

宏观

证券研究报告

2022 年 09 月 24 日

消费是不是被低估了？

疫情之后，最终消费的韧性远高于社零，如 2022 年上半年最终消费对 GDP 的拉动高于社零 3 个百分点。我们认为这主要是最终消费里的政府消费和虚拟消费受疫情影响小。此外，更需要注意的是服务消费拖累了 2020 年的疫后消费复苏，但今年以来，服务消费在疫情冲击中保持韧性。除了仅跟踪社零增速可能会低估实际消费水平以外，未来消费也还存在改善空间。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

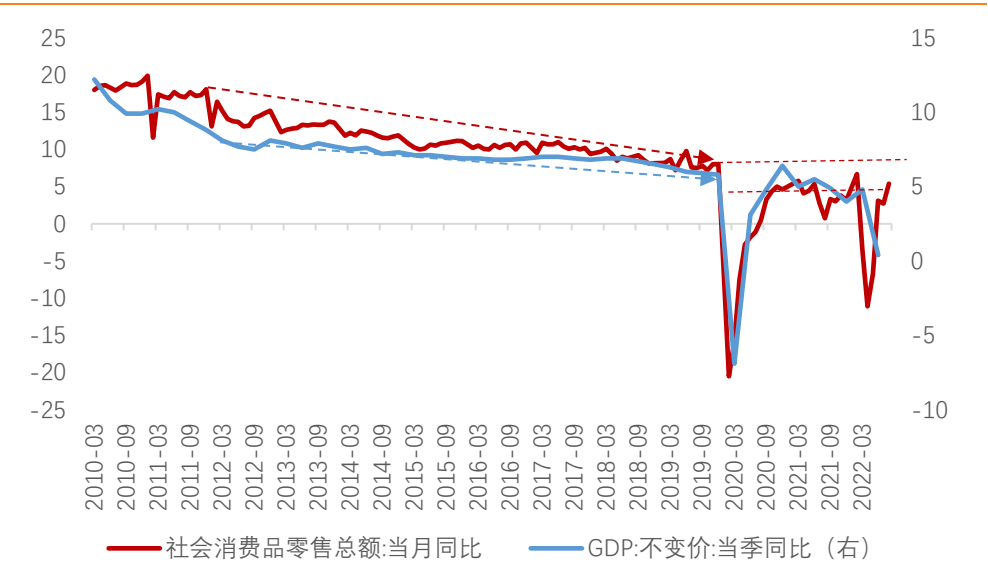
相关报告

- 1 《宏观报告：联储货币政策考虑政治而非经济-联储货币政策考虑政治而非经济》 2022-09-23
- 2 《宏观报告：宏观-8 月数据里的中国经济逻辑》 2022-09-17
- 3 《宏观报告：风险定价-价值风格的拥挤度持续上升-9 月第 3 周资产配置报告》 2022-09-17

风险提示：国内疫情演变超预期打断后续国内经济修复节奏；房地产市场演变超预期

2020 年以来，受疫情冲击，消费增速随经济增速下台阶。疫情前的 2019 年，社会消费品零售总额（下文简称为社零）同比增速为 8%，这成为了此后社零增速的“天花板”。2020 年至今（2021 年使用两年平均同比），社零同比的高点是 6.7%（仅 2022 年年初出现），整体中枢在 4% 左右。今年以来，受更大范围和更长时间的疫情影响，1-8 月社零累计同比增速仅+0.5%，明显低于固定资产投资增速（+5.8%）和出口增速（+13.5%）。

图 1：消费和国内经济都在下台阶（单位：%）



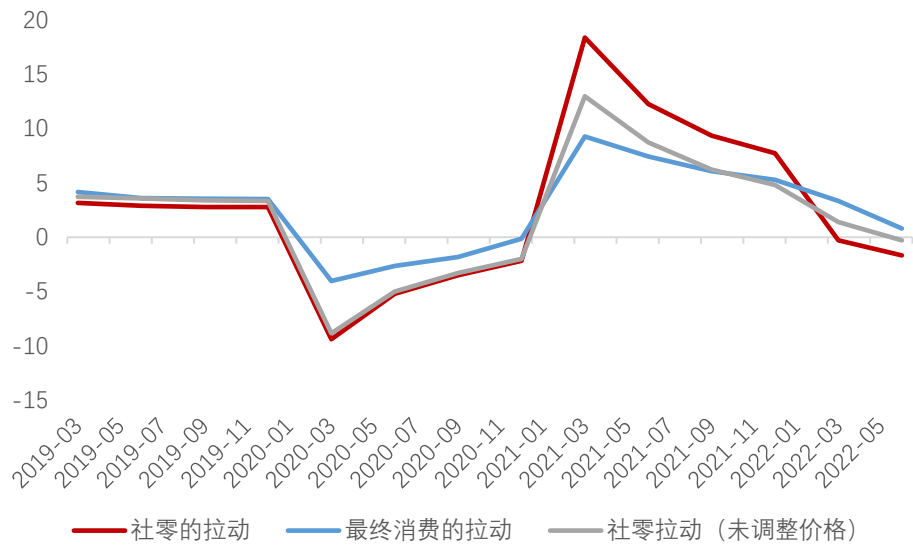
资料来源：wind，天风证券研究所（2021 年使用两年平均同比增速）

但 GDP 口径的最终消费在疫情之后的韧性却远高于社零。2019 年，最终消费对 GDP 的拉动率高于社零对 GDP 的拉动率约 0.8 个百分点（这和社零占 GDP 比重低有关）¹。但在疫情之后，两者的差距明显走阔。2020 年上半年最终消费对 GDP 的拉动高于社零 4 个百分点，2022 年上半年最终消费对 GDP 的拉动高于社零 3 个百分点。

从同比增速角度看，2022 年 1 季度社零同比增速为 3.27%，最终消费对 GDP 的拉动率为 3.33%，而最终消费支出占比 GDP 约 55% 左右，这意味着要想实现 3.33% 的拉动，最终消费需要更高的增速。比如 2019 年，最终消费对 GDP 的拉动率为 3.5%，最终消费的同比增速为 6.32%。从这个角度看，仅观察社零同比增速，可能会低估消费的韧性。

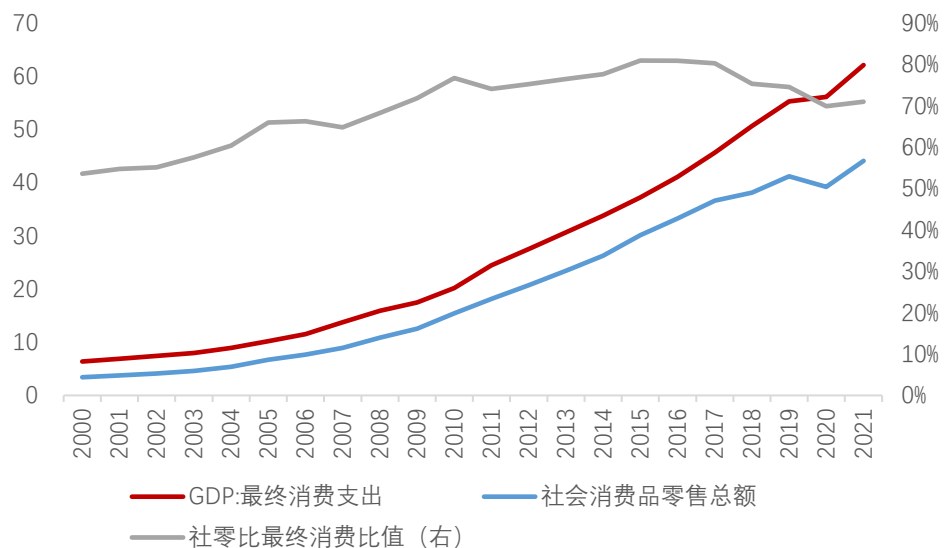
¹ 注：社会消费品零售是现价，在计算时我们先计算社零对现价 GDP 的拉动，此外我们按照 GDP 平减指数来对社零进行折算，然后计算折算后的社零对不变价 GDP 的拉动。
拉动的计算一般是最终消费/社零对 GDP 的贡献率*GDP 同比增速，也近似于最终消费或社零同比*最终消费或社零占 GDP 比重

图 2：最终消费与社零对 GDP 的拉动（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：最终消费支出与社零总额的不同（左轴单位：万亿元）



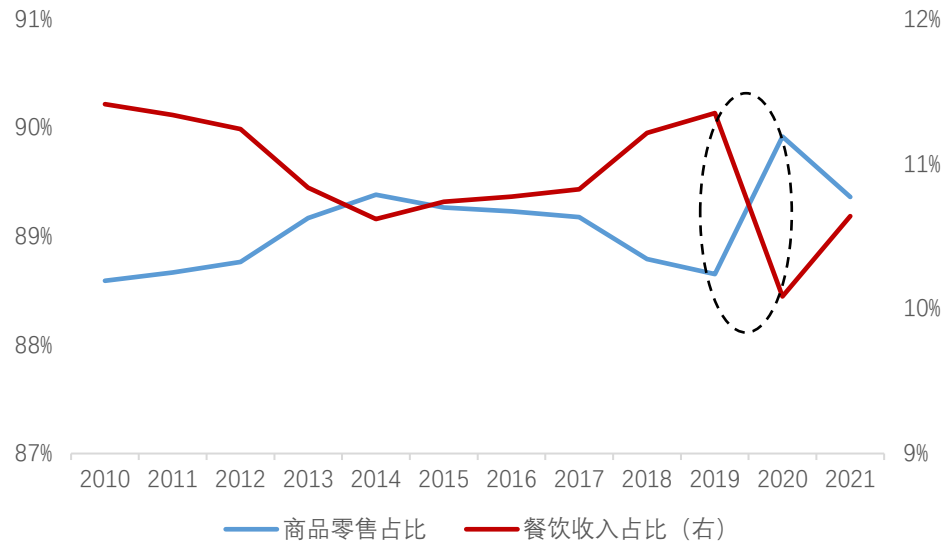
资料来源：wind，天风证券研究所

首先，社零与最终消费存在统计口径上的区别。

社零是指企业直接出售给个人和社会集团（包括企事业单位、机关、部队、社会团体等）的非生产、非经营用实物商品以及提供餐饮服务的所取得的收入，是站在卖方视角，统计卖了多少商品。从构成上看，2021 年社零消费中，商品占比 89%，餐饮占比 11%。

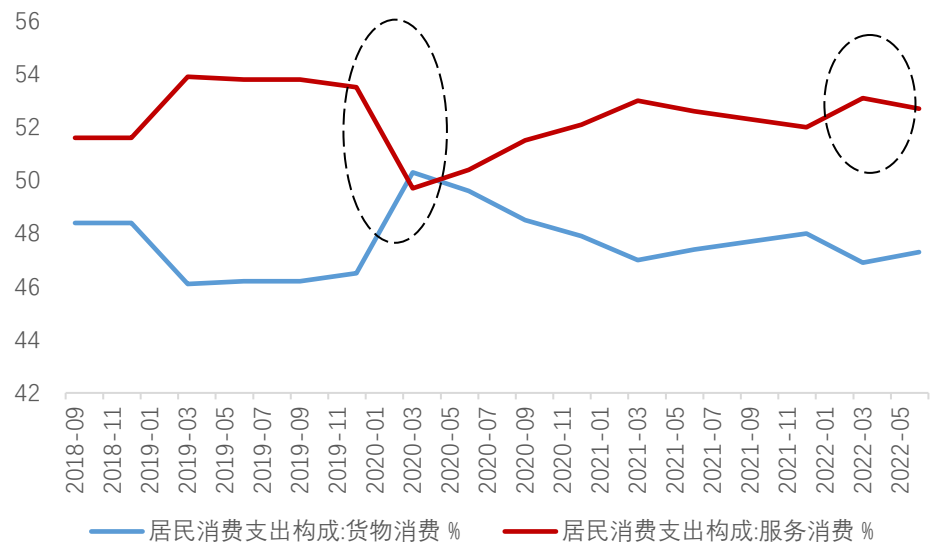
最终消费是指常住单位（分为居民和政府）对货物和服务的最终消费支出，类似于站在买方视角，统计买方的支出规模。从结构上看，2021 年居民消费支出占比最终消费 71%，政府消费占比 29%。而在居民部门中，服务消费的占比高于商品消费，2022 年 6 月服务消费占比 52.7%，货物消费占比 47.3%。

图 4：社零主要以商品消费为主



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：GDP 口径下，居民服务消费占比更高（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

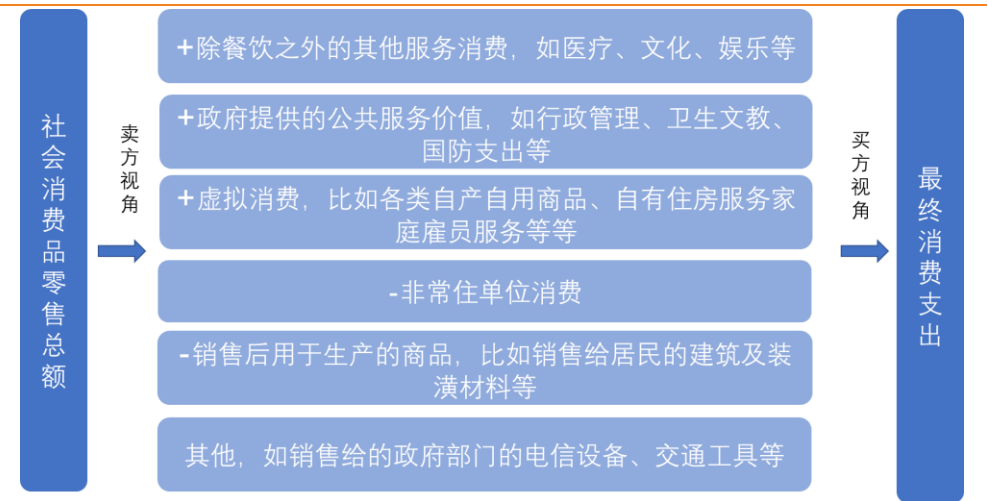
社零总额约为最终消费的 70%。从统计角度上看，最终消费比社零主要是多了几项：服务消费、虚拟商品和政府提供的公共服务。

其中居民服务消费占比最终消费 35%以上，如果考虑政府消费的话，服务消费的占比会更高²。而社零的主体是商品消费，餐饮消费仅占 11%。因此近年来随着服务消费的上升，社零和最终消费的差距呈震荡扩大的状态（见图 3）。

另外虚拟商品，如住户的自有住房、农民自产自用商品会在折算纳入最终消费中，但不纳入社零。政府提供的公共服务，如行政管理、卫生文教、国防支出等方面的消费也不纳入社零。

² 35%等于居民消费占最终消费比重*居民消费中服务消费的比重

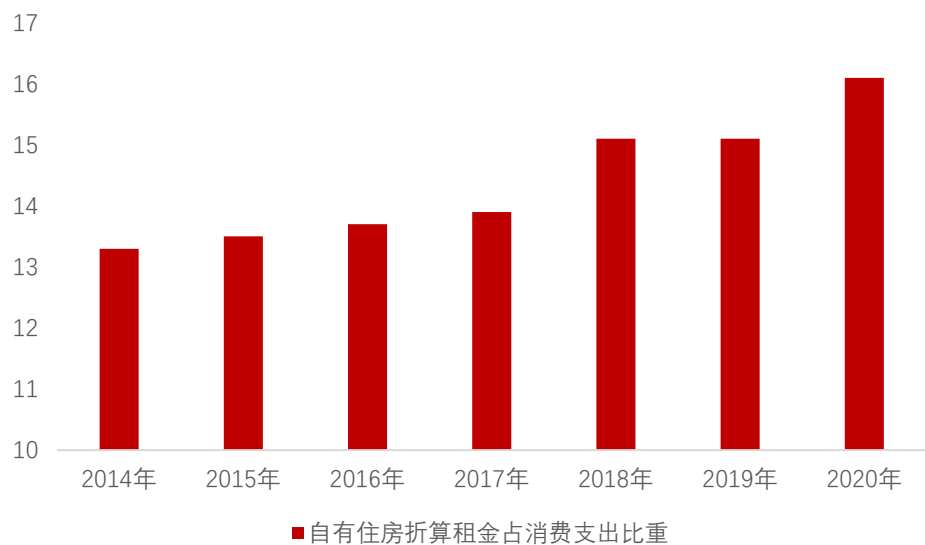
图 6：最终消费支出与社零总额的统计口径区别



资料来源：《中国主要统计指标注释第二版》，天风证券研究所

所以疫情以来，最终消费表现好于社零，主要是最终消费里的政府消费和虚拟消费受疫情影响小。如疫苗核酸防疫等卫生支出等政府消费在疫后明显提高，体现在数据上是最终消费增速从2019年的9.2%下滑至2020年的1.5%，其中，居民消费增速从9.3%下滑至0%，但政府消费增速仅从8.8%下滑至5%。虚拟消费主要是自有住房折算租金，这类消费几乎不受疫情影响。2020年，该科目占居民消费支出的比重为16.1%，且占比整体会随着居民自有住房面积的增加而增加。

图 7：自有住房占比（单位：%）

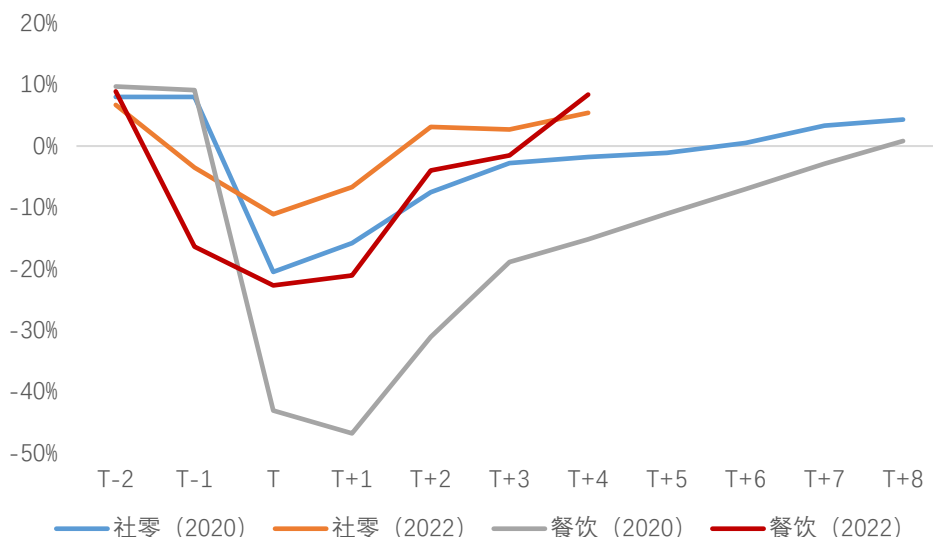


资料来源：《中国住户调查年鉴》，天风证券研究所

服务消费拖累了2020年的疫后消费复苏，但今年以来，服务消费在疫情冲击中保持韧性。从数据上看，2022年居民服务消费占居民最终消费的比重维持在53%左右（见图5），并未像2020年出现超幅下滑，2020年1季度服务消费占比直接从2019年末的53.5%回落至49.7%。

餐饮服务也体现了今年服务消费的韧性。2022年餐饮消费不仅复苏进度明显快于2020年（2020年餐饮消费修复速度滞后社零整体），且修复高度也更高（2022年8月餐饮消费增速高于社零）。从今年地铁客运量等居民出行高频数据上也能看出疫情对服务消费的影响正在减弱。

图 8：从同比角度看，本轮疫后消费修复速度更快（单位：%）



资料来源:wind, 天风证券研究所

到这里，我们认为消费确实有被低估的可能。一方面，服务消费在总消费中占比较大，且今年以来韧性较强，但社零口径不包含餐饮外的服务。另一方面，疫情以来政府提供的公共卫生医疗教育等服务部分替代了市场化消费需求，这部分也不包含在社零内。除此以外，社零消费本身也存在改善的空间。

一是从央行城镇储户调查数据来看，居民消费意愿并没有变化。疫情对消费的影响主要是收入。而收入和就业直接相关，目前居民失业情况有所好转，8月城镇调查失业率从4月6.1%的高点持续回落至5.3%，同时，16-24岁就业人员调查失业率从7月高点的19.9%下滑至18.7%，且后续有望进一步回落。另外，BCI企业招工前瞻指数也从5月的低点48.3%持续回升至8月的59.6%。

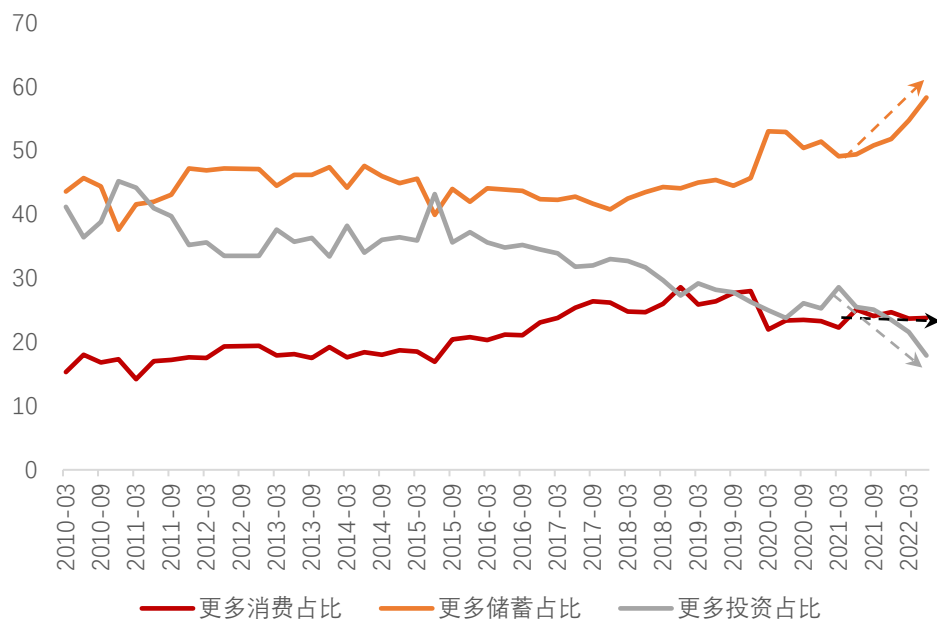
二是居民部门资产负债表结构比较健康，高增的存款为后续居民消费修复提供了基础。2022年1-8月居民部门新增人民币存款10.8万亿，大幅高于2020年和2021年同期水平（分别为8万亿和6.4万亿）。同时，居民部门的负债意愿持续回落，1-8月居民部门新增人民币贷款仅2.8万亿，低于2020年和2021年同期的5.2万亿和5.6万亿。居民贷款减少、存款上升，最主要的原因是居民购房需求快速回落。

房价对居民消费既有财富效应（房价上涨带来居民资产增加、房租收入增加等推动居民增加消费），也有挤出效应（居民为了买房减少消费，借贷也会挤出消费）。从一些研究看，随着住宅相对价格不断提高，挤出效应会增强，而财富效应会逐渐减弱³，且2017年之后国内房价上涨的挤出效应已经超过了财富效应⁴。那么随着房地产周期的回落，地产对消费的挤出效应也会下降，并可能大于财富效应的下降，这也有助于消费能力的长期稳定。

³ 王凯,庞震.我国房价上涨对居民消费的影响:财富效应还是挤出效应?[J].华东经济管理,2019,33(04):102-107.DOI:10.19629/j.cnki.34-1014/f.180328023.

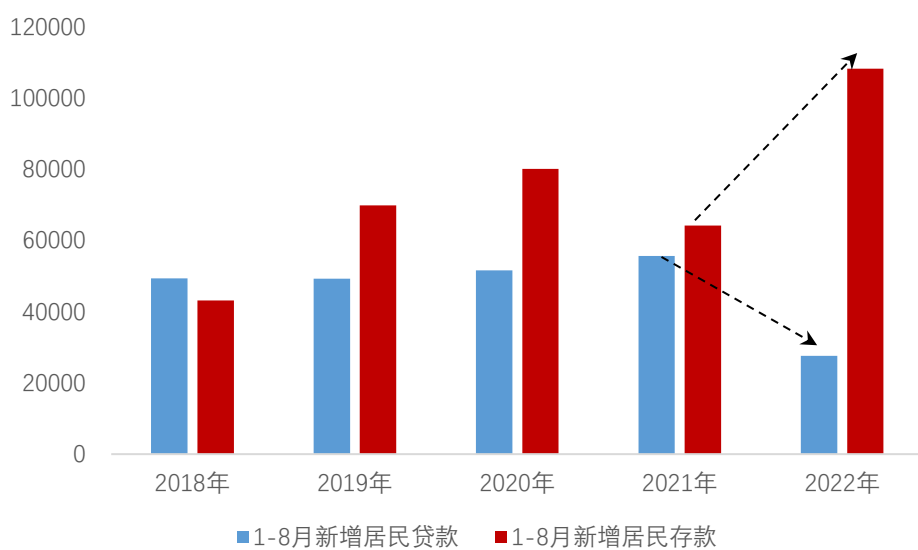
⁴ 赵继平.房价上涨对城镇居民消费的溢出效应——基于 Gregory-Hansen 非线性视角[J].商业经济研究,2020(04):67-70.

图 9：消费意愿不变，储蓄意愿增加，投资意愿下降（单位：%）



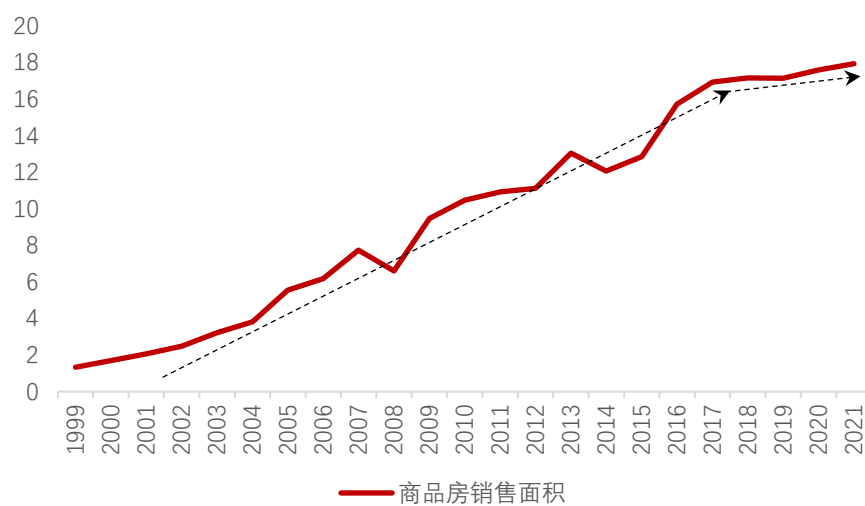
资料来源:wind, 天风证券研究所

图 10：居民部门并不缺钱（单位：亿元）



资料来源:wind, 天风证券研究所

图 12：2017 年之后，地产销售逐渐进入了平台期（单位：亿平方米）



资料来源:wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com