

## 宏观研究/深度研究

2020年09月08日

**张继强** SAC No. S0570518110002  
研究员 SFC No. AMB145  
zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** SAC No. S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

**朱洵** SAC No. S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

### 相关研究

- 1《宏观：美元汇率分析框架及前景展望》2020.08
- 2《宏观：美国货币政策即将步入3.0版》2020.07
- 3《宏观：内部大循环建设亟待补齐的短板》2020.07

# 消费市场建设是循环顺畅的基础

## 双循环系列报告三

### 核心观点

内需是构建国内大循环的基石，市场是稳定产业链的关键。在传统的“需求侧三驾马车”当中，消费已连续多年成为我国经济增长的第一拉动力。我国有规模庞大的内需市场、较为完善的工业品、消费品产业链，有能力建立内部产销一体化的供应链和消费市场。同时，新型工业化、城镇化、信息化等趋势的发展演进，可能进一步带动国民消费能力增强、消费需求出现调整。消费结构变迁、质量提高、场景多元化为代表特征的消费升级，有望进一步挖掘我国市场的内需潜力，打通国内大循环的各个环节。

### 把握消费市场的趋势，助力国内大循环格局完善

消费已成为经济增长主要拉动点，结合目前我国人均消费体量、消费占整体经济的比重，我们认为居民消费在经济中占比仍有提升空间，我国居民人均收入的稳定提高，是稳定国内消费市场的基础；而人口年龄结构的变化，则意味着未来的国内消费市场，在医疗/养老/育婴/青少年等方面可能有更大的发展空间。我国城乡和地区发展呈现不平衡的问题，而城镇化所带来的生产要素集聚效应，能推动工业和服务业更高效的发展，从而改善消费结构、促进消费增长；人口规模庞大的西部地区正逐渐成为新的经济增长点，在国内大循环发展格局中重要性逐步凸显。

### 新消费业态的培育壮大正成为消费升级的新动能

我们认为，新消费业态的迅速发展释放“双循环”的内需潜力，线上零售-线下配送、在线教育、供应链整合和渠道营销创新等新的消费模式发展较快。而手机和移动信息接收渠道的逐渐完备，有助于推动新消费业态更广泛地覆盖我国消费市场，突破地理空间限制，促进国内市场的整合与均衡发展，在“双循环”中起到“补短板”作用。新消费业态的兴起与物流业的发展相辅相成，物流业在质与量上的提升能带动市场下沉，扩展更广阔的消费市场，提高国内消费和生产、仓储、销售业态的互动循环效率。

### 注重要素贡献，完善社会保障，关注消费市场分层特征

我们认为，中等收入群体的扩大，有助于维护经济循环的韧性基础，亦能释放居民消费需求，是实现国内大循环的重要基础。想要充分释放“内循环”中的消费潜力，收入分配格局的优化至关重要，要素贡献需在收入分配机制中扮演更大角色。国家福利保障体系也是收入分配制度的重要环节，在收入的二次分配上发挥重要的调节作用，同时，医疗、养老等保险制度的改善能够降低预防性储蓄动机，提升边际消费倾向。

### 新形势下的挑战：如何应对可能的供应链缺失，形成外贸良性互动？

我们认为，新形势下，中国消费者的海外消费回流国内的潜力较大，需要充分把握这一趋势带来的市场增量，并予以适当的政策扶持。随着进口关税连续调降、灰色代购市场监管收紧，以及国内购买国际奢侈品牌与境外购买之间的价差可能有所收窄，一方面，更多的消费者可能选择在境内购买奢侈品，这样至少拉动了国内卖场、相关就业；另一方面，国产高端消费品牌也可能对传统意义上的国际大牌奢侈品形成一定的替代。国内免税岛等制度建设也有助于境外消费回流，为“双循环”提供增量空间。

风险提示：外需下行压力过大，经济增速下行超预期，政策协调效率减弱，国内政策改革进程可能弱于预期。

## 正文目录

内需是“国内大循环”的基石 .....	3
目前消费市场的优势与短板 .....	4
全球最大的消费市场正在形成 .....	4
人均 GDP 增长是消费扩容的重要支撑 .....	5
消费市场需求仍待供给优化 .....	7
解决城乡和区域发展不均衡问题，释放消费动能 .....	9
新消费业态的培育壮大是新动能 .....	14
新消费业态的迅速发展释放“双循环”的内需潜力 .....	14
物流提质增效、信息技术注入新活力，提高消费循环效率，创造新就业 .....	15
注重要素贡献，完善社会保障，形成正循环 .....	16
我国居民收入格局中中间收入人群占比逐步提升 .....	16
内循环体系下，中等收入群体扩大，消费市场需要关注新的结构特征 .....	16
挖掘“内循环”消费潜力，要素贡献需在收入分配机制中扮演更大角色 .....	17
健全社会福利保障体系，稳定居民消费信心 .....	18
新形势新挑战：如何应对可能的供应链缺失，形成外贸良性互动 .....	20
加强质量建设，重塑消费者信心，培育民族品牌 .....	20
国内免税岛等制度建设有助于境外消费回流，为“双循环”提供增量空间 .....	24
风险提示 .....	25

## 内需是“国内大循环”的基石

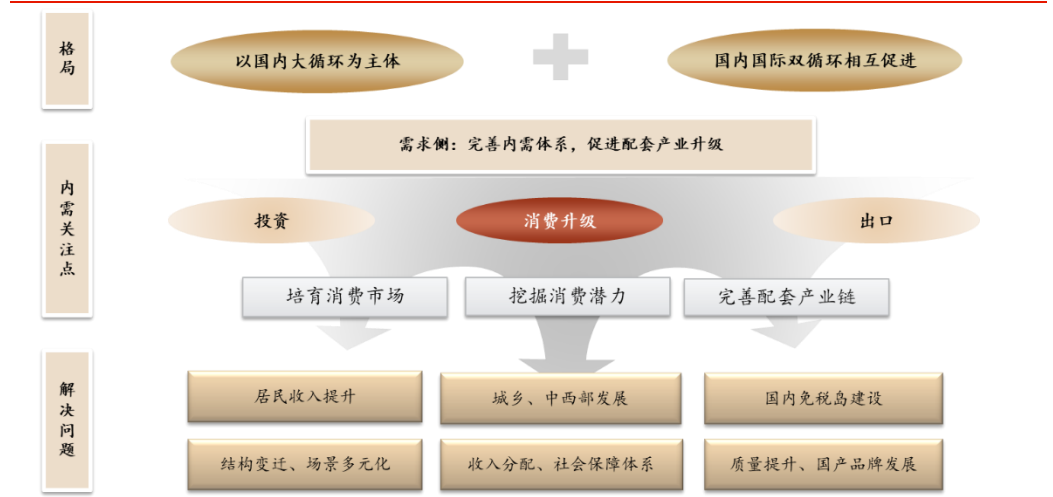
我们认为，在过去的五年间，我们面临的外部环境在发生变化；经济-贸易-科技-教育等领域的全球化有放缓态势，贸易保护主义有所抬头。今年的疫情在全球范围的蔓延和各国的应对举措，进一步反映出这些变量仍在继续演进中。因此，我们认为“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，可能是十四五期间的重要指导方向。

内需是国内大循环的基石，市场是稳定产业链的关键。内需是形成国内大循环的基础，才能调动供给力量，稳定经济稳定。而未来的产业链很可能更加追求稳定性、安全性，本土化倾向明显，市场优势是巩固产业链的关键。

完善内部消费体系，是我国构建完整的需求体系、疏通影响国内大循环堵点的关键。即进一步构建、完善原有的生产-消费体系，挖掘消费升级潜力，促进新的消费业态发展，培育有国际竞争力的民族品牌，降低部分消费品的进口依赖度。在双循环系列第二篇中（7月27日“内部大循环建设亟待补齐的短板”），我们已经从供给侧的角度，分析了不同的生产要素（基础设施、教育科技、制度设计等）如何在双循环体系下作进一步的重构和改进，以提高资源配置效率；本文我们将主要从需求的角度出发，分析未来如何进一步挖掘我国内需发展空间最大的项目——消费。

在传统的需求侧三驾马车当中，消费已经连续多年成为我国经济增长的第一拉动力。我国有 14 亿人口规模的庞大内部市场、以及较为完善的工业品、消费品产业链，有能力建立内部产销一体化的供应链和消费市场。同时，新型工业化、城镇化、信息化等趋势的发展演进，可能进一步带动国民消费能力增强、消费需求出现调整，以消费结构变迁、质量提高、场景多元化为代表特征的消费升级，有望进一步挖掘我国市场的内需潜力，打通国内大循环的各个环节。

图表1：通过消费升级挖掘我国庞大市场蕴含的内需潜力



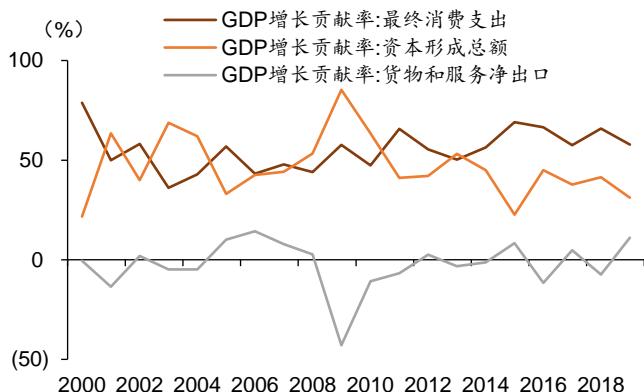
资料来源：商务部，华泰证券研究所

## 目前消费市场的优势与短板

### 全球最大的消费市场正在形成

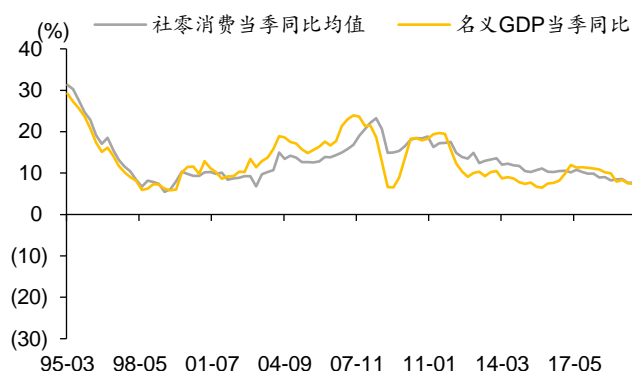
2014 年以来，在 GDP “三驾马车” 中，消费（最终消费）已逐步取代投资（资本形成），成为我国经济增长的最主要需求侧要素。2019 全年，最终消费支出对经济增长的贡献率为 57.8%，资本形成总额、货物和服务进出口的贡献率分别为 31.2% 和 11%。2017 年以来，社零消费增速也与名义 GDP 增速基本保持同步。虽然 2020 年上半年由于疫情的意外冲击，消费增速回落幅度较大、对整体经济呈现负向拖累，而投资项则受益于政策资金支持和国家政策托底、在疫情受控后回升速度相对较快；但从经济结构的持续变化态势来看，消费成为内需战略基石的地位已经得到确认。

图表2：消费已成为我国经济增长的第一动力



资料来源：Wind，华泰证券研究所

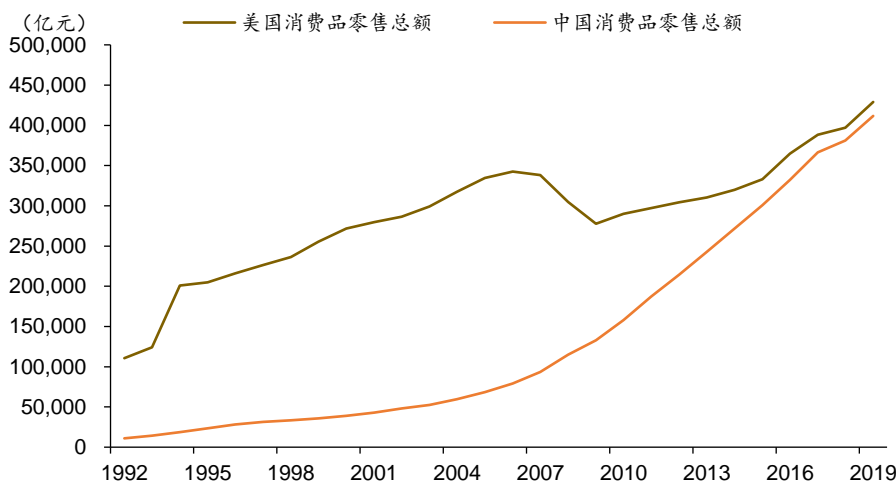
图表3：社零消费当季同比与名义 GDP 当季同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

尽管我国国民人均消费体量和发达国家差距仍然较大，但在 14 亿人口的庞大市场加持下，以当年人民币-美元平均汇率换算，2019 年中国和美国的消费品零售总额分别为 41.2 万亿元和 42.9 万亿元人民币，中国和美国的消费市场总体量差距正逐年缩小。

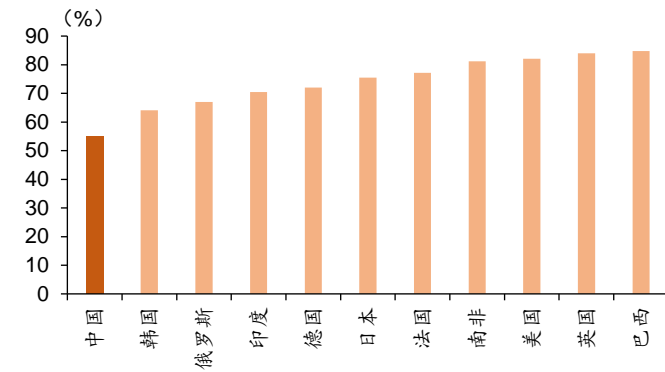
图表4：中美消费品零售总额对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

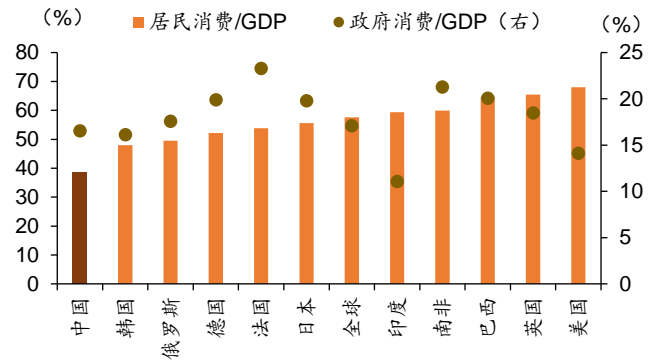
结合目前我国人均消费体量、消费占整体经济的比重，我们认为我国的消费市场增长潜能仍待挖掘。据我国国家统计局、以及世界银行对各国的统计数据，以 2018 全年数据对比（各国截至 2018 年数据较全，便于横向对比），我国最终消费支出占名义 GDP 的比重为 55.1%，不仅远低于美国、英国、德国等主要西方国家，同时大幅低于日本、韩国等东亚国家，甚至低于同为金砖国家的巴西、印度等国。具体来看，我国政府部门消费占 GDP 的比重和其他国家差距不大，主要原因是居民部门消费占 GDP 的比重较低，2018 年该比重为 38.5%，比世界银行统计的全球 230 个国家的平均水平低了 29 个百分点。

图表5：2018 年各国最终消费支出在 GDP 中的占比



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表6：2018 年各国居民和政府消费支出在 GDP 中的占比



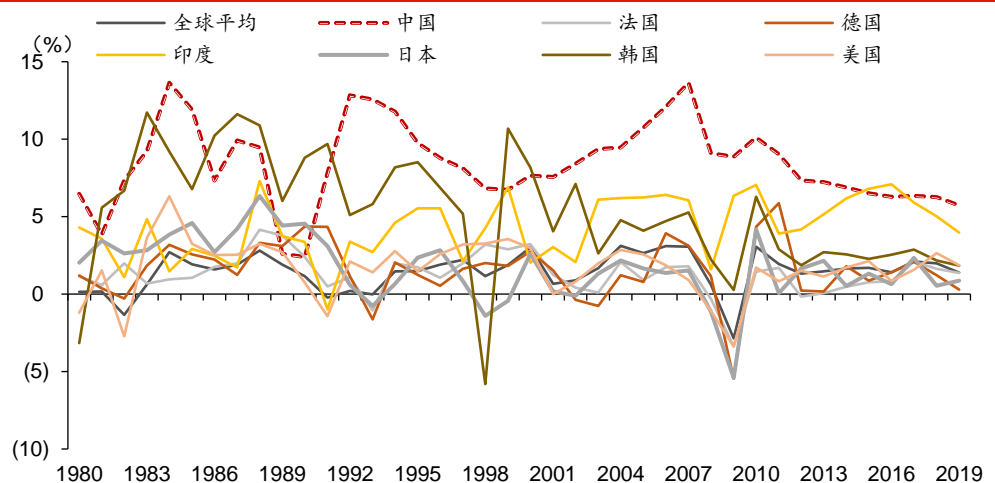
资料来源：世界银行，华泰证券研究所

### 人均 GDP 增长是消费扩容的重要支撑

从长周期视角来看，人口增长（出生死亡率）、人口年龄结构（老龄化问题等）、收入结构（居民财富结构、贫富分化）、消费理念（奢侈品消费、低碳环保节能等）、科技创新（消费新增长点）等因素主导了消费长周期“质”的改变。我们认为我国居民人均收入的稳定提高，是稳定国内消费市场的基础；而人口年龄结构的变化，则意味着未来的国内消费市场，在医疗/养老/育婴/青少年等方面可能有更大的发展空间。

我国人均 GDP 和居民可支配收入的持续稳定增加是消费市场扩容的重要支撑。2019 年，我国人均 GDP 同比增速为 5.7%，远高于主要发达国家（美国仅 1.8%）和全球平均增速 1.4%，增速持续多年位于全球前列。

图表7：全球各主要国家人均 GDP 增速

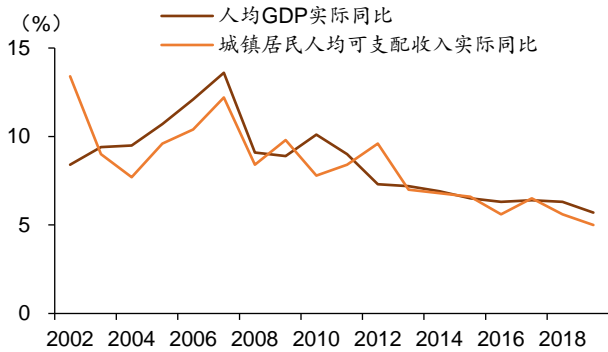


资料来源：Wind，华泰证券研究所

我国居民人均可支配收入也保持较快增长。根据国家统计局，2019 年全国居民人均可支配收入 30733 元，比 2000 年实际增长 4.4 倍，年均实际增长 9.2%。我国居民人均可支配收入在跨入万元大关后，又分别用五年时间实现了跨入 2 万元与 3 万元大关。

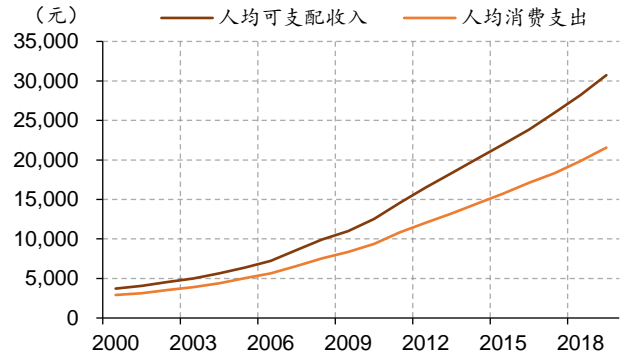


图表8：人均 GDP 与城镇居民人均可支配收入实际同比 (%)



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表9：2000-2019 年中国居民人均可支配收入 (元)

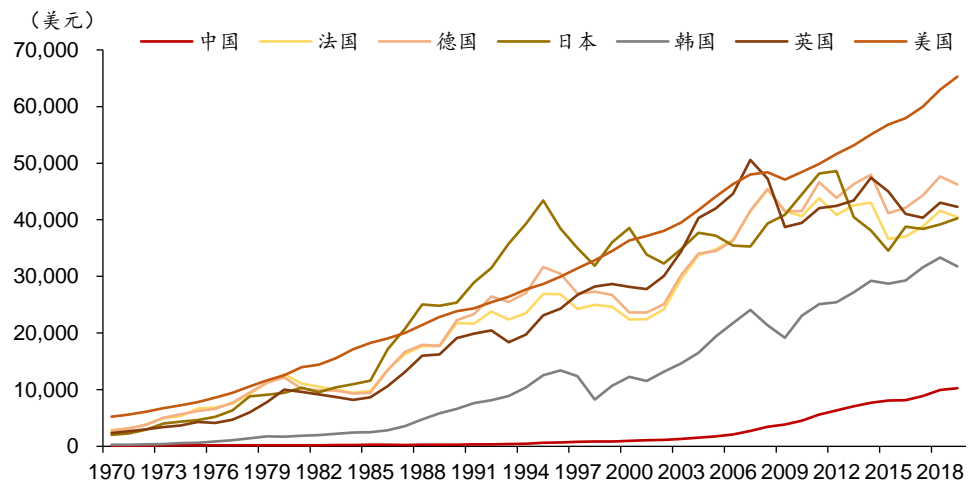


资料来源：CEIC，华泰证券研究所

根据世界银行统计，2019 年中国人均 GDP 为 10262 美元，和发达国家相比仍有较大差距；人均可支配收入方面，2019 年美国居民人均可支配收入为 49763 美元，按 2019 年末汇率中间价换算，我国当年居民人均可支配收入水平相当于同期美国水平约 9%。由于区域经济发展仍不均衡、经济增长和收入分配相对更加依赖劳动密集投入等方面因素，我国居民人均可支配收入仍远低于其他发达国家的水平。

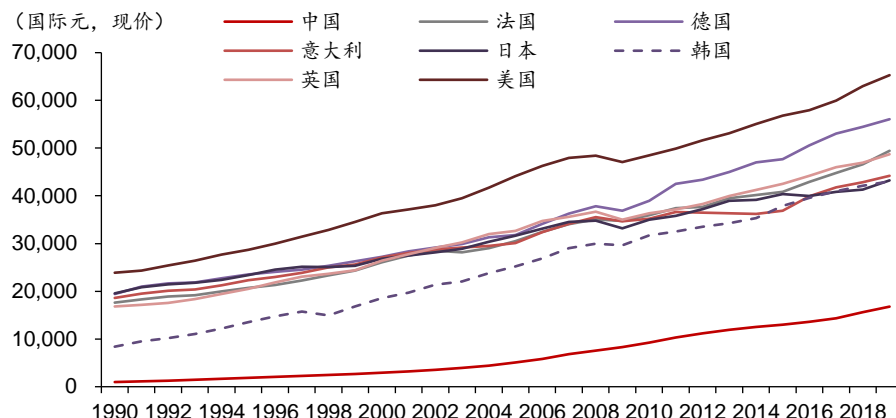
尽管短期内人均 GDP（人均可支配收入）赶上发达国家的难度较大，但随着双循环体系逐渐建立，我们认为国内区域经济增长和产业分布有望更趋于均衡，收入分配机制有望更加注重资本、技术、土地等多方面要素发挥的作用；我国基础设施体系完善，多数消费品具备自主生产能力，具备了在内循环为主的背景下，用相对较低的生产和物流成本支持国内消费市场的能力。我们认为这意味着国内居民可支配收入能支撑的消费购买力水平，未来可能进一步增长。

图表10：中国人均 GDP VS 各发达国家人均 GDP（当年现价，美元）



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表11： 购买力平价体系下，中国人均 GDP 距离各发达国家人均 GDP 也仍有较大差距

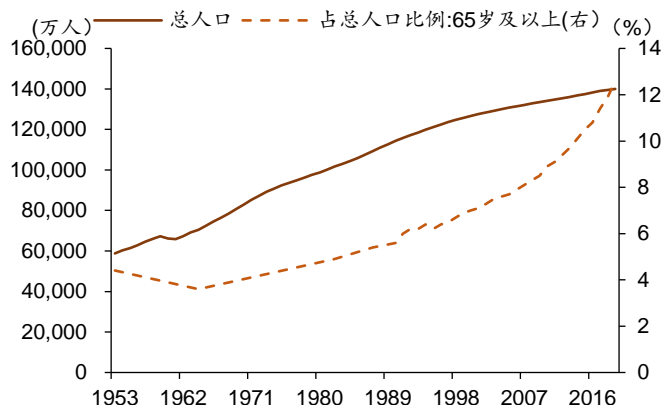


资料来源：世界银行，华泰证券研究所

### 消费市场需求仍待供给优化

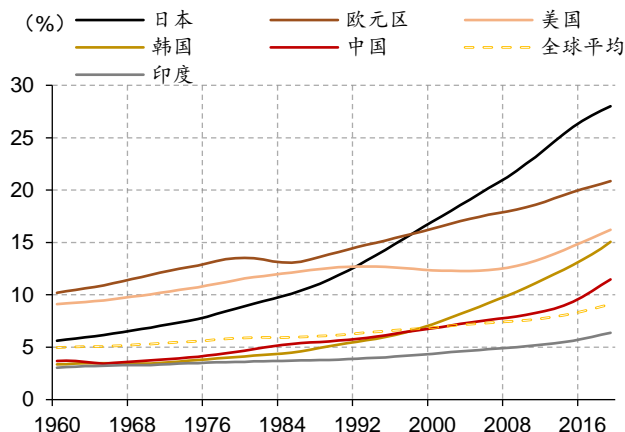
除了收入的增长，人口年龄结构的变化也是影响消费需求的重要因素。近年来，中国的人口结构呈现加快老龄化的特点。2019 年全国总人口达到 14 亿人，较 2018 年增长 467 万人，从年龄结构看，0-14 岁人口占比下降 0.1 个百分点至 16.8%；15-64 岁人口占比下降 0.5 个百分点至 70.7%；65 岁及以上人口占比上升 0.7 个百分点至 12.6%。按照 1956 年联合国出台的《人口老龄化及其社会经济后果》中划分的标准，65 岁及以上人口占比超过 7%就意味着该国进入老龄化。按照这一标准，中国早在 2001 年左右就步入了“初步”老龄化阶段。

图表12： 中国总人口与 65 岁以上人口占比



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

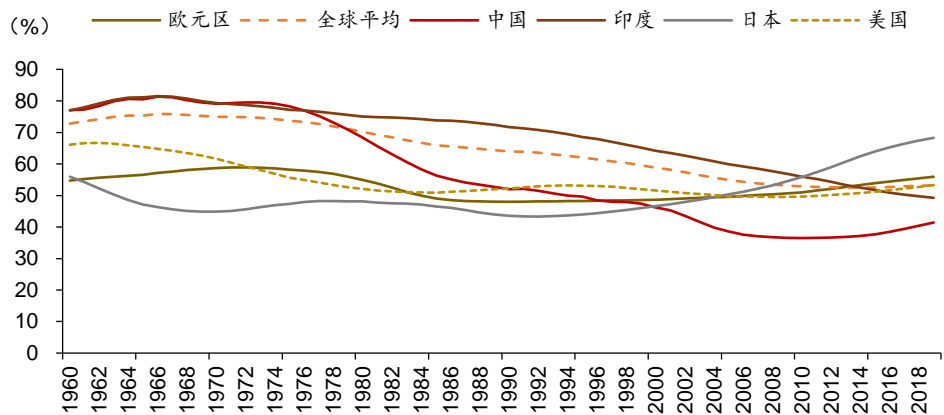
图表13： 各国 65 岁以上人口占比 (%)



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

为应对可能面临的人口老龄化压力，近年来我国在鼓励生育政策（如全面二胎）方面加大着力，我们预计这一政策导向短期不会改变。我们认为，未来我国人口年龄结构的重要趋势可能是未成年人口+老年人口的占比上行。抚养比是目前广泛使用的衡量抚养负担的指标，即（未成年人口+老年人口）/劳动力人口。依照国际通行的标准，未成年人口指的是 0-14 岁的人口，老年人口指的是 65 岁及以上的人口。2019 年中国的总抚养比为 41.5%，少年儿童抚养比 23.7%，老年人口抚养比 17.8%，低于美、日、欧洲等发达国家，也低于印度、巴西等新兴市场国家。这一占比未来可能面临上行压力，意味着从消费市场的构成端，“养老”+“育儿”可能扮演越来越重要的角色。

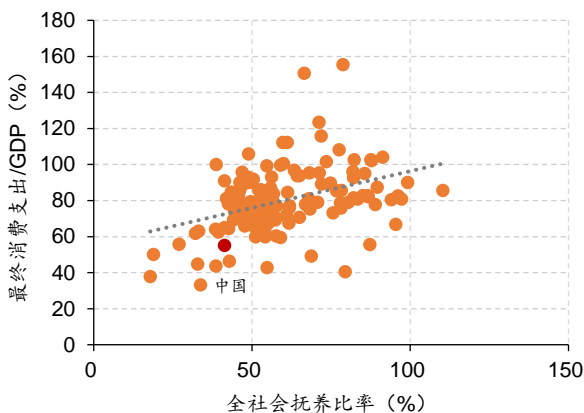
图表14： 全球各主要国家全社会抚养比率



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

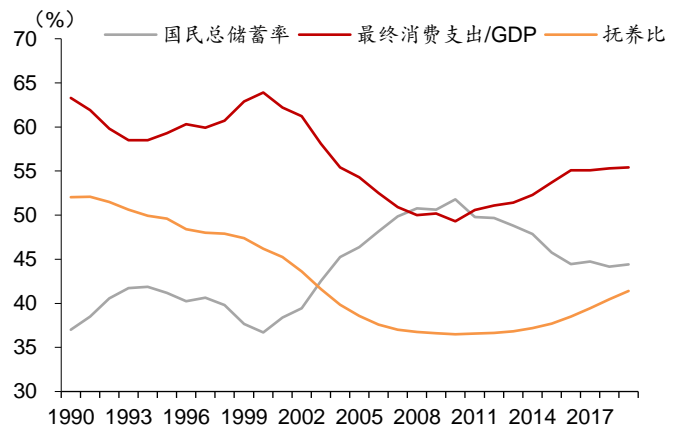
社会抚养比的上升可能使得我国的储蓄率不断下降，而消费支出占 GDP 的比重或将上升，“双循环”体系下的内需潜能，将进一步落实在消费这个战略基点上。从经典生命周期理论看，人口年龄结构会影响储蓄和消费行为，在少儿时期，消费将大于其收入，为负储蓄，进入青年和中年将通过工作积累财富，到老年再消耗财富。随着人口抚养负担加大，储蓄率将下降，消费率将上升。实证数据也可在一定程度上印证这一结论，从 2018 年世界各国数据横向对比，社会抚养比与最终消费支出占 GDP 的比重呈现一定程度的正相关关系。

图表15： 2018 年全球各国社会抚养比和消费支出占比的关系



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表16： 中国人口抚养比率与消费支出占比的关系 (%)

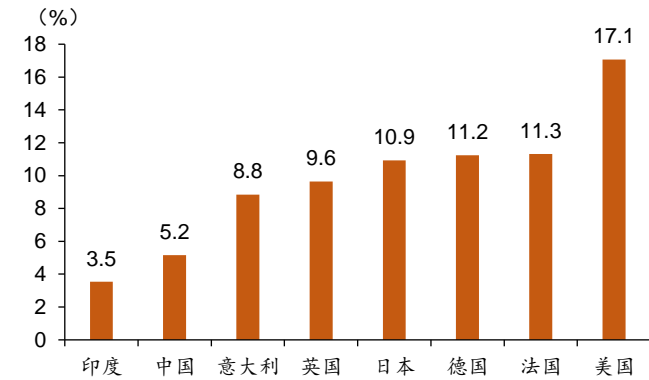


资料来源：Wind，世界银行，华泰证券研究所

医疗健康需求的较快增长或成为新的消费增长点。根据 WHO 统计，2017 年，我国医疗健康支出占名义 GDP 的比重为 5.2%，离发达国家仍有较大差距，如美国该比例高达 17.1%，英国为 9.6%，日本为 10.9%。而从时间维度上看，我国人均医疗健康支出逐年增长，在 GDP 中的占比近几年也呈现上升趋势，从 2007 年的 3.7% 上升至 2017 年的 5.2%，未来有望持续贡献消费增长。

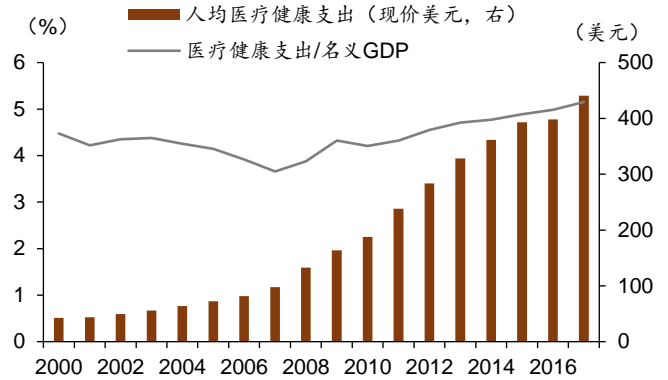


图表17： 2017 年医疗健康支出占名义 GDP 比重的国际对比



资料来源：WHO，华泰证券研究所

图表18： 2000 年-2017 年中国人均医疗健康支出持续增长



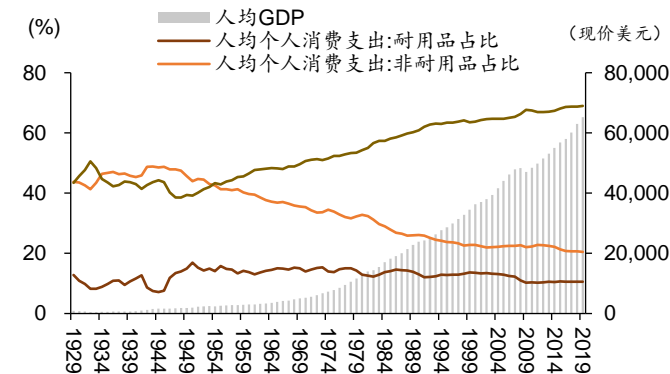
资料来源：WHO，华泰证券研究所

从日本的经验来看，较快的老龄化进程伴随着医疗养老需求的强劲增长。日本自 20 世纪 80 年代以来，由于生育意愿的低迷提早步入少子化和老龄化社会，养老需求旺盛，催生了医疗和养老行业的强劲增长。日本全国医疗支出在 GDP 中的占比由 1960 年的 2.6% 上升至 2017 年的 10.9%。

我们将未来消费市场结构可能的转型总结为：由生存型消费向发展型消费升级，由物质型消费向服务型消费升级，由传统消费向新兴消费升级。未来我国人均可支配收入可能继续稳步上行、中产阶级群体对消费提出更高需求、社会抚养比上行对医疗、养老等方面提出了更高要求，这些要素都有望为经济“内循环”提供新的驱动动能。

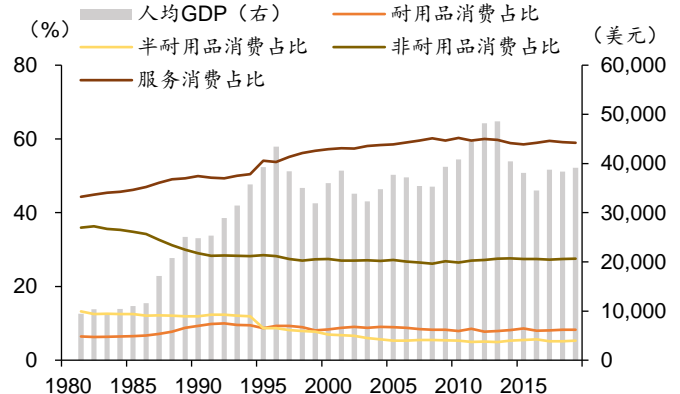
对照美国和日本消费结构变化，服务消费有望逐步对商品消费形成一定的迭代。参照美国二战后居民消费结构变化可以发现，随着人均 GDP 的增长，非耐用消费品的占比在逐步下降，而服务消费的占比在逐步提升；1946 年以来，美国非耐用消费品消费从 48.6% 降至 2019 年的 20.7%，而服务消费支出占比呈持续增长趋势，从 1970 年开始，美国服务消费支出占总消费的比重超过 50%，2019 年这一占比已高达 66.7%。日本的消费结构变化同样可见这一趋势。

图表19： 美国消费结构的变化：服务消费逐步取代商品消费



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20： 日本消费结构的变化



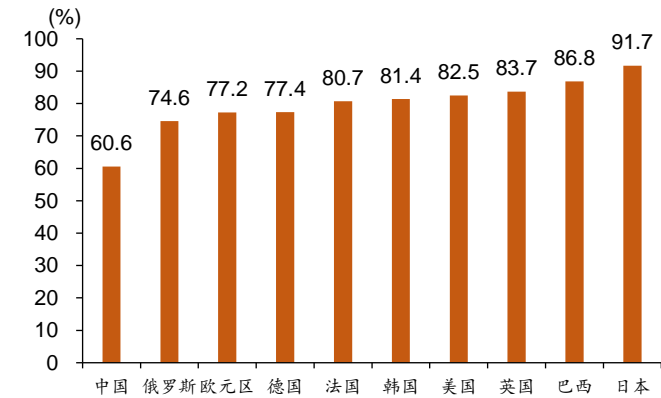
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 解决城乡和区域发展不均衡问题，释放消费动能

我国城乡和地区发展不平衡的问题，加大了企业拓展消费市场的难度，使得产品和服务标准需要在区域间异质化，不利于打造一个广大、统一的消费市场。根据国家统计局数据，改革开放之后我国城镇化加速推进，城镇化率从 1978 年末的 17.9% 提高到了 2019 年末的 60.6%，但和发达国家相比仍有一定差距。强化城乡和地区之间的协同发展，有助于打通内需架构的堵点，让劳动力、资本等要素充分循环起来，缩小各地区对消费的需求偏好、需求层级、质量要求等方面的差异，促进全国市场进一步形成完善的内部循环。

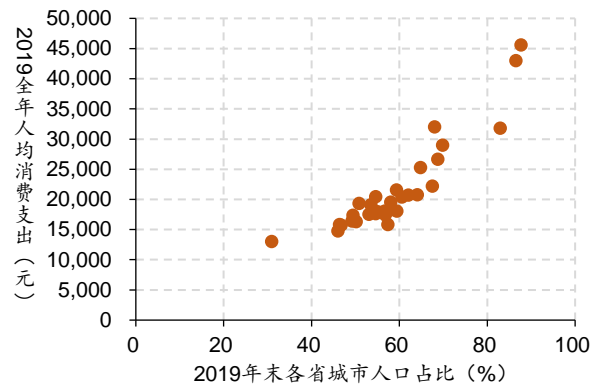
城镇化所带来的生产要素集聚效应，能推动工业和服务业更高效的发展，从而改善消费结构、促进消费增长。从中国的各省数据来看，城镇化率高的地方，往往消费能力也较高。根据国家统计局的最新数据，2020 年上半年，人均消费支出前 10 名的省和直辖市分别是上海、北京、浙江、天津、广东、江苏、福建、重庆、湖南、辽宁，其中除了湖南，其他省和直辖市的城镇化率在 2019 年都超过了 65%。

图表21： 2019 年世界各国城镇化率对比



资料来源：国家统计局，世界银行，华泰证券研究所

图表22： 我国各省份城镇化率与人均消费支出呈现正相关关系



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

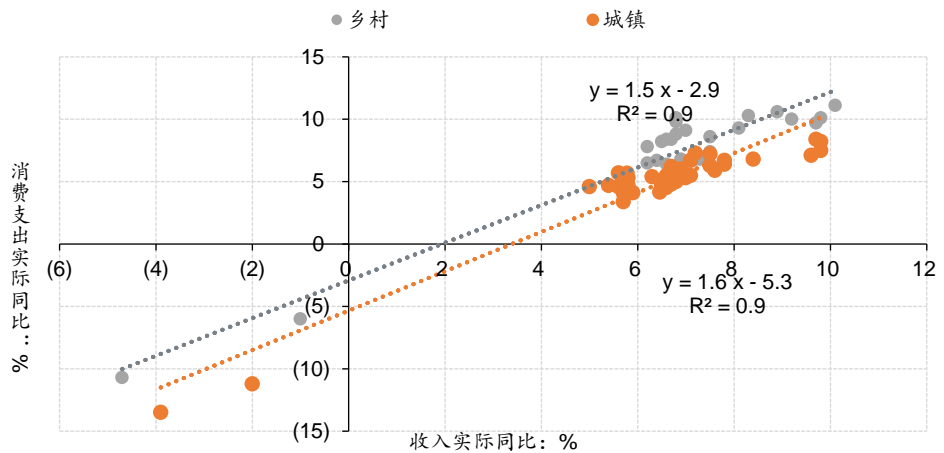
值得注意的是，我国户籍制度带来的“半城市化”一定程度上阻碍了消费水平的提升。在人口普查数据中，拥有农村户口但长期在城市工作的人虽然被归为城镇人口，但由于城乡二元结构和户籍制度约束，在城市务工的（流动）人口与城镇居民的公共服务与社会保障待遇并不完全一致，其消费水平可能低于落户的城市居民。我们认为，要促进国内大循环，确保消费市场的持续扩大与升级，居民落户政策、医疗和教育待遇的认定机制，需要进一步改进。

我们利用居民消费收入弹性，对城镇化进程可能释放的潜在消费需求进行一个简单的测算。消费收入弹性，是指收入每变动 1% 可以带来消费变化的百分比，即

$$E_y = \frac{\Delta C / C}{\Delta Y / Y}$$

其中 C 为消费，Y 为收入，ΔC 与 ΔY 分别是消费与收入的边际量。消费弹性可以衡量消费者在既定的收入水平下的消费意愿。我们利用统计局住户调查数中人均消费支出累计同比、人均可支配收入累计同比的季度数据（均为剔除价格因素的实际增速）进行估计，拟合结果表明，城镇居民的消费收入弹性为 1.6，而农村居民的消费收入弹性为 1.5。我们估计非户籍城镇居民（流动人口）的消费收入弹性介于城镇和农村居民之间，令其为两者均值 1.55。

图23： 2010 年-2020 年城镇居民和乡村居民的收入消费弹性系数估算



资料来源：CEIC, Wind, 华泰证券研究所

根据中国社科院《2019 年城市蓝皮书》中预计，2030 年我国城镇化率将达到 70%，为了测算我国城镇化带来的消费潜力，我们做了以下假设：1) 2030 年所有居民人均收入较 2019 年的水平提升 20%；2) 户籍城镇化率（拥有户口的城镇居民人数）进一步提升至 60%；3) 总人口数根据国家人口发展规划届时达到 14.2 亿人，那么所能释放的消费潜力将达到 15.5 万亿。同时我们针对城镇化率为±5%，消费收入弹性分别±0.2的情景进行了弹性测算，消费市场体量的增长区间在 12.7 万亿~18.5 万亿之间。

图24： 我国 2030 年城镇化消费潜力测算

假设：2030 年					
城镇人口消费弹性	1.6	收入增长比率（2019-2030）	20%		
流动人口消费弹性	1.55	总城镇化水平（%）	70%		
农村消费弹性	1.5	城镇化水平（户籍，%）	60%		
		人口总数（亿）	14.2		
测算					
	城镇（户籍）	流动人口	农村		
2019 人均年可支配收入（元）	42358.8	42358.8	16020.7		
2030 年人均消费支出变化（元）	13554.8	13131.2	4806.2		
2030 年人口分布（亿人）	8.52	1.42	4.26		
2030 年总消费支出变化（亿元）	115487.0	18646.3	20474.4		
合计（亿元）	154607.8				
弹性测试（x 轴为总城镇化率，y 轴为城镇人口消费收入弹性）					
	65%	67.5%	70%	72.5%	75%
1.8	163352.7	168766.1	174179.6	179593.0	185006.5
1.7	154168.3	159281.0	164393.7	169506.4	174619.1
1.6	144983.9	149795.8	154607.8	159419.7	164231.7
1.5	135799.5	140310.7	144821.9	149333.1	153844.3
1.4	126615.1	130825.5	135036.0	139246.5	143456.9

资料来源：CEIC, 华泰证券研究所

由此可见，城镇化进程的推进仍能为我国在“双循环”格局下的发展带来较大内需增长潜力。通过城乡协同发展，消费潜力得到进一步释放；同时，城镇化、都市圈的建设能够产生集聚效应，带来更高的要素生产率，有助于供给端效率提升，促进产业链的发展和收入水平提高，从而让经济步入良性循环。

具体而言，要能实现城镇化进程的内需潜力挖掘，就意味着需要加快生产要素改革，从而增加农村居民的收入，提高农村居民的消费能力与消费倾向。城镇化的核心是要通过“人”的城市化促进经济增长，改革开放以来城镇化的较快发展离不开生产要素改革释放的制度红利，而当前生产要素改革包括两个重要方向，一个是以非户籍人口落户为主的劳动力要素改革，一个是以农村土地流转为主的土地要素改革。

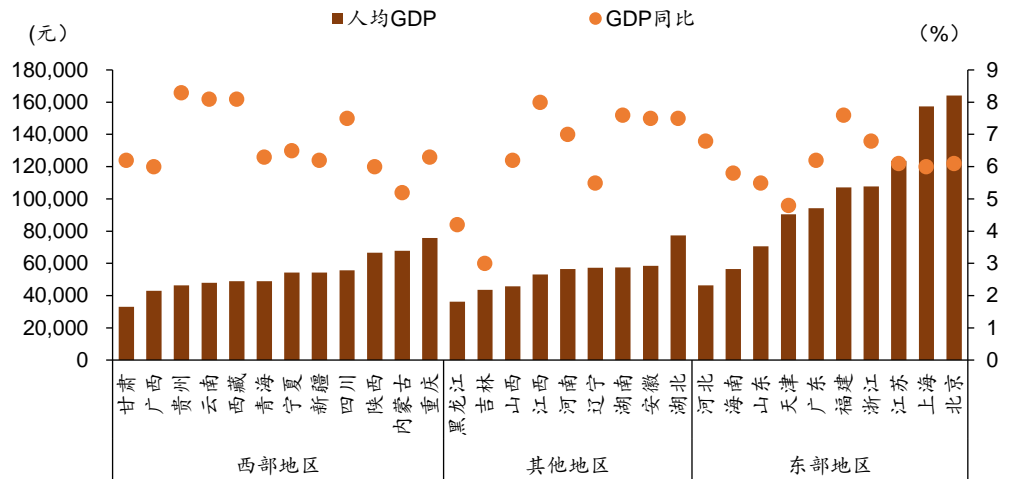
**劳动力要素改革方面，我国的各项以户籍改革为核心的政策已在不断推进，而在“双循环”发展的新格局下，仍需进一步改革激发要素活力。**2016 年 10 月，国务院公布的《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，明确要积极推进农民通过对“三权”的自愿有偿退出机制的方式，来实现获取收益、进城落户，以农业转移人口市民化的方式实现城镇化。落户政策一方面保证了农村人口进入城市的持续性，另一方面通过放宽小城市相对于特大城市的落户政策，增加对农村人口的吸引力。2019 年 4 月，发改委公布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，再次强调加快农业转移人口市民化，加快推进城乡融合发展。今年 4 月国务院印发的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，也明确指出要发展城镇教育、就业创业、医疗卫生等基本公共服务与常住人口挂钩机制，推动公共资源按常住人口规模配置，发挥劳动力要素的潜力，促进居民收入提升。

**我们认为土地要素改革方面，需要进一步推进农村土地流转改革，促进农村居民收入增长。**农村土地流转改革要求在坚持农村土地集体所有的前提下，促使承包权和经营权分离，形成所有权、承包权、经营权三权分置的格局，旨在提高农业生产效率，进一步解放人口红利；同时我国农村土地市场化配置程度较低，农村集体土地只要没有被征收国有，就无法转让和抵押融资，很大程度上限制了集体建设用地产出水平和农民财产性收入。开放农村集体用地入市，完善城乡建设用地价格形成机制，可以大幅提高土地要素的效率。并且，由此带来的户籍转换、人口集中、城镇化的经济效率也大幅提高，这将有效提振低收入人群的消费增长。今年 4 月国务院印发的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中也同样提出，要建立健全城乡统一的建设用地市场，鼓励盘活存量建设用地，进一步完善土地管理体制。

除了城乡差距，我国的区域经济发展也存在不平衡，“双循环”下挖掘中西部地区的消费增长潜力仍有较大空间。从我国各省人均消费支出来看，根据国家统计局，2019 年西部 12 个省份平均的人均消费支出为 17287 元，而东部地区 10 个省市的平均值为 29150 元，东部沿海省份的消费水平明显高于西部省市，仍有较大可提升空间；并且，我国西部地区土地面积占全国 71%，人口约 4 亿占全国 27%，具备人口和资源优势，尤其是成渝地区具有充足的人力资本和良好的教育资源，在加快推动产业转型升级的背景下，有望成为我国高质量发展的第四极。西部地区的崛起能为中国的内需市场注入更大的活力，真正让国内市场充分“循环”起来。

目前，西部地区人均 GDP 仍处于较低水平，但多数地区经济增速高于全国平均水平，西部地区的后发优势已经逐步凸显。2019 年，西部省、直辖市和自治区中，除了重庆人均 GDP 在全国平均水平以上，其余 11 个省和自治区均处于全国平均水平以下。人均 GDP 最低的三个省和自治区中，西部的甘肃和广西占据两席。但西部多数地区经济增速高于全国平均水平，后发优势已经逐步显现，2019 年，我国西部地区中，四川 GDP 增速为 7.5%，贵州为 8.3%，西藏经济增速为 8.1%，青海、宁夏和新疆等也都超过了全国增速 6.1%。

图表25： 2019 年中国各省市人均 GDP 和 GDP 增速对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在中美贸易摩擦加剧和新冠疫情的背景下，人口规模庞大的西部地区正逐渐成为新的经济增长点，在国内大循环发展格局中重要性逐步凸显，需进一步推动新格局下的西部大开发战略。我国从 2000 年十五届五中全会首次提出实施西部大开发战略，2010 年中共中央国务院发布《关于深入实施西部大开发战略的若干意见》，宣布西部大开发进入加速发展阶段。2020 年 5 月，国务院发布了《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，对新时代西部大开发发展指明方向。



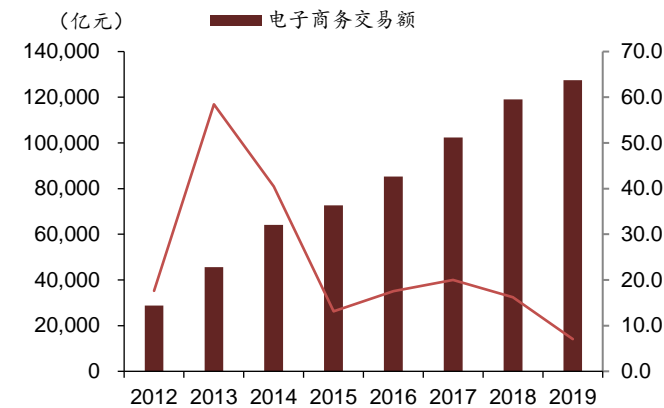
## 新消费业态的培育壮大是新动能

### 新消费业态的迅速发展释放“双循环”的内需潜力

今年上半年，尽管消费市场受到新冠疫情的较大冲击，但各类新消费业态仍然发展迅速，并在一定程度上加快替代传统的线下零售业态。线上零售-线下配送、在线教育、供应链整合和渠道营销创新等新的消费模式发展较快。而手机和移动信息接收渠道的逐渐完备，有助于推动新消费业态更广泛地覆盖我国消费市场，突破地理空间限制，促进国内市场的整合与均衡发展，在“双循环”中起到“补短板”作用。

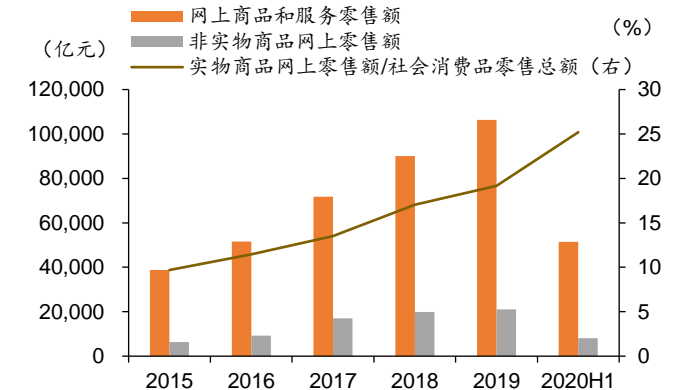
据国家统计局，2012年至2018年，我国电子商务年交易额从2.5万亿元增长至34.8万亿元。今年上半年，受新冠肺炎疫情影响，线下消费受制，但线上零售迅速补位，网上商品与服务零售额达5.2万亿元，同比增长7.3%；实物商品网上零售额累计达4.3万亿元，同比增长14.3%，占社会消费品零售总额的25.2%。

图表26：2012-2018年中国电子商务交易额



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表27：2015-2020上半年网上零售交易额

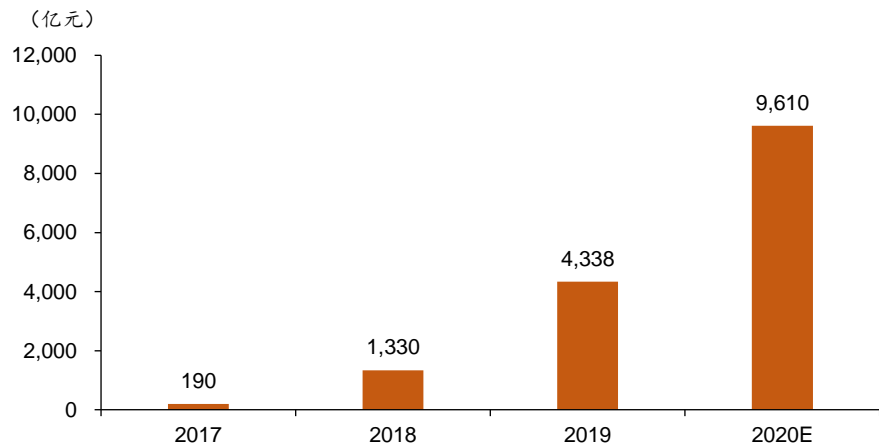


资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫情的影响，使得传统的线下商场零售受到较大冲击，且在疫情常态化防控要求下，居民线下消费的热情受到持续影响。在此背景下，催生出许多新电商销售模式，线上线下资源加快整合，拓展了消费场景。在今天的疫情影响下，多产业的“云复工”、消费者“云购物”的热情高涨，助推直播电商模式发展，这种模式能有效提升转化率和性价比，显示出较大的消费潜力。据商务部公布数据，今年上半年电商直播超1000万场，观看人次超500亿。

居民线上娱乐需求增加，用户使用习惯得到培育，弥补了疫情带来的线下娱乐业态限制，充分释放消费需求。在线阅读、在线音乐等相关产业发展也较为迅速。

图表28：2017-2020E直播电商发展规模（亿元）



资料来源：Wind，艾媒数据中心，华泰证券研究所

**物流提质增效、信息技术注入新活力，提高消费循环效率，创造新就业**  
 新消费业态的兴起与物流业的发展相辅相成，物流业在质与量上的提升能带动市场下沉，扩展更广阔的消费市场，提高国内消费和生产、仓储、销售业态的互动循环效率。

目前，我国一些日用消费品产业链当中，仍有相当规模的业务是外贸需求，而相关产业的生产、仓储、零售批发集散地，多数集中在东南沿海。我们认为，在未来双循环体系下，消费品的产业链分布有望更为均衡，兼顾物流效率和覆盖范围。

2007 年至 2019 年全年，我国社会物流总额从 75.2 万亿元增长至 298 万亿元，规模以上快递业务收入从 342.6 亿元增长至 7497.8 亿元。我国物流产业在近十年来已经有较大规模的增长，但受营运成本、网点覆盖等因素制约，主要城市的物流网络较为发达，而中西部农村和偏远地区仍较为薄弱。在今年疫情冲击下，截至 8 月份，线下消费仍未恢复常态，但快递和网络零售逆势发展。据国家邮政局数据，今年“618”购物节（6 月 1 日至 18 日），全国快递业务量完成 46.78 亿件，同比增长 48.7%，为消费市场加速复苏注入强大动力。

信息技术有望为传统的物流体系注入新鲜血液，结合数据分析技术，提高物流配送效率。大数据、云计算、物联网等技术能实现更高效地匹配供需双方，激活全产业链。我国在各类网络零售客户端的精准匹配、精确推送技术，已经积累了较为丰富的经验。比如在双 11 购物节之前，在客户添加到购物车之后，可通过数据整合和分析，提前将对应产品运送到距离客户收货点较近的物流仓库，大大提高了物流效率。今年天猫 618 期间推出的官方供应链“大促宝”，结合了菜鸟供应链多种智能化手段，可以通过销售预测、补货计划、预售下沉等一系列服务，帮助商家提前预估大促单量，做好采购和仓配准备，降低缺货率，加速库存周转率。

图表29： 天猫 618 官方供应链“大促宝”解决方案



资料来源：菜鸟网络，华泰证券研究所

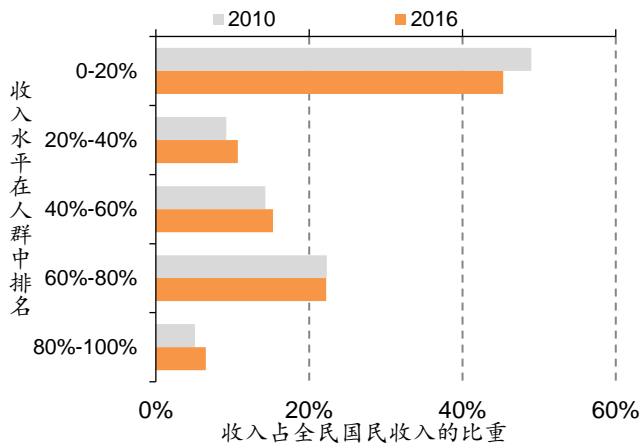
在外部环境不确定性带来的经营压力影响下，部分行业可能面临失业率上升等问题。我们认为国内大循环体系下，新消费业态有望创造更多的就业机会（物流、电商、数据分析等方向）。今年以来，面对较为严峻复杂的就业形势，国务院办公厅印发《关于支持多渠道灵活就业的意见》，提出鼓励发展新个体经济，开辟就业新空间。教育部明确将开设网店，互联网+营销工作者、公众号博主、电子竞技工作者等加入“自主创业”范畴。在此背景下，微商电商、网络直播、快递骑手等新就业形态，既是扩消费，也是扩就业。据美团研究院发布的《2019 年及 2020 年疫情期间美团骑手就业报告》，2019 年，美团外卖骑手共有 398.7 万人，其中 25.7 万人是建档立卡贫困户，通过推进县域经济的生活服务业数字化，创造新就业岗位，并让这一职业成为更多贫困地区劳动力就业的新方式，形成消费和就业贯穿的县域内循环。

## 注重要素贡献，完善社会保障，形成正循环

### 我国居民收入格局中中间收入人群占比逐步提升

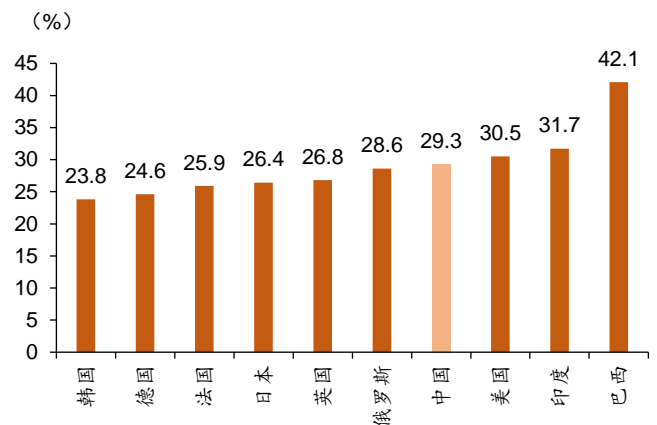
根据世界银行数据,2016 年,我国收入排名在前 20% 的人群共占据国民总收入的 45.3%,相较于 2010 年,高收入人群的收入占比略有下降,而收入排名在 20%-40% 分位、40%-60% 分位的人群收入占比略有提升。国际对比而言,中国收入排名前 10% 的国民群体占国民总收入的 29.3%,这一比重略高于日韩、欧洲国家等。我们认为,我国未来中等收入人群占比有望逐渐上升、同时低收入人群加快脱贫攻坚力度。

图表30: 2010 年和 2016 年中国收入结构分布



资料来源:世界银行,华泰证券研究所

图表31: 2016 年世界各国收入排名前 10% 的群体在总收入中占比



注:印度、韩国和日本数据分别为 2011、2012、2013 年,其余国家为 2016 年

资料来源:世界银行,华泰证券研究所

我们认为,在我国的社会文化背景下,收入差距的扩大抑制了居民的消费需求,低收入群体更多地进行储蓄而非消费。因此,中等收入群体的扩大,有助于维护经济循环的韧性基础,亦能释放居民消费需求,是实现国内大循环的重要基础。要逐步优化收入分配格局,仍需要从根本上推动收入分配机制改革,促进中低收入人群的收入增长。

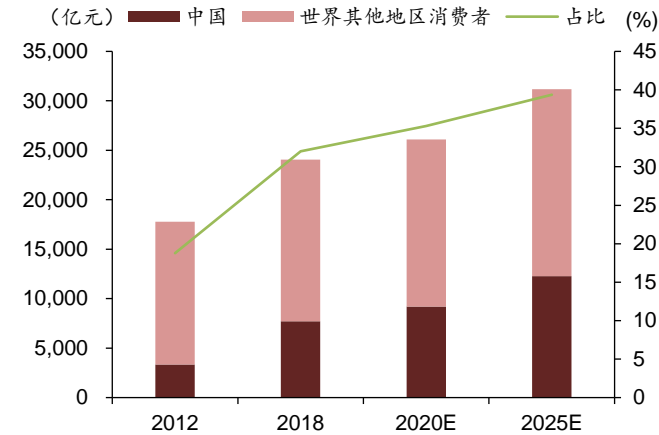
### 内循环体系下,中等收入群体扩大,消费市场需要关注新的结构特征

我们认为,国内大循环体系下,未来国内消费市场建设,需要重点关注消费呈现出的新结构特征。中等收入群体在不断扩大,消费者不断追求更高的生活水平,消费升级是整体大趋势;但在不同场景下的需求更加多样化和差异化,一部分消费者更注重品牌效应,奢侈品和类奢侈品属性(如特斯拉汽车)的商品由此受益;而在另一些场景下,部分消费者更为注重性价比,即以更低的价格买到适用的商品,推行成本战略、注重产销细节控制的品牌和电商由此受益。

我国的奢侈品消费额已经占据全球的三分之一,且保持较高增速。根据麦肯锡《2019 中国奢侈品报告》,2012 年至 2018 年间,全球奢侈品市场超过一半的增幅来自于中国,2012 年全年中国占全球个人奢侈品消费市场的 19%,2018 年全年中国人在境内外的奢侈品消费额达到 7700 亿元人民币,占比提升至 1/3;其预计到 2025 年,我国奢侈品消费总额有望增至 1.2 万亿元人民币,占全球消费的比例提升至 40%。

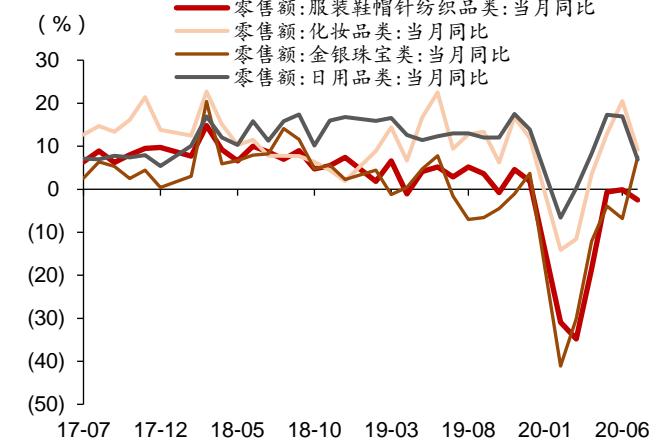
另一方面,消费市场“追求性价比”的趋势在疫情后进一步加快,基础性、功能性消费需求提升。疫情对消费市场的抑制效应体现在人均可支配收入受冲击下行,而非必需消费、且无炫耀性、奢侈品属性的消费受到抑制更大。今年二三季度,服装消费增速恢复速度明显慢于珠宝首饰和化妆品。我们认为,未来国内企业针对我国居民日用消费品市场,应更加注重性价比战略,避免产品定位陷入“高不成低不就”的中间陷阱。

图表32: 全球市场 VS 我国市场奢侈品市场销售额



资料来源: 麦肯锡, 华泰证券研究所

图表33: 我国金银珠宝类消费增速快速反弹, 服装消费维持低位

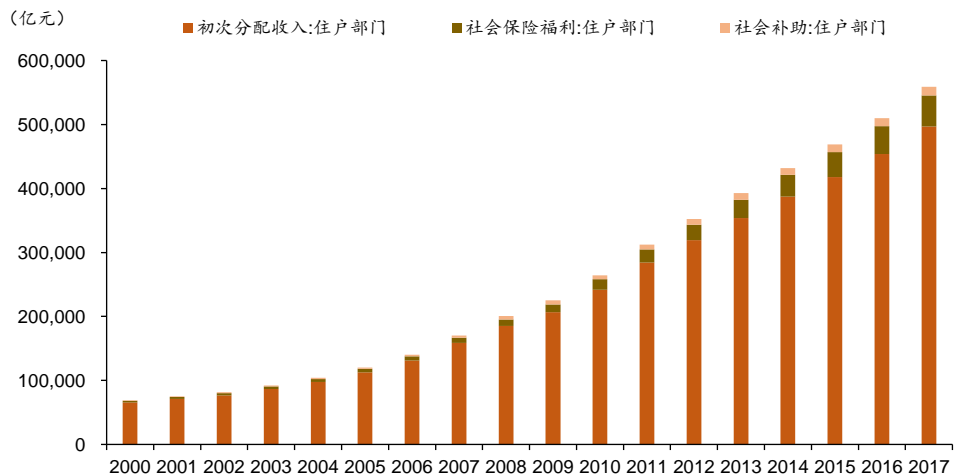


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 挖掘“内循环”消费潜力, 要素贡献需在收入分配机制中扮演更大角色

想要充分释放“内循环”中的消费潜力, 收入分配格局的优化至关重要, 要素贡献需在收入分配机制中扮演更大角色。收入分配机制包括初次分配和再次分配, 经过初次分配形成三大板块, 即劳动者报酬、资本所得和政府直接征取的税赋。再次分配则是通过税收、转移支付等进行二次调整。其中, 初次分配在很大程度上决定了一个社会最终收入分配的基本格局, 因此是关注分配制度的焦点。从我国住户部门的收入分配机构来看, 虽然社会保险福利和补助等二次分配在不断提升, 初次分配仍占据主导地位, 据国家统计局, 2017年初次分配占总体收入分配的88.9%。

图表34: 2000年-2017年中国住户部门收入分配结构



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

我们认为, 在收入的初次分配中, 可以通过对个税制度进行适当改革等方式, 提高劳动报酬在国民收入初次分配中的比重, 着重保护劳动所得。推动劳动份额在收入分配中的稳步上升, 对于提高消费的比重将起到重要的基础作用。

其次, 充分尊重科研技术等要素, 给予合理分配比重。对掌握科技要素、高等教育人才合理定酬、市场化定价, 如深化国企混改、提高科研人员科技成果转化收益分享比例等, 提升人才激励, 优化收入分配格局。



此外，还要完善劳动力要素的流动体制、土地要素的市场化配置，保障农民群体权益。对于以农村群体为主的低收入人群，一方面要推动劳动力要素的流转，通过户籍制度的改革和公共服务在区域之间和城乡之间的均等化，消除劳动力和人才跨区和城乡的流动障碍，优化人力资源的配置，增加就业机会促进收入提升；另一方面，推进土地要素市场化配置，盘活农村建设用地，增加农民财产性收入。

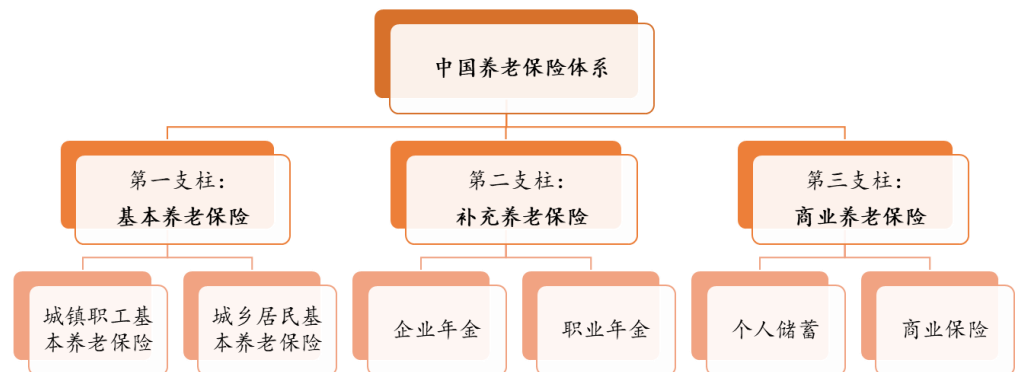
### 健全社会福利保障体系，稳定居民消费信心

国家福利保障体系也是收入分配制度的重要环节，在收入的二次分配上发挥重要的调节作用，同时，医疗、养老等保险制度的改善能够降低预防性储蓄动机，提升边际消费倾向。同时，在完善国内大循环前提下，更健全的社会保障体系可以强化和稳定居民的消费信心。

从我国社会保险基金的分项来看，无论是收入还是支出，基本养老保险都是整个社保体系中占比最高的一环，仅 2014 年养老金就占总支出的 64%，养老保险费收入占总收入的 49%，随着我国的人口步入老龄化，养老保险的重要程度将进一步增大，因此，我们以养老保险为主，分析我国社会福利保障体系如何更好地发挥收入分配的调节作用。

我国目前的三支柱养老保险体系包括基本养老保险、补充养老保险和商业养老保险。其中，第一支柱为基本养老保险，提供最低生活保障，依赖第一支柱国家基本养老保险，责任主体为政府，截至 2019 年末，其中城镇职工基本养老保险参保人数为 4.3 亿，城乡居民基本养老保险人数为 5.3 亿，合计涵盖了 9.6 亿人。第二支柱为补充养老保险，责任主体为企业和员工，截至 2019 年末，企业年金共有 9.5 万户企业建立，参加职工人数 0.25 亿人，占当年参保人数 5.8%。第三支柱为商业养老保险，即商业养老保险，目的是提升退休人员的养老生活水平，占比微乎其微。

图表35：中国养老保险体系



资料来源：中国政府网，华泰证券研究所

作为第一支柱的基本养老保险规模增加迅速，人口老龄化进程或对其带来一定压力。截至 2018 年末，参与城镇基本养老保险的 5.2 亿人中，离退休人数已达 1.2 亿人，养老保险的收支压力逐渐显现。

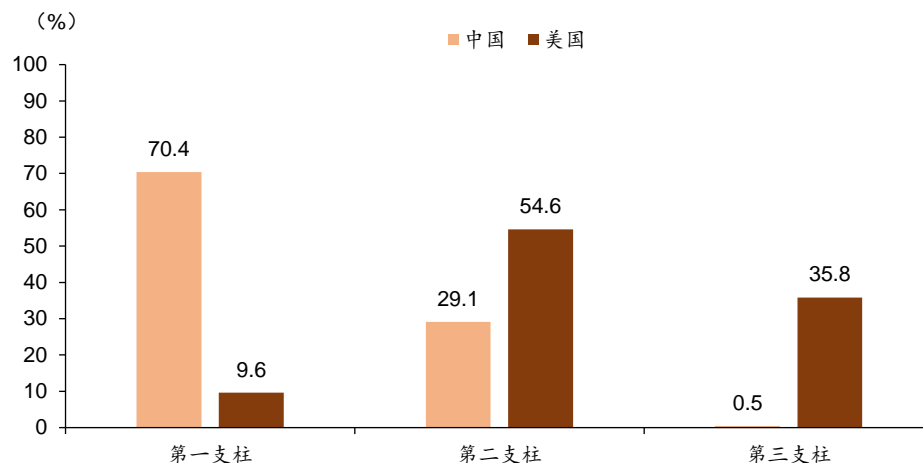
一方面，为应对可能的养老金压力日渐增大的情况，需要通过加强社保基金的资本运作，实现保值增值。2000 年我国便建立了作为战略储备资金的全国社会保障基金，用于我国人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充和调剂。在过去 19 年间，全国社保基金理事会管理的资产规模，从 2000 年末的 200 亿规模增长至 2018 年末的 2.2 万亿，累计收益 9938 亿元，2018 年全年的年化收益率达到约 7.8%。

另一方面，需要继续推进社会保障体系的建设，协调养老保障体系中第二、三支柱的重要作用。以 2019 年数据为例，在我国的养老金储备以第一支柱为主，占据约 7 成，而以企业年金和职业年金为主的第二支柱和由个人储蓄型商业养老保险构成的第三支柱仅不到 3



成。而对比美国等发达国家的养老金体系，已经走向以第二、第三支柱为绝对主导的商业化模式。据美国投资公司协会（ICI），2019 年末美国三大支柱占比分别为 9.6%、54.6% 和 35.8%，第一支柱占比不足 10%，与此同时零售养老行业高度发展，市面上存在多类型的养老退休金融产品供消费者选择，无论是第二支柱的企业养老 401k 还是作为第三支柱的个人养老 IRA，个人都对养老产品选择有很大的自主权。

**图表36：中美养老保险三大支柱占比对比**



注：中国第一、二支柱分别为 2019 年末企业养老保险基金滚存结余，企业年金+职业年金累计结存，美国为 2018 年末数据  
 资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年 3 月李克强总理在两会政府工作报告中强调“需要进一步完善社会保障制度和政策，推进多层次养老保障体系建设。发挥养老保障体系中第二、三支柱的重要作用”。2020 年 8 月，银保监会主席郭树清也表示，要加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。随着改革的推进，以第二、第三支柱为主体的商业养老体系更具优势：一是可以对公共养老金形成有力补充；二是可以为消费者及其所属的单位提供多样化、定制化的方案，更好地满足差异化的养老需求；三是可以优化居民财富的投资结构，进一步促进中国资本市场的发展。

## 新形势新挑战：如何应对可能的供应链缺失，形成外贸良性互动 加强质量建设，重塑消费者信心，培育民族品牌

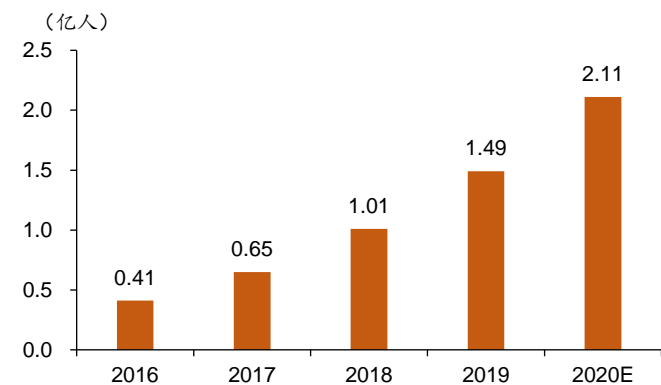
全球范围内，新冠疫情的控制形势仍不甚明朗，在有确切效果的疫苗大范围应用前，跨境旅游、跨境电商，以及部分产品的外贸产销，可能都会受到疫情的扰动。中美大国博弈在各个领域展开的不确定性，进一步加大了各个外贸供应链受扰动、循环被打断的风险。我们认为，新形势下，中国消费者的海外消费回流国内的潜力较大，需要充分把握这一趋势带来的市场增量，并予以适当的政策扶持。

目前我国居民境外消费的最主要途径是通过出境旅游或代购等渠道进行消费，各类口径的统计数据均显示，**2017-2018 年我国境外消费的规模超过 2500 亿美元，居全球第一**。根据统计局数据，2017 年我国出境旅游支出额为 2577 亿美元，比 1995 年的 37 亿美元增加了 2540 亿美元，增长 68.6 倍，居世界第 1 位。据联合国世界旅游组织（UNWTO）数据，2018 年中国公民出国旅游花费排名世界第一，全年在国外花费达到 2773 亿美元，较上年增长 5.2%。

而从国内购买海外商品方面，我国海淘用户规模不断增加。从进口消费品来看，根据 2019 年商务部数据，约 79.6% 的消费者购买过进口消费品，其中 41.7% 的消费者购买进口消费品占同类消费品比重超过 10%。分品类看，化妆用品、母婴用品、钟表眼镜、电子电器进口比重较高。

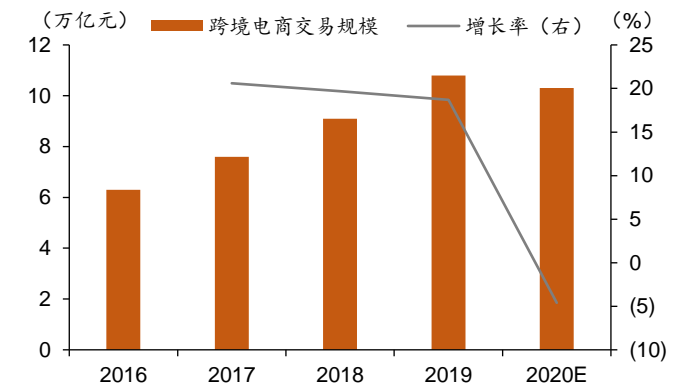
近几年国内跨境电商企业发展迅猛，海淘需求旺盛。主要原因在于，随着国内生活水平的提高，国民对高品质产品的需求日益增加；同时，在境外直接购买海外商品的价格一般相对国内便宜，且海淘享有优惠的税收政策，使得顾客可以较低价格购得商品；再者，网购的普及与较为快捷的物流对这一购物模式提供强有力的支持。

图表37： 2016-2020E 中国海淘用户规模（亿人）



资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

图表38： 2016-2020E 中国跨境电商交易规模



资料来源：艾媒咨询，华泰证券研究所

但在新冠疫情的背景下，原有的国际贸易流转体系遭受冲击，海淘严重受限。全球疫情爆发导致国际航班减少，增加跨境电商企业的物流成本，海外供给受到限制，同时国人对由海外高风险地区进口产品的安全问题心存余悸。据艾瑞咨询报告，以今年 3 月的“奶粉战”为例，进口奶粉是海淘的热门商品，疫情期间进口奶粉价格上涨约 20%，物流出现迟滞。

疫情期间跨境电商的窘境，显示出过度依赖国际商贸体系、海外供应链，在面临全球性突发事件冲击下的弱点，凸显出打造国内大循环对我国经济发展的重要意义。国民热衷海淘，可以体现出国内的商品和服务已无法满足人们对高质量产品的需求，因此，扩大内需、打通内循环堵点，更要聚焦产品质量建设。在供给侧结构性改革的背景下，优化产业结构、提升产品质量、扩大有效供给，是促进内部产业链建成、刺激内需、消费结构升级的必由之路。

根据 2019 年商务部的调查报告显示，中国消费者进行海外消费的主要原因包括安全、品质、价格等多个方面。我们以其中的典型消费品：奢侈品、食品保健品以及电子产品为例分析我国如何应对可能的海外供应链缺失，形成外贸良性互动。

图表39： 商务部海外消费产品偏好调查

类别	偏好原因	代表产品
食品	安全（90%）、价格（68%）、原料（65%）	鲜果、水产海鲜和鲜奶
服装鞋帽	价格（70%）、款式（68%）、面料（56%）	运动鞋、休闲服和运动服装
母婴	安全（90%）、原料（58%）	婴幼儿奶粉、婴幼儿辅食、婴幼儿纸尿裤和儿童玩具
家居和家装用品	品质（70%）、安全（60%）	锅类和厨卫五金
化妆用品	安全（71%）、品质（65%）	护肤用品、彩妆用品和香水
文教体育休闲用品	品质（67%）、安全（60%）	户外装备和健身器材
电器电子	功能（66%）、安全（58%）	净水器、家用清洁机器人和空气净化器
钟表眼镜	设计（80%）、价格（65%）、材质（65%）	手表和太阳镜
珠宝	设计（84%）、价格（69%）、材质（59%）	钻石、珍珠玉石和金饰品

资料来源：商务部《主要消费品供给状况统计调查分析报告》，华泰证券研究所

首先，海外的服饰、钟表等高端奢侈品有品牌优势，国内奢侈品高端品牌较为稀缺。奢侈品是海外消费的一大主要品类，品牌影响力是影响购买的主要因素。根据贝恩统计数据显示，2018 年，中国已经成为全球第一大奢侈品购买国，中国人奢侈品消费金额约占全球 33%，以海外消费为主，奢侈品的品牌主要来自欧美，根据德勤报告，2018 年全球前 100 大奢侈品品牌中，来自意大利、美国、英国、瑞士和法国的企业数量分列前五，而按企业销售额来看，法国的奢侈品企业销量最高，达到 750.63 亿美元，其次是美国和意大利。

随着进口关税连续调降、灰色代购市场监管收紧，以及国内购买国际奢侈品牌与境外购买之间的价差可能有所收窄，一方面，更多的消费者可能选择在境内购买奢侈品，这样至少拉动了国内卖场、相关就业；另一方面，国产高端消费品牌也可能对传统意义上的国际大牌奢侈品形成一定的替代。

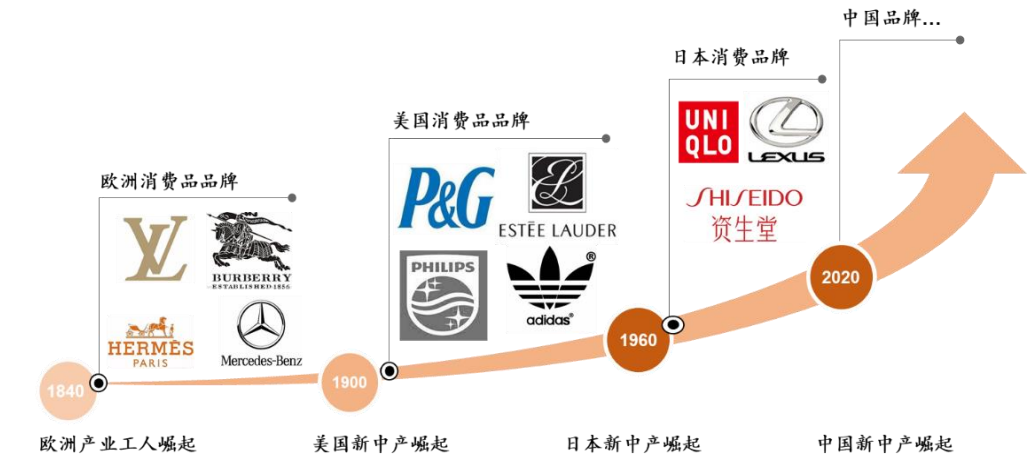
图表40： 近年来我国促进奢侈品消费回流的相关政策

时间	政策内容
2015 年 6 月	降低部分服装、鞋靴、护肤品等日用消费品进口关税税率。
2016 年 1 月	扩大日用品消费降税范围，对税率高、需求弹性大的箱包、服装、围巾、毯子、真空保温杯、太阳镜等商品，将以暂定税率方式降低进口关税。
2017 年 1 月	在珠宝类产品中降幅最大的黑珍珠关税调整为零，对于完税价格后的乐器将为 1%，护肤品与男女服饰调整与之前保持一致。
2017 年 12 月	对部分消费品进口关税进行调整，平均税率从 17.3%降至 7.7%，共涉及 187 项商品，其中，唇膏、眼影、香水等化妆品关税由 10%降至 5%，箱包制品由 20%降至 10%，服装由 14-25%降至 5%-10%，丝巾面纱类由 14%降至 5%等。
2018 年 7 月	日用消费品平均降幅为 55.9%。该品类下服装鞋帽、厨房和体育健身用品等进口关税平均税率由 15.9%降至 7.1%，护肤、美发等化妆品及部分医药健康类产品进口关税平均税率由 8.4%降至 2.9%。
2019 年 1 月	《电子商务法》规定代购组织或个人必须同时拥有采购国和中国的营业执照，并同时缴纳采购国与中国两方的税费，违反规定的卖家或平台最高将分别被罚款 50 万元以及 200 万元。

资料来源：政府官网，华泰证券研究所

随着中国中产阶层群体的增加，国产高端品牌迎来爆发期，国产品牌认可度也在逐渐提高。近几年中国企业不再着眼于生产低价产品，而是努力升级产品的品质、性能和价值。根据阿里巴巴《2019 中国消费品牌发展报告》，中国品牌高端市场竞争力持续增强，2018 年全年阿里巴巴零售平台中国消费品牌市场占有率 71%，线上高端市场中国消费品牌市场占有率同比上年提升 2.2 个百分点。

图表41： 中产阶层崛起与国产消费品牌发展

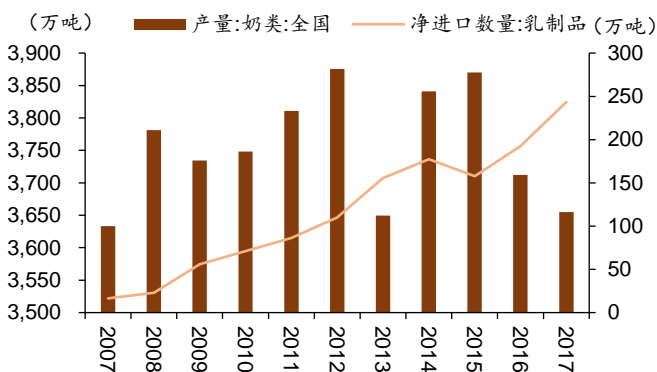


资料来源：美国商务部，中国商务部，日本经济产业省，华泰证券研究所

我国目前已经有多个领域的高端国产品牌，如珠宝品牌周大福、羊绒巨头鄂尔多斯、化妆品品牌毛戈平等，同样有与传统奢侈品品牌共同打造的国产品牌，如欧莱雅收购的中药元素化妆品牌“羽西”、爱马仕 2009 年与设计师蒋琼耳合作推出的生活品牌“上下”、开云集团 2012 年收购的当代著名艺术设计师陈瑞麟的“麒麟珠宝”。并且随着国潮风的兴起，融入中国本土文化元素的高端品牌逐渐得到消费者认同。在高端奢侈品领域，有望通过强调民族品牌的培育，由代工转向自主品牌建设，发展强势民族品牌。

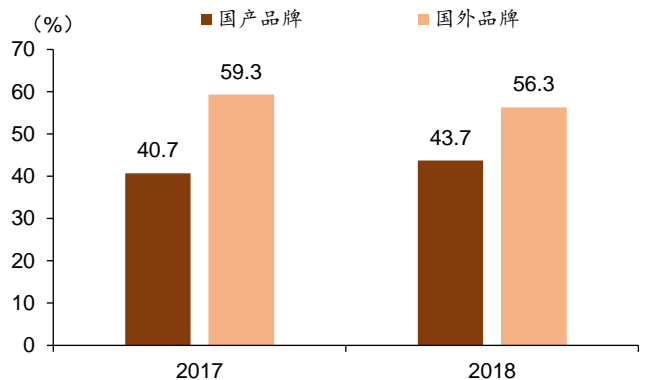
其次，对国内产品安全的担心也是国人购买国外产品的主要原因，比如食品、保健品等。以牛奶为例，2008 年的三聚氰胺事件让消费者国产奶粉的信任度大幅下降，乳制品进口量上升，外依存度高，而婴幼儿配方奶粉的自给率则更低。

图表42： 2007-2017 年奶产品进口和国产数量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43： 国内婴幼儿奶粉市场份额比重



资料来源：尼尔森《2018 年中国婴幼儿配方奶粉市场环境洞察》，华泰证券研究所

中国奶业经过多年的整顿和发展，尽管目前生牛乳国标低于国际标准，但实际上，由于国标更新的滞后，国内各家奶企出台了远高于国标的内部质量标准。

在蛋白质含量方面差距不大，目前中国生乳国标的最低限制为 2.8g/100g，低于欧盟标准的 2.9g/100g 及澳洲、新西兰的 3.5g/100g，高于美国的 2.0g/100g。但衡量生乳的安全性指标菌落总数和体细胞数上差距较大，生牛乳菌落总数限量为 200 万个/mL，其他国家的生牛乳菌落总数均低于 10 万个/mL，而在体细胞数方面，国标未作要求。

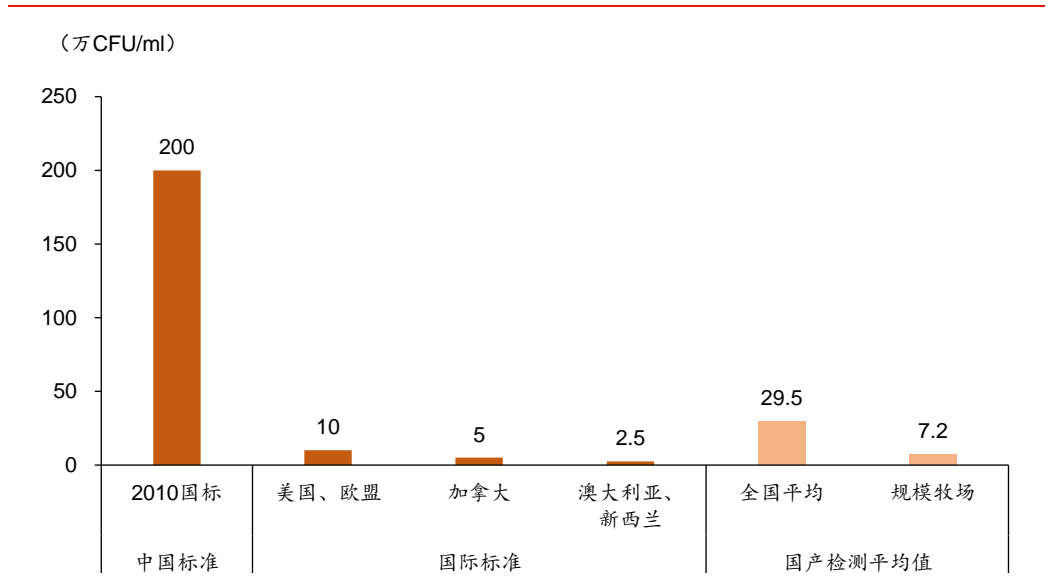
图表44：不同国家或地区标准中生鲜乳理化指标的限量值

国家	蛋白质含量	菌落总量	体细胞数
美国	≥ 2.0%	≤ 10 万 CFU/ml	75 万个/ml
加拿大	-	牛乳 ≤ 5 万 CFU/ml	牛乳 ≤ 40 万个/ml
欧盟	≥ 2.9%	生牛乳 ≤ 10 万 CFU/ml	生牛乳 ≤ 40 万个/ml
澳大利亚、新西兰	生乳 ≥ 3.5%	≤ 2.5 万 CFU/ml	生牛乳 ≤ 20 万个/ml
中国	≥ 2.8%	≤ 200 万 CFU/ml	

资料来源：《我国生鲜乳国家标准主要指标对比》(谷美等，2018)，华泰证券研究所

实际上，国内各家奶企出台了远高于国标的内部质量标准。根据 2018 年农业农村部全国生鲜乳样品中菌落总数的检验结果来看，国内的生鲜乳制品各项指标均远优于国标，其中，菌落平均值在规模牧场中已达到美国和欧盟标准。因此对于食品而言，需要做好国内质量标准建设，严格品控，并且加快国标制定和更新，重铸消费者信心，从而促进消费内流和国产品牌的发展。

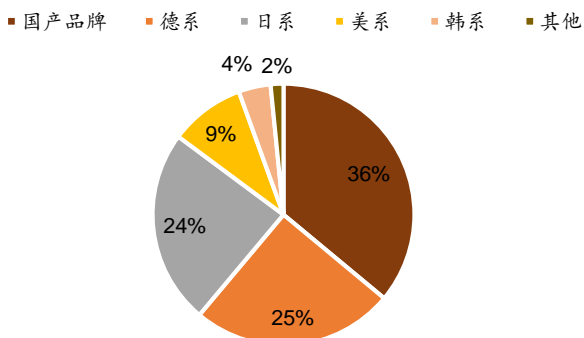
图表45：2018 年中国生鲜乳样品中菌落平均值与国标对比（万 CFU/ml）



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

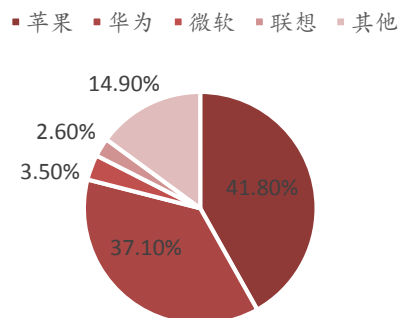
一些科技含量较高的产品，如汽车、手机、笔记本电脑等，国内产业链供应链仍有进一步优化升级的空间。据中汽协，2020 年 1-7 月，国内乘用车销售份额中国产车占比为 36%，占有率同比下降 3.2 个百分点。中国的平板电脑市场也是苹果占据最大份额，IDC 报告显示，2020 年第二季度中国平板电脑市场出货量约 661 万台，其中苹果和微软共占据约 45% 的市场份额。中外品牌在核心技术、软硬件等综合实力方面的差距仍然存在。

图表46：2020 年 1-7 月乘用车分国别销售情况



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表47：2020Q2 中国主要品牌平板电脑市场份额



资料来源：IDC，华泰证券研究所



随着 5G 时代的到来，我国手机、计算机等国产品牌或迎来高速发展机会，叠加全球疫情影响，或有机会参与到全球产业链供应链调整中，提升全球竞争力。据工信部，截至今年 3 月底，全国已建成 5G 基站达 19.8 万个，套餐用户规模超过 5000 万。5G 手机等终端进入蓬勃发展期，5G 在车联网、工业互联网、医疗等重点领域的试点示范更加深入。从国家、政策层面的支持，到地方、企业层面的发力，5G 正在引领中国信息技术产业的发展，并有望建立全球领先优势。国产品牌应加强研发投入、技术研发，结合中国强大的制造业产业链，实现品牌赶超。

与此同时，对质量的追求也一定程度上倒逼我国制造业由“低成本”向“高性价比”转型，给国内平价消费品品牌带来发展机会，在“内循环”下进一步发掘国产品牌潜力。对于传统的必需消费品，中国本土平价品牌具有渠道和成本优势，需要进一步建设国内产业链，主打性价比，发挥对供应链整合能力上较大的竞争优势，与强大的制造业产业链相结合，有广阔的发展空间。同时还可以结合 5G 物联网的高速发展，通过手机 app 整合控制等，实现智能家居等方面的灵活广泛应用。

**国内免税岛等制度建设有助于境外消费回流，为“双循环”提供增量空间**  
国内免税岛建设有助于将外购转化为内需，为“双循环”发展格局提供充足的内需增量空间。我国居民消费升级推动免税业务发展，相比国内一般的百货渠道，免税渠道节省了关税、消费税和增值税，而且省去了国内经销商环节的利润，拥有明显的价格优势。海南成为国内免税岛，在将境外消费转化为国内消费的同时，还能够带动海南的现代服务业发展，通过扩大国内外旅客购物规模、提高境内旅游购物档次，在刺激内需的同时推动经济转型。

离岛免税政策是指对年满 16 周岁、乘飞机离岛（不包括离境）的国内外旅客实行限年龄、限额度、限件数、限次数免进口税购物，在实施离岛免税政策的免税商店内付款，在机场隔离区提货离岛的税收优惠政策。2011 年 4 月 20 日起，海南成为继日本冲绳岛、韩国济州岛和我国台湾省马祖、金门之后，全球范围内第四个实施免税岛政策的区域。

图表 48：海南离岛免税政策调整

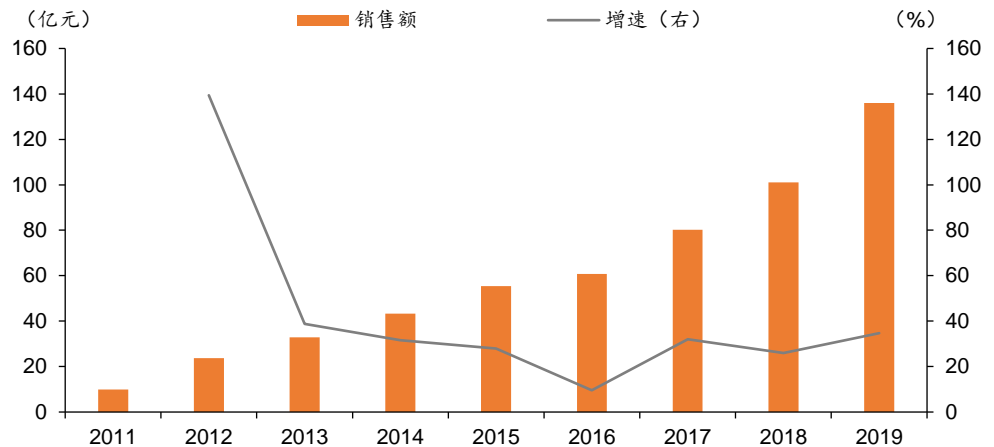
实施时间	政策	主要内容
2011/04	财政部《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点； 适用对象为年满 18 周岁； 免税购物金额限 5000 元，其中手表、香水 2 件，化妆品 5 件
2012/11	第一次调整	适用对象改为 16 周岁； 增加 3 类免税品种（美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具等）； 离岛旅客每人每次免税购物限额提高至 8000 元。
2015/03	第二次调整	增加 17 类免税品种类； 放宽数量限制，化妆品 12 件，香水 8 件，手表 6 件。
2016/02	第三次调整	免税购物限额提升至 1.6 万元； 开设三亚和海口免税店网上销售窗口。
2017/01	第四次调整	将铁路离岛旅客纳入适用对象范围。
2018/12	第五次调整	离岛旅客每人来及免税购物限额增加至 3 万元，不限次数。
2020/06	第六次调整	离岛免税购物额度提升至每人每年 10 万元； 扩大免税商品种类至 45 种，增加茶、平板电脑、手机、电子穿戴设备、游戏机、酒类等； 数量限制放开，仅规定化妆品 30 件，手机 4 件，酒类 1.5L 取消单件商品 8000 元以上行邮税。

资料来源：财政部，华泰证券研究所

从发展历程来看，离岛免税政策不断加码，人均离岛免税购物限额不断提升，今年“双循环”发展格局提出后，更是大幅度提升了其优惠力度。从 2011 年至今，海南离岛免税政策共经历过 6 次调整，调整内容包括提高每人每次免税购物限额、增加离岛免税品类等。6 次调整后，离岛旅客每人每次购物限额由 2011 年的 5000 元标准上调至 10 万元，且不限次数；种类进一步扩充；乘轮船离岛旅客也被纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围。政策逐步显示出极强的吸引力。海口海关数据表明，2011 年至 2019 年，海南免税年销售额由 9.86 亿元稳步增长至 136 亿元，购物人数由 48 万人次增长到 2019 年的 384 万人次。

今年 6 月海南购物免税新政实施后，据海关统计，首月（7 月 1 日至 27 日）离岛免税销售金额共 22.2 亿元、购物旅客 28.1 万人次，较去年同期分别增长 234.2%、42.7%；环比分别增长 45.5%、12.6%。免税政策的放开一定程度上解决了此前免税限额门槛低、免税品品种较少等不足，有效刺激海南旅游购物的需求。

图表49： 2011 年-2019 海南离岛免税销售额



资料来源：商务部，华泰证券研究所

未来“双循环”建设的背景下，为释放内需潜能，提升消费、鼓励投资，离岛免税政策可能进一步放开和优化。例如，对标韩国济州岛和日本冲绳岛的政策，免税品品种进一步增加，提高每人每年免税购物额度，放宽离岛方式等。具体可以从以下几个方面改进：

**首先，可以进一步提高每人每年免税购物额度。**日本冲绳离岛免税政策规定，每人每次限额 20 万日元（折合人民币 15000 元），且免税次数没有限制。这一政策下，单次离岛购物额度有严格上限，但每人每年免税购物额度不设上限，可以有效遏制盈利性代购，值得借鉴和学习。

**第二，进一步放宽离岛方式。**海南从海港出岛有火车轮渡及轮船等多种方式，参照韩国济州岛，可以将免税购物政策适用对象扩大至所有从海港离岛的旅客，并在离岛海港和火车轮渡隔离区设提货点，允许乘坐轮船和火车轮渡的离岛旅客购买免税品并携带离岛。

**第三，完善产业链，构建互联的海南特色产业生态体系。**大多数消费者都是旅游的同时顺便进行消费，因此海南免税业要与旅游相结合才能更好地发挥作用，而海南离岛购物相关配套服务、商品供应、员工服务、基础设施的满意度有待提高，因此应加强海南高端旅游配套服务能力。同时，将海南旅游购物与自然生态、热带农业、海洋经济、新兴工业等相关产业有机结合，形成完整的产业体系，打造“国际旅游岛”，最大限度释放离岛免税政策经济效应。

### 风险提示

- 1) 外需下行压力过大，经济增速下行超预期，政策协调效率减弱，国内政策改革进程可能弱于预期。
- 2) 政策制定顾虑地产等资产价格波动过大，改革推进速率慢于预期。
- 3) 大国博弈存在向科技、政治等多领域扩散的不确定性，可能对生产要素自主可控形成挑战。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强、芦哲、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲、朱洵本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



#### 法律实体披露

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J  
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809  
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

#### 华泰证券股份有限公司

##### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

#### 华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

##### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

##### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com