

疫后消费修复的三大误区

近期，关于疫后消费修复、预防性储蓄等讨论较多，其中存在一些误解和误读。为此，本文系统梳理疫后消费修复讨论中常见的三大误区，可供参考。

■ 误区一：消费低迷，主因预防性储蓄增多？“伪命题”，消费场景影响更大

以居民收支推算的居民消费倾向下降、居民储蓄增多只是结果，不能以结果推结果，消费支出下降超过收入，或更多缘于消费场景的约束。2021年经验显示，居民商品消费修复较快、服务消费较慢，即使剔除基数效应，居民商品消费支出同比较2019年高1.9个百分点，也比2021年收入增速高0.4个百分点，而服务消费支出增速较2019年低8.8个百分点，更依赖场景的娱乐等消费尤为低迷。

所谓预防性储蓄是个“伪命题”，2022年居民储蓄加快增长更多缘于购房等投资减少，消费支出下降的影响次之。2022年前11月居民新增存款较2020年同期多增5.3万亿元，而这两个阶段均明显受到疫情干扰、收支下滑等影响，核心差异在于居民购房行为不同，最近两轮地产周期中地产销售下降均对应居民存款高增；若以2019年同期为基准，居民存款多增的部分近80%或由购房下降贡献。

■ 误区二：储蓄多消费弹性大，储蓄少弹性小？储蓄变化对消费影响或被高估

消费受储蓄的影响或被高估，尤其是如果储蓄增多核心不在于消费下降，就不能反过来说储蓄多消费弹性就大。类似前文论述，央行调查也透露相似结果，2022年居民储蓄占比均值较2021年抬升8个百分点，而投资、消费占比分别下降7.2和0.8个百分点。而且，消费不只是受储蓄影响、还受收入、场景等约束，疫情前后各省市居民消费支出和储蓄变化，并没有正相关性、甚至呈现弱负相关性。

高收入人群消费受储蓄影响较小、受场景约束较大；而低收入人群消费受收入约束较强、收入改善带来的提振或更显著。经验显示，居民收入越高，消费受储蓄影响更小；且收入越高，服务类消费支出更多，受疫情干扰更大。低收入人群收入对消费边际弹性更大，疫情前收入增长最快、平均9%，但疫情后降幅最大、超2.8个百分点，低收入人群就业集中在劳动密集行业、受疫后修复提振显著。

■ 误区三：社零等同于居民消费？企业等消费占社零约一半，修复容易超预期

姑且不论居民储蓄和消费关系，以居民储蓄变化来推算对社零提振也存在偏误，社零并不等同于居民消费。社零以商品消费统计为主，服务类消费仅统计餐饮收入、占比约11%，而居民服务类消费支出占比达44%，不少居民服务类消费并未计入社零。除了居民消费，社零还包括企业、政府等社会集团消费，我们推算社会集团商品消费占商品社零的比重略超50%，是过去三年社零低迷的重要拖累。

相较于居民消费，社会集团消费对社零拖累更大、受场景约束较强，伴随场景修复，其修复的弹性或大于总体。2021年，居民商品消费已高于疫情前，而社会集团商品消费增速较疫情低9.6个百分点，或缘于企业等展业活动受场景缺失的影响，例如上市公司疫后差旅费明显回落。伴随企业职工逐步走出疫情影响，线下办公、商务交流、商旅活动等开始逐步恢复，进而带动企业相关消费的修复。

风险提示：疫情反复，数据统计存在误差或遗漏。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

内容目录

误区一：消费低迷，主因预防性储蓄？“伪命题”，场景影响更大.....	3
误区二：储蓄多消费弹性就大，储蓄少消费弹性小？影响或被高估.....	4
误区三：社零等同于居民消费？企业等消费贡献一半，修复弹性大.....	6
风险提示：.....	7

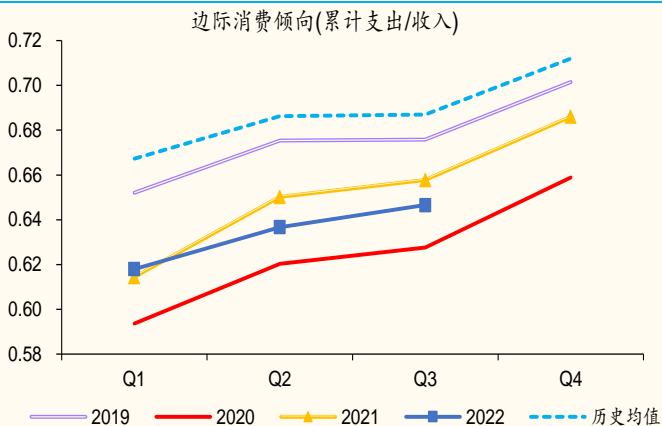
图表目录

图表 1：以居民支出比收入推算的边际消费倾向下降.....	3
图表 2：2022 年居民储蓄加快增长.....	3
图表 3：居民消费支出降幅超过收入.....	3
图表 4：2021 年居民商品消费支出增速超过到疫情前.....	3
图表 5：2021 年食品烟酒、生活用品增速高于疫情前.....	4
图表 6：居民消费支出统计分类（红色为服务类）.....	4
图表 7：近两轮地产周期中，地产销售下滑、存款增长.....	4
图表 8：2022 年居民存款增加显著快于收支差额扩大.....	4
图表 9：储蓄意愿持续抬升，消费意愿、投资意愿下降.....	5
图表 10：储蓄率与消费支出间没有明显正向促进关系.....	5
图表 11：储蓄高不等价于消费支出增长快.....	5
图表 12：高收入人群中服务类消费支出占比更高.....	5
图表 13：低收入群体消费支出占比偏高.....	6
图表 14：疫后中间偏下收入组收入修复弹性较大.....	6
图表 15：不少居民服务类消费也未计入社零.....	6
图表 16：商品社零中社会集团消费占比略超一半.....	6
图表 17：疫后社零增长中社会团体消费拖累更大.....	7
图表 18：疫后企业差旅费用下降明显.....	7
图表 19：疫情之后，酒店出租率明显下降.....	7
图表 20：国内、国际执行航班回升.....	7

误区一：消费低迷，主因预防性储蓄？“伪命题”，场景影响更大

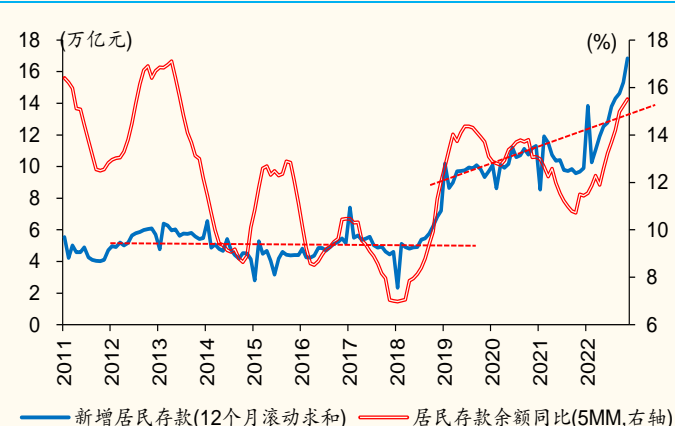
以居民收支推算的居民消费倾向下降、居民储蓄增多只是结果，不能以结果推结果，应该回到本源去分析。近期，关于疫后消费修复、预防性储蓄讨论比较多，部分观点以居民消费收支比上居民可支配收入来衡量居民边际消费倾向，据此来解释居民消费低迷；亦有不少观点发现，2022年居民储蓄增长显著超过以往、存在较大规模的超额储蓄，据此认为预防性储蓄对消费拖累比较大，居民加大预防性储蓄使用会对消费产生明显提振。但上述观点可能存在一些逻辑漏洞，最直观的问题是**不能以结果来倒推结果**。

图表 1：以居民支出比收入推算的边际消费倾向下降



来源：Wind、国金证券研究所

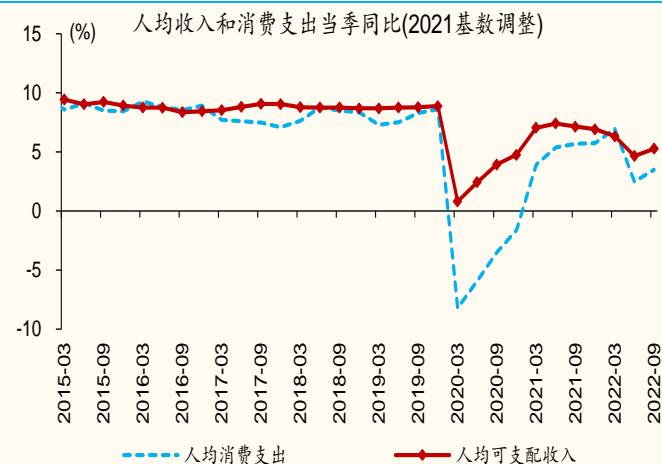
图表 2：2022 年居民储蓄加快增长



来源：Wind、国金证券研究所

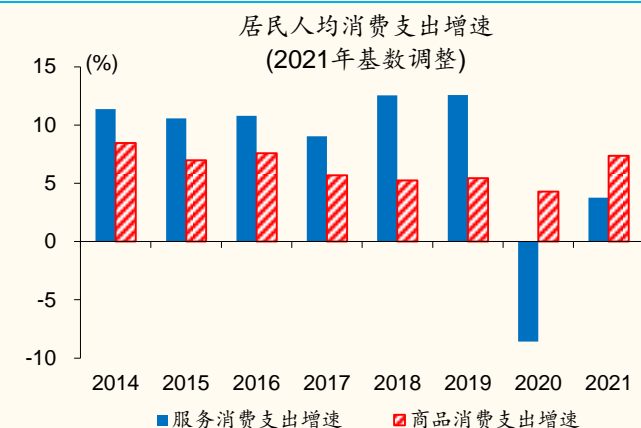
居民消费支出下降超过收入，或显著受到场景约束的影响。2021 年经验显示，居民商品消费修复较快、服务消费较慢，即使剔除基数效应，居民商品消费支出同比较 2019 年高 1.9 个百分点，也比 2021 年收入增速高 0.4 个百分点，而服务消费支出增速较 2019 年低 8.8 个百分点，更依赖场景的**文化娱乐等消费尤为低迷**，而以商品消费为主的食品烟酒、生活用品等支出增速已高于疫情前，皆指向场景对消费的抑制。

图表 3：居民消费支出降幅超过收入



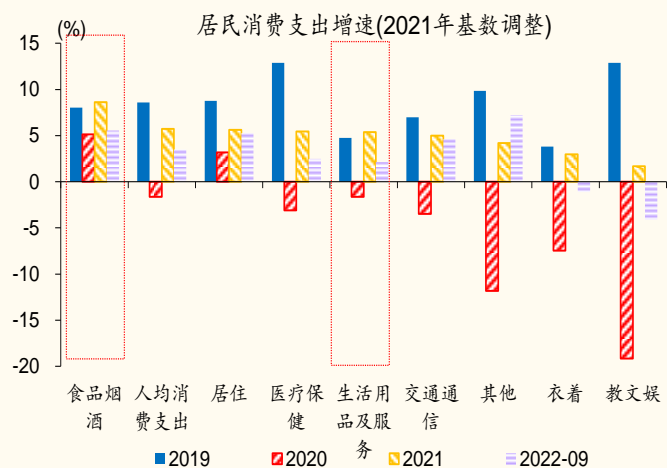
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：2021 年居民商品消费支出增速超过到疫情前



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表 5: 2021 年食品烟酒、生活用品增速高于疫情前



来源: Wind、国金证券研究所

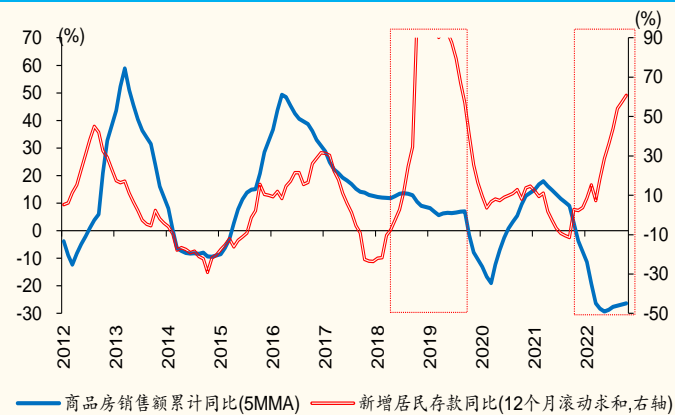
图表 6: 居民消费支出统计分类 (红色为服务类)

一级分类	二级分类	一级分类	二级分类	三级分类
食品烟酒 (30.4%)	食品	交通通信 (13.1%)	交通	交通工具
	饮料 (不含酒精)			交通工具用燃料等
	烟酒			交通工具使用和维护
衣着 (5.5%)	餐饮服务	教育 (10%)	教育	文化和娱乐
	衣类		文化和娱乐	文化和娱乐耐用消费品
	鞋类		文化和娱乐	其他文化和娱乐用品
居住 (23.7%)	租房房租	其他 (2.5%)	其他用品	首饰、手表
	住房保养、维修及管理		其他服务	未列明的其他用品(婴儿用品等)
	水、电、燃料及其他		其他服务	旅行住宿
生活用品及服务 (5.9%)	自有住房折算租金			美容、美发和洗浴
	家具及室内装饰品			社会保护
	家用器具			保险
医疗保健 (8.8%)	家用纺织品			金融
	家庭日用杂品			未列明的其他服务(法律、房地产经纪、殡仪等)
	个人护理用品			
	家庭服务			
	医疗器械及药品			
	医疗服务			

来源: 国家统计局、国金证券研究所

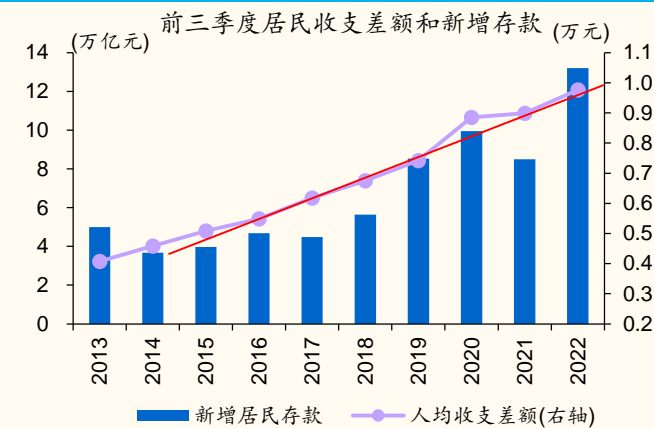
所谓预防性储蓄是个“伪命题”，2022 年居民储蓄加快增长更多缘于购房等投资减少，消费支出下降的影响次之。2022 年前 11 月居民新增存款近 15 万亿元、较 2020 年同期多增 5.3 万亿元，而这两个阶段均明显受到疫情干扰、收支下滑等影响，核心差异在于居民购房行为不同，最近两轮地产周期中地产销售下降均对应居民存款大增；若以 2019 年同期为基准，2022 年前 11 月居民新增存款较 2019 年同期多增 6.8 万亿元，其中近 80%或由购房下降贡献。

图表 7: 近两轮地产周期中，地产销售下滑、存款增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 2022 年居民存款增加显著快于收支差额扩大

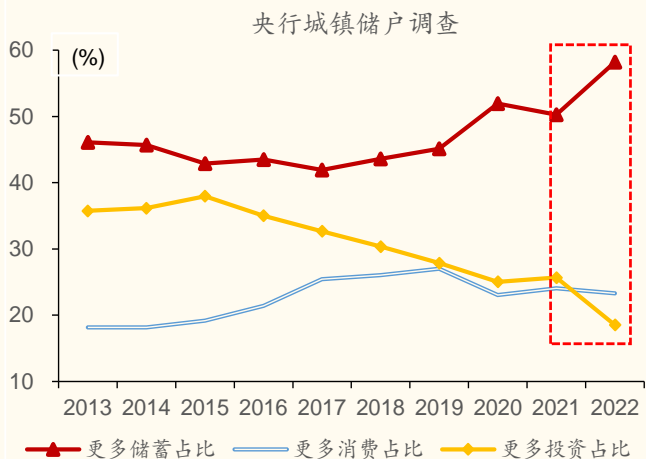


来源: Wind、国金证券研究所

误区二：储蓄多消费弹性就大，储蓄少消费弹性小？影响或被高估

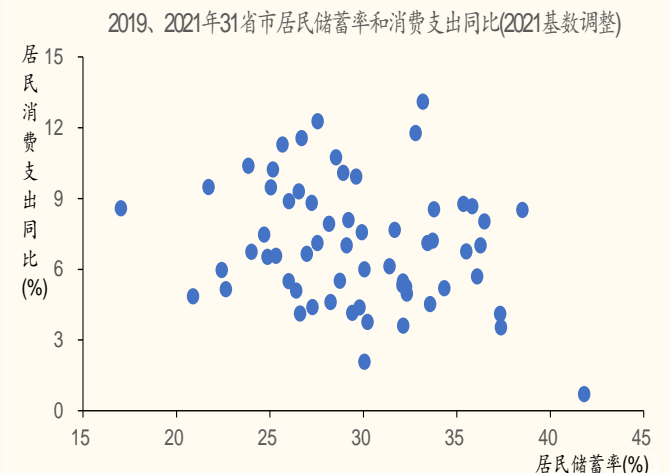
消费受储蓄的影响或被高估，尤其是如果储蓄增多核心不在于消费下降，就不能反过来说储蓄多消费弹性就大。类似前文论述，央行调查也透露相似结果，2022 年居民储蓄占比均值较 2021 年抬升 8 个百分点，而投资、消费占比分别下降 7.2 和 0.8 个百分点。而且，消费不只是受储蓄影响、还受收入、场景等约束，疫情前后各省市居民消费支出和储蓄变化，并没有正相关性、甚至呈现弱负相关性，不能简单估算居民储蓄变化对消费的影响。

图表 9: 储蓄意愿持续抬升, 消费意愿、投资意愿下降



来源: Wind、国金证券研究所

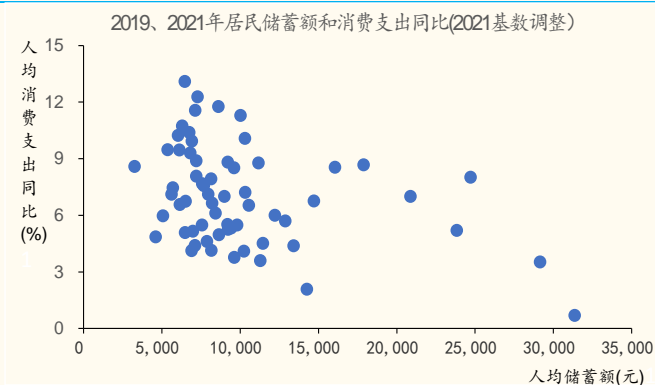
图表 10: 储蓄率与消费支出间没有明显正向促进关系



来源: Wind、国金证券研究所

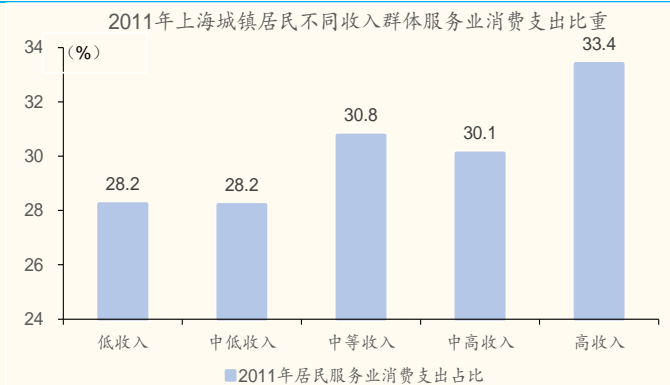
高收入人群消费受储蓄影响较小、受场景约束较大, 更容易受益于疫后场景修复。经验显示, 居民收入越高、储蓄越高, 反过来, 消费受储蓄的影响或更小, 以疫情前后各省市数据观测, 居民储蓄与消费并没有明显的相关性。而且, 居民收入越高, 服务类消费支出比重更高, 已暂停更新的上海不同收入人群消费支出数据即显示类似特征; 也比较符合逻辑, 毕竟必须消费品以商品居多。而服务类消费受场景约束, 在疫情期间表现更差, 疫后修复或弹性更大。

图表 11: 储蓄高不等价于消费支出增长快



来源: Wind、国金证券研究所

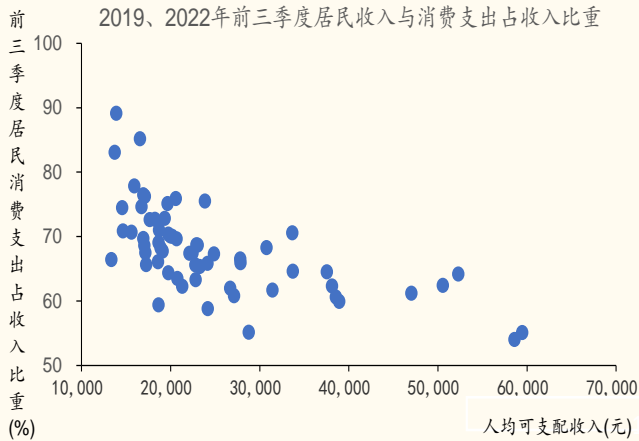
图表 12: 高收入人群中服务类消费支出占比更高



来源: Wind、国金证券研究所

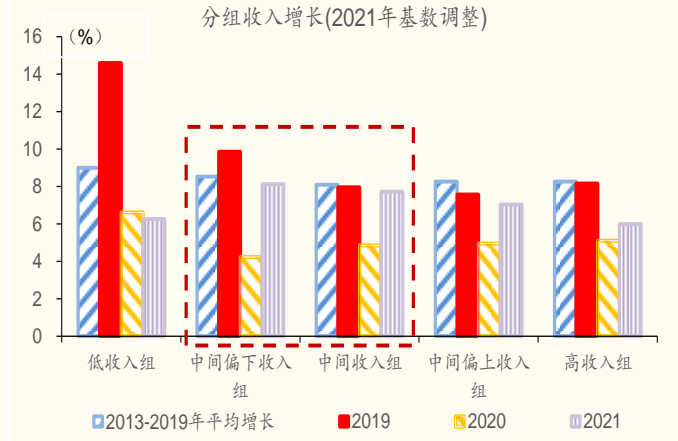
低收入人群储蓄低并不意味着消费修复弹性小, 其就业和收入改善带来的消费提振或更显著。经验显示, 低收入人群消费对收入变化的边际弹性大于高收入人群, 疫情前后各省市居民收入和支出占比变化即显示类似特征。疫情前, 低收入人群收入增长最快、平均 9%, 但疫情后降幅最大、超 2.8 个百分点, 对消费的抑制更强; 低收入人群就业集中在劳动密集行业、受疫后修复提振显著, 收入改善的弹性或较大, 进而提升消费修复的弹性。

图表 13: 低收入群体消费支出占比偏高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 疫后中间偏下收入组收入修复弹性较大

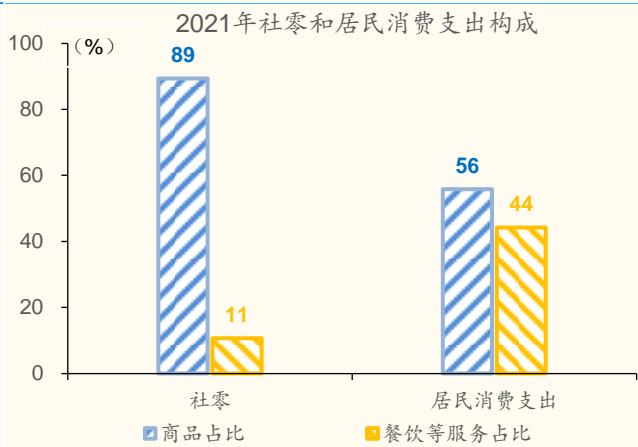


来源: Wind、国金证券研究所

误区三: 社零等同于居民消费? 企业等消费贡献一半, 修复弹性大

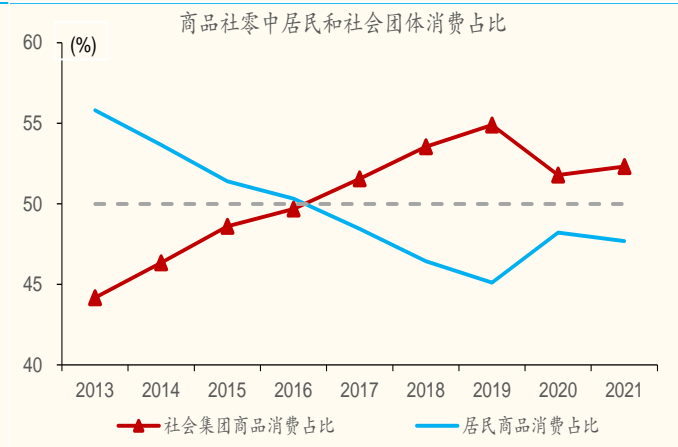
姑且不论居民储蓄和消费关系, 以居民储蓄变化来推算对社零提振也存在偏误, 社零并不等同于居民消费。社零以商品消费统计为主, 服务类消费仅统计餐饮收入、占比约 11%, 而居民服务类消费支出占比达 44%, 不少居民服务类消费并未计入社零。除了居民消费, 社零还包括企业、政府等社会集团消费, 我们推算社会集团商品消费占商品社零的比重略超 50%。

图表 15: 不少居民服务类消费也未计入社零



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

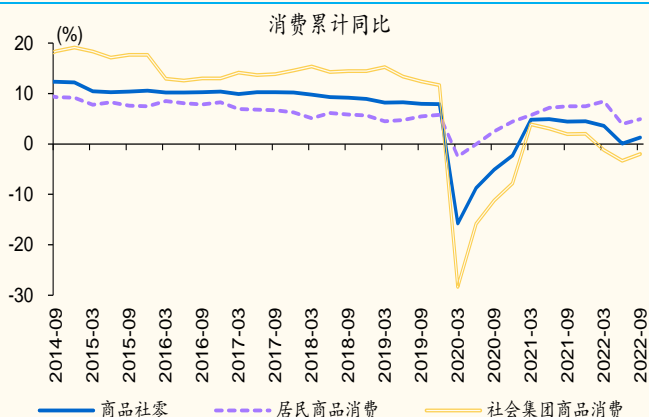
图表 16: 商品社零中社会集团消费占比略超一半



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

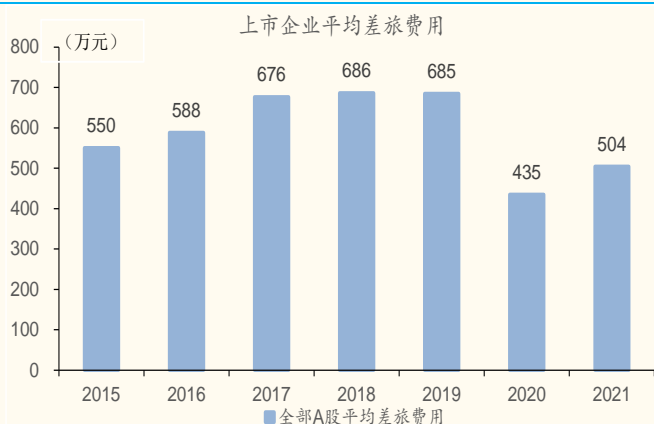
相较于居民消费, 社会集团消费对社零拖累更大, 疫情期间受场景压制更强。2021 年, 商品社零同比为 4.5%、较 2019 年低 3.4 个百分点, 居民商品消费同比为 7.5%、较 2019 年高 1.7 个百分点, 而社会集团商品消费增速为 2%、较 2019 年低 9.6 个百分点, 指向以社零衡量的消费低迷更多缘于社会集团商品消费的拖累。社会集团商品消费, 是企业不直接用于投入生产的中间品和原材料、但用于展业和社会交往的实物商品, 受场景约束较大, 以企业差旅为例, 2020、2021 年上市公司平均差旅费一改之前上升态势, 出现大幅下滑。

图表 17: 疫后社零增长中社会团体消费拖累更大



来源: Wind、国金证券研究所

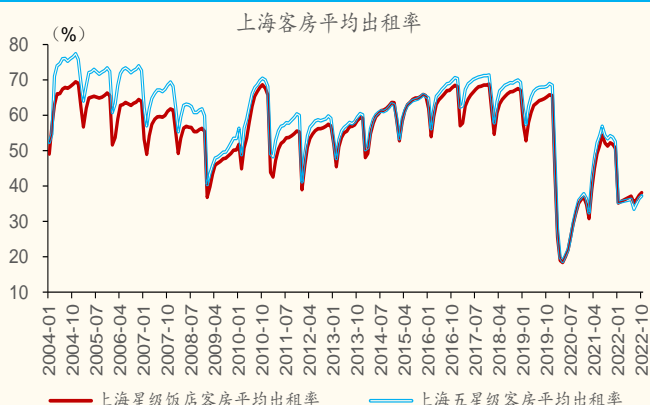
图表 18: 疫后企业差旅费用下降明显



来源: Wind、国金证券研究所

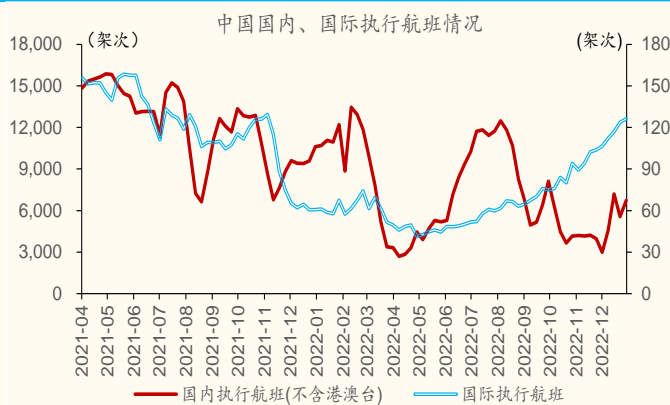
伴随场景修复、线下活动增多,企业消费修复的弹性,或大于总体社零修复弹性。伴随防疫优化、企业职工逐步走出疫情影响,线下办公、商旅出差、商务活动、公务接待等开始逐步恢复,进而带动企业相关消费的修复,或成为2023年社零超预期的重要弹性来源之一。高频数据显示,国内、国际执行航班开始逐步增多,除了假期旅游以外,商务出行也开始增多。

图表 19: 疫情之后,酒店出租率明显下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 国内、国际执行航班回升



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究,我们发现:

- (1) 以居民收支推算的居民消费倾向下降、居民储蓄增多只是结果,不能以结果推结果,消费支出下降超过收入,或更多缘于消费场景的约束。所谓预防性储蓄是个“伪命题”,2022年居民储蓄加快增长更多缘于购房等投资减少,消费支出下降的影响次之。
- (2) 消费受储蓄的影响或被高估,尤其是如果储蓄增多核心不在于消费下降,就不能反过来说储蓄多消费弹性就大。高收入人群消费受储蓄影响较小、受场景约束更大;而低收入人群消费受收入约束较强、收入改善带来的提振或更显著。
- (3) 社零并不等同于居民消费,约一半为企业等社会集团消费。相较于居民消费,疫情期间社会集团消费对社零拖累更大、受场景约束较强,伴随场景修复,其修复的弹性或大于总体消费。

风险提示:

- 1、疫情反复。疫情反复超预期，导致消费场景修复不及预期，进而拖累消费修复。
- 2、数据统计误差或遗漏。一些数据指标，可能存在统计或者处理方法上的误差和偏误；部分数据结果也可能受到样本范围、统计口径等影响。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402