

总量研究

从海外视角，看国内消费修复的路径和高度

——《见微知著》第六篇

要点

事件：

2020年以来，疫情已经成为影响各国消费变动的关键变量。疫情蔓延，则消费走弱，疫情趋缓，则消费反弹。抗疫的两年时间内，国内消费修复可以说是一波多折、高度有限，2021年末，全国居民消费支出增速仍不及疫情前的7成。在国内坚持“动态清零”及未来探索逐步开放国门的过程中，消费将如何演变？本文试图从海外视角出发，探讨国内消费修复的路径和高度。

核心观点：

从居民收入和储蓄率的二分法视角来看，居民储蓄率已有明显回落，但疫情反复增添变数，加之收入结构性分化问题仍在，居民消费恢复的不确定性较大，高度取决于国内防疫政策、稳增长发力效果。结构上，未来消费恢复重心在于服务业，从海外经验看，疫情管控放松后，餐饮、住宿行业恢复程度较高，娱乐、交通服务恢复相对较慢，向上修复仍有缺口。

促进国内消费恢复的关键在于居民收入

简单来说，消费支出的强度，取决于居民可支配收入、居民储蓄率。推动居民收入恢复的动力，取决于疫情管控程度以及各类扶持政策，因而受政策影响较大；而影响居民储蓄率的变量较多，政策调控效果相对偏弱。

从国内情况来看，居民收入先行恢复，是促进消费复苏的基础，而国内疫情形势好转，带动储蓄率回落，是进一步促进消费回升的推动力。在疫情可控的背景下，较高的居民储蓄率逐步回落，制约消费恢复的关键将转向居民收入。

居民储蓄率虽有回落，但疫情反复增添变数

从海外经验来看，疫情管控程度，决定居民储蓄率的变动方向。英美放松疫情管控后，其家庭储蓄率已经基本回归疫情前水平。但由于中国、日本疫情管控相对严格，居民收入结构性分化明显，导致居民储蓄率高于疫情前。

未来消费修复的高度如何？

居民消费恢复的不确定性仍然较大，高度取决于国内防疫政策、以及稳增长发力效果。短期来看，疫情反复，居民出行强度大幅降低，二季度消费承压。参照2020年初疫情发生后，当年二季度、三季度全国居民人均消费支出同比分别下降8.2%、3.3%。中期来看，若未来疫情形势好转，消费仍然保持逐步恢复的态势，乐观情况下，今明两年消费增速或将回归至疫情前的8-9成。

而倘若明年两会后开放国门，入境管控措施会陆续边际放松，但国内疫情或将再度反弹，防控政策可能收紧，进而导致消费恢复进程再度放缓。参照新加坡经验，餐饮、交通等服务业收入较疫情前损失10%-20%，2020年我国生活类服务业支出占比约为35%，对应消费支出或将较疫情前减少3.5个百分点以上。

未来消费恢复的重心在于服务业，但向上修复存在缺口

推动服务业修复的直接驱动力来自于疫情管控的放松，但是从欧美经验来看，即便是管控较为宽松的国家，服务业支出增速仍未全部回正，较趋势项普遍减少5%左右。结构上看，疫情缓和后，利好程度最大的是餐饮、住宿行业，英美两国相关的支出增速已经接近疫情前水平，而娱乐、交通服务类支出修复相对较慢、较疫情前仍有10%-20%的缺口。

风险提示：国内本土疫情大规模扩散；国内稳增长力度不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

疫情冲击收入明显，广义财政支出积极发力——2022年3月财政数据点评（2022-04-21）

经济尚未触底，政策仍需加码——2022年3月经济数据点评（2022-04-18）

央行亮剑，五问降准——光大宏观周报（2022-04-16）

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022年3月美国CPI数据点评（2022-04-13）

通胀的“内忧”与“外患”——2022年3月价格数据点评（2022-04-11）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

缩表将近，加息不止——2022年3月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

各地基建投资进展如何？——光大宏观周报（2022-04-05）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

疫情冲击经济动能，稳增长仍需发力——2022年3月PMI数据点评（2022-03-31）

如果开放国门：新增测算和经济影响——《全球疫情及疫苗跟踪系列》第九篇（2022-03-29）

新一轮猪周期的起点何时出现？——《见微知著》第五篇（2022-03-24）

目 录

1、促进国内消费恢复的关键在于居民收入.....	4
1.1、疫情影响消费的两大路径.....	4
1.2、当前消费恢复偏慢的主要矛盾逐步转向居民收入.....	5
2、居民储蓄率虽有回落，但疫情反复增添变数.....	7
2.1、疫情管控程度，影响居民储蓄率的变动方向.....	7
2.2、收入恢复的结构性分化，导致居民储蓄率偏高.....	8
3、未来消费修复的重心和高度如何？.....	9
3.1、消费恢复不确定性较高，上限取决于防疫政策、稳增长效果.....	9
3.2、未来消费恢复的重心在于服务业，但向上修复存在缺口.....	11
4、风险提示.....	12

图目录

图 1: 2020 年城镇就业人口中生活类服务业占比 12.3%.....	4
图 2: 2020 年生活类服务业城镇从业人员工资增速转负或放缓.....	4
图 3: 疫情之后, 中国居民经营净收入恢复偏慢.....	5
图 4: 美英居民可支配收入恢复较快, 德国日本仍低于疫情前.....	5
图 5: 2021 年下半年以来, 居民消费增速持续放缓.....	6
图 6: 今年一季度 16-24 岁人口调查失业率处在历年高位.....	6
图 7: 今年一季度, 农民工月均收入增速明显回落.....	6
图 8: 今年 3 月个人所得税收入明显回落, 低于 2020 年同期.....	6
图 9: 美国个人储蓄率与牛津大学封锁指数走势一致.....	7
图 10: 英国家庭储蓄率与牛津大学封锁指数走势一致.....	7
图 11: 德国家庭储蓄率与牛津封锁指数走势一致.....	7
图 12: 中国居民储蓄率主要跟随国内疫情形势变化.....	7
图 13: 2021 年下半年日本国内疫情加重, 导致储蓄率回升.....	8
图 14: 日本东京都, 中低收入群体平均消费倾向普遍下降.....	8
图 15: 日本东京都家庭中, 高收入群体平均消费倾向相对稳定.....	8
图 16: 中国低收入和高收入户收入恢复偏慢.....	8
图 17: 央行储蓄调查问卷显示, 2021 年居民储蓄意愿明显上升.....	9
图 18: 疫情后, 对标中低收入群体的彩票销售额恢复较慢.....	9
图 19: 4 月, 八城地铁客运量明显回落, 低于 2020 年同期.....	10
图 20: 2022 年 3 月, 国内疫情扩散程度仅次于 2020 年初.....	10
图 21: 2021 年新加坡服务类支出较疫情前普遍减少 20%左右.....	10
图 22: 今年以来新加坡餐饮消费较疫情前仍减少 10%-20%.....	10
图 23: 国内必选消费基本恢复到趋势值及以上.....	11
图 24: 国内娱乐、交通类服务类支出距离趋势值仍有差距.....	11
图 25: 美国服务业支出增速较疫情前仍有一定差距.....	11
图 26: 美国服务业支出中, 娱乐交通类恢复偏慢.....	11
图 27: 英国服务类支出尚未恢复至疫情前水平.....	12
图 28: 英国服务业支出中, 娱乐交通类恢复偏慢.....	12
图 29: 美国谷歌零售和娱乐活动指数仍未回归至疫情前水平.....	12
图 30: 英国谷歌零售和娱乐活动指数仍未回归至疫情前水平.....	12
图 31: 英美工作场所出入强度较疫情前仍有 20-30 个百分点的差距.....	12
图 32: 英美公交站点出入强度较疫情前仍有 20-30 个百分点的差距.....	12

1、促进国内消费恢复的关键在于居民收入

1.1、疫情影响消费的两大路径

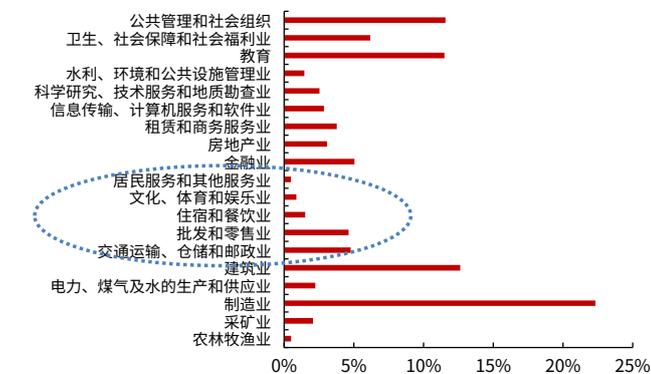
简单来说，消费支出的强度，一是取决于居民可支配收入，包括工资性、转移性、经营性、财产性收入；二是取决于居民储蓄率，或者是消费倾向。而疫情对消费的影响，二者兼而有之。

从居民收入视角来看，疫情带来的防控趋严和居民出行强度降低，直接导致交通运输、批发零售、住宿餐饮、文化娱乐等生活类服务业景气度下降，进而导致相关就业群体收入下降。2020年，城镇就业人数中生活类服务业行业占比达到12.3%。

尤其是众多个体工商户，受疫情影响冲击较为明显。2021年，全国居民经营净收入两年平均增长6.0%，低于同期工资性收入6.9%的增速。2022年一季度，全国居民经营净收入增速进一步回落，以2019年为基期的三年复合增速仅为5.3%，远低于2019年8%左右的增速。2021年，经营净收入在居民收入中占比为17%，疫情发生以来，是各项收入中修复最慢的变量，已经成为制约居民收入恢复的关键因素。

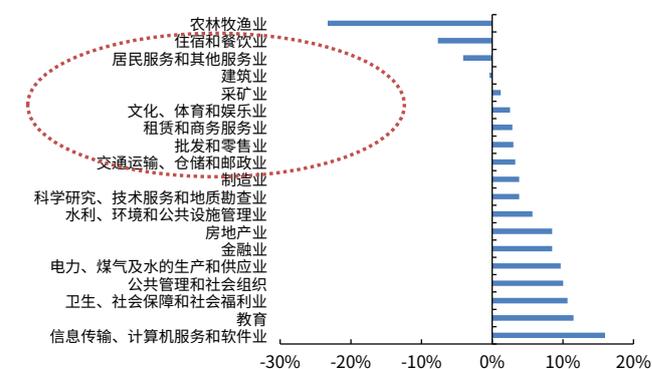
从居民储蓄率视角来看，疫情的出现，不仅会导致消费场景受限，约束居民线下消费活动，进而带来储蓄率被动上升，同时也会从收入预期等渠道影响居民消费信心，进而形成预防性储蓄。除疫情影响之外，房地产价格的上涨、政策预期的不稳定性等，也都会强化居民的储蓄行为。因此影响居民储蓄率的变量较多，政策调控效果相对偏弱。

图 1：2020 年城镇就业人口中生活类服务业占比 12.3%



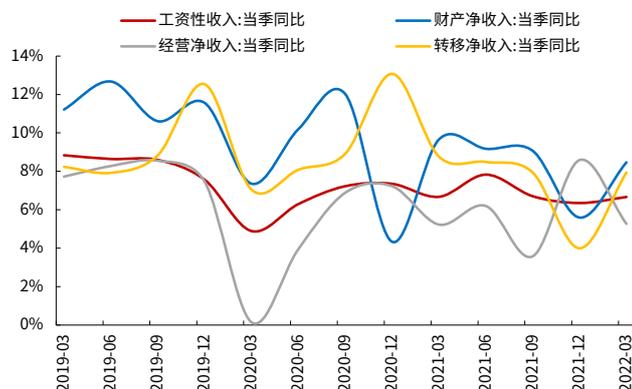
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：2020 年生活类服务业城镇从业人员的工资增速转负或放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

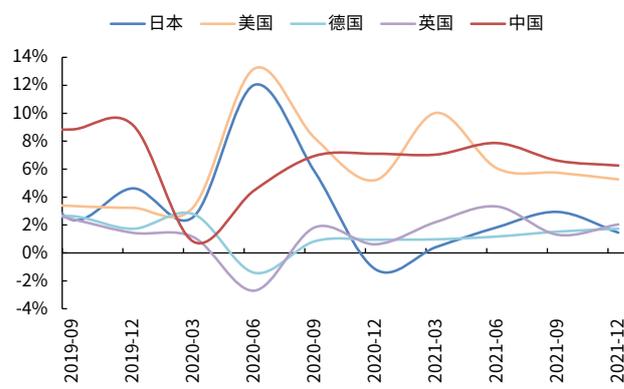
图 3：疫情之后，中国居民经营净收入恢复偏慢



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2021-2022 年收入和消费数据，调整为以 2019 年为基期的两年、三年复合增速。

图 4：美英居民可支配收入恢复较快，德国日本仍低于疫情前



资料来源：CEIC，光大证券研究所

因此新冠肺炎疫情发生以来，各国为了促进消费恢复，首先做到的就是确保居民收入的稳定。而推动居民收入恢复的动力，一方面来自于各国政府在疫情后推出的各类扶持政策，另一方面，则取决于疫情管控松紧程度。例如，亚洲和欧洲国家普遍通过恢复生产，增加对企业补助、稳定就业岗位等方式，促进居民收入恢复，而美国采取直接向民众支付现金的方式，大幅补贴居民收入，效果更加立竿见影，但后续也带来更高的通胀风险。此外，疫情管控较为宽松的国家，例如英国，其居民收入恢复动能更强，2021 年末居民收入增速已经回归疫情前水平，而疫情管控较为严格的国家，如日本、中国，居民收入恢复速度偏慢。

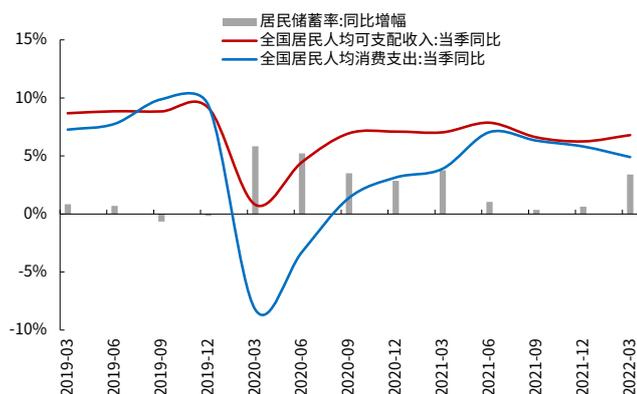
1.2、当前消费恢复偏慢的主要矛盾逐步转向居民收入

从国内情况来看，居民收入先行恢复，是促进消费复苏的基础，而国内疫情形势好转，带动储蓄率回落，是进一步促进消费回升的推动力。

进入 2021 年下半年后，随着国内疫苗逐步接种，居民储蓄率偏高的问题逐步缓解，制约消费恢复的关键开始转向居民收入增长。

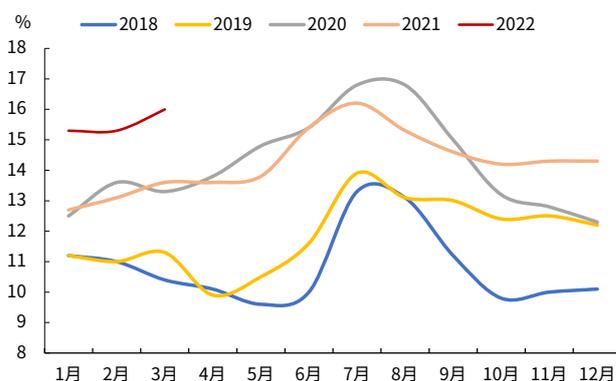
根据消费支出=可支配收入*(1-储蓄率)的公式，可以将消费支出增速，拆解为收入增速、储蓄率变动两部分。2021 年四季度，全国居民消费支出增速为 5.8%（两年复合增速），增速恢复至疫情前的 75%，较 2019 年四季度减少 3.6 个百分点，其中全国居民可支配收入增速减少部分，贡献 2.9 个百分点（两年复合增速为 6.2%，较 2019 年四季度减少 2.9 个百分点）；而储蓄率增加，导致支出增速减少 0.7 个百分点。因此，可以看出，收入增速偏慢、储蓄率偏高，分别贡献 8 成、2 成的支出增速降幅。即收入恢复偏慢是影响居民消费的主因。

图 5：2021 年下半年以来，居民消费增速持续放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2021-2022 年收入和消费数据，调整为以 2019 年为基期的两年、三年复合增速；储蓄率数据均以 2019 年同期为基期。

图 6：今年一季度 16-24 岁人口调查失业率处在历年高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

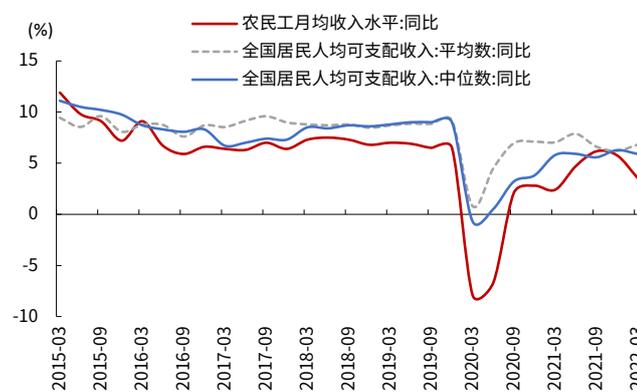
而导致居民收入恢复偏慢，甚至 2021 年下半年增速回落的原因，除了疫情影响服务业修复之外，还与地产、教培等行业政策收紧，原材料成本上涨挤压中下游行业利润等因素有关。

今年以来，各类政策出台以稳为主，通过减税退税等措施扶持中小企业，以减轻企业现金流压力。但上半年俄乌冲突升级，叠加国内疫情形势严峻，供应链压力增大，中下游企业同时面临成本增加、需求减弱的风险，二季度居民收入或将进一步承压，预计稳增长政策向居民收入端的传导较为滞后。

考虑到居民收入是消费支出的基本盘，因此收入恢复程度也决定了消费恢复的天花板。截至 2021 年末，居民收入增速大致回升至疫情前的 7 成。若后续稳增长政策发力见效，加之国内疫情得以控制，我们估测在乐观情况下，收入增速可能恢复至疫情前的 8 成左右。

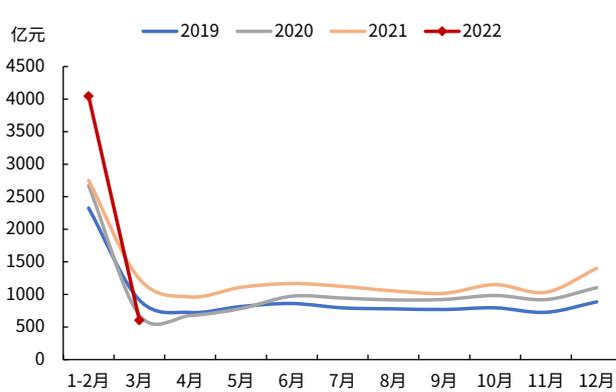
但进入 3 月后，由于奥密克戎毒株在国内的快速扩散，突破前期疫苗大范围接种构建的免疫屏障，各地被迫采取更加严格的疫情防控措施。一方面，这将直接导致居民储蓄率再度上行，且在上半年或仍处在高位，后续随着疫情形势明朗，居民储蓄率将逐步回落；另一方面，居民收入再度受到冲击，结构性分化问题进一步加重，例如，一季度农民工收入增速回落至 3.5%，低于全国平均的 6.8%（以 2019 年为基期的三年复合增速）；全国居民收入中位数增速也再度低于平均数增速。

图 7：今年一季度，农民工月均收入增速明显回落



资料来源：Wind，光大证券研究所
注：2021-2022 年数据，调整为以 2019 年为基期的两年、三年复合增速。

图 8：今年 3 月个人所得税收入明显回落，低于 2020 年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

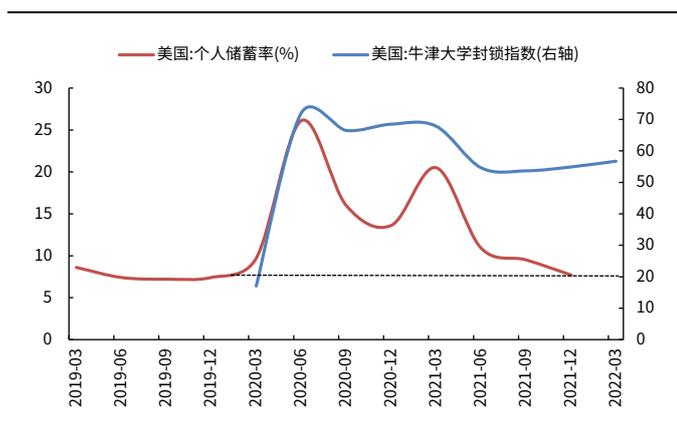
2、居民储蓄率虽有回落，但疫情反复增添变数

2.1、疫情管控程度，影响居民储蓄率的变动方向

从海外经验来看，疫情管控程度，是影响居民储蓄率的关键变量。从欧美国家的牛津封锁指数与家庭储蓄率的关系来看，二者呈现明显的同步性和正相关性，即当国内疫情管控趋严时，家庭储蓄率明显上升，当疫情管控放松时，家庭储蓄率同步回落。可见，居民储蓄率的增加，更多是由于疫情管制，限制消费场景，进而带来消费被动减少，预防性储蓄占比相对较低。目前来看，在英美放松疫情管控的策略下，家庭储蓄率已经基本回归疫情前水平，而德国由于管控政策相对严格，2021年四季度，家庭储蓄率较疫情前仍高出1.8个百分点。

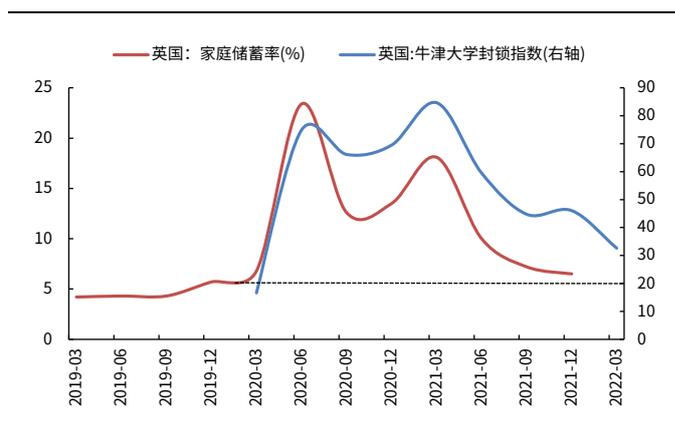
从国内情况来看，2021年，随着疫情形势缓和，叠加疫苗接种的持续推进，居民储蓄率持续回落，但今年一季度受疫情反复影响，居民储蓄率再度上行。截至2021年四季度，储蓄率已有明显回落，较2020年一季度末低5.2个百分点。但进入今年一季度后，由于奥密克戎在全球加快扩散，除英美等部分国家仍然维持放松管控政策外，德国、日本、中国等国家陆续加强国内管控，国内居民储蓄率呈现出阶段性回升，进而导致消费承压。

图 9：美国个人储蓄率与牛津大学封锁指数走势一致



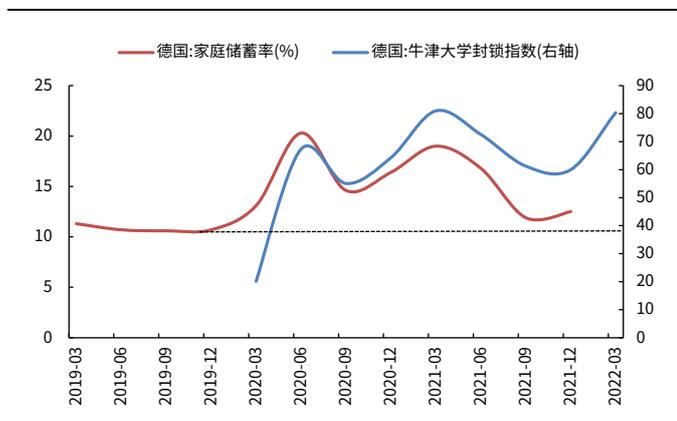
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 10：英国家庭储蓄率与牛津大学封锁指数走势一致



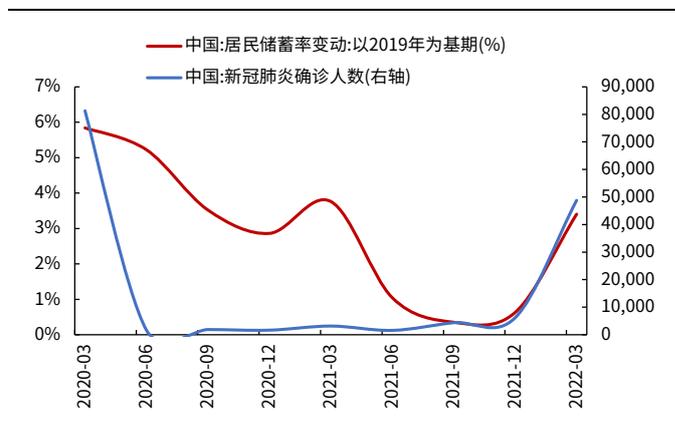
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 11：德国家庭储蓄率与牛津封锁指数走势一致



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 12：中国居民储蓄率主要跟随国内疫情形势变化



资料来源：CEIC，光大证券研究所

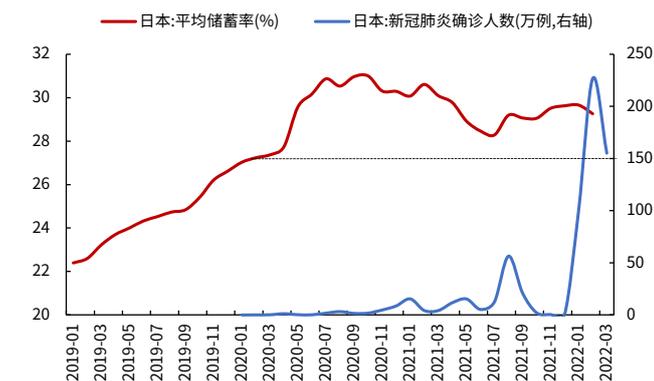
数据截至 2022 年 3 月

2.2、收入恢复的结构性分化，导致居民储蓄率偏高

此外，疫情之后，中国、日本等国普遍存在收入结构性分化的问题，尤其是中低收入群体收入恢复的不稳定性，会导致消费倾向降低，储蓄率偏高。

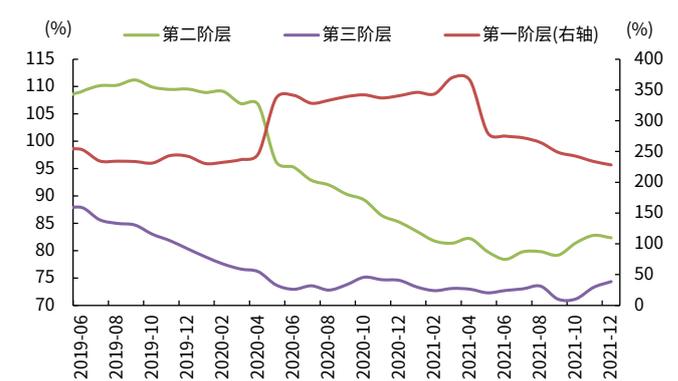
从日本东京都家庭根据收入划分的七个阶层的消费倾向数据来看，收入偏低的第二和第三阶层家庭，疫情之后平均消费倾向持续回落，至 2021 年四季度后才出现小幅回升。而收入最高的第七阶层家庭，其消费倾向变动较小，在 2020 年二季度小幅回落后，便回归至疫情前水平。

图 13：2021 年下半年日本国内疫情加重，导致储蓄率回升



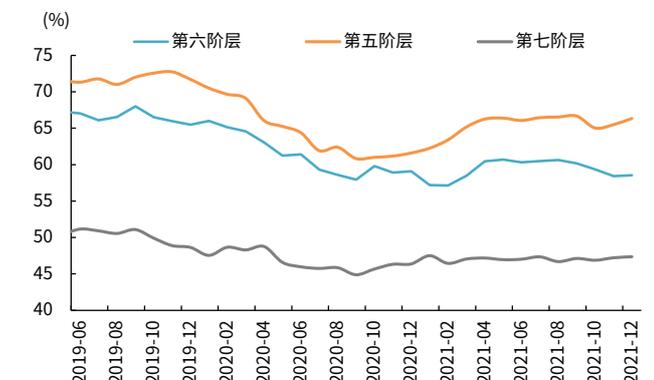
资料来源：Wind, CEIC, 光大证券研究所

图 14：日本东京都，中低收入群体平均消费倾向普遍下降



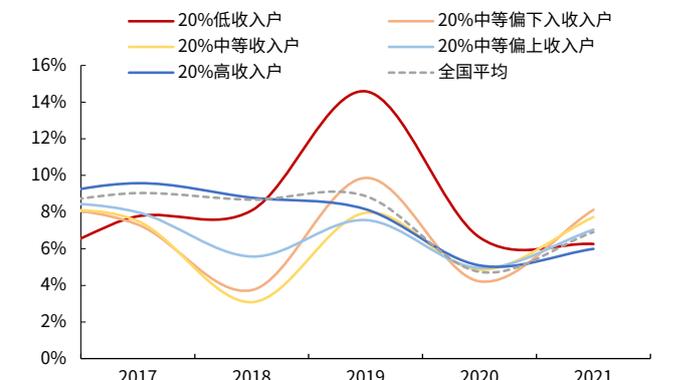
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 15：日本东京都家庭中，高收入群体平均消费倾向相对稳定



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 16：中国低收入和高收入户收入恢复偏慢



资料来源：Wind, 光大证券研究所

注：2021 年数据，调整为以 2019 年为基期的两年复合增速。

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_40755

