



Research and  
Development Center

# 消费复苏的瓶颈和希望

## ——分析框架、影响因素和未来展望

2021年08月18日

解运亮

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 消费复苏的瓶颈和希望——分析框架、影响因素和未来展望

2021年08月18日

- **消费研究框架：就业、收入与消费倾向三因素模型。**消费的变化可拆分为三个部分：消费指数（消费同比）=就业同比+收入同比+消费倾向同比。我们构建的消费指数与社零同比的走势十分相似，相关系数达 0.89，验证了这一分析框架的科学性。基于该指数，我国消费呈现三大主要特征，一是收入为核心影响因素，疫情期间收入同比波动较大。二是疫情后半场消费倾向重要性明显提升，当前居民储蓄率仍高于疫情前，有较大修复空间。三是就业表现稳健，我国就业形势总体稳定，对消费影响较小。
- **就业：总量问题不大，结构还有改善空间。**当前失业率已回归历史均值以下，7月小幅反弹主要受毕业季、疫情和汛情因素影响，摩擦性失业暂时上升。今年以来出口表现坚韧，有力支撑就业，但结构上仍有改善空间，一是中低收入人群就业基础较薄弱，农民工外出务工人数仍在恢复。二是疫情冲击在劳动密集行业中余波尚存。三是企业复苏分化，大小型企业用工冷热不均。下半年，预计三季度失业率将小幅上行，四季度再次下降。
- **收入：人均收入持续爬坡，财产收入表现优于工资和经营性收入。**总量上看，人均可支配收入在爬坡，但空间上尚未回归至疫情前。分类来看，城乡居民收入修复路径分化，农村暂时快于城镇，主要原因是城镇生产经营活动受到的影响更大。分项上看，财产与经营收入的分化较明显，缘于大宗商品涨价挤兑了工资收入，同时全球流动性过剩推升了财产收入。
- **消费倾向：居民储蓄意愿有待化解，下半年假日经济因素利好消费倾向。**当前居民储蓄率较高，主观上由于未来收入信心下调，预防性储蓄增加；客观上疫情限制线下消费，被动储蓄增加。K型复苏降低总体消费倾向，导致可选和必选消费出现分化，加剧了结构性问题。短期内储蓄率高位波动或制约消费倾向的上行空间，但下半年存在节假日经济等利好因素。
- **未来展望：消费中枢有望抬升，改善空间有限。**下半年就业、收入与消费倾向均呈改善趋势。就业层面，看好四季度中小企业复苏、中低收入人群就业改善，预计年内失业率中枢不会超过 5.2%。收入层面，降准等政策红利有望作用至实体，企业效益改善将为工资和经营性收入增长留出空间，短期内经济有下行压力、下半年价格有支撑，预计可支配收入稳中有升但上行空间有限。消费倾向层面，“消灭新冠”事与愿违，长此以往，人们或开始真正学会“与病毒共存”，毕竟疫情不知何日散，但生计事业不能一直等。未来居民对疫情的风险感知或趋于下降，防御情绪也可能逐步松解，叠加假日经济等利好因素，看好消费倾向持续修复。
- **风险因素：全球疫情传播恶化；通货膨胀超预期；美联储政策提前收紧等。**

一、消费研究框架 .....	5
1.1 社会消费品零售总额的统计方法 .....	5
1.2 社会消费品零售总额和 GDP 最终消费的异同 .....	5
1.3 影响消费的三大因素：就业、收入和消费倾向 .....	6
二、就业：总量问题不大，结构还有改善空间 .....	8
2.1 失业率已回归疫情前水平，就业结构尚未完全修复 .....	8
2.2 出口支撑就业，重点关注疫情动态与中小企业复苏 .....	10
三、收入：人均收入持续爬坡，财产收入表现优于工资和经营性收入 .....	13
3.1 人均可支配收入仍在爬坡，城乡居民收入存在分化 .....	13
3.2 大宗商品涨价挤兑工资收入，全球流动性过剩推升财产收入 .....	16
四、消费倾向：居民储蓄意愿有待化解，下半年假日经济因素利好消费倾向 .....	19
4.1 居民储蓄意愿仍处高位，既有主观也有客观因素 .....	19
4.2 K 型复苏降低总体消费倾向，导致可选和必选消费出现分化 .....	20
4.3 假日经济因素有望带动下半年消费倾向 .....	23
五、未来展望：消费中枢有望抬升，改善空间有限 .....	25
风险因素 .....	26

## 图目录

图 1：社会消费品零售总额统计方法 .....	5
图 2：社零走势与名义 GDP 同比走势相似（两年平均增速） .....	6
图 3：社零总额和 GDP 最终消费口径不同使得二者走势并不完全一致 .....	6
图 4：基于就业、收入、消费倾向三大因素构建消费指数 .....	7
图 5：消费指数可以良好拟合社零同比变化（两年平均增速） .....	8
图 6：城镇调查失业率已回归至疫情前水平 .....	8
图 7：城镇新增就业人数二季度表现不及疫前水平 .....	9
图 8：外出务工人员同比增速仍为负值（两年平均增速） .....	9
图 9：农村外出务工劳动力人数环比呈年末回落的季节性规律 .....	10
图 10：今年出口金额远超历年水平 .....	10
图 11：2021 年上半年出口订单占比增加 .....	11
图 12：农民工分布中住宿餐饮业的占比环比大幅减少 .....	11
图 13：农民工与农村收入增速缺口扩大（两年平均增速） .....	12
图 14：中小型企业始终在荣枯线附近波动 .....	12
图 15：就业人员平均工作时间均高于往年 .....	13
图 16：就业人员平均工作时间增速放缓 .....	13
图 17：全国人均可支配收入同比增幅边际收窄（两年平均增速） .....	14
图 18：城镇居民收入增速尚未恢复至疫情前水平（两年平均增速） .....	14
图 19：城乡居民收入修复路径分化（两年平均增速） .....	15
图 20：城镇的经营性收入受到的冲击最大（两年平均增速） .....	15
图 21：农村居民经营性收入受到的影响相对较小（两年平均增速） .....	15
图 22：全国居民人均可支配收入分项中财产净收入表现最好（两年平均增速） .....	16
图 23：剪刀差走高，企业利润集中在上游 .....	16
图 24：上游挤压终端利润占比 .....	17
图 25：沪深 300 指数、上证综指较 2020 年初涨幅明显 .....	17
图 26：疫情至今美股快速上涨 .....	18
图 27：我国房产价格整体也有较明显上涨 .....	18
图 28：一线城市二手房市场仍有较高热度 .....	18
图 29：疫情以来未更多储蓄占比与未来收入信心指数呈现明显负相关性 .....	19
图 30：消费场景受限助推了被动储蓄 .....	19
图 31：出行活动有所增加，被动储蓄逐渐释放 .....	20
图 32：未来就业和收入预期决定当前储蓄占比 .....	20
图 33：K 型复苏扩大贫富差距，总体消费倾向下降（两年平均增速） .....	21
图 34：高净值人群规模显著上升 .....	21
图 35：低收入人群的家庭收入指数远低于基准线 .....	21
图 36：社零总额同比增速尚未恢复至疫情前水平（两年平均增速） .....	22
图 37：高端消费回升较快，普通消费回升缓慢 .....	22
图 38：可选消费表现好于必选消费（两年平均增速） .....	23
图 39：商品修复速度好于服务业（两年平均增速） .....	23
图 40：储蓄率占比居高不下 .....	24

图 41: 居民消费支出回升增速不及收入 (两年平均增速) .....	24
图 42: 人均消费支出后半年回升 .....	25
图 43: 下半年消费指数走势与分项预测 .....	26
图 44: 下半年消费指数预测走势 (两年平均增速) .....	26

## 一、消费研究框架

### 1.1 社会消费品零售总额的统计方法

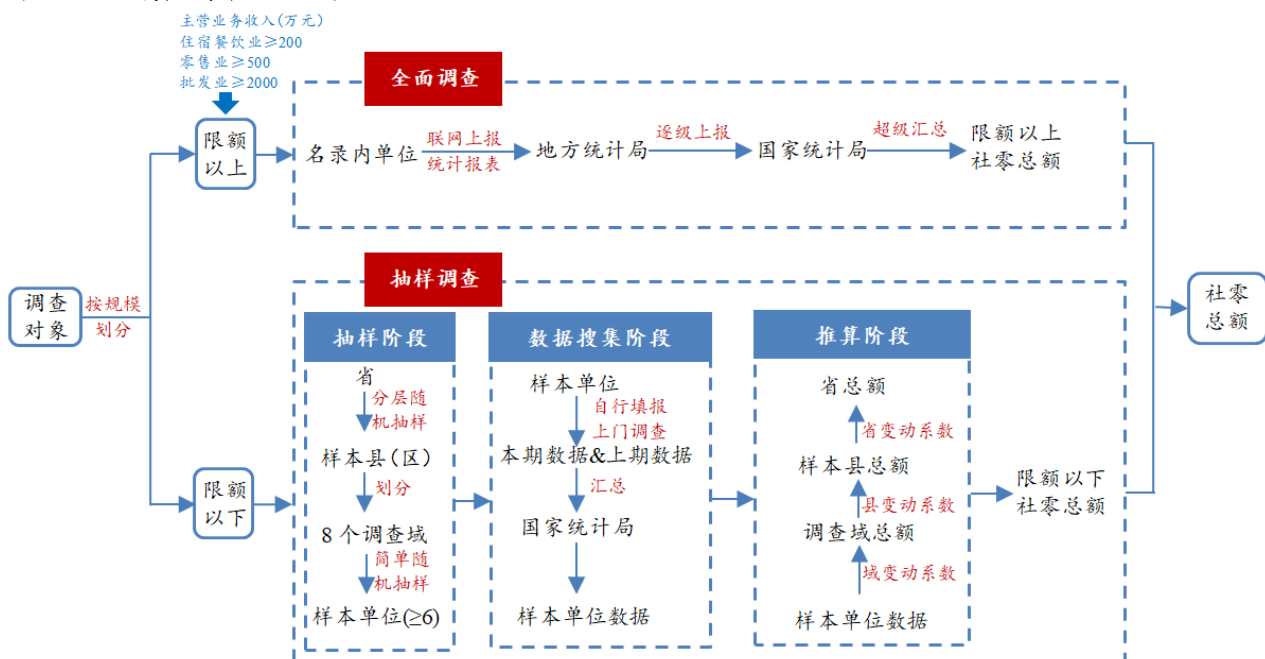
按规模划分，社会消费品零售总额可分为**限额以上单位**和**限额以下单位**两部分零售额。社会消费品零售总额（以下简称“社零”）是指企业通过交易直接售给个人、社会集团用于非生产、非经营的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。社会消费品零售总额的调查对象是从事商品零售活动的批发和零售业、住宿和餐饮业法人企业与个体经营户，以及其他行业法人单位附营的从事消费品零售活动的批发和零售业、住宿和餐饮业产业活动单位。在统计调查中，这些调查对象被划分为两个部分，一部分是限额以上单位，一部分是限额以下单位。

针对不同调查对象，统计局采取不同调查方法。

1) **限额以上单位**，采用**全面调查方法**，直接进行**联网填报**。满足规模要求的调查对象归为限额以上单位，采用的是全面调查方法，调查频率为每月一次。按照国家统计局要求，这部分单位须按月向当地政府统计部门联网直报各项指标数据，最后由国家统计局逐级汇总，得出限额以上单位的社会消费品零售额。

2) **限额以下单位**，采用**抽样调查方法**，进行**科学推算**。限额以下单位采用三阶段抽样调查方法，调查频率为每季度一次。**第一阶段，是抽样阶段**。以省为总体，利用分层随机抽样方法抽取3-6个样本县（区），再将每个样本县（区）内全部限额以下单位划分为8个调查域，每个域采用简单随机抽样方法抽取不少于6个样本单位。**第二阶段，是数据收集阶段**。通过样本单位自行填报或者调查员上门调查的方式，收集样本单位本期、上期零售额数据，整理汇总到国家统计局后，就形成了样本单位数据。**第三阶段，是科学推算阶段**。根据已有数据推算出各域、县、省的变动系数，由下至上逐次推算，得到限额以下单位的社会消费品零售额。最后，结合行政记录，用季度数据推算月度数据。

图 1：社会消费品零售总额统计方法



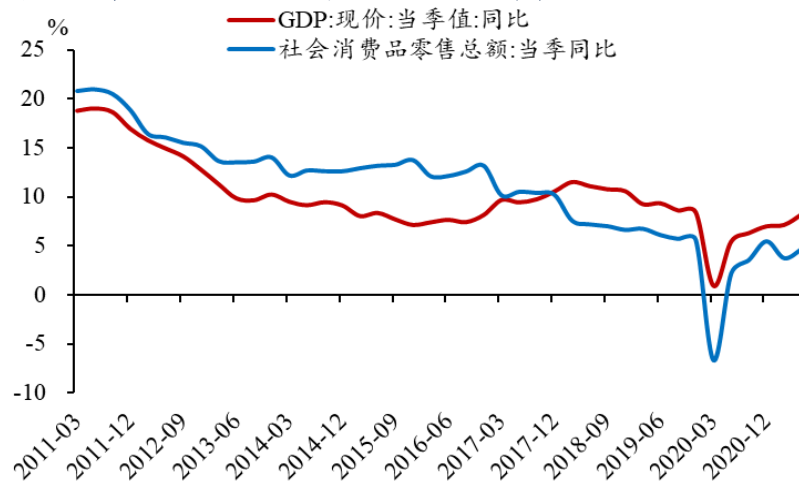
资料来源：万得，信达证券研发中心

### 1.2 社会消费品零售总额和 GDP 最终消费的异同

社会消费品零售总额和 GDP 最终消费支出均为反映消费的统计指标。社会消费品零售总额和 GDP 最终消费支出都是和消费有关的统计指标，都能反映消费的基本发展情况。由于消费属于 GDP 的一部分，因此从整体上看，二者的走势与 GDP 的同比走势基本上是一致的。此外，从数据发布形式来看，二者都属于总量数据，而非人均数据。

由于社零数据每月发布一次，相对而言数据频率更高，虽然社零总额和 GDP 最终消费支出二者不完全等同，但可以相互借鉴，社会消费品零售总额有时可作为 GDP 最终消费支出的替代变量使用。

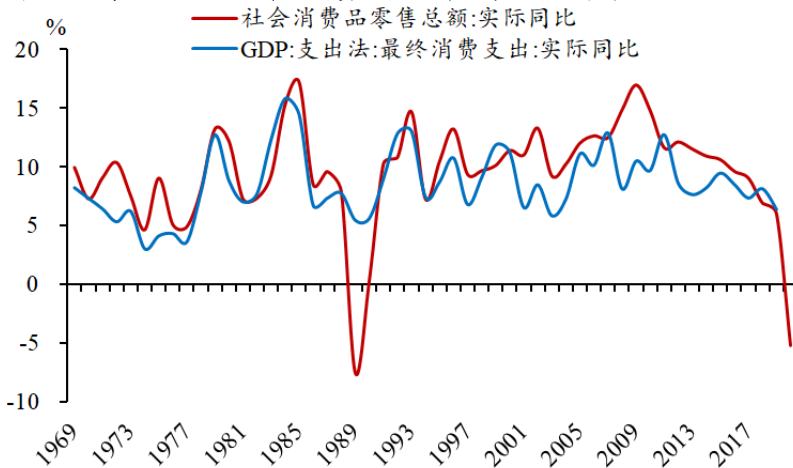
图 2：社零走势与名义 GDP 同比走势相似（两年平均增速）



资料来源：万得，信达证券研发中心

社会消费品零售总额和 GDP 最终消费支出在统计口径、数据频率和统计范围上有所不同。1) 从统计主体上看，二者的不同之处在于，社零总额是从商品供给端来统计，它表示的是企业或单位通过交易取得多少收入金额；而 GDP 最终消费支出主要是从商品需求端来统计，它表示的是居民对货物和服务的消费支出总额。2) 从核算方式和数据发布频率上看，社零总额是对限额以上单位全面调查、对限额以下单位抽样调查，汇总而成，为月频数据；而 GDP 最终消费支出是根据住户调查和财政支出资料推算的，为年频数据。3) 从统计范围上看，社零只包含实物商品消费和餐饮服务，而 GDP 最终消费支出还包含多种服务项、不产生购销金额的虚拟消费和未经交易取得商品的消费行为。此外，社零总额包括居民和所有社会集团消费，而 GDP 最终消费支出只包括政府消费和居民消费。总体而言，社零总额的绝对值要小于 GDP 最终消费支出的绝对值。

图 3：社零总额和 GDP 最终消费口径不同使得二者走势并不完全一致



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 1.3 影响消费的三大因素：就业、收入和消费倾向

消费的变化可拆分为三个部分：就业、收入、消费倾向。消费是居民为满足自身需求，使用其可支配收入进行交易产生的经济行为，我们可以据此搭建消费的分析框架：消费=就业×收入×消费倾向，变化等式可得：

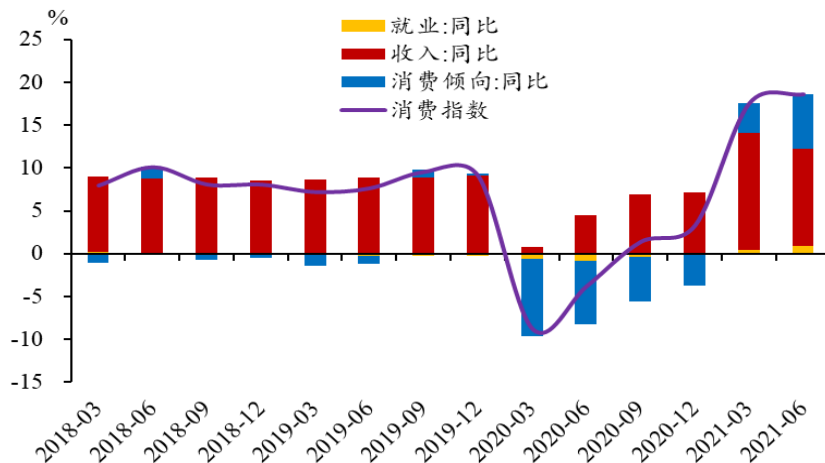
## 消费指数（消费同比）=就业同比+收入同比+消费倾向同比

在指标选取上，就业同比选用“就业人口/劳动人口（就业人口/劳动人口=100%-失业率）”的同比变化来衡量；收入同比选用全国居民人均可支配收入的同比变化来衡量；消费倾向同比选用“人均消费支出/人均可支配收入”的同比变化来衡量。从结果上看，我们构建的消费指数与社零同比的走势十分相似，相关系数达 0.89，验证了这一分析框架的科学性，我们可以利用消费指数来跟踪、观察消费变化情况。

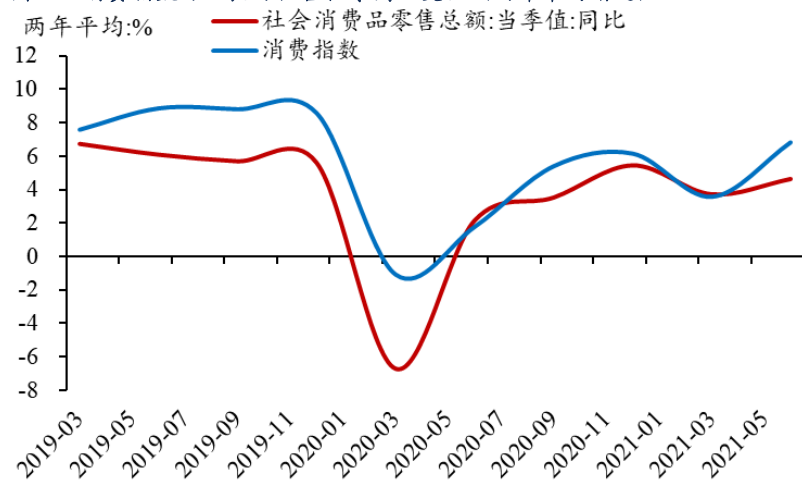
### 基于消费指数，近年来我国消费呈现什么样的特征？

- 1) 收入是影响消费的核心因素。**在疫情之前，我国消费增长主要体现为可支配收入的增长。在疫情期间，尤其是 2020 年一季度，疫情冲击下企业生产停滞、产业链中断，全国居民人均可支配收入同比名义增长 0.8%，扣除价格因素实际下降 3.9%。得益于强有力的疫情防控，我国经济随后重启复苏态势，收入增速重回主导地位。
- 2) 疫情后半场，消费倾向的重要性明显提升。**疫情深刻影响了消费者行为，尤其是大量减少了消费者到商场、影院等密集场所的消费，客观上削弱了消费倾向。主观上，疫情大幅提升了居民的风险感知，催生出较高的储蓄意愿。2020 上半年消费倾向同比在指数中比重甚至超过收入，今年以来储蓄率仍高于疫情前水平，消费倾向有较大修复空间，仍将对未来的消费走势产生重要影响。
- 3) 就业表现十分稳健。**受益于经济体量大、增速较快，以及第三产业发展迅猛、容纳就业不断扩大等因素，近年来我国就业形势总体稳定，就业对消费的影响较小。但在疫情前，我国就业压力已有上升苗头，体现在国际不确定因素增多、国内经济下行压力加大等。疫情放大了上述矛盾，同时打击了实体经济，2020 年 3 月城镇调查失业率一度突破 6%，对消费产生了明显负面影响。今年以来，失业率较去年明显修复，对消费表现为正向影响。

图 4：基于就业、收入、消费倾向三大因素构建消费指数



资料来源：万得，信达证券研发中心

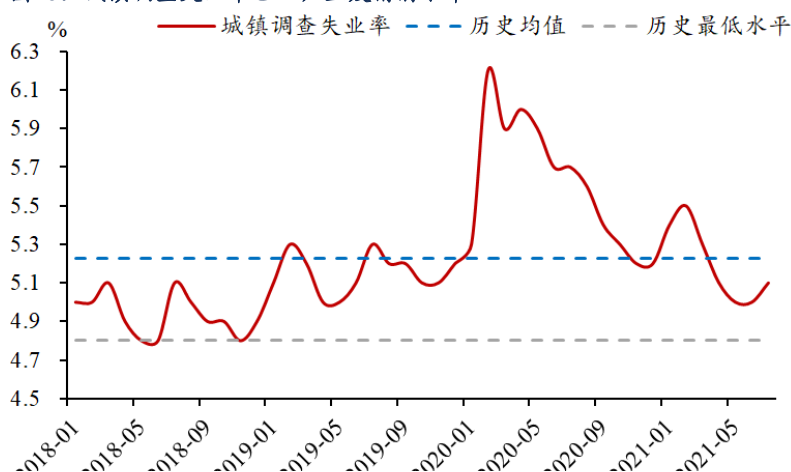
**图 5：消费指数可以良好拟合社零同比变化（两年平均增速）**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 二、就业：总量问题不大，结构还有改善空间

### 2.1 失业率已回归疫情前水平，就业结构尚未完全修复

失业率已回归至历史均值以下，预计下半年失业率总体稳定。7月城镇失业率5.1%，较前值小幅反弹0.1个百分点，主要是因为夏季毕业生规模迎来高峰，叠加洪涝灾害和散点疫情因素，摩擦性失业暂时上升。从增量上看，7月城镇新增就业人数124万人，较去年同期水平增长了15.89%，但与2019年同期相比，其增速仍为负值。考虑到新增就业人数的季节性规律和汛情疫情的影响，我们预计三季度失业率或出现小幅反弹，四季度再次下降。

**图 6：城镇调查失业率已回归至疫情前水平**


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\\_25416](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25416)

