

如何理解当前形势下的消费

——宏观经济周度观察

投资周报

受疫情影响，2020年1-2月消费增速大幅下滑。国内疫情防控采用全面隔离的措施，商店关门，人们出行受限，疫情从供需两端冲击消费，2020年1-2月社会消费品零售总额同比下降20.5%，创历史新低。其中，必选消费表现好于可选消费，粮油、食品类零售额同比增长9.7%，汽车、家具零售额同比分别减少37%、33.5%。

政策陆续出台，促进消费回补和潜力释放。2月21日召开的政治局会议提到“要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放”，以此为信号，近期相关政策陆续出台，主要分为以下几类：(1) 平衡疫情防控与经济活动，推进各地复产复工、恢复营业。(2) 政府发放消费券。(3) 刺激汽车、家具、家电等可选消费。(4) 振兴受疫情影响严重的文旅、餐饮消费。江西省甚至试行“周末2.5天弹性作息+景区门票优惠”来加快振兴疫后旅游消费。

虽然刺激消费政策有利于短期加速释放被疫情抑制的消费需求，但中长期来看，很难通过刺激消费来稳增长：

(1) 影响消费最主要的因素是收入，经济增速回落压力下，收入、消费增速亦会承压。

(2) 疫情从经济、产业链、海外风险传导三个层面冲击就业，历史上就业压力增加的时候，消费往往承压。最近一轮经济短周期中，PMI从业人员指数从2017Q3的49.1%下滑至2019Q3的47.6%，社零实际增速从2017Q3的9.3%下滑至2019Q3的6.4%。

(3) 消费券短期可以促进消费恢复，但会受制于地方财政收入紧张。通过地方财政带动居民消费的同时，其他领域的支出会相应减少，比如，政府消费支出增速也会随之下降，而政府消费支出占最终消费支出比例超过25%。

(4) 疫情之后，消费增速会逐渐恢复至正常水平，但为了应对本轮疫情，国内采取全面隔离的措施，很多人都是第一次经历，疫情之后，人们可能不会出现“报复性消费”行为，反而可能会削减消费、增加预防性储蓄。

(5) 消费刺激政策大都从需求端出发，效用会边际递减，且受制于债务水平高企。经过过去几轮刺激，居民债务占可支配收入比例从2013年末的79.7%飙升至2019年末的128.6%，居民部门杠杆率从2013年末的33.5%上升至2019年末的55.8%。

● 风险提示：海外疫情全面扩散；政策不及预期

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

相关报告

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选

2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪

2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元”

2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告：三大攻坚战收官之年将至，宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

目 录

1、 如何理解当前形势下的消费.....	3
2、 海外经济观察：疫情影响已经反映到经济数据中.....	8
3、 国内高频数据观察.....	9
3.1、 生产指标普遍回升.....	9
3.2、 商品房销量略有改善.....	10
3.3、 猪肉、蔬菜、原油价格下降.....	10
3.4、 央行未跟随美联储降息.....	11
3.5、 美元指数破百，人民币汇率贬值.....	12
4、 参考文献.....	13

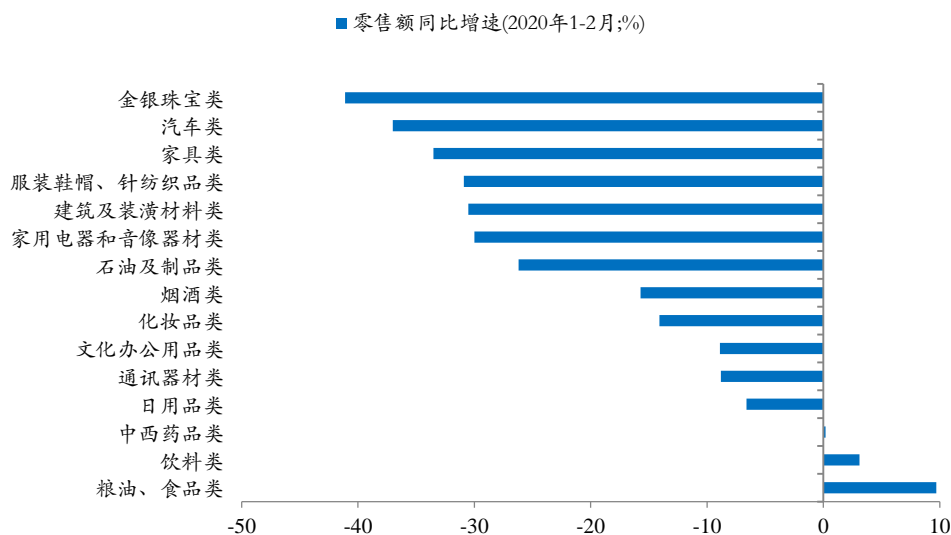
图表目录

图 1: 2020年1-2月汽车、家具等可选消费零售额同比大幅负增长.....	3
图 2: 名义GDP增速与收入增速高度相关.....	5
图 3: 海外主要经济体3月ZEW经济景气指数大幅下滑.....	5
图 4: 历史上就业压力增加的时候，消费往往承压.....	6
图 5: 次贷危机后，美国储蓄率回升.....	8
图 6: 近年来居民债务占可支配收入比重和居民部门杠杆率快速上升.....	8
图 7: 近期美国每日经济政策不确定性指数飙升.....	9
图 8: 发电耗煤量回升（万吨）.....	9
图 9: 汽车全钢胎和半钢胎开工率回升（%）.....	10
图 10: 二三线城市商品房销量同比降幅收窄（%）.....	10
图 11: 猪肉价格下跌.....	11
图 12: 原油价格暴跌（美元/桶）.....	11
图 13: 美元指数上涨.....	12
图 14: 人民币汇率贬值.....	13
表 1: 近期部分消费刺激政策梳理.....	4
表 2: 2020年各地财政预算收入增速普遍出现了下调.....	7
表 3: 央行公开市场操作（2020.3.16-2020.3.20）.....	12

1、如何理解当前形势下的消费

受疫情影响，2020年1-2月消费增速大幅下滑。国内疫情防控采用全面隔离的措施，商店关门，人们出行受限，疫情从供需两端冲击消费，2020年1-2月社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比下降20.5%，创历史新低。其中，必选消费表现好于可选消费，粮油、食品类零售额同比增长9.7%，汽车、家具零售额同比分别减少37%、33.5%。

图1：2020年1-2月汽车、家具等可选消费零售额同比大幅负增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

政策陆续出台，促进消费回补和潜力释放。2月21日召开的政治局会议提到“要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放”，以此为信号，近期相关政策陆续出台，主要分为以下几类：**(1) 平衡疫情防控与经济活动，推进各地复产复工、恢复营业。**其实加快复工复产本身也是在促进消费回补，例如，2020年是地产竣工大年，受疫情影响，2020年1-2月地产竣工同比下降22.9%，加快建筑业复工复产有利于地产竣工的修复，进而带动相关产业链上家电、家具、建材消费。**(2) 政府发放消费券。**近期南京、济南、宁波推出了不同形式的消费券，而2009年为了应对全球金融危机，杭州曾发放过消费券来刺激文化旅游、社会商品等消费，杭州社零增速从2009年3月末的11.1%回升至2019年末的15.8%，4.7个百分点的升幅远超过同期全国社零增速升幅（0.9个百分点）。**(3) 刺激汽车、家具、家电等可选消费。**在国务院联防联控机制18日举行的发布会上，商务部表示“将会同有关部门进一步研提促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施，促进汽车限购向引导使用政策转变，支持引导各地制定奖补政策，鼓励企业开展电子产品以旧换新”。**(4) 振兴受疫情影响严重的文旅、餐饮消费。**江西省甚至试行“周末2.5天弹性作息+景区门票优惠”来加快振兴疫后旅游消费。

表1：近期部分消费刺激政策梳理

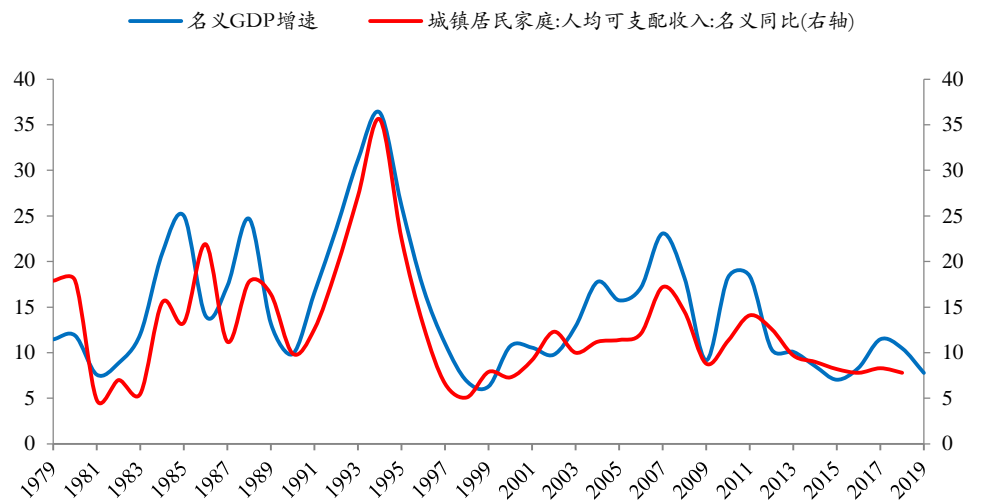
时间	政策主要内容
2020年2月21日	政治局会议提到“要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放”。
2020年2月24日	海南省儋州市下发《关于干部职工带头消费支持中小企业渡过难关的倡议书》，提倡全市机关干部职工要积极行动起来，参与到消费行列中，发动身边亲朋好友参与消费，倡导日常消费选择在我市消费，用实际消费行动支持我市中小企业的复苏。
2020年3月2日	济南将开展惠民消费活动，面向景区、旅行社、影院、演艺场所、书店等推出2000万元消费券，拉动文旅消费。
2020年3月5日	浙江建德市宣布，将向外地游客发放1000万元旅游消费券，每人可领面值500元，可用于住宿、景点、餐饮等，外地游客扫码即可领取。
2020年3月6日	辽宁省政府发布《支持文化和旅游企业共渡难关若干政策措施》，其中提到“鼓励向大众发放惠民文化和旅游消费券”。
2020年3月8日	浙江省文化和旅游厅计划将于疫情结束、景区安全有序开放后，省、市、县三级联动，发放1000万元的旅游消费抵用券和1亿元的“百县千碗”美食消费券。
2020年3月11日	珠海市政府提到“支持商贸服务业做大做强，探索发行消费券、惠民券等政策手段，鼓励商贸文旅企业组织开展美食节、购物节、文化旅游季等促销活动，促进消费潜力释放”。
2020年3月12日	浙江省文化和旅游厅副厅长表示，浙江将推出总价达10亿元的文旅消费券和1亿元的文旅消费大红包。
2020年3月13日	宁波市政府发放1亿元消费券，释放居民消费潜力，实现消费恢复增长，还将推出健身消费券，市民凭券可免费使用场馆场地设施健身。
2020年3月13日	南京市民和困难群体发放总额度3.18亿元消费券，通过政府引导与商家促销相结合，形成现实购买力，推动服务业全面复苏。
2020年3月13日	23部委联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，分别从大力优化国内市场供给、重点推进文旅休闲消费提质升级、着力建设城乡融合消费网络、加快构建“智能+”消费生态体系、持续提升居民消费能力、全面营造放心消费环境六大方面，提出共19条举措，并在疫情结束后帮助文化产业和旅游产业有效应对疫情、渡过难关、有序恢复营业。
2020年3月18日	国家发改委就业收入分配和消费司司长哈增友表示，当务之急是进一步压实地方政府推进复产复工、恢复营业的主体责任，在做好疫情防控的前提下抓紧取消过度管控的做法和规定，尽快让消费热起来、让经济活起来。
2020年3月18日	商务部消费促进司表示将会同有关部门进一步研提促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施，促进汽车限购向引导使用政策转变，支持引导各地制定奖补政策，鼓励企业开展电子产品以旧换新。
2020年3月19日	江西省发布《江西省人民政府关于打好“组合拳”提振旅游消费的通知》，推行周末弹性作息。各地各单位要结合实际，优化工作安排，今年二季度试行周末2.5天弹性作息，积极引导干部职工周末外出休闲度假。加大景区门票减免的惠民力度，全省5A级、4A级旅游景区和5A级乡村旅游点对星期五下午进入景区游览的游客给予门票半价优惠。

资料来源：中国政府网，新华社，Wind，新时代证券研究所

虽然刺激消费政策有利于短期加速释放被疫情抑制的消费需求,但中长期来看,很难通过刺激消费来稳增长:

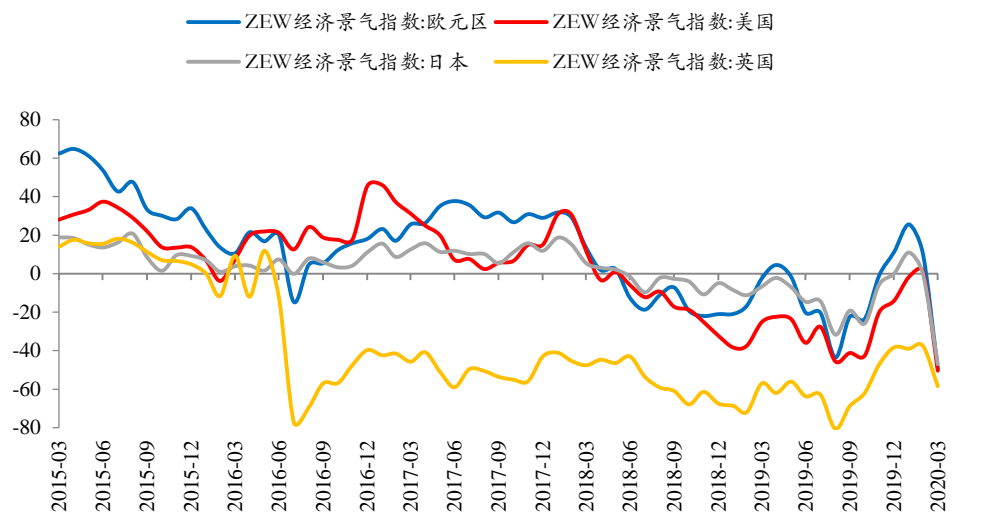
(1) 影响消费最主要的因素是收入,经济增速回落压力下,收入、消费增速亦会承压。国内疫情已经对一季度经济造成了损伤,同时,由于海外疫情愈演愈烈,各国医疗条件、应对疫情的态度与方式各异,海外疫情发展趋势与经济增长前景的不确定性大幅增加,目前海外主要经济体公布的3月ZEW经济景气指数、Sentix投资信心指数、消费信心指数等指标已经出现了断崖式下跌,外需的回落很可能会对国内经济造成二次冲击,进而压制收入、消费增速。另外,根据永久收入假说,影响消费的是终生收入,经济增速回落下,居民预期以后的收入可能减少,也会抑制消费。

图2: 名义GDP增速与收入增速高度相关



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

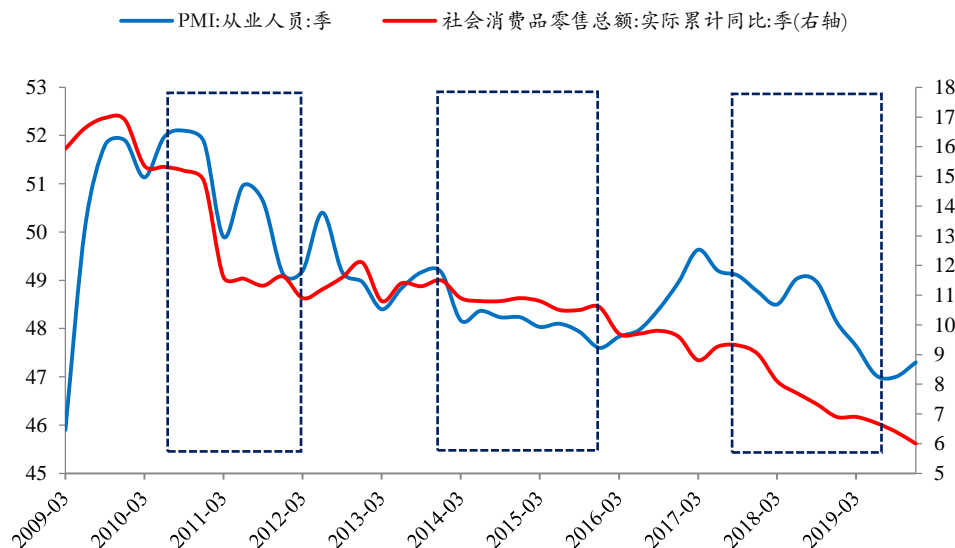
图3: 海外主要经济体3月ZEW经济景气指数大幅下滑



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

(2) 疫情从经济、产业链、海外风险传导三个层面冲击就业，历史上就业压力增加的时候，消费往往承压。2020年新冠肺炎疫情在国内外扩散，稳就业再迎挑战。疫情从三个方面冲击国内就业：(1) 冲击经济。稳增长就是稳就业，国内疫情导致一季度经济供给需求双收缩，海外疫情可能导致二季度外需收缩，就业是经济的滞后指标，未来就业压力可能增大。(2) 冲击全球产业链。受疫情影响大的产业链上的部分企业面临现金流紧张甚至破产、倒闭风险，企业会将这种经营压力通过降薪裁员传导至居民部门。(3) 海外风险传导。若美国发生信用风险与信用收缩、债务风险与股市风险、信用风险与经济下行等负反馈，增加全球经济与市场不确定性，则风险可能传导至国内，这种不确定性本身就会降低企业生产经营预期，从而减少就业岗位供给。历史上就业压力增加的时候，消费往往承压，最近一轮经济短周期中，PMI从业人员指数从2017Q3的49.1%下滑至2019Q3的47.6%，社零实际增速从2017Q3的9.3%下滑至2019Q3的6.4%。

图4：历史上就业压力增加的时候，消费往往承压



资料来源：Wind，新时代证券研究所

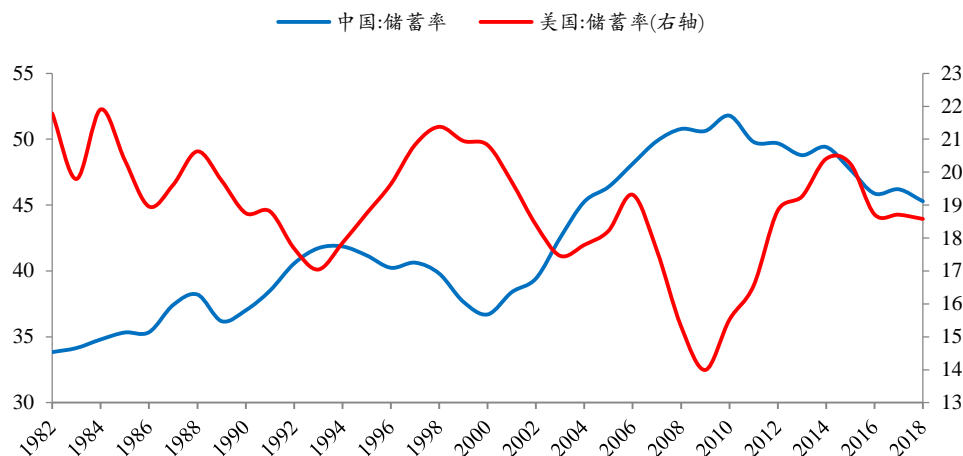
(3) 消费券短期可以促进消费恢复，但会受制于地方财政收入紧张。根据财政部发布的《关于规范地方政府消费券发放使用管理的指导意见》，地方政府消费券是指由地方各级政府在本级预算(含当年预算收入和以前年度预算资金结余)中安排发放的用于兑换商品(或服务)的有价支付凭证。归根结底，发放消费券的能力与地方财政实力密切相关，不宜高估消费券拉动消费的力度，因为金融危机时期，财政收入增速最差的一年也有两位数，而2019年财政收入增速已经降至3.8%，为1990年以来最低，经历了2019年2万亿元左右的减税，加之经济增速下行压力，财政的压力是显而易见的，从地方两会的预算目标来看，预算收入增速普遍出现了下调，中央也号召大家准备过紧日子，也就是要节省开支。通过地方财政带动居民消费的同时，其他领域的支出会相应减少，比如，政府消费支出增速也会随之下降，而政府消费支出占最终消费支出比例超过25%。

表2：2020年各地财政预算收入增速普遍出现了下调

财政收入预算目标	2019年	2020年
下调		
北京	4%	0（与上年持平）
上海	5%	0（与上年基本持平）
新疆	5%左右	3%左右
山西	6.3%以上	2%
黑龙江	2.5%	2%
宁夏	7%左右	2%左右
江苏	4.5%左右	2.5%左右
甘肃	6%左右	5%左右
福建	3%左右	2%左右
重庆	3%左右	1%
广东	6%	4%
西藏	12.40%	3%左右
安徽	7.5%-8%	6.5%
陕西	6%	3%左右
辽宁	6.5%左右	2%左右
江西	5%	4.3%
青海	7%	6-6.5%
浙江	6.5%	6-6.5%
山东	5%	1%
海南	8%	6.5%
上调		
河北	6%	6.5%
持平		
贵州	2%	2%
河南	7%	7%
广西	5%	5%

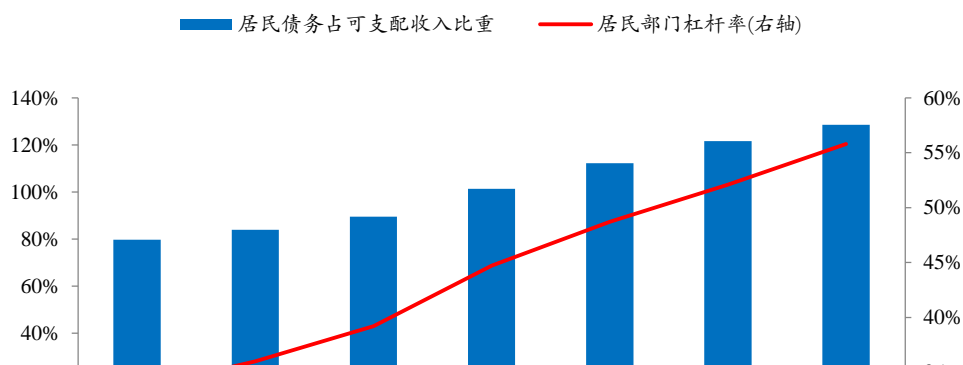
资料来源：《2020年各地方政府工作报告》，新时代证券研究所

（4）疫情之后，消费增速会逐渐恢复至正常水平，但可能不会出现“报复性消费”。不管是地震、洪水这样的自然灾害，还是瘟疫这样的公共卫生事件，都会导致未来收入和支出的剧烈波动，为了自己及家人有更多的资源应对这种不确定性，人们会削减消费，增加预防性储蓄。2003年SARS爆发及随后的几年，中国储蓄率确实在增加；2008年的“汶川地震”是另一悲惨的国民记忆，同样有研究表明，灾区人民的预防性储蓄增加了（姚东旻和许艺煊，2018）。国外也有类似的现象。1918-1920年爆发的“西班牙流感”提高了美国居民的预防性储蓄；即使像次贷危机这样的非自然灾害，也对美国储蓄率产生了深远影响。次贷危机后，美国居民的生活方式发生了改变，他们更加节俭，储蓄率开始有所回升，贸易逆差占GDP比重也在下滑。为了应对本轮疫情，国内采取全面隔离的“半休克疗法”，很多人都是第一次经历，疫情之后，人们可能不会出现“报复性消费”行为，反而可能会削减消费、增加预防性储蓄。

图5： 次贷危机后，美国储蓄率回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

(5) 消费刺激政策大都从需求端出发，效用会边际递减，且受制于债务水平高企。在缺乏有效供给时，由于居民的消费边际效用递减、企业的资本边际报酬递减，需求管理的效果会越来越弱。同时，经过过去几轮刺激，居民债务占可支配收入比例从2013年末的79.7%飙升至2019年末的128.6%，居民部门杠杆率从2013年末的33.5%上升至2019年末的55.8%，债务水平大幅提升不仅会制约政策刺激力度，也会制约居民消费意愿。

图6： 近年来居民债务占可支配收入比重和居民部门杠杆率快速上升

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_6377

