

疫情达峰之后市场迎来春节假期消费成绩单。高频数据显示，不同消费板块冷热不均。疫后消费修复成色如何，春节假期或为市场提供了绝妙的观察窗口。

➤ **假期出行指数修复大超预期，表现甚至超越 2019 年同期水平。**

疫情政策优化加上首轮感染人数达峰，“乙类乙管”首个春节假期迎来返乡高峰。市内交通延时指数以及百度人员迁徙指数，均较 2022 年同期出现大幅抬升。不仅如此，二者甚至超过疫情前（2019 年）同期水平。人员出行热度如此之高，这在市场意料之外。

➤ **有意思的是，人员出行热度超预期，然而场景消费修复程度却弹性有限。**

既然今年春节人员出行热度如此之高，直观判断场景消费修复理应也有超预期表现，然而事实并非如此。

人员出行指数已经超过 2019 年同期，但场景消费（包括出行链、餐饮、影院等服务消费）反弹高度仍未触及疫情前水平。

春节期间旅游酒店、电影等场景（含出行）消费反弹高度有限，主因有二。

一是疫情放开初始，居民普遍性收入仍未显著改善，消费信心有待重塑。这一点可以从文旅部公布的人均旅游消费支出（较疫情之前下滑）得到印证。

二是疫后初期，行业仍存在供给不足约束。这一点可从电影场次、执飞航班数等高频数据得到间接验证。这也意味着后续行业供给补足之后，场景消费需求仍存在释放空间。

➤ **春节期间地产以及汽车两类消费板块表现“旺季不旺”。**

1 月汽车消费数据不佳，原因在于去年底透支了今春部分汽车销售需求。

乘联会数据显示，1 月狭义乘用车零售预计 136 万辆，同比下降 34.6%，环比下降 37.3%。去年底 12 月汽车销售明显强于往年，原因在于汽车购置税减免在 2022 年底到期，部分需求赶在去年 12 月之前表达，客观上透支了 2023 年年初部分汽车需求。

房市未能迎来“开门红”，在市场意料之内。

假期返乡高峰的背景下，30 城房地产成交当月同比再次下滑至-40%的区间，而 100 城土地成交面积当月同比掉落-10%以下。

这一份偏弱的开春地产数据，或预示着后续将见到新一轮地产政策加码。

➤ **疫情达峰后首个大型节假日消费表现的三点启示。**

春节消费大考成绩单喜忧参半，对我们观察全年消费修复带来三点启示。

第一，场景、出行类消费修复弹性较为确定，未来仍有修复空间。

第二，反弹高度上，场景、出行类、地产链等消费板块修复弹性将强于春节期间表现。

第三，展望后期，场景、出行类、地产链等消费板块仍有修复空间，但节奏上并非一蹴而就，需要时间缓慢释放。

风险提示：数据统计或有误差；疫情发展超预期；国内政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 2022 年 12 月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15
3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12
4. 2022 年 12 月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11
5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

目录

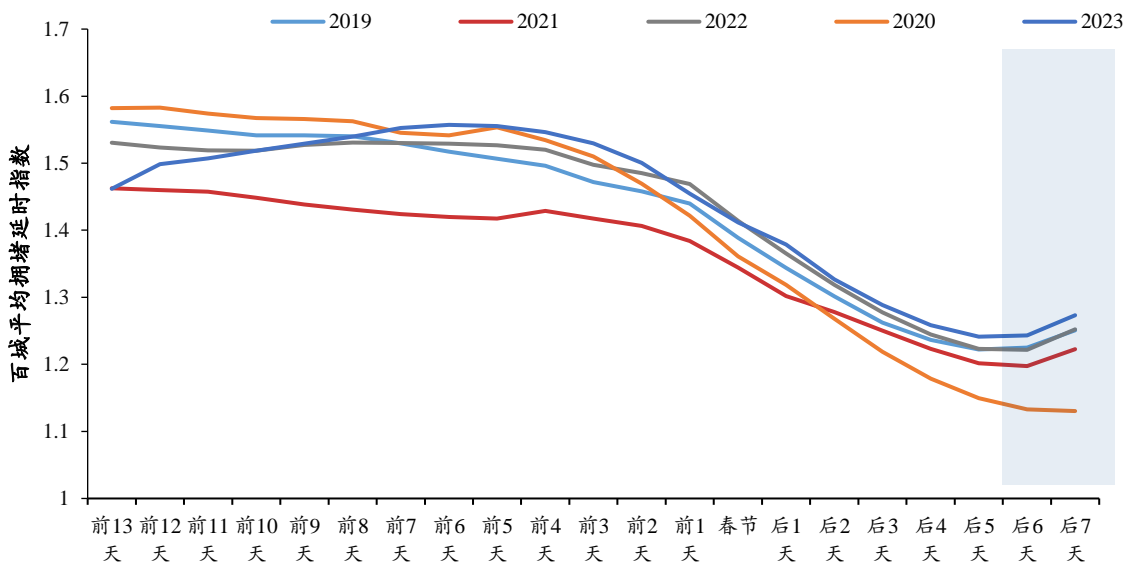
1 出行指数甚至超越 2019 年同期水平.....	3
2 场景消费修复程度弱于人员出行修复弹性.....	4
3 地产以及汽车两类消费板块表现“旺季不旺”.....	7
4 达峰后首个大型节假日消费成绩单的启示.....	9
5 风险提示	10
插图目录	11

1 出行指数甚至超越 2019 年同期水平

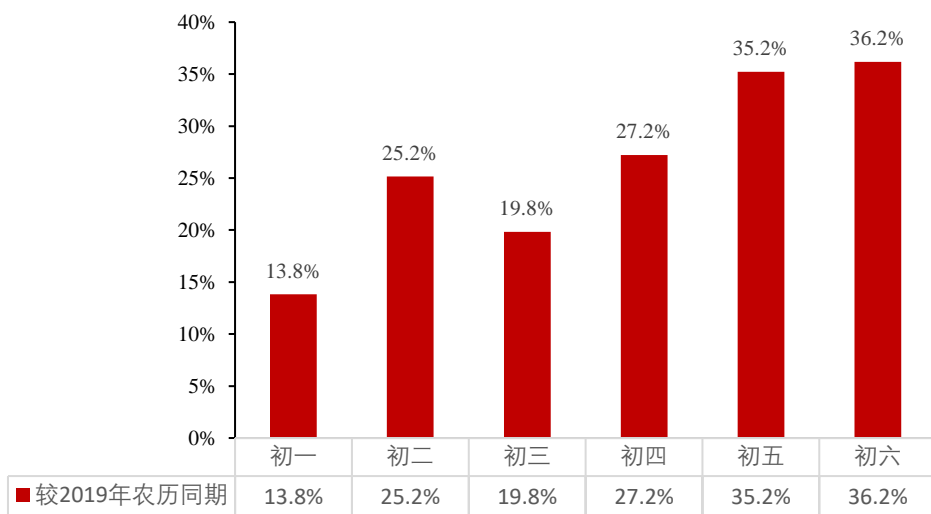
随着疫情政策优化+首轮感染人数达峰，“乙类乙管”的首个春节假期迎来返乡高峰。交通部数据显示，1月21日至27日，全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客19940.4万人次，同比增长74.4%，恢复至2019年的54%。

尽管春运迁徙旅客样本数据仍低于2019年同期，但考虑到短途自驾出行贡献了相当部分的假期活动，从更能直观表征出行热度的市内交通延时指数以及百度人员迁徙指数观察人员出行热度，可以看到出行指数不仅较2022年同期出现大幅抬升，而且已经超越疫情前（2019年）的常态化水平。这说明无论是市内交通出行还是跨地区人员迁徙热度都出现超预期反弹，人员流动加速释放。

图 1：市内交通拥堵延时指数超越 2019 年同期



资料来源：高德大数据，wind，民生证券研究院

图 2：百度迁徙指数显示人员流动加速释放


资料来源：百度地图慧眼，民生证券研究院

2 场景消费修复程度弱于人员出行修复弹性

尽管人员出行指数已经超过 2019 年历史同期，但场景消费（包括出行链、餐饮、影院等服务消费）反弹高度仍未触及疫情前水平。

国家税务总局 27 日发布增值税发票数据，数据显示全国消费相关行业销售收入较去年春节增长 12.2%；较 2019 年春节相比，年均增长 12.4%。

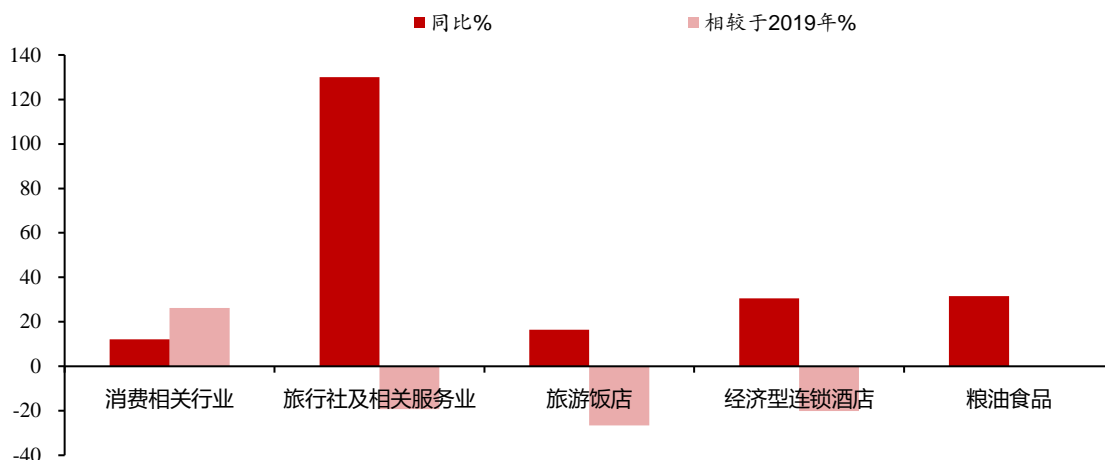
结构上服务型消费反弹幅度更高（低基数负有一定解释力），必选商品消费增长偏稳。

旅行社及相关服务业消费收入恢复至 2019 年同期 80.7%；旅游饭店、经济型连锁酒店则分别恢复至 2019 年春节假期的 73.4%以及 79.9%。

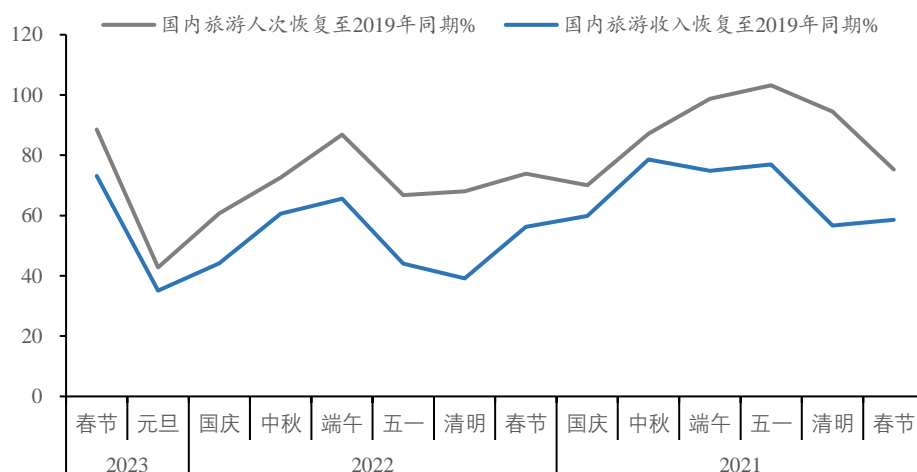
文旅部还公布春节假期国内旅游收入和出行人次数数据，辅助验证春节出行消费修复程度弱于人员出行指数。

相较于 2019 年同期水平，国内旅游收入人次恢复至 88.6%，而旅游收入则恢复至 73.1%，人均旅游消费支出（旅游收入/旅游人次）较疫情前常态水平仍有所收缩。

从人均旅游消费支出这个维度能更为直观窥见，人员流动虽然较为活跃，然而居民整体的消费意愿和消费力存在一定下降。

图 3：春节消费收入结构分化


资料来源：国家税务总局，民生证券研究院

图 4：国内旅游人次和收入未及 2019 年同期水平


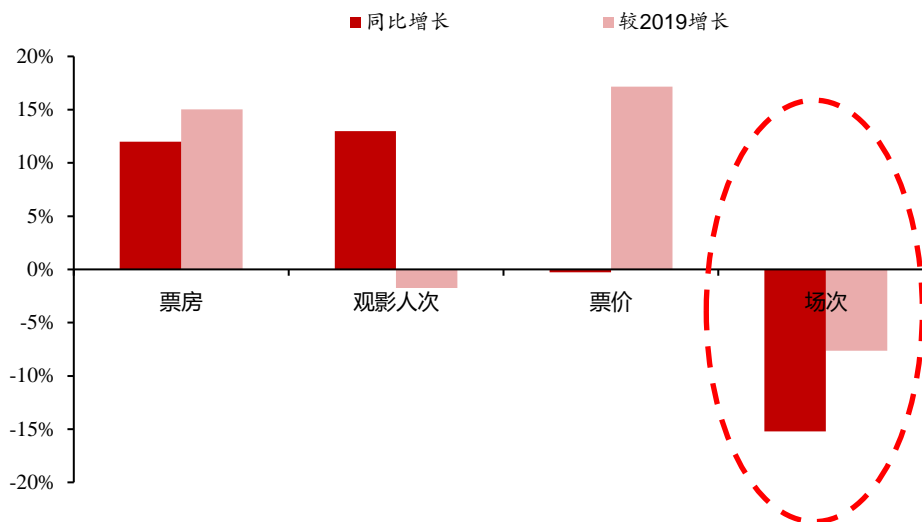
资料来源：文旅部，wind，民生证券研究院

除却消费信心重塑的长期问题，短期场景消费继续打开的空间或许更为依赖供应端的补充。

另外一个映射线下服务环境的指标，“春节档影院票房”，更多指向疫后行业尚存一定供应约束。高票价偏稳定，票房收入逆跌，均显示今年春节档影片需求坚挺。然而总量上今年春节档电影消费未能超越 2021 年春节档，我们认为背后或指向短期内行业存在一定供应不足，例如电影场次安排大幅下滑，或显示运营电影银幕数量结构性短缺。

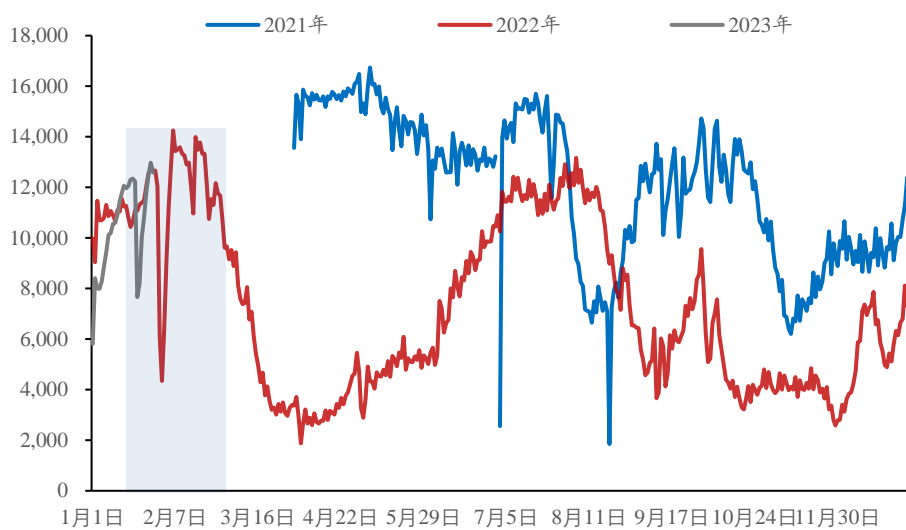
同样，执飞航班数恢复速率缓慢，或许也是制约春节出行链消费修复的重要原因。防疫政策优化以来，商务以及旅行活动逐步恢复，航班执飞率显著提升。但春节期间执飞航班数量仅恢复至 2022 年同期水平，低于居民出行活动强度，预计后续回补空间仍值得期待。

图 5：春节档电影场次下滑明显



资料来源：猫眼专业版，民生证券研究院

图 6：执行航班架次仅恢复至 2022 年同期水平



资料来源：wind，民生证券研究院

3 地产以及汽车两类消费板块表现“旺季不旺”

1月汽车消费数据不佳，更多原因或在于2022年12月政策带动消费前置，随后春节期间汽车消费迎来休整。

乘联会数据显示，1月狭义乘用车零售预计136万辆，同比下降34.6%，环比下降37.3%；其中新能源车零售销量预计36万辆，同比增长1.8%，环比下降43.8%。

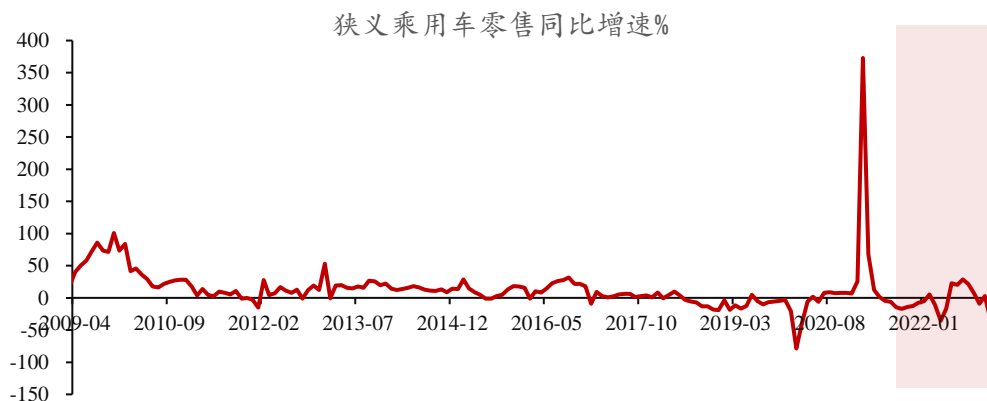
与之对应的是2022年12月汽车销售显著高于往年季节性，关于这一点我们之前提示过，汽车购置税减免在2022年年底到期，推动一部分需求在年底集中释放，本应该在年初表达的需求，已经在2022年年底提前透支。

房市未能迎来“开门红”，一定程度上符合预期。我们此前也反复强调，除却疫情防控因素，房地产市场修复应更多关注政策周期和产业周期。

假期返乡高峰背景下，30城房地产成交当月同比再次下滑至-40%的区间，而100城土地成交面积当月同比掉落-10%以下。可见疫情闯关之后，房地产市场修复仍然依赖后续相关存量和增量政策的配合和落地。

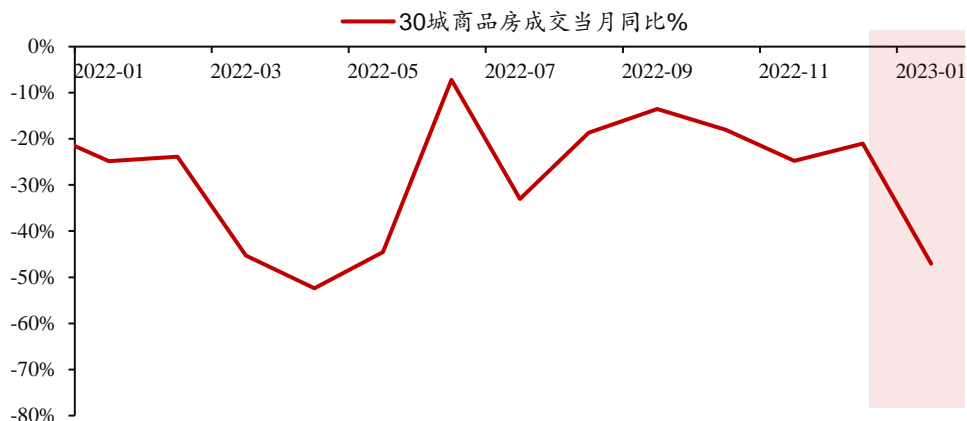
这一份开春地产数据，或预示着后续将见到新一轮地产政策加码。

图7：乘用车零售同比增速下滑幅度较大



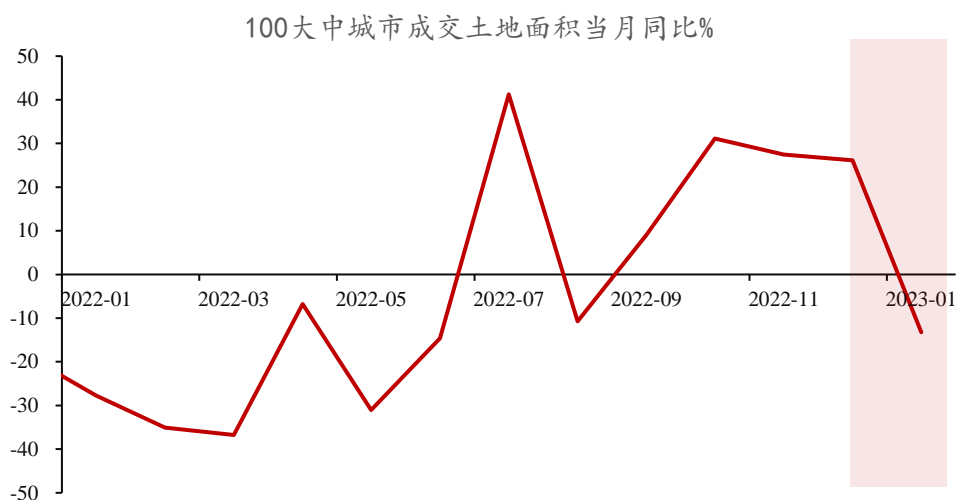
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：30 城房地产成交当月同比再次下滑至-40%的区间



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：100 城土地成交面积当月同比掉落-10%以下



资料来源：wind，民生证券研究院

4 达峰后首个大型节假日消费成绩单的启示

春节消费大考成绩单喜忧参半，对我们观察全年消费修复带来三点启示。

第一，场景（含出行）消费修复弹性较为确定。

受益于低基数和高弹性，并且场景约束解除后需求回补空间较充分，服务类等场景（含出行）消费修复弹性确定性大于商品消费弹性。同比数据维度，无论是出行链相关的餐饮酒店收入，还是表征线下消费环境放开的春节票房收入，都录得明显增幅。

第二，反弹高度上，场景类、地产等消费板块修复弹性或强于春节期间表现。

若以核心指标超过疫情前趋势线定义报复性消费，则春节期间的消费成绩单显然不能被判定为“报复性消费”。背后有两点原因，一是居民收入修复带动需求修复偏慢，二则短期内仍存在一定行业供给约束。

不论是供给还是需求，未来均有改善空间，这也意味着场景、出行类消费以及地产板块等消费，最终修复弹性将高于春节期间表现。

第三，展望后期，场景类、地产链等消费板块仍有修复空间，但节奏上并非一蹴而就。

若后续供给补足，政策突进，居民消费信心及收入的进一步改善，预计场景、出行类型以及地产链等消费，后续有待持续修复空间。

值得注意的是，改善地产需要政策发力，居民消费信心提振需要寻找经济增长引擎，行业供给补足等，这些因素的修复均需要时间。这也意味着后续相关领域消费修复并非一蹴而就，而是需要时间。

5 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) **疫情发展超预期。** 若疫情发展超预期，可能会对消费增长构成冲击。
- 3) **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: 市内交通拥堵延时指数超越 2019 年同期.....	3
图 2: 百度迁徙指数显示人员流动加速释放	4
图 3: 春节消费收入结构分化	5
图 4: 国内旅游人次和收入未及 2019 年同期水平	5
图 5: 春节档电影场次下滑明显	6
图 6: 执行航班架次仅恢复至 2022 年同期水平.....	6
图 7: 乘用车零售同比增速下滑幅度较大	7
图 8: 30 城房地产成交当月同比再次下滑至-40%的区间.....	8
图 9: 100 城土地成交面积当月同比掉落-10%以下.....	8

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