

消费倾向：单边下行还是趋势各异？

省级视角看消费

证券分析师：贾东旭 A0230522100003 王胜 A0230511060001

2024.03.26



- **消费趋势并非从高到低单一向下。**疫情冲击叠加房地产市场波动，消费总量恢复并非一帆风顺，而如果以恩格尔系数来衡量，消费结构也出现较大变化，消费升级面临新的挑战。**但是总量的变化是否表征所有地区、所有阶层消费均同步变化？我们从省级数据中发现这一结论并不成立。**以收入划分地区后考察，不同地区消费倾向呈现“**两头下、次高升、中上稳**”的格局，我们将这一数据表现定义为“消费分层”。如何理解这一数据表现形势，我们认为可能有资产和收入两条渠道传导，资产渠道即房地产占总资产比例不同对消费的传导系数也不同，收入渠道即居民收入中房地产相关的比例不同对消费的影响也不同。而正是两个渠道的影响力不同，会塑造出居民不同的消费表现形势。
- **资产&收入渠道：对消费的非对称影响。****资产渠道：**房地产资产占比高令其对消费影响较大，而从历史数据来看，不同阶层的消费对房地产价格的敏感性并不同。比如2016年以来的房地产价格快速上涨中“挤出效应”更多体现在一二线，而“财富效应”更多体现在低收入地区。随着房地产价格的下探，其对消费的影响市场将其解读为“**资产负债表效应**”，**但考虑到房地产资产的绝对规模和占居民总资产比重在一线这类超高收入地区更为明显，这一效应也更应体现在这类地区。**另外，低收入地区因人口流出压力，导致房地产价格预期更脆弱，其**前期积攒的“财富效应”出现回滚。****收入渠道：**过去房地产的快速发展不仅改变了居民资产结构，同样还改变了劳动力就业结构，金融地产等从业人员收入占比上升令房地产波动也会通过收入渠道传导至居民端。其中同样是超高收入的一线地区受冲击最明显，**而高收入和中高收入地区反而收到影响较小，可能和其从事金融地产行业人员占比偏低有关。**同时江苏浙江地区因为过去出口的提振，相关从业人员收入的增长可能对冲金融地产从业人员收入的下行，起到了总量上平滑上述地区消费的效果。

- **消费分层的微观验证和宏观消费结构变迁。** 为了验证上述宏观数据的稳健性，我们通过微观调查数据来验证是否同样有消费分层的现象。虽因微观数据观察期有限，无法将微观消费数据延伸至房地产产业链出现波动后，但其2020年之前的数据也同样出现消费分层的现象，这或进一步证明我们上述宏观数据分析具有一定的微观基础。另外我们也更关心不同收入阶层消费分层在消费结构中的映射，从数据来看，**低收入群体和超高收入群体均呈现生存性消费上行的特征，特别是食品烟酒占比明显提升**，或可能源于食品等方面的必需品数据，消费规模难压缩。**另外在高收入群体消费升级中，消费升级的主要方面呈现出汽车和家电两大细分结构。**
- **展望：房价渐稳过程中消费的弹性是阶梯而非线性。** 因一线城市为代表的超高收入群体同时遭受房地产跌价和收入预期快速下降的双重影响，其体感可能和低收入群体相近，导致消费倾向快速下行。**但仅仅稳定一线城市房地产价格，对一线城市消费的激发效果可能是微弱的**，因为收入预期尚未有实质改善。但因为浙江、江苏等二线地区前期收入预期展望相对稳定，**当房地产价格稳定效果向高收入地区传导时，消费的弹性可能会有明显的修复。**弱二线（中高收入）可能是类似效果。但房价稳定性传导至中等收入或更低阶层时，消费恢复的弹性可能有所下降，这必须辅以更平衡的工业化举措，才能实现消费弹性的恢复。产业结构转型的效应可能会助推上述过程。**弹性最大的商品或是汽车家电，“以旧换新”会有额外助推效果**，而服务消费更多可能季节性波动，难有稳定改善斜率。
- **风险提示：稳增长政策不及预期，国际形势复杂多变，房地产形势变化超预期。**

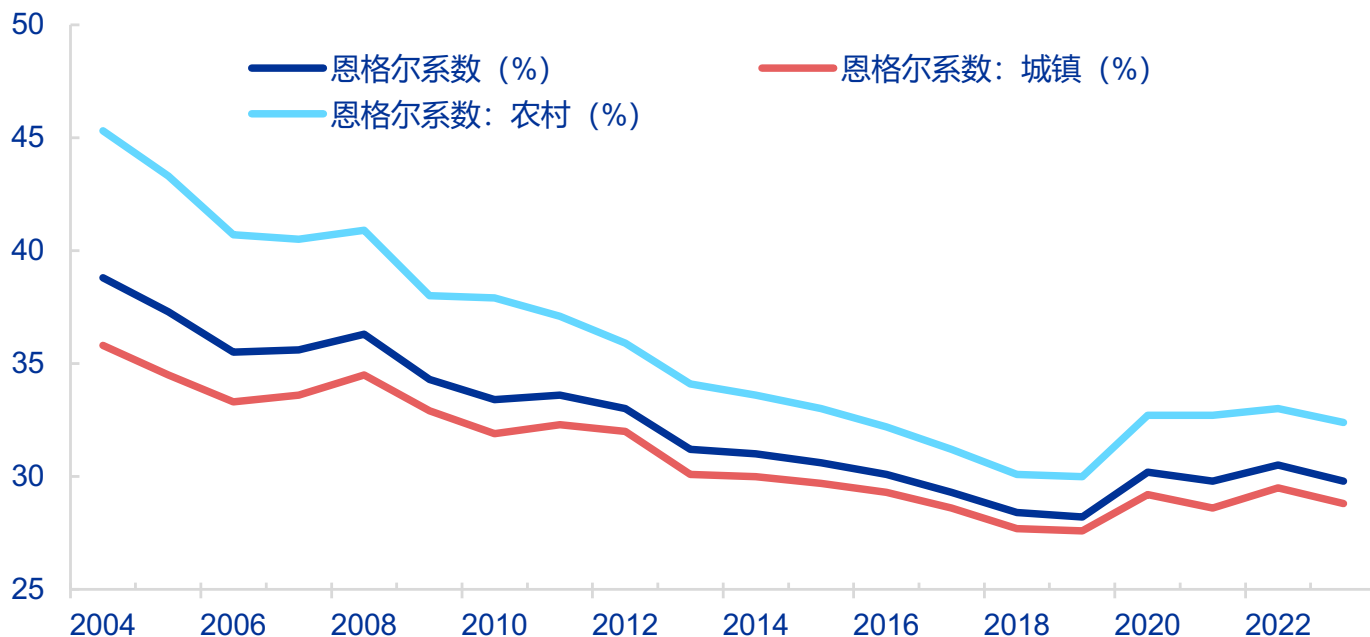
主要内容

1. 消费趋势并非从高到低单一向下
2. 资产&收入渠道：对消费的非对称影响
3. 消费分层的微观验证和宏观消费结构变迁
4. 房价渐稳过程中消费的弹性是阶梯而非线性

1.1 消费趋势是否单一向下？

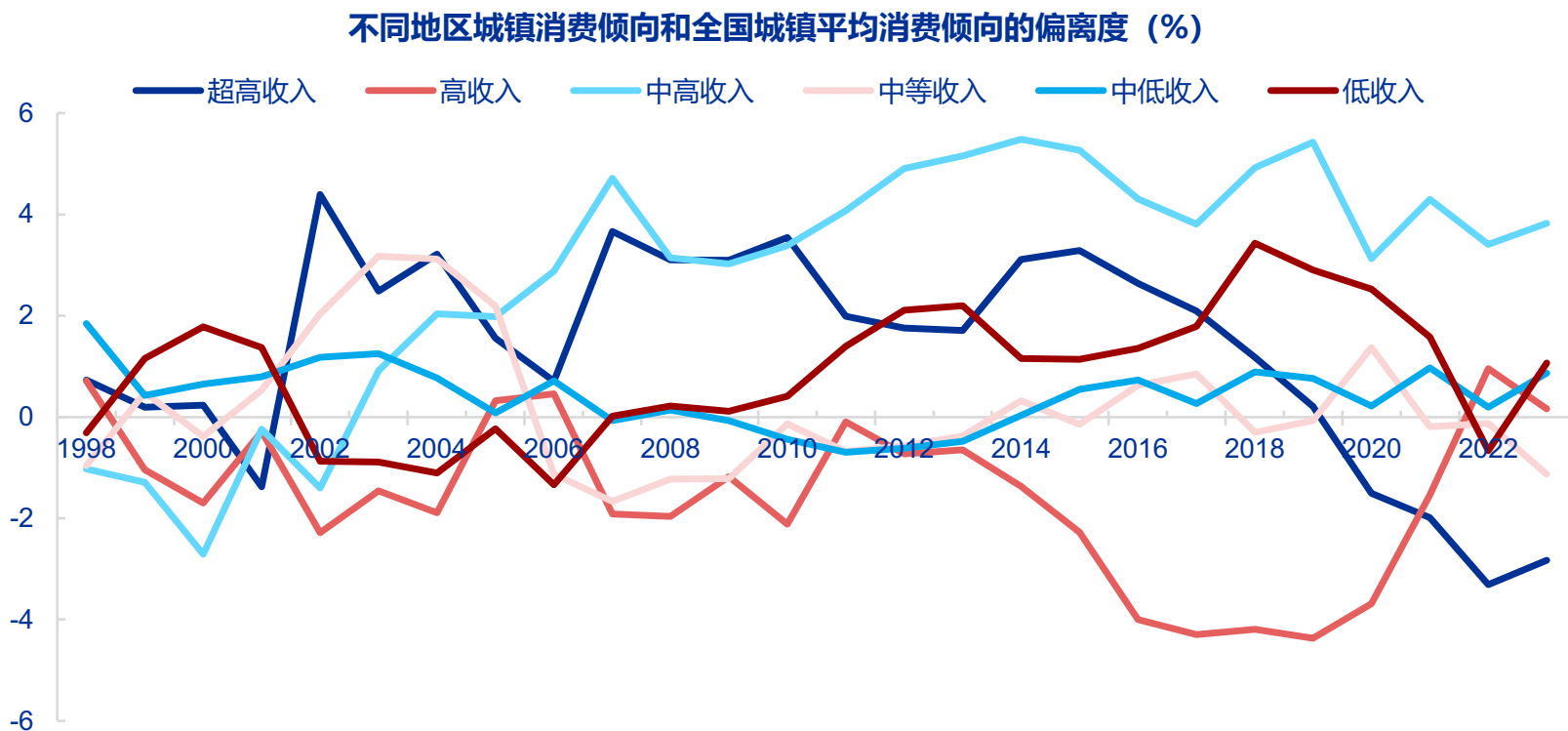
- 疫情冲击以来，总量上看，我国消费升级的路径遭遇波折。如果以恩格尔系数来衡量消费升级的趋势，在2020年以后有所停滞，全国恩格尔系数从2019年的28.2%上行至2023年的29.8%，回到了2016年水平。

根据恩格尔系数，我国消费升级路径遭遇波折



1.2 消费总量的波折是否表征所有阶层/地区变化均一致？

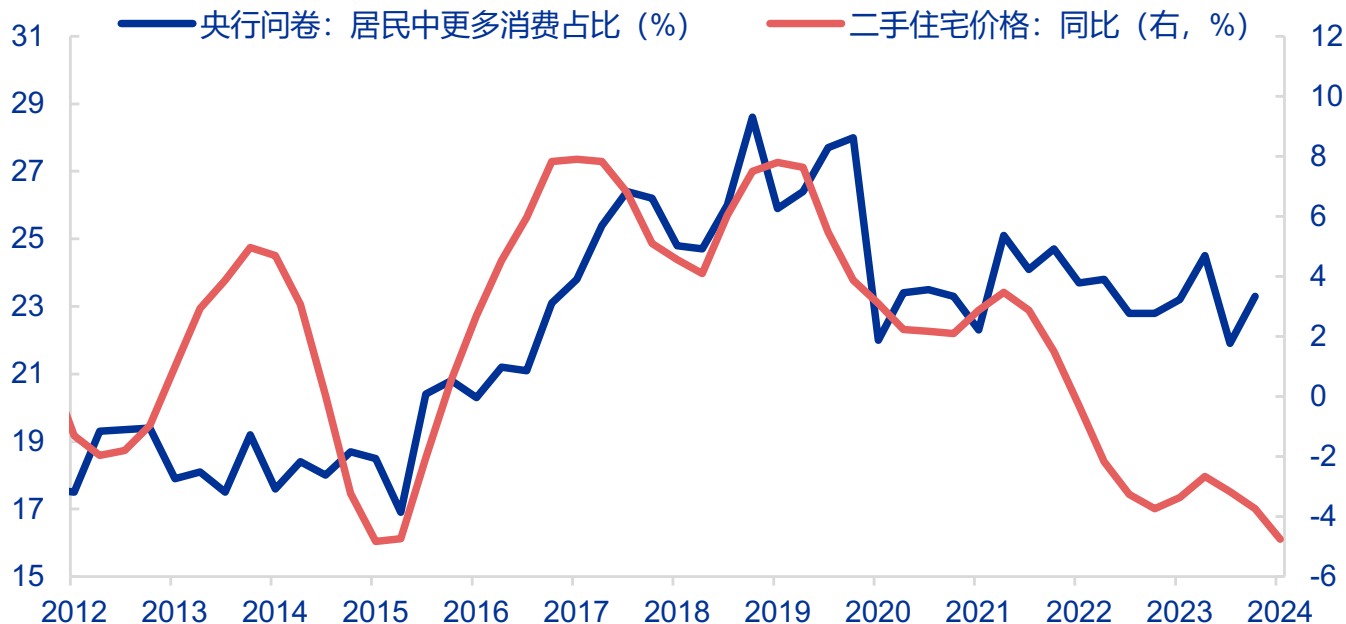
- **从分地区的数据来看，可能并非如此。**我们以收入为依据将全国城镇地区分成六个阶层来考察，不同地区消费倾向并没有跟随全国同步下行，更多呈现“两头下、次高升、中上稳”的格局。**我们将这一数据表现定义为“消费分层”。**



1.3 如何理解不同阶层消费倾向的分化?

- 过去房地产价格上涨对于消费的作用一直存在“财富效应”、“挤出效应”两种观点。如果类比当前，**房地产价格下跌是否对不同阶层的消费影响也是不同的？**我们认为可能有资产和收入两条渠道传导。

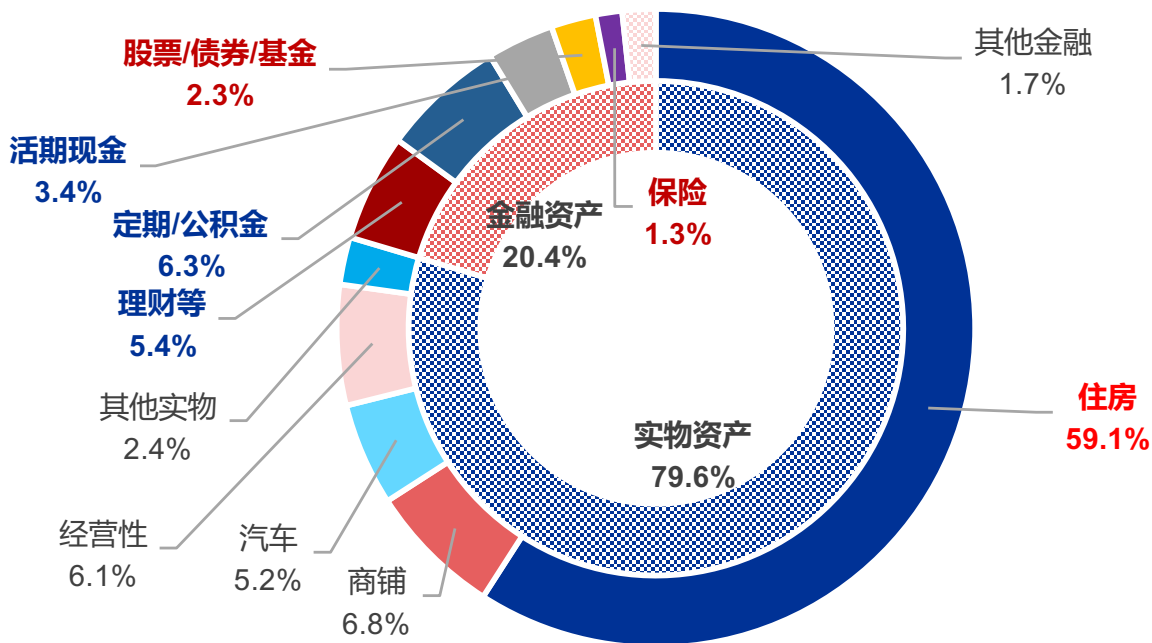
居民更多消费意愿和二手房价格



1.4 房地产占总资产比例不同对消费的传导系数也不同

- **非对称影响之一：房地产在不同居民的资产配置中的占比不同。**理论上，房地产资产占比大的居民在房地产调整过程中受到的冲击越明显，资产占比小的居民受到的冲击小。**我们将其定义为房地产对消费冲击的资产渠道。**

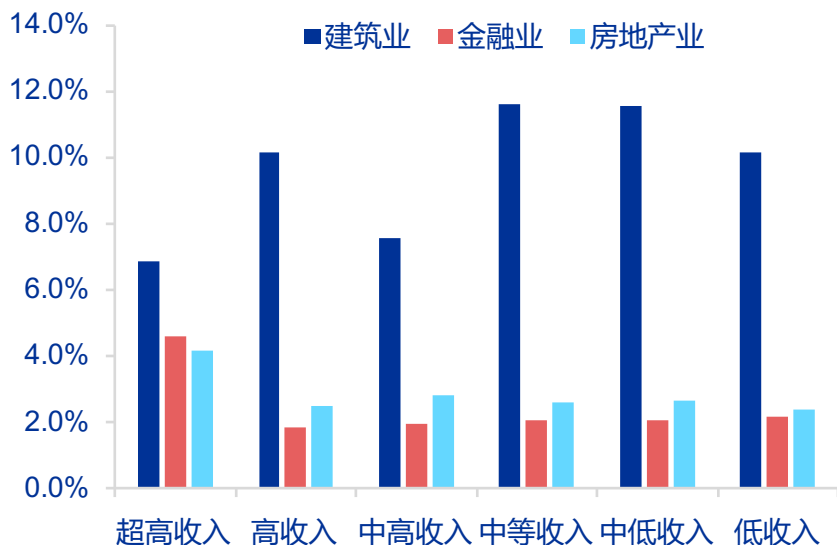
2019年我镇城镇居民家庭资产中以实物特别是住房为核心 (%)



1.5 居民收入中房地产相关的比例不同对消费的影响也不同

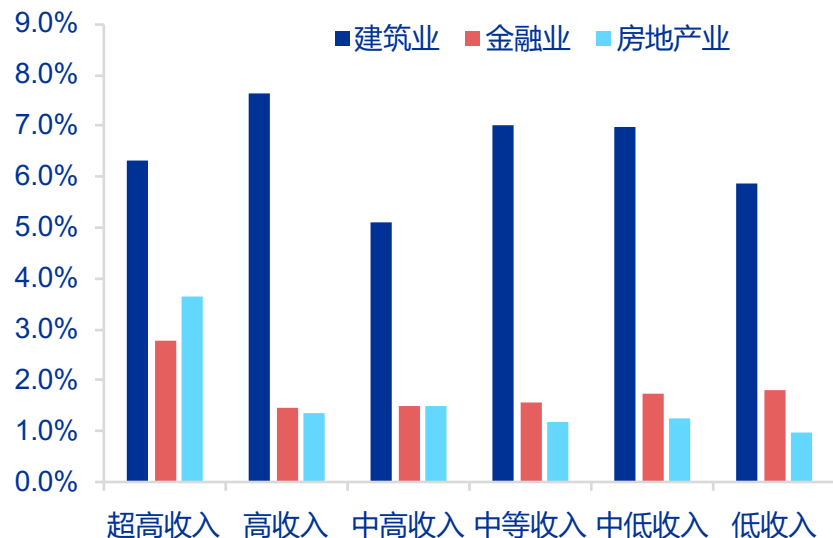
- **非对称影响之二：房地产对从事不同行业的居民收入影响是不同的。**从事房地产行业的、以及其影响较大的金融业和建筑业的居民收入影响最直接，而从事其他行业的居民收入影响需要通过经济循环的传导，相对间接。**我们将其定义为房地产对消费冲击的收入渠道。**

2020年各收入阶层中建筑、金融、房地产业就业人口占比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2010年各收入阶层中建筑、金融、房地产业就业人口占比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.6 小结：两个渠道的影响力不同，会塑造不同的消费趋势

- 不同地区的发展阶段不同，居民资产和收入的来源均有一定的差异，这给我们分析上述两个渠道塑造了条件。我们试图通过将31个省市的城镇数据划分为六个阶层来进行更加详细的分析。

六个阶层的详细分类表（单位：元）

阶层	地区	收入范围
超高收入	北京、上海、广州、深圳	72000+
高收入	江苏、浙江	60000-72000
中高收入	福建、天津	50000-60000
中等收入	广东（剔除广深）、山东、湖南、内蒙古、重庆、安徽	45000-50000
中低收入	辽宁、江西、四川、湖北、陕西、云南、河北、贵州、宁夏、海南	40000-45000
低收入	广西、山西、青海、河南、新疆、甘肃、吉林、黑龙江	-40000

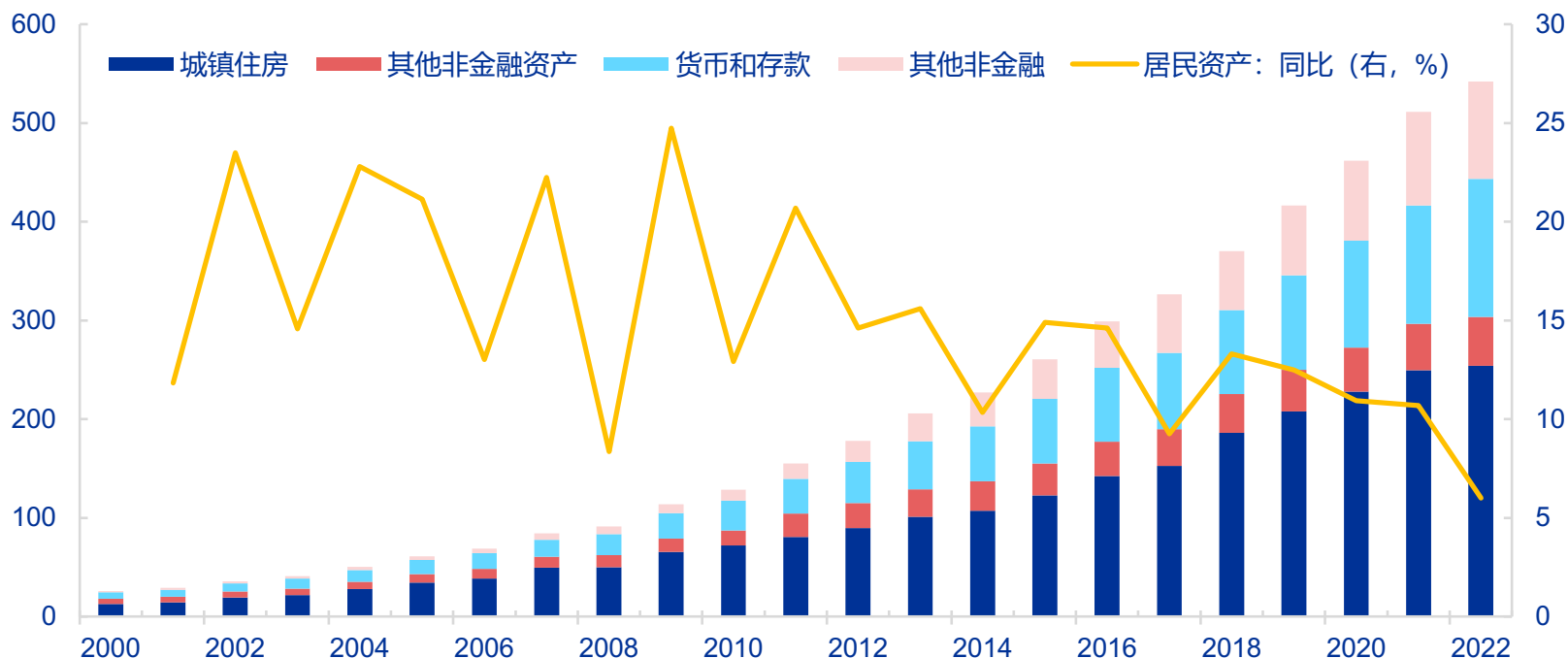
主要内容

1. 消费趋势并非从高到低单一向下
2. 资产&收入渠道：对消费的非对称影响
3. 消费分层的微观验证和宏观消费结构变迁
4. 房价渐稳过程中消费的弹性是阶梯而非线性

2.1 资产渠道：房地产资产占比高令其对消费影响较大

- 不论是从央行调查数据还是从居民资产负债的推测中都可以发现地产的绝对主导地位。但也正是因为房地产价格走弱，居民整体资产规模的增长趋于放缓，甚至可能出现停滞。

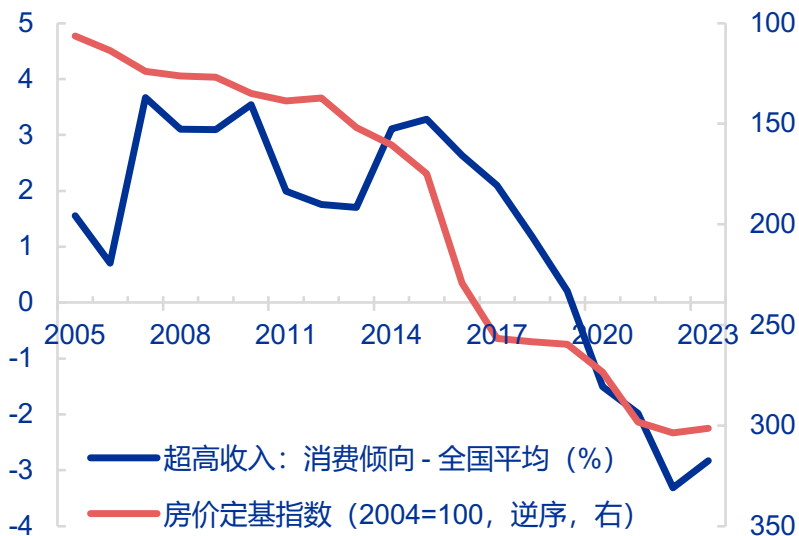
居民资产规模 (万亿元) 和增速



2.3 房地产价格的提升反而成为挤出超高收入地区的消费

- 房价对于高收入以上地区，所呈现的更多是抑制效果。特别是2015年之后的房价快速上涨阶段，超高收入和高收入地区的居民消费倾向迅速偏离全国平均水平。疫情后高收入群体消费倾向有所回升，但我们更多认为是收入渠道，下文会有详细分析。

超高地区房价和消费倾向



资料来源：Wind，申万宏源研究

高收入地区房价和消费倾向

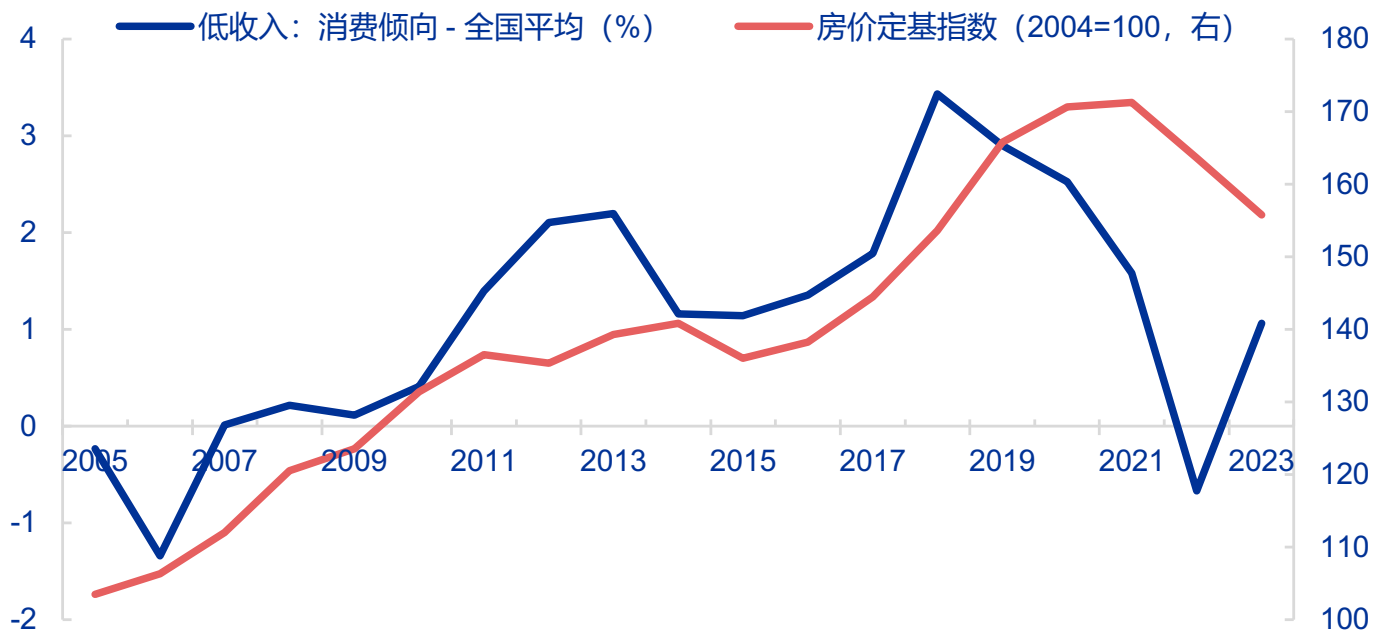


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 房地产价格的提升带动的消费更多体现在低收入地区

- 房价上涨带来的财富效应，以及衍生出对消费的拉动在低收入地区更为显著。

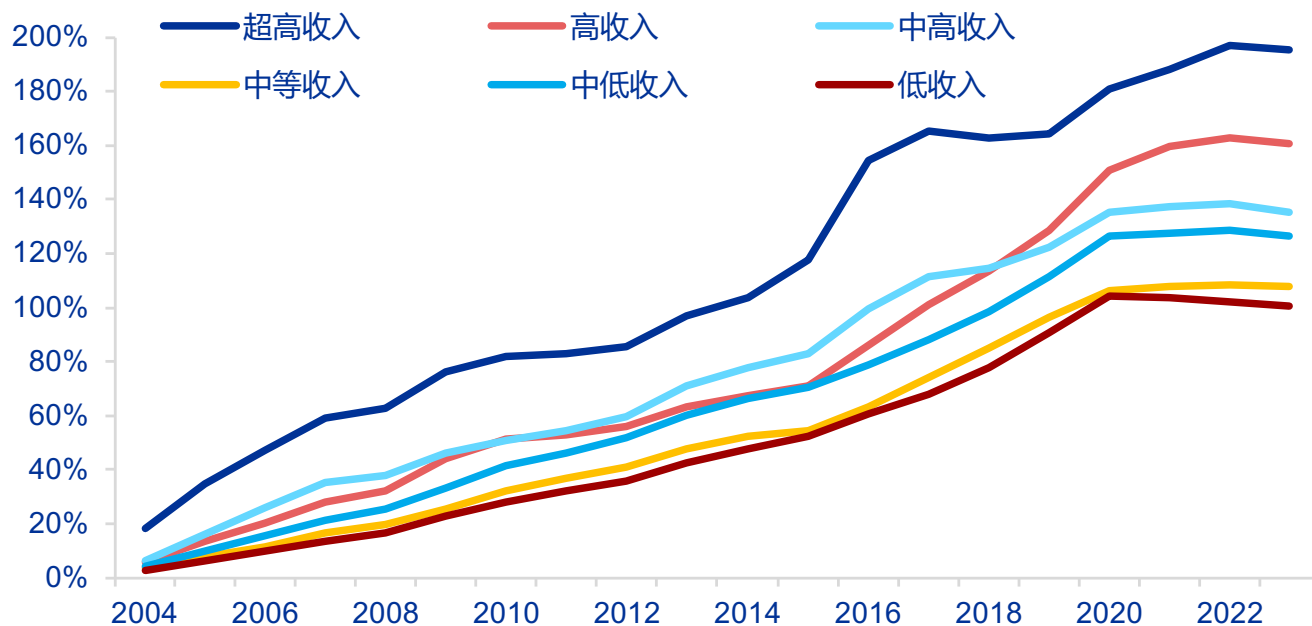
低收入地区房价和消费倾向



2.2 资产渠道：收入越高房地产资产总规模越大

- **超高收入地区房地产市值明显高于其他地区。**以一线城市代表的收入地区估算房地产资产规模达到GDP的195.5%（2023年），其他地区分布占比在100%—161%。
- **房地产波动对超高收入群体所带来的资产损失规模将明显大于其他收入阶层。**

超高收入群体的地产杠杆率普遍较高（地产市值/GDP）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/056120152054010105>