



付一夫：数据里的真相，消费恢复究竟为何不及预期？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 付一夫



最近股市大热，以新能源车、半导体、光伏为代表的高景气成长型赛道都掀起过一轮又一轮的主升浪。然而，曾经牛股辈出的消费板块表现却逊色了许多，从7月初至今的两个月时间里，大消费指数跌幅超过15%，令广大投资者失望不已。

究其原因，国内消费需求恢复进度不及预期是问题的核心所在。从数据上看，7月份社会消费品零售总额当月同比增速为8.5%，显著低于Wind一致预期的11.6%，两年复合增速则由6月的4.9%下降至3.6%，的确是有些不尽人意。

消费恢复究竟为何不及预期？这当然与此前强降雨天气、疫情多点散

发等外部因素的影响有关。可若是沿着官方统计数据进行深入挖掘，我们还会发现很多不一样的信息。

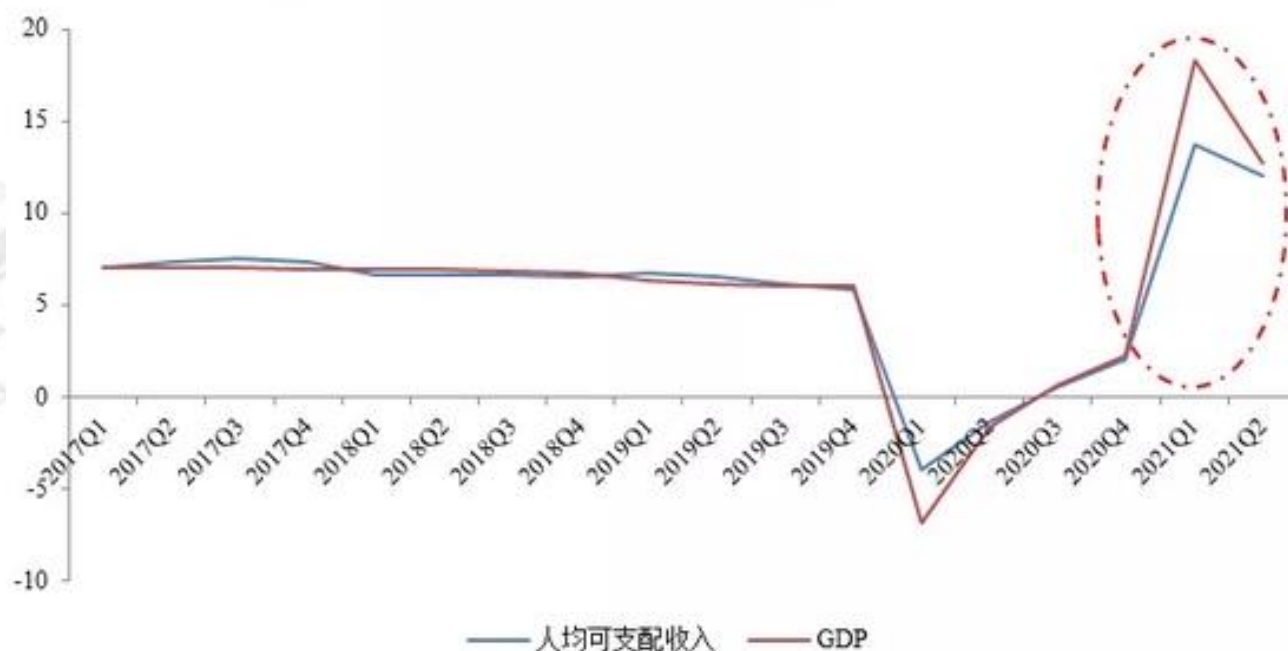
1

消费经济学的相关理论告诉我们，消费是收入的函数，收入是影响消费的直接因素。消费端出了问题，自然有必要从收入端寻找原因。

这里面包括“量”和“质”两个维度，先来讨论“量”。

通常来说，居民收入增长速度应与经济发展同步，这样才能让大多数老百姓更好地享受到经济发展的成果，并愿意去消费。不过透过国家统计局数据可以看到，自 2020 年初新冠疫情发生以来，我国居民人均可支配收入与 GDP 的增速开始出现分化，特别是进入 2021 年后，由于种种原因，居民收入增长没能跑赢 GDP。如此一来，不少人的边际消费倾向难免会出现下滑，其中亦不乏一些风险厌恶者，他们为了应对未来的不确定性而选择把钱存起来，以“预防性储蓄”来代替部分日常开销，进而掣肘了整体消费的增长。

人均可支配收入&GDP 增速对比 (%)



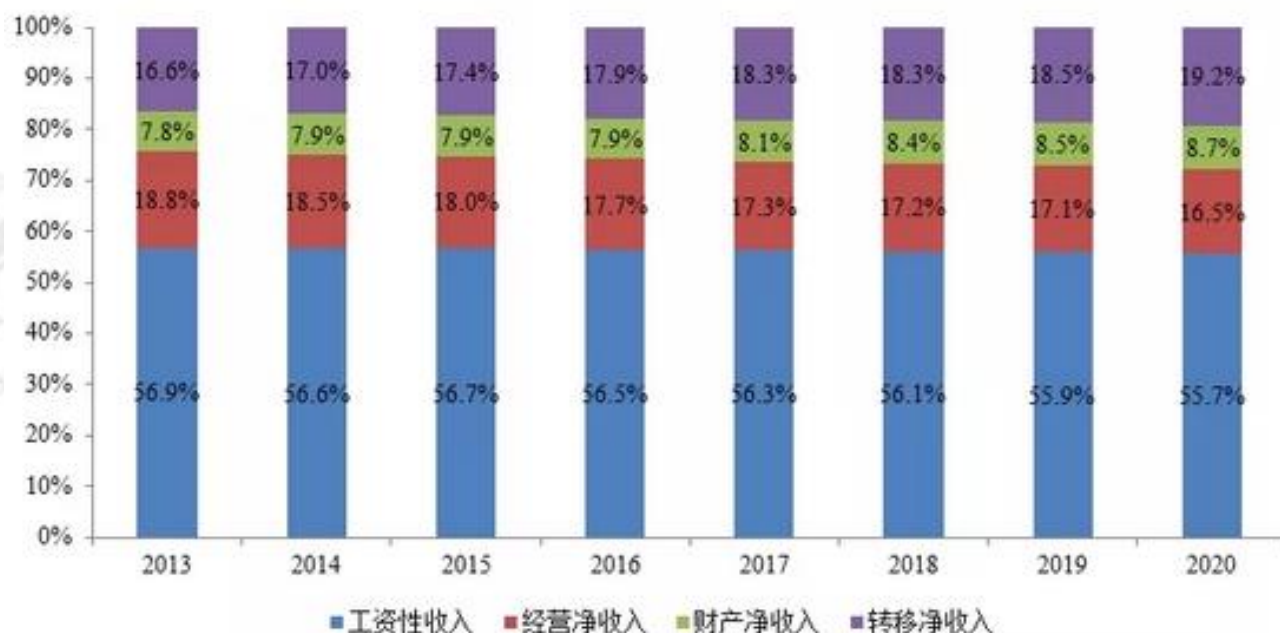
数据来源: Wind, 苏宁金融研究院

然而，仅凭这一个原因固然是无法解释全部问题的。比如说，2021年第二季度，居民收入与 GDP 增速的差距出现了明显的收窄迹象，本应是消费即将好转的信号，可为什么仍然不及预期呢？

这就涉及到“质”的层面，即结构性的变化。

按照国家统计局的口径，居民收入可以细分为工资性收入、经营净收入、财产净收入和转移净收入四个部分。其中，工资性收入是人们最为重要的收入来源，2013~2020 年占比始终保持在 55%以上；经营净收入和转移净收入占比大致相当，约为 16~19%；财产净收入占比最小，不到 10%。

居民收入分布情况



数据来源: Wind, 苏宁金融研究院

在此基础上，我们针对各类收入的增速做进一步考察。可以看到，虽然各类收入总体上都表现为持续的恢复之势，但速度明显出现了分化：工资性收入和转移净收入恢复较慢，财产净收入和经营净收入恢复则更快，甚至大幅度超过了疫情之前的水平。

各类收入增速对比 (%)



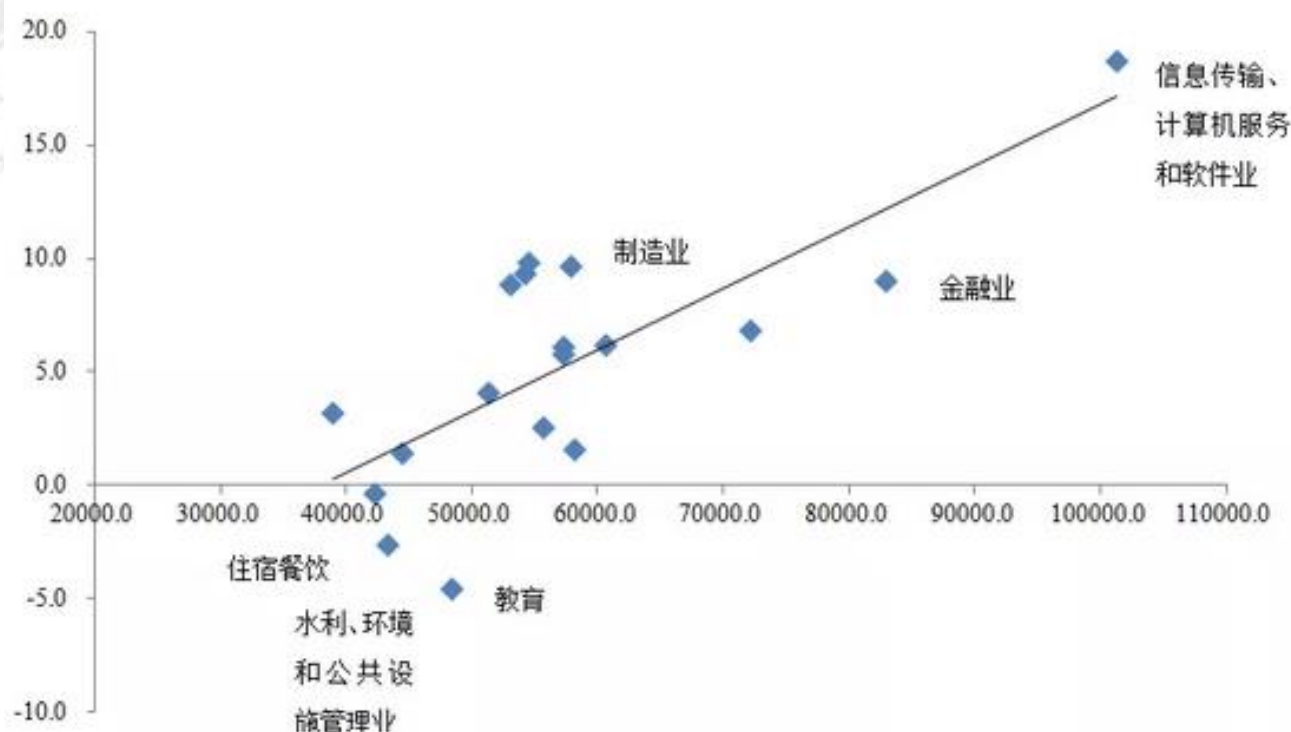
数据来源：Wind，苏宁金融研究院

值得注意的是，财产性收入快速增长的主要受益者是高收入人群，而低收入人群则更依赖于工资性收入，其财产性收入往往相对有限。这便意味着，自疫情以来，不同人群的收入恢复出现了“K型”分化迹象，高收入人群的收入回升速度要高于低收入人群，无形中在一定程度上放大了居民收入差距。

这种结构性分化还体现在行业层面。参考国盛证券的研究思路，从城镇私营单位各行业平均工资水平及其增速来看，人均工资越高的行业，往往增速也越高，二者呈现出较强的正相关性。例如，2020年收入水平最高的信息传输、计算机服务和软件业，工资超过10万元，同比增速高达18.7%，收入水平第二高的金融业，工资超过8万元，同比也增长了9%；而收入

水平本就偏低的教育、水利环境以及住宿餐饮业，平均年工资不足 5 万元，工资整体不升反降。这便意味着行业间的收入差距也在拉大。

不同行业工资水平及增速对比



数据来源: Wind, 苏宁金融研究院

按照经济学理论，高收入人群的边际消费倾向常常低于中低收入人群，再考虑到高收入人群占总人口的比重较小，那么因结构性分化而导致的居民收入差距放大，将不可避免地对消费增长带来负面影响。

2

影响消费的，除了收入这一直接因素之外，还有另外两个间接因素——就业和居民杠杆率。

先来讨论就业。

众所周知，就业是民生之本、财富之源，涉及到千家万户的生计和发展，只有劳动者有稳定的工作岗位，才会有稳定的收入来源，才会增强社会的归属感与安全感，也才会集中精力开展经济生产活动或者消费。从这个角度看，稳就业对于促消费也具有深远意义。

自疫情以来，我国一直都在千方百计稳就业，并取得了积极成效。官方数据显示，全国前 7 个月城镇新增就业 822 万人，城镇调查失业率均值控制在 5.2%，比去年同期下降了 0.6 个百分点；城镇新增就业跟全年调控目标相比，已经接近完成了 75%；7 月份城镇调查失业率回落到 5.1%，与 2019 年同期相比也下降了 0.2 个百分点。这样的成绩的确令人振奋无比。

然而，仅依靠城镇就业率并不能充分反映劳动力市场的全部面貌，因为这里并没有将农民工纳入统计当中。所以，我们有必要对农民工的就业状况做一番探索。

来自国家统计局的数据表明，2010~2019 年，我国农民工数量一直保持着稳步上升之势。2010 年达到 2.01 亿人，预计 2020 年农民工数量

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_34833

