宏观深度

宏观角度如何看待当前消费?

疫情防控压力减弱后，消费自然复苏开启，但基础不稳固。消费券措施持续加码，且更有针对性。汽车、地产是后续消费复苏的关键。

- 2022 年二季度疫情爆发，对消费形成较为明显冲击，最直接因素即为防疫政策对消费场景的物理限制，餐饮消费、商品消费均受到一定冲击。

  疫情对就业、居民收入的冲击也间接抑制了消费。上半年居民经营收入降幅较工资收入大，一定程度凸显出国内企业，特别是中小企业的经营压力较大，或将影响就业、居民收入的复苏进度，继而限制居民消费能力。多重冲击下，居民刚需性支出基本维持稳定，但教育、文化和娱乐支出需求下降， 2022 年 1-6 月同比下降为 7.33%，为 2021 年以来最低水平，支出结构变化反映出居民的储备性需求提升。

- 6 月以来，国内防疫压力逐步缓解，就业、社零等数据出现一定修复。我们以此前提出的“下半年消费复苏的三大动力”为切入点，讨论当前消费数据修复的成色如何?

  疫情防控压力减弱后，消费自然复苏开启，但基础不稳固。尽管 7 月餐饮业、住宿业 PMI 数据均处于较高水平的扩张区间，但两产业对于未来经营活动的预期均有一定回落，7 月住宿业、餐饮业经营活动预期指数分别为 58.20% 和 61.70%，较 6 月回落 12.90 和 4.70 个百分点，线下消费的复苏的修复基础不牢固。

  消费券措施持续加码，且更有针对性。6 月国内防疫压力逐步缓解，各地消费券也加速投放，且针对性相对较强，偏向刺激汽车消费，据不完全统计，6 月至 8 月 10 日，各地累计投放汽车消费券约 6.03 亿元，在当期消费券发放总额中占比 10.48%；相比之下，2020 年 3-6 月汽车消费券仅为 1.77 亿元，在当期消费券发放总额中占比仅 2.76%。

  汽车、地产是消费复苏的关键。在 1-7 月限额以上社零数据中，汽车、家具、建装类消费分别拖累社零累计同比增速下降 1.01、0.08 和 0.04 个百分点。

  汽车消费提振效果良好。6 月以来，国内提振汽车消费的力度较大，汽车消费在限额以上社零累计同比增速中的负贡献逐步缩窄。当月增速方面，汽车消费已连续两月显著正贡献，6-7 月汽车消费分别为限额以上社零同比增速贡献 3.86 和 2.72 个百分点。

  消费复苏，需地产进一步健康修复。今年以来，地产销售、投资全面走弱，直接影响社零口径中地产周期相关消费的表现。7 月我国 30 大中城市商品房成交面积当月均值同比下降 18.88 %，当月新开工面积同比下降 45.39%，拖累当月限额以上建材装饰、家具同比分别下降 7.8%和 6.3%；考虑到处于限额以下的建材装饰产品零售点较多，建材建装消费整体的下行幅度或超过限额以上消费的下行幅度。

- **风险提示：**全球通胀维持高韧性；汇率波动加大，流动性回流美债；海外需求走弱，出口增速下行

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 陈琦
(8610)66229359
qi.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

一、疫情对年内消费的影响几何? 5

1.1 疫情对消费场景的直接冲击 5

1.2 就业、居民收入走弱，间接抑制消费 6

二、消费复苏的后劲如何? 10

2.1 疫情防控压力减弱后，消费自然复苏的基础不稳固 10

2.2 政策刺激“对症下药”，汽车消费将是年内重要支撑 11

风险提示 19

图表目录

图表 1. 餐饮消费在社零中受到冲击最明显 5
图表 2. 2 月长假接待游客总数 6
图表 3. 5 月长假接待游客总数 6
图表 4. 线上消费累计增速表现 6
图表 5. 线上消费同比数据表现 6
图表 6. 本轮疫情对大城市就业冲击更加明显 7
图表 7. 建筑业、服务业从业人员下降明显 7
图表 8. 消费/收入弹性系数 7
图表 9.居民收入表现 8
图表 10.消费者预期、信心均明显下降 8
图表 11.人均消费支出结构变化 8
图表 12. 人均消费支出结构变化 8
图表 13. 居民贷款-存款差规模明显增大 9
图表 14. 2020 年 10 月黄金周旅游数据好于 5 月 10
图表 15. 非制造业 PMI 中线下消费板块表现较好 10
图表 16. 餐饮业需求、经营预期回落 11
图表 17. 住宿业经营预期回落 11
图表 18. 星级酒店数量表现 11
图表 19. 星级酒店其他指标表现 11
图表 20. 6 月以来，各地加强对汽车消费的刺激力度 12
图表 21. 今年汽车消费券规模增加 12
图表 22. 2022 年 6 月-8 月 10 日消费券结构 12
图表 23. 6-7 月限额以上企业零售结构表现 13
图表 24. 限额以上数据对社零具备较好的代表性 13
图表 25.社零结构分布 13
图表 26.各分项对限额以上社零当月同比增速的贡献 14
图表 27.各分项对限额以上社零累计同比增速的贡献 14
图表 28 汽车更新需求或被促消费政策激发 14
图表 29. 6 月以来，各地新能源车刺激政策梳理 15
图表 30. 地产周期相关消费表现均较弱势 16
图表 31. 地产周期相关消费表现均较弱势 16
图表 32. 商品房成交弱势 16

图表 33. 新开工面积表现弱势.....16
图表 34. 我国家电消费结构.....17
图表 35. 大家电与地产销售的正相关性较强.....17
图表 36. 房价往往先于社零复苏.....17

一、疫情对年内消费的影响几何?

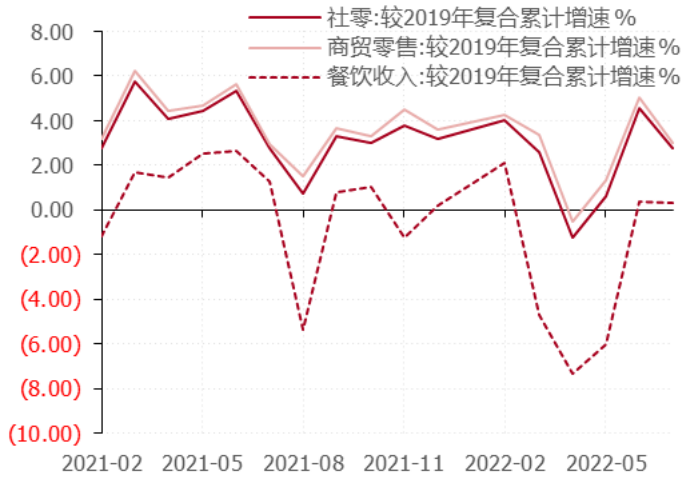
1.1 疫情对消费场景的直接冲击

2022 年二季度疫情爆发，对消费形成较为明显冲击，最直接因素即为防疫政策对消费场景的物理限制，餐饮消费、商品消费均受到一定冲击。

餐饮消费持续表现低迷。一方面，2020 年疫情以来，餐饮消费持续低迷，餐饮收入在社零总值中占比持续下降，已由 12%左右，下降至 9%左右。依照社零口径，2022 年各月餐饮消费规模较 2019 年疫情前的复合增速持续低于 1%，其中，4-7 月持续处于负增长，主要受到二季度疫情冲击。从绝对规模看，2022 年 7 月社零餐饮收入累计值为 23,734.00 亿元，仍低于疫情爆发以前水平—2019 年 7 月为 24,937.50 亿元，餐饮消费实际从未从疫情中完全缓过来。

另一方面，当前餐饮消费的复苏前景难言明确。2022 年 7 月，社零口径中，餐饮消费当月同比降幅为-1.53%，降幅较 6 月有所收窄，但降幅收窄的主要动力源于去年同期的较低基数，7 月餐饮消费的绝对规模低于 6 月。且与 2019 年疫情前的同期对比来看，7 月三年复合增速仅为 0.33%，较 6 月小幅下降 0.05 个百分点，餐饮消费复苏前景难言明确。

图表 1. 餐饮消费在社零中受到冲击最明显



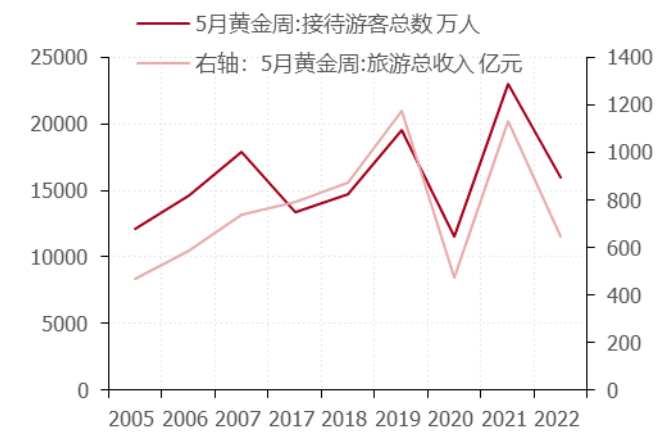
资料来源：万得，中银证券

旅游、住宿等相关行业受冲击明显。2022 年春节期间，部分地区疫情有所反弹，及至二季度疫情横跨清明、五一两个长假，对全国旅游酒店消费的影响明显。从数据看，2022 年 2 月、5 月黄金周旅游总收入分别为 2,891.98 亿元和 646.80 亿元，同比降幅分别为 3.90%和 42.90%，从绝对规模看，仅为 2019 年疫情前同期的 55%左右水平。

图表 2. 2 月长假接待游客总数

资料来源：万得，中银证券

图表 3. 5 月长假接待游客总数

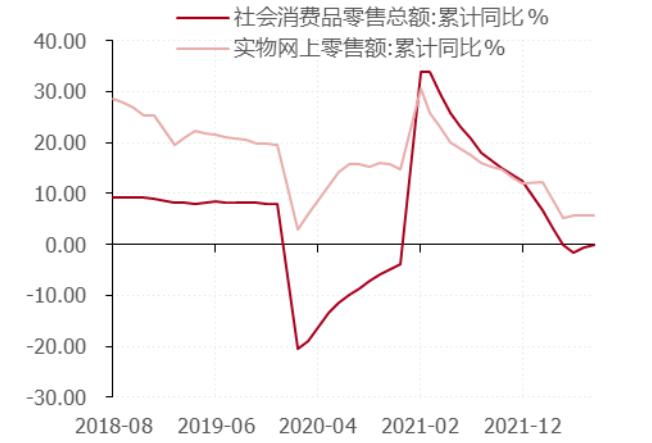


资料来源：万得，中银证券

此前持续强势的线上消费，年内也受到疫情影响。3-4 月，国内防疫压力较大，交运物流受限拖累了线上消费数据。从当月消费数据看，7 月我国网上实物零售当月同比增速为 10.08%，较 6 月上行 1.91 个百分点，但其增速上行主要来自于 2021 年同期的较低基数，网上实物零售增速仍然处于疫情后较低水平。

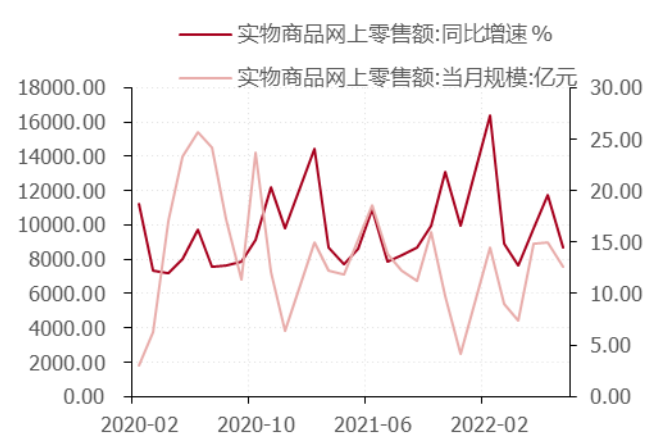
而从 6 月数据看，6 月当月网上实物零售同比增速为 8.17 %，低于往年同期水平。受到 6.18 购物节等影响，6 月网上零售总额、同比增速往往为季节性高点，增速弱势显示出疫情对居民消费意愿的持续冲击。

图表 4. 线上消费累计增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 线上消费同比数据表现



资料来源：万得，中银证券

1.2 就业、居民收入走弱，间接抑制消费

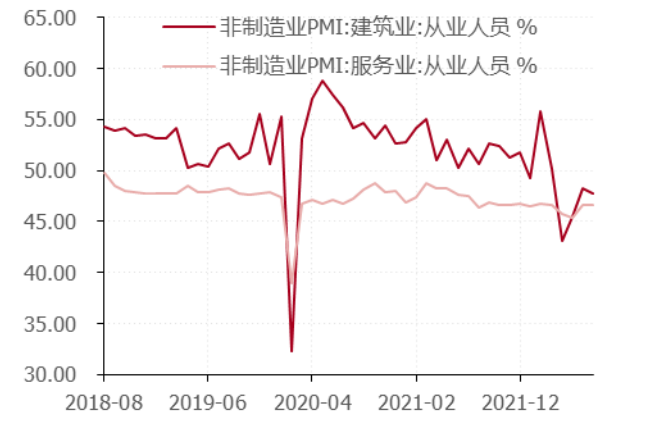
疫情对城镇就业，特别是大城市就业的影响仍存。除对消费场景的直接限制外，疫情对就业、居民收入的冲击也间接抑制消费。尽管 6 月以来国内疫情防控压力缓解，城镇失业率逐步降低，7 月降至 5.40%，但仍处于 2021 年以来的较高水平。

从结构看，此次疫情对就业的影响不同于 2020 年，大城市就业受到的冲击更加明显，4-5 月 31 个大城市城镇调查失业率连续创有数据以来新高，分别为 6.7%和 6.9%，而 2020 年最高值为 5.9%，究其原因，本轮疫情主要集中爆发在国内超大城市，使得大城市失业率增幅超过平均水平。6 月以来，国内防疫压力下降，31 大城市调查失业率连续 2 月收窄，7 月实现 5.60%，但就业仍处于修复过程中，对消费的抑制仍存。

图表 6. 本轮疫情对大城市就业冲击更加明显

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 建筑业、服务业从业人员下降明显



资料来源：万得，中银证券

企业经营压力凸显，由居民收入传导至消费。在我国，居民收入结构主要分为工资性收入、经营性收入、财产收入及转移收入，其中，工资、经营性收入占比最高，合计高于 70%，财产、转移性收入占比较小。2022 年二季度，全国居民人均可支配收入（名义值：下同）累计同比增速为 4.70%，一季度明显下跌 1.60 个百分点，占比最高的两项收入中，工资性收入增速下滑 1.90 个百分点，经营性收入增速下滑了 2.20 个百分点，累计拖累人均可支配收入增幅缩窄 1.45 个百分点；且需注意的是，经营收入降幅较工资收入大，一定程度凸显出国内实体企业，特别是中小企业的经营压力较大，疫情对企业经营活动限制明显，影响就业、居民收入复苏基础，继而限制居民消费能力。

为进一步论证收入对消费行为的影响，我们简要测算了 2016-2020 消费/收入弹性系数。依图 8 所示，居民人均收入增加能够带动社会消费的增加；且餐饮消费对人均收入变动的敏感程度整体高于商品贸易，即人均收入增加能够更多拉动居民的餐饮消费支出。此外，社会消费/经营性收入的弹性更大，相比于工资性收入，居民经营性收入的提升，更加能够使商品贸易、餐饮消费增加。

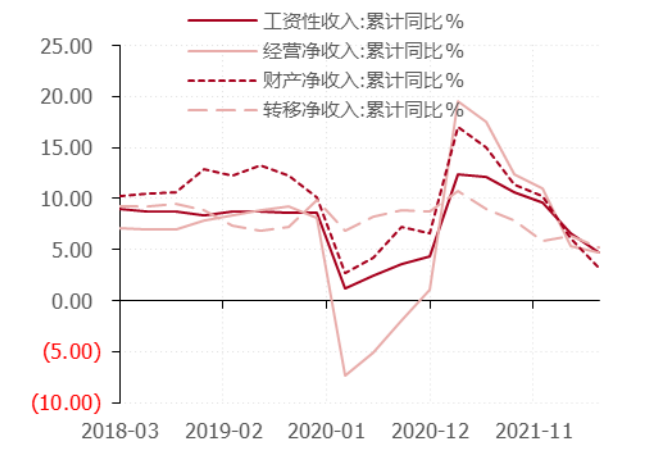
图表 8. 消费/收入弹性系数

Δ 消费/Δ 收入	工资性收入	经营性收入
商品贸易	0.83	0.95
餐饮消费	1.10	1.25

资料来源：万得，中银证券

居民消费预期也受到明显冲击。除对消费场景、就业收入的影响外，较长的疫情周期也对居民消费预期形成较强冲击。据国家统计局公布的消费者指数，二季度疫情明显压降了消费者信心，4 月为疫情爆发时点，当月消费者预期、信心指数明显下降，分别实现 86.80%和 86.70%，环比下调了 29.40 和 26.50 个百分点，远低于 2020 年 3 月疫情初爆发时水平，过长的疫情周期对居民消费信心形成明显冲击。及至 6 月份，消费者预期、信心指数仍处于 91.00%和 88.90%的较低水平。

图表 9.居民收入表现



资料来源：万得，中银证券

图表 10.消费者预期、信心均明显下降

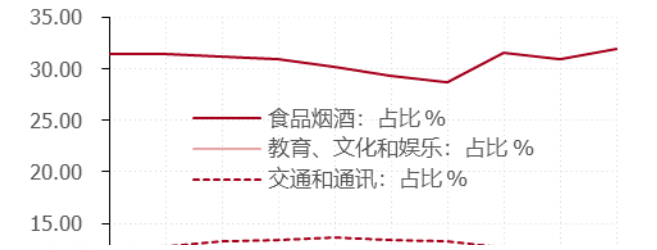
资料来源：万得，中银证券

多重冲击下，居民支出结构出现变化。从季度数据看，2022 年前 6 月，人均消费支出累计值实现 11,756 亿元，同比仅增长 2.48%，增速为疫情以来正增长区间中的最低增速，在收入受到冲击并对未来收入预期较低的背景下，居民消费支出意愿明显下降。

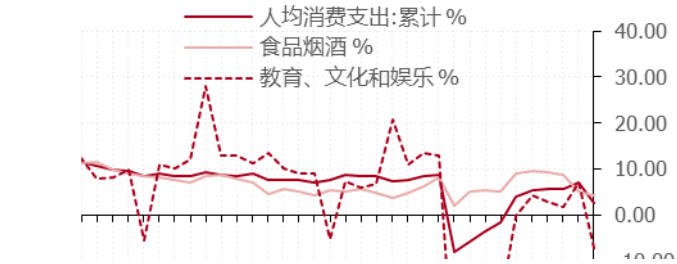
结构方面，近年居民刚需性支出基本维持稳定，同比增速基本处于 4.5%-6%区间，疫情对相关支出的冲击较为有限，2022 年上半年食品烟酒支出同比增长 4.21%，与往年同期增速的差距不大，此外衣着、居住等支出在人均消费总额中占比均维持稳定，且在支出总量降低的背景下，占比有所提升。

相比之下，疫情对教育、文化和娱乐领域的相关支出影响明显，2022 年 1-6 月，教育、文化和娱乐支出同比增速为-7.33%，为 2021 年以来最低水平。疫情爆发以来，教育、文化和娱乐相关支出在人均消费支出中占比下滑，从疫情前 10%以上水平，下滑至 9%左右，截至 2022 年 2 季度仅为 8.82 %，支出结构变化反映出居民的储备性需求提升。

图表 11.人均消费支出结构变化



图表 12. 人均消费支出结构变化



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_45558