



Research and
Development Center

消费复苏之路——短中长期展望

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

消费复苏之路——短中长期展望

2022年11月7日

摘要: 我们建立了消费的三因子模型, 可以观测到收入、就业和储蓄率如何影响社零变化, 而且在长期模型中加入了老龄化因子, 可以观察到老龄化在长期内如何影响我国的消费。

- **三因子框架有何意义?** 我们可以通过它观察到消费增速或升或降的内在原因, 比如某一季度消费变好是因为居民收入提高了还是居民更愿意消费了, 又或者是就业形势变好了, 当然也可能是多个因素的叠加; 其次, 如果是多个因素的叠加, 借助这个框架, 可以看出哪个因子的贡献更多, 哪个因子是拖累项; 最后, 对当前消费基本面有一定的展现力, 比如观察到三个因子增速都是正的且都在上升, 大概率就意味着消费基本面在变好, 如果当前消费板块却在走弱, 就可以考虑板块是否被低估了。
- **是什么拖累了消费的恢复?** 在完善后的三因子框架中, 三季度社零同比增长 3.5%, 相应地, 居民可支配收入同比上升 6.54%, 消费意愿同比下降 1%, 青年失业率同比下降 4.1%, 也就是说三季度消费的拖累项是居民消费意愿不够以及严峻的就业市场致使的消费者信心不足。在将社零分拆成居民消费和社会集团消费后, 可以观察到疫情之下社会集团消费是持续拖累整体社零的。后续值得关注的地方是设备更新改造贷款这一工具。近日国常会指出将消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围。由于这个工具就是面向学校、医院和企业等社会集团的, 如果后续落地的量非常庞大, 远超 2000 亿元, 那么就能够起到明显地补消费短板的作用。
- **从三因子到四因子, 从短期到长期, 老龄化如何影响我国消费?** 我们对框架做的拓展是将三因子变成了四因子, 加入了老龄化因子, 同时将季度框架转化为长期的年度框架, 可以观察到, 从 2014 年以后老龄化对消费的负面影响就比较明显了, 2020 年的抑制是最大的。去年三大因子都回到了正区间, 只有老龄化因子还在负区间的, 因为老龄化是个长期的趋势, 背后有深层次的历史和社会原因, 不会因为哪一年经济好转程度就减轻了。长期看, 老龄化对居民消费的影响大概率会延续本世纪以来抑制的趋势。为了对冲老龄化这一负面因素, 就需要从其他因子入手, 比如想办法提升居民的消费意愿、增加居民的收入、降低失业率等。
- **未来消费的形势如何?** 按照历史的环比增速, 再加上近日国务院将消费类设备纳入专项再贷款政策和其他的央地促消费政策 (积极信号), 我们测算出的四季度社零同比增速和三季度相差不大, 而三季度为 3.5%, 我们预计全年社零增速在 1.5% 左右。如果明年疫情没有出现严重的爆发, 且疫情防控出现比较大的放松, 那么在今年的低基数下, 我们测算出的 2023 年社零增速可能在 9% 左右, 其中明年一季度可能在 6.4% 左右。后续到 2025 年, 除了明年由于今年低基数, 整体消费有比较大的改善外, 2024 年和 2025 年的社零增速可能在 8.5% 左右。
- **风险因素:** 冬季疫情严重爆发、政策落地不及预期等

目录

一、什么是三因子模型.....	3
1.1 储蓄率如何转化为消费意愿.....	3
1.2 就业形势如何影响消费.....	5
二、从短期到长期，老龄化的影响如何.....	7
三、从另外两个视角看消费.....	9
3.1 社会集团消费对整体消费的拖累更大.....	9
3.2 疫情下可选消费的弹性更大.....	12
四、后续消费展望和投资建议.....	15
4.1 疫情的变数仍然存在.....	15
4.2 后续消费展望.....	16
4.3 投资建议.....	20
风险因素：.....	22

图目录

图 1：可支配收入与社零的同比增速高度相关.....	3
图 2：消费意愿和社零存在较高的相关性.....	4
图 3：消费意愿和储蓄意愿是彼升我降的关系.....	4
图 4：今年青年失业率显著高于往年.....	5
图 5：青年就业形势与消费者信心高度相关.....	6
图 6：绝对增速上三季度未较一季度明显提升.....	6
图 7：三因子框架（当季同比视角）.....	7
图 8：三因子框架（累计同比视角）.....	7
图 9：我国老龄化在不断加深.....	8
图 10：我国老龄人口增速和主要发达国家的对比.....	8
图 11：我国老龄化加深对消费存在抑制作用.....	9
图 12：商用车销量受疫情影响更大.....	10
图 13：社会集团消费占社零比重.....	10
图 14：社会集团消费的变动更大.....	11
图 15：疫情发生后社会集团消费对整体社零存在拖累作用.....	11
图 16：可选消费的弹性更大（当月同比视角）.....	13
图 17：可选消费的弹性更大（累计同比视角）.....	14
图 18：三季度各商品类别的增速差异.....	14
图 19：重要节日假期的旅游市场情况.....	15
图 20：下半年疫情依然频发.....	16
图 21：我国防疫严格程度比较高但已有所下降.....	16
图 22：全年社零增速可能在 1.5%左右.....	18
图 23：2023 年社零增速可能在 9%左右.....	18
图 24：我国储蓄率在世界范围内比较高.....	19
图 25：未来社零增速预测.....	19
图 26：消费意愿提升有利于可选消费指数.....	20
图 27：可选消费部分行业利润率同比增速的变化.....	20
图 28：必选消费部分行业利润率同比增速的变化.....	21

表目录

表 1：设备更新贷款工具详情.....	12
表 2：必选消费类商品介绍.....	12
表 3：可选消费类商品介绍.....	13
表 4：央地部分促消费政策.....	17

一、什么是三因子模型

1.1 储蓄率如何转化为消费意愿

首先介绍一下消费三因子框架的内涵和我们选用的因子代表指标：所谓三因子框架，就是用收入因子、消费意愿因子和就业因子来解释居民消费水平的一个模型，这个模型有三个特点：第一、这是一个描述变化的框架，看的是同比增速；第二，这是一个解释季度消费变化的框架；第三，这是一个滞后于现实的框架，需要各因子的代表数据公布后才能更新（每季度的第一个月中旬更新上一季度）。

虽然存在一些不足，但此框架仍有其意义所在。在本文，我们将对这一框架进行详细、具体的解释，并会对原框架进行完善和扩展，以求模型能更加贴合现实、还原真实，但不用担心，我们并不会让模型变得更复杂。

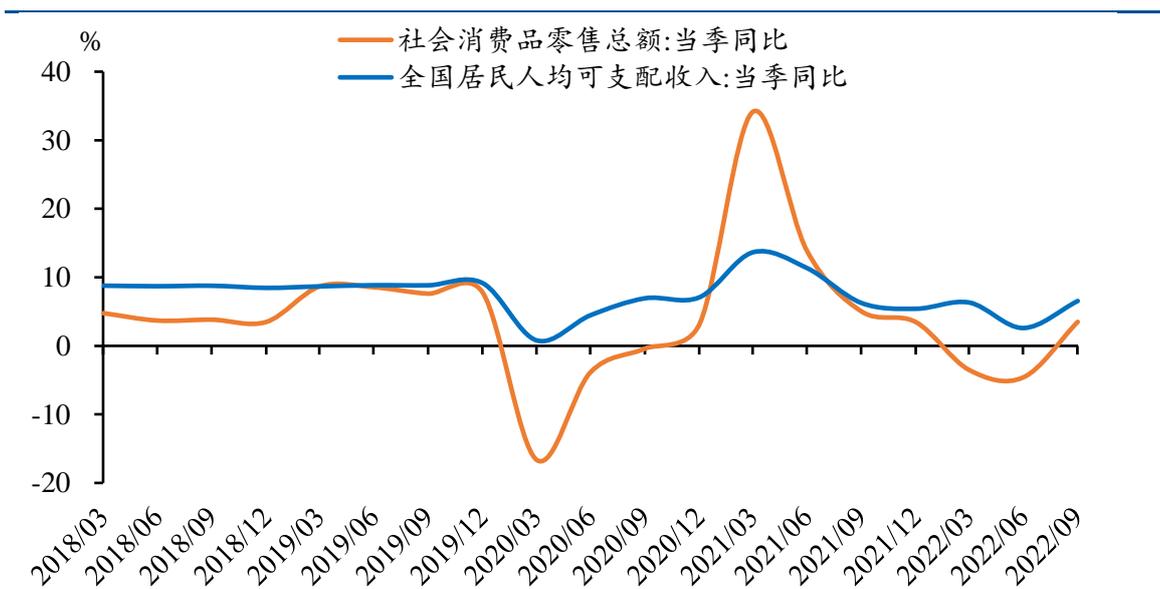
首先，我们可以通过它观察到消费增速或升或降的内在原因，比如某一季度消费变好是因为居民收入提高了还是居民更愿意消费了，又或者是就业率提高了，当然也可能是多个因素的叠加；

其次，如果是多个因素的叠加，借助这个框架，可以看出哪个因子的贡献更多，哪个因子是拖累项；

最后，虽然是滞后现实的，但也只滞后半个月左右，对当前消费基本面还是有一定的展现力，比如观察到三个因子增速都是正的且都在上升，大概率就意味着消费基本面在变好，但如果当前消费板块却在走弱，就可以考虑板块是否被低估了。

代表指标方面：收入因子。收入是根本，有进项才有支出，可以称之为消费的最核心因子。指标选用的是“全国居民人均可支配收入”，居民可支配收入就是“居民能够自由支配的收入，是居民可用于最终消费支出和储蓄的总和”。从 2018 年到今年，居民可支配收入和社零的增速变化是高度相关的（为了更直观反映二者的关系，我们对数据做了当季同比的处理）。但可以观察到，二者只是变动的相关性很高，社零的涨跌幅比可支配收入的涨跌幅要大得多，尤其在疫情严重的时候，收入增速起码是正的（虽然很低），社零却是负增长。所以，一个收入因子并不够，因为收入不光可以用来消费，还可以用作储蓄。

图 1：可支配收入与社零的同比增速高度相关

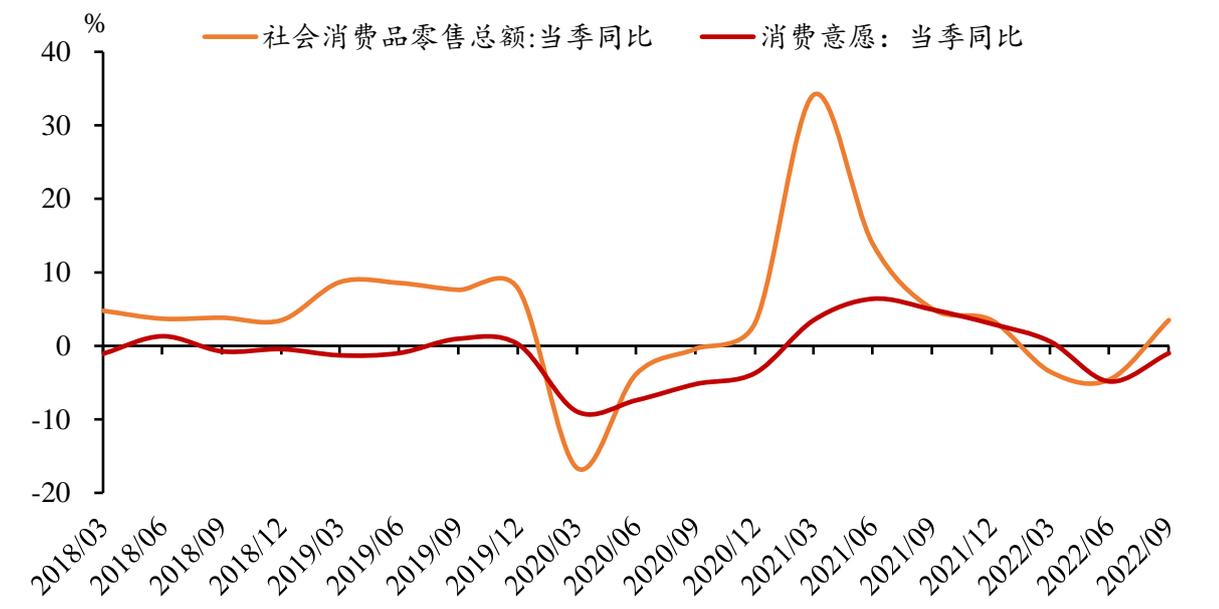


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 图中的同比增速是名义增速

消费意愿因子。消费意愿通俗地讲就是居民愿意把挣到的钱花出去的意愿，所以我们选择的核算方式是“全国人均消费支出/全国人均可支配收入”，这是一个比例值，从2018年到今年，每个季度基本保持在60%-80%之间，只有2020年一季度是59.3%（疫情爆发的初期）。从同比增速看，近5年间消费意愿同比和社零同比的变动呈现出较高的相关性。与可支配收入变化不同的是，消费意愿的同比是围绕在0%上下浮动的（因为剔除了通胀的因素），而且由于居民的消费意愿是维持在一定区间的，上下限稳定，所以增速变化也比较舒缓。

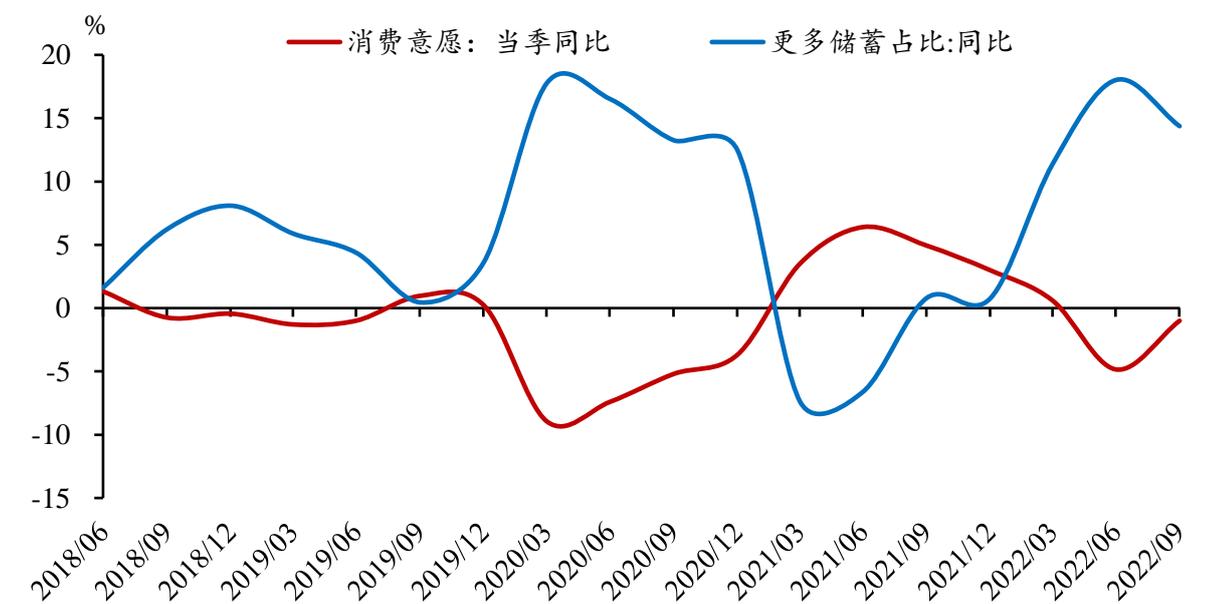
这里强调一下居民储蓄率。由于居民可支配收入是消费支出和储蓄的总和，而消费意愿又是消费支出和收入的比值，所以消费意愿和储蓄率可以看做是互补关系的指标，也就是彼升我降，彼降我升的关系。因此，我们也就没有把储蓄率纳入三因子框架中，因为消费意愿就已经反映储蓄率了，只是反向的反映而已。

图2：消费意愿和社零存在较高的相关性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图3：消费意愿和储蓄意愿是彼升我降的关系



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 就业形势如何影响消费

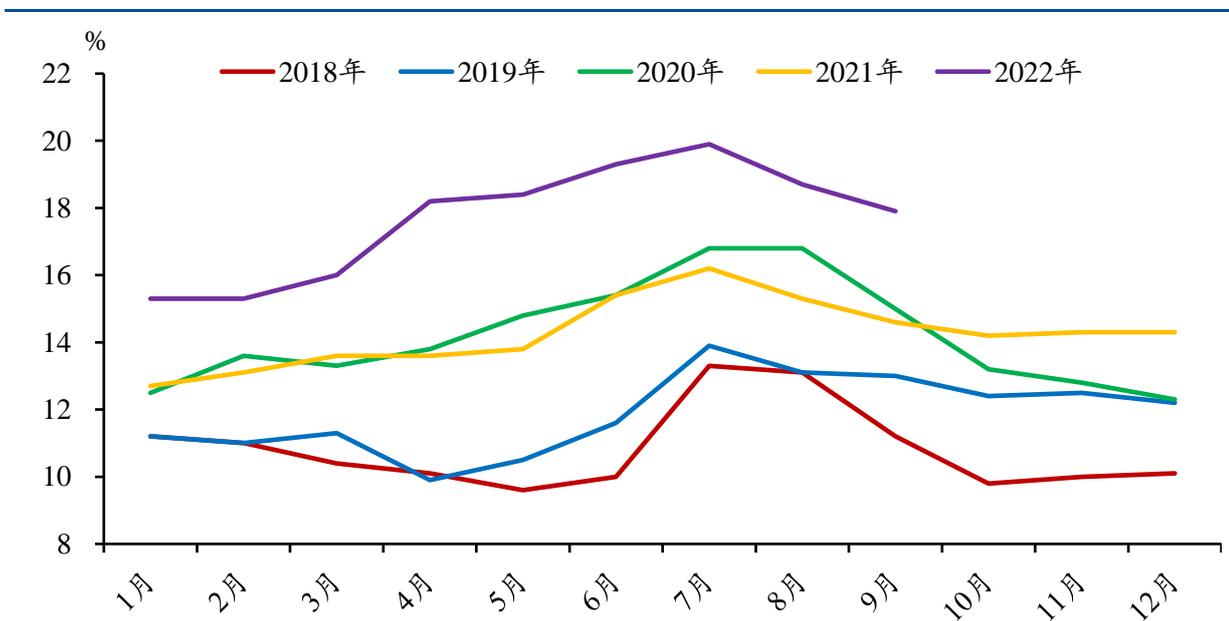
就业因子。之所以要加入就业的因素，是因为就业率和消费者信心指数的相关性较高。所谓“消费者信心指数”，简单地讲就是衡量人们消费信心强弱的一个指标。**就业形势好不好和人们花钱的信心是高度相关的**，收入和消费意愿这两个因子对于居民来讲，是“行为”指标，即挣了多少钱，又有多少钱花出去了，而就业率对应的是“心理”指标，更多地影响居民花钱的信心。

就业因子的代表指标是用“1-城镇调查失业率”，这是原框架使用的指标，而本文完善的地方是用“1-青年失业率”，也就是用**青年失业率（16-24岁人口失业率）来代替城镇调查失业率**。因为相比变化幅度不大的城镇调查失业率，我们观察到青年失业率更能还原社会的真实就业形势，也就是应届毕业生走入社会之后找到工作的难易程度。此外，这个指标的升降幅度也要更大，和消费者信心指数的相关性也更明显。

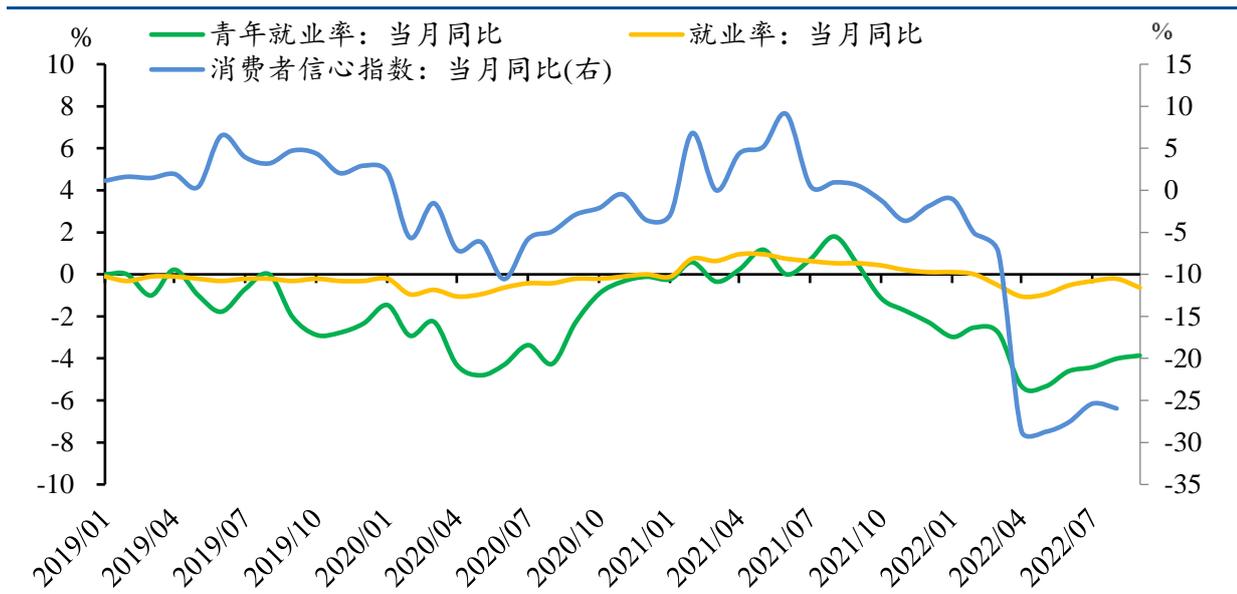
为什么不直接使用青年失业率呢？因为三因子框架中的因子都是需要正向贡献消费的，也就是收入越高、消费意愿越强越有利于消费，但失业率则是越低越利好消费，所以就需要把失业率转化为就业率，也就是用1减失业率。

具体来看，青年失业率是有明显的季节性的，一般在每年的7月份（毕业季，高校学生6月毕业，7月迈向职场）达到全年的高峰，8月也是高峰，之后逐渐降低。今年因为疫情超预期，企业吸纳就业能力减弱，加上毕业生人数增长较多（教育部去年预计2022届高校毕业生规模1076万人，同比增加167万，规模和增量均创历史新高。），全年1-9月的青年失业率都显著高于过去四年，7月最高值为19.9%，也就是几乎每5个适龄就业人口就有1人没有工作。同时，这段时间消费者信心也受到了不小的打击，对应指数同比下降25%以上。

图4：今年青年失业率显著高于往年



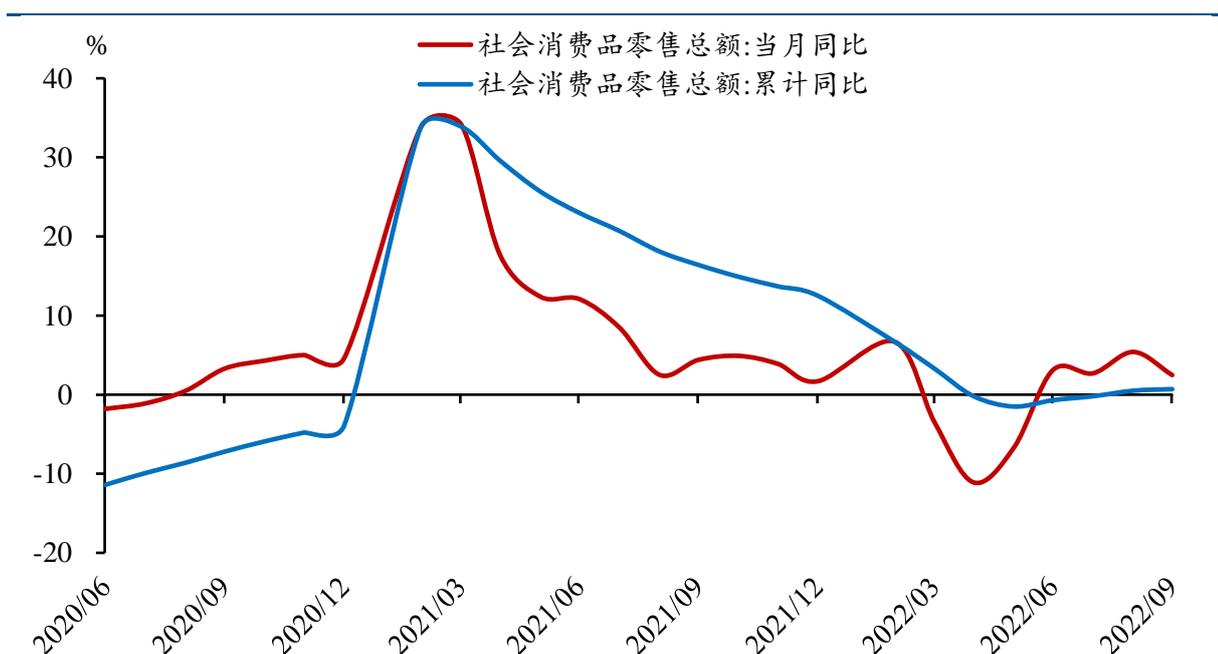
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：青年就业形势与消费者信心高度相关


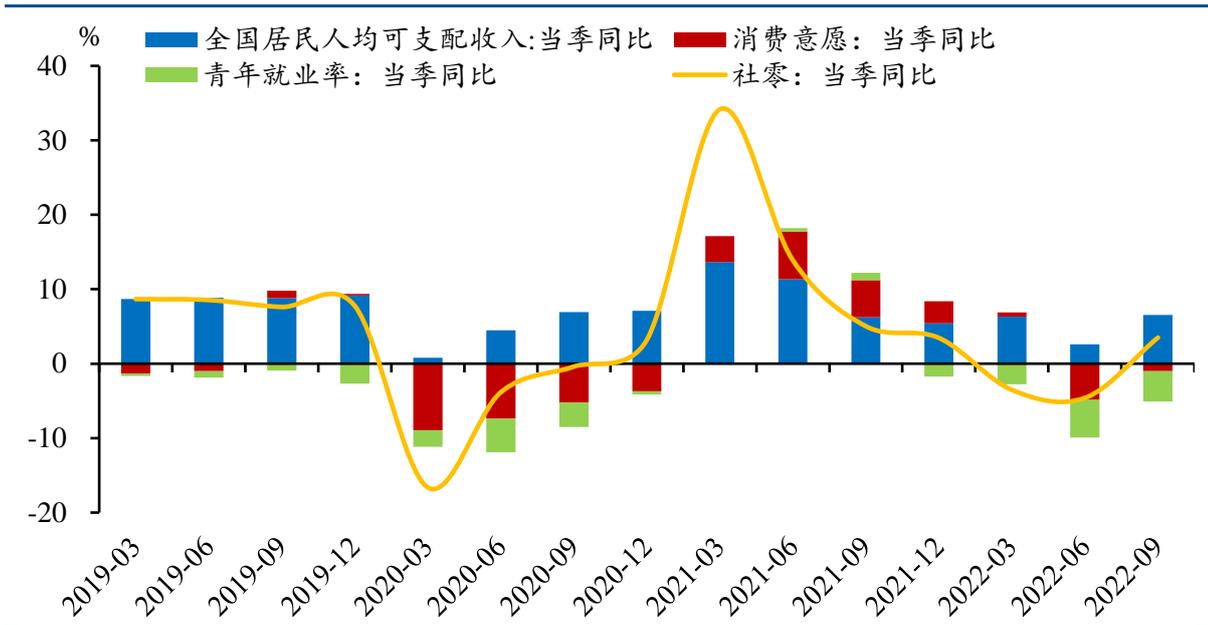
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三大因子确定后，三因子框架也就搭建起来了，我们将三大因子同比增速之和称为消费系数（分为当季同比系数和累计同比系数），当季系数和社零当季同比增速的相关系数在 0.85 左右，累计系数和社零累计同比增速的相关系数在 0.96 左右，验证了这个模型的有效性。可以观察到，今年拖累消费复苏的是负增长的居民消费意愿和严峻的就业形势。

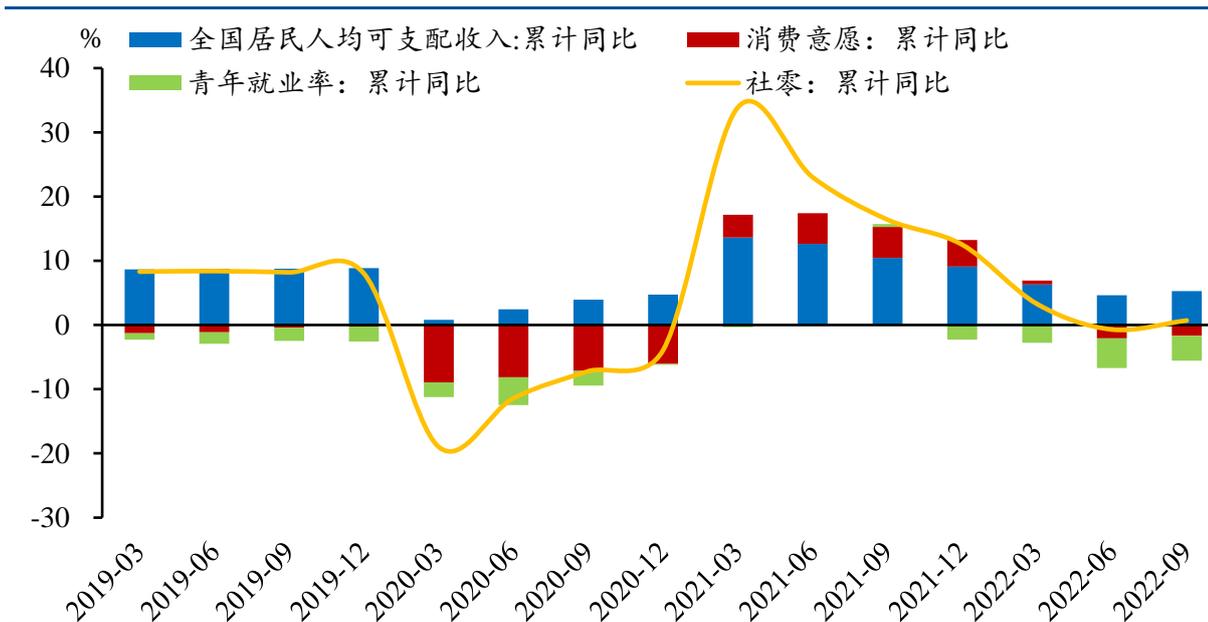
也就是说，收入因子在三季度增速回升，消费意愿因子和就业因子在三季度降幅收窄，消费的核心中枢上移，消费系数较二季度明显回升。但这只是边际上的中枢上移，消费系数的绝对值还要低于一季度，这是和广大居民的切身感受相符的。通俗地讲，就是三季度就业、消费意愿和收入增速确实比二季度高但并未较一季度有多大的提升。消费真正回暖需要三大因子的增速都回到正区间，因为届时消费上升的堵点才被完全打通。

图 6：绝对增速上三季度未较一季度明显提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：三因子框架（当季同比视角）


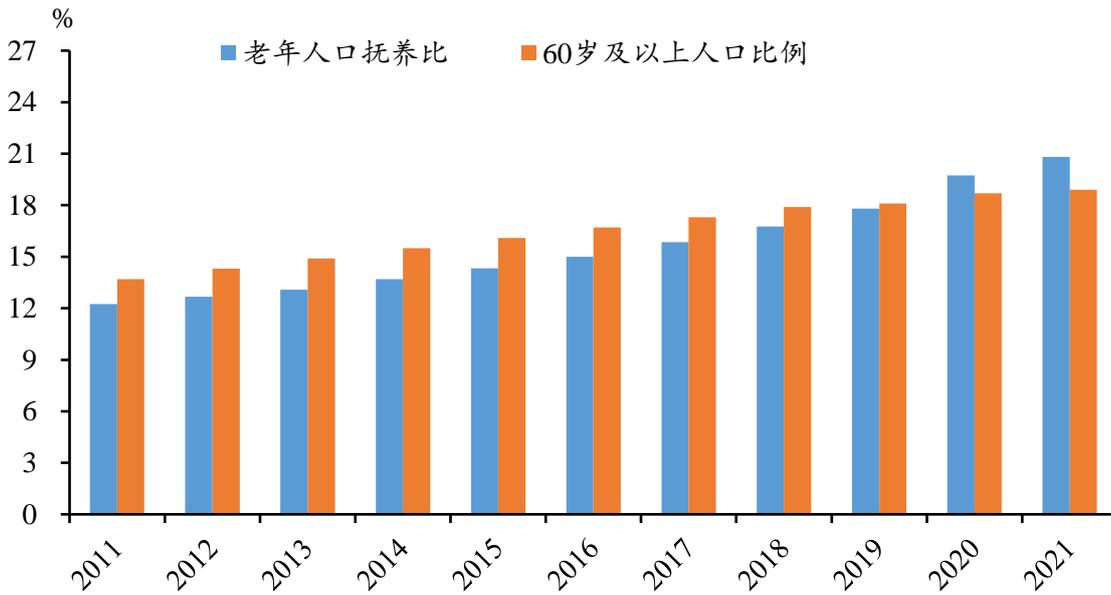
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：三因子框架（累计同比视角）


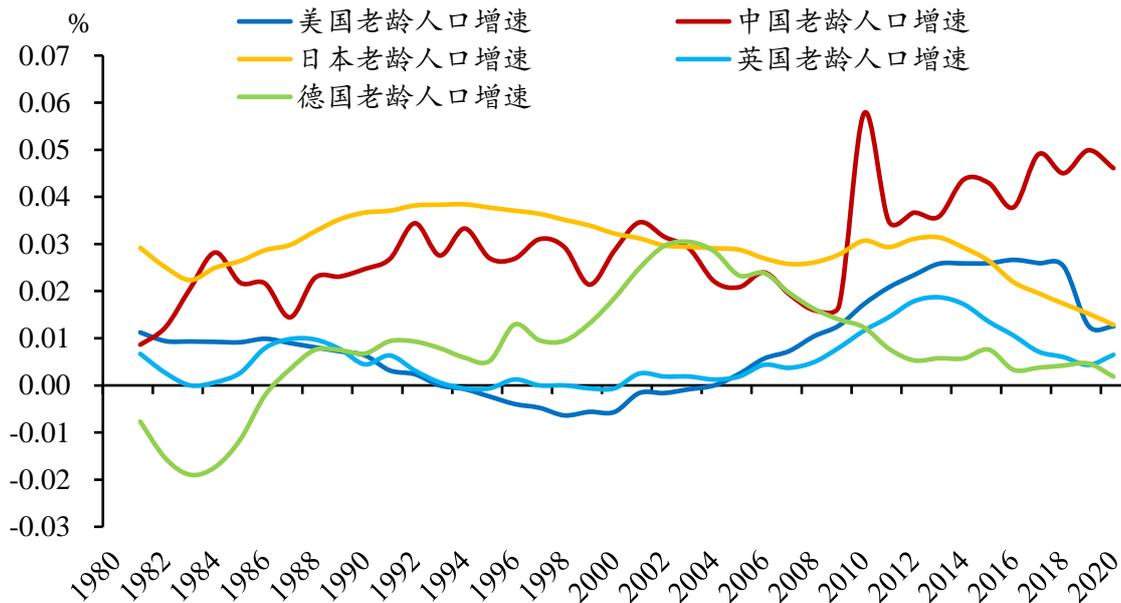
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、从短期到长期，老龄化的影响如何

近些年来，我国的人口老龄化问题越来越受到关注，老龄人口占比的增加对居民消费的影响有正向的作用，比如会推动医疗健康消费的增加，但总体上老龄化是不利于消费的。存在一个指标，叫“老年人口抚养比”，也就是每 100 名劳动年龄人口要负担多少名老年人。随着老龄化的加深，老年抚养比也在不断上升，年轻人的负担在持续加重，进而不利于总体消费。

图 9：我国老龄化在不断加深


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

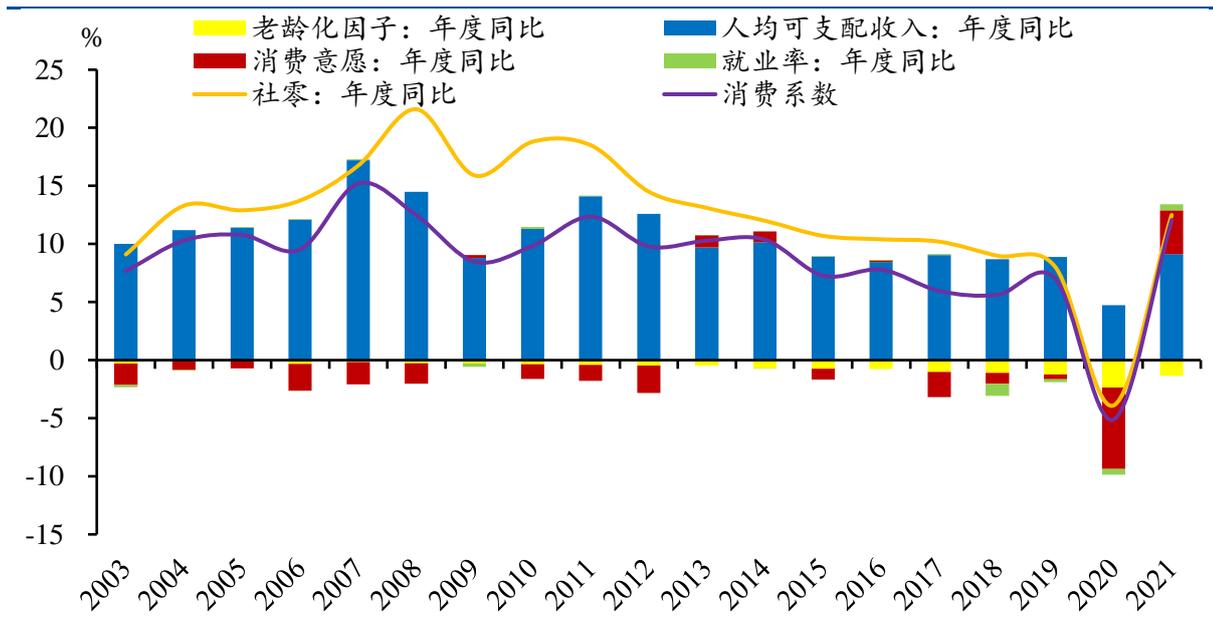
图 10：我国老龄人口增速和主要发达国家的对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

本文尝试将老龄化因子并入三因子框架中，转化为四因子框架，由于人口的统计一般是年度的，同时人口因素对消费的影响也是长期的，所以四因子框架是一个年度框架，主要是看长期内，老龄化对居民消费的影响。指标方面，因为前面的三因子都是越高越有利于消费（就业越好、收入越高、消费意愿越强），所以这里选择的指标是“100-老年人口抚养比”，这个指标越大，说明老龄化程度就越轻，越有利于居民消费。转变为四因子的年度框架后，消费系数和社零增速的相关系数约为 0.88，新框架的可靠性依然有保证。如果没有加入老龄化因子，年度三因子框架下的消费系数和社零增速的相关系数约为 0.86，所以老龄化因子的加入是合理的。

可以观察到，从 2014 年以后老龄化的负面影响就显露得比较明显了，2020 年的抑制最大，也就是前年，我国老年抚养比增加了 1.94 个百分点，60 岁以上老龄人口占比增加了 0.6 个百分点。当年除了收入端还处在正区间外（增速大幅下降但还是正的），就业、消费意愿也都是明显的负增长。去年三大因子都回到了正区间，只有老龄化因子还在负区间的，这也正常，因为老龄化是个长期的趋势，背后有深层次的历史和社会原因，不会因为哪一年经济好转程度就减轻了。长期看，我国老龄化对居民消费的抑制大概率会延续本世纪以来的趋势，那么为了对冲老龄化这一负面因素，就需要从其他的因子入手，比如提升居民的消费意愿，增加居民的收入，降低失业率等。

图 11：我国老龄化加深对消费存在抑制作用



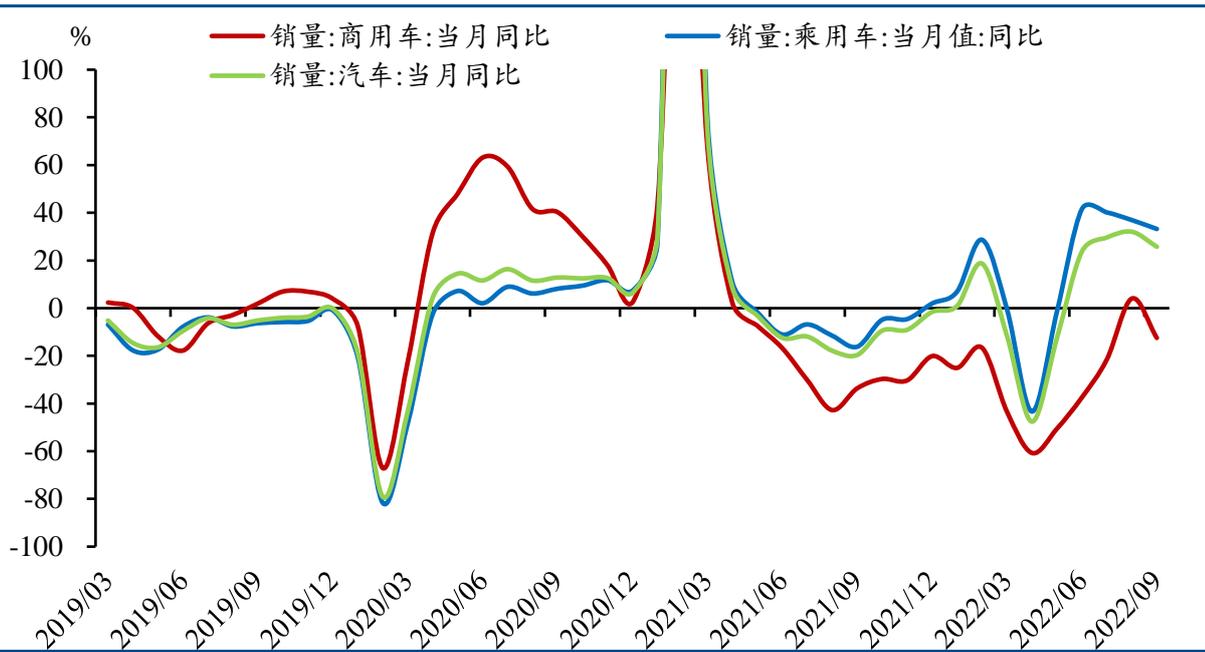
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、从另外两个视角看消费

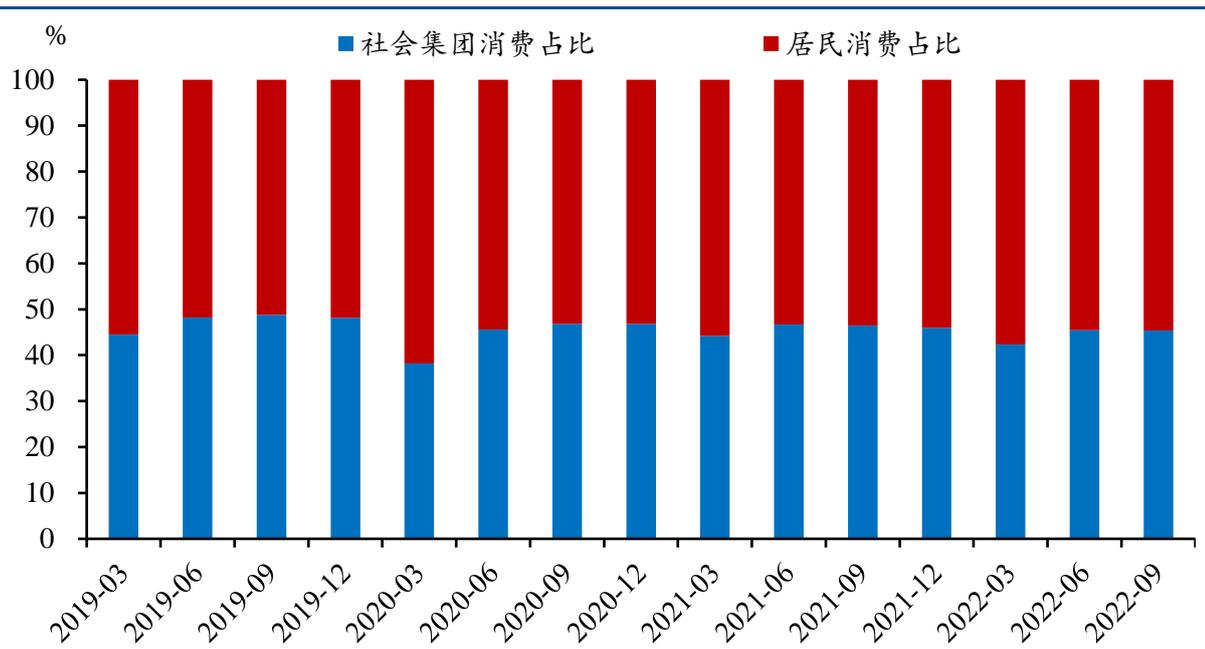
3.1 社会集团消费对整体消费的拖累更大

如果从另一个视角来看待社零，会发现社零不仅包括居民消费，也包括社会集团消费。所谓社会集团，就是企事业单位、政府机关等主体，这些主体也是存在消费行为的，比如公务招待、商务活动等所需实物商品的购买，比如白酒、商用车，以及企业生产经营过程中需要的实物消费，比如办公文化用品、装饰品还有给予员工的实物奖励等。

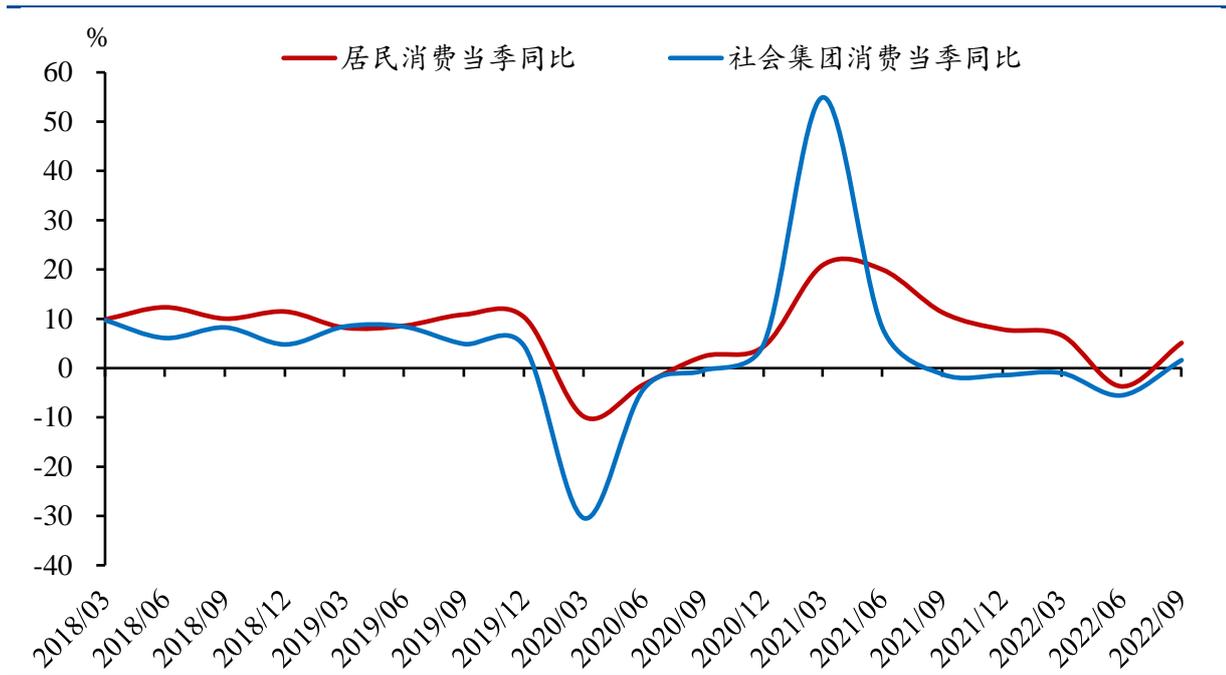
在拆解后，可以观察到社会集团消费占社零的比重接近 50%，这就意味着社会集团端能对整体社零产生显著的影响。在计算二者的当季同比增速后，社会集团消费的升降幅比居民消费要大得多，特别是在疫情发生以后，前者的波动是相对更剧烈的。这背后说明疫情对于企事业单位的消费冲击更大，原因也比较简单，因为疫情再严重，哪怕处于封控区，居民还是要消费，而对于一家企业来说，一旦因为疫情停工停产，那么这个主体这段时间的消费支出就基本为无了。

图 12: 商用车销量受疫情影响更大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

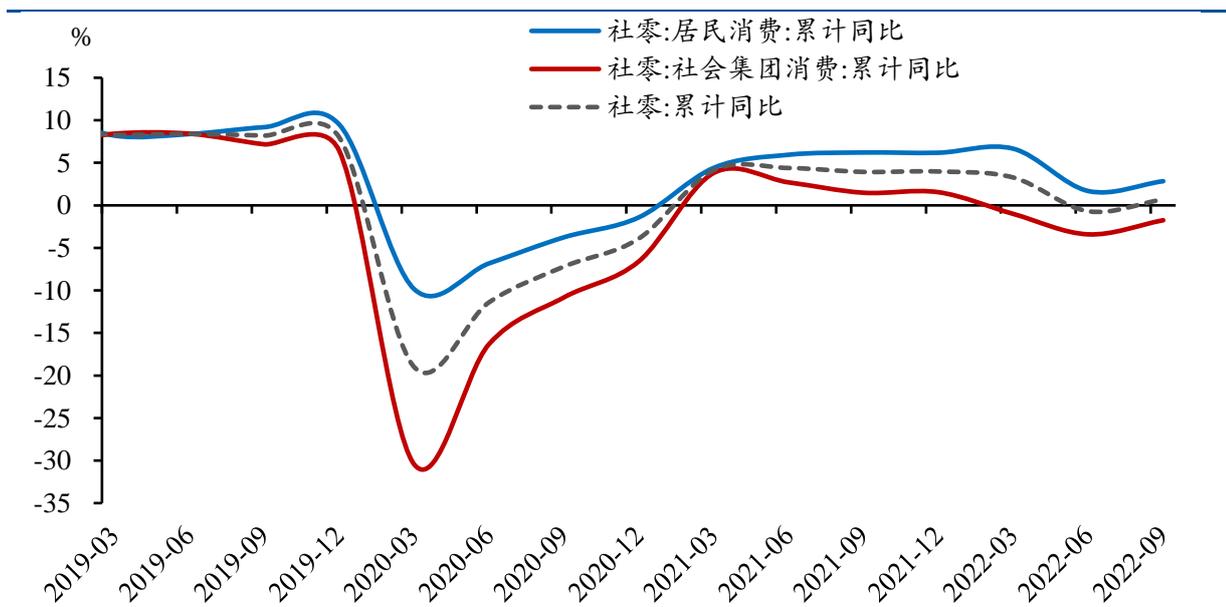
图 13: 社会集团消费占社零比重


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：社会集团消费的变动更大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

最后看累计同比的走势分化。自 2019 年年底疫情发生以来，居民消费的增速和社会集团的消费就发生了明显的分化。疫情严重时期，二者的增速都是大幅下滑的，但社会集团的下降幅度更大，整体的社零增速被两个组成部分的增速夹在中间，比较鲜明地揭示了社会集团消费对整体社零的拖累是比较大的。具体看，我们在拆解社零后计算出的 1-9 月社零中居民端的增速是 2.84%，高于整体社零的 0.7%；社会集团消费对应的增速是 -1.75%，明显低于整体社零。

图 15：疫情发生后社会集团消费对整体社零存在拖累作用


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

展望后续的社零增速，我们认为社会集团消费大概率会持续拖累整体社零，因为9月的工业企业利润数据显示的整体情况仅为弱复苏，企业盈利的修复速度还比较慢。但也有值得关注的地方，就是设备更新改造专项贷款这一工具，如果后续落地的量非常庞大，远超2000亿元以上，那么对社会集团消费的刺激也是不容忽视的，能够起到补消费短板的作用。

表 1：设备更新贷款工具详情

总体额度	2000亿元以上
参与银行	国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构
支持领域	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造
期限	期限1年，可展期2次，每次展期期限1年
利率	金融机构放贷利率不高于3.2%（财政贴息2.5%），向央行支付利率1.75%
激励比例	100%
支持期	2022年9月1日至2022年12月31日期间发放的合格贷款

资料来源：央行官网，信达证券研发中心

10月26日国常会指出“重大项目建设、设备更新改造要注意与扩消费结合，扩大以工代赈以促就业增收带动消费，将中小微企业和消费类设备更新改造纳入专项再贷款和财政贴息支持范围”。中央的指向很明显，就是要将贷款工具与促消费结合起来，而由于这个工具恰恰又是面向学校、医院和企业等社会集团的，故我们认为只要政策执行得好，贷款额度足够多，四季度消费可能会显著恢复。

3.2 疫情下可选消费的弹性更大

按照常用的分类方式，消费可以分为必选消费和可选消费。必选消费指日常生活所必须的消费品，而可选消费是日常生活中非必需的、可选择性的消费。粮油食品类、饮料类、日用品类、中西药品类等五项划分为必选消费；金银珠宝类、通讯器材类、石油及制品类、汽车类等十项划分为可选消费。当然以上只是商品端的分类，服务消费方面文化旅游也算是可选消费的范围。

表 2：必选消费类商品介绍

分类	社零分项	具体含义
必选消费	粮油、食品类	指供人们食用的各种食品，如粮油、肉禽蛋、干鲜蔬果、豆制品、滋补食品、食盐、调味品、奶及奶制品及其他食品加工制品等。
	饮料类	指供人们食用的各种饮料，包括液体型饮料，如汽水、果菜汁、矿泉水等；冷冻饮品；固体饮料；茶叶、咖啡、可可和其他饮料。
	烟酒类	包括酒和烟草加工品。
	日用品类	指日用金属制品、日用搪瓷制品、日用塑料制品、天然皮革和人造皮革制品、玻璃器皿、日用百货、燃气灶具等。
	中西药品类	指人用各种中西药品、中药材以及各种小型医疗用品、敷料，不包括医疗用的各种大型设备。

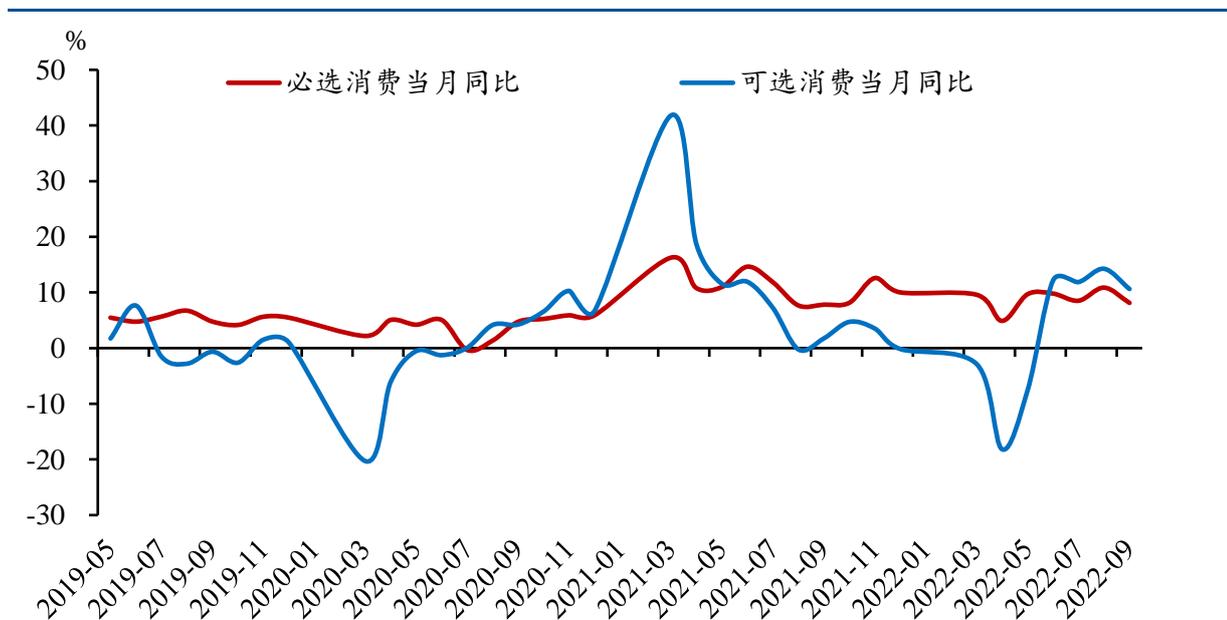
资料来源：国家统计局官网，信达证券研发中心

表 3: 可选消费类商品介绍

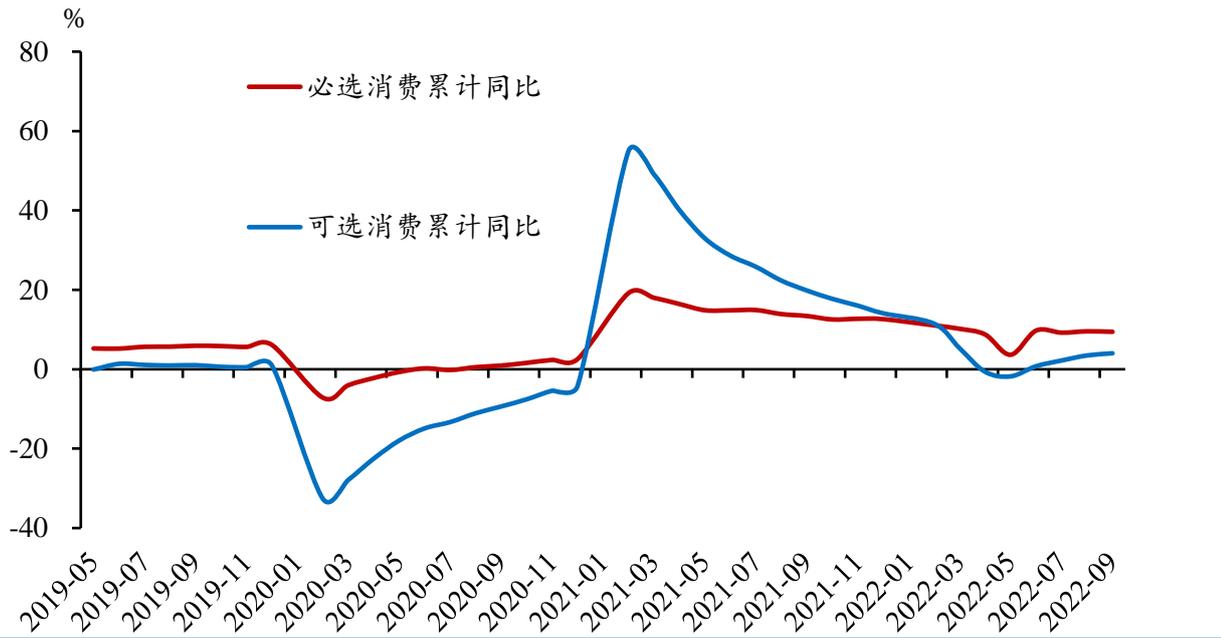
分类	社零分项	具体含义
可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	指服装、鞋帽、针织品和纺织品的集合。
	化妆品类	指洁肤护肤美容用品、洁发护发美发用品、药物美容美体用品等。
	金银珠宝类	指以金属及钻石、宝（玉）石、翡翠、珍珠、水晶、象牙、骨角等为原料，制成各种图案造型的装饰品、饰品、工艺品等。
	文化办公用品类	指学习用品、办公用品和计算机及其配套产品。
	建筑及装潢材料类	指非金属矿采选成品、建筑材料及其他非金属矿物制品和各种办公或家庭用的室内装饰材料等。
	家用电器和音像器材类	指洗涤电器、制冷电器、清洁电器、小家电、家用厨房电器具、家用保健电器和各类音像器材等。
	家具类	指用木材、金属、塑料、藤、竹等为主要原料制成的供人们生活、学习、工作、休息用的各种普通家具和具有特定用途的专用家具。
	通讯器材类	指有线、无线通讯使用的各种器材和设备。
	石油及制品类	包括原油、炼厂气体、汽油、煤油、柴油、燃料油、工业燃料、溶剂油、润滑油、石蜡、专用蜡、凡士林、洗涤剂原料等。
	汽车类	指由动力装置驱动，具有四个或以上车轮的非轨道无架线的车辆及其零配件，包括汽车、汽车底盘和汽车配件等。

资料来源: 国家统计局官网, 信达证券研发中心

无论是可选消费还是必选消费，它们零售额的整体增速（当月同比和累计同比）都是趋于一致的，共同受到疫情的干扰，但是可选消费的增速波动远大于必选消费。上半年疫情最严重的 4 月份，二者的增速都明显回落，6 月份又有明显回升。下半年，二者的总体波动保持一致，7 月小幅下滑，8 月小幅回升，9 月又小幅下滑，这主要是受疫情频发的影响。从绝对值上看，三季度可选消费的同比增速要高于必选消费 3 个百分点左右，累计增速方面由于二季度可选消费受到的冲击太大，今年 1-9 月，增速并未超过必选消费，相差 5.4 个百分点。

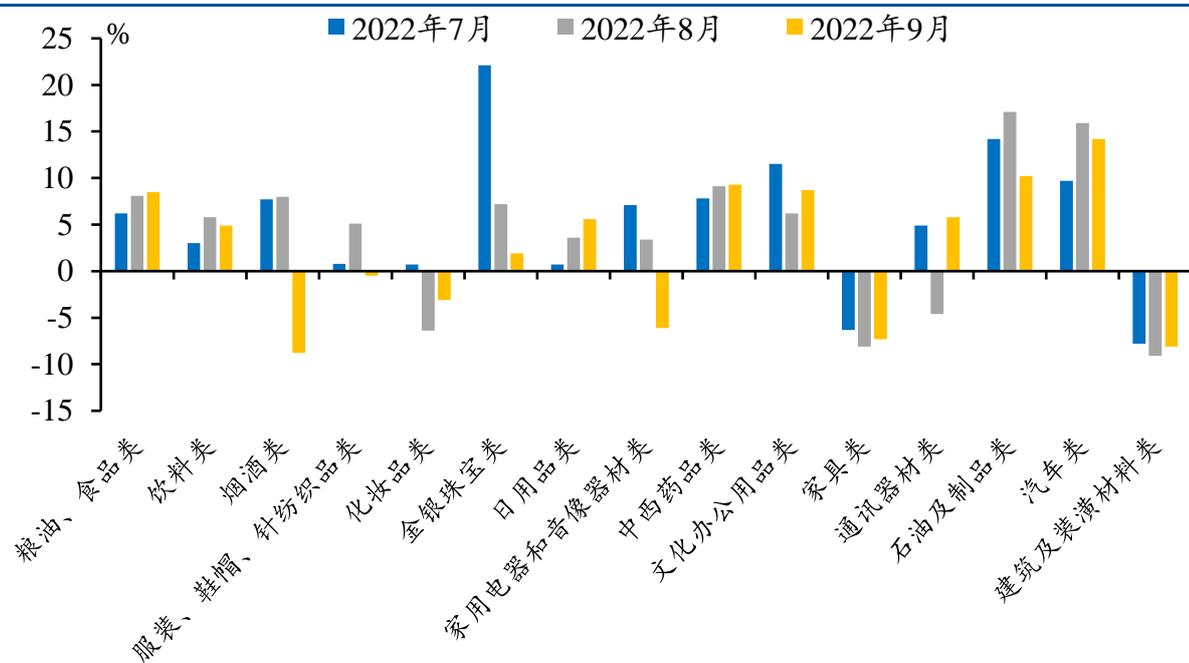
图 16: 可选消费的弹性更大（当月同比视角）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 可选消费的弹性更大 (累计同比视角)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

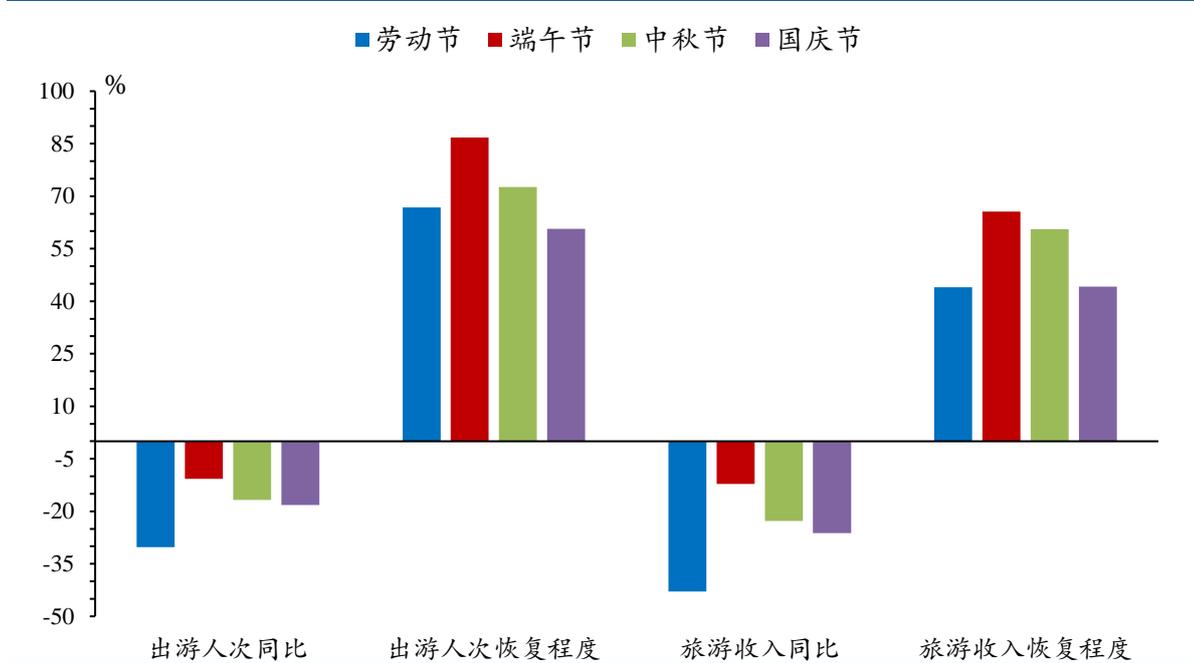
然后再看三季度各个商品类别的增速, 在必选消费中, 除了烟酒类零售额在 9 月出现大幅下降, 其他商品如粮食、日用品和药品的零售增速都比较稳定。可选消费中, 每种商品的增速差异参差不齐, 汽车、石油及制品类的增速都在正区间内波动, 建筑及装潢材料类由于受地产市场持续下行的拖累增速在负区间内波动, 其他的如服装类、家电类、家具类, 9 月的增速都处于负区间。在这其中, 由于汽车类、石油及制品类占整体的社零份额比较大, 拖累或拉动的程度也更大, 所以其增速的变动会比较影响当月整体社零的增速。

图 18: 三季度各商品类别的增速差异


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

可选消费中的文旅方面，可以参照重要节日的旅客人次和旅游收入的同比增速和较 2019 年同期的恢复情况。根据文旅部披露的信息，可以观察到文旅消费的恢复程度比较低，同时波动也比较大。国庆节假日，距离现在最近，恢复程度还不如更早的中秋节、劳动节和端午节。这和节日之前的疫情形势有关，从整体来讲，由于疫情对文旅出行的影响要大于商品购买类的消费，所以可以说，**文旅消费是众多消费领域中最薄弱的一环。**

图 19：重要节日假期的旅游市场情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

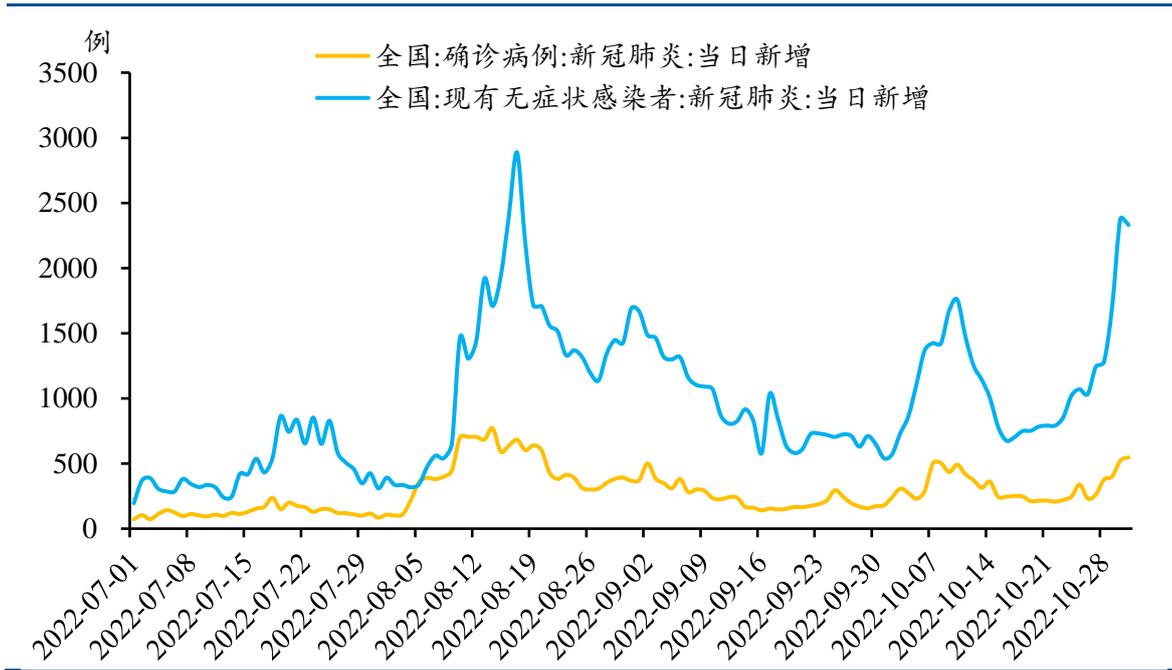
四、后续消费展望和投资建议

4.1 疫情的变数仍然存在

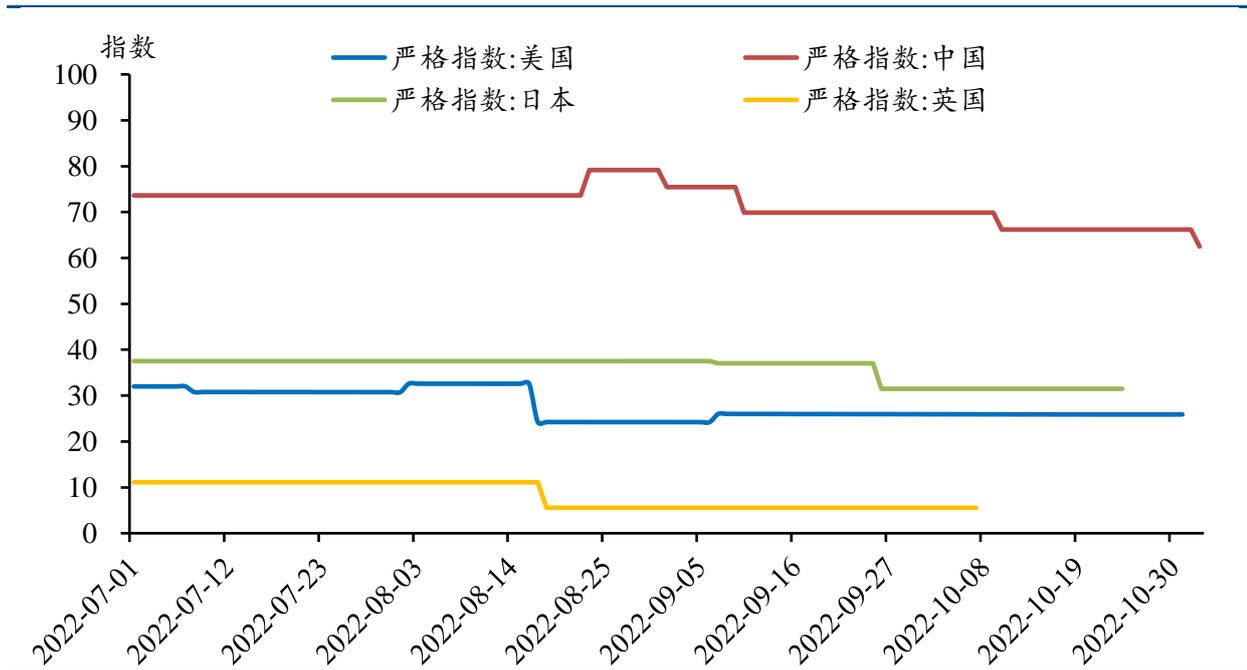
7-10月，疫情仍然频发，随着气温逐渐下降，10月下旬疫情又有明显的反弹，这个冬天疫情大概率还会持续，文旅消费可能还会受到明显的抑制，整体的消费恢复仍会受到疫情的干扰。具体看，下半年疫情呈现的一个明显的特征是无症状感染者的数量是确诊病例的好几倍，比如10月31日全国新增确诊病例547例，现有无症状感染者新增2331例。

10月13日世界卫生组织举行的关于COVID-19的会议指出，尽管该病毒已进入第三年，但在病毒的进一步发展轨迹、遗传和抗原特征以及临床方面仍存在相当大的不确定性，再加上其他的突发卫生事件，许多国家的卫生系统仍面临较大压力，要警惕北半球即将到来的冬季疫情的演变。

进入11月后，我国疫情防控的严格指数有所下降，比如多地发布通知称乘火车飞机出行不需再查验核酸证明。11月5日国务院联防联控机制新闻发布会上国家疾控局表示要坚持“动态清零”总方针不动摇，但同时也指出要“提高科学精准防控水平，切实保障群众正常生产生活秩序，防止简单化、一刀切，坚决整治层层加码”。总体上，在展望未来消费的时候（特别是中短期下），仍不能低估疫情方面的影响。

图 20：下半年疫情依然频发


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：我国防疫严格程度比较高但已有所下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

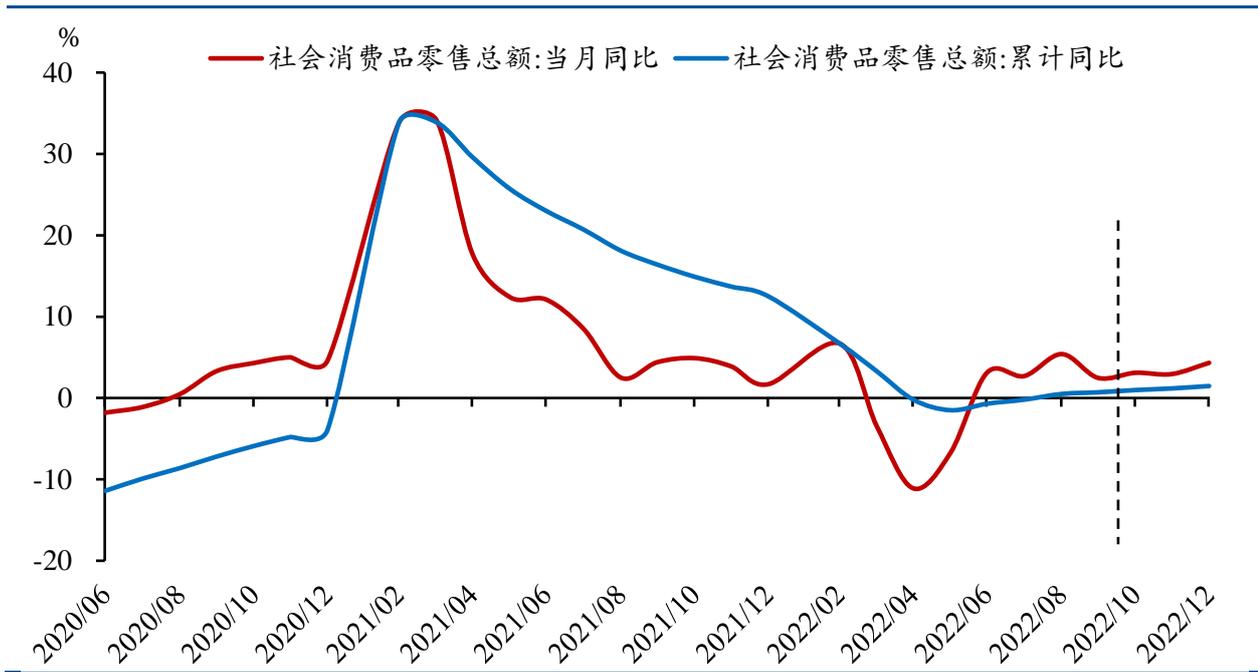
4.2 后续消费展望

由于社零存在一定的季节性，在展望四季度社零增速的时候，要通过往年的四季度较第三季度的环比增速，再结合今年不同于往年的一些情况来估计。具体来看，往年10月社零较9月的环比增长是10%左右，11月较10月环比增长1.3%左右，12月环比较11月环比增长1.7%左右，所以按照这样的历史增速，再加上近日国务院将消费类设备纳入专项再贷款政策和其他的央地促消费政策（积极信号），我们测算出的四季度社零同比增速在3.5%左右，而三季度也为3.5%，也就是四季度的增速和三季度基本持平，我们预计全年社零增速在1.5%左右。

表 4：央地部分促消费政策

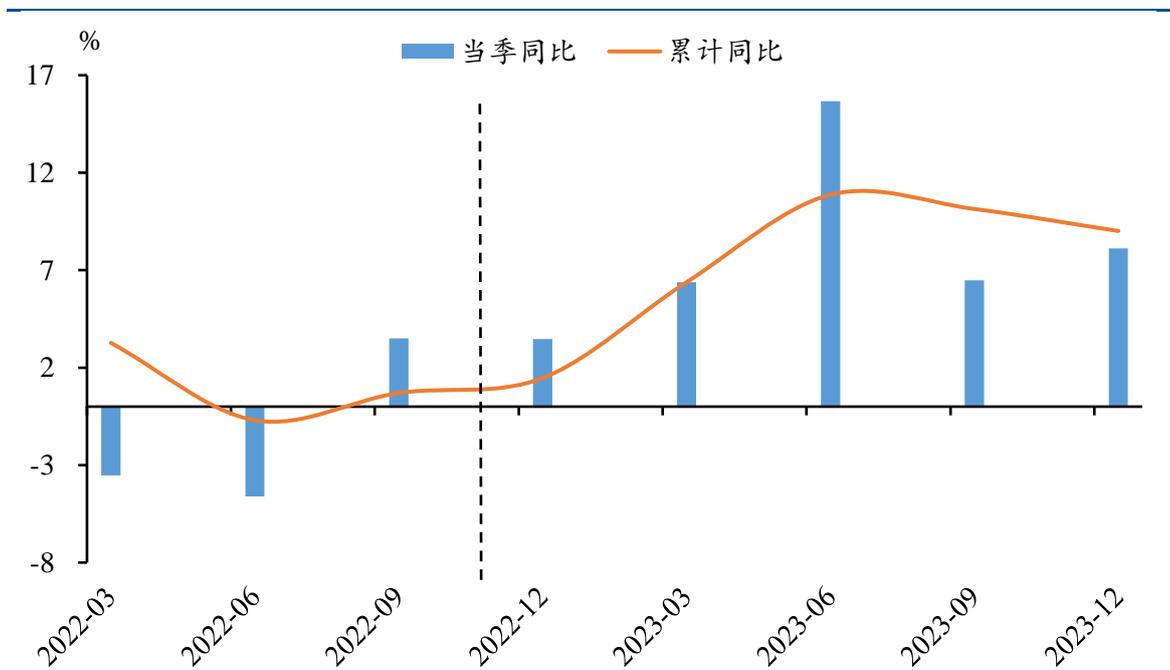
汽车			
时间	地区	文件或场合	相关内容
10月8日	中央	财政部 税务总局 工业和信息化部关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告	为支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费，对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间的新能源汽车，免征车辆购置税。
10月10日	上海市	上海市人民政府办公厅关于印发《上海市推进高端制造业发展的若干措施》的通知	放大进博会等作用，支持上海制造与各大平台相结合拉动消费，扩大线上消费、丰富线下体验，支持多元化、专业化产业电商发展。促进新能源汽车、智能网联汽车等创新产品消费。
10月19日	四川省	拼责任落实、拼项目投资、拼产业发展、拼便民利企、拼政策落地、拼消费回暖 冲刺全年目标，巴中打响“收官战”	进入四季度，巴中市服务业发展领导小组办公室印发了《巴中市2022年四季度促销方案》，在消费市场促销方面开展全市汽车展销会
10月12日	重庆市	重庆印发促进绿色消费实施方案 到2025年新能源汽车销量占比超20%	将加强新能源汽车配套基础设施建设，加快推动中心城区加氢站建成投运和成渝、渝万高速沿线等加氢站布局；同时重庆将开展新能源汽车下乡活动，鼓励汽车企业研发推广适合农村居民出行需要、质优价廉、先进适用的新能源汽车，推动健全农村运维服务体系；要提高城市公交、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域等新能源汽车应用占比。
10月6日	重庆市	国庆假期 重庆商圈打造消费新业态 激发消费新活力	10月1日到3日期间，特斯拉中国制造Model Y和Model 3在车展上亮相，重点展示时下流行的汽车露营场景和娱乐场景。
10月13日	浙江省	浙江省商务厅等16部门关于进一步搞活汽车流通扩大汽车消费的通知	通过促进新能源汽车跨区自由流通、丰富新能源汽车产品供给、积极支持充电设施建设来支持新能源汽车的购买使用；加快活跃二手车市场等
10月14日	黑龙江省	关于印发《黑龙江省关于搞活汽车流通 扩大汽车消费升级的若干措施》的通知	省级对各地促消费资金补贴期限由2022年5月1日至7月31日延长至2022年11月30日，支持各市（地）发放政府消费券，因地制宜制定政府消费券发放政策，对居民购买新车（乘用车）、3.5吨及以下货车给予补贴。
餐饮			
时间	地区	文件或场合	相关内容
10月8日	上海市	国庆假期商业运行有序 上海线下消费逾400亿元	国庆长假期间，恰逢第二轮“爱购上海”电子消费券、绿色智能家电消费补贴等创新政策叠加，上海商业节庆氛围浓郁、运行平稳有序。第二轮“爱购上海”电子消费券节日期间核销金额超过1.35亿元，杠杆率4倍。
10月25日	浙江省	义乌市2022年促进消费增长扶持政策	构建“一刻钟便民生活服务圈”，提升社区农村商业水平，鼓励生活服务企业连锁化经营、品牌化发展。对在义直营门店已达3家以上的超市、便利店、餐饮、家政服务连锁企业，当年度新增单店营业面积200平方米以上直营超市、单店营业面积50平方米以上直营便利店、单店营业面积20平方米以上直营餐饮门店和直营家政服务网点的，按2万元一家的标准给予一次性奖励；对当年度在建制镇范围内新增直营门店的，在前述标准基础上每家再增加2万元奖励。
10月22日	成都市	韧性强、添活力 成都“三驾马车”发力 点燃城市“烟火气”	10月1日至10月20日，“烟火成都”消费券已进行两批次发放，已发券237万张，已核销超过167万张、核销金额总计7600万元，当前核销率达70%。数据显示，在“烟火成都”消费券发放活动中，已核销消费券的商户里，零售场景商户占比78%；餐饮商户占比6%。
10月6日	重庆市	国庆假期 重庆商圈打造消费新业态 激发消费新活力	国庆期间，打造专注“夜生活”，聚集“夜经济”的消费平台，出周年庆首日通宵购物不打烊活动，并引入音乐、餐饮等元素，积极向“夜消费”要市场，为新“夜”态中打开消费新方式。
物流			
时间	地区	文件或场合	相关内容
10月10日	上海市	上海市人民政府办公厅关于印发《上海市推进高端制造业发展的若干措施》的通知	鼓励经过充分验证的智能网联汽车在高速路场景开展测试应用并在特定区域开展商业试运营，支持达到技术条件的无人驾驶装备在特定区域开展测试应用。在开展安全评估的前提下，逐步开放无人机海岛运输、社区配送、环城绿带物流等应用场景。在特定区域开展无人船航道测试。提供韧性供应链体系支持，畅通物资跨区域互联，完善重要物资应急保供中转站功能。
10月14日	重庆市	促进汽车消费畅通物流运输10条新措施实施4月 拉动汽车消费逾14.9亿元	便利冷链物流车辆和新型智能渣土车通行证办理、取消二手车限迁政策和优化车驾管服务4条措施通过“减环节、减时间、减负担、减跑动”持续优化交管服务，助力畅通经济内循环。
10月21日	四川省	四川省发展和改革委员会关于印发《四川省“十四五”现代物流体系建设实施方案》的通知（川发改经贸〔2022〕590号）	加快发展现代物流体系。构建现代物流基础设施网络，建设物流枢纽网络，完善冷链物流设施网络。拓展物流服务新领域新模式，发展高铁快运，推动智慧绿色物流发展。提升国际物流服务能力，建设应急物流体系

资料来源：国务院和各地方政府官网，信达证券研发中心

图 22：全年社零增速可能在 1.5%左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线后为预测值

明年消费的形势是和防疫政策有关的，因为疫情本身已经持续了三年左右，虽然致死率已经大大下降，但并没有显示出已经结束的苗头，所以主要还是看防疫而不是疫情本身。如果明年的疫情防控出现比较大的放松，并且疫情没有出现严重的爆发，那么在今年的低基数下，我们测算出的 2023 年社零增速可能在 9%左右，其中明年一季度可能在 6.4%左右。

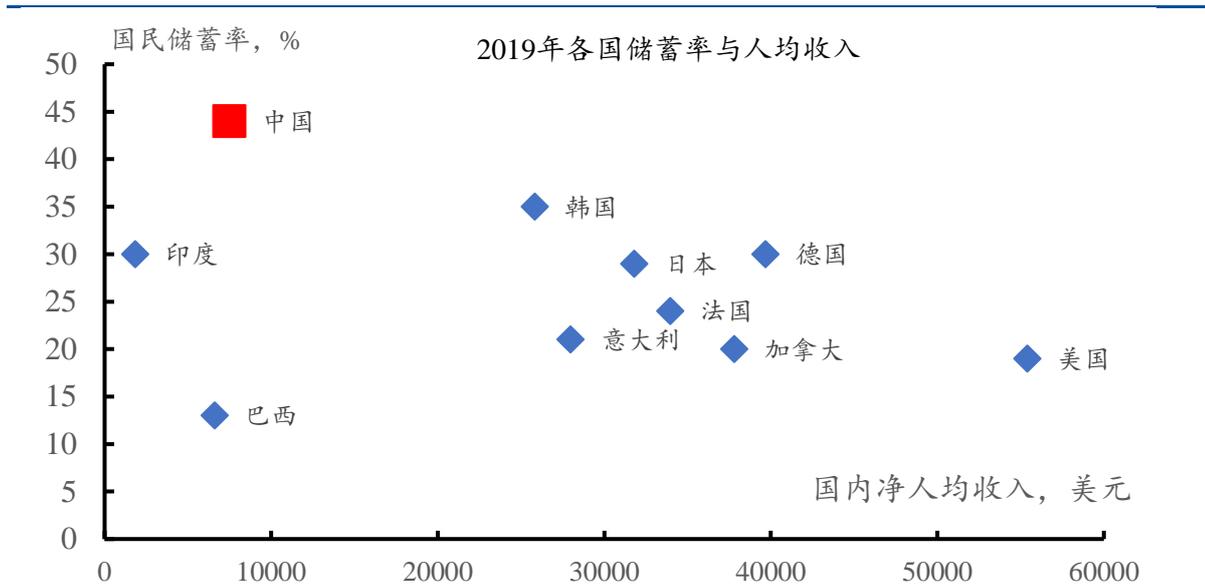
图 23：2023 年社零增速可能在 9%左右


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线后为预测值

我国居民受传统观念的影响，消费的意愿在世界范围内算比较低的，换句话说，我国居民的储蓄率是比较高的，这表明未来我国消费市场还是有比较大的发展空间和潜力，但潜力的释放依赖于我国居民愿消费，乐消费。在这方面，90后群体由于没有经历过困难年代的生活，消费意愿可能相对要更强。从今年到2025年，会有越来越多的90后（主要是95后）甚至00后群体步入社会，开始有自己独立的收入，届时我们预计我国居民整体的消费意愿可能会提升，当然是渐进式的。所以在年度社零四因子框架中，我们将2024年和2025年的消费意愿都假设为小幅的正增长，而以往负增长的年份更多。老龄化是个大趋势，未来老年抚养比大概率会越来越高，收入我们预计和GDP一样，每年边际增速呈现渐进式小幅递减，就业在年度模型中影响很小，暂忽略。

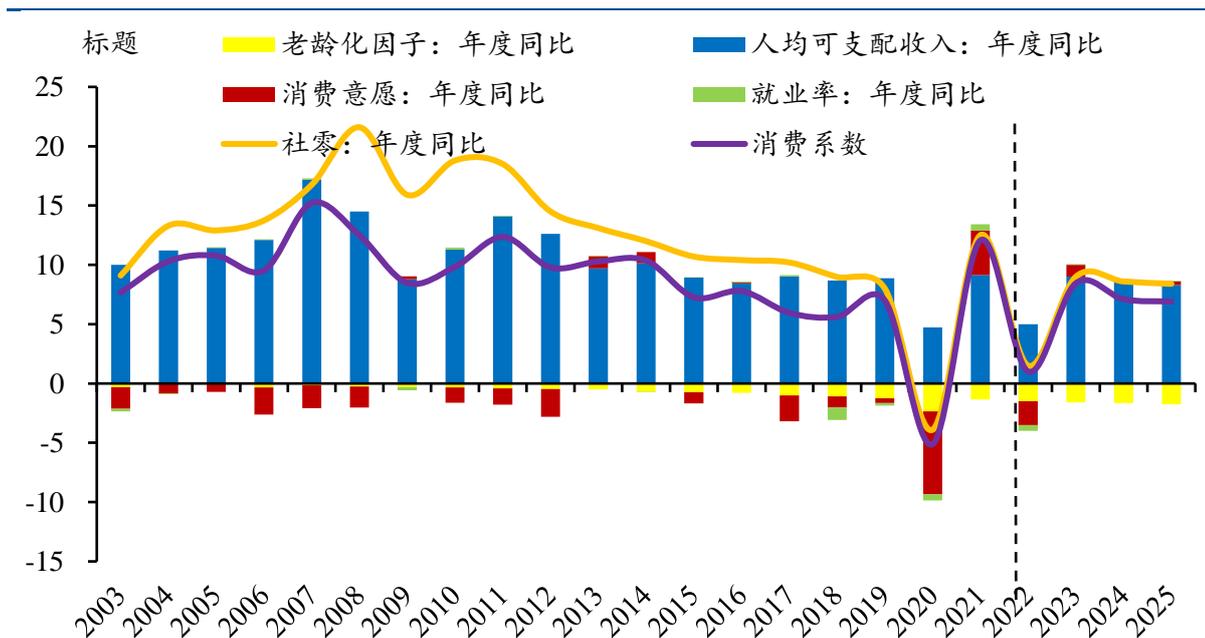
在这样的估计下，后续到2025年，除了明年由于今年低基数，整体消费有比较大的改善外，2024年和2025年的社零增速可能在8.5%左右。

图 24：我国储蓄率在世界范围内比较高



资料来源：世界银行官网，信达证券研发中心

图 25：未来社零增速预测

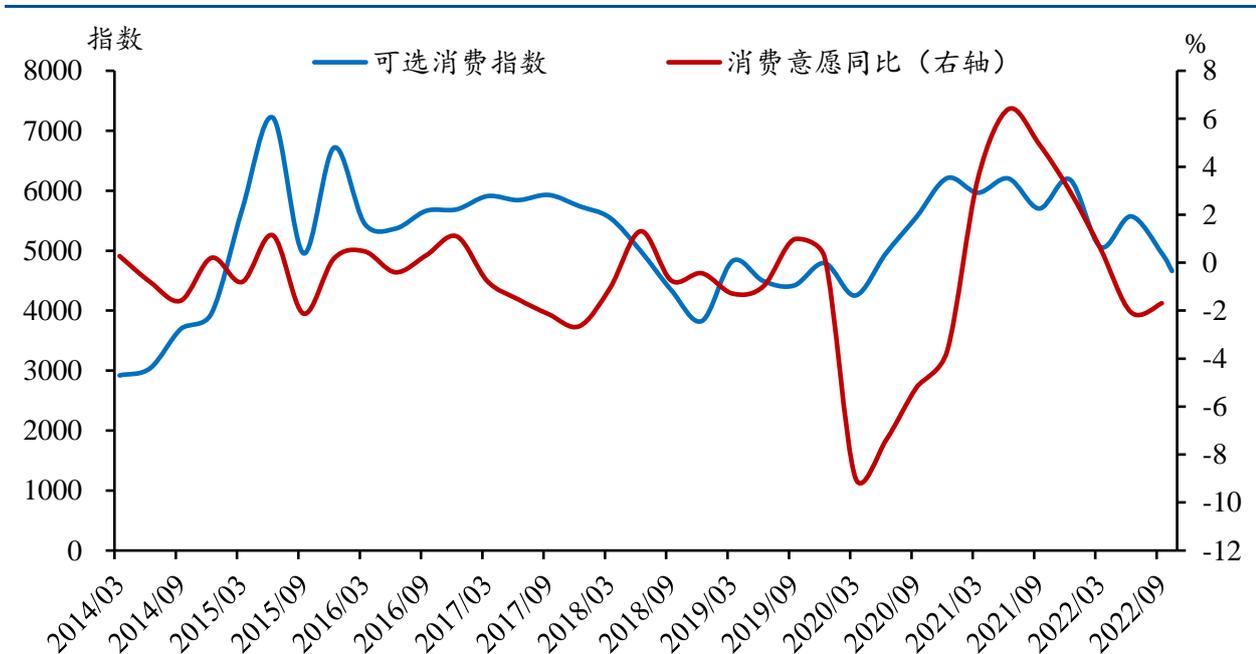


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：虚线后为预测值

4.3 投资建议

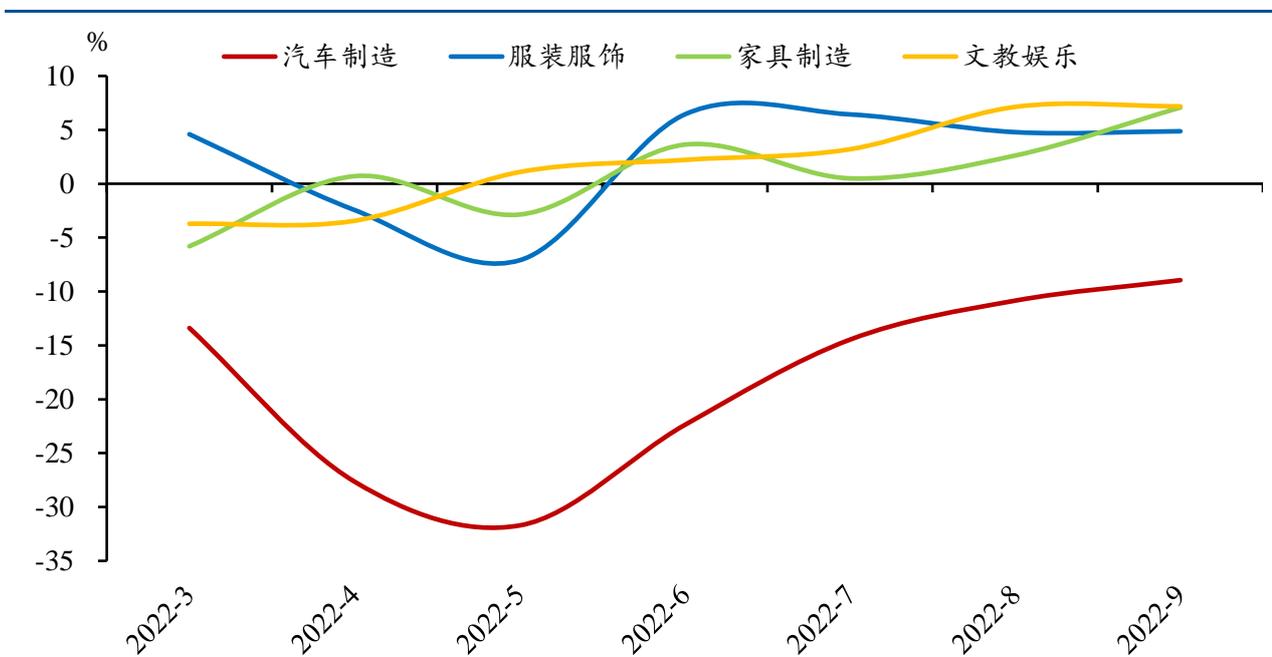
从历史上看，2014年以来可选消费指数和消费意愿同比在大部分时间段存在较强的正相关性，**可选消费板块**我们预计会在防疫政策放松后随着居民消费意愿的上升，储蓄率下降而得到持续修复。必选消费板块防御性属性较强，相比可选消费缺乏弹性。整体上讲，我们更期待防疫放松后可选消费板块的表现。

图 26：消费意愿提升有利于可选消费指数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

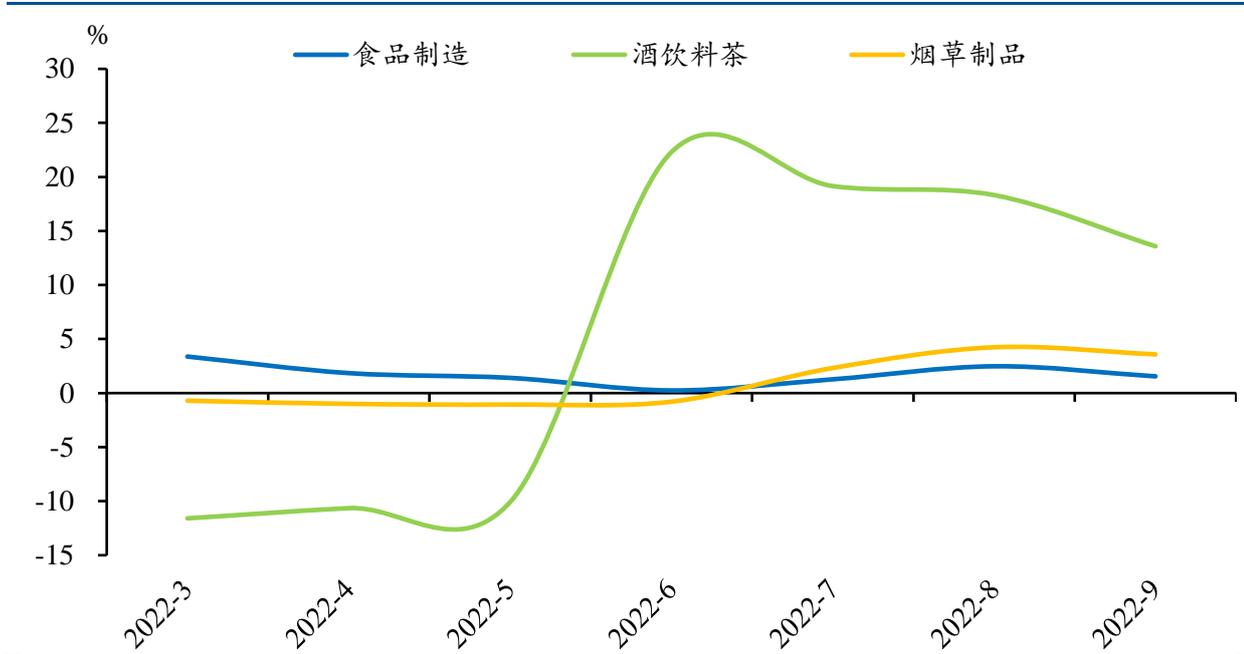
图 27：可选消费部分行业利润率同比增速的变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

必选消费中建议多关注白酒板块，因为前文也提到白酒是社会集团消费代表的商品之一，其销售表现受疫情影响较大。从行业利润率上看也是如此，今年6月随着疫情形势的明显好转，也是酒饮料茶行业的利润率出现了明显的提升（食品、烟草类利润率变化不大），虽然下半年疫情又再次反复，该行业利润率又有下行趋势，但如果后续防疫政策能放松，该板块的盈利表现是值得被看好的。

图 28：必选消费部分行业利润率同比增速的变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素：

冬季疫情严重爆发、政策落地不及预期等

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。