

后疫情时代中国经济展望

——促消费将成为明年经济增长点

报告导读

二十大平稳召开后，在新冠病毒致死率下降、传染力大幅上升等客观条件下，国内防疫政策逐渐放松。“新十条”公布后，人员流动限制解除，短期内感染范围扩大，给国内经济运行带来压力。但长期来看，经历过第一轮疫情冲击后，国内社会生活将逐步回归正常化，国内经济增速明年有望走出低谷。

投资要点

□ 十二月国内防疫政策发生本质性改变

12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，在“二十条”的基础上提出“新十条”，进一步优化疫情防控措施，包括不再开展落地检，以及公共场所不再查验核酸等。为响应号召，全国各地很多城市都开始陆续调整防疫政策，包括机场在内等公共场所不再查验核酸阴性证明、健康码、扫场所码等。12月14日，国家卫健委宣布不再公布无症状感染者数据，“动态清零”政策正式退出历史舞台。

□ 受到多重因素影响，今年中国居民消费和投资意愿下降，但仍存较强消费力

今年受到疫情干扰频率上升、经济下行压力、失业率上升等因素影响，居民收入情况面临一定下降压力。另一边，受到收入增长预期悲观、消费场景受限、资产价格下跌等影响因素，居民在消费和投资端均比较谨慎，表现在今年居民贷款大幅下降和金融机构存款大幅上升。近三年的经验来看，终端消费在国民经济增长中起到决定性作用，在终端消费较差的时段经济面临着较大的下行压力，相反在终端消费较好的时段经济通常能够触底回升。

□ 明年有望推出更多促消费政策

最终消费是经济增长的持久动力，全面促进消费是扩大内需的必然要求。我们预期明年国内并不会推出超预期的货币宽松政策，但是在未来扩内需、促增长的政策基调下，我们预期2023年我国将推出超预期的促消费政策。

风险提示

1. 此轮疫情持续时间超预期
2. 海外衰退风险加剧，拖累国内外贸需求
3. 促消费政策下居民仍然保持谨慎消费

分析师：	王卉
中央编号：	BLN172
联系电话：	852-2180 6499
邮箱：	faywang@cnzsqh. hk

相关报告

正文目录

1. 二十大后中国防疫政策发生重大转变	4
2. 疫情感染爆发初期短期经济仍将承压	5
3. 内外需求遇冷，四季度经济数据进一步回落	8
4. 促消费是明年主要经济增长点	10
4.1. 我国居民仍存在较大的消费潜力	10
4.2. 《扩大内需战略规划纲要》下促消费政策可期	11

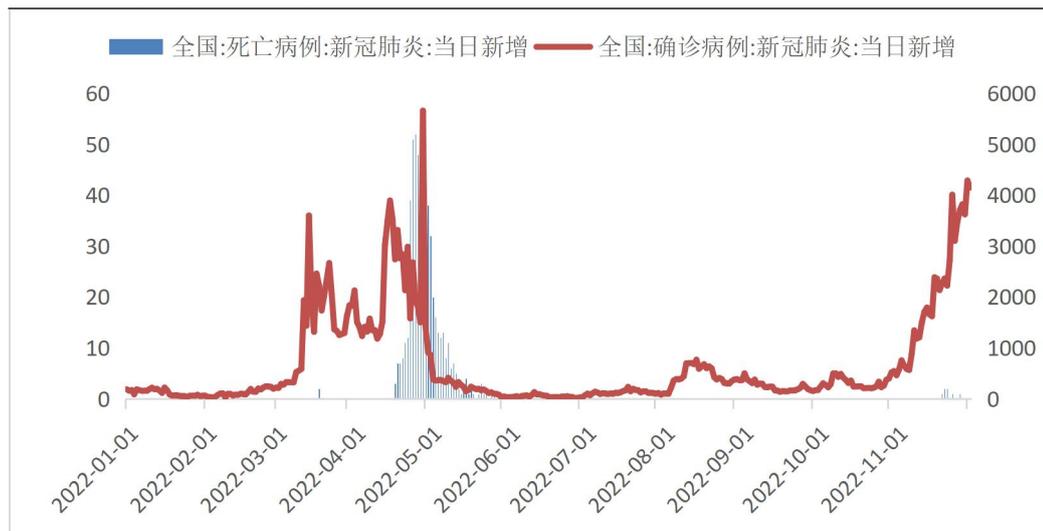
图表目录

图表 1：全国新冠肺炎确诊及死亡病例	4
图表 2：新冠病毒传染系数 R_0	4
图表 3：防疫政策路径图	5
图表 4：首轮疫情冲击各省感染高峰时间预测	5
图表 5：北京地铁客运量（七日移动平均）	6
图表 6：上海地铁客运量（七日移动平均）	6
图表 7：广州地铁客运量（七日移动平均）	7
图表 8：深圳地铁客运量（七日移动平均）	7
图表 9：铁路客运量	8
图表 10：官方制造业指数	8
图表 11：社会消费品零售总额当月同比	9
图表 12：进出口当月同比	9
图表 13：城镇居民人均可支配收入	10
图表 14：金融机构居民存款累计值	10
图表 15：支出法下 GDP 贡献值	11
图表 16：美国解除封锁后零售业表现	12

1. 二十大后中国防疫政策发生重大转变

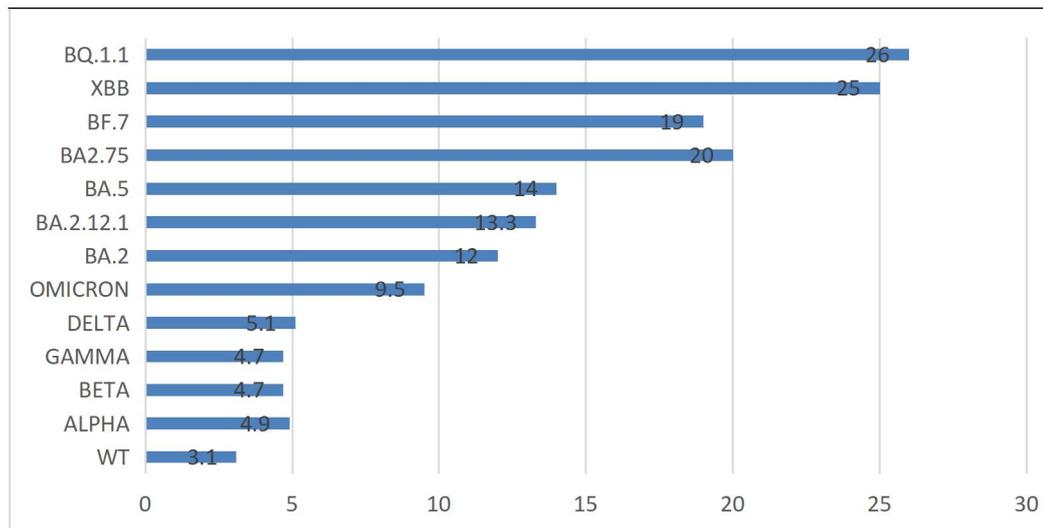
10月二十大顺利召开后，中共新一届领导人平稳换届，确定了以习近平为核心的新一届领导人集体。于此同时，新冠病毒毒株不断发生变异，病毒致死率下降和传染性加强。图一显示，四季度的广州疫情和上海疫情相比，新冠致死率大幅降低。图二显示，当前国内版本病毒毒株R0值均达到20以上，其中最新版本BQ.1.1R0值达到了26，人为封控并不能够达到疫情初期效果。因此新冠疫情防控政策不断优化调整，疫情防控重点从防感染转向防重症、防死亡。

图表 1：全国新冠肺炎确诊及死亡病例



资料来源：国家卫健委，wind，浙商国际

图表 2：新冠病毒传染系数 R0

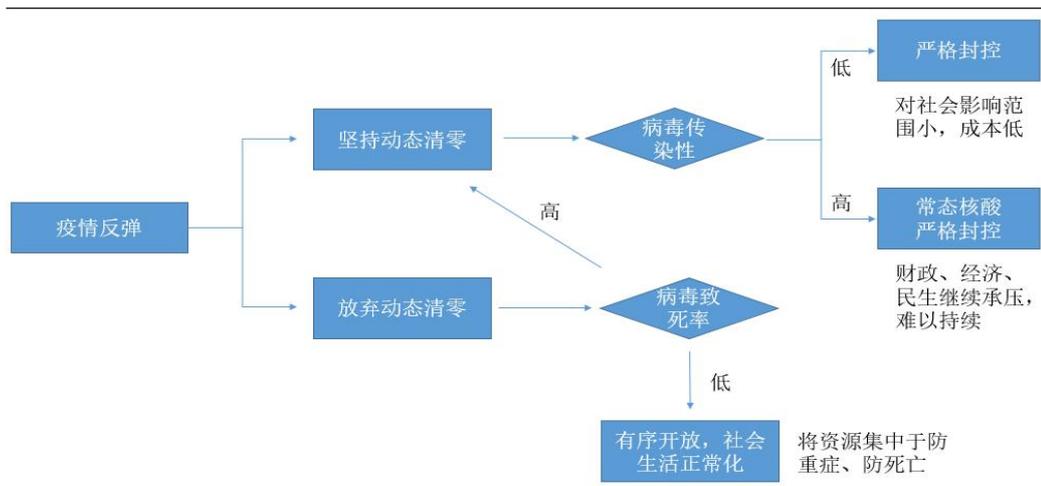


资料来源：世界卫生组织，wind，浙商国际

12月7日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，在“二十条”的基础上提出“新十条”，进一步优化疫情防控措施，包括不再开展落地检，以及公共场所不再查验核酸等。为响应号召，全国各地很多城市都开始陆续调整防疫政策，包括机场在内等公共场所不再查验核酸阴性证明、健康码、扫场所码等。

12月14日，国家卫健委宣布不再公布无症状感染者数据，“动态清零”政策正式退出历史舞台。

图表 3：防疫政策路径图



资料来源：浙商国际

2. 疫情感染爆发初期短期经济仍将承压

随着国内疫情防控政策的逐步放开，考虑到变异毒株的传播力较强，以及冬春季气候因素影响。与以往人为封控干预不同，此轮疫情传播范围和规模持续扩大，全国各地都会受到影响。同花顺数据模型预测显示，本轮全国各省疫情感染峰值将会集中在明年一月份前后，其中环北京地区感染高峰期将会集中在十二月中旬前后，而长三角地区感染高峰期较为落后，普遍集中在一月中旬前后，其他地区普遍集中在一月前后。

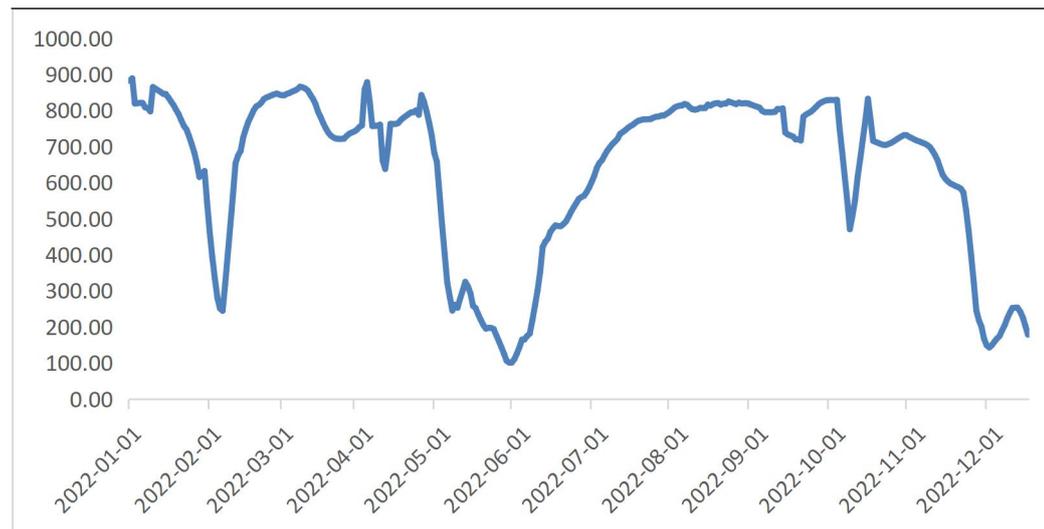
图表 4：首轮疫情冲击各省感染高峰时间预测



资料来源：同花顺，浙商国际

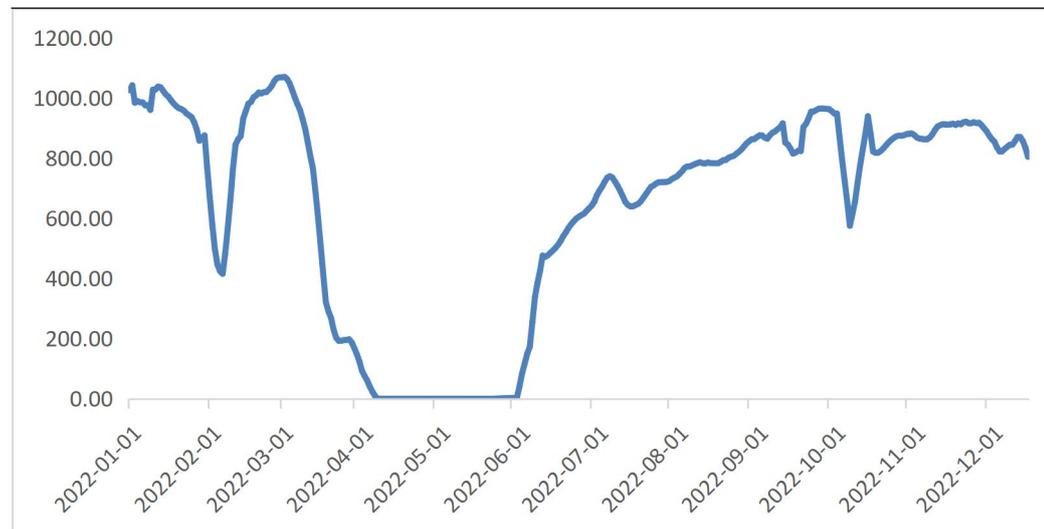
根据一线城市北上广深地铁客运量数据显示，受到此轮新冠疫情爆发影响，北京上海广州地铁客运量均出现不同程度的下降。其中北京和广州受到 11 月份疫情影响并未完全恢复至正常水平，深圳和上海并未出现明显变化，但均出现向下趋势。而动态清零时期，人为封控对人口流动均造成显著的负面影响，北京五月份、上海二季度、深圳三月份、广州十一月份，对应的均是各地疫情爆发时期，地铁客运量出现断崖式下降，分别下降至 100 万、0、180 万、0 人次每天。

图表 5：北京地铁客运量（七日移动平均）

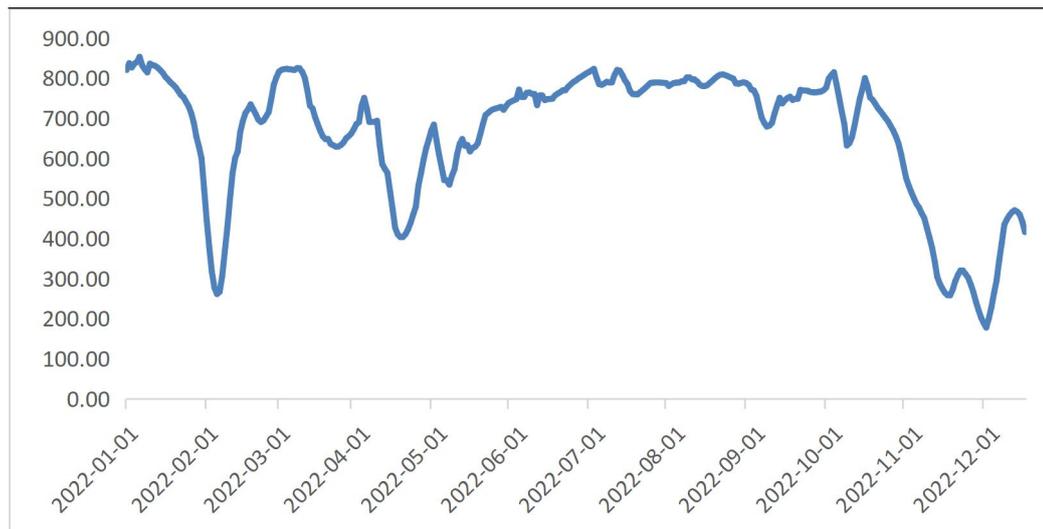


资料来源：wind，浙商国际

图表 6：上海地铁客运量（七日移动平均）



资料来源：wind，浙商国际

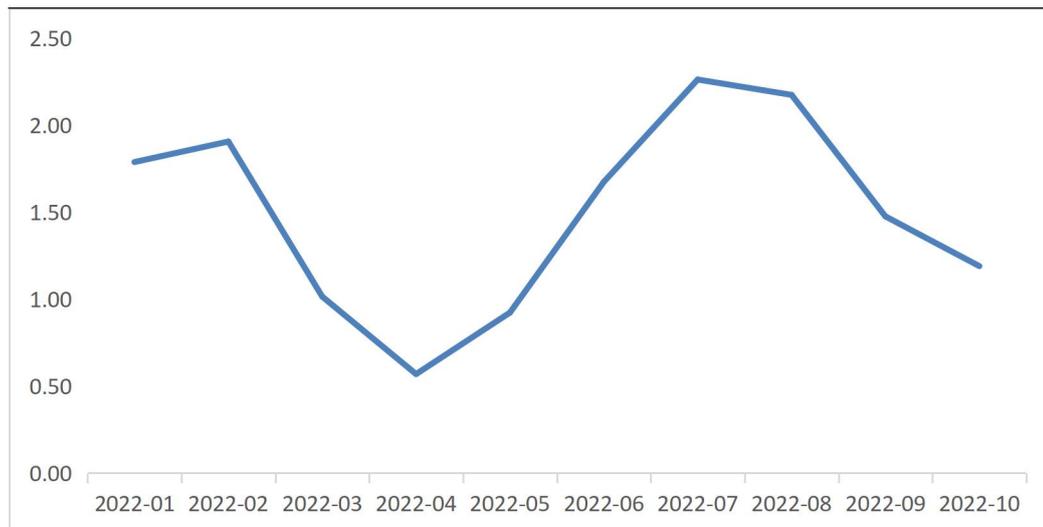
图表 7：广州地铁客运量（七日移动平均）


资料来源：wind，浙商国际

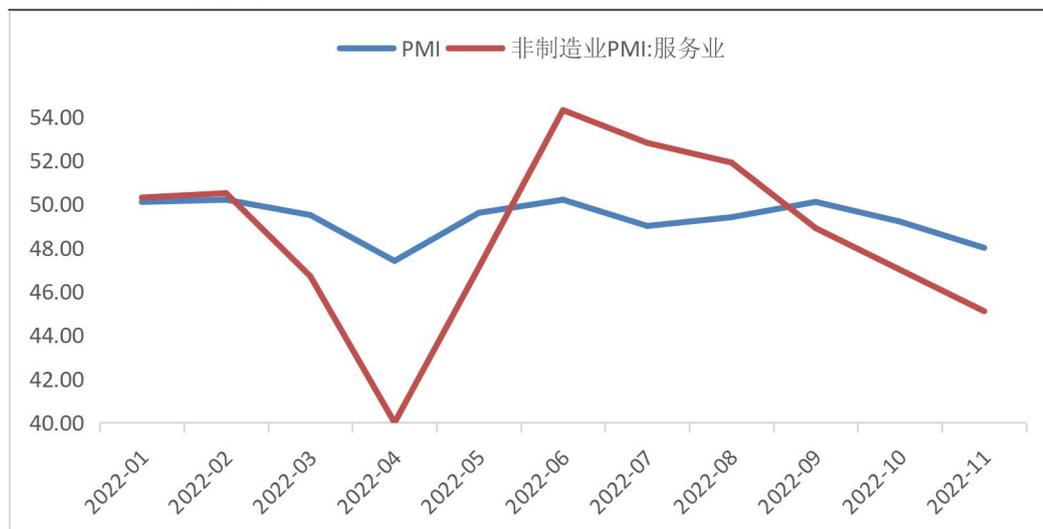
图表 8：深圳地铁客运量（七日移动平均）


资料来源：wind，浙商国际

从卫健委数据来看，今年四月份和十一月份是今年国内疫情爆发期，爆发中心分别是深圳上海（四月）和北京广州（十一月）。由于受到人为管控措施，人口市际流动和跨省流动均出现了明显下降。除以上各省地铁出现人数大幅下降外，铁路客运量（图表 9）在二季度和四季度均出现大幅下降。大面积的封控措施导致国内经济运行出现明显下行压力，国家统计局 PMI 数据显示 4 月和 11 月均出现明显下行趋势，制造业 PMI 分别下滑至 47.4 和 48。其中服务业 PMI 下行幅度更大，分别下滑至 40 和 45。

图表 9：铁路客运量


资料来源：国家统计局，浙商国际

图表 10：官方制造业指数


资料来源：国家统计局，浙商国际

因此从四大一线城市地铁客运量数据来看，疫情管控措施放开后，由于受到感染面积扩大影响，地铁出行流量不升反降，社会生活运行并未恢复至正常水平。与之前数据对比，“新十条”防疫措施对社会生活影响幅度弱于动态清零严格封控措施。不过由于放开后第一轮疫情爆发影响面广，居民对于新冠病毒仍存在恐惧情绪，“自愿性”减少人口流动效果等同于人为封控，国内经济短期内仍将承压。

3. 内外需求遇冷，四季度经济数据进一步回落

今年四季度，受到防疫管控和疫情爆发影响，社会消费品零售数据再度拐头下降，已公布的经济数据显示，10月、11月社零同比分别下滑至-0.5%和-5.9%，其中11月数据为年底第二低点。而此前，在汽车购置税减免的优惠措施之下，三季度汽车消费出现阶段性爆发，并将三季度社零数据重新带回至正增长区间。但是汽车作为耐用消费品，消费力不可能一直保持强劲，叠加消费者和消费场景受限，四季度内需再度受挫。

图表 11：社会消费品零售总额当月同比


资料来源：国家统计局，浙商国际

外需方面，受到世界主流经济体货币紧缩政策影响，今年年内外贸需求呈现明显下降趋势。12月美联储如期加息50BP，将联邦基金目标利率上限上调至4.5%，美联储主席鲍威尔在议息会议上明确表示了明年仍将保持加息。尽管加息节奏变缓，但明年仍有可能将目标利率上限提升至5%以上。11月海关总署进出口数据显示，中国11月出口金额同比下滑至-8.7%，上八年平均增速则为20%。受到内需下降影响，进口金额同比增速下滑至10.6%。11月贸易顺差同比金额下滑至-2%，今年年内受此跌落至负区间。外需对经济贡献作用由增长项变为拖累项。

图表 12：进出口当月同比


资料来源：海关总署，浙商国际

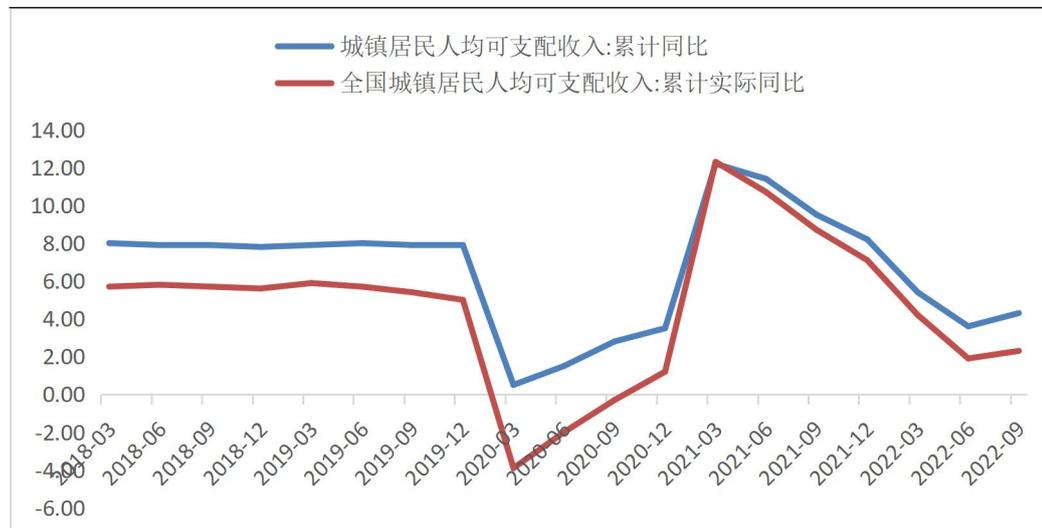
四季度，统计局公布的10月和11月经济数据均出现不同程度下滑。12月，受到疫情防控措施改变和感染人数爆发影响，仍将对国内经济社会运行行程拖累。因此我们预计四季度经济增速将弱于三季度。但由于防疫措施较二季度有所优化，四季度经济增速将优于二季度。今年前三季度GDP增速为3%，预计2022年四季度GDP增速为3%，全年GDP增速为3.1%，2020年、2021年GDP增速分别为8.1%和2.2%。

4. 促消费是明年主要经济增长点

4.1. 我国居民仍存在较大的消费潜力

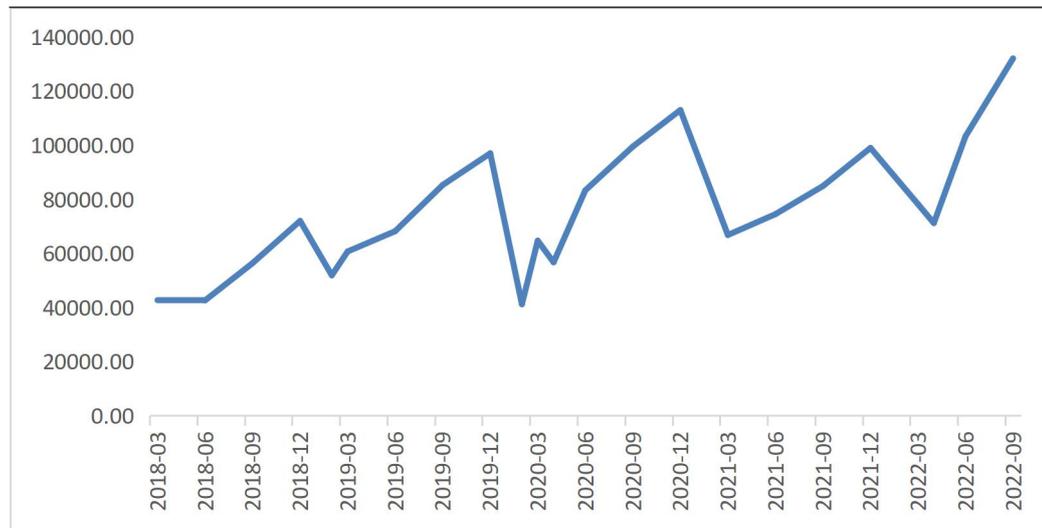
今年受到疫情干扰频率上升、经济下行压力、失业率上升等因素影响，居民收入情况也面临一定下降压力。国家统计局数据显示，截至今年三季度为止，城镇居民人均可支配收入累计同比仅为 4.3%，仅略微高于 2020 年 3.5%，远低于疫情前正常水平。剔除物价因素，前三季度城镇居民人均可支配收入累计同比仅为 2.3%，略高于 2020 年全年 1.2% 增速。而另一边，受到收入增长预期悲观、消费场景受限、资产价格下跌等影响等因素，居民在消费和投资端均比较谨慎，表现在今年居民贷款大幅下降和金融机构存款大幅上升。中国人民银行数据显示，截至 11 月为止金融机构居民存款达到了 132100 亿元。因此，目前居民仍有一定消费能力。此轮疫情感染高峰过去后，如果居民收入预期改善和消费场景限制措施减少，明年消费端将成为经济主要增长点。

图表 13：城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，浙商国际

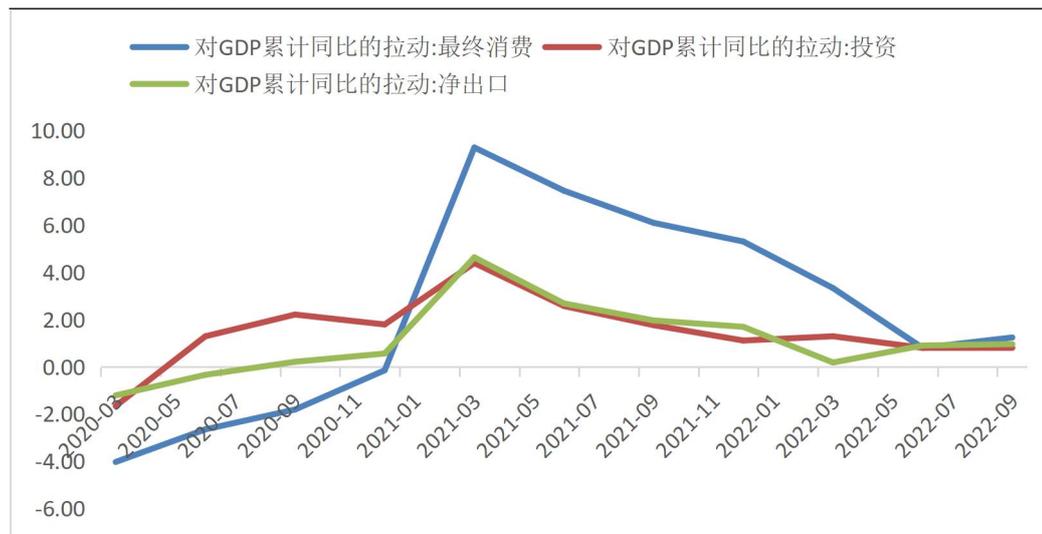
图表 14：金融机构居民存款累计值



资料来源：中国人民银行，浙商国际

近三年的经验来看，终端消费在国民经济增长中起到决定性作用，在终端消费较差的时段经济面临着较大的下行压力，相反在终端消费较好的时段经济通常能够触底回升。从今年国内情况来看，经历过二季度的全国大范围封控之后，中国二季度 GDP 增长值仅为 0.4%。为了促进社会经济复苏，五月底，中央推出了货币和财政双宽松政策、继续推行减税降费等一些列刺激措施。其中财政部于 5 月 31 日推出了减征部分乘用车车辆购置税的税收优惠政策并起到了立竿见影的措施。6 月份汽车零售额同比增幅由-16%回升至 13.9%，社会消费品零售总额从-6.7%回升至 3.1%，社零消费同比维持 3 个月正增长，三季度 GDP 增速也达到了 3.9%。

图表 15：支出法下 GDP 贡献值



资料来源：国家统计局，浙商国际

4.2. 《扩大内需战略规划纲要》下促消费政策可期

上文中，我们分析了当前居民仍在存在消费能力，但是受制于悲观预期，消费力并无法充分释放。且我们看到，在相关配套优惠措施的扶持之下，居民消费能力能够充分释放。且从海外情况来开，在疫情封锁措施放开后的三至六个月后，居民出行、旅游和娱乐消费需求会大幅上升。

图表 16：美国解除封锁后零售业表现

美国零售销售 零售分项对比	解除全面封锁	放开3个月	放开6个月	放开12个月
	2021年6月	2021年9月	2021年12月	2022年6月
加油站	1.0%	12.1%	21.0%	48.9%
杂货店零售业	8.9%	15.4%	14.4%	29.1%
食品服务和饮吧	4.6%	8.0%	7.0%	18.6%
不包括机动车辆及零部件店	2.0%	3.8%	4.4%	13.3%
零售总计(不包括机动车辆及零部件店)	1.6%	3.1%	4.0%	12.3%
无店铺零售业	2.3%	1.4%	-0.3%	11.3%
食品杂货店	0.8%	3.5%	5.6%	10.0%
总计	1.0%	1.4%	1.8%	9.8%
食品和饮料店	0.8%	3.0%	5.0%	8.9%
零售总计	0.5%	0.5%	1.2%	8.7%
保健和个人护理店	3.8%	3.4%	4.0%	6.0%
建筑材料、园林设备及物料店	-1.5%	-1.4%	3.4%	5.8%
服装及服装配饰店	4.1%	1.9%	1.1%	4.9%
日用品商场	0.6%	1.6%	1.1%	4.7%
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商	-1.5%	-2.1%	-1.4%	1.5%
家具和家用装饰店	-0.6%	-0.2%	-6.4%	0.1%
日用品商场:百货商店不包括出租部门	1.2%	-0.7%	-10.3%	-0.9%
机动车辆及零部件店	-3.1%	-7.7%	-7.9%	-3.1%
汽车及其他机动车辆店	-3.3%	-8.3%	-9.0%	-4.2%
电子和家用电器店	5.8%	0.1%	-10.5%	-6.4%

资料来源：美国商务部，浙商国际

为促进国内经济平稳发展，我国今年下半年一直采取稳健宽松的货币政策。但受到全球央行今年进入货币紧缩周期影响，且在12月召开的2023年度中央经济会议中明确表示了将实施稳健的货币政策。最终消费是经济增长的持久动力，全面促进消费是扩大内需的必然要求。我们预期明年国内并不会推出超预期的货币宽松政策，但是在未来扩内需、促增长的政策基调下，我们预期2023年我国将推出超预期的促消费政策。截至目前为止，中央政府已经就扩内需发布了相关纲领和政策：

2022年12月14日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。方向上，明确以优化供给带动内需扩大。结构上，消费重在提升中高端消费品供给和发展新模式业态。基础上，共同富裕是释放内需潜力的核心，共同富裕本质上是更加公平地提升国民收入。

12月15日，国家发展改革委网站公布《“十四五”扩大内需战略实施方案》。我国坚定实施扩大内需战略，促进形成强大国内市场，内需对经济发展的支撑作用明显增强。12月20日，国务院发文称同意在沈阳市、南京市、杭州市、武汉市、广州市、成都市（以下称六城市）开展服务业扩大开放综合试点，试点期为自批复之日起3年。

议12月15日至16日，中央政治局会议在北京举行。本次会议分析了当前宏观经济形势，并定调部署2023年经济工作。会议强调，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入，通过稳定收入预期的方式促进消费。二十大报告指出，“探索多种渠道增加中低收入群众要素收入，多渠道增加城乡居民财产性收入”。会议指出，支持住房改善、新能源汽车、养老服务消费。我们认为，有一定可能性推动绿色智能家电、环保家具、新能源汽车下乡；鼓励地方加大置换新能源汽车的补贴力度，并增加号牌指标投放；积极推广社区居家养老新模式，“托老所”式社区养老将得到进一步发展。

风险披露及免责声明

负责撰写本报告的分析员是浙商国际金融控股有限公司（“浙商国际”）的持牌代表及证监会持牌人士（王卉，中央编号：BLN172），该（等）分析员及其有联系人士没有在有关香港上市公司内任职高级人员、没有持有有关证券的任何权益、没有在发表此报告 30 日前处置或买卖有关证券及不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖有关证券。

本报告所包含的内容及其他资料乃从可靠来源搜集，这些分析和信息并未经独立核实及浙商国际并不保证其绝对准确和可靠，且不会承担因任何不准确或遗漏而引起的任何损失或损害的责任。

本报告的版权为浙商国际及其关联机构所有，仅供浙商国际及其关联机构在符合其司法管辖区的注册或发牌条件下使用，并禁止任何人士在没有得到浙商国际的书面同意下透过任何媒介或方式复制、转发、分发、出版或作任何用途，否则可能触犯相关法规。

投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升可跌，而过往表现并不反映将来之表现。本报告只供一般参考，不应视为作出任何投资或业务决策的基础，亦不应视为邀约、招揽、邀请、意见或建议购买、出售或以其他方式买卖任何投资工具或产品。浙商国际建议投资者在进行投资前寻求独立的专业意见。任何人士因本报告之资料及内容而蒙受的任何直接或间接损失，浙商国际均不承担任何法律责任。

浙商国际金融控股有限公司

地址：香港湾仔皇后大道东 183 号合和中心 44 楼 4405 室

客服热线：+852-2180 6499

传真：+852-2180 6598

电邮：cs@cnzsqh.hk

官网：www.cnzsqh.hk