

宏观

证券研究报告

2024年08月27日

如何理解分化的消费数据

过去几个月，中国的消费数据引发市场关注。如果从个体感受推整体，那么可能会存在很大偏差。

首先是地域上的差异，一线城市的消费数据明显比全国差得多；其次是限额以上和限额以下的差异，限额以下社零增速比限额以上高得多，7月限额以上社零同比为0%，限额以下是4.2%。

消费分化的背后是居民收入和资产端的分化。不同年龄、不同城市的居民，不仅资产增速和负债水平存在分化，收入增速也存在分化；财产性收入（利息收入、出租房屋收入等）大幅回落对高收入群体的影响更大。同时，西南财经大学和麦肯锡的调查数据也印证了以上观点。

风险提示：收入变动超预期、资产降幅超预期、消费变动超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-从7月的平衡表态转向迄今为止最鸽派的发言》
2024-08-24
- 《宏观报告：宏观-特朗普的“泛科技领域”立场演变》
2024-08-21
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年8月第3周》
2024-08-20

中国有 14 亿人口，其中 7.8 亿是劳动人口（经济活动人口），而这 7.8 亿劳动人口的收入存在一定分化。

前国家税务总局副局长许善达曾表示，目前个税缴纳人数不过 1 亿人¹，据此估算纳税人数占就业人口的比重不到 13%，占全国人口的比重不到 8%。

这意味着在中国如果你交税了（个税起征标准为 5000 元，考虑个税抵扣，月收入水平可能会高于个税起征点数千元），你的收入水平在就业人口里就能排到 13%，在总人口里能排到前 8%²。

所以相对而言，在中国，能够缴纳个税的人并不算多。中国居民月可支配收入平均在 3268 元左右，就业人员可支配收入在 6231 元左右³，大多数人既不到交纳个税的水平，也和财产性收入、居民加杠杆的关系不大。

所以如果从个体感受推导整体，那么可能会存在很大偏差。

一、分化的消费

过去几个月，国内的消费数据引发市场关注。

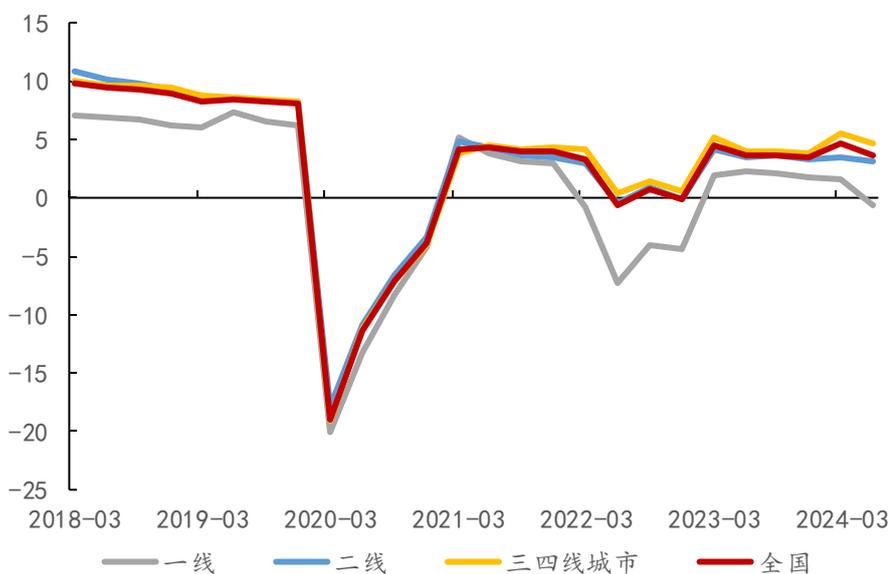
首先是地域上的差异。

一线城市的消费数据明显比全国差得多。上个月我们的报告提到了，6 月 4 个一线城市消费增速为负，上海 6 月社零同比为-9.4%，广州为-9.3%，北京为-6.3%，深圳为-2.2%。

一线和全国的消费增速差异实际上在疫情结束后就开始出现。2023 年一线城市和全国社零增速的差异在 1-3 个百分点，2024 年差异拉大到 3-5 个百分点。

2024 年上半年，一线城市社零同比-0.7%，二线城市社零同比 3.1%，三四线城市社零同比 4.6%。东部地区社零增速 2.7%，西部地区社零增速 3.7%，中部地区社零增速 5%。

图 1：分城市社零增速中枢（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

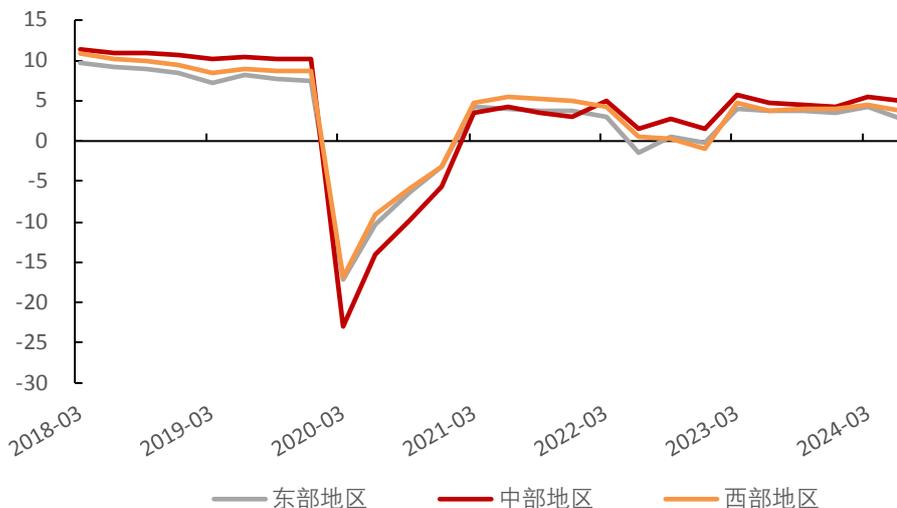
¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/17Nur0vGtvG0Y8pjk4WsNQ>

² 考虑到税收优惠，如军人补贴等不征收个税，数据或略有偏差

https://mp.weixin.qq.com/s/t2fK0YAm5_wHbXP2S8vYMA

³ 这里我们使用全国人均可支配收入*全国总人口/全国就业人口作为就业人员可支配收入数据

图 2：东部地区消费表现偏弱（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

其次是限额以上和限额以下的差异。

7月限额以上社零同比为-0.1%，限额以下是4.5%。6月限额以上社零同比为-0.6%，限额以下是3.9%。限额以下社零增速明显高于限额以上零售，6月和7月也都是靠限额以下社零把整体增速拉到了正增长。

限额以上企业规模往往较大（如零售业年主营业务收入需要在500万以上，住宿和餐饮业年收入需要在200万以上⁴），主要是连锁品牌和大型商业，限额以下则包括了街边小店、个体商户等企业，这是低能级城市消费和乡村消费的主要供给方，代表了真正的人间烟火气和广大的下沉市场。

这反映出中国今天消费的复杂性。一二线城市感受到的是消费增速低迷，甚至上海一度快接近两位数负增长，但在三四五六线城市乡村还有更大的下沉市场，那里反而呈现出的是依然韧性甚至旺盛的消费需求。

二、背后的原因很大程度与房价和收入有关。

消费分化的背后是居民收入和资产端的分化。

从资产端来看，房地产是居民最主要的资产，央行数据显示2019年人均住房资产为187.8万元，占居民家庭资产的59.1%⁵。

过去一年，一线城市房价相比三四线城市，跌的更晚，也跌的更快。2024年7月统计局数据显示一线城市二手住宅价格同比下跌8.8%，二线、三线城市同比分别下跌8.2%、8.1%。另外，相比于三四线城市，一线城市房价在2023年前后才开始明显下行（深圳房价下行相对较早），但下行幅度较快，目前北京、上海、深圳、广州房价相较于此前最高点跌幅均超过了20%。

2024年7月全国房价已经跌回至2017年的水平，相比于2021年下跌了12.6%，相比于2019年下跌了10.2%。根据商品房销售面积估算，大约有46.1%的购房者出现了资产净损失。

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/8dWDB3fz2wr3bUIKNxR2mA>

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/FWJCP83VEvQspzs-2oRz9A>

一、二线城市由于房价更高，资产净损失的规模也更大。其中，中国最大的住房资产净损失群体，可能是 2017-2023 年期间的一、二线城市购房者。

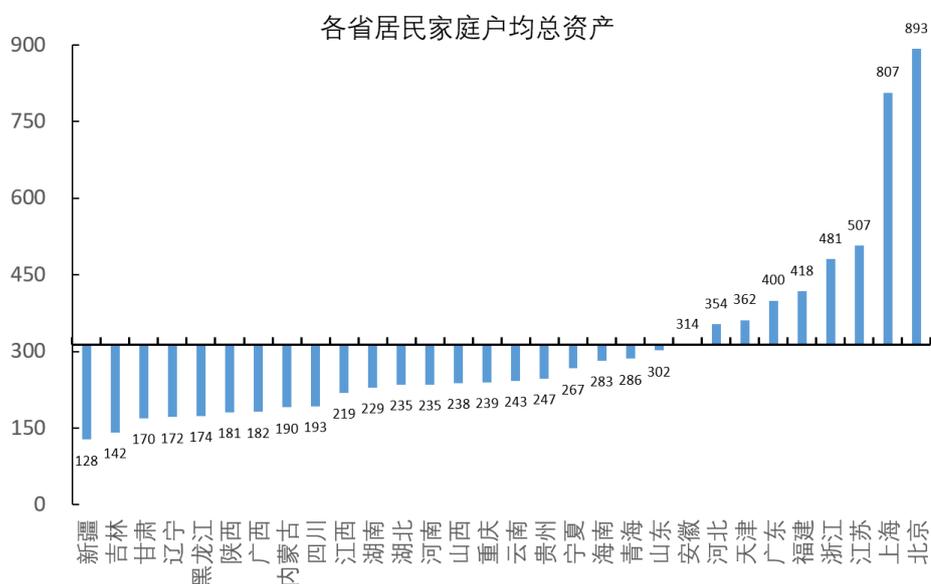
根据贝壳研究院发布的《2021 年新居住消费调查报告》，中国 35 个大中城市新房和二手房购房者平均年龄约为 33.3 岁，具体到一线城市，新房和二手房购房者的平均年龄约为 34.4 岁和 35.1 岁⁶。

上面所说的 2017-2023 年期间的一二线城市购房群体，主要是 90 后的初次购房群体和 80 后的改善换房群体。这也是中国负债比重最高的群体。

央行 2019 年调查数据显示，居民家庭负债集中于中青年和高学历家庭。受调查家庭中，户主年龄为 26-35 岁的家庭负债参与率最高（有负债家庭数/总家庭数），为 73.1%；随着年龄增长，家庭负债参与率逐渐下降，户主年龄为 65 岁及以上的家庭负债参与率最低，为 25.1%⁷。中青年群体的户均债务规模、资产负债率、债务收入比也都高于其他家庭。

所以一二线城市的 80 后和 90 后，既是购房主力，也负债主力，在房价下跌的过程中，承受了最多的净资产损失。

图 3：分省份居民资产状况（单位：万元）

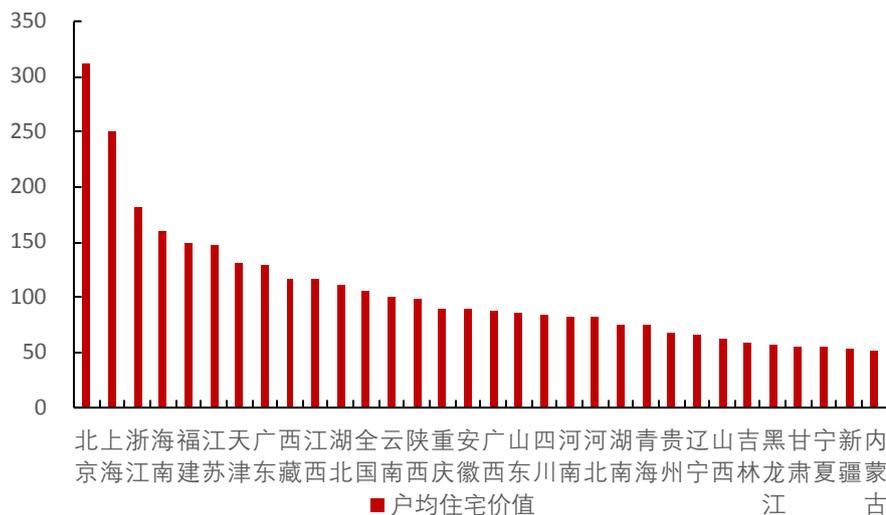


资料来源：2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，天风证券研究所

图 4：各地区住宅平均价值（单位：万元）

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/qYcDGbssHSaApp8X9tNu9g>

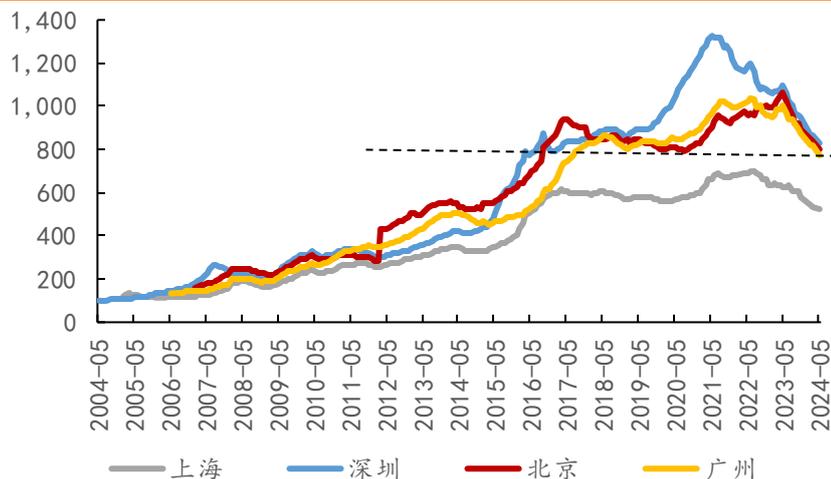
⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/LfLwbHgjxGMwE2PHnqQO4Q>



资料来源: wind, 天风证券研究所

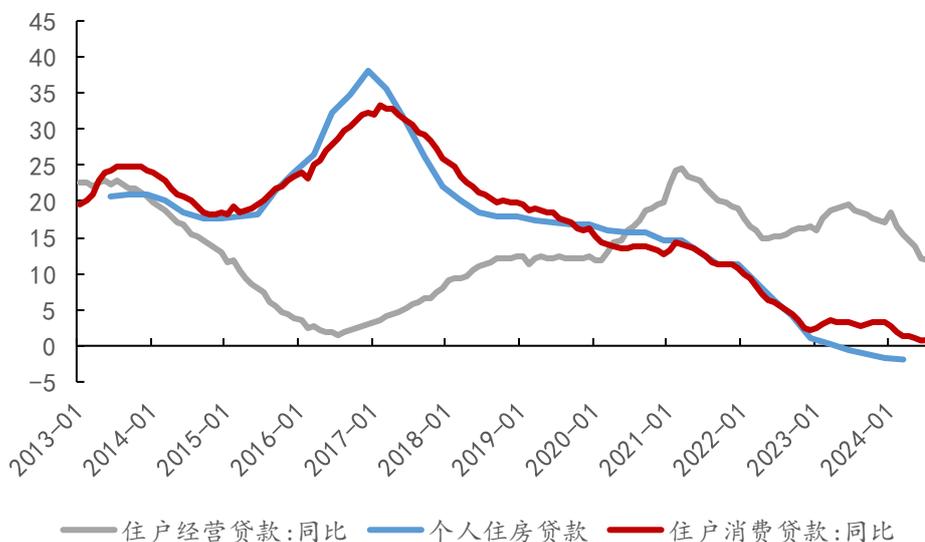
注: 户均住宅价值按照当地户均住宅面积*商品房单价估算

图 5: 一线城市房价已经逐渐回到 2017 年前后水平 (单位: 点)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 居民信贷增速回落 (单位: %)



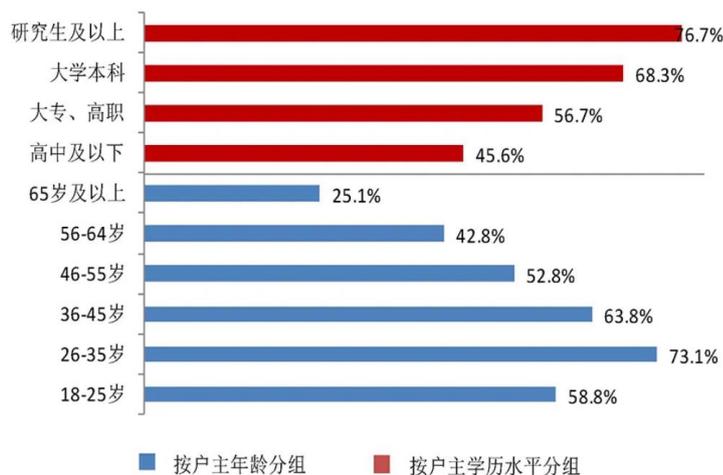
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7：分省份人均贷款（单位：万元）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：部分省份住户贷款数据缺失）

图 8：哪些人更愿意加杠杆



资料来源：2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查，天风证券研究所

不同年龄、不同城市的居民，不仅资产增速和负债水平存在分化，收入增速也存在分化。

上半年个人所得税增速-5.7%（占就业人数不到9%），但居民可支配收入增长5.4%；可支配收入的中位数增速高于平均增速0.5个百分点。这些反映出一个事实：高收入群体的收入增速低于中低收入群体的收入增速。

统计局数据显示，经营性收入和工资性收入在近两年间的增速，明显好于财产性收入。今年上半年经营性收入增速为6.4%，在各种收入中增长最快，高于财产性收入4.3个百分点。工资性收入同比增长5.8%，变化相对较小。

图 9：可支配收入与支出的中枢变化（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

财产性收入（利息收入、出租房屋收入等⁸）大幅回落对高收入群体的影响更大。2019 年央行报告显示总资产前 20%家庭的金融资产持有率为 87.9%，后 20%家庭的持有率仅有 29.8%⁹。北京、上海、广东的财产性收入占可支配收入的比重为 16%、13.5%、13%，宁夏、青海、吉林、辽宁等地居民财产性收入占比仅 3.1%、3.7%、4.4%、4.5%。

相比中高收入群体，低收入群体更依赖劳动所得的工资性收入和经营性收入，这两类收入占比高出中高收入群体 4.98 和 3.62 个百分点，其中工资性收入占比为 68%¹⁰。

高收入群体，面临的是收入增速下降、住房资产净损失（2017 年以来的购房者，主要集中在高收入群体）、债务参与率高等问题，体现为提前还贷和消费降级（限额以上的社零增速低）。

靠经营性收入和工资性收入为主的中低收入群体，过去几年没有获得杠杆驱动资产增值，但从 23 年开始收入改善，体现为大众消费旺盛（限额以下的社零增速高）和服务消费高增（2023 年服务零售同比增长 20%¹¹，2024 年 7 月累计同比增长 7.2%¹²，显著高于社零增速）。以农民工为例，2023 年以来就业情况的好转对收入和消费形成支撑，2023 年以来农民工调查失业率低于城镇调查失业率 0.4 个百分点。

图 10: 收入数据的变化 (单位: %)

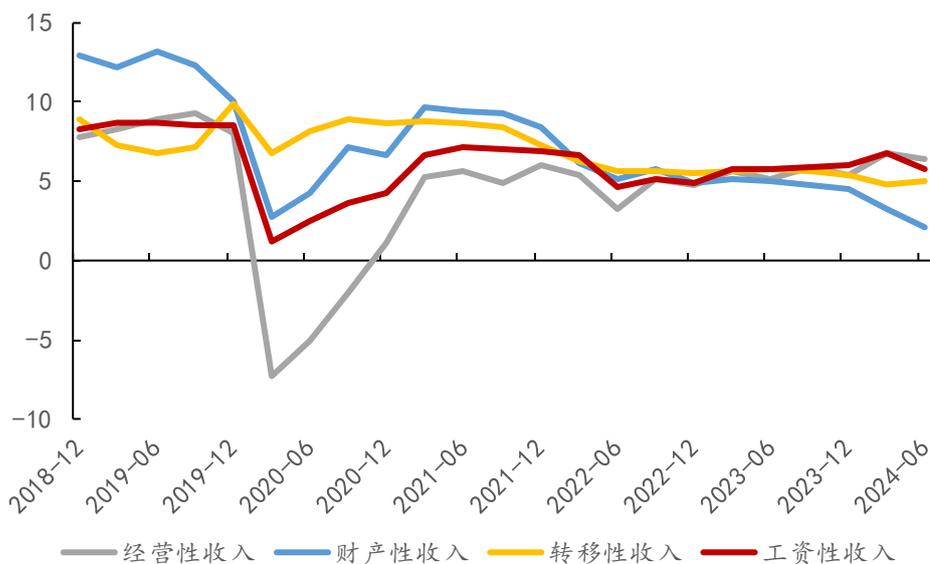
⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/1RktpowdqZ4cPoKYnbprw>

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/LfLwbHgJxGMwE2PHnqQO4Q>

¹⁰ <https://mp.weixin.qq.com/s/ASdqlgWMN1pZwFz9Wuyccg>

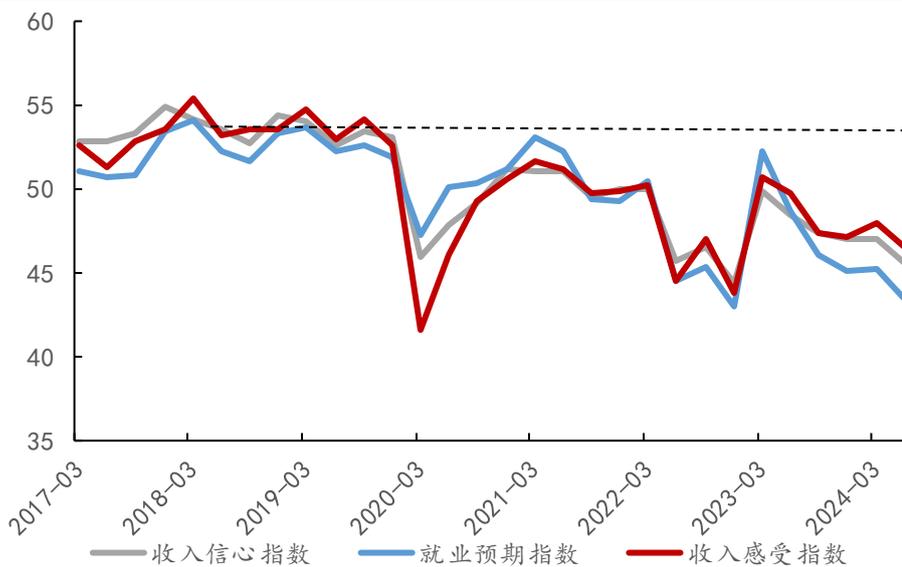
¹¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/ViSKWoiavp7ZkFgzrZJMGw>

¹² <https://mp.weixin.qq.com/s/Jh4Hw4Mm3h6dqcuFqr7dHw>



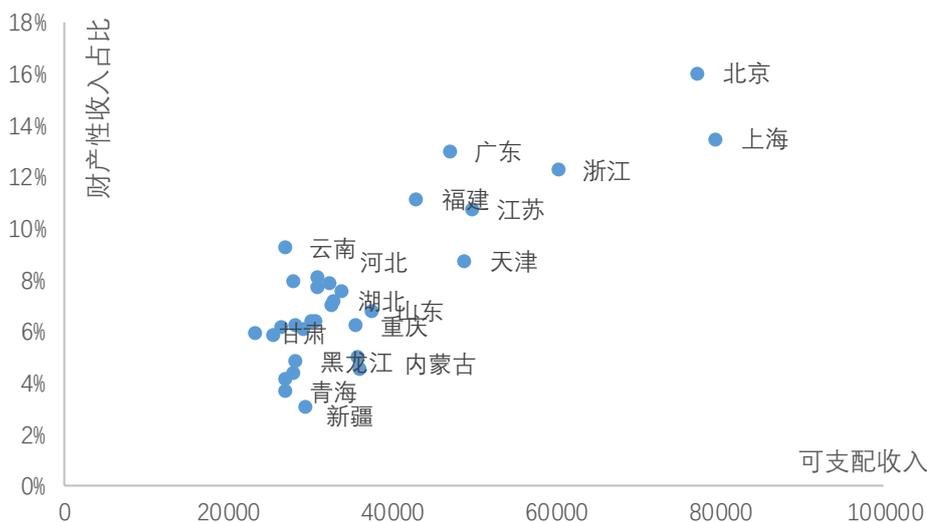
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 居民预期显著低于疫情前



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 高收入地区财产性收入占比更高 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

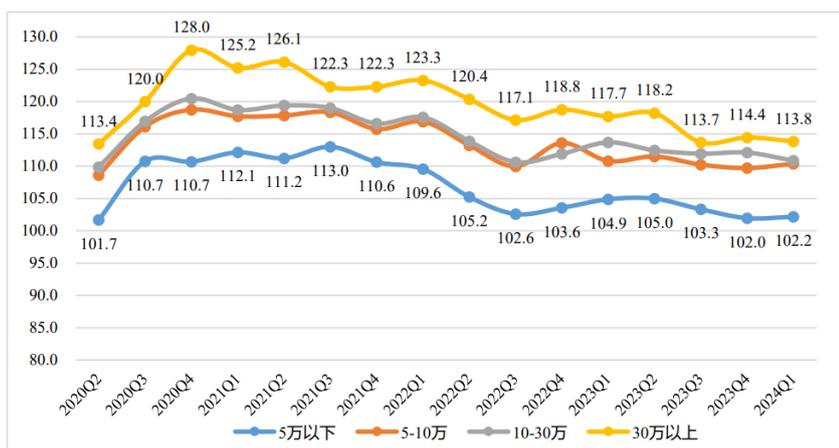
中国很大很复杂，不能从一线城市高收入群体的单一视角去观察中国。从微观体感去推知宏观情况，在今天正在快速转型的中国并不适用，我们依然要从宏观这个集合概念出发，来理解经济转型的过程。

三、一些调查数据也提供了很好的补充。

第一个调查是西南财大的中国家庭经入户调查，2024 年高中低各收入分组家庭的消费整体增加，但最高收入和最低收入分组家庭的区别很大。

30 万以上年收入家庭今年一季度的消费变动指数低于 2023 年四季度水平，但是 5-10 万元和 5 万元以下年收入家庭的消费变动指数高于 2023 年四季度水平。

图 13: 消费变动指数



资料来源: 西南财经大学《中国家庭财富变动趋势(2024-Q1)——中国家庭财富指数调研系列报告》，天风证券研究所

西南财大调查数据再次证明了前面的发现：一二线城市高收入有贷款家庭的消费增速持续回落，广大中低收入家庭的消费持续恢复。

另一个调查数据来自麦肯锡，这个报告在过去几个月流传广泛。麦肯锡调查了 11930 个样本，涵盖 1234 线城市和农村，高中低收入和各个年龄段，主要内容是被调查者的日常消费占比和未來消费预期。

消费预期最悲观的群体是一二线城市的三四十岁的“千禧一代”，即 80 后、90 后，这个群

体经历了房价的快速上涨，但是普遍带有杠杆，买房需要贷款，经历了房价的快速上涨和下跌。

消费预期最乐观的群体是 58-65 岁的中高收入银发阶层和 25 岁以下的 Z 世代。银发阶层不仅没有债务负担，还有可观的退休金收入，住房资产基本是靠分配或改造补偿，而不是加杠杆购买，所以没有太大负担。

Z 世代（00 年以后出生）刚刚开始工作，有些甚至还没开始工作，他们的父母是 42-57 岁的 X 世代（60 后、70 后），父母购房时价格很便宜，贷款负担不大，房产又出现了比较大的增值，因此 Z 世代还没到开始负债的时间，资产上可能又有父母的支持，所以麦肯锡调查显示这个群体的消费预期也很乐观。

另外，中高收入的三线城市的中年人（42-57 岁）和中老年人（58-65 岁）也是中国最乐观的群体。三线城市的生活成本相对较低，房价也低，不需要杠杆买房，过去两年的房价下跌对三线城市的影响小于一二线城市，即使住房资产缩水，也没有明显的负担感，所以普遍对未来日常消费增长预期较高。

人间烟火气与消费降级是两个群体，或许悲欢并不相通。

图 14：对宏观经济的信心与日常消费贡献占比

乐观的受访者占比¹，%，日常消费占比²，%，总样本数=11,930



资料来源：麦肯锡¹³，天风证券研究所

风险提示：收入变动超预期、资产降幅超预期、消费变动超预期

¹³ <https://mp.weixin.qq.com/s/fgBkaIBWvGNVOwleNHkI8w>

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |