

降低对“补偿性”消费的期待

——经济增长专题报告二



2021年05月28日

投资摘要:

随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除,市场对补偿性消费的期待持续升温,但不论是包含清明的4月社零数据还是五一小长假的旅游数据似乎都暗示了线下消费动力不足。

- 疫情冲击后必选消费韧性强,受冲击较小,线下消费场景线上化。
- 随着疫情缓解,线下场景逐步开放,餐饮消费缓慢恢复。

居民消费=居民收入-居民储蓄,即消费主要取决于收入与储蓄。收入由当期收入、预期收入及居民杠杆(未来收入当期使用)共同决定。收入恒定假设下,消费还是储蓄由居民的偏好决策。

居民收入修复进度慢于经济增长。分城乡看,农村人均收入恢复快于城镇,但消费上农村消费更为乏力。4月农村消费品零售两年平均增长4.3%,与城镇持平,这一趋势与过往农村消费增速显著高于城镇不一致,或折射出中低收入群体的消费能力受疫情的影响更大。

- 限额以上企业上修动力快于整体。以商户收入规模来看,限额以上企业消费品零售总额自去年5月已实现同比正增长,恢复显著快于整体。
- 高奢、轻奢品加速“移民”线上,这部分消费前期没有抑制后续或难补偿。可选消费中单价较高品类恢复较好,其中通讯器材、金银珠宝远超2019年同期,映射了奢侈品消费并未受到冲击/从冲击中快速恢复。
- 低收入人群杠杆敏感度不高,收入恢复慢消费负反馈。限额以下企业主要是餐饮、批发零售。住宿餐饮从业人员收入较低,低消费人群对利率不敏感、对财政不敏感、只对收入敏感。低收入人群处于收入受损,消费乏力,所处行业营收恢复缓慢,收入修复承压,低端消费进一步承压的负反馈循环中。
- 居民杠杆上,短贷回落至常态,长贷高增有压力,通胀预期将继续挤压居民可支配收入。中长期居民贷款更多加在地产端进而带动家用电器、家具等消费,但利率将逐步常态化,对地产及相关消费有压制。通胀预期将继续挤压居民可支配收入。

从居民的偏好决策来看,危机后一段时间预防性储蓄仍在上升,当消费者面临的收入的不确定性越大时,他更倾向于调低未来收入预期,依据当期收入来进行消费,与此同时进行更多的预防性储蓄。

- 通过与非典疫情的需求冲击及自然灾害的供给冲击进行历史复盘,两项对比分析发现冲击消费恢复压力仍在。
- 需求端来看,疫情带来的需求冲击只会在短期内影响均衡产出与需求量,在长期内相应均衡产出和需求量会得到恢复。
- 供给端来看,由于先收入再消费,居民普遍降低风险偏好,提高储蓄率。自然灾害在短期、中期均会对提升储蓄率有正效应,短期(当年或次年)效应更大。

我们在进一步分析后认为居民收入有望在4季度回归常态,乐观预期下消费将随之恢复,在此之前难见到“补偿性消费”。

风险提示:货币政策超预期收紧、经济修复超预期、疫情反复及大规模复发、海外关系变动等。

2021年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
----	-------	-------	-------	-------	-------

曹旭特 分析师

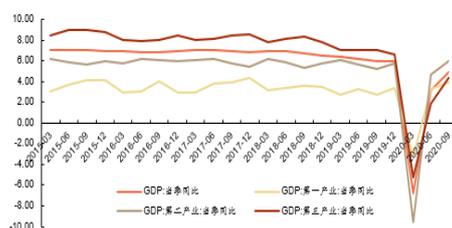
SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘雅坤 研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源: WIND

相关报告

- 1、《出口保持高韧性 投资消费仍待稳固: 4月经济数据点评》2021-05-18
- 2、《4月M2 社融超预期回落: 4月金融数据点评》2021-05-13
- 3、《货币政策的锚在哪?: ——货币政策目标梳理》2021-05-11
- 4、《出口强韧性的拐点在哪?: ——经济增长专题报告一》2021-04-22
- 5、《出口仍有望高韧性 消费或将超预期修复: 3月及1季度经济数据点评》2021-04-19

实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率 (1 年期存款)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 消费缺口修复动力不足	4
1.1 尽管线下消费场景放开 消费动力仍不足	4
1.2 疫情冲击后消费的三阶段恢复	4
2. 消费驱动因素分析	6
2.1 居民收入	6
2.1.1 限额以上企业上修动力快于整体	7
2.1.2 高奢、轻奢品加速“移民”线上	8
2.1.3 低收入人群修复敏感度不高	9
2.1.4 居民杠杆	10
2.2 居民的消费储蓄决策	11
3. 消费何时恢复	11
3.1 非典时期	12
3.2 自然灾害	13

图表目录

图 1: 社零同比（其中 2021 年以来数据为两年平均，蓝色虚线为以 2019 年作为常态的中枢）	4
图 2: 食品饮料日用品等托底明显	5
图 3: 通讯器材高增明显	5
图 4: 线下餐饮恢复缓慢（其中 2021 年以来数据为两年平均）	5
图 5: 城镇居民可支配收入与经济增速	6
图 6: 社零中乡村修复弱于城镇消费	7
图 7: 限额以上企业消费品零售总额早已修复至疫情前（2021 年以来数据采用两年平均）	7
图 8: 零售业限额以上企业所属行业分类	7
图 9: 限额以上与汽车零售	8
图 10: 客单价高品类恢复更好（2021 年以来数据采用两年平均）	8
图 11: 限额以下企业所属行业分类	9
图 12: 居民贷款	10
图 13: 首套平均房贷利率	10
图 14: 通胀及通胀预期将继续挤压居民可支配收入	10
图 15: 非典期间 GDP 与居民收入同比增长	12
图 16: 非典期间收入与消费同比增长	12
表 1: 旅游收入恢复程度	4
表 2: 非典对比新冠冲击消费修复进度	13

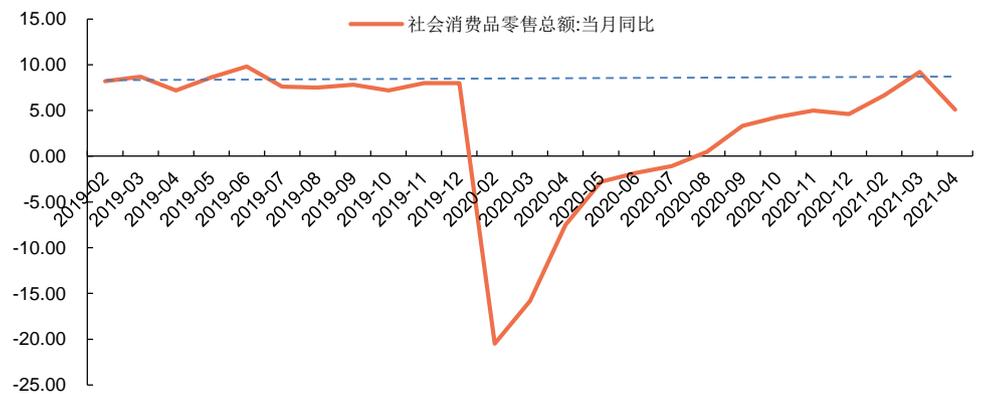
1. 消费缺口修复动力不足

1.1 尽管线下消费场景放开 消费动力仍不足

随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除,市场对补偿性消费的期待持续升温,但不论是包含清明的 4 月社零数据还是五一小长假的旅游数据似乎都暗示了线下消费动力不足。

- ◆ 4 月消费边际平缓上行,其中可选消费需求增速回落。社零总体上行趋势确定,但幅度弱于市场预期。1-4 月,社零同比增长 29.6%;两年平均增长 4.3%。其中,4 月份社零同比增长 17.7% (前值 34.2%),两年复合增速较 3 月份回落 2%,环比增长 0.32%。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除,线下消费继续复苏进程。值得注意的是尽管 4 月有清明小长假,但可选消费需求环比下行,不及市场预期。

图1:社零同比(其中 2021 年以来数据为两年平均,蓝色虚线为以 2019 年作为常态的中枢)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ 五一客流量超 2019 年,但旅游收入仍低于 2019 年。据交通运输部统计数据,今年五一日均旅客运输量 3492、1570 万人次,同比增长 102.7%、177.4%;较 2019 年五一日均客运量增长 1.5%、5.5%。旅游收入恢复至 2019 年 77%。

表1:旅游收入恢复程度

	2018 年 (亿元,后同)	2019 年	2020 年	2021 年	可比口径恢复
春节旅游收入	4750	5139	2782.8	3011	58.60%
清明旅游收入	421	478.9	82.6	271.68	56.70%
五一旅游收入	871.6	1176.7	475.6	1132.3	77.00%

资料来源:文化和旅游局数据中心,申港证券研究所

1.2 疫情冲击后消费的三阶段恢复

中国对外出口的主要品类为机械及精密设备相关、纺服、塑料橡胶化工相关、家具玩具等。2020 年出口同比增长 4%,上述占比高的前六大品类贡献 5.69%。

- ◆ 阶段一:必选消费托底。2020 年 1 季度,新冠疫情爆发,政府实行以停工停产物理隔离方式的抗疫措施。

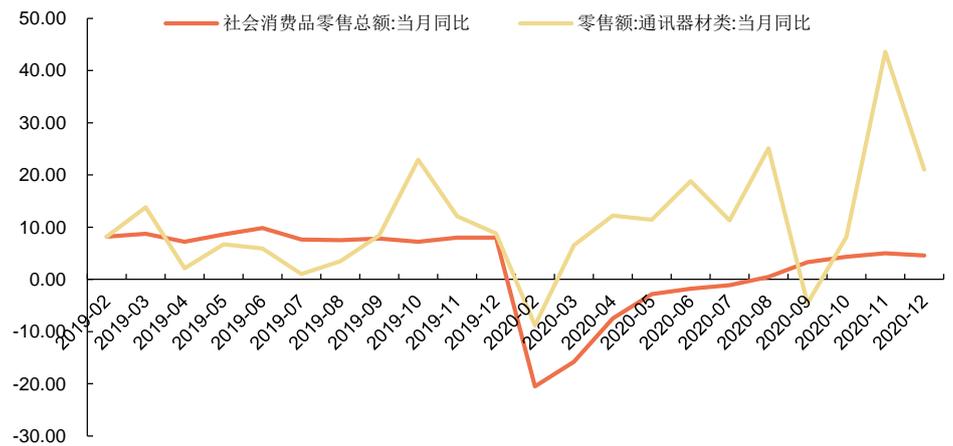
图2：食品饮料日用品等托底明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **阶段二：线下场景线上化。**疫情期间涌现出的在线医疗、在线教育、在线办公、在线娱乐大爆发。随疫情防控常态化，远程居家办公、在线学习，在线游戏等需求旺盛带动通讯器材高增明显。

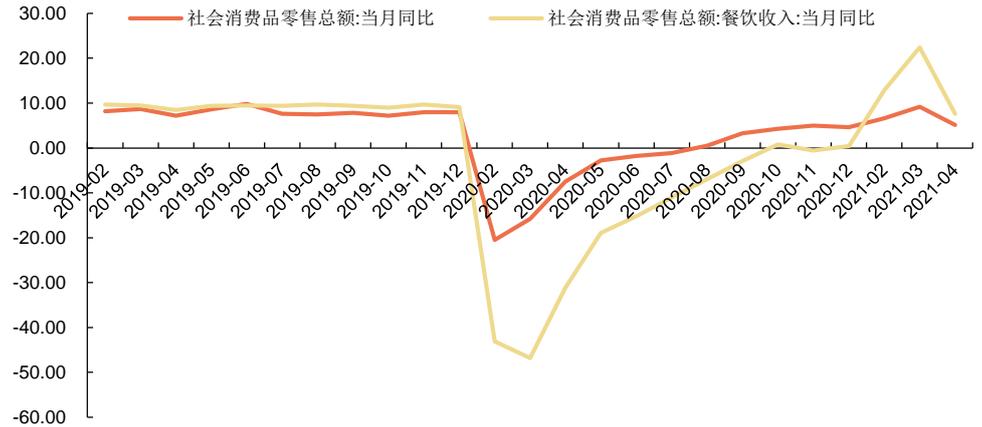
图3：通讯器材高增明显



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **阶段三：随防控政策松绑，线下场景逐步开放，餐饮消费缓慢复苏。**

图4：线下餐饮恢复缓慢（其中2021年以来数据为两年平均）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

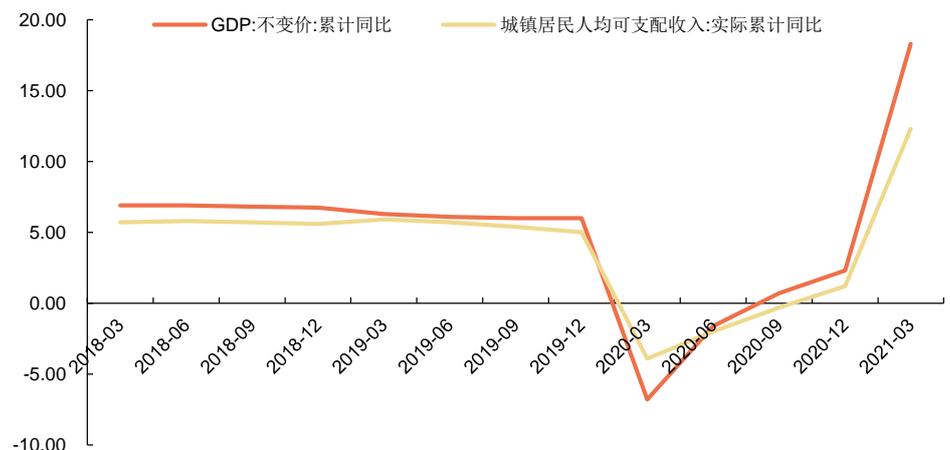
2. 消费驱动因素分析

居民消费=居民收入-居民储蓄, 即消费主要取决于收入与储蓄。收入由当期收入、预期收入及居民杠杆(未来收入当期使用)共同决定。而收入恒定假设下, 消费还是储蓄由居民的偏好决策。

2.1 居民收入

居民收入修复进度慢于经济增速。一季度, 全国居民人均可支配收入较上年同期名义增长 13.7%, 比 2019 年一季度增长 14.6%, 两年平均增长 7.0%, 扣除价格因素, 两年平均实际增长 4.5%。分城乡看, 城镇居民人均可支配收入同比增长 12.2%, 农村居民人均可支配收入同比增长 16.3%。

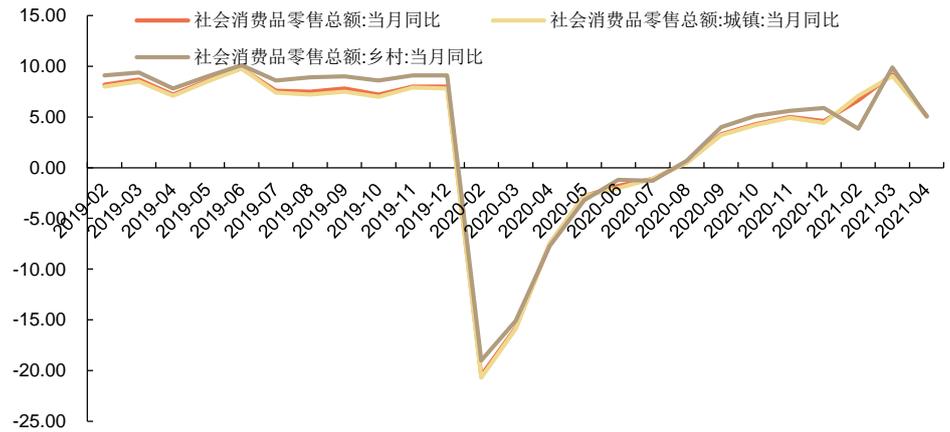
图5: 城镇居民人均可支配收入与经济增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

农村人均收入恢复快于城镇, 但消费上农村消费更为乏力。4月农村消费品零售两年平均增长 4.3%, 与城镇持平, 这一趋势与过往农村消费增速显著高于城镇不一致, 或折射出中低收入群体的消费能力受疫情的影响更大。

图6：社零中乡村修复弱于城镇消费

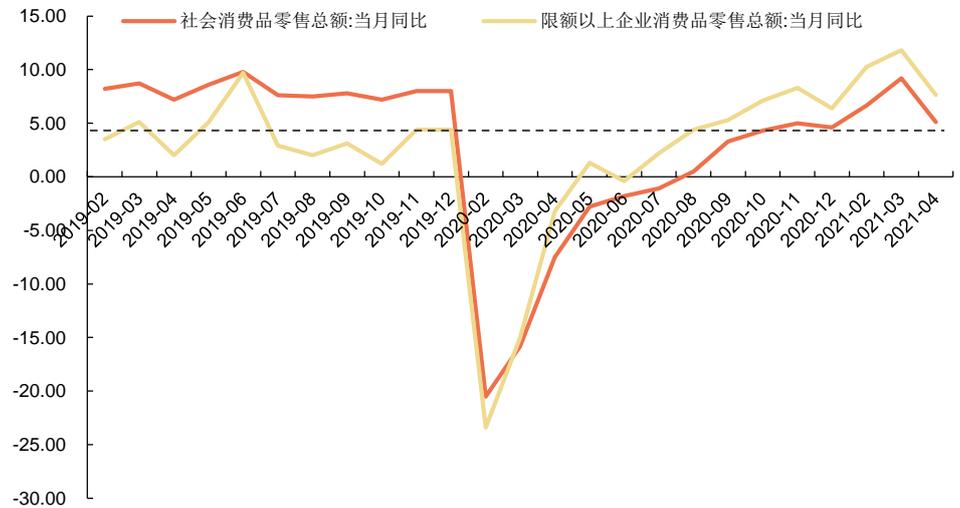


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.1.1 限额以上企业上修动力快于整体

限额以上企业上修动力快于整体。以商户收入规模来看，限额以上企业消费品零售总额自去年5月已实现同比正增长，恢复显著快于整体。而自去年3季度开始，持续在2019年中枢以上维持高增。

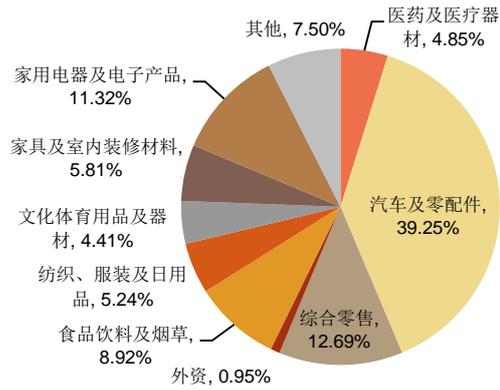
图7：限额以上企业消费品零售总额早已修复至疫情前（2021年以来数据采用两年平均）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- ◆ 限额以上企业中占比最大的汽车及零配件（占比 39.25%）、综合零售（占比 12.69%）、电器及电子产品（占比 11.69%）。

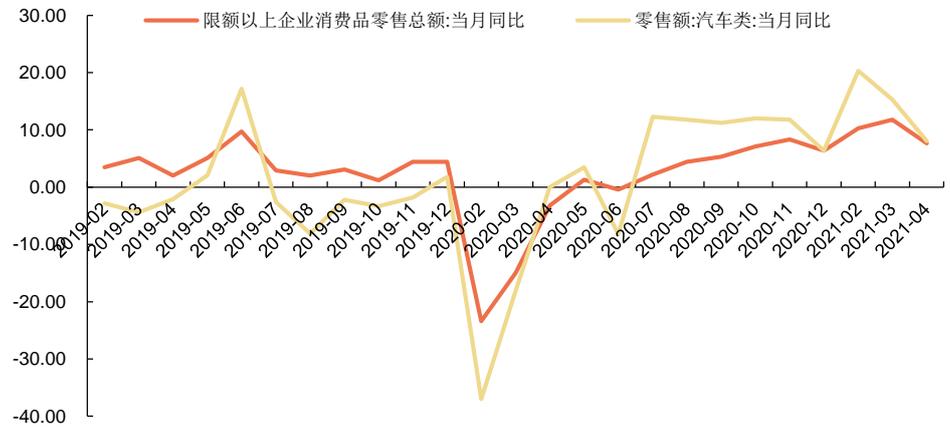
图8：零售业限额以上企业所属行业分类



资料来源: Wind, 申港证券研究所

◆ 汽车行业对限额以上拉动显著。

图9: 限额以上与汽车零售



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.1.2 高奢、轻奢品加速“移民”线上

可选消费中单价较高品类恢复较好，其中通讯器材、金银珠宝远超2019年同期，映射了奢侈品消费并未受到冲击/从冲击中快速恢复。通讯器材、金银珠宝和体育用品的零售额在年内同比增长分别达12.0%、11.0%和17.4%。

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_19880

