



中信证券研究部



杨帆

政策研究首席
分析师

S1010515100001



于翔

政策研究联席首席
分析师

S1010519110003



刘春彤

政策研究分析师

S1010520080003



遥远

政策研究分析师

S1010521090003



郑辰

政策研究分析师

S1010522040003

核心观点

预计消费受冲击最大的阶段已过去，但居民对未来经济不确定性预期的负面影响仍旧存在，消费或呈 U 型复苏。虽然促消费或不是我国短期逆周期调节的主要手段，但却是中期经济发展的关键抓手，加大促消费力度具有必要性。从刺激手段来看，或逐渐从支出端转向收入端发力，考虑采取现金全额抵扣的消费券、现金补贴等效果更好的政策类型。从补贴行业来看，汽车、家电、通信等产业链结构更加复杂、收入需求弹性更大的行业或成为消费补贴青睐的重点领域。

■ 疫情影响逐步减弱，但居民对未来经济不确定性预期的负面影响仍在，或决定消费将呈 U 型复苏。消费受冲击最大的阶段已过去，步入向上修复的通道。2022 年 6 月，社会消费品零售总额为 3.87 万亿元，同比增速为 3.1%，环比增速为 15.5%。但是，居民收入下滑以及对未来不确定性预期的负面影响仍在。一方面，全国居民人均可支配收入二季度同比增速 2.6%，仍低于 2019 年全年增速 7 个百分点；另一方面，二季度居民超额储蓄率中超过一半是由预防性储蓄所贡献（约 3 个百分点）。

■ 促消费是中期经济发展的关键抓手，后续加大促消费政策力度或具有一定必要性，主要有三点原因：一是伴随产业升级加快，我国消费乘数或仍将爬坡上涨，即单位消费对经济带来的额外产出会继续增加。同时，总量上来看，我国消费率整体偏低，相比海外仍有提升空间。二是过度依赖外需的经济增长模式不可持续，供大于求容易制约经济增长、加大通缩风险等。特别地，在逆全球化思潮抬头、欧美经济陷入衰退风险的影响下，扩大内需的迫切性进一步增强。三是消费相关行业涉及大量个体工商户（占比市场主体数量近 6 成、涉及就业人数近 3 亿），促消费能够援企纾困、保障民生。同时，加大促消费力度符合共同富裕的基本理念，或能够改善落后地区经济发展、农民工群体就业等问题。

■ 刺激手段：预计我国促消费政策或逐渐从支出端向收入端发力，考虑采取现金全额抵扣的消费券、现金补贴等效果更好的政策类型。近年来，我国促消费仍以支出端为主，出台了消费券、某类商品的针对性补贴、消费信贷等政策。预计直接用于消费刺激的财政支出占 GDP 可能不到 1%。相比之下，海外其他国家主要采用现金补贴等收入端促消费政策，涉及的财政支出规模较大。我们发现，消费复苏的节奏或主要受居民收入负债情况影响，尤其是在我国居民储蓄率偏高的情况之下。通过对比，主要促消费政策的效果或为：发放现金补贴>现金全额抵扣的消费券>满减设计的消费券。但在具体实践过程中，还需要考虑财政压力、通胀风险等方面的限制。

■ 补贴行业：预计汽车、家电、通信等产业链结构更复杂的行业或成为补贴青睐的重点领域；同时，政策有望加快发展数字消费新业态，助力消费扩容升级。站在决策角度，消费补贴发放需强调单位财政支出对经济刺激的拉动效果，参考的乘数效应可能反映在产出和税收两方面。产出是能带来多少额外产值，税收是能回收多少额外税收、覆盖政府支出成本。我们以投入产出模型为理论基础，测算向不同行业发放消费补贴的乘数效应。在产出视角下，家用电器和音像器材类、汽车类、服装鞋帽和纺织品类、通讯器材类等行业的消费乘数更高。在税收视角下，汽车类、家用电器和音像器材类等行业的消费乘数更高。此外，新供给创造新需求，数字消费是消费扩容升级的重要着力点，后续料还将加快打通数字消费政策落地实施路径。

■ **风险因素：**经济增速下行风险，政策不及预期风险。

目录

消费复苏受预期拖累，预计或呈 U 型修复	5
疫情影响逐步消退，消费开始步入向上通道	5
居民预期或成关键变量，完全恢复尚需时间	7
促消费助力经济发展，三大原因凸显重要性	10
消费规模仍有提升空间，乘数效应或边际提高.....	10
逆全球化思潮涌动，外需依赖模式不可持续	12
援企纾困保障民生，助推共同富裕目标实现	14
刺激手段：或由支出端转向收入端，但需考虑可行性	15
我国促消费侧重支出端，而海外以现金补贴为主	15
厘清各类促消费政策效果，落地不能忽视实际限制	22
补贴行业：最大实现乘数效应，持续打造消费新业态	26
两大视角评估补贴效果，关注消费乘数较高行业	26
供给创造需求，数字消费是扩大内需的新亮点.....	29
风险因素	32

插图目录

图 1：消费受疫情冲击最大的阶段或已经过去，步入向上修复通道.....	6
图 2：百城拥堵延时指数已回升至同期正常水平.....	6
图 3：全国货运流量指数有边际回暖趋势	6
图 4：相比必选消费而言，可选消费领域的恢复进程较慢	7
图 5：线下餐饮、出行等领域受疫情冲击严重	7
图 6：此轮疫情之前，限额以上零售额增速明显高于限额以下	7
图 7：线上消费走弱反映消费修复的内生动能可能不足.....	8
图 8：疫情平稳状态下人均消费支出也不曾复原至正常水平	8
图 9：居民收入增速偏弱.....	8
图 10：失业率水平恶化，18-24 岁人口失业率处在历史高位	8
图 11：居民预防性储蓄仍维持在高位水平.....	9
图 12：央行调查显示居民倾向储蓄意愿上升	9
图 13：以非典时期为例，居民收入增速在三季度恢复至疫情前水平.....	10
图 14：以非典时期为例，储蓄率在四季度才出现反向补偿性下降	10
图 15：中国最终消费率仍然较低，对经济发展的拉动作用有进一步提升空间	10
图 16：伴随产业升级进程，消费乘数会逐步提高.....	12
图 17：第二产业占比越高，消费乘数会越高.....	12
图 18：中国的产业升级进程较快.....	12
图 19：中国的第二产业比重较高.....	12
图 20：美国产能不足，主要依靠依赖于其他国家的供给.....	13
图 21：产能过剩导致经济增速的下滑.....	13
图 22：产能过剩加大了潜在的通胀紧缩的风险	13
图 23：美国贡献了中国贸易顺差的六成.....	14

图 24: 农民工、个体工商户等群体收入受疫情影响严重	14
图 25: 超 8 成个体工商户分布在居民生活服务等相关行业	14
图 26: 2022 年以来各省市消费券的发放情况	16
图 27: 汽车类消费占比限上企业商品零售额中将近三成	17
图 28: 多地推出汽车补贴政策	17
图 29: 人均可支配收入或影响居民消费贷意愿	19
图 30: 农村居民边际消费倾向更高	19
图 31: 受疫情影响年份的困难群众中央救助资金并未有明显提高	19
图 32: 美国居民将补贴的四成左右资金用于消费	22
图 33: 个人消费支出受到财政刺激有明显提高	22
图 34: 美国财政激励短期内提升了居民个人收入和储蓄	23
图 35: 消费修复的节奏和最终高度取决于居民收入负债表质量	23
图 36: 伴随居民收入修复, 中国香港现金全额抵扣的消费券对消费刺激的效果较为明显	24
图 37: 为应对经济下行, 中国财政收支压力已经较大	25
图 38: 低收入消费者需要承受的通胀水平更高	26
图 39: 美国劳动参与率至今仍未恢复到疫情前水平	26
图 40: 投入产出局部闭模型的理论基础	27
图 41: 向不同行业发放消费补贴的产出乘数测算结果	28
图 42: 向不同行业发放消费补贴的税收乘数测算结果	29
图 43: 传统娱乐和社会服务的再升级是数字消费的两大发展方向	30

表格目录

表 1: 居民部门的储蓄率偏离度	9
表 2: 《CARES 法案》主要财政援助措施	20
表 3: 《美国纾困计划法案》主要财政援助措施	20
表 4: 2020 年日本经济刺激的主要措施	21
表 5: 中国香港消费刺激主要以发放消费券为主	22
表 6: 部分地区消费券的最终核销率较低	23
表 7: 财政出资一般是发放消费券的主要资金来源	24
表 8: 数字消费相关政策持续发力	30

本文创新点在于：

- **第一，展望了我国促消费政策的未来趋势。**相比海外，我国目前促消费力度整体有限，或不是短期逆周期调节的重要手段。但站在中期维度来看，我们从消费乘数、经济模式转型、社会民生等多个视角进行分析，认为促消费的力度或会进一步增强，成为助力经济发展的关键抓手。但是，这一变化速度较慢，具体拐点的判断还需要结合产业升级、经济转型等实际情况而定。
- **第二，刺激手段上的亮点。**一方面，本文系统地归纳分析了国内外主要的消费刺激手段。另一方面，对比了各类政策的实际效果，认为主要受到居民收入负债改善情况的影响。同时，分析了效果较好的政策类型在我国落地的可行性。
- **第三，补贴行业上的亮点。**消费乘数越大的行业意味着单位财政资金越能发挥“四两拨千斤”的经济带动作用，可能成为补贴发放的重点领域。本文运用投入产出模型，在行业维度上量化发放消费补贴的效果。目前，市场上统计的消费乘数普遍是指补贴1元钱能够带来本行业多少消费，但本文测算的消费乘数是补贴1元钱能够为所有经济部门所带来的额外影响，并且本文从产出、收入两视角分别讨论这一综合性的影响。此外，新供给创造新需求，本文认为数字消费能助力消费扩容升级，给出了可以关注的具体领域。

■ 消费复苏受预期拖累，预计或呈 U 型修复

疫情影响逐步消退，消费开始步入向上通道

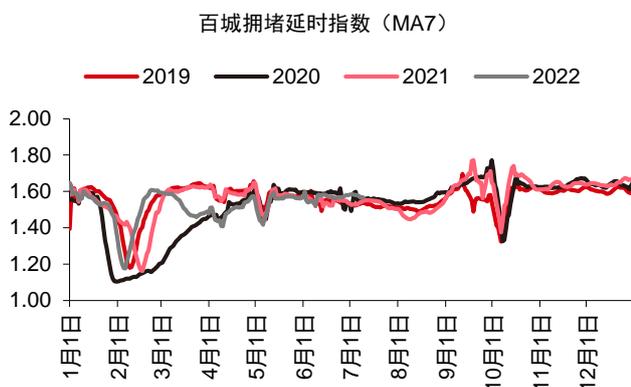
疫情反复导致全国消费修复受阻，伴随京沪复工复产推进，预计消费受疫情冲击最大的阶段已经过去。今年3月以来，我国疫情反复且波及北京、上海等重点省市，防控措施趋严导致消费修复再次受阻。2022年二季度，全国居民人均消费支出同比增速-2.37%，远低于疫情前9%左右的增速中枢。伴随疫情影响减弱，消费开始逐渐进入缓慢向上修复的通道。2022年6月，社会消费品零售总额为3.87万亿元，同比增速为3.1%。同时，伴随京沪复工复产推进，供应链开始正在逐步修复。截至2022年7月初，百城拥堵延时指数已经恢复至同期正常水平；全国货运流量指数达到95.15，有边际转好趋势。预计受疫情影响的消费需求或将逐渐释放，疫情冲击最大的阶段已经过去。根据乘联会初步统计，7月1-31日全国乘用车厂商零售176.8万辆，同比增长17%，显示居民的消费活动在逐步恢复。

图 1：消费受疫情冲击最大的阶段或已经过去，步入向上修复通道（%）



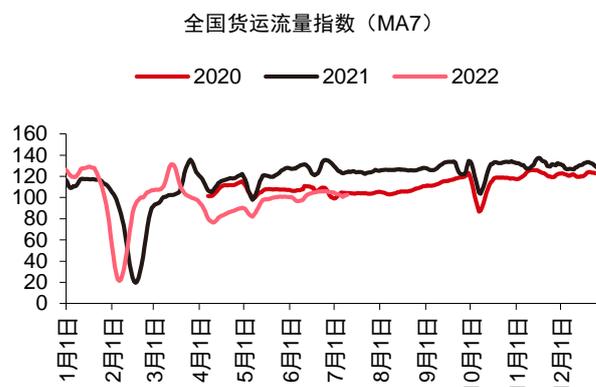
资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

图 2：百城拥堵延时指数已回升至同期正常水平



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：按各城 GDP 加权平均后，移动平均 7 日

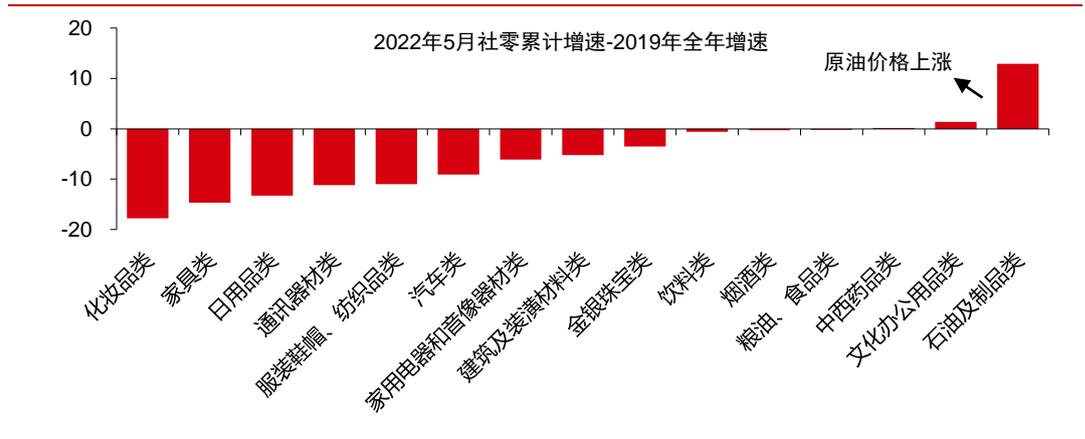
图 3：全国货运流量指数有边际回暖趋势



资料来源：G7，中信证券研究部

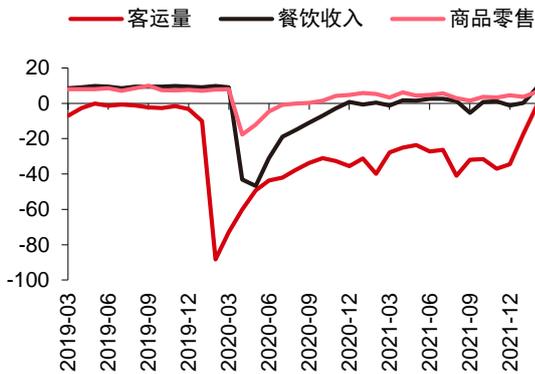
从细分行业来看，消费冲击主要呈现三大结构分化，分别为商品和服务的分化、必选品和可选品的分化以及限上和限下的分化。具体而言，一是商品和服务的分化，住宿餐饮、交通运输等接触性、聚集性行业受疫情冲击严重。2022 年 6 月，商品消费同比增速为 3.9%；餐饮消费虽然同比大幅提高，但依然维持负增长。二是必选品和可选品的分化，5 月必选消费的粮油食品、饮料的增速分别为 12.3%、7.7%，可选除疫情相关的中西药品为 10.8% 的正增长外，其余均为负增长（除石油石化制品）；直到 6 月，大部分可选消费同比才开始转正。三是限上和限下的分化。在此轮疫情之前，限额以上零售额增速明显高于限额以下。汽车占比限额以上消费三成左右，此前 4 月汽车供应链受阻叠加居民收入受损，成为拖累限额以上消费的主要原因。伴随汽车消费回暖，6 月限上消费同比 13.9%，较上月提升 30 个百分点；而同期限下消费同比-2.18%。

图 4：相比必选消费而言，可选消费领域的恢复进程较慢



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：线下餐饮、出行等领域受疫情冲击严重 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

图 6：此轮疫情之前，限额以上零售额增速明显高于限额以下 (%)

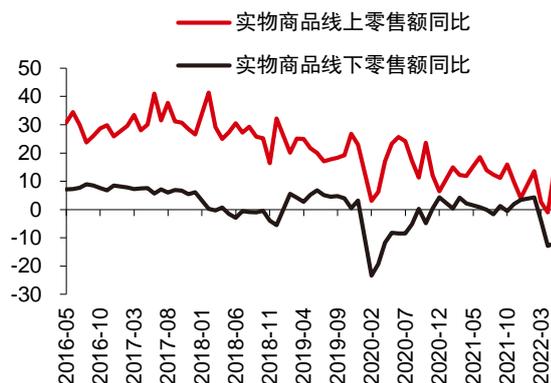


资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

居民预期或成关键变量，完全恢复尚需时间

疫情影响消费的逻辑在于消费渠道和消费场景被阻断，目前疫情对消费行业的冲击正在边际弱化。在 2020 年疫情爆发初期，线上消费因其非接触性、便利性等特点而表现亮眼，基本维持了两位数的单月同比增长。但自 2021 年底以来，线上消费走弱且同比转负，显示消费修复的内生动能可能不足。即使是在疫情较为严重的今年 3 月，线上实物商品销售额同比 2.67%，较上月下滑 11 个百分点，下滑幅度高出线下商品消费。此外，人均消费支出增速即使是在疫情平稳的状态下也不曾恢复至疫情前正常水。

图 7：线上消费走弱反映消费修复的内生动能可能不足（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

图 8：疫情平稳状态下人均消费支出也不曾复原至正常水平（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

居民收入下滑以及对未来不确定性预期的负面影响仍旧存在，或成为决定消费复苏的关键变量。消费支出强度主要受到两方面的影响：一是居民可支配收入，包括工资性收入、经营净收入、财产净收入以及转移净收入，是居民消费的基本盘；二是储蓄率，分为被动储蓄和主动储蓄两种类型。其中，被动储蓄是指疫情管控导致居民消费渠道和消费场景被阻断，消费活动无法正常展开；主动储蓄是指居民对经济前景、收入预期的不确定性存在担忧，选择降低消费。

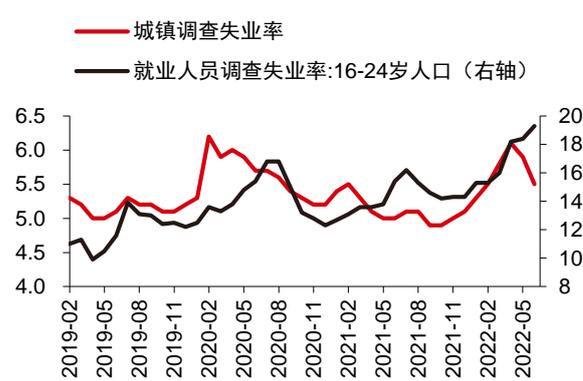
❑ **收入视角：居民收入增速偏弱，失业率高企。**2022 年二季度，全国居民人均可支配收入当季同比增速 2.6%，较 2019 年 4 季度相比下滑了 6.55 个百分点。此外，2022 年 5 月城镇调查失业率 5.5%，较上月回落 0.4 个百分点。但是，16-24 岁青年失业率持续攀升至 19.3%。7-8 月份是年轻人口季节性的失业率高企，因此预计后续的压力将持续存在。

图 9：居民收入增速偏弱



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

图 10：失业率水平恶化，18-24 岁人口失业率处在历史高位（%）

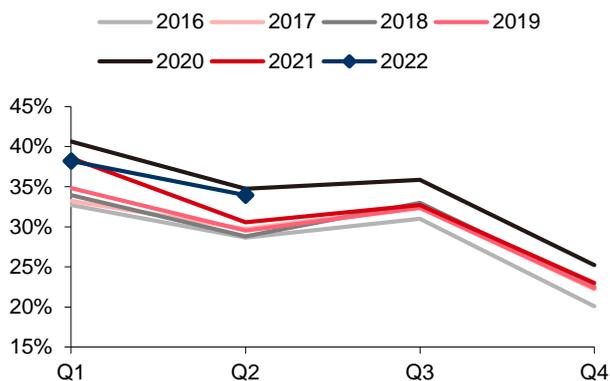


资料来源：Wind，中信证券研究部

❑ **储蓄视角：居民担忧未来疫情波动和收入，预防性储蓄处于历史高位。**当前被动储蓄的决定因素在于疫情管控，而主动储蓄（又称预防性储蓄）则是由于未来收入能见度下降所带来的消费倾向降低，影响相对更为持久。以同一季度的历史储蓄率平均值作

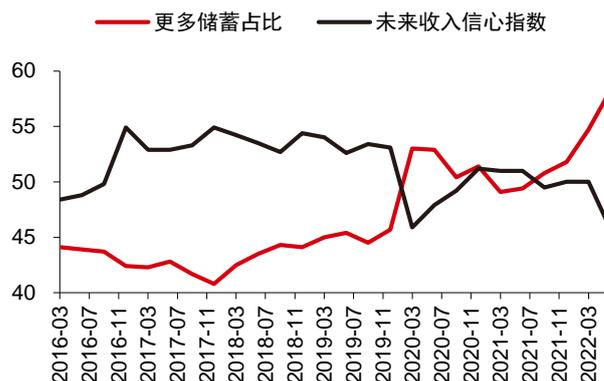
为比较基准，得到居民部门储蓄率相对正常值的偏离程度。这一偏离程度反映的正是主动和被动储蓄变化总和。2022 年二季度居民储蓄率为 33.94%，高于疫前同期 5 个百分点。为刻画预防性储蓄，参考 2020Q2-2021Q4 这一受疫情影响较小时期的储蓄率偏离度，我们测算，5 个百分点的储蓄偏离度中有 3 个百分点的预防性储蓄贡献，其余为被动性储蓄。此外，根据央行公布的城镇储户调查问卷，居民储蓄倾向上升，今年二季度倾向于“更多储蓄”的居民占 58.3%，比上季增加 3.6 个百分点。

图 11：居民预防性储蓄仍维持在高位水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：央行调查显示居民倾向储蓄意愿上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

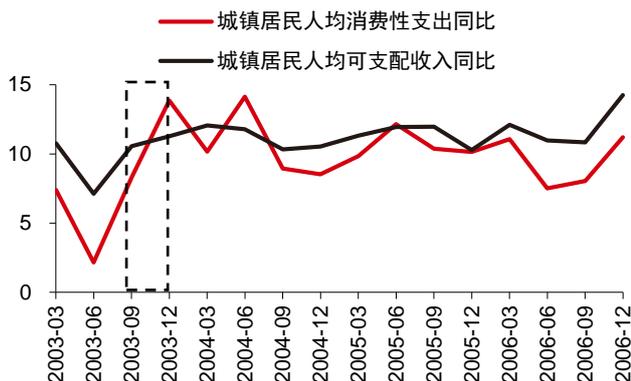
表 1：居民部门的储蓄率偏离度

	Q1	Q2	Q3	Q4
2020	6.96%	5.56%	3.66%	3.43%
2021	4.88%	1.38%	0.49%	1.20%
2022	4.53%	4.75%	-	-

资料来源：中信证券研究部测算；注：偏离度=当季储蓄率-不受疫情影响年份的历史同期储蓄率平均值

居民收入、预防性储蓄一般不会在疫情结束后同步修复，U 型复苏的节奏取决于稳增长、稳预期的政策效果。参考历史经验，预防性储蓄不会在疫情得到控制后马上消失。同时，消费的后周期特性本质上与居民收入有关，经济刺激政策对于居民收入的影响涉及到复杂的收入分配过程。以 2003 年非典时期为例，尽管疫情在二季度已经确认结束，但是居民收入增速在三季度才恢复至疫情前水平，储蓄率在四季度才出现反向的补偿性下降。考虑到新冠疫情具有较为明显的长尾效应，预计本轮预防性储蓄回落速度或相对偏慢，具体的修复节奏取决于稳增长、稳预期的政策效果。

图 13: 以非典时期为例, 居民收入增速在三季度恢复至疫情前水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 以非典时期为例, 储蓄率在四季度才出现反向补偿性下降



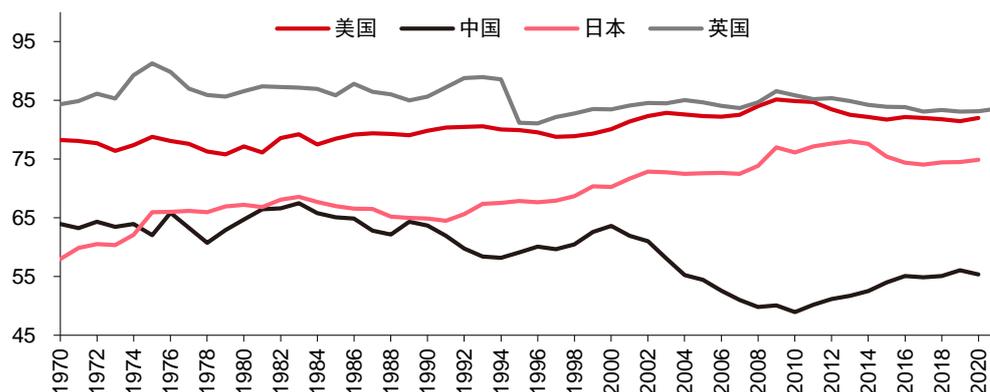
资料来源: Wind, 中信证券研究部; 注: 偏离度=当季储蓄率-不受疫情影响年份的历史同期储蓄率平均值

促消费助力经济发展, 三大原因凸显重要性

消费规模仍有提升空间, 乘数效应或边际提高

从总量上来看, 我国消费率整体偏低, 仍有提升空间。消费与投资、出口共同组成拉动经济增长的“三驾马车”。2021年, 我国最终消费支出对经济增长的贡献率达到 65.4%, 仍然是经济稳定运行的压舱石。但相比其他国家, 我国经济发展对于消费的依赖程度较低。2020年, 我国的最终消费率为 55.3%, 而美国、日本、英国分别达到了 81.96%、74.83%、83.12%。尤其是 2000 年至 2010 年间, 在投资率持续上升的同时, 消费率呈现逐步走低趋势, 下降了接近 10 个百分点。

图 15: 中国最终消费率仍然较低, 对经济发展的拉动作用有进一步提升空间 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

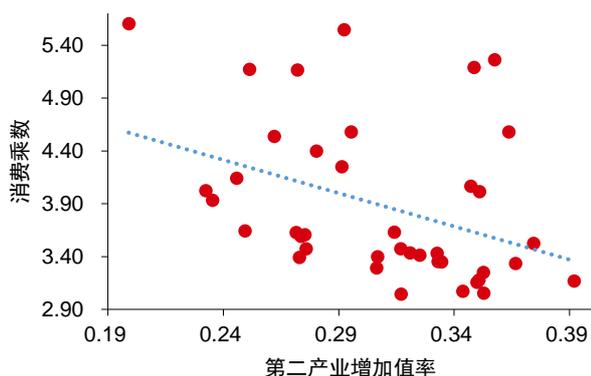
同时, 我国消费乘数仍在爬坡上涨, 单位消费对经济带来的额外产出或会逐步增加。消费乘数是指单位消费拉动的“额外”产出。虽然消费的乘数效应并非一成不变, 但是通过测算全球 40 个国家的消费乘数结果, 我们发现这种变化是非常缓慢的, 十年间的乘数变化一般不超过 1。世界投入产出数据库 (WIOD) 是根据统计机构官方公布的可得数据

所建立的权威数据库，由于投入产出表编制的成本较大，所以各国的投入产出表时间跨度最多是 15 年左右，难以在时间序列的维度上去测算消费乘数的边际变化。但由于各国之间的发展程度不一，且国家数量足够多（40 个），因此在可比维度下进行国家间的横向比较是具有一定意义的，能够挖掘出影响消费乘数的关键变量以及判断长期趋势。具体而言：

- **伴随产业升级以及专业化分工程度逐渐提高，生产效率在相应提高，从而单位时间拉动的总产出增加。**从各国工业化进程来看，部门内部的技术进步、生产过程机械化程度的提高和再加工层次的深化，意味着分工范围的扩大和专业化程度的提高，使部门结构更加细化，产业链更加庞大。伴随城镇居民需求结构向家用电器、医疗、汽车等耐用消费品转变之后，一大批围绕着这些需求的中间产品规模扩大，包括钢铁、电力、机械制造业、有色金属和黑色金属、石油、化工等。以第二产业增加值率作为指代变量，增加值率是指单位产业产品的增加值。当生产效率提高时，第二产业增加值率会下降。例如，本来一个人单位时间产出 10，现在效率提高一倍，单位时间产出 20，那么单位产品的劳动投入只有原来一半，增加值率下降。根据测算，我们发现第二产业增加值率每降低 1 个单位，能够带来 6.3 个单位的消费乘数提高。

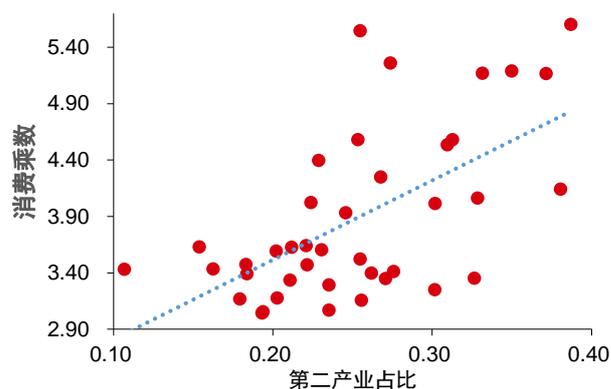
- **即使消费乘数较低的第三产业在 GDP 中的占比提升可能会产生一定拖累效应，但考虑到中国的产业升级进程明显较快、第二产业占比稳定在较高水平，预计后续消费乘数或将继续提高。**除了产业升级因素以外，消费乘数变化还受到第二产业占比高低的影响。服务业（第三产业）涉及到的中间产品相对较少，单位服务消费所拉动的总产出也会较小。根据测算，我们发现服务业占比每提升 1 个单位，能够带来 7.0 个单位的消费乘数提高。服务业占经济比重长期看会呈现上升的趋势，这会对全社会的整体消费乘数起到某种拖累效果。我们发现，每个国家的消费乘数呈现不同的变化趋势，这取决于这两种效应的相对大小，并不具有一般规律。如果产业升级的进程相比第二产业比重下降更快，那么消费乘数会呈现上升的趋势。对于中国而言，虽然第二产业占比 GDP 出现小幅下降，但一直维持在相对较高的水平（2021 年为 40%），因此，我们需要主要关注产业升级这一因素的影响。从结构来看，中国的产业发展正在加快升级，对产业升级相关产品的带动是比较明显的。过去十余年，第二产业的增加值率下降了 5 个百分点。因此，往后看，伴随产业升级趋势逐渐加快，中国消费乘数或还将持续提高。

图 16: 伴随产业升级进程, 消费乘数会逐步提高



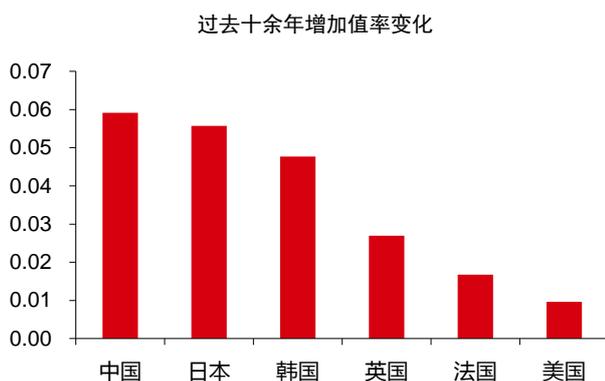
资料来源: WIOD, 中信证券研究部测算; 注: 增加值率是指单位产品的增加值, 当生产效率提高时, 第二产业增加值率会下降; 图中为全球 40 个主要国家的面板数据测算所得

图 17: 第二产业占比越高, 消费乘数会越高



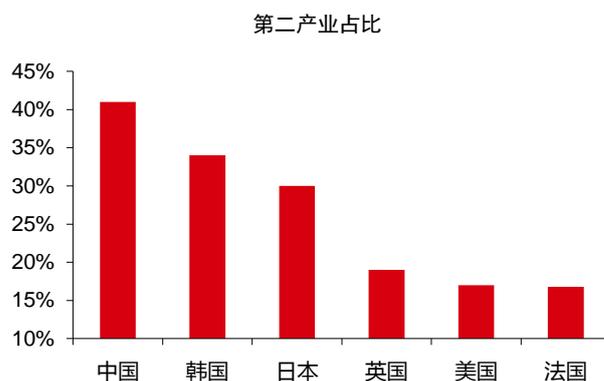
资料来源: WIOD, 中信证券研究部测算; 注: 图中为全球 40 个主要国家的面板数据测算所得

图 18: 中国的产业升级进程较快



资料来源: WIOD, 中信证券研究部测算

图 19: 中国的第二产业比重较高



资料来源: Wind, 中信证券研究部

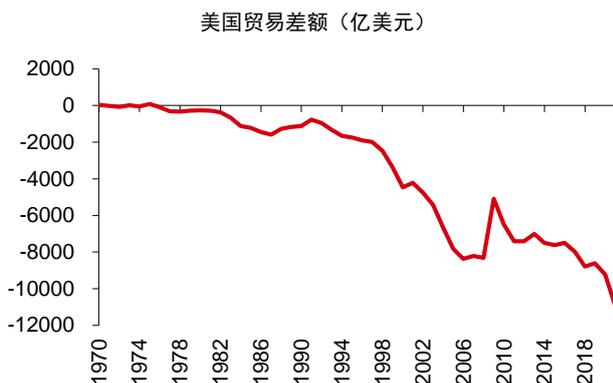
逆全球化思潮涌动, 外需依赖模式不可持续

中国是一个典型的外向型经济体, 过去 20 年间的中国出口增量占所有世贸成员国进口增量的份额达到 25%左右。依托廉价劳动力等低成本优势, 过去中国出口大量的中低端或者代加工产品, 与发达经济体形成互补关系。2001-2020 年, 中国以美元计价的年度出口总额增加了 8.7 倍, 年均增长达到 12.1%, 高于同期全球出口年均增速 6.8 个百分点。出口增长实际是受外需的带动, 从这一角度来看, 2020 年和 2001 年相比, 中国出口增量占所有世贸成员国进口增量的份额达到 24.8%。同时, 根据麦肯锡全球研究院最新发布的“MGI 中国-世界经济依存度指数”显示, 世界对中国经济的依存度相对有所上升。

但是, 这种过度依赖于外需的经济增长模式不可长期持续, 供大于求容易制约经济增长、加大通缩风险等, 需要加快转变经济发展模式, 进一步提高消费占 GDP 比重。过度依赖于外需带来的问题是需求不足、供给过剩。而美国则正好相反, 需求过剩、供给不足。根据历史经验, 供大于求会带来制约经济增长、加大通缩风险等多个负面影响。在供给侧改革之前, 中国粗钢、化工等很多产能过剩行业的产能利用率都是从 2011 年左右到达顶峰后开始下降的。产能过剩意味着该行业的预期回报率下降, 所以可以看到 2011

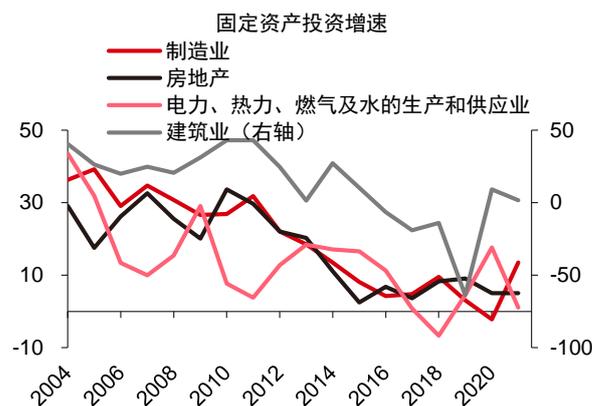
年以来制造业、地产的固定资产投资增速呈现明显的下跌趋势，进一步导致经济增速的下滑，直至 2017 年供给侧改革深化、取得一定成效。此外，产能过剩意味着抑制产品价格、加剧通缩风险。伴随产能过剩加重，我们可以看到 2011 年以后，PPI 呈现大幅跌落趋势，跌幅度明显大于 CPI。为此，中国的经济发展模式需要加快转型，一方面，进一步推动供给侧改革，调结构、去产能；另一方面，我国经济增长的模式或将逐步改善，从过度依赖外需到扩大内需对经济的贡献，提高消费在 GDP 里面的占比。

图 20：美国产能不足，主要依靠依赖于其他国家的供给



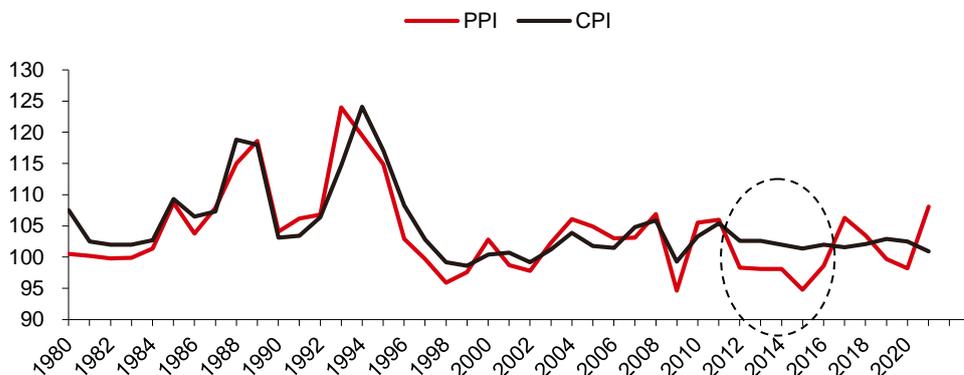
资料来源：WIOD，中信证券研究部测算

图 21：产能过剩导致经济增速的下滑 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

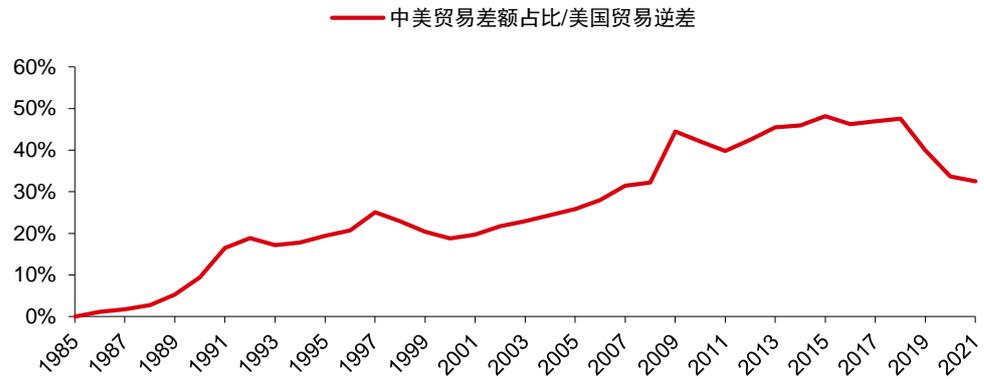
图 22：产能过剩加大了潜在的通胀紧缩的风险



资料来源：Wind，中信证券研究部

特别地，在逆全球化思潮抬头、欧美经济陷入衰退风险的趋势下，中国扩大内需对经济贡献的迫切性进一步增强。近年来，美国为首的西方国家的贸易保护主义越来越盛行。同时，欧美经济已经开始陷入滞胀，未来衰退的风险正逐步抬升。美国方面，6 月 CPI 破 9，市场加息预期进一步升温。6 月美联储议息会议将 2022-2024 年美国经济增长预期大幅下调至 1.7%-1.9%；经合组织亦大幅下调 2023 年美国经济增长预期至 1.2% (前值 2.4%)。加之我国内需相对较弱，一旦海外出现经济衰退，国内巨大的过剩产能将会导致大量产能空置、失业和投资亏损问题。为了防止这种情况的出现，中国的经济发展不能完全寄托在外向型经济上。

图 23：美国贡献了中国贸易顺差的六成

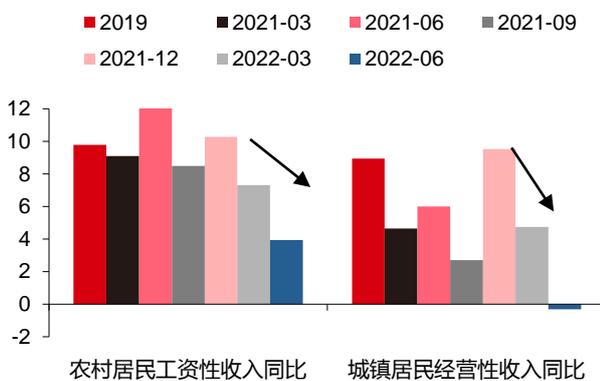


资料来源：Wind，中信证券研究部

援企纾困保障民生，助推共同富裕目标实现

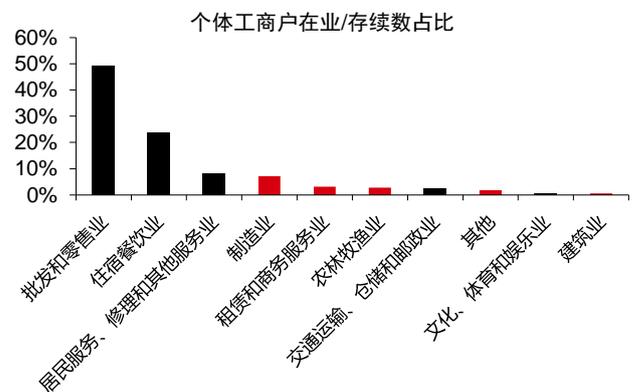
消费领域的企业受疫情冲击影响较大，涉及个体工商户（占比市场主体数量近 6 成、就业人数近 3 亿）。受到疫情反复的影响，批发零售、住宿餐饮、交通运输等领域的正常运行受到了直接冲击，导致相关就业人群收入受损，如个体工商户（占比市场主体数量近 7 成、超 8 成分布在相关行业、就业人数近 3 亿）等重点群体。2022 年二季度，农村居民工资性收入同比增速为 7.32%，较上季度继续回落 3 个百分点；城镇居民经营性收入同比增速为-0.32%，较上季度回落 5 个百分点，均远低于全国平均增速水平。

图 24：农民工、个体工商户等群体收入受疫情影响严重



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为两年复合增速

图 25：超 8 成个体工商户分布在居民生活服务等相关行业



资料来源：企查查，中信证券研究部

促消费政策在某种意义上是为这类受疫情影响突出的企业纾困，帮助维持企业运转并改善居民预期。小微企业本身现金流比较脆弱、周转速度较慢。在受到疫情冲击后，很多小微企业的运转难以为继。为此，中央和地方陆续出台一些企业纾困政策，如直接新增小微企业贷款、降低企业成本等。但相比之下，通过实施促消费政策来为这类企业创造市场需求进行纾困将会更加有效。这是因为，一方面，消费需求的提振能够让企业经营转起来；另一方面，相关企业的就业人群也会因为看到企业经营收入的改善而逐步修复预期，再进一步扩大消费规模，形成良性循环。

此外，加大促消费力度还符合共同富裕的基本理念，包括在落后地区开展消费帮扶活动带动当地经济、促消费帮助改善企业经营，从而带动农民工等群体就业扩大等。一方面，在农村等落后地区开展消费帮扶活动，通过销售农副产品等有助于带动当地经济，建立助力共同富裕的长效机制。例如，农发集团旗下实业公司为浙江省 11 个地市近 5000 家单位提供一站式消费帮扶服务。根据浙江省农发集团，目前，各渠道累计销售数据破亿元，其中 2021 年实现销售额 5800 万元，包括 832 个脱贫地区 5357 万元、对口地区 2371 万元、省内山区 26 县 151 万元。产品品类包括米面油、调味品、菌菇干货、杂粮、休闲食品、乳制品、水果、生鲜等。另一方面，消费行业是农民工（总量 3 亿人）就业的重点行业。促消费能纾困企业，企业在经营改善、市场需求提高后会进一步扩大就业规模，改善农民工就业水平。可以看到，近期在经济逐渐修复的趋势下，农民工群体的就业也发生改善。5 月份外来农业户籍人口失业率降至 6.2%，6 月份降至 5.3%，低于整体失业率水平。

刺激手段：或由支出端转向收入端，但需考虑可行性

直接刺激消费可分为从收入端和支出端着手，收入端包括个税减免或个税征收起点调整、困难群众补贴等；支出端包括消费券、某类商品的针对性补贴、消费信贷等。从手段来看，消费刺激政策可分为间接和直接两类。直接刺激又可分为收入端和支出端两类。收入端主要是指通过增加居民收入来扩大消费规模，包括减免个税或个税征收起点、向困难群众发放补贴等；支出端主要是指通过直接补贴消费、降低消费支出来扩大消费规模，包括消费券、某类商品的针对性补贴、支持居民消费信贷等。预计 2020 年疫情以来至今直接用于消费刺激的财政支出占 GDP 可能不足 1%。由于消费本身和经济周期存在正相关关系，能够刺激经济、改善企业利润的政策举措也有助于间接促进消费，主要包括降低企业税费、支持企业信贷、促进投资等。考虑到间接刺激手段对于扩大消费的效果难以单独剥离，这里主要单独讨论直接的消费刺激政策。

我国促消费侧重支出端，而海外以现金补贴为主

受疫情扰动，中央及地方政府近年来出台一系列促消费政策助力消费复苏，主要以发放消费券、补贴特定商品等支出端刺激政策为主。本轮疫情采取的措施主要是发放消费券、补贴特定商品等支出端刺激政策，或与居民超额储蓄较高有关。具体而言：

第一，消费券本质上是优惠券，由各地自主实施。消费券是指向民众发放且可采取抵扣的方式到相关店面购物消费的代金券，主要针对的是餐饮、文旅、百货零售等，本质上属于优惠券。根据商务部统计，2020 年 1-5 月，有 28 个省市、170 多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放消费券达到 190 多亿元。2022 年以来，浙江、江西、四川等 20 个省市前 4 月先后发放了总额超过 34 亿元的消费券。消费券一般由地方政府根据当地经济、财政实际情况来自主实施，各地在消费券设计上存在一定差异，主要可分为通用型和定向型两种。前者不限制使用场景，后者仅适用于重点纾困消费场景。从优惠力度来看，大部分的使用方式是满减，有少量采取打折、无门槛或免单，一般会设置最低限额门槛，优惠力度一般在七折以上；从覆盖人群来看，大部分为本地居民（不限户籍），也有少数是专门定位于低保、特困、建档立卡的特定贫困人口，但定向金额总体占比较低；从发放渠道来看，涉及线上、线下等多渠道以及微信、美团、支付宝等多平台相结合的方式。

图 26：2022 年以来各省市消费券的发放情况

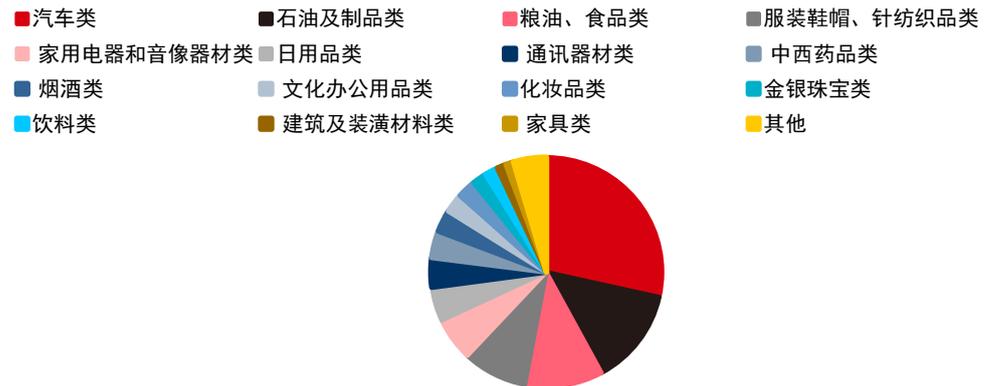
时间	地区	内容	支持领域
2022 年 1 月 16 日	绍兴	消费券总投放资金 5 亿元	餐饮、住宿、文旅、通用
2022 年 1 月 24 日	四川	1170 余万元文旅消费券，推出 301 个景区门票减免、100 家酒店系列优惠、部分航线机票优惠等	文旅
2022 年 1 月 27 日	昆明	5000 万元投放金额，包括住宿餐饮券 1000 万元，加油券 2000 万元，其他通用券 2000 万元	住宿餐饮、成品油、通用
2022 年 1 月 28 日	中山	3000 万元消费券以及酒店景点套票、石岐乳鸽礼包、“礼遇中山”手信等具有本地特色的节日礼品	美食、百货、超市
2022 年 2 月 25 日	陕西	“享美好生活”2022 秦乐购陕西消费促进年系列活动，9.39 亿元	汽车、家电家居家装、餐饮
2022 年 2 月 28 日	宁波	2022 “春暖甬动·你买单我助力”消费促进活动，超 3 亿元	餐饮、家电、文旅、体育
2022 年 3 月 4 日	湖北	“2022 年（春季）消费促进月”活动，1000 万元	家电、生活全品类
2022 年 3 月 4 日	云南	约 2 亿元文旅消费券；对购买新能源汽车的消费者给予补贴	家电、文旅、体育、通用
2022 年 3 月 4 日	上海	3 月 4 日至 3 月 31 日“2022 上海家电家居家装消费季”发放首批 8000 万元消费补贴券	家电、家装、汽车、生活服务
2022 年 3 月 8 日	郑州	3 月 8 日至 3 月 31 日发放家电消费券 3000 万元	家电
2022 年 3 月 25 日	天津河西区	3 月至 12 月“活力河西·都市消费嘉年华”活动，可叠加实现消费补贴 5000 万元	零售、餐饮、计算机、通信、消费电子、汽车等
2022 年 3 月 31 日	西宁	4 月 1 日至 5 月 5 日投放 800 万元消费券	成品油、商超、餐饮、家电、图书
2022 年 4 月 3 日	青岛市南区	4 月 2 日到 5 月 4 日期间发券 15 万张，每张消费券 10 元	零售
2022 年 4 月 7 日	武汉	2022 年绿色消费季启动，国美电器在武汉投放 2000 万元家电换新与节能补贴惠民消费券	家电
2022 年 4 月 12 日	北京	4 月至 9 月面发放超过 3 亿元北京绿色节能消费券，分为 6 期发放	20 类绿色节能商品
2022 年 4 月 15 日	重庆	2000 万元汽车“以旧换新”补贴；1500 万元“巴渝万企”促销活动消费券	汽车、家电、商超、住宿餐饮
2022 年 4 月 15 日	珠海	4 月至 9 月向居民和游客发放 5000 万元消费券	零售、餐饮
2022 年 4 月 28 日	深圳	4 亿元购物消费券、6000 万元餐饮消费券、1000 万元文体旅游消费券、3000 万元数字人民币红包	商超、餐饮、文旅、通用
2022 年 4 月 28 日	宁波	4 月 28 日至 5 月 31 日投放金额超 3 亿元消费券	餐饮、汽车、家电、家居、酒店、文旅、通用
2022 年 4 月 29 日	无锡	“2022 无锡太湖购物节”第一轮发放 1200 万惠民消费券	餐饮、百货零售、汽车
2022 年 5 月 1 日	石家庄	“五一”劳动节假期累计发放 1 亿元惠民消费券	文旅、体育、通用
2022 年 5 月 7 日	广州	2022 年广州市“羊城欢乐购”政府消费券发放补贴金额 1 亿元	住宿、购物、餐饮
2022 年 5 月 10 日	成都	5 月 10 日至 6 月 30 日“2022 成都数字生活消费节”分两批次发放约 6 亿元的“成都 520”消费券	零售、餐饮、文化、旅游
2022 年 6 月 13 日	湖北	6 月至 10 月投放 3.5 亿元“惠购湖北”电子消费券	商超、餐饮

资料来源：各地方政府官网，新华社，新浪财经，搜狐新闻，腾讯新闻，绍兴网，川观新闻，潇湘晨报，长江日报，天津北方网，青岛新闻网，羊城晚报，浙江在线，无锡发布，武汉发布，中信证券研究部

第二，某类商品的针对性补贴，主要是指汽车、家电等耐用品消费。汽车产业具有体量大、产业链长等特点，对经济增长具有较大的带动作用。2021 年，汽车类消费占比限上企业商品零售额中将近三成。2022 年 4 月 25 日，国办印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，指出“稳定增加汽车等大宗消费，各地区不得新增汽车限购措施”、“以汽车、家电为重点，引导企业面向农村开展促销，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡，推进充电桩（站）等配套设施建设”。随后，5 月国常会提出稳经济一揽子措施，针对汽车行业提出“放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元”。今年以来，多地推出汽车消费补贴政策，包括购车补贴、增加购车指标等。补贴

力度与地方财政实力有关，单车平均补贴大约在 2000-6000 元（约为 8-9 折以上），上海、北京等少数地方能够达到 8000-10000 元以上。同时，对于新能源汽车的补贴力度相比燃油车更大。受益于密集利好政策影响，车市正在快速提振。根据乘联会数据，2022 年 5 月，汽车零售同比降幅收窄至 16.86%。根据乘联会初步统计，7 月 1-31 日全国乘用车厂商零售 176.8 万辆，同比去年增长 17%，延续 6 月高增速。但需注意的是，汽车市场与宏观经济关联度的本身较高，车市快速恢复或是经济低迷时期多项刺激政策共同作用的结果。

图 27：汽车类消费占比限上企业商品零售额中将近三成



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：多地推出汽车补贴政策

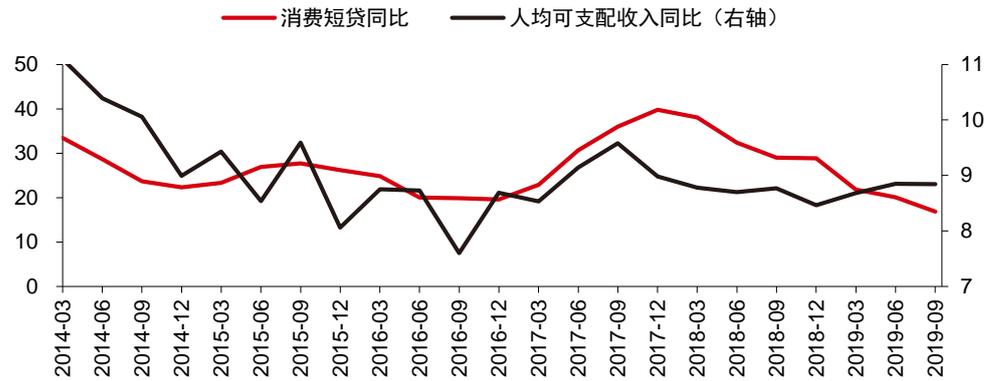
时间	地区	内容
2022 年 4 月 20 日	晋中	新能源汽车发票金额为 6 万元至 10 万元，每辆补贴 3000 元；发票金额为 10 万元至 20 万元，每辆补贴 4000 元；发票金额为 20 万元以上，每辆补贴 6000 元。汽油车发票金额为 6 万元至 10 万元，每辆补贴 2000 元；发票金额为 10 万元至 20 万元，每辆补贴 3000 元；发票金额为 20 万元以上，每辆补贴 5000 元；上限 1 万辆
2022 年 4 月 28 日	江西	共设燃油汽车新车奖池 3600 万元，中奖名额 5700 个，计划奖补 5700 名，其中一等奖 200 名，各奖补 5 万元；二等奖 500 名，各奖补 2 万元；三等奖 2000 名，各奖补 5000 元；四等奖 3000 名，每名奖补 2000 元；新能源汽车新车奖池 1000 万元，中奖名额 2000 个，各奖补 5000 元
2022 年 4 月 29 日	广东	报废旧车，购买新能源汽车的补贴 10000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 5000 元/辆；转出旧车，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；5—6 月期间，广州增加 3 万个购车指标、深圳增加 1 万个购车指标
2022 年 5 月 1 日	沈阳	新车 5-10 万补贴 2000 元/辆；新车 10-20 万补贴 3000 元/辆；新车 20 万以上补贴 5000 元/辆；以旧换新一次性补贴 3000 元
2022 年 5 月 3 日	海口	以旧换新方式购置的前 2000 辆新车，发放补贴 3000 元/辆；直接购置的前 4500 辆新车，发放补贴 2000 元/辆；通过团购购置（一次性购买 5 辆及 5 辆以上发票单价不少于 50 万元的大、中、重型客运、载货汽车）的前 1000 辆新车，发放 5000 元/辆消费券
2022 年 5 月 20 日	长春	面向在长春市购车的个人消费者发放 5000 万汽车消费补贴，按购车发票金额补贴分为三档，每档可在消费券（家电、汽车内饰、汽车保养十足抵用）和立减补贴之间二选一，燃油车立减补贴 2000-5000 元/辆，新能源车在此基础上每档多增加 1000 元消费券或立减补贴
2022 年 5 月 20 日	青岛	约 2.67 亿元消费券，汽车按照不同车型不同价位，提供 3000-10000 元一次性补贴
2022 年 5 月 20 日	太原	5 月 21 日至 6 月 15 日期间投入 4.2 亿元发放消费券；燃油车 6 万-10 万元补贴 2000 元/辆，10 万-20 万元补贴 3000 元/辆，20 万元以上补贴 5000 元/辆；新能源车在每档标准上增加 1000 元/辆
2022 年 5 月 20 日	中山	10 万元以下燃油车 1000 元/辆，新能源 2000 元/辆；10-30 万元燃油车 2000 元/辆，新能源车 7000 元/辆；30 万元以上燃油车 3000 元/辆，新能源车 12000 元/辆；以旧换新享 3000~13000 元不等补贴；以摩换汽享受 9000-22000 元不等补贴
2022 年 5 月 23 日	山东	对在省内购置新能源乘用车(二手车除外)并上牌的个人消费者，按照购车金额每车发放 3000-6000 元

时间	地区	内容
		消费券；对在省购置燃油乘用车(二手车除外)并上牌的个人消费者，按照购车金额，每车发放2000-5000元消费券；对在省报废旧车、购置新车(二手车除外)的个人消费者，在上述标准基础上，每辆车再增加1000元消费券
2022年5月23日	广东	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；新增投放2万个普通小汽车增量指标，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
2022年5月24日	湖北	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
2022年5月25日	海口	政府发放2000万元汽车补贴消费券，对前2000辆符合条件的以旧换新车主，发放面值为3000元的汽车消费券券包；对前4500辆符合条件的直接购置车主，发放面值为2000元的汽车消费券券包；对前1000辆符合条件的团购购置车主，发放面值为5000元的汽车消费券券包
2022年6月5日	沈阳	实施1亿元汽车消费补贴政策，全年开展5次以上汽车展销活动，每场活动给予主办方最高不超过20万元补助
2022年6月17日	上海	个人用户报废或者转让（不含变更登记）本人名下在上海市注册登记的非营业性小客车，并且在上海市市场监督管理部门注册的汽车销售机构购买纯电动小客车新车，注册使用性质为非营运的，上海市给予个人用户一次性10000元购车补贴
2022年6月26日	北京	报废或转出新能源小客车的，每车给予8000元补贴；报废或转出使用1-6年其他类型乘用车（非新能源）的，每车给予8000元补贴；报废或转出使用6年（含）以上其他乘用车的，每车给予10000元补贴

资料来源：各地地方政府官网，新华社，新浪财经，网易新闻，潇湘晨报，光明网，经济观察报，金台资讯，中国新闻网，中信证券研究部

第三，居民消费信贷，但可能受到消费信贷意愿、消费贷的流向用途、消费者对借贷消费的依赖加深等因素影响。狭义范围上的消费贷主要是指信用卡和消费性贷款，不包括房贷等。一般而言，中长期消费贷主要以购房贷款为主，而短期消费贷则主要用于居民购买旅游、教育、耐用品等日常消费。近年来，针对网络小额贷款管理办法、商业银行互联网贷款办法、禁止小贷公司向大学生发放互联网消费贷款等监管举措正在逐步完善。如果贷款人挪用贷款被银行发现，银行有可能提前终止贷款合同。刺激消费贷的主要措施包括鼓励金融机构创新消费贷产品，实施延后还款计划等。5月23日，人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，提出“受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息，要加快已授信贷款的放款进度”。但是，消费贷与居民收入存在一定的正相关关系，即居民在收入受损时的贷款消费意愿本身较低，不愿意贷款消费。同时，由于消费贷的流向用途、消费者对借贷消费的依赖加深等原因，消费贷可能对增量消费的带动效果有限。

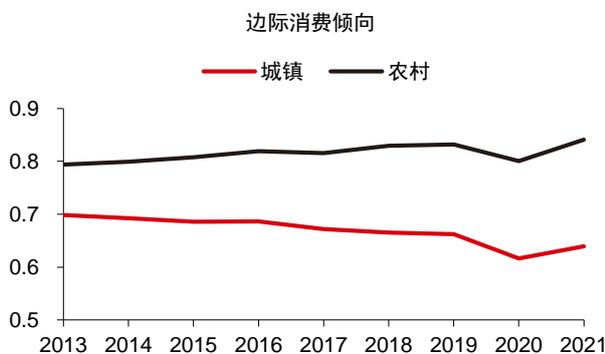
图 29：人均可支配收入或影响居民消费贷意愿（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

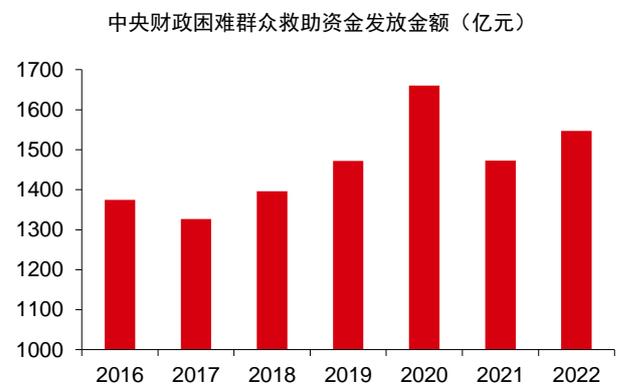
除此之外，我国大陆针对困难群众也有收入端的补贴政策，但目前下发补助资金的力度或相对有限，还具有补贴对象的标准制定和识别难度等方面的阻碍。困难群众主要集中在农村，居民边际消费倾向相比城镇更高，通过收入效应刺激消费的效果或更加明显。但是，识别困难群众是精准发放补贴、发挥消费刺激效果的前提条件。给低收入人群或者说是疫情短期冲击影响下收入剧烈波动的人发放补贴，这类人群的标准制定和识别会有较大的难度。我国大陆自 2014 年启动实施建档立卡工作，识别了 8962 万贫困人口，之后每年进行动态调整。目前，全国低收入人口动态监测信息平台基本建成，归集了 6200 万左右低收入人口的信息，初步实现了动态的、有进有出的常态监测。中央每年会针对困难群众下达救助资金，由地方统筹用于低保、特困人员供养、临时救助以及孤儿基本生活保障等支出，有经济实力的省份也会额外下拨资金用于统筹发放。重点补贴人群包括低保对象、特困人员、流浪乞讨人员等。2022 年，民政部会同财政部下拨了中央财政困难群众救助补助资金 1546.8 亿元，相比往年无较大差别。同时，若根据全国城乡低保人数来计算，相当每人每月发放了 312 元，已经接近农村低保平均标准每人每月 542 元。可见，大陆当前在疫情冲击、经济下行时期对困难群众救助资金的专项转移支付力度或相对有限。

图 30：农村居民边际消费倾向更高



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：受疫情影响年份的困难群众中央救助资金并未有明显提高



资料来源：Wind，中信证券研究部

相比之下，海外其他国家/地区刺激消费需求的方式主要以现金补贴等收入端政策为主，

涉及的财政支出规模较大。疫情之后，多国/地区进行了民生纾困和消费扶持政策。除减税免税、消费券等以外，其他海外国家/地区采取的主要手段是发放纾困金，涉及的财政支出规模较大。以美国为例，为应对疫情和扶持经济复苏，美国推出了多个刺激方案，主要包括 2020 年 3 月的《CARES 法案》(2.2 万亿美元)、2020 年 12 月的《合并拨款法案》(2.3 万亿美元，其中 9000 亿美元用于疫情纾困计划，1.4 万亿美元用于常规政府拨款措施和一系列针对企业的减税措施)以及 2021 年 3 月的《美国纾困计划法案》(1.9 万亿美元)，涉及税收减免、个人救济、企业援助等多方面内容。三轮补贴中对居民的现金发放分别为：(1) 第一轮：成人每人 1200 美元，儿童每人 500 美元；(2) 第二轮：成人儿童每人 600 美元；(3) 第三轮：成人儿童每人 1400 美元。

表 2:《CARES 法案》主要财政援助措施

类型	财政措施	主要内容
个人救济	可退还税收抵免	为每人提供 1200 美元的可退还税收抵免额
	失业保险	失业补助额外支付每人每周 600 美元、最多为期四个月
	联邦税申报及纳税期限延迟	联邦所得税由 2020 年 4 月 15 日自动延期至 7 月 15 日申报及缴纳税款，若提交申请，则可以第二次延期至 10 月 15 日
企业援助	小型企业贷款和工资补贴	为小型企业提供相当于最多 500 名员工 2.5 个月平均工资的贷款 3500 亿美元
	企业税收减免	允许企业将 2018-2020 年的净经营亏损向以前最多 5 个纳税年度结转；商业利息扣除限制由应税所得额的 30%调整到 50%
联邦财政援助	联邦财政支出	提供总规模为 3500 亿美元的联邦财政支出，包括 1300 亿美元的医疗资金
	地方政府援助	向各州按人口比例分配至少 12.5 亿美元的财政援助

资料来源：美国国会，《新冠肺炎疫情期间各国财政政策的实践、特征与思考》(颜梦洁)，中信证券研究部

表 3:《美国纾困计划法案》主要财政援助措施

类型	财政措施	主要内容
个人救济	现金刺激	向每位符合标准的民众发放 1400 美元的补助金，包括符合标准家庭的未成年儿童，这意味着一个四口之家最高可以获得 5600 美元
	失业保险	延长原定于本月到期的 300 美元联邦失业救济金；年收入低于 15 万美元的家庭如果获得失业补助，前 10200 美元的失业金可以免征个人所得税
	COBRA 补贴	为员工或受抚养人因非自愿离职或减少工时而产生的 COBRA 保费提供 100%补贴
	儿童税收抵免	适用于抚养 17 岁以下子女/继子女的纳税人，将最高抵免额提高到 6 岁至 17 岁儿童合格费用的 50%，上限为每位儿童 3000 美元
企业援助	扩大 PPP 资格适用范围	此前只有某些非营利组织才能获得 PPP 贷款。现在已扩展到“其他涵盖的非营利实体”，包括大多数非营利组织；某些例外情况适用于从事贷款、出售人寿保险或私人俱乐部的组织
	员工留任税收抵免	将有效期延长至 2021 年 12 月 31 日；该抵免已纳入处于严重财务困境的雇主，允许他们将所有支付的工资视为符合条件的工资，而不必考虑全职员工的数量
	多雇主退休金计划	由退休金福利担保公司 (PBGC) 管理，为陷入困境的雇主提供覆盖福利金和计划支出的方式
	家庭假期和病假抵免	并未更新公司提供《CARES 法案》最初规定的带薪家庭假期和病假的要求，但为自愿参加的公司延长了税收抵免至 2021 年 9 月 30 日
资助计划	国家疫苗接种计划	4150 亿美元用于启动国家疫苗接种计划，其中包括测试、接触者追踪、研究与开发，以及与疫情相关的医疗用品的制造
	重新开学计划	1760 亿美元，为了帮助有兴趣通过适当的流程和保护措施重新开放 K-12 学校的家长和教育工作者，用于购买个人防护装备、雇用支持人员、升级通风系统等设施，以及维持课后和暑期学习计划
联邦财政援助	地方政府援助	3600 亿美元分配给州和地方政府机构，这些资金可用于向必要的工作人员提供奖金，并为受收入不足影响的雇主和政府服务拨款；还可以使用资金对下水道、用水和宽带基础设施进行投资

助

资料来源：美国国会，中信证券研究部

表 4：2020 年日本经济刺激的主要措施

分类	内容	金额（万亿日元）
健康支出	生产、采购和分配关键设备，如口罩和通风设备	0.8
	向地方政府转移资金，用于与健康 and 长期护理相关的措施，包括向医疗和长期护理从业人员发放现金	3.7
	其他与健康有关的措施（采购疫苗等）	6.7
一揽子紧急抗疫措施	向每位符合标准的民众发放 10 万日元的补助金	12.9
	向受影响的企业一次性拨款，每个中小企业 200 万日元，个体经营者 100 万日元	2.3
	金融机构贷款补贴	3.8
	因疫情原因不得不停业，如果没有拿到公司发放的停业补贴，劳动者本人可以直接申请政府发放的工作补贴	0.9
	服务部门的消费和基础设施投资	10.8
	向地方政府的转移支付	1.0
2022 年 5 月 27 日宣布的额外措施	向地方政府的转移支付	2.0
	加大失业补贴发放力度	1.3
	公共/私营金融机构贷款补贴	9.3
	企业现金补贴	1.9
	对受影响公司支付租金的补贴	2.0
	扩大贷款计划，由国家附属机构和私人金融机构提供给受疫情冲击的公司	60.0
2020 年 12 月 8 日宣布的额外措施	用于其他金融援助计划，包括向提供陷入困境的企业的注资计划中注入 15 万亿日元	27.0
	激励企业投资绿色技术	2.0
	加速中小企业业务重组的补贴	1.1
	延长失业补贴计划	1.5
	向地方政府的转移支付	1.5
	金融机构贷款补贴	3.2
从 2020 年 4 月起，政府决定将新冠肺炎储备基金的一部分用于卫生和非卫生措施	增加社会公共投资	4.4
	向受影响公司的现金转移	1.2
	为受影响家庭补充紧急贷款计划	1.0
	增强医疗保健能力	1.7
	疫苗采购	2.0
	补充就业调整补贴	0.5
向地方政府的转移支付	3.9	
	延期受影响的公司和家庭延期一年缴纳税款和社会保险费	3.0

资料来源：IMF，中信证券研究部

中国香港的消费刺激政策以发放消费券为主，但采取的是现金全额抵扣形式、未使用满减设计。新一轮消费券计划是在 2022/2023 财政年度特区政府财政预算案中宣布推出的，向每名合格市民分期发放总额 10000 港元的电子消费券。消费券的使用范围包括香港本地零售、餐饮和服务业商户的实体以及线上店铺，如便利店、超市、餐厅、娱乐设施和公共交通等。若加上 2021 年的消费券计划的规模，累计发放千亿港币，占 2021 年 GDP 约 3%。伴随居民收入逐渐修复，消费券对消费刺激的效果明显。此外，2022 年 4 月 6 日，香港特区立法会三读通过了《2022 年收入（税务宽免）条例草案》，将以每个个案 1 万港元为上限，宽减 100% 薪俸税、个人入息税及利得税。根据财经事务及库务局测算，此政策下有 99 万人和 4.4 万间企业在 2021/22 课税年度免于缴税，政府预计将减少 143 亿港元

元的收入。

表 5：中国香港消费刺激主要以发放消费券为主

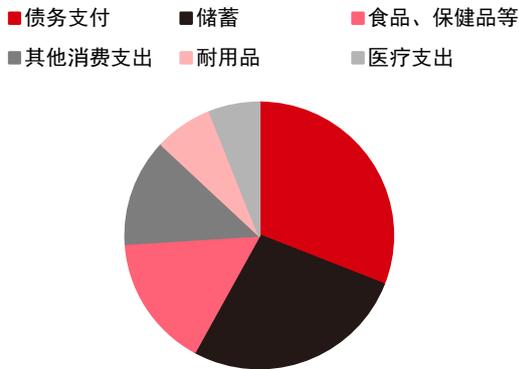
发放日期	内容
2021 年 8 月 1 日	向每名合资格 18 岁或以上香港永久性居民和新来港人士分期发放总额 5000 港元的电子消费券，计划投入规模 360 亿港元
2022 年 4 月 6 日	香港特区立法会三读通过了《2022 年收入（税务宽免）条例草案》，将以每个个案 1 万港元为上限，宽减 100% 薪俸税、个人入息税及利得税，预计惠及 201 万纳税人和 15.1 万间企业
2022 年 4 月 7 日	2022 年第一阶段消费券，向 2021 年已登记消费券计划的、符合资格的市民每人 5000 港元
2022 年 8 月 7 日	2022 年第二阶段消费券，并新增数项领取资格准则；6 月 13 日或此前年满 18 岁的香港永久性居民或新来港人士，若为新登记人可分期获发 10000 元消费券，现有已是登记人则分期获发 5000 元；受惠范围拓展至有条件成为香港永久性居民的香港居民，例如来港升学人士、专才或企业家，他们成功登记后可分期获发 5000 元消费券

资料来源：香港特区政府官网，中信证券研究部

厘清各类促消费政策效果，落地不能忽视实际限制

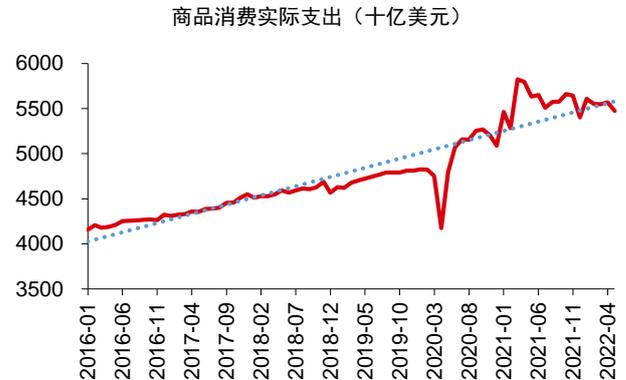
首先，从各类促消费政策的最终效果来看，发放现金补贴的收入端政策更好，这是因扩大消费规模本质上需要先改善居民的收入。不同于消费券，现金补贴对于资金投向用途限制较少。居民在接受现金补贴之后可能会选择储蓄、投资等不同用途，对于消费刺激存在一定的不确定性。根据 NBER 的调查，美国居民将 31% 的现金补贴用于支付债务、27% 用于储蓄，而剩下的 42% 用于消费。但是，现金转移支付能够提振了居民收入、储蓄和消费，使得居民负债表保持较为健康的状态，居民债务杠杆率扩张有限。

图 32：美国居民将补贴的四成左右资金用于消费



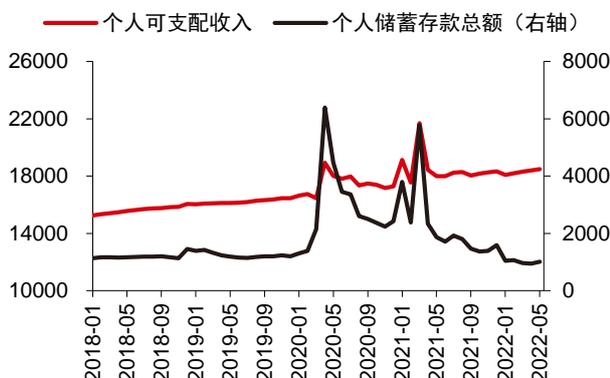
资料来源：NBER，中信证券研究部

图 33：个人消费支出受到财政刺激有明显提高



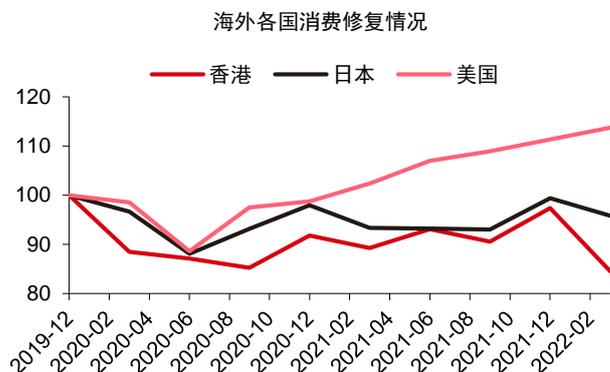
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：美国财政激励短期内提升了居民个人收入和储蓄（十亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：消费修复的节奏和最终高度取决于居民收入资产负债表质量



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2019年12月的消费支出标准化为100

其次，现金全额抵扣的消费券效果相对优于满减设计的消费券效果。一方面，消费券相比现金补贴仍然会限制资金的投向用途，可能与消费者真实希望消费的领域并不一致，难以带来社会消费水平的整体大幅上升。另一方面，满减设计的消费券本质上是一种折扣券，仍然需要居民支付一部分的自有资金。考虑到消费意愿主要受到实际收入和未来预期的影响，并不是消费券刺激产生的，这就导致了消费券可能产生消费的替代效应，并没有带来额外新增消费。所以，我们可以看到有些地方发放的消费券的最终核销率相对较低，并没有发挥原本预期的效果。

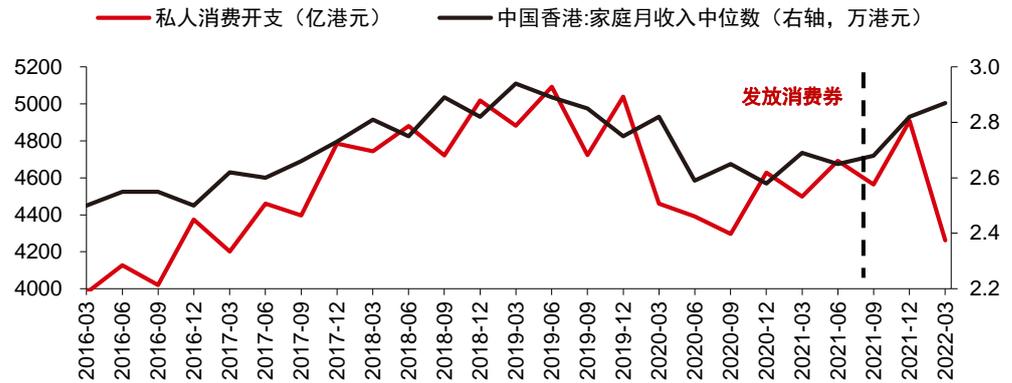
因此，我们认为各类促消费政策效果的相对排名或为：发放现金补贴>现金全额抵扣的消费券>满减设计的消费券。预计伴随促消费力度加强，可能会逐步过渡到采取现金全额抵扣的消费券、现金补贴等效果更好的政策类型。

表 6：部分地区消费券的最终核销率较低

城市	发放日期	统计时间段	发放总额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率 (%)	关联消费 (万元)	关联消费/核销金额
嘉兴	3.31	03.31-04.16	10600	-	80	-	-
佛山	4.01	04.01-04.11	5000	3870	77.4	13600	3.5
内江	4.10	04.10-04.24	-	243	-	821	3.4
沈阳	4.10	04.10-04.24	2000	944	47.2	6459	6.8
衢州	4.03	04.03-04.13	3390	1846	54.5	10147	5.5
郑州	4.03	04.03-04.16	5000	3925	78.5	55200	14.1
赤峰	4.05	04.05-04.20	500	364	72.9	3692	10.1
呼和浩特	4.05	04.05-04.14	1000	86	8.5	719	8.4
绍兴	4.05	04.05-04.12	7500	2333	31.1	10900	4.7
宁波	4.17	04.17-04.23	1070	515	48.1	5321	10.3
乌鲁木齐	4.18	04.18-04.24	4786	330	6.9	5498	16.7
温州	4.18	04.18-04.25	19720	13000	66.2	98200	7.6
武汉	4.20	04.20-04.27	62	19	30.7	-	-

资料来源：《中国政府消费券政策的经济效应》(林毅夫、沈艳、孙昂)测算，中信证券研究部；注：数据为2020年5月前消费券发放情况；武汉消费券核销数据按照张数(万张)，而不是金额(万元)进行统计和计算，数据来源为微信支付团队

图 36：伴随居民收入修复，中国香港现金全额抵扣的消费券对消费刺激的效果较为明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

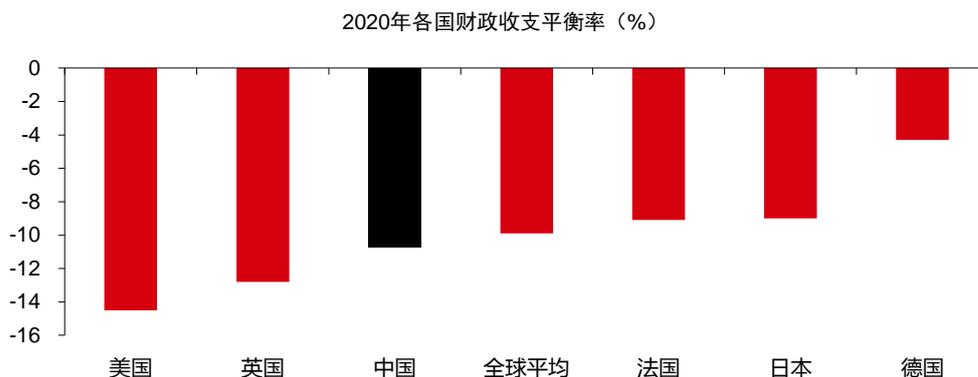
效果更好的促消费政策往往需要的财政支出规模更大，补贴力度可能会受限于财政收支压力。政府财政是发放消费补贴的主要资金来源。主要筹措渠道有预备费（本级一般公共预算的 1%-3%）、专项资金、预算稳定调节基金等，还有些采取各级财政分档的方式。因此，财政资金实力在一定程度上会影响消费券的发放规模。疫情以来，为应对经济下行压力、兼顾防范化解地方政府隐性债务风险，我国财政政策相比往年加大了宽松力度。主要的手段包括，增加专项债发行规模、发行抗疫特别国债、财政赤字率破“3”、全国普遍性开展社保阶段性减免等。截至 2022 年一季度，政府部门杠杆率达到 47.2%，较 2019 年底提高将近 9 个百分点。若与其他海外国家/地区相比，根据 IMF 测算的各国财政收支平衡率，2020 年中国达到-10.7%，已经低于全球平均水平。

表 7：财政出资一般是发放消费券的主要资金来源

时间	地区	消费券资金来源
2022 年 2 月 15 日	淄博	“五好城市 淄在嗨购”消费惠民活动投放 1100 万元，由 市财政统筹资金 1000 万元 ，中国银联山东分公司配套 100 万元
2022 年 2 月 28 日	宁波	2022 宁波“春暖甬动·你买单我助力”消费促进活动投放超 3 亿元， 市、区（县、市）两级投入 2.4 亿元 ，中国银联宁波分公司配资约 7000 万元，商家让利约 2 亿元
2022 年 5 月 7 日	广州	开启“羊城欢乐购”促消费系列活动， 投入 1 亿元财政资金 发放政府消费券
2022 年 5 月 20 日	成都	通过云闪付发放“520”消费券促消费活动（第一阶段）消费券， 财政资金规模 1.2 亿元 ，发动金融单位和商户叠加优惠活动 1.2 亿元
2022 年 6 月 1 日	赤峰	“相约夏日、惠购赤峰”为主题的电子消费券促消费活动投入资金 1 亿元，其中 赤峰市级财政和各旗县区财政出资 7000 万元 ，赤峰市内部分大型连锁商贸企业出资 3000 万元
2022 年 6 月 8 日	临沂	“2022 惠享临沂消费年”家电消费惠民活动实施方案省， 省财政出资 1000 万元、临沂市出资 1060 万元，各县财政出资 40 万元
2022 年 6 月 10 日	济宁	由省、市财政联合出资 2000 万元 ，针对电视、冰箱、洗衣机、空调 4 类家电商品投放，全市 129 家门店参与用券
2022 年 6 月 14 日	云南	云南省商务厅 统筹财政资金 1 亿元 发放“彩云消费券”，第一期将于购物节期间在全省范围内发放
2022 年 6 月 16 日	湖南	湖南省文化和旅游厅通过 省级财政出资 1000 万元 ，与省内外知名平台合作，面向全国消费者发放文旅消费券
2022 年 7 月 4 日	北京	计划发放 1 亿元餐饮消费券，由政府和企业出资 ，餐饮企业不出资

资料来源：各地方政府官网，新浪财经，网易新闻，掌上淄博，潇湘晨报，和讯网，中国山东网，光明网，中信证券研究部

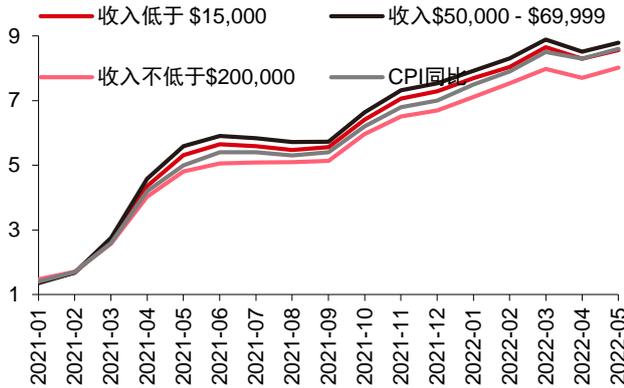
图 37：为应对经济下行，中国财政收支压力已经较大



资料来源：IMF，中信证券研究部

较大规模刺激消费还容易造成通胀高企、影响居民就业意愿等问题。通过梳理各国在本轮疫情冲击下所实施的财政纾困政策，大部分国家是以刺激投资为主，而美国是以补贴居民收入、刺激消费为主的少有国家。大规模的税收返还等现金补贴带来了美国消费的明显抬高，但同时也造成了通胀水平居高不下。基于美国劳工统计局的消费者支出调查（Consumer Expenditure Surveys），不同收入的消费者均面临不低于 8% 的高通胀，相比于高收入人群，中等以及低等收入的消费者需要承受的通胀水平更高，且高于 CPI 同比增速水平。同时，美国 6 月消费者信心指数降至 2021 年 2 月以来最低水平，因通胀继续，居民受货币紧缩影响而增加了对经济衰退的担忧。此外，高额的失业补贴可能会影响居民就业意愿，或直接导致劳动成本上涨。根据研究论文《US unemployment insurance replacement rates during the pandemic》（Peter Ganong、Pascal Noel、Joseph Vavra），在美国符合救济领取条件的失业者当中，有近七成的人最终得到的福利都可能会超过他们之前的工资收入。根据美国劳工部，疫情前 2019 年美国各行业平均周薪达到 963 美元。即使不算一次性补贴发放，《CARES 法案》中规定的失业补助额外支付每人每周 600 美元，已经超过周薪 6 成。高额的失业补贴直接降低了美国居民的就业意愿。截至 2022 年 5 月，美国劳动力参与率为 62.3%，仍然低于疫情之前，也低于 2008 年金融危机前后。在用工荒的情况下，美国劳动力成本持续上涨。

图 38: 低收入消费者需要承受的通胀水平更高 (%)



资料来源: 美国劳工统计局, Wind, 中信证券研究部测算

图 39: 美国劳动参与率至今仍未恢复到疫情前水平



资料来源: 美国劳工统计局, Wind, 中信证券研究部

补贴行业：最大实现乘数效应，持续打造消费新业态

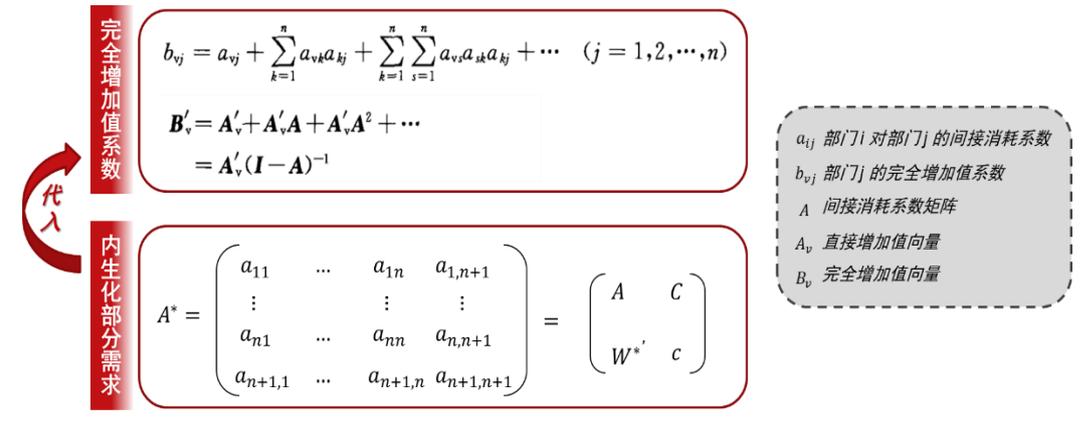
两大视角评估补贴效果，关注消费乘数较高行业

站在政策决策视角，为更好利用有限资金撬动消费和经济，政府部门往往会考虑投入一单位补贴资金的乘数效应，而消费补贴对不同行业的乘数效应并不一样。越大的乘数效应意味着消费补贴该行业越能够起到“四两拨千斤”的带动作用，性价比越高。

经济系统进行各项活动的投入与产出之间具有一定的数量规律性，投入产出模型能够综合分析经济活动中投入与产出之间的数量依存关系，现被广泛用于实际经济问题的分析。系统进行各项活动的投入与产出之间具有一定的数量规律性。比如，生产一吨钢材需要直接和间接消耗一定数量的电力、煤炭、铁矿石等。投入产出方法由美国经济学家列昂惕夫于 20 世纪 30 年代创立，用于研究某个系统各项活动中的投入与产出之间的数量关系，特别是分析国民经济各个部门在产品和消耗之间的数量依存关系。基于经济活动相互依存性的研究基础，列昂惕夫及其他经济学家对国家经济结构展开研究并编制了投入产出表。目前，除一些经济不发达的国家以外，全球有 100 多个国家均在定期编制和应用投入产出表。投入产出模型是根据投入产出表建立起来的，现被广泛用于实际经济问题的分析。

我们以投入产出为理论基础，测算向不同行业发放消费补贴的乘数效应，包括产出和税收两种视角。本文选择以投入产出局部闭模型为基础，将企业内生化的，更加全面地、准确地测算向不同行业发放消费补贴的乘数效应。从决策角度出发，发放消费补贴时参考的乘数效应可能可以反映在产出和税收两方面，产出是能够带来多少总产值，税收是能够回收、覆盖多少政府支出。从产出角度来看，即向某行业发放一单位消费补贴，能够产生多少额外产出价值。这考虑的是除了一单位消费补贴直接带来的产出，能够为产业链上各个环节带来额外收益、扩大生产和销售而产生的额外产出。这既包括被补贴行业，又包括其他行业间接所产生的。从税收角度来看，即向某行业发放一单位消费补贴，能够产生多少额外税收。这里说的“额外”是指除了一单位消费补贴直接带来的产出或税收，通过为产业链上各个环节带来额外收益、扩大生产和销售而产生的额外产出或税收。

图 40：投入产出局部闭模型的理论基础



资料来源：中信证券研究部绘制

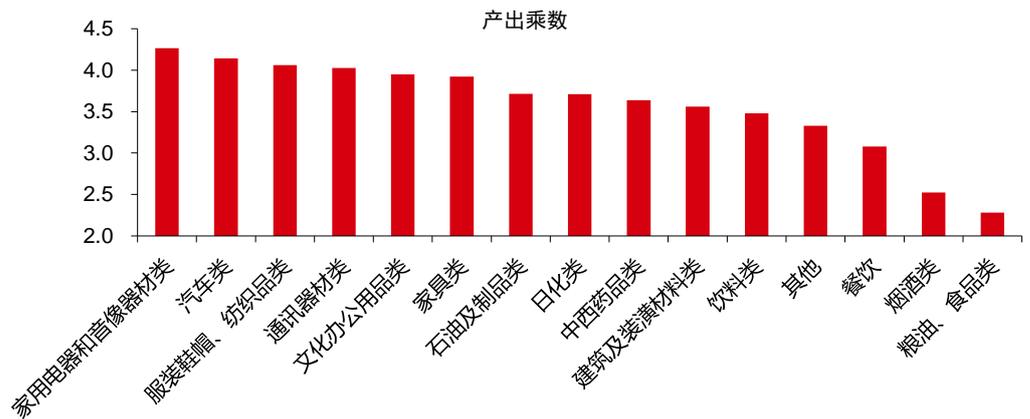
以国家统计局发布的 2020 年全国投入产出表为基础，我们运用投入产出局部闭模型测算向不同行业发放消费补贴的产出乘数、税收乘数。投入产出表共 153 个分类，根据社零数据的行业分类，重新整合划分为 15 大类，分别为餐饮、粮油食品类、饮料类、烟酒类、服装鞋帽及纺织品类、化妆品类、家具类、汽车类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类、石油及制品类、通讯器材类、文化办公用品类、中西药品类以及其他。以该分类为基础，在投入产出局部闭模型中将企业内生化解，然后分别测算向不同行业发放消费补贴的产出乘数、税收乘数。

产出视角来看，向家用电器和音像器材类、汽车类、服装鞋帽和纺织品类等行业发放消费补贴具有更好的产出撬动效果。根据我们的测算结果，家用电器和音像器材类、汽车类、服装鞋帽和纺织品类、通讯器材类的产出乘数较高（4 以上），是产出视角下更好发挥消费补贴效果的首选。例如，家用电器和音像器材类的产出乘数为 4.26，表示向该行业发放一个单位消费补贴，全社会能够拉动 4.26 个单位的额外产出额。这主要是因为，上述产业链条较长、产业结构更复杂，不仅需要的中间产品多，而且中间产业相对更加复杂。所以，向这类行业发放消费补贴能够加快企业的现金回流和产能调整，促使企业加速进入下一轮的扩大再生产，显现出更加明显的乘数效应。

- **家用电器和音像器材类：**主要包括家用器具等子行业。根据我们的测算，单位补贴消费对于塑料制品、电机、电子元器件等行业的产出拉动效果较好。而这些行业的产业链覆盖范围广泛，比如塑料制品行业上游产业包括庞大的化工产业链。电子元器件的上游产业包括电子功能材料、封装材料、辅助材料，下游应用领域涉及 5G、工业互联网、数据中心等。
- **汽车类：**主要包含汽车整车、零部件等子行业。根据测算结果，除了汽车本身（汽车整车需要大量零部件产出），单位汽车补贴消费还对于有色金属及其合金的产出拉动较大。而有色金属及其合金产业链的长度相对较长、较复杂，涉及金属矿石开采、废料回收、各类金属冶炼、建筑及制造等。
- **服装鞋帽和纺织品类：**主要包含棉、化纤纺织及印染精加工品、毛纺织及染整精加工品、麻、丝绸纺织及加工品、针织或钩针编织及其制品、纺织制成品、纺织服装服饰、皮革、毛皮、羽毛及其制品、鞋等多个子行业。根据我们的测算，一

方面，这是一个较大的品类，所以子行业间的相互拉动效果本身就较为明显，比如新增消费服装服饰子行业可能会带动针织、化纤行业的产出，而这类子行业的产业结构本身就较为复杂；另一方面，服装鞋帽和纺织品类对于农产品、畜牧产品等中间产品的依赖程度较高，比如丝、毛这类天然纤维。但是由于服装鞋帽和纺织品类的消费属性更加偏必选、需求弹性较弱，预计促消费效果相对有限。

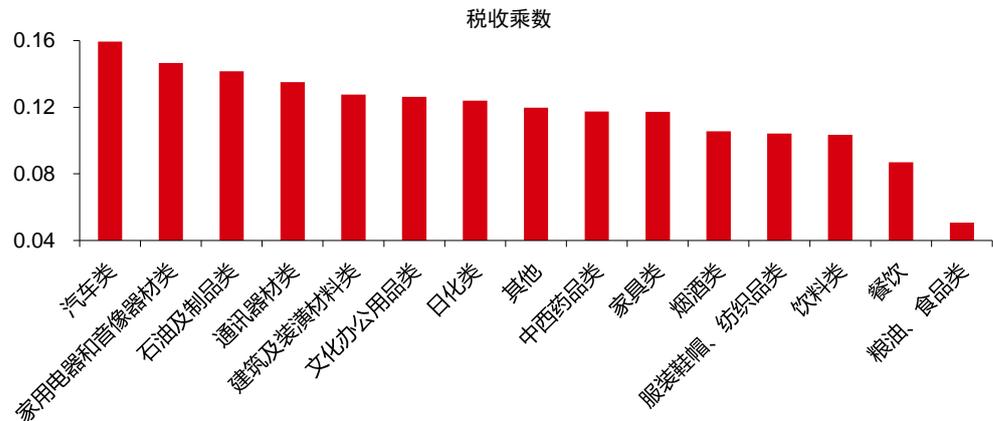
图 41：向不同行业发放消费补贴的产出乘数测算结果



资料来源：中信证券研究部测算

税收视角来看，向汽车类、家用电器和音像器材类等行业发放消费补贴能够回收更多额外税收，覆盖政府支出的补贴成本。根据我们的测算，汽车类、家用电器和音像器材类、石油及制品类的税收乘数较高，能够通过回收更多额外税收，较好覆盖政府支出成本。相比之下，餐饮、粮油食品的税收乘数较低。例如，汽车类的税收乘数为 0.16，表示向该行业发放一个单位消费补贴，全社会能够产生 0.16 个单位的额外税收额。一般而言，税收乘数高低会和单位消费补贴带来的额外产出与行业本身的税负高低有关系。以烟酒为例，整体税负水平较高，白酒行业营业税金及附加/营业收入比例以 14.59%的水平位居第一。在较高税负水平影响下，烟酒行业的税收乘数较产出乘数的相对排名进一步提升。

图 42：向不同行业发放消费补贴的税收乘数测算结果



资料来源：中信证券研究部测算

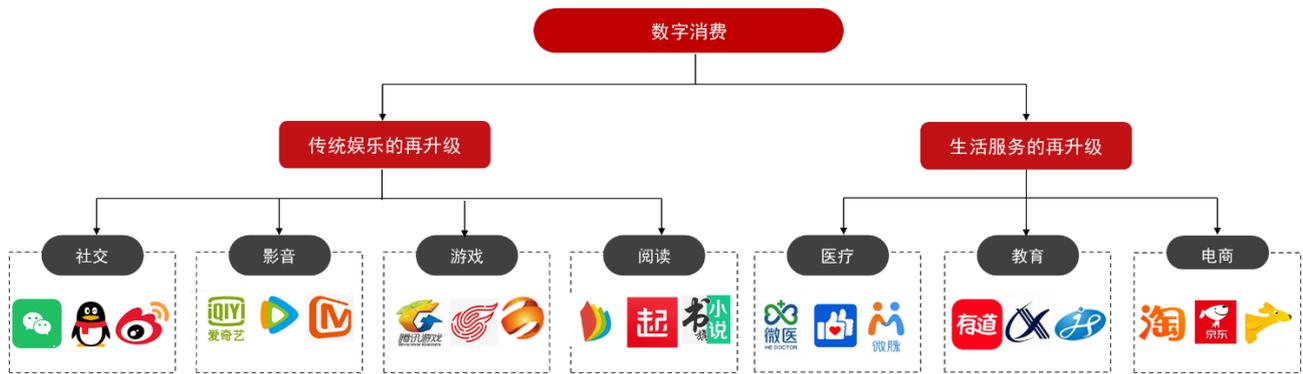
从政策的决策视角来看，需要不断优化消费补贴适用行业领域。因此，预计汽车、家电、通信等能够产生更大消费补贴乘数效应的行业，或成为政策青睐的重点领域。整体来看，从政策的决策视角来看，消费补贴应该选择产业链结构更加复杂、收入需求弹性更大的行业。从目前消费补贴实际发放的领域来看，食品、餐饮、零售、旅游等行业居多。在财政压力加大、补贴更强调性价比的趋势下，预计汽车、家电、通信等行业或成为消费补贴青睐的重点领域。

供给创造需求，数字消费是扩大内需的新亮点

新供给创造新需求，数字消费是消费扩容升级的重要着力点，传统娱乐和社会服务的再升级是重点发展方向。为扩大消费，需要在供给端持续提高产业的创新技术以及产品质量、品质，从而提高消费者的购买欲望。在数字经济时代，消费市场和大数据、云计算、人工智能等数字技术不断深度融合。历经电商、移动支付、短视频、手游等移动互联网典型场景爆发式的发展后，智能手机普及、人口基数等带来的红利已经结束，移动互联网上半场逐渐落幕。在智能化浪潮之下，XR、虚拟数字人、3D 建模等技术开始渗透居民的衣食住行，正式开启移动互联网的下半场。预计主要包括两大发展方向：

- 一是传统娱乐的再升级，主要聚焦在吃喝玩乐、文娱消费等。传统消费领域的数字化改革持续推进，2021 年元宇宙概念破圈，引发资本市场集中关注。预计未来元宇宙将通过 AI 和视觉技术，从手机和 PC 内容创新、VR/AR 等下一代科技硬件渐进式成长、智能汽车等计算平台三大主线发展，帮助提升工作效率、改善体验，影响更广泛的工作和娱乐领域。
- 二是社会服务的再升级，主要聚焦在与人民生活息息相关的医疗、教育等。在全面小康之后，共同富裕将接棒成为政策关键词。其中，强调教育、医疗、养老、扶幼等领域的公益属性，扩大普惠性供给是实现共同富裕的重要抓手之一。发挥数字技术赋能社会服务能够有效扩大服务覆盖范围，缓解我国面临的社会资源分布不均衡、服务质量不高等问题。

图 43：传统娱乐和社会服务的再升级是数字消费的两大发展方向



资料来源：中信证券研究部绘制 注：logo 来自各公司官网

政策在加快推进数字消费发展，大框架已经搭好，后续重点在于加快打通落地实施路径。2021年3月25日，发改委等28部门联合印发《加快培育新型消费实施方案》，明确提出要积极发展无接触式消费体验、“互联网+医疗健康”、数字文化和旅游、智能体育等，多举措支持培育消费新模式新业态。在《加快培育新型消费实施方案》指引下，各省相继出台了地方关于促进数字消费的文件，为数字消费指明了清晰的发展路线。政策支持方向主要聚焦四方面：一是零售新业态，主要指智慧超市、智慧商店、智慧餐厅等无接触式消费以及直播经济；二是数字医疗，主要指互联网诊疗、互联网医院、电子处方流转、药品网络销售；三是数字文化和旅游，主要指智慧旅游景区、在线演出市场等；四是数字教育，主要指多媒体化教学工具、共建共享课程等。

表 8：数字消费相关政策持续发力

时间	地区	文件	内容
2020年9月21日	全国	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	建立健全“互联网+服务”、电子商务公共服务平台；有序发展在线教育，推广大规模在线开放课程等网络学习模式；积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务；鼓励传统线下文化娱乐业态线上化
2020年11月26日	河北	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的实施意见》	建立健全“互联网+服务”、电子商务公共服务平台；推广大规模在线开放课程等网络学习模式，支持雄安新区建设“国家智慧教育示范区”；推动二级以上医院普遍建立预约诊疗制度，鼓励医疗机构通过互联网等信息技术开展部分常见病、慢性病复诊
2020年12月29日	吉林	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的实施意见》	鼓励实体商业通过直播电子商务、社交营销开启“云逛街”等新模式；推动二级以上医院普遍建立预约诊疗制度，鼓励实行“五统一”（统一管理、统一采购配送、统一质量标准、统一商号、统一标识）的药品零售连锁企业设置远程审方系统
2021年3月13日	全国	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	培育新型消费，发展信息消费、数字消费、绿色消费，鼓励定制、体验、智能、时尚消费等新模式新业态发展
2021年3月16日	江西	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的实施意见》	深化虚拟现实（VR）技术应用，促进消费新业态、新模式、新场景的普及应用；深入实施教育信息化2.0行动计划，依托教育省域网和赣教云体系，完善中小学线上教育资源体系；积极推进建立电子处方流转、线上疫苗接种预约服务、药品网络销售等服务
2021年3月25日	全国	《加快培育新型消费实施方案》	出台互联网诊疗服务和监管的规范性文件，推动互联网诊疗和互联网医

时间	地区	文件	内容
			院规范发展；加快智能技术应用，推动各类综合性的新型教育教学模式发展；推动教育信息化发展，鼓励并支持社会力量积极参与
2021年3月31日	浙江	《消费升级“十四五”规划》	鼓励“互联网+教育”发展，加大之江汇教育广场等平台在线教育课程和数字教育资源的有效供给；探索推进互联网医疗预约分诊制试点，发展远程辅助诊疗监测等在线医疗，拓展医保在线支付覆盖面；积极开展社区居家“虚拟养老院”、智慧养老等互联网养老服务试点
2021年5月10日	江苏	《以新业态新模式引领新型消费加快发展实施方案》	有序发展在线教育，推进江苏智慧教育云平台建设，促进名师空中课堂、城乡结对互动课堂、网络名师工作室常态化按需应用，支持各类优质教育资源开放共享；积极发展互联网健康医疗服务，打通互联网诊疗、在线审方、医保在线支付、电子处方外配、药品配送等全链条服务
2021年6月2日	贵州	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的实施方案》	大力推进分时段预约诊疗，鼓励符合条件的医疗机构建设“互联网医院”，探索互联网医院诊疗、电子处方流转、药品销售等服务；推进智慧养老院和智慧养老社区建设，支持贵阳、遵义等有条件的市（州）先行先试；利用IPTV开展“电视在线教育”服务
2021年6月16日	河南	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的实施意见》	加强数字商务企业培育，2025年底前认定15-20家省级数字商务企业；发展互联网医疗服务，支持医疗卫生机构、符合条件的第三方机构搭建互联网信息平台；2022年实现1000门省级一流本科教育在线开放课程、300项左右省级虚拟仿真实验教学项目建设工作
2021年8月3日	湖南	《关于加快培育新型消费的实施意见》	加快品牌连锁便利店数字化转型升级，支持开展门店数字化改造；加快互联网医院建设，全面落实二级及以上医院提供分时段预约、检验检查结果查询、移动支付等线上服务；加强智能教学助手、人工智能(AI)教师等新技术在教育领域的应用
2021年8月12日	云南	《培育发展新型消费释放消费潜力三年行动方案（2021—2023年）》	细化落实互联网诊疗服务和监管有关政策规定，建立完善省级互联网医疗服务监管平台；推动教育信息化，发展在线教育新模式，拓展多元化的教育新场景；构建智慧广电生态体系，加强超高清视频、沉浸式视频、互动视频、VR/AR/MR、云游戏等高清视频内容建设
2021年8月13日	天津	《加快发展新型消费实施方案的通知》	推进电子商务公共服务平台应用，组织企业积极参与“电子商务公共服务惠民惠企行动”；建立“名师网络工作室”和中小学同步课堂，实现精品课程资源共享；发展智慧医疗，建设全民健康信息化业务基础网络平台和分级诊疗平台；开发基于虚拟现实（VR）、增强现实（AR）、混合现实（MR）技术的特色数字出版产品和服务
2021年9月11日	青海	《加快培育新型消费的若干措施》	大力发展“互联网+教学和技能培训”，持续推进省级数字教育资源公共服务体系建设应用；持续推进“互联网+医疗健康”，建立全省统一的数字健康服务体系；发展具有民族特色的数字出版、数字阅读、数字影视、移动多媒体等新型网络视听产业
2021年9月18日	上海	《建设国际消费中心城市实施方案》	扩大网络文学、网络游戏等信息服务；大力推广具有自主知识产权的智能电视操作系统、超高清视频编解码标准、数字内容版权保护等技术的广泛应用；推动大型连锁商业企业全方位数字化转型，建设一批智慧购物示范场景
2021年10月9日	全国	《“十四五”电子商务发展规划》	支持医疗机构充分运用互联网拓展服务空间和内容，提供在线挂号、复诊、远程医疗和随访管理服务；鼓励线上线下教育机构（不含面向中小学生的学科类培训机构）实现教育资源的有效共享；丰富电子书刊、网络音视频、网络游戏、线上演播、电子竞技等数字内容产品
2021年10月26日	山西	《加快培育新型消费的若干措施》	拓展无接触式消费体验；建设县乡一体化的省级监管平台与互联网医疗服务监管平台；建设远程医疗管理中心；依托壮美自然风光，开发基于VR/AR/MR的沉浸式数字消费产品；指出运城市创建智慧教育示范区，

时间	地区	文件	内容
			加快“三个课堂”建设
2021年11月1日	全国	《“十四五”信息通信行业发展规划》	创建一批信息消费示范城市，支持各地建设信息消费体验中心等载体，提升消费者信息使用技能，推动信息消费监测平台建设，完善信息消费统计监测体系
2021年11月4日	广东	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的实施意见》	拓展无接触式消费体验；推动餐饮公域+私域外卖融合发展，加快团体预约式外卖平台建设，逐步形成全域外卖生态；出台省互联网医疗服务监管平台接入管理办法，构建远程医疗服务体系；建设完善“粤教翔云”教育资源公共服务平台
2021年11月5日	广州	《加快培育建设国际消费中心城市实施方案》	建设广州空港新城、南沙港跨境电商国际枢纽港，发展跨境电商、保税展示交易、“网购保税+实体新零售”；实施直播电商“十个百千万”工程；拓展5G（第五代移动通信技术）应用领域，培育信息消费
2021年12月8日	湖北	《促进全省消费扩容升级三年行动方案（2021-2023年）》	有序发展在线教育，推动各类数字教育资源共建共享；积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗等服务；探索发展智慧超市、智慧商店、智慧餐厅、网上菜场等新零售业态，推广无人便利店、智能售货机等无人零售业态发展
2021年12月12日	全国	《“十四五”数字经济发展规划》	培育一批新型消费示范城市和领先企业，打造数字产品服务展示交流和技能培训中心，培养全民数字消费意识和习惯
2021年1月12日	广西	《以新业态新模式引领新型消费加快发展实施方案的通知》	加快构建中国—东盟电子商务运营服务中心，培育壮大面向东盟的跨境电商经营和物流业主体；积极拓展中越跨境货运直通车开行线路，探索建立国际多式联运接驳中心；建设东盟跨境电商海外仓
2022年1月29日	重庆	《培育建设国际消费中心城市若干政策》	对实施数字化、网络化、智能化改造的企业，择优按照不超过投资额40%、最高不超过50万元的标准给予资金奖励。支持区县、综合保税区加强跨境电商线下产业园区建设，培育一批跨境电商示范区

资料来源：中国政府网，各地方政府网站，中信证券研究部

此外，消费补贴的发放过程可以充分利用大数据平台、数字人民币等，将消费补贴精准投放至具有更大乘数效应的消费领域、地区，精准到点、投放成链。自今年3月底央行宣布第三批数字人民币试点区域以来，数字人民币正以各种各样的方式在全国各地加快落地。中国人民银行货币政策司司长邹澜表示，截至今年5月31日，15个省市的试点地区通过数字人民币累计交易大约2.64亿笔，金额约为830亿元，支持数字人民币支付的商户门店数量达到456.7万个。数字货币、大数据平台可以帮助实现线上监管、防止伪造与滥用等功能，充分“保障、鼓励定向消费、有使用限制”，发挥拉动消费的功能，扩大消费补贴的乘数效应。

风险因素

经济增速下行风险，政策不及预期风险。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。