

历轮“内需刺激”周期中，消费如何表现？（上）

——扩大内需战略专题研究（三）



易碧归 分析师

Email:yibigui@lczq.com

证书:S1320523020003

投资要点:

基于“双维度四锚定”的标准，第五轮内需刺激周期（2024年至今）已然开启。以“双维度四锚定”对改革开放以来的内需刺激时期进行标准界定与周期划分，可将1998年至今的内需刺激周期划分为4轮完整历史周期+1轮未完待续的新周期，每轮涵盖“冲击起点—政策发力—经济见顶—政策退出—影响出清”的完整过程，轮次间差异清晰，对比性较强。

遵循“时代背景与核心冲击→政策工具规模与效果→消费实际表现与盈利改善→A股消费板块表现”的统一逻辑，我们对前四轮完整内需刺激周期进行复盘对比，以寻找规律，帮助研判最新一轮的周期定位与表现。

第一轮（1998-2002年）为制度破局型内需刺激周期。本轮由外生危机倒逼催生，无内生经济衰竭，内需刺激以制度改革为抓手进行，行情由改革预期定价，主升阶段上证指数累计上涨约107%，持续约25个月。

第二轮（2008-2011年）为总量强拉动型内需刺激周期。本轮因受全球金融危机外生冲击而启动，以“四万亿”投资计划为核心刺激内需，市场在总量政策脉冲驱动下，估值与业绩阶段性共振，主升阶段上证指数累计上涨73.7%，持续约24个月。

第三轮（2014-2018年）为资产驱动型消费升级刺激周期。本轮基于外需疲弱+内生动力换挡启动，以长周期货币宽松、地产去库存与棚改货币化为政策核心，周期内消费升级主线崛起，由房地产财富效应驱动、行业集中度提升为支撑，消费龙头走出独立长牛，主升阶段上证指数累计上涨约70%，持续约54个月。

第四轮（2020-2022年）为纾困托底型内需刺激周期。本轮受新冠疫情外生冲击，刺激政策侧重阶段性纾困、精准补贴与温和宽松，由于疫情反复扰动，行情以预期驱动与估值博弈为主，盈利贡献度低，赛道与个股结构性分化程度高，主升阶段上证指数累计上涨约34%，持续约10个月。

风险提示：政策落地不及预期、消费复苏不及预期、历史经验失效、海外经济波动与外需冲击等风险。

投资评级：看好（维持）

市场表现



相关报告

扩大内需战略的核心传导密码——扩大内需战略专题研究（二）

2026.03.18

消费表现与市场定价有哪些潜在预期差？——扩大内需战略专题研究（一）

2026.03.13

业绩分化加大，经营战略重要性凸显——食品饮料24年与25年一季度业绩综述

2025.05.16

目 录

1. 周期划分界定与政策工具一览.....	5
1.1 以“双维度四锚定”划分, 已迎来第五轮内需刺激周期.....	5
1.2 四大类内需刺激政策工具, 第五轮以居民增收与长效赋能为核心.....	6
2. 历史内需刺激周期标准化复盘.....	8
2.1 第一轮: 1998-2002 年制度破局型内需刺激周期.....	8
2.1.1 时代背景与核心冲击: 亚洲金融危机爆发, 外需冲击所致.....	8
2.1.2 政策工具: 制度改革释放内需潜力, 短期宽松辅助托底.....	9
2.1.3 消费表现与盈利改善: 内需支撑性抬升, 地产消费大幅上行.....	10
2.1.4 A 股消费板块表现: 地产消费先行, 必选消费接力.....	12
2.2 第二轮: 2008-2011 年总量强拉动型内需刺激周期.....	13
2.2.1 时代背景与核心冲击: 全球次贷危机爆发, 外需断崖式下挫.....	14
2.2.2 政策工具: 总量放水托底经济, 消费补贴直接拉动.....	14
2.2.3 消费表现与盈利改善: 投资消费双轮驱动, 地产链盈利快速兑现.....	16
2.2.4 A 股消费板块表现: 周期消费同步启动, 必选消费防御托底.....	17
2.3 第三轮: 2014-2018 年资产驱动型消费升级刺激周期.....	19
2.3.1 时代背景与核心冲击: 三期叠加与外需疲弱, 内生动力换挡.....	19
2.3.2 政策工具: 货币宽松激活地产, 消费补贴定向升级.....	20
2.3.3 消费表现与盈利改善: 服务升级主导, 可选消费龙头崛起.....	22
2.3.4 A 股消费板块表现: 白酒家电龙马主导, 消费升级行情长牛.....	23
2.4 第四轮: 2020-2022 年纾困托底型内需刺激周期.....	25
2.4.1 时代背景与核心冲击: 疫情反复扰动内需, 外需韧性超预期.....	25
2.4.2 政策工具: 纾困托底为核心, 总量温和宽松, 定向刺激补缺口.....	26
2.4.3 消费表现与盈利改善: 修复节奏波折分化, 必选稳健可选承压.....	28
2.4.4 A 股消费板块表现: 疫情主导行情节奏, 结构分化明显.....	29
3. 风险提示.....	31

图表目录

图 1	外需疲软, 净出口贡献收缩约束 GDP 上行.....	6
图 2	内需乏力, 地产拖累压制居民消费增长.....	6
图 3	第一轮外需冲击, 出口增速大幅放缓.....	9
图 4	CPI 连续 22 个月为负, PPI 连续 31 个月为负 (%).....	9
图 5	第一轮制度改革带来的 5 年累计支出对消费增量的直接转化 (亿元).....	10
图 6	社零与消费信心同步回升, 最终消费贡献增多 (%).....	11
图 7	地产链消费为主要驱动, 城镇消费拉动更快.....	11
图 8	建材类盈利修复早, 家电类弹性高, 餐饮类增长稳.....	11
图 9	第一轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现.....	12
图 10	第一轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%).....	13
图 11	第二轮外需冲击幅度更深但修复节奏更快.....	14
图 12	CPI、PPI 通缩周期更短、波动更剧烈 (%).....	14
图 13	第二轮以住房信贷脉冲为核心带来的 4 年累计消费增量释放 (亿元).....	15
图 14	社零快速回升, 最终消费贡献增多 (%).....	16
图 15	地产链与汽车消费增长为主要驱动.....	16
图 16	地产、汽车与餐饮行业盈利脉冲式同步兑现, 上下游盈利拐点高度重合.....	17
图 17	第二轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现.....	18
图 18	第二轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%).....	18
图 19	第三轮外需疲弱, 出口增速再次出现负增长.....	20
图 20	PPI 超长周期通缩, CPI 低位徘徊 (%).....	20
图 21	地产库存增多, 投资降速拖累逐步显现.....	20
图 22	第三轮以居民资产价格推升为核心带来的 5 年累计消费增量释放 (亿元).....	21
图 23	消费贡献率创历史新高, 服务消费占比提升.....	22
图 24	服务消费与地产后周期品为两大核心驱动.....	22
图 25	行业归母净利润从政策刺激下的轮流修复传导至全线共振 (亿元).....	23
图 26	第三轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现.....	24
图 27	第三轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%).....	24
图 28	第四轮外需先抑后扬, 出口韧性超预期.....	26
图 29	居民预防性储蓄大幅提升, 消费意愿持续走低.....	26
图 30	房地产市场供需双弱, 进入深度调整阶段 (%).....	26
图 31	CPI 温和、PPI 冲高回落, 价格结构分化 (%).....	26
图 32	第四轮以纾困托底为核心带来的 3 年累计消费增量释放 (亿元).....	27
图 33	社零波折修复, 最终消费贡献率波动剧烈.....	28
图 34	必选消费相对稳健, 服务与地产链消费承压.....	28
图 35	餐饮收入仅 1/3 时间正增, 乡村社零 CAGR 略高于城镇 (%).....	28
图 36	疫情冲击下产业链盈利传导逻辑被打乱, 盈利修复节奏显著分化 (亿元).....	29
图 37	第四轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现.....	30
图 38	第四轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%).....	30
图 39	第四轮消费周期主升阶段茅指数走势与估值变化.....	31
表 1	历史内需刺激政策周期类型、背景与特征一览表.....	5
表 2	历史内需刺激政策工具类型、举措与观测指标一览表.....	7
表 3	1998-2002 年内需刺激的主要政策工具.....	9
表 4	1998-2002 年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况.....	12
表 5	1998-2002 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%).....	13
表 6	2008-2011 年内需刺激的主要政策工具.....	15
表 7	2008-2011 年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况.....	17
表 8	2008-2011 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%).....	19
表 9	2014-2018 年内需刺激的主要政策工具.....	21
表 10	2014-2018 年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况.....	23
表 11	2014-2018 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%).....	25

表 12	2020-2022 年内需刺激的主要政策工具	27
表 13	2020-2022 年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况	29
表 14	2020-2022 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%)	31

1. 周期划分界定与政策工具一览

1.1 以“双维度四锚定”划分，已迎来第五轮内需刺激周期

若以时间线性切割，可能出现各周期独立性不足与差异区分缺乏统一基准的问题。因此，我们以“双维度四锚定”对改革开放以来的内需刺激时期进行标准界定与周期划分。

维度一：核心冲击的本质属性。每轮内需刺激周期的开启通常都是果非因，根源往往伴随着对国内经济的外部冲击或内生阻力，所以我们从过往开启内需刺激周期的核心原因出发，分为外生危机型、内生周期型、特殊事件型、资产负债表修复型四类。

维度二：政策工具的核心范式。为适应不同的核心冲击与时代背景，内需刺激相关的政策工具在每轮周期中的选择、出台力度、覆盖范围与实际效果各不相同，由此对资本市场的影响也有区别，大致可分为制度破局型、总量强刺激型、纾困托底型、结构性提振型、能力驱动型五类。

四大刚性锚定条件：决定内需刺激周期是否完整开启，缺一不可，否则不纳入独立周期。(1)政策锚定：当年中央经济工作会议/政府工作报告将“扩大内需”列为年度核心经济工作主线，而非附带性目标；(2)冲击锚定：经济面临明确的需求坍塌压力，出口增速显著下行、内需对GDP的拖累成为经济核心矛盾；(3)工具锚定：出台了覆盖总量+消费端的系统性政策组合，而非单一零散的政策；(4)效果锚定：政策对社零增速、消费对GDP贡献率产生了可观测的边际影响。

基于上述标准，将1998年至今的内需刺激周期划分为4轮完整历史周期+1轮2024年至今的新周期，每轮涵盖“冲击起点—政策发力—经济见顶—政策退出—影响出清”的完整过程，轮次间差异清晰，对比性较强：

表1 历史内需刺激政策周期类型、背景与特征一览表

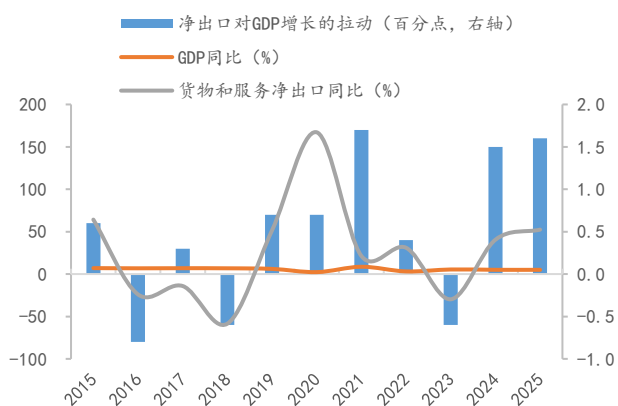
周期时间	“双维度”类型	核心矛盾与时代背景	主要特征
第一轮 (1998-2002年)	外生危机+制度破局	亚洲金融危机导致外需断崖式下滑（出口增速从1997年21%降至1998年0.5%）；国内告别短缺经济，首次陷入全面通缩，计划经济向市场经济转轨进入关键期，首次将“扩大内需”确立为国家战略。	通过制度变革释放被压抑的潜在需求，政策传导高效、长期。
第二轮 (2008-2011年)	外生危机+总量强刺激	全球次贷危机爆发，外需深度坍塌（出口增速从2007年25.7%降至2009年-16%）；GDP增速从14.2%断崖式降至最低6.4%，通缩与就业压力剧增，内需成为稳增长的核心抓手之一。	大规模财政和货币投放，全行业漫灌，政策传导高效、短期。
第三轮 (2014-2018年)	内生周期+结构性提振	经济进入增速换挡期，GDP增速破7%，传统产能过剩、地产库存高企，外需持续疲软；经济增长动力从投资出口驱动向消费驱动转型，受棚改货币化带来的居民财富效应驱动，消费对GDP贡献率首次突破60%，消费升级主线崛起。	定向投放至特定领域/环节，政策传导中效、中期。
第四轮 (2020-2022年)	特殊事件+纾困托底	新冠疫情全球大流行，居民消费场景全面受限，接触型消费行业遭遇生存危机；外需大幅波动，经济阶段性停摆，内需成为稳经济的核心底线，强调保主体、保场景。	防止经济进一步恶化而非推动强劲复苏，政策传导中低效、临时。
第五轮 (2024年至今)	资产负债表修复型+能力驱动型	外需持续承压（全球贸易重构、外需增速放缓）；居民部门资产负债表仍在修复，预防性储蓄高企，地产周期持续下行，内生消费动力不足，通缩压力持续存在，扩大内需被确立为经济发展的“战略基点”。	修复居民消费能力（收入+信心+杠杆空间），政策传导低效、长期。

数据来源：iFind，联储证券研究院

锚定条件全部触发，第五轮内需刺激周期(2024年至今)已然开启。(1)政策方面，2024年《政府工作报告》与当年中央经济工作会议，均把扩大内需摆在全年宏观经济工

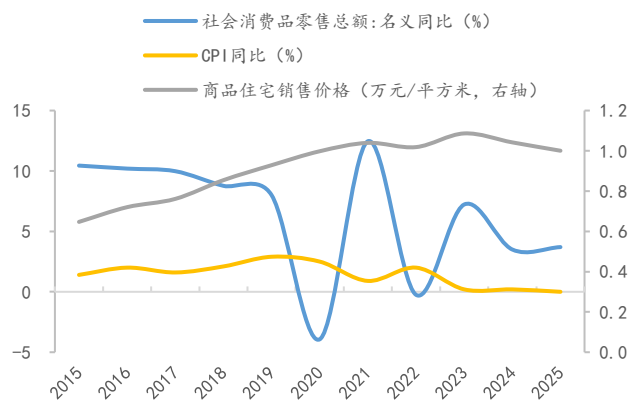
作首位，从过往稳增长配套的附带目标升级为年度核心主线；（2）冲击方面，2023年货物净出口对GDP拉动为-0.6个百分点，外需贡献大幅收缩，而内需端受地产拖累影响，物价低位运行、居民消费意愿走低，整体修复乏力，逐渐成为约束GDP上行的核心矛盾；（3）工具方面，财政部统筹落地超千亿元促消费专项补助资金，商务部在全国落地汽车、家电、家居大件消费品以旧换新专项政策，叠加央行降准、结构性降息等总量货币托底举措；（4）效果方面，社零与消费贡献率两项关键指标短期有明显正向变化，长期待观察，2025年社会消费品零售总额同比增长3.7%，较2024年3.5%小幅抬升，最终消费支出对GDP贡献率回升至52%，同比提升5个百分点。

图1 外需疲软，净出口贡献收缩约束GDP上行



资料来源：iFind，联储证券研究院

图2 内需乏力，地产拖累压制居民消费增长



资料来源：iFind，联储证券研究院

以双维度分类，第五轮内需周期应为资产负债表修复型+能力驱动型。从冲击属性来看，本轮驱动逻辑和前四轮存在本质区别：外需端依据海关总署外贸统计，2023年国内净出口同比增速-30%，远低于此前四轮周期开启前增速水平，全球贸易重构、海外需求持续疲软，外部冲击较大；内需端全年商品房销售量价齐跌，地产周期下行持续拖累家居、家电等地产链消费，CPI同比徘徊在临界通缩区间，消费动力承压。本轮外部冲击与内部调整同时发生，区别于前四轮外生危机、经济自然换挡、突发公共事件的触发诱因，因此归入资产负债表修复类型。在政策范式层面，本轮不再复刻1998年市场化制度破局+基建托底双轮驱动、2008年全域总量强刺激、2014年产业定向结构性提振、2020年疫情应急纾困托底的历史路径，政策重心锚定居民收入提升、消费信心修复、合理杠杆空间扩容等底层要素，聚焦消费长效培育，对应政策分类里的能力驱动型。

1.2 四大类内需刺激政策工具，第五轮以居民增收与长效赋能为核心

为清晰梳理政策传导逻辑、实现跨周期政策对比，我们将历次内需刺激政策按传导逻辑划分为总量型需求扩张、消费直接刺激、居民增收与长效赋能、市场主体纾困四大类，实现了政策举措、量化指标、适配场景的全口径统一，为后续跨周期政策复盘、本轮政策节奏预判提供了可量化、可对比的标准化分析框架。

第五轮（2024年至今）结合当前居民资产负债表承压、消费信心偏弱的现实背景，将居民增收、民生保障等长效赋能工具作为政策主线，同步配套总量托底、定向消费刺激、市场主体纾困的政策组合，更侧重中长期消费能力的修复与培育，政策传导节奏相对偏缓、见效周期偏长。

表2 历史内需刺激政策工具类型、举措与观测指标一览表

政策工具类型	细分政策与目标	具体政策举措	核心观测指标
一、总量型需求扩张工具 (对应“总量强制刺激型”政策范式, 侧重宏观总需求核心托底)	1. 财政总量扩张与债务修复工具 (扩大政府投资与支出, 化解地方政府债务风险, 直接拉动总需求, 对冲经济下行与资产负债表收缩压力)	① 长期建设国债、抗疫特别国债、超长期特别国债发行 ② 地方政府专项债扩容、前置发行与用途优化 ③ 中央预算内基建投资资金加码 ④ 财政赤字率阶段性上调 ⑤ 地方政府隐性债务化解、存量债务置换与展期	1. 年度国债/专项债/超长期特别国债发行总规模 2. 全国固定资产投资 (不含农户) 同比增速 3. 基础设施建设投资同比增速 4. 年度财政赤字率目标值与实际执行值 5. 中央财政民生/基建支出同比增速 6. 地方政府隐性债务化解累计规模、债务率
	2. 货币总量宽松与信用修复工具 (降低全社会融资成本, 释放流动性, 扩大企业投资与居民信贷需求, 修复居民与企业资产负债表)	① 存款准备金率下调 (全面/定向降准) ② 政策利率下调 (逆回购、MLF、LPR) ③ 再贷款、再贴现额度扩容与利率下调 ④ 信贷投放窗口指导, 扩大社融与普惠信贷规模 ⑤ 存量房贷利率下调、个人住房信贷政策优化	1. 年度降准/降息次数与累计调整幅度 2. 1年期/5年期 LPR 调整幅度与期末值 3. 广义货币供应量 (M2) 同比增速 4. 社会融资规模存量同比增速 5. 金融机构人民币贷款加权平均利率 6. 个人住房贷款余额同比增速、存量房贷利率调整幅度
	3. 地产需求稳定与资产修复工具 (稳定房地产市场需求, 化解房企债务风险, 推进保交楼, 对冲地产下行对上下游产业链的拖累, 修复居民与房企资产负债表)	① 商业性个人住房贷款首付比例下调、限购限贷政策优化 ② 首套/二套房贷利率下限调整、存量房贷利率统一下调 ③ 公积金贷款利率上调、利率下调 ④ 房企融资支持、保交楼专项借款与配套融资 ⑤ 各地因城施策取消限制性政策、发放购房补贴	1. 全国首套/二套房贷平均利率调整幅度 2. 个人住房贷款余额同比增速、新增规模 3. 全国商品房销售面积/销售额同比增速 4. 房地产开发投资同比增速 5. 保交楼专项借款累计投放规模、已交付套数 6. 居民中长期消费贷款新增规模
二、消费直接刺激工具 (对应“结构性提振型”政策范式, 侧重终端消费需求直接拉动)	1. 大宗消费品补贴工具 (拉动汽车、家电、家居等耐用消费品, 对冲地产链下行、可选消费疲软压力, 稳定消费基本盘)	① 汽车购置税减免、新能源汽车购置补贴与下乡政策 ② 家电、家居、消费电子以旧换新财政补贴与下乡政策 ③ 绿色智能家电、节能产品惠民工程专项补贴 ④ 大宗消费信贷贴息、分期手续费减免	1. 年度促消费专项补贴资金总规模 2. 汽车、家电、家居类零售额同比增速 3. 限额以上单位商品零售额同比增速 4. 新能源汽车销量同比增速、市场渗透率 5. 消费补贴覆盖品类、区域与执行周期 6. 补贴资金撬动消费倍数
	2. 消费券与普惠消费刺激工具 (快速激活终端消费市场, 覆盖全品类消费, 对冲疫情、通缩带来的消费意愿低迷, 修复消费场景)	① 各地政府发放餐饮、零售、文旅、体育类普惠消费券 ② 电商平台、线下商户配套消费满减、折扣活动 ③ 文旅消费券、景区门票减免、文旅消费专项补贴 ④ 夜间经济、商圈消费、县域消费专项扶持政策	1. 年度全国消费券发放总金额、覆盖区域与品类 2. 消费券核销率、杠杆撬动倍数 3. 社会消费品零售总额同比增速 4. 餐饮收入、商品零售同比增速 5. 国内旅游人次、旅游收入同比增速
	3. 消费端税费减免工具 (降低居民消费全链条税费成本, 直接提升居民消费能力, 对冲通缩压力, 释放消费潜力)	① 汽车、化妆品、珠宝等消费品消费税目调整、税率下调 ② 进口消费品关税下调、免税店购物额度提升 ③ 生活服务业、零售业增值税加计抵减、征收率下调 ④ 个人所得税专项附加扣除范围扩大、标准提升 (消费相关)	1. 年度消费相关税费减免总规模 2. 增值税、消费税、关税调整幅度与覆盖范围 3. 限额以上零售企业销售额同比增速 4. 进口消费品零售额同比增速 5. 居民消费价格指数 (CPI) 同比增速
三、居民增收与长效能力培育 (对应“能力驱动型”政策范式, 侧重内需长效能力培育)	1. 收入分配改革工具 (提升居民可支配收入, 缩小收入差距, 扩大中等收入群体规模, 从根源上提升居民消费能力)	① 个人所得税起征点上调、税率结构优化 ② 个税专项附加扣除范围扩大、标准提升 ③ 全国最低工资标准、小时最低工资标准上调 ④ 机关事业单位、企业职工基本工资上调 ⑤ 农村居民增收、乡村振兴专项扶持政策	1. 个税起征点调整幅度、专项附加扣除标准 2. 全国最低工资标准平均上调幅度、覆盖省份 3. 全国居民人均可支配收入 (名义/实际) 同比增速 4. 城乡居民收入比、全国居民收入基尼系数 5. 中等收入群体规模、占总人口比重
	2. 社保与民生保障工具 (完善社会保障体系, 降低居民预防性储蓄意愿, 释放消费潜力, 修复居民资产负债表)	① 企业职工、城乡居民基本养老金标准上调 ② 城乡居民医保财政补助标准提升、报销比例扩大 ③ 失业保险金、工伤保险待遇标准上调 ④ 保障性住房建设、租房补贴政策扩围 ⑤ 养老、托育、家政等民生服务专项扶持	1. 年度养老金上调比例、医保财政补助标准 2. 社保缓缴、减免总金额与覆盖范围 3. 全国居民人均消费支出同比增速 4. 住户部门新增存款规模、居民储蓄率 5. 保障性住房建设套数、租房补贴发放金额

表2 历史内需刺激政策工具类型、举措与观测指标一览表

政策工具类型	细分政策与目标	具体政策举措	核心观测指标
	3.消费能力制度性改革与资产修复工具(破除消费体制机制障碍,完善消费基础设施,培育新型消费场景,修复居民资产负债表,提升居民财富效应)	①全国统一大市场建设,破除地方保护与市场壁垒 ②县域商业体系建设、农村消费基础设施完善 ③新型消费基础设施建设(5G、物联网、冷链物流) ④消费维权体系完善,优化消费环境 ⑤个人养老金制度、住房反向抵押养老保险推广,财富管理市场改革	1.制度改革覆盖范围、落地进度 2.县域商业网点、农村物流设施建设数量 3.服务消费占居民消费支出比重 4.农村居民人均消费支出同比增速 5.全国消费基础设施建设投资规模 6.居民资产负债率、个人养老金参与人数
	1.小微企业普惠性纾困工具(稳定小微企业、个体工商户经营,保障就业岗位,对冲经济下行对微观主体的冲击,夯实内需底层基础)	①小微企业、个体工商户所得税减免、免征 ②增值税留抵退税扩围、增量留抵全额退还 ③小微企业社保缓缴、公积金缓缴政策 ④普惠小微贷款额度扩容、利率下调、贴息支持 ⑤小微企业融资担保、信用贷款支持政策	1.年度小微企业减税降费总规模 2.增值税留抵退税累计退还金额 3.普惠小微贷款余额同比增速、平均利率 4.小微企业、个体工商户新增数量、存活率 5.全国城镇调查失业率、城镇新增就业人数
四、市场主体纾困工具(对应“纾困托底型”政策范式,侧重内需微观基础保障)	2.接触型消费行业专项纾困工具(稳定餐饮、文旅、住宿、零售等接触型消费行业经营,修复消费场景,对冲疫情、通缩带来的行业冲击,保障消费供给能力)	①餐饮、文旅、住宿、零售行业增值税减免、加计抵减 ②民航、铁路、文旅等行业专项纾困资金、贷款贴息 ③接触型消费行业社保缓缴、公积金缓缴政策 ④文旅、餐饮行业消费券、专项补贴发放 ⑤行业复工复产、场景修复专项扶持政策	1.接触型消费行业专项纾困资金总规模 2.行业税费减免总金额、覆盖范围 3.餐饮收入、文旅收入、住宿业营业额同比增速 4.接触型消费行业企业新增数量、倒闭率 5.行业从业人员数量、平均工资同比增速
	3.产业链供应链稳定工具(稳定重点产业链供应链,保障企业生产经营,对冲外需走弱、产业链外迁带来的冲击,夯实内需供给基础)	①制造业企业研发费用加计扣除比例提升 ②高端制造、战略性新兴产业专项扶持资金、税收优惠 ③产业链供应链补短板、锻长板专项行动 ④制造业技术改造、设备更新贴息支持 ⑤外贸企业出口退税、出口信贷支持政策	1.年度制造业研发费用加计扣除减免金额 2.高端制造、战略性新兴产业投资增速 3.制造业增加值同比增速、产能利用率 4.外贸企业出口退税累计金额 5.全国规模以上工业企业利润同比增速、资产负债率

数据来源:公开资料,联储证券研究院整理

2. 历史内需刺激周期标准化复盘

遵循“时代背景与核心冲击→政策工具规模与效果→消费实际表现与盈利改善→A股消费板块表现”的统一逻辑,我们对前四轮完整的内需刺激周期进行标准化复盘对比,以寻找规律,帮助研判最新一轮的周期表现。

2.1 第一轮: 1998-2002 年制度破局型内需刺激周期

本轮是外生危机倒逼、无内生经济衰竭、以制度改革为抓手进行的内需刺激周期,通过住房、社保、财税、国企四方面的基础性制度改革释放长效内需底盘,是历史内需周期中红利最持久、基本面韧性最强、行情由预期改革定价的一轮周期。

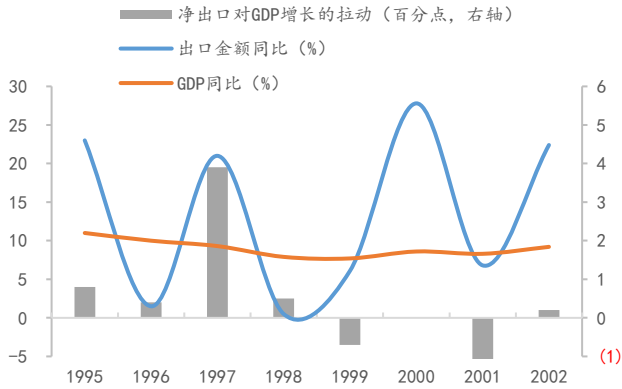
2.1.1 时代背景与核心冲击: 亚洲金融危机爆发,外需冲击所致

亚洲金融危机爆发,外需大幅转负,成为经济最大拖累。1997年亚洲金融危机爆发,海外需求大幅萎缩,我国局部区域外贸出口承压明显:出口增速由1997年21.0%骤降至1998年0.5%,净出口对GDP拉动率由3.9个百分点降至0.5个百分点,经济增长核心外生动能失效。

内部派生阶段性供需错配,内需潜力亟待释放。原本出口产能回流国内,一定程度上放大了阶段性供需错配的矛盾,国内告别短缺经济,首次陷入全面通缩,1998年4月-2000年1月CPI连续22个月负增长,1998-1999年CPI同比分别为-0.8%、-1.4%,

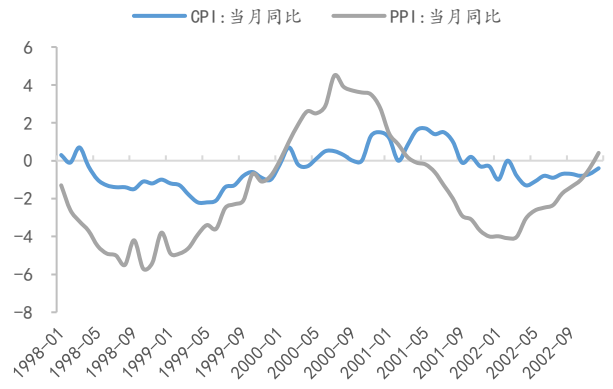
GDP 增速由 1997 年的 9.3% 回落至 1999 年的 7.7%。但国内通缩、产能过剩为外需冲击派生的短期现象，整体经济基本面仍具韧性，居民收入与财富积累尚处起步阶段，消费能力的增长潜力未受实质性损伤。

图3 第一轮外需冲击，出口增速大幅放缓



资料来源：国家统计局、海关总署，联储证券研究院

图4 CPI 连续 22 个月为负，PPI 连续 31 个月为负（%）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

2.1.2 政策工具：制度改革释放内需潜力，短期宽松辅助托底

长期根本性制度改革是本轮内需核心驱动力，短期刺激仅辅助托底。制度改革以住房商品化改革、城镇社保体系搭建、农村税费改革试点、居民收入长效提标机制为代表，重塑了居民资产配置、收入结构、社会保障体系，释放超长周期内需潜力。短期逆周期刺激政策则包括积极财政、宽松货币、消费场景与税费刺激、产业纾困等内容，用以托底经济、修复短期需求。

表3 1998-2002 年内需刺激的主要政策工具

政策类型	核心政策工具与量化规模
总量型需求扩张工具	<ol style="list-style-type: none"> 基建投资：1998-2000 年累计发行 3600 亿元长期建设国债，重点投向基建、保障性住房与民生工程，基建投资年均增速达 20%； 地产政策：终结福利分房制度，开启住房商品化改革，取消住房贷款限制，房贷首付比例 30%，1997 年末个人住房贷款余额 118 亿元，2002 年末增至 8253 亿元，五年间规模暴涨近 70 倍； 货币、财政政策：连续 5 次降息，1 年期存款利率从 7.47% 降至 1.98%，2 次降准，法定存款准备金率从 13% 降至 6%。
消费直接刺激工具	<ol style="list-style-type: none"> 税费减免：先减半、后暂停征收固定资产投资方向调节税，减免房地产交易相关税费； 消费场景松绑：推行“黄金周”带薪休假制度，释放文旅消费需求，首个国庆黄金周实现旅游收入 141 亿元。
居民增收与长效赋能工具	<ol style="list-style-type: none"> 收入改革：连续 4 次提高公务员与事业单位人员工资，累计涨幅超 80%，提高下岗职工基本生活保障、失业保险金、养老金标准； 税费改革：提高个税起征点，全面推进农村税费改革，减轻农民负担； 制度改革：建立城镇职工基本养老保险、医疗保险制度，降低居民预防性储蓄。
市场主体纾困工具	针对纺织、煤炭等产能过剩行业实施限产压锭、兼并重组，稳定就业。

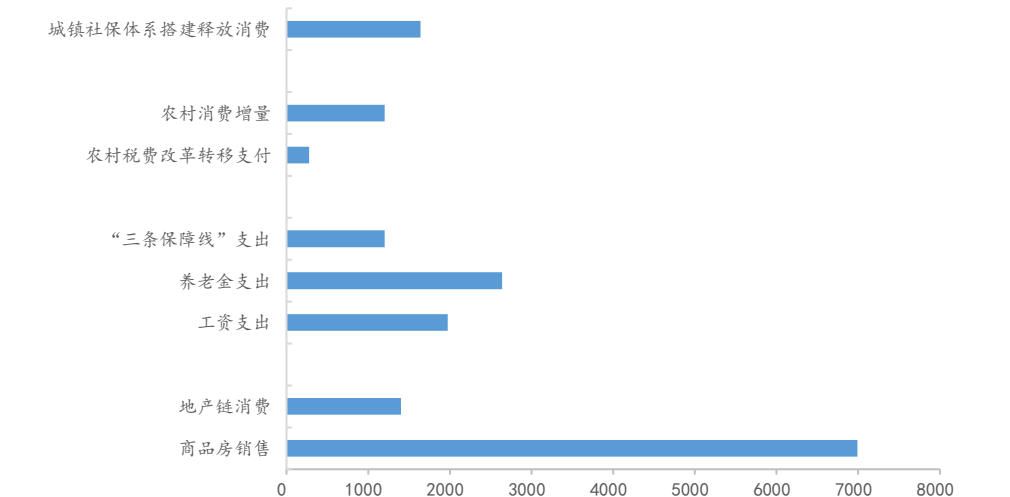
数据来源：公开资料，联储证券研究院整理

注：三大制度改革带来增量财政投入合计估算约 6400 亿元，包含：社保补助专项增量 4300 亿元、离退休及抚恤救济提标增量 1262 亿元、农村税费改革中央转移支付 336 亿元、房改配套资金 500 亿元。

以政策规模/当年 GDP 量化刺激强度，本轮为“低投放力度、高撬动乘数的制度驱动型刺激”。1998-2002 年累计发行长期建设国债 3600 亿元、三大制度改革带来的增量财政投入合计约 6400 亿元，核心投放占 5 年累计 GDP 比重约 2.4%，周期内国债发行带来工资收入增多、房改带来的居民杠杆空间放开、社保体系投入推进等基建与制度红

利持续释放，据估算，5年直接拉动宽口径内需增量（含商品房销售、地产链消费、终端实物消费与服务消费）累计超1.7万亿，商品房销售支出占约40%，需求撬动乘数为1.7倍。本轮内需刺激的绝对规模适中、制度红利极强，短期托底效果温和，长期内需释放效果远超纯放水周期。

图5 第一轮制度改革带来的5年累计支出对消费增量的直接转化（亿元）



资料来源：央行、财政部、国家统计局、人社部，联储证券研究院测算。

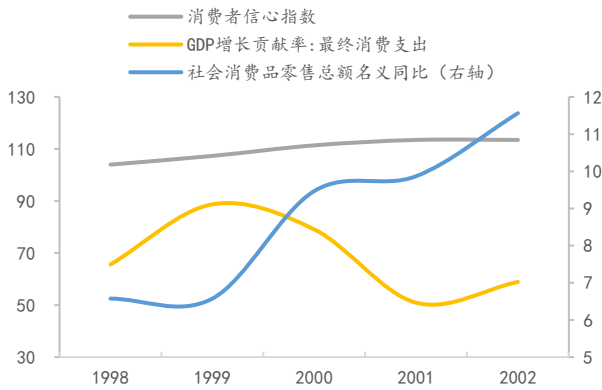
以政策传导时滞看政策工具的起效节奏，本轮为“预期极速定价，业绩长时滞兑现”。通过政策落地、宏观拐点、行情拐点三重时间对标，本轮周期：从核心政策出台（1998年7月房改）到消费拐点出现（1999年一季度商品房销售、家电消费开始边际回暖）传导约6-8个月，与此同时，市场行情启动（1999年5月）到企业业绩全行业集中验证（2001年）传导超2年。

2.1.3 消费表现与盈利改善：内需支撑性抬升，地产消费大幅上行

整体消费表现：社零与消费信心同步回升，内需支撑性抬升。社零累计同比增速从1998年的6.6%回升至2002年的11.6%，消费者信心指数从104回升至113.5，最终消费对GDP增长的贡献率从1997年的43%提升至2002年的58.9%。

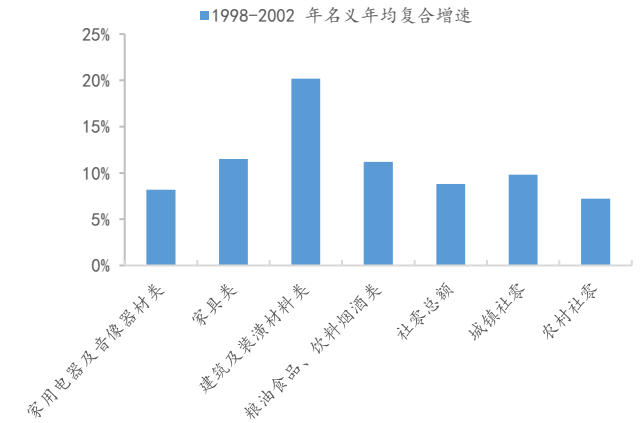
结构分化表现：地产相关消费成为核心拉动项，必选消费韧性较强。1998-2002年家电、家具、建材类限上零售消费CAGR分别达8.2%、11.5%和20.2%，显著跑赢社零整体8.8%水平，从改革前的负增长转为正增长，边际改善幅度显著，且产业链带动效应强；日常粮油食品、饮料烟酒类必选消费CAGR为11.2%，表现稳健，在通缩环境下表现出较强的防御性。城镇消费受房改拉动更快，农村消费受税费改革带动逐步提升。

图6 社零与消费信心同步回升，最终消费贡献增多（%）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

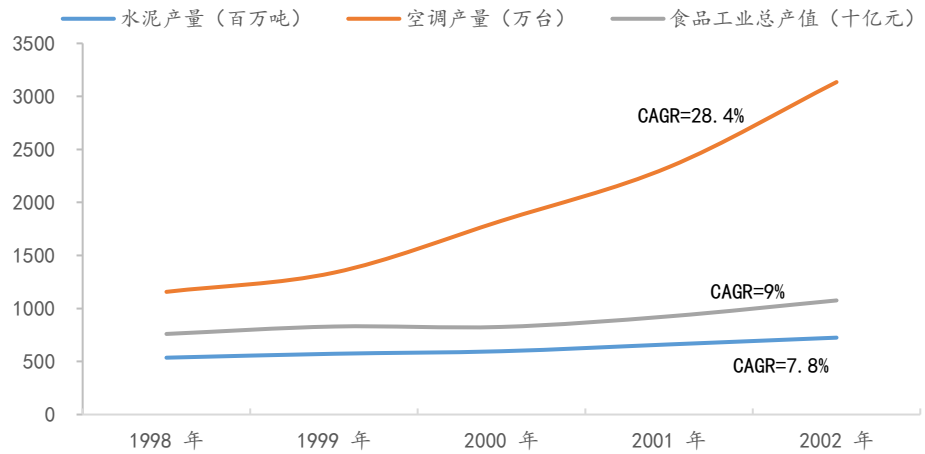
图7 地产链消费为主要驱动，城镇消费拉动更快



资料来源：国家统计局、中经数据库，联储证券研究院

行业盈利改善：地产链盈利沿产业链阶梯式传导修复，食品饮料盈利平稳。建材作为地产开工端早周期品种率先触底，传导约 0-6 个月，水泥产量从 1998 年 5.36 亿吨稳步增长至 2002 年 7.25 亿吨，年均复合增速 7.8%；行业规模以上企业亏损面从 1998 年的 37% 左右持续收窄至 2002 年的 22% 左右，盈利改善兑现最早、修复幅度最显著。家电作为地产竣工后周期品种盈利释放滞后 12-18 个月，2002 年迎来业绩集中兑现，申万家电板块上市公司净利润同比大幅增长 155.5%；其中空调与地产需求关联度最高，产量从 1998 年 1157 万台增至 2002 年 3135 万台，年均复合增速 28.4%，盈利弹性最为突出。食品饮料依托刚需属性穿越通缩周期，全行业总产值从 1998 年约 7600 亿元增长至 2002 年 10759.3 亿元，年均增速均超过 10%，盈利水平表现平稳，无明显周期波动。

图8 建材类盈利修复早，家电类弹性高，食品饮料类增长稳



资料来源：国家统计局、中国家用电器协会、中国食品工业协会、中国建筑材料联合会，联储证券研究院

分行业对比来看，三者盈利特征呈现显著分化：建材为早周期强修复品种，盈利拐点领先终端消费回暖约 1 年，增长动力来自产能利用率回升与亏损企业出清；家电为后周期高弹性品种，盈利峰值对应商品房交付高峰，周期末端爆发力最强；食品饮料为弱周期稳增长品种，不受地产周期扰动，全程发挥盈利压舱石作用。盈利修复的先后节奏与同期 A 股市场板块轮动高度匹配，进一步验证了本轮内需复苏由地产产业链主导的核心逻辑。行业内部则呈现出龙头公司盈利平缓修复、节奏领先，中小企业出清后扭亏、贡献弹性的特点。

表4 1998-2002年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况

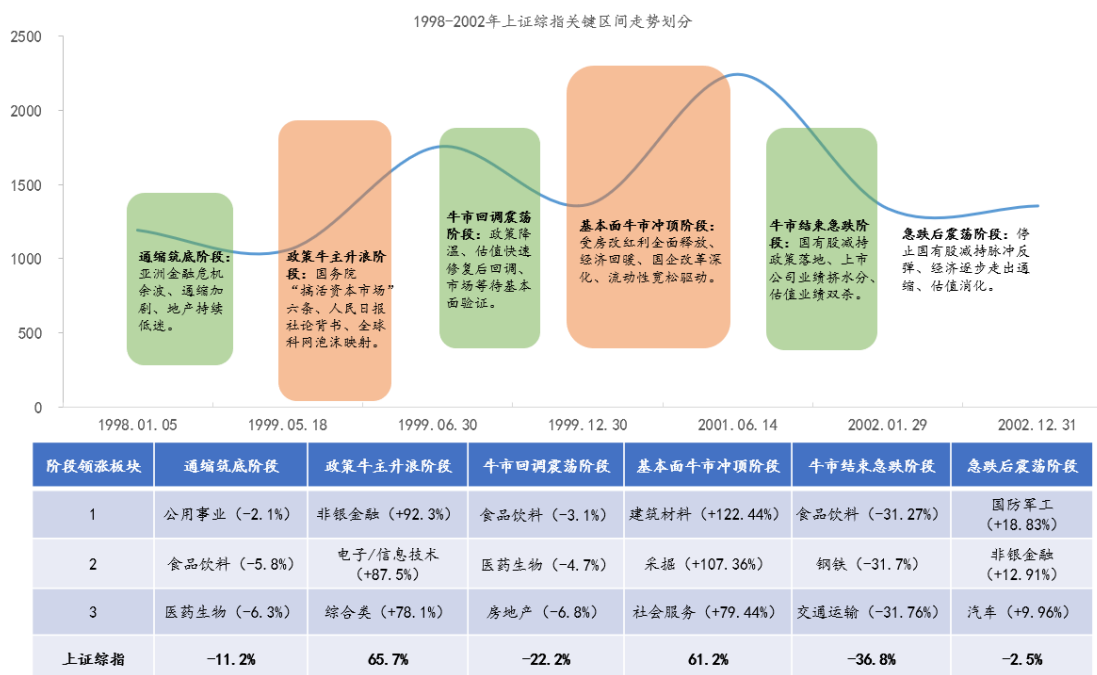
板块	公司名称	1998年归母净利(亿元)	2002年归母净利(亿元)	累计增幅
建材	福耀玻璃	-0.18	1.84	扭亏为盈
建材	海螺水泥	0.59 (1999年)	2.64	347%
家电	青岛海尔	2.74	3.97	44.9%
家电	格力电器	2.12	2.97	40.1%
食品饮料	五粮液	5.53	6.13	10.85%
食品饮料	伊利股份	0.77	1.42	84.42%

数据来源: iFind, 联储证券研究院

2.1.4 A股消费板块表现: 地产消费先行, 必选消费接力

整体行情节奏: 两次冲高, 牛市行情持续约 25 个月。1998-2002 年 A 股行情大致可分为 6 个阶段, 其中, 1999 年 5 月政策全面落地后行情启动, 至 2001 年 6 月 A 股科网泡沫破裂、国有股市价减持、上市公司业绩集中挤水分后结束, 行情持续 25 个月。

图9 第一轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现

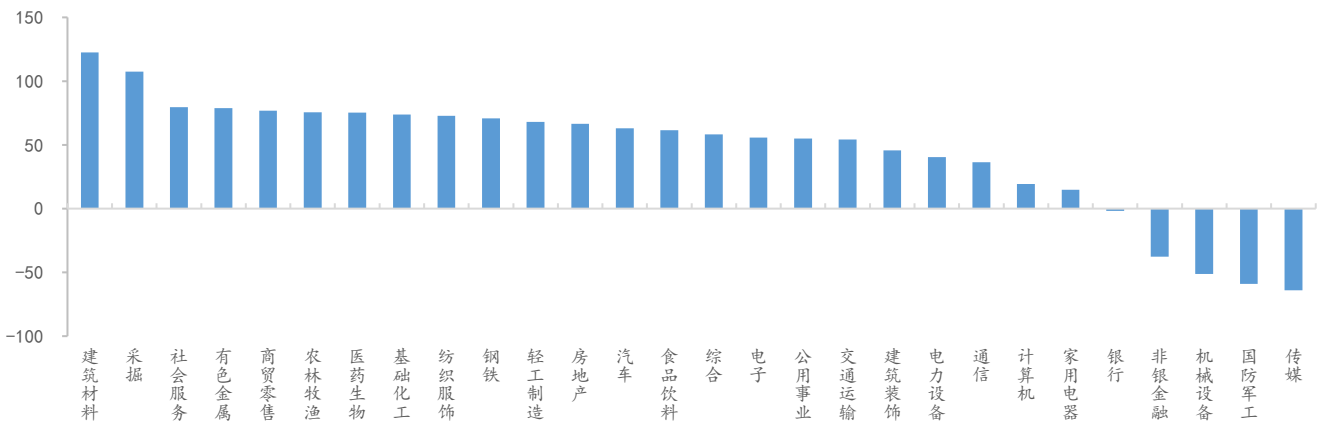


资料来源: iFind, 联储证券研究院

注: 行业数据均为申万一级行业 (2014) 口径, 1999 年前为回溯值。

涨跌幅与超额收益: 周期内牛市阶段上证指数累计上涨 106.7%, 主线高度集中。其中, 受内需刺激政策提振的基建和地产链上游有领涨表现, 1998 年住房制度改革全面落地, 全国开启商品房建设、城镇化基建提速, 水泥、玻璃、建材需求爆发, 市场资金主线集中押注建筑材料产业链, 是全市场少数持续超预期的赛道; 采掘主因上游煤炭限产和下游需求增多, 累计涨幅达 107%。区间内收跌的国防军工主因军费预算低速增长、军转民转型遇冷, 缺乏产业题材催化; 传媒则仅为 519 短期题材泡沫, 无成熟盈利模式, 伴随美股科网泡沫破裂后资金集体出逃, 成为全市场跌幅最大赛道。**就消费行情而言, 本轮依靠房改制度红利缓慢释放, 非牛市核心主线, 内部分化显著:** 社会服务、商贸零售、农林牧渔、医药生物和纺织服饰类领涨, 对应政策提振下的居民基础消费回暖; 中游地产、汽车和食饮消费涨幅相对平稳, 弹性有限, 大件耐用品是由于普及周期未到, 食饮主因行业规模化品牌化尚在初期; 传媒文娱消费逆势大跌。整体匹配当时居民消费从基础衣食向服务初步延伸、大额耐用品和精神文娱消费条件尚未成熟的时代特征。

图10 第一轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

注: 统计区间为 1999.05.18-2001.06.30, 采用申万一级行业指数 (2014) 口径, 1999 年 12 月 30 日前为回溯数据。

轮动特征与驱动拆分: 行情初期以估值抬升为主, 非银金融与科技板块率先启动, 中期政策预期增强, 房地产、建材板块接力, 后期科网泡沫破灭, 消费防御托底。按阶段看重点板块的轮动特征可以发现, 上涨期弹性: 科技>建材>地产>家电>食品饮料, 下跌期防御性: 食品饮料>家电>建材>科技, 政策反弹期: 624 行情中地产链短期弹性更大, 但持续性弱; 食品饮料反弹后回撤更小, 更稳健。整体行情主要由政策预期带来的估值提升贡献, 业绩兑现贡献占比不足 30%, 核心原因是当时市场主线为科网科技股, 消费并非资金聚焦方向。

行情全程沿“情绪-预期-基本面”路径阶梯式切换, 与产业传导节奏高度匹配。初期由政策宽松与改革预期共同催化, 非银金融与科技板块凭借高弹性领涨, 市场普涨完成估值修复; 中期情绪退潮后进入震荡分化, 必选消费相对抗跌, 慢牛阶段房改红利预期支撑地产链、建材板块, 早周期行业盈利边际兑现, 接力成为上涨主线; 后期泡沫破裂估值全面收缩, 仅食品饮料、银行凭借业绩韧性凸显防御价值。整体呈现“预期打满先行、业绩滞后兑现”的非对称特征, 与后续放水周期中行情与业绩高度同步的规律形成鲜明差异。

表5 1998-2002 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%)

时间	核心事件	上证综指	食品饮料	家用电器	建筑材料	电子 (科技)
1999.05	519 行情启动	14.13	10.25	9.74	8.32	21.68
1999.06	估值抬升的主升浪	32.06	24.31	18.56	16.79	42.15
2000.01	千点突破, 地产链启动	12.32	14.58	13.1	9.13	23.49
2001.07	国有股减持, 熊市急跌	-13.42	-11.84	-16.08	-11.85	-15.69
2002.06	624 停止减持脉冲行情	14.32	10.04	16.19	9.78	16.4
2002.12	年末收调整下跌	-5.34	-2.62	-6.52	-6.34	-6.65

数据来源: iFind, 联储证券研究院

注: 行业数据均为申万一级行业口径, 1999 年前为回溯值。

本轮 1999-2001 年 A 股行情本质是制度改革预期主导的估值驱动行情, 估值抬升是上涨核心动力, 业绩贡献度较低。这一特征由三重因素共同决定: 一是住房商品化、社保体系搭建等制度改革红利为长周期释放, 行情启动时实体盈利尚未实质改善, 仅靠远期预期支撑估值; 二是 A 股当时以散户交易为主, 机构定价能力不足, 市场偏好题材博弈而非业绩兑现; 三是全球科网浪潮映射下科技题材形成强赚钱效应, 分流了大多数增量资金, 进一步弱化了消费与周期板块的业绩定价权重。

2.2 第二轮: 2008-2011 年总量强拉动型内需刺激周期

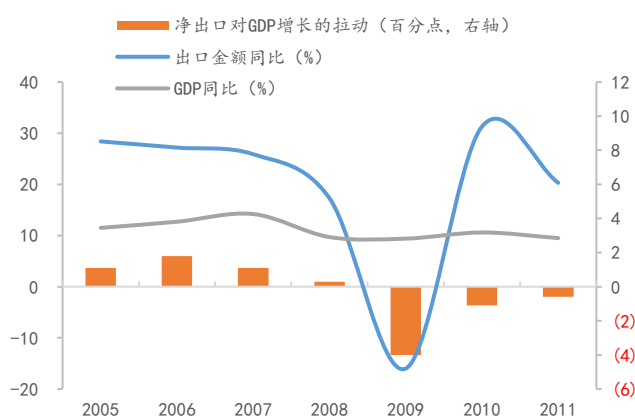
本轮是全球金融危机外生冲击下的逆周期强托底型内需刺激周期，以“四万亿”投资计划为核心抓手，叠加货币宽松、消费直补、产业振兴等短期强刺激政策快速托底总需求，是四轮内需周期中刺激力度最大、见效最快、盈利弹性最强、政策后遗症最显著的一轮总量脉冲型周期。区别于1998年的制度破局长效红利，本轮行情呈现“估值业绩双升、周期品领涨、盈利兑现同步”的特征，政策传导时滞较上一轮缩短60%以上。

2.2.1 时代背景与核心冲击：全球次贷危机爆发，外需断崖式下挫

全球金融危机超预期蔓延，外需深度收缩成为我国经济核心拖累。2008年次贷危机升级为全球系统性金融危机，海外总需求快速坍塌，我国出口增速从2007年的25.7%骤降至2009年的-16%，货物和服务净出口对GDP增长的贡献率从2007年的17.9%大幅回落至2009年的-42.2%，外需从经济增长核心拉动力转为最大负向贡献项，出口导向型制造业面临全面产能过剩压力。

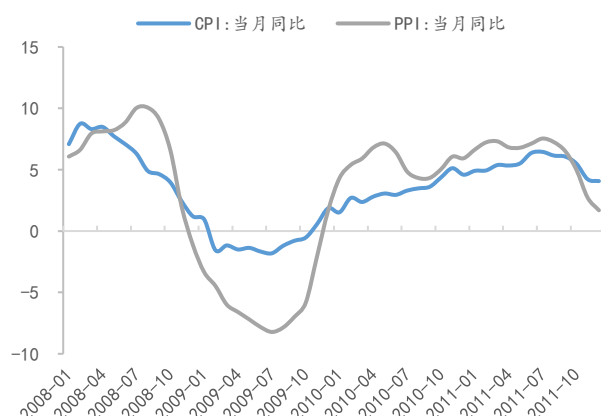
内部经济快速下行，短期通缩压力陡增，但内生增长基础并未受损。受外需收缩与市场信心回落双重冲击，GDP增速从2007年的14.2%逐季回落至2009年Q3的6.4%；价格端快速进入通缩区间，CPI自2009年2月起连续9个月负增长，PPI自2008年12月起连续12个月负增长，最大跌幅达-8.2%，工业企业盈利大幅承压。与1998年内生产能过剩、居民消费能力偏弱的背景不同，本轮为总需求短期冲击，居民资产负债表健康，城镇化与消费升级的中长期趋势未被打断，内需反弹的基础相对扎实。

图11 第二轮外需冲击幅度更深但修复节奏更快



资料来源：国家统计局、海关总署，联储证券研究院

图12 CPI、PPI 通缩周期更短、波动更剧烈 (%)



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

2.2.2 政策工具：总量放水托底经济，消费补贴直接拉动

本轮内需刺激政策以短期逆周期调节为核心，核心驱动力是大规模总量刺激。通过财政货币双宽松撬动基建与地产投资，辅以直接消费补贴快速释放终端需求，整体呈现“力度大、落地快、靶向准”的特征，长期制度改革权重显著低于上一轮周期。

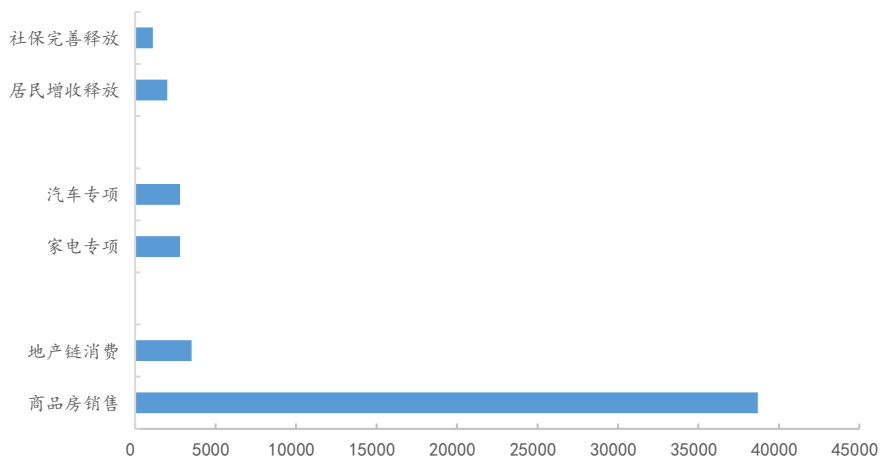
表6 2008-2011年内需刺激的主要政策工具

政策类型	核心政策工具与量化规模
总量型需求扩张工具	1.基建投资: 推出“四万亿”投资计划, 中央承担 1.18 万亿元, 重点投向基建、保障性住房、民生工程, 对应 2008-2010 年基建投资 CAGR 约 30%; 2.地产政策: 首套房首付比例下调至 20%, 房贷利率打 7 折, 商品房销售快速回暖; 3.货币政策: 5 次降息、4 次降准, 1 年期存款利率从 4.14% 降至 2.25%, 大型银行法定存款准备金率从 17.5% 降至 15.5%, M2 同比增速最高达 29.7%, 创历史新高。
消费直接刺激工具	1.家电补贴: 推出家电下乡、以旧换新政策, 按售价 10-13% 给予补贴, 累计财政补贴 765 亿元, 拉动家电销售额超 6500 亿元; 2.汽车消费刺激: 1.6L 及以下乘用车购置税 2009 年减按 5%、2010 年退坡至 7.5% 征收, 两年累计减免车辆购置税超 320 亿元; 叠加汽车下乡补贴政策, 2009 年 1.6L 及以下乘用车销量同比增长 71%, 对全年乘用车销量增长贡献度达 70%; 3.消费券: 部分省市发放小额消费券, 总规模不足 50 亿元。
居民增收与长效赋能工具	1.收入改革: 连续上调企业退休人员养老金、城乡低保金标准, 上调个税起征点从 1600 元至 2000 元, 加大种粮农民补贴力度; 2.社保改革: 扩大养老保险、医疗保险覆盖范围, 提高报销比例。
市场主体纾困工具	1.信贷支持: 取消商业银行信贷规模限制, 2009 年新增人民币贷款达 9.59 万亿元, 同比多增 4.69 万亿元; 定向加大中小企业信贷投放, 稳定市场主体与就业; 2.减税降费: 全面推行增值税转型改革, 为企业减税超 1200 亿元; 对小微企业实施所得税减免, 缓缴社保费用; 3.产业纾困: 出台十大产业振兴规划, 覆盖钢铁、汽车、纺织、装备制造等重点行业, 通过兼并重组、技改补贴、信贷支持纾解阶段性产能过剩压力。

数据来源: 国家发改委、财政部、央行、商务部、国家税务总局、中国汽车工业协会等, 联储证券研究院整理

以政策规模/当年 GDP 量化刺激强度, 本轮为“高投放力度、低撬动乘数的总量脉冲型刺激”。2008-2010 年 4 万亿投资, 核心投放占三年累计 GDP 比重约 3.6%, 叠加信贷扩张、消费补贴, 直接撬动宽口径内需增量超 5 万亿元, 其中商品房销售支出超 70%, 需求撬动乘数为 1.25 倍。本轮短期强刺激托底见效速度快, 但也带来了后续产能过剩反弹、通胀压力抬头、地方债务累积等后遗症。

图13 第二轮以住房信贷脉冲为核心带来的 4 年累计消费增量释放 (亿元)



资料来源: 国家统计局、工信部、财政部、商务部、国家税务总局、中国汽车工业协会, 联储证券研究院测算

以政策传导时滞看政策工具的起效节奏, 本轮为“预期同步定价, 业绩短时滞兑现”。通过政策落地、宏观拐点、行情拐点三重时间对标, 本轮周期: 从核心政策出台 (2008 年 11 月四万亿一揽子刺激计划) 到消费拐点出现 (2009 年 Q1 商品房销售同比转正、家电汽车消费全面回暖) 传导约 3-5 个月, 工业增加值同步于政策出台后 4 个月触底回

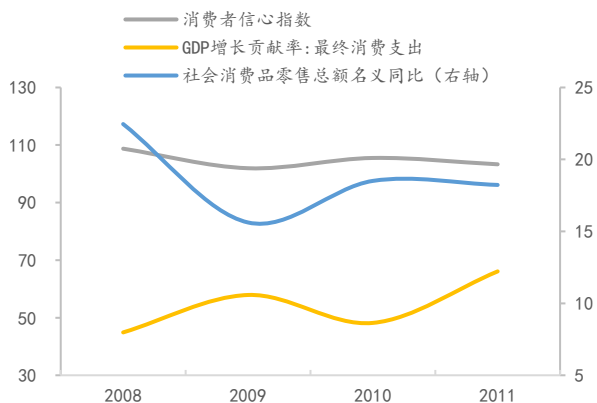
升；与此同时，市场行情启动（2008年11月市场底确认）到企业业绩集中兑现（2009年年报盈利高增）传导约1年，传导时滞明显短于上一轮，体现出总量脉冲型政策“落地快、传导顺、兑现早”的特征。

2.2.3 消费表现与盈利改善：投资消费双轮驱动，地产链盈利快速兑现

整体消费表现：社零增速经历短暂回落之后快速回升，修复速度快。社会消费品零售总额名义增速从2008年的21.6%回落至2009年的15.5%，2010年即回升至18.4%，修复节奏显著快于第一轮；最终消费对GDP增长的贡献率从2007年的39.2%提升至2009年的56.1%，快速承接外需缺口，成为经济增长第一拉动力。消费者信心指数在政策落地后快速修复，2009年四季度即回到危机前水平。

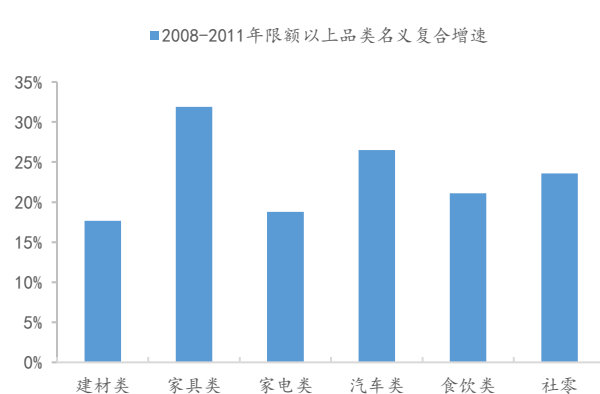
结构分化表现：地产与汽车消费为核心引擎，必选消费通胀韧性强。政策直接补贴的大宗消费弹性最大，地产链条相关消费与汽车消费成为本轮修复的核心拉动，2008-2011年限额以上家电、家具、建材、汽车类零售年均复合增速在17-32%之间，是拉动限上社零CAGR超23%的重点品类；必选消费表现稳健，粮油食品、饮料烟酒类年均复合增速为21.1%，在2010-2011年通胀上行周期中具备提价传导能力，盈利韧性进一步凸显。城镇消费受地产与汽车拉动弹性更高，农村消费则受家电下乡政策带动增速持续加快。

图14 社零快速回升，最终消费贡献增多（%）



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

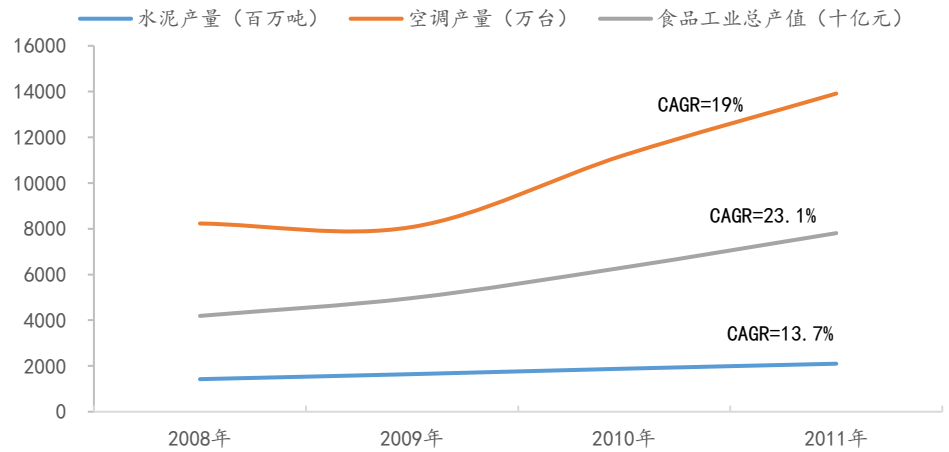
图15 地产链与汽车消费增长为主要驱动



资料来源：国家统计局、中经数据库，联储证券研究院

行业盈利改善：脉冲式同步兑现，上下游盈利拐点高度重合。政策强刺激下，产业链盈利传导时滞大幅缩短，各板块盈利集中在2009年Q2-3触底反转，基本都实现量价齐升，与1998年阶梯式传导形成鲜明对比。建材行业规模以上企业利润2009年同比增长62.4%，盈利拐点滞后政策落地仅3-6个月，盈利修复幅度远超上一轮周期。政策直补品种的盈利兑现与经济底部几乎同时出现，汽车行业净利润增速从2008年的-40%飙升至2009年的218%，家电行业净利润增速从2008年的-10%回升至2010年的45%，申万家用电器板块2009年上市公司净利润同比增长105.65%，消费补贴的前置拉动使得盈利兑现时点大幅提前。食品饮料盈利增速与稳定性双高，食品工业利润总额年均复合增速超25%，高端白酒、大众消费品分别凭借提价能力与规模扩张实现盈利加速，行业既具备防御属性，又在通胀周期享受盈利弹性。

图16 地产、汽车与食品饮料行业盈利脉冲式同步兑现，上下游盈利拐点高度重合



资料来源：国家统计局、中国家用电器协会、中国食品工业协会、中国建筑材料联合会，联储证券研究院

整体而言，2008-2011年财政、货币双轮强刺激打通投资、地产、耐用消费品、必选消费完整需求链条，上下游盈利同步触底回升，内需复苏呈现出“总量刺激、全面开花”的特征。行业内部仍呈现龙头率先企稳领跑、中小企业出清后行业弹性集中释放的格局。

表7 2008-2011年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况

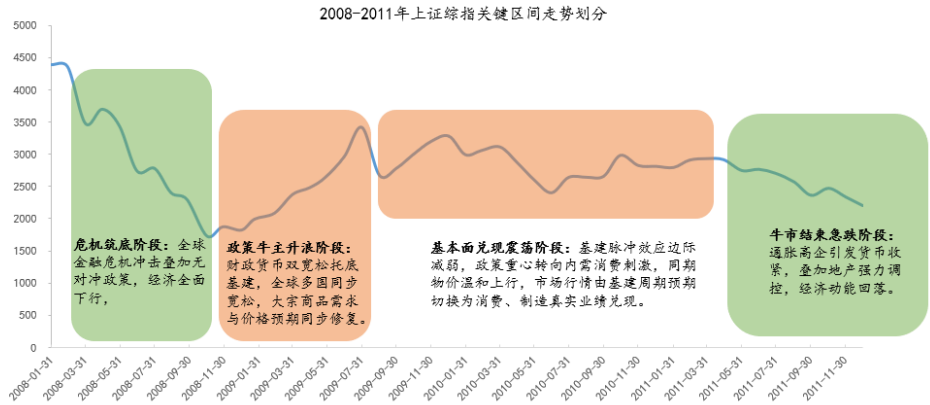
板块	公司名称	2008年归母净利润 (亿元)	2011年归母净利润 (亿元)	累计增幅
建材	海螺水泥	26.07	115.9	344.6%
建材	东方雨虹	0.44	1.05	138.6%
家电	青岛海尔	7.68	26.9	250.3%
家电	格力电器	19.67	52.37	166.3%
食品饮料	贵州茅台	37.99	87.63	130.7%
食品饮料	伊利股份	-16.87	18.09	扭亏为盈
汽车	上汽集团	6.56	202.22	2982.6%
汽车	长安汽车	0.24	9.68	3933.3%

数据来源：iFind，联储证券研究院

2.2.4 A 股消费板块表现：周期消费同步启动，必选消费防御托底

整体行情节奏：快涨快跌，估值修复与盈利改善时滞较短，持续约24个月。2008年10月底政策预期发酵时行情启动，从估值修复主升到盈利驱动震荡，至2010年11月通胀高企、政策收紧后行情结束，牛市持续约24个月，与上一轮时长接近但波动幅度更大，2011年全年进入熊市调整，估值与盈利双杀。

图17 第二轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现

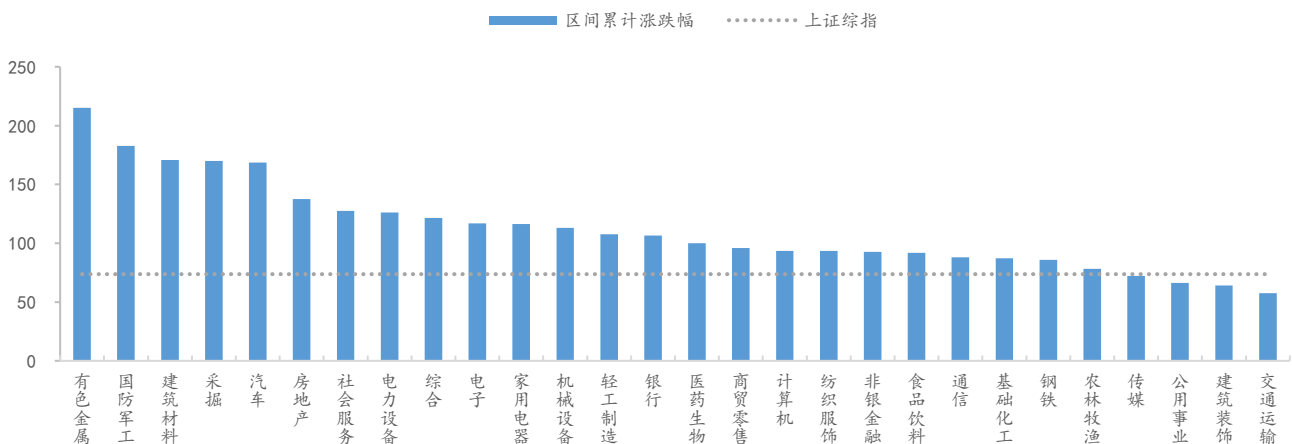


阶段领涨板块	危机筑底阶段 (2008.1-2008.10)	政策牛主升浪阶段 (2008.11-2009.7)	基本面兑现震荡阶段 (2009.8-2010.11)	牛市结束急跌阶段 (2010.12-2011.12)
1	建筑装饰 (-56.5%)	有色金属 (+268.2%)	医药生物 (+81.6%)	银行 (-5.4%)
2	医药生物 (-56.6%)	汽车 (+210.7%)	电子 (+68.6%)	食品饮料 (-16.6%)
3	农林牧渔 (-57.7%)	采掘 (+198.3%)	食品饮料 (+59.3%)	房地产 (-21.5%)
上证综指	-67.1%	97.4%	-17.3%	-22.0%

资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 行业数据均为申万一级行业 (2014) 口径。

涨跌幅与超额收益: 周期内牛市阶段上证指数累计上涨 73.7%，仅 22% 板块未获超额。涨幅靠前的板块 (有色、军工、建材、汽车、地产) 均由财政基建扩张为主要驱动，其中，大宗价格还受全球多国同步宽松提振、军工正值产业周期在手订单饱满、汽车与地产均有产业增量政策刺激；涨幅靠后的板块 (交通运输、建筑装饰、公用事业、传媒) 主因需求弹性偏弱。就消费行情而言，本轮依靠专项消费补贴、居民内需释放、通胀提价能力驱动，略滞后于周期板块的政策牛主升阶段，内部分化依旧存在：汽车、家电类可选消费受益于消费专项补贴政策领涨，社服作为长期消费升级赛道涨幅也居第二梯队，展示较强弹性；轻工、家电同为地产后周期可选消费，涨幅相近，处于市场中游；饮食、商贸零售、纺服、医药类必选刚需因需求无爆发式增量，涨幅略高于大盘，稳健托底消费板块行情。

图18 第二轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 统计区间为 2008.10.28-2009.08.24, 采用申万一级行业指数 (2014) 口径。

轮动特征与驱动拆分: 行情轮动沿“外部冲击-财政投资-消费刺激-通胀收紧”四大

宏观线索有序切换。危机下行阶段，医药和农牧类刚需防御板块相对抗跌；基建投资计划主升阶段，有色、采掘、建材等上游周期领涨，流动性宽松与风险偏好的修复贡献估值提升约 90%；与此同时，消费补贴全面生效，汽车、家电、轻工、食品饮料陆续接力成为主线，估值端因货币边际收紧略有拖累，盈利端在基本面兑现阶段提供主要贡献，进行对冲；通胀收紧阶段，货币与地产调控加码，市场流动性持续收紧叠加国内通胀高企、海外欧债危机爆发，全市场估值中枢系统性下移，与此同时，市场盈利增速边际回落，仅食品饮料、银行等防御板块保持韧性。

表8 2008-2011 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%)

时间	核心事件	上证综指	食品饮料	家用电器	汽车	银行	有色金属	电子(科技)
2008.11	"四万亿"出台, 牛市启动	8.24	12.10	15.41	16.93	3.53	19.05	14.20
2009.02	房地产销量拐点确认, 板块轮动加速	4.63	10.36	15.91	15.12	4.12	20.13	8.17
2009.07	主升浪顶点, 流动性极度充裕	15.30	10.86	10.03	20.31	11.81	30.27	15.48
2009.08	货币政策"动态微调", 快速下跌	-21.81	-7.60	-11.65	-15.66	-27.05	-26.34	-15.51
2010.11	CPI 破 5%, 货币政策转向收紧	-5.33	12.21	-4.88	-7.37	-6.26	-14.12	3.87
2011.12	熊市末期, 通缩预期再起	-5.74	-14.31	-6.19	-9.09	1.81	-17.40	-15.99

数据来源: iFind, 联储证券研究院

本轮 2008-2011 年 A 股行情本质是总量政策脉冲驱动的景气修复行情，盈利兑现为行情提供核心支撑，估值与业绩形成阶段性共振。这一特征由三重因素共同决定：一是四万亿基建、汽车家电消费补贴同步落地，自上而下快速托底上下游需求，企业盈利实现实质性回暖；二是降息降准释放充足流动性，先推升上游周期板块估值，后顺着内需传导至消费赛道；三是行情严格跟随政策落地节奏轮动，先博弈基建投资预期，再兑现终端消费业绩，行业涨幅完全对应产业景气修复的先后与弹性。

2.3 第三轮：2014-2018 年资产驱动型消费升级刺激周期

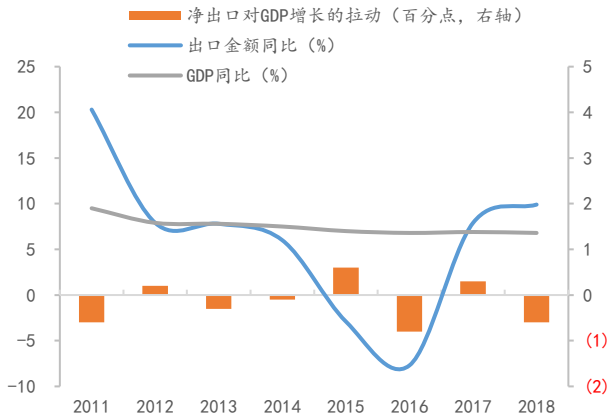
本轮是由资产增值传导、供需改革协同发力的消费升级型内需刺激周期，区别于第一轮房改长期制度红利、第二轮四万亿基建脉冲刺激，本轮以长周期货币宽松、地产去库存与棚改货币化为政策核心，依托股市、核心城市地产价格上行形成居民财富效应，释放改善型住房、地产后周期及品质服务消费潜力，同步叠加供给侧改革优化产业格局进行内需刺激。行情依照“流动性宽松推升估值—资产增值传导消费需求—供给出清放大龙头溢价”梯次演绎。

2.3.1 时代背景与核心冲击：三期叠加与外需疲弱，内生动力换挡

全球经济步入“低增长、低通胀、低利率”的长期停滞状态，外需对我国经济的拉动力持续减弱。2014-2016 年，我国出口增速持续低于 GDP 增速，由 6% 进一步回落至 -7.7%，外需在 2013-2014 年连续两年成为经济增长的负向拖累，倒逼内需成为稳增长绝对主力。

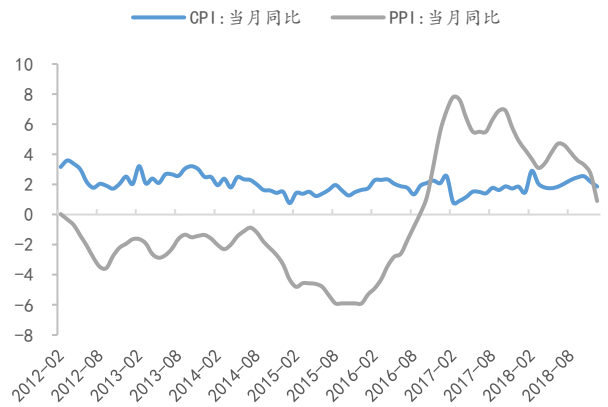
国内经济面临“三期叠加”的严峻挑战，内生增长动力减弱。经济增长速度换挡、结构调整阵痛、前期刺激政策消化三重压力交织，GDP 增速从 2013 年的 7.8% 逐步下行至 2016 年的 6.8%。传统重工业产能过剩严重，工业品领域深陷通缩，PPI 自 2012 年 3 月起连续 54 个月负增长，最大跌幅达 -5.9%，上游企业盈利严重恶化。与此同时，房地产市场进入高库存阶段，2015 年末全国商品房待售面积达 7.19 亿平方米，如考虑在建未售面积，广义库存去化周期超 66 个月，房地产投资增速从 2013 年的 19.8% 骤降至 2015 年的 1%，成为拖累经济下行的最大风险源。2014 年居民部门杠杆率虽仍处低位，但经济下行与资产缩水的预期开始抑制消费信心。

图19 第三轮外需疲弱，出口增速再次出现负增长



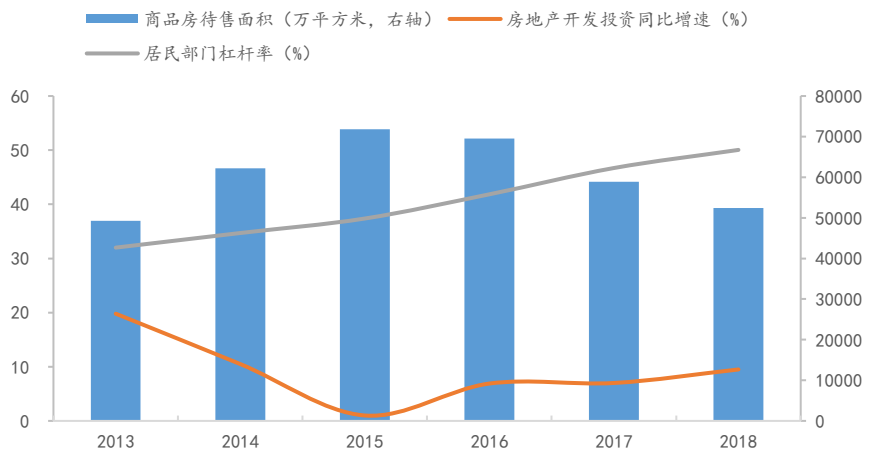
资料来源：国家统计局、海关总署，联储证券研究院

图20 PPI 超长周期通缩，CPI 低位徘徊 (%)



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图21 地产库存增多，投资降速拖累逐步显现



资料来源：国家统计局、国家金融与发展实验室，联储证券研究院

2.3.2 政策工具：货币宽松激活地产，消费补贴定向升级

本轮政策核心是以货币宽松与地产去库存激活资产价格，修复居民资产负债表，进而驱动消费升级，财政与消费补贴政策起辅助性、定向性作用。与前两轮相比，本轮政策更侧重于金融市场与资产价格渠道的间接传导，而非大规模实体投资或基础制度改革。

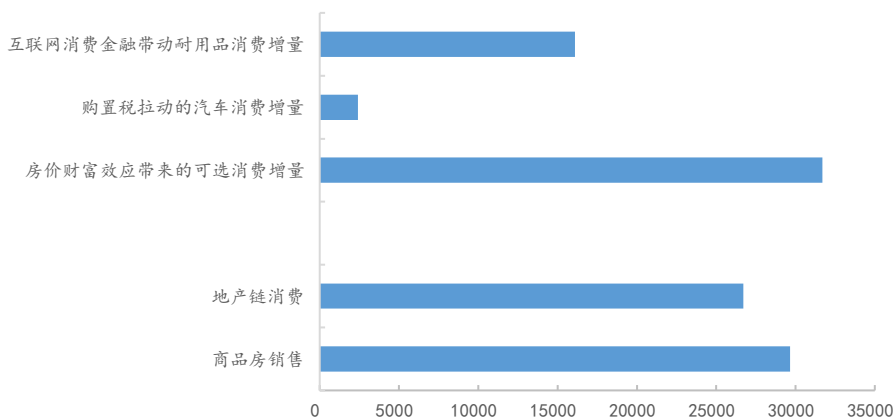
表9 2014-2018 年内需刺激的主要政策工具

政策类型	核心政策工具与量化规模
总量型需求扩张工具	<p>1.地产政策：全面推进棚改货币化安置，2014-2017 年累计安置超 1800 万套，新增 PSL 投放约 2.69 万亿元；全面放松地产限购限贷，下调首套房首付比例；</p> <p>2.基建投资：推出专项建设基金，2015-2017 年累计投放超 2 万亿元，重点投向基建与民生工程，基建投资年均增速维持在 17%以上；</p> <p>3.货币政策：6 次降息、5 次降准，1 年期存款利率从 3%降至 1.5%，大型银行法定存款准备金率从 20%降至 16.5%，M2 增速维持在 13%左右。</p>
消费直接刺激工具	<p>1.车辆税费减免：1.6L 及以下乘用车购置税从 10%降至 5%，2017 年按 7.5%征收，累计减免规模超 800 亿元；持续实施新能源汽车购置补贴政策；</p> <p>2.政策引导：出台促进信息消费、文旅消费、体育消费的专项政策，鼓励消费升级。</p>
居民增收与长效赋能工具	<p>1.收入改革：上调个税起征点从 2000 元至 3500 元，工薪阶层纳税面从 28%降至 8%；连续上调最低工资标准与养老金标准；</p> <p>2.制度改革：推进户籍制度改革，放宽城镇落户限制，推动农民工市民化，释放下沉市场消费潜力。</p>
市场主体纾困工具	<p>全面推行营改增，2012-2017 年累计为企业减税超 2 万亿元，叠加小微企业所得税减半征收范围持续扩围、社保费率阶段性下调等配套减负政策，持续降低中小微企业经营成本、稳定就业。</p>

数据来源：央行、住建部、国家税务总局、艾瑞咨询等，联储证券研究院整理

以政策规模/当年 GDP 量化刺激强度，本轮为“低投放力度、中高撬动乘数的资产驱动型刺激”。2014-2018 年新增 PSL 投放约 3.38 万亿元，核心投放占五年累计 GDP 比重约 0.88%，叠加房贷利率折扣释放的居民杠杆空间、车辆购置税减免等消费刺激工具，直接撬动宽口径内需增量超 10.65 万亿元，其中商品房销售支出占约 30%，需求撬动乘数为 3.15 倍。与第二轮总量强刺激不同，本轮政策的独特之处在于：通过“PSL 投放→棚改货币化→房价上涨→财富效应→消费升级”的资产价格传导链条，实现间接拉动，杠杆效应更强、对高端消费的结构提振更显著，但也带来居民部门杠杆率快速攀升（2014-2018 年从 34.7%升至 50.1%）的长期问题。

图22 第三轮以居民资产价格推升为核心带来的 5 年累计消费增量释放（亿元）



资料来源：国家统计局、央行、国家税务总局、Wind、中国汽车工业协会等，联储证券研究院测算

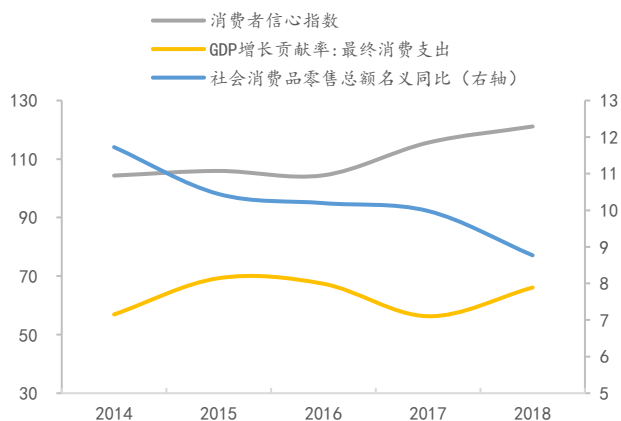
以政策传导时滞看政策工具的起效节奏，本轮为“资产价格先导，消费升级长尾兑现”。通过政策落地、宏观拐点、行情拐点三重时间对标，本轮周期：从核心政策出台（2014 年“930 新政”全面放松限贷、11 月首次降息）到一线城市房价拐点出现（2015 年 3 月深圳房价率先环比跳涨）传导约 5-6 个月，一线城市房价快速上涨的财富效应，即时提振高端消费与地产后周期品类。市场行情启动（2014 年 7 月 A 股牛市起点）到消费升级行情业绩兑现（2016-2017 年龙头白马行情）传导超过 2 年，呈现“预期提前预热、资产价格先涨、消费业绩后验”的长链条特征。

2.3.3 消费表现与盈利改善：服务升级主导，可选消费龙头崛起

整体消费表现：社零增速维持在 10% 左右的中高速区间，消费率回升，服务消费贡献显著。 社会消费品零售总额增速从 2014 年的 11.7% 趋势性放缓至 2018 年的 8.8%，周期内始终维持在 10% 左右的中高速区间，最终消费对 GDP 增长的贡献率从 2014 年的 56.9% 升至 2018 年的 66.1%，表明消费的经济稳定器作用空前凸显。

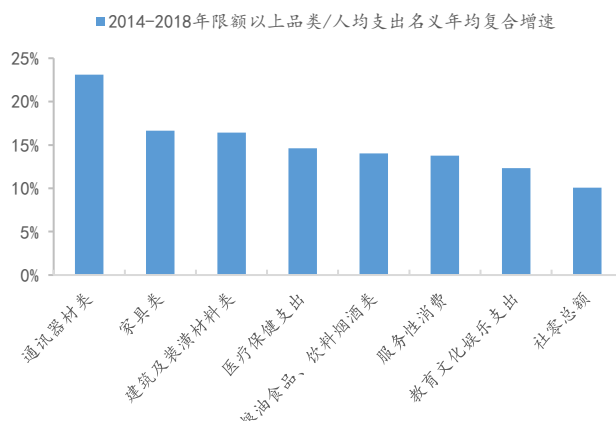
结构分化表现：服务消费增速持续高于商品消费，消费升级主线全面崛起。 地产后周期、通讯电子等实物升级品类弹性领跑，家具、装潢建材、粮油烟酒、家电相关品类名义复合增速均高于限上社零总额。商品消费内部高端化逻辑强化，高端白酒、家电龙头、新能源车等升级赛道持续跑赢大盘，龙头份额持续集中，据 AVC、CADA 数据显示，2014-2018 年白电龙头（美的、格力、海尔）内销市占率约由 58% 提升至 72%，千元以上高端白酒营收占全白酒规上企业约由 8% 提升至 13%。服务端同样高增，居民人均服务性消费、医疗保健、教育文化娱乐支出 2014-2018 年名义年均复合增速分别约 13.75%、14.62%、12.34%，大幅跑赢同期社零总额约 10% 的复合增速，消费升级从“买更好的商品”转向“买更优质的服务”。2015-2018 年是棚改货币化推行高峰期，大量拆迁居民拿到现金补偿，由于一二线房价高、收入承压、消费基数大，增速自然放缓，三四线城市消费增速持续跑赢一线，棚改货币化带来的财富效应显著。

图23 消费贡献率创历史新高，服务消费占比提升



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

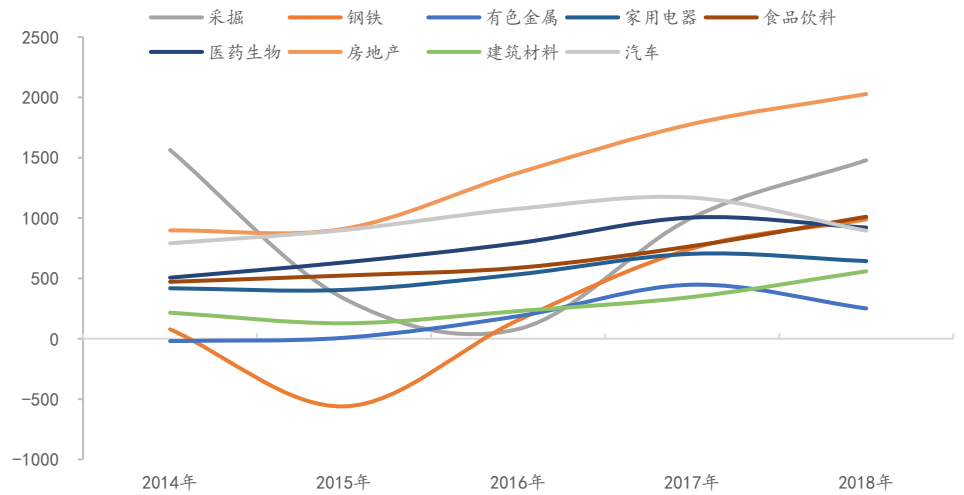
图24 服务消费与地产后周期品为两大核心驱动



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

行业盈利改善：从政策刺激下的轮流修复传导至全线共振。 2014-2015 年全市场盈利多处于底部磨底阶段，仅棚改货币化落地带动建材、家电类地产后周期消费率先温和修复，4 年 CAGR 在 11-27% 之间；餐饮、医药、社服板块全程稳步上行，4 年 CAGR 在 16-36% 之间；上游周期板块仍延续亏损或低增，至 2016 年供给侧改革全面落地，钢铁、有色、采掘完成扭亏，周期行业盈利弹性登顶；2017 年周期、消费、地产链全线共振高增，是本轮盈利景气顶点；2018 年上游原材料涨价挤压中游制造，叠加政策刺激逐步退出、内需边际放缓、贸易摩擦冲击，多数板块盈利增速回落，仅上游周期、高端消费、服务消费龙头维持稳健增长。

图25 行业归母净利润从政策刺激下的轮流修复传导至全线共振 (亿元)



资料来源: iFind, 联储证券研究院

行业内部的盈利修复特征展现在:集中度提升取代总量扩张成为了盈利改善主驱动。供给侧改革带来的成本红利与去库存,叠加消费升级下的品牌溢价,使龙头企业在 2016-2017 年盈利增速与质量远超行业水平;但 2018 年需求侧全面走弱后,龙头公司同样面临增速放缓压力,内需周期见顶具有系统性影响。

表10 2014-2018 年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况

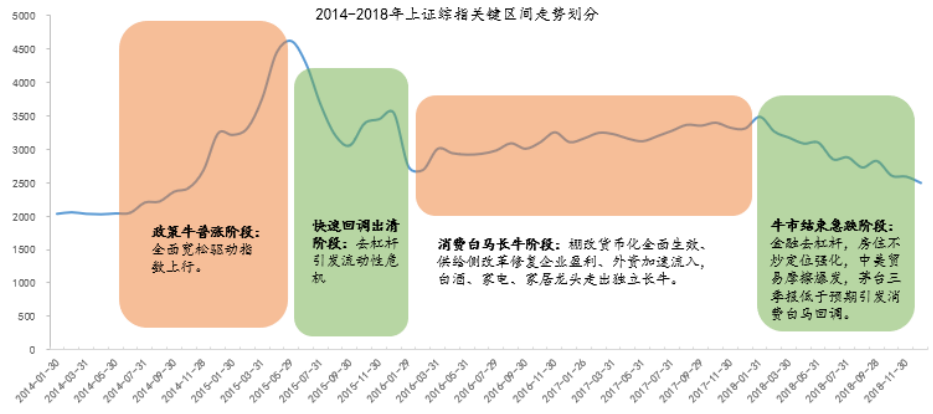
板块	公司名称	2014 年归母净利润 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	累计增幅
建材	伟星新材	3.88	9.78	152.06%
建材	三棵树	1.03	2.22	115.53%
白电	美的集团	105.02	202.31	92.64%
家居	顾家家居	4.24	9.89	133.25%
白酒	贵州茅台	153.5	352.04	129.34%
休闲服务	中国中免	14.7	30.95	110.54%
医药	爱尔眼科	3.09	10.09	226.54%
乘用车	比亚迪	4.34	27.8	540.55%

数据来源: iFind, 联储证券研究院

2.3.4 A 股消费板块表现: 白酒家电白马主导, 消费升级行情长牛

行情节奏: 先快后慢, 消费龙头走出独立长牛, 牛市行情持续约 54 个月。本轮周期呈现出“快牛-急跌-慢长牛-持续阴跌”的独特结构, 四阶段特征鲜明。A 股先经历自 2014 年 7 月至 2015 年 5 月由全面宽松驱动的数字级疯牛, 以及其后流动性踩踏式暴跌, 然后, 以消费板块龙头白马为代表的“核心资产”行情, 自 2016 年初启动后持续至 2018 年初, 跨度远超指数行情。从消费行情视角看, 启动于 2014 年牛市中段的风格扩散期, 蛰伏于 2015 年下半年熊市, 全面爆发于 2016-2017 年的价值回归期, 其主升浪由盈利而非估值驱动, 是较为典型的消费长牛。

图26 第三轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现

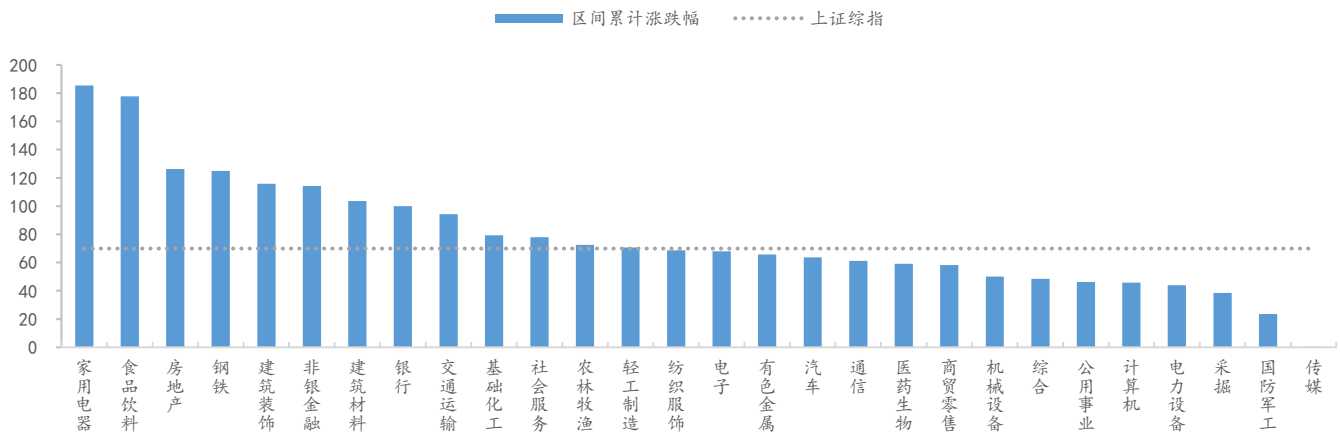


阶段领涨板块	政策牛普涨阶段 (2014.7-2015.5)	快速回调出清阶段 (2015.6-2016.2)	消费白马长牛阶段 (2016.3-2018.1)	牛市结束急跌阶段 (2018.2-2018.12)
1	计算机 (+237.4%)	银行 (-19.4%)	食品饮料 (+120.6%)	社会服务 (-15.9%)
2	建筑装饰 (+236.1%)	房地产 (-30.5%)	家用电器 (+105.3%)	计算机 (-21.7%)
3	国防军工 (+203.7%)	食品饮料 (-32.5%)	钢铁 (+52.3%)	农林牧渔 (-22.5%)
上证综指	125.1%	-41.7%	29.5%	-28.4%

资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 行业数据均为申万一级行业 (2014) 口径。

涨跌幅与超额收益: 周期内牛市阶段上证指数累计上涨约 70%，消费领涨。家电与食品饮料受益于消费升级与行业集中度提升，龙头公司确定性业绩增长带来估值溢价，叠加外资持续流入，板块累计涨跌幅分别达 185.5%、177.7%，相对于市场整体获得超额收益。而 2013-2014 年牛市初期由于“互联网+”题材炒作和“军工改革”政策预期而领涨的计算机、传媒、国防军工板块，因业绩证伪在后续年份大幅杀跌，进一步强化了资金向消费龙头的抱团效应。

图27 第三轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 统计区间为 2014.7.1-2018.1.31, 采用申万一级行业指数 (2014) 口径。

轮动特征与驱动拆分: 行情主沿“全面宽松提估值-去杠杆出清下跌-消费独立长牛-基本面衰退下跌”的路径演绎。全面宽松普涨阶段，TMT、军工类轻资产、政策催化强的成长板块弹性最大，流动性宽松推动估值上涨，行情由小票题材主导；与此同时，建筑装饰受益棚改、基建投资加码，地产链同步上行。去杠杆出清下跌阶段，由于流动性快速收紧、杠杆资金出逃，市场风险偏好大幅下行，缺乏基本面支撑的小票集体杀估值，

因此低估值金融银行跌幅最小，前期涨幅最大的成长股回调最深，食品饮料韧性初显。消费白马长牛阶段，棚改货币化持续拉动居民收入提升，消费升级趋势明确，食品饮料、家用电器凭借盈利持续稳步上行成为核心主线，机构首次形成“消费龙头穿越周期”的抱团逻辑；此外，供给侧改革落地推动下，钢铁、煤炭限产，PPI 持续走高，上游周期行业利润修复，带来阶段性脉冲行情。牛市结束后全板块回调，仅服务消费小幅避险。

表11 2014-2018 年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比 (%)

时间	核心事件	上证综指	食品饮料	家用电器	电子	非银金融
2014.11	货币宽松降息驱动金融行情	10.85	3.06	4.71	0.92	31.44
2015.07	流动性危机出清，全板块杀估值	-14.34	-13.68	-18.55	-15.54	-20.11
2016.03	经济企稳+供给侧改革，消费白马启动	11.75	16.32	12.55	17.85	18.89
2017.05	价值风格分化，漂亮 50 独立行情	-1.19	0.85	1.32	-4.39	4.24
2017.11	消费抱团行情阶段性终结	-2.24	-3.31	-2.41	-6.06	2.19

数据来源: iFind, 联储证券研究院

本轮 2016-2017 年的消费白马行情本质是房地产财富效应驱动、以行业集中度提升为支撑的龙头估值与业绩双升行情。这一特征主要由三个时代性因素决定：一是“资产升值→财富效应→消费升级”的传导链条清晰、漫长，盈利改善的持续性远超短期补贴驱动；二是深港通、沪港通及 A 股纳入 MSCI 推动外资系统性流入，市场定价体系向“业绩确定性”迁移，愿意给予消费龙头充分的估值溢价；三是供给侧改革、消费互联网渗透与渠道下沉，使龙头企业的品牌、渠道和规模优势转化为坚实的护城河，盈利质量得到根本性提升。

2.4 第四轮：2020-2022 年纾困托底型内需刺激周期

本轮是新冠疫情外生冲击下、以保市场主体与稳就业为核心目标的纾困托底型内需刺激周期。内需刺激政策以阶段性纾困、精准补贴与温和宽松为主，核心是对冲疫情对消费场景、市场主体与居民收入的冲击，整体刺激力度温和、传导节奏受疫情反复扰动，内需复苏呈现“波折修复、结构分化、弹性不足”的特征，是四轮周期中需求撬动乘数最低、盈利修复最弱的一轮。

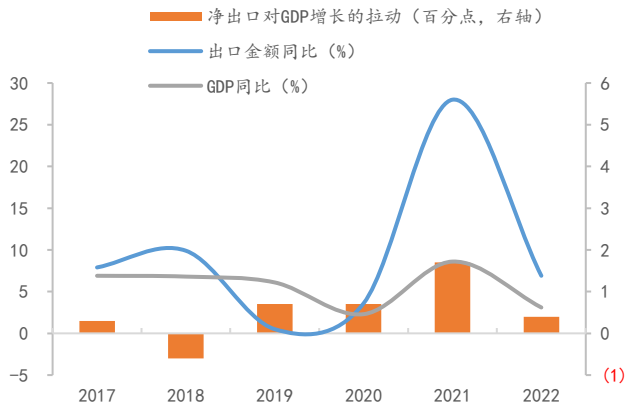
2.4.1 时代背景与核心冲击：疫情反复扰动内需，外需韧性超预期

外需先抑后扬，出口韧性成为经济意外支撑，未形成核心拖累。2020 年初新冠疫情全球大流行，海外需求短期断崖式下滑，2020 年我国出口同比为 3.6%；但随着国内供应链率先复工复产，叠加全球财政刺激下耐用品需求转移、中国出口替代效应凸显，出口增速快速反弹，2021 年全年出口同比增长 28%，2022 年仍维持 6.9% 的中高速增长。与前三轮“外需收缩倒逼内需扩张”的核心逻辑不同，本轮外需反而成为经济增长的正向支撑，内需刺激的紧迫性与力度相对弱于前三轮。

内部疫情反复冲击消费场景，居民预期转弱与地产下行形成双重压力。国内疫情多点散发、防控政策动态调整，接触型、聚集型消费反复停摆，餐饮、文旅、线下零售持续承压，2020 年一季度 GDP 同比下降 6.8%，为改革开放后首次季度负增长；居民就业与收入不确定性上升，预防性储蓄意愿大幅提升，2022 年居民部门新增存款达 17.84 万亿元，创历史新高，消费意愿持续走低。与此同时，房地产市场进入深度调整周期，2022 年全国商品房销售面积同比下滑 24.3%，地产投资增速转负，地产链需求持续收缩，成为内需下行的核心拖累。

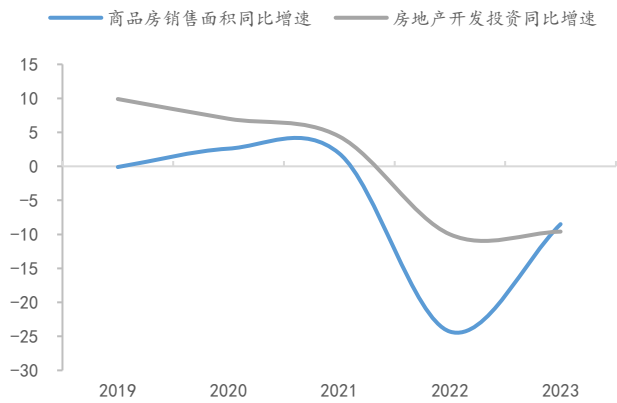
价格层面呈现“增速波动大、结构性分化”特征。CPI 持续低位运行，2020-2022 年分别为 2.5%、0.9%、2.0%；PPI 则受全球大宗商品涨价、供应链扰动影响，2021 年冲高至 8.1%，2022 年逐步回落至 4.1%，呈现出上游通胀、下游通缩结构性分化的特点，与前三轮全面通缩的背景存在差异。

图28 第四轮外需先抑后扬，出口韧性超预期



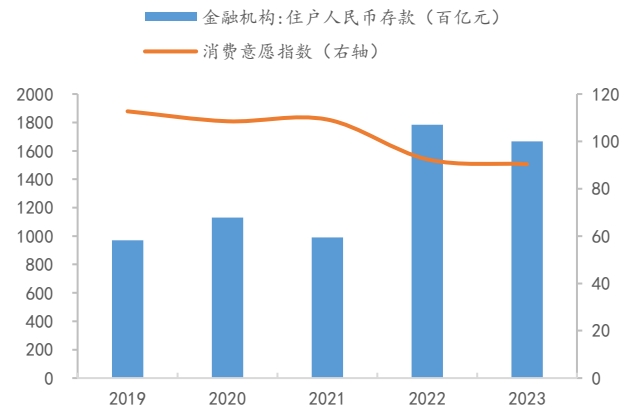
资料来源：国家统计局、海关总署，联储证券研究院

图30 房地产市场供需双弱，进入深度调整阶段 (%)



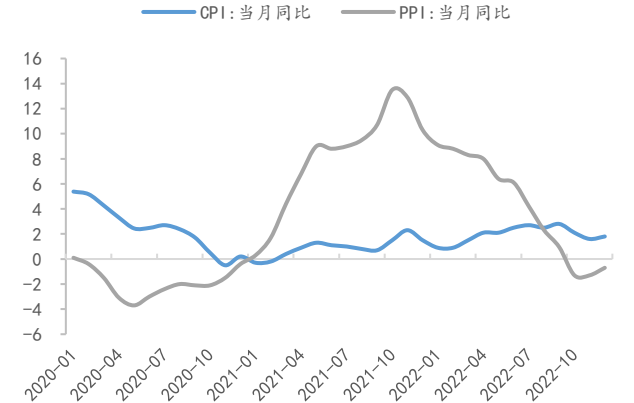
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图29 居民预防性储蓄大幅提升，消费意愿持续走低



资料来源：中国人民银行，联储证券研究院

图31 CPI温和、PPI冲高回落，价格结构分化 (%)



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

2.4.2 政策工具：纾困托底为核心，总量温和宽松，定向刺激补短板

本轮内需刺激以“保市场主体、保就业、保民生”为核心目标，政策重心从“需求扩张”转向“主体纾困”，总量政策温和宽松，消费政策以地方定向补贴为主，地产政策在“房住不炒”基调下边际放松，整体呈现“力度温和、精准滴灌、反复加码”的特征，长效制度改革权重显著低于前三轮。

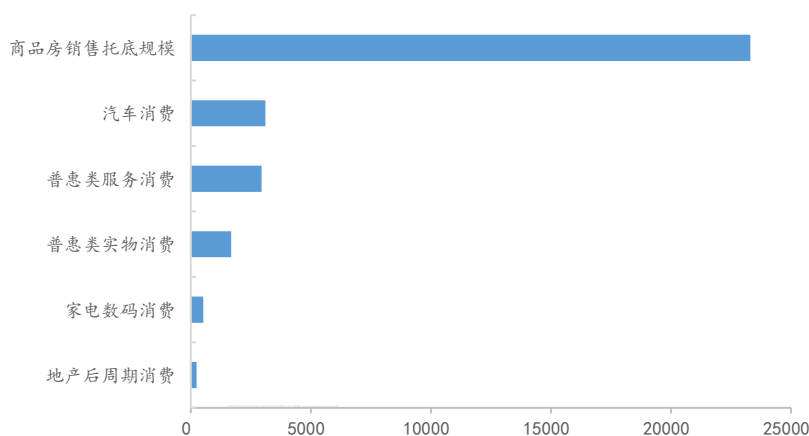
表12 2020-2022 年内需刺激的主要政策工具

政策类型	核心政策工具与量化规模
总量型需求扩张工具	<p>1.基建投资：发行 1 万亿元抗疫特别国债；2020-2022 年累计新增地方政府专项债 11.05 万亿元，重点投向新基建、民生工程、重大产业项目；</p> <p>2.地产政策：坚持“房住不炒”，因城施策逐步放松限购限贷，首套房首付比例与房贷利率差异化下调，5 年期 LPR 累计下调 50BP 至 4.3%；推出“保交楼”专项借款支持房企纾困，无全国性强刺激政策；</p> <p>3.货币政策：3 次降准、4 次降息，1 年期 LPR 从 4.15% 降至 3.65%，大型银行法定存款准备金率从 13% 降至 11%；M2 增速从 8.7% 升至 2022 年末 12.8%；</p> <p>4.特色产业内需投资配套：</p> <p>①新基建：划定 5G、大数据、工业互联网、新能源充电桩、特高压等七大领域；</p> <p>②新能源产业扶持：落地光伏风电平价上网、新能源汽车补贴延续政策，大幅拉动产业投资与终端汽车消费；</p> <p>③高端制造/数字经济扶持：智能制造、工业互联网专项政策落地，培育制造业内需增量。</p>
消费直接刺激工具	<p>1.消费券：全国多省市分批发放餐饮、零售、文旅类消费券，累计发放规模测算约 600-800 亿元；</p> <p>2.财政补贴：延续新能源汽车购置补贴与购置税减免政策，启动新能源汽车下乡、家电以旧换新；2022 年 6 月出台 2.0 升及以下排量乘用车购置税减半政策，2020-2022 年汽车、家电消费补贴累计规模超 1400 亿元；</p> <p>3.税费减免：免征新能源汽车车辆购置税，减免餐饮、文旅等行业增值税，累计减免规模超 500 亿元。</p>
居民增收与长效赋能工具	<p>1.收入保障：延续个人所得税优惠政策，增设 3 岁以下婴幼儿照护专项附加扣除，稳定居民可支配收入；</p> <p>2.社保政策：强化失业保险扩围、低保提标与价格补贴联动机制，累计向困难群众发放价格临时补贴约 370 亿元；</p> <p>3.消费能力培育：配套保障性租赁住房建设、公共服务扩容政策，降低居民刚性支出压力，夯实中长期消费意愿。</p>
市场主体纾困工具	<p>1.综合税费减负：累计新增减税降费约 4.7 万亿元；2022 年新增增值税留抵退税 2.46 万亿元，配套阶段性缓缴税费、社保费超 7500 亿元，重点覆盖小微企业、个体工商户、制造业、餐饮文旅等受冲击行业</p> <p>2.定向纾困举措：实施国有房屋房租减免、普惠小微贷款延期还本付息、失业保险稳岗返还等政策，与税费支持形成合力，缓解企业现金流压力；</p> <p>3.融资支持：推出普惠小微贷款延期还本付息工具，引导金融机构降低小微经营贷款利率，缓解主体现金流压力。</p>

数据来源：财政部、央行、国务院、商务部等，联储证券研究院整理

以政策规模/当年 GDP 量化刺激强度，本轮为“中投放力度、低撬动乘数的纾困托底型刺激”。2020-2022 年抗疫特别国债、专项债基建投放 12.05 万亿元，核心投放合计占三年累计 GDP 比重约 3.5%，叠加消费补贴、减税降费、地产边际宽松，直接撬动/避免下滑的宽口径内需增量约 3.2 万亿元，其中托底商品房销售的贡献占比约 73%，需求撬动乘数约 0.27 倍，为四轮周期最低。核心原因是疫情反复持续打断消费修复节奏，居民预防性储蓄上升、消费意愿不足、消费释放显著受限，财政资金大量沉淀于基建投资与市场主体纾困，地产端以托底对冲下滑为主、而非正向扩张，由此，本轮政策传导的乘数效应大幅减弱，整体以托底保稳为核心作用。

图32 第四轮以纾困托底为核心带来的 3 年累计消费增量释放（亿元）



资料来源：国家统计局、央行、国家税务局等，联储证券研究院测算

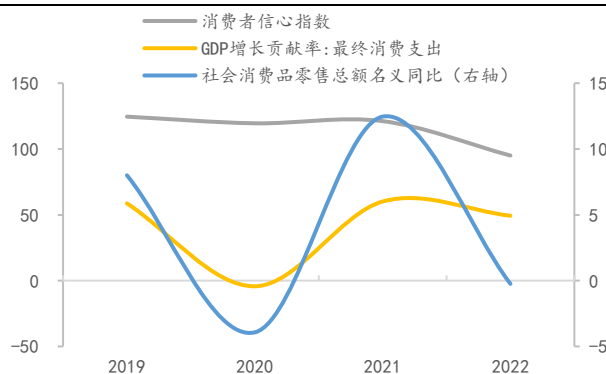
以政策传导时滞看政策工具的起效节奏，本轮为“政策快速起效、修复多次中断，业绩兑现波折化”。通过政策落地、宏观拐点、行情拐点三重时间对标，本轮周期：从首批核心纾困政策出台（2020年2月）到首轮消费拐点出现（2020年8月社零增速转正）传导约6个月，政策落地见效速度较快，但后续受局部疫情反弹，消费修复多次中断，整体呈现“W型”波折修复特征。市场行情方面，2020年4月市场底确认后消费板块短期快速修复，但业绩集中兑现仅出现在2021年上半年，2022年盈利普遍承压，行情与业绩均受疫情外生变量主导，无稳定的线性传导周期。

2.4.3 消费表现与盈利改善：修复节奏波折分化，必选稳健可选承压

整体消费表现：社零增速波折修复，消费贡献率波动剧烈。社零总额增速从2019年的8.0%降至2020年的-3.9%，为改革开放以来首次年度负增长；2021年反弹至12.5%（两年平均增速3.9%），2022年再次回落至-0.2%，修复节奏的波动性为四轮周期之最。最终消费对GDP增长的贡献率从2019年的58.7%降至2020年的-4.3%，2021年回升至60.1%，2022年回落至49.3%，消费的经济稳定器作用受疫情冲击大幅削弱。消费者信心指数2021年一季度修复至120以上，此后快速回落，居民消费预期显著转弱。

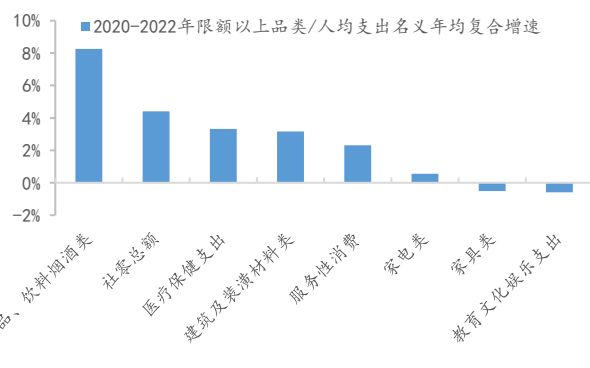
结构分化表现：必选消费韧性凸显，可选与服务消费受冲击最严重，高成长赛道独立突围。必选消费中，粮油食品、饮料烟酒类限上零售2020-2022年CAGR约8.3%，在疫情冲击下保持稳健，体现强防御属性；可选消费分化显著，地产链相关的家电、家具、建材类受地产下行拖累，CAGR在-0.5%-3.2%之间，较前三轮周期大幅走弱；汽车消费受补贴政策拉动呈现脉冲式增长，其中新能源汽车销量2020-2022年CAGR超90%，成为消费板块核心亮点。服务消费受场景限制冲击最大，教育文化娱乐消费持续低迷，餐饮收入仅10个月实现正增，修复进度显著滞后于商品消费。城乡消费方面，城镇消费受疫情冲击更直接，乡村消费凭借电商渗透、刚需支撑表现相对更平稳。

图33 社零波折修复，最终消费贡献率波动剧烈



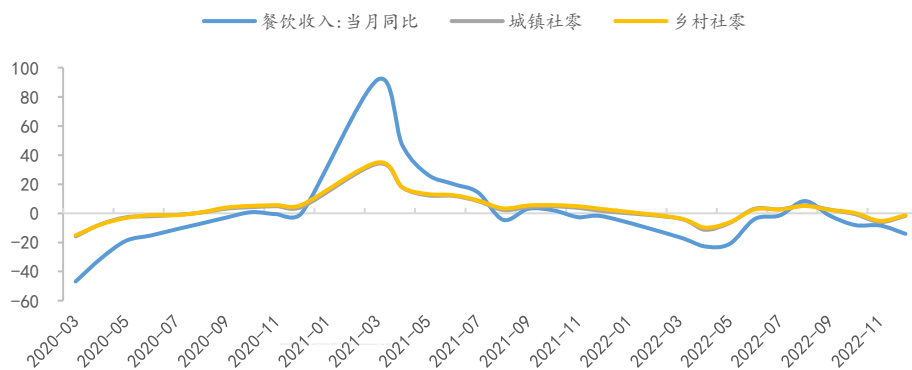
资料来源：国家统计局，联储证券研究院

图34 必选消费相对稳健，服务与地产链消费承压



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

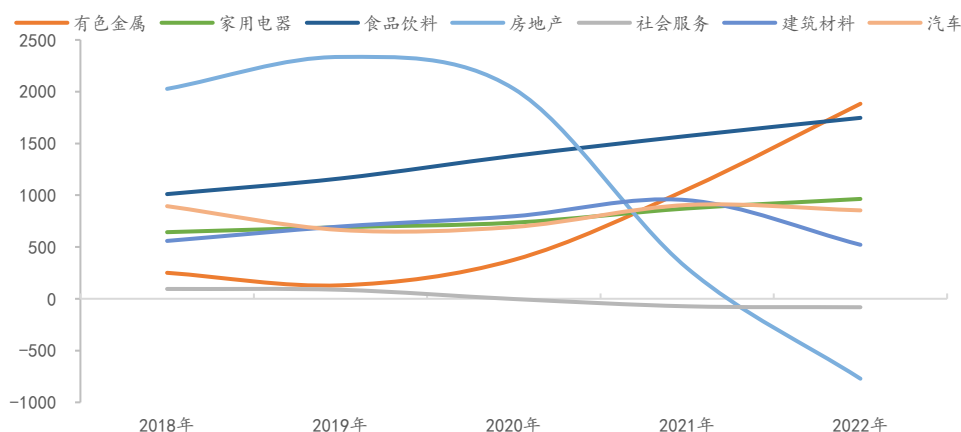
图35 餐饮收入仅 1/3 时间正增，乡村社零 CAGR 略高于城镇 (%)



资料来源：国家统计局，联储证券研究院

行业盈利改善：消费细分的盈利修复呈现结构性分化，必选消费、高成长赛道盈利确定性突出，地产链、线下接触型服务持续承压。疫情扰动打破前三轮产业链同步阶梯修复的规律，盈利分层特征显著：食品饮料依托刚需属性与成本转嫁能力，3年行业归母净利润CAGR约14.6%，盈利稳健；汽车行业虽整体盈利增速不高，但新能源汽车受益于政策补贴持续加持，全产业链利润持续兑现，是本轮周期盈利弹性最高的消费细分赛道；地产链的家电、建材类受地产下行叠加消费疲软、原材料涨价双重压制，板块整体盈利走弱；社会服务受疫情反复直接冲击，餐饮、酒店、景区、民航行业连续三年亏损，2022年板块盈利触底，等待需求修复。

图36 疫情冲击下产业链盈利传导逻辑被打乱，盈利修复节奏显著分化（亿元）



资料来源：iFind，联储证券研究院

疫情加速中小企业出清，龙头集中度提升逻辑进一步强化。龙头企业在需求疲软期仍凭借渠道、品牌、成本优势抢占份额，盈利韧性显著优于行业整体。其中，白电龙头依靠海外拓展、份额提升与清洁电器、投影等新品类高增维持盈利韧性，高端白酒凭借强定价权持续高增，成本压力较小的大众消费品龙头也实现盈利正增。但受总需求不足制约，行业整体盈利弹性远弱于前三轮周期。

表13 2020-2022年地产链与消费核心龙头盈利周期修复情况

板块	公司名称	2020年归母净利润（亿元）	2022年归母净利润（亿元）	累计增幅
地产	保利发展	289.48	183.47	-36.62%
建材	东方雨虹	33.89	21.2	-37.44%
白电	美的集团	272.23	295.54	8.56%
家居	欧派家居	20.63	26.88	30.30%
白酒	贵州茅台	466.97	627.16	34.30%
乳品	伊利股份	70.78	94.31	33.24%
调味品	海天味业	64.03	61.98	-3.20%
休闲服务	中国中免	61.4	50.3	-18.08%
乘用车	比亚迪	42.34	166.22	292.58%

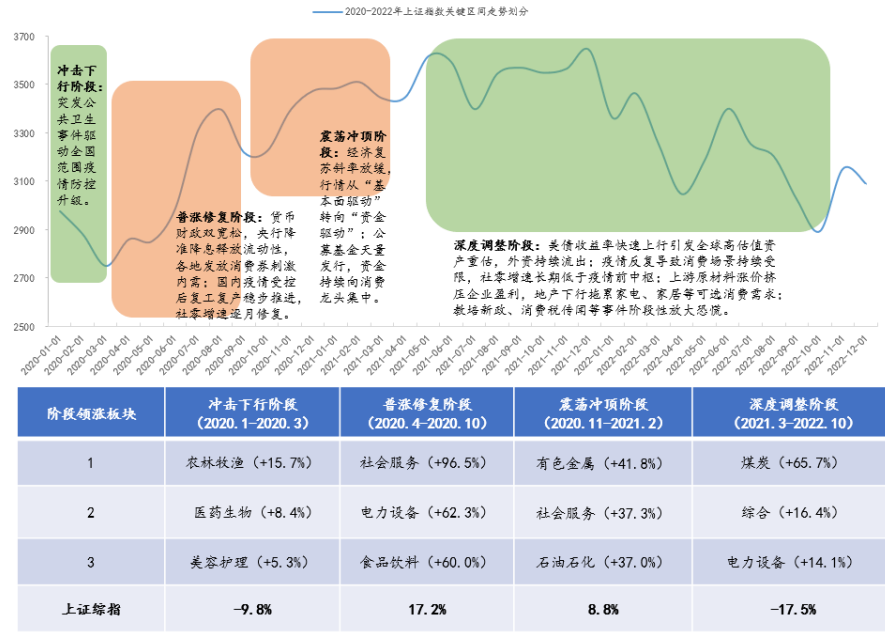
数据来源：iFind，联储证券研究院

2.4.4 A股消费板块表现：疫情主导行情节奏，结构分化明显

整体行情节奏：消费行情脉冲式修复，结构分化明显，主升行情持续约10个月。本轮完整周期可分为图示四个阶段，消费行情完全受疫情节奏与政策预期主导，缺乏持续基本面支撑，整体牛市主升阶段时长显著短于前三轮，后续调整周期也更长，直至2022年11月防疫政策全面优化，线下消费约束解除，本轮周期才迎来预期修复行情。消费行情的脉冲式修复主要指调整阶段板块仅依靠短期催化出现阶段性快速反弹，典型如2021

年春糖会业绩博弈修复、2021 年中秋旺季预期行情、2022 年上海解封复工修复、2022 年 10 月防疫政策优化前置博弈行情, 但每一轮反弹结束后消费板块重心多持续下移, 大级别下行趋势始终未逆转。结构分化则主要表现在: 一是本轮周期中龙头与中小消费的两极分化, 龙头韧性强而中小消费股走势弱; 二是细分赛道的强弱分化, 刚需回撤小而可选跌幅深; 三是大盘与消费板块走势的割裂, 冲顶阶段之后, 指数高点主由新能源、周期带动, 消费不再是资金核心配置方向。

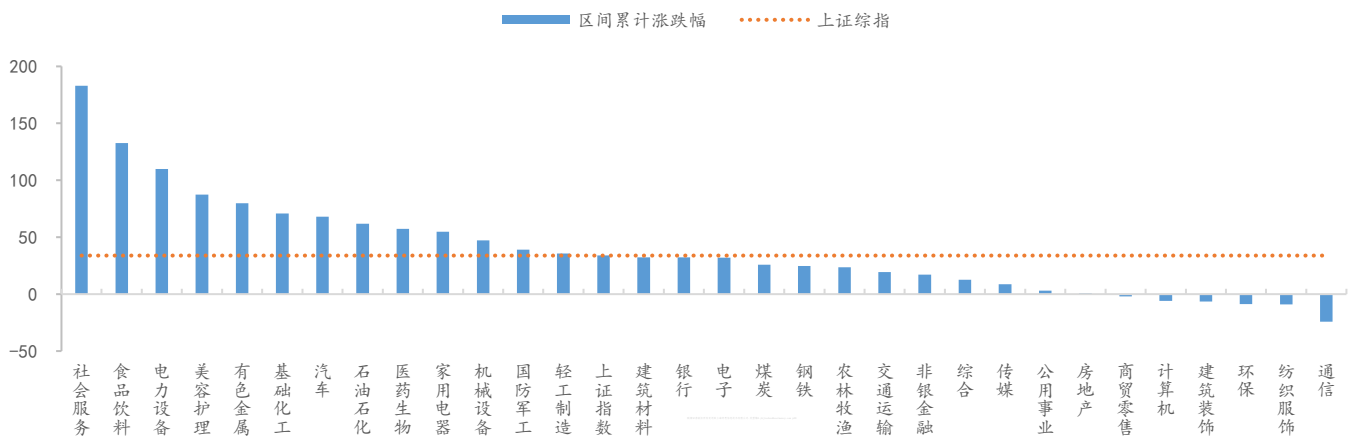
图37 第四轮内需刺激周期 A 股行情与领涨板块表现



资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 行业数据均为申万一级行业口径。

涨跌幅与超额收益: 板块间与板块内部分化明显, 消费核心资产与高景气成长赛道斩获显著超额收益, 传统线下消费、地产周期类板块明显跑输大盘。本轮周期主升阶段上证指数累计上涨约 33.9%; 消费板块呈现清晰的分层行情, 社会服务(免税赛道驱动)、食品饮料累计涨幅分别达 183%、133%, 大幅跑赢指数, 上涨核心驱动力来自龙头估值抬升, 茅指数上涨超 200%, 抱团行情下消费核心资产的确定性溢价达历史高位; 电力设备(新能源赛道)、家用电器、医药生物等板块同样实现正超额收益; 而纺织服饰、商贸零售、房地产、建筑装饰等板块涨幅显著低于大盘, 部分板块录得负收益。

图38 第四轮内需刺激周期中牛市阶段的板块累计涨跌幅表现 (%)



资料来源: iFind, 联储证券研究院
注: 统计区间为 2020.3.23-2021.2.18, 采用申万一级行业指数口径。

图39 第四轮消费周期主升阶段茅指数走势与估值变化



资料来源：iFind，联储证券研究院

轮动特征与驱动拆分：行情沿“疫情冲击-政策宽松估值修复-盈利验证抱团强化-疫情反复估值杀跌-政策优化预期反弹”的路径轮动。疫情冲击底部阶段，市场普跌，消费板块同步回调，农林牧渔、医药生物凭借防御属性率先企稳，相对收益显著；政策宽松修复阶段，接触型消费修复预期最强，社会服务单月大涨21.7%，与此同时，流动性宽松下消费核心资产估值快速抬升，白酒、家电龙头领涨；后续2021年上半年消费盈利阶段性兑现，板块高位震荡，但由于成本上涨、疫情反复导致盈利不及预期，抱团瓦解，估值持续消化，板块继续走弱；2022年11月底防疫政策优化，消费预期全面反转，全板块迎来普涨修复。

表14 2020-2022年标志性月份的重点板块月度涨跌幅对比（%）

时间	核心事件	上证综指	食品饮料	家用电器	建筑材料	汽车	社会服务
2020.02	疫情爆发，市场急跌	-3.23	-2.40	-3.15	7.16	1.75	-3.11
2020.04	政策宽松加码，消费修复启动	3.99	8.66	7.65	8.59	1.17	21.71
2021.02	消费抱团行情见顶	0.75	-5.05	-1.53	3.66	-5.16	6.86
2021.03	抱团瓦解，消费回调	-1.91	-4.35	-3.30	1.02	-5.91	1.75
2022.04	局部疫情再次冲击，市场探底	-6.31	4.29	-0.83	-6.89	-9.14	-6.38
2022.11	防疫优化，消费预期修复	8.91	16.61	13.49	20.51	8.04	13.57

数据来源：iFind，联储证券研究院

注：行业数据均为申万一级行业指数口径。

本轮2020-2022年A股消费行情本质是疫情扰动下的预期驱动与估值博弈行情，盈利贡献度低，结构性分化程度高。这一特征主要由三重因素驱动：一是疫情作为外生变量持续打断消费修复节奏，企业盈利缺乏持续改善的基础，行情更多由政策预期与流动性驱动，而非基本面兑现；二是居民预期转弱、预防性储蓄上升，消费复苏的内生动力不足，政策托底效果有限，难以形成全行业盈利改善；三是市场资金向确定性赛道集中，白酒、免税、新能源汽车等少数赛道获得估值溢价，多数消费板块估值持续回落，结构分化程度远超前三轮周期。

3. 风险提示

政策落地不及预期、消费复苏不及预期、历史经验失效、海外经济波动与外需冲击等风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道1111弄1号中企国际金融中心A栋12层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院13号楼B座14层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000