

宏观深度报告 20241221

提振消费：5个方向与17个抓手——挖掘消费空间系列一

2024年12月21日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

相关研究

《2025 美联储还有几次降息？》

2024-12-19

《顺势而为，见“风”使舵——2025 年度展望（八）之大类资产配置策略（下）》

2024-12-18

■ 11月社零同比增速降至3.0%，消费压力仍然较大，中央经济工作会议提出“大力提振消费”，促消费将成为明年的重点工作。本篇报告梳理消费偏弱的原因，并提出提振消费的5个方向和17个政策抓手。

一、消费偏弱的四个问题

■ （1）从居民收入来看，“工资-GDP”增速差下行是影响消费的重要原因，2022年以来，“工资-名义GDP”增速差先上升后下降，社零的季度增速也走出了相同的趋势，而“工资-GDP”增速差又受到“服务业-工业”增速差影响。

■ （2）从资产价格来看，不要低估财富效应，不要高估超额储蓄。房价下跌时通过收入路径、关联消费路径、现金流路径等3个途径影响消费，从历史经验来看，我国房价涨跌对居民财产性收入和消费信心的影响都是比较显著的，不要低估财富效应的影响。另一方面，超额储蓄≠超额财富，2019年后居民部门超额储蓄快速增长，但居民资产增速在下降，2019-2022年从9.9%降至3.7%，不要高估超额储蓄。

■ （3）从消费对象来看，相比于前几轮低通胀时期，服务消费需求压力更大，第三产业平减指数出现了历史首次负增长。

■ （4）从消费群体来看，青年消费的减速可能是过去几年的主要拖累。2020年之前，青年群体贡献了近六成的消费增量，是消费增长的“领头羊”；2020年后，“领头羊”掉队，青年消费增速下降的幅度比其他群体更大，使得整体消费难以维持此前增速。

二、如何提振消费：5个方向和17个政策抓手

■ 促消费政策可以着眼于5个方向的17个政策抓手，我们将17个政策抓手通过“政策时间（短期执行、长期推进）”和“政策难度”两个维度，进行了分类（图21）。短期内，直接消费补贴和生育补贴政策推出的难度最小、概率最大。一些针对特定群体增收的政策空间充足，但推出难度较大，如提高失业保险受益率。总体而言，提振消费政策必然是改革和刺激并重，通过短期补贴扭转消费下行趋势，通过改革体制机制中约束消费的部分，释放中长期消费活力。具体而言，这些政策包括：

■ （一）直接的消费补贴：（1）“以旧换新”等商品消费补贴加力扩围（2）通过“消费券”补贴服务消费；

■ （二）提高特定群体收入：（3）生育补贴将初婚初育纳入范围；（4）提高失业保险受益率；

■ （三）增加社保补贴：（5）提高城乡居民基础养老金；（6）在居民医保缴费端增加财政补助；

■ （四）开展服务消费的“供给侧改革”：（7）基本民生类服务要增加供给数量；（8）发展享受型服务要提高供给质量；

■ （五）改革体制机制中约束消费的部分：（9）错峰休假、落实年假；（10）稳住楼市股市，发挥财富效应稳消费的作用；（11）工业向服务业的经济转型，改善分配；（12）公共支出从投资向消费转型；（13）优化营商环境，促进个体工商户发展，补居民收入短板；（14）减少消费限制；（15）土地改革，增加农村经营收入和财产收入；（16）生产型向消费型的财税改革；（17）新型城镇化，实现基本公共服务均等化，促进服务消费。

■ 风险提示：（1）如果部分改革政策加速推出，可能出现政策超预期效果；（2）如果部分刺激和补贴政策力度不及预期，短期内政策效果可能不及预期；（3）美国加关税带来外需波动，国内政策应对也会发生变化。

内容目录

1. 消费偏弱的四个问题	4
1.1. 居民收入：“工资-名义 GDP” 增速差为何下降？	4
1.2. 居民资产：不低估财富效应，不高估超额储蓄	8
1.3. 消费对象：服务需求不足更凸显	11
1.4. 年龄群体：谁在拖累消费？	13
2. 如何提振消费：5 个方向与 17 个政策抓手	15
2.1. 消费补贴	16
2.2. 特定群体	17
2.3. 社保补贴	19
2.4. 服务消费的“供给侧改革”	21
2.5. 深化改革	22
3. 风险提示	29

图表目录

图 1: 社零增速趋势与“工资-GDP”增速差基本一致	5
图 2: “工资-GDP”与“三产-二产”两个增速差的同向变动	6
图 3: 从 31 省市来看, 两个增速差也是正相关	6
图 4: 2022 年广东省各行业人工成本占总成本的比例	7
图 5: 相比二产, 三产的劳动报酬占比更高	7
图 6: 二产比重与劳动报酬比重成反比	8
图 7: 31 省市劳动报酬比重与二产比重成反比	8
图 8: “财富效应”影响消费的三条路径	9
图 9: 住房占居民总资产的比例	9
图 10: 房价变动	9
图 11: 财富效应影响居民收入	10
图 12: 财富效应影响消费	10
图 13: 居民部门超额储蓄的累积	11
图 14: 居民总资产增速下降	11
图 15: 三大产业的 GDP 平减指数	12
图 16: GDP 平减指数负增长时期, 三大产业的平减指数	12
图 17: 2020 年前青年家庭消费增速更快	13
图 18: 财富效应影响居民收入	14
图 19: 财富效应影响消费	14
图 20: 不同年龄段的预期消费变动指数(4 季度移动平均)	14
图 21: 提振消费: 5 个方向和 17 个政策抓手	16
图 22: 家电下乡时期三种主要家电内销量(12 个月移动平均)	17
图 23: 结婚登记中初婚占比长期下降	18
图 24: 出生人口中一孩占比长期下降	18
图 25: 我国失业保险受益率偏低	19
图 26: 农村医保个人缴费负担上升	20
图 27: 养老服务供需指数	21
图 28: 医疗服务供需指数	21
图 29: 电影票房收入(12 个月移动平均)	22
图 30: 我国企业就业人员平均工作时间不断上升	23
图 31: 政府消费的国际比较	24
图 32: 过去 20 年政府消费占 GDP 比例变化	24
图 33: 经营收入是过去几年居民收入增长的短板	25
图 34: “土地驱动模式”示意图	26
图 35: 98 房改后, 二三产业经营性收入比重下降	27
图 36: 2020 年城乡就业结构	27
图 37: 城乡居民收入差距	27
图 38: 我国税收主要是生产税	28
图 39: 我国税收主要缴纳人是企业	28
图 40: 服务业的“集聚效应”	29

近期，11月社零同比增速从4.8%降至3.0%，消费压力仍然较大，而中央经济工作会议提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”。“实施提振消费专项行动”将成为明年的重点工作，本篇报告我们将梳理消费偏弱的4个原因，并提出提振消费的5个方向和17个政策抓手。

1. 消费偏弱的四个问题

近年来居民消费不足的原因很多，我们在此做一个简单梳理，并试图给出一些增量判断。我们的增量判断：

一是从居民收入来看，“工资-GDP”增速差下行是影响消费的重要原因，而“工资-GDP”增速差又受到“服务业-工业”增速差影响。

二是从资产价格来看，不要低估财富效应，不要高估超额储蓄。

三是从消费对象来看，相比于前几轮低通胀时期，服务消费需求压力更大。

四是从消费群体来看，青年消费的减速可能是过去几年的主要拖累。

1.1. 居民收入：“工资-名义GDP”增速差为何下降？

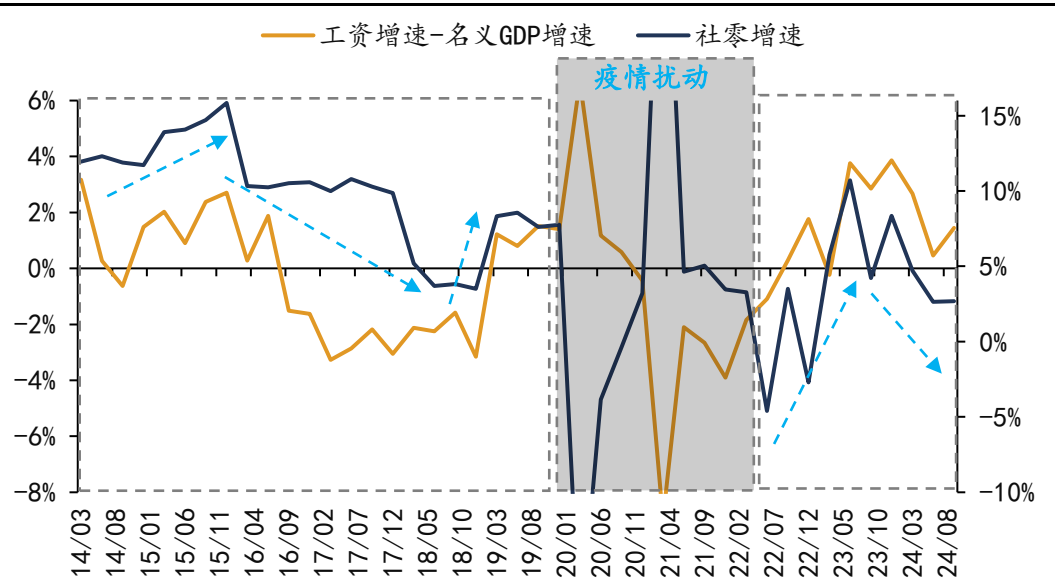
决定消费的因素，除了收入的总量增速（GDP）、微观消费倾向之外，还有分配。通过拆解，可以将居民消费支出表示为三个因素的乘积：一是GDP，二是消费倾向，三是居民部门收入比重：

$$\begin{aligned} \text{居民消费支出} &= (\text{居民消费支出}/\text{居民可支配收入}) \times (\text{居民可支配收入}/\text{GDP}) \times \text{GDP} \\ &= \text{消费倾向} \times \text{居民部门收入比重} \times \text{GDP} \end{aligned}$$

我们用“工资-名义GDP”增速差来跟踪分配，这个增速差向上走，工资增速相对于名义经济增速表现更好，意味着经济增长中的居民分配开始改善；增速差下降，代表工资增速表现差于经济增速。

“工资-名义GDP”增速差基本能解释社零增速的变动。2022年以来，“工资-名义GDP”增速差先上升后下降，社零的季度增速也走出了相同的趋势。

图1: 社零增速趋势与“工资-GDP”增速差基本一致



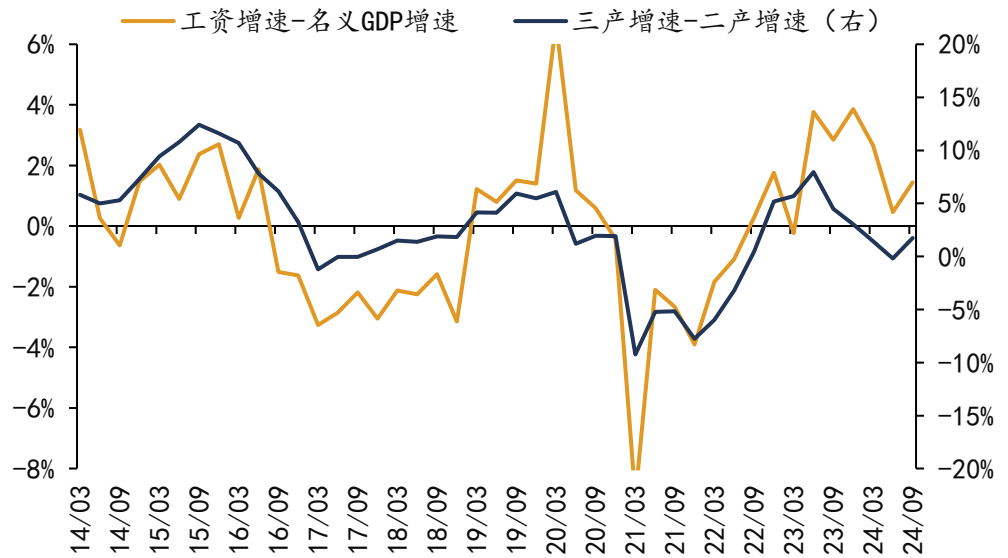
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 均为同比增速

那么, 什么决定了“工资-名义 GDP”增速差? 我们发现是“三产-二产”增速差。这意味着, 当我们的服务业增速跑赢工业增速时, 居民工资增速就能跑赢经济增速; 反过来, 当服务业跑输工业时, 工资增速可能跑输经济增速, 也就是微观感受跟宏观数据存在温差。

从 31 省市来看, 两个增速差也是正相关的。这意味着, 服务业相对增速更快的地区, 微观感受会更好。比如 2023 年, 上海的“三产-二产”增速差是 4.8% (三产名义增速 6.6%, 二产 2.8%), “工资-名义 GDP”增速差是 3.4% (工资增速 8.8%, 名义 GDP 增速 5.4%); 重庆的“三产-二产”增速差是 -0.4% (三产名义增速 5.5%, 二产 5.9%), “工资-名义 GDP”增速差是 -0.3% (工资增速 5.2%, 名义 GDP 增速 5.5%)。

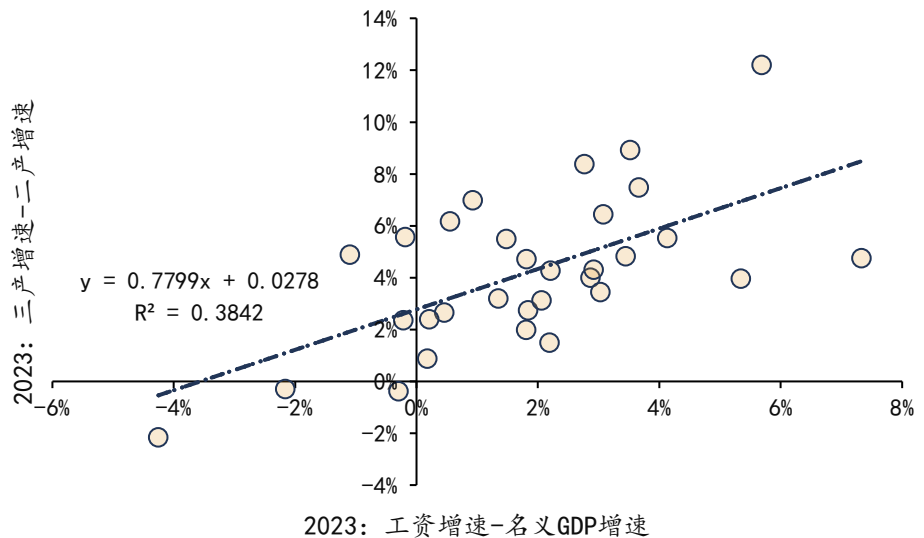
因此, 我们得到第一个结论, 服务业相对跑赢工业的话, 居民工资就会相对跑赢经济增速, 从而带动消费改善。

图2：“工资-GDP”与“三产-二产”两个增速差的正向变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：三产和二产都是名义增速

图3：从 31 省市来看，两个增速差也是正相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

为什么“三产-二产”增速差可以决定“工资-GDP”增速差？

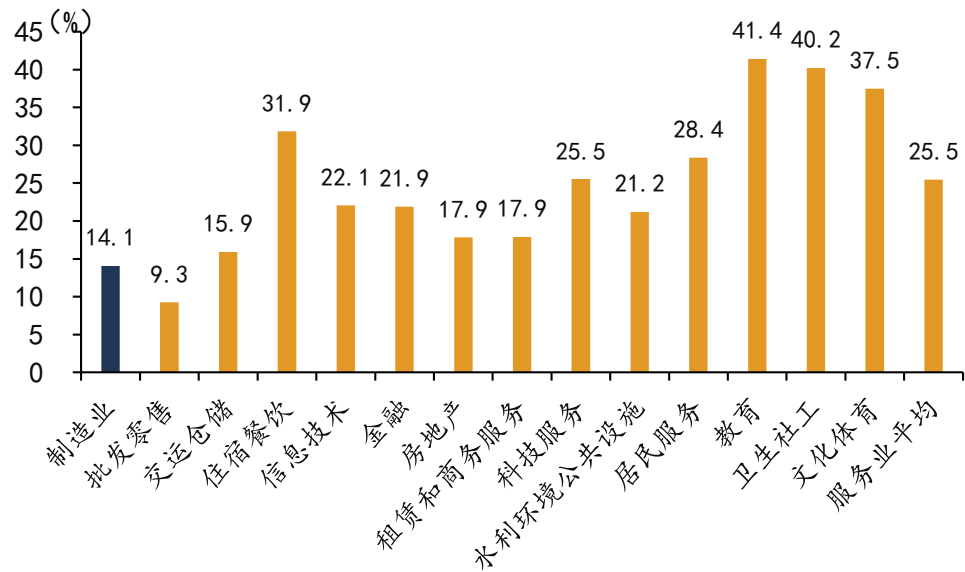
根本原因在于，相比于工业，服务业是人力密集型行业，分配更偏向于居民。从成本端来看，根据广东省 2023 年企业调查¹，制造业人工成本占总成本的比重为 14.1%，而 13 个服务行业的平均比重是 25.5%，最高超过 40%。从分配端来看，按照 2020 年全国投入产出表，我们测算了三大产业的劳动报酬在增加值中的占比，农业最高，接近 100%，其次是第三产业（服务业）为 53%左右，最低的是第二产业（工业和建筑业），

¹ 注：该调查为 2023 年发布、2022 年数据

为 41%左右。

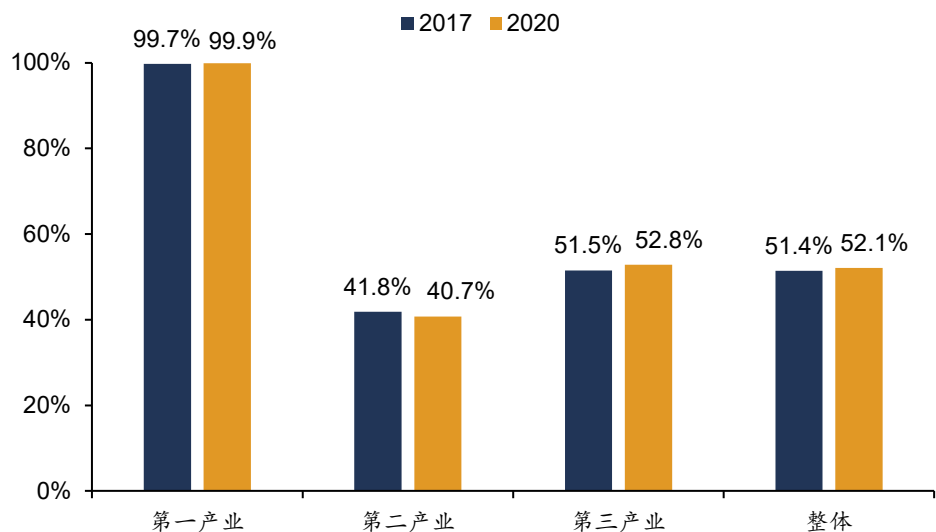
因此我们看到，当二产下降、三产比重上升时，劳动报酬在 GDP 里的比重会上升，也就是在居民、企业、政府参与的三部门分配过程里，会更偏向居民。我们从纵向和横向两个角度来验证。纵向来看，我国第二产业占比在 2011 年达到顶点，随后下降，第三产业占比上升，这一时间与劳动报酬比重上升的时间基本一致。从横向来看，我国 31 个省市自治区中，二产占比越高的地区，劳动报酬比重一般越低，横向看两者也呈现明显负相关。

图4：2022 年广东省各行业人工成本占总成本的比例



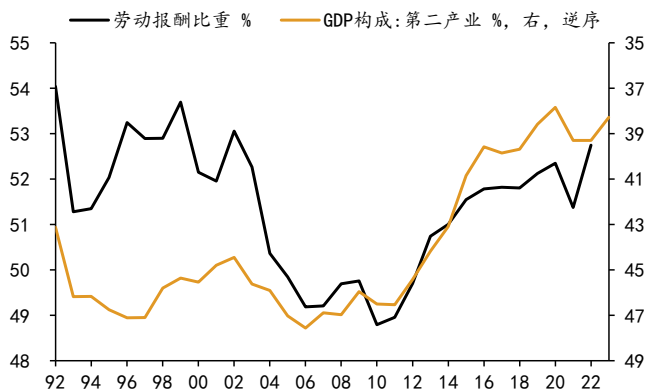
数据来源：广东省人社厅，东吴证券研究所

图5：相比二产，三产的劳动报酬占比更高



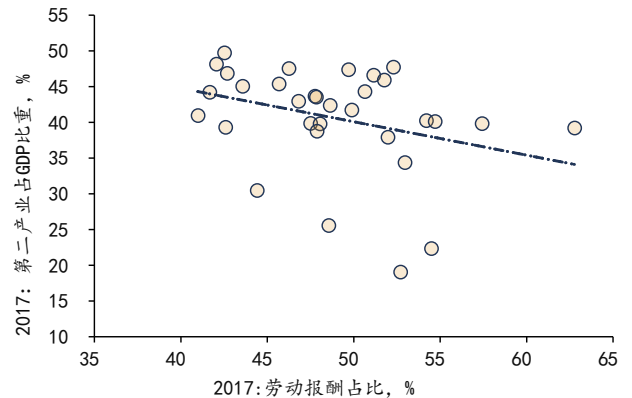
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图6: 二产比重与劳动报酬比重成反比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 横轴为年份

图7: 31省市劳动报酬比重与二产比重成反比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 均为 2017 年数据, 2018 年开始省级劳动报酬占比未公布

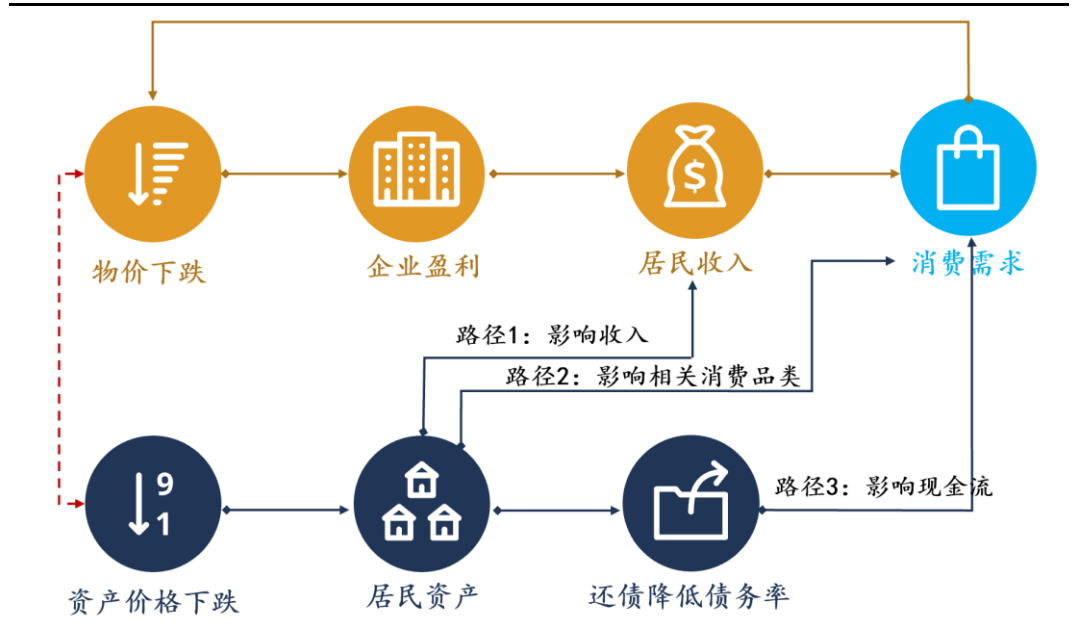
总的来说, 我们认为生产的分化, 导致分配格局发生变化, 成为需求不足的重要原因。生产端服务业跑输工业, 导致工资增速跑输经济增速, 即微观感受跟宏观数据的温差, 从而带来了消费增速的下行。

1.2. 居民资产: 不低估财富效应, 不高估超额储蓄

不可忽视财富效应对消费的影响。居民资产结构中, 住房资产占比近一半(2022年为 47.4%), 房价下跌时通过三条路径影响消费。一是收入路径, 房价下跌、资产缩水, 居民财产性收入会受到一定影响。二是关联消费路径, 房价下跌时, 家电、家具、建材等地产后周期相关消费品类直接受到影响。三是现金流路径, 房价下跌使得资产负债率的分母减小, 负债刚性下, 资产负债率上升, 为修复资产负债率, 部分居民选择提前还债, 用于消费的可支配收入和现金流减少。

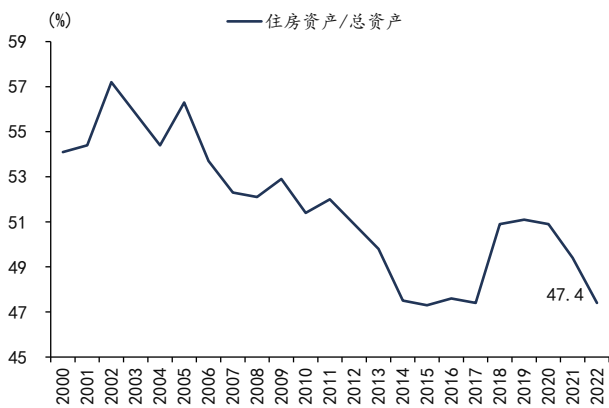
从历史经验来看, 我国房价涨跌对居民财产性收入和消费信心的影响都是比较显著的。2021年8月-2024年11月, 我国70城新房价格累计下跌9.6%, 二手房价格下跌16.1%, 按照二者均值12.9%计算, 在47.4%的比重下, 这期间房价下跌带来的总资产减少6.1%左右。当然, 考虑到居民部门住房资产量仍在增加, 实际影响会小于6.1%。

图8：“财富效应”影响消费的路径



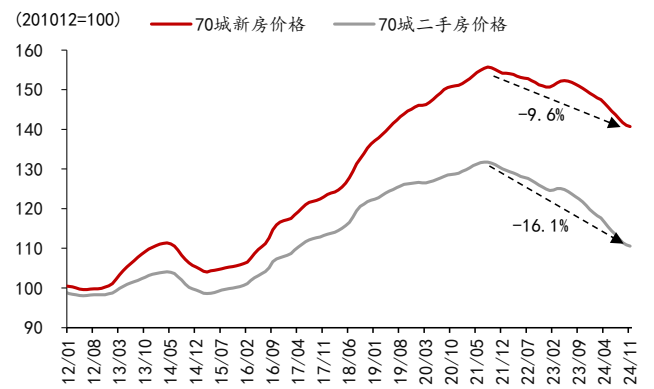
数据来源：东吴证券研究所

图9：住房占居民总资产的比例



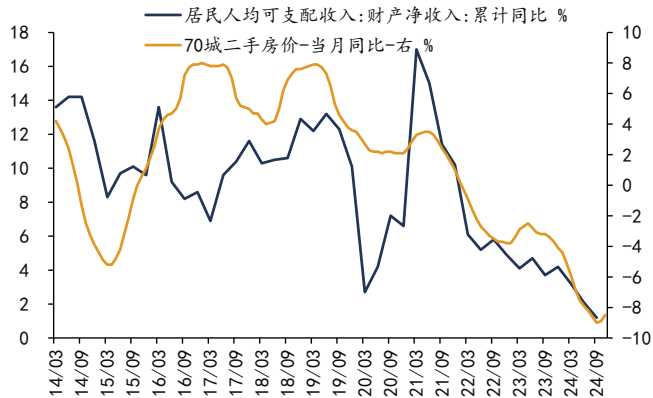
数据来源：社科院国家资产负债表，东吴证券研究所

图10：房价变动



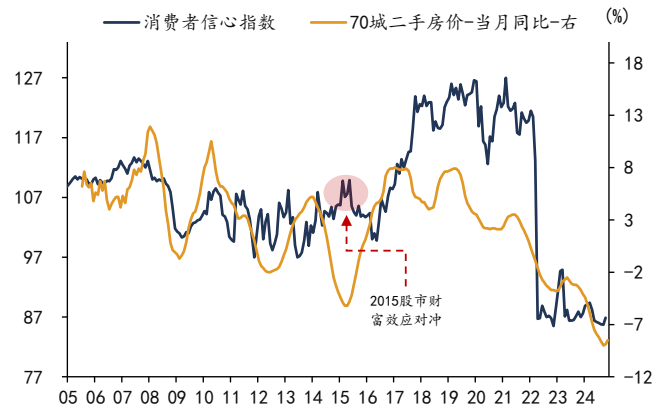
数据来源：社科院国家资产负债表，东吴证券研究所

图11: 财富效应影响居民收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 财富效应影响消费

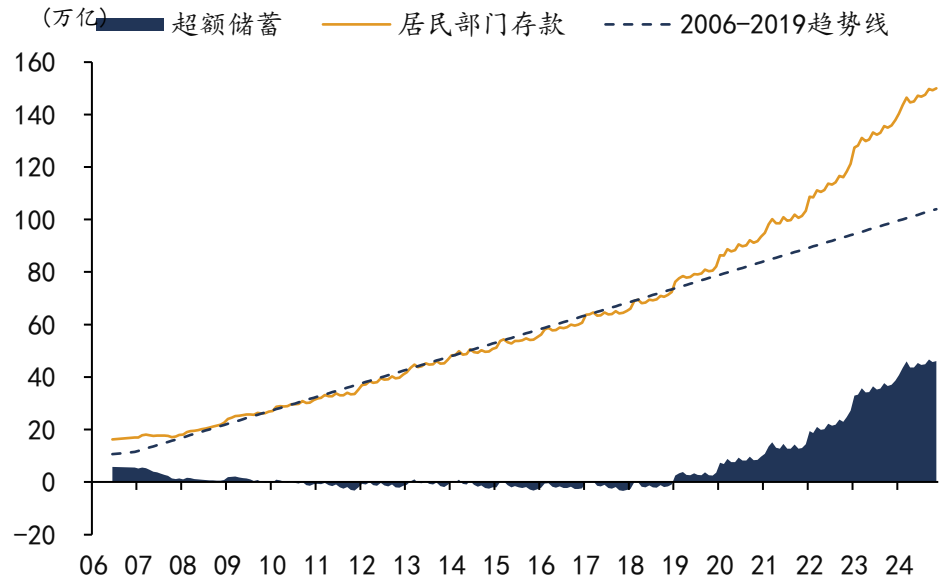


数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 横轴为年份

不可高估超额储蓄的影响。部分观点认为,居民部门有充足的超额储蓄,并不缺钱。2024年11月,居民总存款达到150万亿,按照2006-2019年趋势外推,大约有46万亿是超额储蓄。因此,只需要引导居民释放这部分超额储蓄,就能解决消费、股市、房地产的诸多问题。我们认为不可高估超额储蓄的影响,居民部门并没有超额财富,甚至财富增速是在下降的。

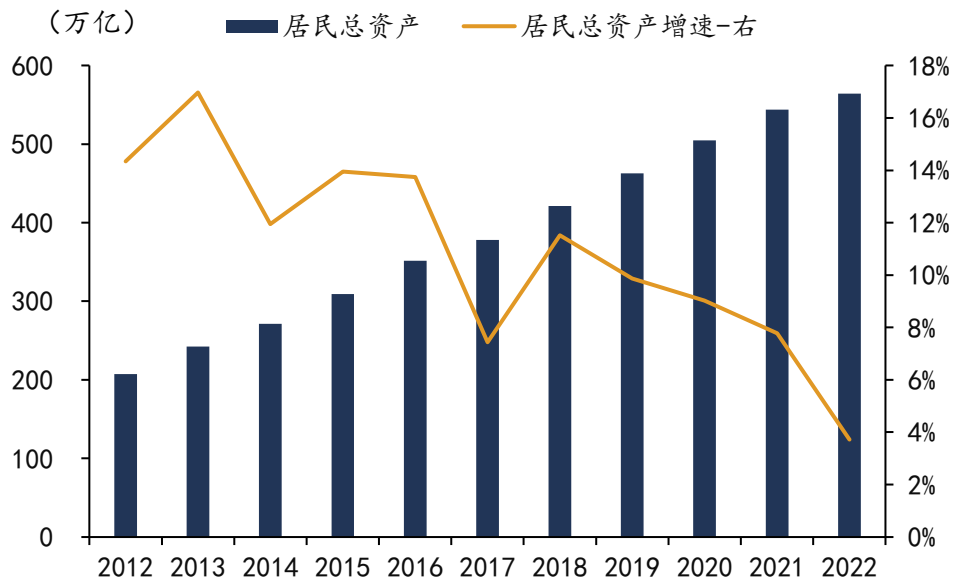
超额储蓄 ≠ 超额财富。在资产价格下跌的形势下,居民部门卖出股票基金和住房资产,换成了更安全的存款,形成了我们的超额储蓄。所以,超额储蓄并没有增加居民部门的总财富,只是财富的形式改变了,从股票基金和住房变成存款,这个过程中居民总的财富增速可能是在下降的。根据社科院国家资产负债表数据,2019年还没有超额储蓄的时候,居民资产增速是9.9%;但到2022年末,超额储蓄已经达到27万亿,居民资产增速反而下降至3.7%。这足以说明,所谓超额储蓄只是居民财富形式的变化,并不是财富总量的超额增加,因此也就不存在释放超额储蓄来拉动消费一说。

图13: 居民部门超额储蓄的累积



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 横轴为年份

图14: 居民总资产增速下降



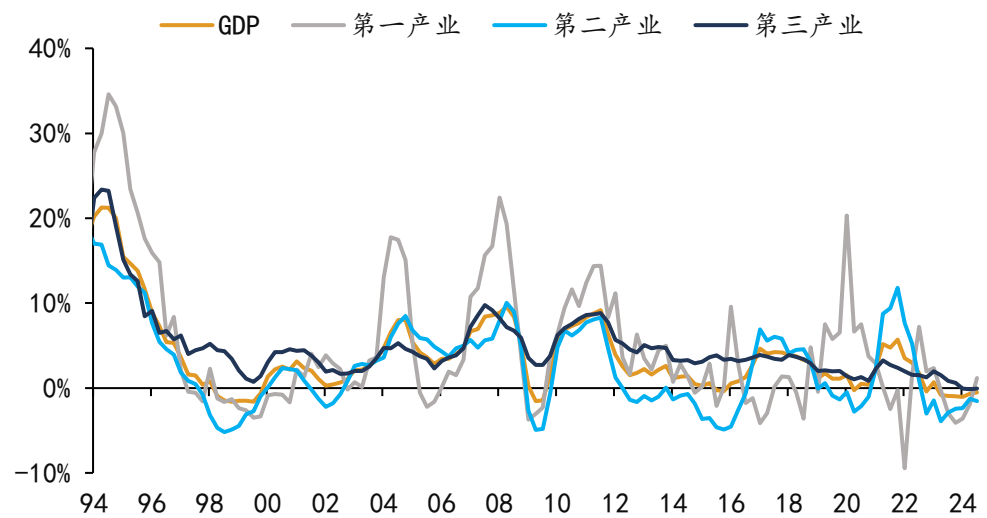
数据来源: 社科院国家资产负债表, 东吴证券研究所

1.3. 消费对象: 服务需求不足更凸显

从消费的对象来看, 我们认为近几年服务消费的下降可能比商品消费更关键。

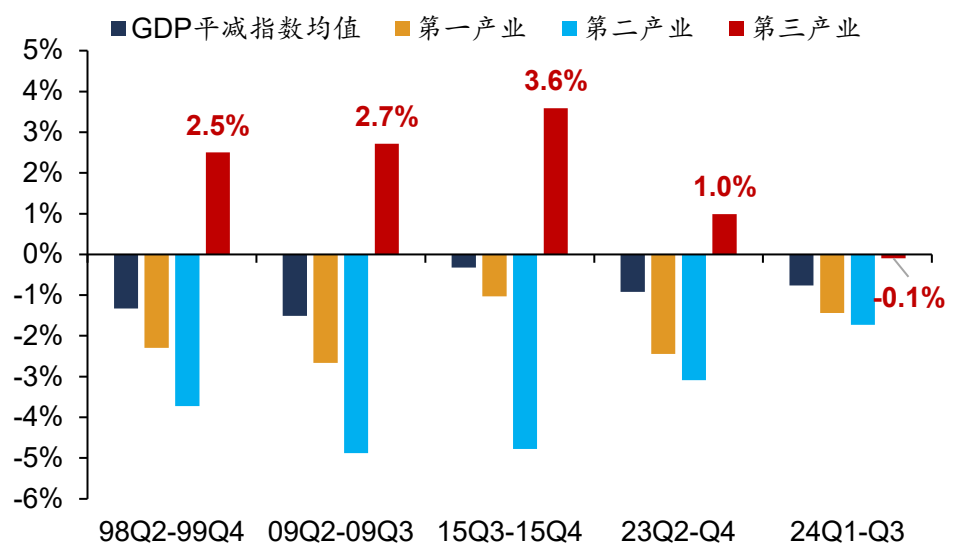
从价格指数来看，与前几轮低通胀时期相比，商品价格降幅并不大，反而是服务价格出现了有史以来的首次下跌。此前几轮 GDP 平减指数负增长阶段，第二产业的价格指数平均为-4.5%，第三产业平减指数平均为+2.9%。今年前三季度，第二产业价格指数为-1.7%，降幅不到前几轮的一半，但第三产业价格指数为-0.1%，有史以来首次下跌。这表明相比于前几轮低通胀时期，当前工业供需失衡没有那么严重，但服务消费需求的压力可能是最大的。

图15: 三大产业的 GDP 平减指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：截至 24Q3；横轴为年份

图16: GDP 平减指数负增长时期，三大产业的平减指数



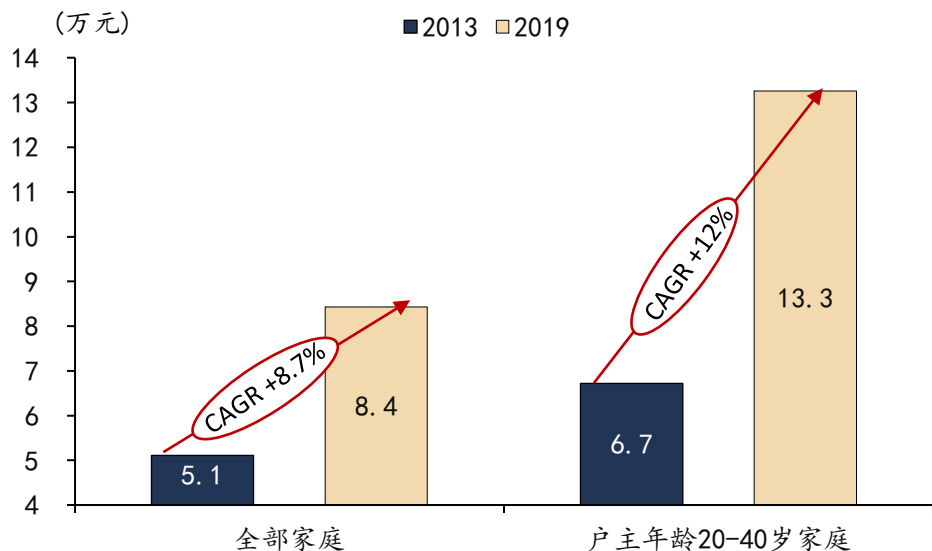
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 年龄群体：谁在拖累消费？

2020年前，青年家庭是中国消费增长的主要来源，贡献了55%的消费增长。根据西南财大和蚂蚁集团发布的《中国家庭财富指数调研报告（2020Q1）》，2013-2019年，中国家庭消费的复合增速是8.7%，其中20-40岁青年家庭消费的复合增速是12%，是整体增速的1.4倍左右。假设家庭结构在此期间维持稳定，根据《中国人口与就业统计年鉴》2013年20-40岁家庭占比为27.6%，我们利用上述户均消费调查数据，可以计算出青年家庭对2013-2019年的消费增长的贡献是55%左右。

对此，另一个数据可以作为佐证。麦肯锡《2020年中国消费者调查报告》，基于44个城市5400名消费者的调研数据显示，二线及以下城市“年轻购物达人”仅占受访者的25%，但却为2018年消费支出增长贡献了近60%。

图17：2020年前青年家庭消费增速更快

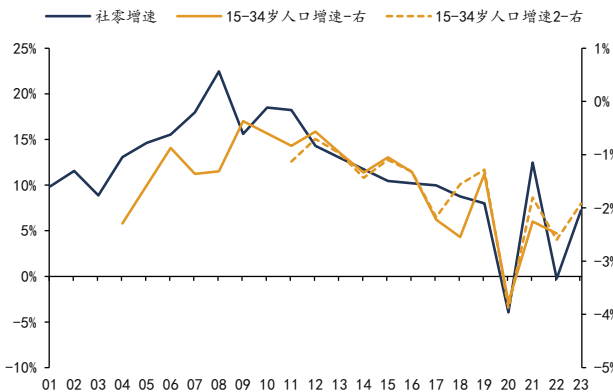


数据来源：西南财大《中国家庭财富变动趋势》，东吴证券研究所

关于青年和消费增长的关系，我们还可以用国内人口与社零数据做进一步验证。一方面，纵向从时间序列来看，过去20年我国社零增速跟15-34岁人口增速的变动趋势基本一致：二者都是先升后降，增速的顶点都在2008-2009年前后。

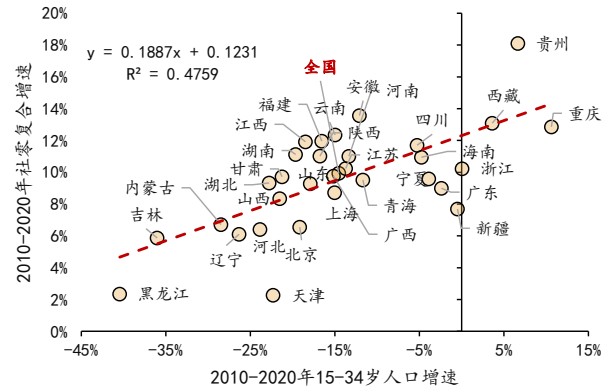
另一方面，横向从31个省市来看，也有这个特点，社零增速与青年人口正相关，15-34岁青年人口增速越高的地区，大多数社零的增速也更高。2010-2020年青年人口增速最高的重庆、贵州、西藏，也是社零增速最高的几个省市；而青年人口降幅最大的省市，如东北、京津冀、湖北、山东、甘肃等地区，社零增速也都偏低，低于全国平均水平。

图18: 财富效应影响居民收入



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 横轴为年份

图19: 财富效应影响消费

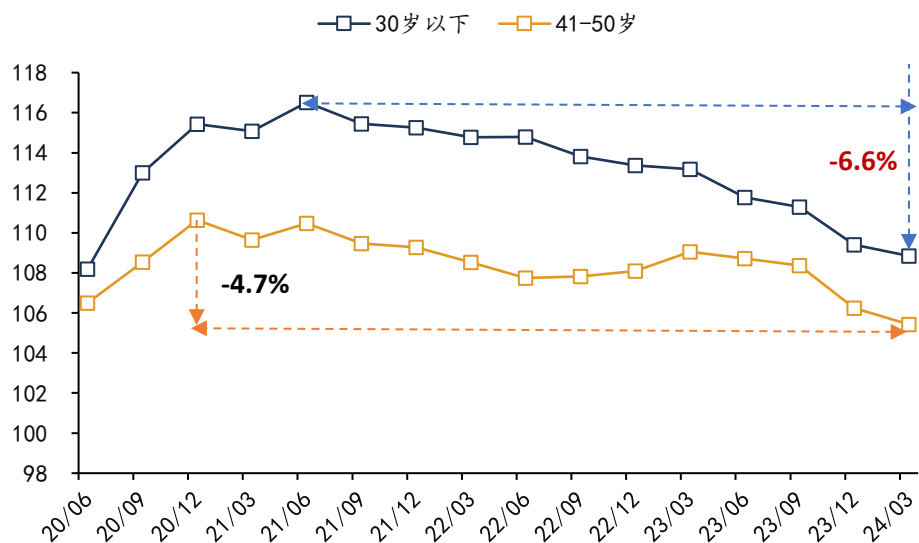


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

青年群体是2020年之前中国消费增长的“领头羊”，但2021年后，青年消费明显**减速**。西南财大《中国家庭财富变动趋势 2024Q1》基于对近2万名消费者的线上调查，发现在2020年以来消费预期增速下行的过程中，青年消费增速下降的幅度要大于中年群体。具体而言，2024年一季度，30岁以下的青年家庭消费预期指数相比高点下降了6.6%，而41-50岁家庭的消费预期指数只下降了4.7%。当然，从该指数的绝对值来看，青年家庭的消费预期仍然高于其他年龄段。

于是，我们得到了青年消费的连贯故事：2020年之前，青年群体贡献了近六成的消费增量，是消费增长的“领头羊”；2020年后，“领头羊”掉队，青年消费增速下降的幅度比其他群体更大，使得整体消费难以维持此前增速。2013-2019年，GDP中居民消费的复合增速是10.5%，2019-2023年降至6.2%。

图20: 不同年龄段的预期消费变动指数（4季度移动平均）



数据来源: 西南财大《中国家庭财富变动趋势》，东吴证券研究所

2. 如何提振消费：5个方向与17个政策抓手

消费增长可以靠刺激吗？可以，但难以持续，因此提振消费政策必然是改革和刺激并重，通过短期补贴扭转消费下行趋势，通过改革体制机制中约束消费的部分，释放中长期消费活力。

我们认为促消费政策可以着眼于5个方向的17个政策抓手，进一步将17个政策抓手通过“政策时间（短期执行、长期推进）”和“政策难度”两个维度，进行了分类（图21）。短期内，直接消费补贴和生育补贴政策推出的难度最小、概率最大。一些针对特定群体增收的政策空间充足，但推出难度较大，如提高失业保险受益率。具体而言，这些政策包括：

（一）直接的消费补贴

（1）“以旧换新”等商品消费补贴加力扩围（2）通过“消费券”补贴服务消费

（二）提高特定群体收入

（3）生育补贴将初婚初育纳入范围；（4）提高失业保险受益率

（三）增加社保补贴

（5）提高城乡居民基础养老金；（6）在居民医保缴费端增加财政补助

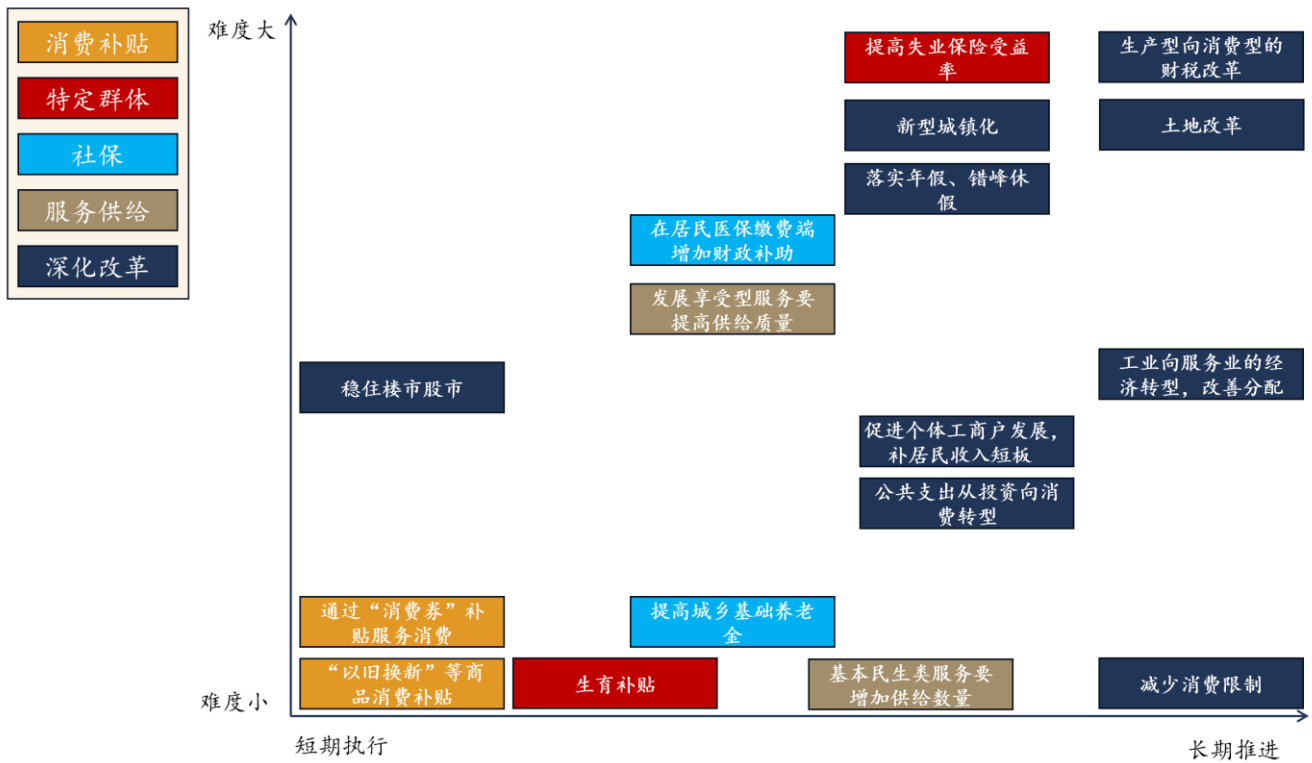
（四）开展服务消费的“供给侧改革”；

（7）基本民生类服务要增加供给数量；（8）发展享受型服务要提高供给质量

（五）改革体制机制中约束消费的部分

（9）错峰休假、落实年假；（10）稳住楼市股市，发挥财富效应稳消费的作用；（11）工业向服务业的经济转型，改善分配；（12）公共支出从投资向消费转型；（13）优化营商环境，促进个体工商户发展，补居民收入短板；（14）减少消费限制；（15）土地改革，增加农村经营收入和财产收入；（16）生产型向消费型的财税改革；（17）新型城镇化，实现基本公共服务均等化，促进服务消费。

图21：提振消费：5个方向和17个政策抓手



数据来源：东吴证券研究所

2.1. 消费补贴

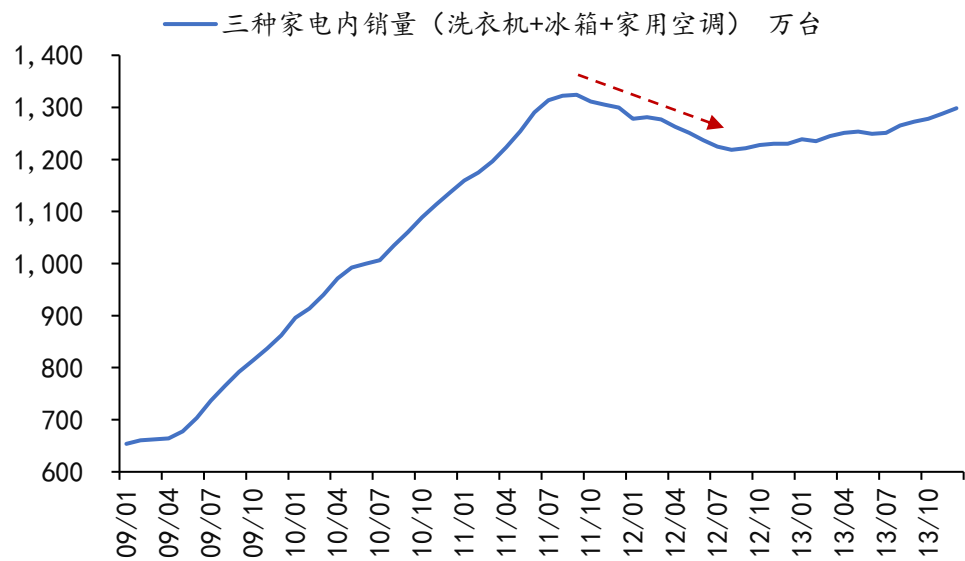
(1) “以旧换新”等商品消费补贴加力扩围

“以旧换新”加力扩围是阻力最小、确定性最强的政策，不确定性在于明年会在今年 1500 亿的基础上增加多少额度。

但也存在耐用消费品需求透支的问题。从上轮“家电下乡”补贴来看，在政策后期，家电销售出现负增长。从三种常用家电销量来看（洗衣机、空调、冰箱），“家电下乡”初期，2009-2011 年，三种家电月均销量从 650 万台快速增长到 1324 万台，翻了一番；而 2011 年 9 月-2012 年 8 月，尽管“家电下乡”补贴仍在持续，但三种家电销量开始减少，月均销量从 1324 万台减少至 1218 万台，减少了 8%。

主要原因是耐用消费品比服务消费更容易饱和。耐用消费品需求分为两类，一类是初次渗透带来的新增市场需求，第二类是存量市场的换新需求。“家电下乡”主要针对的是第一类需求，但是到后期，具有家电购买需求的农村家庭消费逐渐饱和。以冰箱为例，农村每百户电冰箱拥有量，在补贴前的 2008 年仅为 30.2 台，到 2012 年已经提高至 67.3 台，接近饱和。而今年“以旧换新”补贴针对的是第二类需求，但是当家庭的某类家电换新后，通常两三年内不会再有购买需求，耐用消费品换新需求更容易出现提前透支。

图22: 家电下乡时期三种主要家电内销量(12个月移动平均)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(2) 通过“消费券”补贴服务消费

当前服务消费需求端压力要大于以往历次低通胀期间,而耐用品消费补贴又存在透支需求的问题,因此补贴政策适时转向服务消费是较为合适的,可以将出行、酒店、餐饮、电影等服务消费纳入补贴范围。

补贴服务消费可以起到三方面作用:一是直接增加消费需求,服务消费是即时性的,不像耐用品消费存在透支未来需求的问题。二是可以提振服务就业,当前服务行业就业相比制造业压力更大,提振服务就业一方面更有助于走出通缩,防止经济陷入“物价-工资”通缩螺旋;另一方面,服务业就业规模远大于制造业,对于改善民生和社会稳定具有重要意义。三是支撑经济安全发展、长期增长。百年未有之大变局下,各国都在向内寻找经济支点,对于中国而言,商品消费、地产基建都面临需求见顶、供给过剩的问题,只有服务消费需求可以支撑经济实现长期内循环,美国、日本等发达国家都经历过从商品到服务的消费转型,最终建立了强大内需。

2.2. 特定群体

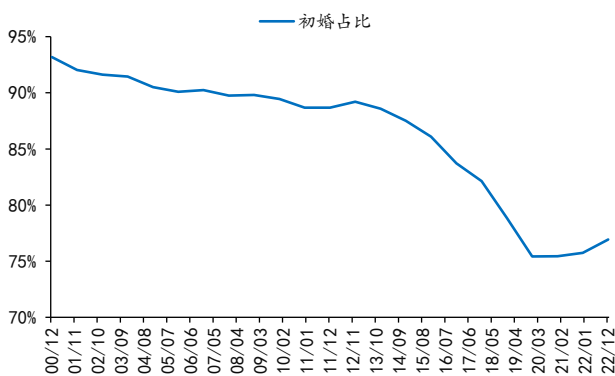
(3) 生育补贴要将初婚初育纳入范围

当前最大的问题是初婚初育意愿不足,但许多地方性政策重心在鼓励二孩三孩。从数据来看,2022年我国结婚登记数量比2012年减少了640万对,其中初婚减少了655万对,再婚增加了15万对。同样的,2022年我国出生人口数量比2012年减少了679万,其中一孩减少了537万,多孩减少了142万。可见,当前国内婚育难题在于大部分年轻人不愿意结婚和生育一孩,而不是生育一孩的夫妻不愿意生二孩三孩,我们的很多

地方性政策仍然在鼓励二孩三孩，忽略了初婚初育问题，客观上使得一孩在生育补贴政策中处于被歧视地位。

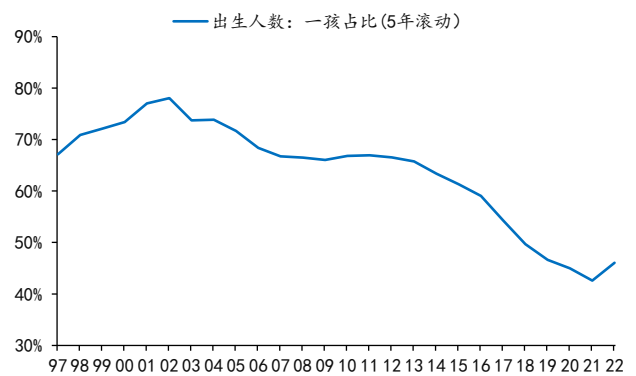
生育补贴政策包括生和育两部分，建议将初婚初育纳入政策范围。比如可以考虑两个补贴方向：一是为初次分娩孕妇提供 1 万元的一次性生育补贴，二是 3 岁以下儿童每月提供 800 元抚育补贴等（每年约 1 万元）。我国 3 岁以下儿童约 2920 万（按 2021-2023 年出生人口推算），每孩 1 万块需要约 2920 亿；目前每年约 900 万出生人口，其中接近 500 万一孩（按 2023 年比例推算），补贴初次分娩孕妇需要 500 亿。两类资金加总约 3300 亿，可以实现鼓励初婚初育、扩大消费等多方面效果。

图23：结婚登记中初婚占比长期下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：出生人口中一孩占比长期下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：横轴为年份

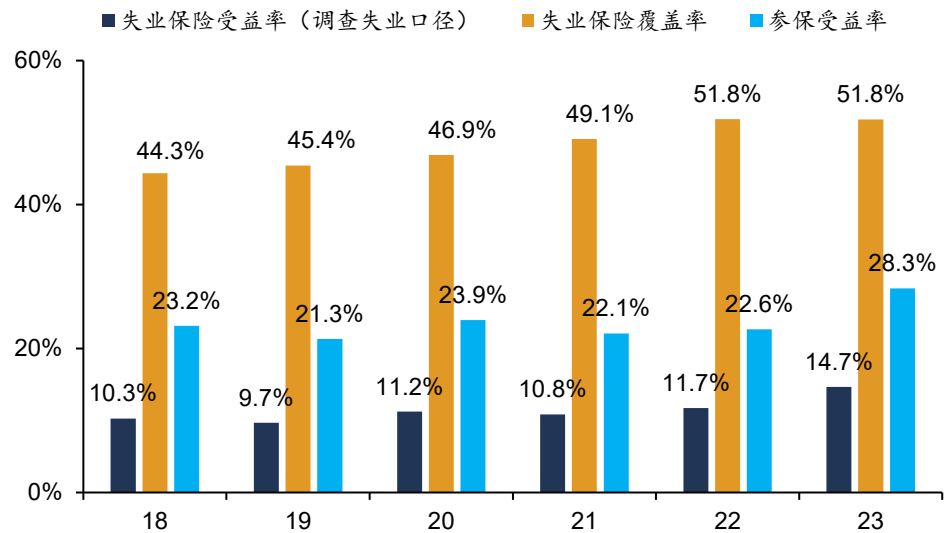
（4）提高失业保险受益率

我国失业保险的受益率偏低，2023 年只有 14.7% 的失业人员能够领取失业保险。受益率衡量的是失业人群中有多少人能够领取到失业保险。2023 年我国城镇失业保险覆盖率达到 51.8%，超过一半的城镇就业人员在缴纳失业保险。但是，失业后能领取失业保险的人并不多。从调查失业率口径来看，2023 年末 2400 万城镇调查失业人员里，只有 352 万人领取失业保险，受益率只有 14.7%。考虑到 2400 万人里有部分人没有参保，按 51.7% 的参保比例，估算参保受益率大约为 28.3%。这意味着在缴纳失业保险的人员里，也只有不到三分之一的人，失业后可以领取失业保险。

失业保险领取难度大，其中一部分原因是领取门槛高，特别是规模庞大的灵活就业人员难以获得“非因本人意愿中断就业”的证明。

因此，提振消费的另一个方向是提高失业保险受益率，让缴纳保险的失业人员大多能领取到失业保险，提高这部分人群的生活保障能力和基本消费能力。

图25：我国失业保险受益率偏低



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：横轴为年份

2.3. 社保补贴

社保补贴是短期出台概率较高的政策，今年中央经济工作会议指出“适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”。

(5) 提高城乡居民基础养老金

农村养老金存在三个问题，一是相比农村最低生活保障仍有差距；二是人均领取金额偏低，只有职工月平均退休金的5%左右；三是区域差距大。

《农民日报》在2023年的一篇文章²里曾指出这三个问题：“2020年全国农村地区的最低生活保障水平标准平均是5962元，也就是每月496.8元。当时普通农村老人每月领取的养老金更少，只能达到最低生活保障金的37.84%。这表明，大多数农村老人领到的养老金，连最低的生活保障也难以保证。”

与此同时，区域不平衡、城乡差距较大等问题依然客观存在。目前，在全国31个省份中，上海和北京的人均城乡居保养老金分别达到1300元和887元，在全国遥遥领先，200-400元之间的只有4个，分别是天津（307元）、西藏（215元）、宁夏（210元）和重庆（200元），其余25个均在100-200元之间。

农村老人每月的养老金，就按全国平均水平204元来算，也仅相当于职工月平均退休金的5%左右。这表明了职工和农民的养老金水平相差很大。”

由于农村老人主要通过城乡基本养老保险领取养老金，因此通过专项补贴提高城乡

² [农民养老金，期待“从有到好”](#)

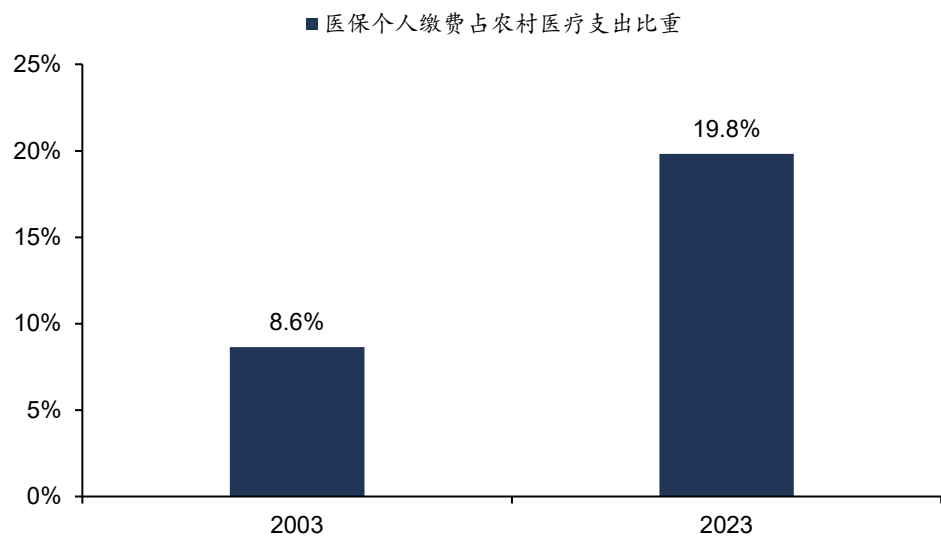
基本养老金标准，相当于大规模“养老金下乡”，可以激活大量低收入老人的基本消费。2009年我们通过大规模家电下乡政策，撬动了农村市场的消费潜力空间，时至今日，农村市场仍然有潜力，但更多在于收入端，而非消费端。可以考虑通过专项补贴大幅提高城乡基本养老金标准，受益最大的农村老人收入可以明显提高，相当于一次“养老金下乡”专项行动，撬动消费和总需求。我们算了笔账，2023年基本养老保险支出4612亿元，1.7亿人领取，每人月均领取222元左右。这意味着，静态情况下，额外增加2000亿资金，即可实现1.7亿退休老人每月增收100元、每年增收1200元，收入的平均增幅达到50%左右。

（6）在居民医保缴费端增加财政补助

当前医保个人缴费对低收入家庭和农村家庭负担较大。2024年我国居民医保缴费标准是财政补助不低于670元、居民个人缴费不低于400元。对于农村居民而言，400元并不低。2023年农村居民人均消费支出里医疗保健支出只有1916元，这一年医保个人缴费380元，占医疗保健支出的比例达到了19.8%，而2003年“新农合”刚开始时，这个比例为8.6%左右。医疗支出的五分之一用于医保缴费，对于农村居民而言负担较大。

可以考虑通过补贴低收入者和农村家庭医保个人缴费的方式来激活消费。截至2023年末，城乡居民基本医疗保险参保人数为9.63亿人，如果对农民等低收入群体个人缴费400元的部分由财政承担一半，如果覆盖面达到5亿人，每年财政支出1000亿。考虑中低收入群体具有较高的消费倾向，财政代缴的1000亿大部分都能转化为消费。

图26：农村医保个人缴费负担上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：由于2024年医疗支出尚未公布，这里用2023年个人缴费380元除以2023年医疗支出，2003年是当年个人缴费除以当年医疗支出

2.4. 服务消费的“供给侧改革”

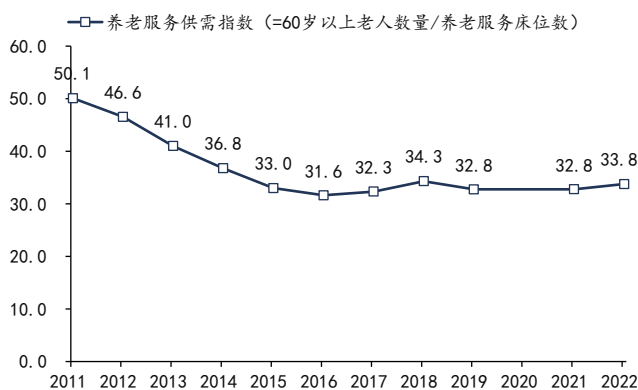
此前我们通过工业领域的供给侧改革来实现去产能，服务业领域也需要一次“供给侧改革”，但目的不在于去产能，而是补缺口、提质量。

(7) 基本民生类服务要增加供给数量

目前我国医疗、养老等基本公共服务仍然存在一定的供给缺口。医疗方面，过去几年我国医院入院人数的增速快于医疗机构床位的增速，我们用“医院入院人数/卫生机构床位数”构建“医疗服务供需指数”。这一指数从 2005-2019 年从 15.2 提高到 24.1 后，近几年下降到 20 左右。养老服务则存在更大的供给缺口，2022 年末，我国养老服务床位数为 829.4 万张，只有 60 岁以上老年人数量（2.8 亿）的 3% 左右。同样，我们用“60 岁以上老人数量/养老服务床位数”构建养老服务供需指数，这一指数在 2011 年还高达 50.1，此后随着老龄化速度加快，指数开始下降，2022 年降至 33.8。

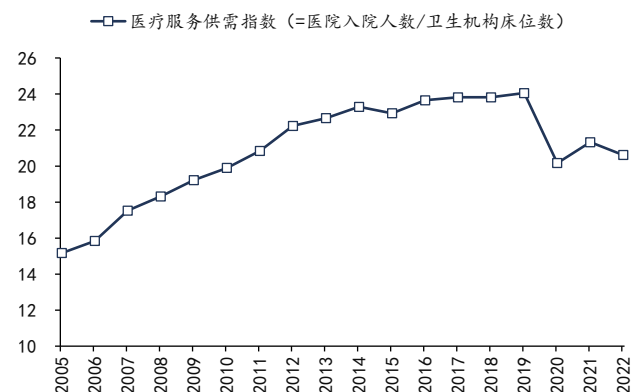
因此，在医疗和养老等基本民生服务方面，供不应求，供给数量制约需求增长，通过增加投入补缺口的方式，可以带动这部分需求快速兑现。

图27: 养老服务供需指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 医疗服务供需指数

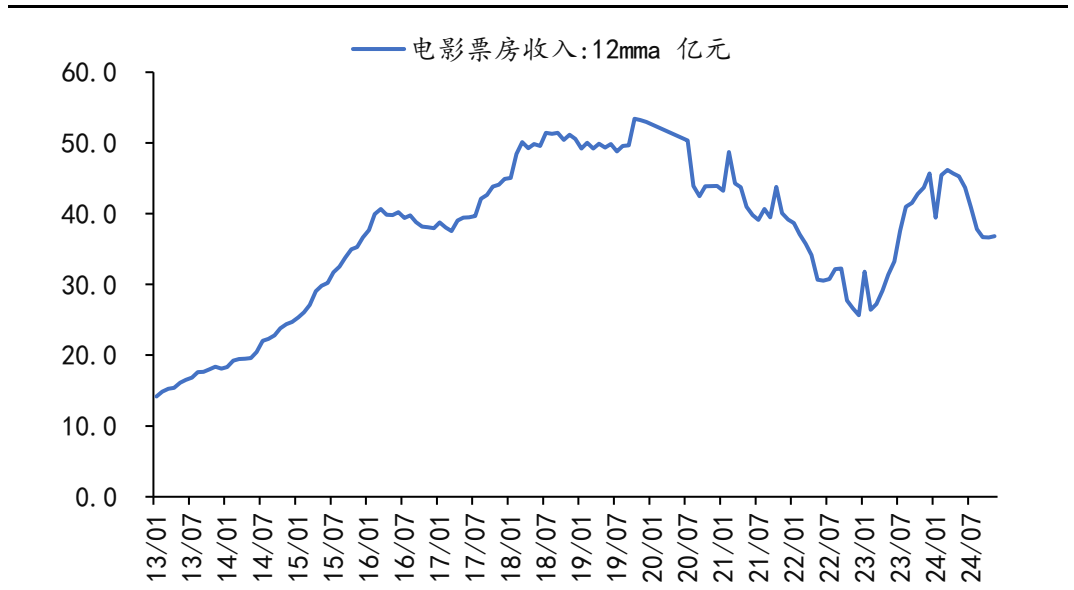


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(8) 发展享受型服务要提高供给质量

除了基本民生类的服务消费外，文娱、旅游、餐饮、家政等服务消费是满足了基本需求之后的发展享受型消费，这类消费主要问题在于提高供给的质量。服务消费的本质在于提供体验，因此服务的质量直接影响消费者的满意度和忠诚度。高质量的服务能够带来愉悦的消费体验，增强消费者的幸福感，促进服务的重复购买和口碑传播。典型代表是电影行业，影片质量是决定观众是否走进影院的重要因素。今年 11 月，电影票房的 12 个月移动均值只有 36.8 亿，相比 2019 年 53.4 亿的高点，还有 31% 左右的缺口。

图29: 电影票房收入(12个月移动平均)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.5. 深化改革

(9) 错峰休假、落实年假

近年来我国劳动者工作时间不断上升。2018-2019年,企业就业人员周平均工作时间在46小时左右;但截至今年11月,已经升高至48.9个小时。更多的时间用于工作,意味着更少的时间用于休闲和消费,提振消费需要适当调整工作时间、增加休假。

落实年假、错峰休假对促消费具有重要意义。今年11月修订的《全国年节及纪念日放假办法》规定,自2025年1月1日起,全体公民放假的假日增加2天,其中春节、劳动节各增加1天。但我国法定节假日并不少,现实中更难落实的是休年假制度。确保每位劳动者都能享受到充足的年假,不仅能够增强居民的身心健康和工作满意度,还能直接拉动内需,增加消费市场的活力。年假制度的落实,意味着员工有更多自由支配的时间,可以避开旅游高峰期,选择更为经济实惠且服务质量更佳的时段出游,既减轻了热门景点的承载压力,也促进了旅游资源的合理利用,能够提升个人旅行的舒适度和体验质量。

图30：我国企业就业人员平均工作时间不断上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(10) 稳住楼市股市，发挥财富效应稳消费的作用

房地产价格下跌通过收入效应、关联消费效应、现金流效应等三个途径影响消费，不可低估财富效应对消费的影响，稳住楼市股市对于提振消费至关重要。12月16日，中财办有关负责同志深入解读2024年中央经济工作会议精神时，将“着力稳住楼市股市”放在“多渠道增加居民收入”的前面，可见政策层面对于通过财富效应稳消费已经有所认知。

(11) 工业向服务业的经济转型，改善分配

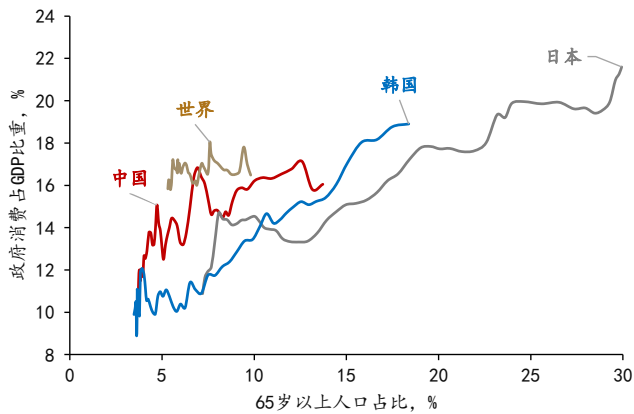
服务业作为人力密集型行业，在分配中更偏向居民。因此，产业结构方面从工业向服务业的经济转型，客观上有利于改善分配，促进居民消费的改善（详见1.1）。

(12) 公共支出从投资向消费转型

公共支出需要从投资转向消费，提高政府消费占GDP的比重，应对人口老龄化形势。我国GDP最终消费中，政府消费和居民消费大致是三七开，政府消费占30%左右。我国政府消费有两个特点，一是国际比较来看，政府消费占GDP的比重偏低。根据世界银行数据，我国政府消费占GDP比例近些年稳定在16%上下，大部分时候低于世界平均水平。二是我国政府消费近20年没有明显上升。2000年之前，我国政府消费占GDP的比例处于攀升状态，2000年之后的20多年走势大致为W形状，围绕16%上下波动，没有明显提升。但是，一般当人口老龄化比重明显提升时，政府消费也要随之增加，如

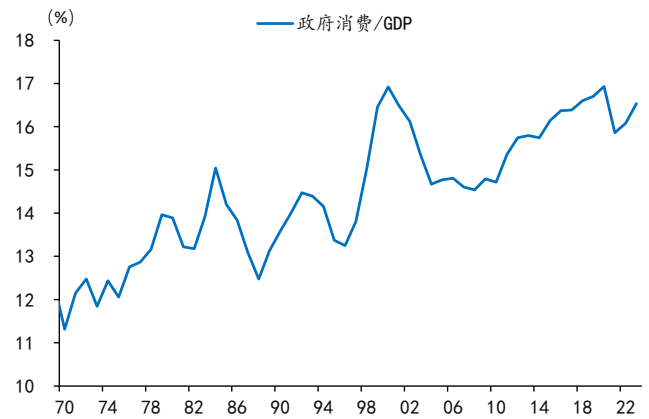
日本在 1990-2020 年 65 岁以上老年人口比例提高 17.2 个点，政府消费占 GDP 比例提高 7.7 个点；同期韩国 65 岁以上老年人口比例提高 10.9 个点，政府消费占 GDP 比例提高 7.1 个点。2000 年后，我国 65 岁以上老年人口占比提高了 7 个点左右，但政府消费占 GDP 比例却大致持平，这反映出我国政府消费在养老、医疗等方面的支出不足。

图31: 政府消费的国际比较



数据来源：世界银行，东吴证券研究所；注：横轴为年份

图32: 过去 20 年政府消费占 GDP 比例变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：横轴为年份

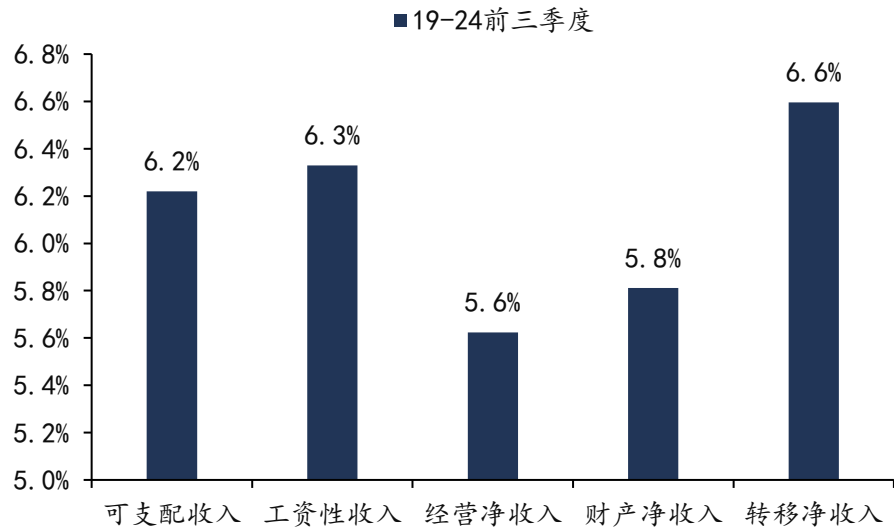
（13）优化营商环境，促进个体工商户发展，补居民收入短板

过去几年，居民四类收入中经营收入增速最慢。2019 年前三季度到今年前三季度，居民可支配收入的复合增速为 6.2%，分类别来看，四类收入中经营净收入增速最低，只有 5.6%。

因此，对于整个居民部门而言，收入补短板之处就在于经营净收入，对应的是广大个体工商户收入。过去几年，政策层面针对个体工商户提供了很多税收优惠、财政补助，但除此之外，更重要的是优化营商环境。今年 12 月 17 日，国务院第十一次专题学习³时，李强总理指出“关注罚没收入异常增长、大量异地执法、大额顶格处罚等情况，审查核实相关执法行为，有问题的要及时纠正。”

³ 李强主持国务院第十一次专题学习 中国政府网

图33: 经营收入是过去几年居民收入增长的短板



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(14) 减少消费限制

目前,我国在汽车消费、住房消费和部分服务消费领域还存在一定的消费限制政策,减少限制也是提振消费的重要方向。今年7月,三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》指出要“完善扩大消费长效机制,减少限制性措施⁴”;8月,商务部在新闻发布会指出,将以国际消费中心城市为试点减少消费的限制性措施⁵。

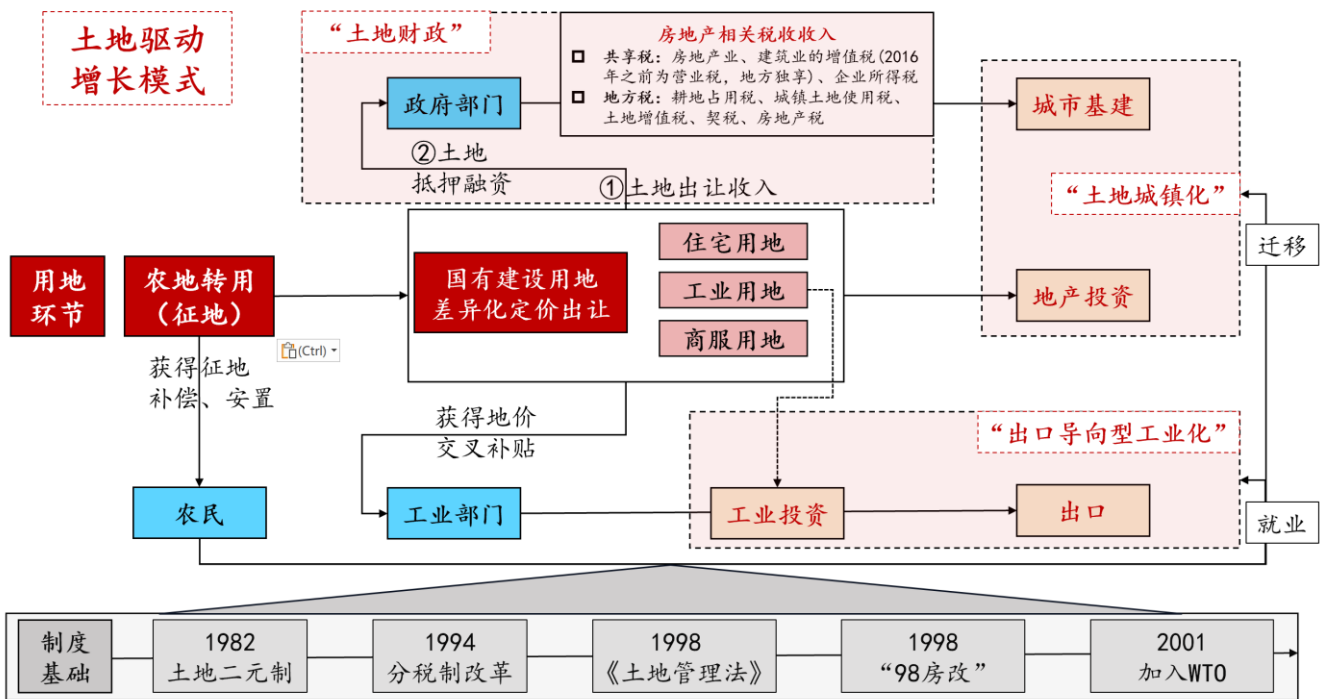
(15) 土地改革,增加农村经营收入和财产收入

过去二十多年,我国的土地驱动式增长模式特点是“重投资、重生产、轻消费”,具有供需失衡的隐患。这一模式的许多方面都是偏向于投资和生产端,比如土地收益分配环节,存在需求部门补贴供给部门的特点,政府部门和工业部门得到更多激励用于投资和生产;在城镇化环节,土地城镇化和市政建设发展较快,近3亿农业转移人口较难融入城镇,消费需求的释放较慢。因此,这一模式天然就具有工业供给强于需求的特点,容易带来供需失衡和物价低迷。

⁴ [中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定 中央有关文件 中国政府网](#)

⁵ [商务部: 将加快国际消费中心城市培育 以其为试点减少消费的限制性措施](#)

图34: “土地驱动模式”示意图



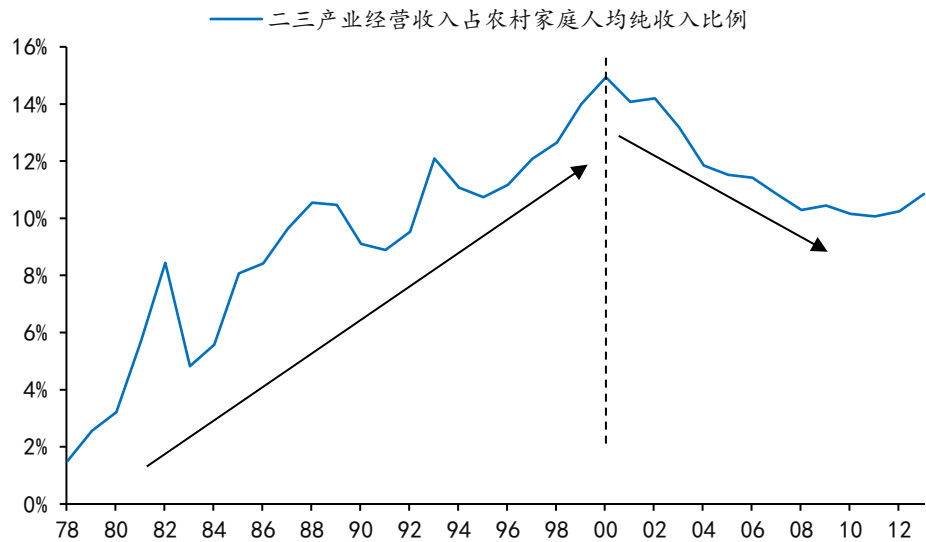
数据来源：东吴证券研究所

土地驱动模式之下，土地指标和土地增值收益都向城市集中，农民和农村难以利用集体建设用地上进行非农产业活动，不利于弥合城乡收入差距。

一方面，集体建设用地使用受限，致使农村经济活动和就业渠道单一。农村集体性建设用地难以用于非农产业，带来了农村产业的单一化，农民就业发展受阻，要么在乡从事农业活动，要么离乡进城务工，乡村非农就业渠道很少。从就业结构来看，2020年农村就业中有44%在农林牧渔行业，56%在非农，城市就业则有98%在非农。相比之下90年代中期，乡镇集体企业一度占到工业增加值的40%，大量农业人口可以在乡村实现非农就业。从农民收入来看，在土地驱动增长模式形成之前，二三产业经营收入在农民收入中的占比是逐渐提高的，2000年达到15%；此后随着建设用地转向城市集中，经营收入占比逐步下降，十年后降至10%上下。

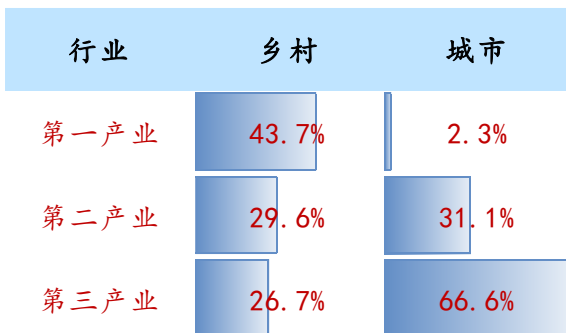
另一方面，农村建设用地和宅基地出租、转让的限制使得农民缺少财产性收入，这成为城乡差距的另一来源。2023年，我国城镇居民可支配收入是农村居民的2.4倍，其中差距最大的财产性收入高达10倍。

图35: 98 房改后, 二三产业经营性收入比重下降



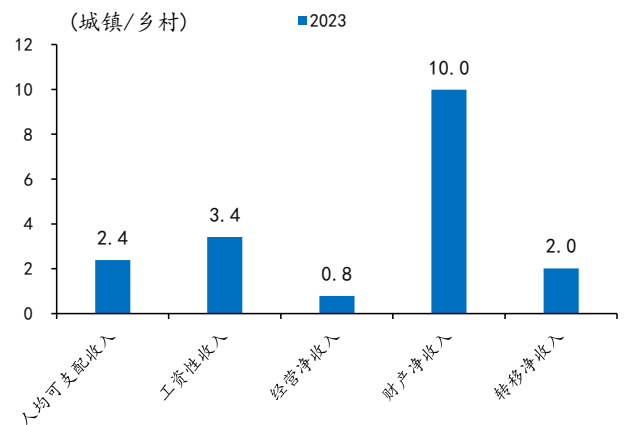
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 横轴为年份

图36: 2020 年城乡就业结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 城乡居民收入差距



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可以通过土地改革释放 7.5 亿人口需求, 从而推动经济发展从投资驱动向消费驱动转型。2021 年, 我国常住人口城镇化率达到 64.7%, 但户籍人口城镇化率只有 46.7%, 这意味着城镇户籍人口只有 6.6 亿, 农村户籍人口 7.5 亿。此前的“土地驱动增长”模式, 为了保障工业化和城镇化用地需求, 农村的土地发展权受到很多现实约束, 使得这 7.5 亿人口的就业、收入和财产收益也受到一定制约。通过土地改革解决上述这些问题, 赋予农村与城镇平等的土地发展权, 将能更大程度释放 7.5 亿农村户籍人口的需求, 促进经济发展方式转变。

农村土地改革有三大重点: 征地制度改革、农村宅基地改革、集体经营性建设用地入市。三中全会指出“促进城乡要素平等交换、双向流动, 缩小城乡差别, 促进城乡共

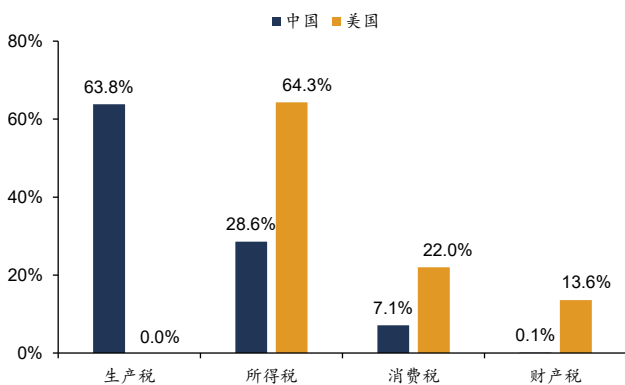
同繁荣发展”、“保障进城落户农民合法土地权益，依法维护进城落户农民的土地承包权、宅基地使用权、集体收益分配权，探索建立自愿有偿退出的办法。”、“允许农户合法拥有的住房通过出租、入股、合作等方式盘活利用。有序推进农村集体经营性建设用地入市改革，健全土地增值收益分配机制。”

(16) 生产型向消费型的财税改革

我国税收集中在生产环节，缴纳人主要是企业，税制结构更有利于生产。根据吕冰洋的测算，我国税收收入中 63.8%是生产税，所得税和消费税占比偏低；从主体来看，我国 90%以上税收都是企业缴纳，居民缴纳只有 10%以下。这种税制结构更有利于促进生产。

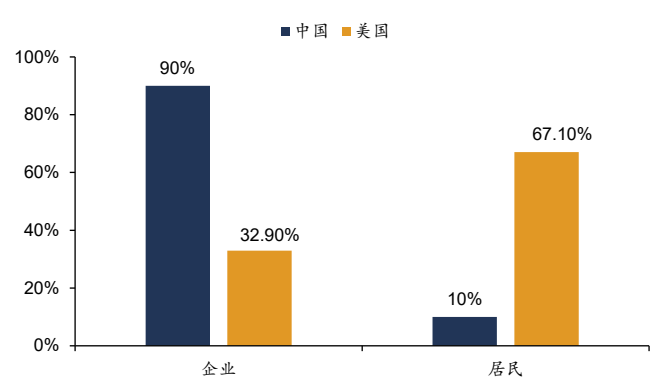
消费税改革有利于促进消费，更长期的方向是生产型向消费型的财税改革。今年三中全会指出“推进消费税征收环节后移并稳步下划地方”，消费税改革有助于激励地方政府改善消费环境，吸引人口，促进消费。

图38：我国税收主要是生产税



数据来源：吕冰洋《我国宏观税负不高，为何企业感觉负担重》，东吴证券研究所；注：2016年数据

图39：我国税收主要缴纳人是企业



数据来源：吕冰洋《我国宏观税负不高，为何企业感觉负担重》，东吴证券研究所；注：2016年数据

(17) 新型城镇化，实现基本公共服务均等化，促进服务消费

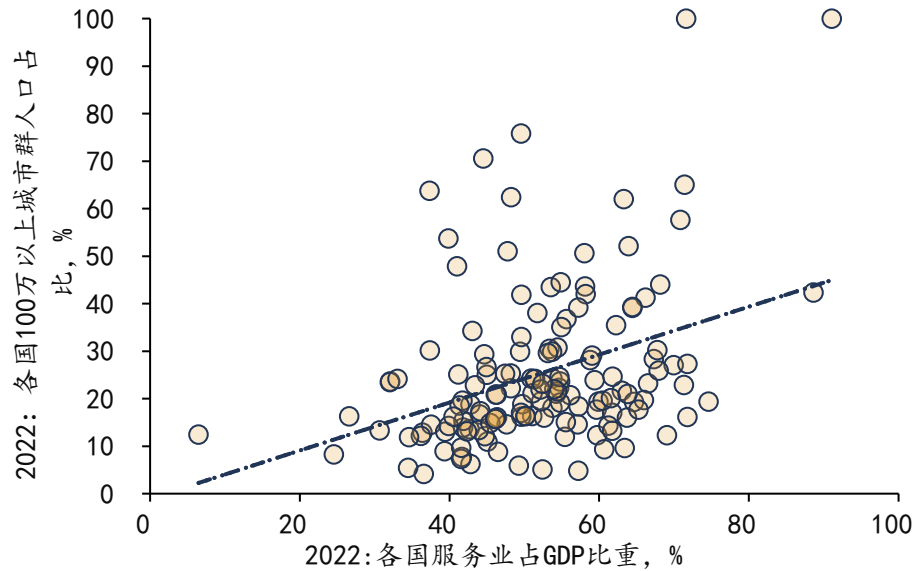
推进以人为核心的新型城镇化，对于促进消费有两方面含义。

一是实现进城农民工的基本公共服务均等化，包括教育、医疗、养老等，减轻消费的后顾之忧，释放近 3 亿农民工消费潜力。今年 7 月三中全会指出“推动符合条件的农业转移人口社会保险、住房保障、随迁子女义务教育等享有同迁入地户籍人口同等权利，加快农业转移人口市民化。”

二是人口集聚有助于促进服务消费。从市场需求的角度来看，人口集聚带来更多的就业机会，特别是服务业岗位。大量的服务业从业者集中在城市中心，增加了对各类服

务的需求。从成本的角度来看，服务消费大多需要即时生产和消费，且依赖面对面的互动。大城市的高人口密度有助于降低消费成本，发挥集聚优势，促进服务消费。如图 40，我们发现各国人口集聚程度和服务业比重是正相关，更高的人口集聚程度，意味着更高的服务业比重。

图40：服务业的“集聚效应”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

(1) 如果部分改革政策加速推出，可能出现政策超预期效果；(2) 如果部分刺激和补贴政策力度不及预期，短期内政策效果可能不及预期；(3) 美国加关税带来外需波动，国内政策应对也会发生变化。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>