2020 年 12 月 13 日

“需求侧改革”，战略意义和内涵理解

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **“扩内需”重心，从投资驱动转向消费驱动，居民消费结构升级为大势所趋**

12 月政治局会议，首次提出“需求侧改革”，是“双循环”大战略下的重要政策布局。政治局会议提出，要“注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”，首次提出“需求侧改革”概念。类似表述，在 11 月刘鹤署名文章中便已出现。这是“双循环”大战略下的重要政策部署，着力发挥国内超大规模市场优势。

传统债务驱动型的增长模式已难以为继；需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动。传统“扩内需”，更多依赖于债务驱动型的投资扩张；伴随存量债务累积，投资效率不断下降。2019 年，融资付息率达 70%左右，传统增长模式已难以为继。需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动；可能的举措，或从需求端“牵引”、供给端“创造”两个维度展开。

政策完善分配制度，着力改善居民可支配收入水平；促消费注重结构性支持，进行制度优化、改善消费环境。政策通过精准脱贫、乡村振兴、扩大社保等举措，提高居民收入水平；加大个税改革、调控房价等，减轻居民支出压力，增强消费内生动能。促消费举措，从以往的“全面”刺激为主、向“结构性”支持转变，比如因地制宜安排补贴、重点支持新兴产业等，并通过制度优化，改善消费环境。

在供给端创造需求，通过科技和业态等创新，扩大新型消费供给；配套基础设施建设，重点支持农村基建、新型基建等领域。引导科技创新，扩大新型、绿色、高技术商品的供给；比如 5G 技术应用，创造出了 5G 通信、5G 手机等需求。推动业态创新，比如构建“智能+”消费生态体系，培育新场景、新模式等。同时，加大消费基础设施建设力度，尤其是农村流通体系等基础建设，推动消费下沉。

从投资驱动向消费驱动的转变，是经济发展的必然；在“供应链收缩”大背景下，“需求侧改革”激发内需活力，适逢其时。2011 年起，中国经济增长的核心驱动已开始逐步体现，但仍低于美日韩等发达经济体的可比阶段。在近年来的全球供应链收缩、重构大背景下，外需对中国经济增长的贡献趋于减弱，内需重要性进一步凸显。“需求侧改革”有助于加快激发内需活力，助力经济增长动能切换。

政策助力内需加快释放下，全方位消费升级是大势所趋，服务消费提升空间巨大、“长尾效应”下大众消费升级空间广阔。中国人均 GDP 在 2011 年跨过 5000 美元门槛、2019 年首次突破 10000 美元，消费升级需求加快释放。其中，医疗、文化娱乐等为代表的服务消费，上升趋势“确定”、空间较大。实物消费升级，在必需消费中体现为追求高品质和健康、在可选消费中体现为关注品牌、质量等。此外，低线城市与农村消费升级存“长尾效应”，对应大众消费升级空间广阔。

● **风险提示：**宏观经济出现大幅调整；新冠疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观深度报告-拜登新政展望，从美国社会割裂谈起》-2020.12.12

《宏观经济点评-信用“收缩”通道开启》-2020.12.10

《宏观经济点评-双“通缩”的背后》-2020.12.10

目 录

1、 “需求侧改革”，战略意义和内涵理解 4
2、 高频数据跟踪 13
2.1、 通胀观察：蔬菜、猪肉平均批发价均环比上涨 13
2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元贬值 13
2.3、 大宗商品：商品价格普遍上涨，金属指数领涨 14
3、 中观行业跟踪 15
3.1、 下游：商品房成交面积下降，土地市场量价齐跌 15
3.2、 中游：钢铁、玻璃价格均有上涨，水泥价格持平 17
3.3、 上游：国际油价继续上行，有色金属大多上涨 19
4、 风险提示 20

图表目录

图 1： 传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手 5
图 2： 传统债务驱动型增长模式下，杠杆持续攀升 5
图 3： 需求侧改革，或从“需求牵引供给”和“供给创造需求”两方面展开 5
图 4： 近年来，财政加大扶贫力度 6
图 5： 贫困人口和农村人口收入增速显著高于城镇 6
图 6： 近年来，政策推动扩大社保覆盖范围 6
图 7： 2018 年个税改革，降低居民个税负担 6
图 8： 传统周期下的促消费，以全国性的“全面”刺激为主 7
图 9： 2019 年农村基建扶贫财政支出为 2015 年的 4.4 倍 8
图 10： 中央会议中明确提到的“新型基建”领域 8
图 11： 5G 的推广，实现了“供给创造需求” 9
图 12： 充电桩保有量持续扩张，但仍有较大提升空间 9
图 13： 从投资驱动向消费驱动转变，是经济发展的必然 9
图 14： 近年来，全球供应链出现“收缩” 9
图 15： 服务消费占比随经济发展水平抬升是客观规律 10
图 16： 近年来，中国发展和娱乐型服务消费占比抬升 10
图 17： 美国医疗、金融服务、娱乐消费占比趋势性抬升 11
图 18： 韩国休闲娱乐、教育文化消费占比抬升最为显著 11
图 19： 居民人均消费粮食减少、水果和水产品等增加 11
图 20： 家电新品类中的多功能小家电，近年销量扩张 11
图 21： 以扫地机器人为例，小家电需求集中于一二线 12
图 22： 以空调为例，中国农村大家电保有量仍然偏低 12
图 23： 农村居民收入增速明显超过城镇居民平均水平 12
图 24： 近年来，农村社会零售增速远超全国平均水平 12
图 25： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨 13
图 26： 农业部猪肉平均批发价上涨 13
图 27： 人民币对美元贬值，美元指数下降 14
图 28： 人民币对欧元升值、对日元升值 14
图 29： 美元兑人民币即期-中间日均价差为 19 基点 14

图 30: 离岸、在岸人民币日均价差-178 基点 14
图 31: 30 大中城商品房成交面积环比下降 15
图 32: 30 大中城商品房一线城市成交面积减少 15
图 33: 30 大中城商品房二线城市成交面积增加 16
图 34: 30 大中城商品房三线城市成交面积减少 16
图 35: 100 城供应土地占地面积减少 16
图 36: 100 城供应土地挂牌均价下跌 16
图 37: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降 17
图 38: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降 17
图 39: 线材、长材价格指数均上涨 17
图 40: 前周全国高炉开工率下降 17
图 41: 水泥价格指数保持不变 18
图 42: 玻璃价格指数上涨 18
图 43: 长江有色市场铜、铝、锌价格上涨 18
图 44: 长江有色市场铅价格保持不变 18
图 45: 上期所铜、锌库存均减少 19
图 46: 上期所铝、铅库存均增加 19
图 47: 焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨 19
图 48: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下降 19
图 49: 国际原油期货结算价格上涨 20
图 50: LME3 个月铜价格上涨、铝价格下降 20

表 1: “需求侧改革”是“双循环”大战略下的重要政策布局 4
表 2: 2018 年以来，“促消费”的举措已发生转变 7
表 3: 年初以来，政策对“新型消费”的重视度明显提高 8
表 4: 参考国外经验，人均 GDP 达 5000 美元时开启消费升级进程 10
表 5: 商品期货市场核心品种普遍上涨 14
表 6: 商品期货市场细分品种中，铁矿石指数领涨 15

1、 “需求侧改革”，战略意义和内涵理解

事件：

中共中央政治局 12 月 11 日召开会议。会议要求，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。（资料来源：新华网）

点评：

12 月政治局会议，首次提出“需求侧改革”，是“双循环”大战略下的重要政策布局。12 月 11 日中央政治局会议提出，要“注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”，首次提出“需求侧改革”概念。类似表述，在 11 月刘鹤署名文章中便已出现[1]。这是“双循环”大战略下的重要政策部署，发挥国内超大规模市场优势，构建更高水平的供需动态平衡。

表1：“需求侧改革”是“双循环”大战略下的重要政策布局

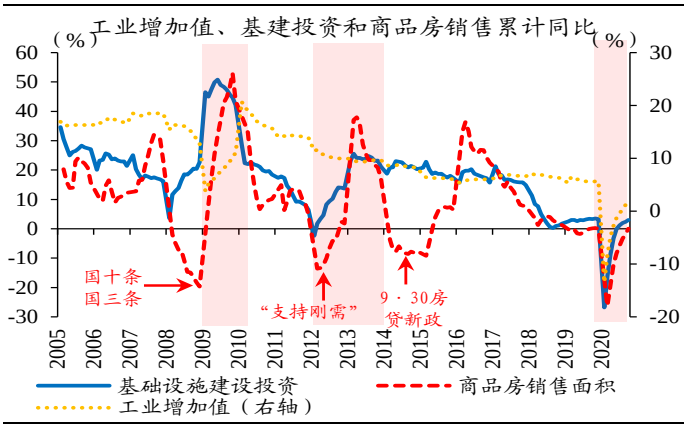
时间	文件/会议	内容要点
2020 年 5 月	全国政协联组会	我们要把满足国内需求作为发展的出发点和落脚点，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2020 年 7 月	企业家座谈会	我们必须集中力量办好自己的事，充分发挥国内超大规模市场优势，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势。
2020 年 7 月	中共中央政治局会议	我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2020 年 11 月	刘鹤《加快构建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》	在坚持以供给侧结构性改革为主线的过程中，**要高度重视需求侧管理，坚持扩大内需这个战略基点**，始终把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。
2020 年 12 月	中共中央政治局会议	要扭住供给侧结构性改革，**同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，**贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。

资料来源：新华网、开源证券研究所

传统“扩内需”，更多依赖于负债驱动型的投资扩张，尤其是基建和房地产这两大“发动机”；伴随存量债务累积，投资效率不断下降，传统增长模式已难以为继。我国早期发展阶段，是典型的负债驱动型增长；经济压力比较大时，基建和地产是常见的两大抓手，分别对应政府加杠杆和居民加杠杆。以前杠杆较低、债务负担不大，负债驱动型增长模式效率非常高。随着杠杆的不断抬升，债务对微观个体的现金流自由度、及经济行为空间形成明显压制。2008 年实体部门融资付息率约 20%，而现在已经在 60%-70%左右。

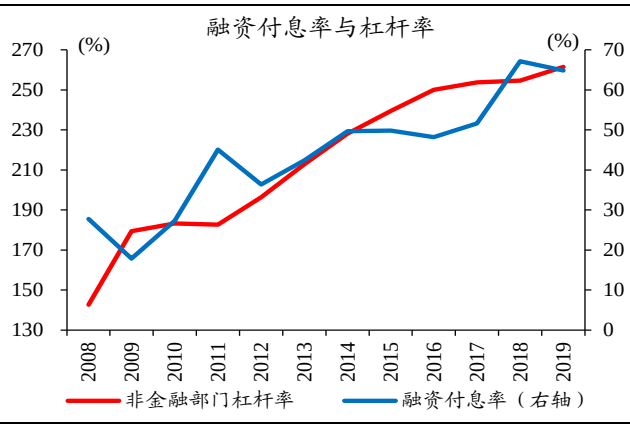
[1] 2020 年 11 月，国务院副总理刘鹤发表署名文章《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》。

图1：传统周期下，基建和地产是稳增长重要抓手



数据来源：Wind、新华社、开源证券研究所

图2：传统债务驱动型增长模式下，杠杆持续攀升



数据来源：Wind、CNBS、开源证券研究所

需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动；可能的举措，或从需求端“牵引”、供给端“创造”两个维度展开，提振居民消费需求。近年来，在传统动能减弱的同时，政策更加强调消费对经济发展的基础性作用。结合扩大内需相关政策表述来看，需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动，通过完善分配制度、鼓励重点商品消费、改善消费环境、加大财税金融支持等方式，来提振居民消费；并多措并举扩大消费供给、创新消费模式、加强配套基础设施建设，来实现供给创造消费。

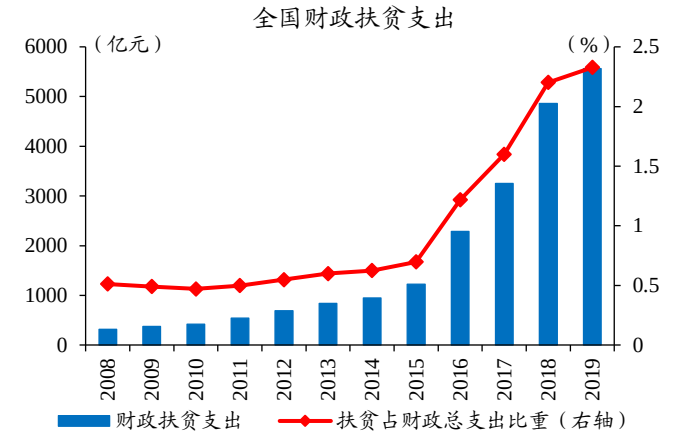
图3：需求侧改革，或从“需求牵引供给”和“供给创造需求”两方面展开



资料来源：中国政府网、新华社、开源证券研究所

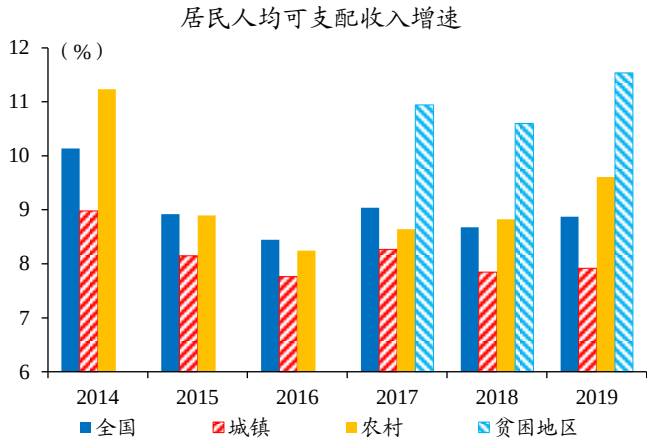
政策完善分配制度，通过提高居民收入、减轻支出压力，来改善居民可支配收入水平、鼓励消费。内生的消费动能，主要来自于居民收入水平的改善。提高收入方面，政策加大力度精准脱贫、推动乡村振兴战略，增加低收入群体收入；2017 年以来，贫困地区人均可支配收入维持 10%以上高增速。持续推进社保制度改革、扩大覆盖范围，2019 年基本医疗保险已覆盖超 13.5 亿人。通过规范发展资本市场、加大上市公司分红比例，可以提高居民财政性收入。减轻居民支出压力方面，推动个税改革，降低税负；强化房地产市场调控、稳定房价，改善居民的可支配收入水平。

图4：近年来，财政加大扶贫力度



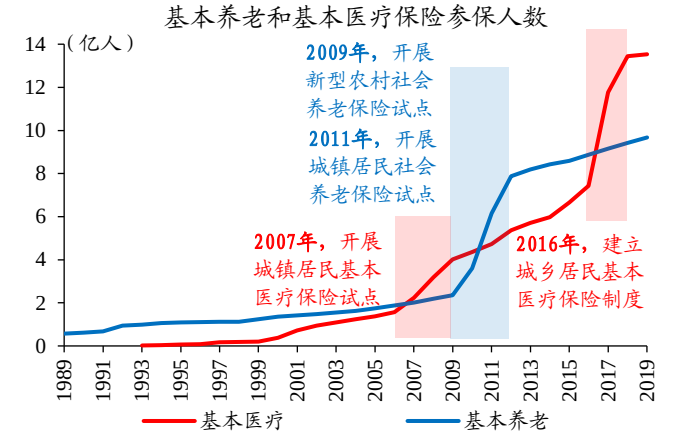
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：贫困人口和农村人口收入增速显著高于城镇



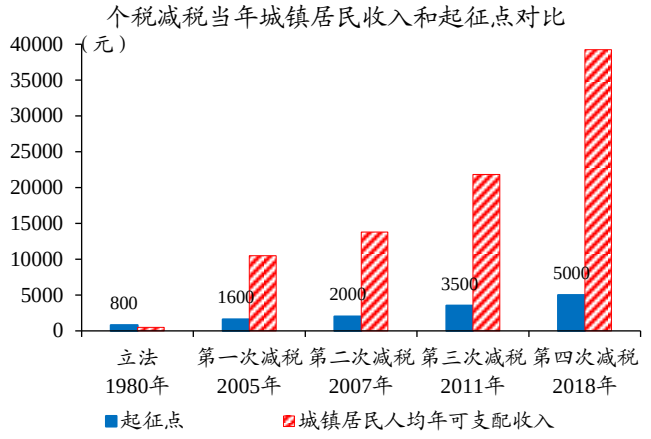
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近年来，政策推动扩大社保覆盖范围



数据来源：Wind、开源证券研究所

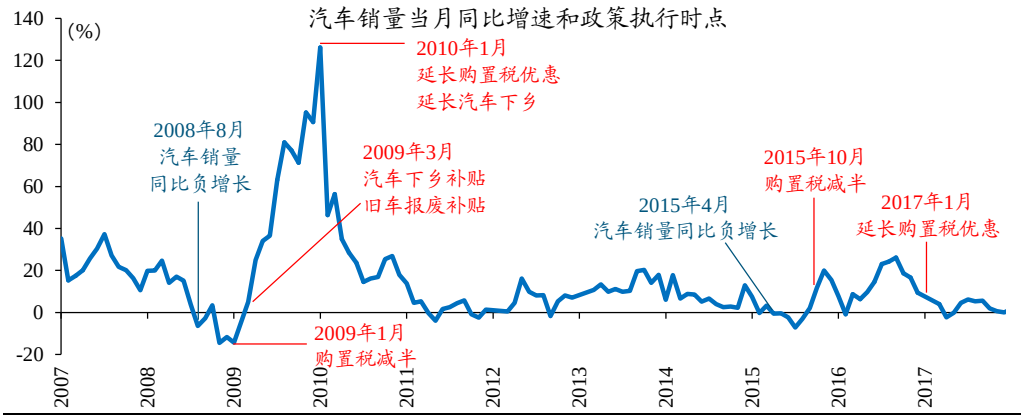
图7：2018 年个税改革，降低居民个税负担



数据来源：中国政府网、开源证券研究所

在传统消费领域，政策从以往的“全面”刺激为主、向“结构性”支持转变，并着力进行制度优化、改善消费环境。传统周期下的促消费，通常以全面的大规模财政补贴和减税举措为主。比如 2009 年，推出全国性的车购税减半等政策，强刺激下，汽车销量增速一度超过 100%。2018 年以来，汽车和家电等重点商品的促消费政策，则具有明显结构性，由地方政府自行安排相关补贴、全国性的补贴仅针对新能源汽车等新兴产业领域。同时，政策更加注重制度改革和消费环境优化，比如放宽汽车限迁和限购、发展养护和租赁等汽车后市场、开展“大家电安全使用年限提醒”活动等。

图8：传统周期下的促消费，以全国性的“全面”刺激为主



数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

表2：2018 年以来，“促消费”的举措已发生转变

时间	文件/会议	内容要点
2018 年 9 月	《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》	实行鼓励和引导居民消费的政策，从供需两端发力，积极培育重点领域消费细分市场，**全面营造良好消费环境，不断提升居民消费能力**。
2018 年 9 月	《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》	进一步放宽旅游、文化、体育、健康、养老、家政、教育培训等服务消费领域**市场准入**。大力发展住房租赁市场，促进汽车消费优化升级，发展壮大绿色消费。
2019 年 1 月	优化市场供给促进居民消费电视电话会议	着力扩大消费规模，**因地制宜**促进汽车、家电消费，**有条件的地方**要加大政策支持力度，满足人民群众对绿色智能新型汽车和家电的消费需求；推动农村消费提质扩容，支持优质工业品下乡。
2019 年 6 月	《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）》	聚焦汽车、家电、消费电子产品领域，进一步巩固产业升级势头，增强市场消费活力，提升消费支撑能力，**畅通资源循环利用，**促进形成强大国内市场，实现产业高质量发展。
2019 年 8 月	完善促进消费体制机制部际联席会议第一次会议	破除制约消费扩容提质的体制机制障碍，大力提高产品和服务的供给质量。以健全质量标准和信用体系为工作重点，努力营造安全放心诚信的消费环境。从需求端精准施策进一步释放内需潜力，**多用改革办法扩大消费**。
2020 年 3 月	《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》	顺应居民消费升级趋势，**加快完善促进消费体制机制，进一步改善消费环境**，发挥消费基础性作用，助力形成强大国内市场。
2020 年 10 月	《近期扩内需促消费的工作方案》	实施促进实物消费政策，畅通供需更高水平良性循环，开展“大家电安全使用年限提醒”活动，在秋冬季推出全国家庭应急物资储备建议清单。

资料来源：中国政府网、新华网、开源证券研究所

在供给端创造需求，通过科技和业态等创新，扩大信息化智能化消费、绿色消费等新型消费的供给，并鼓励消费新模式、新场景等发展。年初以来，政策向新型消费倾斜，明确提出构建“智能+”消费生态体系，包括丰富 5G+、超高清视频、增强现实/虚拟现实等新技术的应用场景，带动 5G 手机等绿色智能终端消费，发展远程医疗、在线教育、智慧养老等“互联网+社会服务”消费模式等。此外，平台经济、线上经济等，在监管规范下，也是培育消费的重要方向。

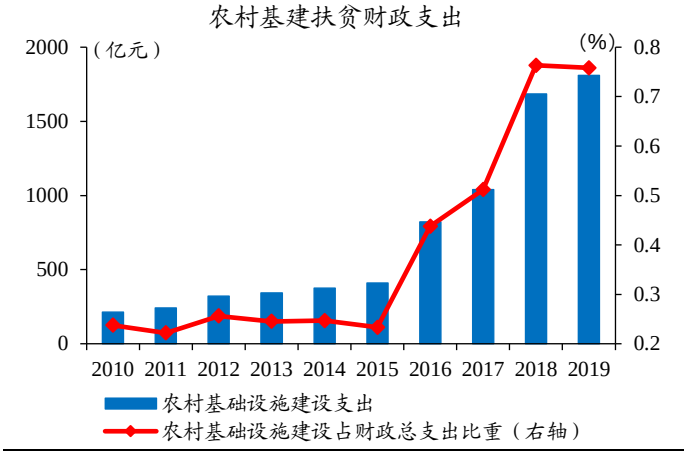
表3：年初以来，政策对“新型消费”的重视度明显提高

日期	会议/文件	政策要点
2 月 3 日	中央政治局常委会	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。**
2 月 24 日	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	**大力促进市场消费提质扩容，支持新业态新模式，**丰富 5G+、超高清视频、增强现实/虚拟现实等应用场景，推动发展远程医疗、在线教育、数字科普、在线办公、协同作业、服务机器人等，带动智能终端消费。
3 月 4 日	中央政治局常委会	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。
3 月 13 日	《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。
5 月 13 日	发改委主任何立峰署名文章	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。**
10 月 29 日	《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。
11 月 25 日	国务院副总理刘鹤署名文章	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。**

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

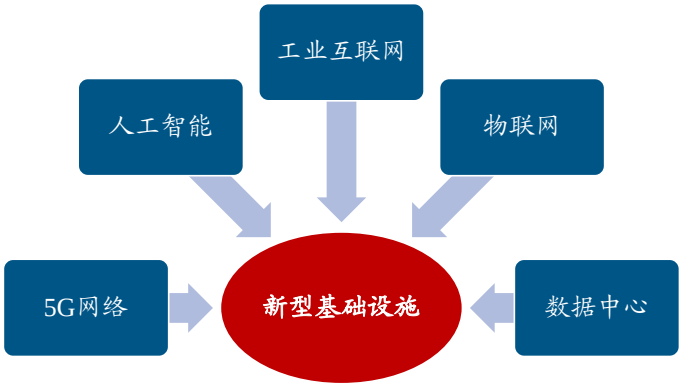
配套基础设施，是供给端建设的重要内容，政策着力支持农村基建、新型基建、绿色基建等重点领域基础建设。在农村消费潜力尚待挖掘、消费下沉持续演进背景下，加强城乡消费基础设施建设，是政策重要支持方向。《交通强国建设纲要》等多个文件均提出，要加快发展农村流通体系，推进农村电商物流、冷链物流、配送网络等建设。近年来，财政也持续加大对农村基建的扶贫支出，2019 年支出规模已达 2015 年的 4.4 倍。此外，5G 等新型基建，为新一代信息技术消费打造硬件基础；充电桩等绿色基建，为新能源汽车创造良好使用环境等，均是政策的重要支持方向。

图9：2019 年农村基建扶贫财政支出为 2015 年的 4.4 倍



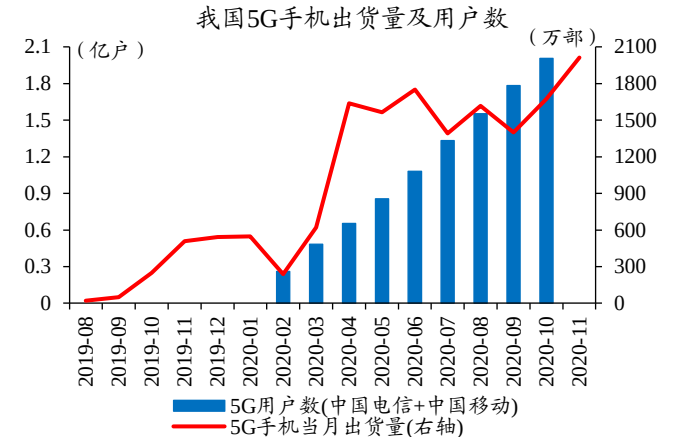
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中央会议中明确提到的“新型基建”领域



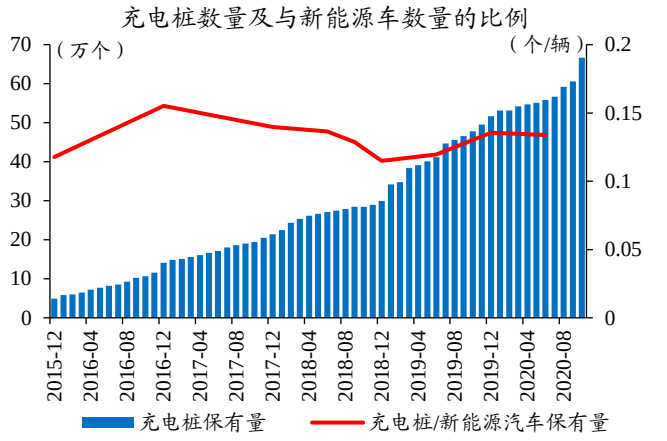
资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图11：5G 的推广，实现了“供给创造需求”



数据来源：Wind、开源证券研究所

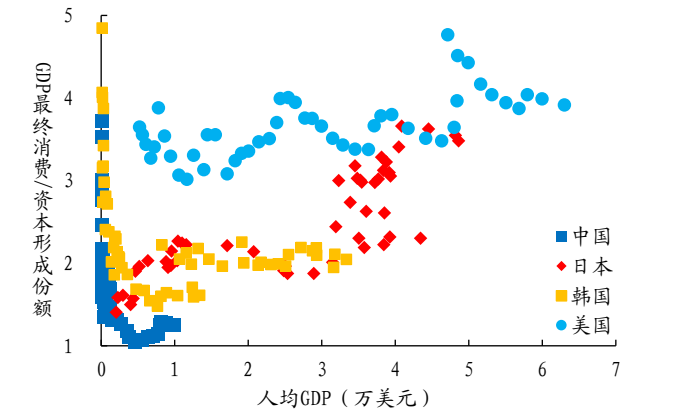
图12：充电桩保有量持续扩张，但仍有较大提升空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

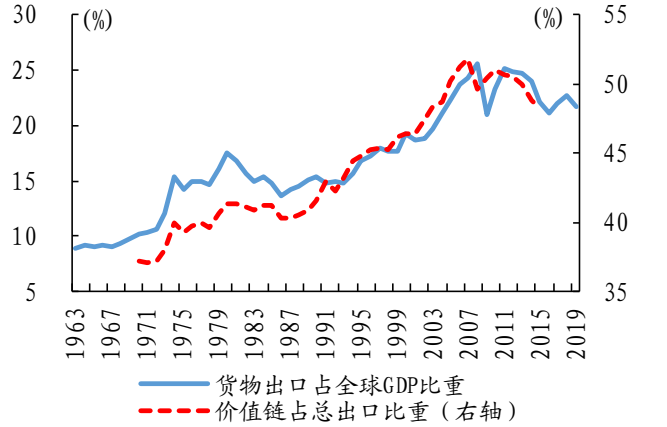
从投资驱动向消费驱动的转变，是经济发展的必然；在“供应链收缩”大背景下，“需求侧改革”激发内需活力，适逢其时。先导型经济体经验显示，在经济发展的不同阶段，经济增长的核心驱动并不相同；在经济发展水平较低、快速增长的追赶阶段，投资对经济贡献显著，伴随经济水平的不断提升，经济增长将从以投资驱动为主向消费驱动转变。2011 年起，中国经济增长的核心驱动已开始逐步体现，但仍低于发达经济体的可比阶段。在近年来的全球供应链收缩、重构大背景下，外需对经济增长贡献趋于减弱，“需求侧改革”有助于加快激发内需活力，适逢其时。

图13：从投资驱动向消费驱动转变，是经济发展的必然



数据来源： 世界银行、开源证券研究所

图14：近年来，全球供应链出现“收缩”



数据来源：世界银行、开源证券研究所

从先导型经济体的发展规律来看，人均 GDP 到 1 万美元左右，消费升级进一步加快体现。参照国际经验来看，人均 GDP 达到 5000 美元以上之后，消费需求会更加追求个性化、差别化，消费升级的需求、表征也更明显；例如，这一阶段居民服务消费需求快速释放，实物消费从量变转向质变。中国人均 GDP 自 2011 年跨过 5000 美元门槛，进入品质消费升级阶段；2019 年，中国人均 GDP 首次突破 10000 美元，消费升级需求进一步加快释放。

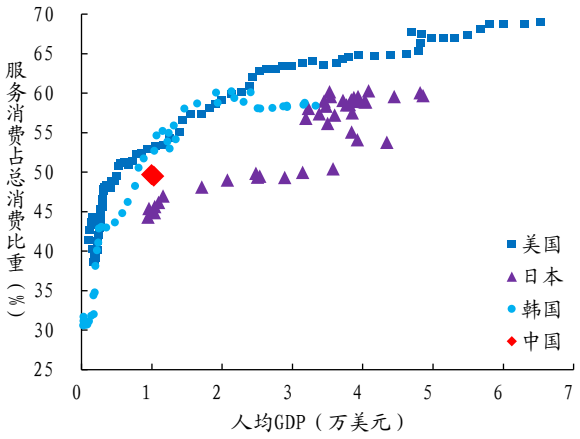
表4：参考国外经验，人均 GDP 达 5000 美元时开启消费升级进程

	人均 GDP	消费主题	日本	美国	中国
第一阶段 生存消费		消费以生存所需的必要商品为主	1921-1941	-	20 世纪 80 年代-1992 年
第二阶段 大众消费	<5000 美元	私家车、私人住宅、大家电普及	1945-1974	1920-60 年代	1992-2010 年
第三阶段 品质消费	5000-30000 美元	消费从量变到质变，追求个性化、差别化、倾向品牌消费	1975-2004	1960-90 年代	2011 年至今
第四阶段 理性消费	>30000 美元	无品牌倾向，朴素化、休闲化；注重性价比	2005-至今	20 世纪 90 年代后	--

资料来源：三浦展 (2014)[2]、开源证券研究所

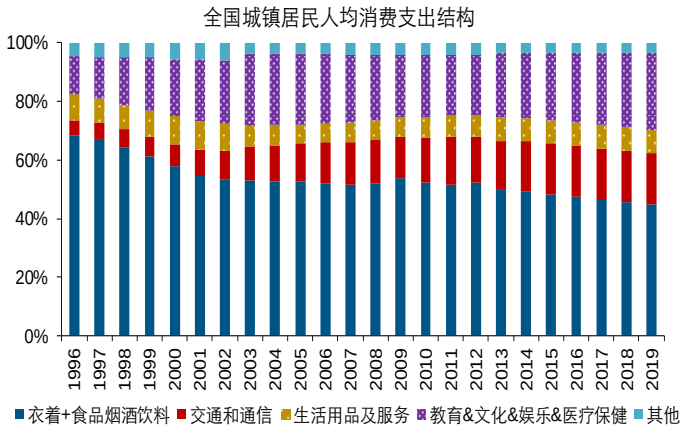
我国全方位消费升级是大势所趋，服务消费的改善需求空间最为可观。先导经济体发展经验显示，消费全方位的升级是必然的，不只是实物消费，还包括服务消费等；其中，服务需求改善空间最大。中国近些年来的发展历程亦不例外，文教娱乐、医疗保健等更高层次的服务型消费需求，占比趋势性抬升。截至 2019 年，中国居民消费支出中服务消费占比首次过半、达 50.2%，但仍远低于发达经济体平均水平（日韩 60%左右、美国 70%左右）。参考美、日、韩等发达经济体经验，以医疗、文化娱乐等为代表的升级类消费需求，上升趋势最为“确定”。

图15：服务消费占比随经济发展水平抬升是客观规律



数据来源：Wind、开源证券研究所

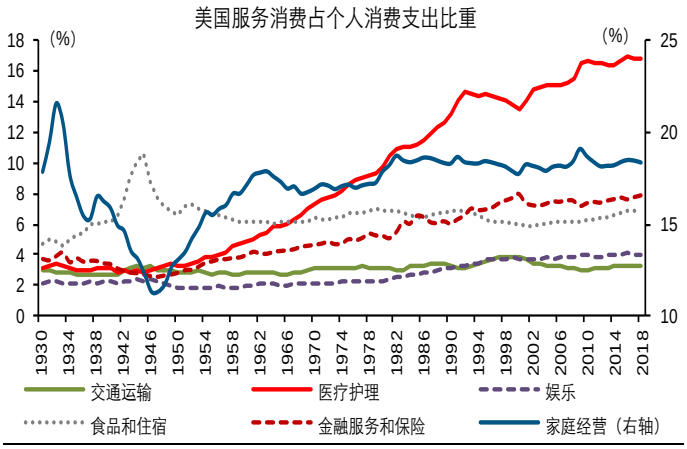
图16：近年来，中国发展和娱乐型服务消费占比抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

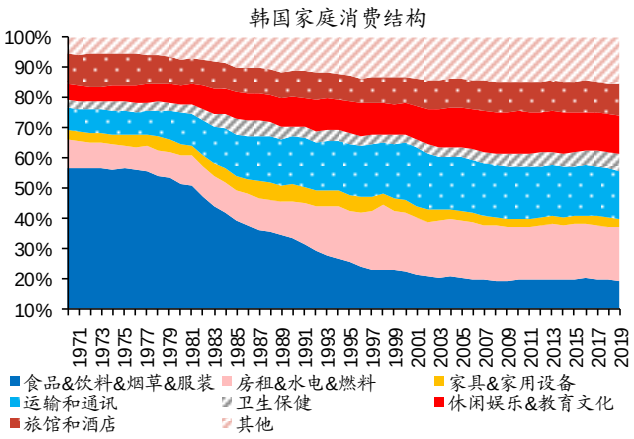
[2]三浦展，第四消费时代[M]，东方出版社，2014。

图17：美国医疗、金融服务、娱乐消费占比趋势性抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

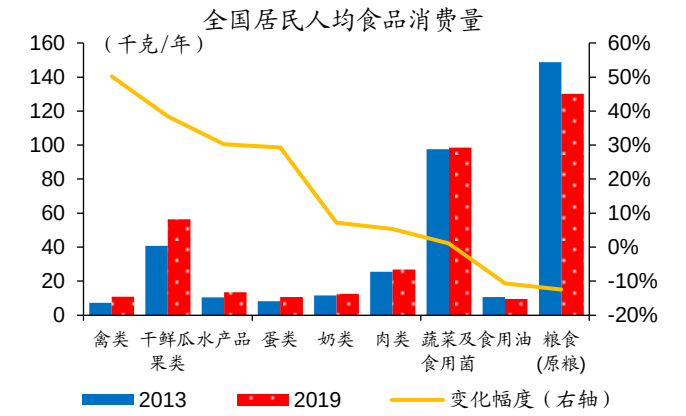
图18：韩国休闲娱乐、教育文化消费占比抬升最为显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

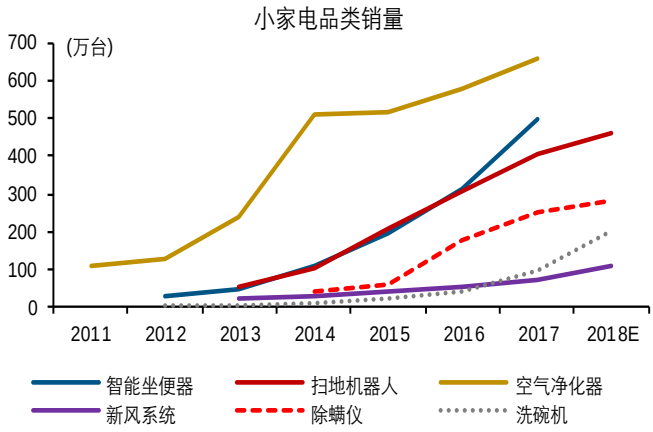
实物消费的升级，体现为中高端商品消费占比的抬升，在必需和可选消费中都将持续体现。居民必选消费的升级，以追求高品质和健康为主。例如，居民饮食结构中，粮食和食用油消费数量减少，水果、水产品等消费增加；进一步地，乳制品中的巴氏奶和酸奶，啤酒和方便面中的中高端产品，消费占比抬升。可选消费的升级，体现为对品牌、质量等的追求，在汽车和家电等领域表现得尤为清晰。

图19：居民人均消费粮食减少、水果和水产品等增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

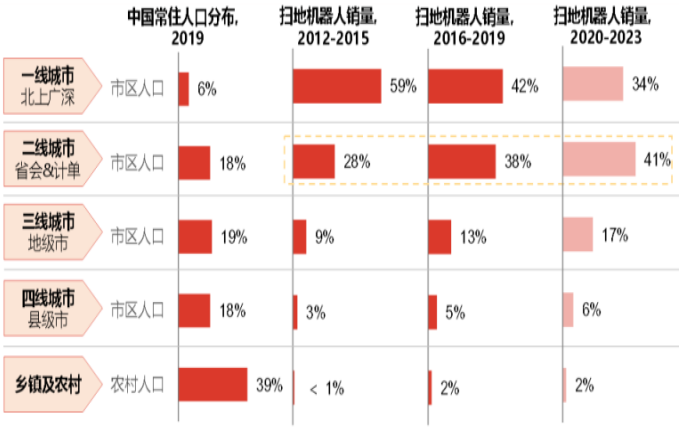
图20：家电新品类中的多功能小家电，近年销量扩张



数据来源：中怡康、奥维云网、开源证券研究所

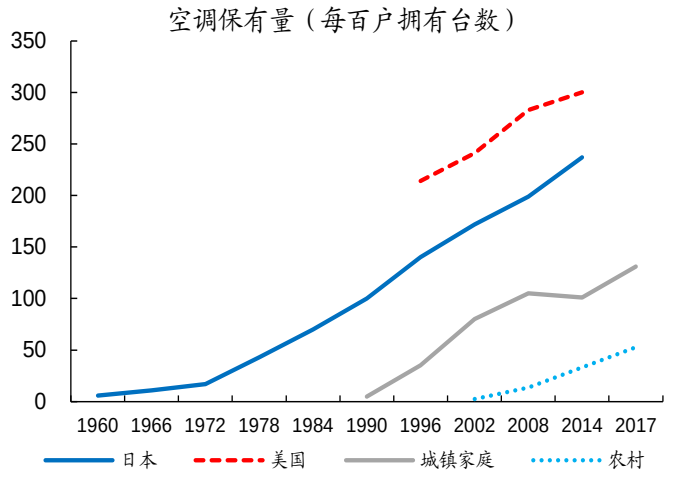
低线城市与农村的消费升级内涵不同，“长尾效应”下大众消费升级空间广阔。对我国而言，长期城乡二元化发展导致的城乡居民所处消费阶段不同，对应消费升级逻辑的分化。其中，一二线城市处于品质消费阶段，高品质商品、体验服务消费需求旺盛；例如，必需消费品中的生鲜等健康食品、可选消费品中的个性化小家电需求快速增长。相较之下，低线城市及农村地区，汽车、大家电等保有量总体依然偏低，大众消费升级空间广阔；近年来，农村社保体系完善、扶贫、“振兴农村”相应的基础设施投资等，对消费升级起到了助推，值得持续关注。

图21：以扫地机器人为例，小家电需求集中于一二线



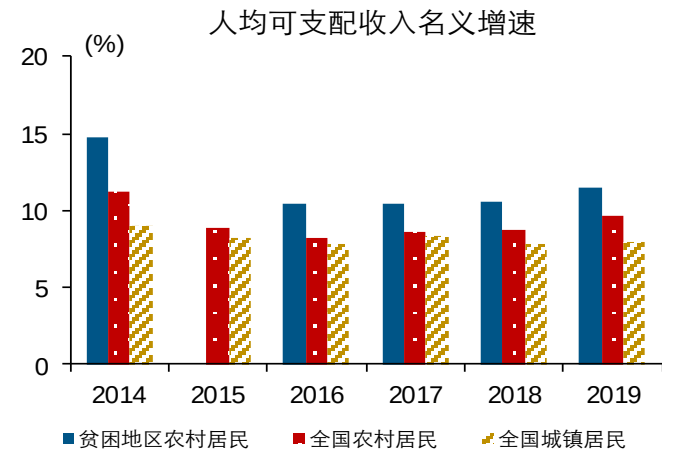
数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

图22：以空调为例，中国农村大家电保有量仍然偏低



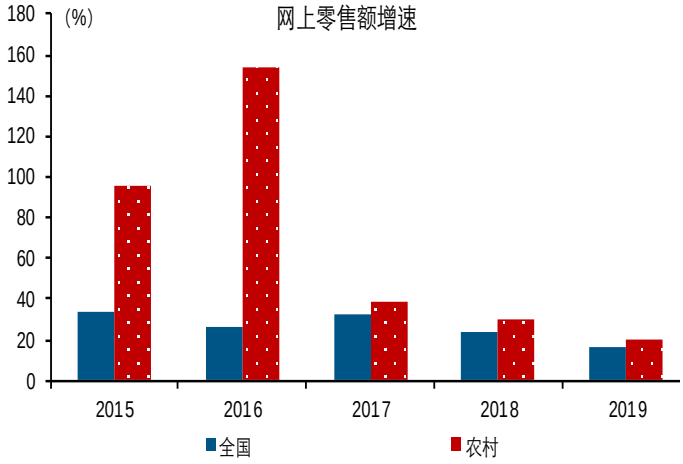
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图23：农村居民收入增速明显超过城镇居民平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：近年来，农村社会零售增速远超全国平均水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

通过以上研究，我们发现：

（1）12 月政治局会议，首次提出“需求侧改革”，是“双循环”大战略下的重要政策布局，“打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”，着力发挥国内超大规模市场优势。

（2）传统“扩内需”，更多依赖于债务驱动型的投资扩张；伴随债务累积，投资效率下降，传统增长模式已难以为继。需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动；可能的举措，或从需求端“牵引”、供给端“创造”两维度展开。

（3）政策完善分配制度，通过精准脱贫、乡村振兴、扩大社保等举措，提高居民收入水平；加大个税改革、调控房价等，减轻居民支出压力，增强消费内生动能。促消费举措，从全面刺激向“结构性”支持转变，并通过制度优化，改善消费环境。

（4）在供给端创造需求，通过科技和业态等创新，扩大新型消费供给。包括引

导科技创新，扩大新型、绿色、高技术商品的供给；推动业态创新，培育新场景、新模式等。同时，加大消费基础设施建设力度，重点支持农村基建、新型基建等领域。

（5）从投资驱动向消费驱动的转变，是经济发展的必然；2011 年起，中国经济增长的核心驱动已开始逐步体现。在“供应链收缩”大背景下，内需重要性进一步凸显，“需求侧改革”有助于加快激发内需活力、助力经济增长动能切换，适逢其时。

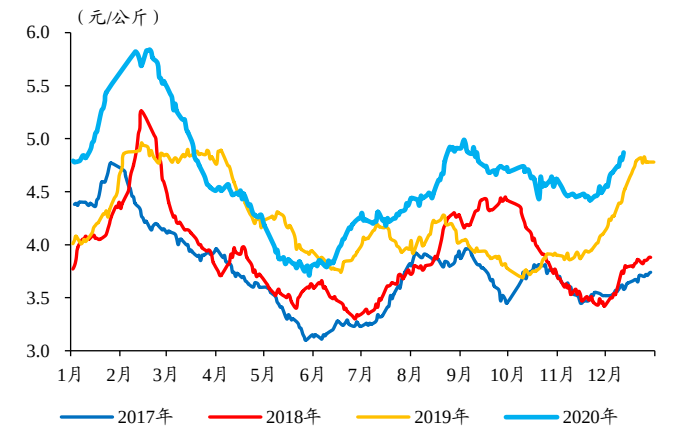
（6）政策助力内需加快释放下，全方位消费升级是大势所趋。其中，医疗、文娱等服务消费，上升趋势确定、空间较大。实物消费升级，体现为必须消费追求高品质和健康，可选消费关注品牌和质量等。“长尾效应”下，大众消费升级空间广阔。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜、猪肉平均批发价均环比上涨

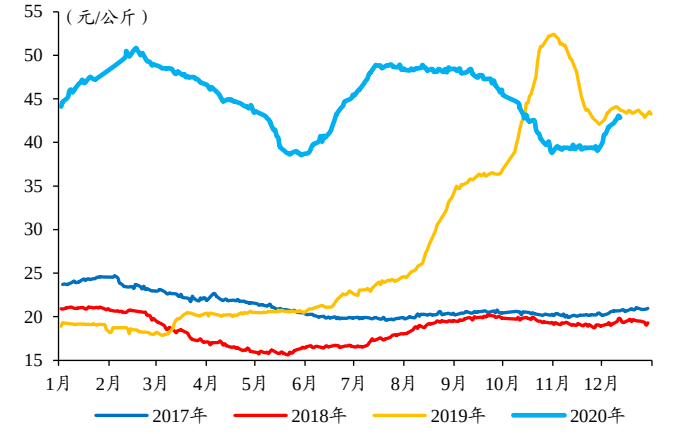
上周（12 月 7 日-12 月 11 日），蔬菜和猪肉平均批发价格均上涨。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨 4.1%，至 4.87 元/公斤。猪肉平均批发价周环比上涨 2.5%，至 42.84 元/公斤。

图25：农业部 28 种重点监测蔬菜价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：农业部猪肉平均批发价上涨

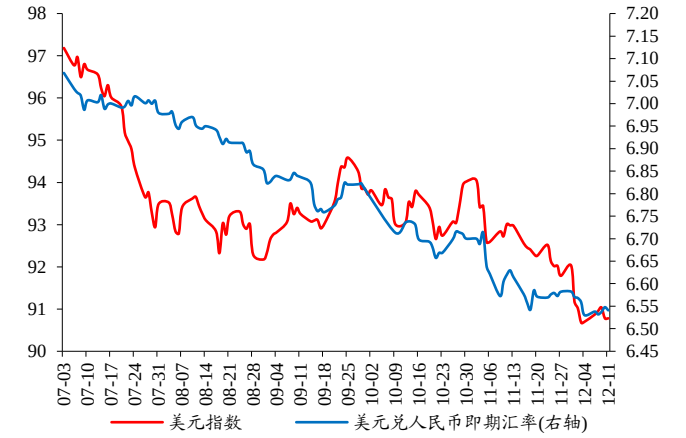


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元贬值

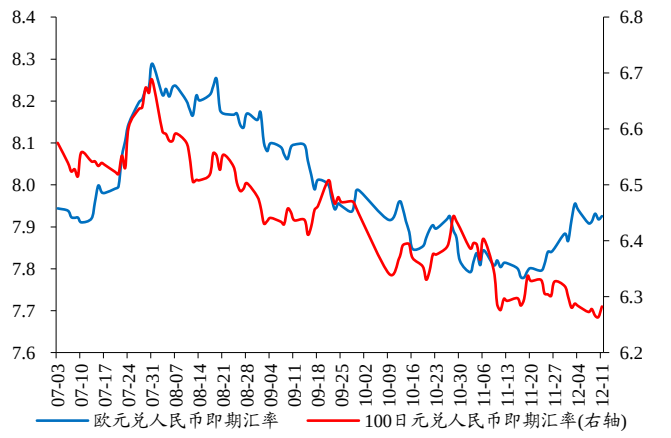
上周（12 月 07 日-12 月 11 日），人民币对美元贬值 0.17%，周五美元兑人民币汇率收于 6.54；美元指数收于 90.78，较前周（11 月 30 日-12 月 04 日）下降 0.09%。美元兑人民币即期-中间日均价差为 19 基点；离岸、在岸人民币日均价差-178 基点。

图27：人民币对美元贬值，美元指数下降



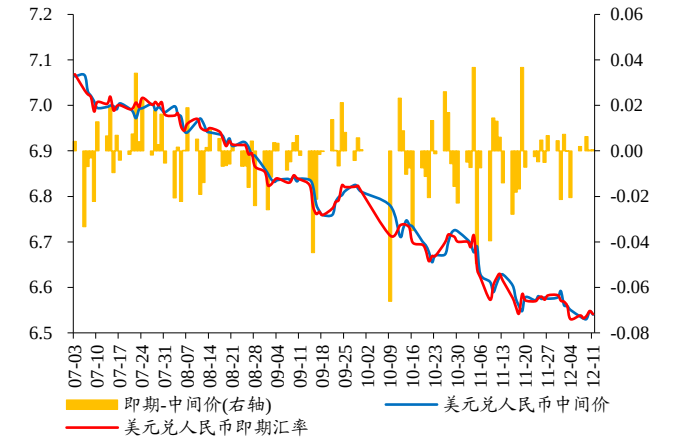
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：人民币对欧元升值、对日元升值



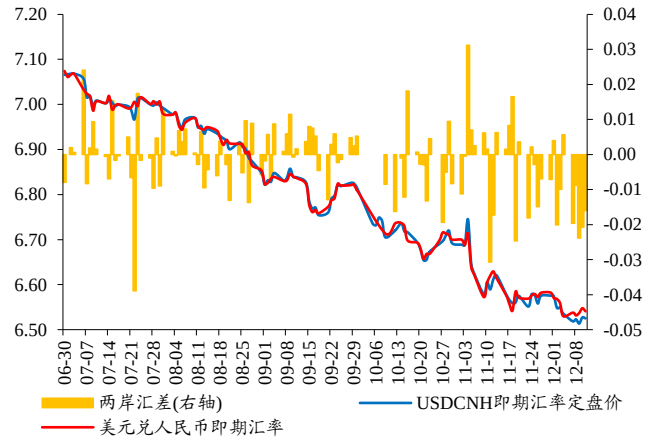
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：美元兑人民币即期-中间日均价差为 19 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：离岸、在岸人民币日均价差-178 基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品价格普遍上涨，金属指数领涨

上周（12 月 07 日-12 月 11 日），商品期货核心品种普涨，金属指数领涨。上周南华商品综合指数上涨 2.0%。核心品种普遍上涨，金属指数领涨，周环比涨幅 5.1%。细分品种来看，铁矿石指数领涨，周环比涨幅为 9.8%；白银、玉米指数领跌，周环比跌幅均为 1.8%。

表5：商品期货市场核心品种普遍上涨

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	2.0%	2.7%	0.1%	5.1%	1.3%	-0.9%
前周涨幅	1.1%	1.6%	-1.4%	1.8%	1.8%	1.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：商品期货市场细分品种中，铁矿石指数领涨

	能源化工			金属				加工					农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA指数	南华PVC指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	9.8%	8.1%	4.8%	2.4%	0.8%	-1.8%	-0.5%	6.6%	0.1%	5.7%	0.9%	7.5%	-1.8%	-1.1%
前周涨幅	7.6%	7.7%	5.7%	0.0%	2.4%	4.0%	0.8%	1.6%	1.0%	-0.3%	2.3%	3.5%	-0.1%	-2.8%

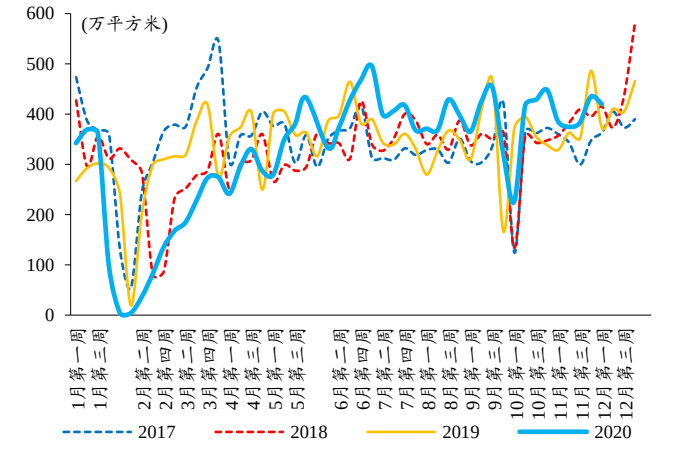
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交面积下降，土地市场量价齐跌

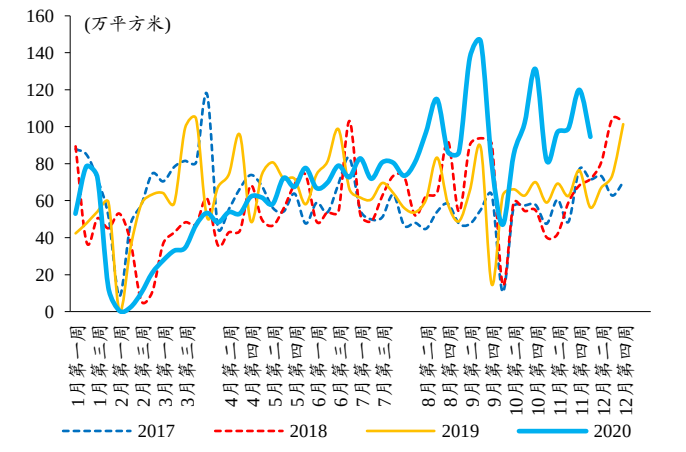
前周（11 月 29 日-12 月 06 日），30 大中城市商品房成交面积环比下降，一线、三线城市成交面积减少、二线城市成交面积增加。前周，30 城商品房成交面积 420 万平方米，周环比下降 3.4%。分城市来看，一线城市成交面积 95 万平方米，周环比下降 21.2%；二线城市成交面积 205 万平方米，周环比上升 10.7%；三线城市成交面积 120 万平方米，周环比下降 7.1%。

图31：30 大中城商品房成交面积环比下降



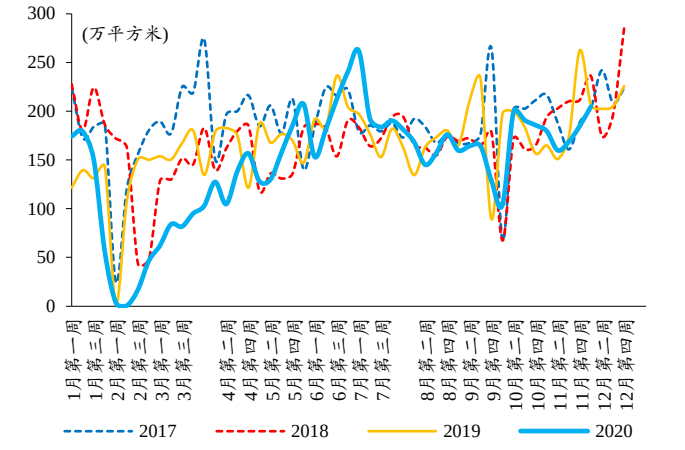
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：30 大中城商品房一线城市成交面积减少



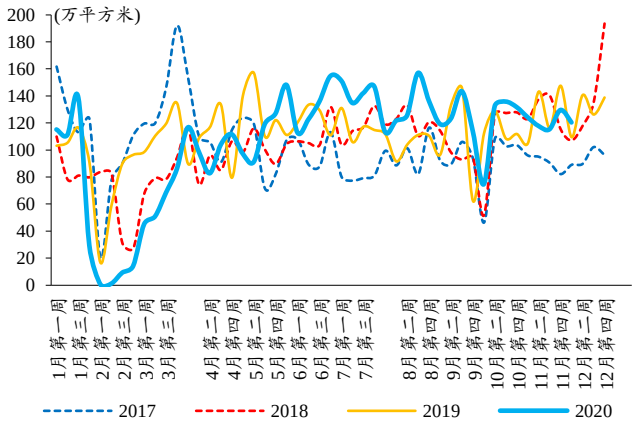
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：30 大中城商品房二线城市成交面积增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

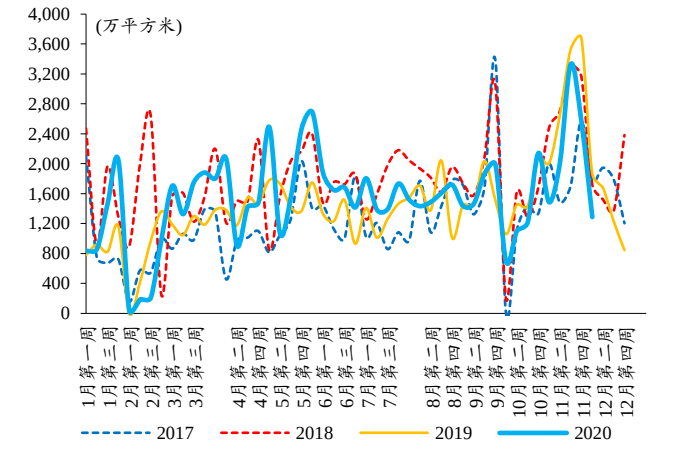
图34：30 大中城商品房三线城市成交面积减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

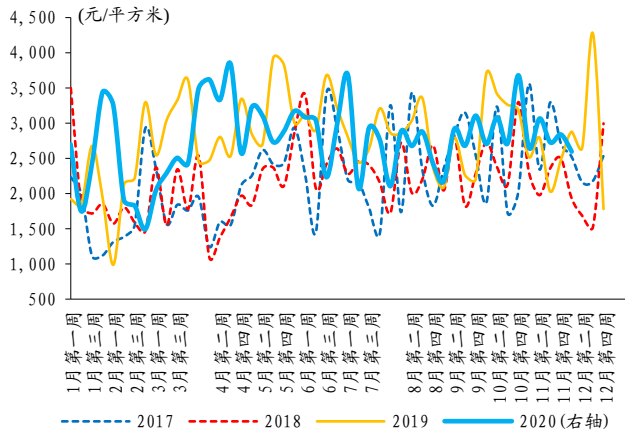
土地供应量价齐跌，土地成交溢价率下降。前周（11 月 29 日-12 月 06 日），100 大中城市土地供应占地面积 1288 万平方米，周环比下降 49.5%；土地挂牌均价 2596 元/平方米，周环比下降 8.5%。前周，土地溢价率下降 11.51 个百分点。

图35：100 城供应土地占地面积减少



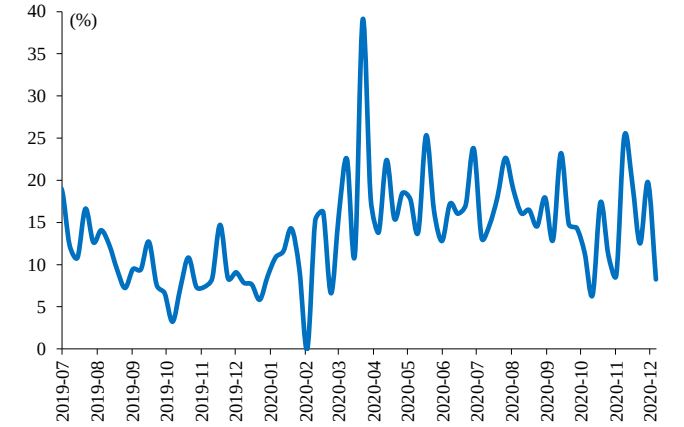
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：100 城供应土地挂牌均价下跌



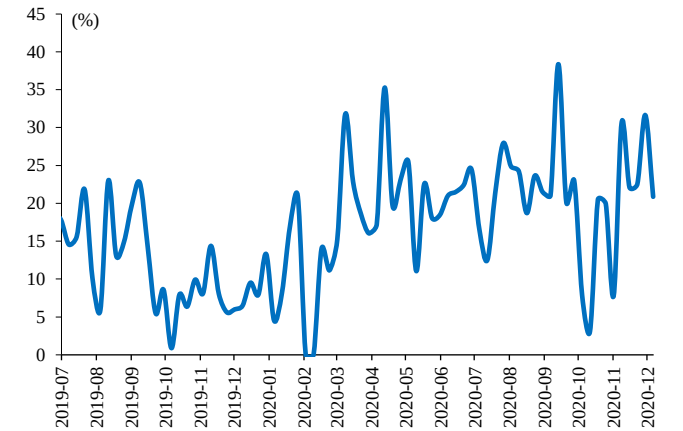
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：100 城住宅类用地成交土地溢价率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

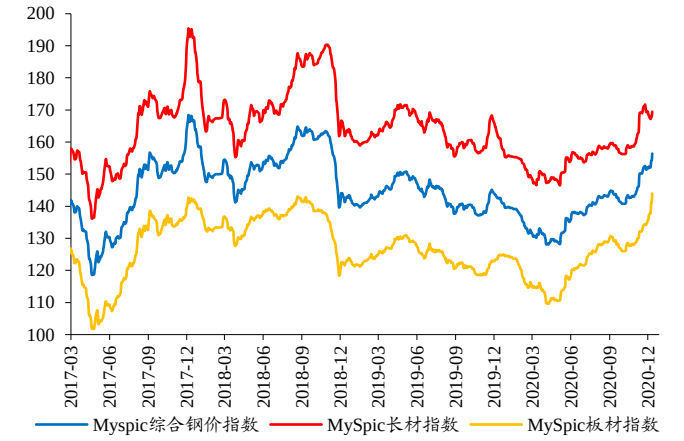


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢铁、玻璃价格均有上涨，水泥价格持平

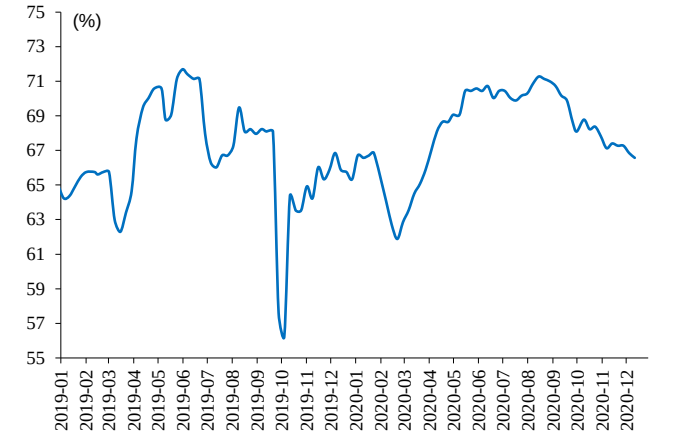
上周（12 月 07 日-12 月 11 日），钢铁价格上涨，水泥、玻璃价格上涨。上周，Myspic 钢价综指收于 156.39，周环比涨幅为 2.7%。全国水泥价格指数收于 155.02，较上周保持不变；全国玻璃价格指数收于 1,443.17，周环比涨幅为 1.62%。

图39：线材、长材价格指数均上涨



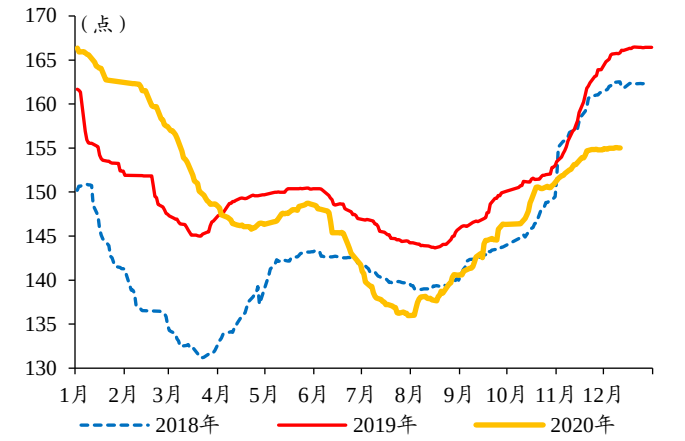
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：前周全国高炉开工率下降



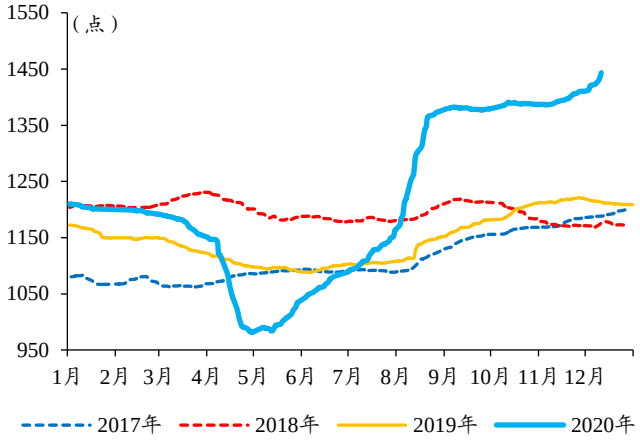
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：水泥价格指数保持不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

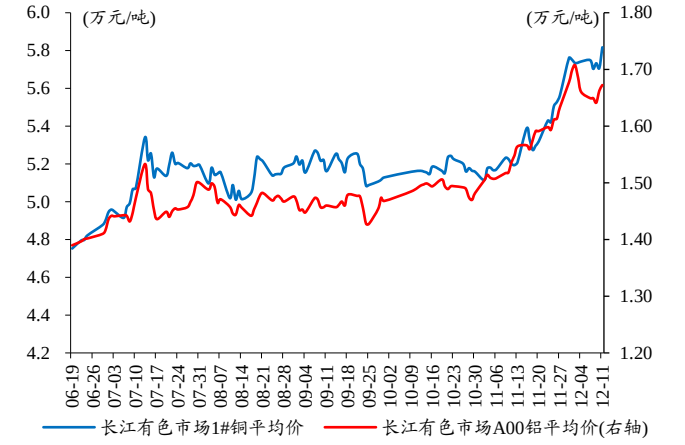
图42：玻璃价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

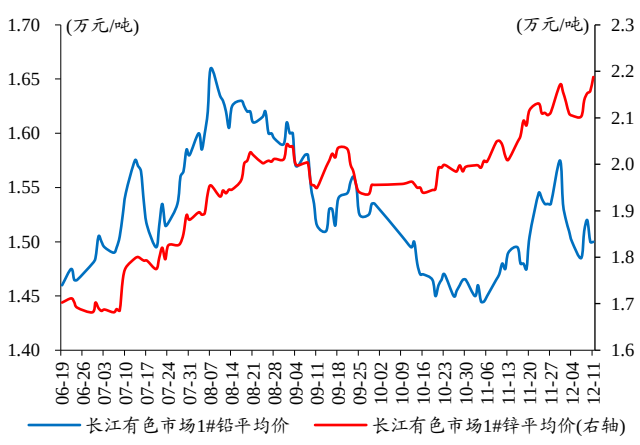
有色金属有涨有跌，其中铜铝锌价格均上涨、铅价格不变，铝铅库存增加、铜锌库存减少；橡胶价格上涨。上周（12 月 07 日-12 月 11 日），有色金属价格有涨有跌，长江有色铜、铝、锌价格分别周环比上涨 1.3%、0.7%、3.9%，铅价格较上周保持不变。上期所库存小计来看，铝、铅库存周环比涨幅为 0.1%，13.8%，铜、锌库存周环比跌幅分别为-16.0%，-15.9%。上周，橡胶价格收于 11,220 元/吨，周环比跌幅为-1.8%。

图43：长江有色市场铜、铝、锌价格上涨



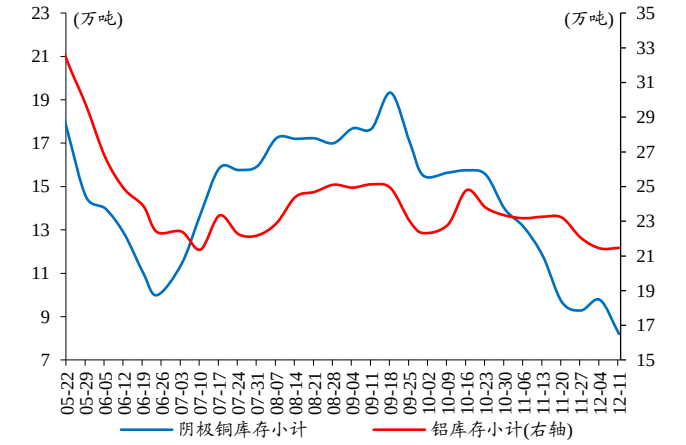
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：长江有色市场铅价格保持不变



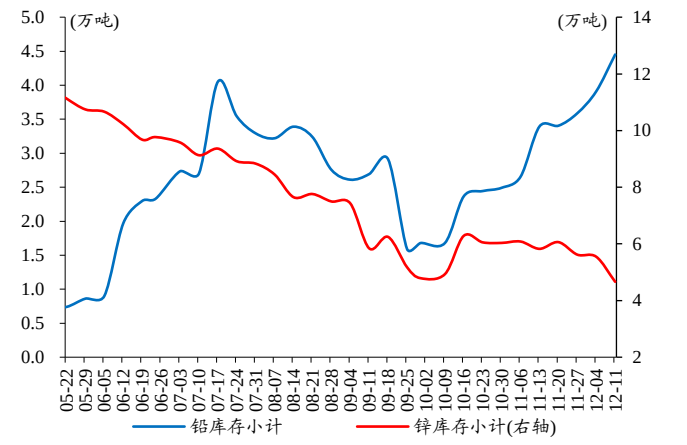
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：上期所铜、锌库存均减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：上期所铝、铅库存均增加

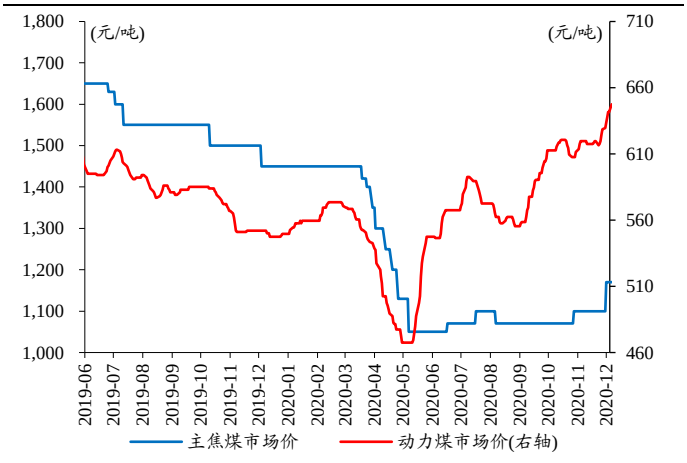


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：国际油价继续上行，有色金属大多上涨

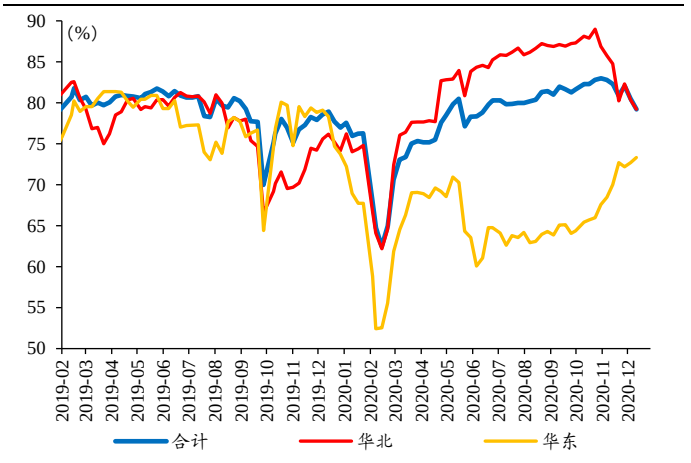
上周（12 月 07 日-12 月 11 日），主焦煤价格持平前周、动力煤市场价格上涨；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率下降。上周，焦煤价格为 1170 元/吨，持平前周；动力煤价格 692.50 元/吨，较前周上升 7.2%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 79.22%，较前周下降 1.3%。

图47：焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

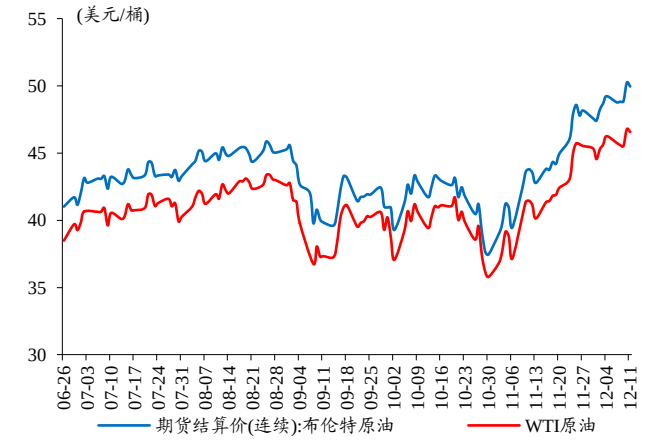
图48：国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

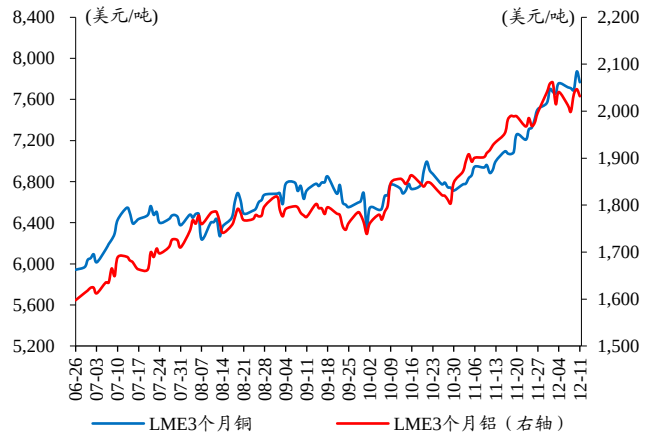
上周（12 月 07 日-12 月 11 日），国际原油价格上涨，国内汽油、柴油价格均上涨，LME3 个月铜、铅、锌期货价格均上涨，铝期货价格下跌。上周，国际原油期货结算价格上涨，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价周环比分别上涨 1.5%、0.7%；国内汽油较前周上涨 3.2%、柴油较前周上涨 2.8%。LME3 个月铜、铅、锌期货价格周环比涨幅分别为 0.1%、1.2%、1.6%、铝期货价格周环比跌幅为 0.4%。

图49：国际原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：LME3 个月铜价格上涨、铝价格下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

宏观经济出现大幅调整；新冠疫情出现超预期变化。

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R2（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C2、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C2、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	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	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，属于机密材料，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10层
邮编：200120
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

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
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