

新框架看中国消费动能

2021年09月14日

观点

■ **消费乏力制约国内经济复苏逐渐成为市场共识。**此前我们借鉴杜邦分析思路将居民消费拆解为人均GDP、人均可支配收入/人均GDP、人均消费支出/人均可支配收入（即消费倾向）三个分项，以此观察居民消费驱动因素的变化。在该框架下，截至今年二季度，我国居民可支配收入增长水平和消费倾向均未恢复至疫情前水平（图1、图2），从而导致居民消费难见起色。尤其是7月在疫情和极端天气影响下，我国社零两年复合增速回落至去年10月以来的次低水平，消费增长动能令人担忧。

■ **当前我国消费恢复程度与其他国家相比处于什么水平？结构上有哪些值得关注的变化？年内消费复苏的步伐如何判断？**为了更好跟踪消费的近月变化，本文我们沿用《新框架窥探中国出口动能》中的思路，即以当月国内零售额两年复合增速与疫情前同期水平之差为横轴，以当月国内零售两年复合增速与前月之差为纵轴，构建一个坐标系，从多个维度对我国消费动能作出评判。

■ **放眼全球，中国消费恢复程度落后于多数国家，其中中美是全球消费恢复情形的两种典型。**如图3所示，从横轴的角度来看（即与疫情前趋势水平相比），中国、美国分布在横轴的左右两端，即7月中国社零增速较趋势水平的差距最大，而美国零售增速已大幅超过趋势水平。这很大程度上是由疫情后两国的政策差异所决定的，中美居民可支配收入水平恢复情况的对比即是例证（图4）。从纵轴的角度来看（即边际变化），在疫情扰动下，7月多数国家零售增速较6月放缓，中国处于中等水平。

■ **从结构上看，7月仅限额以上消费增速超过趋势水平。**如图5所示，将社零按商品/餐饮、限额以上/限额以下、城镇/乡村、网上/线下四种口径划分，可以看出除了限额以上消费外，其余口径社零两年复合增速均未恢复至趋势水平，这也是当前中小企业经营状况不佳的一个映射。从恢复程度看，相较之下城镇零售好于农村、线下好于网上、商品零售好于餐饮。从边际变化看，由于7月有疫情和极端天气扰动，参考性有限，相较之下限额以上、餐饮、城镇消费更加稳健（网上零售边际下滑主因“618”活动推升6月基数）。

■ **从产品来看，必选消费恢复程度领先，汽车销售较疫情前有明显反弹。**如图6所示，7月份以饮料、烟酒为代表的必选消费品两年复合增速高于趋势水平，而服装、家具、化妆品销售增速尚未恢复至疫情前水平。汽车作为零售额占比最高的品类，分布于第一象限，主要是由于2020年下半年以来汽车走出前期（2018-2019年）周期底部，居民购车需求释放拉动汽车销量。但值得注意的是，近几月海外疫情冲击芯片供应对汽车销售的影响也正在显现。

■ **综合以上三个维度的分析，我们预计年内我国消费前景仍不乐观，结构上限额以上零售将继续拉动消费复苏，而限额以下零售（2020年占整体社零63%）仍是消费的薄弱环节。**在限额以上消费中，我们认为年内必选消费增速快于可选消费的趋势将延续。在可选消费品中，汽车在需求拉动下复苏动能相对较强，在疫情好转、汽车供应紧缺得到缓解的情况下，汽车销售对整体社零的拉动预计将转正；化妆品、服装、家具、文化办公用品等可选消费品则相对缺乏增长动能。

■ **风险提示：**疫情在全球范围内超预期扩散；国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

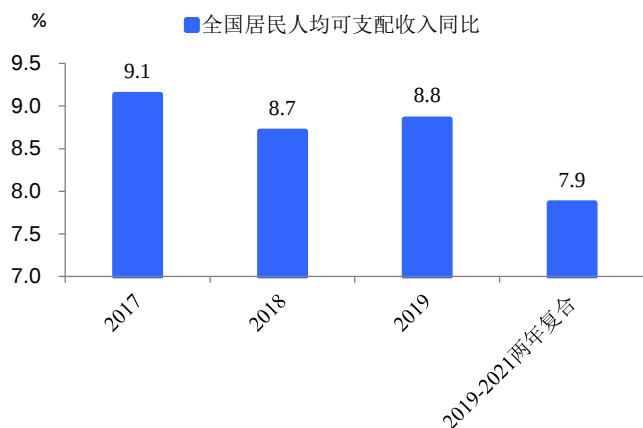
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

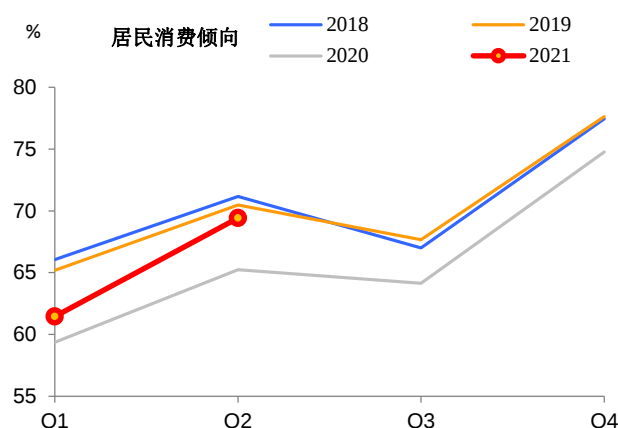
- 1、《宏观点评 20210913：一文尽览拜登对华政策新变化》2021-09-13
- 2、《宏观点评 20210912：通胀会影响基建发力吗？》2021-09-12
- 3、《宏观点评 20210910：宽信用还有多远？》2021-09-10
- 4、《宏观点评 20210909：PPI新高了，CPI还有后劲吗？》2021-09-09
- 5、《宏观点评 20210907：出口动能有何变化？》2021-09-07

图 1：全国居民人均可支配收入同比有待进一步改善



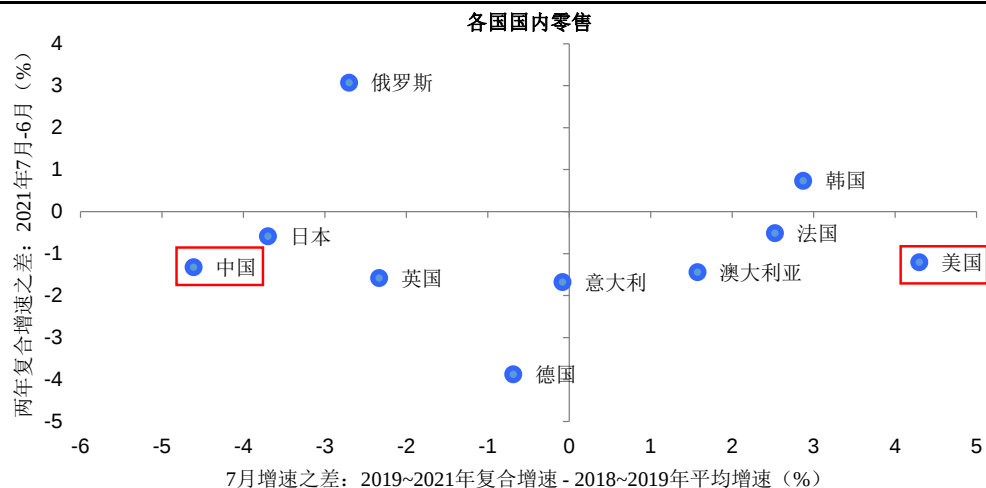
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：中国居民消费倾向尚未恢复至疫情前水平



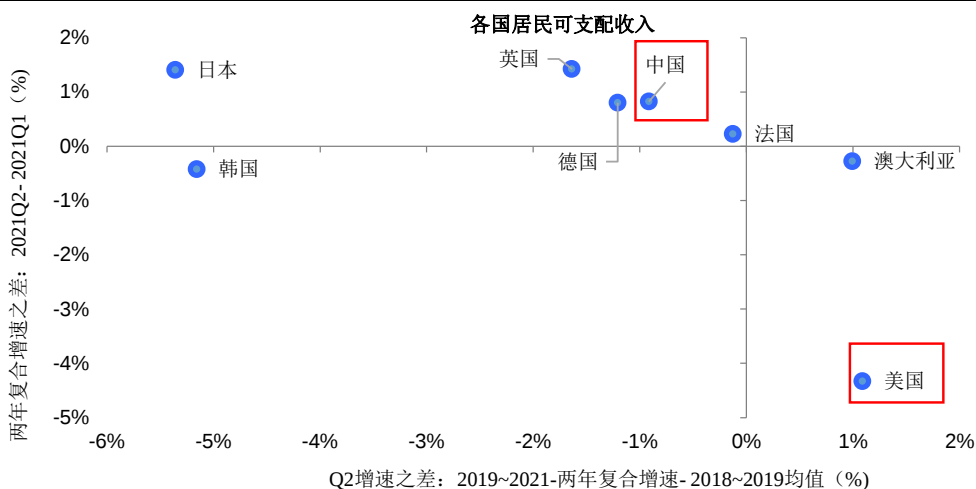
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：中国消费复苏程度落后于大多数国家



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：截至 2021Q2 中国居民可支配收入恢复程度落后于美国



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图 5：2021 年 7 月仅限额以上消费（包含必选和可选消费）增速超过趋势水平

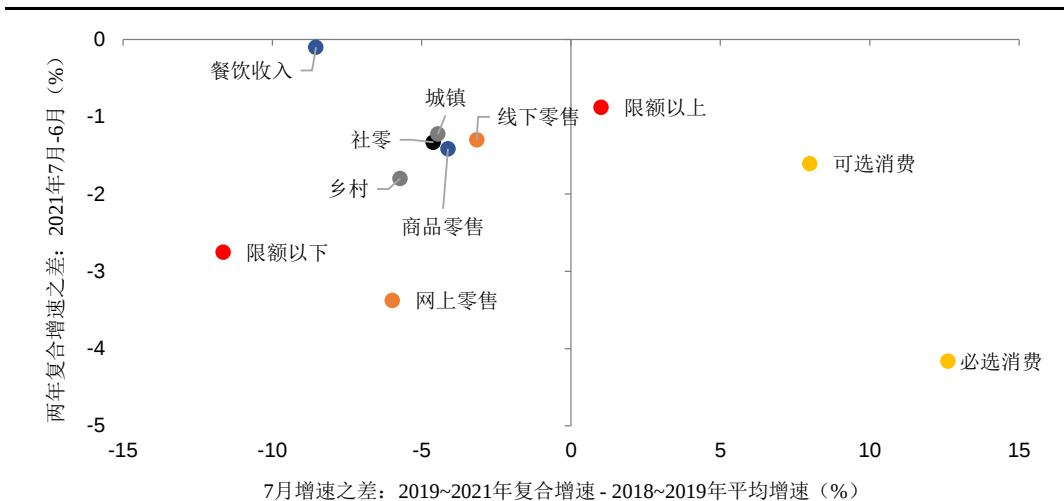
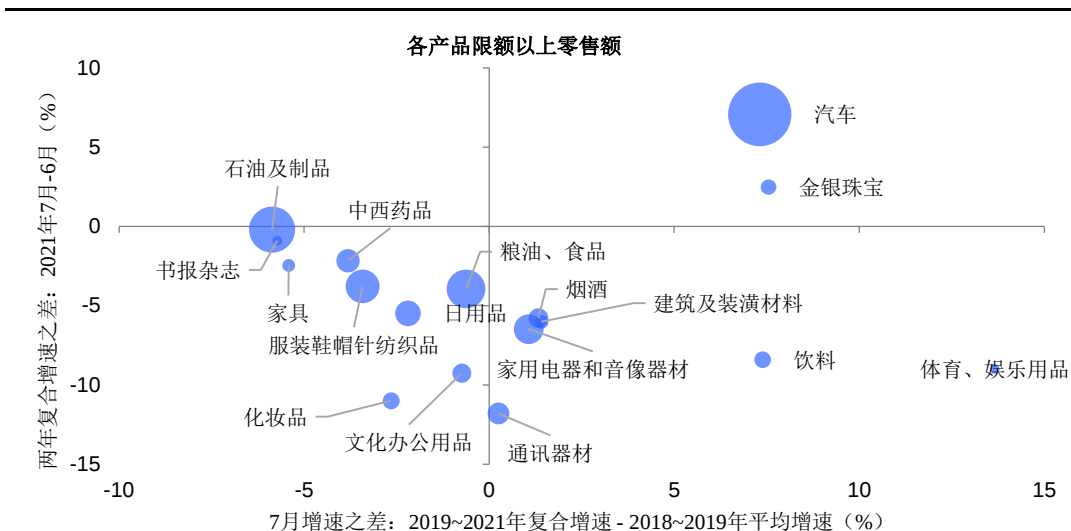


图 6：汽车销售较疫情前有明显反弹，必选品饮料烟酒消费恢复程度相对领先



免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

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_26654

