解构结构（一）

居民消费比较变化

服务型消费趋势变化，关注医疗保健、房地产后周期和汽车消费。

- **2020 年上半年居民消费额净下降。**一季度居民人均消费支出较 2019 年一季度下降了 456 元，二季度较去年同期下降了 156 元，消费降幅较一季度有所收窄。上半年居民消费加速向食品烟酒和居住集中，并显示出了明显的消费刚性，教育文化娱乐和医疗保健则是消费额缩减最多的品类。
- **二季度居民消费是有修复的。**2020 年二季度居民人均当季消费支出 4636 元，较一季度下降 446 元，这个降幅明显小于 2019 年的 745 元和 2018 年的 715 元。二季度居民的补偿性消费集中在交通通信、生活用品及服务、还有医疗保健项目上。受到新冠疫情的传播方式影响，此前我国服务型消费增速较高的趋势被中断，除了由于老龄化加速导致医疗保健需求在二季度有明显恢复，居民消费重新回到“居住”和“交通通信”驱动上来。
- **来自限额以上消费数据的印证。**从二季度限额以上消费额结构较一季度消费结构变化看，上升的品类包括汽车消费占比上升 5.5 个百分点、家电消费占比上升 1.7 个百分点、家具占比上升 0.3 个百分点、建筑装潢占比上升 0.2 个百分点。消费结构被挤出最明显的品类则包括粮油食品下降 4.2 个百分点、石油及制品下降 1.3 个百分点、药品和烟酒两类均下降 0.7 个百分点等。
- **预计 2020 年居民收入增长 2%，全年居民消费下降 1%，社零下降 4%。**2020 年受到新冠疫情冲击，企业盈利增速大幅下降，上半年居民收入结构中经营净收入占比较 2019 年骤降 2.2 个百分点，根据二季度居民工资性收入增速回升、财产净收入增速受到资本市场提振以及转移净收入增速稳定等特点，我们预计 2020 年居民收入增速能够回升至 2%。2020 年疫情对居民收入和消费冲击明显， 从目前情况看，居民消费恢复依然缓慢，我们预计 2020 年居民消费同比下降 1%。2020 年上半年，社零同比下降 11.4%，在下半年居民收入和消费有所回升的情况下，我们预计全年社零增速同比下降 4%。
- **三季度弹性优选医疗保健，四季度优选房地产后周期，关注汽车消费。**从过去三年三四季度当季消费结构变化来看，三季度居民消费结构极大的向教育文化娱乐倾斜，而四季度则更多向食品烟酒、衣着和居住倾斜。从增速来看，三季度医疗保健、居住和其他用品及服务消费增速高，四季度医疗保健、居住、教育文化娱乐消费增速高。考虑到新冠疫情的影响可能在秋冬天相较二季度放大，因此不排除下半年如教育文化娱乐和其他用品及服务等服务型消费延续疲弱的趋势。综合居民消费的历史规律和上半年表现出的新结构特点，我们建议重点关注三季度具备需求刚性特点的医疗保健，以及四季度传统表现较强的房地产和后周期消费，与此同时关注今年二季度以来消费结构占比上升的汽车消费。
- 风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

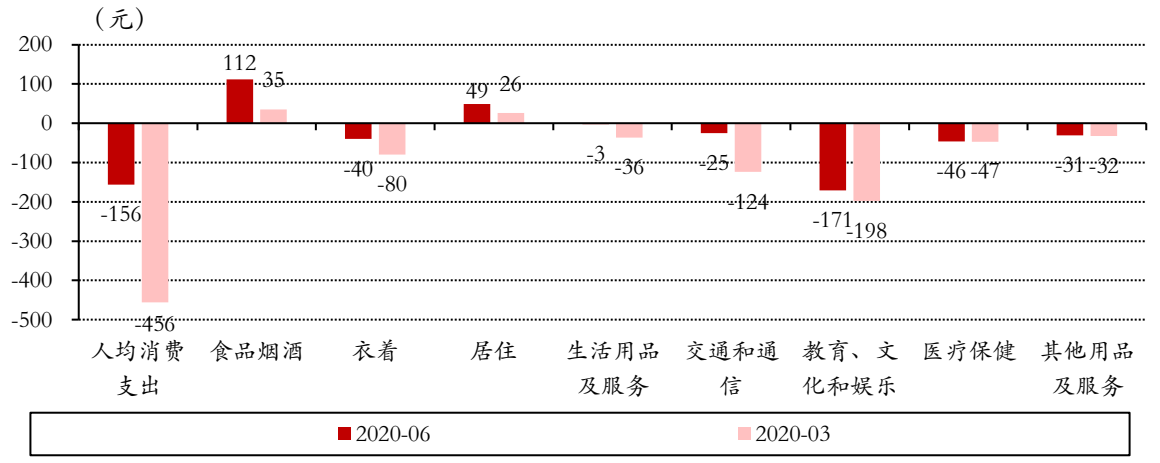
证券分析师： 张晓娇
(8621) 2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

2020 年上半年居民消费额净下降

二季度居民消费净下降的幅度有所收窄。一季度居民人均消费支出较 2019 年一季度下降了 456 元，二季度较去年同期下降了 156 元，消费降幅较一季度有所收窄。从消费下降的结构看，一季度居民消费向食品烟酒和居住集中，两项消费均较去年同期净增加，降幅比较明显的是教育文化娱乐、交通通信和衣着；二季度居民消费进一步向食品烟酒和居住集中，且消费增幅远高于一季度，净下降较多的项目则变成教育文化娱乐、医疗保健和衣着。

把握 2020 年的居民消费特色。2019 年和 2018 年的二季度居民消费也向**居住**倾斜，但并没有显示出 2020 年上半年这样的**消费“刚性”**，除此之外，受到物价上涨的影响**食品烟酒**的消费支出也在 2020 年上半年显示出了明显的刚性。其他消费分类中，交通通信、医疗保健、教育文化娱乐是 2018 年和 2019 年一二季度消费边际增量最显著的项目，但是在 2020 年上半年，**教育文化娱乐**和**医疗保健**分别是消费额缩减最多的品类，前者是因为人口减少了流动，后者是因为受新冠疫情影响居民主动压缩了医疗消费需求。

图表 1. 2020 年一季度和二季度分别较去年同期居民消费额分项变化



资料来源：万得，中银证券

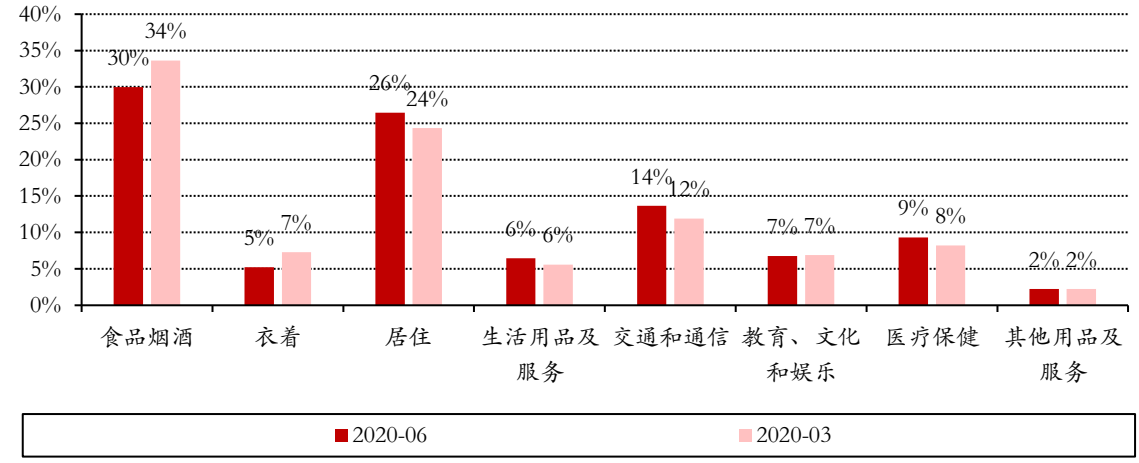
二季度居民消费是有修复的

二季度居民消费降幅明显缩小。2020 年二季度居民人均当季消费支出 4636 元，较一季度下降 446 元，这个降幅明显小于 2019 年的 745 元和 2018 年的 715 元。说明在一季度居民消费同比增速同比大幅负增长之后，二季度居民消费虽然没有出现“报复性”反弹，但确实出现了补偿性消费。

二季度居民的补偿性消费集中在交通通信、生活用品及服务、还有医疗保健项目上。比较 2020 年二季度与一季度的当季人均消费支出，下降幅度最大的是**食品烟酒**，其次是**衣着**，这符合减少消费趋势下首选节衣缩食的普遍特征。其他项目中虽然较一季度消费额下降但下降比例明显小于去年和前年同期水平的是**居住**，另外三项交通通信、生活用品及服务、还有医疗保健在二季度居民人均消费额较一季度甚至出现明显上升，特别是**交通通信**和**生活用品及服务**，表现出了异于往年的强劲逆势上升。

居民消费倾向发生变化。比较 2020 年一二季度与去年同期、以及二季度相较一季度居民消费的变化情况，我们发现通胀对食品烟酒消费的推动作用非常明显，除了**食品烟酒消费“被”增长**之外，与去年同期同比变化显著的是交通通信，环比变化显著的是交通通信、生活用品及服务、医疗保健。整体来看，受到新冠疫情的传播方式影响，此前我国**服务型消费增速较高的趋势被中断**，除了由于老龄化加速导致**医疗保健**需求在二季度有明显恢复，**居民消费重新回到“居住”和“交通通信”驱动上来**。

图表 2. 2020 年一季度和二季度居民消费结构

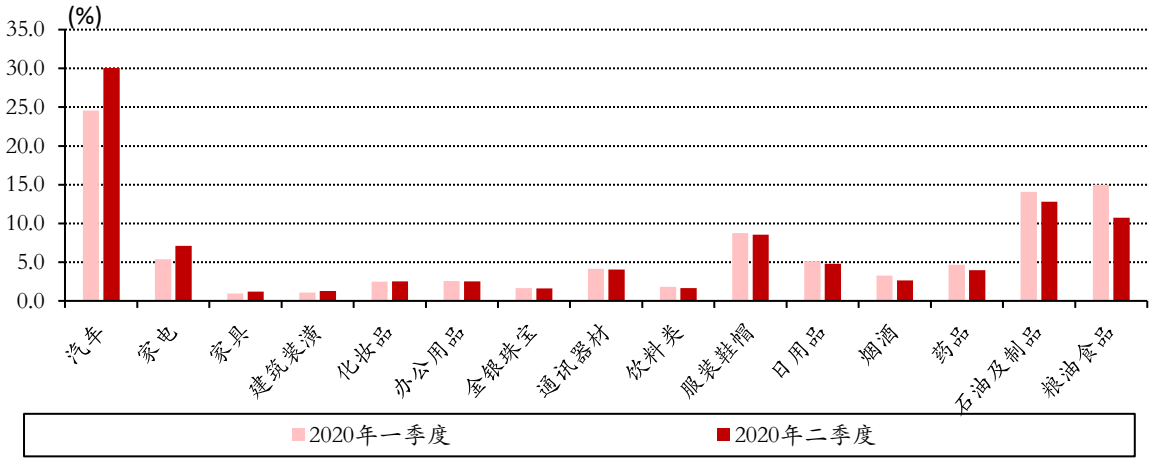


资料来源：万得，中银证券

来自限额以上消费数据的印证

限额以上消费结构在二季度向汽车和房地产后周期集中。从二季度限额以上消费额结构较一季度消费结构变化看，上升的品类包括**汽车**消费占比上升 5.5 个百分点、**家电**消费占比上升 1.7 个百分点、**家具**占比上升 0.3 个百分点、**建筑装潢**占比上升 0.2 个百分点。其中汽车和家电在二季度限额以上消费额占比上升的幅度远超过去三年水平。消费结构被挤出最明显的品类则包括粮油食品下降 4.2 个百分点、石油及制品下降 1.3 个百分点、药品和烟酒两类均下降 0.7 个百分点等。

图表 3. 2020 年一季度和二季度限额以上消费品类占比变化



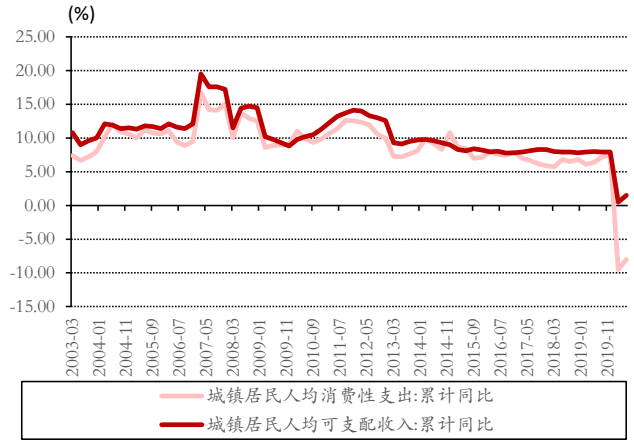
资料来源：万得，中银证券

居民收入增速二季度转正，预计全年居民支出依然负增长

预计 2020 年居民收入增长 2%。从过去三年居民收入结构来看，工资性收入占比最高，但占比年均下降 0.2 个百分点，经营净收入占比年均下降 0.1 个百分点，财产净收入和转移净收入占比相应小幅上升。但 2020 年受到新冠疫情冲击，企业盈利增速大幅下降，上半年居民收入结构中经营净收入占比较 2019 年骤降 2.2 个百分点，根据二季度居民工资性收入增速回升、财产净收入增速受到资本市场提振以及转移净收入增速稳定等特点，我们预计 2020 年居民收入增速能够回升至 2%。

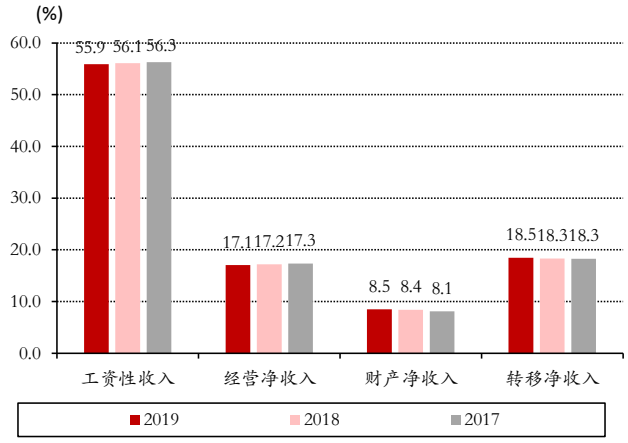
预计全年居民消费下降 1%，社零同比下降 4%。从历史数据看，居民消费支出中城镇居民消费支出的影响较大，历史上城镇居民消费支出增速与收入增速波动相关性较大，通常情况下居民消费增速低于收入增速 0-3 个百分点。但 2020 年疫情对居民收入和消费冲击明显，2020 年一季度居民收入增速高于消费增速 7.5 个百分点，二季度略收敛至 6.4 个百分点。从目前情况看，居民消费恢复依然缓慢，我们预计 2020 年居民消费同比下降 1%。2020 年上半年，社零同比下降 11.4%，在下半年居民收入和消费有所回升的情况下，我们预计全年社零增速同比下降 4%。

图表 4. 城镇居民人均收支增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 居民收入结构的变化

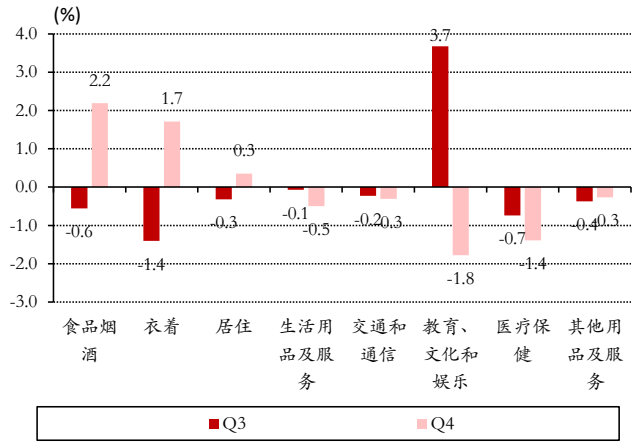


资料来源：万得，中银证券

从弹性和增速选择受益消费品

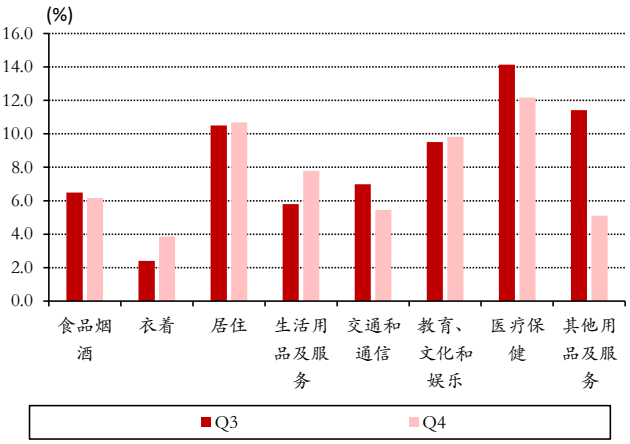
三季度弹性优选医疗保健，四季度优选房地产后周期，关注汽车消费。从过去三年三四季度当季消费结构变化来看，三季度居民消费结构极大的向教育文化娱乐倾斜，而四季度则更多向食品烟酒、衣着和居住倾斜。从增速来看，三季度医疗保健、居住和其他用品及服务消费增速高，四季度医疗保健、居住、教育文化娱乐消费增速高。考虑到新冠疫情的影响可能在秋冬天相较二季度放大，因此不排除下半年如教育文化娱乐和其他用品及服务等服务型消费延续疲弱的趋势。综合居民消费的历史规律和上半年表现出的新结构特点，我们建议重点关注三季度具备需求刚性特点的医疗保健，以及四季度传统表现较强的房地产和后周期消费，与此同时关注今年二季度以来消费结构占比上升的汽车消费。

图表 6. 过去三年三四季度居民消费当季结构环比变化



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 过去三年三四季度居民消费各项当季平均增速



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371