

报告日期：2023年2月15日

分析师

汪毅 021-61680675

执业证书编号：S1070512120003

Email: yiw@cgws.com

联系人（研究助理）：

丁皓晨 0086-15601751510

从业证书编号：S1070121120061

Email: dinghaochen@cgws.com

收入还是消费倾向

——经济复苏路径探讨

核心观点

- 目前消费较为低迷的主要原因在于疫情对于居民收入的冲击而非消费倾向的下降，实质性改善消费应着眼于人均可支配收入的提高。新冠疫情出现后消费者信心指数与人均可支配收入2022年同时显著下降，以房地产为证，供需两端利好政策频繁出台，商品房销售数据却并未好转。OLS回归结果表明，相较于消费占支出比例，社零数据与人均可支配收入相关性更为显著，相关系数达到0.98。逻辑与数据双重印证，改善收入状况应该成为经济复苏的重点。
- 多视角观测行业拉动收入性价比，新老基建有充分理由成为主要抓手。极差标准化后加权赋分的方法可综合考量就业人数与边际消费两方面因素，制造业及建筑业排名靠前。定义与计算“固定投资性价比”，信息传输、计算机服务和软件业以及建筑业优势明显。从需求确定性出发，轻工制造、建筑装饰、农林牧渔、公用事业、煤炭及通信行业确定性较强。综合来看，新老基建具备多方面优势，成为拉动收入乃至经济的领头羊。
- 风险提示：国内经济复苏不及预期、稳增长政策落地不及预期、地缘风险加剧、疫情有所反复。

目录

1. 先有鸡还是先有蛋：收入与消费谁将成为经济恢复抓手	4
1.1 2020年后信心与收入相关性陡升	4
1.2 政策刺激未促商品房销售，居民消费能力有限	4
1.3 数据角度解答绝对值和比例优先级	5
2. 发掘重点行业，高效提升居民收入	6
2.1 权衡人数与边际效应	6
2.2 固定投资性价比：发掘高工资投资比行业	7
2.3 需求确定性：优先发展低库存周转天数行业	8
2.4 总结：新老基建或可四两拨千斤	9
3. 风险提示	9

图表目录

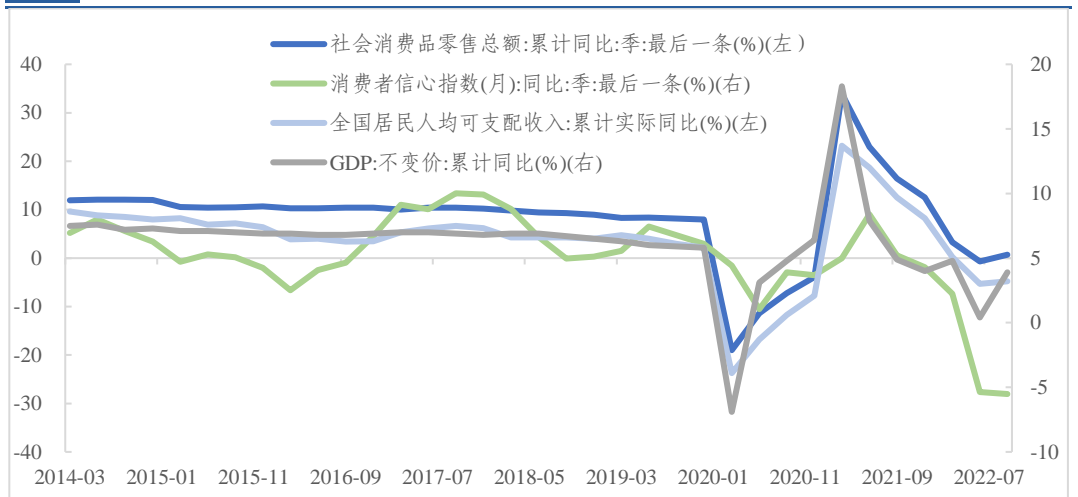
图 1: 消费者信心指数与社会消费品零售总额对比	4
图 2: 商品房销售额与首套房平均房贷利率对比	5
表 1: 社会消费品零售总额（同比）与全国居民人均可支配收入（累计实际同比）、全国居民人均消费支出与全国居民人均可支配收入的比值同比变化的回归结果	5
表 2: 社会消费品零售总额（同比）与全国居民人均可支配收入（累计实际同比）的回归结果	6
表 3: 各行业就业人数与人均工资极差标准化评分	7
表 4: 各行业投资性价比计算	7

1. 先有鸡还是先有蛋：收入与消费倾向谁将成为经济恢复抓手

1.1 2020年后信心与收入相关性陡升

新冠疫情导致人均可支配收入的降低为本轮消费低迷的主要原因。2022年受新冠疫情影响，消费场景持续受限，我国社会消费品零售总额为439733亿元，比上年下降0.2%。2022年12月26日，国务院印发《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》，标志疫情管控全面放松；2022年的中央经济工作会议提出着力扩大内需，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。由此可见，改善消费将成为2023年经济建设的重点工作。消费低迷可主要归因为购买力不足与消费倾向低两个原因，其中购买力可用城镇居民人均可支配收入来衡量，而消费倾向可用消费者信心指数以及全国居民人均消费支出与全国居民人均可支配收入的比值来衡量。自疫情开始以来，消费者信心指数与人均可支配收入的相关性显著增加，2020年与2022年两次消费者信心指数的显著下降均伴随人均可支配收入的显著下降。

图 1：消费者信心指数与社会消费品零售总额对比

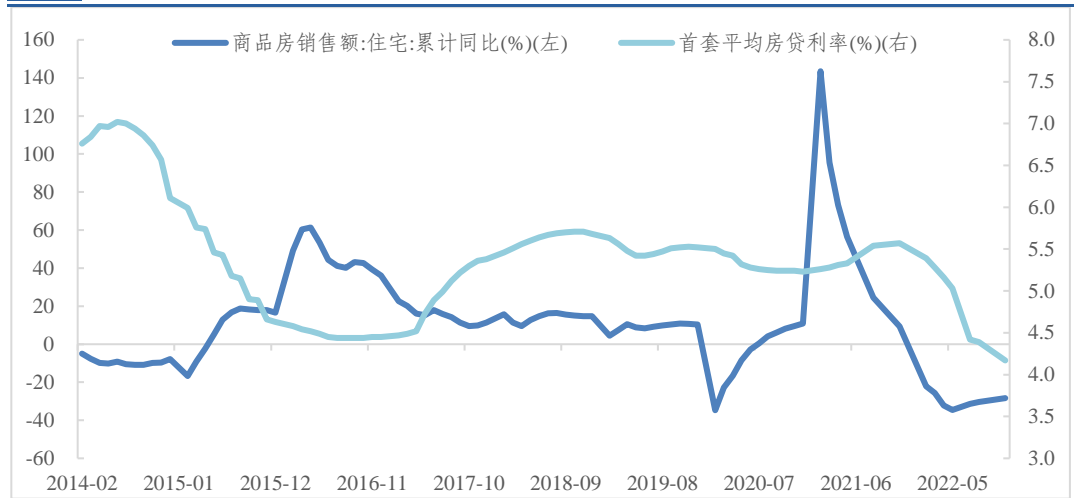


资料来源: Wind, 长城证券研究院

1.2 政策刺激未促商品房销售，居民消费能力有限

商品房销售数据与政策刺激的背离能够映证上述观点。2021年以前，商品房销售额与首套平均房贷利率呈明显的反向变动关系，房贷利率的下降对商品房销售有明显的提振作用；2022年以来，二者同步下降，可见房贷利率的刺激效果并不明显。2022年下半年，房地产供给端与需求端利好政策频出，但2022年12月全国商品房累计销售额（住宅）为116747亿元，同比下降28.26%，销售数据在利好政策密集发布的背景下并未见得明显起色。2022年全国居民人均可支配收入明显下降，而新建商品住房价格指数与二手住房价格指数并未出现明显回落，居民的购买力并未提升，从而导致本轮消费低迷。

图 2: 商品房销售额与首套房平均房贷利率对比



资料来源: Wind, 长城证券研究院

1.3 数据角度解答绝对值和比例优先级

逻辑推理与统计回归结果进一步印证提高人均可支配收入的优先级。逻辑上说,居民日常消费的资金来源主要为自己的各项收入,因而人均可支配收入应为消费品零售总额的因。统计回归方面,拆分收入绝对值与消费占收入比重,将社会消费品零售总额同比变化作为因变量,将全国居民人均可支配收入同比变化、全国居民人均消费支出与全国居民人均可支配收入的比值同比变化作为自变量,进行 OLS 回归,其中支出占可支配收入比例同比变化一项的 p-value 为 0.506, 并不显著,而人均可支配收入同比变化一项 p-value 显著低于 0.05, 可见支出占可支配收入比例同比变化对社会零售品销售额同比变化的影响远不如可支配收入同比变化。居民日常消费的资金来源主要为自己的劳动报酬,逻辑关系上人均可支配收入为消费品零售总额的原因,因而将社会消费品零售总额同比变化作为因变量,将全国居民人均可支配收入同比变化作为自变量再次进行回归,二者相关系数达到 0.98, 模型 R-square 为 0.97, 可见二者之间相关性较高,模型的解释程度较高。

表 1: 社会消费品零售总额(同比)与全国居民人均可支配收入(累计实际同比)、全国居民人均消费支出与全国居民人均可支配收入的比值同比变化的回归结果

	coef	Std err	t	P> t	[0.025	0.975]
const	-8.103	1.318	-6.147	0.000	-10.788	-5.418
可支配收入	2.600	0.181	14.368	0.000	2.231	2.968
消费占收入比例	0.132	0.196	0.672	0.506	-0.268	0.532

资料来源: Wind, 长城证券研究院

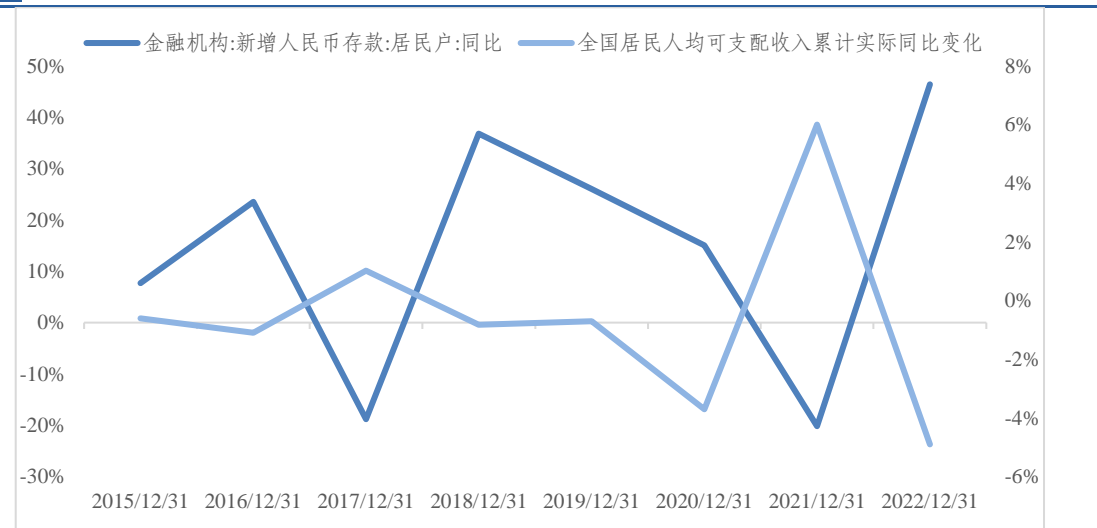
表 2: 社会消费品零售总额（同比）与全国居民人均可支配收入（累计实际同比）的回归结果

	coef	Std err	t	P> t	[0.025	0.975]
const	-8.895	0.586	-15.180	0.000	-10.087	-7.703
可支配收入	2.708	0.082	32.921	0.000	2.540	2.875

资料来源: Wind, 长城证券研究院

居民新增存款与人均可支配收入的显著反比同样说明提升居民可支配收入的重要性。全国居民人均可支配收入累计实际同比变化表示居民收入增速的同比变化，若该值为负，则增速放缓。新增人民币存款同比变化与全国居民人均可支配收入累计实际同比变化呈现明显的反向变动关系。新增存款的降低反映居民储蓄意愿的降低，消费市场体量则较大概率扩增，从储蓄角度同样可印证提升人均可支配收入对于提振消费的正向作用。

图 3: 新增人民币存款与全国居民人均可支配收入同比变化对比



资料来源: Wind, 长城证券研究院

2. 发掘重点行业，高效提升居民收入

提升人均可支配收入的进程中应当筛选重点行业加大投资力度，而定义“提振消费效果良好”的方法并不唯一，如下讨论三种筛选重点行业的可行方法。

2.1 权衡人数与边际效应

直观而言，若就业人数较多的行业收入迎来显著提升，则居民消费总量将有望获得更多的提升。根据消费者理论，高收入将会导致边际消费倾向递减，因而提振消费也应关注人均工资较低的行业。在此视角下，应当以就业人数多且人均工资相对较低的行业作为

重点，这也符合国家提出的共同富裕的目标。对各行业城镇就业人数、城镇就业人员工资总额与城镇就业人数的比值（也即人均工资）分别进行极差标准化处理，得到 0-1 范围内的标准评分，根据社会发展需要以及专家意见等，可分别赋予两项评分以权重，加权得分较高的行业应予以更多重视。等权重结果表明提升居民人均可支配收入可重点拉动制造业及建筑业。

表 3: 各行业就业人数与人均工资极差标准化评分

行业	城镇就业人数极差标准化评分	人均工资极差标准化评分	等权重得分
制造业	1	0.733	1.733
建筑业	0.503	0.86	1.363
公共管理和社会组织	0.508	0.604	1.112
教育	0.504	0.606	1.11
住宿和餐饮业	0.048	1	1.048
农林牧渔业	0	0.994	0.994
水利、环境和公共设施管理业	0.046	0.912	0.958
居民服务和其他服务业	0	0.922	0.922
房地产业	0.118	0.736	0.854
租赁和商务服务业	0.159	0.666	0.825
批发和零售业	0.19	0.627	0.817
交通运输、仓储和邮政业	0.19	0.608	0.798
卫生、社会保障和社会福利业	0.27	0.506	0.776
采矿业	0.069	0.619	0.688
电力、煤气及水的生产和供应业	0.079	0.504	0.583
文化、体育和娱乐业	0.018	0.559	0.577
金融业	0.196	0.267	0.463
科学研究、技术服务和地质勘察业	0.097	0.33	0.427
信息传输、计算机服务和软件业	0.115	0	0.115

资料来源: Wind, 长城证券研究院

2.2 固定投资性价比: 发掘高工资投资比行业

若重点建设相关行业，增加投资必不可少。若以提升居民收入为目的加大行业投入，则可通过投资性价比的高低筛选重点关注的行业。由于疫情期间相关数据稳定性较低，我们将 2019 年以前工资总额总增长倍数与同期固定资产投资完成额同比增长倍数的比值定义为“投资性价比”。通过计算可知，从投资性价比的角度而言，提振消费应重点关注信息传输、计算机服务和软件业以及建筑业。

表 4: 各行业投资性价比计算

行业	工资总额增长	固定资产投资总额增长	比值
信息传输、计算机服务和软件业	1380.42%	622.32%	2.218
建筑业	989.45%	641.29%	1.543
批发和零售业	789.73%	1122.42%	1.145
房地产业	1284.77%	546.74%	0.811
金融业	922.41%	1016.80%	0.777
电力、煤气及水的生产和供应业	443.26%	1214.95%	0.759
交通运输、仓储和邮政业	518.51%	878.27%	0.667

行业	工资总额增长	固定资产投资总额增长	比值
教育	585.49%	936.72%	0.554
卫生、社会保障、社会福利业、公共管理和社会组织	721.47%	583.93%	0.391
采矿业	228.55%	2274.77%	0.314
居民服务和其他服务业	510.98%	2406.17%	0.347
住宿和餐饮业	432.61%	1464.79%	0.339
制造业	497.19%	1388.37%	0.312
科学研究、技术服务和地质勘查业	835.01%	1755.33%	0.291
水利、环境和公共设施管理业	479.46%	1870.36%	0.256
文化、体育和娱乐业	490.51%	5329.17%	0.220
租赁和商务服务业	1173.30%	2340.74%	0.210
农林牧渔业	45.15%	3369.56%	0.013

资料来源: Wind, 长城证券研究院

2.3 需求确定性: 优先发展低库存周转天数行业

需求确定性是企业扩大投资与否的重要参考标准, 较高的需求确定性将有助于企业在整体经济较弱的大环境下坚持扩张产能。因此, 对下游需求确定的行业进行投资将更有助于资金在实体经济中流通。这里我们采用库存周转天数历史分位数作为衡量各行业需求确定性的定量指标, 库存周转天数分位数较低意味着行业目前景气度处于较高水平, 则需求确定性也更高。通过对 2015 年一季度至 2022 年三季度各行业库存周期天数的统计, 可以看出轻工制造、建筑装饰、农林牧渔、公用事业、煤炭、通信行业处于历史百分位的低位水平。目前新基建方向存在确定性需求, 且通信、电力设备、环保等行业库存周期目前处于较低历史水平, 因而提升居民收入的进程中优先发展新基建较为稳妥。

表 5: 各行业库存周转天数历史分位数

行业	库存周转天数历史分位数 (%)	行业	库存周转天数历史分位数 (%)
建筑装饰(申万)	7.14	交通运输(申万)	46.43
轻工制造(申万)	7.14	食品饮料(申万)	46.43
农林牧渔(申万)	10.71	建筑材料(申万)	46.43
煤炭(申万)	10.71	国防军工(申万)	46.43
公用事业(申万)	10.71	社会服务(申万)	53.57
通信(申万)	10.71	电子(申万)	53.57
石油石化(申万)	14.29	非银金融(申万)	60.71
钢铁(申万)	14.29	计算机(申万)	71.43
有色金属(申万)	14.29	传媒(申万)	85.71
电力设备(申万)	14.29	家用电器(申万)	89.29
环保(申万)	14.29	商贸零售(申万)	92.86
综合(申万)	21.43	汽车(申万)	92.86
纺织服饰(申万)	21.43	基础化工(申万)	92.86
医药生物(申万)	25.00	美容护理(申万)	96.43
机械设备(申万)	35.71	银行(申万)	/
房地产(申万)	42.86		

资料来源: Wind, 长城证券研究院

2.4 总结：新老基建或可四两拨千斤

结合三种视角来看，新老基建最有潜力成为经济复苏助推器。从就业人数、人均工资、投资性价比、需求确定性几方面综合考量，以制造业、建筑业为首的传统基建以及以新能源、信息技术为首的新基建有充分理由成为我国走出经济洼地的重要抓手。除了能够有效带动我国经济质量发展，新老基建同样符合国家提升民生福祉、推进数字化转型、推动全球发展以及推进城乡一体化发展的重要战略。2023年1月18日，国家发改委在例行新闻发布会上指出将进一步加力支持新型基础设施建设，引导支持社会资本加大相关领域投入。在政策扶持的背景之下，可通过加大新老基建方向的投资切实提升居民人均可支配收入，从而引导消费复苏。

3. 风险提示

国内经济复苏不及预期、稳增长政策落地不及预期、地缘风险加剧、疫情有所反复。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>