

宏观

证券研究报告

2024年05月05日

疫后的居民消费特征

今年消费是去年逻辑的延续，随着资产负债表收缩压力放缓、居民收入端企稳，居民消费能力与消费意愿均有所回暖。受补短板与居民消费行为改变等因素影响，服务消费今年或依旧维持较高景气度。商品消费中，消费逐渐去地产化、汽车消费维持韧性是较为明显的几条主线。

作者

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

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-美联储脱虚向实》 2024-05-03
- 《宏观报告：改革是最重要的增量信息-4月政治局会议解读》 2024-05-01
- 《宏观报告：宏观-公用事业价格上涨对通胀的影响有多大？》 2024-04-30

风险提示：消费复苏超预期，经济复苏超预期，服务消费不及预期

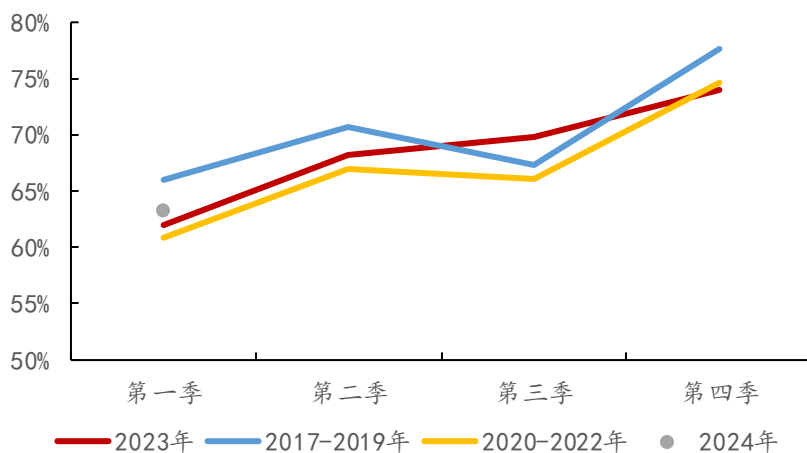
(1) 消费意愿位于 2020-2022 和 2017-2019 的中间状态

2020 年以来，国内经济增速与消费中枢大致经历了两轮复苏，这也是两次增速下台阶的过程。

2020 年下半年至 2021 年上半年，居民收入和消费支出增速中枢从 2019 年的 8.8%、8.5% 左右下滑至 7.1%、6.5% 左右。受预期尚未完全修复的影响，这一阶段居民消费增速明显低于收入增速，平均消费倾向低于疫情前 3.3 个百分点左右。

2023 年居民收入和消费支出增速中枢逐渐回落至 5.8%、6.1% 左右，2024 年一季度收入增速上行至 6.2%，消费增速上行至 8.3%。消费意愿回暖推动居民消费支出增速重新回到收入增速附近波动，甚至略高于收入增速。居民平均消费倾向距疫情前差距也从 3.3 个百分点收窄至 1.8 个百分点左右。

图 1：2024 年一季度居民平均消费倾向高于 2020-2022，低于 2017-2019（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从海外经验上看，消费意愿修复的程度与收入修复程度有关。

美国居民收入增速超过疫情前，2023 年美国居民可支配收入同比增长 8% 左右，高于 2019 年 4.5% 左右的增速，推动美国居民平均消费倾向上行至 91.8% 左右，高于 2019 年 2.6 个百分点。

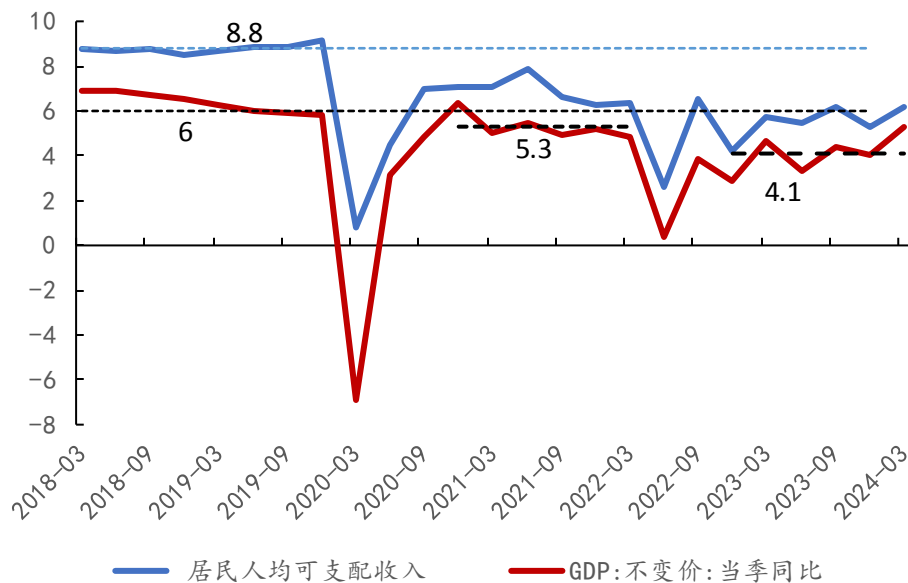
德国居民收入增速和平均消费倾向与疫情前接近。2023 年德国居民可支配收入同比增长 4.9%，略高于 2017-2018 年 1.6 个百分点左右，平均消费倾向略低于疫情前 0.4 个百分点，两者几乎持平。

日本居民收入增速和消费倾向低于疫情前。2023 年日本家庭可支配收入增速低于 2019 年 6 个百分点左右，日本居民平均消费倾向为 68.9%，低于疫情前 4.8 个百分点左右。但随着收入端的企稳，2023 年以来居民平均消费倾向开始低位走平。

但平均消费倾向或并不仅仅受到收入端的影响。比如 2023 年法国居民可支配收入同比增长 6.3% 超过 2019 年 3.1% 的增速，但平均消费倾向反而低于 2019 年 2.6 个百分点。韩国也是如此，目前韩国收入增速与疫情前接近，但平均消费倾向低于疫情前 1.7 个百分点。

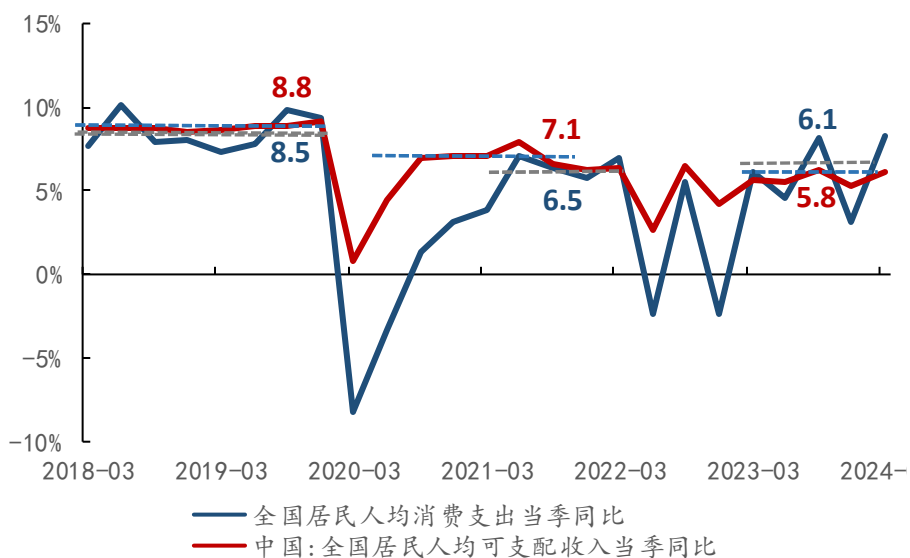
往后来看，如果中国居民收入端能够继续修复，则居民平均消费倾向或有望进一步修复。

图 2：收入增速中枢随 GDP 增速下台阶（单位：%）



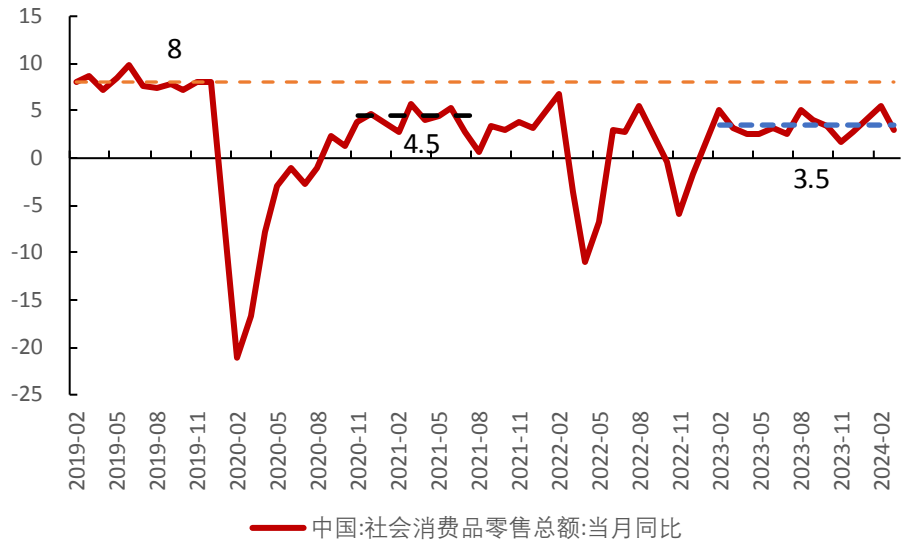
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：消费增速中枢随收入增速下台阶（单位：%）



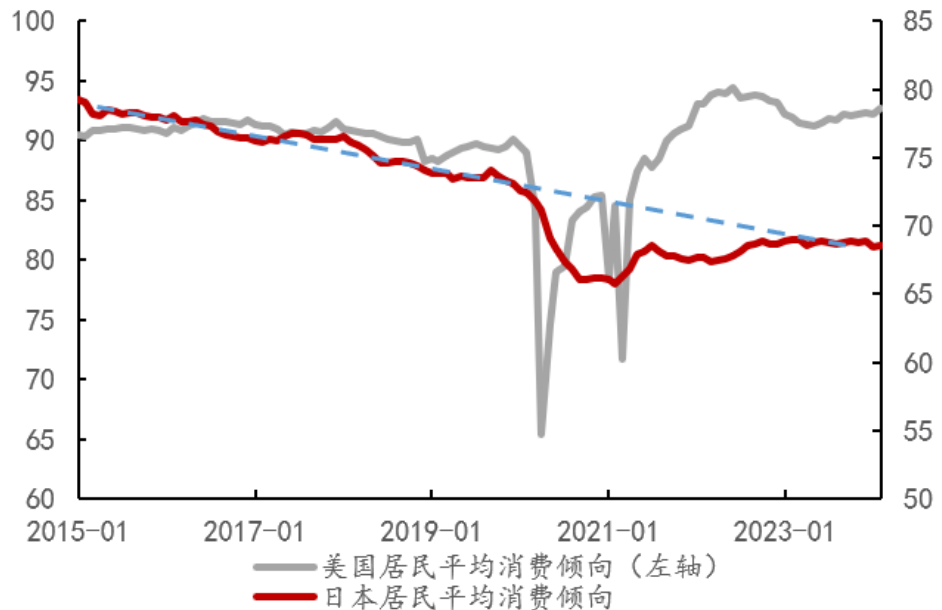
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：社零增速下台阶（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：疫后美国居民平均消费倾向超过疫情前，日本在趋势线上企稳（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

（2）服务消费表现更强

2023 年居民服务消费支出两年复合增速为 6.7%，高于 5.4%的居民消费支出，服务消费占比回升至 45%；服务零售累计同比增速 20%，高于同期商品零售额增速 14.2 个百分点¹。

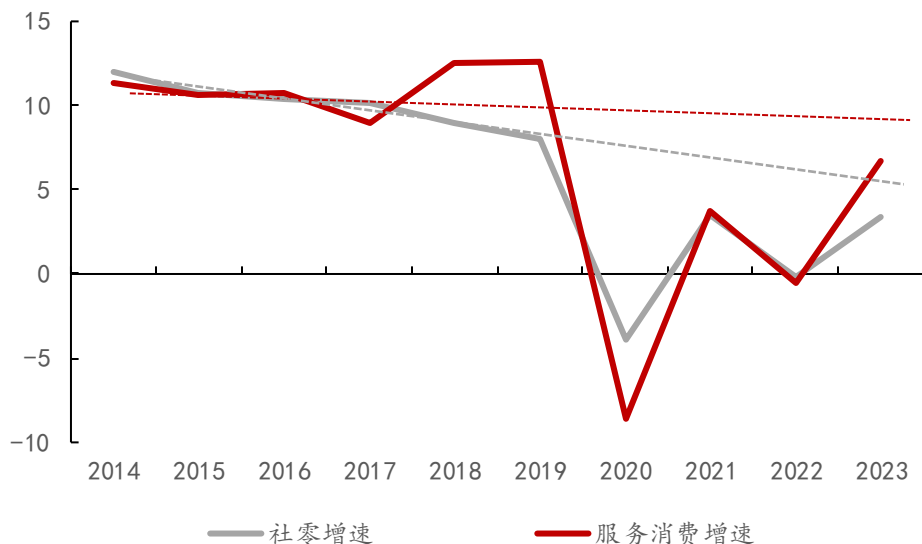
2024 年一季度，服务零售同比增长 10%，继续显著高于社会消费品零售增速 4.7%²；居民消费支出中的教育文化娱乐支出同比增长 13.4%，高于 8.3%的总消费支出增速³。

¹ https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202401/content_6926737.htm

² https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202404/t20240416_1954591.html

³ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202404/t20240416_1954596.html

图 6：服务消费增速距离疫情前差距更大（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

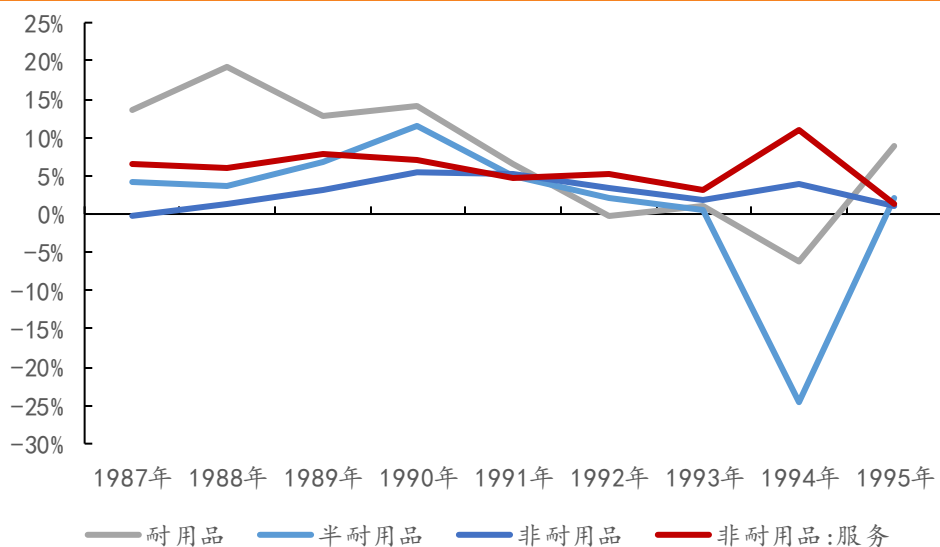
服务消费复苏更强，一是服务消费的占比长期趋势向上，二是服务消费受收入预期和财富效应的影响低于商品消费。

自 2013 年有统计数据以来，服务消费维持在 11% 左右的较高增速，占居民消费支出的比重从 2013 年的 40% 提高至 2019 年的 46%。但依然显著低于美国的 67%、日本的 56%。虽然疫情暂时打断了服务消费占比提升的趋势，2022 年服务消费占比回落至 43%，但 2023 年服务消费占比再度回升至 45%。

随着收入预期和财富效应的下行，居民或更倾向于通过短期集中式的消费来获得即时满足的快乐，此时服务消费表现出更强的韧性。比如重视体验和情绪价值的演唱会、淄博烧烤等消费形态更受青睐，表征节假日消费的高频数据不断攀升，但社零消费表现相对平淡。

90 年代日本的服务消费表现出比商品消费更强的韧性。在 1990-1994 年的经济下行周期中（1995 年日本 GDP 增速小幅触底反弹），日本居民服务消费复合增速为 6.1%（1994 比 1990 年），明显高于耐用品、非耐用品和总消费的复合增速 2.8%、-2%、4.3%。

图 7：90 年代日本服务消费表现明显强于商品消费（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

往后来看，服务消费景气度有望延续。目前服务增速低于疫情前 4 个百分点左右，服务消费占总消费的比重依旧低于 2019 年 1 个百分点，服务消费还有进一步修复的空间。

从海外经验看，疫后服务消费的韧性往往也更为持久。如美国疫情消费修复经历了先商品后服务的过程。前期在线下消费场景受限时，财政补贴等带来的收入效应驱动居民开始增加在商品上的消费，2020 年下半年商品消费增速就超过 2019 年水平。2022 年随着线下消费场景逐步放开，居民消费从商品转向服务，2023 年美国服务消费同比增速 7.5%，高于 2019 年 3.9% 的增速，也高于 3.2% 的商品消费增速。

图 8：美国服务消费逐渐成为的消费复苏的主力（单位：%）



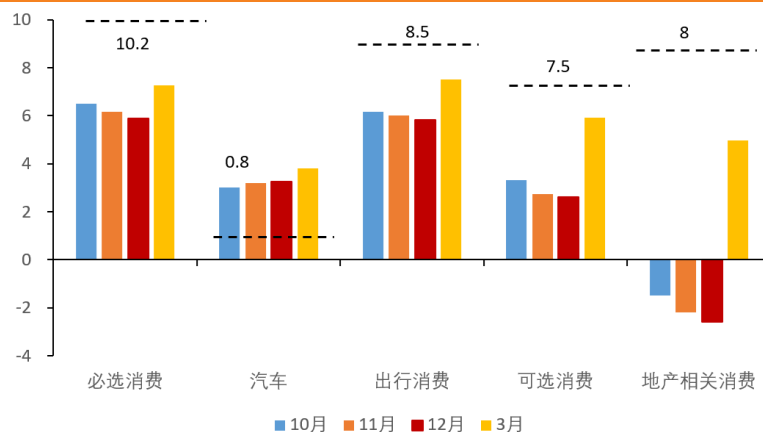
资料来源：wind，天风证券研究所

（3）出行消费是服务消费的延伸

商品消费中表现最好的是出行类商品，也是服务消费的延伸。今年一季度，出行消费同比增长 7.5%，其中户外用品市场规模在 2022 年和 2023 年的年均增长率达到 7.3%⁴。

汽车也属于出行消费。2024 年一季度新能源车销量同比增长 34.3%，拉动乘用车同比增长 11 个百分点，贡献率达到了 79.7%。15 万以下车型销量的同比增速从去年一季度的 1% 上行至今年一季度的 11%。

图 9：分类别商品消费（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：2023 年使用两年复合同比增速）

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/blXIJqEPLsd3ErOOGlcEUw>

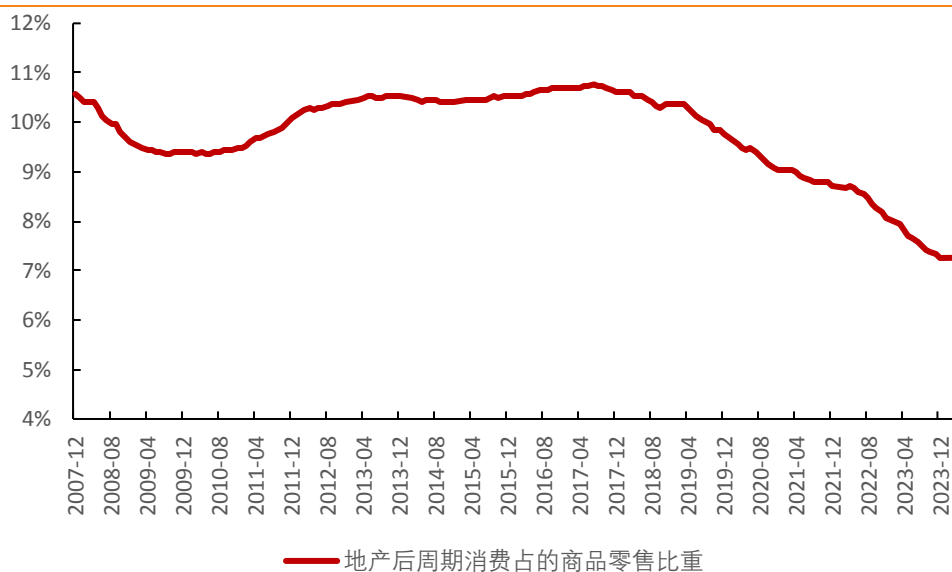
目前新能源车销量渗透率已经超过 35%，但是新能源车保有量渗透率仅 6.1%。将燃油车置换成新能源车的更新需求将持续支撑新能源车销量，目前燃油车置换新能源车的比重已经从 2020 年的 4% 快速升至 2023 年 1-5 月的 22.2%⁵。

（4）消费去地产化

低基数下，地产消费的同比增速从去年的 -0.4% 上行至一季度的 5%，两年复合增速从 -2.6% 上行至 1.9%，但受地产竣工周期逐渐结束、居民购房需求明显回落的影响，地产后周期消费在年内或依然维持偏弱状态。

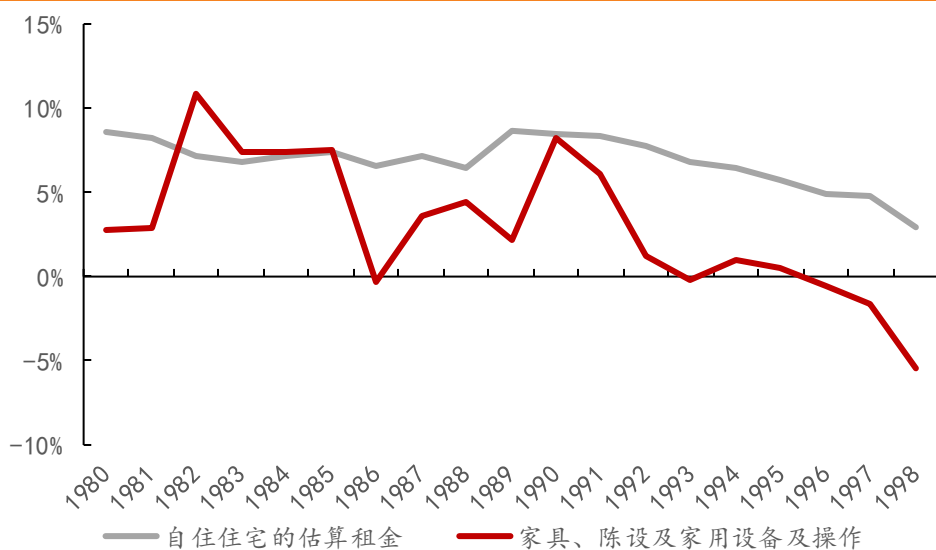
往后看，消费去地产化的趋势将会延续。日本 90 年代受地产下行的影响，家具消费在 90 年代初快速回落，此后持续处于低增长水平。

图 10：地产后周期商品销售持续偏弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：日本 90 年代家具等地产后周期销售持续下滑（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/RiCiZtKhGMbtsHpL9F1lpQ>

总的来看，今年消费是去年逻辑的延续，随着资产负债表收缩压力放缓、居民收入端企稳，居民消费能力与消费意愿均有所回暖。受补短板与居民消费行为改变等因素影响，服务消费今年或依旧维持较高景气度。商品消费中，消费逐渐去地产化、汽车消费维持韧性是较为明显的几条主线。

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com