中航证券研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
分析师：方堃（S0640520080001）
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

需求侧改革的紧迫性：消费短期和长期都面临艰巨挑战

宏观深度报告　　2021 年 02 月 22 日

摘要

- 短期内消费的疲软与疫情和春节相关，但我国消费处于长期放缓趋势之中，疫情后仍难言乐观。
- **过去驱动消费的主导力量是地产。无论是近期地产严监管还是未来地产在经济当中的重要性逐渐降低，都意味着地产难以再充当驱动消费的主导力量。**短期来看，信用收缩拐点已经到来，地产销售对于地产下游消费的带动逐渐减弱；长期来看，受人口结构老龄化以及城镇化步入中后期的影响，房地产投资占经济的比重开始趋于下降，房地产市场逐步进入平稳期，难以支撑经济高速增长，经济潜在增速下降。
- **居民消费决定国家发展程度，地产驱动消费失效的情况下，中国需确认新的驱动力量。**2019 年我国居民最终消费占 GDP 比例约 40%，远低于发达国家：经济实力的提升需要依靠居民消费占 GDP 比例的提升。
- 居民消费增速低、未来成长空间大、发展需要新动力是当前需求侧改革迫在眉睫的底层逻辑。需求侧政策需要做出针对性的调整，加大政策投入，优化消费结构，政府消费补齐短板、传统消费破除管制、优化新型消费供给。
- **消费新的驱动力量来自收入分配优化后居民内生的购买力。这一驱动力量需要需求侧改革进行释放。**

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目 录

一、消费短期复苏动能正在衰减 3
二、消费处于长期放缓趋势之中，疫情后仍难言乐观 6
三、过去真正驱动居民消费的力量是地产 9
四、居民消费决定国家发展程度，亟需确认新的驱动力量 12
五、需求侧改革的发力点——政府消费补齐短板、传统消费破除管制、优化新型消费供给 15

图表目录

图 1：历年 1 月制造业 PMI 环比变化.....4
图 2：服务业是非制造业 PMI 主要拖累项.....4
图 3：公路货运量指数有所下降.....5
图 4：铁路客运量同比开始回落.....5
图 5：可选消费同比增速 2020 年 12 月开始下降.....5
图 6：社会消费品零售增速持续下台阶.....6
图 7：城镇居民收入增速低于 GDP 增速.....6
图 8：居民部门杠杆率平稳抬升，购房贷款与消费贷增速下行.....7
图 9：传统扩内需主要依靠房地产和基建发力.....8
图 10：我国历年 GDP 增长贡献率拆分.....8
图 11：中国城镇居民各类消费支出中服务类消费占比下降.....9
图 12：房价与居住类 CPI 有较高的相关性.....10
图 13：房租与居民收入变化有较高的相关性.....10
图 14：2020 年各季度社会零售额分项同比增速.....10
图 15：商品住宅价格维持平稳.....11
图 16：商品房住宅销售面积快速回升.....11
图 17：房地产投资的 GDP 占比已经见顶.....12
图 18：近年来房地产相关信贷指标持续下行.....12
图 19：中美居民消费占 GDP 的比重变化趋势对比.....13
图 20：各国 2019 年居民消费 GDP 占比.....13
图 21：各国 2019 年政府消费 GDP 占比.....14
图 22：我国居民收入差距处于较高水平.....15
图 23：网上零售增速远高于社会零售总体增速.....16
图 24：网上零售额占社零总体的比重持续攀升.....16

表 1：2018 年以来中央部委出台促消费的政策一览.....17

一、消费短期复苏动能正在衰减

疫情得到控制以来我国经济复苏强劲，但近期高频数据显示经济复苏进程边际放缓，需求端乏力是主要拖累。1 月官方制造业 PMI 为 51.3，环比回落 0.6 个百分点，纵向对比 2012 年后的历年 1 月制造业 PMI 数据，今年环比回落幅度较大。在考虑春节将近等季节性因素影响外，今年的大幅回落一定程度上受到 2020 年底疫情反复的影响，制造业复苏放缓。官方非制造业 PMI 为 52.4，较上月回落 3.3 个百分点，其中服务业 PMI 回落幅度最大，为 3.7 个百分点，是主要的拖累项。我们认为其中的原因是疫情反复，地方防控等级升级叠加“就地过年”政策，居民消费活动和物流交通均受到一定抑制，造成短期经济活动的动能下降。

图 1：历年 1 月制造业 PMI 环比变化

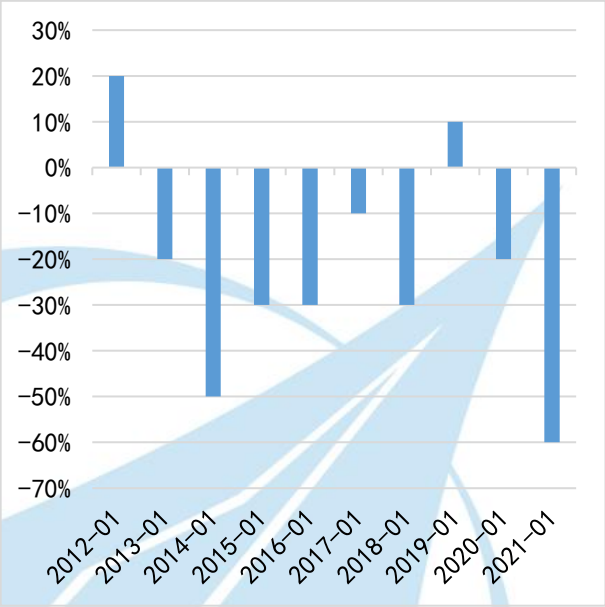
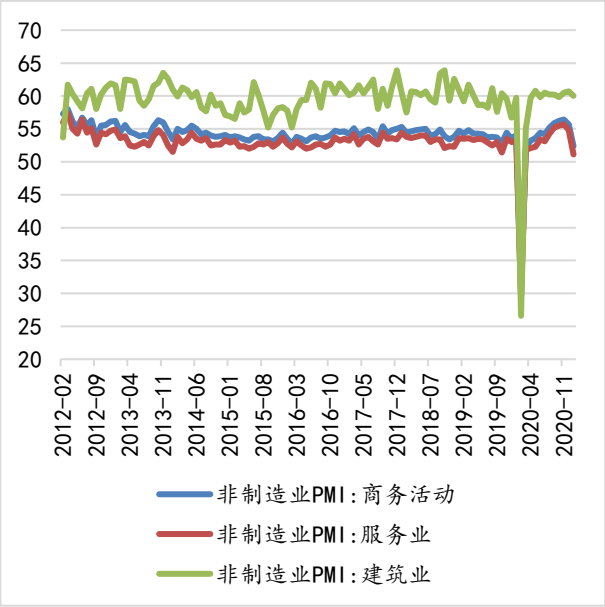


图 2：服务业是非制造业 PMI 主要拖累项



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

居民消费方面，社会消费品零售数据显示，12 月可选消费维度下的纺服类、体育娱乐类和汽车类的零售额同比增速明显下降，其中体育、娱乐用品类下降幅度最大。交通物流方面，公路货运量和铁路客运量 12 月开始下降，目前二者均未恢复至疫情前水平。自 2020 年底以来，中国多地出现疫情反复情况，居民消费和物流交通均受到影响，经济活动开始走弱。整体来看，经济复苏进程边际放缓，需求端动能不足。

图 3：公路货运量指数有所下降

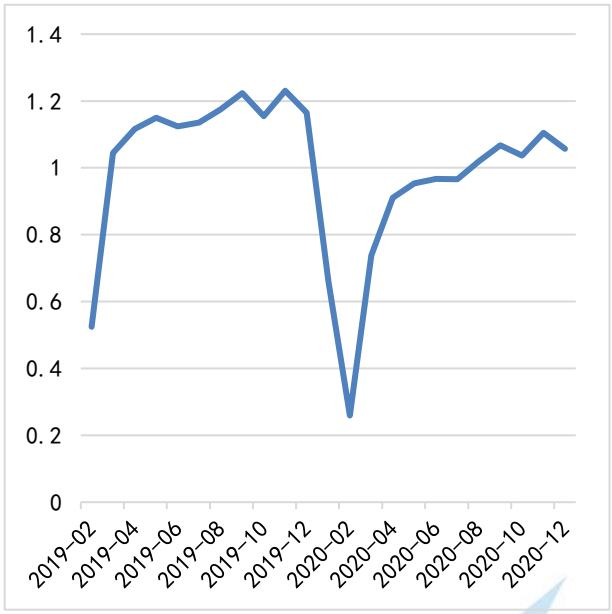
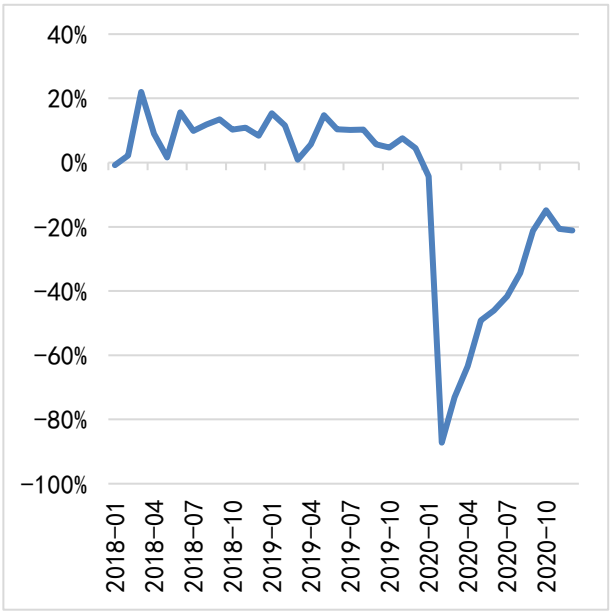


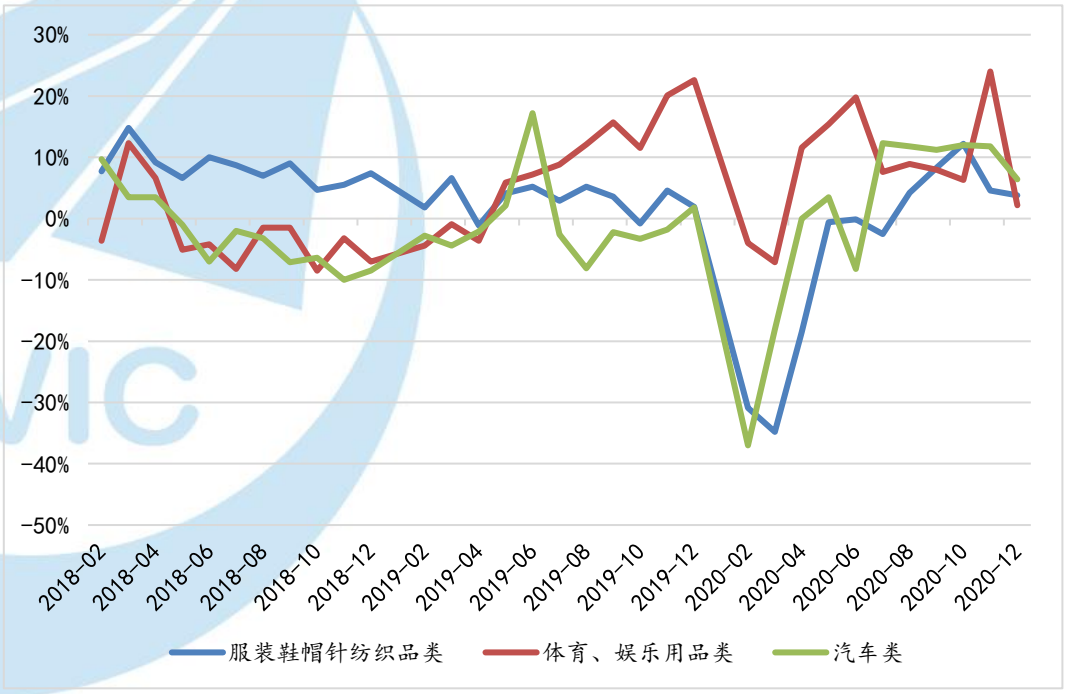
图 4：铁路客运量同比开始回落



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

注：公路货运量计算方法为公路货运量当月值/2019 年 1 月公路货运量

图 5：可选消费同比增速 2020 年 12 月开始下降



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

二、消费处于长期放缓趋势之中，疫情后仍难言乐观

短期内消费的疲软与疫情和春节相关，但即使今年我们能够顺利走出疫情的阴霾，消费仍然很难从长期下降的趋势当中走出来。

近年来我国社会消费品零售增速跟随经济增速持续下台阶。居民收入增速放缓制约居民消费增长。2014 年以来，历年全国城镇居民人均可支配收入实际增速持续跑输实际 GDP 增速。同时，疫情对居民收入的影响也存在结构性差异，对以资本利得收入为主的高净值人群影响较小，而对以工资收入为主的中低收入家庭冲击更大。对于收入受影响较大的群体来说，家庭刚性支出的压力很难同步减少，因而可能会出现消费倾向的持续降低，导致汽车、家电等耐用品消费需求低迷。去年疫情冲击过后，2020 年城镇居民的收入实际增长仅 1.2%，依然低于实际 GDP 增速 2.3%。政策对经济恢复保持必要支持力度，社零消费继续改善，但回升力度逐渐放缓。

图 6：社会消费品零售增速持续下台阶

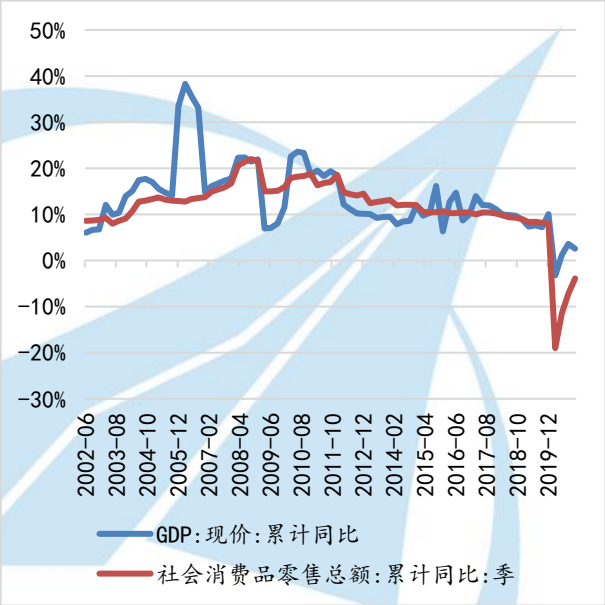
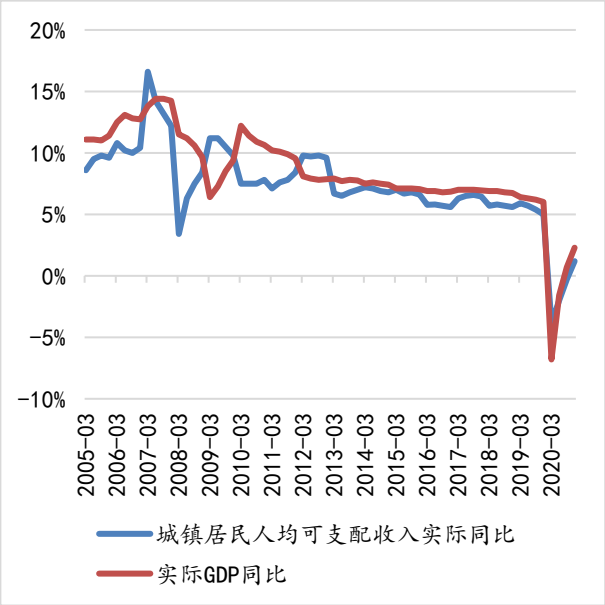


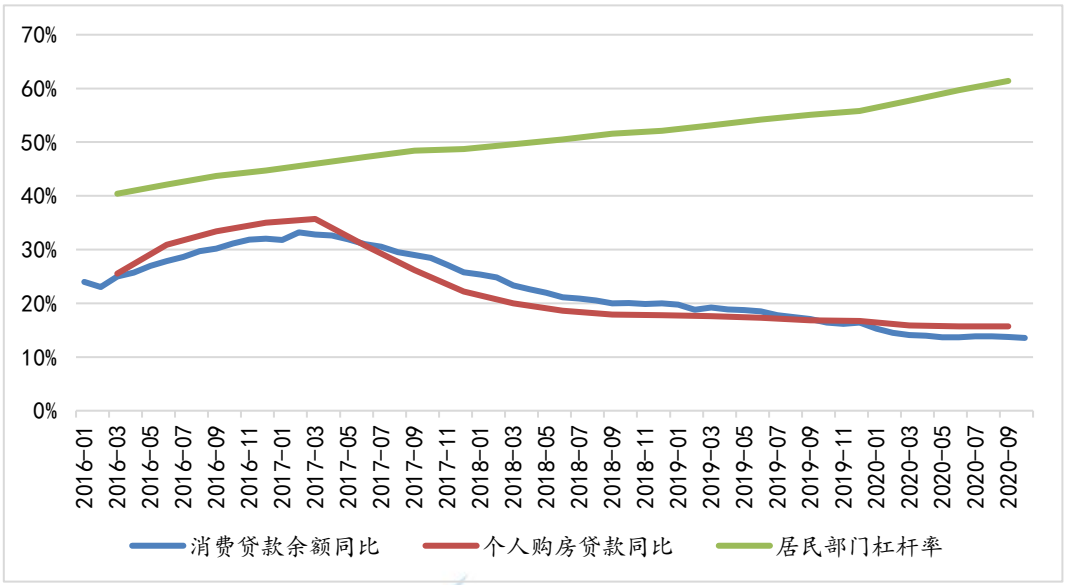
图 7：城镇居民收入增速低于 GDP 增速



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

居民负债端扩张受阻也制约了居民消费需求。2016 年以来居民加杠杆是推动经济复苏的一个主线因素，不仅居民房贷和消费贷增长较快，互联网金融的贷款增速也增长颇快。居民通过增加信贷提升短期消费，P2P、消费贷等产品发展曾一度助推了居民消费增长。但从中央到地方着手遏制房地产金融化，居民个人住房贷款增速持续下滑。随着互联网金融的监管趋严，互联网贷款平台持续爆雷，背后支撑的消费等也明显萎缩，居民加杠杆也开始逐步进入放缓阶段。疫情期间，我国存量宏观杠杆率经历了快速上行后趋于平稳。但疫情对居民收入的冲击程度深，而政策主要集中于刺激当期消费，对跨期的消费贷款需求刺激效果较弱。加上本轮房地产刺激政策的缺席，房地产融资条件收紧，综合来看居民杠杆对消费的支持力度较弱。

图 8：居民部门杠杆率平稳抬升，购房贷款与消费贷增速下行



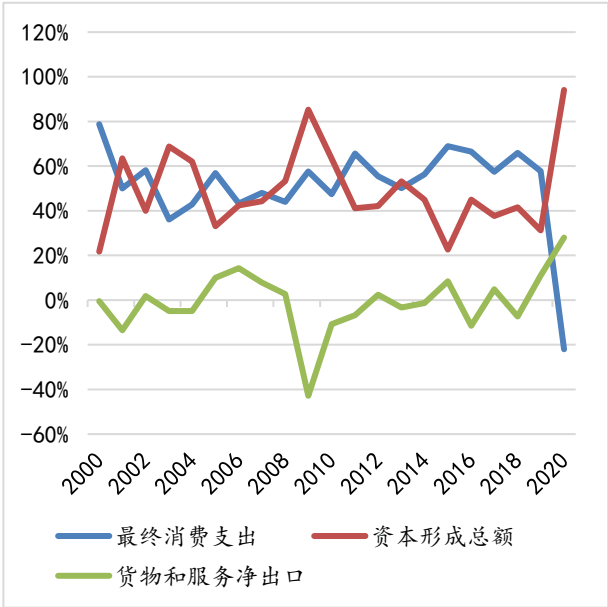
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

长期来看，我国经济已经步入新发展阶段，需求端体现为由投资驱动向消费驱动转变。传统经济模式下，财政货币政策大力刺激投资，房地产与基建投资在扩内需方面发挥了重要作用，但由此也衍生了一系列金融风险等问题。我国经济面临新旧动能切换，高增长高波动的时代已经过去，消费在 GDP 中的比重不断抬升，消费成为经济增长的新动能。相较于投资与进出口而言，消费作为内需的基础，其经济增长贡献率更加平稳、波动更小。但 2020 年疫情冲击居民收入与需求，导致社会零售消费负增长，中国经济主要依靠投资与净出口的拉动，依然维持正增长。2021 年是开启“双循环”新发展格局的起点，中国经济复苏深化，但疫情变化和外部环境仍存在诸多不确定性，我国经济的增长动力需要向内转移。

图 9：传统扩内需主要依靠房地产和基建发力



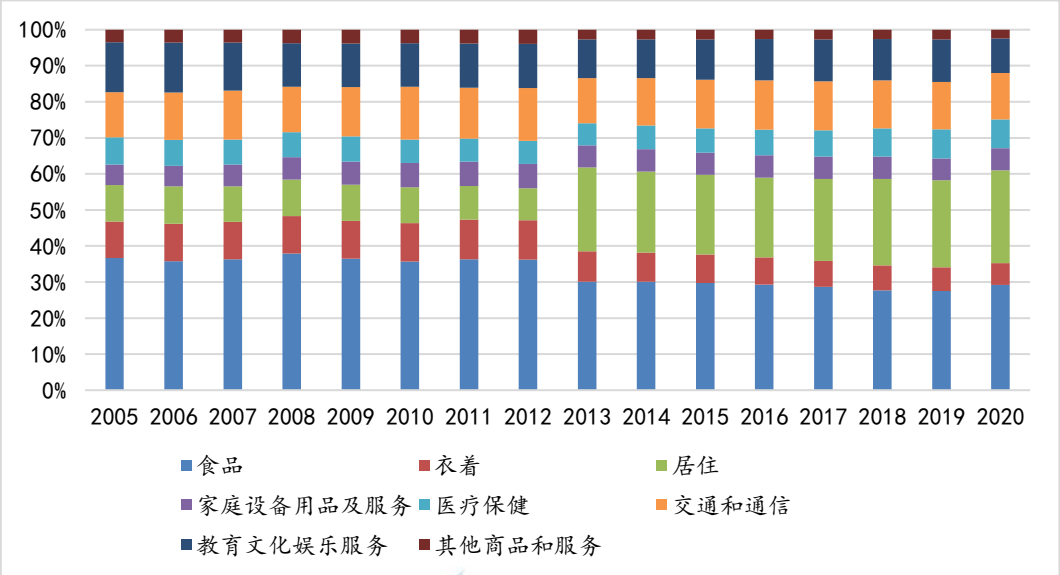
图 10：我国历年 GDP 增长贡献率拆分



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

居民消费支出结构面临调整，服务类消费有待恢复。随着中国居民生活水平得到不断改善，消费零售市场规模不断壮大。近十年以来，居民消费结构出现调整，居民食品、衣着等必需消费品占可支配收入的比例在持续下降，而居住、医疗、交通等服务类消费的占比明显提升。其中居住类消费支出占比上升尤其显著，一定程度上挤出了其他消费的提升空间。2020 年疫情冲击下全国居民人均消费支出 21210 元，比上年名义下降 1.6%，扣除价格因素，实际下降 4.0%。居民必需消费品的占比有所提升，而服务类消费占比出现大幅下降。

图 11：中国城镇居民各类消费支出中服务类消费占比下降



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

三、过去真正驱动居民消费的力量是地产

过去地产驱动消费，但无论是近期地产严监管还是未来地产在经济当中的重要性逐渐降低，都意味着地产难以再有效驱动消费。

房地产同时具有投资品和耐用消费品的属性。投资领域，近十几年房地产是经济增长的核心支柱，房地产投资对上中下游工业行业具有广泛影响，拉动工业产出推动经济增长。在消费领域，居住消费在 CPI 消费篮子中的权重仅次于食品消费权重位列第二，如果把地产上下游产业链，如建材、家具等消费纳入，占比更高。房价上涨会带来财富效应和挤出效应双重因素。但从数据上来看，地产繁荣时期消费也同步更加强劲。此外房地产周期导致居民消费分层。伴随着房价上涨，居民收入差距持续扩大，对消费行为也有显著影响，高端商品、服务需求日益旺盛，房产多的高净值家庭，居民消费升级迹象明显。而中等收入群体既要面临租金价格上涨压力，又要为购房首付积累更多资金，资金分流效应会推迟这部分群体的消费，更加注重性价比高的消费。高房价会带动居住相关的消费支出的上涨，影响当期消费的更重要的因素是居民收入增长的预期和宏观流动性变化情况。我们观察到，居民收入变化预期会影响到租金的上涨。房租 CPI 同比和居民收入增速之间较高的相关性，疫情发生以来房租 CPI 同比负增长意味着居民可支配收入增长承压，进而对消费的恢复形成一定的制约。

图 12：房价与居住类 CPI 有较高的相关性

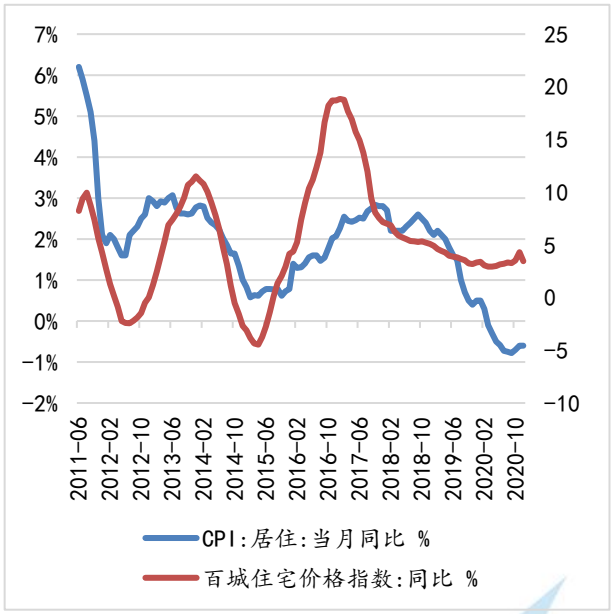
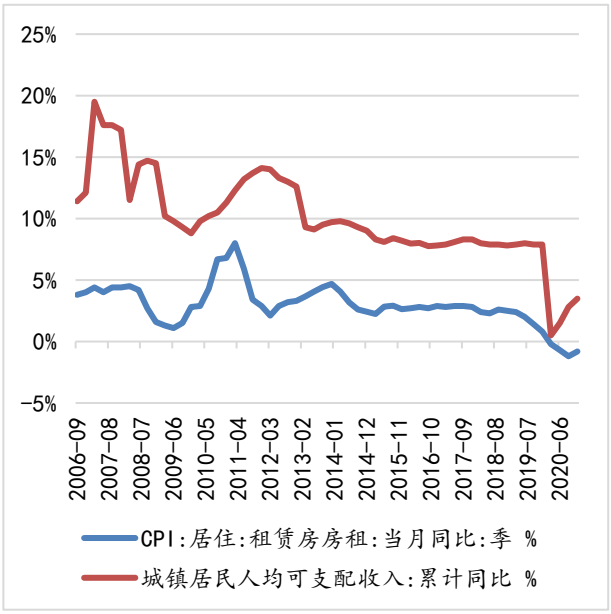


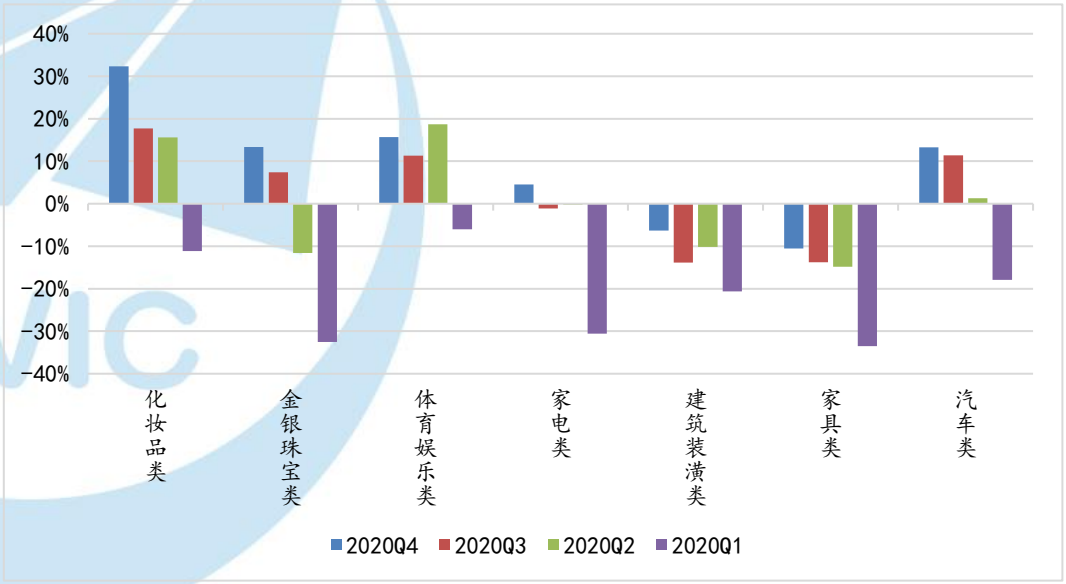
图 13：房租与居民收入变化有较高的相关性



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

短期来看，疫情引起居民对未来收入水平下降的担忧，而货币宽松流动性驱动下地产销售回暖，从社零分项来看，前期表现疲软的地产后周期消费品家具、家电、装潢材料增速提升。

图 14：2020 年各季度社会零售额分项同比增速



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

与美国大规模财政补贴与货币放水推动居民购房以及相关消费相比，疫后中国货币政策则以托底经济为主，疫情期间货币金融政策相对克制，为避免资金空转与抑制房地产泡沫，并没有大规模放松。房地产

市场表现价格平稳、销售量小幅度正增长。2020 年 12 月，70 个大中城市新建商品住宅价格同比上涨 3.7%，增速较上年末回落 2.8 个百分点。而年全国商品房住宅销售面积累计同比增速回升至 3.2%。中国严格执行“房住不炒”政策，房贷利率下降有限、央行严控房地产企业杠杆，防止资金过度流入房地产领域。随着金融去杠杆与防范化解金融风险工作的推进，房地产周期调控力度不断加大，去年针对试点房企“三道红线”的融资监管新规出台，2021 年初针对银行涉房信贷设定上限要求。信用收缩拐点已经到来，地产销售对于地产下游消费的带动逐渐减弱，这是近期消费复苏疲软的原因之一。

图 15：商品住宅价格维持平稳

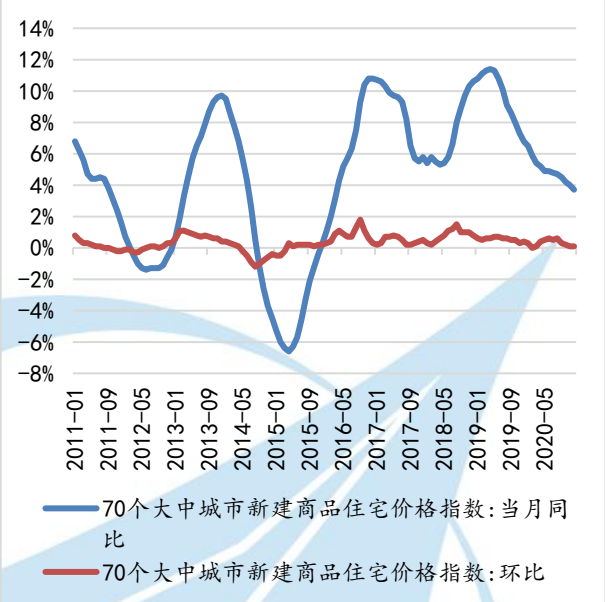


图 16：商品房住宅销售面积快速回升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

长期来看，受人口结构老龄化以及城镇化步入中后期的影响，房地产投资占经济的比重开始趋于下降，房地产市场逐步进入平稳期，难以支撑经济高速增长，经济潜在增速下降。实体加杠杆和地产驱动的粗放式经济发展模式不可持续，减少传统地产行业对金融资源的挤占，要求政府坚持地产调控。地产让位于科技，间接融资让位于直接融资是大势所趋。2016 年底中央经济工作会议首次提出“房住不炒”的概念，其成为十三五房地产发展的最核心指导思想。2017 开启的金融去杠杆在防控金融风险的要求下，政府抑制房地产开发贷与住房贷款增长。房地产行业在持续的调控下告别高增长，地产产业链相关行业的需求下降，房地产投资占 GDP 的比例从高位见顶回落。

图 17：房地产投资的 GDP 占比已经见顶

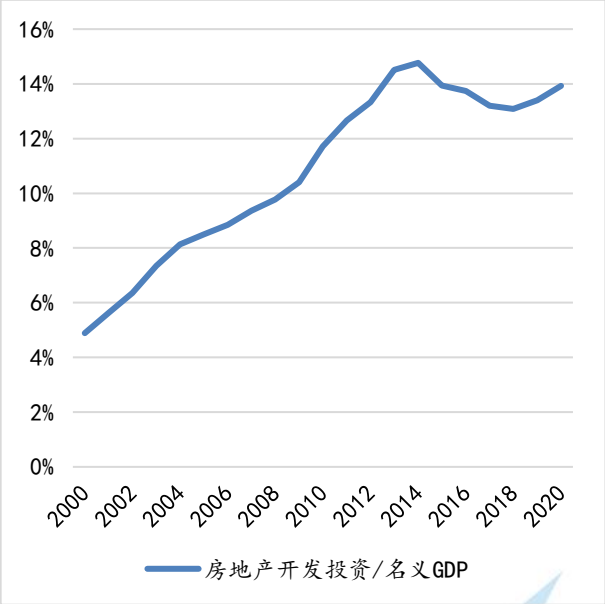
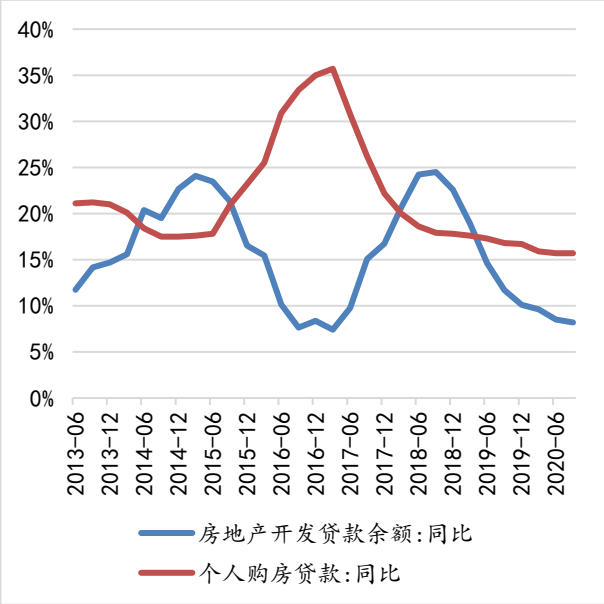


图 18：近年来房地产相关信贷指标持续下行



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

十四五规划提出推动金融、房地产同实体经济均衡发展，将继续落实“房住不炒”的导向，表明政策不会通过刺激购房来刺激经济，抑制房地产投资功能的方向没有变。十四五规划提出“促进住房消费健康发展”，推动房地产行业功能从投资端转移到消费端。房地产行业的政策基调将继续维持平稳，并将在促进住房消费的发展上发力。推动租购并举，加大老旧小区改造，体现了房地产行业转向消费和民生，同时契合需求侧改革的基调。此外，居住基础配套升级需求提升。十四五规划建议首次提及“物业”，激发房企开拓新业务的意愿。随着我国地产行业迈入存量时代，物业管理服务、社区配套服务行业也将引领新的消费需求。释放出住房的消费本质，促进住房消费健康发展有望给市场带来更大增量空间。

四、居民消费决定国家发展程度，亟需确认新的驱动力量

一国经济实力与该国居民消费占 GDP 比例成正比。经过多年发展，我国居民消费占 GDP 比重依然较低，消费端仍存在着巨大成长空间。美国自上世纪 70 年代以来居民消费支出占 GDP 比重就常年保持在 60%以上，目前已经接近 70%。对于英国、德国、日本等其他发达经济体而言，居民最终消费支出占 GDP 比例普遍都在 50%以上，体现了国家经济内需的强劲支撑。过去，我国经济依赖净出口与投资，导致居民最终消费占 GDP 的比重呈下降趋势。但从 2010 年以来，居民最终消费支出占 GDP 比例出现拐头向上、逐年上升。**2019 年我国居民最终消费占 GDP 比例约 40%，提升居民消费仍有巨大空间。**而考虑到国际环境依然复杂，依赖外需容易在贸易博弈中处于劣势，扩大内需则是提升自身竞争优势的必然选择。为了实现人均 GDP 达

到中等发达国家水平的目标，发展壮大消费市场是应有之义。得益于我国完善稳健的产业链基础，消费市场需求规模庞大，需求侧改革政策作用于居民消费大有可为。

图 19：中美居民消费占 GDP 的比重变化趋势对比

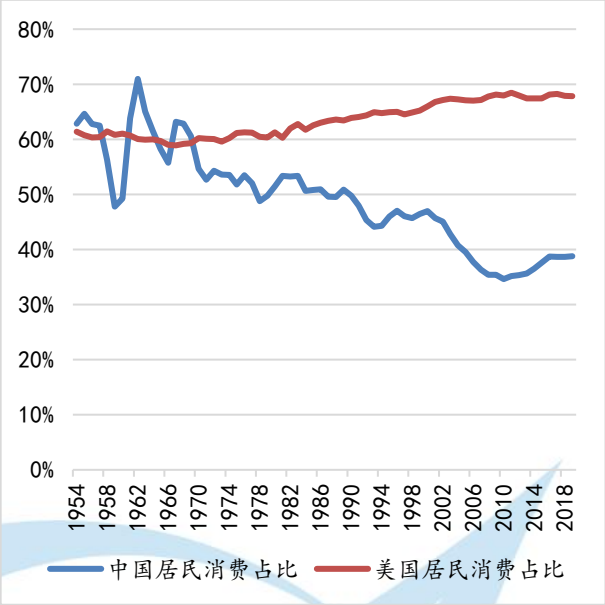
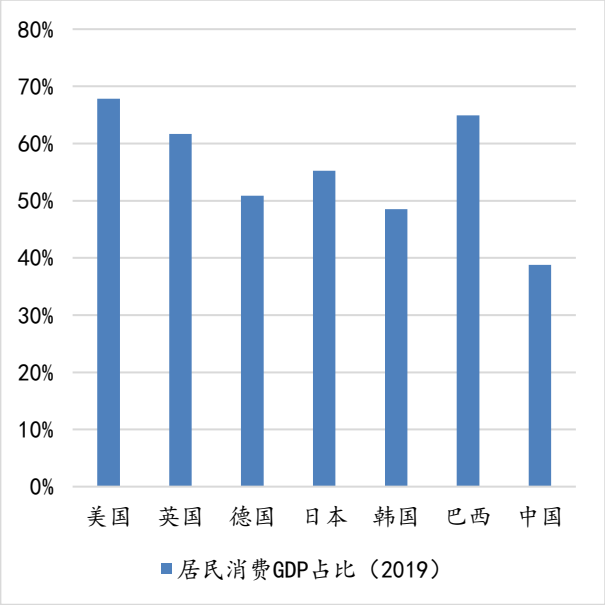


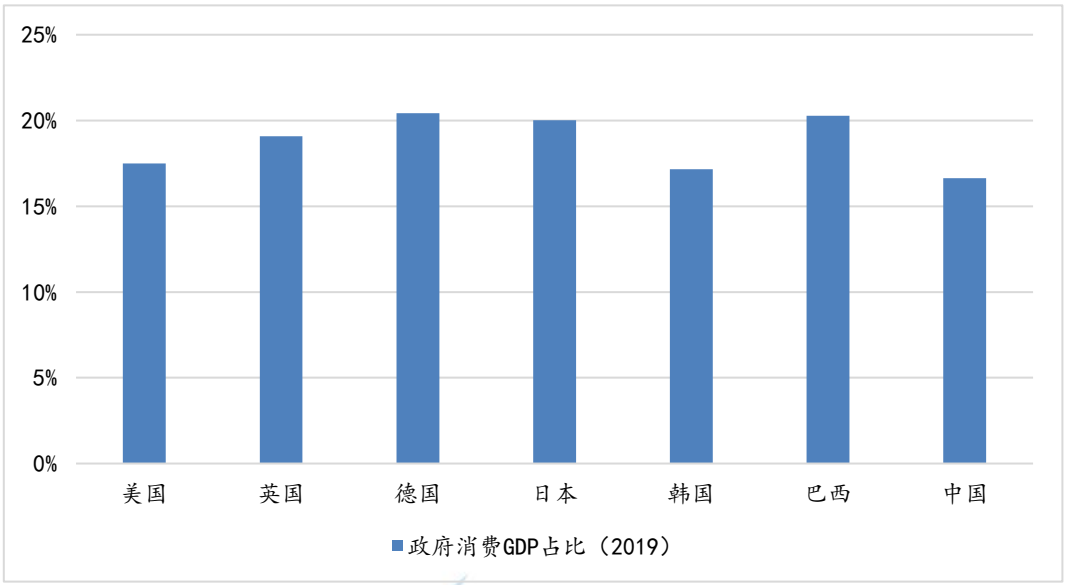
图 20：各国 2019 年居民消费 GDP 占比



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

政府消费也是需求侧改革中的重要环节。从国际比较来看，我国政府消费支出低于世界平均水平。2019 年，我国政府消费支出占支出法 GDP 的比重为 16.6%，而美国、英国、德国、日本、韩国的该比重分别为 17.5%、19.1%、20.4%、20.0%、17.2%，均高于我国。尽管发达国家的社会公共消费比重要高于发展中国家，但发展中国家中巴西政府消费支出占比 20%高于我国。与主要国家的数据对比看，我国的政府消费水平偏低，存在一定的提升空间。2020 年初步核算我国最终消费支出占 GDP 的比重仍然达 54.3%。在最终消费构成中，2020 年居民消费支出占比低于往年，而政府消费支出占比高于往年。政府消费支出的增加，一定程度上弥补了居民消费的不利影响，以应对疫情给经济带来的短期冲击。

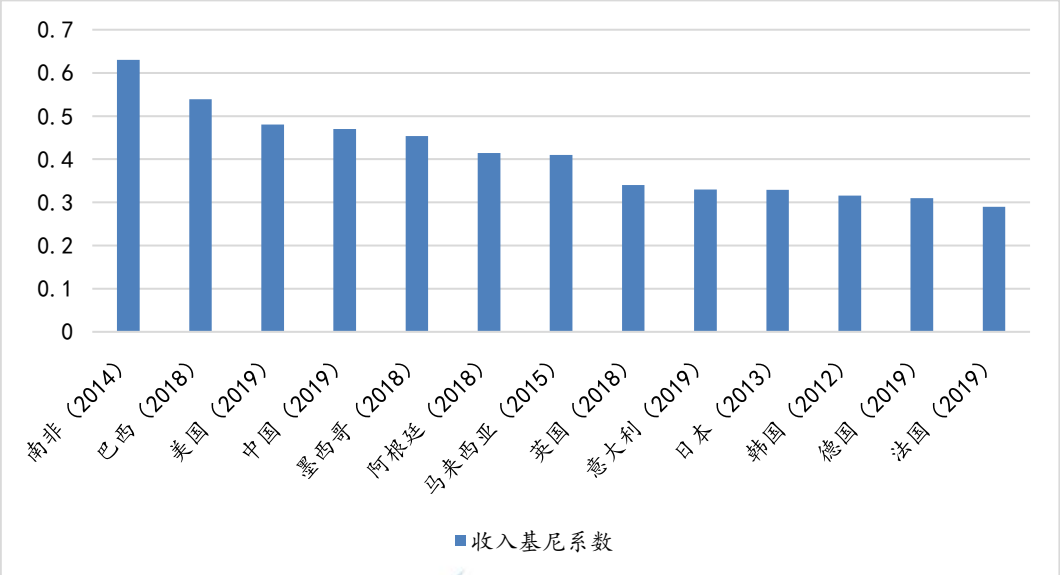
图 21：各国 2019 年政府消费 GDP 占比



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

政府支出结构上优化有助于提升居民消费。中国居民消费需求不足与收入分配的不均密切相关，当前我国居民收入基尼系数处于中等偏高的水平。居民收入差距过大抑制了居民消费需求，导致居民边际消费倾向偏低。政府公共支出作为收入再分配手段之一，对居民消费需求有着重要影响。从政府支出的结构来看，过去由于政府过度偏向生产性支出，与居民部门提供的产品存在较强的重复性，而对基本公共服务的提供不足和市场化供给方式无法均衡覆盖全部需求，增加了居民负担，提高了居民的预防性储蓄水平，从而抑制了居民的消费需求。如果政府部门提供的公共消费品与居民部门提供的产品具备差异性，政府公共支出相当于部分居民消费，有利于提升社会整体有效消费，那么增加政府支出将促进居民消费。尤其对于低收入人群而言，通过公共与居民消费品之间互补，公共产品供给的增加对于低收入居民消费需求的增加更加显著。随着财税管理体制的进一步完善，我国政府支出结构将进一步优化。政府将加大促进居民增收的力度，要通过促进就业、完善社保、加大转移性支付、优化收入分配结构等，稳步提升居民消费倾向和能力。居民整体收入水平提升与购买力增强将驱动消费升级，消费者对商品质量和品牌的诉求越发强烈，这使得具有高品牌价值的龙头企业竞争优势不断增强。

图 22：我国居民收入差距处于较高水平



资料来源：Wind，世界银行，中航证券研究所整理

五、需求侧改革的发力点——政府消费补齐短板、传统消费破除管制、优化新型消费供给

政府消费既是社会最终消费的重要组成部分，也是拉动居民消费增长的重要保障。政府消费支出中除了外交、国防、公共安全和环境保护等方面的公共服务支出以外，更重要的部分是政府承担的民生支出，主要包括政府在医疗卫生、教育、文化娱乐和社会保障方面的支出，这部分的政府支出最终都会转化为居民实际获得的福利。从 2020 年新冠疫情暴发以来，消费活动受到巨大冲击，像餐饮、旅游、娱乐、等服务业消费受到的冲击巨大。在居民消费受到严重影响且消费修复进程缓慢的情况下，适当增加公共消费，重点在于加快恢复医疗、文化、健康、养老等公共服务，提高居民生活便利度，抓好稳就业工作，促进稳经济、保增长。此外，发挥财政资金杠杆作用，撬动社会资金广泛参与，强化政府投资基金引导作用，聚焦支持中小企业发展，补齐公共服务的建设，投资将会更紧密地与消费新方向结合，更有利于支撑消费行业的持续发展。

在传统商品消费方面，政策创新释放消费活力。传统促消费政策通常以全面的大规模财政补贴与减税为主，而忽视了一些行政管制措施对居民消费的阻碍。本轮刺激消费更加注重制度改革和消费环境优化，汽车、家电等重点商品的促消费政策具有明显结构性特征。在需求侧改革的基调下，2018 年以来，有关部委积极推动消费政策的转型，提出破除乘用车消费障碍、由限制购买转向引导使用、完善新能源汽车购置支持政策等。针对城市消费市场，有序减少城市限购，加强使用管理，推动汽车租赁发展，拓宽汽车销售，壮大出行服务消费市场，合理引导居民汽车消费。商务部开展新一轮汽车下乡举措则是针对农村消费市场下沉，提升汽车作为可选消费品的渗透率。促进家电等保有量大的耐用消费品更新消费，完善废旧家电回收处理体系，支持开展家电以旧换新活动，推动家电消费更新升级。

在扩大新型消费上持续发力，关键在于优化消费供给。随着以移动互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能、增强现实/虚拟现实等为代表的新一代信息技术的广泛应用，消费新业态蓬勃发展，消费新方式层出不穷。2020 年我国网上零售额 11.76 万亿元，同比增长了 10.9%，远远高于社会零售总体增速。网上零售额占社会零售总体的比重持续攀升，2020 年首次突破 30%。2020 年初以来，政策明确鼓励新型消费，数字经济、线上经济是培育消费的重要方向。疫情防控期间，不断涌现的线上新型消费正有效促进消费回补、潜力释放。生鲜电商、门店到家等新业态迅猛发展，拓展了消费场景，直播带货、社群团购等为代表的新消费模式则带来全新消费体验，农村电商的持续发展将推动市场下沉，挖掘中国超大规模市场的纵深和腹地。通过科技和业态创新在供给端创造需求，新型消费成为扩大内需、促进国内经济大循环的重要抓手。

图 23：网上零售增速远高于社会零售总体增速

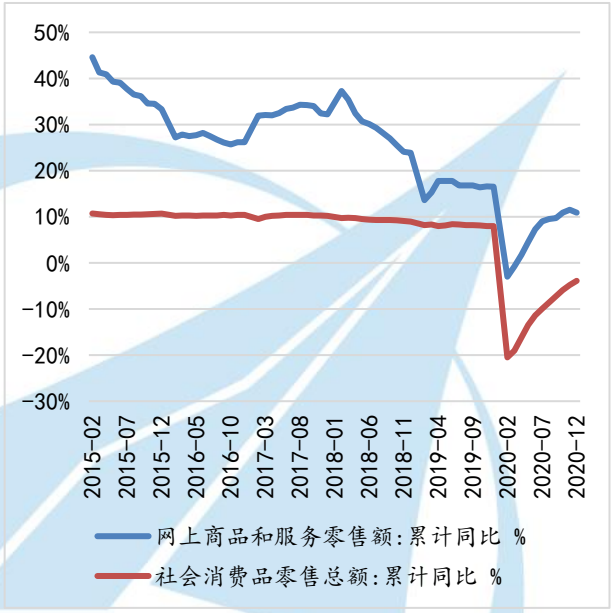
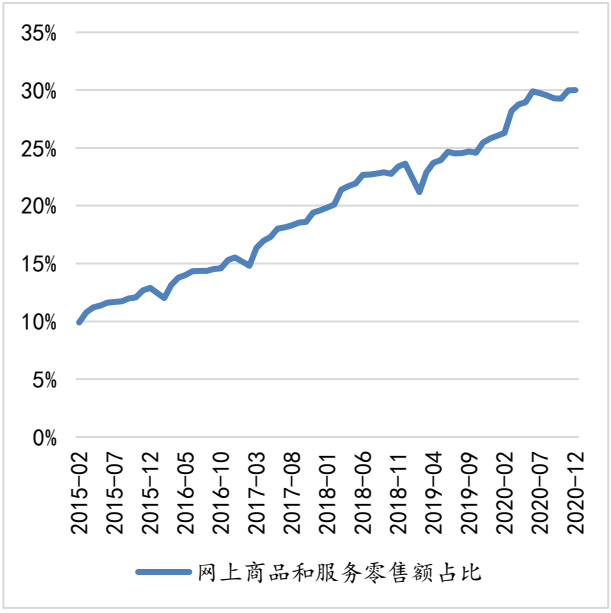


图 24：网上零售额占社零总体的比重持续攀升



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

供给侧提质增效与需求侧转型升级互相促进，新消费可以更高效地匹配供需双方，挖掘各地产业集群优势，线上新型消费方兴未艾，是我国超大规模市场优势、成熟的数字化信息技术、健全完备的产业链供应链体系共同作用的结果。抓住线上新型消费的发展契机，充分释放内需潜力，必将推动我国经济逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

表 1：2018 年以来中央部委出台促消费的政策一览

日期	政策出处	政策内容
2018/09/20	中共中央、国务院《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》	构建更加成熟的消费细分市场，壮大消费新增长点。促进实物消费不断提挡升级，推进服务消费持续提质扩容，引导消费新模式加快孕育成长，推动农村居民消费梯次升级
2019/01/28	发改委等 10 部门《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	有序推进老旧汽车报废更新。促进农村汽车更新换代。促进家电产品更新换代。有条件的地方可对消费者交售旧家电并购买新家电产品给予适当补贴。
2019/06/03	发改委、生态环境部、商务部《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	坚决破除乘用车消费障碍。严禁各地出台新的汽车限购规定。各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。持续推动家电和消费电子产品更新换代。
2020/02/03	中央政治局常委会会议研究应对新型冠状病毒肺炎疫情工作时的讲话	着力稳定居民消费。积极丰富 5G 技术应用场景，带动 5G 手机等终端消费，推动增加电子商务、电子政务、网络教育、网络娱乐等方面消费。
2020/03/04	中央政治局常委会研究当前新冠肺炎疫情防控和稳定经济社会运行重点工作的讲话	把被抑制、被冻结的消费释放出来，把在疫情防控中催生的新型消费、升级消费培育壮大起来，使实物消费和服务消费得到回补。
2020/03/13	发改委等 23 部门《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》	加快构建“智能+”消费生态体系，加快新一代信息基础设施建设，鼓励线上线下融合等新消费模式发展，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。
2020/04/28	发改委等 11 部门《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	将新能源汽车购置补贴政策延续至 2022 年底。将新能源汽车免征车辆购置税的优惠政策延续至 2022 年底。鼓励金融机构积极开展汽车消费信贷等金融业务。
2020/05/13	发改委主任何立峰撰文《以更大宏观政策力度对冲疫情影响》	坚定实施扩大内需战略。积极稳定居民传统大宗消费，适当增加公共消费，大力培育新兴消费增长点。

2020/05/14	发改委等 7 部门《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》	利用互联网信息技术，构建线上线下相融合的废旧家电回收网络。开展覆盖城乡的家电以旧换新等更新消费活动。
2020/07/14	发改委等 13 部门《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》	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。培育发展共享经济新业态，鼓励共享出行、餐饮外卖、团购、在线购药、共享住宿、文化旅游等领域产品智能化升级和商业模式创新，发展生活消费新方式，培育线上高端品牌。
2020/10/29	发改委等 14 部门《近期扩内需促消费的工作方案》	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，拓展互联网教育服务产品类型，推动物业服务线上线下融合发展等。
2020/11/25	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	要加快培育完整内需体系，完善扩大内需的政策支撑体系。增强消费对经济发展的基础性作用，全面促进消费，提升传统消费，培育新型消费，发展服务消费。
2021/01/05	商务部等 12 部门《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》	释放汽车消费潜力，鼓励有关城市优化限购措施，增加号牌指标投放。开展新一轮汽车下乡和以旧换新。促进家电家具家装消费。鼓励有条件的地区对淘汰旧家电家具并购买绿色智能家电、环保家具给予补贴。

资料来源：中国政府网，商务部，新华社，中航证券研究所整理

当前供给侧结构性改革深化，中央会议多次强调坚持扩大内需战略，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，需求侧改革预计成为当前和未来五年的重点工作。

我们认为居民消费增速低、未来成长空间大、发展需要新动力，上述三大因素决定我国当前更需要出台需求侧改革的政策。1、居民消费增速低：当前居民消费深受疫情冲击，疫情反复对居民消费的制约依然存在，且近十年以来社会零售增速持续下行，居民收入与居民杠杆制约了居民消费的提质增量；2、消费成长空间大：与发达国家横向对比，我国居民消费占比依然较低，而政府消费结构优待优化，为了实现人均 GDP 达到中等发达国家水平的目标，发展壮大消费市场是应有之义；3、发展需要新动力：房地产同时拉动投资与消费，但新的发展格局下，房住不炒定位与信用收缩的背景下，地产对于下游消费的驱动作用可能会减弱，发展消费需要寻求新动力。

需求侧政策需要做出针对性的调整，加大政策投入，优化消费结构。1、政府消费补齐短板：在政府消费领域，应当优化收入分配结构，补齐公共服务产品，政府投资更加支撑居民消费行业的持续发展，提高教育医疗养老等公共服务支出效率；2、传统消费破除管制：在传统居民消费领域，本轮刺激消费更加注重制度改革和消费环境优化，有序取消行政性限制消费购买促进汽车、家电等重点商品消费；3、优化新型消费供给：在新型居民消费领域，通过科技和业态创新在供给端创造需求，新型消费成为扩大内需、促进国内经济大循环的重要抓手。**消费新的驱动力量来自收入分配优化后居民内生的购买力。**

风险提示：改革节奏放缓，财政支持减弱，居民收入增长弱于预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。
方堃，SAC 执业证书号：S0640520080001，清华大学理学学士，香港大学金融硕士，宏观策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。