

受疫情与地产景气度低迷影响，上半年消费明显走弱。当前疫情受控，在“促消费政策能出尽出”之下，如何看待年内消费修复斜率？本文聚焦于此。

我们先对上半年消费情况作简要回顾：

► 疫情反复、地产低迷，上半年消费走弱

上半年，消费在疫情拖累叠加地产附加链条影响下，社零增速持续下探，直到6月随着疫情好转和政策刺激，消费才明显改善。在此过程中，消费呈现出以下结构特征：

(1) 6月随着疫情逐步受控，叠加车辆购置税减半征收和汽车促消费政策效果显现，汽车消费快速回暖，对社零形成明显支撑；而7月汽车消费增速却对7月社零增速形成拖累，主因或在于地产景气度偏弱之下，商用车与乘用车消费走势有所背离。

由此来看，地产景气度仍是未来消费走势的重要影响因素，我们预计低迷的地产投资或将继续对商用车销量形成掣肘，进而对未来几个月的社零读数形成拖累。但这并不意味着汽车消费的实质性转弱，至少从量上看，政策刺激下的乘用车消费仍有韧性。

(2) 因疫情封控影响，上半年居民消费场景受限，物流亦明显受阻。6月在疫情受控之下，政策支持物流保通保畅，同时消费场景约束减轻，线上线下消费有所修复。

(3) 上半年商品、餐饮消费均走弱。其中，餐饮消费整体走弱主因疫情下居民生活半径收窄，商品消费降级明显主因居民收入及预期走弱，核心原因在于经济下行压力与就业压力较大。

► 消费会好吗？

在疫情受控之下，当前消费修复的主要难点在于，居民就业、收入及预期仍偏弱，同时地产链条仍未回暖，对应需要稳增长、稳就业、稳地产、促消费的政策组合共同发力。

而当前稳增长、稳就业与稳地产压力仍存。从最新公布的7月经济数据来看，经济并未延续6月的回升态势，其中地产仍然是关键拖累，失业率虽略有下滑，但仍面临较大的结构性压力。在此情形下，居民收入及预期虽有边际改善，但修复程度也有限，对应预防性储蓄动机仍较强，一定程度上将继续抑制消费需求。

故而展望未来，带动消费回暖仍需直接的促消费政策出台，相应地，财政政策仍是核心，汽车、家电依然是扩大消费的重要抓手。

今年以来，密集的汽车消费政策对汽车销量拉动成效明显，对促进绿色智能家电消费也更为重视，我们预计相关大宗消费将继续对社零增速形成支撑。

综合来看，在政策稳增长、稳就业及稳地产诉求之下，我们预计消费不会呈现大幅下滑的情形，但其修复程度更多还需依靠直接的促消费政策，结合历史同期的社零表现，我们预计三、四季度社零当季同比分别为3.5%、4.2%，全年累计同比1.7%。

► 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 聚焦区县系列：三个维度透视福建区县-2022/08/18
2. 可转债打新系列：瑞科转债：国内高性能PI薄膜制造领先企业-2022/08/17
3. 城投信用事件专题：从2022年城投信用事件看市场关切-2022/08/16
4. 可转债打新系列：大中转债：铁矿石采选行业领先企业-2022/08/16
5. 利率专题：降息了，还有哪些期待？-2022/08/16

目录

1 疫情反复、地产低迷，上半年消费走弱	3
1.1 7 月汽车消费为何转弱?	4
1.2 疫情封控，物流受阻，线上线下消费均受限.....	5
1.3 居民生活半径收缩，商品餐饮消费均走弱.....	6
2 消费会好吗?	8
2.1 稳增长、稳就业与稳地产压力仍存	8
2.2 财政政策仍是关键	10
2.3 预计年内消费继续逐步回暖，但斜率或不高.....	13
3 小结	16
4 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

消费作为经济活动的起点和落脚点，是经济增长的稳定器和压舱石，是畅通产业循环、市场循环的重要基础。而受疫情与地产景气度低迷影响，上半年消费明显走弱。

在稳增长诉求下，429 政治局会议提出“发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，728 政治局会议强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，8 月 16 日李克强总理强调“多想办法促消费”，此外国常会也多次强调“消费是经济的主拉动力”。

当前疫情受控，在“促消费政策能出尽出”之下，如何看待年内消费修复斜率？本文聚焦于此。

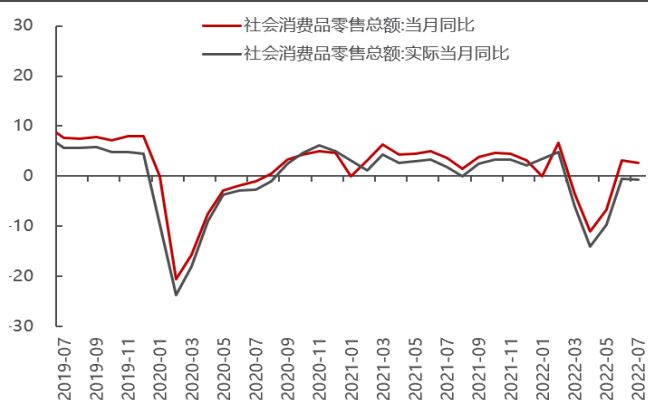
我们先对上半年消费情况作简要回顾：

1 疫情反复、地产低迷，上半年消费走弱

回顾上半年，消费总体表现较弱，1-6 月社会消费品零售总额（下称“社零”）累计同比为-0.7%，而从历史数据看，除 2020 年外，其余时期均未出现过社零增速为负的情况，可见今年上半年消费之疲弱。

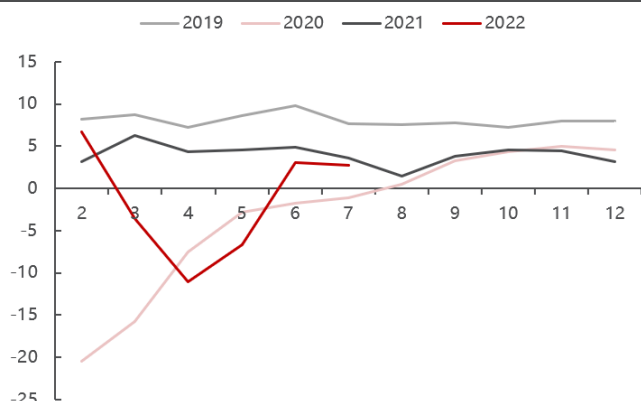
其中，3 月因疫情反弹，可选消费增速明显回落，社零同比由正转负至-3.5%；4-5 月消费继续受疫情拖累，叠加地产附加链条影响，增速继续下探，显著弱于历史同期。直到 6 月随着疫情好转和政策刺激，消费明显改善，社零同比由负转正至 3.1%，较前值大幅上升 9.8pct。

图1：社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院，2021 年数据为两年复合增速

图2：2019-2022 年社零当月同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院，2021 年数据为两年复合增速

而进入 7 月，社零增速回落，同比为 2.7%，较上月下降 0.4pct，其中，除汽车以外的消费品零售额增长 1.9%，较上月上行 0.1pct，反映消费仍在稳定修复，而汽车消费似乎成为拖累。

为何政策刺激之下，汽车消费反而有所走弱？由此出发，我们进一步从消费结构观察，上半年社零数据反映出哪些信息？

1.1 7月汽车消费为何转弱？

今年4-5月受疫情影响，上海、吉林等汽车生产“重镇”减产减销，汽车销售增速大幅下滑，同比跌至-31.6%、-16.0%。6月随着疫情逐步受控，叠加车辆购置税减半征收和汽车促消费政策效果显现，汽车消费快速回暖，同比较前值回升29.9pct至13.9%，对社零形成明显支撑。

而7月汽车消费增速再次放缓，当月零售额同比为9.7%，较上月回落4.2pct，对7月社零增速形成拖累，主因或在于地产景气度偏弱之下，商用车与乘用车消费走势有所背离。

具体而言，据中汽协数据，7月乘用车销量仍保持较高增速，同比增长达40.0%；而商用车销量同比则下降21.5%，其回落或主要与地产景气度继续走弱有关，地产开工疲软影响商用车销量；而由于乘用车平均单价低于商用车，故从销售额读数上看，7月社零口径下汽车消费增速有所回落，但这并不意味着汽车消费的实质性转弱，至少从量上看，政策刺激下的乘用车消费仍有韧性。

由此来看，地产景气度仍是未来消费走势的重要影响因素，我们预计低迷的地产投资或将继续对商用车销量形成掣肘，进而对未来几个月的社零读数形成拖累。

图3：社零/汽车零售总额当月同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院，2021年数据为两年复合增速

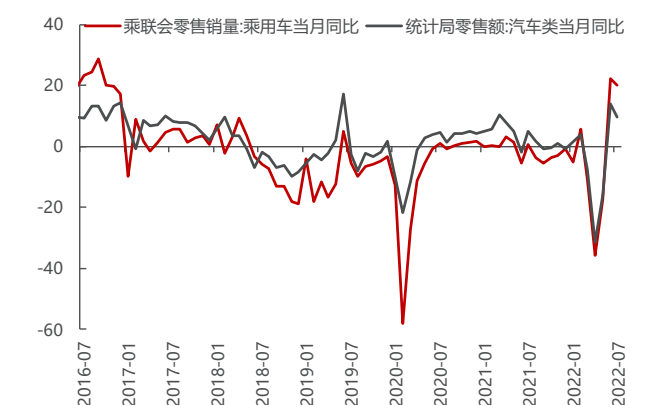
图4：汽车和乘用车销量改善（万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：7月乘用车与商用车销量同比 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院，2021年数据为两年复合增速

图6：7月乘用车零售销量与汽车零售额同比 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院，2021年数据为两年复合增速

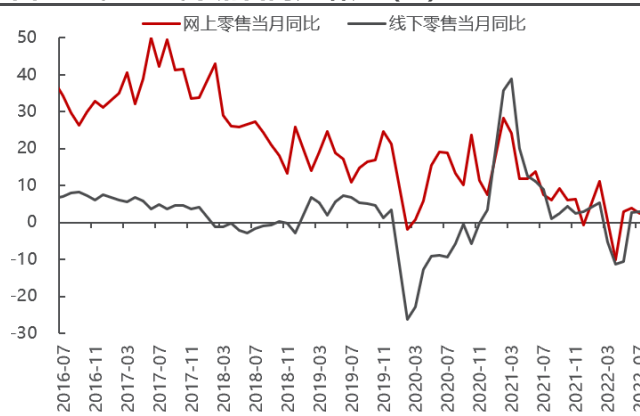
除地产链条拖累之外，疫情始终是消费回暖的最大制约项。上半年，在疫情封控影响下，物流受阻、居民生活半径收缩，消费均全面走弱。具体而言：

1.2 疫情封控，物流受阻，线上线下消费均受限

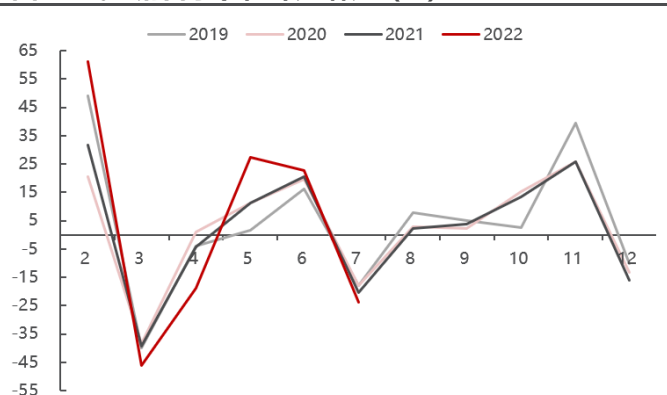
因疫情封控影响，上半年居民消费场景受限，物流亦明显受阻。3月线上零售同比由11.2%大幅回落至0.5%，线下零售同比由5.2%同样大幅下滑至-5.2%。

6月在政策支持物流保通保畅之下，网上零售额同比4.0%，明显回升；疫情受控，消费场景约束减轻，线下零售额同比较前值大幅上行13.3pct至2.6%，由负转正。

7月网上零售额同比较前值下降1.5pct至2.4%，网上销售额环比-23.8%，表现弱于季节性水平，或是5-6月疫情受控后线上消费提前释放所致。而线下消费继续好转，零售额同比2.8%，较前值上升0.2pct。

图7：线上与线下销售同比增长 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：线上销售季节性环比增长 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 居民生活半径收缩，商品餐饮消费均走弱

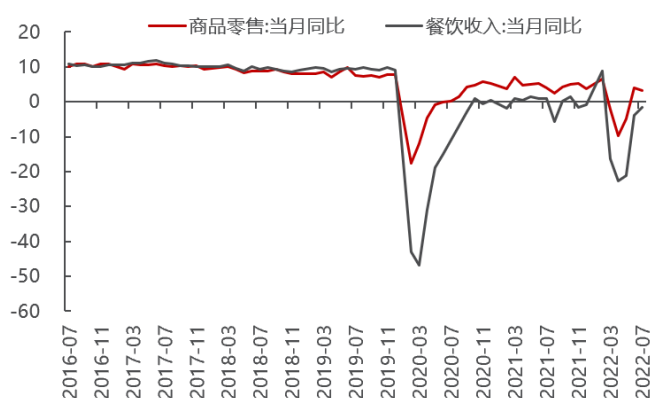
上半年受疫情影响，商品、餐饮消费均走弱。3月商品零售和餐饮收入同比均由正转负，4月疫情影响进一步放大，商品零售额和餐饮收入同比分别为-9.7%、-22.7%。

餐饮消费整体走弱，主因疫情下居民生活半径收窄。疫情反复之下，居民“足不出户”，包括餐饮在内的线下消费全面走弱。上半年旅游消费也明显弱于去年同期，按可比口径仅恢复至2019年同期的86.8%，印证疫情对餐饮旅游等线下消费存在明显制约。

商品消费降级明显，主因居民收入及预期走弱。从限额以上商品零售额来看，上半年部分地区疫情封控下，粮油食品和中西药品等必需品消费仍是主要支撑，而汽车、家电等可选消费则明显走弱。核心原因在于经济下行压力，就业压力增大，居民收入及预期均走弱，消费降级之下，可选消费增速明显回落。

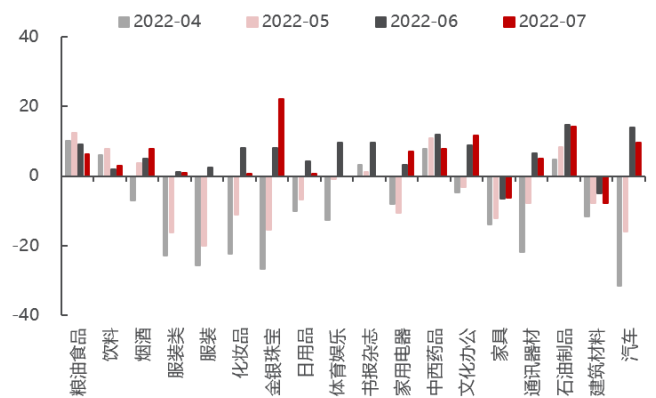
显然疫情始终是消费回暖最大制约项。当前而言，疫情基本受控，防疫政策常态化，消费场景约束明显减轻，对应便看到商品和餐饮消费均在快速修复。由此展望未来，消费恢复斜率及持续性在疫情扰动下仍待进一步观察。

图9：商品零售和餐饮收入对比 (%)



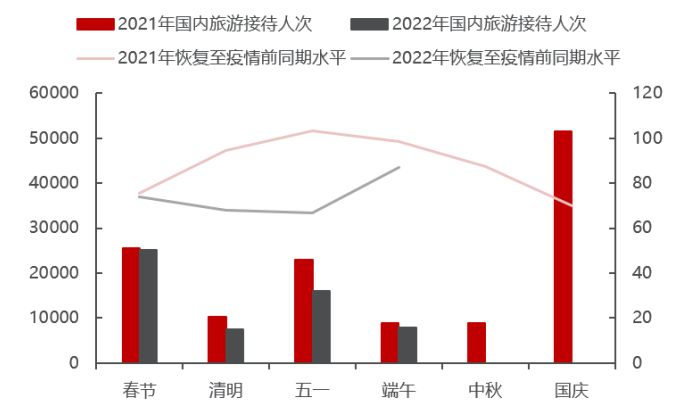
资料来源：wind，民生证券研究院，2021年数据为两年复合增速

图10：限额以上细分类型零售当月增速 (%)



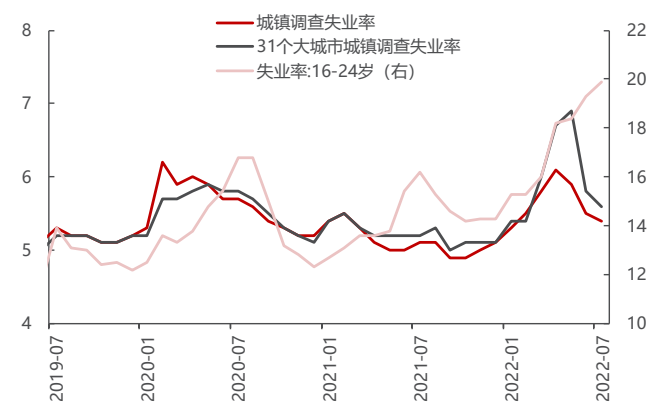
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：国内旅游接待人次及恢复水平（万人次，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：失业率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

总结而言，上半年消费总体走弱，主要受两方面因素影响：一方面，疫情无疑是最大扰动因素，疫情反复之下，物流运输受限，居民生活半径收窄，就业、收入及预期均全面走弱；另一方面，地产景气度低迷，家具、商用车、建材等地产附加产业链的消费随之回落。

当下来看，疫情受控之下，物流保通保畅，消费场景约束亦得到缓解，对应看到6月以来消费快速修复；但症结在于，居民就业、收入及预期仍偏弱，同时地产链条仍未回暖，故未来消费修复斜率及持续性仍待观察，显然其内生性恢复的难度较大，对应仍需政策加码。

2 消费会好吗？

在疫情受控之下，当前消费修复的主要难点在于，居民就业、收入及预期仍偏弱，同时地产链条仍未回暖，对应需要稳增长、稳就业、稳地产、促消费的政策组合共同发力。

而当下来看，稳增长、稳就业与稳地产压力仍存，财政政策仍是核心，汽车、家电仍是扩大消费的重要抓手。

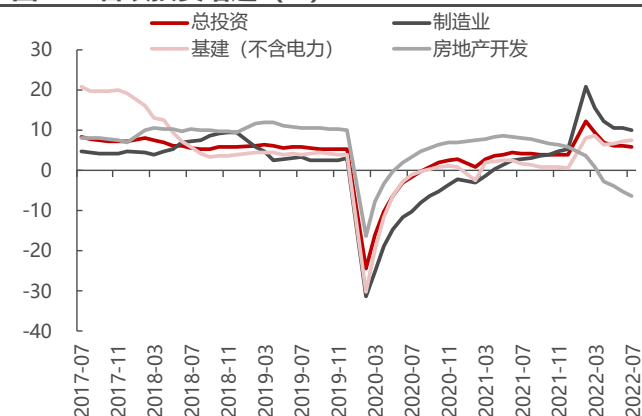
2.1 稳增长、稳就业与稳地产压力仍存

疫情受控后，在稳增长、稳就业及稳地产的诉求之下，政策无疑会对应发力，这从政策相关表述中便可看到。但从最新公布的 7 月经济数据来看，经济并未延续 6 月的回升态势，其中地产仍然是关键拖累，投资以及销售均进一步走弱；失业率虽略有下滑，但仍面临较大的结构性压力。

在此情形下，居民收入及预期虽有边际改善，但修复程度也有限，对应预防性储蓄动机仍较强，一定程度上将继续抑制消费需求。

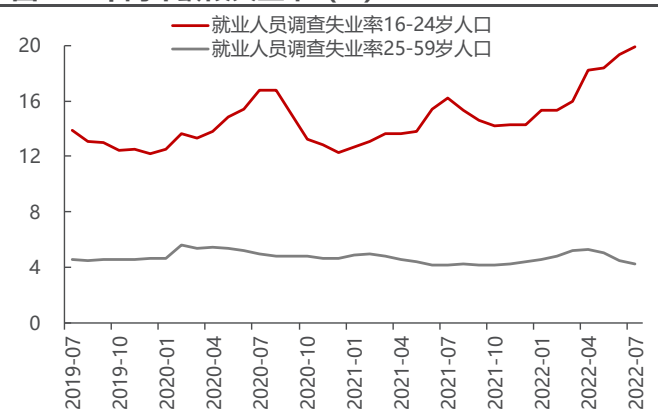
因而刺激消费回暖的政策重心，或仍需直接落到促消费政策上，以带动汽车、家电等产品的消费需求，即财政政策仍是关键。

图13：各项投资增速（%）



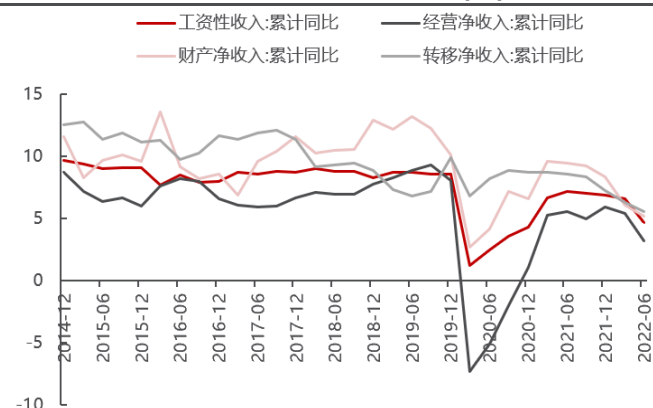
资料来源：wind，民生证券研究院，2021 年数据为两年复合增速

图14：不同年龄段失业率（%）



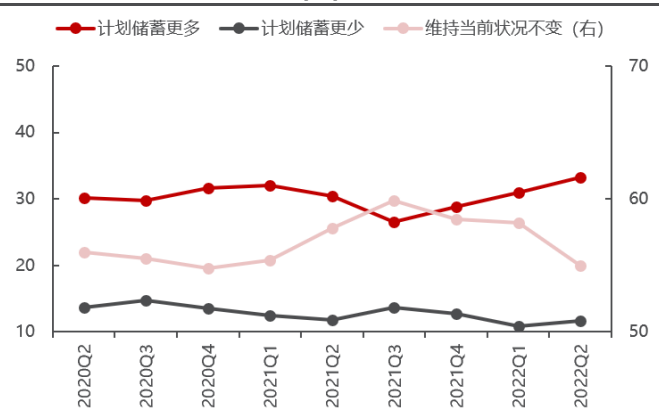
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：全国居民人均可支配收入同比 (%)



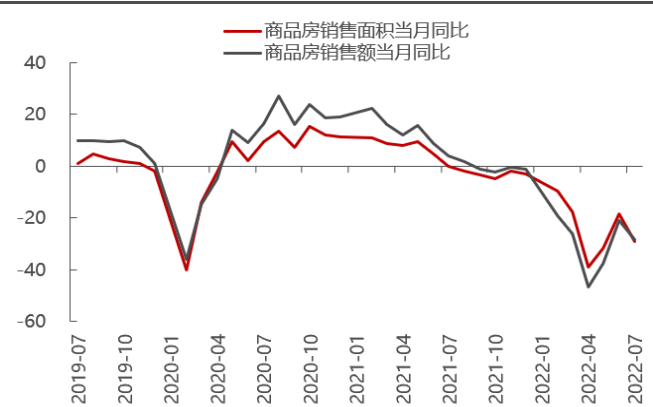
资料来源：中国家庭财富指数调研报告，民生证券研究院

图16：家庭计划储蓄率 (%)



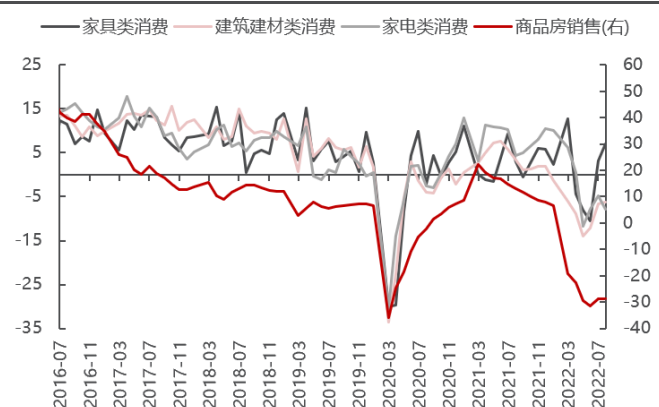
资料来源：中国家庭财富指数调研报告，民生证券研究院

图17：商品房销售面积与销售额当月同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院，2021 年数据为两年复合增速

图18：相关消费与商品房销售的相关性 (%)



资料来源：中国家庭财富指数调研报告，民生证券研究院

表1：官方对当前经济形势的看法

日期	部门/会议	当前经济形势
2022/8/10	央行 2022 年第二季度货币政策执行报告	国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。 但总的来看，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件，要保持战略定力，坚定做好自己的事。 国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。 当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响世界经济增长动能转弱，金融市场震荡和部分经济体有“硬着陆”的风险。
2022/7/29	国常会	巩固经济恢复基础， 保持今年经济运行在合理区间。稳经济很重要的是稳就业稳物价。 要综合施策扩大有效需求。 当前我国物价总体平稳，这在全球普遍高通胀下实属不易。
2022/7/28	中共中央政治局会议	当前经济运行面临一些突出矛盾和问题， 要保持战略定力，坚定做好自己的事。全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求， 巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价， 保持经济运行在合理区间， 力争实现最好结果。

2022/7/22 国常会

我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要。要贯彻党中央、国务院部署，高效统筹疫情防控和经济社会发展，推动稳经济一揽子政策进一步生效，**下大力气巩固经济恢复基础**，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，优先保障稳就业、稳物价目标实现。

2022/7/13 国常会

就业是头等民生大事、稳经济大盘的重要支撑。今年以来，各地各部门贯彻党中央、国务院部署，加大力度落实稳就业各项政策，6月份就业形势较4、5月份好转。**但稳就业任务依然繁重**，要坚持就业优先，以发展促就业，以稳就业支撑经济加快恢复和平稳发展。

资料来源：各部门官网，民生证券研究院

2.2 财政政策仍是关键

展望未来，带动消费回暖仍需直接的促消费政策出台，相应地，财政政策仍是核心，汽车、家电依然是扩大消费的重要抓手。

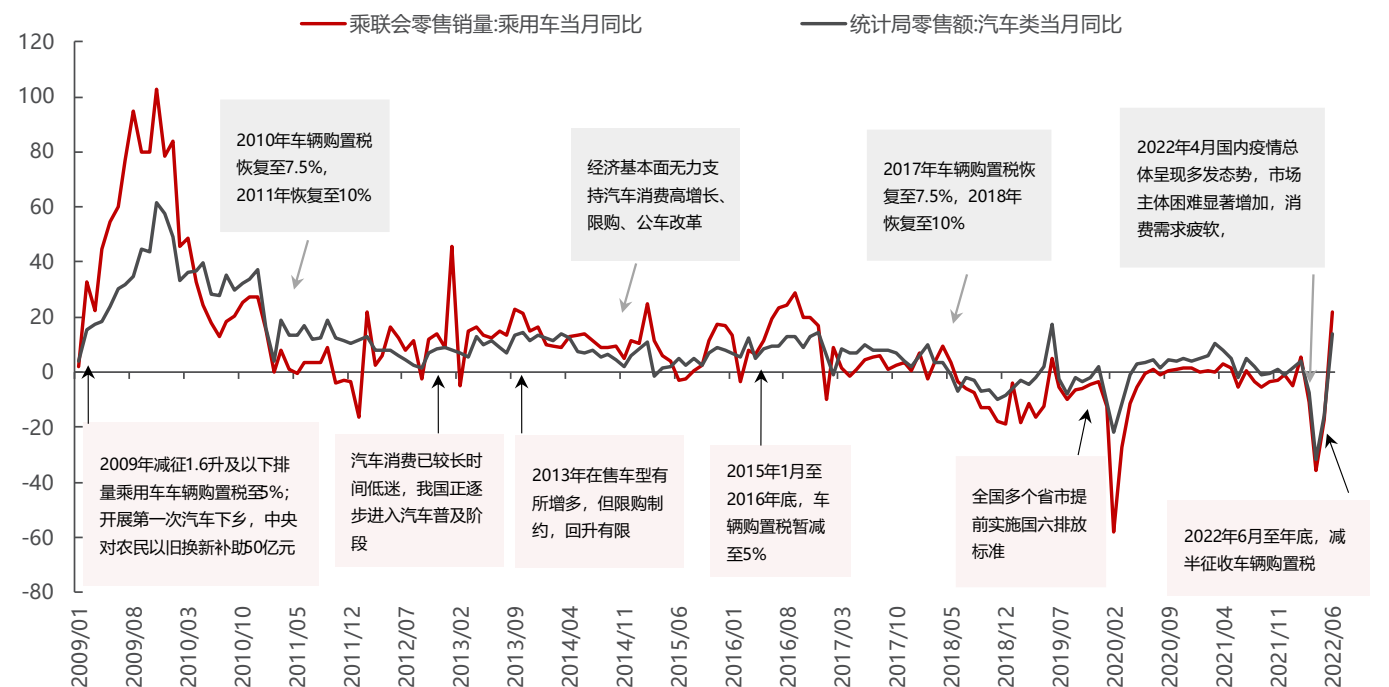
2.2.1 汽车消费政策

今年以来，密集的汽车消费政策对汽车销量拉动成效明显，归纳来看，政策主要聚焦于以下几个方面：

一是减征车辆购置税，今年5月23日出台阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，5月31日发布减半征收车辆购置税的政策；**二是免征车辆购置税**，7月29日国常会指出延续免征新能源汽车购置税政策；**三是发放购车补贴**，例如，北京以旧换新购买新能源汽车最高补贴1万元，上海报废旧车购买纯电动车最高补贴1万元。

往后看，在政策的支持下，汽车消费将继续支撑消费回暖，但在商用车销量扰动之下，我们预计读数上看社零增速或存在不及预期的可能，对应还需关注政策刺激下乘用车的销售情况，或更能反映消费的实际修复状态。

图19：汽车消费政策与汽车销售情况（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

表2：2022 年官方发布的汽车消费政策

日期	部门	会议/讲话/政策文件	内容
2022/7/29	国务院	国常会	限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制。打通二手车流通堵点。延续免征新能源汽车购置税政策。
2022/7/7	商务部等17 部门	《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》	支持新能源汽车消费，研究免征新能源汽车车辆购置税政策到期后延期问题。支持二手车流通规模化发展，各地区严格落实全面取消二手车限迁政策，自 2022 年 8 月 1 日起，在全国范围取消对符合国五排放标准的小型非营运二手车的迁入限制，促进二手车自由流通和企业跨区域经营。
2022/6/22	国务院	国常会	要进一步释放汽车消费潜力：一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。对小型非营运二手车，8 月 1 日起全面取消符合国五排放标准车的迁入限制。二是支持新能源汽车消费。考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策年底到期后延期问题。三是完善汽车平行进口政策，有序发展汽车融资租赁。政策实施预测今年增加汽车及相关消费大约 2000 亿元。
2022/5/31	财政部	《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》	对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
2022/5/31	工信部、农业农村部、商务部、国家能源局	《四部门关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》	鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动。鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策。
2022/5/31	国务院	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	稳定增加汽车、家电等大宗消费。各地区不得新增汽车限购措施。全面取消二手车限迁政策。优化新能源汽车充电桩（站）投资建设运营模式，加快推进充电桩（站）建设。
2022/5/23	国务院	国常会	放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。

2022/4/25	国务院	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力 促进消费持续恢复的意见》	稳定增加汽车等大宗消费，各地区不得新增汽车限购措施 ，已实施限购的地区逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制。全面取消二手车限迁政策，落实小型非营运二手车交易登记跨省通办措施。
2022/4/13	国务院	国常会	鼓励汽车、家电等大宗消费 ，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标。 支持新能源汽车消费和充电桩建设。
2022/1/16	发改委	《国家发展改革委关于做好近期促进消费工作的通知》	支持开展新能源汽车下乡 ，引导生产企业积极开发适合农村市场的日用消费品、大家电、建材、家具、汽车等。

资料来源：中国政府网、各部委官网，民生证券研究院

2.2.2 家电消费政策

近三年疫情背景下，针对家电的促消费政策大多是在相关文件中提及笔墨不多，并未作为政策重点。

而与以往不同，今年政策对促进绿色智能家电消费更为重视。7月13日，国常会再次强调“要加快释放绿色智能家电消费潜力”，7月28日针对家电消费专门出台《关于促进绿色智能家电消费若干措施》，强调补齐家电市场短板弱项，助力稳定宏观经济大盘。

展望未来，我们预计家电促消费措施将进一步增强企业及消费者的信心，改善家电消费疲软的市场环境，带动消费回暖。

表3：2022年官方发布的家电消费政策

日期	部门	会议/讲话/政策文件	内容
2022/7/28	商务部等13部门	《关于促进绿色智能家电消费若干措施》	1、开展全国家电“以旧换新”活动。2、推进绿色智能家电下乡。 改造提升家电销售网络、仓储配送中心、售后维修和家电回收等服务网点。 3、引导保障性租赁住房配置基本家电产品。4、完善家电配送、安装、维修服务标准，推动全链条服务标准化。5、加强基础设施支撑，全面实施千兆光纤网络部署工程。
2022/7/13	国务院	国常会	要加快释放绿色智能家电消费潜力。 一是在全国开展家电以旧换新和家电下乡。二是完善绿色智能家电标准，推进安装、维修等全链条服务标准化。三是支持发展废旧家电回收利用，全面实施千兆光纤网络工程，加快城镇老旧小区改造，巩固提升农村电网。
2022/6/17	工信部等5部门	《关于推动轻工业高质量发展的指导意见》	鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新行动。
2022/5/31	国务院	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	稳定增加汽车、家电等大宗消费。 鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动，引导金融机构提升金融服务能力，更好满足消费升级需求。
2022/4/25	国务院	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力 促进消费持续恢复的意见》	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。
2022/4/13	国务院	国常会	鼓励汽车、家电等大宗消费 ，要挖掘县乡消费潜力，引导商贸流通企业、电商平台等向农村延伸，推动品牌品质消费进农村。
2022/3/5	国务院	《政府工作报告》	鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。

2022/1/18	发改委、工信部、商务部等	《促进绿色消费实施方案》	鼓励引导消费者更换或新购绿色节能家电、环保家具等家居产品。加强废旧家电、消费电子等耐用消费品回收处理，鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动。
2022/1/16	发改委	《国家发展改革委关于做好近期促进消费工作的通知》	鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡。支持家电、家具等企业开展“以旧换新”“以换代弃”活动，加强家电安全使用年限标准等宣传解读，鼓励家电合理更新。
2022/1/10	工信部	《关于加快现代轻工产业体系建设的指导意见（征求意见稿）》	家用电器领域实施“升级创新产品制造工程”，要求发展智能节能空调、冰箱、洗衣机、洗碗机、感应加热电饭煲、扫地机器人等。鼓励有条件的地方开展节能家电、智能家电下乡行动。

资料来源：中国政府网、各部委官网，民生证券研究院

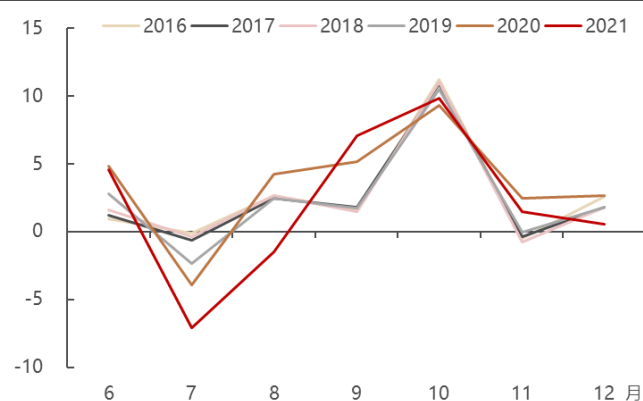
2.3 预计年内消费继续逐步回暖，但斜率或不高

上半年消费走势显示，疫情是消费回暖的最大制约项。故而在疫情受控的情形下，未来消费回暖趋势基本可以确定，主要是修复斜率如何，尚存在分歧。

在政策稳增长、稳就业及稳地产诉求之下，我们预计消费不会呈现大幅下滑的情形，但其修复程度更多还需依靠直接的促消费政策，即财政政策仍是核心，汽车、地产等大宗商品消费仍是重要抓手，对应看到今年以来，相关促消费政策密集发布。

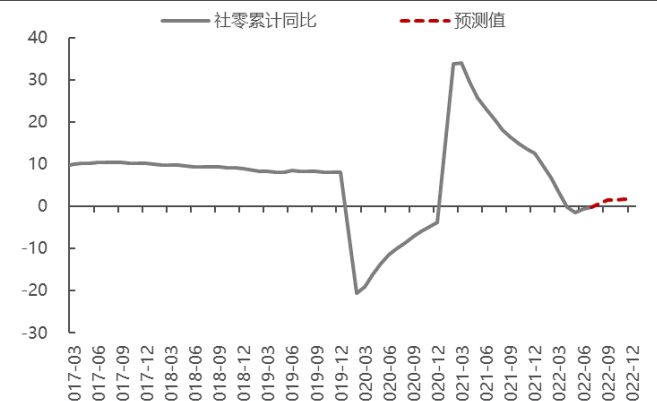
综上所述，我们预计年内消费将继续逐步回暖，但斜率或不高；结合历史同期的社零表现来看，2020年三、四季度环比分别为7.9%、17.4%，2021年三、四季度环比分别为-0.5%、15.7%，我们预计今年三、四季度社零环比分别在8.0%、16.4%左右，对应当季同比分别为3.5%、4.2%，全年累计同比1.7%。

图20：历年社零环比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：社零累计同比预测值（%）



资料来源：wind，民生证券研究院预测

表4：附录：2020-2022年官方提及“促消费”政策文件/讲话内容

日期	部门	会议/讲话/政策文件	内容
2022/8/16	国务院	李克强主持召开经济大省主要责任人经济形势座谈会	7月延续恢复发展态势，但仍有小幅波动。势要起而不可落。必须增强紧迫感，巩固经济恢复基础。多想办法促消费。盘活专项债务限额空间，用好政策性开发性金融工具，扩大有效投资并带动消费。

2022/7/29	国务院	国常会	推动消费继续成为经济主拉动力。限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制。打通二手车流通堵点。 延续免征新能源汽车购置税政策 。支持刚性和改善性住房需求。鼓励地方对绿色智能家电等予以适度补贴。 加深入落实餐饮、零售、旅游、交通运输等困难行业扶持政策，全面延续服务业增值税加计抵减。
2022/6/29	国务院	国常会	确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措，扩大有效投资、促进就业和消费。部署加大重点工程以工代赈力度，拓展就业岗位，带动农民工等增收。 以工代赈受益面大、带动效应强，能为群众特别是农民工、脱贫人口等规模性提供务工岗位，支持他们通过劳动增加收入，进而拉动消费特别是县域消费。
2022/6/22	国务院	国常会	要进一步释放汽车消费潜力：一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。 对小型非营运二手车，8月1日起全面取消符合国五排放标准车的迁入限制。 二是支持新能源汽车消费。 车辆购置税应主要用于公路建设等，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策年底到期后延期问题。三是完善汽车平行进口政策，有序发展汽车融资租赁，支持停车场等建设。 政策实施预测今年增加汽车及相关消费大约 2000 亿元。
2022/6/15	国务院	国常会	扩大有效投资，要注重启动既能补短板调结构、又能带消费扩就业的一举多得项目，调动各方积极性。 民间投资占全社会投资一半以上，要坚持“两个毫不动摇”，加大政策支持，用市场办法、改革举措激发民间投资活力。
2022/5/31	工信部、农业农村部、商务部、国家能源局	《四部门关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》	在山西、吉林、江苏、浙江、河南、山东等地，选择三四线城市、县区举办若干场专场、巡展、企业活动。 鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动。鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策。
2022/5/31	财政部	《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》	对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
2022/5/31	国务院	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	1、促进平台经济规范健康发展。 引导平台企业在疫情防控中做好防疫物资和重要民生商品保供“最后一公里”的线上线下联动。 2、稳定增加汽车、家电等大宗消费。 各地区不得新增汽车限购措施。 全面取消二手车限迁政策。优化新能源汽车充电桩（站）投资建设运营模式，加快推进充电桩（站）建设。 鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动，引导金融机构提升金融服务能力，更好满足消费升级需求。
2022/4/25	国务院	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力 促进消费持续恢复的意见》	1、深入落实扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税退税降费政策。做好基本消费品保供稳价。 2、积极推进实物消费提质升级。加强农业和制造业商品质量、品牌和标准建设。加力促进健康养老托育等服务消费， 持续拓展文化和旅游消费，发展绿色消费，挖掘县乡消费潜力。 3、 强化财税支持，优化金融服务支持消费。
2022/1/18	发改委、工信部、商务部等	《促进绿色消费实施方案》	加快提升食品消费绿色化水平完善粮食、蔬菜、水果等农产品生产、储存、运输、加工标准，加强节约减损管理，提升加工转化率。 大力推广绿色有机食品、农产品。 鼓励推行绿色衣着消费。 积极推广绿色居住消费。 加快发展绿色建筑。推动绿色建筑、低碳建筑规模化发展，将节能环保要求纳入老旧小区改造。
2022/1/16	发改委	《国家发展改革委关于做好近期促进消费工作的通知》	因地制宜多措并举满足居民节日消费需求。打造线上节庆消费提质升级版。 有效拓展县域乡村消费。支持开展新能源汽车下乡，鼓励有条件的地方开展绿色智能家电下乡， 通过企业让利、降低首付比例等方式，促进农村居民消费。乘势而上扩大居民冰雪消费。 大力提升文旅休闲服务供给。落实好中小微企业纾困政策。
2021/4/7	国务院	《国务院办公厅关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	进一步推动激发消费潜力。 着力打破行业垄断和地方保护，打通经济循环堵点，推动形成高效规范、公平竞争的国内统一市场。 有序取消一些行政性限制消费购买的规定，释放消费潜力。加快修订《二手车流通管理办法》，放宽二手车经营条件。针对市场急需、消费需求大的新技术新产品，简化标准制修订流程，缩短发布周期。
2021/3/25	发改委	《加快培育新型消费实施方案》	培育壮大零售新业态。积极发展“互联网+医疗健康”。 深入发展数字文化和旅游。有序发展在线教育。大力发展智能体育。加强商品供应链服务创新。畅通农产品流通渠

			道。支持相关企业持续提升智能家居、移动智能终端和可穿戴设备开发能力。强化财政与金融支持。引导社会融资，降低平台交易和支付成本。
2020/10/14	发改委	《近期扩内需促消费的工作方案》	1、推动线下服务消费加速“触网”，充分释放线上经济潜力。 完善“互联网+”医保支付政策。丰富线上体育智能赛事供给。拓展互联网教育服务产品类型。 2、在做好常态化疫情防控基础上，开辟服务消费新模式。 积极支持餐饮恢复发展。加大旅游年票和一卡通发行力度。 3、鼓励发展新个体经济，开辟消费和就业新空间。 支持自主创业，鼓励“副业创新”，强化灵活就业劳动权益保障，探索多点执业。
2020/9/21	国务院	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	1、建立健全“互联网+服务”， 有序发展在线教育，积极发展互联网健康医疗服务，深入发展在线文娱，进一步支持依托互联网的外卖配送、网约车、即时递送、住宿共享等新业态发展。 2、加大新型消费政策支持力度， 支持符合条件的企业通过发行新股、发行公司债券、“新三板”挂牌等方式融资。
2020/7/14	发改委	《关于支持新业态新模式健康发展 激活消费市场带动扩大就业的意见》	1、积极探索线上服务新模式，激活消费新市场。大力发展融合化在线教育， 积极发展互联网医疗，鼓励发展便捷化线上办公。 2、加快推进产业数字化转型，壮大实体经济新动能。 培育产业平台化发展生态，加快传统企业数字化转型步伐，加快传统企业数字化转型步伐，发展基于新技术的“无人经济”。
2020/5/14	发改委、工信部、财政部等	《关于完善废旧家电回收处理体系 推动家电更新消费的实施方案》	完善回收处理体系，健全回收网络，优化回收渠道。促进家电更新消费，组织开展以旧换新活动， 促进家电加快更新换代，探索家电新型消费模式。
2020/4/28	发改委、科技部、财政部、商务部、央行等	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	1、完善新能源汽车购置相关财税支持政策。 将新能源汽车购置补贴政策延续至 2022 年底，免征车辆购置税的优惠政策延续至 2022 年底。 2、畅通二手车流通交易。 落实全面取消二手车限迁政策，扩大二手车出口业务，修订出台《二手车流通管理办法》，自 2020 年 5 月 1 日至 2023 年底，对二手车经销企业销售旧车，减按销售额的 0.5%征收增值税。 3、用好汽车消费金融。鼓励金融机构积极开展汽车消费信贷等金融业务，通过适当下调首付比例和贷款利率、延长还款期限等方式。
2020/2/28	发改委、中宣部、教育部、工信部、央行等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	1、大力优化国内市场供给，加强自主品牌建设， 改善进口产品供给，进一步 完善免税业政策 。 2、重点推进文旅休闲消费提质升级。 丰富特色文化旅游产品，改善入境旅游与购物环境。 3、着力建设城乡融合消费网络。 优化城乡商业网点布局，加强消费物流基础设施建设。 4、加快构建“智能+”消费生态体系。 鼓励使用绿色智能产品， 大力发展“互联网+社会服务”消费模式。 5、持续提升居民消费能力， 稳定和增加居民财产性收入。 丰富和规范居民投资理财产品，适度扩大国债、地方政府债券面向个人投资者的发行额度。稳定资本市场财产性收入预期，完善分红激励制度。

资料来源：中国政府网、各部委官网，民生证券研究院

3 小结

受疫情与地产景气度低迷影响，上半年消费明显走弱。当前疫情受控，在“促消费政策能出尽出”之下，如何看待年内消费修复斜率？本文聚焦于此。我们先对上半年消费情况作简要回顾：

1、疫情反复、地产低迷，上半年消费走弱

上半年，消费在疫情拖累叠加地产附加链条影响下，社零增速持续下探，直到6月随着疫情好转和政策刺激，消费才明显改善。在此过程中，消费呈现出以下结构特征：

(1) 6月随着疫情逐步受控，叠加车辆购置税减半征收和汽车促消费政策效果显现，汽车消费快速回暖，对社零形成明显支撑；而7月汽车消费增速却对7月社零增速形成拖累，主因或在于地产景气度偏弱之下，商用车与乘用车消费走势有所背离。

由此来看，地产景气度仍是未来消费走势的重要影响因素，我们预计低迷的地产投资或将继续对商用车销量形成掣肘，或对未来几个月的社零读数形成拖累。但这并不意味着汽车消费的实质性转弱，至少从量上看，政策刺激下的乘用车消费仍有韧性。

(2) 因疫情封控影响，上半年居民消费场景受限，物流亦明显受阻。6月在疫情受控之下，政策支持物流保通保畅，同时消费场景约束减轻，线上线下消费有所修复。

(3) 上半年商品、餐饮消费均走弱。其中，餐饮消费整体走弱主因疫情下居民生活半径收窄，商品消费降级明显主因居民收入及预期走弱，核心原因在于经济下行压力与就业压力较大。

2、下半年消费会好吗？

在疫情受控之下，当前消费修复的主要难点在于，居民就业、收入及预期仍偏弱，同时地产链条仍未回暖，对应需要稳增长、稳就业、稳地产、促消费的政策组合共同发力。

而当前稳增长、稳就业与稳地产压力仍存。从最新公布的7月经济数据来看，经济并未延续6月的回升态势，其中地产仍然是关键拖累，失业率虽略有下滑，但仍面临较大的结构性压力。在此情形下，居民收入及预期虽有边际改善，但修复程度也有限，对应预防性储蓄动机仍较强，一定程度上将继续抑制消费需求。

故而展望未来，带动消费回暖仍需直接的促消费政策出台，相应地，财政政策仍是核心，汽车、家电依然是扩大消费的重要抓手。今年以来，密集的汽车消费政策对汽车销量拉动成效明显，对促进绿色智能家电消费也更为重视，我们预计相关大宗消费将继续对社零增速形成支撑。

综合来看，在政策稳增长、稳就业及稳地产诉求之下，我们预计消费不会呈现大幅下滑的情形，但其修复程度更多还需依靠直接的促消费政策，结合历史同期的社零表现，我们预计三、四季度社零当季同比分别为 3.5%、4.2%，全年累计同比 1.7%。

4 风险提示

- 1) **政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2) **基本面变化超预期**：疫情发展、经济基本面情况超预期。

插图目录

图 1: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	3
图 2: 2019-2022 年社零当月同比 (%)	3
图 3: 社零/汽车零售总额当月同比 (%)	4
图 4: 汽车和乘用车销量改善 (万辆)	4
图 5: 7 月乘用车与商用车销量同比 (%)	5
图 6: 7 月乘用车零售销量与汽车零售额同比 (%)	5
图 7: 线上与线下销售同比增长 (%)	5
图 8: 线上销售季节性环比增长 (%)	5
图 9: 商品零售和餐饮收入对比 (%)	6
图 10: 限额以上细分类型零售当月增速 (%)	6
图 11: 国内旅游接待人次及恢复水平 (万人次, %)	7
图 12: 失业率 (%)	7
图 13: 各项投资增速 (%)	8
图 14: 不同年龄段失业率 (%)	8
图 15: 全国居民人均可支配收入同比 (%)	9
图 16: 家庭计划储蓄率 (%)	9
图 17: 商品房销售面积与销售额当月同比 (%)	9
图 18: 相关消费与商品房销售的相关性 (%)	9
图 19: 汽车消费政策与汽车销售情况 (%)	11
图 20: 历年社零环比 (%)	13
图 21: 社零累计同比预测值 (%)	13

表格目录

表 1: 官方对当前经济形势的看法	9
表 2: 2022 年官方发布的汽车消费政策	11
表 3: 2022 年官方发布的家电消费政策	12
表 4: 附录: 2020-2022 年官方提及“促消费”政策文件/讲话内容	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026