

# 消费复苏绕不开房地产企稳

## —— 2023年消费展望

2023年2月14日

固定收益	专题报告
------	------

分析师	贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn
-----	--

执业证书编号：S1480521070009
-----------------------

### 核心观点：

从海外发达国家成熟的经济发展模式来看，消费对GDP贡献率持续提升符合经济体发展规律，未来消费必然成为我国经济增长核心动能；同时《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》中指出，“必须坚定实施扩大内需战略”，我们认为在经济动能转换、产业结构升级的高质发展战略方针下，未来我国消费增长空间广阔。此外，2022年中国人口自然增长率自1961年以来首次出现负增长，并且2021年我国已正式步入老龄化社会。人口负增长和老龄化提前到来对于经济发展、消费增速中枢上行显然是不利因素，而中长期来看拉动消费的主力或来到年轻一代，以“Z时代”为代表的年轻群体有望支撑消费持续向上，未来中等收入群体占比的大幅上升也将推动消费上行。

新加坡、日本、中国香港在疫情管控放开后消费修复有分化，我们看到修复情况顺序大致是新加坡好于中国香港好于日本：新加坡疫情管控放开前准备充分且为逐步放松，加之其实施了以现金和消费券形式刺激消费的计划，使得零售消费修复表现较为强劲；中国香港放开时间较晚且受疫情冲击影响最大，政府消费券提振效果不强，居民消费修复表现较为一般，但随着其入境管控放开以及内地疫情管控的全面放开，客流的持续恢复有望带动消费持续修复；而日本尽管同样实施了补贴政策，但其疫情管控放开节奏较为谨慎且受制于疫情的反复冲击，居民消费修复表现较为一般。我国疫情达峰时间短、覆盖面广，且财政方面的消费刺激力度一般，预计消费也将有明显复苏但弹性可能并不会太大。

过去很长一段时间房地产波动与变化主导着我国经济发展，尽管当前“房地产依赖症”已开始明显弱化，但我们不能认为可以忽略房地产对经济运行的作用，地产-宏观经济-消费的链条传导没有断。此外，地产销售企稳、房价上涨可以促进居民实现财富积累，进一步增强消费信心，而地产消费链修复也和地产企稳息息相关。然后我们从超额储蓄的角度又进一步对2023年消费修复幅度进行了分析。2022年居民部门存款显著多增，且积累了大量超额储蓄。我们根据超额储蓄来源不同将其分为消费型超额储蓄和资产型超额储蓄，我们发现2022年消费性超额储蓄明显低于超额储蓄总额，这是由于当年超额储蓄多增主要受到资产配置调整影响，我们考虑主要是居民购房需求明显下降以及理财赎回潮资金回流为存款的原因，因此我们认为过去一年积累的大量超额储蓄难以对消费复苏形成太大促进，而地产企稳对于消费复苏则是至关重要。

我们通过分别预测可支配收入、消费倾向和就业率增速的方法来估算2023年社零增速。我们的假设和预测结果如下：乐观情形下：我们假设2023年可支配收入、平均消费倾向按2013-2019年平均增速增长，增速分别为+9.02%、-0.48%；平均就业率按2018-2019年增速增长，增速为-0.23%，对应2023年社零增速为+8.31%；悲观情形下：我们假设2023年可支配收入、平均消费倾向和平均就业率按2020-2022年平均增速增长，增速分别为+6.29%、-1.66%、-0.15%，对应2023年社零增速为+4.48%。

年初至今消费回暖初显，我们预计2023年全年消费将以出行链→场景消费链→地产链，必选商品链→可选商品链的顺序复苏。即我们认为2023年消费细分领域将以出行链（旅游、交通、酒店等）、场景消费链（电影、餐饮等）、地产链（家电、家具等），必选商品链（粮油、食品、饮料、烟酒、日用品等）、可选商品链（化妆品、金银珠宝等）的顺序依次复苏。

**风险提示：**政策超预期；地产修复超预期

## 目 录

1. 未来可期但道路总是曲折 .....	4
1.1 中长期来看我国消费增长空间广阔 .....	4
1.1.1 未来消费必然成为我国经济增长最大动能 .....	4
1.1.2 “经济动能转换”、“扩内需”、“发展消费” 等是我国中长期重要发展战略 .....	5
1.1.3 人口负增长背景下以“Z 时代” 为代表的年轻群体有望支撑消费持续向上 .....	6
1.2 我国消费会有明显回升，但幅度可能有限：以新加坡、日本和中国香港为例 .....	7
1.3 消费复苏绕不开房地产企稳 .....	10
2. 对于 2023 年社零增速以及消费修复顺序的预测 .....	12
2.1 预计 2023 年社零增速区间为 4.48%-8.31% .....	12
2.2 预计修复顺序：出行→场景消费→地产消费链，必选商品→可选商品 .....	13

## 插图目录

图 1：中国最终消费支出占 GDP 比重明显低于其他发达经济体 .....	4
图 2：中国政府消费占 GDP 比重与其他发达经济体差异较小 .....	4
图 3：中国居民消费占 GDP 比重显著低于其他发达经济体 .....	4
图 4：中国 GDP 增长贡献率拆分：消费受疫情冲击影响严重 .....	5
图 5：中国第三产业对 GDP 增长贡献率持续上升 .....	5
图 6：中国服务业增加值占 GDP 比重仍具备较大提升空间 .....	5
图 7：中国经济处在增速换挡、向高质量发展阶段转变的时期 .....	6
图 8：2021 年我国正式步入老龄化社会 .....	6
图 9：经济发展水平和生育率大致呈负相关 .....	6
图 10：2022 年我国人口自然增长率出现负增长 .....	7
图 11：Z 世代受教育程度明显提升 .....	7
图 12：2020 年我国 80、90 后人口占比近 3 成 .....	7
图 13：我国中等收入群体规模将继续扩大 .....	7
图 14：新加坡零售消费已超 17-19 年趋势线水平 .....	9
图 15：新加坡餐饮服务指数仍低于 17-19 年趋势线水平 .....	9
图 16：日本零售消费已追平 17-19 年的趋势线 .....	9
图 17：日本消费趋势指数有所回升但仍未达 17-19 趋势线水平 .....	9
图 18：香港零售消费缓慢恢复 .....	9
图 19：香港餐饮消费反弹明显，但仍未及 17-19 年趋势线水平 .....	9
图 20：社零与地产投资以及地产销售存在显著的相关性 .....	10
图 21：消费地产链增速与商品房销售增速存在显著的相关性 .....	11
图 22：住房是家庭财富的最主要部分 .....	11
图 23：住房量价变化趋势较为同步 .....	11

图 24：房地产行业与经济景气度存在显著相关性 .....	11
图 25：社会消费与经济景气度存在显著相关性 .....	11
图 26：2022 年存贷款差大幅提升至 14.01 万亿元 .....	12
图 27：去年末消费者信心和预期指数跌至有数据以来最低点 .....	12
图 28：2020 年以来社零和新冠感染病例数大致呈负相关 .....	12
图 29：我国社零增速与可支配收入、消费倾向、就业率增速 .....	13
图 30：春节接待游客总数恢复至 2019 年 74.22% 的水平 .....	14
图 31：春节旅游总收入恢复至 2019 年 73.14% 的水平 .....	14
图 32：执行国内航班反弹，执行国际航班持续回升 .....	14
图 33：春节期间同程旅行机票、汽车票、火车票已超 2019 年水平 .....	14
图 34：2023 年春节档票房居历史第二位 .....	15
图 35：哔哩哔哩 2023 年春节餐饮消费数据同比增幅明显 .....	15
图 36：2023 年春节前后 30 大中城市商品房成交持续下行 .....	15
图 37：家具类商品自 2021 年 12 月起同比增速始终为负 .....	15
图 38：必选商品链同比增速相对稳定 .....	15
图 39：可选商品链预期反弹力度大 .....	15

## 表格目录

表 1：预计 2023 年社零增速区间为 4.48%-8.31% .....	13
--	----

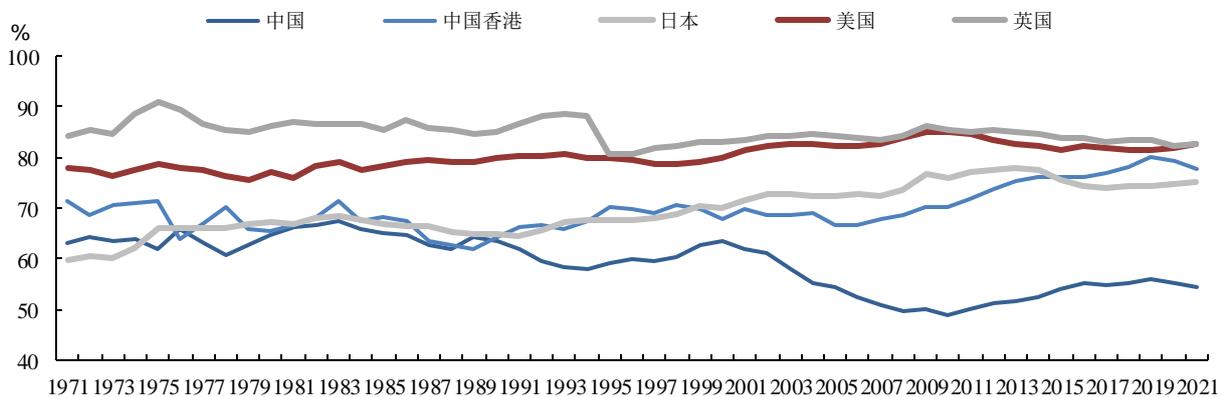
## 1. 未来可期但道路总是曲折

### 1.1 中长期来看我国消费增长空间广阔

#### 1.1.1 未来消费必然成为我国经济增长最大动能

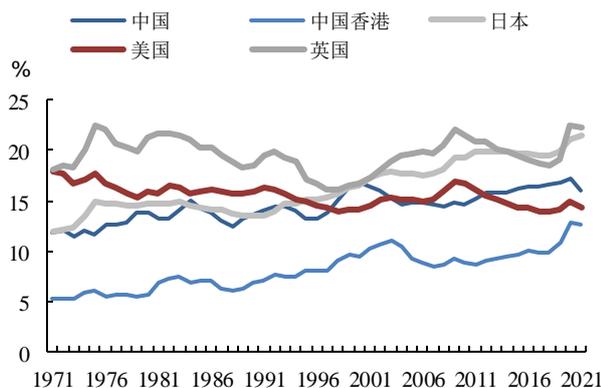
从海外发达国家成熟的经济发展模式来看，消费对 GDP 贡献率持续提升符合经济体发展规律，未来消费必然成为我国经济增长核心动能。欧美发达经济体如美国、英国等在很长时间里均以消费为经济主要推动力，1971 年至今两国最终消费支出占 GDP 比重基本稳定在 80% 以上；二战后依靠国际贸易起家的日本、中国香港等经济体在经历了投资、出口驱动下的快速发展阶段后主要经济动能亦转化为国内消费，2010 年以后两国消费占 GDP 比重均保持在 70% 以上，至 2021 年这一占比都已超过 75%。2010 年以来我国消费占 GDP 比重持续提升，但到了 2021 年我国消费占 GDP 比重也仅为 54.29%，其中政府消费和居民消费分别占比 15.92% 和 38.37%，居民消费明显低于主要发达经济体，我国消费未来发展空间毋庸置疑。不过 2020-2022 年受疫情冲击影响我国消费对 GDP 贡献率分别为 -6.84%、65.43% 和 32.80%，波动性增大，我们预计疫情管控政策放开后我国消费贡献率将继续回到上升的长期通道。

图 1：中国最终消费支出占 GDP 比重明显低于其他发达经济体



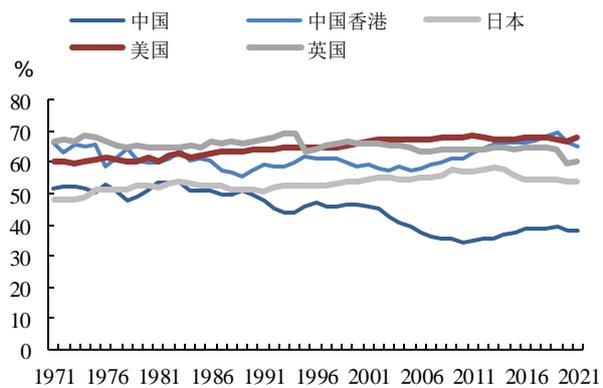
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 2：中国政府消费占 GDP 比重与其他发达经济体差异较小



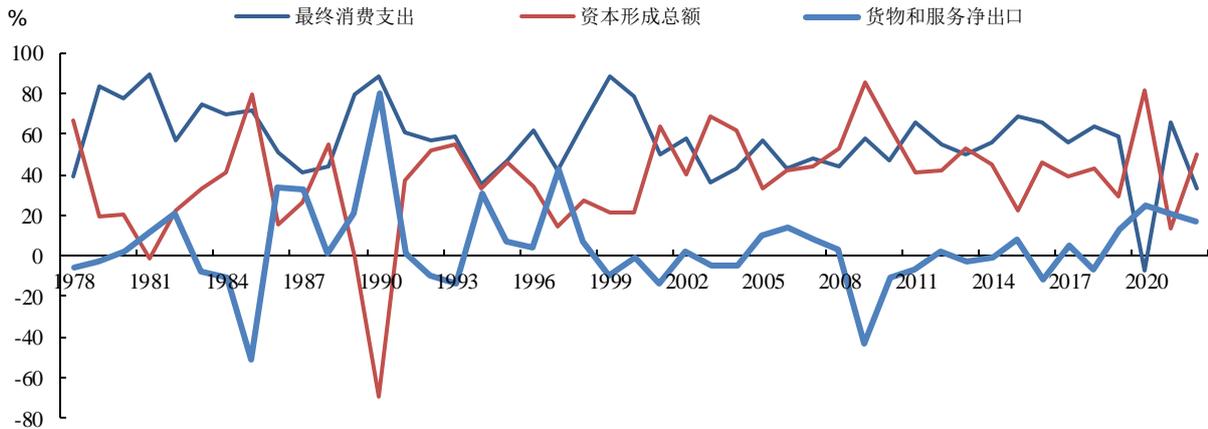
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 3：中国居民消费占 GDP 比重显著低于其他发达经济体



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 4：中国 GDP 增长贡献率拆分：消费受疫情冲击影响严重



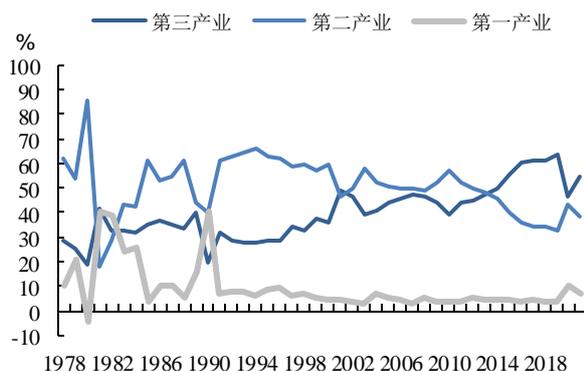
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

### 1.1.2 “经济动能转换”、“扩内需”、“发展消费”等是我国中长期重要发展战略

经济动能转换主要指经济支柱产业的变动，即由原有的房地产业和传统制造业向服务业和现代制造业等战略新兴产业转换。我国第三产业对 GDP 增长贡献率由 2000 年的 36.32% 提升到了 2019 年的 63.48%，服务业增加值占 GDP 比重则是由 2000 年的 13.52% 提升到了 2021 年的 53.31%，但目前日本、英国、美国和中国香港等发达经济体服务业增加值占 GDP 比重在 70-90% 左右，仍明显高于我国。我们认为在经济动能转换、产业结构升级的高质发展战略方针下，以服务业为代表的第三产业未来具备较大的持续发展空间。

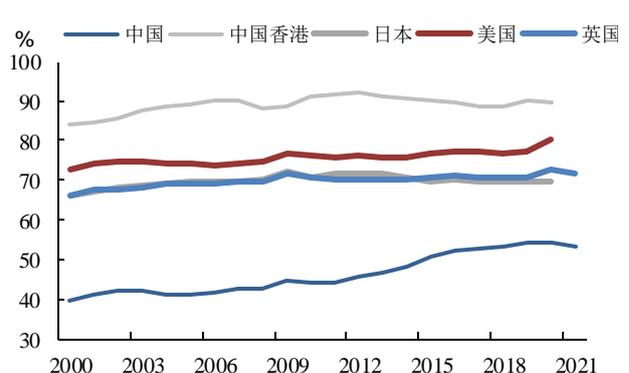
中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中指出，“我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展要求和发展条件都呈现新特征，特别是人民对美好生活的向往总体上已经从“有没有”转向“好不好”，呈现多样化、多层次、多方面的特点。为解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，必须坚定实施扩大内需战略。”其中已提到的消费领域相关举措包括将顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求等。

图 5：中国第三产业对 GDP 增长贡献率持续上升



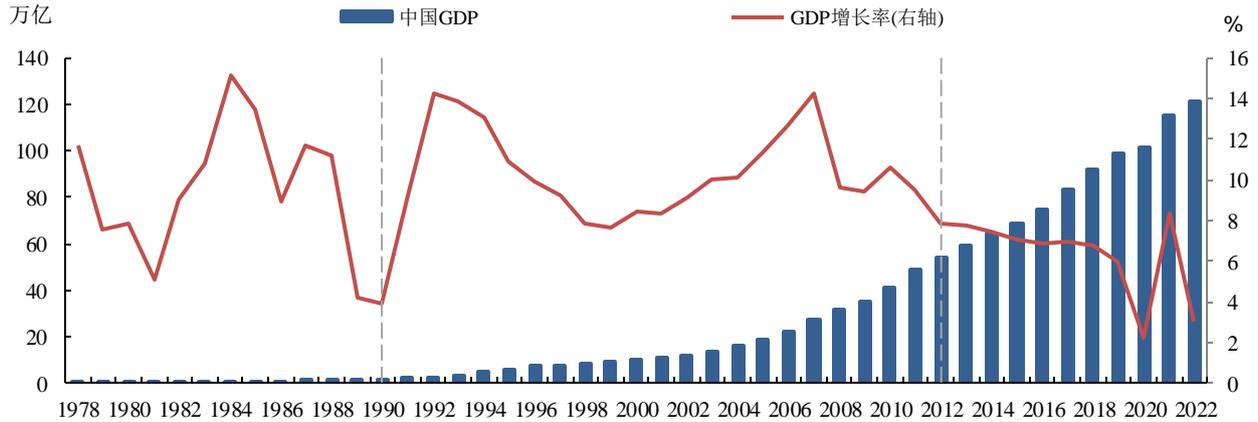
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图 6：中国服务业增加值占 GDP 比重仍具备较大提升空间



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图 7：中国经济处在增速换挡、向高质量发展阶段转变的时期

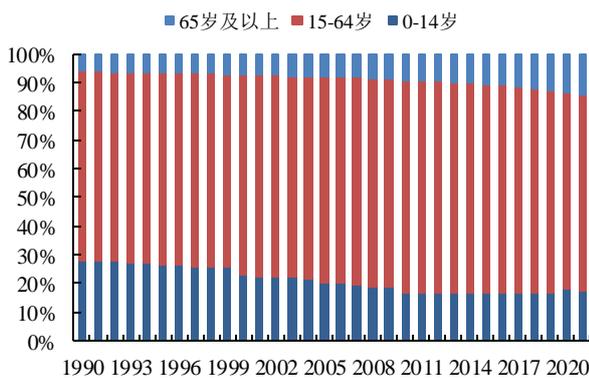


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 1.1.3 人口负增长背景下以“Z 时代”为代表的年轻群体有望支撑消费持续向上

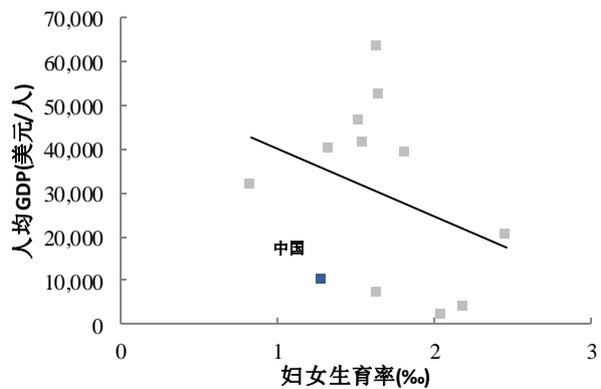
2022 年中国人口自然增长率自 1961 年以来首次出现负增长，并且我国 65 岁及以上老人占人口比重至 2021 年已达 14.20%，标志着我国已正式步入老龄化社会。人口负增长和老龄化提前到来对于经济发展、消费增速中枢上行显然是不利因素。而中长期来看拉动消费的主力或来到年轻一代。我们以 Z 世代为例，他们一出生就与网络信息时代无缝对接，并成长于中国经济高速发展的时期，受数字信息技术、即时通信设备、智能手机产品等影响比较大，热衷提前消费且偏好个性化消费，边际消费倾向较父辈高出不少。尼尔森市场研究公司就曾在《中国消费年轻人负债状况报告》中指出中国年轻人总体信贷产品的渗透率已达到 86.6%，与父辈保守的消费习惯形成对比，有望成为支撑消费向上的重要推动力。此外据经济形势报告网刘世锦《新倍增战略——共同富裕面临的挑战与选择》数据：2018 年我国中等收入群体占比 28%、约 4 亿人，预计 2030 年中等收入群体比重上升到 50%、约 7.5 亿人，预计 2035 年中等收入群体规模将达到 8-9 亿人，实现倍增的目标。因此我们认为未来中等收入群体占比的大幅上升也将推动消费持续向上。

图 8：2021 年我国正式步入老龄化社会



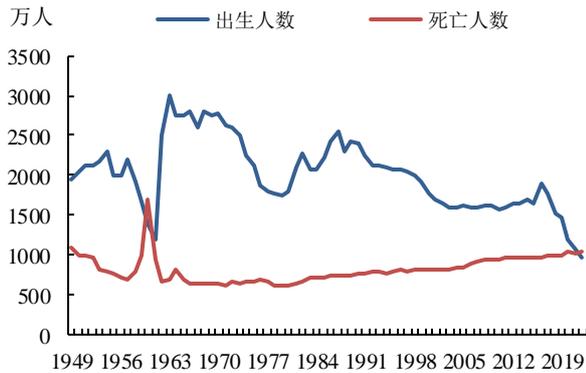
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 9：经济发展水平和生育率大致呈负相关



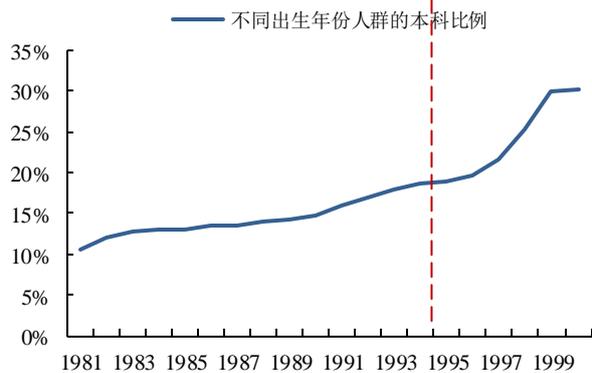
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 10：2022 年我国人口自然增长率出现负增长



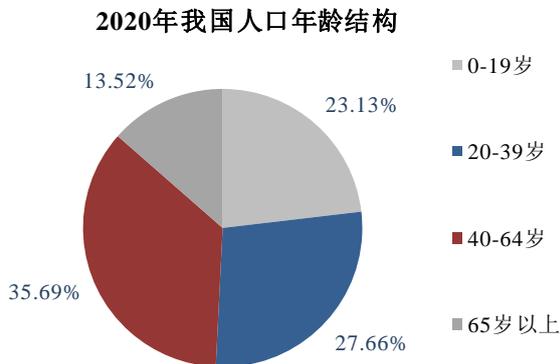
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 11：Z 世代受教育程度明显提升



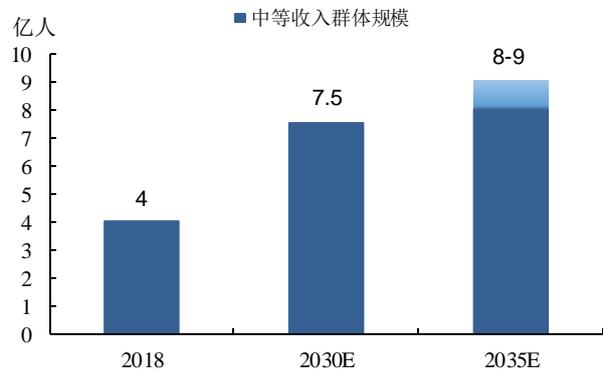
资料来源：2020 年中国人口普查年鉴，东兴证券研究所

图 12：2020 年我国 80、90 后人口占比近 3 成



资料来源：2020 年中国人口普查年鉴，东兴证券研究所

图 13：我国中等收入群体规模将继续扩大



资料来源：经济形势报告网，东兴证券研究所

## 1.2 我国消费会有明显回升，但幅度可能有限：以新加坡、日本和中国香港为例

为了探讨疫情管控放开后我国消费复苏的路径，我们首先以疫情发展进程、居民体质、消费习惯跟中国更相近的新加坡、日本和中国香港疫后消费修复状况为例来分析，进而提供一些借鉴。

(1) **新加坡**：2021 年 6 月 24 日，新加坡抗疫工作小组的三位部长联合发文《与冠病共处，如常生活》，文章指出将通过疫苗接种、新冠检测、改进疗法等方式实现与新冠的共存，这标志着新加坡防疫政策思路的转向；2021 年 8 月 6 日，新加坡卫生部表示预计到 8 月 9 日约有 70% 的人口完成两剂疫苗接种，10 日起新加坡进入迈向新常态的“预备期”，放松堂食、社交、入境等限制，此后根据疫苗接种和疫情情况逐步放开；2022 年 3 月 24 日，新加坡总理李显龙宣布取消口罩令、重返工作场所、重开边境等一系列放松措施，标志着新加坡疫情管控的全面放开。

新冠疫情对新加坡居民消费形成了剧烈冲击，但之后居民消费出现了明显回暖：2020 年 5 月新加坡零售销售指数跌至 21 世纪最低点，同月餐饮服务指数达有数据以来（1985 年）的最低值，两指数均远低于

2017-2019年的趋势线水平（根据17-19年数据线性拟合的趋势线，下同）。2021年8月新加坡逐步放开后，零售销售指数出现明显回升，超过17-19年趋势线水平；2022年4月全面放开后零售销售指数维持高位，平均值96.70，高于2019年的平均水平95.57，明显超过2017-2019年趋势线上的预期值。新加坡餐饮服务指数也有明显回升，餐饮服务指数21年7月为69.51，22年3月升至85.01，涨幅约22.3%；全面放开后指数增速有所放缓，低于17-19年趋势线水平，但与零售消费相比餐饮消费此前受新冠影响更甚，所以其放开后的回升幅度实际也并不弱。

**(2) 中国香港：**2022年4月14日，香港特区行政长官林郑月娥表示，将于4月21日起分阶段放宽社交距离措施，香港由此步入疫情管控放开阶段；而2022年12月14日起，香港入境政策改为“0+0”，标志香港境内外全面放开。

2020年2月香港零售业销货数量指数达2006年11月以来的最低点80.6，此后指数波动上行，2022年1月曾达118.3（接近17-19年趋势线水平），但22年3月又跌至81.3，跌幅为31.28%；而22年4月首次放开后，指数当月增幅为26.45%，至22年12月为115.7，接近21年12月的水平116.5。新冠疫情期间香港食肆（饮食店）收益数量指数最低点出现在2022年3月，仅有53.2，这是自有月度数据以来（2008年1月）的最低点，之后呈震荡恢复；而22年4月放开后，食肆收益数量指数回升迅速，22年5月已达105.5，涨幅高达98.31%，此后维持在该水平小幅波动，但仍低于2019年同期水平和17-19年趋势线。**香港受疫情冲击较大，放开后居民消费修复力度较弱，但随着入境放开，未来零售和食肆消费有望进一步修复。**

**(3) 日本：**2021年10月1日，日本发表《全面解除第四次新冠疫情紧急事态宣言》，并开始尝试调整防疫思路，但2022年1月奥密克戎变异株大规模传染时日本政府选择采用防止蔓延等重点措施（而非紧急事态宣言）。同年3月21日，日本政府宣告解除防止蔓延等措施，逐步放开管控政策，之后2022年10月11日起，日本对国际游客重新开放边境并全面恢复国际旅游活动，标志日本境内外的全面放开。

在新冠疫情冲击下，2020年4月日本零售销售额指数跌至有数据以来（2002年）最低点，但零售消费恢复较快，2020年6月零售销售额指数回升到2019年末的水平，此后至2022年2月基本维持在该水平，低于17-19年的趋势线；2022年3月，日本首次放开，日本零售销售额指数明显增长，到10月入境放开时已达106.90，超过2019年的平均水平103.13，还达到了17-19年的趋势线水平。日本消费趋势指数显示了日本家庭月平均消费额，该指数2020-2021年在低位持续反复，22年3月放开后整体成上升趋势，但仍未达到2019年的水平，且低于17-19年趋势线。基于以上，我们认为日本疫情管控放开后对居民消费恢复有较大促进作用（零售消费较为明显），消费呈稳定上升趋势，但疫情造成的居民消费损失似乎是不可逆的（即指数线与17-19年趋势线的截距差）。

新加坡、日本、中国香港在疫情管控放开后消费修复有分化，以上分析我们看到修复情况顺序大致是新加坡好于中国香港好于日本：新加坡疫情管控放开前准备充分且为逐步放松，加之其实施了以现金和消费券形式刺激消费的计划，使得零售消费修复表现较为强劲；中国香港放开时间较晚且受疫情冲击影响最大，政府消费券提振效果不强，居民消费修复表现较为一般，但随着其入境管控放开以及内地疫情管控的全面放开，客流的持续恢复有望带动消费持续修复；而日本尽管同样实施了补贴政策，但其疫情管控放开节奏较为谨慎且受制于疫情的反复冲击，居民消费修复表现较为一般。我国疫情达峰时间短、覆盖面广，且财政方面的消费刺激力度一般，预计消费也将有明显复苏但弹性可能并不会太大。

**图 14：新加坡零售消费已超 17-19 年趋势线水平**



资料来源：新加坡统计局，东兴证券研究所

**图 15：新加坡餐饮服务指数仍低于 17-19 年趋势线水平**



资料来源：新加坡统计局，东兴证券研究所

**图 16：日本零售消费已追平 17-19 年的趋势线**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 17：日本消费趋势指数有所回升但仍未达 17-19 趋势线水平**



资料来源：日本统计局，东兴证券研究所

**图 18：香港零售消费缓慢恢复**



资料来源：中国香港政府统计处，东兴证券研究所

**图 19：香港餐饮消费反弹明显，但仍未及 17-19 年趋势线水平**



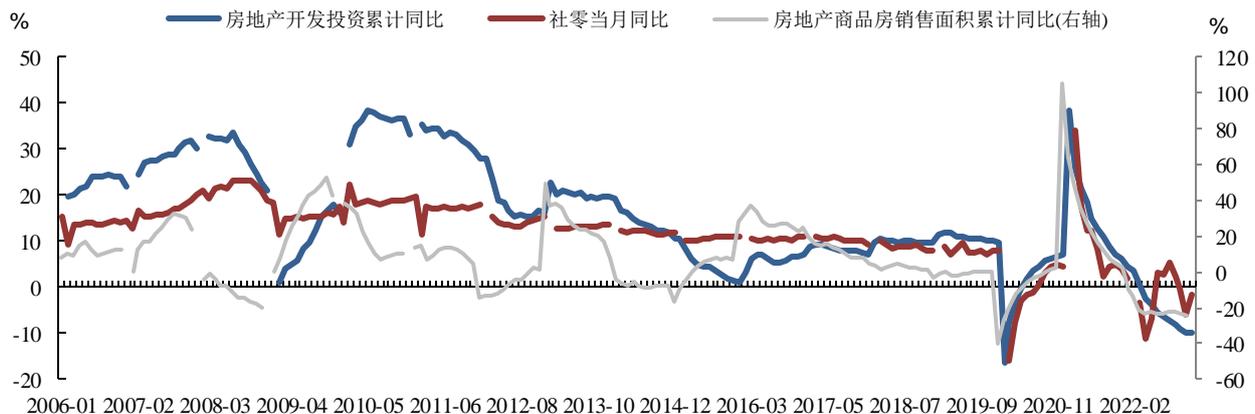
资料来源：中国香港政府统计处，东兴证券研究所

### 1.3 消费复苏绕不开房地产企稳

过去很长一段时间房地产波动与变化主导着我国经济发展,尽管当前“房地产依赖症”已开始明显弱化,但我们不能认为可以忽略房地产对经济运行的作用,地产-宏观经济-消费的链条传导也不会断,我们在此前报告有详细论述,当前稳地产仍是经济企稳的主要因素,而消费复苏的持续性则取决于经济企稳(居民收入预期、就业、消费信心)的持续性,所以地产对于消费有着重要影响。此外,地产销售企稳、房价上涨可以促进居民实现财富积累,进一步增强消费信心。根据央行调查数据,2019年我国城镇居民家庭资产中住房为主要部分,占比近六成;而《2022Q2中国家庭财富指数调研报告》数据显示对于财富增加家庭,2022年二季度住房增值对其财富变化贡献60.9%,而对于财富减少家庭,住房减值贡献47.7%,所以当前房价对居民财富存在着重要影响。房地产销售走高带动房价上涨,继而产生财富效应增强居民消费信心,反之房地产销售走低将会削减居民消费信心。同时大消费领域下的地产链(装潢、家电、家具等)消费的主要应用场景为新房装修,其位于房地产产业链的下游,发展情况由房地产销售境况决定,所以地产消费链修复也和地产企稳息息相关。

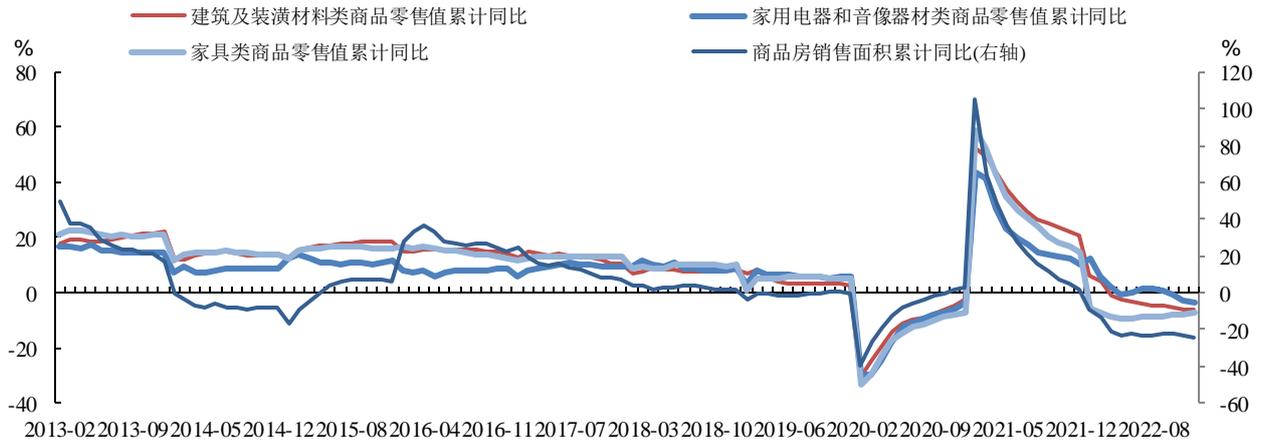
接下来我们从超额储蓄的角度进一步对2023年消费修复幅度进行分析。以2019年2.27万亿元新增净存款为参考值作差值计算可得2020-2022年我国住户部门超额储蓄分别为1.16万亿元、-0.29万亿元、11.74万亿元。2022年我国住户新增净存款(即金融机构人民币存贷款差)14.01万亿元,同比大幅增加607.58%。说明2022年居民部门存款显著多增,且积累了大量超额储蓄。我们根据超额储蓄来源不同将其分为消费型超额储蓄和资产型超额储蓄,消费型超额储蓄源于消费者对于当期和未来收入不确定性的预防性储蓄和消费场景限制所致的被动性储蓄,短期内有可能重新转换为消费;资产型超额储蓄源于消费者其他资产的转移,如购房支出减少、赎回理财产品等,该类储蓄是由资产配置调整带来的,短期内难以支撑消费。我们按2013-2019年居民人均消费支出趋势计算出2020-2022年消费支出预期值,用预期值与实际值差额乘以全国年平均人口计算出2020-2022年消费型超额储蓄分别为2.16、0.04、1.38万亿元,共3.58万亿元。我们发现2022年消费型超额储蓄明显低于超额储蓄总额,这是由于当年超额储蓄多增主要受到资产配置调整影响,我们考虑主要是居民购房需求明显下降以及理财赎回潮资金回流为存款的原因:2022年我国商品房销售额同比-26.73%,按2021年增速估计,2022年销售额比预期减少5.73万亿元,这使得净存款新增5.73万亿元,此外2022年四季度的理财产品赎回潮也一定程度上推动了资产型超额储蓄增长,例如22Q4固收理财存续规模较22Q3下降近2.3万亿元。综上所述我们认为过去一年积累的大量超额储蓄难以对消费复苏形成太大促进,而地产企稳对于消费复苏则是至关重要。

图 20：社零与地产投资以及地产销售存在显著的相关性



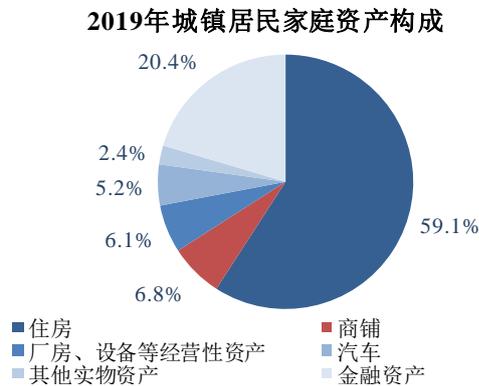
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

**图 21：消费地产链增速与商品房销售增速存在显著的相关性**



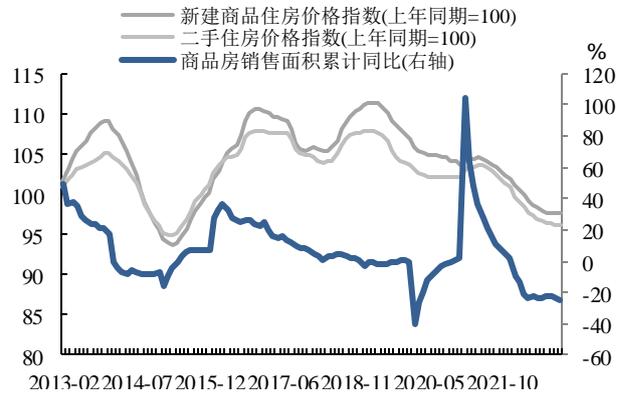
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 22：住房是家庭财富的最主要部分**



资料来源：中国人民银行，东兴证券研究所

**图 23：住房量价变化趋势较为同步**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 24：房地产行业与经济景气度存在显著相关性**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图 25：社会消费与经济景气度存在显著相关性**



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 26：2022 年存贷款差大幅提升至 14.01 万亿元



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 27：去年末消费者信心和预期指数跌至有数据以来最低点



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.对于 2023 年社零增速以及消费修复顺序的预测

### 2.1 预计 2023 年社零增速区间为 4.48%-8.31%

短期来看我们认为居民消费主要受可支配收入、消费倾向和就业率影响。居民可支配收入是核心影响因素，制约着消费需求的上限；消费倾向是居民愿意将收入的多少用来消费，反映居民的消费意愿；就业率反映收入群体的规模，一定程度上可以反应消费能力。此外收入和就业都会影响居民的消费信心。2019 年消费倾向和就业率波动较小，社零增速与可支配收入增速基本保持一致；2020 年居民消费倾向大幅下滑，叠加可支配收入增速放缓和就业率走低，前三季度社零增速为负，一季度跌幅近 20%；2021 年社零在上年的低基数下同比增速大幅上升；2022 年社零增速一三季度为正、二四季度由于居民消费倾向下跌而跌入负区间。

所以基于上一章节对于未来消费基本面的分析，我们通过分别预测可支配收入、消费倾向和就业率增速的方法来估算 2023 年社零增速。我们的假设和预测结果如下：

**乐观情形下：**我们假设 2023 年可支配收入、平均消费倾向按 2013-2019 年平均增速增长，增速分别为 +9.02%、-0.48%；平均就业率按 2018-2019 年增速增长，增速为 -0.23%，对应 2023 年社零增速为 +8.31%；

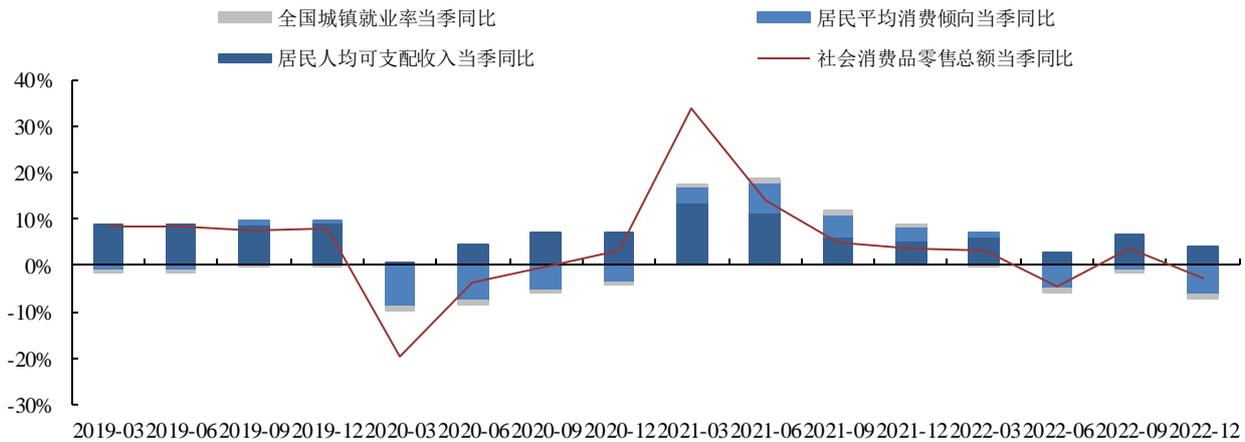
**悲观情形下：**我们假设 2023 年可支配收入、平均消费倾向和平均就业率按 2020-2022 年平均增速增长，增速分别为 +6.29%、-1.66%、-0.15%，对应 2023 年社零增速为 +4.48%。

图 28：2020 年以来社零和新冠感染病例数大致呈负相关



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 29：我国社零增速与可支配收入、消费倾向、就业率增速



注：全国城镇就业率当季值用每月全国城镇就业率平均所得（月就业率=1-月失业率），居民平均消费倾向=居民人均消费支出/居民人均可支配收入  
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

表 1：预计 2023 年社零增速区间为 4.48%-8.31%

情形	预测指标增速		预测社零增速
	可支配收入	平均消费倾向	
乐观	可支配收入	+9.02%	+8.31%
	平均消费倾向	-0.48%	
	平均就业率	-0.23%	
悲观	可支配收入	+6.29%	+4.48%
	平均消费倾向	-1.66%	
	平均就业率	-0.15%	

资料来源：东兴证券研究所

## 2.2 预计修复顺序：出行→场景消费→地产消费链，必选商品→可选商品

年初至今消费回暖初显，我们预计 2023 年全年消费将以出行链→场景消费链→地产链，必选商品链→可选商品链的顺序复苏。即我们认为 2023 年消费细分领域将以出行链（旅游、交通、酒店等）、场景消费链（电影、餐饮等）、地产链（家电、家具等），必选商品链（粮油、食品、饮料、烟酒、日用品等）、可选商品链（化妆品、金银珠宝等）的顺序依次复苏。

年初至今受益于元旦和春节假期，出行链最早出现报复性复苏情形。旅游方面，2023 年春节假期接待游客总数和旅游总收入已超过 2020-2022 年同期水平；交通方面，国内执行航班数在 2022 年 12 月初触底后迅速反弹，据新华网，2023 年春节假期全国共发送旅客约 2.26 亿人次；酒店方面，同程旅行数据显示，2023 年春节期间西安、杭州、哈尔滨等城市的酒店预订量较去年同期增长超过 10 倍。

场景消费链紧随其后，消费场景的恢复带动了场景消费链复苏。电影方面，2023 年春节档总票房超 67 亿元，居历史同期第二位，仅次于 2021 年春节档；餐饮方面，中国烹饪协会数据显示，春节餐饮企业营收同比增 24.7%，较 2019 年春节增 1.9%。场景消费链修复关键在于回到消费场景，因而第二波甚至第三波疫情的渐次冲击可能会再次对其形成一定冲击，参考境外情况，我们认为场景消费链将稳定渐进复苏。

地产消费链的修复情况主要取决于房地产行业整体修复情况，我们此前在《2023 年宏观利率展望：再议利率拐点》中提到过，政策托底作用传导至销售端进而传导至投资端仍需时日，预计地产投资在 2023 年

一二季度大概率仍不太会看到明显改善，之后会是一个向低水平企稳的过程。而30大中城市商品房成交面积显示，2023年春节前后表现大幅低于2019年、2021年和2022年，仅略好于2020年。所以地产消费链的修复仍需等待房地产行业的企稳信号，预计将是消费行业中最后复苏的一环。

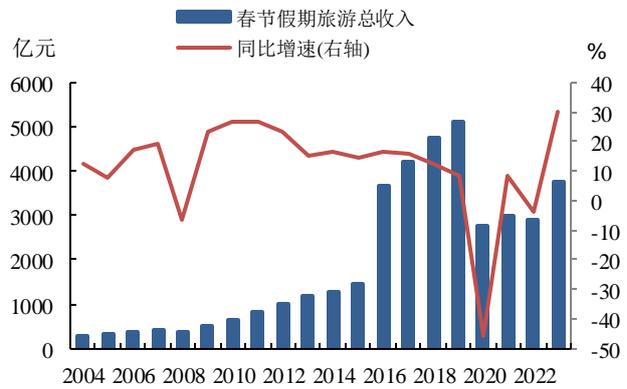
必选商品指日常生活中必须的商品，而可选商品为日常生活中不必须、可选择的消费品。在收入下滑消费走低时，消费者会率先减少可选商品消费、尽量维持必选商品消费；当收入回升消费修复时，消费者会逐步增加必选商品消费、再扩大可选商品消费。所以我们预计疫后情形下必选商品的修复速度将快于可选商品，而可选商品链的修复弹性会高于必选商品链、修复力度将更强。

图 30：春节接待游客总数恢复至 2019 年 74.22% 的水平



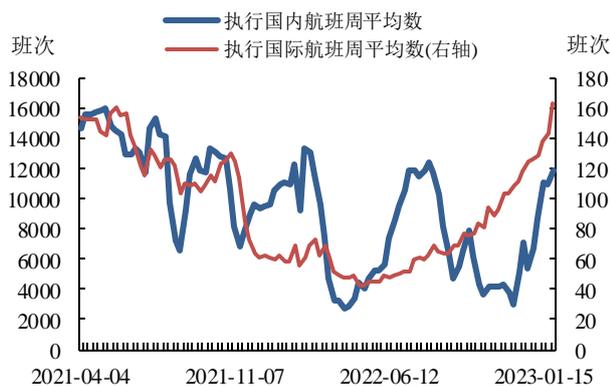
注：2020 年数据未披露，根据 2021 年同比增速计算得出  
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 31：春节旅游总收入恢复至 2019 年 73.14% 的水平



注：2020 年数据未披露，根据 2021 年同比增速计算得出  
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 32：执行国内航班反弹，执行国际航班持续回升



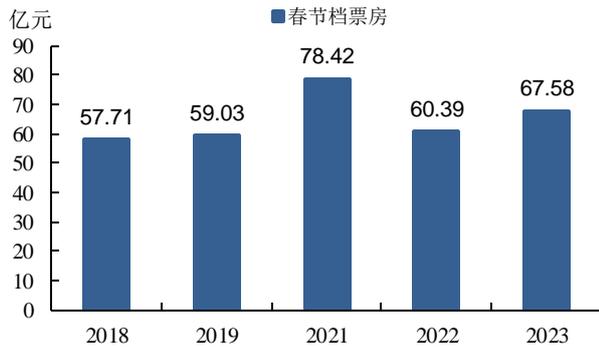
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 33：春节期间同程旅行机票、汽车票、火车票已超 2019 年水平



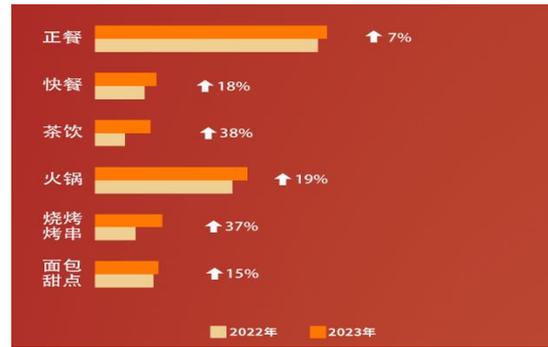
资料来源：同程旅行发言人微信公众号，东兴证券研究所

图 34：2023 年春节档票房居历史第二位



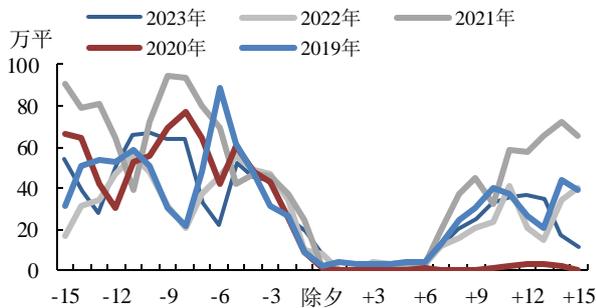
资料来源：猫眼研究院，东兴证券研究所

图 35：哗啦啦 2023 年春节餐饮消费数据同比增幅明显



资料来源：哗啦啦官方微信公众号，东兴证券研究所

图 36：2023 年春节前后 30 大中城市商品房成交持续下行



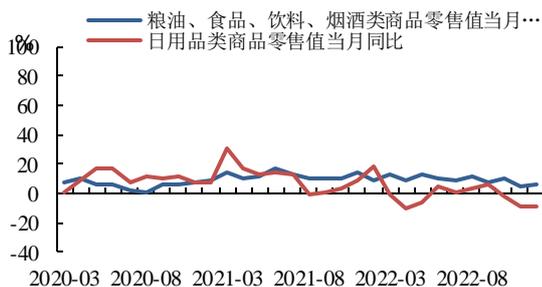
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 37：家具类商品自 2021 年 12 月起同比增速始终为负



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 38：必选商品链同比增速相对稳定



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 39：可选商品链预期反弹力度大



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.风险提示

政策超预期；地产修复超预期

## 分析师简介

### 分析师：贾清琳

金融本硕，2019年7月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究，侧重宏观利率及转债方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526