

消费复苏：周期性与修复性叠加

——基于总量与结构的分析

投资要点：

► 扩大消费是我国经济发展重要方向

2014 年以来我国最终消费支出对 GDP 的拉动超过资本形成总额，我国经济从投资驱动转向消费驱动。2020 年我国经济受到新冠疫情冲击，三大需求中只有消费对经济形成拖累。长期看，消费需求作为我国经济主要拉动力的趋势不会变，未来扩大消费仍将是重要方向。

► 去年消费恢复不及预期，预计今年名义消费增长 8.6%

从长期看我国消费在总量与结构上均有持续优化，国民经济核算口径下的国内消费率持续上升，储蓄率下降；在结构上，城乡恩格尔系数均不断下降，医疗保健以及教育文化娱乐类服务性消费比重增加。2020 年我国消费从总量和结构方面持续优化的进程受到干扰：不同口径度量下全年消费总量回落约 4%；结构上，必需品消费占比明显上升，服务消费大幅下降。

从消费与收入关系看，定量分析发现全国居民的边际消费倾向为 0.864，根据名义 GDP 增速、居民可支配收入增速与消费增速的关系判断，预测 2021 年全国居民人均消费支出名义增速将在 8.6%附近。

► 实物消费：将保持周期性上升状态

实物消费聚焦汽车类、家电类、石油及制品类，这三类在消费中占比大且有明显周期性。

汽车：2020 年下半年汽车消费步入持续高速增长阶段，今年有望延续上升周期。

石油及制品：与油价紧密相关；原油价格突破 60 美元/桶，预计全年保持高位，石油及制品消费将快速回温。

家电：滞后于房地产周期。房地产销售在 2020 年下半年持续走高，预计今年家电消费逐步回升至高增速区间。

► 服务消费：预计下半年疫情消退后显著增长

相比于实物消费，服务消费在 2020 年受到疫情冲击的程度更加严重。通过对餐饮、旅游和航空业的观察可以发现服务消费恢复进度较慢，受到疫情反复的影响也较大。展望 2021 年，随着疫苗接种率的上升以及海外疫情的好转，若疫情持续得到控制不出现反复，预计今年下半年起，服务消费将呈现显著增长。

风险提示

宏观经济或新冠疫情出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：李紫洋

邮箱：lizi2@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 扩大消费将是我国经济发展重要方向	3
2. 去年消费恢复不及预期，长期看消费仍在持续升级	3
2.1. 2020 年消费回落 4%	4
2.2. 从长期看消费仍在升级	5
3. 去年收入与消费增速差距扩大，预计今年消费名义增长 8.6%	8
4. 实物消费：汽车家电石油制品消费均处于上升周期	11
4.1. 汽车消费	12
4.2. 石油制品消费	13
4.3. 家电消费	13
5. 服务消费：下半年疫情消退后增速可观	14
6. 总结	17
7. 风险提示	18

图表目录

图 1 三大需求对 GDP 的拉动 (%)	3
图 2 社会消费品零售总额增速不及预期	4
图 3 社会消费品零售总额与居民人均消费支出 (%)	5
图 4 最终消费支出占比明显上升	6
图 5 国内消费率稳定上升	6
图 6 国民经济核算口径储蓄率持续下降 (%)	6
图 7 城镇农村居民家庭恩格尔系数继续下降 (%)	7
图 8 长期看医疗保健以及教育文化和娱乐类消费持续增加	8
图 9 GDP 与居民人均可支配收入名义增速 (%)	9
图 10 收入与消费增速差距显现 (%)	9
图 11 2020 年居民消费率大幅下降	10
图 12 限上社会消费品零售结构	12
图 13 汽车消费迎来上升周期 (%)	13
图 14 石油及制品类消费增速与 WTI 原油价格 (%)	13
图 15 家电消费的周期源于房地产周期 (%)	14
图 16 社零口径餐饮收入增速 (%)	15
图 17 2020 年全国旅游人数降至 2011 年水平	15
图 18 主要机场旅客吞吐量增速现分化 (%)	16
图 19 全国星级饭店出租率	17
图 20 2020 年下半年起星级饭店营收情况明显好转	17
图 21 去年冬季起上海星级饭店出租率再次明显回落	17
图 22 消费者信心指数 (%)	18

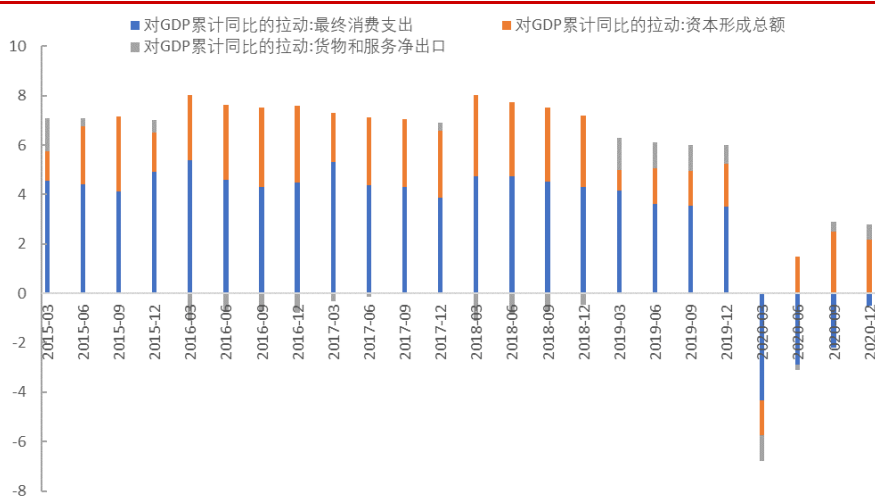
表 1 全国居民人均可支配收入对不同类别消费的影响系数	11
-----------------------------------	----

1. 扩大消费将是我国经济发展重要方向

2014 年以来我国最终消费支出对 GDP 的拉动超过资本形成总额，我国经济从投资驱动转向消费驱动。2020 年我国经济受到新冠疫情冲击，在经济逐步恢复的过程中，二季度投资对 GDP 的拉动转正，三季度净出口对 GDP 的拉动转正；全年三大需求中只有消费对经济形成拖累。

短期我国的消费需求出现回退，而在长期，消费需求作为我国经济主要拉动力的趋势不会变，未来扩大消费仍将是重要方向。2020 年 12 月的中央经济工作会议提出：扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构。这对我国扩大内需提出了新要求的同时，也为挖掘消费潜力带来了新机遇。

图 1 三大需求对 GDP 的拉动 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 去年消费恢复不及预期，长期看消费仍在持续升级

GDP 中的最终消费支出、城乡一体化住户调查中的居民消费以及社会消费品零售总额是衡量我国消费水平的三个重要指标。这三个指标度量消费的范围以及其特点各有不同：

GDP 最终消费支出是指在一定时期内对货物和服务的全部最终消费，包括居民最终消费支出和政府最终消费支出。**其覆盖消费的范围最为全面**，可以准确度量全社会的实物商品与服务的消费总额。但 GDP 最终消费支出的更新频率低，每年公布一次；并且从消费结构上只公布政府与居民消费支出情况，**不公布具体的消费类别**。

城乡一体化住户调查中的居民消费记录了农村居民以现金形式或其他形式获得的货物和服务消费，以及城镇居民以现金形式购买的货物和服务消费。城乡一体化住户调查居民消费是在居民端以记账形式统计的调查数据，记录了城镇与农村居民的实物及服务消费；其**更新频率为季度**。

社会消费品零售总额指个人、社会集团（企业、事业单位）货物零售消费金额，提供限额以上单位详细消费类别的零售数据。作为**月度数据**，其更新频率为三个指

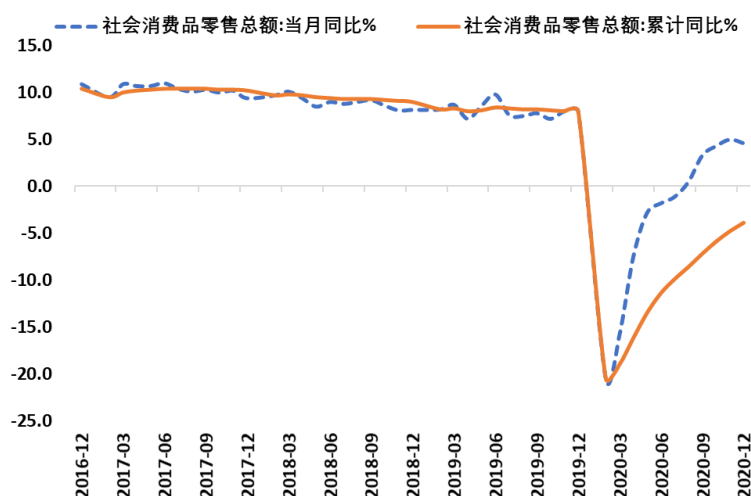
标中最快的。但社会消费品零售总额对消费的覆盖范围在三者中最窄，服务消费的统计中只包含餐饮服务。

综上，GDP 最终消费支出适用于分析全社会消费总量，以及消费的长期变化的问题；社会消费品零售总额适用于分析实时实物商品零售情况及消费结构；城乡一体化住户调查居民消费适合分析城乡居民消费情况。

2.1. 2020 年消费回落 4%

我们首先对 2020 年我国消费情况进行回顾。由于 2020 年 GDP 支出法数据尚未公布，暂时无法获得 GDP 最终消费支出口径的 2020 年全社会消费情况。因此，我们主要从社会消费品零售总额以及居民人均消费支出两个口径分析。

图 2 社会消费品零售总额增速不及预期



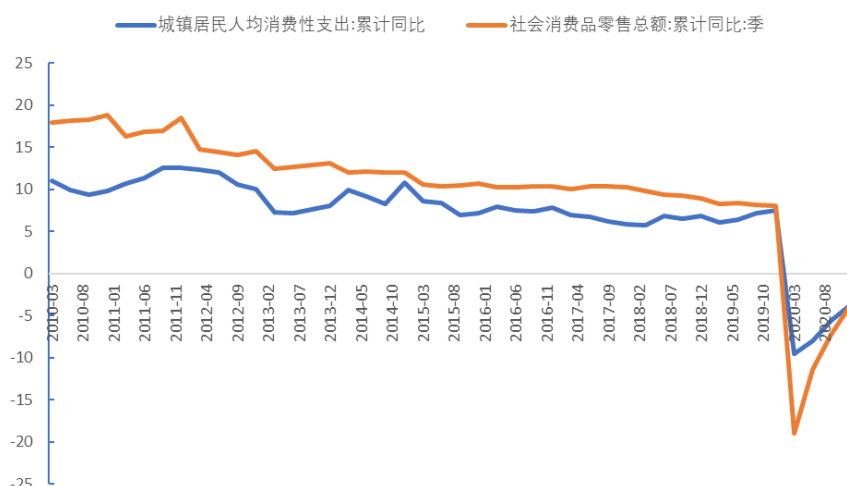
资料来源：WIND，华西证券研究所

2020 年全年消费水平较上年有明显回落，从社会消费品零售总额及居民人均消费支出两个口径看，全年消费回落幅度在 4%左右。

从社会消费品零售总额口径看，一季度社零同比下降近 20%，随后在 4、5 月快速回升，但在 6、7 月回升速度放缓。三季度社零同比虽进一步上升，但当月同比增速始终未超过 5%；12 月由于国内部分地区疫情有所反复，社零增速再次回落。

从居民人均消费支出口径看，一季度全国居民人均消费支出同比下降 12.5%，经过后三个季度的回升，全年全国居民人均消费支出较上年实际下降 4%。

图3 社会消费品零售总额与居民人均消费支出(%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

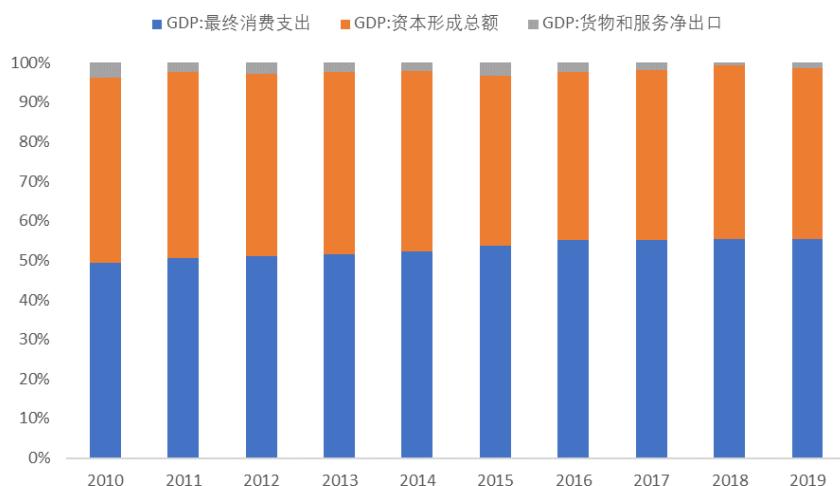
观察同为名义累计增速的社零与城镇居民人均消费性支出增速, 可以发现在消费位于正增长区间时, 社零口径增速高于城镇居民人均消费支出增速; 在当经济受到冲击消费水平收缩时, 城镇居民人均消费支出增速回落幅度低于社零增速。2020 年两口径度量的我国消费水平回落幅度均在 4% 左右。消费成为了 2020 年三大需求中唯一全年负增长的指标, 其恢复程度明显落后于投资与净出口。

2.2. 从长期看消费仍在升级

从长期的视角看, 在经历了多年来消费水平的快速增长和消费结构的不断升级后, 我国消费在总量和结构上继续优化。

我们定义国内消费率为 GDP 最终消费支出与 GDP 支出法的比值, 即最终消费支出在 GDP 中的占比。从国内消费率的角度看, 2010 至 2019 年 GDP 支出法中最终消费支出的比例稳定上升, 这一占比从 2010 年的不到 50% 上升至 2019 年的 55.4%。这说明消费总量仍处于上升通道, 从长期看, 三大需求中消费需求仍有上升空间。

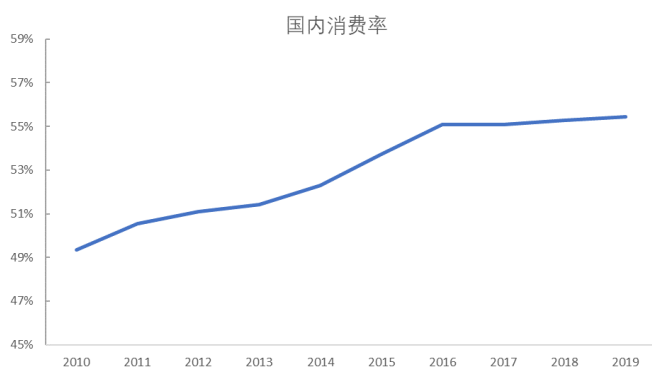
图4 最终消费支出占比明显上升



资料来源：WIND，华西证券研究所

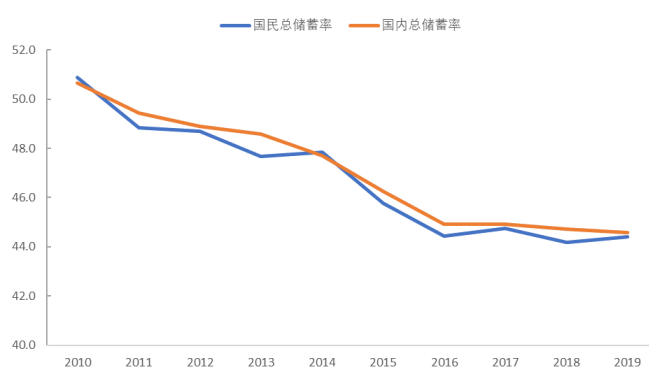
此外，从国民经济核算中的国民总储蓄率及国内总储蓄率的角度看，这两个指标在2010-2019年间有明显下降，从51%降至44%附近，国民总储蓄率及国内总储蓄率的下降速度在2016-2019年间有所放缓。储蓄率的下降也证明了消费需求在长期的上升。

图5 国内消费率稳定上升



资料来源：WIND，华西证券研究所

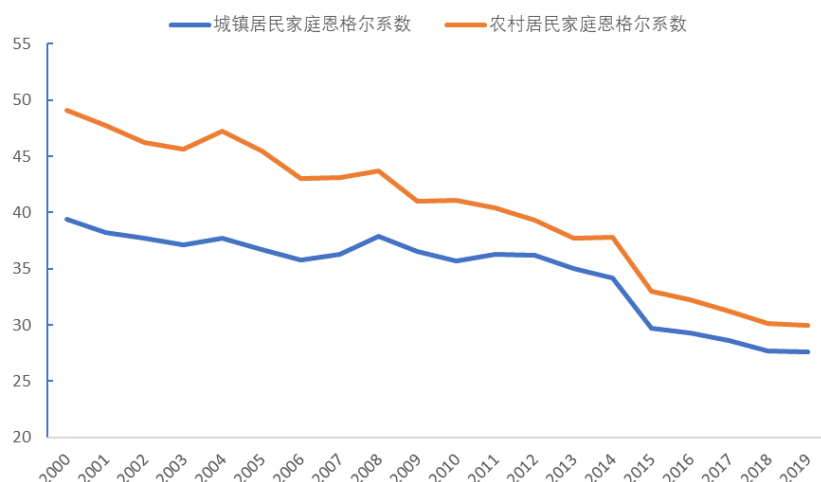
图6 国民经济核算口径储蓄率持续下降 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

除了消费总量外，我国的消费结构也在持续改善。恩格尔系数指食品支出总额占个人消费支出总额的比重，是对消费结构最基本的度量。可以发现，城镇与农村居民家庭恩格尔指数总体上均有持续下降，消费结构不断优化；2015-2019年开始恩格尔系数降幅虽然有所放缓，但仍在稳定下降。城镇居民与农村居民家庭恩格尔系数变化高度相似，农村居民家庭恩格尔系数下降幅度更大，逐步贴近城镇水平。

图7 城镇农村居民家庭恩格尔系数继续下降 (%)

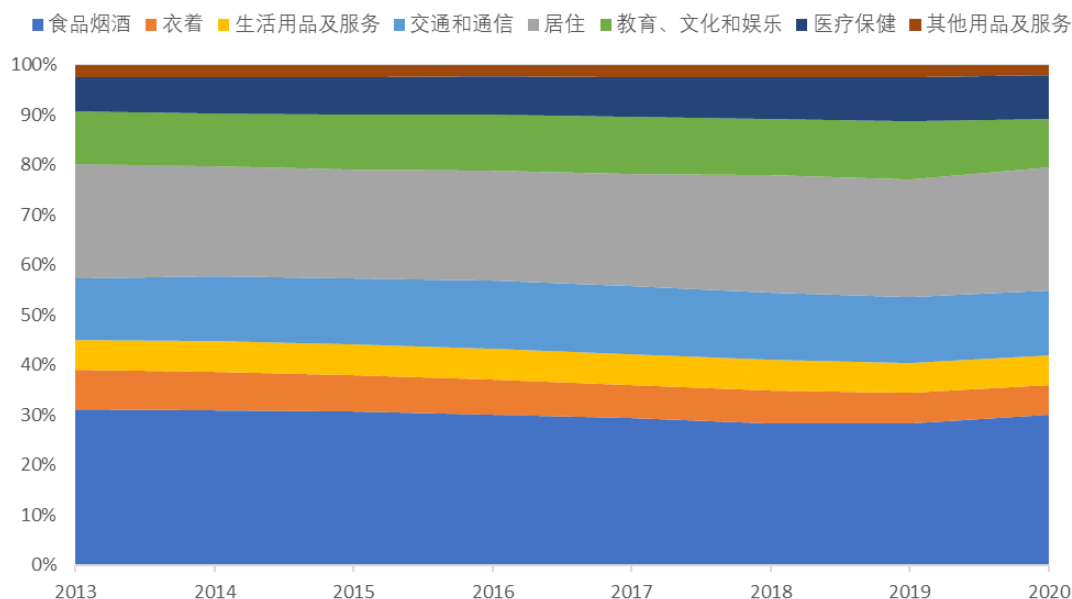


资料来源：WIND，华西证券研究所

除了恩格尔系数外，通过城乡一体化住户调查居民消费中的支出结构中，我们也可以找到消费升级的证据。从图8中可以看到，2013至2019年居民在食品烟酒类与衣着类消费的比例持续下降，医疗保健以及教育文化和娱乐类消费占比持续增加，居住类消费先降后升。

2020年由于疫情的影响，居民消费结构的变化方向与2013-2019年有所不同。2020年全年，作为必需品的食品烟酒类以及居住类消费占比明显上升，衣着与交通和通信类消费继续下降，前年度占比提升较快的服务类消费医疗保健类与教育文化和娱乐类消费均有回落。

图 8 长期看医疗保健以及教育文化和娱乐类消费持续增加



资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 去年收入与消费增速差距扩大，预计今年消费名义增长

8.6%

站在居民住户的角度，每一位居民的消费来源于其收入。城乡居民的可支配收入包含消费和储蓄两个部分，居民消费与居民可支配收入直接相关。而收入来源于生产，因此人均收入增速与 GDP 增速直接相关。本节从消费来源的角度，分析收入水平与消费的关系。

首先观察 GDP 与全国居民可支配收入的名义累计同比增速，可以发现 GDP 增速与人均可支配收入增速高度相关：名义 GDP 增速波动较大，居民可支配收入名义增速在 2020 年以前基本平稳，居民可支配收入名义增速基本位于名义 GDP 增速中枢位置。2019 年以前名义 GDP 增速普遍高于居民可支配收入增速，但自 2019 年起居民可支配

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_18842

