

# 消费复苏能否延续，结构如何？

——2021年下半年消费数据展望

证券分析师：孟祥娟 A0230511090004  
刘 宁 A0230519090003

2021.07.09

## ■ 一、大势：消费的复苏仍在持续。

- （1）消费端企稳时期，债市往往承压。本轮消费的修复从2020年二季度左右开启，由弱复苏到加速复苏，从商品到服务，从必选到可选，对债市有一定压力。
- （2）消费修复方向仍在持续。本次疫情影响下，消费部分的修复节奏相对慢于生产、出口和投资，而且结构有所分化。三大消费指标（GDP中消费支出、社零以及居民消费支出数据）均处于持续恢复中，关联的就业和居民收入指标也整体向好，显示消费的复苏仍在持续。

## ■ 二、分化：疫情对各类消费影响不一。

- 疫情影响下各类消费不仅受损程度不同，后期修复速度也出现了分化。
- （1）商品VS服务：餐饮等服务类消费修复弱于商品，服务业尚未完全修复至疫情前。（2）城镇VS乡村：城镇消费受疫情冲击大于乡村消费，但修复也快于乡村消费（3）限额以下VS限额以上企业消费：限额以上企业的消费品零售受疫情打击更大，但恢复也更快，已经基本回到疫情前的水平。

## ■ 三、拆解：商品消费修复从必选到可选。

- （1）必选消费与可选消费：可选消费受疫情冲击影响较大，当前恢复情况分化，必选消费相对稳定。
- （2）必选消费：当前来看，必选消费基本都已经回到疫情前的增速水平；疫情对烟酒消费影响最大，但今年以来复苏也很显著；表现较强的有：饮料、烟酒等。

- （3）可选消费内部分化加剧：汽车石油类：油价拖累石油及制品类消费的复苏，当前油价仍稳中上涨；房地产相关消费中，修复程度：建筑装修>家具类>家电音像。其他可选消费品：受疫情影响最大的是：服装鞋帽、金银珠宝类；修复过程表现偏强的有：通讯器材、化妆品；当前来看，Q2通讯器材消费出现边际回落，但服装鞋帽、金银珠宝和化妆品类韧性偏强。

## ■ 四、海外消费：复苏放缓，但下半年空间仍在

- （1）政策刺激效应弱化，居民消费节奏放缓，尤其是耐用品类。从两年增速来看，美国耐用用品库存仍有一定补库空间。关注其对我国生产和出口的带动。
- （2）欧美居民消费：非耐用消费品和服务消费很大程度上与总就业人数增速相关度较高，当前仍处于恢复中。（3）服务类：关注疫情企稳、疫苗推广以及可能的放开政策对服务消费需求复苏带动。

## ■ 五、整体展望：继续看好下半年消费复苏

- （1）商品消费：必选类消费已经基本恢复到疫情前的增速水平，甚至更高，后续重点关注可选消费的复苏；一是，原油价格上行对石油制品消费增速的带动；二是，二季度可选消费的边际回落一定程度上与汽车、通讯器材类生产供给受限有关，整体韧性仍强；三是，继续关注经济恢复下，居民就业及收入增长对消费支出的带动。
- （2）服务类消费：当前真实增速尚未完全回到疫情前，继续关注下半年疫情企稳和疫苗推广情况，以及对服务类消费需求的带动。

# 主要内容

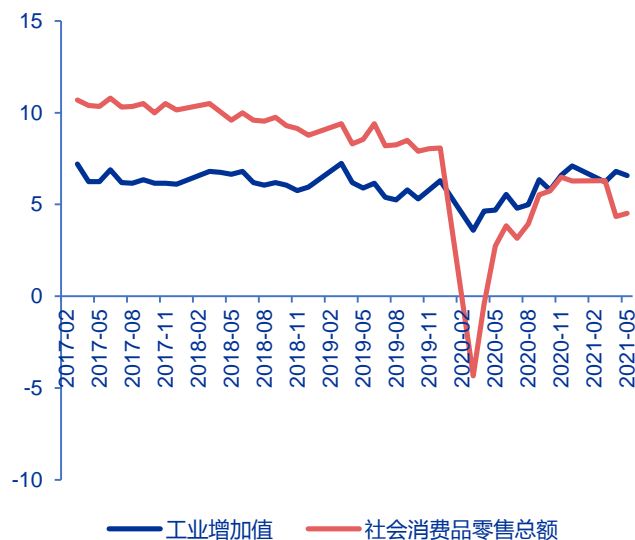
---

1. 大势：消费复苏仍在持续
2. 分化：疫情对各类消费影响不一
3. 拆解：商品消费修复从必选到可选
4. 海外：复苏放缓，但下半年空间仍在

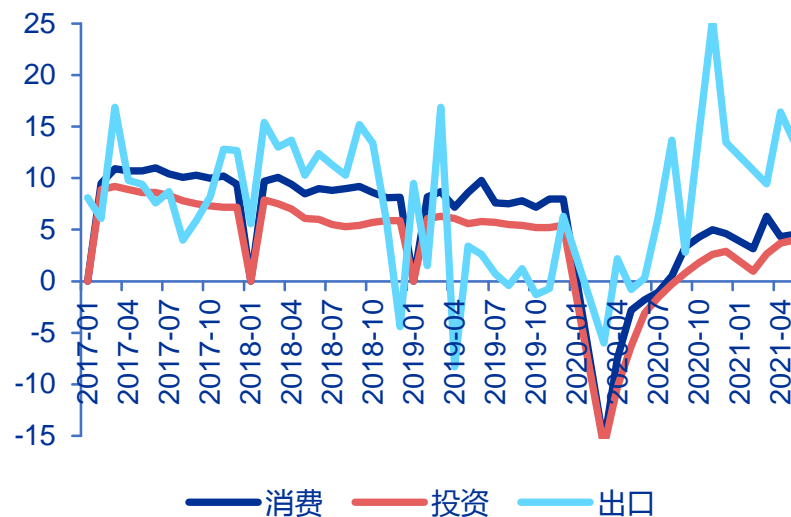
# 1. 疫情影响下，本轮经济复苏中消费相对靠后

- 跟疫情前相比，国内消费修复程度弱于生产、出口和投资。

生产和消费的两年来复合增速（%）



消费、投资和出口的两年来复合增速（%）

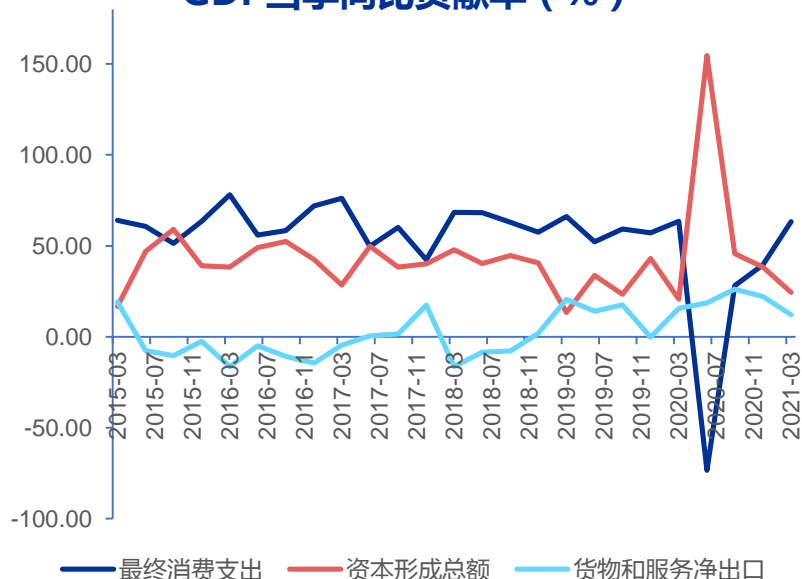


资料来源：Wind，申万宏源研究

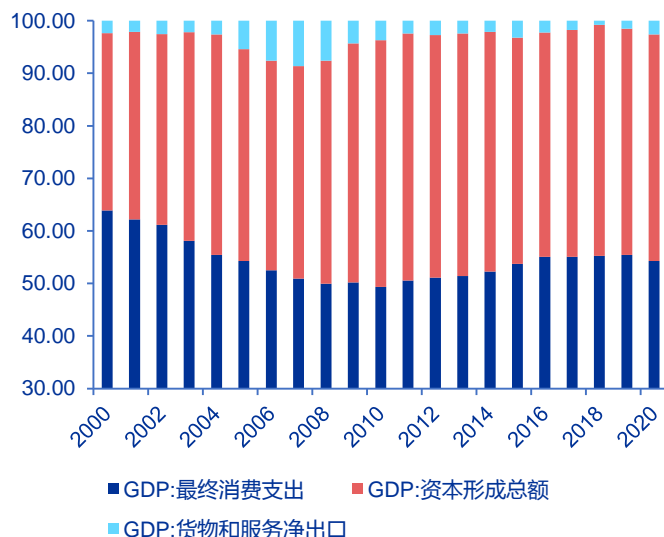
# 1.1 消费三大指标跟踪-GDP中的最终消费支出

- GDP中的最终消费支出从2020年下半年开启反弹，幅度由弱到强；
- 2020年Q4和2021Q1，消费对GDP贡献反超投资和进出口，贡献居首

GDP当季同比贡献率（%）



除2020年外，GDP中消费占比稳步抬升（%）

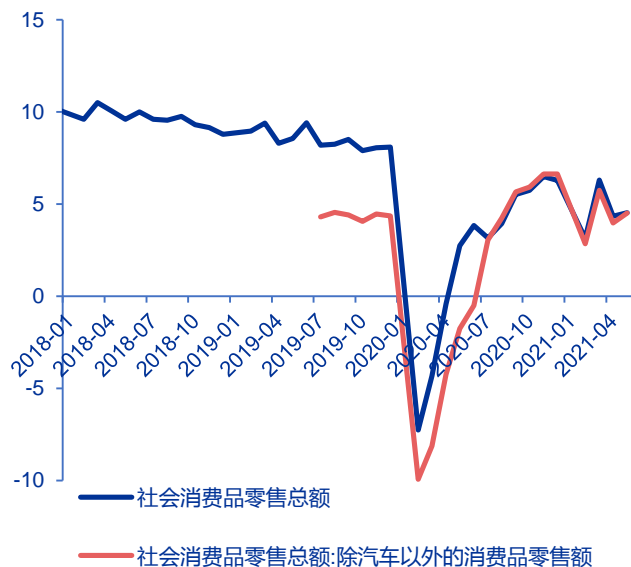


资料来源：Wind，申万宏源研究

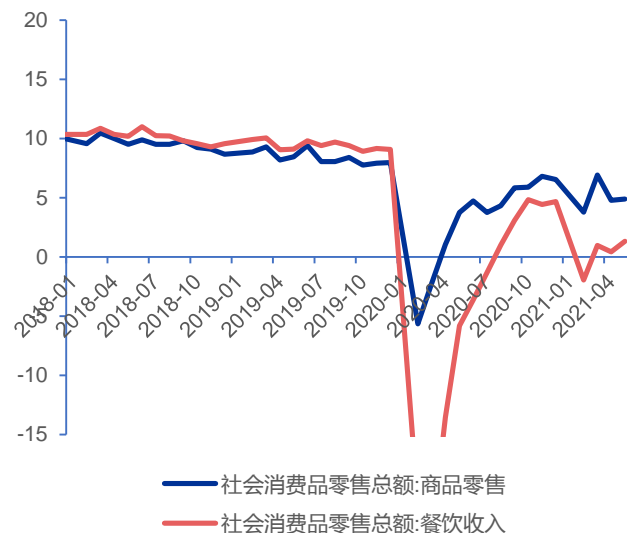
## 1.2 消费三大指标跟踪-社消零售增速

- 除汽车外消费品零售的两年增速基本已经回到疫情前，表现较强
- 疫情对餐饮类消费的负面影响，远大于商品类

社消零售两年复合增速（%）



商品零售和餐饮类两年复合增速（%）

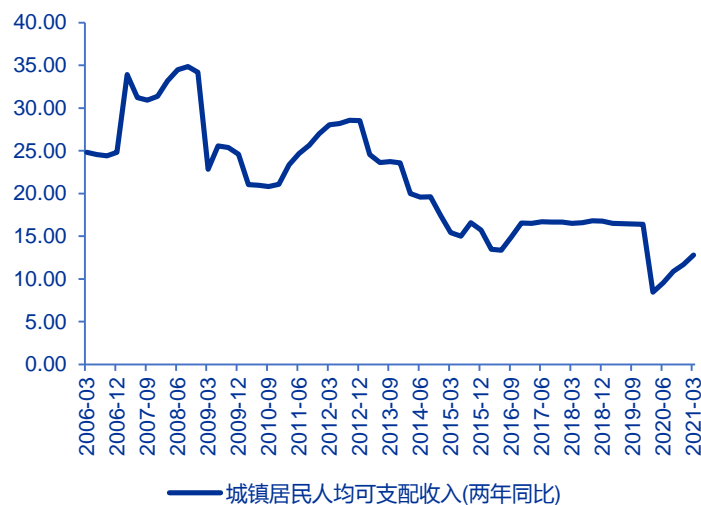


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.3 消费三大指标跟踪-居民人均消费支出

- 2020年3月以来，居民人均消费支出增速处于持续恢复中

居民人均消费支出两年累计同比（%）



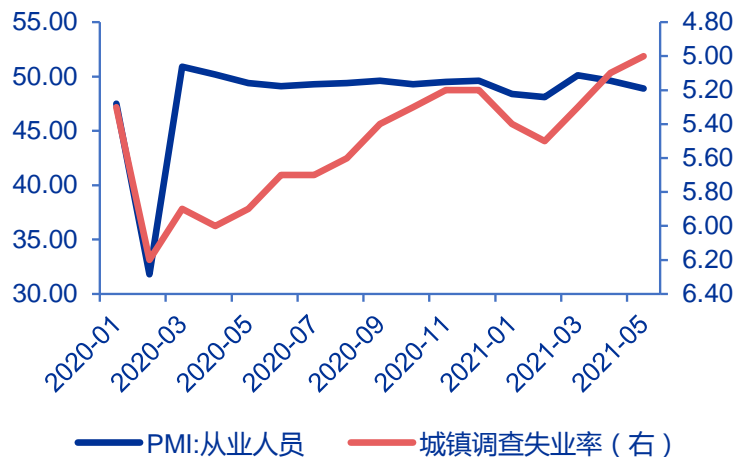
资料来源：Wind，申万宏源研究



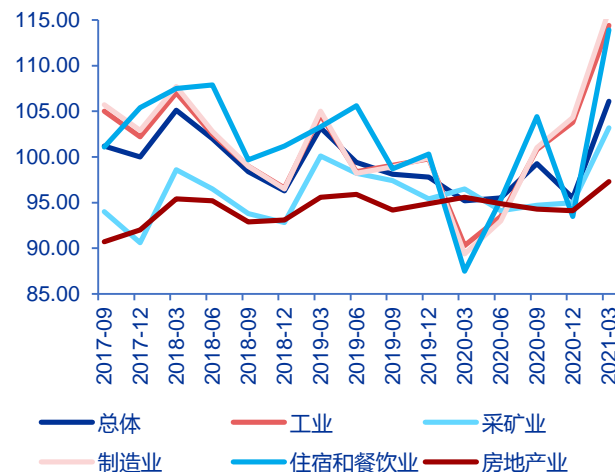
## 1.4 消费关联指标跟踪-就业

### ■ 2021年Q1就业加速改善，Q2边际放缓，但仍整体向好

PMI从业指数和城镇调查失业率（%）



用工景气指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.5 消费关联指标跟踪-收入和储蓄率

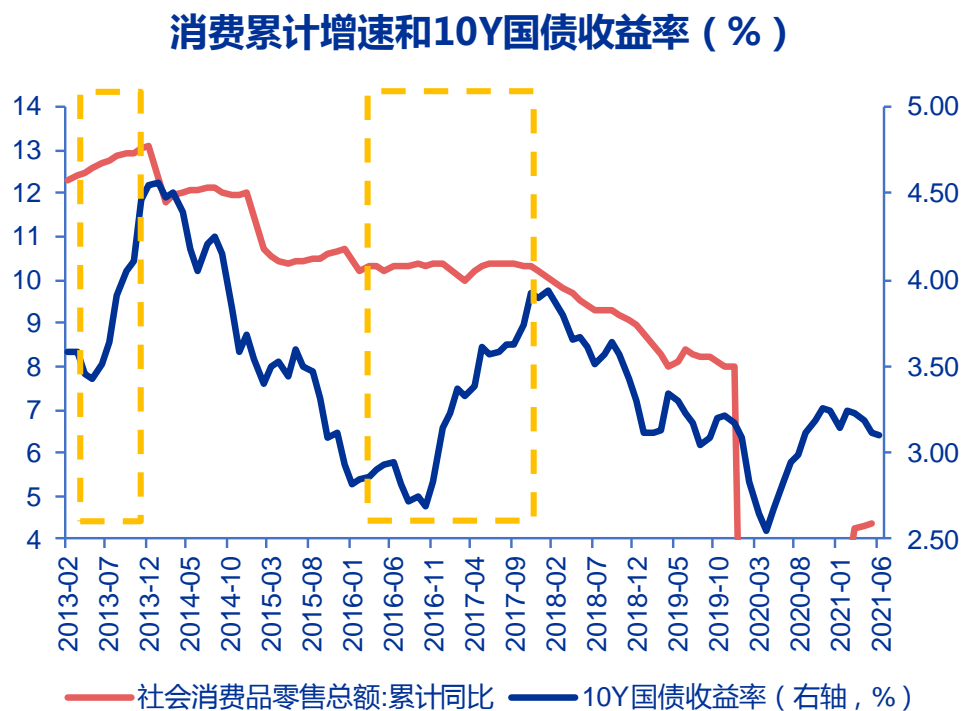
- 居民可支配收入增速稳健
- 储蓄率仍处于高位



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.6 消费端企稳时期，债市往往承压

- 这轮消费修复从2020年二季度左右开启，基本上也是债市收益率触底反弹的时间
- 从两年增速来看，截至2021年5月的数据，消费的复苏仍在持续



资料来源：Wind，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 大势：消费复苏仍在持续
2. 分化：疫情对各类消费影响不一
3. 拆解：商品消费修复从必选到可选
4. 海外：复苏放缓，但下半年空间仍在

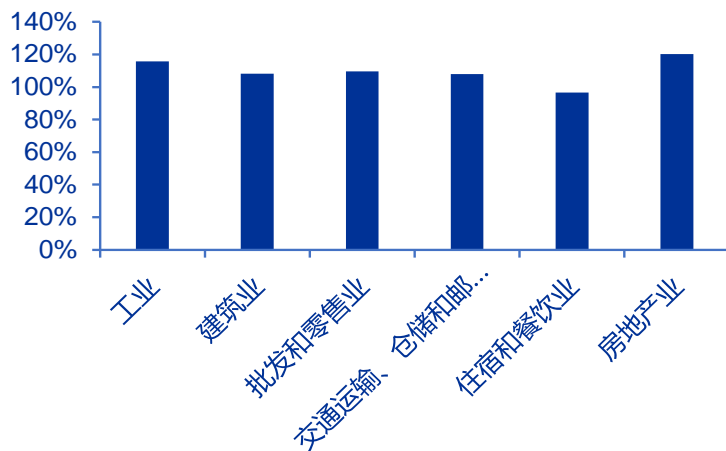
## 2.2 结构分化：商品VS服务

### ■ 服务业尚未完全修复

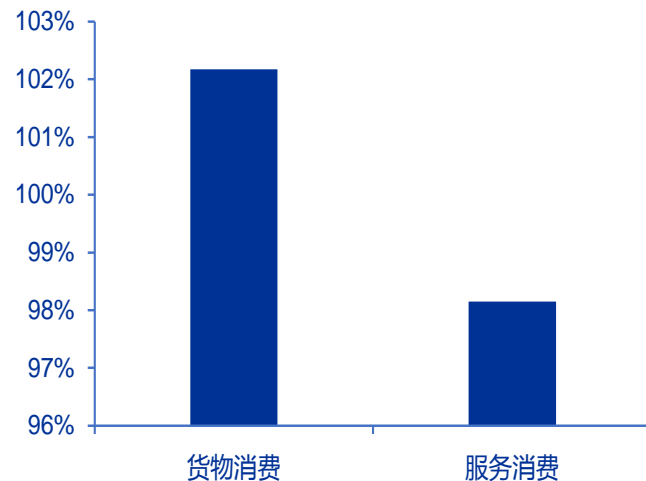
- 从2021Q1的GDP数据看，房地产、工业、建筑业、批发零售业等行业，修复情况显著好于住宿和餐饮业；

### ■ 居民消费支出构成数据也显示，服务消费修复弱于商品。

GDP各分项修复情况（2021Q1/2019Q1）



居民消费支出修复情况（2021Q1/2019Q1）

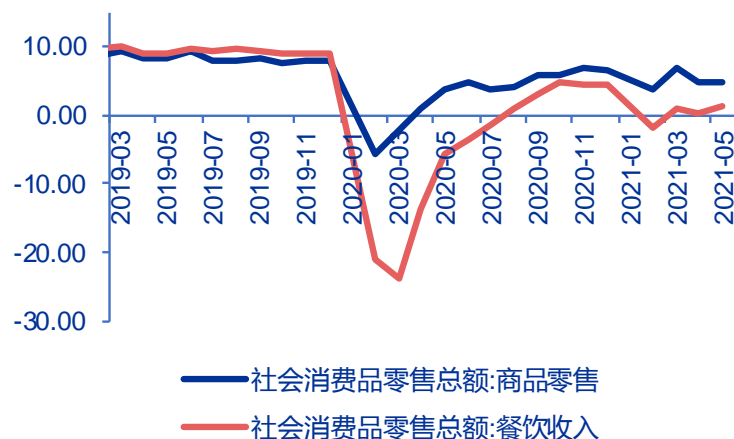


资料来源：Wind，申万宏源研究

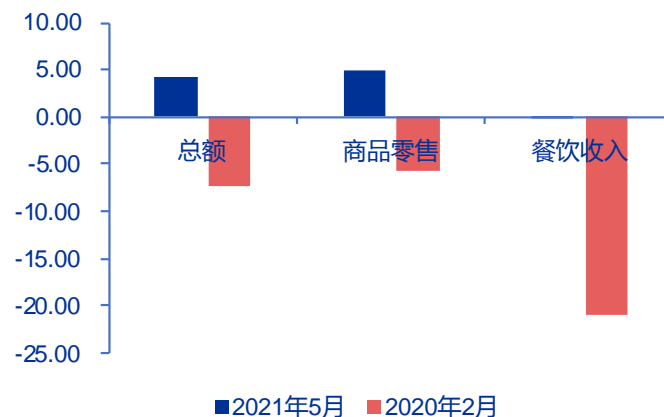
## 2.2 结构分化：商品VS服务

- 社零数据也显示，餐饮部分表现差于商品；

消费修复受餐饮拖累更大（两年复合增速%）



疫情前后商品和餐饮受损与修复程度  
（两年累计复合增速）

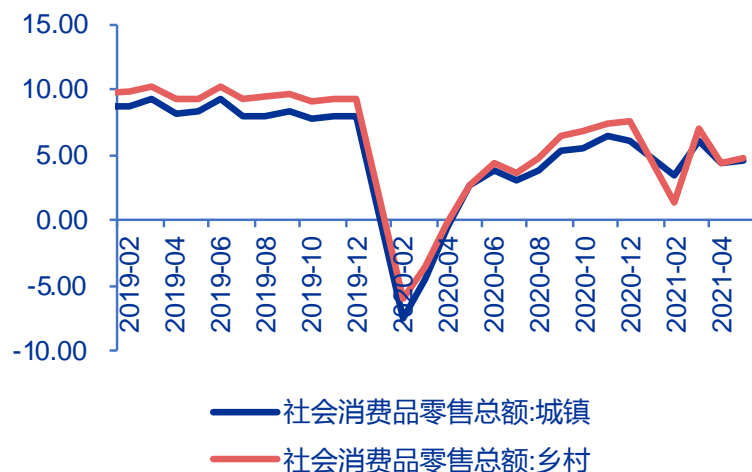


资料来源：Wind，申万宏源研究

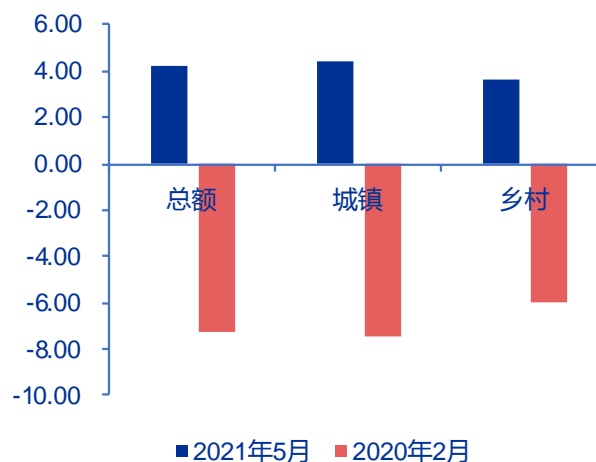
## 2.2 结构分化：城镇VS乡村

- 城镇消费受疫情冲击大于乡村消费，但修复也快于乡村消费；

城镇和乡村消费两年增速（%）



疫情前后城镇和乡村受损与修复情况  
(两年累计复合增速)

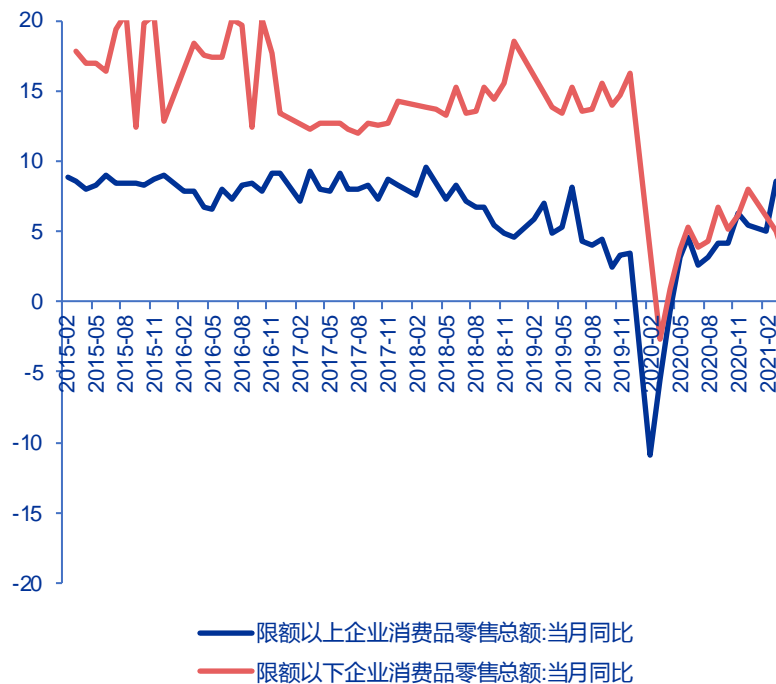


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.2 结构分化：限额以下VS限额以上企业消费

- 按企业规模划分，整体来看限额以上企业的消费品零售受疫情影响更大，但恢复也更快，已经基本回到疫情前的水平

限额以下VS限额以上企业消费品零售（%）



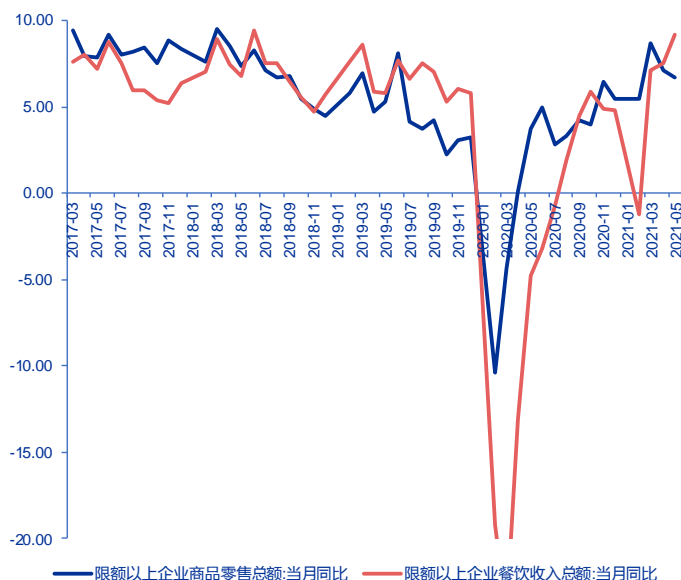
资料来源：Wind，申万宏源研究



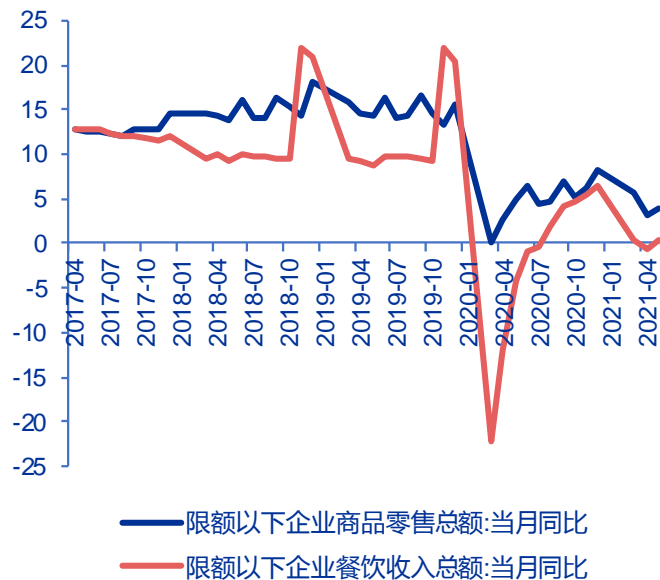
## 2.2 结构分化：限额以下VS限额以上企业消费

- 限额以上企业商品零售修复节奏早于餐饮，但从2021Q2开始，餐饮收入真实增速反超商品零售；
- 限额以下企业中，商品零售和餐饮收入修复都较慢，尤其是餐饮收入。

限额以上企业商品和餐饮两年复合增速（%）



限额以下企业商品和餐饮两年复合增速（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 大势：消费复苏仍在持续
2. 分化：疫情对各类消费影响不一
3. 拆解：商品消费修复从必选到可选
4. 海外：复苏放缓，但下半年空间仍在

## 3.1 商品消费修复情况分化

### ■ 将社零数据进行分类

按商品类别，分为可选消费和必选消费

分类	二级分类	规模占比(2019年)	2020年增速相比2019年变动
必选消费	粮油食品	10.6	-0.3
	药品	4.5	-1.2
	烟酒	3.0	-2.0
	日用品	4.2	-6.4
可选消费	地产相关	建筑装潢	-5.6
		家具	-12.1
		家电音像	-9.4
	汽车石油	汽车	-1.0
		石油制品	-15.7
	其他	服装	-9.5
		金银珠宝	-5.1
		通讯器材	4.4
		化妆品	-3.1
		办公用品	2.5

## 3.1 商品消费修复情况分化

- 可选消费受疫情冲击影响较大，当前恢复情况分化
- 必选消费相对稳定

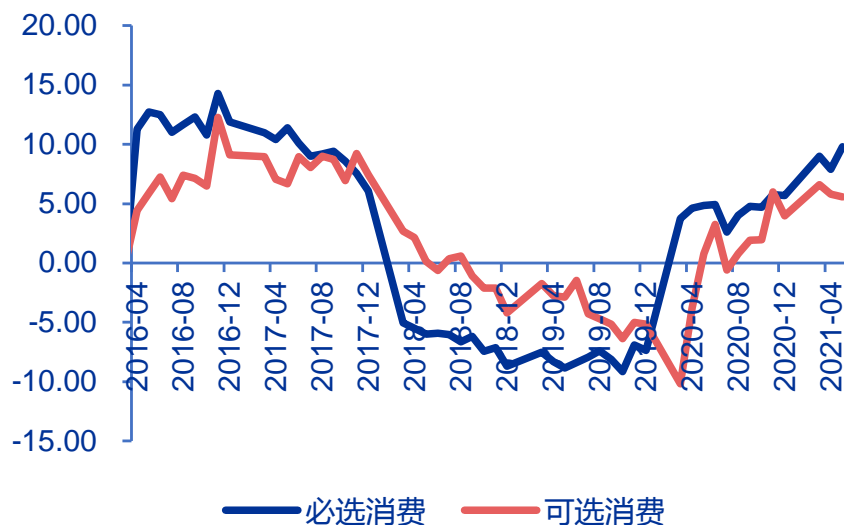
居民人均消费支出及分项的两年累计同比  
(%)

	人均消费 性支出	食品	衣着	居住	家庭设备用 品及服务	医疗保健	交通和通 信	教育文化 娱乐服务	其他商品 和服务
21Q1-20Q4	1.3	3.7	1.5	-1.8	1.9	-0.6	-7.7	12.8	-0.5
2021-03	4.7	12.6	-7.6	9.4	2.5	5.6	-7.6	0.0	-6.5
2020-12	3.4	8.9	-9.0	11.2	0.7	6.2	0.0	12.8	-6.0
2020-09	1.2	6.2	-13.1	13.5	-2.3	3.8	-2.5	20.6	12.3
2020-06	-2.0	4.1	-18.9	13.5	-4.8	-1.7	-7.5	30.2	17.6
2020-03	-4.0	0.6	-20.9	12.0	-9.2	-2.4	13.6	22.1	18.8
2019-12	14.8	10.5	4.2	21.9	10.8	28.4	10.5	16.9	14.7
2019-09	14.2	7.9	4.3	22.7	9.5	27.2	11.7	16.3	17.1
2019-06	13.7	6.3	5.5	23.2	12.7	28.1	10.0	16.0	16.4
2019-03	12.1	5.0	7.0	22.1	11.7	29.4	8.3	11.7	13.6

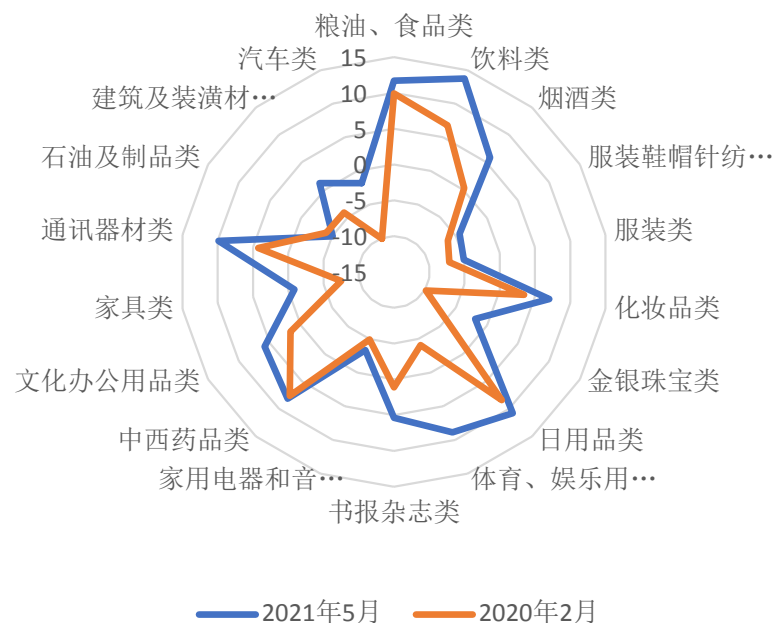
## 3.1 商品消费修复情况分化

- 可选消费受疫情冲击影响较大，当前恢复情况分化
- 必选消费相对稳定

可选消费与必选消费两年增速 (%)



疫情前后对比 (%)

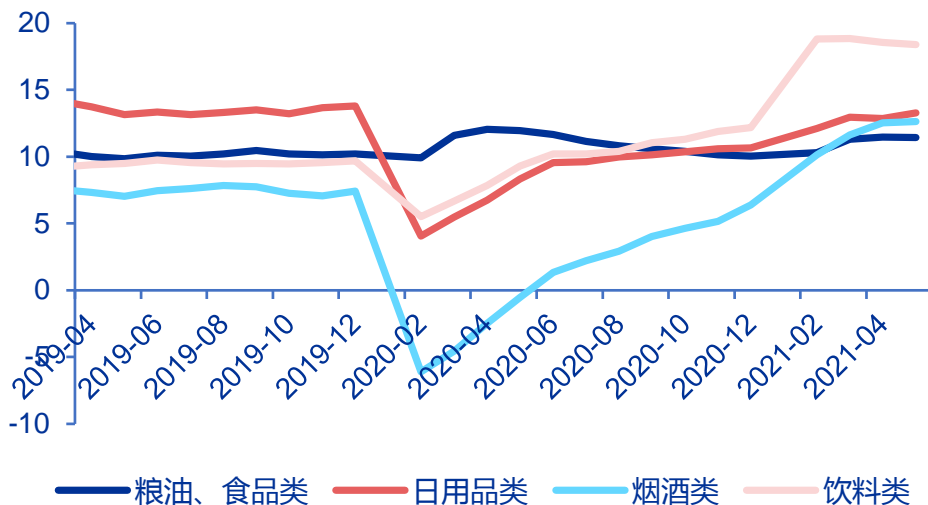


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 3.2 部分必选消费增速已超疫情前

- 当前来看，必选消费基本都已经回到疫情前的增速水平；
- 疫情对烟酒消费影响最大，但今年以来复苏也很显著；
- 表现较强的有：饮料、烟酒等。

必选消费真实增速（%）

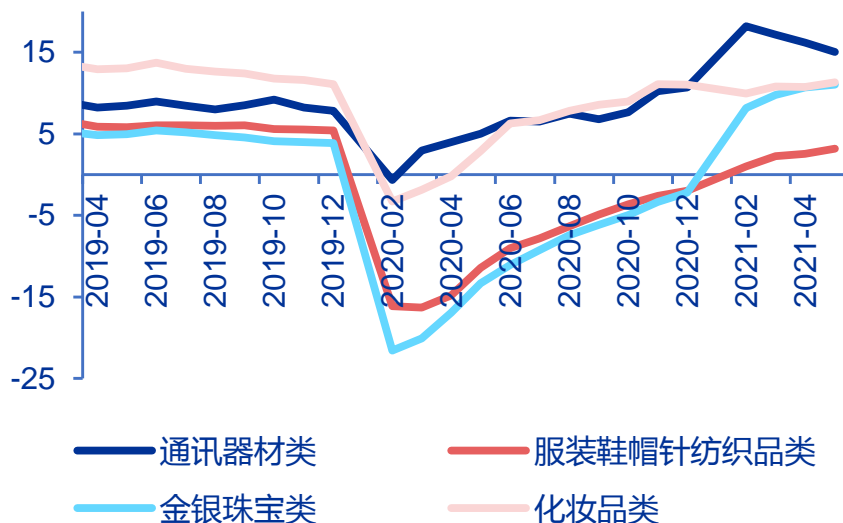


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.3 可选消费：通讯器材最强，关注服装鞋帽

- 受疫情影响最大的是：服装鞋帽、金银珠宝类；
- 修复过程表现偏强的有：通讯器材、化妆品；
- 当前来看，Q2通讯器材消费出现边际回落，但服装鞋帽、金银珠宝和化妆品类韧性偏强。

部分可选消费两年复合增速（%）

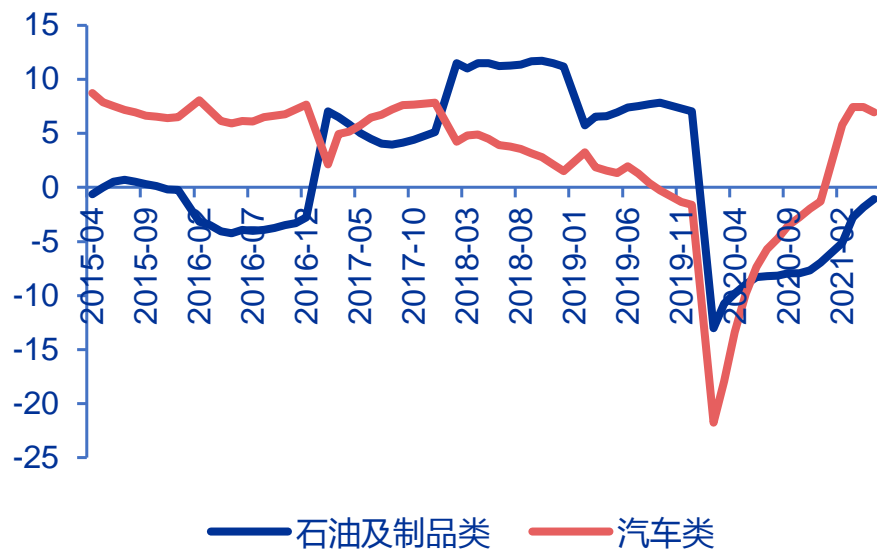


资料来源：Wind，申万宏源研究

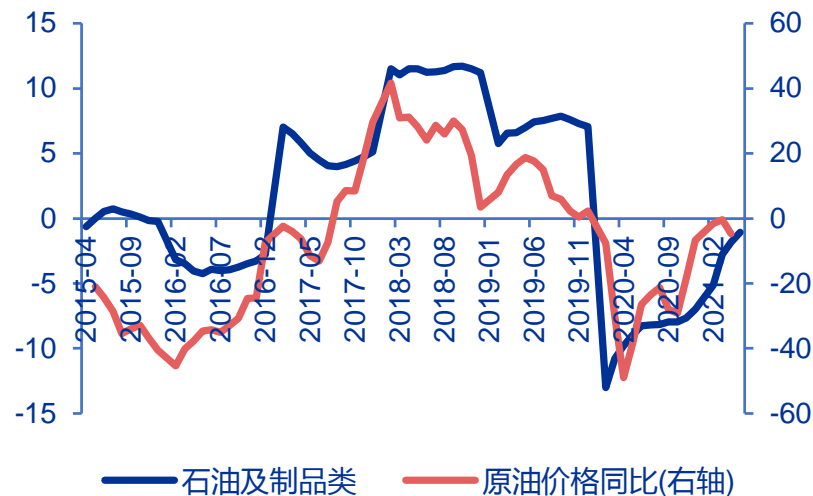
### 3.3 可选消费：汽车石油类仍在恢复中

- 油价拖累石油及制品类消费的复苏，当前油价仍稳中上涨

汽车石油类消费两年复合增速（%）



油价及石油类消费两年复合增速（%）



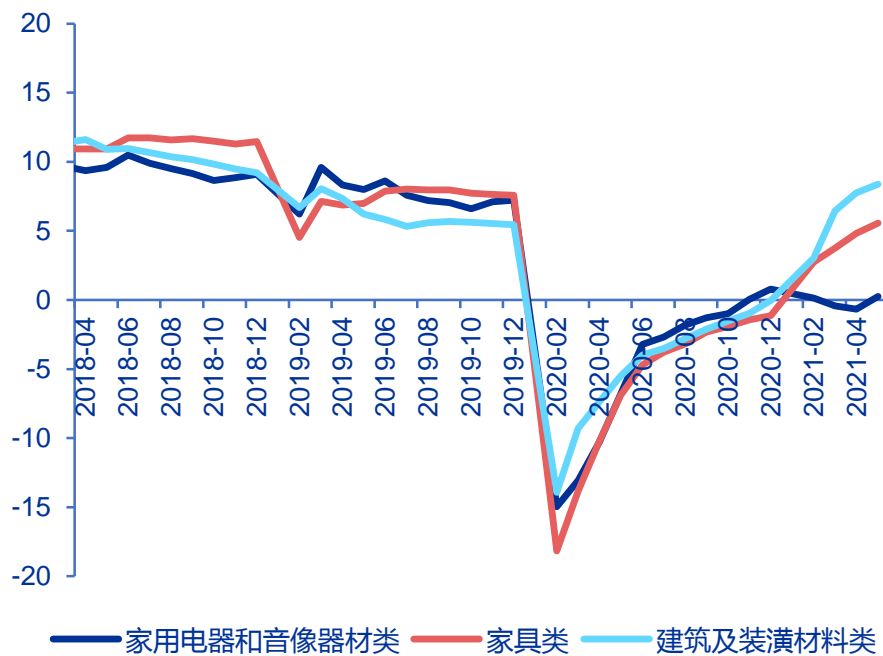
资料来源：Wind，申万宏源研究



## 3.4 可选消费受地产相关消费拖累

- 房地产相关消费中，修复程度：建筑装修 > 家具类 > 家电音像。

房地产相关消费两年增速(%)



资料来源：Wind，申万宏源研究

# 主要内容

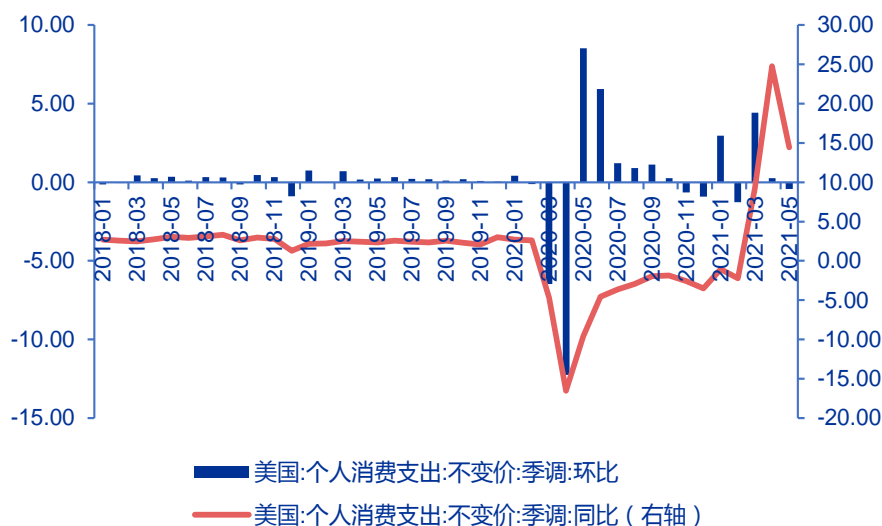
---

1. 大势：消费复苏仍在持续
2. 分化：疫情对各类消费影响不一
3. 拆解：商品消费修复从必选到可选
4. 海外：复苏放缓，但下半年空间仍在

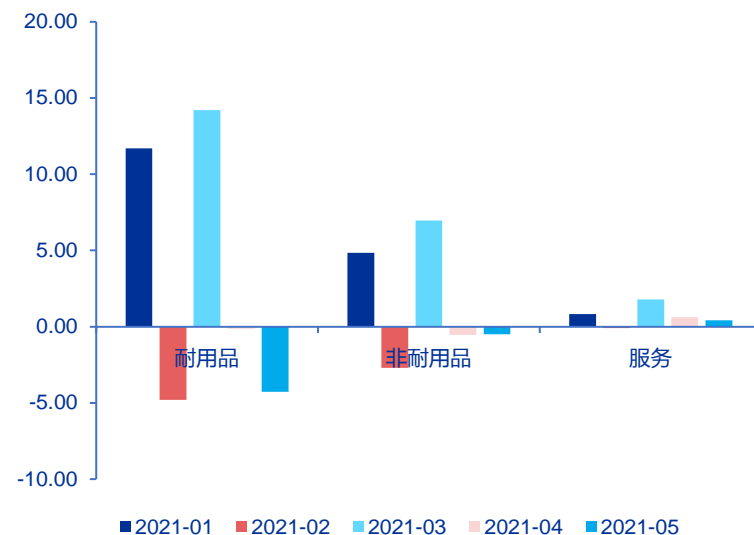
# 耐用品类：消费复苏边际放缓，仍有补库空间

- 耐用品类：美国财政刺激高峰带动效应弱化，居民消费节奏放缓，尤其是耐用品类；

## 二季度美国居民消费支出环比增速显著放缓（%）



## 二季度美国居民耐用用品支出环比增速显著放缓（%）

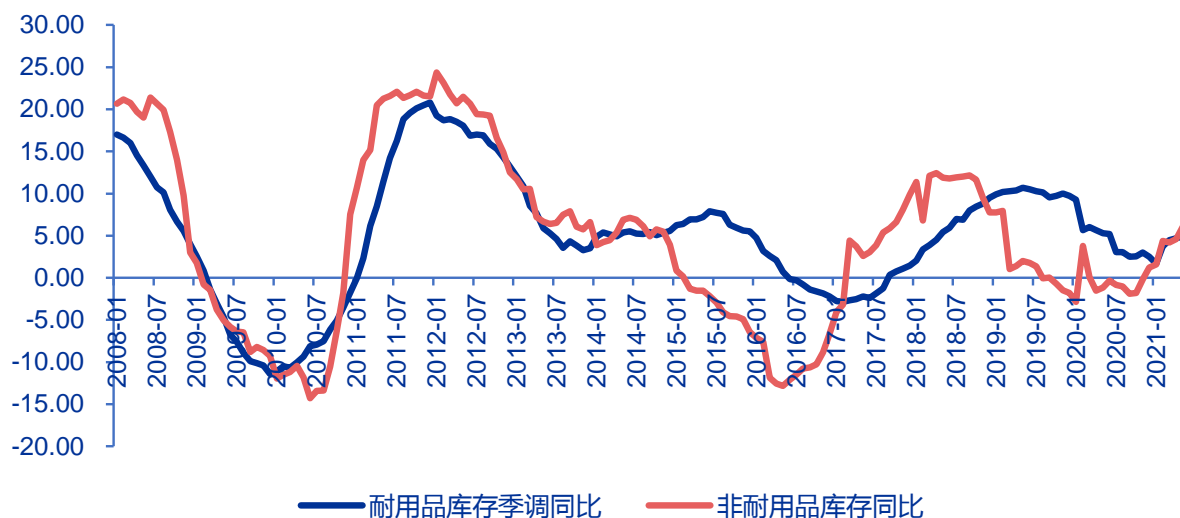


资料来源：wind、申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

# 耐用品类：消费复苏边际放缓，仍有补库空间

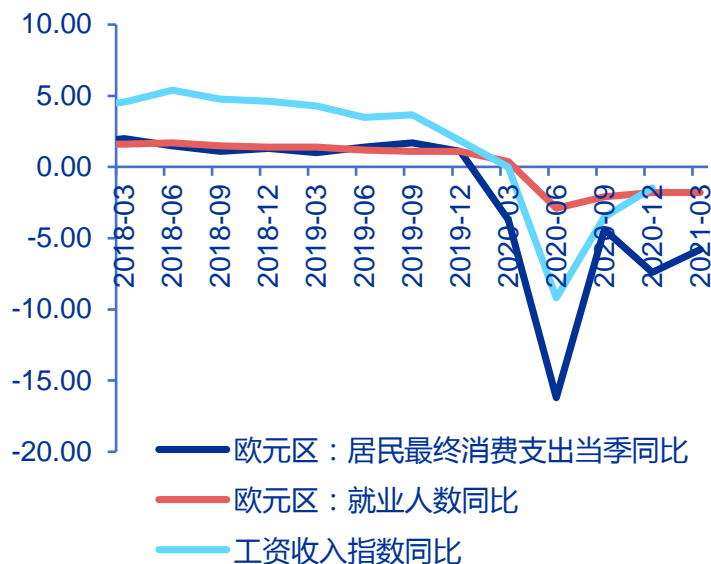
- 从两年增速来看，美国消费品库存仍有一定补库空间
- 关注其对我国生产和出口的带动



# 非耐用品：关注就业恢复情况

- 非耐用品消费和服务消费很大程度上与总就业人数增速相关度较高；
- 当前仍处于恢复中

欧洲居民消费与就业人数增速高度相关（%）



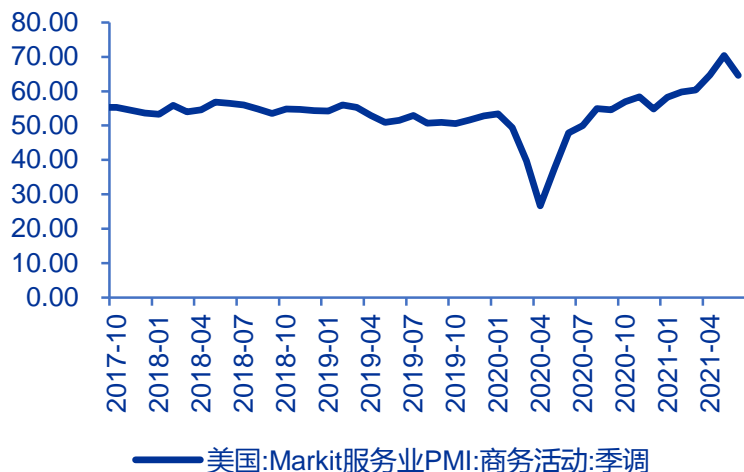
美国总劳动人口增速仍处于恢复当中（%）



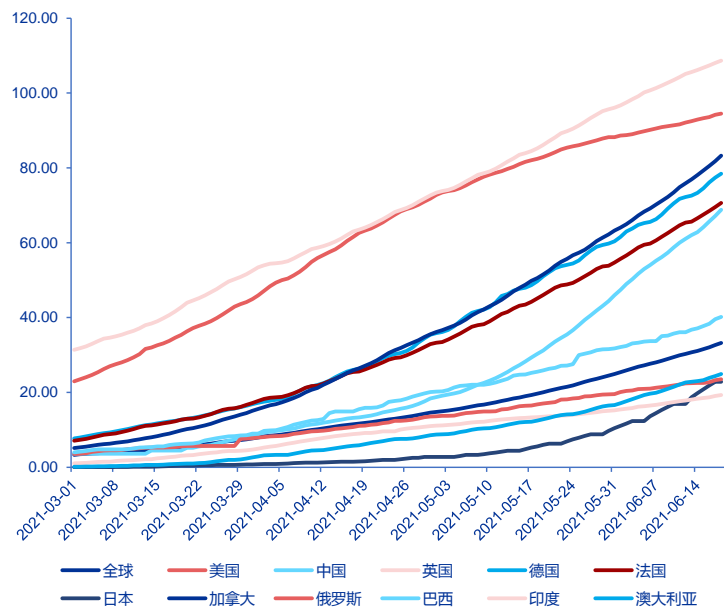
资料来源：Wind，申万宏源研究

- 关注疫情企稳、疫苗推广以及可能的放开政策对服务消费需求复苏带动。

## 美国服务业PMI指数仍处高位（%）



## 疫苗接种率持续上行（每百人疫苗注射量）



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 5. 总体展望：继续看好下半年消费端韧性

- 这轮消费反弹从2020年二季度开启，消费的复苏节奏较为清晰，由弱复苏到加速复苏，从商品到服务，从必选到可选。
- 商品消费：必选类消费已经基本恢复到疫情前的增速水平，甚至更高，后续重点关注可选消费的复苏；
- 一是，原油价格上行对石油制品消费增速的带动；二是，二季度可选消费的边际回落一定程度上与汽车、通讯器材类生产供给受限有关，整体韧性仍强；三是，继续关注经济恢复下，居民就业及收入增长对消费支出的带动。
- 服务类消费：当前真实增速尚未完全回到疫情前，继续关注下半年疫情企稳和疫苗推广情况，以及对服务类消费需求的带动。
- 继续看好下半年消费。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售



## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

孟祥娟  
[mengxj@swsresearch.com](mailto:mengxj@swsresearch.com)