

东风破冻，消费趋势回暖可期

——2024年中国消费展望

宏观研究 · 专题报告

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

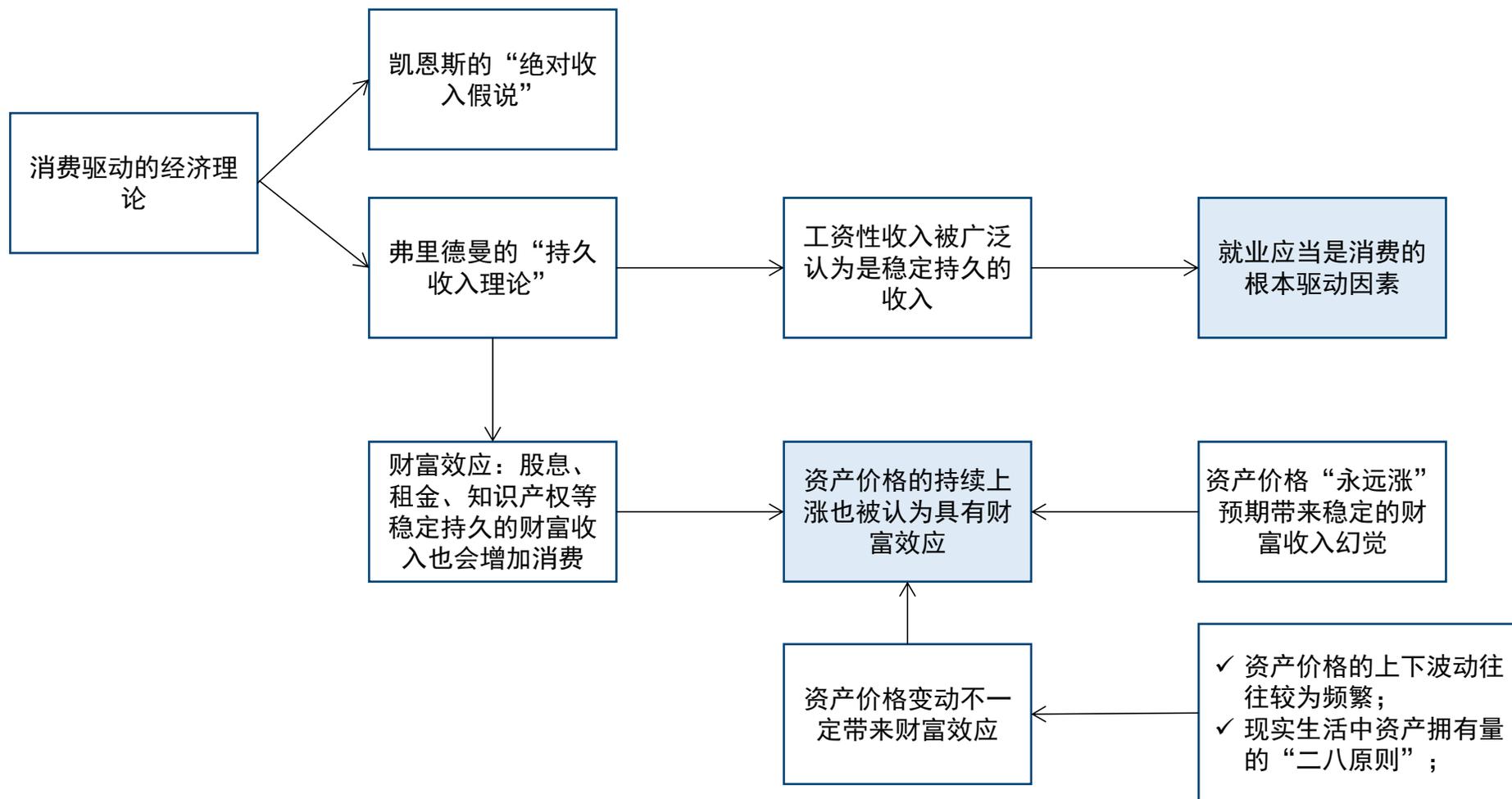
证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

- [01] 驱动中国消费的是财富效应还是收入效应？
- [02] 他山之石——海外消费修复的经验
- [03] 2023年中国消费修复偏弱的原因分析
- [04] 中国消费趋势展望

• 驱动中国消费的是财富效应还是收入效应？

- 经济理论对消费驱动力的解释
- 中国和美国消费、资产价格、失业率增速的相关性考察
- 中国房价波动带来的是财富效应还是收入效应？

图1：经济理论对消费驱动力的解释

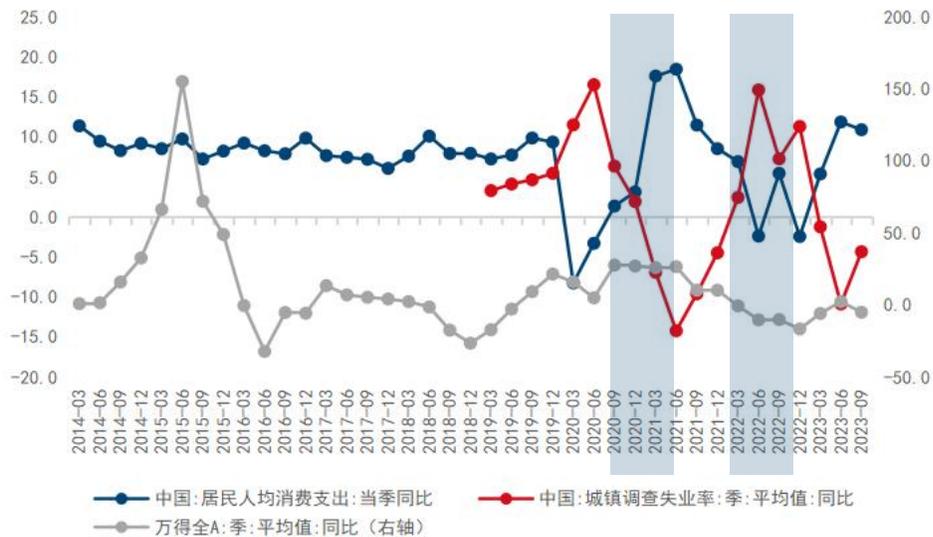


资料来源：国信证券经济研究所整理

中国居民消费、资产价格、失业率同比走势比较

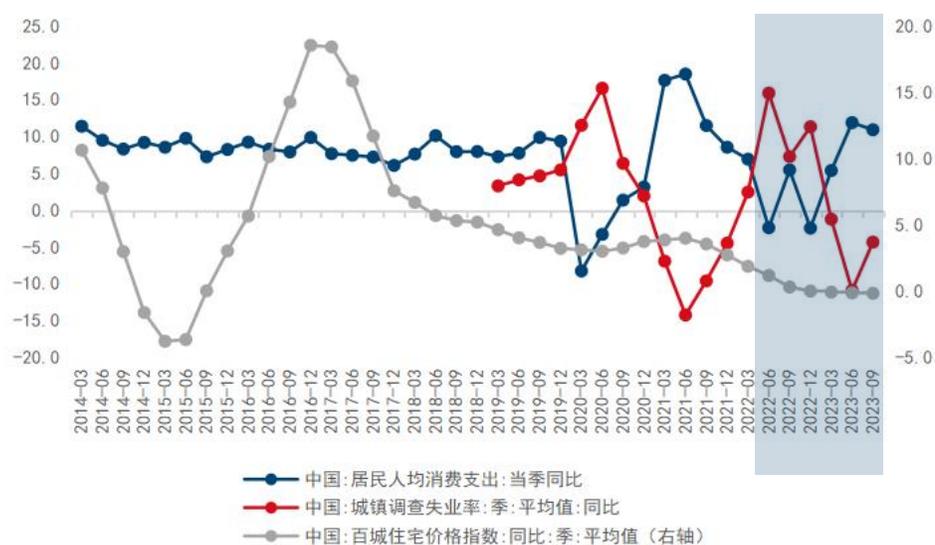
- 中国股票、房地产价格同比持续明显上行或下行时，中国居民消费同比并未体现出明显的跟随反应；
- 最近几年中国消费和资产价格同比持续出现方向偏离，在此期间，中国消费同比与失业率同比保持非常同步的反向关系；
- 推论：资产价格波动带来的财富效应在中国没有太强的体现，就业才是中国消费的主要驱动因素；

图2：中国居民人均消费支出、股票价格、失业率当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：中国居民人均消费支出、住宅价格、失业率当季同比一览

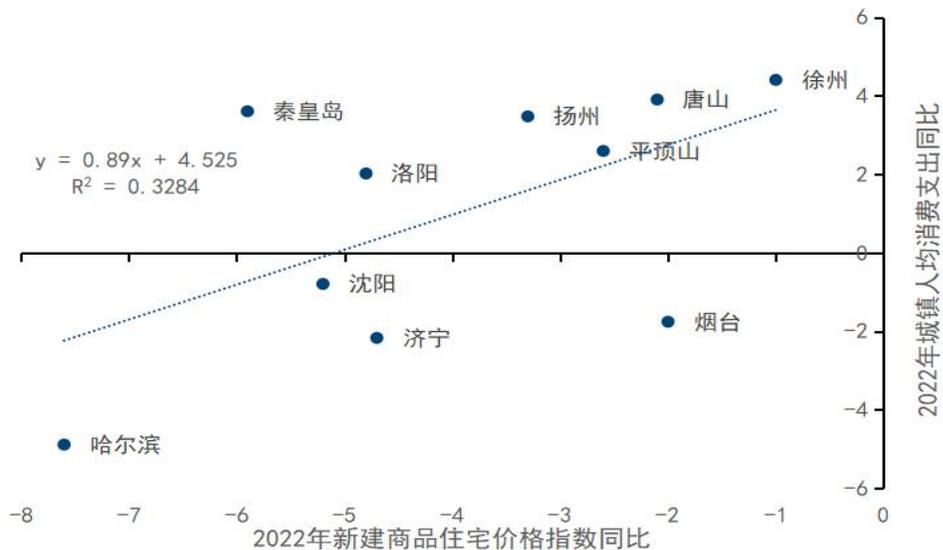


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中国房价波动带来的是财富效应还是收入效应？

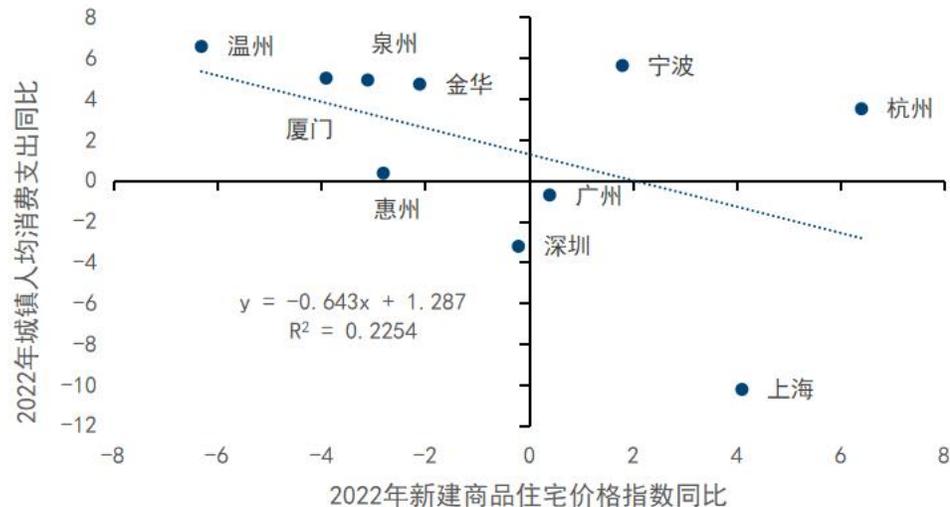
- 基于中国第七次经济普查数据，房价与消费数据的相关性：房屋资产较多的人群表现为财富效应（正相关），而房屋资产匮乏的人群表现为收入效应（负相关）；
- 数据测算得到房价与消费之间的经验关系为：房价对消费的边际效应大致等于 $-0.97+1.2*住房自有率$ ；
- 2020 年第七次人口普查数据显示，我国剔除自建房后住房自有率为 72.97%。如果假定这一水平目前没有发生太大变化，则房价波动对消费仍主要表现为收入效应，房价下跌1%，则消费小幅上升 0.11%。

图4：住房自有率较高时，房价与消费呈现正相关



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：住房自有率较低时，房价与消费呈现负相关



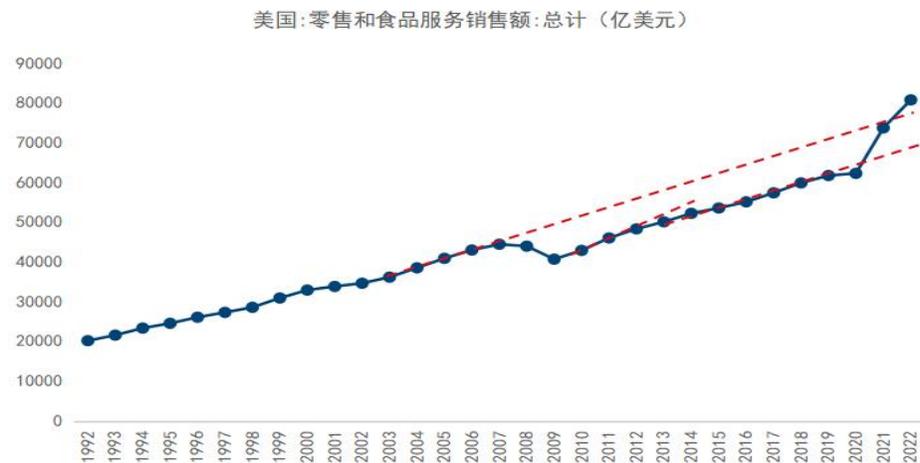
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

• 他山之石——海外消费修复的经验

- 海外消费修复的案例展示
- 美国、日本消费明显修复均对应着居民的储蓄倾向明显下降

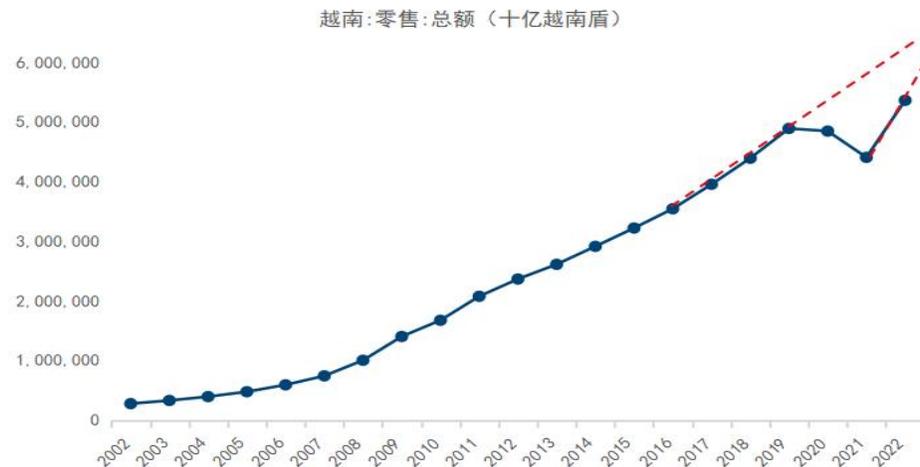
各国国内商品销售金额一览

图6：美国商品和服务销售额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：越南零售总额与趋势线一览



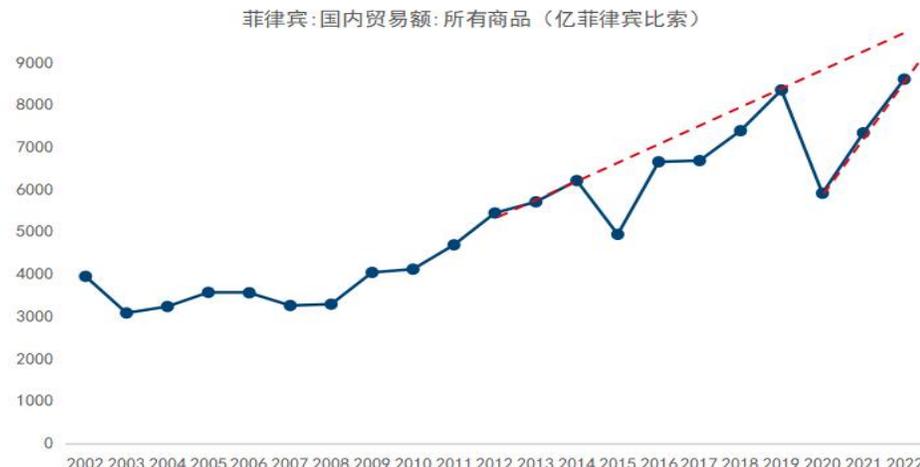
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：日本商业销售额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9：菲律宾国内贸易额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

各国国内商品销售金额较上年增加量一览

图10：美国零售和食品服务销售金额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12：越南零售总额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图11：日本商业销售额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图13：菲律宾国内商品贸易额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

消费的明显修复对应着居民行为的变化：储蓄倾向下降

- 2021、2022年美国、日本在负面冲击过后消费出现明显的修复效应：商品销售金额朝着负面冲击前的趋势线靠拢，甚至明显超越负面冲击前的趋势线；
- 2021、2022年美国、日本居民的新增储蓄占GDP比例均出现明显的下降，对应着居民行为出现显著变化——储蓄倾向明显下降；
- 储蓄倾向的下降意味着前期的超额储蓄会转化为消费，推动消费出现明显的修复效应；

图14：美国私人净储蓄较上一年增加量占现价GDP比例一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图15：日本居民现金与存款较上一年增加量占现价GDP比例一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

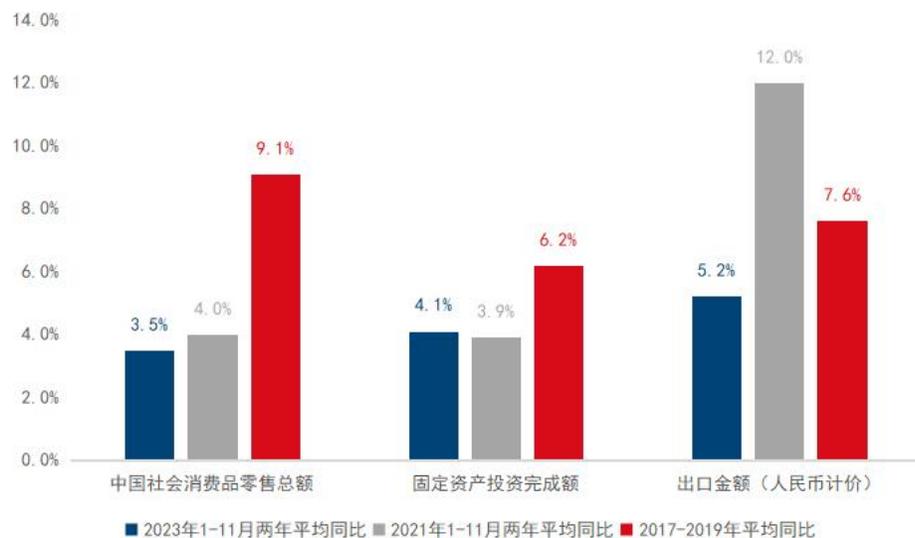
• 2023年中国消费修复偏弱的原因分析

- 2023年中国消费的修复明显偏弱
- 消费的修复明显偏弱或与失业率下降速度偏慢有关
- 就业岗位供给的结构变化或是失业率下降速度偏慢的主因
- 2023年政府收支压力较大可能也是消费偏弱的原因之一

2023年中国消费的修复明显偏弱

- 2021年中国消费出现较明显的修复效应，当年社会消费品零售总额较上年增加金额约为4.9万亿元，明显超过2017-2019年平均水平3.0万亿元；
- 2023年中国消费复合同比增速与2021年、2017-2019年相比均明显偏低，对应地，2023年中国社会消费品零售总额较上年增加金额基本持平2017-2019年的平均水平，没有体现出修复效应；

图16：中国三大需求复合同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图17：中国社会消费品零售总额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年前三季度中国居民储蓄倾向较2022年进一步提升

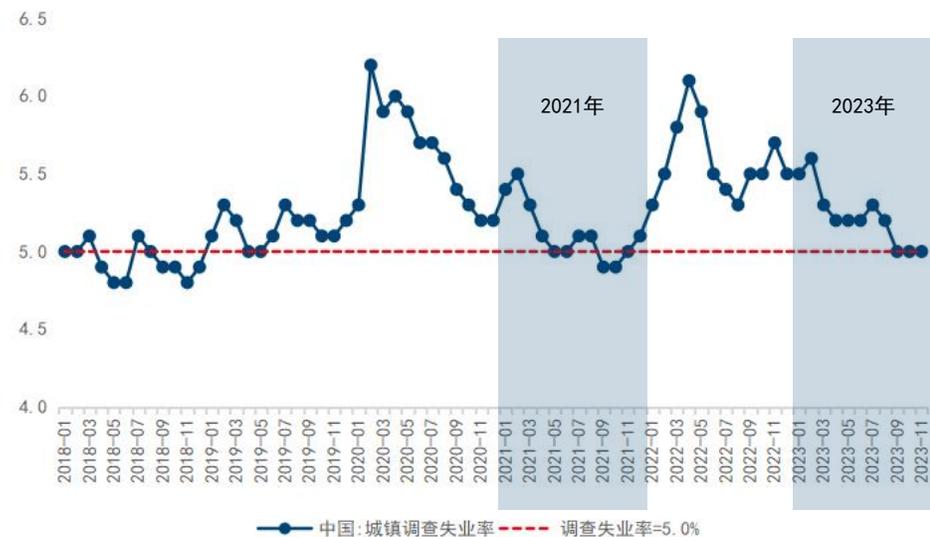
- 2023年前三季度中国居民储蓄倾向进一步提升：2023年1-9月中国个人存款较上年增加量占现价GDP比例进一步抬升至15.8%，创下历史新高，相比之下，2021年中国个人存款增加量占现价GDP比例明显下降至8.7%；
- 2018-2019年中国调查失业率均值为5.0%，反映中国失业率达到5.0%左右时就业是相对正常的；
- 和2021年相比，2023年中国失业率下行至正常水平的速度明显偏慢；

图18：中国个人存款较上年增加量占现价GDP比例一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19：中国城镇调查失业率走势一览

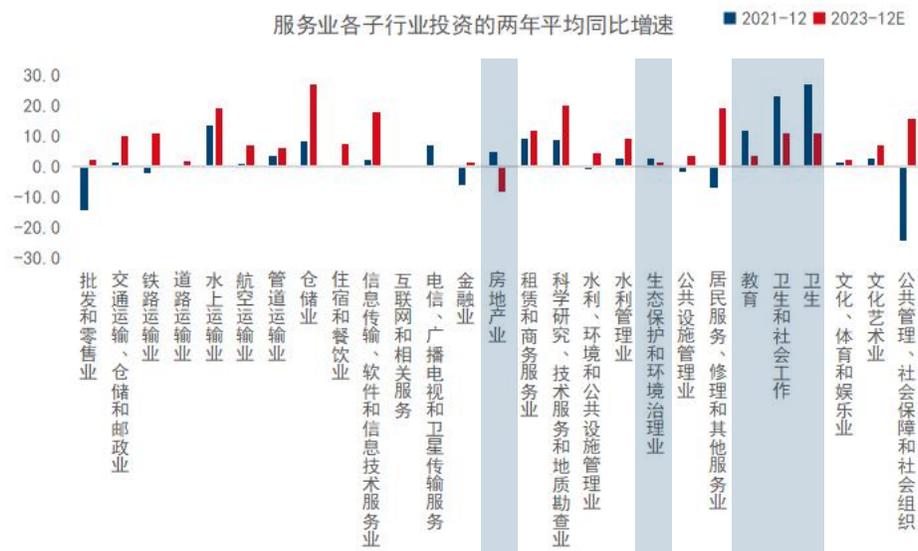


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年就业岗位供给的结构变化或带来了摩擦性失业

- 就业变化与企业的投资行为密切相关，企业投资扩张往往对应就业扩张，反之就业随之收缩；
- 和2021年相比，2023年房地产以及政府支出相关行业的投资增速明显偏低（或均是受房地产行业景气走弱的影响），其余行业的投资增速大部分明显偏高；
- 从国内失业率逐渐下行至5.0%的结果来看，2023年国内就业岗位整体供给并不弱于2021年，但就业岗位供给的结构变化（对应投资结构变化）很可能在一段时间内带来了较明显的摩擦性失业，进而减缓了失业率下降的速度；

图20：中国服务业各子行业投资的两年平均同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图21：中国服务业各子行业投资的当年同比一览

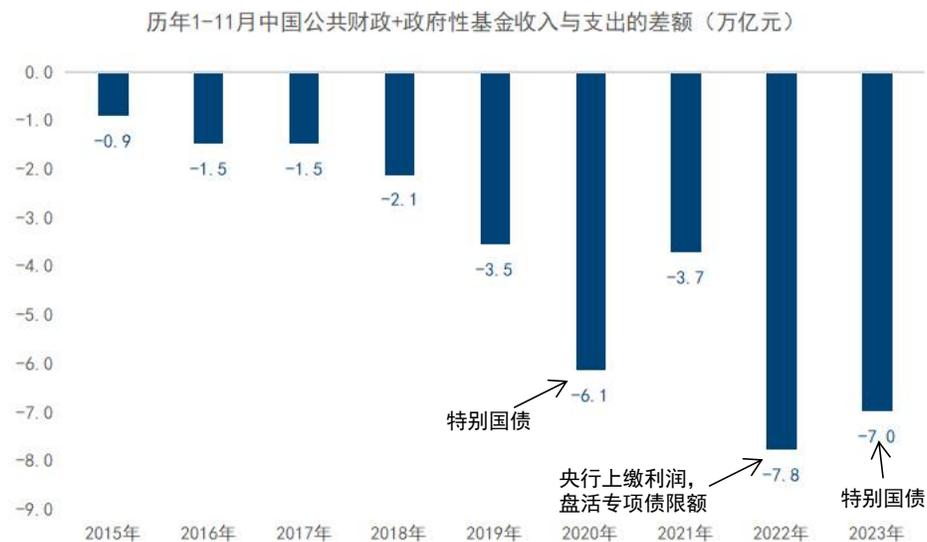


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年政府收支压力较大可能也是消费偏弱的原因之一

- 2023年1-11月中国公共财政和政府性基金收入与支出的差额达到-7.0万亿，历史上仅有2020年和2022年出现过类似的情形，而2020年和2021年财政上均有额外的资金支持政府以缓解其收支压力，2023年10月决定发行特别国债或也是为了缓解政府的收支压力，但时间上较为靠后，因此2023年政府收支压力或达到一个历史高峰；
- 2022年和2023年政府支出增速均明显低于基建投资增速，这意味着政府投资之外的支出或明显压缩（例如公务人员的工资支出、政府消费支出等等），这会进一步拖累国内消费；

图22：中国公共财政和政府性基金收入减去支出结果一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图23：中国公共财政和政府性基金支出增速与基建投资增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

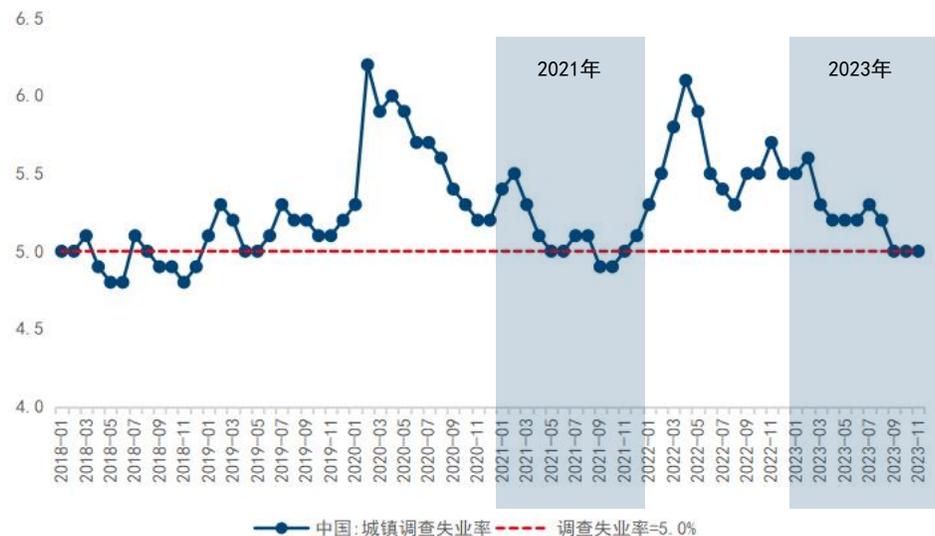
• 中国消费趋势展望

- 2024年中国消费进一步向上修复的动力分析
- 中国消费的中长期趋势展望

2024年中国消费很可能出现较明显的修复效应

- 2023年三季度，中国调查失业率逐渐回落至5.0%，表明国内摩擦性失业下降，就业逐渐恢复至正常状态，相应地，三季度单季人均储蓄比例降至历史低位，表明居民可能开始走出超额储蓄的状态；
- 展望2024年，随着房地产对经济的拖累幅度收窄、出口增速回升、服务业进一步修复，失业率很可能会降至5.0%以下，于此同时，特别国债的发行将明显缓解2024年政府的收支压力，这均有利于居民储蓄倾向的回落，从而推动消费出现类似海外的修复效应；

图24：中国调查失业率走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图25：中国单季人均储蓄比例减去历史同期均值结果一览

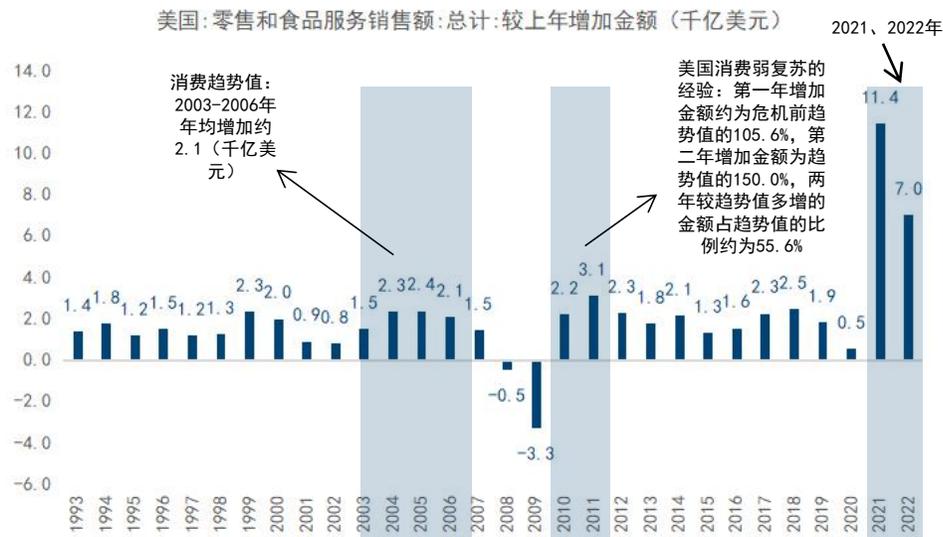


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国消费修复案例提供的信息

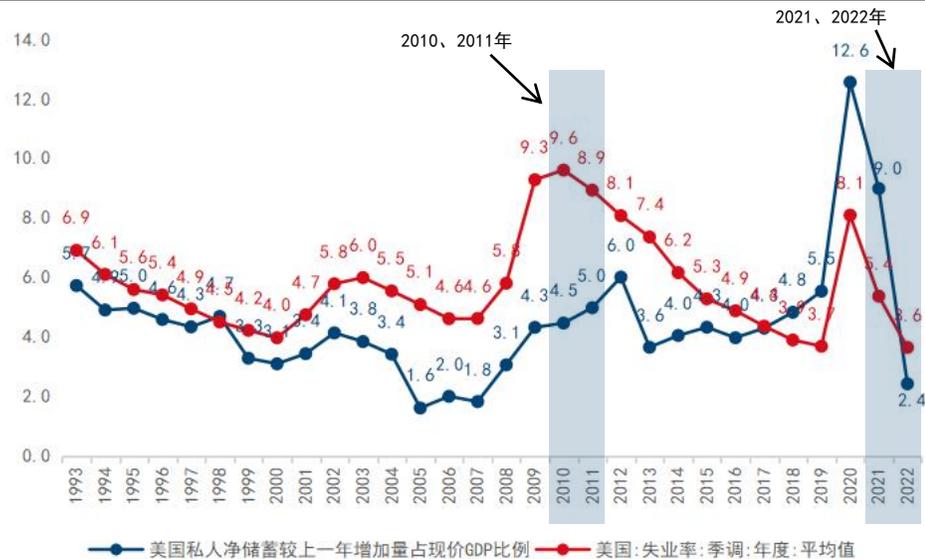
- 2021年美国失业率和居民储蓄倾向明显下降，消费修复强劲；
- 2011年（即次贷危机后经济复苏的第二年）美国失业率才明显下降，此时出现了消费的修复效应，但由于当时失业率仍然明显偏高，居民储蓄倾向仍在上升，因此消费的修复效应偏弱；
- 2011年美国消费弱修复时，零售和食品服务销售金额较上年增加金额与次贷危机前的平均水平相比，多增了50%；

图26：美国零售和食品服务销售金额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图27：美国失业率以及私人净储蓄较上一年增加量占现价GDP比例一览

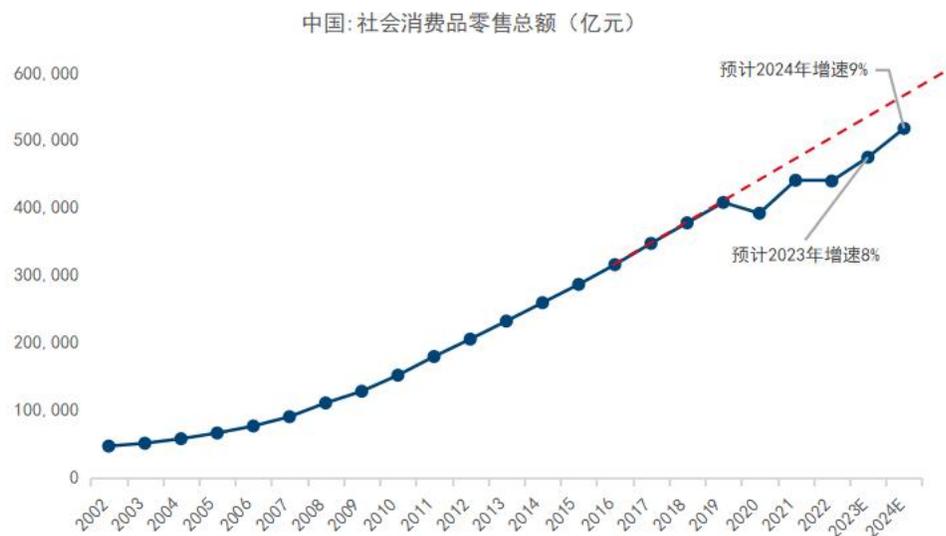


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年中国消费修复的幅度估计

- 2024年中国消费的修复或能达到美国次贷危机后的第二年（2011年）的水平：
 - ✓ 2011年美国的失业率明显高于正常时期的水平，居民储蓄倾向仍在上升，而中国2024年失业率大概率低于5.0%（2018-2019年均值），居民储蓄倾向或较2023年下降；
 - ✓ 当前中国经济或处在由投资驱动向消费驱动的转型时期（对应分配机制改革），消费向上的内生动能较强，2011年的美国并没有这个趋势；

图28：中国社会消费品零售总额走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图29：中国社会消费品零售总额较上年增加金额一览

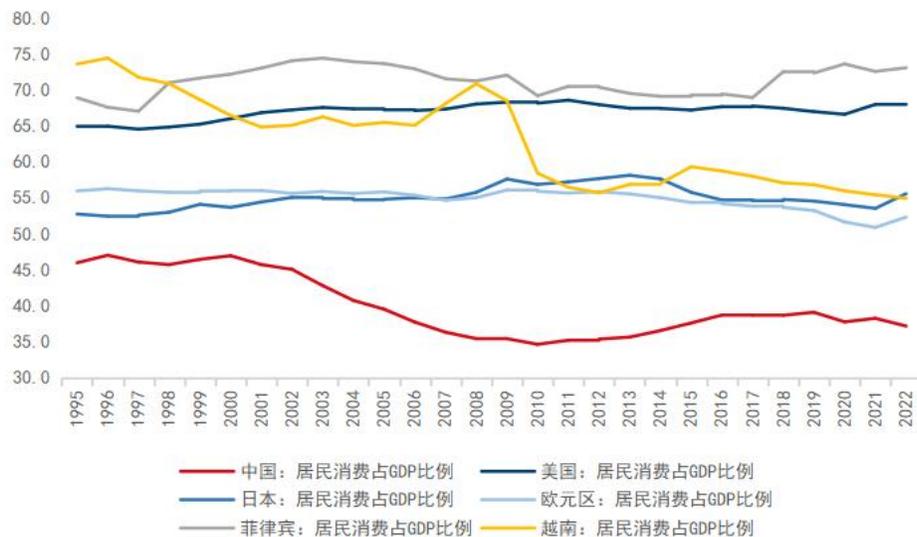


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

由投资驱动向消费驱动转型或是改变需求不足局面的合理路径

- 和海外其他国家相比，中国居民消费占GDP比例明显偏低，未来居民消费大概率会成为中国经济增长过程中最重要的需求贡献方；
- 经历了长时间的投资驱动经济增长，当前中国产能充裕、需求不足的局面较为突出，由投资驱动向消费驱动转型或是改变需求不足局面的合理路径；
- 消费需求不足的根源在于分配渠道受阻（或就业供给不足）——>新的就业供给在何方？；

图30：中国居民消费占GDP比例明显偏低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图31：中国、美国CPI同比走势一览

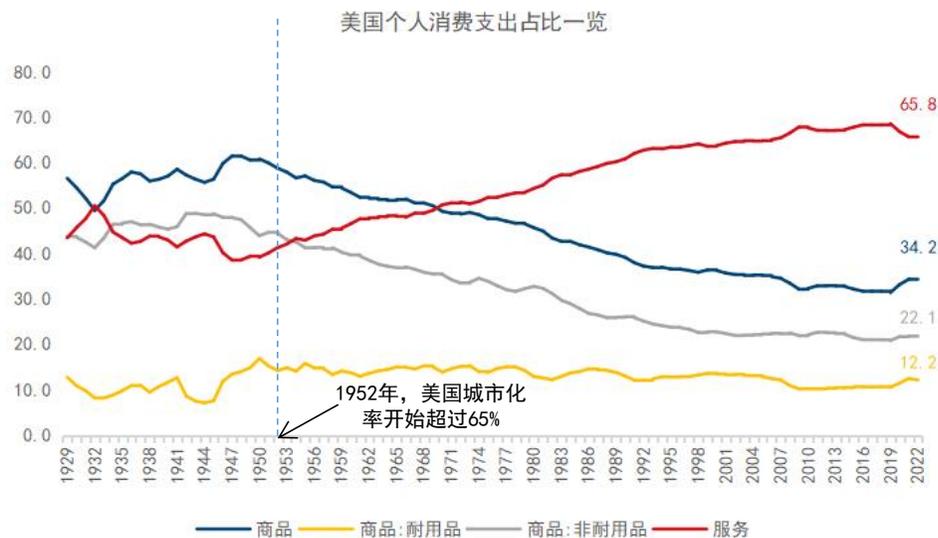


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中国消费的结构变革或带来新的就业供给源泉

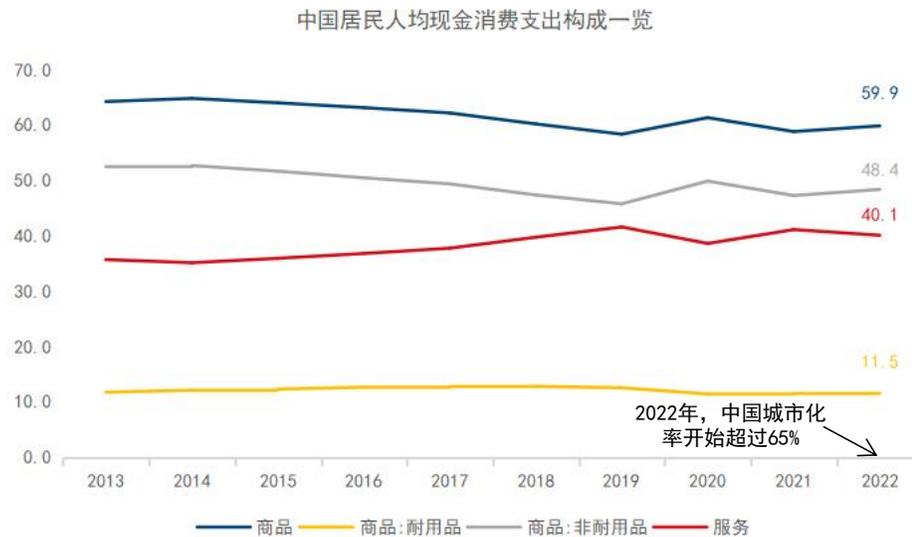
- 逻辑上：城市化率提高——>人口聚集程度上升——>劳动分工细化程度加深——>服务消费需求上升；
- 1952年美国城市化率开始超过65%，随后美国服务消费占比明显上升，商品消费占比明显下降，商品消费中耐用品占比维持稳定，非耐用品占比明显下降；
- 2022年中国城市化率开始超过65%，服务消费占比有望开启持续上升的进程，这对应着充裕的服务行业就业岗位供给，更多的工作机会也对应着居民储蓄倾向逐渐回落，消费倾向逐渐上升，中国经济循环更加顺畅；

图32：美国个人消费支出占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图33：中国居民人均现金消费支出构成一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 从中国和美国的历史经验来看，就业是消费的主要驱动因素。中国房价波动给消费带来的更多是收入效应（负相关）而非财富效应（正相关）。
- 美国、日本在负面冲击过后消费出现明显的修复效应，或与超额储蓄转化为消费有关。
- 2023年中国消费修复偏慢，与政府收支压力较大以及就业岗位供给的结构变化导致摩擦性失业有关。
- 2024年中国消费很可能出现较明显的修复效应，短期提振因素有：（1）2024年国内就业有望维持良好态势，居民储蓄倾向或下降，有利于前期的超额储蓄转化为消费；（2）2024年地方政府收支压力有望明显缓解，也有利于消费进一步向上修复。
- 中国消费的中长期增长趋势向好：（1）由投资驱动向消费驱动转型或是改变需求不足局面的合理路径；（2）中国城市化率开始超过65%，居民服务消费占比有望开启持续上升的进程，这对应着充裕的服务行业就业岗位供给，更多的工作机会也对应着居民储蓄倾向逐渐回落，消费倾向逐渐上升，中国经济循环更加顺畅。

- 一、政策调整滞后。
- 二、经济明显下滑。
- 三、国际合作碎片化进一步加剧。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032