

# 宏观

证券研究报告

2023年03月16日

## 消费修复的弹性

对比前两轮疫后复苏的斜率和结构，本轮疫后消费修复有几个特征。一是服务消费出现报复性复苏，斜率超过此前两轮疫后复苏，补偿性消费需求的集中释放是服务消费快速回暖的关键。

二是在消费结构上，和线下接触类、出行类、地产类有关的消费，无论是商品还是服务，都呈现出报复性复苏的特征，改善斜率高。但是和居民收入、消费意愿有关的可选商品消费，比如汽车、通讯，改善斜率偏低。

**风险提示：**国内疫情出现明显反复压制居民消费、经济复苏低于预期、消费复苏不及预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：“硅谷银行”不是第一张骨牌-“硅谷银行”不是第一张骨牌》2023-03-15
- 2 《宏观报告：宏观-信贷的持续性》2023-03-12
- 3 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——金属与采矿》2023-03-11

1-2 月社零同比增速 3.5%，相比 21 年两年平均增速为 5.1%，为消费回暖开了个好头。

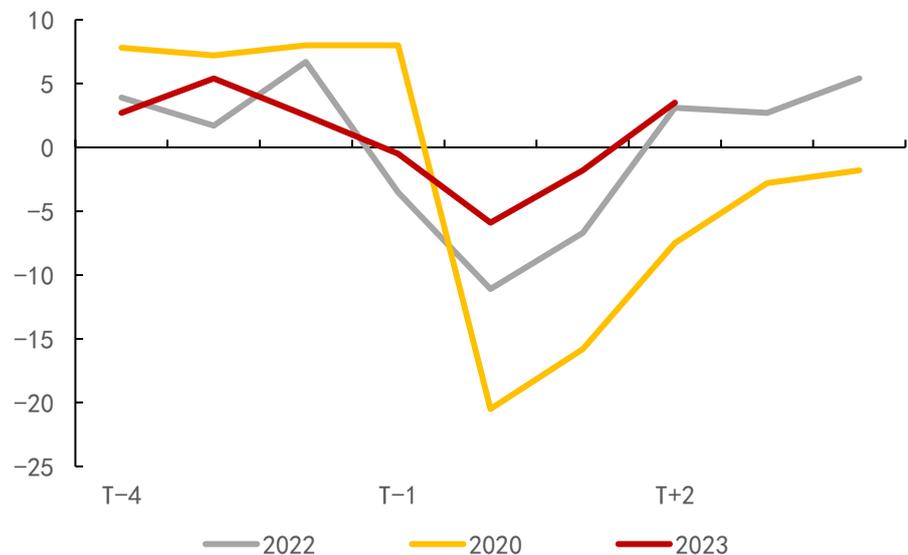
对比前两轮疫后复苏的斜率和结构，本轮疫后消费修复有几个特征。

一是服务消费出现报复性复苏，斜率超过此前两轮疫后复苏，补偿性消费需求的集中释放是服务消费快速回暖的关键。以餐饮业为例，2023 年 1-2 月餐饮收入同比增长 9.2%，两年复合同比增长 9.1%，已经接近 2019 年增速。增速比去年末反弹了 23.3 个百分点，大幅高于 2022 年 6 月反弹的 17.1 个百分点和 2020 年 4 月反弹的 15.7 个百分点。

线下服务行业需求的快速复苏也带动了服务业生产的快速回升，1-2 月服务业生产指数同比上行 6.3 个百分点至 5.5%，是 2022 年以来的新高。供给端的快速修复一定程度上也缓解了服务业需求快速反弹可能带来的服务价格通胀压力，如 2023 年 2 月核心 CPI 和服务项 CPI 同比均仅有 0.6%，前值均为 1%。

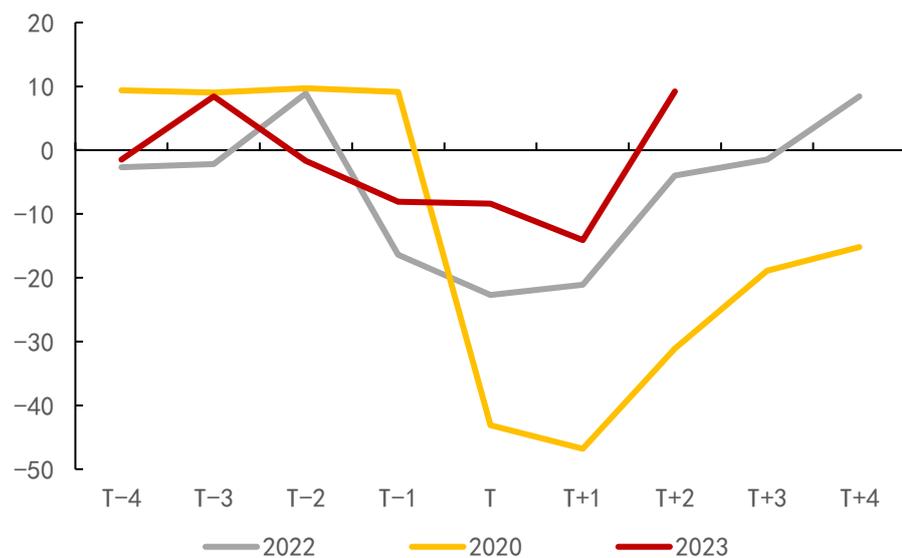
但是 1-2 月的商品消费复苏程度偏弱。1-2 月商品零售同比增长 2.9%，比 2022 年 12 月仅上行了 3 个百分点，而 2020 年 4 月和 2022 年 6 月则分别比前一个月上行了 7.4 和 8.9 个百分点。商品消费修复缓慢也拖累了整体社零的修复速度，1-2 月社零同比仅上行了 5.3 个百分点，低于此前两轮疫后复苏的 8.3 和 9.8 个百分点。

图 1：社会消费品零售同比增速修复情况对比（单位：%）



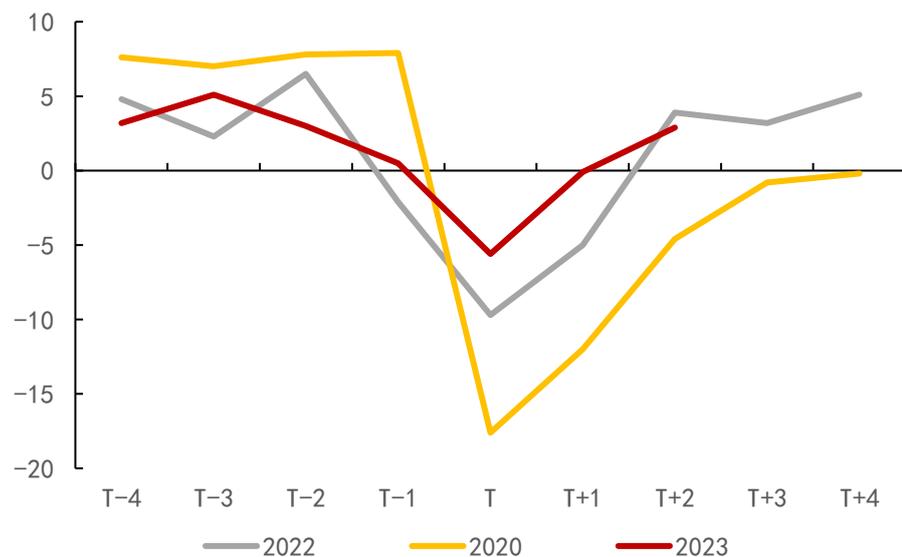
资料来源：wind，天风证券研究所（注：图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月，2022 年 4 月和 2022 年 11 月，1-2 月使用累计同比）

图 2：餐饮行业快速修复（单位：%）



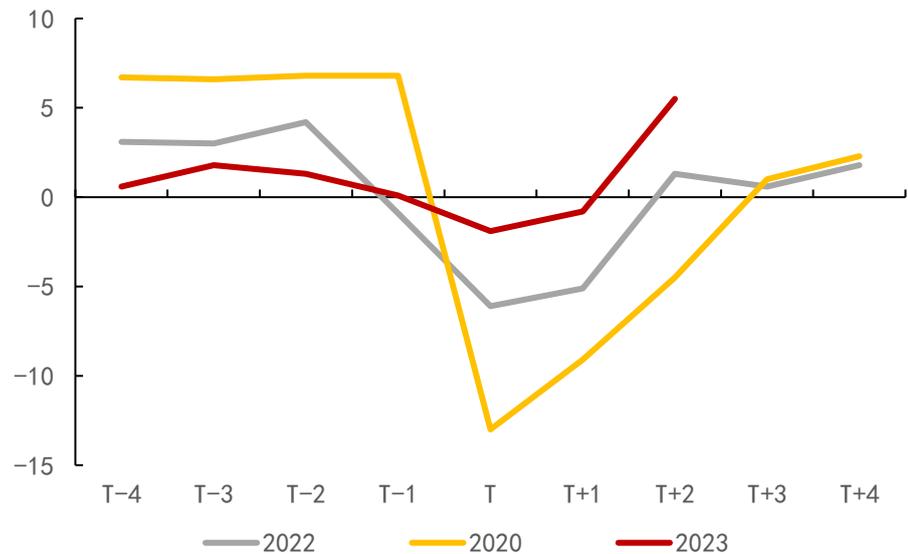
资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月, 2022 年 4 月和 2022 年 11 月, 1-2 月使用累计同比)

图 3: 商品零售同比增速修复情况对比 (单位: %)



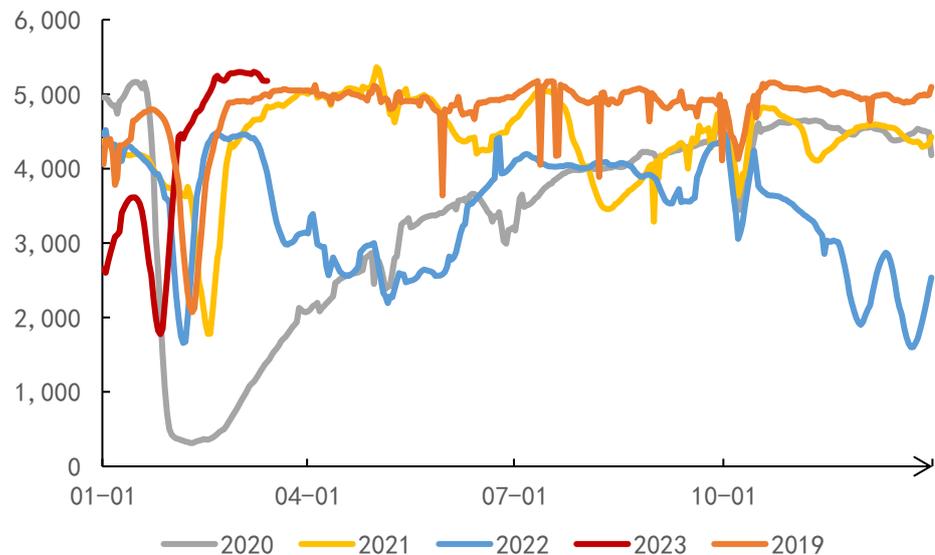
资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月, 2022 年 4 月和 2022 年 11 月, 1-2 月使用累计同比)

图 4: 服务业生产指数 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月, 2022 年 4 月和 2022 年 11 月, 1-2 月使用累计同比)

图 5: 居民出行快速修复 (单位: 万人)



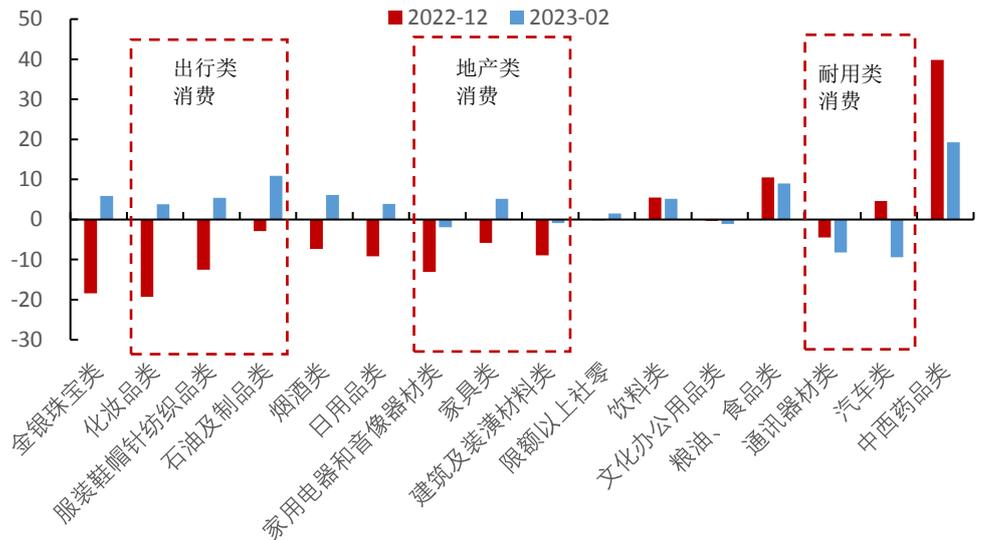
资料来源: wind, 天风证券研究所

在消费结构上，与线下消费修复相关的出行类可选商品消费修复速度最快，如 1-2 月化妆品、服装鞋帽、石油及制品类的同比增速比去年 12 月分别上行了 23.1、17.9 和 13.8 个百分点，均重回正增长区间。

其次是房地产类可选商品消费，1-2 月在房地产销售报复性反弹的带动下，家用电器和音像器材、家具、建筑及装潢材料零售额的同比增速比去年 12 月分别上行了 11.2、11 和 8 个百分点。

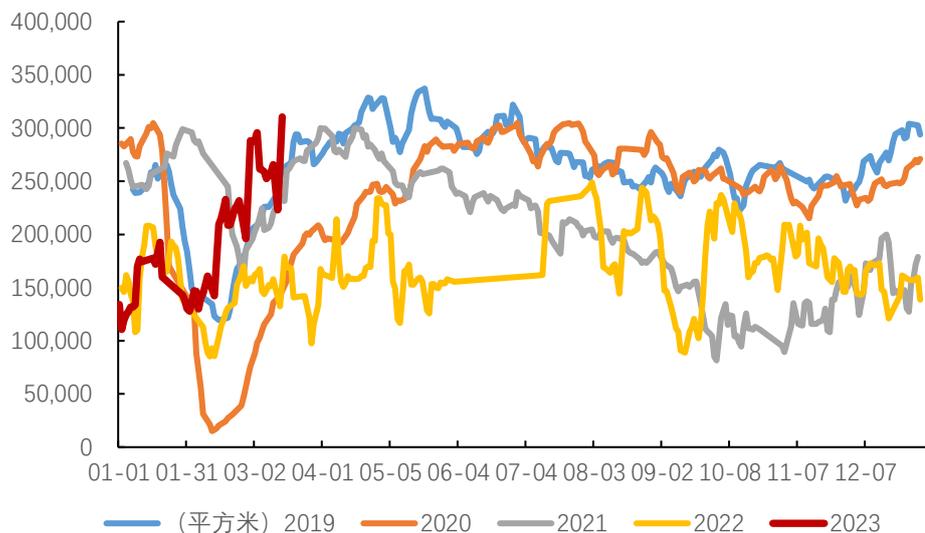
在商品消费整体回升时，通讯器材、汽车和中西药品同比增速明显回落，同比增速相比于去年 12 月分别下行 3.7、14、20.5 个百分点。中西药品同比增速高位回落主要是因为去年受疫情影响较大，相关药品需求旺盛，年初随着疫情影响减弱药品需求回落。通讯器材和汽车等耐用品同比增速回落除了与汽车购置补贴退坡有关外，我们认为可能与居民部门收入端尚未企稳，居民对一般耐用品的需求偏弱有关。

图 6: 分品类商品同比增速 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2022 年 12 月为当月同比, 2023 年 2 月为 1-2 月累计同比, 按 1-2 月同比增速 -2022 年 12 月同比增速的差值大小从左向右排列)

图 7: 国内二手房市场稳步修复 (单位: 平方米)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 城市: 上海 杭州 成都 深圳 东莞 佛山 苏州 厦门 南宁 青岛; 考虑到可比性, 删去空值时间段)

总结一下年初的消费数据, 和线下接触类、出行类、地产类有关的消费, 无论是商品还是服务, 都呈现出报复性复苏的特征, 改善斜率高。但是和居民收入、消费意愿有关的可选商品消费, 比如汽车、通讯, 改善斜率偏低。

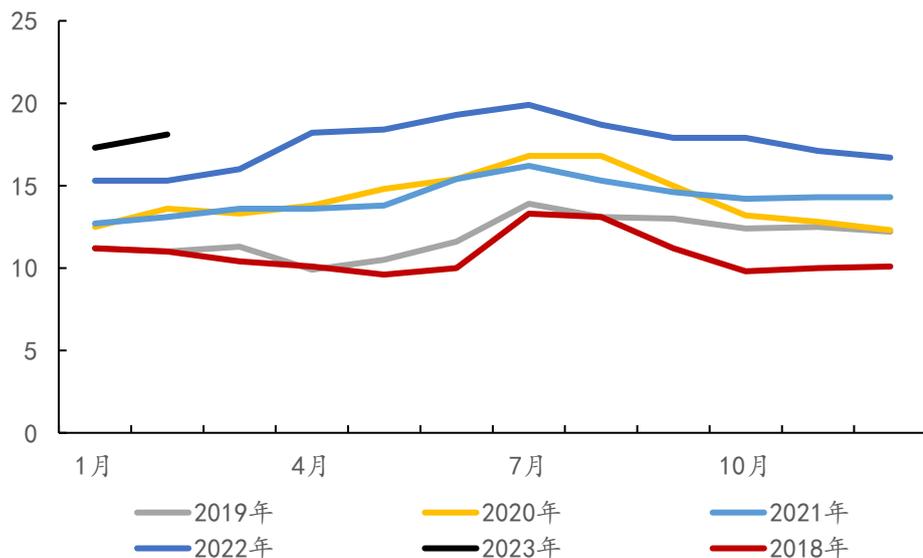
从此前两轮疫后复苏经验来看, 餐饮收入修复速度最快的时间点是在同比增速见底后的 2 个月。如 2020 年 3 月餐饮收入同比见底, 4、5 月同比增速反弹幅度超 10 个百分点, 随后快速放缓; 2022 年 4 月餐饮收入同比见底, 6 月是反弹幅度最快的时间点。本轮餐饮收入增速在 2022 年 12 月见底, 考虑到目前增速已经是 2022 年以来的新高, 我们预计餐饮收入或难以继续快速上行<sup>1</sup>。从高频数据上看, 今年北上广深等城市的百度消费指数在 2 月下旬达峰, 目前已经连续两周回落, 这或也表明居民线下消费修复速度最快的时间点已经过去。

商品消费的进一步回暖则需要以居民收入端的修复为前提。但目前居民部门的失业率偏高, 2 月中国城镇调查失业率上行 0.1 个百分点至 5.6%, 其中 16-24 岁青年就业人员调查失业率再度上行 0.8 个百分点至 18.1%, 大幅高于往年同期水平。偏高的失业率一定程度上

<sup>1</sup> 因为 3 月开始有基数效应, 因此在衡量后续同比增速时最好用两年平均同比增速

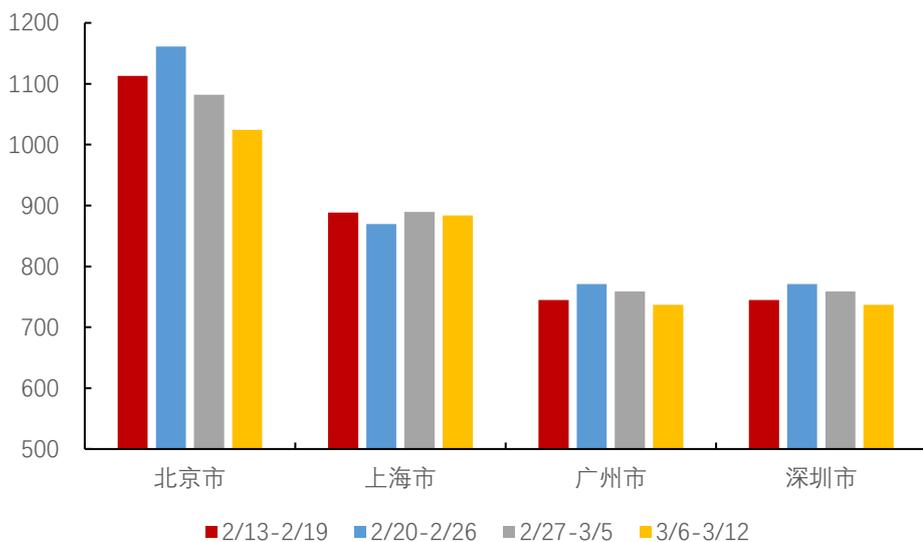
压制了居民部门的消费意愿，从失业率回落到居民收入上行再到消费意愿回升与消费回暖还需要一定的时间。

图 8：目前 16-24 岁青年人口失业率依旧偏高（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：主要地区百度消费指数



资料来源：百度地图，天风证券研究所（注：数据统计时间均为当天，这里 2/12-2-19 为 2 月 12 日至 19 日的均值数据）

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com