

消费，有没有可能“超预期”？

疫后消费低迷，不完全是居民消费的拖累，或更大程度缘于场景缺失下，社会集团消费的影响。伴随场景逐步修复，消费和CPI通胀或存在超预期的可能。

■ 疫后消费低迷，不完全是居民消费拖累，或更大程度缘于社会集团消费拖累

疫后消费低迷，不完全是居民消费的拖累，或更大程度缘于社会集团消费的影响。2021年，社会消费品零售总额两年复合增速3.9%、较2019年低4.1个百分点，而居民消费支出两年复合增速5.7%、较2019年低2.9个百分点；占比约九成的商品零售增速较2019年低3.4个百分点，其中社会集团商品拖累显著，两年复合增速2%、较2019年低9.6个百分点，而居民商品消费已回到疫情前。

疫情对不同主体消费冲击不同，对线下服务消费的抑制等，进一步加剧不同主体消费分化。疫情对消费的冲击，不仅体现在高收入和中低收入人群的收入分化，还体现在商品消费和线下服务消费的冲击；疫情反复下，商品需求容易转向线上，场景缺失对线下服务类消费抑制更为显著，导致酒店餐饮、旅游等相关企业营收和员工薪酬下降，进而对社会集团消费和居民消费产生直接或间接的影响。

■ 消费低迷，部分缘于疫后消费能力和意愿的抑制，场景缺失影响或更为显著

疫情反复，对居民、社会集团的消费能力和意愿产生抑制。疫情前居民收入和支出增速相当、疫后差距明显拉大，2021年人均消费支出两年复合增速5.7%、低于人均可支配收入的6.9%；而消费意愿下降等导致，居民消费支出降幅大于收入。类似地，疫后不少行业、尤其是偏下游和服务类企业营收下降，导致相关企业消费支出减少。此外，教育、地产等行业变化，也可能对消费产生一定拖累。

相较于消费能力和意愿的拖累，场景缺失对消费的影响或更为显著。2021年，居民人均商品消费支出增速已高于疫情前水平，而服务消费支出两年复合增速3.8%、较2019年低近9个百分点，或指向场景缺失的影响。类似地，企业展会活动也显著受到场景缺失的影响，2020年、2021年连续两年我国商旅开支均只有2019年的62%，而这不只是拖累餐饮消费，还影响社会集团的商品消费。

■ 从场景修复到需求改善，消费修复大势所趋，超预期带来的潜在机会与风险

从场景修复到需求改善，消费修复大势所趋，社会集团和中低收入人群消费修复弹性或更大。伴随疫情反复干扰趋弱，消费场景正在逐步修复，春节返乡人员、年初商务出行同比改善。场景逐步修复下，消费更容易走出“负向反馈”，例如湖北消费2021年下半年加快修复、逐步靠近疫情前水平。除线下服务类消费外，社会集团商品消费，及中低收入人群收入改善下的大众消费修复等，值得关注。

伴随消费修复，CPI通胀容易超预期，或是年内潜在风险点。伴随场景修复，服务需求修复带动的“补偿式”涨价，供需变化带来的“猪油共振”，及成本端压力的加速显性化等，皆可能成为通胀的重要“推手”。中性情景下，CPI通胀率，或从2月开始逐步回升、三季度抬升至2.5%以上，年内高点或接近3%；悲观情景下，CPI通胀率在年中可能抬升至3%以上，可能对货币政策产生一定掣肘。

风险提示：疫情反复超预期，社会集团消费高估。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫后消费低迷，共识下的可能误区.....	4
（一）疫后消费低迷，不完全是居民消费拖累.....	4
（二）疫情反复，对不同主体和场景冲击不同.....	5
二、谁主导了疫后消费，消费场景 VS 需求？.....	8
（一）疫情反复，对消费能力和意愿产生抑制.....	8
（二）场景缺失，对消费的拖累可能更为显著.....	9
三、场景修复之年，消费修复或存低估.....	11
（一）场景修复到需求改善，消费修复大势所趋.....	11
（二）场景修复之年，消费超预期的机会与风险.....	12
风险提示：.....	15

图表目录

图表 1: 相较疫情前，社零降幅大于居民收入.....	4
图表 2: 居民消费支出修复快于社零.....	4
图表 3: 商品零售和餐饮收入均低于疫情前正常水平.....	5
图表 4: 社会集团消费对商品消费拖累或大于居民消费.....	5
图表 5: 疫后公司展业费用明显下降.....	5
图表 6: 近年来，消费相关财政支出持续回落.....	5
图表 7: 疫后年轻人失业率居高不下.....	6
图表 8: 疫后居民收入增长出现明显分化.....	6
图表 9: 消费等相关行业薪酬明显增长放缓.....	6
图表 10: 疫后下线消费相关薪酬受冲击尤为明显.....	6
图表 11: 疫后结婚人数下降.....	7
图表 12: 疫后线下年会大幅减少.....	7
图表 13: 疫后网上零售明显增加.....	7
图表 14: 疫后线上办公明显增多.....	7
图表 15: 限额以上企业社零早已回到疫情前.....	8
图表 16: 疫后餐饮连锁化程度加速提升.....	8
图表 17: 疫后居民消费支出增速低于收入增速.....	8
图表 18: 居民消费意愿低于疫情前.....	8
图表 19: 疫后农村消费低于城镇消费.....	9
图表 20: 海南、上海社零回到疫情前，广东持续低迷.....	9
图表 21: 2020 年以来，教育行业员工明显下降.....	9
图表 22: 住宿餐饮、房地产等服务业 GDP 先后回落.....	9
图表 23: 部分地区消费恢复快于居民支出.....	10
图表 24: 2022 年春节海南旅客人数明显恢复.....	10

图表 25: 疫后居民商品支出明显增长、服务支出偏慢.....	10
图表 26: 酒店入住率明显低于疫情前正常水平.....	10
图表 27: 疫后商旅支出锐减.....	11
图表 28: 商旅减少明显受到疫情影响.....	11
图表 29: 2022 年春运较 2021 年有所修复.....	11
图表 30: 2022 年初商务出行意愿有所修复、但仍偏低.....	11
图表 31: 全球疫情“流感化”趋势越来越明显.....	12
图表 32: 部分发达经济体逐步全面放开疫情防控.....	12
图表 33: 居民其他商品和服务消费逐渐修复.....	12
图表 34: 湖北消费逐步修复、北京仍相对低迷.....	12
图表 35: 酒店业量、价逐步修复.....	13
图表 36: 民航客运量离疫情前正常水平尚有距离.....	13
图表 37: 假期旅客人数逐步修复、但仍低于正常水平.....	13
图表 38: 文娱休闲收入明显低于疫情前.....	13
图表 39: 服务业行业私营企业和个体就业较多.....	14
图表 40: 农村衣着、交通通信、教文娱消费修复偏慢.....	14
图表 41: 服务类价格和猪价对 CPI 拖累显著.....	14
图表 42: 中性情景下, CPI 通胀高点或接近 3%.....	14

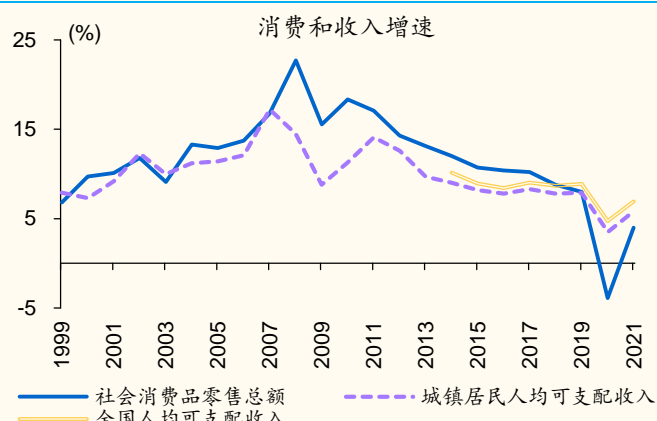
疫后消费低迷，不完全是居民消费的拖累，或更大程度缘于场景缺失下，社会集团消费的影响。伴随场景逐步修复，消费和CPI通胀或存在超预期的可能。

一、疫后消费低迷，共识下的可能误区

(一) 疫后消费低迷，不完全是居民消费拖累

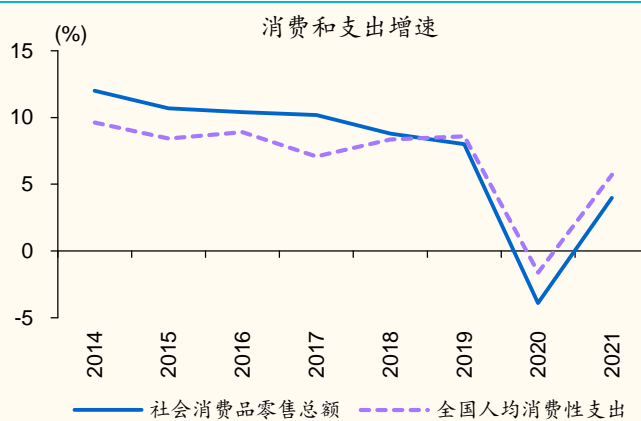
疫后消费尚未回到疫情前，但不同指标表征的程度不同，以社零表征的消费，比居民消费支出修复更慢。2021年，社会消费品零售总额两年复合增速3.9%、较2019年底4.1个百分点，与疫情前正常水平的差距大于居民收支；其中，居民人均可支配收入两年复合增速6.9%、较2019年底2个百分点，居民消费性支出两年复合增速5.7%、较2019年底2.9个百分点。

图表 1: 相较疫情前，社零降幅大于居民收入



来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 居民消费支出修复快于社零

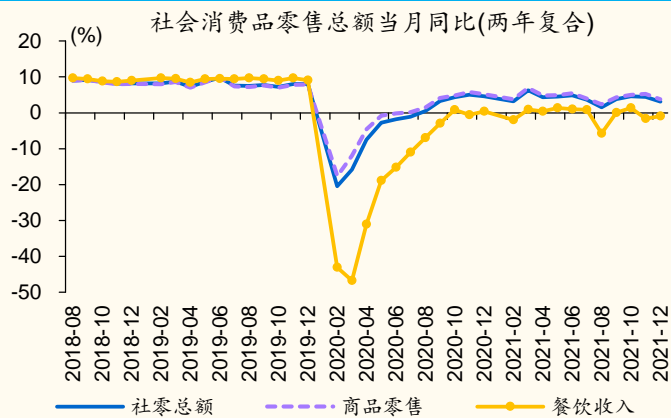


来源: Wind、国金证券研究所

以社零表征的消费低迷，不完全是居民消费的拖累，或更大程度缘于社会集团消费的影响。按照国家统计局的定义，社零¹包括个人和社会集团消费，其中90%为商品零售；假设居民商品消费支出与社零中个人消费一致，可以利用商品社零和居民商品消费支出推算社会集团商品消费。2021年，社会集团商品消费两年复合增速2%、较2019年底9.6个百分点，而居民商品消费两年复合增速7.5%、比2019年底高1.7个百分点，指向社会集团拖累商品消费。

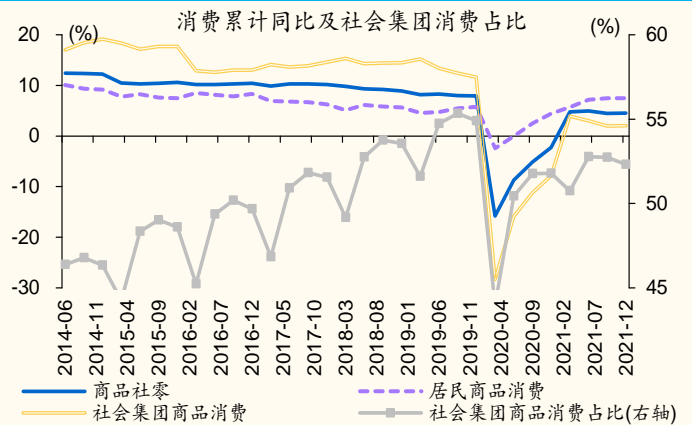
¹社会消费品零售总额：是指企业（单位、个体户）通过交易售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。

图表 3: 商品零售和餐饮收入均低于疫情前正常水平



来源: Wind、国金证券研究所

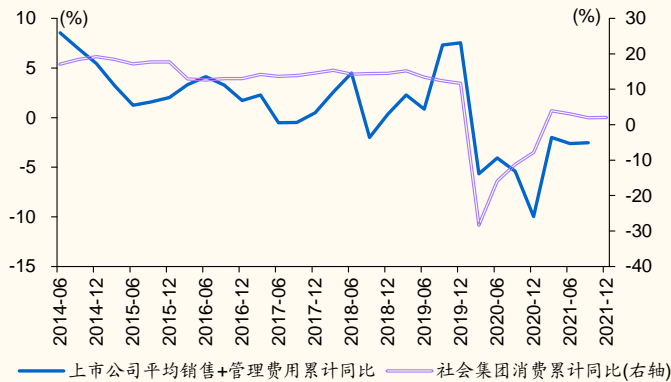
图表 4: 社会集团消费对商品消费拖累或大于居民消费



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

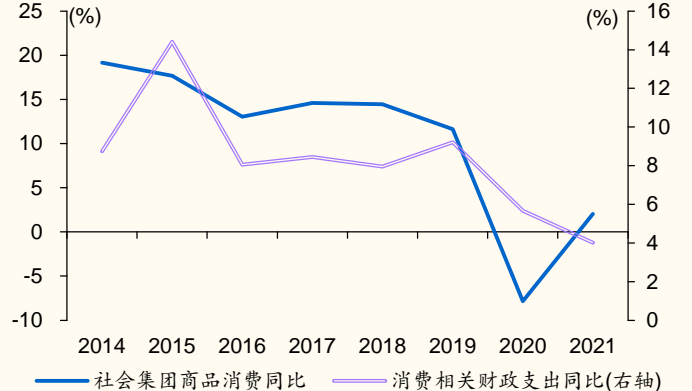
社会集团消费的拖累,可能来自企业和政府消费的拖累。社会集团商品消费,是社会集团非生产、非经营用的实物商品,即企业不直接用于投入生产的中间品和原材料、但用于展业的实物商品,例如日常办公用品、发放员工福利等,及政府机关日常运行需要的商品等。然而,社会集团消费本身是一个“黑匣子”,较难直接分解出企业和政府消费;考虑到财政支出体量和“三公”消费早已开始收缩等因素,企业消费对社会集团消费的拖累可能更大。

图表 5: 疫后公司展业费用明显下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 近年来,消费相关财政支出持续回落

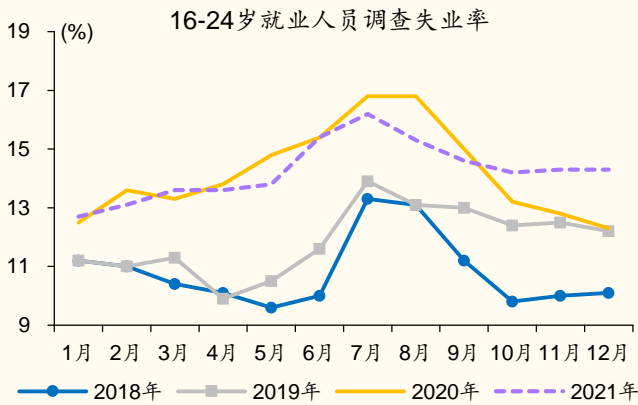


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 疫情反复,对不同主体和场景冲击不同

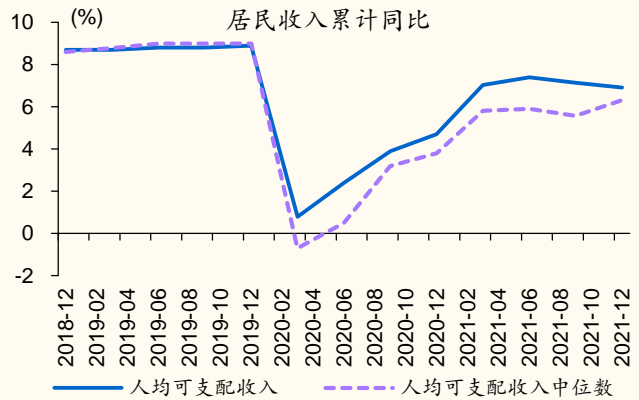
疫情对不同消费主体冲击不同,中低收入人群和消费相关行业企业影响尤为明显。疫后年轻人失业率居高不下,16-24岁就业人员调查失业率2021年底仍高达12.3%、创历史同期新高,2021年四季度农村外出务工人员较正常水平的降幅明显扩大;反映在收入上的差距扩大,人均可支配收入中位数持续低于均值。疫情对线下消费冲击尤为明显,酒店餐饮、旅游、零售等相关行业营收和员工薪酬下降,对社会集团消费和居民消费均产生直接或间接的影响。

图表 7: 疫后年轻人失业率居高不下



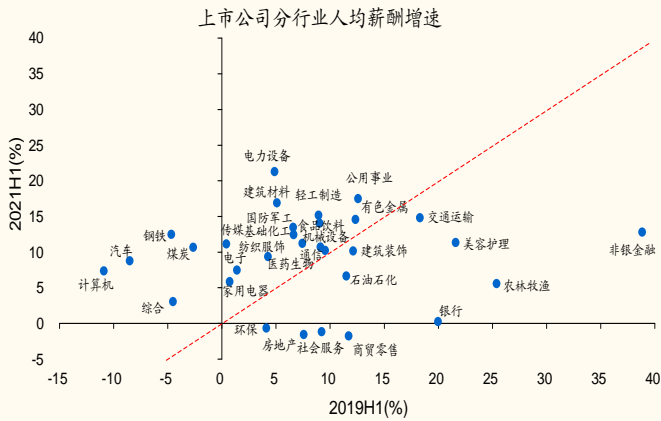
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 疫后居民收入增长出现明显分化



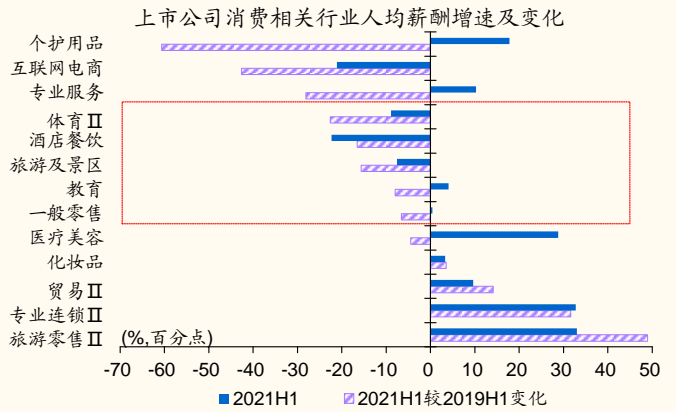
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 消费等相关行业薪酬明显增长放缓



来源: Wind、国金证券研究所

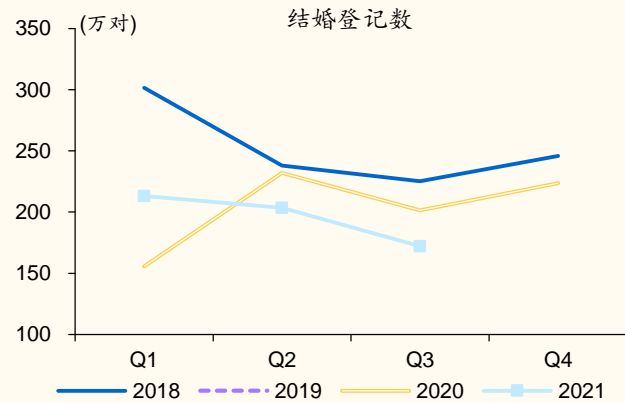
图表 10: 疫后线下消费相关薪酬受冲击尤为明显



来源: Wind、国金证券研究所

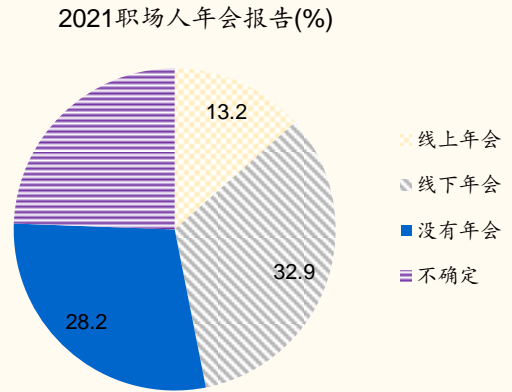
疫情反复背景下，需求明显受到线下场景缺失的抑制，部分需求转向线上。出于安全等考虑，疫后线下活动明显减少，结婚人数下降、推迟婚礼等现象增多，企业举办线下年会、商务出差减少等。同时，部分线下需求转向线上，网上零售、线上办公等明显增长，实物商品网上零售占社零比重，从 2019 年的 20.7% 抬升至 2020 年、2021 年 24.5% 以上；CNNIC 调查数据显示，在线办公用户使用率从 2020 年 6 月 21% 抬升至 2021 年 6 月的近 38%。

图表 11: 疫后结婚人数下降



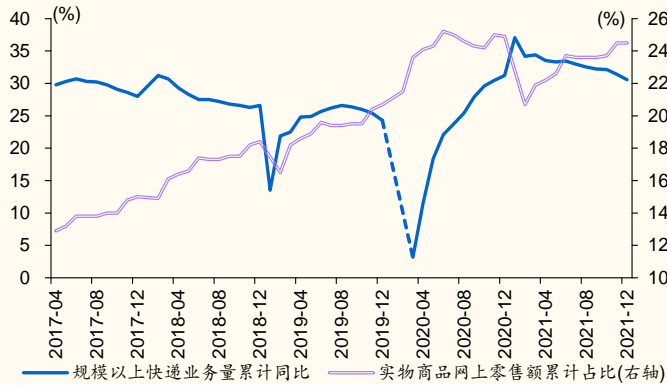
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 疫后线下年会大幅减少



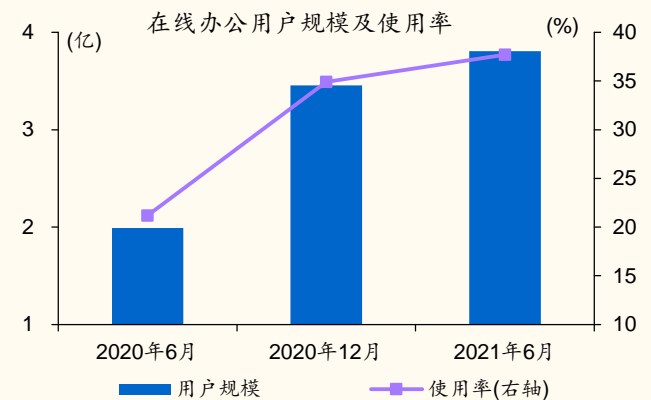
来源: 《2021 职场人年会报告》、国金证券研究所

图表 13: 疫后网上零售明显增加



来源: Wind、国金证券研究所

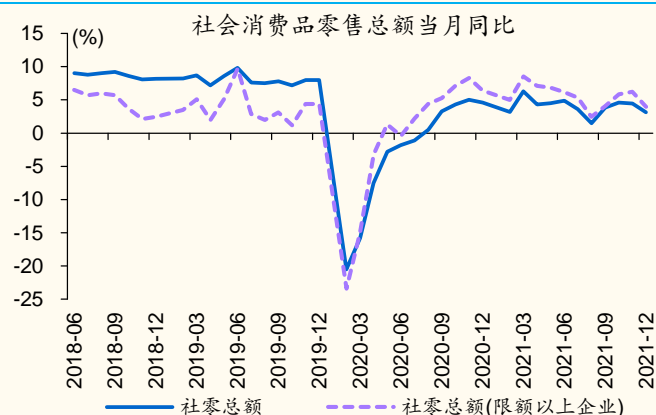
图表 14: 疫后线上办公明显增多



来源: CNNIC、国金证券研究所

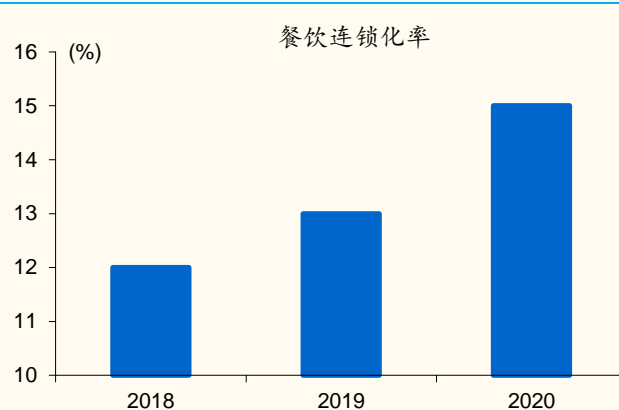
疫情对不同主体和场景的冲击，对不同消费供给主体影响也不同。社会消费品零售总额是以企业销售为统计对象，而不同规模企业受到疫情冲击不同，限额以上企业相对表现更好，导致的结果是，限额以上社零增速早已回到疫情前水平、而限额以下企业拖累总体社零。因而，用限额以上社零来观察疫后消费变化，容易产生偏误。类似地，疫后餐饮受到明显冲击，不少餐饮门店关闭，但品牌连锁还在扩张，餐饮连锁化率疫后加速抬升。

图表 15: 限额以上企业社零早已回到疫情前



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 疫后餐饮连锁化程度加速提升



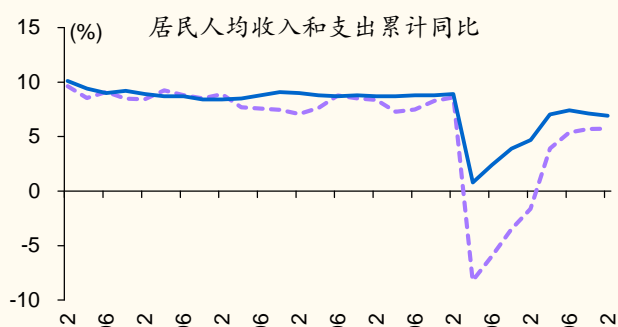
来源: 美团、国金证券研究所

二、谁主导了疫后消费，消费场景 VS 需求？

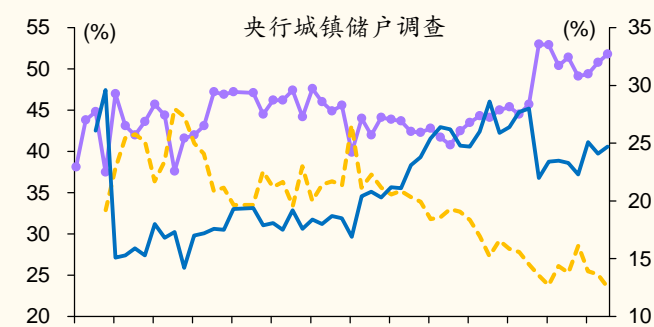
(一) 疫情反复，对消费能力和意愿产生抑制

疫情冲击下，居民收入和消费意愿下降等，导致居民消费支出明显低于疫情前水平。疫情前，居民收入和支出增速相差不大，但疫后差距明显拉大，2021 年人均消费支出两年复合增速 5.7%、低于人均可支配收入的 6.9%和疫情前支出增速的 8.6%。居民消费支出降幅大于收入，或部分缘于居民消费意愿下降和“预防式”储蓄增多，央行城镇储户调查显示，疫后居民更多储蓄占比大幅抬升、而更多消费占比明显低于疫情前。

图表 17: 疫后居民消费支出增速低于收入增速



图表 18: 居民消费意愿低于疫情前



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_39016

