

期待的消费反弹为何迟迟不来？

2021年05月25日

观点

- **种种迹象表明我国居民消费复苏仍乏力：**(1) 2021年一季度居民消费支出两年复合增速(2019Q1-2021Q1) 3.9%，低于名义GDP两年复合增速7.1%。(2) 4月社零两年复合增速4.3%，较3月的6.3%再度放缓。(3) 五一节假日单人次贡献旅游收入仅恢复至疫情前74.6%的水平。如何理解消费复苏的缓慢？年内消费可能迎来强劲复苏吗？
- **我们认为必选与可选消费均受疫情冲击是消费复苏缓慢的主因。必选方面，**虽然必选消费比可选消费“抗跌”，但疫情导致的收入分化加剧，也使得必选消费增长减速。**可选方面，**由于可选消费更易受居民收入水平及消费倾向影响，因此在前述两个因素拖累下出现规模下滑。
- **可选消费结构上有亮点吗？**
由于可选消费弹性较大，因此各细分领域更容易出现分化。2020年在可选消费品中，仅有化妆品与办公教育类产品(如通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品、书报杂志)实现同比正增长。如果说办公教育类产品零售受益于疫情后居家办公教学，那么化妆品零售的逆势增长则让人联想到“口红效应”。
- **疫情后存在口红效应吗？**
由于疫情的特殊性，2020年“口红效应”并未出现，导致消费复苏更显乏力。一方面，虽然国内化妆品零售额在2020年实现同比正增长，但与2019年相比增速放缓。另一方面，2020年主要国家(包括中国在内)彩妆零售额同比均低于名义GDP。不过，2009年全球经济受到金融危机冲击时，以美国、法国、日本为代表的发达国家彩妆零售额同比是高于整体经济的，即可以认为存在过“口红效应”。
- **为何金融危机时出现了“口红效应”，而疫情后不存在？**
我们认为有以下两个可能的原因：(1) 全球央行空前放水使得疫情对地产销售的冲击远不及金融危机，如美国、日本地产销售同比不降反升。若疫情后居民在大件商品上削减的支出相对较少，则其并不会明显增加化妆品消费预算。(2) 疫情限制社交，从而冲击了彩妆、香水这类社交型化妆品的需求。
- **“口红效应”消失的逻辑也可以用于理解疫情抑制其他可选消费品。**(1) 疫情后全球大放水刺激地产销售，一定程度挤占可选消费；(2) 疫情限制社交，影响居民消费结构，这在化妆品类中体现为彩妆香水消费的萎靡，而在整个可选消费领域则可能体现在服装、珠宝等品类上。
- **我国居民消费仍将经历渐进复苏的过程，消费繁荣短期内难以出现。**由于疫情通过不同机制分别对必选消费及可选消费造成冲击，因此居民消费的完全修复需要满足较多条件。例如，必选消费恢复至潜在增速至少要等到居民收入差距逐渐弥合至正常水平；可选消费的复苏则需等到居民可支配收入恢复至正常增速、居民购房热情/防御性储蓄意愿降温。
- **风险提示：**疫情反复影响服务消费、政策变化超预期影响

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dzwzq.com.cn

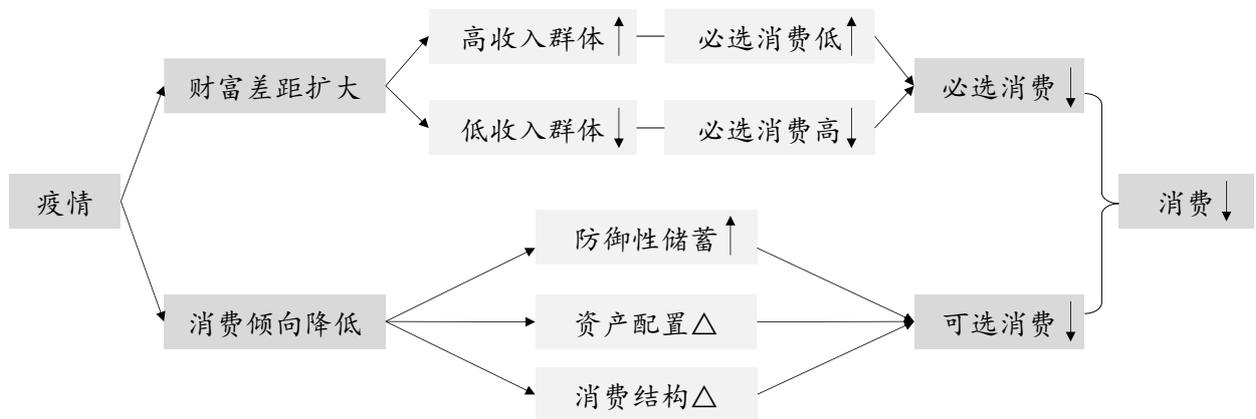
相关研究

- 1、《宏观点评 20210523：美联储年内不大可能宣布 taper》
2021-05-23
- 2、《宏观点评 20210520：房地产投资为何一直保持韧性？》
2021-05-20
- 3、《宏观点评 20210517：结构的分化：上游涨价对中下游的影响正在显现》
2021-05-17
- 4、《宏观点评 20210514：今年二季度基建投资反弹力度有多大？》
2021-05-15
- 5、《宏观点评 20210513：美国通胀飙升，20世纪60年代末大通胀重演的可能性有多大？》
2021-05-13

种种迹象表明我国居民消费复苏仍乏力：(1) 2021 年一季度居民消费支出两年复合增速 (2019Q1-2021Q1) 3.9%，低于名义 GDP 两年复合增速 7.1%。(2) 4 月社零两年复合增速 4.3%，较 3 月的 6.3% 再度放缓。(3) 五一节假日单人次贡献旅游收入仅恢复至疫情前 74.6% 的水平。如何理解消费复苏的缓慢？年内消费可能迎来强劲复苏吗？

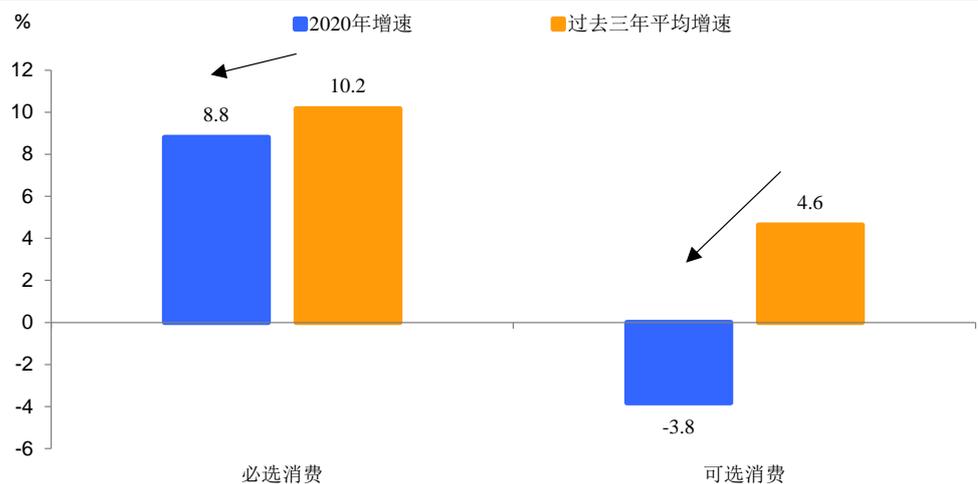
我们认为必选消费与可选消费均受疫情冲击是消费复苏缓慢的主因，传导机制如图 1 所示。图 2 则表明 2020 年必选消费及可选消费均受疫情拖累。

图 1：疫情通过不同机制冲击必选消费与可选消费



数据来源：东吴证券研究所绘制

图 2：2020 年可选消费及必选消费均受到疫情冲击

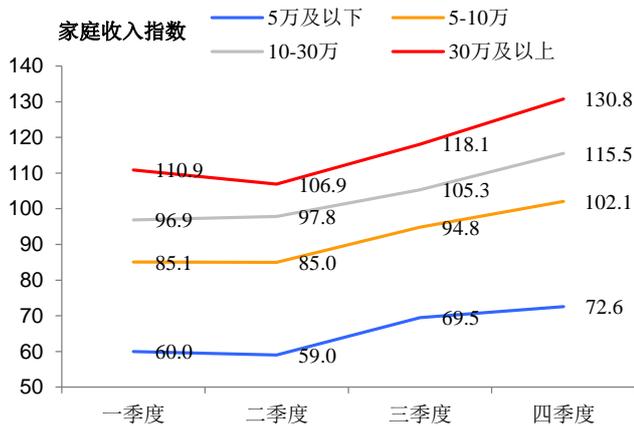


备注：必选消费包括粮油食品、饮料、烟酒、日用品、中西药品；可选消费包括服装鞋帽、化妆品、珠宝、体育娱乐用品、书报杂志、家电音像器材、办公用品、家具、通讯器材、石油及制品、建筑及装潢材料、汽车。下同。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

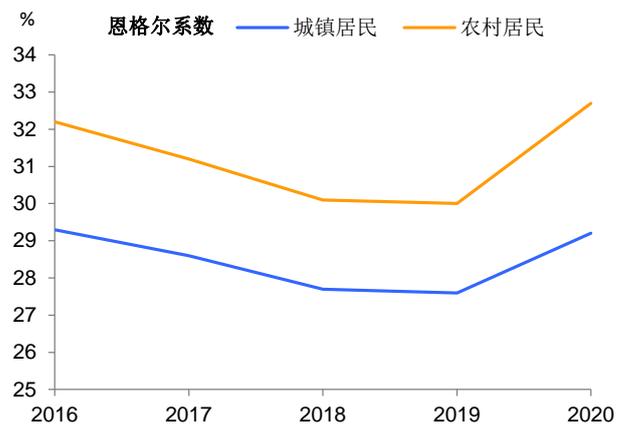
具体来看，必选消费方面，虽然必选消费比可选消费“抗跌”，但疫情导致的收入分化加剧，使得必选消费增长减速。这是由于疫情对居民收入影响呈“K”型，即高收入人群收入提升、低收入人群受到冲击（图3），而低收入人群才是必选消费的主力（参考城乡居民恩格尔系数（图4）），这就导致必选消费缺乏支撑。

图3：低收入家庭2020年收入受冲击更严重



备注：家庭收入指数为CHFS调研结果，该指数大于100表明“变好”，低于100表明“变差”
数据来源：CHFS，东吴证券研究所

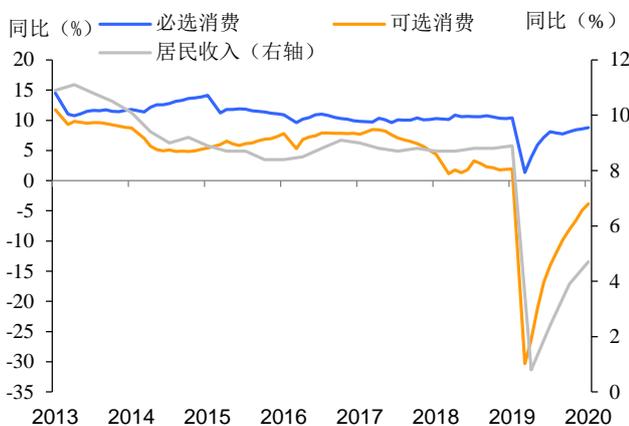
图4：农村居民恩格尔系数高于城镇居民



数据来源：Wind，东吴证券研究所

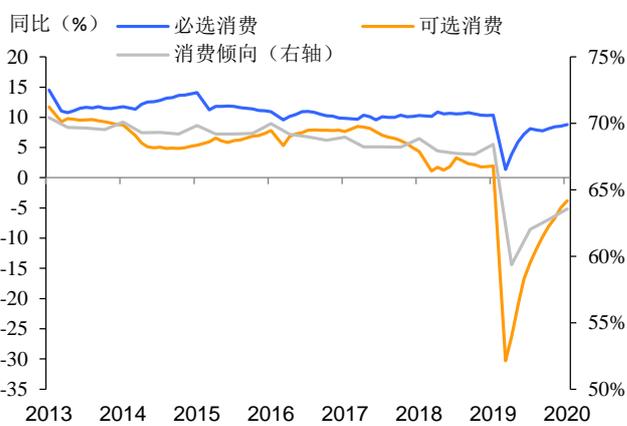
可选消费方面，由于可选消费更易受居民收入水平及消费倾向影响，因此在这两个因素拖累下出现规模下滑。如图5、图6所示，可选消费与居民收入水平及消费倾向的相关性均高于必选消费，因此在2020年前述两因素受疫情冲击情况下（图7、图8），可选消费出现断崖式下滑。又由于可选消费占国内零售额的比重高达77%（图9），故可选消费复苏萎缩对消费形成主要拖累。

图5：可选消费与居民收入的相关性大于必选消费



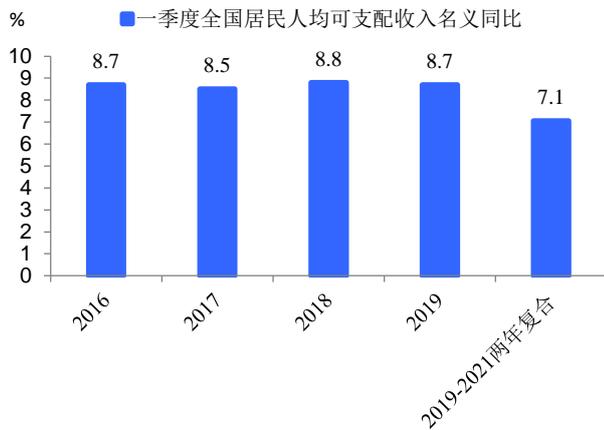
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：可选消费与消费倾向的相关性大于必选消费



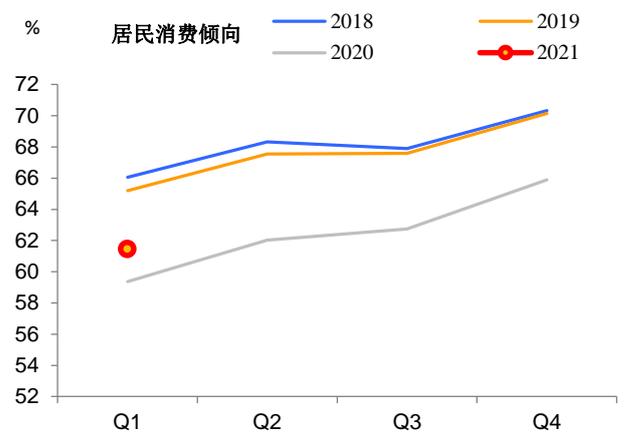
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 全国居民可支配收入尚未恢复至疫情前水平



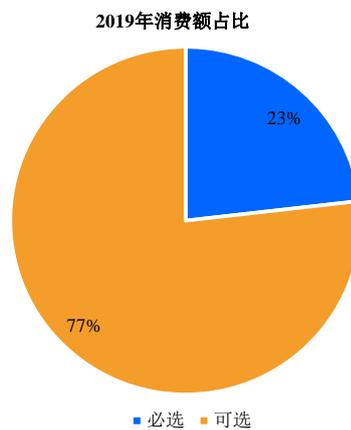
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 居民消费倾向仍显著低于疫情前水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2019 年可选消费品零售额占国内零售的 77%

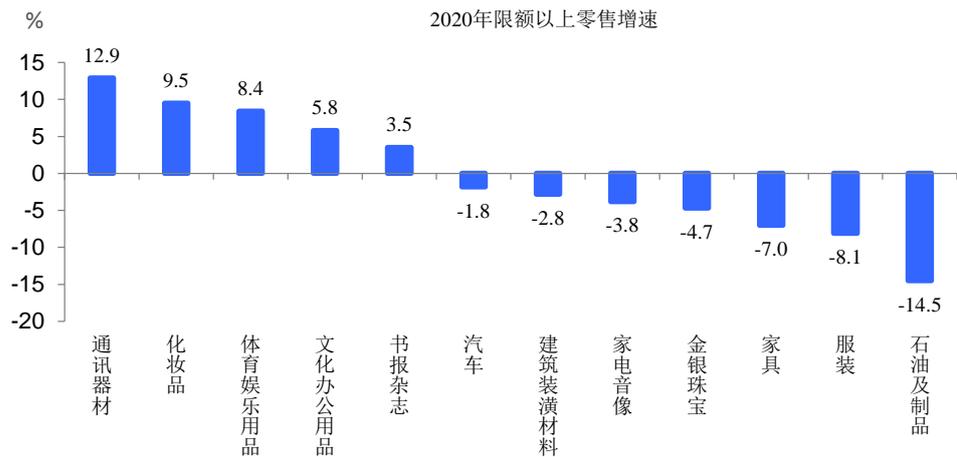


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

可选消费结构上有何亮点?

由于可选消费弹性较大, 因此各细分领域更容易出现分化。2020 年在可选消费品中, 仅有化妆品与办公教育类产品 (如通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品、书报杂志) 实现同比正增长 (图 10)。如果说办公教育类产品零售受益于疫情后居家办公教学, 那么化妆品零售的逆势增长则让人联想到“口红效应”。

图 10: 2020 年通讯器材、化妆品、体育娱乐用品零售增速领先



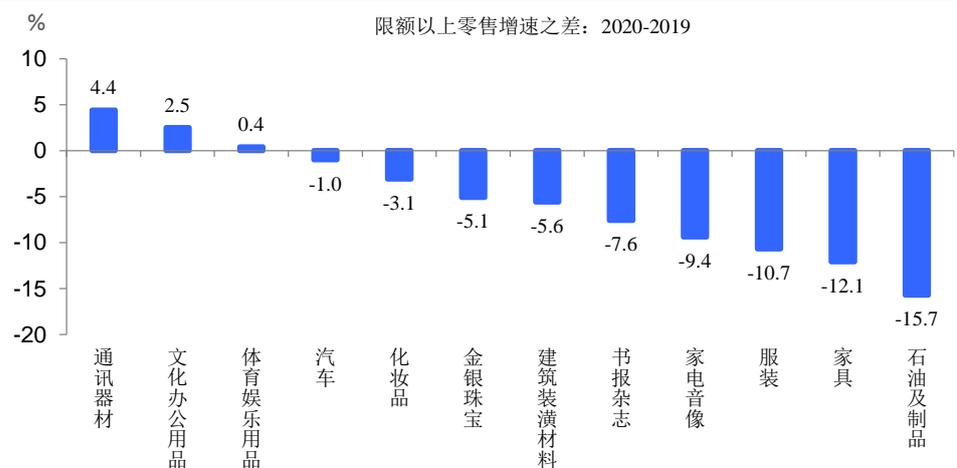
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

疫情后存在口红效应吗?

“口红效应”指的是经济衰退时期人们往往减少大件商品支出（如房、车），从而多出购买价格较低的奢侈品（如口红）的预算，使得这一类商品销售出现逆势增长的一种现象。理论上，“口红效应”在经济衰退期对消费具有一定拉动作用。然而由于疫情的特殊性，2020年“口红效应”并未出现，导致消费复苏更显乏力。

一方面，虽然国内化妆品零售额在2020年实现同比正增长，但与2019年相比增速是放缓的。与之不同的是，居家办公相关用品2020年增速则并未放缓（图11）。

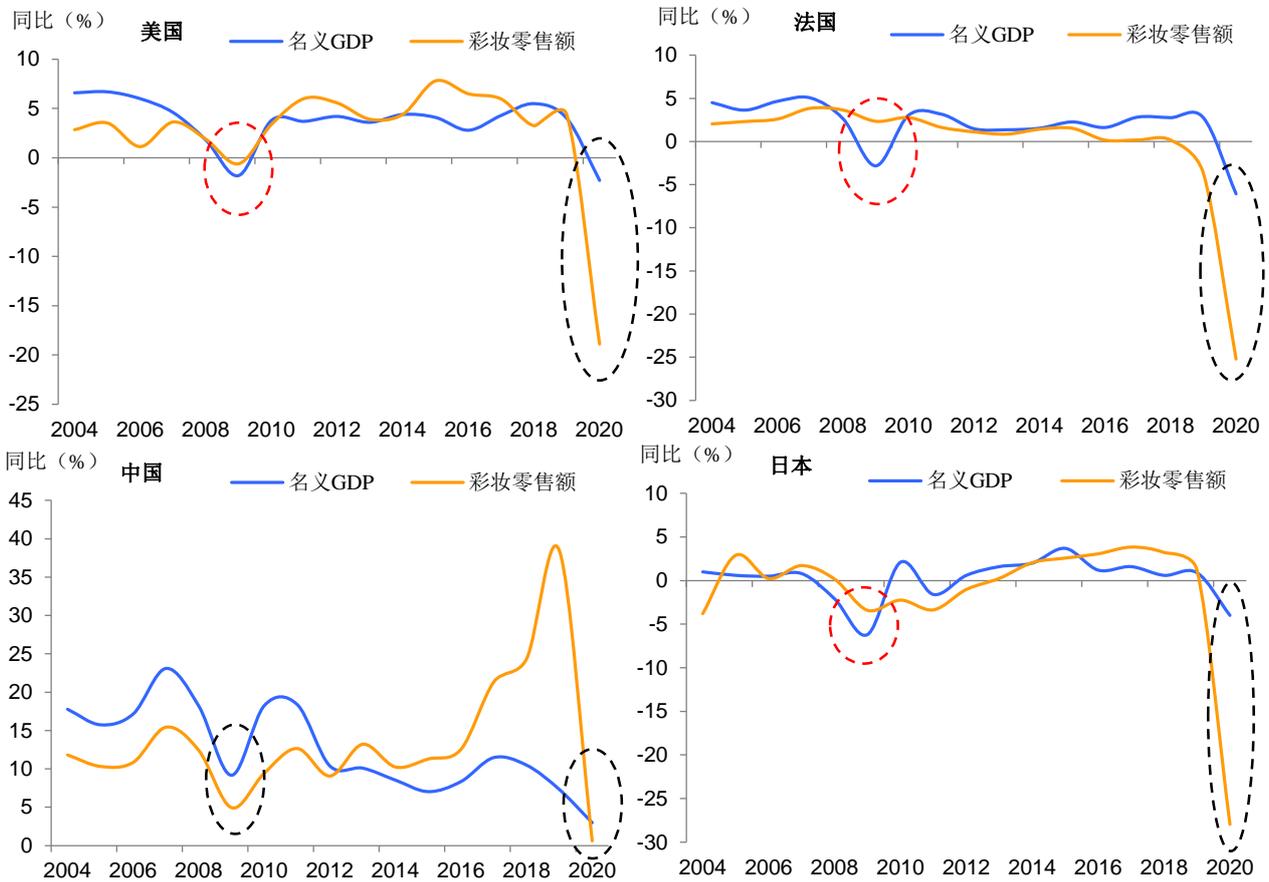
图 11: 只有通讯器材、文化办公用品、体育娱乐用品 2020 年零售增速超过 2019 年



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

另一方面，2020年主要国家彩妆零售额同比均低于名义GDP（图12）。而在2009年全球经济受到金融危机冲击时，以美国、法国、日本为代表的发达国家彩妆零售额同比是高于整体经济的，即可以认为存在过“口红效应”。

图 12: 金融危机期间普遍存在的“口红效应”现象在疫情后表现不明显



数据来源：Bloomberg，欧睿，东吴证券研究所（注：红色虚线框表示化妆品零售同比高于GDP，即可以认为存在“口红效应”，黑色框表示化妆品零售同比低于GDP，可以认为不存在“口红效应”）

为何疫情后不再有口红效应？

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_19770



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn