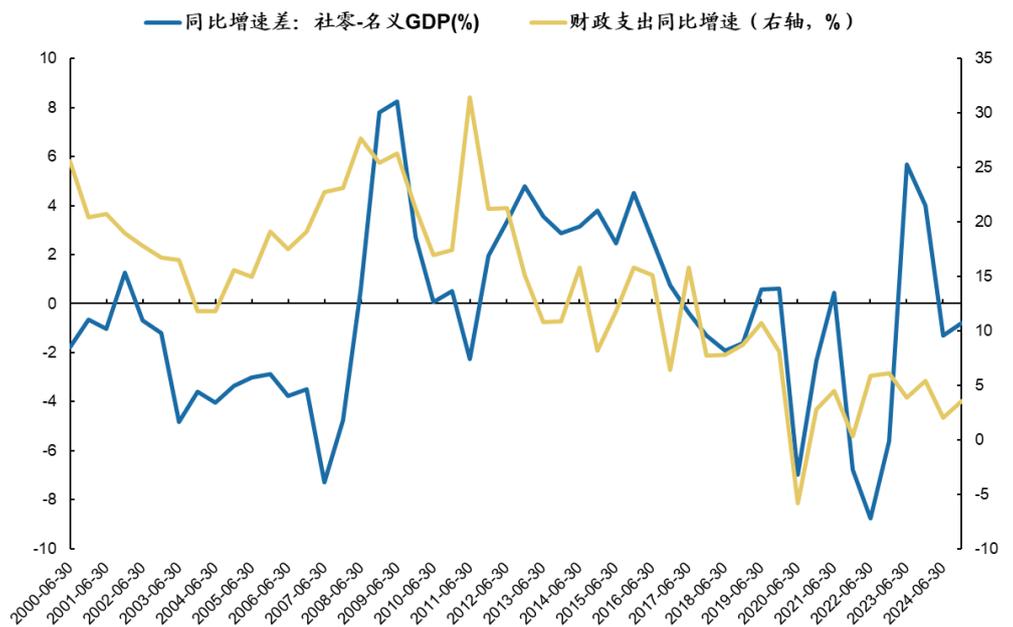
我们在 2024 年 11 月年度策略展望《长路漫漫亦灿灿——牛市进入二阶段》当中明确 2025 年进入牛市二阶段，强调 2025 年牛市的主线是“科技+消费”。在 2025.2.12 发布的春季策略展望《从政策博弈到基本面突围——寻找“预期差”》中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，**要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期。**

春节后，科技品种的快速上行进一步确认当前的“牛市第二阶段”，在 Deepseek 和人形机器人的国产化全要素生产力提振催化剂下，科技成长作为 2025 年的全年主线基本形成了一致预期。我们提出的“科技+消费”全年主线已经被市场认可了一半，而另一半“消费”的预期差到底在哪里？

2、预期差 1：财政即便是弱扩张，社零也有更高弹性

我们发现，社零增速的弹性对财政支出周期非常敏感。许多投资者倾向于认为，消费是显著的后周期品种，往往需要投资或出口有显著的改善之后，消费的提振才慢慢显现。但这就产生了一个预期差：如图 1 所示，财政支出周期的强弱决定了社零相对 GDP 的弹性的强弱。社零同比增速与名义 GDP 增速的轧差可以看做社零的弹性，我们发现当财政支出在下行（收紧）周期时，社零的弹性减弱，而当财政支出在上行（扩张）周期时，社零的弹性上行。

图1：财政支出周期的强弱决定了社零相对 GDP 的弹性的强弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着财政支出周期从 2023-2024 年的收缩周期进入 2025 年的（弱）扩张周期，我们预计社零将在 2025 年有更显著的向上弹性。**中央：**2025 年的财政赤字率预计在 4% 左右，相较 2024 年的 3% 左右有显著的提升，中央财政的支出力度将有明显上行。**地方：**针对地方隐性债务的政策思路，从“坚持中央不救助原则，做到‘谁家的孩子谁抱’。”（2021 年 12 月 16 日下午 3 时国务院政策例行吹风会）转变为当前的“牢牢守住不发生系统性风险”，将增加地方政府债务限额置换存量隐性债务，且专项债券可用于土地储备和收购存量商品房后，将进一步有效盘活地方政府及相关平台的投融资能力。因此我们认为，虽然 2025 年 GDP 目标增速仍为 5% 左右，但在财政支出周期的扩张之下，社零的弹性将明显强于 GDP 的弹性。

也有投资者提出观点：社零本身和房价相关性很高，如果 2025 年房价不具备较强的上行弹性，社零也就不具备弹性。实证数据表明，社零增速整体与房价相关性并不强烈，但房价与消费其中的一个细分领域“服务 CPI”有非常紧密的相关性。因此我们倾向认为，2025 年财政支出的重新扩张带来更强的社零（消费整体视角）弹性，但房价的上行弹性弱则一定程度上限制了服务 CPI（消费的部分结构）的向上的弹性。

图2：房价与消费其中的一个细分领域“服务 CPI”有非常紧密的相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

为什么财政支出周期对消费有如此明显的直接作用？我们的理解是：财政支出通过收入效应、就业创造和公共服务供给对消费产生显著促进作用，这解释了为什么在财政支出同比增速扩张的年份，通常对应了社零改善显著高于 GDP 改善幅度。这种改善通常以两种形式传导：

(1) 直接传导：社会保障与转移支付。政府通过降低个人所得税，或者通过社会福利、医疗、教育等领域的支出直接减轻居民负担，提高可支配收入，释放消费潜力。

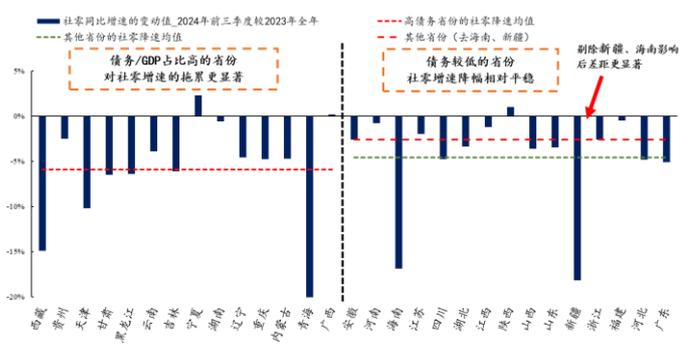
(2) 间接传导：基础设施、政府消费与就业创造。通过政府投资和政府消费，以企业为支点形成乘数效应，创造就业机会，提高居民收入，间接促进消费。

3、预期差 2：地方债对消费的压制的缓和

促消费政策外，消费复苏还有一个重要预期差：地方债对消费的压制的缓和。大多数人对消费复苏的观察集中在消费补贴，但我们提出一个预期差方向——地方债务对消费存在压制：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。

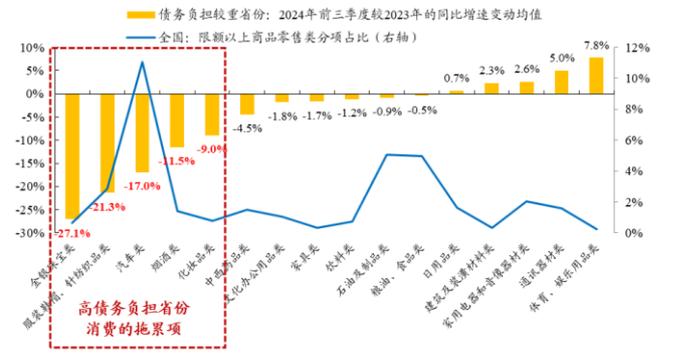
化债工作进程开启后，消费将会获得内生性复苏的驱动力。高债务负担省份的社零细分消费项中，拖累最为显著的细分项有望获得更为明显的反弹：金银珠宝、服装鞋帽、汽车、烟酒、化妆品等。

图3：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著



数据来源：Wind、开源证券研究所（青海、广西为2024年初12个月严控政府投资项目的省份，归为负担较重）

图4：高债务负担省份消费拖累项以非必需消费为主



数据来源：Wind、开源证券研究所（社零披露数据完备的省份：天津、甘肃、云南、吉林、辽宁、重庆、内蒙古、青海、宁夏）

4、短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期仍需持续关注“科技+消费”的全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应（详见报告《历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性》-20250228）或将使得市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化：**政策思路的转变下“坚定政策信心，降低斜率预期”+科技成长自上而下的政策和自下而上的产业催化双重推动+全球波动下“以我为主”。**需要坚定2025年“牛市第二阶段”的判断。

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定2025年“成长+消费”核心主线的判断：

“4”个行业方向：(1) 科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；(2) 消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理；(3) 成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以高股息优化思路增强底仓收益：沪深300增强、央国企红利蓝筹。

5、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn