

专题报告

居民消费率还会上升吗？

方正证券研究所证券研究报告

分析师

芦哲

登记编号：S1220523120001

联系人 占烁

相关研究

《财政“正常化”之年，美债供给怎么看？》
2024.02.20

《M1 能否走出低增长？》2024.02.18

《关注春运后移对复产复工的影响》
2024.02.17

《化债会削弱政府支出吗？》2024.02.07

《如何追踪美国总统大选：看什么、怎么看？》2024.02.06

《地方两会：如何实现 5% 及以上增速？——
两会跟踪系列#2》2024.01.31

核心观点：我们认为，未来宏观视角的居民消费率仍会回升。一是在人口和经济两个转型持续的情况下，劳动报酬比重未来将继续提高，从而提高居民部门收入占比；二是人口老龄化将加速发展，财政的民生支出和社保支出也会加速，这些构成对居民的转移支付，部分支出直接计入宏观消费支出（但不计入微观层面住户调查的消费支出），会对消费增速形成逆势支撑；三是投资率未来趋于回落，总需求结构中消费率会提升。

两个居民消费率的背离：上升还是下降？

居民消费率可能正在回归疫情前的长期趋势。以城乡消费为例，城乡消费倾向的差异在于 2023 年是否回到 2019 年水平，农村地区由于疫情前的消费倾向就处于升势，因此 2023 年回升至 2019 年之上；而城镇消费倾向在疫情前持续下降，2023 年即使回升，也仍然低于 2019 年水平。

两个居民消费率指标在疫情前的趋势是相反的。以居民消费倾向来看，疫情前 2010-2019 年在持续下行，这意味着如果未来回归趋势，消费倾向可能难以延续 2023 年的回升。但以宏观居民消费率（居民最终消费/GDP）来看，疫情前却是上升的，从 2010 年的 34.6% 上升到 2019 年的 39.1%，提高了 4.5 个点。这意味着，宏观视角的居民消费率未来仍有提高空间。

因此，疫情前 10 年的居民消费率到底是在上升还是在下降，成为了问题的关键，对于未来的趋势判断具有重要意义。我们认为，宏观消费率的指示可能更准确。

背离原因一：劳动报酬占比回升

可以将宏观视角的居民消费率拆解成“消费倾向”和“居民收入占比”的乘积。从收入分配的角度来看，居民部门可支配收入占比的回升是宏观消费率回升的重要原因。进一步拆解发现，主要来自初次分配中劳动报酬比重的上升。2010-2019 年居民部门可支配收入比重提高了 4.4 个点，全部来自初次分配收入，再分配的转移净收入贡献为 0。而初次分配收入比重提高的 4.4 个点中，劳动报酬贡献了 3.3 个点，财产净收入贡献了 0.8 个点，营业盈余大致持平，仅提高 0.2 个点。因此，2010-2019 年居民部门收入份额的提高主要来自劳动报酬占比的提升。

两个转型导致劳动报酬比重在 2010 年前后迎来拐点、由降转升，一是人口转型，二是产业转型。从人口结构来看，2010 年是我国 15-64 岁劳动年龄人口比重由升转降的拐点，人口转型意味着劳动力市场的供需关系在逐步发生改变，劳动力供给减少可能是劳动收入份额上升的重要原因。

从产业转型来看，分行业的劳动报酬比重依次是：农业>服务业>工业，2020 年第一产业劳动报酬比重接近 100%，二三产业分别为 41%、52%。因此，随着工业化进程的推进，劳动报酬比重会出现先下降后上升的 U 型规律。从纵向来看，我国第二产业占比在 2011 年达到顶点，随后下降，这一时间与劳动报酬比重上升的时间基本一致。从横向来看，我国 31 个省市自治区中，

二产占比越高的地区，劳动报酬比重一般越低，横向看两者也呈现明显负相关。

背离原因二：微观消费倾向缺失了哪些逆周期项目？

除了收入分配外，宏微观消费倾向的背离也是两个消费指标背离的重要原因。2010-2019 年宏观消费倾向上升、微观消费倾向下降，拆开来看，其实是宏观消费增速超过收入增速、微观消费增速低于收入增速（消费倾向=消费支出/可支配收入，宏观的分子增速高于分母）。对此，可以从两方面理解，一是 2010 年后居民收入随着经济增长放缓而减速，二是宏观消费所包含的项目比微观消费项目更有韧性，因此在收入增速放缓时，微观消费随之减速，而宏观消费增速仍然较高。

我们对宏微观消费口径中差异较大的科目进行测算。发现主要有 3 项支出，在 2010 年后占收入的比重大幅提高，但未完整包含在微观消费口径中，仅在宏观消费中收纳。①购买汽车支出，在 2010-2016 年持续上升，2016 年占住户部门可支配收入的 9.2%，2017 年后下降。②医保基金报销和保险公司赔付保险费，2021 年合计约 3 万亿，但未计入微观消费。③金融中介和保险服务，在微观住户调查中未包含，但在 GDP 核算的居民消费支出中纳入，2020 年，金融中介和保险服务支出两类消费合计约 5.24 万亿，占居民收入的 8.4%左右。

展望：居民消费率还会回升吗？

讨论消费的时候，容易混淆的三个问题：一是专注于居民消费率低于全球的结果，而忽略趋势变化；二是将短期的消费低迷和中长期消费率变化混为一谈；三是单纯用微观消费倾向来证明居民消费率下行，但忽略了更完备全面的宏观消费率。详见正文。

未来宏观消费率回升的逻辑：一是人口转型和产业转型仍在持续，劳动报酬占比提升的两个逻辑仍然存在。人口转型会继续带来劳动力的相对稀缺性，另外，2020 年以来劳动参与率加速下降，将使得劳动力市场供需关系更加趋紧。产业转型的大趋势在过去几年因疫情被短暂打断，但 2023 年开始正在回归，工业比重下降、服务业比重回升，就业将逐步转向更高劳动报酬的部门。工资性收入占比在经历了两年的低位后，2023 年这一指标比 2022 年回升了 0.7 个点，预计 2023 年开始劳动报酬占比将继续回升。

二是老龄化加速，财政的民生支出和社保支出也会加速，这些构成对居民的转移支付，部分支出直接计入宏观消费支出，会对消费增速形成逆势支撑。按照联合国的预测，我国老龄化正在迎来加速发展。2010-2020 年，65 岁以上人口比重平均每年提高 0.38 个点，2020-2030 年年均将提高 0.56 个点。老龄化的加速发展势必会带来民生财政和医保等支出的加速，而医保等支出不计入微观消费支出、但计入宏观消费支出，因此会对 GDP 核算中的消费支出增速形成支撑。

三是投资率未来趋于回落，总需求结构中消费率会提升。人口抚养比回升会带来储蓄率下降，在总需求结构层面提高消费率、降低投资率。过去几十年里，中日韩的宏观消费率都与人口抚养比正相关，而储蓄率和投资率都与抚养比负相关。就中国而言，大致在 2010 年前后出现人口抚养比由降转升的拐点，此后宏观消费率随之回升，而储蓄率和投资率随之下降。按照联合国的预测，未来我国人口抚养比仍将长期回升，客观上人口结构更有利于宏观消费率的提升。

微观消费倾向在 2024 年受服务消费修复拉动，可能继续小幅提高，此后趋稳。2023 年微观消费倾向回升的主要原因是服务消费大幅修补。居民人均

消费支出增长 9.2%，但商品消费支出仅增长 5.3%，服务消费在低基数下大幅增长 14.4%。尽管如此，服务消费遗留的缺口仍然大于商品消费。2019–2023 年，服务消费复合增速从前四年的 11.2% 大幅下降至 5.2%，而商品消费增速仅从 6% 降至 5.9%。因此，服务消费补缺口会带动未来一段时间消费增速超过收入增速，从而使得居民消费倾向小幅提高。但是，这一提高难以持续，预计在服务消费补完缺口、回归常态增长后，微观消费倾向会趋稳。

风险提示：（1）偏向工业的宏观政策使得工业向服务业的转型放缓；（2）房地产市场下行对居民消费造成拖累；（3）资本市场波动从财富角度影响居民消费。

正文目录

1 居民消费率的背离：上升还是下降？	6
2 背离原因一：劳动报酬占比回升	7
2.1 居民部门收入占比和宏观消费口径是两个指标背离的主要原因	7
2.2 收入分配：两个转型促进劳动报酬占比回升	8
3 背离原因二：微观消费倾向缺失了哪些逆周期项目？	13
3.1 收入增速放缓：倒U的右侧	13
3.2 微观口径的消费缺失了哪些逆周期项目？	15
3.2.1 自有住房服务支出	17
3.2.2 购买汽车支出	18
3.2.3 医疗保健支出：医保基金和保险赔付医药费	18
3.2.4 金融中介和保险服务	20
4 展望：居民消费率还会回升吗？	22
4.1 讨论消费问题的三个误区	22
4.2 消费率展望：宏观回升、微观趋稳	23
4.2.1 宏观消费率仍有可能回升	23
4.2.2 微观消费倾向先升后稳	29
5 风险提示	30

图表目录

图表 1: 消费倾向的回升与城乡的趋势分化.....	6
图表 2: 两个消费指标的背离	7
图表 3: 收入分配的拐点是居民消费率拐点的重要原因.....	8
图表 4: 宏观和微观消费倾向的背离是另一个原因.....	8
图表 5: 居民可支配收入比重的提高主要来自初次分配收入的上升.....	9
图表 6: 初次分配收入分部门比重	9
图表 7: 可支配收入分部门比重	9
图表 8: 初次分配中, 劳动报酬占比的上升是主要因素.....	10
图表 9: 财产净收入和劳动报酬占 GDP 比重明显回升.....	10
图表 10: 营业盈余占 GDP 比重回升幅度不明显.....	10
图表 11: 劳动年龄人口占比的减少是劳动报酬比重提升的重要原因.....	11
图表 12: 劳动年龄人口总量从 2013 年开始减少.....	11
图表 13: 全社会就业人员数量在 2014 年达到顶点.....	11
图表 14: 劳动报酬比重: 一产>三产>二产.....	12
图表 15: 工业向服务业的转型是劳动报酬比重上升的原因之一.....	12
图表 16: 31 省级地区劳动报酬比重与二产比重成反比	13
图表 17: 宏观可支配收入是微观的 1.3-1.4 倍.....	14
图表 18: 宏微观收入增速的倒 U 型变化.....	14
图表 19: 收入增速中枢的下移	15
图表 20: 但替换分母后消费倾向趋势不变.....	15
图表 21: 宏观和微观居民消费支出的差异自 2009 年以来扩大.....	16
图表 22: 宏观和微观居民消费支出的统计口径差异.....	17
图表 23: GDP 核算中的自有住房支出偏低, 但不是消费倾向差异的原因	18
图表 24: 汽车销售增速的变化	18
图表 25: 汽车消费支出占可支配收入的变化.....	18
图表 26: 老龄化演进会增加政府健康支出.....	19
图表 27: 医保支出和保险公司赔付医疗费占居民可支配收入的比例持续上升.....	20
图表 28: 剔除医保和保险赔付后, 宏观消费倾向大幅下降.....	20
图表 29: 金融中介和保险服务支出占收入比例在 2010 年后明显提升.....	21
图表 30: 金融中介和保险服务消费支出伴随着居民杠杆率提升.....	22
图表 31: 我国居民消费率偏低	23
图表 32: 消费增速下行与消费率的提升并不矛盾.....	23
图表 33: 劳动参与率加速下降	24
图表 34: 被打断的产业转型趋势正在重启.....	25
图表 35: 2023 年劳动报酬占比料将回升	25
图表 36: 2020 年前后老龄化开始加速发展	26
图表 37: 财政支出从基建向民生倾斜.....	26
图表 38: 人口抚养比变动影响储蓄、消费、投资.....	27
图表 39: 日本消费率和人口抚养比正相关.....	28
图表 40: 日本投资、储蓄和人口抚养比负相关.....	28
图表 41: 韩国消费率和人口抚养比正相关.....	28
图表 42: 韩国投资、储蓄和人口抚养比负相关.....	28
图表 43: 我国自 2010 年开始进入抚养比长期上升阶段.....	29
图表 44: 服务消费补涨	30
图表 45: 服务消费缺口仍远大于商品消费.....	30

1 居民消费率的背离：上升还是下降？

2023 年，居民消费倾向回升 1.8 个点至 68.3%，已经接近 2021 年水平，但距离 2019 年的 70.1% 仍低 1.8 个点。

未来居民消费率会继续回升吗？对此，我们有两个观察。

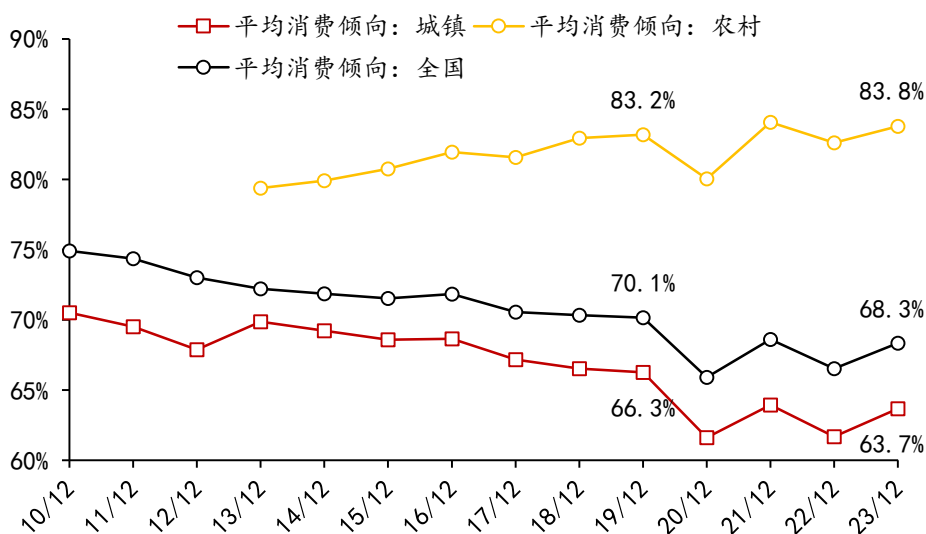
一是居民消费率可能正在回归疫情前的长期趋势，可以观察城乡消费的区别。城乡消费倾向的差异在于 2023 年是否回到 2019 年水平，农村地区由于疫情前的消费倾向就处于升势，因此 2023 年回升至 2019 年之上；而城镇消费倾向在疫情前持续下降，2023 年即使回升，也仍然低于 2019 年水平。从具体数据来看，农村消费倾向在疫情前 2013-2019 年从 79.4% 升高至 83.2%；疫情后重回升势，2023 年达 83.8%，已经超过 2019 年的 83.2%。城镇和全国消费倾向在疫情前处于下降趋势，城镇消费倾向从 2010 年的 70.5% 回落至 2019 年的 66.3%，带动全国消费倾向下行。2023 年，城镇和全国消费倾向仍比 2019 年低 2.6 和 1.8 个点。

二是两个居民消费率指标在疫情前的趋势是相反的。以居民消费倾向来看，疫情前确实在持续下行，这意味着如果未来回归趋势，消费倾向可能难以延续 2023 年的回升。但以宏观居民消费率（居民最终消费/GDP）来看，疫情前却是上升的，从 2010 年的 34.6% 上升到 2019 年的 39.1%，提高了 4.5 个点。这意味着，宏观视角的居民消费率未来仍有提高空间。

因此，疫情前 10 年的居民消费率到底是在上升还是在下降，成为了问题的关键，对于未来的趋势判断具有重要意义。我们认为，宏观消费率的指示可能更准确。

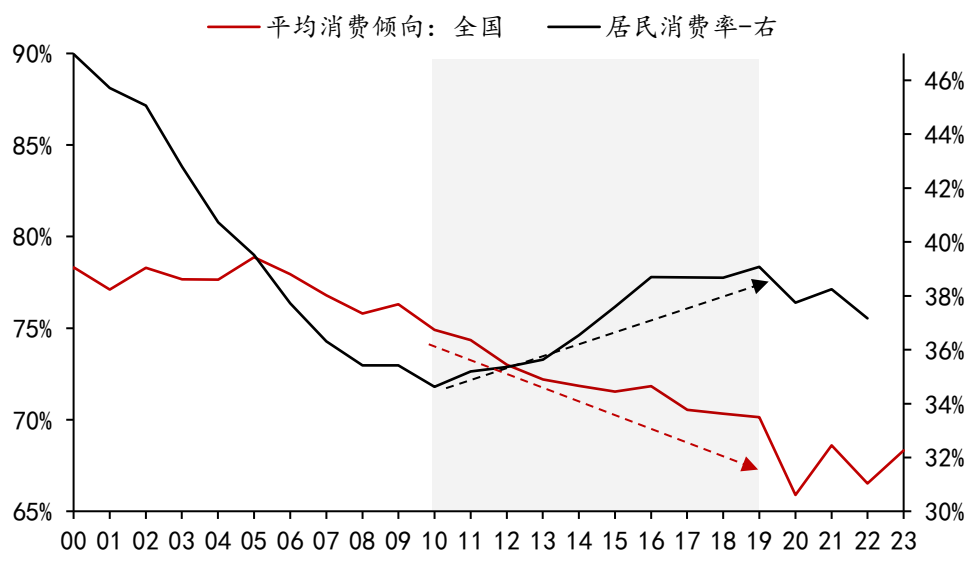
接下来我们将拆解两个消费指标背离的原因，从而判断未来趋势。

图表1: 消费倾向的回升与城乡的趋势分化



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2: 两个消费指标的背离



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2 背离原因一: 劳动报酬占比回升

2.1 居民部门收入占比和宏微观消费口径是两个指标背离的主要原因

两个居民消费指标的区别在于分母。分子端都是居民消费支出,但消费倾向的分母是可支配收入,消费率的分母是GDP。为了使两个居民消费率指标更具有可比性,我们可以将宏观视角的居民消费率拆解成“消费倾向”和“居民收入占比”的乘积:

宏观居民消费率=居民消费支出/GDP

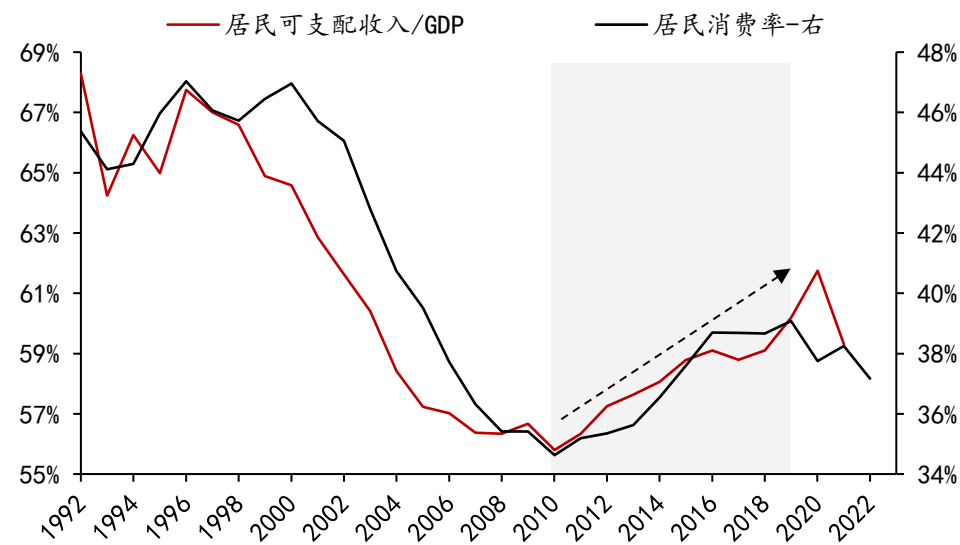
= (居民消费支出/居民可支配收入) × (居民可支配收入/GDP)

= 宏观消费倾向 × 居民部门收入占比

居民部门收入占比和宏微观消费口径是两个指标背离的主要原因。一方面,居民部门收入比重在2010年前后由降转升,因此收入分配因素是宏观视角的居民消费率在2010年后迎来拐点的重要原因,这是微观消费指标所不能反映的。另一方面,宏观和微观两个消费倾向的趋势也不同。二者在2010年之前的十年均在下降,2010-2017年宏观消费倾向持续回升,2017年后大致持平,但整体来看2010-2019年间也是上升的,微观消费倾向则在这期间持续下降。考虑到两个消费倾向的含义基本相同,这意味着二者统计口径可能差别较大,是造成趋势分化的主要原因。

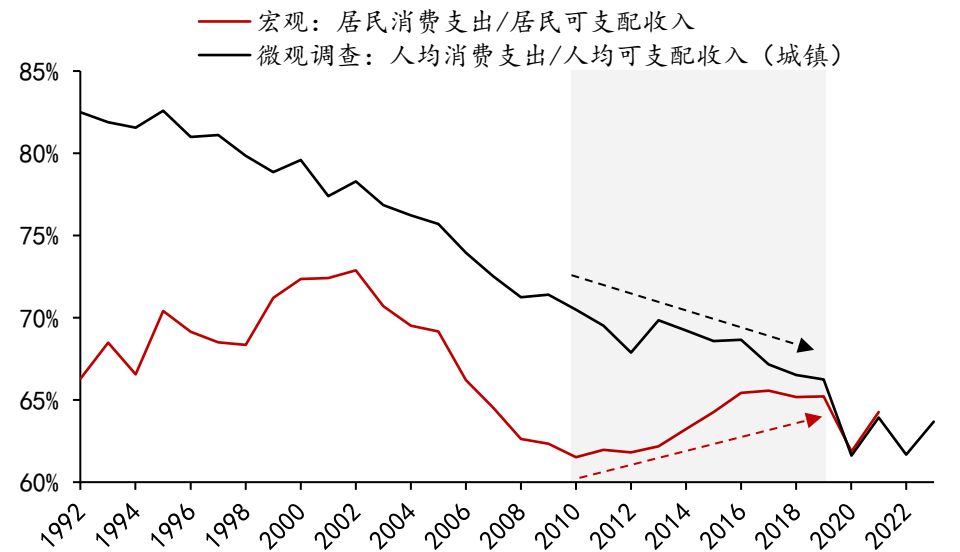
接下来,我们将从收入分配和宏微观消费口径两个角度,展开进一步的拆解。

图表3: 收入分配的拐点是居民消费率拐点的重要原因



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4: 宏观和微观消费倾向的背离是另一个原因



资料来源: Wind, 方正证券研究所

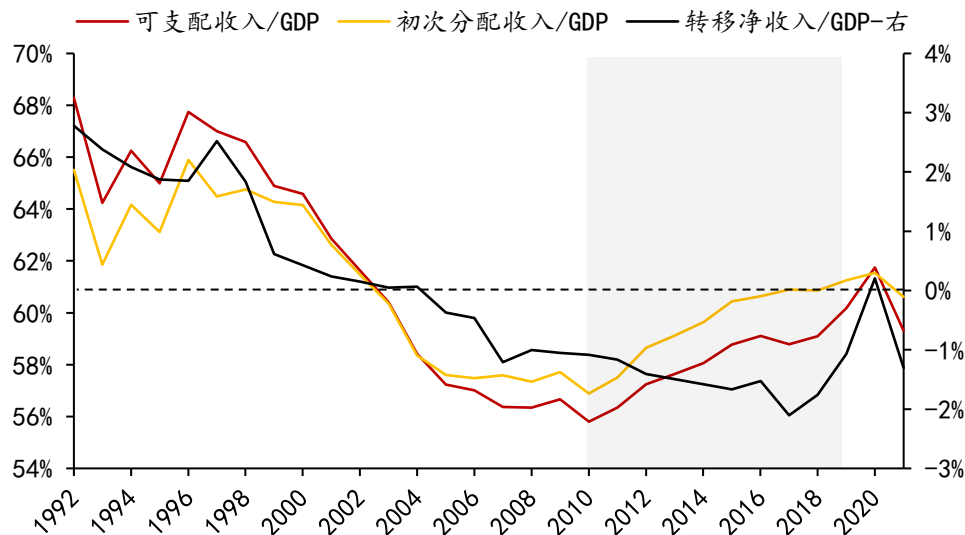
2.2 收入分配：两个转型促进劳动报酬占比回升

从收入分配角度来看，要探究居民部门收入比重为何回升，需要拆解可支配收入的构成。可支配收入=初次分配收入+转移净收入，分别对应初次分配和再分配两个过程。2005年以来，我国居民再分配收入长期低于初次分配收入。也就是转移净收入长期为负，并且持续下行，直到2017年见底，2018年开始回升，可能是因为2018年开始的大规模个税改革。

居民可支配收入比重的提高主要来自初次分配收入的上升。可以将居民收入占GDP的比重拆分为“初次分配收入比重”和“转移净收入比重”两部分。2010-

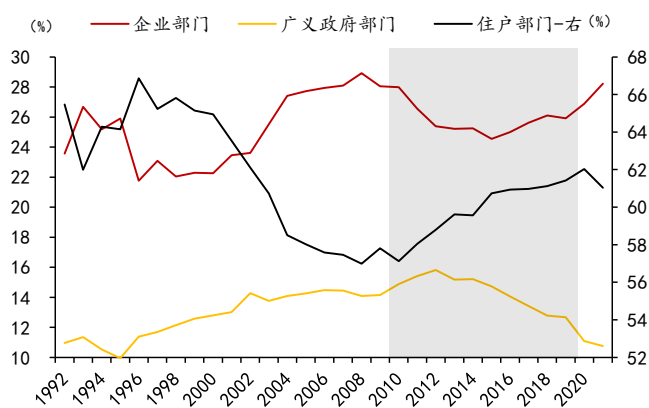
2019年可支配收入比重提高了4.4个点，全部来自于初次分配收入的贡献，再分配转移净收入先降后升，最终贡献为0。与1992-2009年的居民部门收入份额的下行周期相比，最大的变化是初次分配收入比重由降转升。从初次分配和再分配的结果中也能看到，企业和政府部门的比重在2010年前是上升的，2010-2019年均有不同幅度的下降。

图表5:居民可支配收入比重的提高主要来自初次分配收入的上升



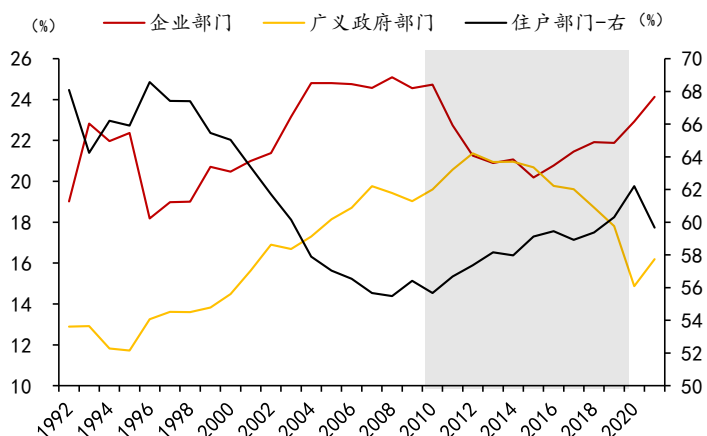
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6:初次分配收入分部门比重



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表7:可支配收入分部门比重



资料来源: Wind, 方正证券研究所

居民初次分配收入可以进一步拆解为劳动报酬、营业盈余、财产净收入三部分。根据资金流量表，

居民部门初次分配收入=增加值+劳动报酬来源-劳动报酬运用+财产净收入-生产税净额

=劳动报酬来源+(增加值-劳动报酬运用-生产税净额)+财产净收入

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/365033033334011111>