

从居民两张表看疫后消费复苏

——内需复苏系列（一）

- 如果明年经济增速锚定 5%，对应到三驾马车如何摆布？外需大概率是负贡献，制造业和基建投资等内需也难再有正贡献，经济复苏的重任落在消费和房地产上。
- 消费和购房大部分是居民行为，背后是居民部门的两张表。消费对应的主要是现金流量表。将消费降速定量归因，收入增速下降（现金流量表）的贡献度达到 74%，消费倾向下降（资产负债表）的贡献度则为 26%。
- 购房对应的主要是资产负债表。随着今年房地产和风险金融资产价值缩水，居民开始在资产端减配房地产和风险金融资产、大量增配现金，同时在负债端减少各类贷款敞口。这一过程产生了所谓的“超额储蓄”，也给经济和资本市场带来一系列影响：房地产下行压力进一步加大、消费走弱、风险资产估值压缩、货币流动性宽松。
- 可见居民两张表的修复状态，将决定明年经济复苏的成色，对风险金融资产的分子和分母两端也有重要影响。本篇报告我们主要讨论消费、超额储蓄、现金流量表和通胀等，资产负债表、房地产和风险资产的分析将在下一篇报告展开。
- 如果明年居民消费倾向恢复，将拉动消费支出增速 0.6%；消费倾向下降对今年超额储蓄的贡献只有 12%，如果这部分超额储蓄的 30%-50%重新形成消费支出，将拉动 0.5%-0.9%；至于超额储蓄中由居民调整资产结构贡献的部分，形成消费支出的难度比较大。
- 因此，消费复苏的关键在于修复现金流量表，而修复流量的关键则是恢复经济流通。随着防疫系统性调整，疫情对流通循环的威胁变成病毒本身，这将构成明年消费复苏前景的主要不确定性，需要我们密切关注奥密克戎疫情的频率和强度——这具有一定偶然性，甚至是运气成分。如果明年实际 GDP 增长 5%，居民收入有望较今年回升 2.0%左右，将对应 6.0%-6.5%的社零增速。
- 明年消费复苏，消费倾向恢复/超额储蓄再支出/收入增速回升的贡献大致是 20%/20%/60%，其中消费倾向恢复和超额储蓄再支出属于“单边增长的需求”，占消费总量的 1.2%。考虑到当前偏高的失业率，劳动力供给具备 1%左右的弹性。从这个角度看，明年核心 CPI 有回升动力，但缺乏大幅上升的基础，这与西方通胀上行的原理存在显著差异。

风险提示：疫情形势变化超预期；海外经济下滑幅度超预期

深度报告

频率：月度

主要预测

%	2022E	2023E
GDP	3.3	4.7
CPI	2	2
PPI	4.3	-0.2
社会消费品零售	1.6	5
工业增加值	4.1	4.8
出口（美元值）	9.8	3
进口（美元值）	0.9	3.5
固定资产投资	6.1	6.8
M2	11.5	10.2
社会融资余额	10.4	10
1年期MLF利率	11	10.5
1年期LPR	2.75	2.65
人民币汇率	6.75	6.6

最新数据（11月）

工业增加值	2.2
固定资产投资	5.3
社会消费品零售	-5.9
CPI	1.6
PPI	-1.3

资料来源：CEIC、招商证券

张静静 S1090522050003
zhangjingjing@cmschina.com.cn
张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
赵宏鹤 S1090522070005
zhaohonghe@cmschina.com.cn

正文目录

一、居民修复两张表是明年经济复苏的基石.....	3
二、消费复苏的关键在于恢复流量而非超额储蓄.....	4
1. 消费倾向下降只能解释超额储蓄的 12%.....	4
2. 消费复苏的关键在于流量，疫情仍是主要不确定性.....	5
三、从消费复苏原理看明年居民通胀.....	6

图表目录

图 1: 消费降速，收入增速贡献 74%，消费倾向贡献 26%.....	3
图 2: 房价涨幅自 2019 年 4 月以来持续走弱（%）.....	3
图 3: 居民存款增长斜率在 18H2 和 22 年两次提升（万亿）.....	4
图 4: 今年商品房销售额出现 4.6 万亿超额降幅（亿元）.....	4
图 5: 在英国，奥密克戎变异株导致的二次感染明显增多.....	5
图 6: 20Q4 居民在同等限制性政策下展现更高活动水平.....	5
图 7: 明年中美核心通胀料将易势，但幅度不同（%）.....	6
图 8: 22Q4-23Q4 社零和 CPI 分季度数据预测（%）.....	6

一、居民修复两张表是明年经济复苏的基石

随着中央经济工作会议落下帷幕，市场不约而同的把明年经济增速目标锚定在 5% 附近。对应到三驾马车如何摆布？外需大概率是负贡献。由于此前的高景气，虽然 10-11 月美元出口连续负增，今年全年的出口增速仍将在 7% 以上。明年出口下台阶，对经济增长的拖累将达到 1 个百分点。部分内需也难再有正贡献。1-11 月，制造业投资同比增长 9.3%，是 2015 年以来的次高点（不考虑 2021 年）；全口径基建同比增长 11.6%，自 2017 年以来首次重回两位数。考虑到今年制造业利润增速高位回落、明年继续遏制地方隐性债务增量，制造业和基建投资大概率要有所减速。

经济复苏的重任自然落在消费和房地产上，既有压力，也有潜力。今年 1-11 月，房地产开发投资/商品房销售面积累计同比 -9.8%/-23.3%，11 月单月同比进一步降至 -19.9%/-33.3%，如此局面自有统计以来从未有过；1-11 月，社会消费品零售总额累计同比 -0.1%，亦是自有统计以来历史同期的首次负增。

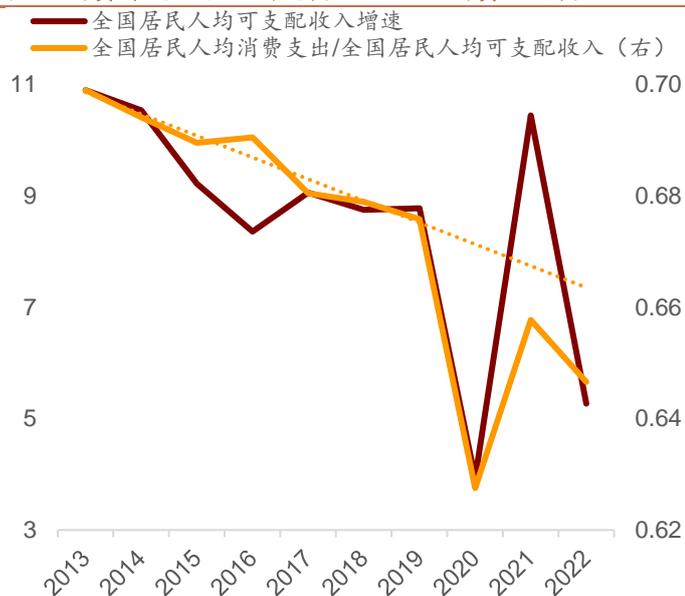
消费和购房大部分是居民行为，背后是居民部门的两张表。

消费对应的主要是现金流量表。定性来说，近年消费降速源于两方面原因：1) 收入增速下降；2) 消费倾向下降。定量归因，用“可支配收入”衡量“收入”，用“消费支出/可支配收入”衡量“消费倾向”，则有“支出=消费倾向*收入”，进一步有“1+支出同比增速=消费倾向同比*(1+收入同比增速)”，可得“ Δ 支出增速 \approx Δ 消费倾向同比+ Δ 收入增速”。带入数据，今年前三季度居民人均消费支出同比增长 3.5%，2019 年同期增速是 8.3%，可见疫情以来居民消费支出增速下降了 4.8%，其中收入增速下降的贡献度达到 74%（现金流量表），消费倾向下降的贡献度则为 26%（资产负债表）。

购房对应的主要是资产负债表。由于居民乐于保持相对稳定的资产负债率，当部分资产价值缩水时，居民会倾向于减少负债，同时调整资产端的配置。受长时间紧缩性政策的影响，70 大中城市新建商品住宅价格同比自 2019 年 4 月就开始持续回落，今年 4 月进入负增区间，11 月跌幅进一步扩大至 -2.3%。随着居民部门的主要资产房地产价值出现缩水，叠加今年风险金融资产表现不佳，居民开始在资产端减配房地产和风险金融资产、大量增配现金（存款），在负债端减少房贷、消费贷以及经营贷的敞口。这一过程产生了所谓的“超额储蓄”，也给经济和资本市场带来一系列影响：商品房销售和房价下行压力进一步加大、消费走弱、风险金融资产估值压缩、货币流动性宽松。

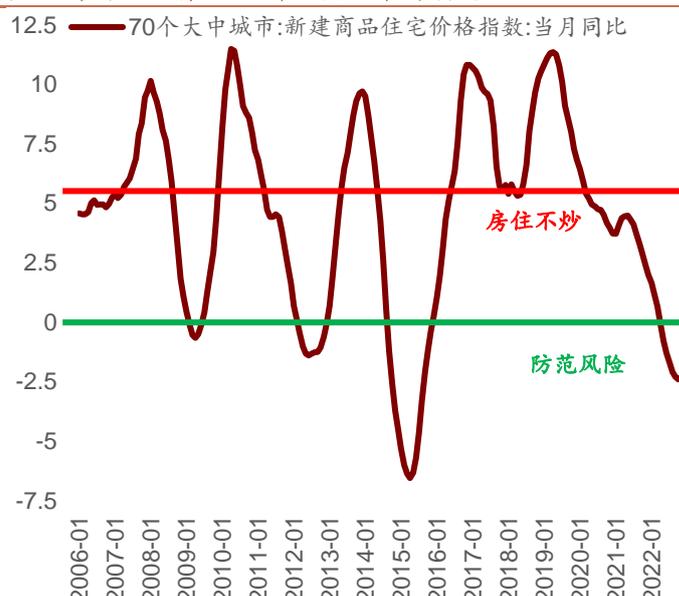
由此可见，居民现金流量表和资产负债表的修复状态，将决定明年经济复苏的成色，对风险金融资产的分子和分母两端也有重要影响。本篇报告我们将主要讨论消费、超额储蓄、现金流量表和通胀等问题，关于资产负债表、房地产和风险资产的分析将在下一篇报告中展开。

图 1: 消费降速，收入增速贡献 74%，消费倾向贡献 26%



资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 房价涨幅自 2019 年 4 月以来持续走弱 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

二、消费复苏的关键在于恢复流量而非超额储蓄

1. 消费倾向下降只能解释超额储蓄的 12%

我国居民存款增长的斜率长期基本保持稳定，近十多年来发生过两次相对明显的变化。第一次是从 2018 年下半年到 2021 年，存款增长斜率提升，主要原因是 2018 年资管新规后居民存款从表外回表，2020 年疫情之后又增加了消费倾向系统性下降的影响。第二次是 2022 年以来，存款增长斜率再次提升。将超额储蓄定义为“居民存款相对于原有路径的提升幅度”，对比 18H2-21 年和 22 年以来的居民存款增长路径，可以估算今年前三季度居民的超额储蓄约为 4.1 万亿。

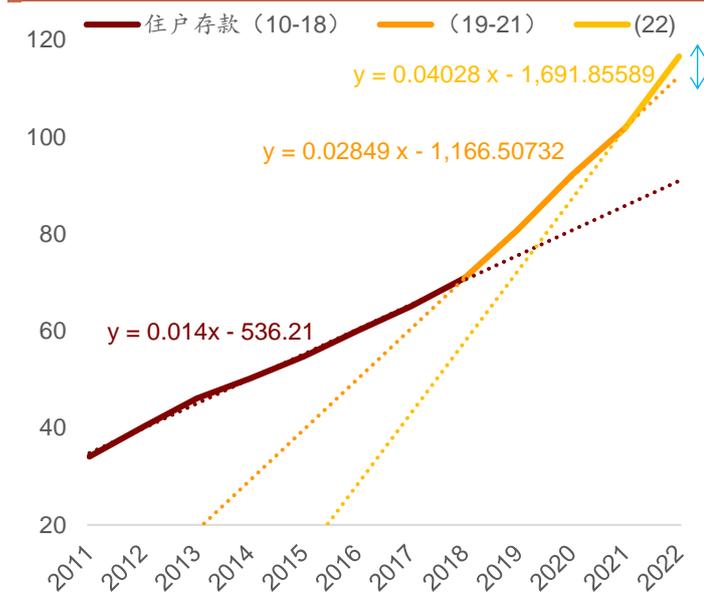
消费倾向下降的贡献有多少？假设前三季度的居民消费倾向与去年同期持平，在相同收入水平之下，人均消费支出将提升 1.7%，对应到 30 多万亿的体量，相当于消费倾向下降导致居民消费支出少增约 5000 亿，对 4.1 万亿超额储蓄的贡献仅为 12%。

相比之下，今年前三季度商品房销售额同比下降 3.5 万亿，较 19-21 年路径的超额降幅更达到 4.6 万亿。按照 4 成首付比例计算，相当于居民购房支出超额减少 1.84 万亿，贡献了超额储蓄的 45%。另外，基金业协会的数据显示，今年 3 季度末的资产管理业务规模为 68.3 万亿，较年初仅增长 0.5 万亿，去年/前年同期则大幅增长 6.9/3.9 万亿，平均相差 3.9 万亿。因此，今年居民超额储蓄的形成，主要是居民调整了资产配置结构，增配现金、减配房地产和风险金融资产，消费倾向下降的贡献比较少。

如果明年居民消费倾向恢复到 19-21 年的路径上，将在收入增速不变的情况下拉动消费支出增速 0.6%；如果今年形成的超额储蓄中由消费倾向下降贡献的部分的 30%-50%重新形成消费支出（代表报复性消费），对明年消费支出增速的拉动在 0.5%-0.9%。

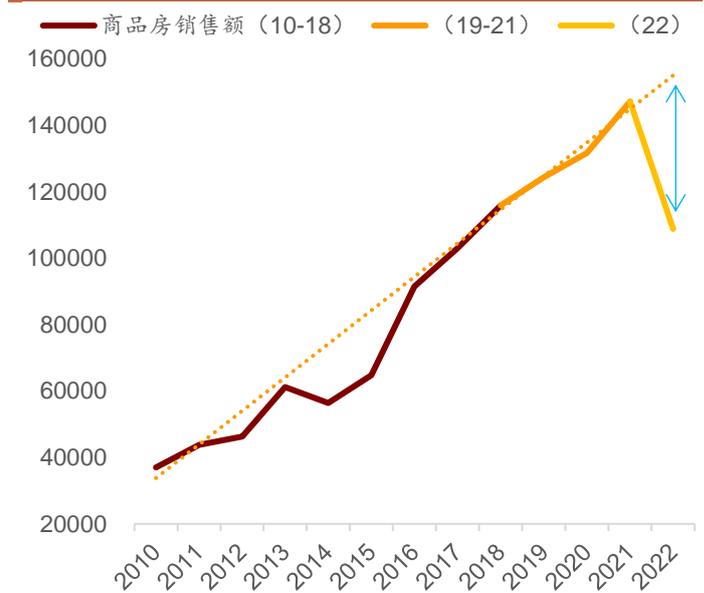
至于超额储蓄中由居民调整资产配置结构所贡献的部分，除非居民对于远期预期的乐观程度明显提升，否则将资产变成消费支出的难度比较大。但是，在消费之外，居民资产负债表结构的潜在变化仍将对明年经济和市场产生重要影响，我们将在后续报告详述。

图 3：居民存款增长斜率在 18H2 和 22 年两次提升（万亿）



资料来源：Wind，招商证券

图 4：今年商品房销售额出现 4.6 万亿超额降幅（亿元）



资料来源：Wind，招商证券

2. 消费复苏的关键在于流量，疫情仍是主要不确定性

居民现金流量表中流入体量最大的当属工资性收入，占到可支配收入的6成左右。这部分收入增速与名义GDP增速高度相关，因此恢复流量的关键是要恢复经济流通。

经济的本质就是流通循环，疫情对经济的最大冲击正是阻断了流通。随着防疫政策系统性调整，疫情对经济流通循环的威胁不再是限制性政策，而是病毒本身，这将同时关系到居民活动强度（需求）和劳动力短缺风险（供给）。可以说，疫情三年之后，明年消费复苏前景的主要不确定性仍然来自疫情，需要我们密切关注奥密克戎疫情的频率和强度。

几项研究成果值得关注：1) 相比于阿尔法和德尔塔，奥密克戎感染者的抗体有效性衰减速度明显加快；2) 奥密克戎变异株五花八门，二次感染概率与新变异株的免疫逃逸能力密切相关，例如海外在BA.1/2大范围流行后，BA.4/5仍然造成了大量感染，然而病毒变异的路径却难以预测；3) 变异株的毒性发展不一定是单调递减，目前奥密克戎的毒性只是低于德尔塔，BA.5导致的住院率反而稍高于BA.2；4) 适时接种疫苗/感染史可以降低感染/再次感染后的风险；5) 美联储统计了30个国家在20Q2和20Q4两轮疫情期间的样本，20Q4期间居民在同等限制性政策下展现出更高的活动水平，经济增长也在同等活动水平下展现出更高的恢复水平。

由此我们可以进行一些基本推测：1) 奥密克戎疫情的频率和强度主要取决于具有高免疫逃逸性新毒株的诞生频率和毒性，从BA.1/2到BA.4/5再到BQ.1/XBB，历史规律似乎是1-2个季度，然而这具有一定偶然性，甚至是运气成分；2) 我们可以通过保持适当防护措施、定期接种加强针疫苗来降低每一次疫情的潜在风险，特别是“坏运气”的风险；3) 尽管疫情可能会周期性反复，只要病毒毒性保持在“低水平”、防疫政策放宽，居民活动和经济活动都将展现出对疫情的适应性，逐渐恢复到更高水平，而疫苗接种和医疗保障进一步有利于降低复苏的不确定性。

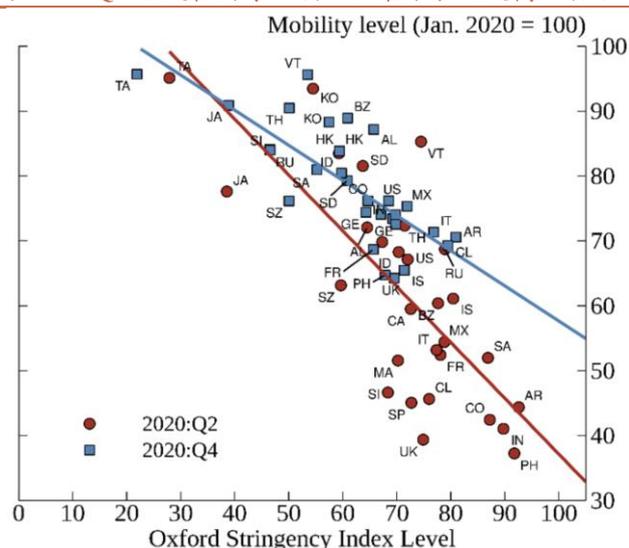
今年前三季度，全国居民可支配收入同比增长5.3%，名义GDP同比增长6.2%，分别较20-21年同期下降了1.8%/1.3%，预计全年收入和名义GDP同比增长3.5%/4.9%。如果明年实际GDP增长5%、名义GDP增长6.0%-6.5%，则明年全年居民收入增速有望较今年回升2.0%左右；叠加消费倾向恢复贡献的0.6%和超额储蓄再支出贡献的0.5%-0.9%，明年的居民消费支出增速有望恢复到4.8%-5.2%，这大概对应了6.0%-6.5%的社零增速水平（预计今年全年同比-0.7%），介于20-21年两年同比（4%）和19年当年同比（8%）之间。

图 5：在英国，奥密克戎变异株导致的二次感染明显增多

首次感染毒株 \ 二次感染时的流行毒株	Alpha	Delta	BA.1	BA.2	BA.4/5	合计
Alpha	1.1%					1.1%
Delta	4.4%	0.6%				5.0%
Omicron BA.1	9.9%	8.2%	0.3%			18.4%
Omicron BA.2	10.6%	11.5%	4.9%	0.3%		25.3%
Omicron BA.4/5	9.5%	12.9%	16.6%	8.5%	0.7%	47.5%

资料来源：英国统计局，招商证券

图 6：20Q4 居民在同等限制性政策下展现更高活动水平



资料来源：美联储，招商证券

三、从消费复苏原理看明年居民通胀

由于本篇报告主要讨论居民消费，我们主要关注代表居民通胀的 CPI，具体关注货币效应之外的供需平衡问题。

观察明年消费复苏的构成，消费倾向恢复/超额储蓄再支出/收入增速回升的贡献度大致是 20%/20%/60%。其中，收入增速回升的前提是居民从事更多劳动或生产经营活动，属于“需求和供给的同步增长”，合计占比 6 成；消费倾向恢复代表明年与消费有关的超额储蓄减少，超额储蓄再支出代表报复性消费，属于“单边增长的需求”，合计占比 4 成，占明年居民消费总量的 1.2%。考虑到当前偏高的失业率水平（11 月城镇调查失业率 5.7%），劳动力供给应该具备 1% 左右的弹性。从这个角度看，明年核心 CPI 较当前 0.6% 的低水平有回升动力，但缺乏大幅上升的基础。

这与 2021 年下半年美国核心 CPI 大幅上行的原理有明显差异。需求端，美国居民当时同样积累了大量超额储蓄，不过主要来源是政府直接“发钱”，支出倾向极高，因此在下半年防疫放松后释放了巨大的复苏弹性。供给端，美国防疫放松阶段面对的是德尔塔毒株，毒性明显高于当前的奥密克戎，因此很快出现了严重的劳动力短缺和供应链紊乱现象（21 年底展望美国通胀时最常提到的逻辑）。供需两端的明显错配，是大幅推升 2021 年下半年美国核心通胀的重要原因。

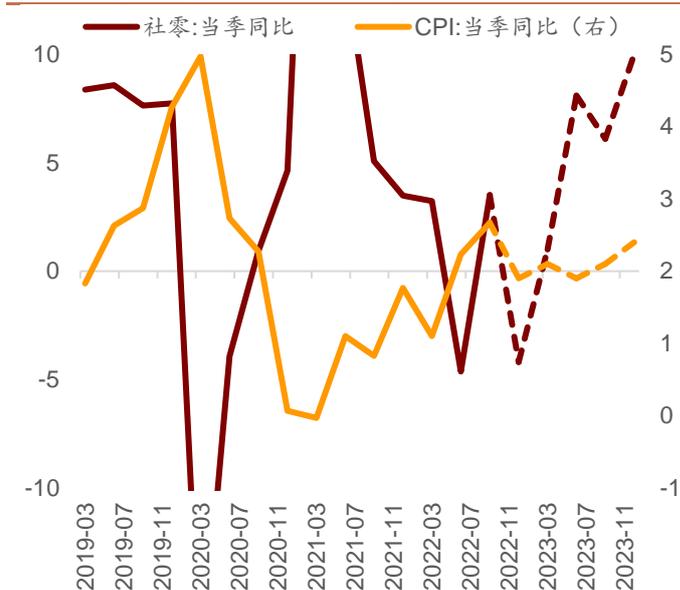
对于国内，居民的超额储蓄主要来自资产结构调整，支出倾向较低，需求的复苏将是相对温和的。供给端，奥密克戎疫情的劳动力冲击程度目前不算高，且上文提到 6 成左右的消费需求复苏背后是“供需同步增长”。如果反之，后续疫情形势变化加剧劳动力短缺，消费需求的复苏同样要打折扣。如果明年年底核心 CPI 回升到 2.5%-3.0%，那么在偏弱的猪价和油价前景下，CPI 触及 3% 的概率相当低。

图 7: 明年中美核心通胀料将易势，但幅度不同 (%)



资料来源：英国统计局，招商证券

图 8: 22Q4-23Q4 社零和 CPI 分季度数据预测 (%)



资料来源：美联储，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。获评《第一财经》2018年度十大经济学家。自2017年起获聘国家统计局中国百名经济学家信心调查特邀专家。

张静静：南开大学理学硕士，现任招商证券研发中心首席宏观分析师（董事）。曾任天风证券固定收益总部资深研究员、广发证券发展研究中心宏观联席首席。此前就职于西部证券担任宏观首席、执行董事。2020年新浪金麒麟未来之星，所在团队于2017-2021年连续五年获得新财富第一。2021年带队首年入围水晶球（第六名）。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券，现任招商证券研发中心宏观经济联席首席分析师（董事），负责大类资产配置研究。

赵宏鹤：中央财经大学金融学硕士，2022年加入招商证券，现任招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。