

中国如何走出消费需求不足的困境？

经济研究 · 宏观专题

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

- 【 01 】 中低收入人群消费不足是中国消费低迷的主因
- 【 02 】 就业供给不足是中国消费低迷更深层次的原因
- 【 03 】 疫情以来中国产需矛盾与疫情前差距或并不大

• 中低收入人群消费不足是中国消费低迷的主因

- 2020年以来中国整体消费增速明显偏低；
- 居民八大消费分项中，衣着、居住、生活用品及服务是主要拖累；
- 中低收入人群消费不足是中国消费低迷的主因；

中国消费指标增速一览

图6：中国居民人均消费支出名义同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

图8：中国居民人均消费支出实际同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

图7：中国社会消费品零售总额名义同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

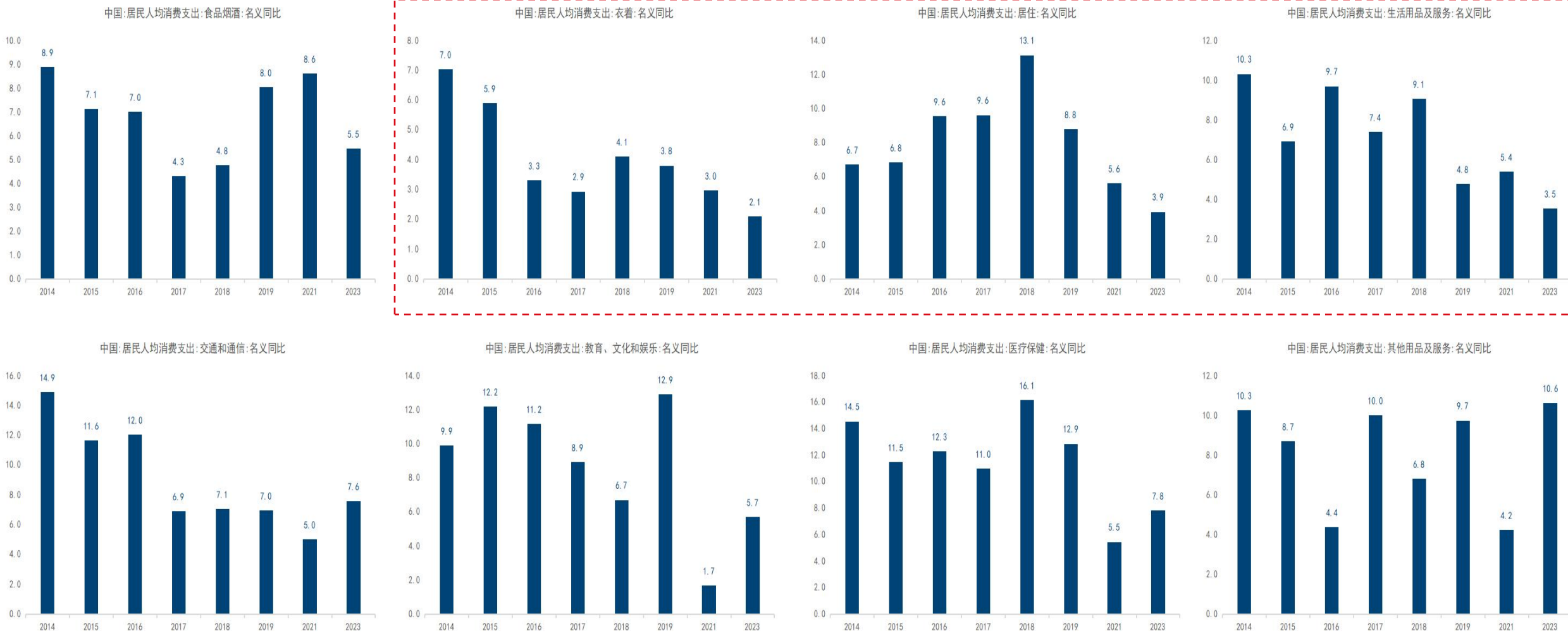
图9：中国支出法GDP中最终消费支出实际同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

中国居民八大类消费支出增速一览

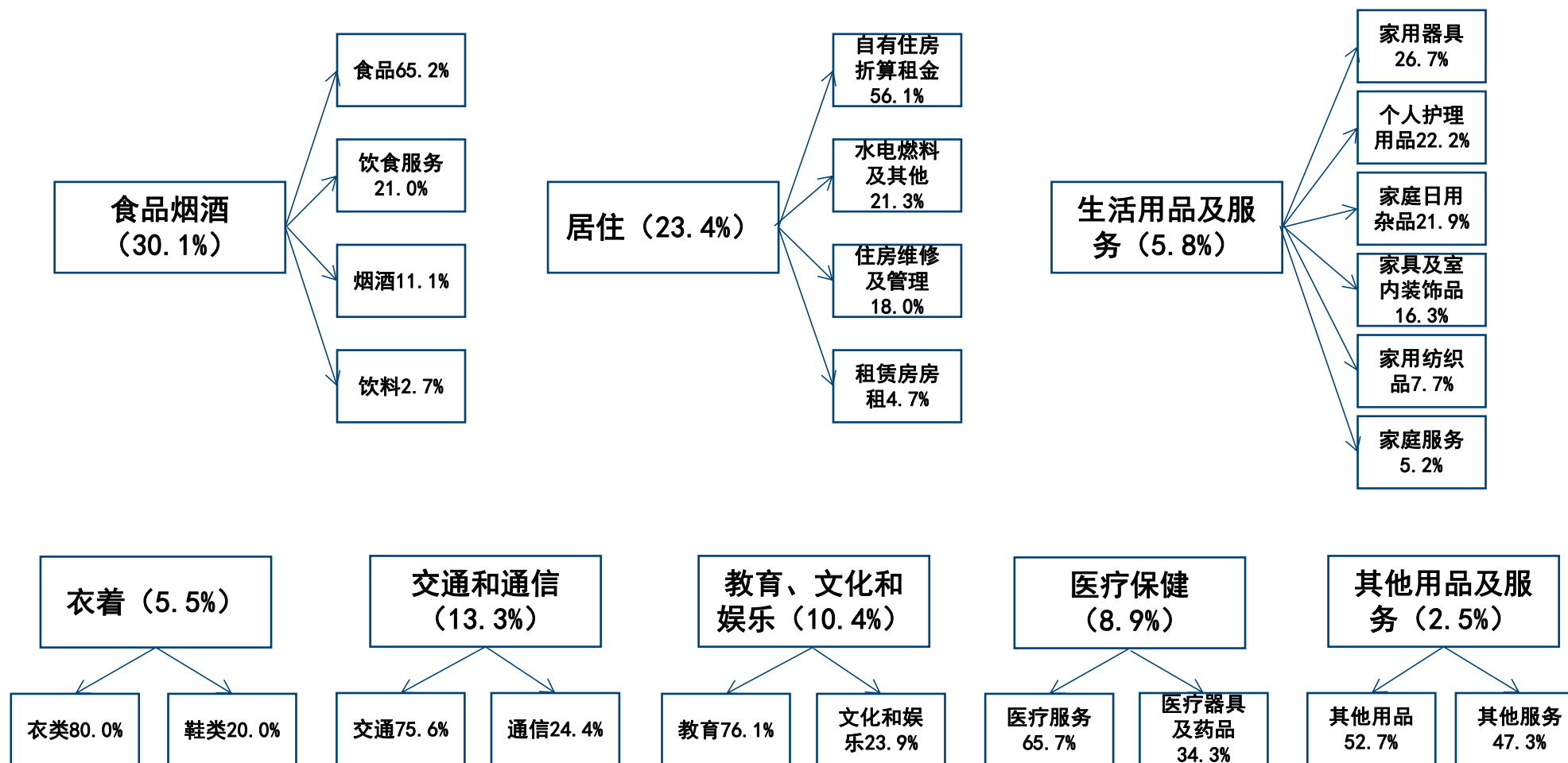
图6：中国居民八大类消费支出名义同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比，居民消费中，食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品及服务的占比分别约为30.1%、5.5%、23.4%、5.8%、13.3%、10.4%、8.9%、2.5%）

中国居民八大类消费支出结构一览

图6：中国居民八大类消费支出结构一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中国部分限额以上商品零售增速一览

图6：中国限额以上企业日用品类零售额同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

图8：中国限额以上企业家具类零售额同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

图7：中国限额以上企业家用电器和音像器材类零售额同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

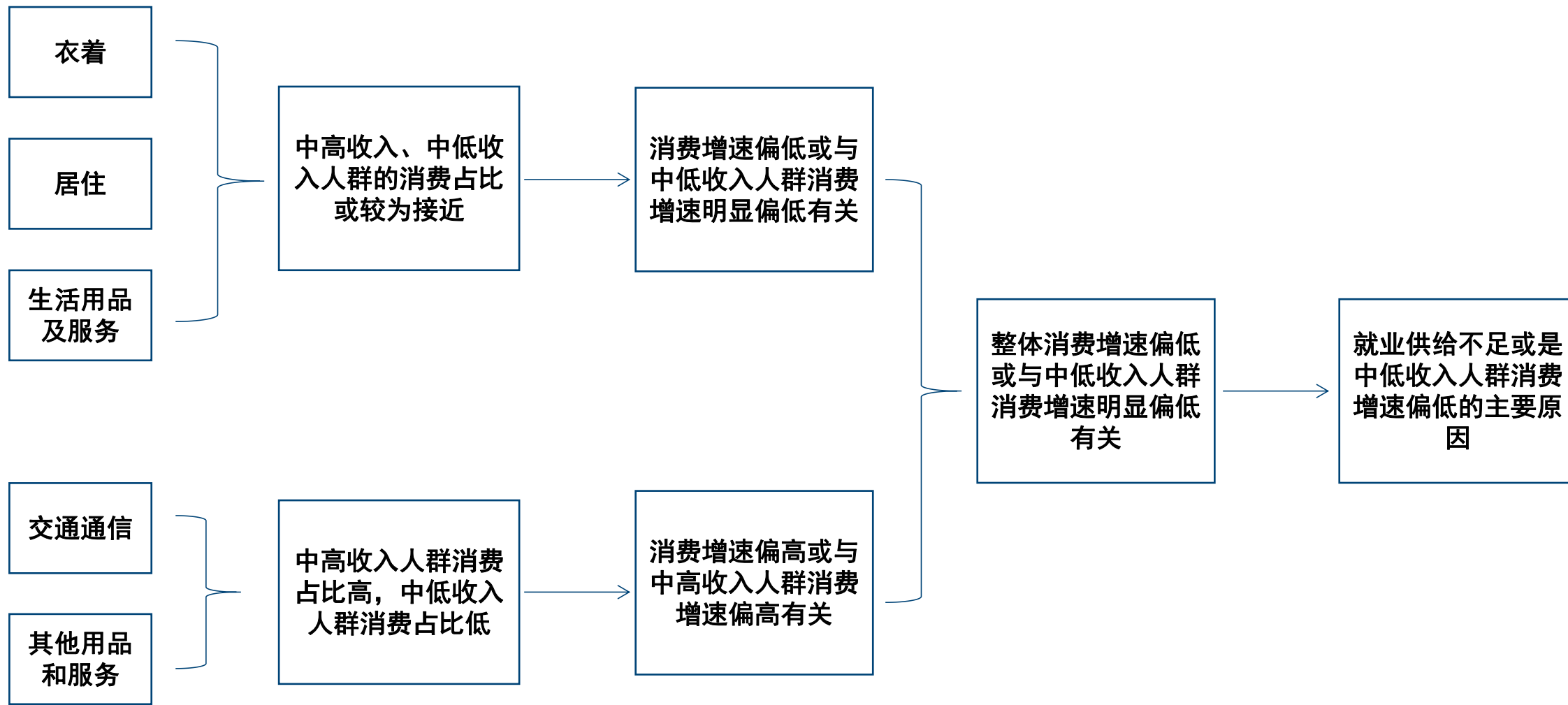
图9：中国限额以上企业化妆品类零售额同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比）

2022-2023年中国居民消费的结构特征小结

图6：2022-2023年中国居民消费的结构特征小结



资料来源：国信证券经济研究所整理

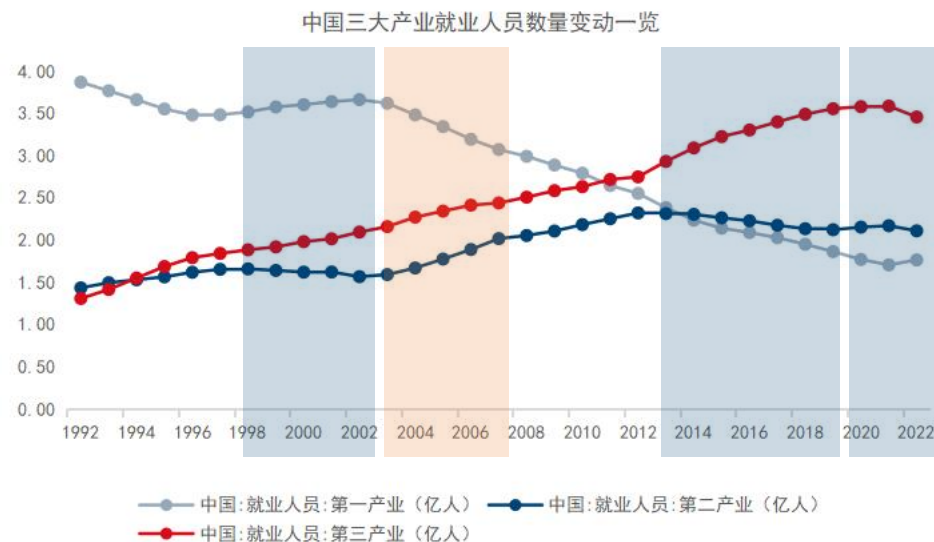
• 就业供给不足是中国消费低迷更深层次的原因

- 2020-2022年疫情压制服务业增长，就业供给减少；
- 2023年中国经济正常化，但偏滞后的其他投资低迷，就业供给仍然不足；
- 2024年其他投资增速大概率明显回升，就业供给增加或带动消费进一步修复；
- 从长期趋势来看，中国消费增速或持续高于整体GDP增速；

第三产业发展趋缓是居民就业和收入信心受挫的主要原因

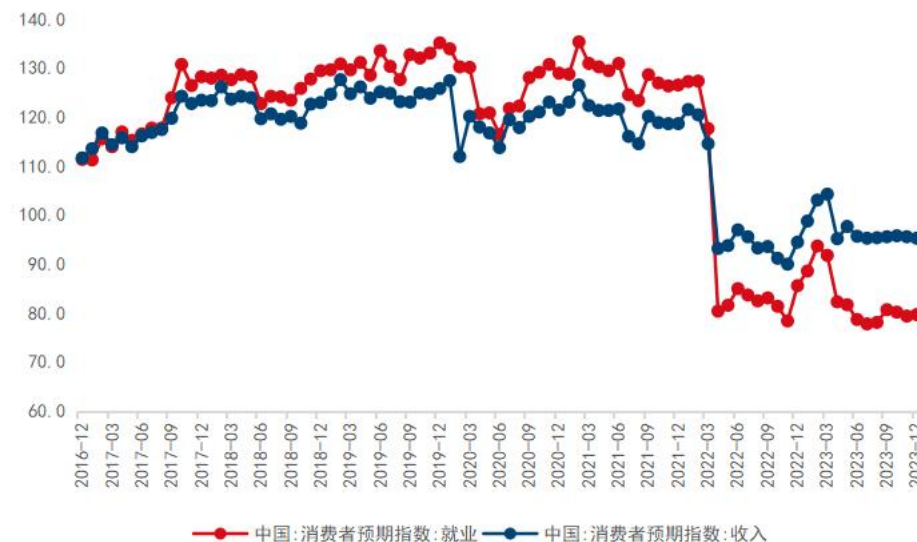
- 2003-2007年，中国劳动密集型制造业的蓬勃发展使得第二产业就业人员数量快速增长，中国居民就业明显改善，中国由此也走出1998-2002年消费需求不足的困境；
- 2013-2019年，中国第二产业就业人员数量持续负增长，但同期第三产业就业人员加速增长，有效地稳定了中国的就业和消费需求；
- 2020-2022年，第三产业就业人员数量出现罕见负增长，中国居民收入和消费信心明显受挫；

图4：中国三大产业就业人员数量变动一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：中国消费者就业和收入预期指数一览

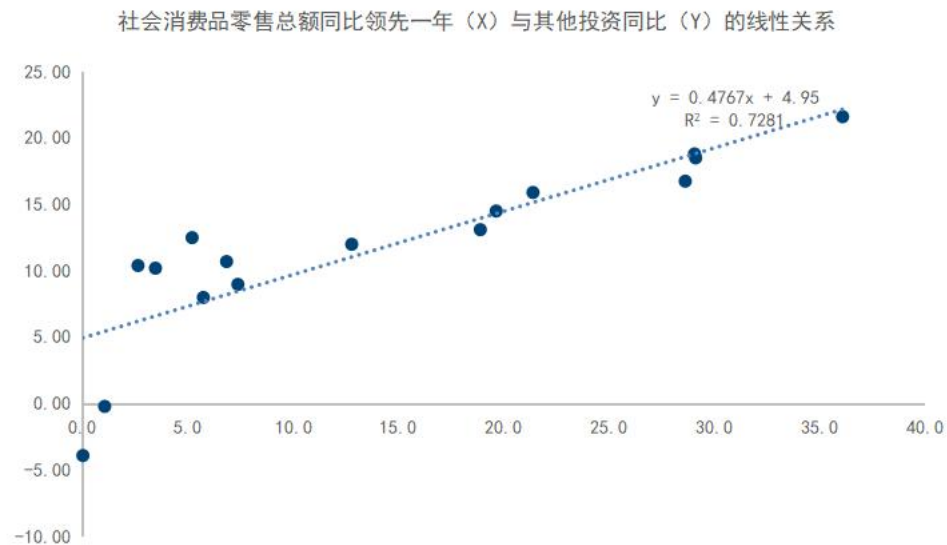


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023年中国其他投资同比偏低，就业供给或仍不足，2024年或转向

- 其他投资=固定资产投资完成额-房地产开发投资-制造业投资-基建投资，其他投资的主要内容是农业、生产性服务业、消费型服务业的投资；
- 从历史数据来看，中国其他投资同比明显滞后于社会消费品零售总额同比的表现，2023年其他投资同比明显偏低，就业供给或仍不足；根据二者的数量关系，2023年中国社会消费品零售总额同比约为7.2%，则2024年中国其他投资同比增速有望回升至8.4%以上的水平；
- 2024年1-2月，中国其他投资累计同比达到6.3%，明显高于2023年的1.0%；

图34：中国社会消费品零售总额与其他投资同比增速的数量关系一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图35：中国其他投资同比增速一览

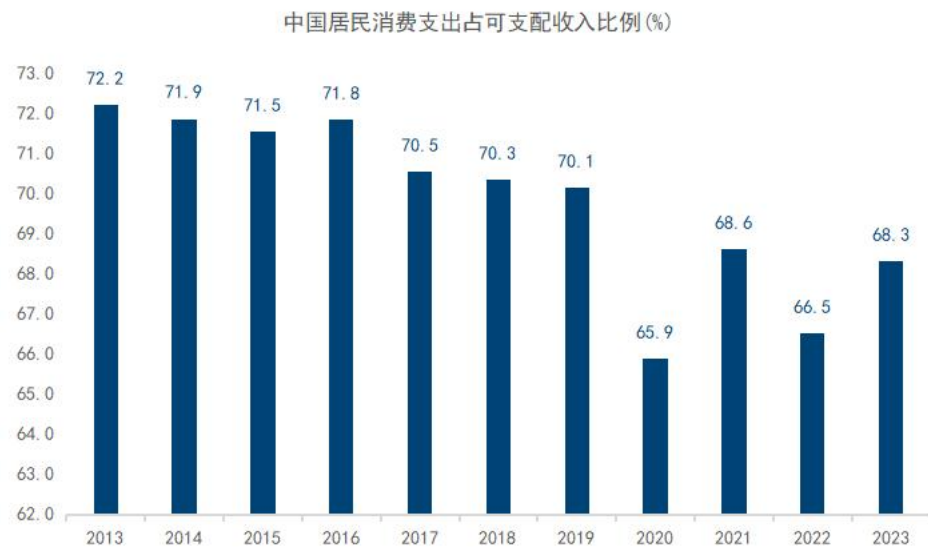


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2020-2023年，就业供给不足背景下中国居民或积累了大量的超额储蓄

- 2020-2023年，中国就业岗位的供给或明显不足，这大大压制了居民的就业和收入信心；
- 2020-2023年中国居民消费支出占可支配收入比例明显偏低，表明居民一直处于超额储蓄的状态中；
- 疫情前，中国个人存款金额占现价GDP比重平均每年上升约0.9个百分点，2022-2023年平均每年上升9.8个百分点，是疫情前的10倍以上，或表明居民的超额储蓄上升得非常快；

图4：中国居民消费支出占可支配收入比例一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：中国个人存款金额占现价GDP比重一览

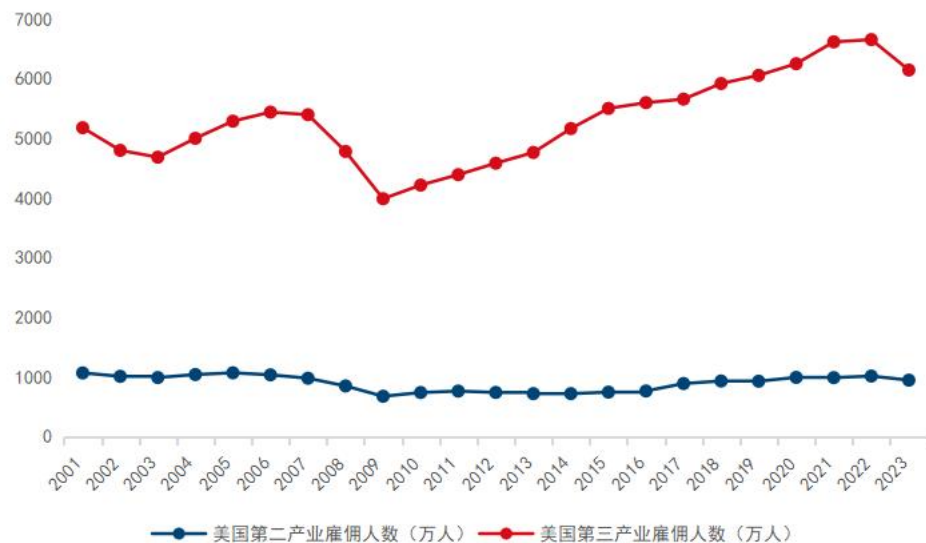


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国和日本就业人数增长均靠第三产业的发展

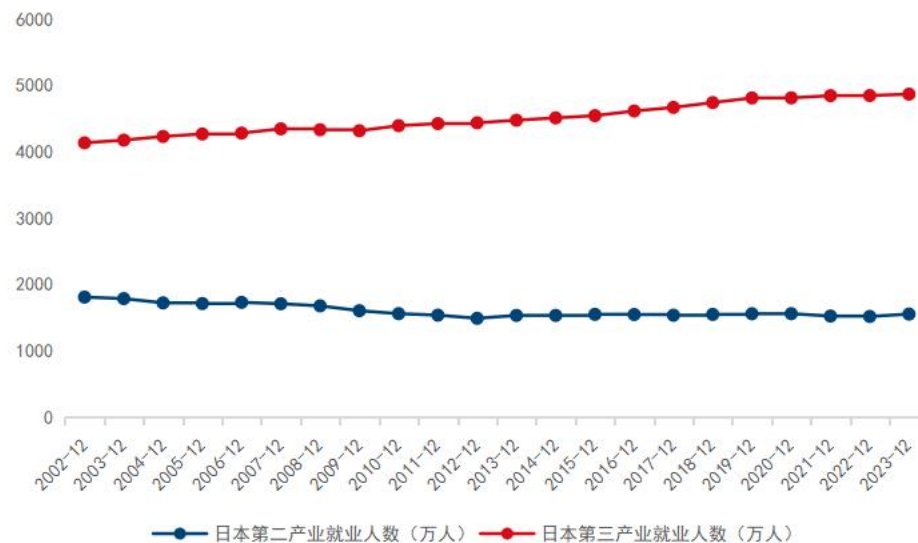
- 2010年以来，美国之所以能走出次贷危机的影响，第三产业就业人数明显回升是关键因素；
- 2012年以来，安倍经济学之所以取得一定的成功，第三产业就业人数相对明显回升亦是关键因素；

图4：美国历年第二产业、第三产业雇佣人数一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：日本历年第二产业、第三产业雇佣人数一览

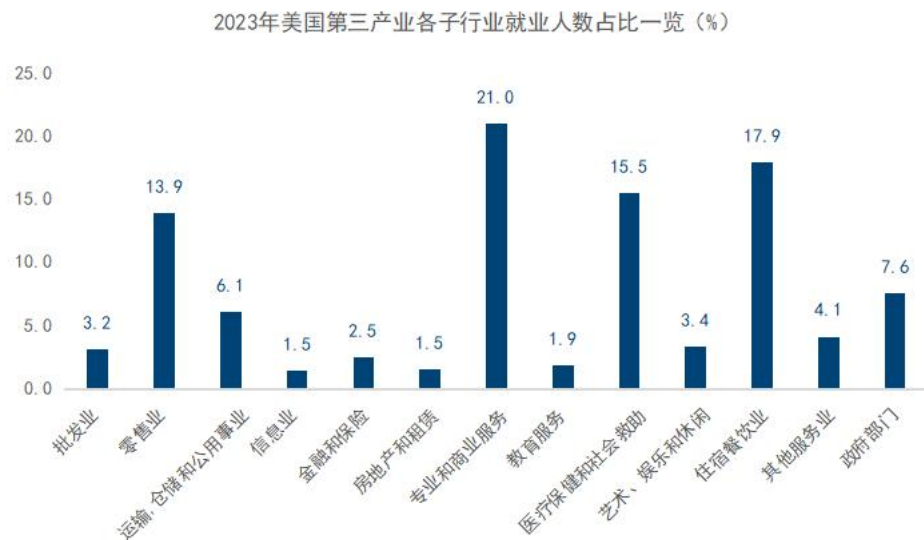


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美国和日本第三产业就业人数结构一览

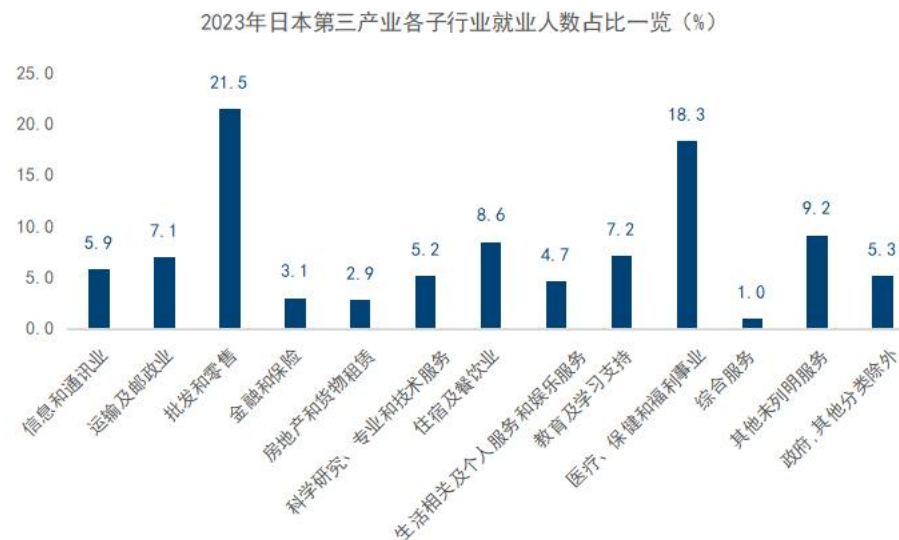
- 第三产业中，美国就业人数较多的子行业分别是：批发和零售行业、专业和商业服务、医疗保健和社会救助、住宿餐饮；
- 第三产业中，日本就业人数较多的子行业分别是：运输及邮政业、批发和零售行业、住宿餐饮、教育及学习支持、医疗保健和福利事业；
- 生产性服务业与消费型服务业是美国和日本提供新增就业岗位的主要领域；

图4：2023年美国第三产业各子行业就业人数占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

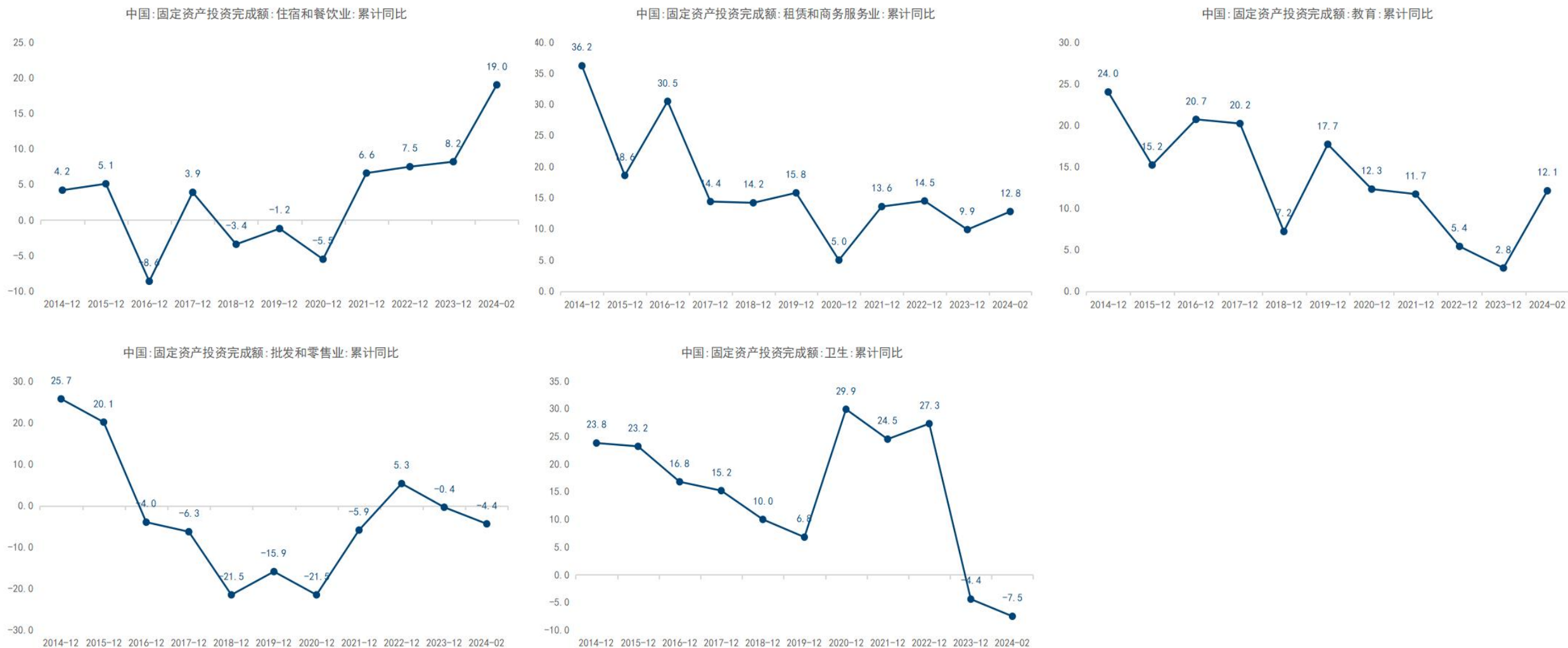
图5：2023年日本第三产业各子行业就业人数占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中国提供就业岗位较多的服务业投资情况一览

图6：中国提供就业岗位较多的服务业投资累计同比一览

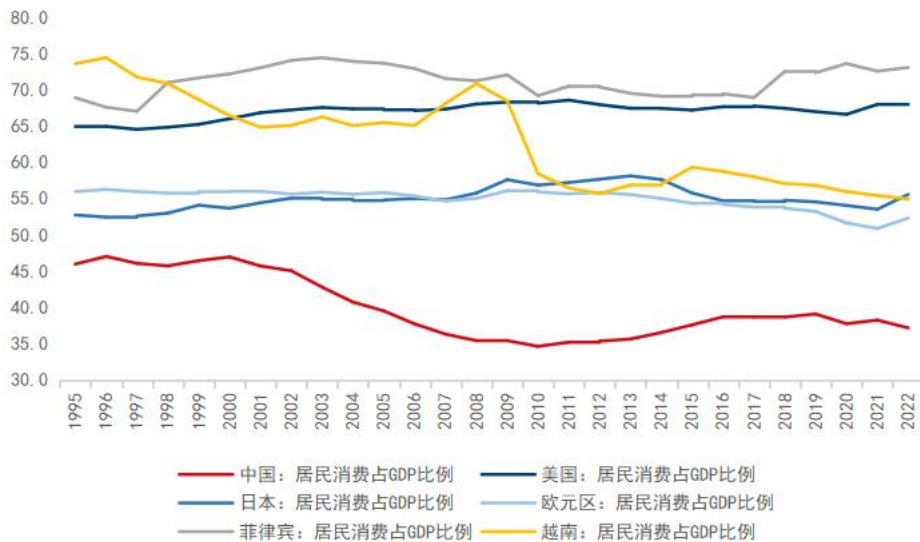


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从长期趋势来看，中国消费增速或持续高于整体GDP增速

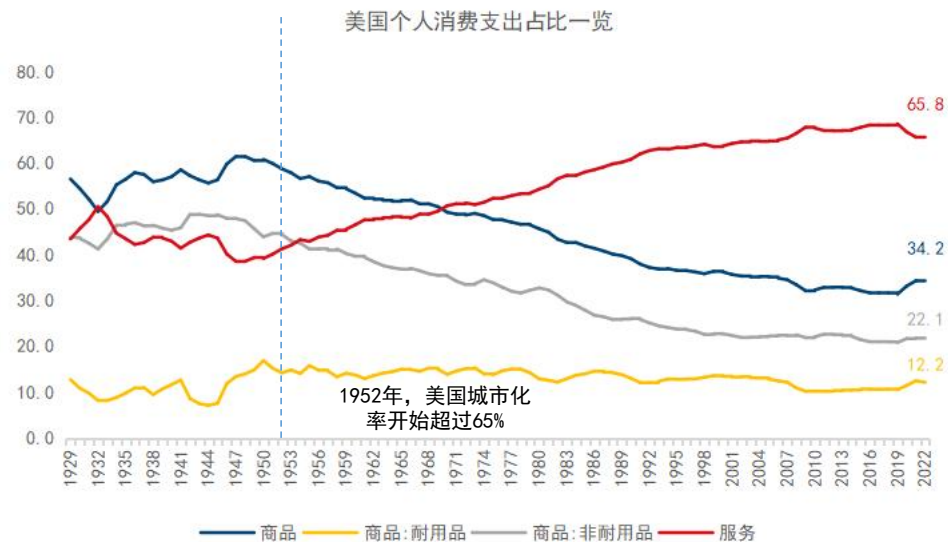
- 和海外其他国家相比，中国居民消费占GDP比例明显偏低，表明中国居民消费的潜力很大，而挖掘居民消费潜力的根本在于推动就业岗位供给的增加，即消费型服务业和生产性服务业的发展是关键；
- 1952年美国城市化率开始超过65%，随后美国服务消费发展进入快车道，契合“城市化率提高——>人口聚集程度上升——>劳动分工细化程度加深——>服务消费需求上升”的逻辑；
- 生产性服务业实质上是实物生产分工进一步细化的结果，理应与产业升级以及全球化密切相关；

图4：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5：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

- 2020-2022年，疫情冲击导致中国服务业发展趋缓，国内就业供给明显不足；
- 与就业岗位供给相关的生产性服务业、消费型服务业投资是一个偏滞后的指标，2023年中国开启经济正常化之路，但生产性服务业、消费型服务业投资增速仍明显偏低，因此2023年国内就业供给或仍不足；
- 2020-2023年，就业供给不足背景下中国居民或积累了大量的超额储蓄；
- 2024年中国生产性服务业、消费型服务业投资增速或明显反弹，从而增加就业岗位供给，带动消费提升，此外，就业岗位供给增长或还能降低居民的储蓄倾向，前期积累的超额储蓄或解冻，从而推动消费进一步增长；
- 2024年1-2月，国内住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、教育投资增速较2023年有明显的回升，或表明国内就业岗位供给的增长或已经开启；
- 从国际比较来看，城镇化率达到65%以后服务消费大概率迎来高速增长期，此外，制造产业的持续升级也将带动生产性服务业的发展，整体来看未来中国服务业的大发展将形成新的就业供给源泉，助力中国走出消费需求不足的困境。

• 疫情以来中国产需矛盾与疫情前差距或并不大

- 疫情以来中国CPI同比与居民人均消费支出实际同比比值与疫情前差距不大；
- 八大消费分项中，大部分分项的CPI同比与消费支出同比的比值并不低；

中国消费指标价格弹性一览

图6：中国CPI同比与居民人均消费支出实际同比比值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比计算）

图8：中国CPI同比与居民人均消费支出名义同比比值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比计算）

图7：中国CPI同比与最终消费GDP实际同比比值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比计算）

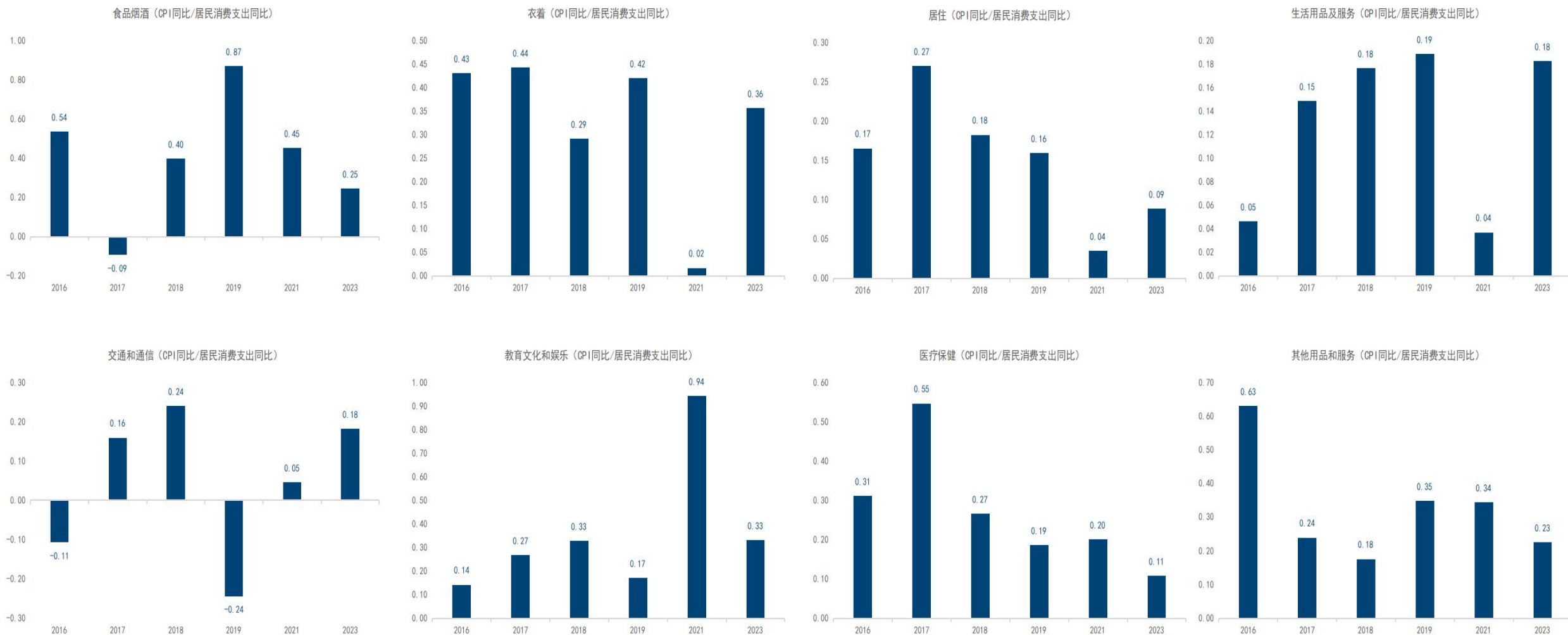
图9：中国CPI同比与社会消费品零售总额名义同比比值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比计算）

中国居民八大类消费CPI同比与支出同比的比值一览

图6：中国居民八大类消费CPI同比与支出同比的比值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：2021、2023年为两年平均同比，居民消费中，食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品及服务的占比分别约为30.1%、5.5%、23.4%、5.8%、13.3%、10.4%、8.9%、2.5%）

- 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。本报告仅供我公司客户使用，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