

12月7日国内优化疫情防控“新十条”出台，全国多地区陆续迎来疫情达峰。顺着防疫政策优化——冲击消费——疫情达峰——消费链条修复，后疫情时代是否已经到来，消费复苏路径将呈现怎样的特征，这些是本文探讨的重点。

### ► 中国幅员辽阔，疫情达峰分批次实现。

以疫情搜索指数为参照锚，大多数城市12月底之前完成疫情达峰。结构上一线城市率先达峰，而部分五线城市达峰明显滞后。

事实上，用搜索指数预测疫情进展存在一定偏差，再考虑到达峰期间恰逢国内春运人员大迁徙。**综合判断，我们认为本轮全国疫情实质达峰可能在春节前后。**

搜索数据经验显示，疫情达峰到疫情扰动结束，间隔约1个月。

按此节奏推算，**全国消费数据或在疫情达峰后1个月才呈现明显的修复迹象。**

### ► 因为本轮疫情达峰恰逢春节，临近疫情达峰之时，消费受冲击影响较大。

以生产为参照，本轮疫情达峰过程中，消费受冲击之大，显然要重于生产。一个重要原因在于疫情达峰时点较为特殊。

本次防疫政策优化始于12月，中国疫情逐步达峰时间恰逢元旦和春节前后，这段时间是消费旺季，却是生产淡季。因此疫情达峰过程中消费明显受挫，生产受冲击影响弱于消费。

**夜光指数（一个高频另类指数）显示，此轮疫情达峰对生产影响有限，自6月华东疫情之后工业复工指数稳步回升，至今这一趋势没有被破坏。**

**疫情达峰对消费影响最甚，这让我们警惕，疫情临近峰值或达峰时消费可能偏弱。**

### ► 预计疫情达峰后消费逐步企稳，一季度或将见到消费数据的明显拐点。

疫情对消费短期影响较大，达峰之后消费将逐步恢复。

**疫情高峰初现的2022年12月，消费承压最重。**我们预测12月社零下挫约7个百分点，同比增速下滑至-12.86%。

本轮疫情高峰时期落在2023年1至2月，参照武汉春节疫情达峰经验，全国层面的人流活跃度在这段时间或仍未完全修复。预计3月份人流活跃度将明显修复，消费开始触底回弹，因而**我们判断一季度消费将迎来修复拐点。**

**第一，初步测算今年1至2月份的社零同比增速迎来企稳，基本持平2022年12月份消费表现。**不同的是，今年1-2月消费约束来自于疫情达峰影响，12月消费影响来自民众自治性防疫。

**第二，3月份消费将较为确定的迎来一个小高峰。**我们对3月社零给出乐观和悲观假设，两种假设下3月社零同比分别为10%和5%。即便在悲观假设下，3月份社零读数都偏强。

**4月社零同比极有可能较3月进一步走高。**

### ► 不同能级城市人员活动恢复节奏不同，决定了不同板块消费修复节奏有先后

目前一二线城市已经出现人员活动反弹，尤其是率先达峰城市（北京，重庆，成都，武汉等），它们的恢复斜率更为陡峭。目前三四线城市居民出行仍在收缩区间，预期低能级城市消费修复确定性拐点仍然落在一季度末。

**不同能级城市人流修复节奏差异意味着，与高能级城市关联度较高的消费板块，或将率先迎来修复；而与低能级相关度更高的消费板块，恢复节奏则相对偏靠后。**

### ► 疫情达峰后消费将呈现明显的梯次修复。

中国疫情达峰时点落在春节，不同能级城市客流修复的节奏差异，最后或将带来中国疫情达峰之后消费板块修复呈现出鲜明的三点特征。

**需要强调的是，具体消费板块表现不仅只取决于疫情达峰节奏，还与居民收入、消费偏好、行业供给、政策等多重因素相关。**我们在此只给出疫情达峰这一个维度的影响排序。

第一，不同消费板块修复弹性排序（由强至弱）：金银珠宝>餐饮>服装>汽车类消费>地产后周期>化妆品>烟酒>饮料>粮油食品。

第二，消费板块修复节奏先后顺序：出行链（旅游、航空、酒店）>场景消费（金银珠宝、餐饮、服装）>地产后周期。

第三，因疫情反复，医药板块在疫情防控优化后独立行情仍建议重点关注。

**风险提示：**数据统计或有误差；政策演变超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

- 2023年宏观经济及资产配置展望（六）：2023年消费：场景修复后的反弹-2023/01/04
- 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
- 全球大类资产跟踪周报：流动性逆风暂缓-2023/01/02
- 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
- 全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅回温-2022/12/25

# 目录

<b>1 疫情达峰影响的两个初步判断 .....</b>	<b>3</b>
1.1 中国幅员辽阔，疫情达峰分批次实现 .....	3
1.2 达峰恰逢春节，消费受影响强于生产 .....	4
<b>2 本轮疫情达峰后消费修复方向及节奏 .....</b>	<b>8</b>
2.1 疫情达峰后一季度消费逐步向好 .....	8
2.2 不同能级城市消费修复节奏有先后 .....	9
<b>3 疫情达峰后的消费复苏路径 .....</b>	<b>11</b>
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>15</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>16</b>

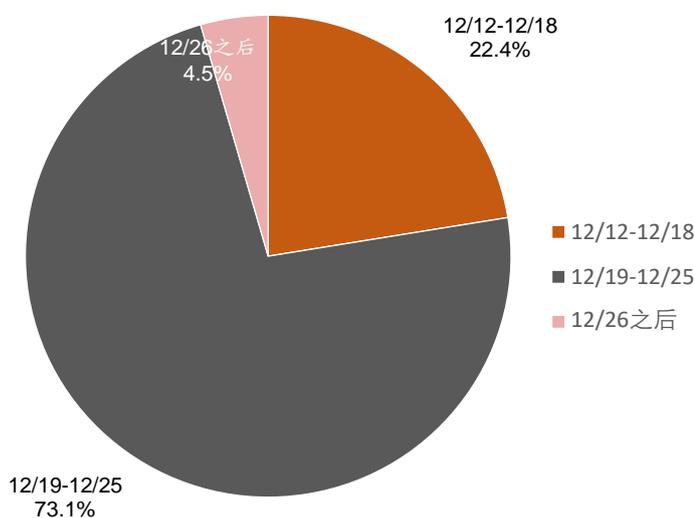
# 1 疫情达峰影响的两个初步判断

## 1.1 中国幅员辽阔，疫情达峰分批次实现

参考数据平台“数据团”的最新搜索预测数据，通过选取 150+城市样本可以得到，大多数城市首轮疫情搜索指数在 12 月底之前达峰。

自 12 月 7 日“新十条”下达后，最早一批城市在 12 月 12 日-12 月 18 日当周疫情搜索指数即实现达峰，而约 73%城市在 12 月 19 日-12 月 25 日迎来疫情搜索指数达峰。

图1：全国城市疫情达峰时间



资料来源：数据团，民生证券研究院

注：统计数据截至 2023/1/1

参照海外大部分亚洲国家宣布疫情优化之后，首轮疫情达峰期即疫情反弹上升期，需要经历 7-10 周时间。

**参考当前的指标和数据，我国疫情达峰速度相较海外明显偏快，或有两点原因：**

**第一**，病毒在发生不断的变异，加快了疫情传播的速度。韩国、越南、新加坡、泰国、马来西亚等亚洲国家放松疫情管控或优化的时间是在 2021 年四季度，流行的毒株仍主要是 DELTA 毒株，而目前我国新冠病毒感染病毒以奥密克戎毒株为主 (BF.7,BA.5)，传播速度进一步加快。

**第二**，疫情达峰的数据预测样本主要以网络搜索“发烧指数”等系列指标为参照，而发烧指数对于疫情预判可能存在一定失真，这体现在两方面：

1) 冬季新冠和流感叠加，发热者未必都是新冠感染，也可能是普通流感。

因此依据发热、咳嗽、抗生素等搜索指标预测疫情达峰进度的过程中存在高估实际感染数的问题。

2) 由于居民的预防性搜索和备药等操作，各地真正的感染高峰可能在“发烧指数”高峰之后。

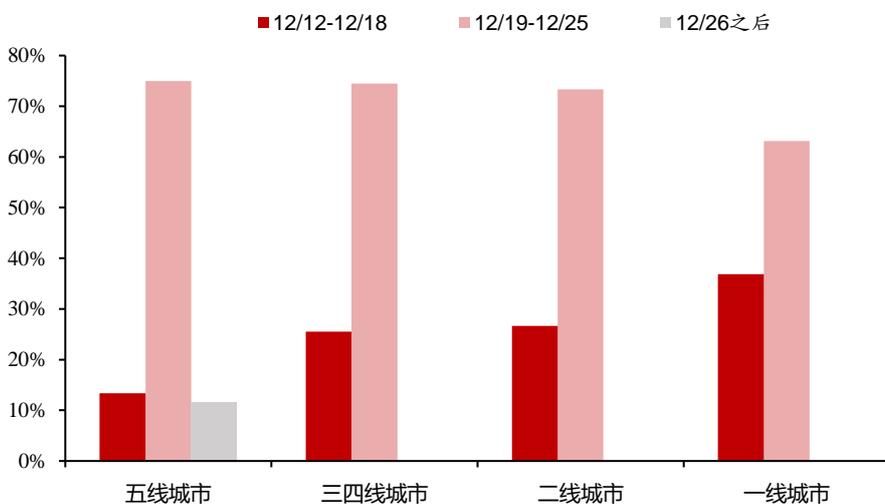
**结构上一线城市中率先达峰的比例最高，而部分五线城市仍有所滞后。**

因此尽管本轮国内疫情总体呈现出一定程度的集中达峰的特点，但各省市地区进度并不完全一致。总体来看，疫情大中城市发展速度较快，而中小城市以及统计样本中数据缺失的县城及乡村疫情发展仍相对滞后。

**综合考虑海外 7-10 周的达峰时间、搜索指数预测的失真以及国内春运人员大迁徙的复杂情况等，预计全国疫情实质达峰的时间仍要在春节前后。**

而不同于海外完整疫情冲击需要 18 周左右的时间，国内集中达峰对于经济的冲击时间会有所缩短。基于搜索指数预测，首轮达峰到结束，平均时间近 1 个月。这样一来，明显的经济修复迹象，或在疫情达峰后的 1 个月才能看到。

图2：城市间疫情达峰进度呈现一定梯度



资料来源：数据团，民生证券研究院

注：统计数据截至 2023/1/1

## 1.2 达峰恰逢春节，消费受影响强于生产

疫情达峰过程中，生产以及消费均受冲击，但因本次防疫政策优化始于 12 月，中国疫情逐步达峰时间恰逢元旦和春节前后，这就导致了生产和消费，两者面临疫情达峰时，消费在达峰过程中明显受挫，生产受冲击影响弱于消费。

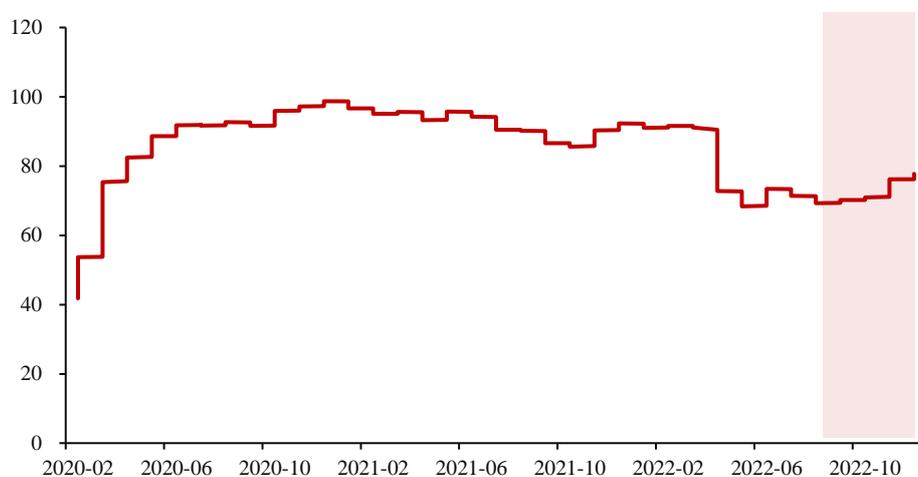
观察高频数据下工业复工指数和拥堵延时指数的走势，我们可以关注到两者

之间明显背离。

从夜光指数看企业生产，自上海 6 月解封以来工业复工指数是稳步回升的，尽管当前复工的速度仍然偏弱，但是**此轮疫情达峰并没有改变生产向上修复的整体方向。**

这背后隐含的是，影响社会生产供应的更多是企业居民对未来的中长预期，实体经济信心基于疫情防控的优化反而应是有所提振的。

**图3：疫情达峰并没有改变生产向上修复的整体方向**



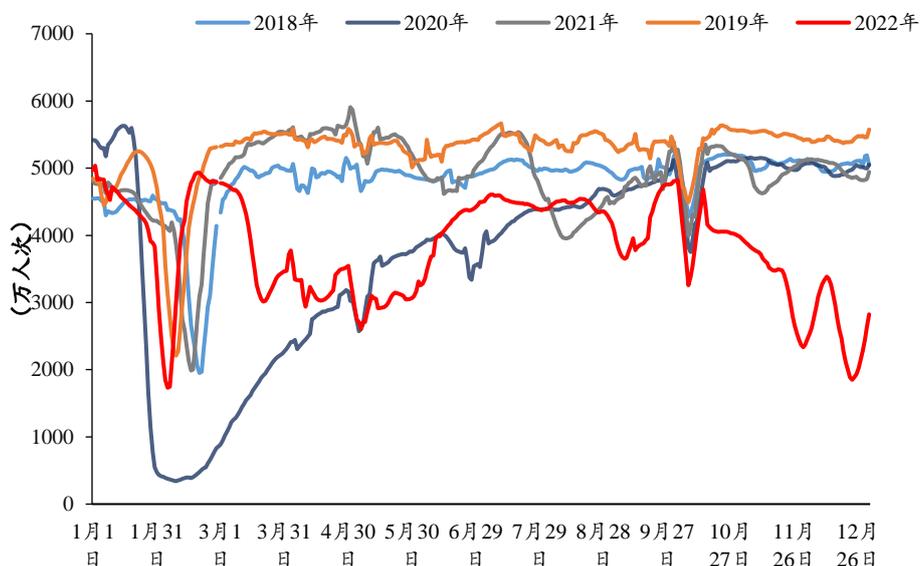
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据为招银理财工业复工夜光指数

防疫首次优化后，无论是感染人数大幅提升还是民众基于对于感染后果的担忧主动防疫，社会出行活动在短期内都倾向收缩。

**高频地铁客运量以及拥堵延时指数等出行数据都出现大幅下滑，由此推断疫情达峰过程中，消费受冲击程度更明显。**

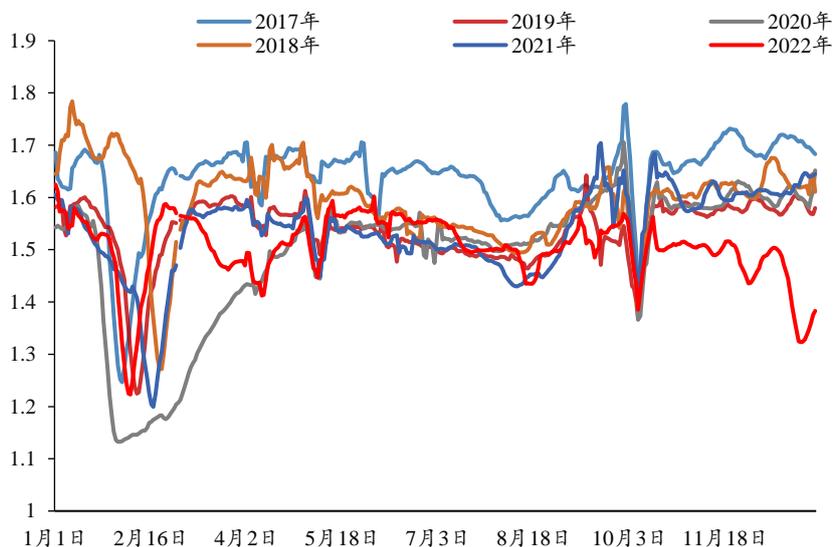
图4：主要城市地铁客运量下滑近 2/3



资料来源：wind，民生证券研究院整理

注：数据为十大城市地铁客运量，统计截至 2022/12/31

图5：百城拥堵延时指数显著回落



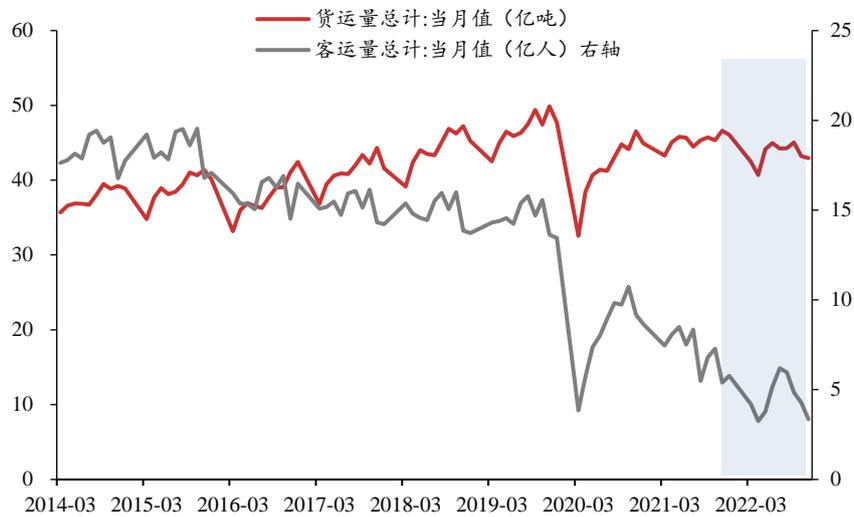
资料来源：wind，民生证券研究院

注：统计数据截至 2022/12/31

目前客运量继续下探，货运量（经济供应）和客运量（经济需求）之间的潜在裂口仍在扩大，这一方面辅助说明了疫情对于生产和需求的冲击是非对称的，另一

方面也反映出当前实体的供需尚未出清，当前的经济供过于求的局面仍未转势。

**图6：货运量和客运量之间的潜在裂口仍在扩大**



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 本轮疫情达峰后消费修复方向及节奏

### 2.1 疫情达峰后一季度消费逐步向好

测算显示百城拥堵延时指数下降 1 个百分点，将拖累社零下滑 1.04 个百分点。

社零和居民出行、消费场景以及消费能力的关系十分密切，能较为直观反映疫情影响的百城拥堵延时指数和社零消费增速在疫情之后的拟合度大幅提高，说明疫情对于人员流动的管控以及衍生的就业压力对于消费的掣肘十分显著。

基于拥堵延时指数对社零较好的解释力，预计**疫情达峰对消费短期影响较大，中期影响平缓，后期将逐步恢复。这里有三个关键结论。**

**第一，2022 年 12 月消费压力最大，是本轮疫情达峰时期的消费低点。**

我们预计 12 月社零下挫约 7 个百分点，同比增速下滑至-12.86%。

**第二，2023 年一季度消费将迎来拐点。**

参照 2020 年武汉春节疫情达峰经验，疫情高峰时期是 1 月，2 月，市场影响仍将持续，而 3 月份消费市场开始触底回弹，一季度消费将迎来复苏拐点。

我们测算得到 2023 年 1 至 2 月份社零同比增速迎来企稳（-12.62%），持平 2022 年 12 月份民众自治性防疫背景下的消费增速。

**第三，相较 2022 年 12 月至 2023 年 1-2 月份较低的社零同比（约在-13%），2023 年 3 月社零同比将迎来明显修复，最差也接近 5%，乐观情况甚至触及 10%**

往后看，若达峰后城市活动回归疫情前的常态化水平，受益于疫情对场景约束的解除，2023 年 3 月份的消费将较为确定的迎来一个小高峰，在反弹的高度上，可以推出乐观和悲观两种情形：

**乐观情形下**，若整体消费板块的潜力得到完全的释放，3 月份的社零增速有望突破 10%。

**悲观情形下**，假设地产链和汽车链修复弹性有限，因受场景约束仍未完全接触。预计 3 月地产链和汽车相关消费偏低，仍将拖累整体增速 6.86 个百分点，测算 3 月社零同比预增 4.29%。

**图7：消费增速有望在 2023 年 3 月迎来拐点**


资料来源：wind，民生证券研究院测算

## 2.2 不同能级城市消费修复节奏有先后

将疫情达峰数据和城市活动指标结合起来看，比较矛盾的地方在于：尽管数据样本上目前多数城市疫情达峰时间相对集中，但从人员活动恢复进度上看，不同能级的城市复苏的程度呈现明显差异。

**第一，一二线城市在疫情达峰之后已经出现人员活动的反弹，尤其是率先达峰的城市（北京，重庆，成都，武汉）等的恢复斜率更为陡峭。**

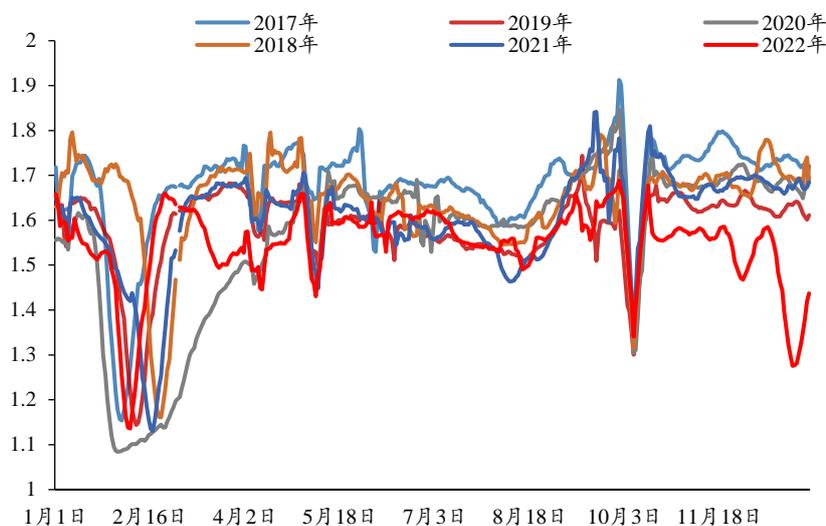
**第二，三四线城市居民出行仍在收缩区间，预期低能级城市的消费修复的确定性拐点依旧在一季度末。**

这背后的原因或许是消费受损的程度除却感染速度和感染峰值的牵引，也和居民的心理预期密切相关。

大中城市由于此前已经受到多轮疫情冲击，社会应对相对成熟，居民对疫情引发的恐慌情绪也相对更为“免疫”。

**第三，与高能级城市关联度较高的消费板块，或将率先迎来修复；而与低能级相关度更高的消费板块，恢复节奏则相对偏靠后。**

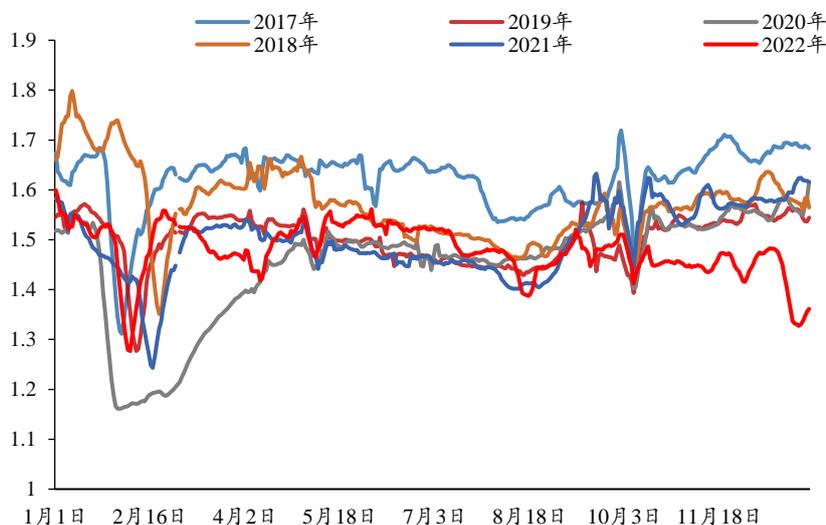
图8：一线城市活动指数底部反弹 12.7%



资料来源：wind，高德交通大数据，民生证券研究院

注：图中数据为拥堵延时指数，统计截至 2022/12/31，底部时间为 2022/12/23

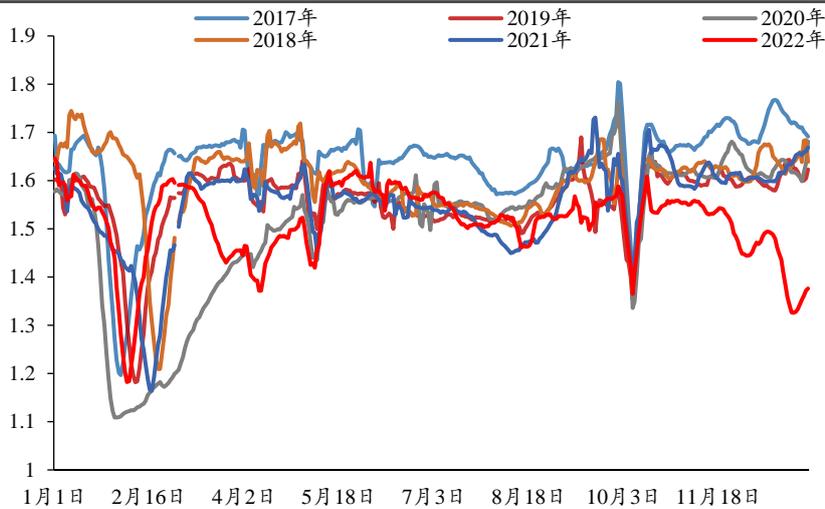
图9：三四线城市居民出行底部回弹 2.5%，1 月流量再度转弱仍在收缩区间



资料来源：wind，高德交通大数据，民生证券研究院

注：图中数据为拥堵延时指数，统计截至 2022/12/31，底部时间为 2022/12/26

图10：二线城市活动指数反弹 3.8%



资料来源：wind，高德交通大数据，民生证券研究院

注：图中数据为拥堵延时指数，统计截至 2022/12/31，底部时间为 2022/12/24

### 3 疫情达峰后的消费复苏路径

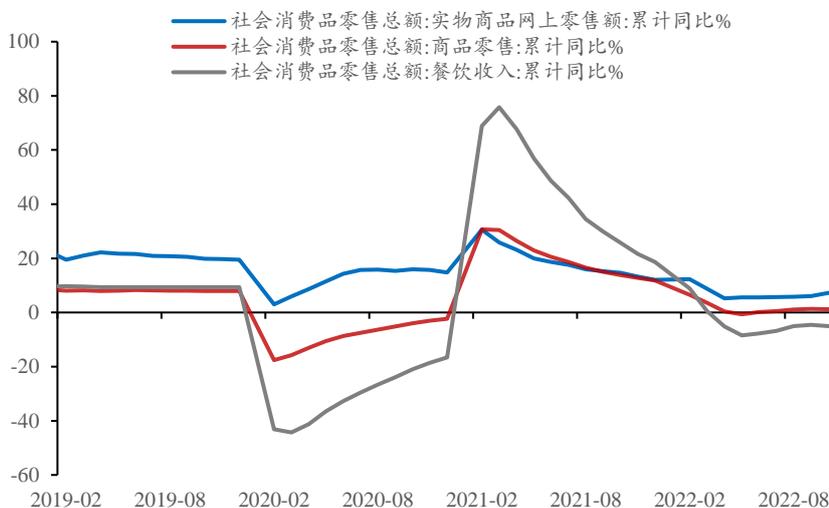
我们认为中国疫情达峰的时点、不同能级城市客流修复的节奏差异，最后会带来中国疫情达峰之后消费板块修复，或将呈现出鲜明的三点特征。

**第一，不同消费板块修复弹性排序（由强至弱）：金银珠宝>餐饮>服装>汽车类消费>地产后周期>化妆品>烟酒>饮料>粮油食品**

这背后反映了制约消费的因素是多元的，部分因素是短期的，和疫情的场景约束更相关；而另外的部分则更关乎经济结构的长期问题。

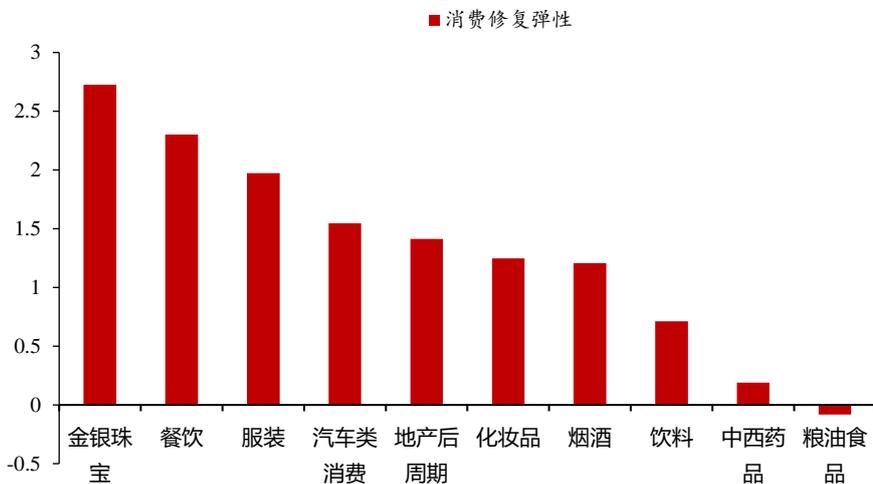
疫情退坡后，短期修复更多集中在服务性消费以及高接触类场景消费等，相应板块的消费回补将更加充分。必选消费和日常其他消费，由于此前受疫情的干扰影响较小，本轮对应的修复弹性偏弱。

图11: 商品消费较接触性消费受疫情约束相对有限



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 疫情退坡后高弹性消费板块回补将更充分



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 消费修复弹性是基于拥堵延时指数同比增速对各细分消费板块拉动幅度的测算

**第二, 消费板块修复节奏先后顺序: 出行链 (旅游、航空、酒店) > 场景消费 (金银珠宝、餐饮、服装) > 地产后周期**

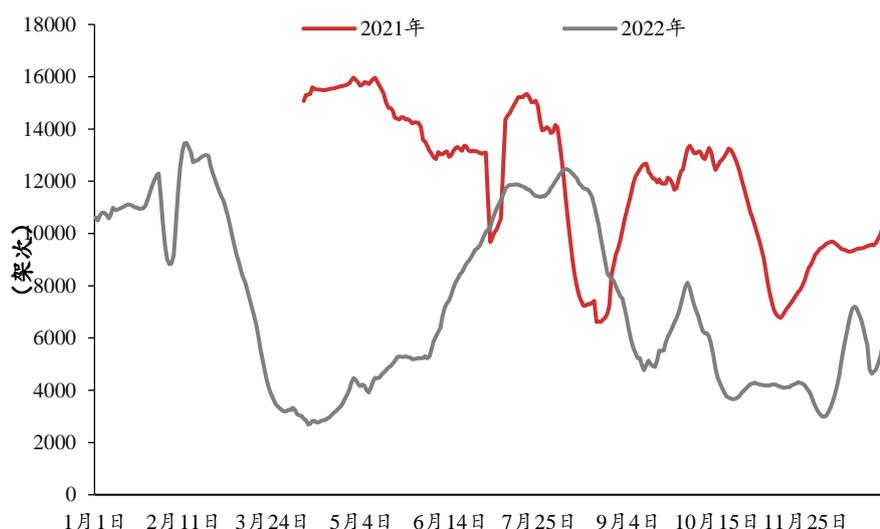
按照目前客流回暖的规律可以看到, 执行航班拐点的出现和大中城市市内经济活动拐点的时点 (12月25日当周) 较为一致, 出行链条复苏的启动信号最为

领先。

线下娱乐消费（餐饮，电影）同样受益于接触性服务场景的修复，但由于全国范围内疫情或许仍未真实意义上达峰，而从感染人数到达峰值到疫情冲击过去预估仍至少需要 1 个月左右的时间观察窗口，因此线下娱乐消费的修复节奏和斜率在短期仍需相对谨慎，一季度末的复苏动能将更为确定。

地产产业链及后周期的修复则是另外的逻辑，除却来自疫情的外生因素，地产问题更应对关注自身周期的力量。尽管 11 月以来地产政策着力优化民营房企融资条件归根到底仍着力在提振居民购房信心，当前地产销售数据至今仍未看到明确回暖的迹象。这反映地产信用和地产销售仍未恢复到正向循环的链条，而即使地产销售数据出现实质的企稳回升，地产投资的再次扩张在历史经验来看也是更为滞后的。因此，地产产业链基本面的复苏仍需要连续多期经济数据进行验证。

**图13：执行航班架次跟随一二线城市活动出现反弹拐点**



资料来源：wind，民生证券研究院

注：统计数据截至 2022/12/31

图14：地产投资的扩张在历史经验来看更为滞后



资料来源：wind，民生证券研究院

**其三，医院以及防疫药板块基于疫情反复特性，在疫情防控优化后独立行情仍建议重点关注。**

参考海外经验以及既有流行病学观点，疫情经历首轮达峰后，未来我们仍将大概率面临 Omicron 的季节性扰动。因此，医院以及防疫药板块的独立行情在中短期内仍建议重点关注。

## 4 风险提示

- 1) **数据统计或有误差。** 样本数据统计测算或有误差。
- 2) **政策演变超预期。** 国内政策力度、方向可能有相应调整，超出我们预期。

## 插图目录

图 1: 全国城市疫情达峰时间.....	3
图 2: 城市间疫情达峰进度呈现一定梯度.....	4
图 3: 疫情达峰并没有改变生产向上修复的整体方向.....	5
图 4: 主要城市地铁客运量下滑近 2/3.....	6
图 5: 百城拥堵延时指数显著回落.....	6
图 6: 货运量和客运量之间的潜在裂口仍在扩大.....	7
图 7: 消费增速有望在 2023 年 3 月迎来拐点.....	9
图 8: 一线城市活动指数底部反弹 12.7%.....	10
图 9: 三四线城市居民出行底部回弹 2.5%，1 月流量再度转弱仍在收缩区间.....	10
图 10: 二线城市活动指数反弹 3.8%.....	11
图 11: 商品消费较接触性消费受疫情约束相对有限.....	12
图 12: 疫情退坡后高弹性消费板块回补将更充分.....	12
图 13: 执行航班架次跟随一二线城市活动出现反弹拐点.....	13
图 14: 地产投资的扩张在历史经验来看更为滞后.....	14

## 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