

2023 年消费：场景修复后的反弹

2023 年 01 月 04 日

疫后内需一直偏弱，但在消费充分反弹之前，市场始终抱有期待。2022 年消费不及预期，影响最大的无疑是疫情对于消费场景的约束。2023 年，随着消费场景约束打开，消费或将迎来反弹。

► 2022 年消费的三大核心变量：疫情、地产和汽车

2022 年三条主线奠定全年消费表现：

第一，更为复杂的疫情压制消费，尤其是餐饮与线下等场景消费。截至 12 月下旬，2022 年新增确诊人数是 2021 年全年的 19 倍。地铁出行、执行航班数量等指标显示居民出行较 2021 年明显下滑。

第二，房地产销售不断探底，地产后周期消费偏弱。商品房销售面积同比突破 2000 年以来的最低值，建筑装饰材料消费同比罕见持续为负。

第三，在疫情压制与地产拖累之下，政策刺激汽车消费反弹。在新能源车补贴、促二手车交易、乘用车购置税减免等政策刺激下，全年汽车消费增速略高于总社零增速；Q3 汽车消费同比甚至高达 13.3%。

► 展望 2023 年，三大核心变量或将反转，消费反弹

消费三大变量或将发生反转，2023 年大概率疫情改善、地产企稳、汽车消费退坡。

防疫政策与地产政策在 2022 年 Q4 发生方向性的利好变化，包括疫情防控“二十条”、民企融资“第二支箭”、放开房企股权融资等。2023 年地产和消费确定性修复。

汽车消费则随着多条促汽车消费政策的到期而边际回落。不过在疫情改善和地产企稳的前提下，汽车消费退坡不会改变消费反弹的大趋势。

► 消费场景约束打开，2023 年总社零同比或为 5.4%

三大变量中对消费影响最大的是疫情。疫情改善后，过去两年明显分化的消费结构将迎来不同程度修复。

餐饮消费与场景消费（服装、鞋帽伞等）依赖线下场景，在疫情中受损最大，疫后修复弹性同样最强。

必选消费（食品饮料、药品）受疫情影响很小，体现较强韧性。

其他消费（日用品、文教用品、期刊杂志、通讯器材等）复苏弹性介于必选消费与场景消费之间。

如果我们参考海外疫情防控经验，消费场景约束大概率在 2023 年 Q2 解除，总社零同比或为 5.4%。2023 年餐饮消费、场景消费同比预计分别为 10.1% 和 12.7%；地产消费、汽车消费同比分别为 1.2% 和 1.6%。其他消费同比预计为 9.4%。

► 疫情决定 2023 年消费反弹的上限和下限

2022 年内需修复的上限取决于疫情，下限看地产修复。地产利好政策频出，地产修复从融资端、开工端向销售端传导方向基本确定。

2023 年消费面临的最大的不确定性在于疫情发展。

乐观情况下，疫情发展比想象中更顺利，疫情对消费场景的约束有望在 Q1 解除。餐饮消费、场景消费等反弹幅度更大，总社零同比或为 6.6%。

悲观假设下，2023 年疫情仍有反复，疫情对场景约束持续到 Q3 甚至更晚。这种情况下，总社零同比或低于 3.3%。

换言之，即便最乐观的情况下，2023 年总社零同比（6.6%）仍明显低于疫情前（2019 年同比 7.9%）。

结合海外国家的经验来看，疫后消费修复可能仍是一个偏长期的过程。

但值得提醒的是，过去两年地产走弱、消费疲软的另一面是居民部门囤积大量存款储蓄，即“超额储蓄”。

若居民预期迅速好转，超额储蓄释放或带动消费，尤其地产后周期消费显著反弹。

► 风险提示：疫情发展超预期；地产政策效果不及预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：114062@mszq.com

相关研究

1. 超额流动性系列研究（二）：超额储蓄三问：能否释放、流向何处、谁来“买单” -2023/01/03
2. 全球大类资产跟踪周报：流动性逆风暂缓 -2023/01/02
3. 宏观专题研究：超额流动性系列研究（一）：居民超额储蓄，规模几何？ -2022/12/28
4. 全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅回温 -2022/12/25
5. 海外疫情系列研究（三）：疫情冲击波：达峰时间及后续影响 -2022/12/24

目录

1 消费三大变量或迎来反转	3
1.1 2022 年消费三大核心变量：疫情、地产与汽车	3
1.2 2023 年疫情影响退出、地产企稳、汽车消费或退坡	4
2 2023 年社零同比或为 5.4%	9
2.1 三大变量驱动 2023 年消费结构变化	9
2.2 各板块消费增速预测	10
3 消费反弹的上限和下限	11
3.1 乐观假设：Q1 场景约束解除，社零同比或为 6.6%	11
3.2 悲观假设：2023 年仍受疫情扰动，社零同比或为 3.3%	12
4 风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

1 消费三大变量或迎来反转

1.1 2022 年消费三大核心变量：疫情、地产与汽车

疫后内需一直偏弱，但市场对于疫后消费反弹始终抱有期待。

2022 年消费本该延续疫后修复趋势，然而全年消费不及预期。截至 11 月，社零累计同比增速仅为-0.1%。历史上仅高于 2020 年（全年读数-3.9%），远低于 2021 年（全年读数 12.5%），也远低于疫情前水平（2019 年全年读数 8%）。

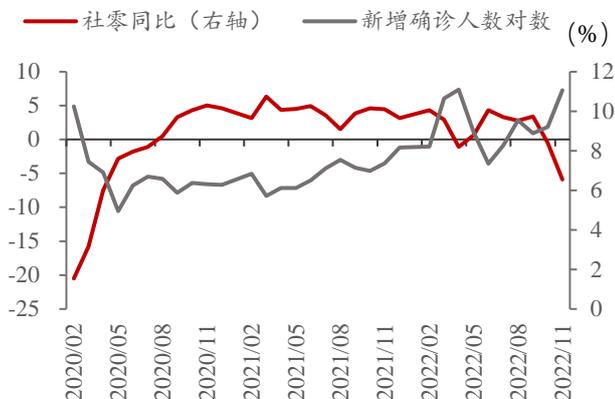
细拆消费结构，三条线索奠定了 2022 年消费的整体表现。

其一，更为复杂的疫情拖累消费表现，尤其餐饮与线下等场景消费。根据卫健委新增确诊人数口径，截至 12 月 21 日（后不再公布）2022 年确诊人数（286994 人次）是 2021 年全年（15245 人次）的 18.8 倍，是 20 年（87618 人次）的 3.3 倍。2022 年流行的奥密克戎传染性更强，也更难防控。2022 年 11 月末，执行航班数量也降至 3000 架次/周左右，仅是 2021 年的 1/3。

其二，房地产销售不断探底，拖累地产后周期消费。商品房销售面积同比突破 2000 年以来的最低值，建筑装潢材料消费同比罕见持续为负。

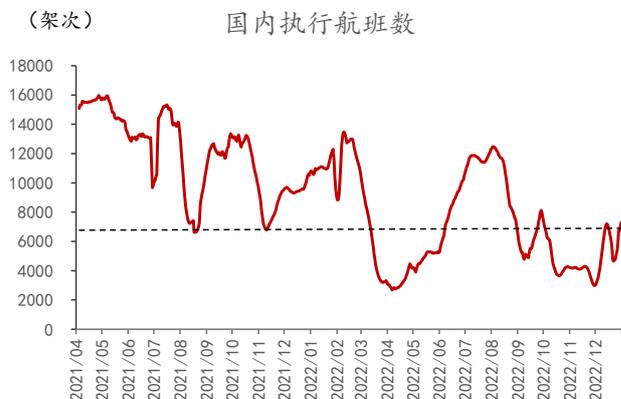
其三，在疫情压制与地产拖累之下，政策刺激汽车消费反弹。汽车是商品消费的最大波动项，很大程度上受政策影响，通常作为稳消费、促消费的重要抓手。为了对冲消费低迷，2022 年中央组织出台新一轮汽车下乡、购置税减免、促二手车交易等政策促汽车消费。截至 2022 年 11 月，汽车消费同比增长 0.3%，高于整体社零增速。Q3 汽车消费同比甚至高达 13.3%。

图1：消费仍然与疫情发展高度相关



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：2021 年同比增速为 2 年复合同比。

图2：国内执行航班数量大幅降低



资料来源：Wind，民生证券研究院

表1：2021 年底以来促汽车消费政策

时间	发布单位	文件与会议名称
2021/12/31	财政部、工业和信息化部、科技部、国家发展改革委	《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》
2022/4/25	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》
2022/5/23	国务院常务会议	6 方面 33 项稳经济一揽子措施
2022/5/27	工信部	提振工业经济电视电话会议
2022/7/7	商务部会同工信部、住建部等 16 部门	《关于搞活汽车流通、扩大汽车消费的若干措施》
2022/10/8	公安部新闻发言人李国忠	深化车检制度改革
2022/10/9	国家能源局	能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划
2022/10/26	国务院办公厅	《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》
2022/11/16	财政部	《关于提前下达 2023 年节能减排补助资金预算的通知》
2022/11/21	工信部、发改委、国资委三部门	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》

资料来源：中国政府网、国务院等，民生证券研究院整理

1.2 2023 年疫情影响退出、地产企稳、汽车消费或退坡

Q4 尤其是 11 月以来，关键变化正在到来，防疫、地产防疫政策优化调整，而汽车促消费政策即将结束。2023 年三大变量节奏大概率为疫情改善、地产企稳、汽车消费退坡。

当前防疫政策已经开始优化调整，2023 年消费场景大概率改善。

奥密克戎本身的死亡率大幅降低，根据国家卫健委数据，2022 年 6 月之后（截至 2022 年 12 月 21 日）国内新增死亡病例为 15 例。

11 月后，防疫政策持续优化，进一步降低疫情对生活的影响。11 月 5 日卫健委疫情联防联控电话会议强调压实地方责任，落实精准防控、严防“一刀切”、层层加码，降低防控对生活的影响。11 月 10 日，中央政治局常委会召开，研究部署进一步优化防控工作。12 月 7 日，疫情防控“新十条”发布，进一步优化落实疫情防控措施。12 月 13 日 0 时起，“通信行程卡”正式下线服务。12 月 26 日，随着《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》发布，执行了近三年的新冠“乙类甲管”将降至“乙类乙管”

按照海外疫情放开后经验，消费一般在政策放开后 4-6 个月完成恢复。以日本、韩国、越南、新加坡等国为例，疫情放开后，一般经历“疫情反复—疫情稳定

—恢复正常”三个阶段，通常来说需要 4-6 个月恢复完成。但疫后各国也都未能完全恢复至疫情前，例如越南、日本旅游业未恢复至疫情前水平的一半。

近期地产利好政策频出，在保交付、刺激需求之外，政策开始向保市场主体倾斜，后续地产复工复产有望加速，2023 年地产销售预计好转。

相比之前的保交付与刺激需求政策，11 月以来，纾困政策力度更向房企主体倾斜。11 月初民企融资“第二支箭”扩容，11 月 11 日央行、人民银行、银保监会出台十六条地产纾困措施，11 月 21 日新设立 2000 亿保交楼免息再贷款。预计此类纾困政策效果也会明显改善，后续地产复工复产有望加速推进。

保交付预期夯实后，居民信心预计企稳，房地产销售面积在经历了 2 年的下滑之后有望企稳。我们预计 2023 年地产销售面积同比增长 0.8%。

表2：2022 年 11 月以来防疫政策优化

时间	发布单位	文件名称	主要优化调整政策
2022-11-11	国务院	国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控的二十条措施	<ul style="list-style-type: none"> · 对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离” · 将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离” · 将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。 · 对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由“7 天集中隔离或 7 天居家隔离”调整为“5 天居家健康监测” · 没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。 · 取消入境航班熔断机制，并将登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明。 · 对入境人员，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离” · 加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。地方党委和政府要落实属地责任，严格执行国家统一的防控政策，严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等各类层层加码行为，加大通报、公开曝光力度，对造成严重后果的依法依规严肃追责。
2022-11-15	国务院文化和旅游部	关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知	<ul style="list-style-type: none"> · 优化跨省旅游管理政策。根据最新风险区划定管理办法，跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理。 · 公共文化单位、文化和旅游经营单位要根据属地党委政府统一部署，强化卫生管理，加强通风消毒，按照“限量、预约、错峰”要求，对入场人员数量进行动态调控，落实扫码、测温、查验核酸检测阴性证明等疫情防控措施。A 级旅游景区和星级旅游饭店要落实主体责任，对进入景区和入住饭店人员查验健康码和 72 小时内核酸检测阴性证明。 · 加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。

2022-11-18	国务院交通运输部 外交部 国家卫生健康委 海关总署 国家移民管理局	关于进一步优化国际转国内航线船舶疫情防控工作部分措施的通知	<ul style="list-style-type: none"> · 将国际转国内航线船舶改营前在入境口岸的停泊隔离及改营后全体船员在船健康监测的时间由“入境前 7 天停泊隔离+改营后 3 天健康监测”调整为“入境前 5 天停泊隔离+改营后 3 天在船隔离（期间全体船员不得离船）” · 调整核酸检测频次要求。将在入境口岸对拟转入国内航线营运的国际航行船舶全体船员进行核酸检测的频次由“7 天 5 检”调整为“自船舶抵达境内入境口岸后的 5 天内开展 4 次核酸检测，其中第 1 天由海关对船员进行核酸检测，第 2、3、5 天由入境口岸所在地联防联控机制明确的检测单位对船员进行核酸检测”。 · 将国际航行船舶办理改营手续后，船舶所属航运企业继续对全体船员进行健康监测期间的核酸检测频次由“第 3 天进行 1 次核酸检测”调整为在船隔离“第 1、3 天各开展 1 次核酸检测”。
------------	---	-------------------------------	--

资料来源：国务院、中国政府网等，民生证券研究院整理

表3：2022 年 11 月以来地产政策持续出台

时间	文件	内容	当前进展
11 月 8 日	交易商协会发布《“第二支箭”延期并扩容支持民营企业债券融资再加力》	针对包括房地产企业在内的民营企业发债融资计划， 预计规模可达 2500 亿元 ，后续视情况进一步扩容	<ul style="list-style-type: none"> · 11 月 23 日，中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函。 · 根据交易商协会信息，交易商协会已受理龙湖、美的置业、新城、万科、金地储架式发债申请，分别为 200 亿元、150 亿元、150 亿元、280 亿元、150 亿元，合计 930 亿元。另外，中债增进公司已收到近百家长民营房企增信业务意向。
11 月 11 日	央行、银保监会印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（11 月 23 日正式外发）	从房地产融资、保交楼、风险处置、消费者权益、金融管理政策和住房租赁等六大方面出台 十六条 具体措施	<ul style="list-style-type: none"> · 目前六家国有大行围绕“十六条”监管政策，专题研究细化措施，进一步加大工作力度，积极促进房地产市场平稳健康发展。截至 11 月 24 日，六大国有银行已与 17 家房企达成合作协议，已披露的意向性授信额度合计为 12750 亿元。 · 股份制银行部第一时间督促 12 家全国性股份制商业银行切实提高政治站位，加快贯彻落实各项政策要求。
11 月 14 日	银保监会、住建部、人民银行联合发布了《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	允许商业银行按市场化、法治化原则，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。	<ul style="list-style-type: none"> · 银保监会相关部门负责人 11 月 24 日表示，目前已有股份制银行面向部分民营房地产企业开展了保函置换预售资金业务。

11月21日	全国性商业银行信贷工作座谈会 人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划	人民银行将面向6家商业银行 推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划 ，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。	截至11月24日，“保交楼”专项借款工作取得阶段性进展，专项借款资金已基本投放至项目，资金投入带动形成一批实物工作量，有效促进了项目建设交付。
11月28日	证监会发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问称，恢复房企股权融资	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资； 恢复上市房企和涉房上市公司再融资； 调整完善房地产企业境外市场上市政策； 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用； 积极发挥私募股权投资基金作用。	-

资料来源：证监会、银保监会等，民生证券研究院整理

另一方面，2023年促汽车消费政策退坡，汽车消费预计回落。

中央层面，财政部等四部委2021年12月31日发布的《关于2022年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》明确：新能源汽车购置补贴政策于2022年底终止。

地方层面，各省市促汽车消费政策也于2023年陆续到期，如天津、湖北等省、广西自治区以及广东深圳等城市。

历史上，汽车消费政策退坡后汽车消费往往回落。例如2017年和2018年，在汽车购置税减半政策和新能源车补贴退坡后，汽车消费同比增速就从2016年的10.1%分别降至5.6%和-2.4%。

表4：2022-2023 年到期的促汽车消费政策

时间	省市	发布单位	文件名	政策	有效期至
2022-5-27	广东深圳	深圳市发展改革委员会等六部门	关于促进消费持续恢复的若干措施	<ul style="list-style-type: none"> ·对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过 1 万元/台补贴。全面落实国家新能源汽车免征车辆购置税政策。 ·扩大二手车周转指标试点范围，对符合条件的二手车法人单位发放二手车周转指标。二手车经销法人销售其收购的二手车，减按 0.5% 的征收率征收增值税。 ·开展汽车下乡活动。 	有效期至 2022 年 12 月 31 日。
2022-9-7	天津市	天津市发展改革委员会等六部门	天津市关于促进消费恢复提振的若干措施	<p>鼓励有条件的区对个人购买新能源车给予更大支持力度。用好用足中央新能源汽车购置补贴，组织本市新能源汽车生产企业申报中央财政补助资金。落实国家部署，对符合条件的新能源汽车继续免征车船税等。2023 年底前新增各类充电设施 8000 台；</p> <p>鼓励出租、公交、城市邮政、环卫、城市物流配送（接入城配平台）等领域新增或更新的车辆使用新能源汽车。</p> <p>搞活二手车市场。推动二手车交易市场接入线上交易平台，扩大线上交易规模。对符合国五及以上排放标准小型非营运二手车，取消迁入限制，促进二手车自由流通和企业跨区域经营。</p>	有效期至 2023 年 12 月 31 日。
2022-6-9	湖北	湖北省发展和改革委员会等两部门	关于进一步促进消费持续恢复的若干措施	<ul style="list-style-type: none"> ·鼓励市州组织生产商、经销商、金融机构及相关企业联合开展汽车促销活动，省财政对各地给予适当补助。 ·扩大党政机关及其它公共机构新能源汽车配备比例，新增及更新车辆中新能源汽车比例不低于 30%，鼓励租赁车辆优先选用新能源汽车。 ·鼓励网络预约车、邮政快递车使用新能源汽车。加快推进居民小区、经营性停车场、高速公路服务区、客运枢纽等领域充电基础设施建设，进一步提升充电保障能力。 ·全面落实符合要求乘用车减半征收车辆购置税和二手车交易增值税由 2% 下调至 0.5% 减税政策。 ·严格执行二手车异地交易登记跨省通办和全面取消二手车限迁政策，取消对符合国五排放标准小型非营运二手车的迁入限制。 ·完善二手车市场主体登记注册、备案和车辆交易登记管理规定，推动二手车交易市场规范化经营。对场内二手车经销商开展第三方检测服务给予适当补助。 ·支持岳阳城陵矶口岸扩大汽车整车平行进口，支持株洲市扩大二手车出口。 	有效期至 2022 年 12 月 31 日。

2022-8-17	广西	广西壮族自治区人民政府	关于进一步促进消费若干措施的通知	一、开展“汽车以旧换新”、“汽车下乡”巡展等活动，进一步挖掘汽车消费潜力。 二、全面落实部分乘用车减半征收车辆购置税的税收优惠政策和二手车经销纳税人减按 0.5%征收率征收增值税政策。取消对符合国五排放标准的小型非营运二手车的迁入限制。 三、支持钦州综合保税区落户企业扩大汽车整车自营平行进口，支持柳州市扩大二手车出口。 四、加大力度组织开展汽车促销活动。鼓励各市组织生产企业、经销商、金融机构及相关企业联合开展汽车促销活动。迅速激活汽车消费市场。 五、严格落实公共汽车购置补贴政策。各市、县（市、区）人民政府要督促财政、交通运输等部门尽快拨付中央和自治区已经下达的新能源公交车相关补贴，不得挤占、挪用。加大督办力度，确保补贴资金及时拨付到企业。	执行期限为 印发之日起 至 2023 年 2 月 28 日。
-----------	----	-------------	------------------	---	---

资料来源：各省政府网站，民生证券研究院整理

2 2023 年社零同比或为 5.4%

2.1 三大变量驱动 2023 年消费结构变化

根据疫后消费反弹的特征与驱动逻辑，消费有六类：餐饮消费、地产链、汽车链、场景消费、必选消费、其他消费。

餐饮消费与场景消费（服装鞋帽、化妆品、珠宝首饰等）依赖线下的消费场景，与疫情相关性极高。

汽车消费主要受到促汽车消费政策驱动而波动，当政策退坡时，汽车消费往往回落。

必选消费（粮油食品、饮料、药品等）韧性最强，增速保持稳定，2006-2021 年消费增速介于 9%—11% 之间。

地产链包含家具家电与建筑装饰材料，这类消费容易受到地产销售的影响。

其他消费的弹性与韧性介于必选消费和场景消费之间，具体消费商品多为日常消费品，如烟酒、日用品、文教用品、期刊杂志、通讯器材等。

2023 年在防疫优化、地产企稳之后，汽车消费退坡不会改变消费反弹的趋势。场景消费和餐饮消费将成为消费反弹的重点，地产后周期消费也将迎来改善。

2.2 各板块消费增速预测

中性假设下，国内疫情于 2023 年 Q2 迎来实质性改善，我们认为各个板块的修复与预测或如下：

必选消费韧性极强，2016 年-2022 年同比增速介于 9%—11%之间。2023 年必选消费预计同比为 10%。

餐饮消费与场景消费疫后反弹，环比修复动能或类 2020 年 Q4 与 2021 年 Q2（取均值），则餐饮消费与场景消费环比修复动能分别为 9.6%和 8.7%，对应 2023 年消费同比分别为 10.1%和 12.7%。

其他日常消费的韧性介于必选消费和场景消费之间，根据历史经验判断，同比增速为 9.4%。

汽车消费受政策刺激，但促汽车消费政策往往会将汽车消费前置。历史上每次政策退坡，汽车消费回落也较为明显。

2023 年汽车购置税政策退坡，可参照上一轮退坡（2017-2018 年），汽车消费同比或为 1.6%。

过去两年政府先后出台新能源车补贴、促二手车交易、乘用车购置税减免等政策促进汽车消费。其中，影响最大的是乘用车购置税减半政策，这将于 2022 年底截止。

历史上我国两次实施汽车购置税减免政策刺激汽车消费，最近一次购置税减半的政策实施时间段为 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日。2016 年，全年汽车零售总额同比增长 10.1%。在政策退坡的 2017 年，同比增速则下滑至 5.6%；2018 年进一步回落至-2.4%。

2022 年汽车消费受疫情扰动，上半年消费较为低迷。Q3 汽车消费同比高达 13.3%，与 2016 年全年（10.1%）接近。若 2023 年购置税减免政策退坡，则汽车消费同比或可类比于 2017-2018 年，平均为 1.6%。

地产消费同比企稳，地产销售面积增速有望回升至 2021-2022 年之间，地产后周期消费预计也介于 2021 年（3.4%）和 2022 年（1.4%）之间，同比增速或为 1.2%。

根据各个板块消费增速的变化判断，2023 年社零同比或为 5.4%。

表5：2023 年消费增速预测

板块	同比增速 (%)	核心逻辑与假设
餐饮	10.1	餐饮消费受疫情场景压制。经验上，排除季节性后，餐饮疫后反弹（类比 2020 年 Q4 与 2021 年 Q2）环比动能约为

			9.6%。 若 Q2 场景约束打开，Q2 疫后环比反弹，Q3、Q4 环比服从季节性。
商品		4.9	
汽车链	汽车、石油制品	1.6	汽车销售受政策刺激，2022 年消费前置。2023 年汽车政策退坡，类比 2017-2018 年，同比平均为 1.6%。
地产链	家具、家电、 建筑装饰材料	1.2	地产链消费与地产销售相关。2023 年地产销售同比企稳，则地产后周期消费同比介于 2021 年 (3.4%) 和 2022 年 (-1.4%) 之间。预计同比增速为 1.2%
场景消费	服装鞋帽、化妆品、珠宝	12.7	场景消费受疫情约束。假设 Q1 同比与 2022 年 Q3-Q4 类似，为 2%。 经验上 (2020 年 Q4 与 2021 年 Q2)，排除季节性之后，场景消费的疫后反弹的环比动能约为 8.7%。 若 Q2 场景约束放开，Q2 疫后环比修复，Q3 与 Q4 环比恢复正常季节性。
必选消费	粮油食品、饮料、 药品	10	必选消费韧性极强，2016-2022 年同比增速介于 9% 和 11% 间，假设 2023 年同比 10%。
其他消费	烟酒、日用品、 文教用品、报刊杂志、通讯器材	9.4	通讯器材占比 4 成，假设 2023 年通讯器材同比增长 3%。 其他日常消费韧性介于必选消费与场景消费之间，根据历史经验判断增速为 9.4%。
总社零		5.4	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

3 消费反弹的上限和下限

3.1 乐观假设：Q1 场景约束解除，社零同比或为 6.6%

如果说 2022 年内需修复的上限取决于疫情，下限看地产修复。如今地产政策逐步出台，地产修复从融资端、开工端向销售端传导方向基本确定。**2023 年消费面临的最大的不确定性在疫情发展。**

前文中，我们设定了中性假设，即疫情对场景的约束于 2023Q2 解除。若疫情防控比想象中更为顺利，疫情场景约束在 2023Q1 就已经解除。那餐饮、场景消费、其他消费等消费反弹幅度有望更大，总社零同比或为 6.6%。

若 2023Q1 修复动能参照 2020Q4 和 2021Q2，则餐饮同比预计为 12.5%；场景消费同比预计为 13.4%；日常消费同比预计为 9.7%。

表6：乐观情况下，2023 年消费增速预测

板块	同比增速 (%)	核心逻辑与假设
餐饮	12.5	餐饮消费受疫情场景压制。 经验上，排除季节性后，餐饮疫后反弹 (类比 2020 年 Q4 与 2021 年 Q2) 环比动能约为

			9.6%。 若 Q1 场景约束打开, Q1 疫后环比反弹, Q2、Q3、Q4 环比服从季节性。
商品		5.9	
汽车链	汽车、石油制品	1.6	汽车销售受政策刺激, 2022 年消费前置。2023 年汽车政策退坡, 类比 2017-2018 年, 同比平均为 1.6%。
地产链	家具、家电、 建筑装潢材料	1.2	地产链消费与地产销售相关。2023 年地产销售同比企稳, 则地产后周期消费同比介于 2021 年 (3.4%) 和 2022 年 (-1.4%) 之间。预计同比增速为 1.2%
场景消费	服装鞋帽、化妆 品、珠宝	13.4	场景消费受疫情约束。假设 Q1 在 2022 年 Q3-Q4 同比 (2%) 的基础上, 有一个环比修复动能。 经验上 (2020 年 Q4 与 2021 年 Q2), 排除季节性之后, 场景消费的疫后反弹的环比动能约为 8.7%。 若 Q1 场景约束放开, Q1 疫后环比修复, Q3 与 Q4 环比恢复正常季节性。
必选消费	粮油食品、饮 料、药品	10	必选消费韧性极强, 2016-2022 年同比增速介于 9% 和 11% 间, 假设 2023 年同比 10%。
其他消费	烟酒、日用品、 文教用品、报刊 杂志、通讯器材	9.7	通讯器材占比 4 成, 假设 2023 年通讯器材同比增长 3%。 其他日常消费韧性介于必选消费与场景消费之间, 根据历史经验判断增速 9.7%。
总社零		6.6	

资料来源: Wind, 民生证券研究院测算

3.2 悲观假设: 2023 年仍受疫情扰动, 社零同比或为 3.3%

悲观假设下, 2023 年仍受疫情扰动, 疫情对场景的约束在 2023Q3 方才解除。则总社零同比为 3.3%。

假设 2023 年 Q1 和 Q2 同比修复情况与 2022 年 Q3 类似, 同比增速约为 3%。若 2023 年 Q3 修复动能参照 2020Q4 和 2021Q2, 则餐饮同比预计为 -1%; 场景消费同比预计为 1.6%; 日常消费同比预计为 6.2%。总社零同比为 3.3%。

表7: 悲观情况下, 2023 年消费增速预测

板块	同比增速 (%)	核心逻辑与假设	
餐饮	-1	餐饮消费受疫情场景压制。 2023 年餐饮 Q1 和 Q2 同比与 2022 年 Q3 类似, 假设为 3%。 Q3 场景约束打开, Q3 疫后环比反弹, Q4 环比服从季节性。	
商品		3.8	
汽车链	汽车、石油制品	1.6	汽车销售受政策刺激, 2022 年消费前置。2023 年汽车政策退坡, 类比 2017-2018 年, 同比平均为 1.6%。
地产链	家具、家电、 建筑装潢材料	1.2	地产链消费与地产销售相关。2023 年地产销售同比企稳, 则地产后周期消费同比介于 2021 年 (3.4%) 和 2022 年 (-1.4%) 之间。预计同比增速为 1.2%

场景消费	服装鞋帽、化妆品、珠宝	1.6	场景消费受疫情约束。假设 2023 年 Q1 和 Q2 同比与 2022 年 Q3-Q4 类似，为 3%。经验上（2020 年 Q4 与 2021 年 Q2），排除季节性之后，场景消费的疫后反弹的环比动能约为 8.7%。 若 Q3 场景约束放开，Q3 疫后环比修复，Q4 环比恢复正常季节性。
必选消费	粮油食品、饮料、药品	10	必选消费韧性极强，2016-2022 年同比增速介于 9%和 11%间，假设 2023 年同比 10%。
其他消费	烟酒、日用品、文教用品、报刊杂志、通讯器材	6.2	通讯器材占比 4 成，假设 2023 年通讯器材同比增长 3%。 其他日常消费韧性介于必选消费与场景消费之间，根据历史经验判断增速为 6.2%。
总社零		3.3	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

4 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 2) **地产政策效果不及预期。**地产牵动上下游产业链与内需，地产政策效果受多重因素影响，可能超出我们预期。
- 2) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展不确定，可能超出我们预期。

插图目录

图 1: 消费仍然与疫情发展高度相关.....	3
图 2: 国内执行航班数量大幅降低.....	3

表格目录

表 1: 2021 年底以来促汽车消费政策.....	4
表 2: 2022 年 11 月以来防疫政策优化.....	5
表 3: 2022 年 11 月以来地产政策持续出台.....	6
表 4: 2022-2023 年到期的促汽车消费政策.....	8
表 5: 2023 年消费增速预测.....	10
表 6: 乐观情况下, 2023 年消费增速预测.....	11
表 7: 悲观情况下, 2023 年消费增速预测.....	12

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026