新时代证券 New Times Securities

居民消费承压无碍社零增速企稳

——2019 年下半年消费展望

宏观定期

潘向东（首席经济学家）
证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）
chenyunyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280118040020

● 2019 年下半年消费展望：居民消费承压无碍社零增速企稳

居民消费承压。2018 年全年居民消费增速不差，但从 2018 下半年开始，居民消费增速逐渐下滑，在就业压力增加、居民对未来经济预期不佳、贸易摩擦等多重因素影响下，居民消费可能更加谨慎。

最终消费支出增速可能下滑。最终消费支出由居民最终消费支出与政府最终消费支出组成：1）居民人均消费支出增速与居民最终消费支出增速走势基本一致，根据上文讨论，居民最终消费支出增速预计放缓。2）政府最终消费支出增速与财政收入增速走势一致，受个税改革、增值税减税影响，年初以来财政收入增速较 2018 年放缓，同时，领导人强调接下来要进一步减税降费，因此下半年财政收入增速或继续下滑，预计政府最终消费支出增速也将放缓。

社零除了居民消费还有社会集团消费。2008 年与 2012 年居民消费支出增速下滑（不论是实物消费还是服务消费），但社零增速上升，这很可能是因为社会集团消费增速回升，这两段时间均对应社融增速从底部回升，企业流动性改善。我们预计下半年社融增速继续缓慢回升，社会集团消费可能较 2018 年改善，社零增速有望企稳。

从消费品结构看下半年社零增速企稳。综合占比与波动率，社零中起主导作用的有汽车消费、地产链消费、石油制品消费：

1）“低库存+低基数+信用扩张+刺激消费政策”，汽车消费增速可能逐渐筑底回升。

2）调控未放松，但地产链消费增速下行有底。近期部分城市房地产调控政策收紧，部分重点城市房贷利率现上浮，依靠政策放松刺激地产销售似乎不太现实，但过去 2 年被严重抑制的一二线城市地产需求有望继续释放，2019 年地产销售与投资的格局可能是“一二线好于三四线”。历史经验显示，在货币政策较宽松时，地产销售增速下行有底。

3）低基数下，四季度石油制品消费增速可能明显回升。石油制品消费增速与油价增速高度相关，美国原油产量增长加上全球经济放缓，如果不发生严重地缘政治风险，下半年原油价格可能走势震荡，中枢较上半年下移，但考虑到 2018 年四季度油价偏低，低基数将推升油价同比增速。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期
2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期
2019-4-7

宏观报告：4 月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期
2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期
2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期
2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期
2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期
2019-2-24

宏观报告：1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期
2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期
2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期
2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期
2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期
2019-1-6

目 录

1、 2019 年下半年消费展望：居民消费承压无碍社零增速企稳 3
1.1、 居民消费承压 3
1.2、 最终消费支出增速可能下滑 5
1.3、 社零增速有望企稳 6
2、 一周高频数据观察 10
2.1、 高炉开工率回落 10
2.2、 原油价格下跌 11
2.3、 蔬菜价格大涨 12
2.4、 房地产销售面积增速回升 12
2.5、 资金面延续宽松 13
2.6、 美元指数上涨，人民币贬值 14
3、 本周主要关注点（2019.7.8-2019.7.14） 15

图表目录

图 1: 2018 年居民最终消费支出增速回升（%） 3
图 2: 就业压力大的时候，居民消费往往承压 4
图 3: 2012 年社融增速与就业背离 4
图 4: 企业流动性改善 4
图 5: 居民人均可支配收入增速与中位数增速缓慢回升且差距明显缩小，但居民人均消费支出增速持续下滑（%） 5
图 6: 居民人均消费支出增速与居民最终消费支出增速走势基本一致 5
图 7: 政府最终消费支出增速与财政收入增速走势一致 6
图 8: 汽车库存经销商指数下降至 50.4% 7
图 9: 汽车销量增速领先库存增速（%） 7
图 10: 下半年汽车销量面临低基数 7
图 11: 汽车消费增速与社融增速走势一致 8
图 12: 货币宽松时期，地产销售增速下行有底 8
图 13: 在社融增速底部区域，地产销售增速下行有底 9
图 14: 家电消费与地产销售增速相关（%） 9
图 15: 石油制品消费增速与油价增速高度相关 10
图 16: 四季度油价面临低基数 10
图 17: 高炉开工率显著下降（%） 11
图 18: 发电耗煤量回升（%） 11
图 19: 油价下跌（美元/桶） 12
图 20: 蔬菜价格上涨（元/公斤） 12
图 21: 房地产销售面积增速回升（%） 13
图 22: DR001 仍在 1%附近 14
图 23: 美元指数上涨 14
图 24: 人民币贬值 15

表 1: 央行公开市场操作（2019.7.1-7.5） 13

2019 年下半年消费展望：（1）居民消费承压 （2）社会集团消费改善 （3）社零增速有望企稳。

1、 2019 年下半年消费展望：居民消费承压无碍社零增速企稳

衡量消费增速有三种指标。指标之一：社零增速。2019 年 1-5 月社零实际增速仅为 6.4%，为 2003 年以来最低，由于社零数据是月度数据，让人在直观上对消费产生担忧。指标之二：居民人均消费支出增速。全国居民人均消费支出实际同比增速从 2018 年二季度的 6.7%持续回落至 2019 年一季度的 5.4%。指标之三：最终消费支出增速。该指标从 2017 年的 9.31%上升至 2018 年的 9.88%，其中，居民最终消费增速从 2017 年的 9.36%上升至 2018 年的 9.51%，为 2018 年最终消费支出回升的主要贡献。

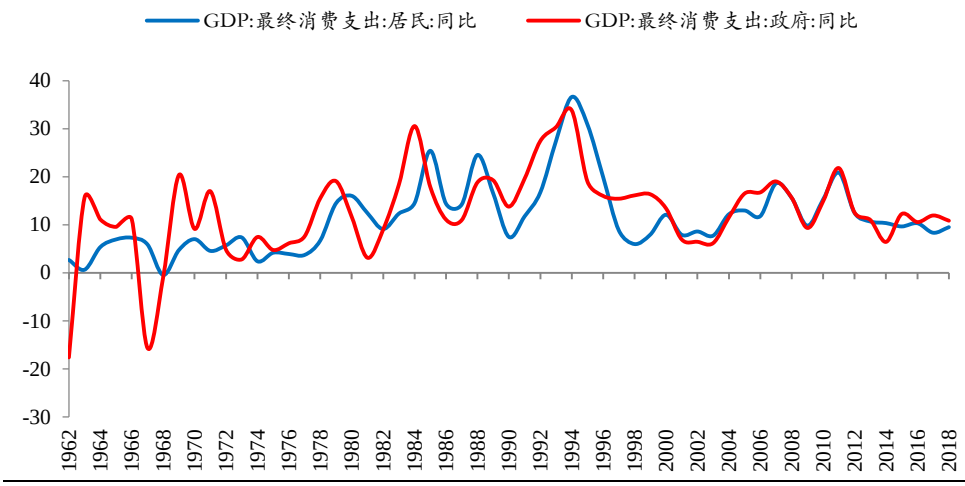
三种指标存在统计口径的差异，比如社会消费品零售不包含服务消费和虚拟消费，居民人均消费支出既有实物消费也有服务消费，最终消费支出既有居民消费又有政府消费，是 GDP 支出法中三大需求之一，是最能反映 GDP 变化的指标。三种指标有重叠也有差异，我们分别展望下半年三种指标的走势。

1.1、 居民消费承压

2018 年全年居民消费增速不差，但从 2018 下半年开始，居民消费增速逐渐下滑，在就业压力增加、居民对未来经济预期不佳、贸易摩擦等多重因素影响下，居民消费可能更加谨慎。

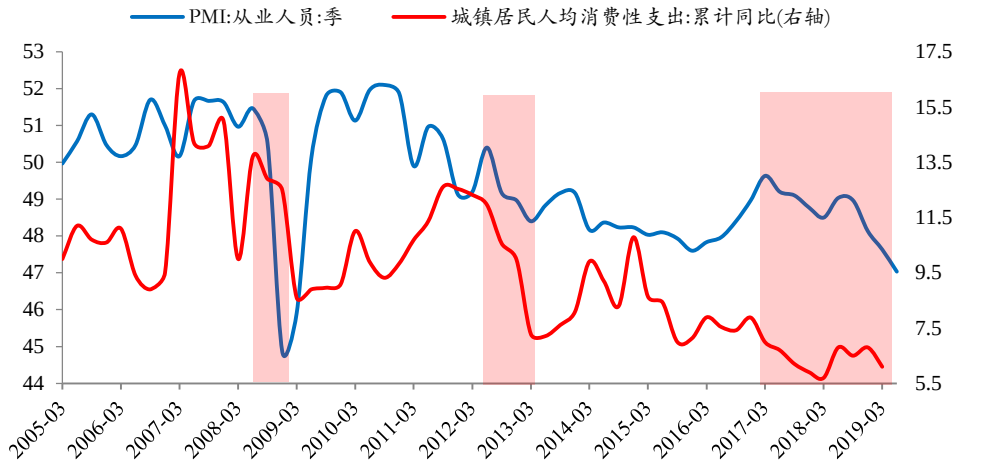
融资环境改善但就业压力不减，居民消费承压。2019 年社融、M1 等指标从底部缓慢回升，加上增值税减税，企业部门流动性较 2018 年改善，但由于对经济形势预期不乐观，企业生产经营偏谨慎，将自身压力通过降薪裁员转移到居民部门。因此可以看到社融增速回升但 PMI 从业人员指数仍在下降，历史上这种情况下（如 2008 年与 2012 年），居民消费往往承压。同时，自 2018 年下半年以来，居民人均可支配收入增速与中位数增速缓慢回升，并且两者差距明显缩小，但是可能由于居民对未来经济预期不佳，消费更加谨慎，居民人均消费支出增速持续下滑。

图1： 2018 年居民最终消费支出增速回升（%）



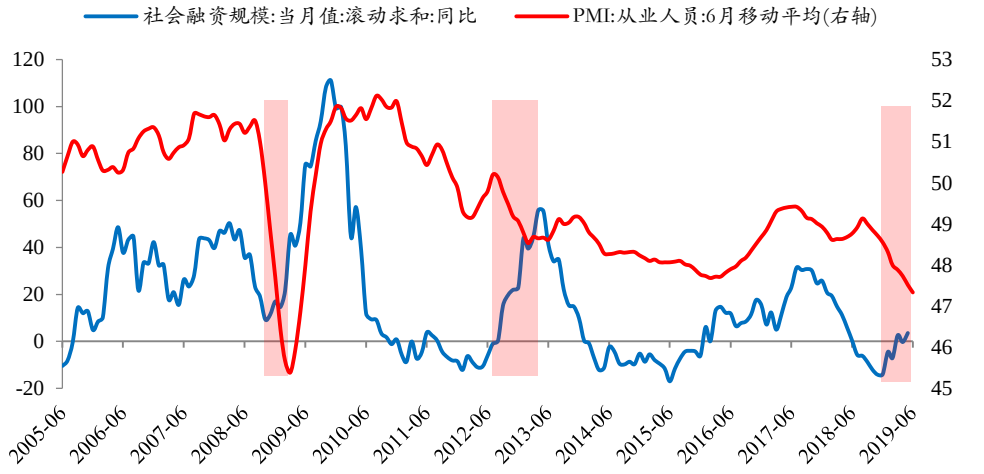
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 就业压力大的时候，居民消费往往承压



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2012 年社融增速与就业背离

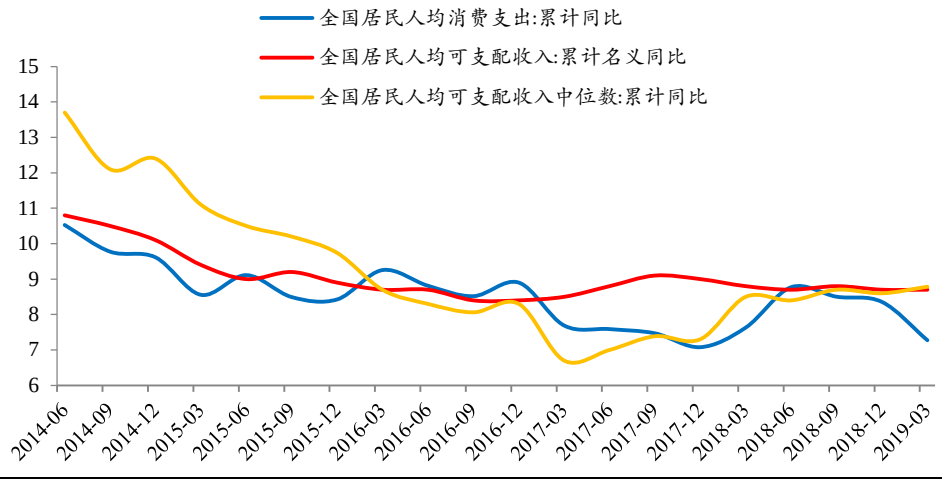


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 企业流动性改善

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 居民人均可支配收入增速与中位数增速缓慢回升且差距明显缩小，但居民人均消费支出增速持续下滑（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、 最终消费支出增速可能下滑

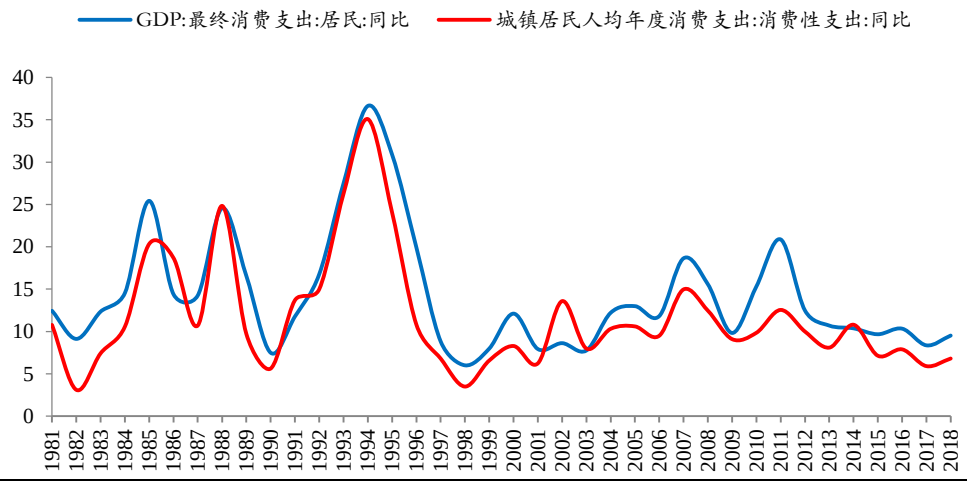
最终消费支出由居民最终消费支出与政府最终消费支出组成：

1）居民人均消费支出增速与居民最终消费支出增速走势基本一致，根据上文讨论，居民最终消费支出增速预计放缓。

2）政府最终消费支出增速与财政收入增速走势一致，受个税改革、增值税减税影响，年初以来财政收入增速较 2018 年放缓，同时，领导人强调接下来要进一步减税降费，因此下半年财政收入增速或继续下滑，预计政府最终消费支出增速也将放缓。

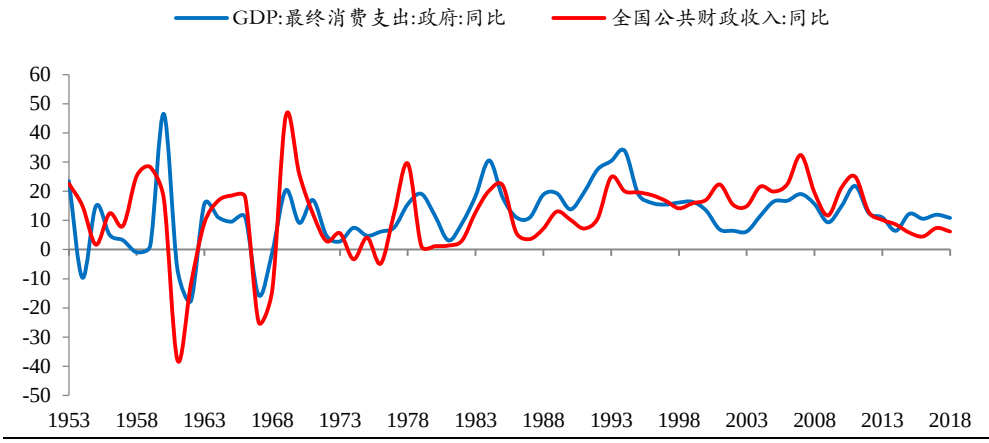
综上，下半年最终消费支出增速可能下滑。

图6： 居民人均消费支出增速与居民最终消费支出增速走势基本一致



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 政府最终消费支出增速与财政收入增速走势一致



资料来源：Wind，新时代证券研究所

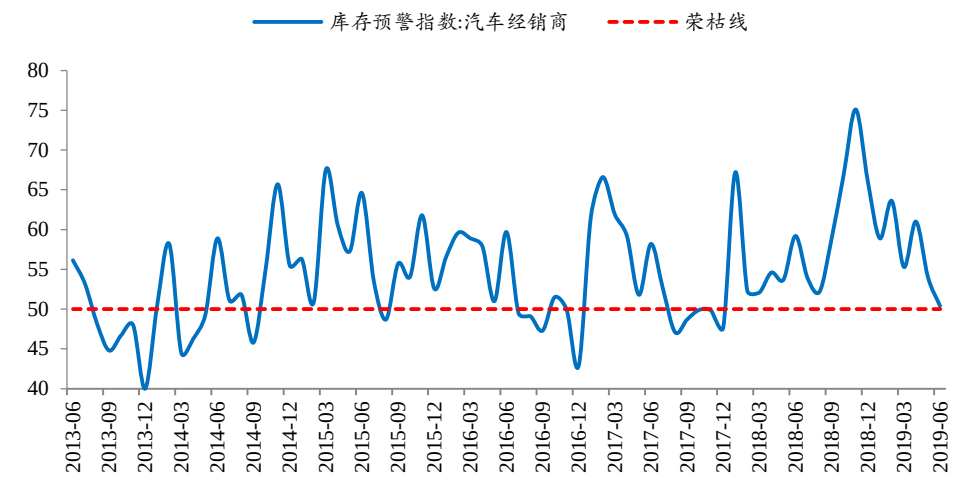
1.3、 社零增速有望企稳

社零除了居民消费还有社会集团消费。2008 年与 2012 年居民消费支出增速下滑（不论是实物消费还是服务消费），但社零增速上升，这很可能是因为社会集团消费增速回升，这两段时间均对应社融增速从底部回升，企业流动性改善。我们预计下半年社融增速继续缓慢回升，社会集团消费可能较 2018 年改善，社零增速有望企稳。

从消费品结构看下半年社零增速企稳。综合占比与波动率，社零中起主导作用的有汽车消费、地产链消费、石油制品消费。

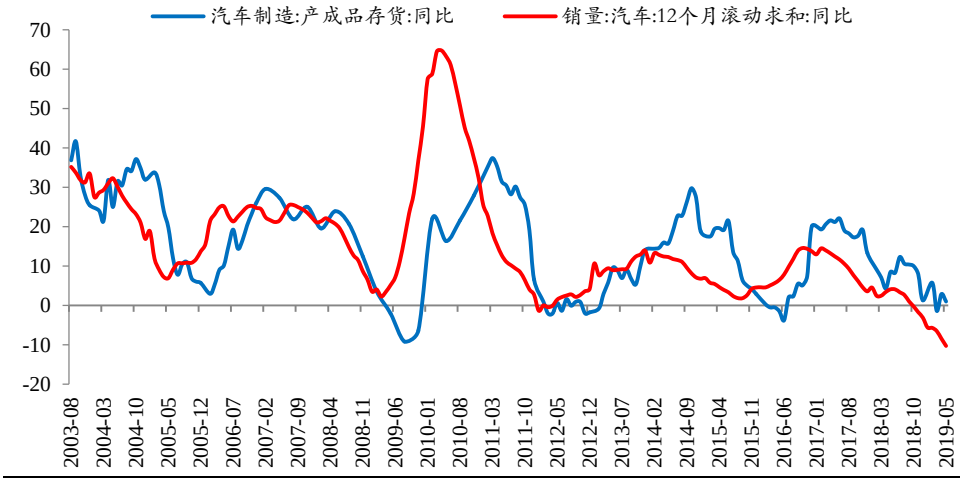
“低库存+低基数+信用扩张+刺激消费政策”，汽车消费增速可能逐渐筑底回升。6 月乘用车零售增速明显回升，汽车经销商库存预警指数回落至 50.4%，这很大程度是因为国六标准在 7 月 1 日正式实施。6 月汽车零售端的显著改善不具有可持续性，但下半年汽车消费增速有望逐渐回升：第一，汽车行业自 2017 年下半年开始去库存，当前库存水平在历史上处于 13.8%分位数水平，且接近 2012 年与 2016 年的底部水平，汽车销量增速先于汽车制造业库存增速见底。第二，下半年汽车消费面临低基数。第三，货币政策整体仍比较宽松，对汽车消费有支撑。第四，外需放缓已成趋势，中国加快扩大内需，刺激消费的政策可能会加速出台，例如放松汽车限购、增加车牌增量指标等刺激消费措施。

图8： 汽车库存经销商指数下降至 50.4%



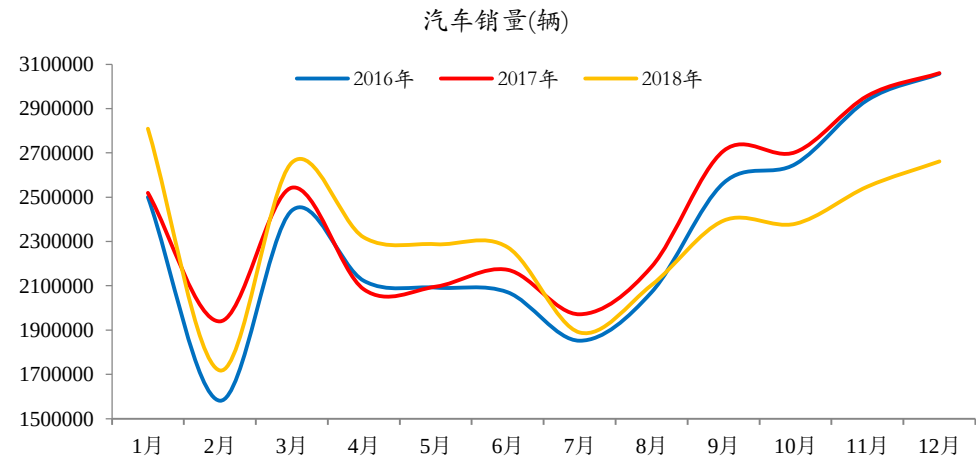
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 汽车销量增速领先库存增速（%）



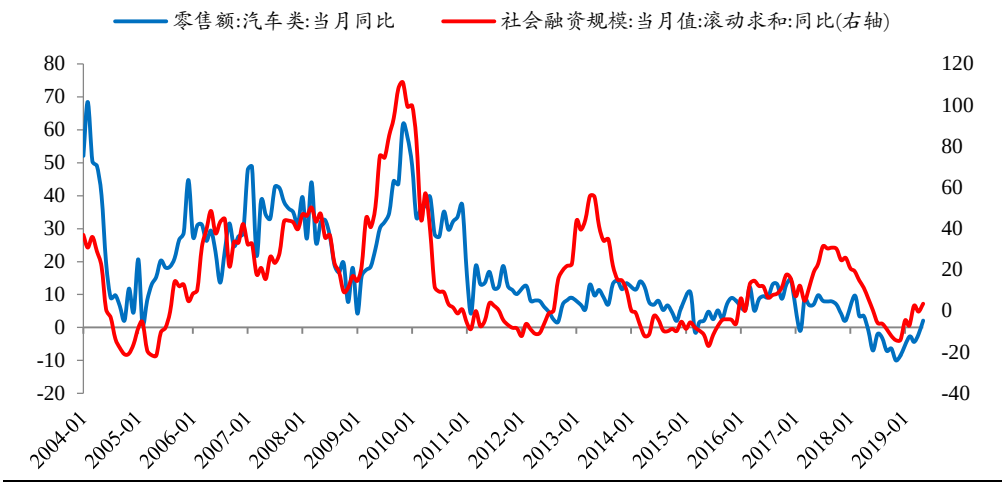
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 下半年汽车销量面临低基数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

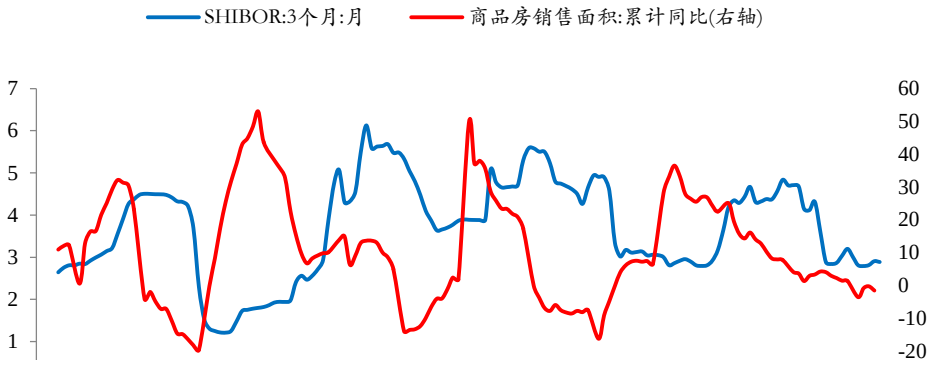
图11： 汽车消费增速与社融增速走势一致



资料来源：Wind，新时代证券研究所

调控未放松，但地产链消费增速下行有底。近期部分城市房地产调控政策收紧，部分重点城市房贷利率现上浮，银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上指出过度依赖房地产最终会付出代价。依靠政策放松刺激地产销售似乎不太现实，但过去 2 年被严重抑制的一二线城市地产需求有望继续释放，棚改开工计划目标大幅减少，2019 年地产销售与投资的格局可能是“一二线好于三四线”。历史经验显示，在货币政策较宽松时，地产销售增速下行有底。

图12： 货币宽松时期，地产销售增速下行有底



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_11614