东兴证券 DONGXING SECURITIES

从居民资产负债表看疫后消费复苏

2020 年 10 月 14 日

宏观经济 | 深度报告

分析师	姓名：康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	姓名：杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

投资摘要：

最新经济数据显示，以消费为代表的经济内生产力复苏节奏出现加快迹象。疫后消费复苏持续低迷，与投资、出口等需求端变化相比，居民消费需求复苏不及预期；从供需两端来看疫情对以社零、服务需求为代表的居民终端消费需求的冲击体现在以下几方面：1、疫情防控下短期内部分消费场景受限，消费需求难以释放，导致了疫情期间短期内社零的迅速缩水，远超可支配收入的波动；2、居民等主体消费意愿和消费能力受限；经济停摆，失业率攀升，收入下降，一季度全国居民可支配收入增速由去年 5.8%下降至-3.9%；收入降低直接影响居民家庭消费支出，此外更重要的是在疫情背景下，居民家庭决策过程中的不确定性增加，总量上看居民边际消费倾向降低，表现为消费意愿的缩减和预防性储蓄的增加，以上几个因素共同导致了疫后消费复苏的低迷。而随着居民可支配收入回升、疫情不确定性减少，居民消费将进一步复苏。

从居民资产负债表来看，**我们认为影响居民消费支出的因素既有受居民对未来的预期影响的储蓄与消费倾向，又有居民可支配收入的增长、资产负债结构变化所决定的消费能力的变化。**

消费倾向受到居民对未来的预期和外部不确定性程度的影响，**新冠疫苗研制成功和量产则意味着疫情真正得到控制，外部不确定性消失，居民消费倾向全面恢复。但同时新冠疫情冲击下，居民存量财富加剧分化，或将拉动全社会消费倾向中枢小幅下降。**一般而言财富规模越高，消费倾向越低，反之则消费倾向越高，观察疫情对居民可支配收入和财富的影响，疫情冲击下，居民可支配收入中工资性收入占比下降，财产性收入占比提升，而结合我国居民间金融及住宅资产分布不均衡、富裕家庭拥有较大比例的金融及住宅资产的事实，可支配收入的结构变化在一定程度上将加剧居民间存量财富的分化，考虑到富裕家庭消费倾向更低，财富分化或导致全社会边际消费倾向中枢降低。

长期看，疫情及防控对经济的影响更接近短期扰动，经济增速最终会回归到潜在经济增速附近，而可支配收入作为居民部门参与分配的结果，更多受到劳动、资本、技术等生产要素相对稀缺度、政府参与分配的程度等因素影响，**疫情短期扰动难以改变居民可支配收入长期增长的中枢水平，其恢复的斜率和速度基本与经济复苏节奏同步。**

疫后居民杠杆率、资产负债率大幅攀升，居民消费支出在一定时间内可能受到压制。疫后居民杠杆率大幅攀升，居民债务增速远超资产增速，资产负债率恶化；此外国内债务主要由房地产贷款构成，2020 以来房地产销售中按揭贷款增速再次超过居民定金及预付款增速，居民加速加杠杆购房拉升资产负债率；而相对而言房贷无法直接刺激居民消费支出，仅间接拉动房地产后产业链居民的消费，同时房贷支出也会直接挤压当期和未来消费支出。居民杠杆的攀升或在一定程度上挤压居民消费能力和消费支出。

综上分析，我们认为随着经济从局部复苏向全面复苏转变，工资性收入和可支配收入缓慢回升，居民消费能力恢复；此外疫情防控常态化，新冠带来的不确定性逐渐降低，**居民消费倾向亦将加速回暖**；但同时疫情冲击下居民财富分化加剧，杠杆率攀升，中长期角度看居民消费倾向与消费能力分别受到影响，**居民消费支出增速或难以回归疫情前水平**。

风险提示：国内疫情出现二次反复，居民消费意愿恢复不及预期。

目 录

1. 疫情冲击居民消费意愿和消费能力 3
2. 疫情带来的不确定性消失，居民消费意愿恢复 5
3. 可支配收入将回归常态增长 5
4. 居民杠杆率攀升，或压制居民消费能力 6
5. 居民消费支出加速恢复，但较难回归疫前水平 7
6. 风险提示 7
7. 相关报告汇总 9

插图目录

图 1： 限额以上社零增速恢复较快 3
图 2： 居民消费支出增速慢于收入增速恢复 3
图 3： 居民资产负债表及收入表一览 4
图 4： 居民加杠杆购房加速 6
图 5： 可选消费与必选消费增速分化收窄 7

表格目录

未找到图形项目表。

1. 疫情冲击居民消费意愿和消费能力

8 月经济数据和 9 月进出口数据均显示，以消费、制造业投资为代表的经济内生产力复苏节奏出现加快迹象，随着房地产投资、基建单月增速均恢复至疫情前水平，后续经济复苏节奏和斜率或取决于消费、制造业投资等前期增速回升乏力的需求部门的复苏力度。

疫后消费复苏持续低迷，与投资、出口等需求端的变化相比，居民消费需求复苏远不及预期；从物价指数也可看出居民消费的低迷，CPI 非食品项和核心 CPI 同比徘徊在零值左右；城镇居民人均可支配收入同比增速回升的幅度高于城镇居民人均消费支出同比增速的回升，居民收入复苏并未带来消费的加速增长；与此同时在货币宽松背景下房地产销售增速略超预期，房价继续上涨，3 季度大量居民资金涌入股市，消费的低迷伴随着居民收入增速回升、资产升值等现象。

因此本文从居民的资产负债表出发来分析疫情如何影响居民消费，中长期来看以社零为代表的居民消费能否回归到疫前水平等问题。

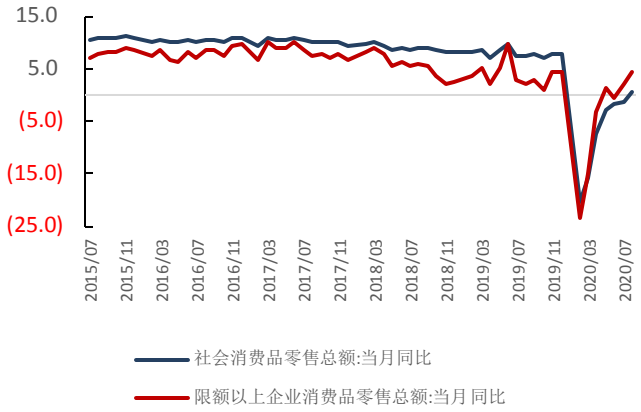
衡量居民终端消费的数据主要为社消零售总额，但社零只包含了商品零售总额和餐饮收入总额，并未包含其他除餐饮之外的服务收入和支出。此外统计局也会公布根据抽样调查数据得到的城镇和农村人均消费支出数据，数据频率仅为季度，存在一定的滞后性。综合公开数据优缺点，我们选择社零餐饮收入增速来衡量居民服务终端需求的变化，社零中的商品零售数据衡量商品的终端需求变化，同时以城镇农村居民人均可支配收入变化数据作为辅助进行交叉验证。

从供需两端来看疫情对居民终端消费需求的冲击体现在以下几方面：1、疫情防控下短期内部分消费场景受限，消费需求难以释放，导致了疫情期间短期内社零的迅速缩水，远超可支配收入的波动；2、居民等主体消费意愿和消费能力受限；经济停摆，失业率攀升，收入下降，一季度全国居民可支配收入增速由去年 5.8%下降至-3.9%；收入降低直接影响居民家庭消费支出，此外更重要的是在疫情背景下，居民家庭决策过程中的不确定性增加，总量上看居民边际消费倾向降低，表现为消费意愿的缩减和预防性储蓄的增加；以上几个因素共同导致了疫后消费复苏的低迷。

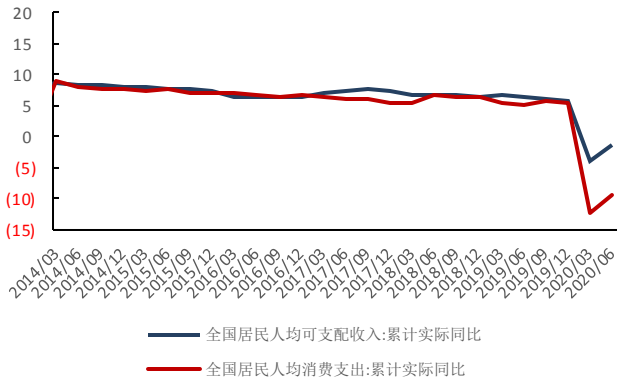
一季度居民人均消费支出降幅远大于人均可支配收入降幅，主要源于消费场景受限，消费需求被动下降。从居民端消费支出占比来看，一季度服务贸易消费占比迅速减小，服务贸易消费场景直接受限，相关消费支出迅速减少；站在当前时点，疫情防控早已常态化，经济也已基本复苏，随着 7 月份全国各地电影院开业，疫情对消费场景的限制也基本解除。**从数据来看疫情可能导致部分消费领域供给能力的出清**；即限额以下和限额以上消费出现明显的分化，疫情前限额以上增速低于社零。疫情后限额以上增速持续高于社零增长，限额以上企业在消费品零售市场份额在进一步提升，部分中小微零售企业或者个体户的供给退出了市场，在疫情冲击下，中小微零售企业和个体户面临流动性和信贷约束，抗风险能力更低。**总的来说疫情防控对消费场景的限制相对短暂，从中短期来看，需求端的变化是影响消费复苏的主要因素。**与金融危机时期相比，疫情期间房地产市场并未经历大幅价格下跌，股市虽有下跌但迅速经历反弹，甚至不断创新高，居民资产波动幅度不大，从资产的财富效应来看消费低迷并非来自资产波动。

图1：限额以上社零增速恢复较快

图2：居民消费支出增速慢于收入增速恢复



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

其次季度的城镇和农村居民可支配收入数据、农民工外出务工人数、月度的城镇调查失业率、社保基金收入中的养老保险、医疗保险月度同比增速数据都在一定程度上说明了疫情和经济停摆对居民收入和消费能力的损害，最新数据显示居民收入和消费能力距离恢复至疫情前水平仍有一段距离。

最后疫情带来的不确定性影响居民消费决策，即居民消费意愿降低，消费倾向减少，预防性储蓄增加。疫情后居民人均消费支出增速恢复慢于人均可支配收入增速回升，主要源于居民消费意愿和消费倾向的降低。以消费/收入衡量的消费率数据来看，居民的消费倾向确实受到了疫情的压制，不管是以人均消费支出/人均可支配收入还是以社零销售额/人均可支配收入在疫情后均有所下降。

预防性储蓄行为也可侧面印证疫情等不确定性事件对居民消费倾向的压制。从居民资产负债表来看预防性储蓄一般体现为流动性较高的金融资产，如现金及个人存款、理财、基金等，央行 2019 年城镇居民家庭资产负债调查显示居民金融资产配置中，银行理财、资管和信托产品、现金、定期存款占比最大，其次为股票基金等。从各个分项看，春节后 M0 增速中枢抬升，居民预防性现金储备增加，直到消费逐渐回暖，M0 增速才逐渐回落。此外，我们也观察到居民存款、理财和公募基金新增发行额、股票市场新增投资者数量均有明显提升，一方面受益于货币政策的放松和资本市场的持续上涨，另一方面在疫情冲击下居民对流动性资产和预防性储蓄需求亦有所增长。

上半年央行城镇储户问卷调查也支撑了以上结论，调查问卷显示疫情后居民选择“消费更多”的比例迅速下滑，由去年 12 月 28%下降至 20 年三季度 23.5%，今年二、三季度虽有所提升，但幅度较小。与此同时，选择“更多投资”的居民占比也有所下降，但下降幅度不及消费，此外选择更多储蓄的被调查者占比有了大幅的提升，但随着疫后经济复苏，二、三季度选择“更多储蓄”的居民占比均有所下降。

国内相关统计数据可能存在不全面之处，以美国、欧洲等疫情严重区域为例，3、4 月份美国疫情进入爆发期，同时期美国个人储蓄存款占可支配收入比例迅速攀升，由 2 月 8.3%上升至 4 月 33.7%，几乎为数据公布以来最高值，联邦政府大额转移性支出增加了可支配收入，居民选择进行更多的预防性储蓄以应对疫情带来的不确定。

图3：居民资产负债表及收入表一览

资产	负债
金融资产	住房贷款
—现金	消费贷款
—活期定期存款	信用卡
—理财基金信托资管	净资产
—股市	
实物资产	
—住宅	
—汽车等耐用消费品	

收入利润表	
收入项	工资性收入
	经营净收入
	财产性净收入
	转移性净收入
扣除	个人所得税
	社保支出
	可支配收入
支出项	居民消费支出
	债务利息本金偿还
	购买实物资产支出
	储蓄及资产配置

资料来源：东兴证券研究所

从居民资产负债表来看，我们认为影响居民消费支出的因素既有受居民对未来的预期影响的储蓄与消费倾向，又有居民可支配收入的增长、资产负债结构变化所决定的消费能力的变化。

2. 疫情带来的不确定性消失，居民消费意愿恢复

消费倾向衡量了居民愿意将收入用于消费支出的比例，一般消费倾向受到居民对未来的预期和外部不确定性程度的影响，新冠疫情背景下，疫情发展和经济复苏均存在一定的不确定性，居民倾向于减少消费支出，增加预防性储蓄比例以应对未来可能的变化，因此我们认为随着疫情发展的不确定性减少，经济复苏的确定性增大，居民消费倾向也将逐渐恢复常态，**新冠疫苗研制成功和量产则意味着疫情真正得到控制，外部不确定性消失，居民消费倾向加速恢复。**

但同时疫情冲击下全社会居民存量财富分化加剧，或将拉动全社会边际消费倾向中枢降低。2020 年上半年居民人均可支配收入结构出现分化，其中工资性收入和经营性收入占比下降，财产性收入占比上升，2020 上半年房地产及股市上涨持续，拉动居民财产性收入增长。但我国居民间金融资产、实物资产分布不均衡，央行 2019 年居民资产负债调查发现金融资产最多的 10%家庭所拥有的金融资产占全体的 58.3%，拥有实物资产最多的 10%的家庭所拥有的实物资产占全体比例为 47.1%，富裕家庭拥有更多的金融资产和实物资产。在这样的背景下，疫情对工资和金融住宅等资产差别性的影响，一定程度上加剧了居民间存量财富的差距与分化，从这个角度出发，结合高收入人群普遍消费倾向更低，低收入人均普遍消费倾向更高的事实，疫情确实或在一定程度上加剧存量财富的分化，可能降低社会整体的消费倾向，这一影响可能会持续较长时间，但由于财产性收入占总可支配收入的比例相对较低，其对消费影响的大小仍然难以确定。

3. 可支配收入将回归常态增长

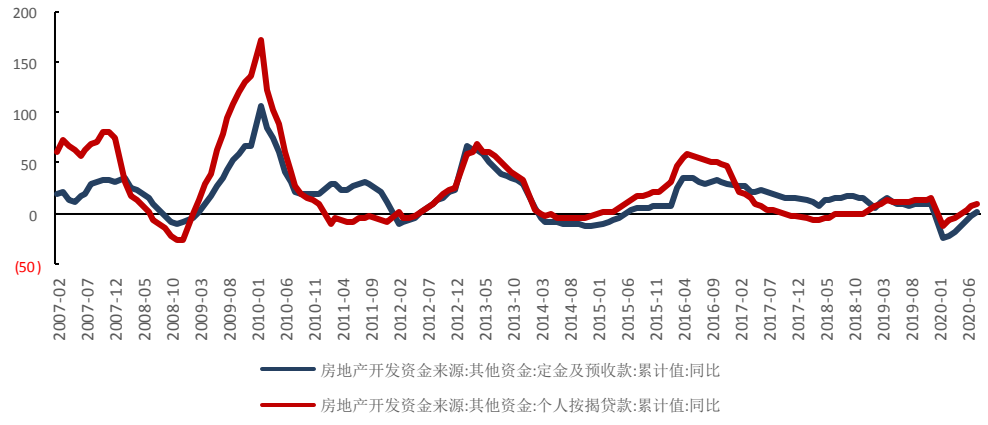
疫情对就业和收入造成冲击，工资性收入减少，财产性收入增加。但从较为长期的角度来看，疫情和防控对经济的影响更接近短期扰动，经济增速最终会回归到潜在经济增速附近，而可支配收入作为居民部门参与分配的结果，更多受到劳动、资本、技术等生产要素相对稀缺度、政府参与分配的程度等因素影响，疫情短期扰动难以改变居民可支配收入长期增长的中枢水平，仅会影响可支配收入恢复的斜率和速度。

4. 居民杠杆率攀升，或压制居民消费能力

疫情前后，居民杠杆率变化可能会对居民消费支出中枢形成一定压制。根据央行 2019 年城镇居民资产负债情况调查显示，我国居民资产负债表存在以下特点：**家庭负债结构相对单一，负债来源以银行贷款为主，房贷为家庭负债的主要构成。**从负债用途看，房贷是家庭负债的基本构成；户均家庭住房贷款余额为 38.9 万元，占家庭总负债的比重为 75.9%。调查显示，75.9%的居民家庭将负债用于购房，24.8%的居民家庭用于日常消费，12.8%的居民家庭用于买车或车位，9.6%的居民家庭用于装修或购买家电，9.3%的居民家庭用于实体经营，9.0%的居民家庭用于教育，3.9%的居民家庭用于医疗，2.3%的居民家庭用于金融投资。**居民资产主要由实物资产构成，**其中住宅投资占资产比重为 59%，金融资产中占比最大的为银行理财、资管及信托产品，其次则分别为银行储蓄存款及现金、基金及股票。**可以看到住宅投资在居民资产负债表中占据了非常重要的地位。**

疫情冲击叠加宽松的货币政策环境，居民资产负债杠杆率快速提升；以居民债务余额/名义 GDP 衡量的居民部门杠杆率由上年末 55.8 攀升至 59.7，而考虑到疫情后居民可支配收入与名义 GDP 增速趋势一致，以可支配收入衡量的居民杠杆率也在加速攀升；从微观的居民资产负债表来看居民杠杆率亦在恶化，首先由居民杠杆率和名义债务推算上半年居民债务余额同比增速预计在 13%左右，但从资产端各细分项增速看远低于 13%，上半年房地产新房销售增速-5.8%，其中百城住房价格指数同比增速为 3.16%，如果简单以人口+城镇化率+人均居住面积+住宅均价测算国内存量的住宅房地产规模约在 300-350 万亿之间，因此考虑到新房销售和房价涨幅后上半年存量住宅房地产代表的资产规模增速大约在 4.5%-5%之间，低于居民债务增速。此外，居民汽车保有量上半年增速为 8%，储蓄存款余额增速 14%，但其在居民总资产中占比不超过 4%，流通中现金上半年同比增速为 9.4%，厂房设备和商铺等受宏观经济下行影响预计为负增长，银行理财、资管和信托产品受资管新规影响仍处在负增长阶段。因此综合来看，可以合理推测 2020 年上半年居民总资产增速远小于 13%，以负债/资产衡量的居民杠杆率同样也在恶化。最后，住宅房地产是居民资产负债表中重要的组成部分，上半年居民加速加杠杆购房也可反映居民杠杆率攀升的事实，2020 年以来，房地产开发资金来源中，个人按揭贷款增速再次持续高于定金及预付款增速，其中定金及预付款包含了居民购房所支付的首付款，说明居民加快加杠杆步伐购入住宅房地产，这或许是居民杠杆率加速扩大的主要原因。

图4：居民加杠杆购房加速



资料来源：wind，东兴证券研究所

在债务和杠杆水平较低时，杠杆率的上升确实可以拉动消费的增长，居民通过负债和资产负债表的财富效应扩大消费支出，但当债务和杠杆率超过一定水平，对未来收入的过度透支和增加的利息偿付压力反而会对消费支出形成压制，尤其是在消费贷款占比较大的情况下。**但国内债务主要由房地产贷款构成**；居民负债主要包括三类，住房贷款、非住房消费贷款和经营贷款；2017 年底数据显示中国居民部门总负债中 45%为房贷，24%为非住房消费贷款，22%为个人经营贷款，其中人经营贷款主要反映个体工商户或个体企业经营性负债，与消费支出关系不大；消费贷款短期内可以透支未来收入、刺激消费，但从长期来看会降低未来消费支出；而房贷无法直接刺激居民消费支出，仅间接拉动房地产后产业链居民的消费，但同时房贷支出也会直接挤压当期和未来消费支出。相对而言，购买住宅所增加的杠杆率对消费支出的挤压更为明显。

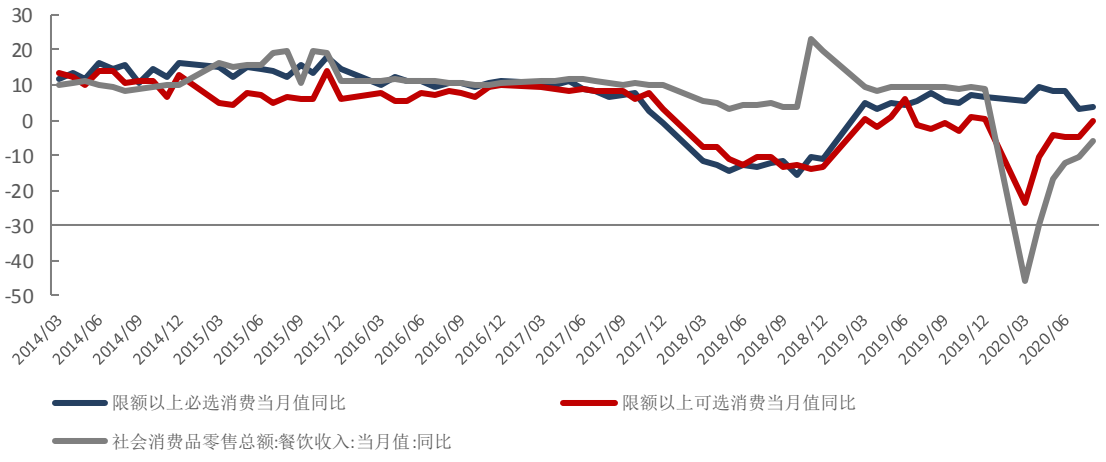
因此结合疫情后国内居民杠杆率、资产负债率的大幅攀升，居民消费支出在一定时间内可能受到压制，难以快速回升至疫情前的水平；以社零为代表的零售数据或迎来迅速的回暖，但从增长中枢看或小于疫情前水平，随着宏观经济整体复苏，居民杠杆率和资产负债率逐渐消化，居民消费也将逐步回升至疫情前水平。

5. 居民消费支出加速恢复，但较难回归疫前水平

综上分析，我们认为随着经济从局部复苏向全面复苏转变，工资性收入和可支配收入缓慢回升，居民消费能力恢复；此外疫情防控常态化，新冠带来的不确定性逐渐降低，居民消费倾向亦将加速回暖，近几个月社零销售中，可选消费加速回暖，显示疫情对消费的影响正在逐渐褪去。

但同时疫情冲击下我们也观察到居民财富分化加剧，杠杆率攀升，资产负债率恶化，中长期角度看居民消费倾向与消费能力仍会受到疫情影响，居民消费支出增速或难以回归疫情前水平，社零同比增速中枢或有所降低。

图5：可选消费与必选消费增速分化收窄



资料来源：wind，东兴证券研究所

6. 风险提示

国内疫情出现二次反复，居民消费意愿不及预期。

7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	外需持续，内需回暖——2020 年 9 月进出口数据点评	2020-10-13
深度	资金面仍将延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻	2020-09-30
点评	政府信用支撑下社融高增长——2020 年 08 月社融数据点评	2020-09-14
点评	CPI 回归下行趋势——2020 年 8 月物价数据点评	2020-09-09

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526