



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

千亿消费券或拉动社零增长 3.1%

投资要点:

核心观点:

与过往几轮消费券发放相比，本轮消费券发放的范围更广，涉及的领域更多，对于餐饮和文旅行业的补贴力度最为明显，而家电和汽车也是此轮消费券的补贴重点。此外，在疫情防控政策调整之后，本轮消费券补贴还包含多方面的线下消费，因此除了消费券本身拉动的消费以外，将引致更多的相关线下消费，扩大消费券的撬动倍数。

基于消费券使用的相关数据，叠加目前疫情放松管控后消费场景的逐步放开，我们认为消费券核销率可能会达到 70%~75% 的区间，而根据此前部分省市的数据测算，预计汽车类消费券核销率相对较高，可以达到 80%（温州-84.7%，山东-80%），家电类消费券核销率相对较低，估计约为 60%（温州-44.4%，山东-66.3%），餐饮与文娱相关消费券则假定为 70%；进一步假定餐饮零售、文旅、汽车和家电消费券对消费的撬动倍数分别在 5 倍、30 倍、40 倍和 10 倍，那本轮消费券对消费的整体撬动倍数整体约为 13.9 倍。在此假设上，如果 2023 年我国消费券发放达到千亿级别，预计将拉动居民消费增长接近 1.4 万亿，带动社零全年增速回升 3.1%。

风险提示：疫情形势仍具有不确定性；地方财政压力超预期；消费券发放不及预期。

内容目录

1. 以消费券刺激消费更符合我国国情	3
1.1. 国内外消费刺激方式有何差异?	3
1.2. 消费券对消费拉动作用如何?	4
2. 千亿消费券将带动全年社零增速回升 3.1%	6
3. 风险提示	8

图表目录

图 1: 欧美最终消费支出占 GDP 比重较高 (%)	4
图 2: 我国储蓄率显著高于欧美主要经济体 (%)	4
图 3: 09 年杭州发放消费券后社零恢复显著快于全国 (%)	4
表 1: 疫情以来各国消费刺激方式	3
表 2: 2020 年 3-4 月份各城市消费券使用情况	5
表 3: 消费券拉动测算	6
表 4: 本轮消费券发放详情	7

近期在优化疫情防控的“新十条”发布之后，各地逐步调整了疫情防控措施以加快经济修复，在刺激消费方面，多个省市采取了不同形式、多轮次的消费券发放。与之前几轮消费券发放相比，本轮消费券变化有何变化？本轮消费券将拉动多少消费？本文拟对以上问题进行回答。

1. 以消费券刺激消费更符合我国国情

1.1. 国内外消费刺激方式有何差异？

在新冠肺炎疫情发生以来，不同经济体在刺激消费时采取了不同的方式，主要可以划分为两类：一是以美国、英国等为代表的欧美经济体所采取的直接现金补贴的方式；二是以中国、韩国和新加坡等为代表的亚洲经济体所采取的发消费券的方式。

表 1：疫情以来各国消费刺激方式

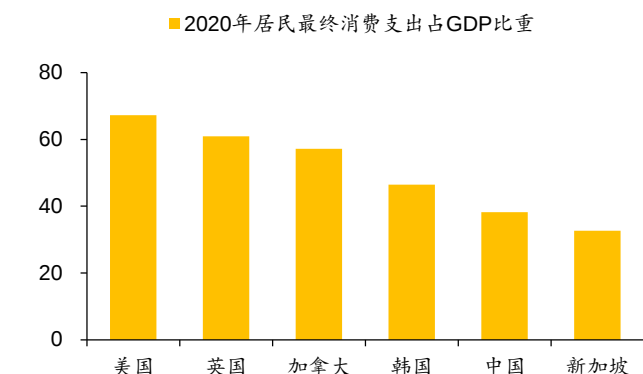
国家	消费刺激政策
美国	收入在 75000 美元以下的成人可以得到 1200 美元，收入在 75000 美元-99000 美元的成人根据具体的收入情况有一定缩减，儿童每人可以得到 500 美元
加拿大	因新冠肺炎疫情而失去收入的加拿大人，每月获得政府发放的 2000 加元救济金，可连续领 4 个月，共计 8000 加元
英国	政府将为无法工作的人员支付 80% 薪酬，在最初的 3 个月里，每月最高 2500 英镑。
德国	对于自由职业者和个体户，联邦政府直接赠予最高 15000 欧元的新冠津贴，无需偿还；针对雇员们接受短时工作前后的税后收入差额，德国为无孩雇员补贴差额的 60%，有孩雇员补贴 67%。从短时工作的第 4 个月起调整为 70% 和 77%，第 7 个月起调整为 80% 和 87%，这一补贴最长可以领取至 2020 年 12 月 31 日。
韩国	韩国政府在 2020 年 10 月底启动包括发放 8 大类消费券等在内的提振内需对策，8 大类消费券覆盖住宿、旅游、演出、电影、展览、体育、餐饮、农副产品。
新加坡	2020 年 8 月 17 日，新加坡副总理兼经济政策统筹部长及财政部长王瑞杰宣布，将向国人发放总值 3.2 亿的“重新探索新加坡消费券”，鼓励居民到新加坡各个景点游玩。
中国	截止 2020 年五一小长假，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

资料来源：商务部、美联储、证券日报、澎湃新闻等，德邦研究所整理

而为何不同国家间消费刺激的手段会有所差异？主要原因在于生活观念的差异。一方面，相比于亚洲经济体，欧美经济体居民最终消费占 GDP 的比重更高，作为主要消费国的美国 2020 年居民最终消费占 GDP 的比重高达 67.2%，远高于我国同期的 38.2%，这意味着欧美经济体更热衷于通过“花钱”来刺激经济增长；另一方面，亚洲经济体相比欧美经济体具有更高的储蓄率，边际消费倾向相对较低。以我国与美国为例，尽管 2008 年以来我国储蓄率呈现整体下行的趋势，但截止 2020 年底我国储蓄率仍高达 44.3%，显著高于美国同期的 19.0%。特别是疫情发生以来，我国居民收入增速显著放缓，居民避险情绪加重，在这种情况下如果对居民进行现金补贴，居民更倾向于增加储蓄而非进行消费，并不能达到刺激消费的作用。

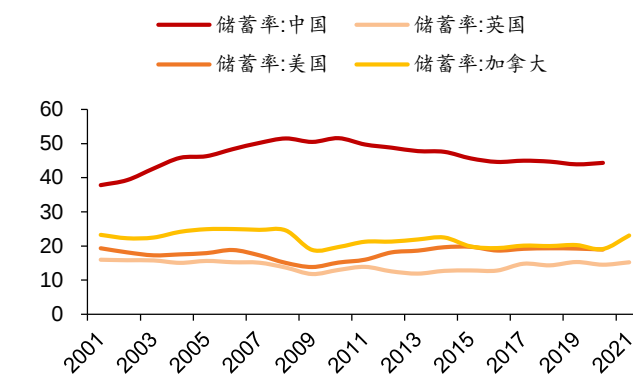
因此与直接发放现金补贴的方式相比，消费券发放的方式对于刺激我国消费的效果更好。第一，消费券能确保居民支出增加在消费相关领域，增加居民的实际消费支出；第二，消费券通常会设定使用期限，具有时效性，在短期内就可以起到拉动消费支出增长的作用，同时长期来看对于居民消费意愿的回升也有一定帮助；第三，消费券通常会面向固定领域，投放更加精准，对于拉动特定领域消费回升具有重要作用，同时这也意味着消费支出的增加可以对特定行业起到扶持或者推动的作用。

图 1：欧美最终消费支出占 GDP 比重较高（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：我国储蓄率显著高于欧美主要经济体（%）



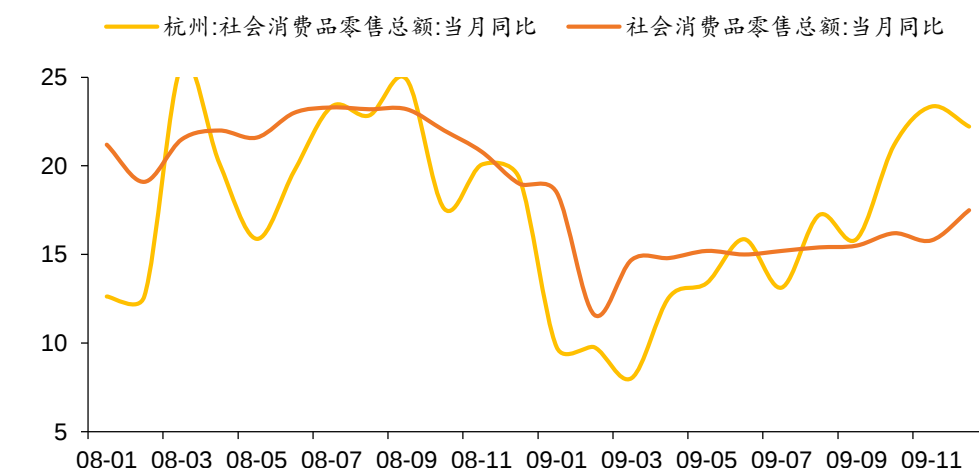
资料来源：Wind，德邦研究所

1.2. 消费券对消费拉动作用如何？

我们以 2009 年杭州消费券发放为例来分析消费券发放的实际效果，为应对 2008 年金融危机冲击，杭州在 2009 年分两阶段三批次发放了总额约为 9.1 亿元的消费券以提振消费。

从整体来看，在消费券发放的作用下，杭州社零修复速度要显著高于全国，但也呈现一定的阶段性特征。例如在一季度第一阶段消费券投放时，杭州社零增速较全国增速慢且出现了一定下滑，主要原因在于第一阶段消费券并未限定具体使用范围，可以从文化旅游消费、社会商品消费以及生活服务消费中任选，使得最终 76.78% 的消费券都流向了物美和欧尚等大型超市¹，对应着居民的生活必需品消费。因此从第一阶段消费券的拉动情况来看，可选消费并未受到消费券的明显提振，消费券流向生活必需品反而对消费需求造成了挤压，居民本用于生活必需品消费的资金可能转化为了超额的储蓄，影响可选消费的增长。

图 3：09 年杭州发放消费券后社零恢复显著快于全国（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

¹ 数据来源：<http://finance.sina.com.cn/roll/2020-03-05/doc-iimxxstf6606873.shtml>

因此在第二阶段，杭州发放了总计 3 亿元的旅游定向消费券，具体涵盖酒店住宿、餐饮、文娱、交通和景点门票等部分，而第二阶段消费券的发放通过方式的改变有效的拉动了可选消费的增长，对居民消费实现了显著的拉动。通过杭州两阶段消费券发放方式的对比可以看出，限定消费领域的消费券往往能够实现更大的“消费乘数”效应，而若流向必选消费则可能产生“消费替代”效应。

根据经济观察网发布的 2009 年杭州市旅游委员会统计，2009 年发放旅游消费券时，每张面值 10 元的旅游消费券最终拉动的消费达到 289 元，即消费券发放文旅行业的乘数约在 30 倍左右。此外，浙江省委政研室在对杭州发放消费券调研后称，综合测算，消费券拉动效应达到了 1:1.3，是直接发放现金的 2 倍，也可以看出消费券对于我国消费有更明显的拉动。

而在北大国发院 2020 年名为《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》的一项研究中，作者对部分城市某一时间段内消费券发放金额、核销金额以及带动的关联消费数据进行了统计，结果显示在 2020 年 3 月到 4 月期间表 2 中城市发放消费券的总计核销率大约在 68.3%。而由于各个省市消费券针对产品类型不同，消费券的撬动倍数有较大差异，但总体来看，实际核销消费券对消费的撬动倍数约为 9.4 倍，而消费券发放金额对消费券的撬动倍数约为 6.4 倍。

此外，山东省商务厅也发布了关于消费券拉动消费的相关数据，截至 9 月底山东省累计发放汽车消费券 8.4 亿元，拉动汽车消费 372.1 亿元，拉动比 1:44.3；累计核销家电消费券 2.65 亿元，拉动家电消费 26.8 亿元，拉动比例 1:10.1。

表 2：2020 年 3-4 月份各城市消费券使用情况

	发放金额 (万元)	核销金额 (万元)	核销率 (%)	关联消费 (万元)	核销金额 撬动倍数	发放金额 撬动倍数
晋城	1500	1442	96.1	17300	12.0	11.5
杭州	37500	32100	85.6	342200	10.7	9.1
佛山	5000	3870	77.4	13600	3.5	2.7
沈阳	2000	944	47.2	6459	6.8	3.2
衢州	3390	1846	54.5	10147	5.5	3.0
郑州	5000	3925	78.5	55200	14.1	11.0
赤峰	500	364	72.8	3692	10.1	7.4
呼和浩特	1000	86	8.6	719	8.4	0.7
绍兴	7500	2333	31.1	10900	4.7	1.5
宁波	1070	515	48.1	5321	10.3	5.0
乌鲁木齐	4786	330	6.9	5498	16.7	1.1
温州	19720	13000	65.9	98200	7.6	5.0
总计	88966	60755	68.3	569236	9.4	6.4

资料来源：北大国发院《我国消费券发放的现状、效果和展望研究》，德邦研究所整理

2. 千亿消费券或将带动全年社零增速回升 3.1%

与过往几轮消费券发放相比,本轮消费券发放的范围更广,涉及的领域更多,对于餐饮和文旅行业的补贴力度最为明显,而家电和汽车也是此轮消费券的补贴重点。此外,在疫情防控政策调整之后,本轮消费券补贴还包含多方面的线下消费,因此除了消费券本身拉动的消费以外,将引致更多的相关线下消费,扩大消费券的撬动倍数。

而根据上文关于消费券使用的相关数据,叠加目前疫情放松管控后消费场景的逐步放开,我们认为消费券整体核销率可能会进一步增长至70%~75%的区间,而根据此前部分省市的数据测算,预计汽车类消费券核销率相对较高,可以达到80% (温州-84.7%, 山东-80%), 家电类消费券核销率相对较低,估计约为60% (温州-44.4%, 山东-66.3%), 餐饮与文娱相关消费券则假定为70%;进一步假定餐饮零售、文旅、汽车和家电消费券对消费的撬动倍数分别在5倍、30倍、40倍和10倍,那本轮消费券对消费的整体撬动倍数整体约为13.9倍。

如果2023年我国消费券发放达到千亿级别,预计将拉动居民消费增长接近1.4万亿,带动社零全年增速回升3.1%。

表 3: 消费券拉动测算

消费券类别	消费券核销率	核销率计算方式	消费券撬动倍数	撬动倍数测算方式	本轮总计发放金额 (万元)	撬动消费增长金额 (万元)	消费券总体撬动倍数
餐饮消费券	70%	根据北大国发院统计的2020年3-4月部分省市消费券(主要面向餐饮旅游业)相关数据,消费券发放金额约为8.9万亿,核销金额约为6.1万亿,核销率约为68.3%	5	根据北大国发院统计的2020年3-4月部分省市消费券(主要面向餐饮旅游业)相关数据测算,消费券撬动倍数约为9.4,剔除旅游业影响后预计为5	2365	8277.5	\
文旅消费券	70%	根据北大国发院统计的2020年3-4月部分省市消费券(主要面向餐饮旅游业)相关数据,消费券发放金额约为8.9万亿,核销金额约为6.1万亿,核销率约为68.3%	30	根据杭州2009年公开数据测算,每张面值10元的旅游消费券最终拉动的消费达到289元	21110	443310	\
家电消费券	60%	根据温州市和山东省的公开数据测算,温州市家电消费券的核销率约为44.4%,山东省家电消费券的核销率约为66.3%	10	根据温州市和山东省的公开数据测算,温州市汽车消费券的撬动倍数约为9,山东省家电消费券的核销率约为10	7700	46200	\
汽车消费券	80%	根据温州市和山东省的公开数据测算,温州市汽车消费券的核销率约为84.7%,山东省家电消费券的核销率约为80%	40	根据温州市和山东省的公开数据测算,温州市汽车消费券的撬动倍数约为31,山东省家电消费券的核销率约为44	2350	75200	\
		根据北大国发院统计的2020年3-4月部分省市消费券(主要面向餐饮		根据北大国发院统计的2020年			

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50259

