

艰难修复的消费

——2022年宏观经济展望分报告

相关研究:

1. 《外圆内方—2020年中国宏观经济展望》 2020.01.05
2. 《在防疫和复苏间寻求平衡—2020年下半年中国宏观经济展望》 2020.07.23
3. 《回归与重启—2021年中国宏观经济展望》 2020.12.30
4. 《海外复苏美国主导,国内增长动力切换—2021年二季度宏观经济展望》 2021.03.29

分析师: 祁宗超

证书编号: S0500519010001

Tel: 021-50295364

Email: qizc@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点:

□ 限额以上零售分化, 消费艰难修复

从零售消费的主要分类来看,随着全球疫情逐步缓解,汽车芯片供应紧张能够得到很大程度的解决。另一方面,随着服务业及中小企业利润逐步修复,中低收入人群的可支配收入有望进一步回升,从而有助于汽车零售增速的回升。明年上游能源的供需矛盾很大程度上能够逐步得到缓解,石油等大宗商品价格有望高位逐步回落,从而使得石油及制品类零售增速放缓。家电类零售一方面可能受益于疫情好转后可支配收入的上升,另一方面在经济下行压力显现时,行业政策在“房住不炒”的大框架下边际放松,也将有利于地产后周期类零售增速的回升。今年社零增速两年平均复合增速预计为4.0%左右,依然远低于疫情前的8.0%的水平。明年在服务业消费延续复苏,汽车类零售供需改善,地产后周期消费转好等因素驱动下,我们预计明年社零消费增速在低基数的基础上录得7.0%,三年平均增速5.0%。

□ 国际比较视角下,消费由多因素决定

我国当前最终消费占名义GDP的比重远低于欧洲发达国家,与同为东亚的日本韩国相比也更低,这一差别主要体现在私人消费占名义GDP比例上。政府消费占名义GDP比例相对稳定,基本与海外发达国家相当。美国、日本与韩国人均GDP达到1万美元的时期,私人消费占GDP比重依然高于我国。人均GDP相似的发展阶段,消费特别是私人消费呈现出来结构特征并不相似,这可能与各个国家的经济发展模式、居民消费观念和人口结构有关。

中韩两国在城市化率快速提升,投资和出口拉动经济快速发展的阶段,消费占名义GDP比重出现了相似的下行情况。美日两国的居民储蓄率及消费占名义GDP比重长期稳定且差异难见弥合,显示了非经济因素对于一国消费结构的影响。这说明从国际比较视角来看,各国的消费存在共性特征,但也有个性差异,且差异可能并不会随着经济发展而消失。因此,如果单单从我国消费占GDP比重较海外发达国家更低而简单认为这一差距需要被抹平,或者一定会被抹平则忽略了非经济因素的影响,如不同国家居民消费习惯、文化及人口结构的差异。

□ 人口结构变化施压消费增速,短期疫情影响仍在

在疫情前,虽然消费对于GDP增长的贡献率是逐步抬升的,但主要是三驾马车内部的相对力量的转换。从消费的绝对同比增速来看,其实呈现的是逐阶下降的趋势。消费增速的下降可以有许多的原因:包括随着城镇化率的提升、居民可支配收入增速下降、经济增速自身的逐步下台阶等等。其实还有一个我们无法忽视的原因,就是我国人口结构的逐渐变

化。如果不考虑 2008 年全球金融危机对于我国国内消费的影响，我国社零消费增速的见顶基本上同步于我国人口抚养比的见底。虽然人口结构的变化未必是我国近 10 年来消费逐步下降的最主要原因，但也可以看出在很大程度上使得我国消费增速的承压。

社零中的餐饮消费是服务消费的一个缩影。疫情对于餐饮消费的影响较大，原因也较容易理解，因为动态“清零”和分级精准防控等政策一定程度上影响了居民的出行及外出就餐等行为。同时，相较于商品零售，餐饮消费还有两个较大的不同：第一，餐饮消费需求是即时的，因疫情消失的餐饮需求很难回补，例如去年因疫情减少的出游和就餐，今年也不会进行两次，因为约束除了有可支配收入外，还有时间约束。第二，餐饮消费需求相对于商品需求而言更不具有刚性，当可支配收入下降或者未来具有不确定性时，餐饮需求可能会首先被压缩。

□ 风险提示：

疫情发展超预期，通胀超预期，服务业及中小企业修复不及预期。

正文目录

1 细分项下的消费展望	4
1.1 汽车类回落，家电类疲弱.....	4
1.2 疫情影响服务，商品延续修复.....	5
2 国际比较视角下的消费	6
2.1 我国消费的结构特征.....	6
2.2 经济中消费占比的影响因素.....	10
2.3 国际比较下我国消费发展启示.....	13
3 消费的中期趋势与短期波动	14
3.1 社零的中期回落与人口结构.....	14
3.2 疫情对消费影响仍未散去.....	17

图表目录

图 1 限额以上主要商品零售增速 (%)	5
图 2 消费基本成为拉动经济增长的主要因素	7
图 3 新世纪的头 20 年社零增速经历了先升后降的趋势.....	7
图 4 我国人均 GDP 突破一万美元 (美元)	8
图 5 最终消费占名义 GDP 比例 (%)	9
图 6 政府消费占名义 GDP 比例 (%)	9
图 7 私人消费占名义 GDP 比例 (%)	10
图 8 上世纪八十年代韩国城市化率快速上升	11
图 9 韩国八十年代消费占比下降伴随着投资占比上升.....	12
图 10 我国零售销售增速依然高于主要发达经济体 (%)	12
图 11 储蓄率的差异一定程度反映了消费占比差异 (%)	12
图 12 消费占比与消费增速的趋势存在差异 (%)	14
图 13 投资、出口与消费增速变化的相对差异 (%)	15
图 14 居民可支配收入增速能较好解释社零增速的变动.....	15
图 15 2011 年我国人口抚养比迎来拐点.....	16
图 16 我国第一波婴儿潮将陆续转变为非劳动力人口	16
图 17 消费两年复合增速低位震荡 (%)	17
图 18 餐饮收入两年零增长 (%)	18
图 19 网上零售增速受疫情冲击较小 (%)	18

新冠肺炎疫情发生以来，我国经历了因经济停摆而导致的快速衰退，而后随着疫情逐步得到控制主要经济变量也相继向疫情前的水平修复，部分变量的两年平均增速甚至一度超越疫情前的水平。消费及制造业投资由于本身属于慢变量，在去年下半年以来的复苏进程显得相对较为缓慢。但今年以来，二者的修复趋势也发生了分化，至 11 月份，二者的同比增速虽然因基数抬升的原因而逐步回落，但制造业投资的两年平均增速仍然处于上行趋势，且达到了疫情前的水平，而消费的两年平均增速(4%)远没有达到疫情前的水平(8%)，且呈现出低位震荡的趋势。可以说，消费是近两年中表现较为疲弱的变量。

此外，可以从国际比较的视角下考察一下我国消费的中期趋势。总结来看，我国当前最终消费占名义 GDP 的比重远低于欧洲发达国家，与同为东亚的日本韩国相比也更低，这一差别主要体现在私人消费占名义 GDP 比例上。政府消费占名义 GDP 比例相对稳定，基本与海外发达国家相当。发达国家人均 GDP 相似的发展阶段，消费特别是私人消费呈现出来结构特征并不相似，这可能与各个国家的经济发展模式、居民消费观念和人口结构有关。同时，人口结构的变化也对我国消费增速产生了一定的压力，我国社零消费增速的见顶基本上同步于我国人口抚养比的见底。短期来看，疫情对于消费的影响仍未消失，预计明年随着疫情进一步好转，消费有望继续修复，在低基数影响下录得 7.0%左右的增速，三年平均增速 5.0%。

1 细分项下的消费展望

1.1 汽车类回落，家电类疲弱

统计局月度公布的社会零售品消费总额数据主要包含商品消费和餐饮消费，其中餐饮消费占比大概在一成左右，其中餐饮消费受疫情冲击影响较大，商品消费中我们还可以进一步探究其细分结构。由于统计局仅公布限额以上企业消费品零售总额的分项数据，而限额以上企业商品零售总额趋势与整体的社零消费相近，因此我们可以通过研究限额以上企业商品零售的分项情况来近似观察社零消费中的分项商品消费情况。

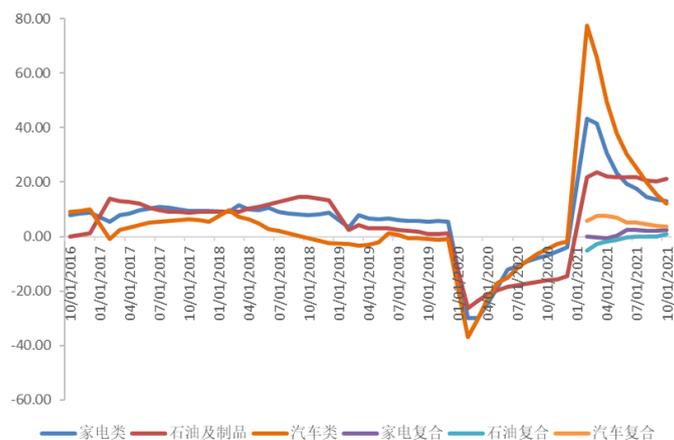
在限额以上企业商品零售分项中，在疫情前的 2019 年，占比排名靠前的前五项分别是汽车类(28.4%)，粮油食品、饮料烟酒类(14.8%)，石油及制品类(14.5%)，服装鞋帽、针纺织品类(9.8%)以及家用电器和影像器材类(6.6%)。由于粮油食品、烟酒饮料类和服装鞋帽、针纺织品类增速相对稳定，我们主要

考察汽车类、石油及制品类以及家用电器和影响器材类的增速变化。

汽车类消费零售在限额以上企业商品零售中占比最大，疫情前2019年增速已经持续下行，并出现负增长。今年以来，在低基数的影响下，汽车类消费零售同比增速维持高增长，但增速逐步回落。从两年平均复合增速来看，从4月的7.5%逐步回落至10月的3.5%，降幅明显。全年来看，电力供应紧张、原材料价格高位运行以及车规级芯片供应紧张等不利因素，对汽车行业整体产生一定的负面影响，但新能源汽车产销连创新高，月产销已接近40万辆水平，1-10月渗透率继续提升至12.1%。同时，受海外市场恢复及新能源汽车出口增长的拉动，10月汽车出口也又一次刷新历史记录。

石油及制品类零售10月两年平均复合增速为0.9%，接近疫情前的水平。支撑今年石油及制品类零售增速的一个重要原因是，今年以来石油等大宗商品价格的上涨。家电类零售10月两年平均复合增速录得2.6%，距离疫情前5.6%的水平仍有一段距离，但上行修复的趋势仍在延续。家电类零售作为地产后周期类消费，很大程度上受到房地产行业及销售状况的影响，今年以来地产行业的严格监管以及销售遇冷，在一定程度上限制了家电类零售增速的修复。

图1 限额以上主要商品零售增速 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

1.2 疫情影响服务，商品延续修复

今年以来，我国的防疫政策在不断积累经验的同时，努力实现防疫和稳增长平衡。一方面提升疫苗的接种率，另一方面落实动态“清零”政策。因此，

下半年以来虽然各地有零星疫情确诊病例，但也很快得到控制。但另一方面动态“清零”政策对于服务消费以及部分商品消费仍有较大影响。11月底新发现的 Omicron 新毒株导致了一些国家更加严格的封闭管理和旅行限制，引发了市场对于经济修复进程放缓的担忧。

短期来看，由于 Omicron 新毒株还具有许多不确定性，致病性、致死率及疫苗的有效性仍需要时间检验，因此市场避险情绪上升。海外一些国家采取更加严格的入境限制也将不可避免地阻碍全球经济复苏的进程，如果新毒株被确认具有更强的致病性，未来全球封闭管理措施可能不可避免地收紧，全球需求可能再次承压。我国仍将继续实行动态“清零”和规模检测的防疫政策，意味着服务消费的修复仍将是个缓慢的过程。

从零售消费的主要分类来看，随着大趋势下全球疫情逐步缓解，汽车芯片供应紧张能够得到很大程度的解决。另一方面，随着服务业及中小企业利润逐步修复，中低收入人群的可支配收入有望进一步回升，从而有助于汽车零售增速的回升。明年上游能源的供需矛盾很大程度上能够逐步得到缓解，石油等大宗商品价格有望高位逐步回落，从而使得石油及制品类零售增速放缓。家电类零售一方面可能受益于疫情好转后可支配收入的上升，另一方面在经济下行压力显现时，行业政策在“房住不炒”的大框架下边际放松，也将有利于地产后周期类零售增速的回升。今年社零增速两年平均复合增速预计为 4.0% 左右，依然远低于疫情前的 8.0% 的水平。明年在服务业消费延续复苏，汽车类零售供需改善，地产后周期消费转好等因素驱动下，我们预计明年社零消费增速在低基数的基础上录得 7.0%，三年平均增速 5.0%。

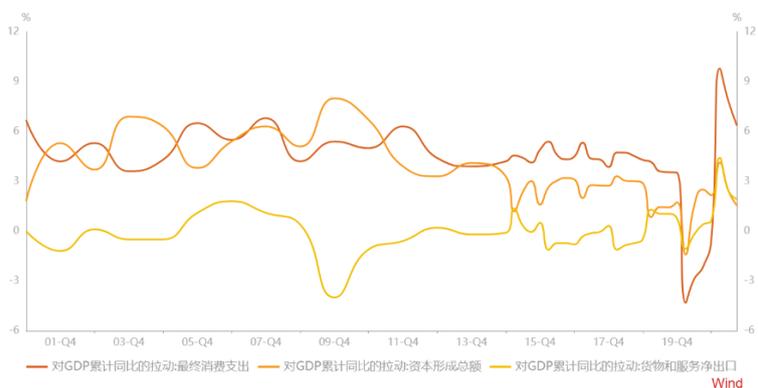
2 国际比较视角下的消费

2.1 我国消费的结构特征

如果简单回顾新冠疫情发生前 10 年我国的消费情况，可能会得出两个很直观的印象：一、消费已经成为拉动我国 GDP 增速的主要变量；二、社会零售品销售总额增速自 2011 年 20% 左右的水平逐级下降至疫情前 8% 左右的水平。直观印象一对应着近年来我国经济结构由出口投资向消费拉动转型的观点，直观印象二则对应着我国经济增速在疫情前十年中也是逐年下台阶的。再向前回顾一点时间，我们会发现社零增速在 2000 年后也经历了从 8% 左右的水平攀升至 20% 左右水平的时期，这期间伴随着我国加入世贸组织、城镇化

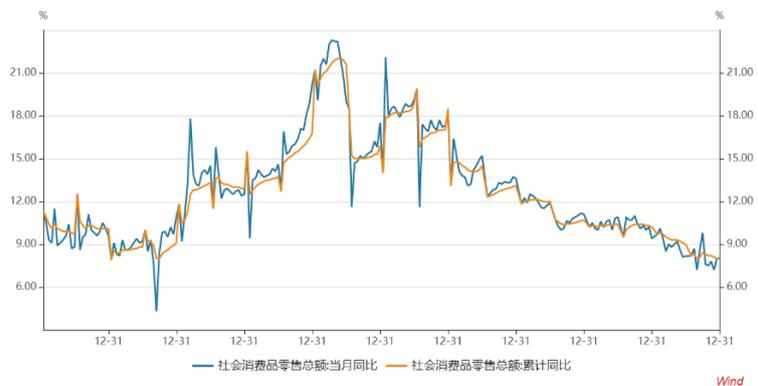
迅速发展的阶段。那么，从中长期来看，消费对于我国经济增长拉动的空间还有多大，中长期来看我国社零增速的趋势何时能够探底，回答这些问题前，我们可能需要将视野放到全球，去看看是否有相似的现实可以借鉴参考。

图 2 消费基本成为拉动经济增长的主要因素



资料来源：湘财证券研究所、Wind

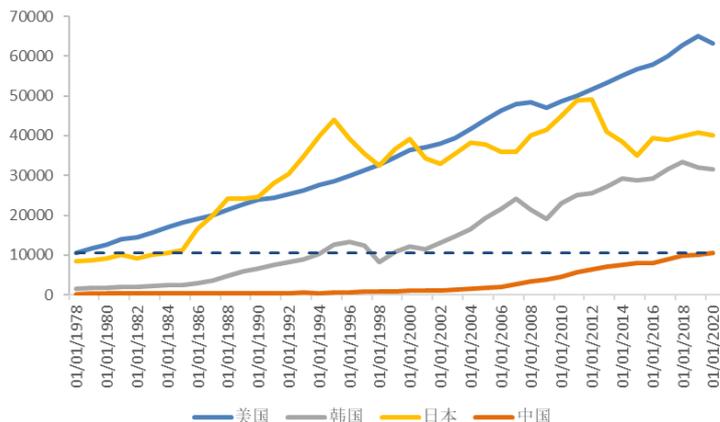
图 3 新世纪的头 20 年社零增速经历了先升后降的趋势



资料来源：湘财证券研究所、Wind

我们挑选美国、日本和韩国来考察它们历史上的经济增长及消费表现，选取这三家作为参考案例是因为，经济体量上我国和美国最为接近，而同为东亚国家，我国居民的消费储蓄习惯同日本和韩国可能较为接近。我国虽然已经成为世界第二大经济体，但是从人均角度来看，同世界主要发达经济体仍然存在差距。2019 年我国人均 GDP 首次突破 1 万美元，2020 年小幅上升，达到了 10434.92 美元，相当于上世纪美国七十年代末、日本八十年代初、韩国九十年代中的水平。

图 4 我国人均 GDP 突破一万美元（美元）



资料来源：湘财证券研究所、CEIC

再考察四个国家最终消费占名义 GDP 的比例。可以看到，美国最终消费占名义 GDP 比例在 2000 年以来一直保持在 80% 以上。其次是日本，2000 年以来最终消费占名义 GDP 比例一直保持在 70% 以上。韩国则基本保持在 65% 左右。我国最低，近 5 年基本保持在 55% 左右的占比。如果从 1978 年以来更长的视角来看，美国最终消费占名义 GDP 比例从 76% 持续上行至 2009 年的高点 85%，随后略有下行，但基本保持稳定。日本上世纪八十至九十年代，最终消费占名义 GDP 的比重基本维持在 65% 左右，随后持续上行至 2013 年的 78%，近几年有所回落，基本维持在 75% 左右的水平。韩国在上世纪八十年代最终消费占名义 GDP 比例从 75% 下行至 59%，随后震荡上行但基本维持在 65% 左右的水平。我国在上世纪九十年代最终消费占名义 GDP 比例维持在 60% 左右，2000 年后经历了一波明显的下行趋势，最低探至 2010 年的 49%，过去十年缓慢攀升至 55% 左右的水平。

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_35345



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn