



Research and
Development Center

消费复苏之路——短中长期展望

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

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@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

消费复苏之路——短中长期展望

2022年11月7日

摘要：我们建立了消费的三因子模型，可以观测到收入、就业和储蓄率如何影响社零变化，而且在长期模型中加入了老龄化因子，可以观察到老龄化在长期内如何影响我国的消费。

- **三因子框架有何意义？** 我们可以通过它观察到消费增速或升或降的内在原因，比如某一季度消费变好是因为居民收入提高了还是居民更愿意消费了，又或者是就业形势变好了，当然也可能是多个因素的叠加；其次，如果是多个因素的叠加，借助这个框架，可以看出哪个因子的贡献更多，哪个因子是拖累项；最后，对当前消费基本面有一定的展现力，比如观察到三个因子增速都是正的且都在上升，大概率就意味着消费基本面在变好，如果当前消费板块却在走弱，就可以考虑板块是否被低估了。
- **是什么拖累了消费的恢复？** 在完善后的三因子框架中，三季度社零同比增长3.5%，相应地，居民可支配收入同比上升6.54%，消费意愿同比下降1%，青年失业率同比下降4.1%，也就是说三季度消费的拖累项是居民消费意愿不够以及严峻的就业市场致使的消费者信心不足。在将社零分拆成居民消费和社会集团消费后，可以观察到疫情之下社会集团消费是持续拖累整体社零的。后续值得关注的地方是设备更新改造贷款这一工具。近日国常会指出将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围。由于这个工具就是面向学校、医院和企业等社会集团的，如果后续落地的量非常庞大，远超2000亿元，那么就能够起到明显地补消费短板的作用。
- **从三因子到四因子，从短期到长期，老龄化如何影响我国消费？** 我们对框架做的拓展是将三因子变成了四因子，加入了老龄化因子，同时将季度框架转化为长期的年度框架，可以观察到，从2014年以后老龄化对消费的负面影响就比较明显了，2020年的抑制是最大的。去年三大因子都回到了正区间，只有老龄化因子还在负区间的，因为老龄化是个长期的趋势，背后有深层次的历史和社会原因，不会因为哪一年经济好转程度就减轻了。长期看，老龄化对居民消费的影响大概率会延续本世纪以来抑制的趋势。为了对冲老龄化这一负面因素，就需要从其他因子入手，比如想办法提升居民的消费意愿、增加居民的收入、降低失业率等。
- **未来消费的形势如何？** 按照历史的环比增速，再加上近日国务院将消费类设备纳入专项再贷款政策和其他的央地促消费政策（积极信号），我们测算出的四季度社零同比增速和三季度相差不大，而三季度为3.5%，我们预计全年社零增速在1.5%左右。如果明年疫情没有出现严重的爆发，且疫情防控出现比较大的放松，那么在今年的低基数下，我们测算出的2023年社零增速可能在9%左右，其中明年一季度可能在6.4%左右。后续到2025年，除了明年由于今年低基数，整体消费有比较大的改善外，2024年和2025年的社零增速可能在8.5%左右。
- **风险因素：** 冬季疫情严重爆发、政策落地不及预期等

目录

一、什么是三因子模型.....	3
1.1 储蓄率如何转化为消费意愿.....	3
1.2 就业形势如何影响消费.....	5
二、从短期到长期，老龄化的影响如何.....	7
三、从另外两个视角看消费.....	9
3.1 社会集团消费对整体消费的拖累更大.....	9
3.2 疫情下可选消费的弹性更大.....	12
四、后续消费展望和投资建议.....	15
4.1 疫情的变数仍然存在.....	15
4.2 后续消费展望.....	16
4.3 投资建议.....	20
风险因素：.....	22

图目录

图 1：可支配收入与社零的同比增速高度相关.....	3
图 2：消费意愿和社零存在较高的相关性.....	4
图 3：消费意愿和储蓄意愿是彼升我降的关系.....	4
图 4：今年青年失业率显著高于往年.....	5
图 5：青年就业形势与消费者信心高度相关.....	6
图 6：绝对增速上三季度未较一季度明显提升.....	6
图 7：三因子框架（当季同比视角）.....	7
图 8：三因子框架（累计同比视角）.....	7
图 9：我国老龄化在不断加深.....	8
图 10：我国老龄人口增速和主要发达国家的对比.....	8
图 11：我国老龄化加深对消费存在抑制作用.....	9
图 12：商用车销量受疫情影响更大.....	10
图 13：社会集团消费占社零比重.....	10
图 14：社会集团消费的变动更大.....	11
图 15：疫情发生后社会集团消费对整体社零存在拖累作用.....	11
图 16：可选消费的弹性更大（当月同比视角）.....	13
图 17：可选消费的弹性更大（累计同比视角）.....	14
图 18：三季度各商品类别的增速差异.....	14
图 19：重要节日假期的旅游市场情况.....	15
图 20：下半年疫情依然频发.....	16
图 21：我国防疫严格程度比较高但已有所下降.....	16
图 22：全年社零增速可能在 1.5%左右.....	18
图 23：2023 年社零增速可能在 9%左右.....	18
图 24：我国储蓄率在世界范围内比较高.....	19
图 25：未来社零增速预测.....	19
图 26：消费意愿提升有利于可选消费指数.....	20
图 27：可选消费部分行业利润率同比增速的变化.....	20
图 28：必选消费部分行业利润率同比增速的变化.....	21

表目录

表 1：设备更新贷款工具详情.....	12
表 2：必选消费类商品介绍.....	12
表 3：可选消费类商品介绍.....	13
表 4：央地部分促消费政策.....	17

一、什么是三因子模型

1.1 储蓄率如何转化为消费意愿

首先介绍一下消费三因子框架的内涵和我们选用的因子代表指标：所谓三因子框架，就是用收入因子、消费意愿因子和就业因子来解释居民消费水平的一个模型，这个模型有三个特点：第一、这是一个描述变化的框架，看的是同比增速；第二，这是一个解释季度消费变化的框架；第三，这是一个滞后于现实的框架，需要各因子的代表数据公布后才能更新（每季度的第一个月中旬更新上一季度）。

虽然存在一些不足，但此框架仍有其意义所在。在本文，我们将对这一框架进行详细、具体的解释，并会对原框架进行完善和扩展，以求模型能更加贴合现实、还原真实，但不用担心，我们并不会让模型变得更复杂。

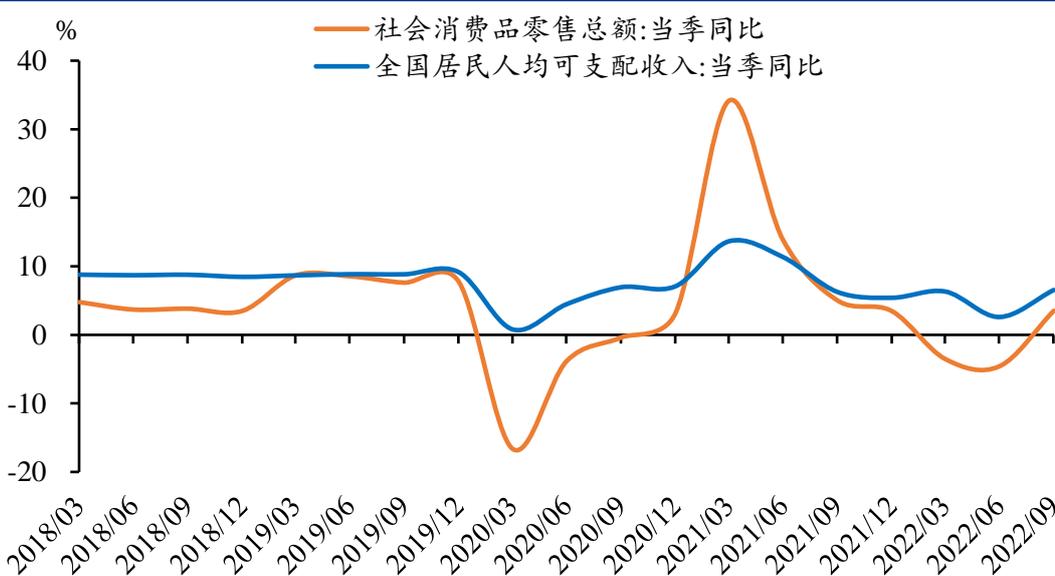
首先，我们可以通过它观察到消费增速或升或降的内在原因，比如某一季度消费变好是因为居民收入提高了还是居民更愿意消费了，又或者是就业率提高了，当然也可能是多个因素的叠加；

其次，如果是多个因素的叠加，借助这个框架，可以看出哪个因子的贡献更多，哪个因子是拖累项；

最后，虽然是滞后现实的，但也只滞后半个月左右，对当前消费基本面还是有一定的展现力，比如观察到三个因子增速都是正的且都在上升，大概率就意味着消费基本面在变好，但如果当前消费板块却在走弱，就可以考虑板块是否被低估了。

代表指标方面：收入因子。收入是根本，有进项才有支出，可以称之为消费的最核心因子。指标选用的是“全国居民人均可支配收入”，居民可支配收入就是“居民能够自由支配的收入，是居民可用于最终消费支出和储蓄的总和”。从 2018 年到今年，居民可支配收入和社零的增速变化是高度相关的（为了更直观反映二者的关系，我们对数据做了当季同比的处理）。但可以观察到，二者只是变动的相关性很高，社零的涨跌幅比可支配收入的涨跌幅要大得多，尤其在疫情严重的时候，收入增速起码是正的（虽然很低），社零却是负增长。所以，一个收入因子并不够，因为收入不光可以用来消费，还可以用作储蓄。

图 1：可支配收入与社零的同比增速高度相关

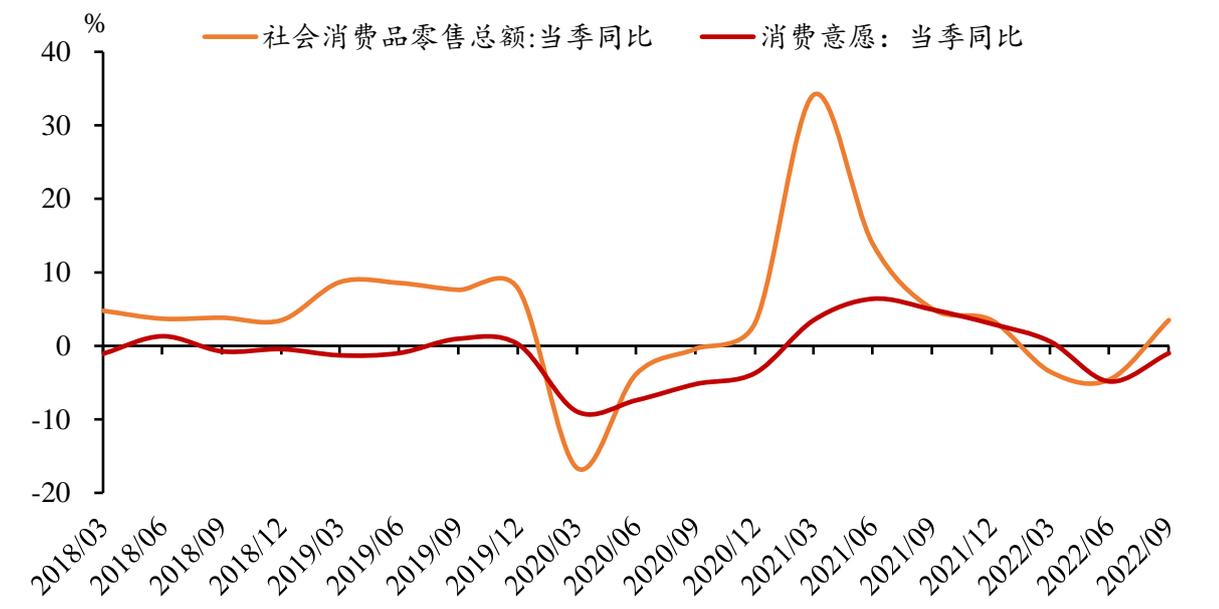


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 图中的同比增速是名义增速

消费意愿因子。消费意愿通俗地讲就是居民愿意把挣到的钱花出去的意愿，所以我们选择的核算方式是“全国人均消费支出/全国人均可支配收入”，这是一个比例值，从2018年到今年，每个季度基本保持在60%-80%之间，只有2020年一季度是59.3%（疫情爆发的初期）。从同比增速看，近5年间消费意愿同比和社零同比的变动呈现出较高的相关性。与可支配收入变化不同的是，消费意愿的同比是围绕在0%上下浮动的（因为剔除了通胀的因素），而且由于居民的消费意愿是维持在一定区间的，上下限稳定，所以增速变化也比较舒缓。

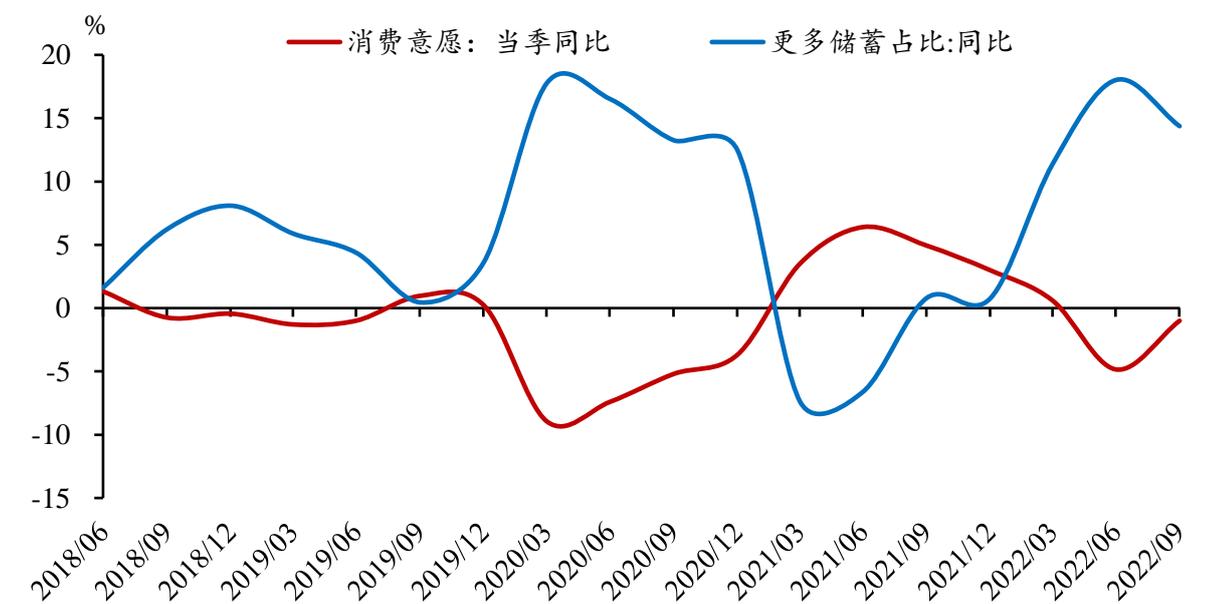
这里强调一下居民储蓄率。由于居民可支配收入是消费支出和储蓄的总和，而消费意愿又是消费支出和收入的比值，所以消费意愿和储蓄率可以看做是互补关系的指标，也就是彼升我降，彼降我升的关系。因此，我们也就没有把储蓄率纳入三因子框架中，因为消费意愿就已经反映储蓄率了，只是反向的反映而已。

图2：消费意愿和社零存在较高的相关性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图3：消费意愿和储蓄意愿是彼升我降的关系



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 就业形势如何影响消费

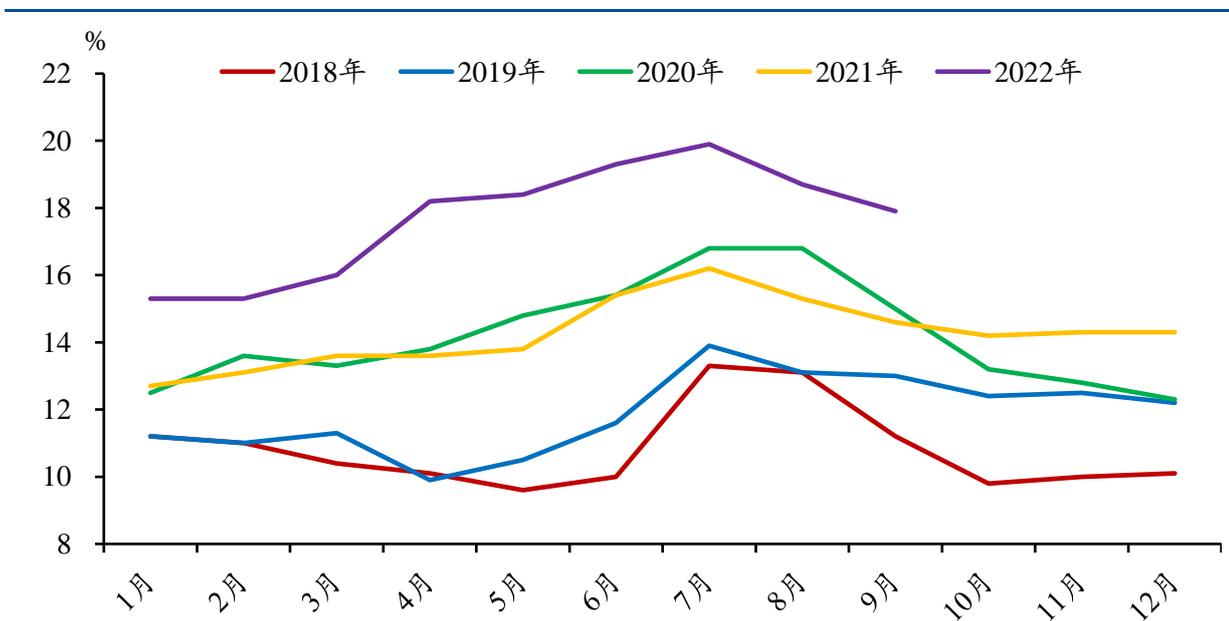
就业因子。之所以要加入就业的因素，是因为就业率和消费者信心指数的相关性较高。所谓“消费者信心指数”，简单地讲就是衡量人们消费信心强弱的一个指标。**就业形势好不好和人们花钱的信心是高度相关的**，收入和消费意愿这两个因子对于居民来讲，是“行为”指标，即挣了多少钱，又有多少钱花出去了，而就业率对应的是“心理”指标，更多地影响居民花钱的信心。

就业因子的代表指标是用“1-城镇调查失业率”，这是原框架使用的指标，而本文完善的地方是用“1-青年失业率”，也就是用**青年失业率（16-24岁人口失业率）来代替城镇调查失业率**。因为相比变化幅度不大的城镇调查失业率，我们观察到青年失业率更能还原社会的真实就业形势，也就是应届毕业生走入社会之后找到工作的难易程度。此外，这个指标的升降幅度也要更大，和消费者信心指数的相关性也更明显。

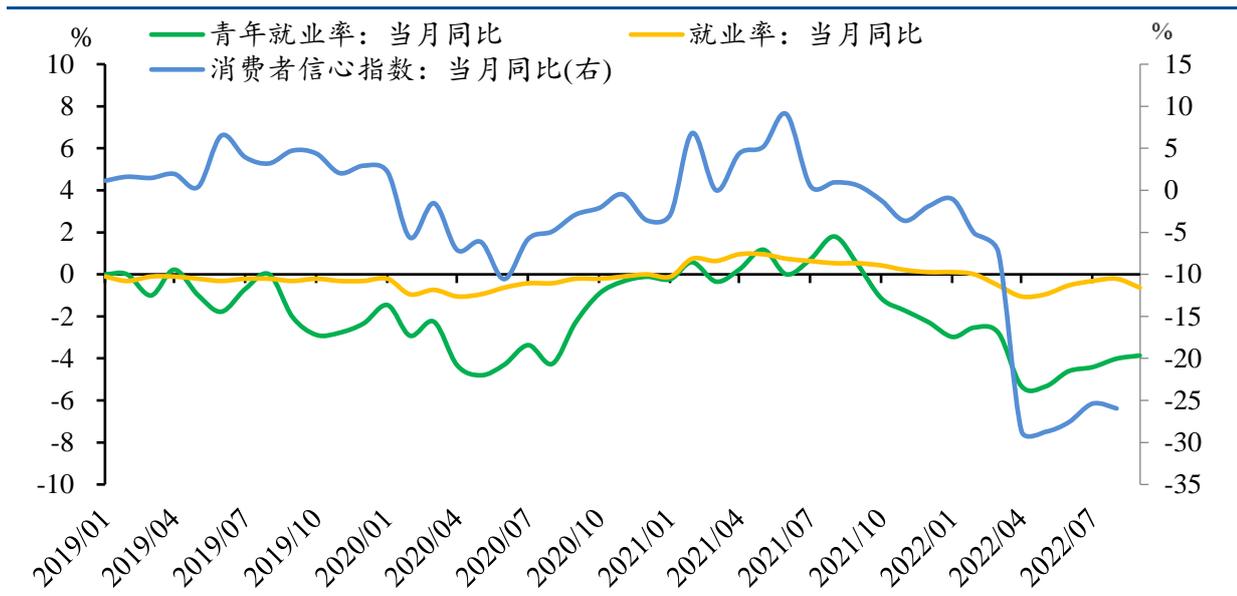
为什么不直接使用青年失业率呢？因为三因子框架中的因子都是需要正向贡献消费的，也就是收入越高、消费意愿越强越有利于消费，但失业率则是越低越利好消费，所以就需要把失业率转化为就业率，也就是用1减失业率。

具体来看，青年失业率是有明显的季节性的，一般在每年的7月份（毕业季，高校学生6月毕业，7月迈向职场）达到全年的高峰，8月也是高峰，之后逐渐降低。今年因为疫情超预期，企业吸纳就业能力减弱，加上毕业生人数增长较多（教育部去年预计2022届高校毕业生规模1076万人，同比增加167万，规模和增量均创历史新高。），全年1-9月的青年失业率都显著高于过去四年，7月最高值为19.9%，也就是几乎每5个适龄就业人口就有1人没有工作。同时，这段时间消费者信心也受到了不小的打击，对应指数同比下降25%以上。

图4：今年青年失业率显著高于往年



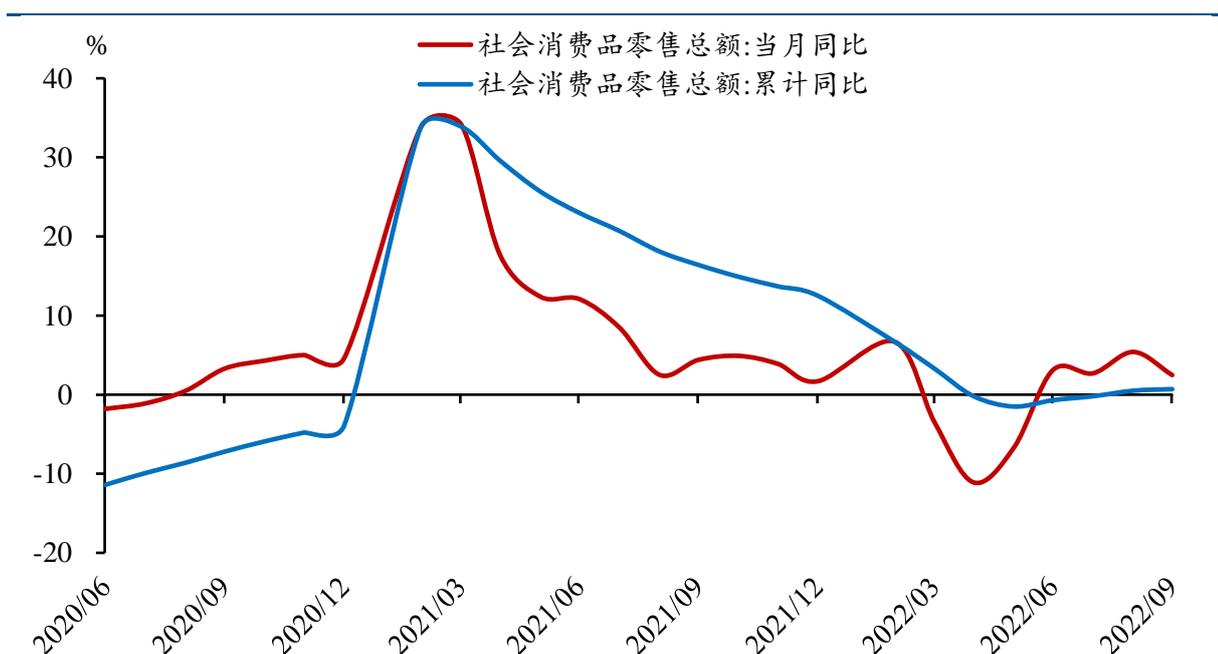
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：青年就业形势与消费者信心高度相关


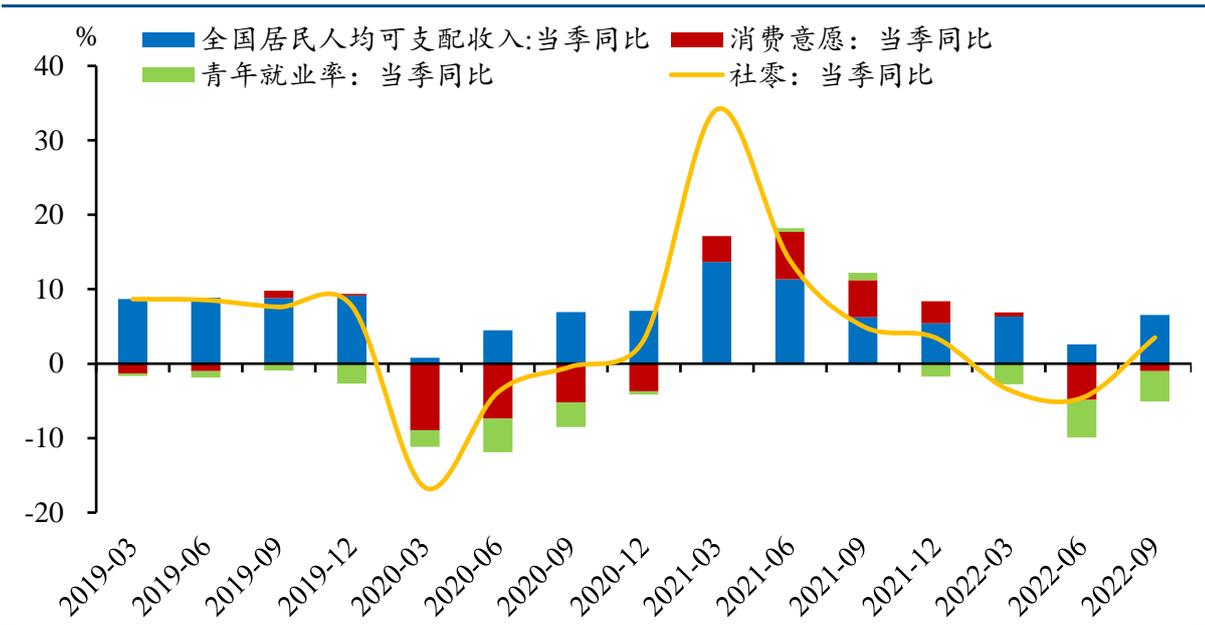
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三大因子确定后，三因子框架也就搭建起来了，我们将三大因子同比增速之和称为消费系数（分为当季同比系数和累计同比系数），当季系数和社零当季同比增速的相关系数在 0.85 左右，累计系数和社零累计同比增速的相关系数在 0.96 左右，验证了这个模型的有效性。可以观察到，今年拖累消费复苏的是负增长的居民消费意愿和严峻的就业形势。

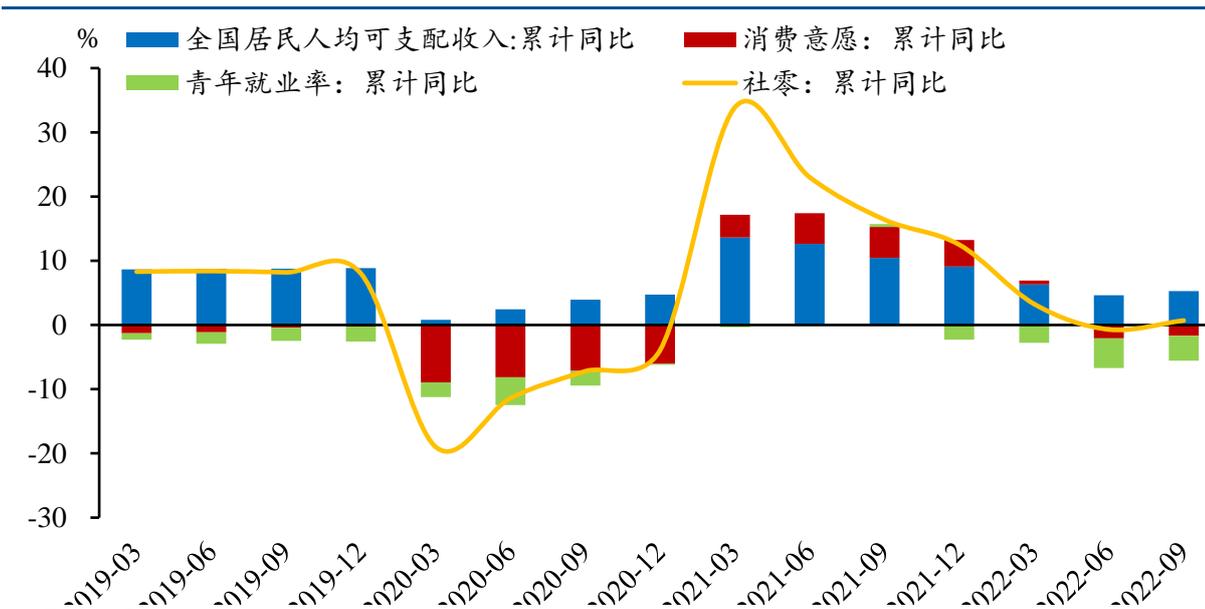
也就是说，收入因子在三季度增速回升，消费意愿因子和就业因子在三季度降幅收窄，消费的核心中枢上移，消费系数较二季度明显回升。但这只是边际上的中枢上移，消费系数的绝对值还要低于一季度，这是和广大居民的切身感受相符的。通俗地讲，就是三季度就业、消费意愿和收入增速确实比二季度高但并未较一季度有多大的提升。消费真正回暖需要三大因子的增速都回到正区间，因为届时消费上升的堵点才被完全打通。

图 6：绝对增速上三季度未较一季度明显提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：三因子框架（当季同比视角）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：三因子框架（累计同比视角）


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_48308



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>