

宏观专题

复苏中的投资机会（三）：消费是否“万事俱备只欠东风”？

2022 年 12 月 06 日

【策略观点】

- ◆ 消费的提振，收入与意愿缺一不可，提高工资性收入是核心。短期提振消费的主要切入点为提高人均收入和改善消费环境，根据美国经验，历次经济衰退时期，美国政府均出台刺激政策和提供大量转移支付，但消费真正实现修复还需经济预期企稳和工资收入回升。
- ◆ 我们预计消费将是下一个经济“发动机”。一是疫后经济增长动能轮换，消费始终处于底部，复苏潜能充足。二是当前基建单引擎模式面临增速瓶颈，亟待新动能接力，消费“稳增长”作用不可或缺。三是国内疫情期间居民维持高储蓄率，有望逐步向消费释放。四是根据大国发展经验，消费占经济比重增加符合发展规律，国内“双循环”新格局和经济长期稳定发展依赖消费。
- ◆ 消费“报复性”增长概率偏低，或迎来缓慢且非均衡复苏。一方面，消费能力与意愿短期难提振，限制消费反弹高度。当前居民工资性收入增速偏低，消费能力受限；同时，收入预期转弱叠加收入差距扩大，整体消费意愿趋降。另一方面，各地、各行业分化明显，或将呈结构性复苏格局。从区域看，各地“统筹疫情防控和经济发展”能力不一，生产生活或将分批次回归常态化。从行业看，各细分行业受冲击程度不同，修复空间和速率或有差异。
- ◆ 复苏潜力上，居民消费>政府消费，商品消费>服务消费，可选消费>必选消费。一是在财政紧平衡背景下，政府支出更多的将是发挥乘数效应，提振体量更大、弹性更大的居民消费。二是国内商品消费需求有待释放，且根据海外经验，服务消费需求不易提振，复苏斜率相对平缓。三是疫后居民收入收缩情况下，消费向必选消费倾斜，可选消费更具回升空间。
- ◆ 结构性复苏为主线。2023 年国内消费复苏确定性较强，但较难迎来全面普遍复苏，分批次、结构性复苏概率较大。分行业看，短期看政策调整，前期受疫情严重抑制的餐饮、旅游、酒店等领域边际改善最为明显；中长期看居民收入，最终反弹幅度与增长潜能相关，前期下行较大领域有望取得更大反弹。分区域看，“全国一盘棋”与“因城施策”并行，面向沿海发达城市的高品质消费有望快速回暖。
- ◆ 大消费回暖可期，静候收入回升佳音，布局景气赛道。防疫政策优化预期已有所体现，短期谨慎看好酒店、餐饮、旅游等边际改善趋势明确的行业。中长期看好消费整体慢修复，消费电子、纺织服装等处于低位行业具备反弹潜力。地产预期尚不明朗，家电、家具等行业修复情况待观察。

【风险提示】

- ◆ 国内疫情压力
- ◆ 居民收入和消费意愿回升不及预期
- ◆ 海外经济衰退风险上升，外需不确定性加大



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《从全球产业链角度，看中国半导体芯片产业国产化投资框架和机遇》

2022. 11. 22

《等待海外风险释放，价值机遇将再现》

2022. 10. 13

《复苏中的投资机会（二）：代建行业的逆周期机会》

2022. 09. 29

正文目录

1. 消费的提振，收入与意愿缺一不可	4
1.1. 消费的“能力-意愿”分析框架	4
1.2. 提振消费的核心在于提高工资性收入	4
2. 下一个经济“发动机”会是消费吗？	7
2.1. 消费复苏潜能充足	7
2.1.1. 疫后经济增长动能轮换，消费始终处于底部	7
2.1.2. 国内疫情期间居民维持高储蓄率，有望逐步向消费释放	8
2.1.3. 国内经济长期稳定发展依赖消费	9
2.2. 消费“报复性”增长概率偏低，或迎来缓慢且非均衡复苏	10
2.2.1. 消费能力与意愿短期难提振，限制消费反弹高度	10
2.2.2. 各地、各行业分化明显，或将呈结构性复苏格局	12
3. 寻找“底部”中的“底部”	14
3.1. 居民消费 vs 政府消费	14
3.2. 服务消费 vs 商品消费	14
3.3. 可选消费 vs 必选消费	15
4. 结构性复苏为主线，布局景气赛道	16
4.1. 展望 2023 消费，确定的复苏，不确定的复苏节奏	16
4.2. 大消费回暖可期，静候收入回升佳音	17

图表目录

图表 1：消费需求影响因素“能力-意愿”分析框架	4
图表 2：职工薪酬增加是消费上升的主要因素	5
图表 3：1970 滞胀美国个人收入与消费支出	5
图表 4：1975 石油危机美国个人收入与消费支出	5
图表 5：1990 衰退美国个人收入与消费支出	6
图表 6：互联网泡沫美国个人收入与消费支出	6
图表 7：2008 金融危机美国个人收入与消费支出	6
图表 8：2019Covid 美国个人收入与消费支出	6
图表 9：疫后国内经济增长动能切换	7
图表 10：国内消费增长潜能较大	8
图表 11：社会消费品零售总额增速“下台阶”	8
图表 12：住户存款在疫情期间形成“超额存款”	8
图表 13：可支配收入用于消费的比重趋降	9
图表 14：居民储蓄意愿提升	9
图表 15：转移支付填补疫情冲击	9
图表 16：美国疫后储蓄势能向消费释放	9
图表 17：中国消费占 GDP 比重低于主要发达经济体	10
图表 18：国内失业率走高	10
图表 19：人均工资性收入增速低于整体	10
图表 20：消费者预期转差	11
图表 21：可支配收入均值增速高于中位数	11
图表 22：职工薪酬增加是消费上升的主要因素	11
图表 23：中国每千人医师数在新兴经济体中领先	12
图表 24：中国每千人床位数超过美英	12

图表 25: 东南沿海人均医院数量较少	12
图表 26: 东南沿海人均床位数不足	12
图表 27: 每千人口医师数由东北向西南减少	13
图表 28: 中部地区人均卫生费用较低	13
图表 29: 各行业商品消费受损程度不同	13
图表 30: 居民消费占比超七成	14
图表 31: 居民消费波动大于政府消费	14
图表 32: 服务消费受疫情冲击较大	15
图表 33: 美国服务消费恢复较慢	15
图表 34: 线上、线下商品零售走势分化	15
图表 35: 服务消费受疫情冲击较大	16
图表 36: 家用电器、纺织服装、轻工制造、商业贸易、传媒等消费行业跑输 整体	17
图表 37: 大消费板块估值分化	17

疫后地产、出口、基建、汽车产业等相继成为国内经济“稳增长”的主要支撑，而占 GDP 比重过半的消费仍处于底部，为实现“保持经济运行在合理区间”目标，提振消费或为后续工作主要发力点。当前国内防控措施持续优化，对消费的扰动趋于消退，国内消费修复是否“万事俱备只欠东风”？哪些细分领域处于“深坑”位置？本文从居民消费意愿、消费能力等方面进行分析论证，结果表明国内消费具备复苏潜能和分批次、结构性复苏条件，中长期看好大消费领域整体慢修复。

1. 消费的提振，收入与意愿缺一不可

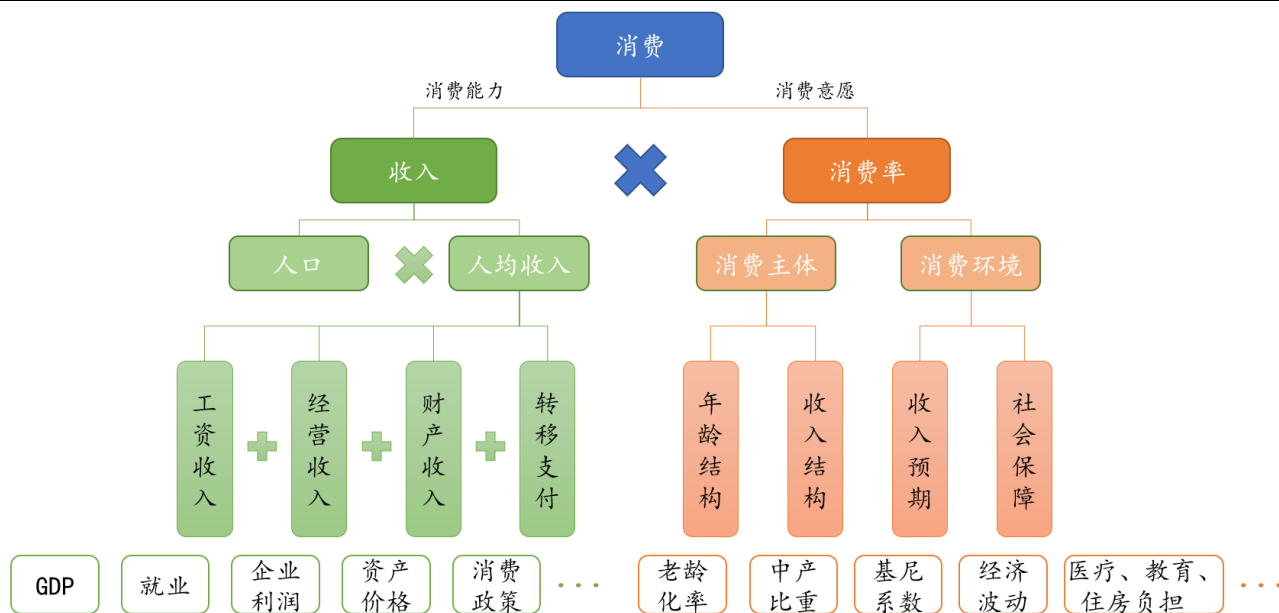
1.1. 消费的“能力-意愿”分析框架

按照“消费=收入*消费率”拆分，国内消费的影响因素，大致可以分为消费能力和消费意愿两个方面。

消费能力方面，收入=人口*人均收入，人均收入可进一步细分为工资收入、经营收入、财产收入、转移支付四部分，由经济增长、就业、企业利润、资产价格、政府补助政策等因素决定。

消费率即收入中用于消费的比率，其影响因素一方面来自消费主体自身特性，如不同年龄、不同收入人群边际消费倾向差异明显，如中青年消费率高于老龄人口，中低收入人群消费率高于高收入人群；另一方面来自消费环境。因此，老龄化率、中产比重、基尼系数、经济增速波动、社会保障体系等因素会影响消费率。

图表 1：消费需求影响因素“能力-意愿”分析框架



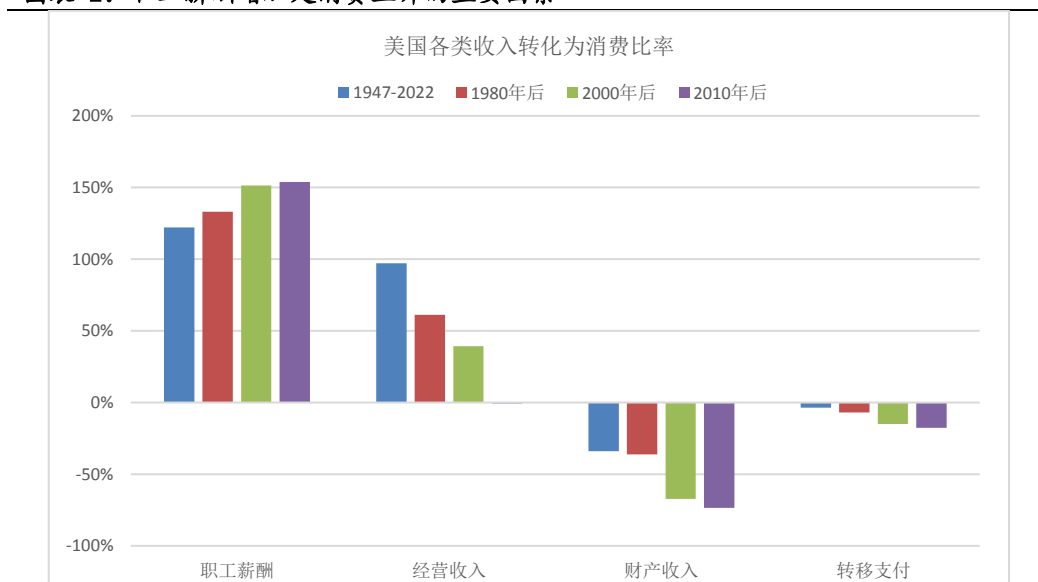
资料来源：《中国消费需求影响因素结构研究》，东方财富证券研究所

1.2. 提振消费的核心在于提高工资性收入

影响消费需求的因素来自多方面，但其中部分为长期慢变量，变化较为缓慢，

对短期消费作用有限，如人口、收入结构、消费观念等。短期提振消费的主要切入点为提高人均收入和改善消费环境。从收入端看，工资收入、经营收入、财产收入、转移支付转化为消费的比率不同，根据美国 1947 年 3 月-2022 年 6 月数据进行回归分析，职工薪酬转化为消费比率在 100%以上，且近年来不断提升；其余三类收入转化为消费比率逐年下降，2010 年以后均为负值，意味着职工薪酬的增长才能有效转化为个人消费。

图表 2：职工薪酬增加是消费上升的主要因素

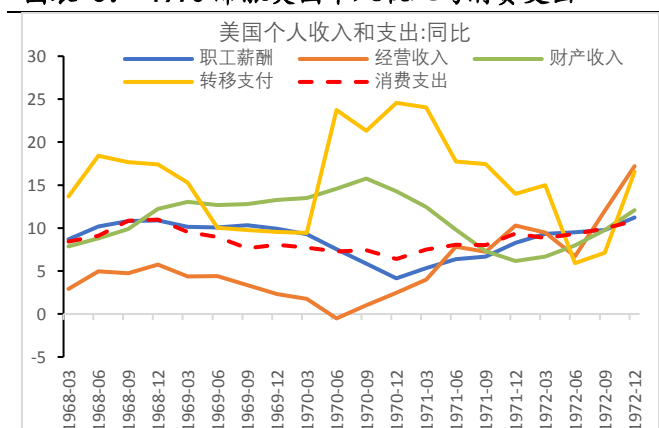


资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

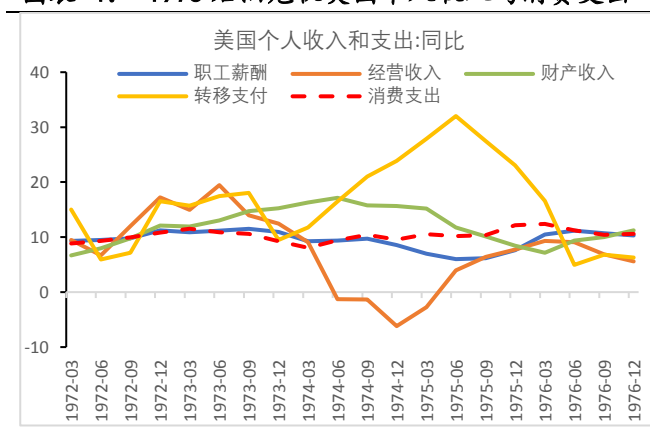
美国经验表明，历次经济衰退时期，美国政府均出台刺激政策和提供大量转移支付，但消费真正实现修复还需经济企稳和工资收入回升。

1970 年代由通胀引发的衰退，消费支出在高转移支付和高物价支撑下保持平稳。美国 1970 和 1975 年两次衰退主要由通胀引发，PCE 物价指数同比增速在 1974 年 10 月达到 11.6%，创 1959 年有记录以来新高，此后在第二次石油危机的冲击下，1980 年 3 月 PCE 物价指数同比增速再次升至 11.6%。石油等工业原材料价格大幅上行，严重制约美国国内生产，1970 和 1975 年美国工业生产同比减少 3.3%和 8.9%，由此引发失业率提升、雇员报酬下降。但由于在衰退期间政府转移支付大幅增长，加上商品和服务价格上涨，美国在滞涨时期的个人消费支出仍保持平稳，且在职工薪酬回升后，消费支出增速高于衰退前水平。

图表 3：1970 滞胀美国个人收入与消费支出



图表 4：1975 石油危机美国个人收入与消费支出



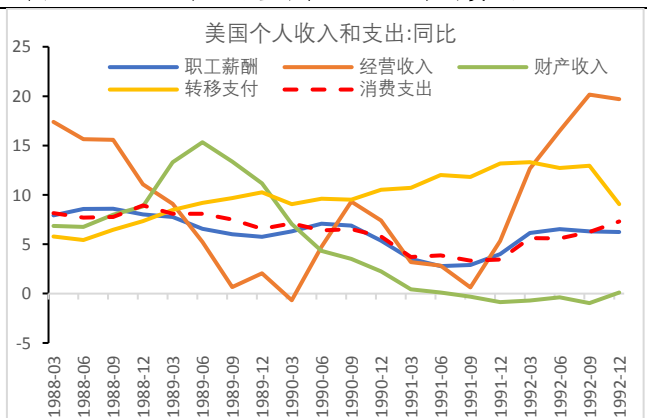
资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

1990 年代由外部冲击引发的衰退，转移支付逐步提高，消费与职工薪酬同步波动。1990 年代美国经济衰退主要由于东欧动荡、两伊战争、日本泡沫经济破裂等引发的外溢效应，冲击美国供需两端，1990 年美国不变价 GDP 同比增速降至 0.1%，创下记录以来新低，此后个人消费支持增速与职工薪酬增速同步下降。由于冲击主要来自海外，美国内需受损较轻，衰退期间政策对经济的支持力度较为温和，转移支付增速变化不大。

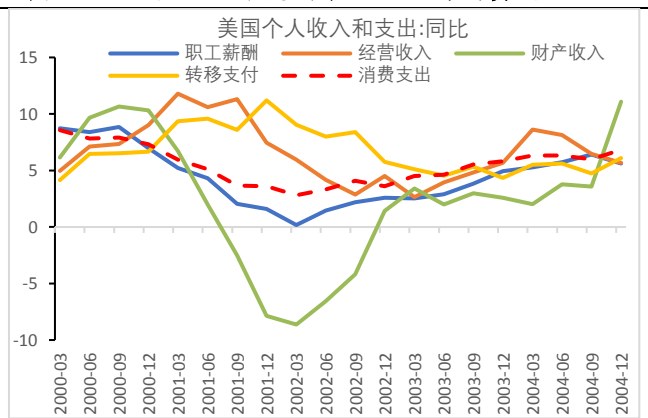
2000 年、2008 年由美国自身经济金融体系波动引发的衰退，大量转移支付熨平经济周期，消费支出波动小于职工薪酬。互联网泡沫和次贷危机直接爆发于美国，冲击美国内需，引发破产潮、失业潮，职工薪酬大幅下滑。由于上述衰退属于经济周期性波动，对居民收入预期和消费意愿的影响有限，加上政府转移支付力度明显加大，弥补了部分居民消费能力，因此两次衰退期间消费支出的降幅小于职工薪酬。

图表 5：1990 衰退美国个人收入与消费支出



资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

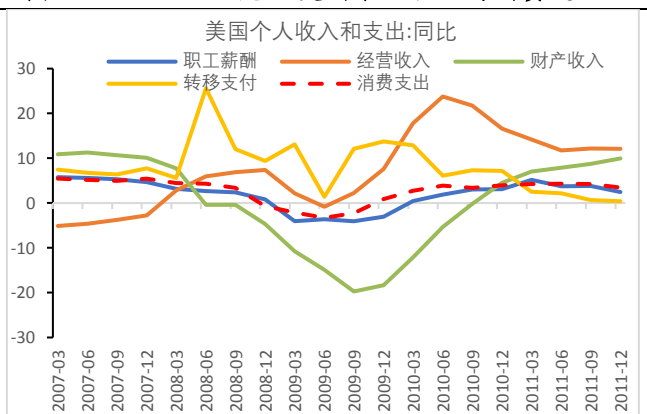
图表 6：互联网泡沫美国个人收入与消费支出



资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

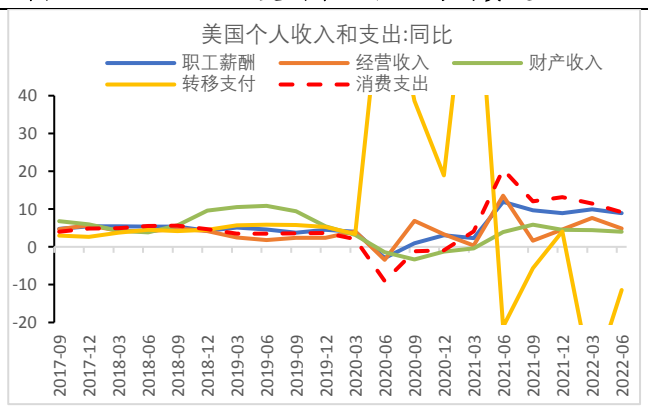
2020 年由疫情冲击等不可预期因素引发的衰退，转移支付短期大幅上升，消费支出波动大于职工薪酬。疫后美国出台大规模政策刺激和补助，2020 年二季度美国转移支付收入同比增长 76.9%，拜登政府执政后进一步推出新的刺激政策，2021 年 3 月转移支付收入同比增长 87.5%。但疫情对预期的冲击强于此前危机，在不确定性加大的背景下，转移支付更多的转化为储蓄而非消费，美国消费支出降幅显著大于职工薪酬。

图表 7：2008 金融危机美国个人收入与消费支出



资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

图表 8：2019Covid 美国个人收入与消费支出



资料来源：美国统计局，东方财富证券研究所

综上，消费支出与职工薪酬的走势基本一致，转移支付等其他收入来源能够起到减缓消费支出波动的效果，但难以扭转消费支出变化方向。

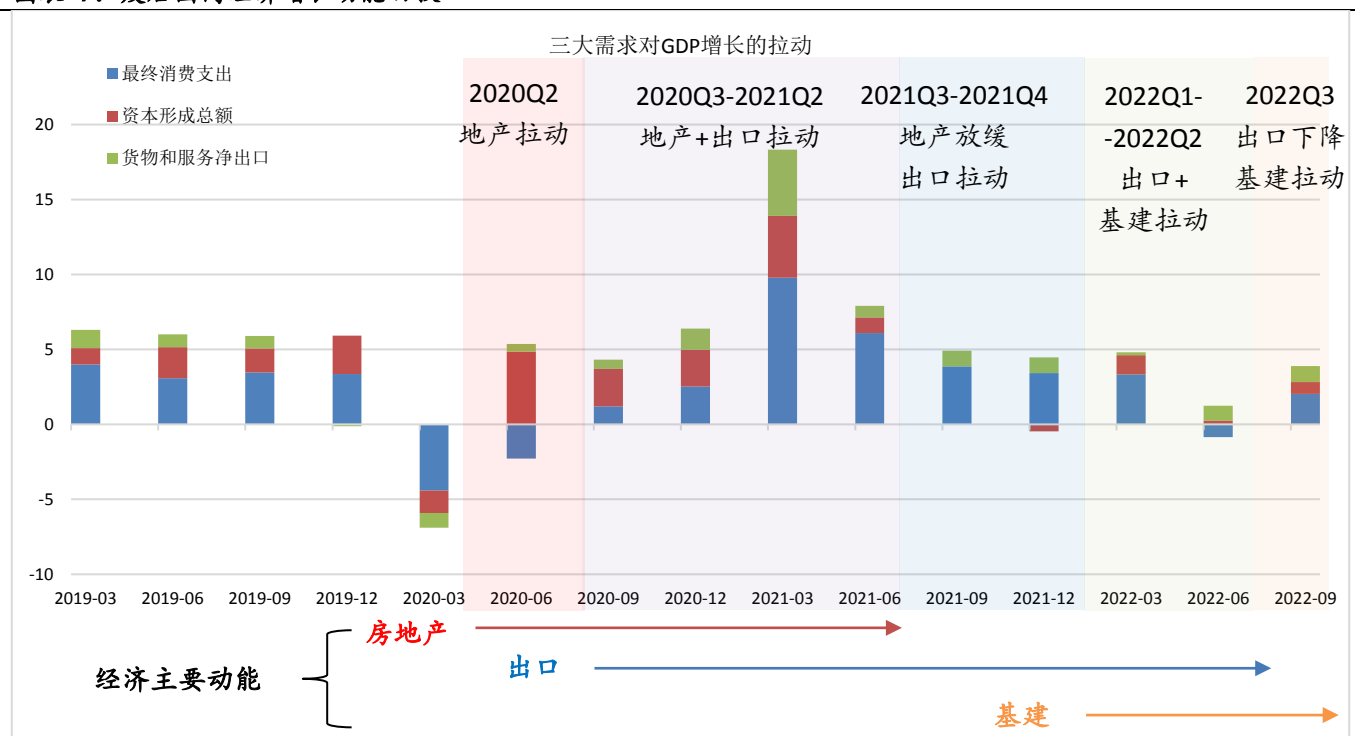
2. 下一个经济“发动机”会是消费吗？

2.1. 国内消费复苏潜能充足

2.1.1. 疫后经济增长动能轮换，消费始终处于底部

自 2020 年 Q2 国内经济走上修复轨道以来，增长动能经历多次变化。其中，房地产投资率先发力，2020 年 Q2 实现由负转正，并在此后保持两位数的高增速，但在 2021 年 Q3 以后，受房地产政策持续收紧和房企风险事件爆发等因素影响，房地产业遇冷。2020 年 Q3 以后出口受益于全球供需失衡，取得超预期增长，但随着全球供给端从疫情中恢复和外需放缓，出口增速趋降，并于 2022 年 10 月份转负。在房地产和出口“熄火”阶段，2022 年基建成为国内经济增长主要拉动力，当前基建增速已连续 6 个月上升。

图表 9：疫后国内经济增长动能切换

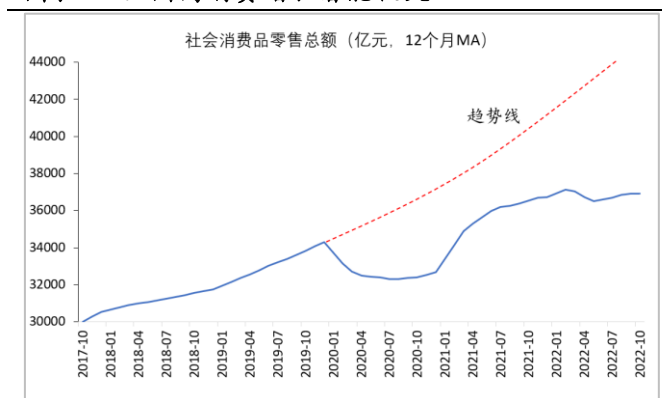


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

基建单引擎模式面临增速瓶颈，亟待新动能接力。一方面，广义基建投资仅占固定资产投资的约三分之一，GDP 的约 10%，且其上下游产业链相对简单，对就业和经济的贡献有限。另一方面，当前基建投资增速保持高位，但在地方政府债务约束、基建项目低收益对民间资本吸引力不足等因素制约下，进一步上升空间已较小，对经济的拉动能力或趋弱。2022 年 10 月工业、投资、消费等其余经济指标低于市场一致预期，反映基建对经济的拉动后期乏力。

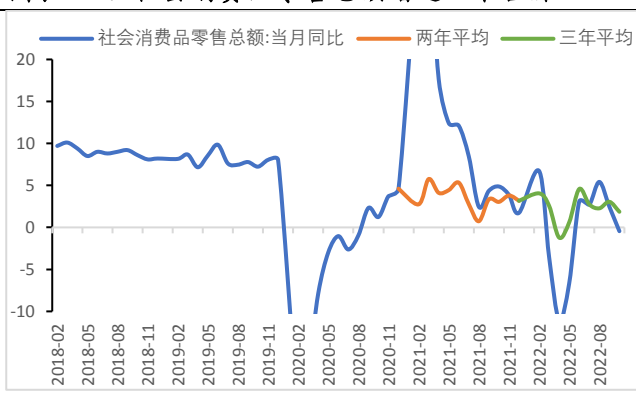
当前部分消费波动属于短期性的，回升潜能巨大。疫后消费受冲击较大，且修复缓慢，2022 年 1-10 月，我国社会消费品零售总额同比增长速仅 0.6%，10 月当月录得负增长。从绝对量看，当前消费总额远落后于 2019 年以前的增长趋势，特别是 2021 年三季度以来消费增长明显放缓。因此，本轮疫情对国内消费造成较大损伤，其中既有企业倒闭、居民财富缩水、购买力下降等因素造成永久性损伤，也有供应链和疫情管控等原因造成生产和消费暂时性受限，后者有望随着疫情冲击边际好转而有所回暖，消费回升潜力较大。

图表 10：国内消费增长潜能较大



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11：社会消费品零售总额增速“下台阶”



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所, 数据截至2022年10月

2.1.2. 国内疫情期间居民维持高储蓄率，有望逐步向消费释放

收入向下存款向上，国内储蓄率大幅提高。一方面，居民可支配收入增长放缓，2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入名义累计同比增长 5.3%，显著低于疫情前 9%左右的增速中枢；另一方面，居民存款意愿提高，疫后我国住户存款规模快速突破 100 万亿元，2022 年 10 月，全国住户境内人民币存款同比增长 15.3%，高于 2010 年以来同期水平。收入与储蓄反向变动的主要原因在于储蓄率提升，消费率下降。2022 年三季度，人均可支配收入中用于消费的比率为 66.6%，较 2021 年同期下降 0.7 个百分点，近年来呈整体下降趋势，特别是 2019 年后下行加速。此外，根据央行全国城镇储户问卷调查数据，2022 年三季度倾向于“更多储蓄”的居民占 58.1%，储蓄意愿持续较强。

图表 12：住户存款在疫情期间形成“超额存款”

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_49745

