



Research and  
Development Center

证券研究报告 Research Report

2019年6月17日

宏观  
专题

# 换个视角看消费

## ——从企业经营效益出发

**胡佳妮 固定收益分析师**

编号: S1500514070006

电话: +86 10 83326732

邮箱: [hujiani@cindasc.com](mailto:hujiani@cindasc.com)

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

**李 曼 研究助理**

电话: +86 10 83326856

邮箱: [limana@cindasc.com](mailto:limana@cindasc.com)

地址: 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 (100031)

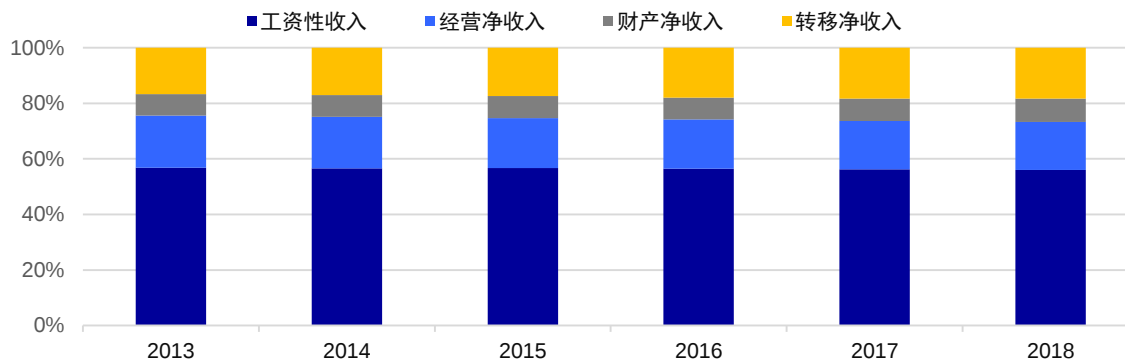
## 换个视角看消费：私营企业盈利状况是影响消费增速的重要原因

- 居民收入是消费的基础和前提，而目前工资性收入又是居民收入的主要来源，从初次收入分配的角度来探讨企业经营效益对消费的影响具备理论基础。本报告采取了新的视角，认为私营企业盈利状况是消费增速的重要影响因素。
- 将国有企业和私营企业进行对比分析，我们发现，就业结构和企业效益与工资挂钩机制，导致了私营企业利润增速与消费增速相关性更高（报告采用工业企业利润进行趋势对比），前者领先后者大概2个月，二者相关系数高达0.79。
- 我们认为，这种相关性证明，正是因为2018年私营企业受制于融资渠道收窄，现金流大幅恶化，经营状况随之转弱，导致大量社会就业人员工资性收入下滑，消费能力减弱，从而导致2018年消费增速出现明显放缓。
- 2018年我国社会消费品零售总额的增速回落至9%，自2004年以来首次跌破两位数，市场对消费的担忧情绪渐浓。目前，市场对于消费增速放缓的原因分析，主要集中于“房地产挤出效应”，但是本报告认为私营企业盈利状况也是重要因素。2018年四季度以来，政府出台了一系列扶持民营、小微企业的普惠金融政策，例如，央行多次增加再贷款、再贴现和常备借贷便利额度，创设TMLF工具，定向降准，国务院出台《关于加强金融服务民营企业的若干意见》等，都有助于改善民营、小微企业盈利状况。
- 当前，宏观经济面临的最大的不确定性因素是贸易摩擦问题，而分行业观察企业利润数据，我们发现私营工业企业可能受贸易摩擦影响较大，这可能导致2019年下半年消费继续承压运行。因此，从政策面看，除了继续推进促消费的各项措施，以普惠金融为核心的、解决民营、小微企业融资问题的各项政策仍有必要持续发力。

## 分析框架：企业经营效益→居民收入分配→消费

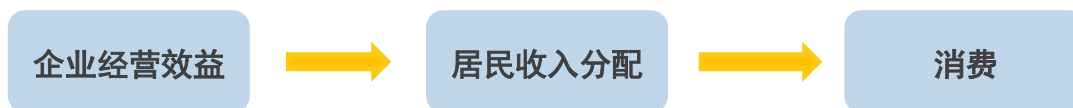
- 国家统计局公布的数据显示，我国居民可支配收入仍以工资性收入为主，占比维持在57%左右。
- 由于居民收入是消费的基础和前提，工资性收入又是居民收入的主要来源，因此我们从初次收入分配的角度来探讨企业经营效益对消费的影响。

工资性收入在居民可支配收入中占比57%左右



Source: 万得，信达证券研发中心

### 分析框架

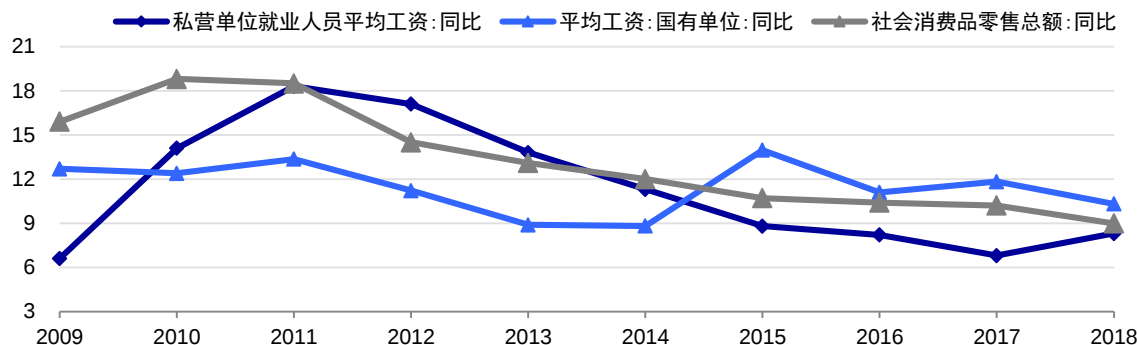


Source: 万得，信达证券研发中心

## 非国有企业就业人员平均工资增速与消费增速相关性更强

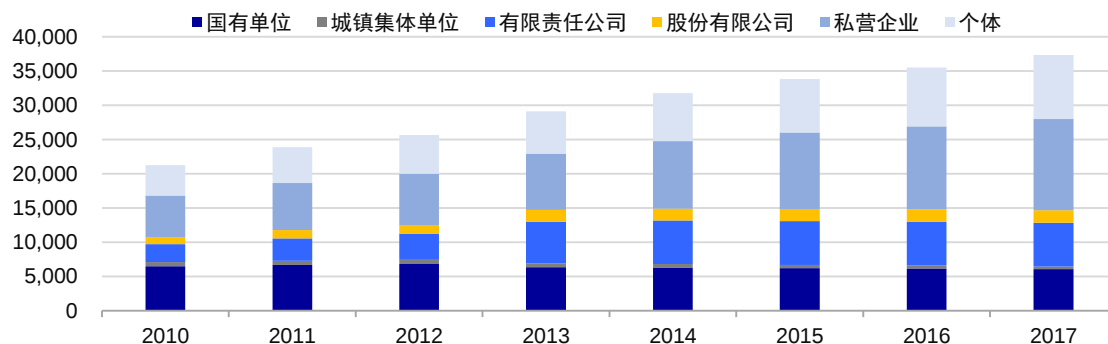
- 我们将企业人均工资与社会消费品零售总额增速进行比较，发现：
  - 非国有企业就业人员平均工资增速与社会消费品零售总额增速的相关性明显高于国有企业，前者相关系数为0.77，而国有企业仅为0.37。
  - 细分来看，非国有企业中，私营单位就业人员平均工资增速与社会消费零售总额增速之间的相关系数约为0.66。
- 实际上，根据统计局公布的数据，非国有企业对应着我国80%左右的就业，我们认为，正是这种就业结构导致非国有企业就业人员平均工资增速与社会消费品零售总额增速的相关性更强。

私营企业平均工资变动与社会消费零售总额变动相关性更高（单位：%）



Source: 万得，信达证券研发中心

非国有企业对应着80%左右的就业（单位：万人）

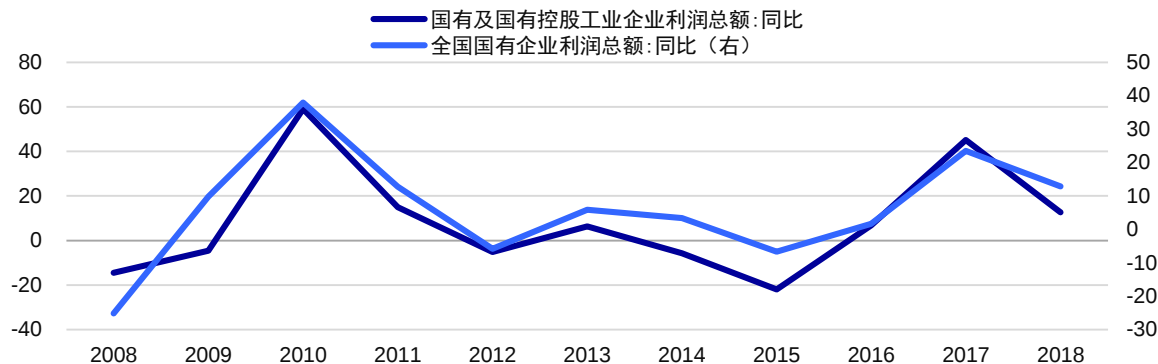


Source: 万得，信达证券研发中心

## 考虑到数据可得性，取工业企业利润数据与工资进行相关性分析

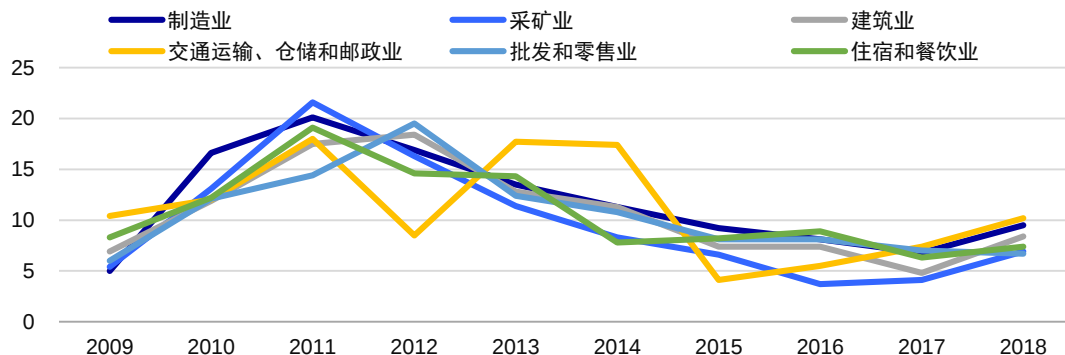
- **国有企业：**对比财政部公布的全国国有企业利润总额增速与统计局公布的国有工业企业利润总额增速，二者变化趋势高度一致。
  - **私营企业：**目前官方尚未披露全行业的利润数据，不过分行业看私营企业就业人员的平均工资增速，我们发现除个别行业外，大多数行业变动趋势大致相同。
  - **因此，考虑到数据的可得性，我们取工业企业利润数据与工资进行相关性分析。**
- 我国现阶段，虽然服务业对经济的增长的贡献率已经超过工业，但由于服务业整体层次和发展水平偏低，劳动生产率普遍低于工业，工业仍然是拉动经济发展的主导力量。我们认为取工业利润数据具备一定合理性。

国有企业分行业就业人员平均工资增速（单位：%）



Source: 财政部, 国家统计局, 信达证券研发中心

私营企业分行业就业人员平均工资增速（单位：%）

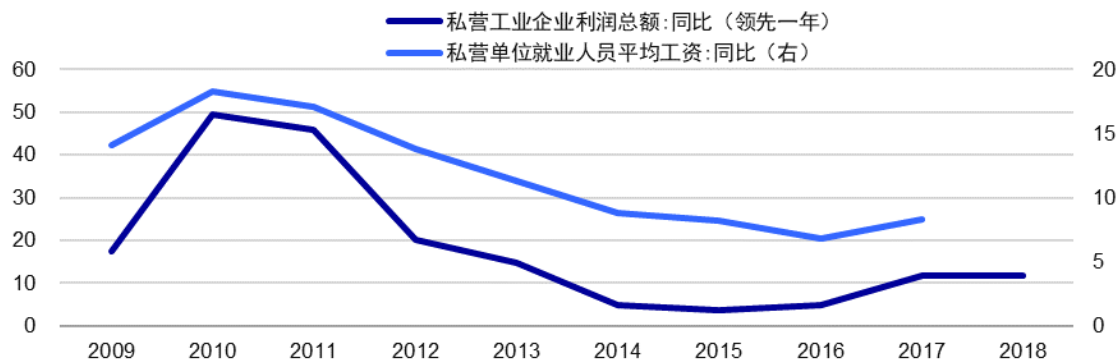


Source: 国家统计局, 信达证券研发中心

## 私营企业人员平均工资与私营工业企业效益相关性较高

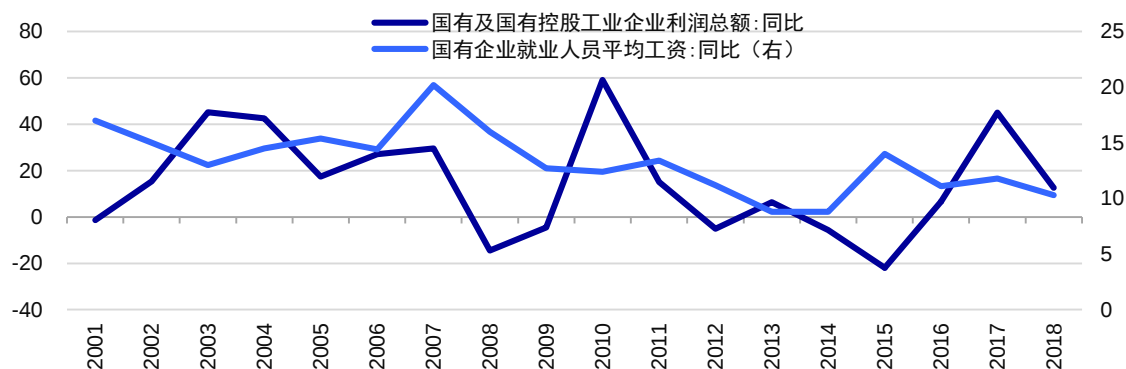
- 对比发现，私营工业企业利润总额增速大致领先工资增速1年时间，二者相关性高达0.96。
- 而国有工业企业利润总额增速与工资增速之间的相关性则较弱，相关系数仅为0.33。
- 我们认为，主要是国有企业职工工资较为刚性，当企业利润出现大幅波动时，职工平均工资变动幅度有限，尤其在企业利润下滑时，甚少出现下调工资的情形。
- 而私营企业市场化程度更高，普遍形成了企业经营效益与职工工资挂钩机制。

私营企业人员平均工资与私营工业企业效益相关性较高（单位：%）



Source: 万得，信达证券研发中心

国有企业人员平均工资与国有企业效益相关性较差（单位：%）

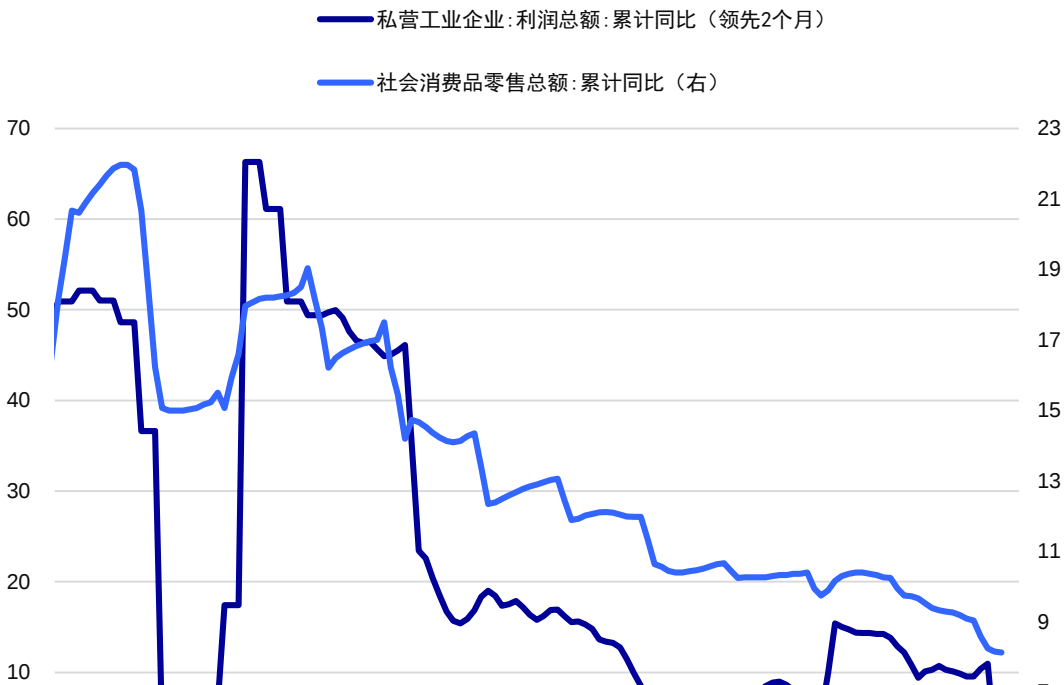


Source: 万得，信达证券研发中心

## 私营企业盈利状况走弱是2018年消费增速下降的重要原因

- 通过以上分析，私营工业企业利润与消费从理论上具备一定的相关性。
- 我们将私营工业企业利润同比增速与社会消费品零售总额增速进行对比发现，前者领先后者大概2个月，二者相关系数高达0.79。
- 我们认为，这种相关性证明，正是因为**2018年私营企业受制于融资渠道收窄，现金流大幅恶化，经营状况随之转弱，导致大量社会就业人员工资性收入下滑，消费能力减弱，从而导致2018年消费增速出现明显放缓。**
- 当前，宏观经济面临的最大的不确定性因素是贸易摩擦问题，而进一步分行业观察工业企业利润，我们发现，对美国出口的主要行业，均是私营工业企业利润靠前的行业。
- 尽管我们在2019年6月11日的报告《贸易摩擦升级影响几何？》中进行测算，认为贸易摩擦对我国GDP增长影响总体可控，但是与美国的贸易摩擦对私营企

私营工业企业利润同比增速领先社会消费品零售总额增速两个月（单位：%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11933](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11933)

