



# 向潜在水平回归：中国消费复苏前瞻

- 本文探讨了今年我国社会消费品零售总额的中枢、形态以及结构。
- 不论从理论还是实践上看，消费主要取决于居民收入及预期。海外经验显示，不同经济体消费复苏路径分化，主要原因在于居民收入修复的分化。
- 2023年中国消费复苏既有空间，也有挑战。居民收入温和修复、就业市场需求改善，叠加消费场景的全面恢复与各项促消费政策支持，为消费向疫前趋势水平回归提供动力。消费复苏的斜率仍然取决于居民收入和预期改善的程度，而这里两者与就业市场表现息息相关。
- 基准情形下，预计2023年社零规模达48万亿，同比增速为9.0%，较潜在水平或仍有2万亿缺口。社零规模增量或有3/4来自商品消费的修复，1/4来自餐饮服务消费的修复。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



## 目录

一、消费复苏：已知与未知	1
二、他山之石：海外消费复苏的启示	2
三、社零：向潜在水平回归	3
四、社零结构：商品温和修复，服务显著反弹	5
五、小结	6

## 图目录

图 1：疫情下社零增速中枢显著低于疫前	1
图 2：社零总额的实际规模与潜在规模	1
图 3：海外经济体消费复苏路径分化	2
图 4：美国、越南、英国居民收入修复路径分化	2
图 5：转移支付支撑疫情下美国居民收入	3
图 6：美国、越南、英国失业率冲高后快速下降	3
图 7：美国、越南、英国就业人数较疫前存在缺口	3
图 8：2022 年英国家庭金融资产显著缩水	3
图 9：工资性收入增长放缓拖累居民收入修复	4
图 10：居民人均可支配收入：规模与缺口	4
图 11：疫中青年失业率中枢抬升幅度大	5
图 12：预计 2023 年社零增速前低后高、波动上升	5
图 13：餐饮消费同比增速受疫情冲击更为明显	6
图 14：商品与餐饮消费均向潜在水平收敛	6

2023年，随着全球经济贸易增长放缓，我国外需面临回落，内需特别是消费对于经济增长的重要性大幅提升。本文基于消费理论，借鉴海外经验，对我国消费复苏的路径进行了前瞻分析。

## 一、消费复苏：已知与未知

2020年初疫情爆发以来，我国消费反复受到冲击，疫中三年社会消费品零售总额（社零）平均增速仅为4.0%，不及疫前三年（2017-2019年）平均增速（9.3%）的一半（图1）。社零总额2020年为39.2万亿，较疫前趋势存在9.2%缺口；2021年为44.1万亿，较疫前趋势的缺口收窄至3%；2022年为44万亿，较疫前趋势的缺口再度扩大至7.8%（图2）。

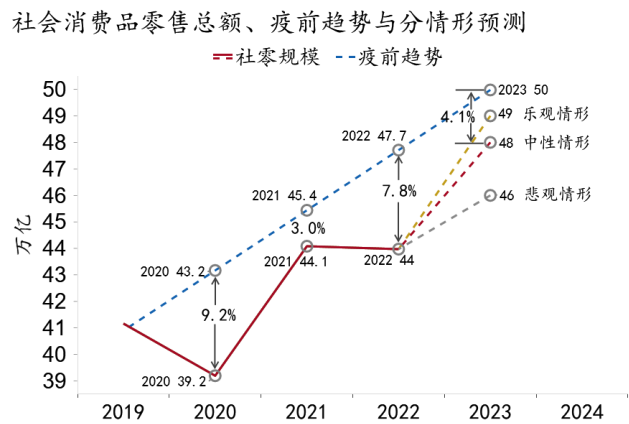
目前，我国消费复苏的确定性与不确定性兼具。确定性在于，经济重启后消费增速将大幅反弹。去年末我国防疫政策大幅优化，疫情快速过峰，消费场景全面恢复，叠加促消费政策落地生效，消费动能有望显著修复，叠加低基数效应，将带动消费增速显著回升。不确定性在于消费复苏的幅度。三年疫情令私人部门预期转弱，资产负债表出现衰退迹象，公共部门债务压力上升，或制约消费复苏的斜率。由此，当前市场对我国消费复苏的前景判断不一，观点各异。

图 1：疫情下社零增速中枢显著低于疫前



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：社零总额的实际规模与潜在规模



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

讨论2023年中国社零消费的复苏空间，可锚定两个基准水平。一是2019年社零规模与增速，即“疫前”水平；二是假定没有疫情冲击，按照2017-2019年平均增长规模与增速外推所得的社零规模与增速，即“潜在”/“疫前趋势”水平。据此定义，我国社零总额疫前水平为41.2万亿，2022/2023年潜在水平分别为47.7/50万亿。

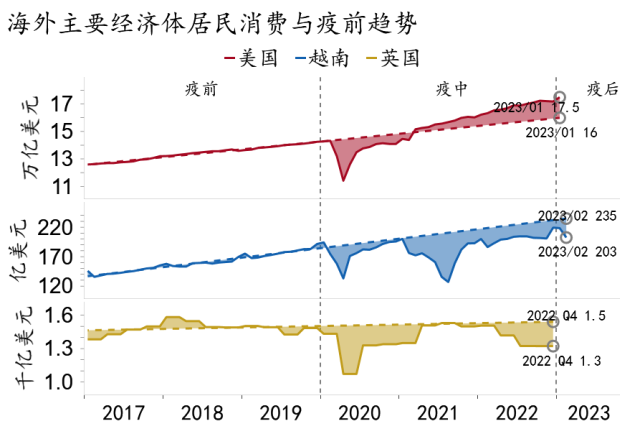
因此，要预测今年的社零规模，我们首先需要思考的问题是，经济重启后社零总额能否回归/超过其潜在水平？



## 二、他山之石：海外消费复苏的启示

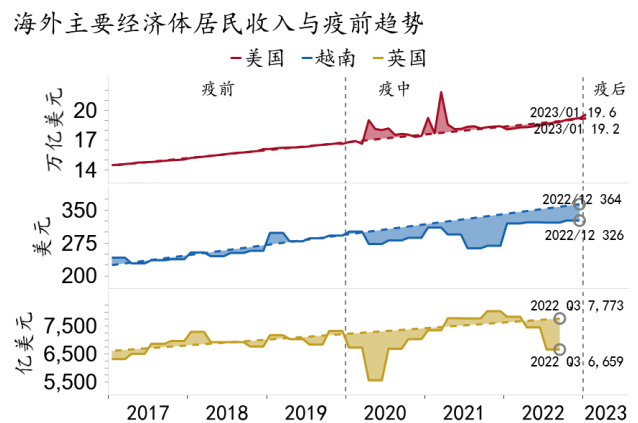
海外经济体经济重启时点大多早于我国，其经验可供参考。但各经济体消费复苏路径存在明显差异。例如，美国、越南和英国经济分别于 2020 年 5 月、2021 年 10 月和 2020 年 7 月开始逐步重启，美国消费在 V 型反弹后持续高于潜在水平，越南消费逐步接近其潜在水平，而英国消费在 2021 年修复至潜在水平后回落，至今仍然明显低于其潜在水平（图 3）。

图 3：海外经济体消费复苏路径分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：美国、越南、英国居民收入修复路径分化

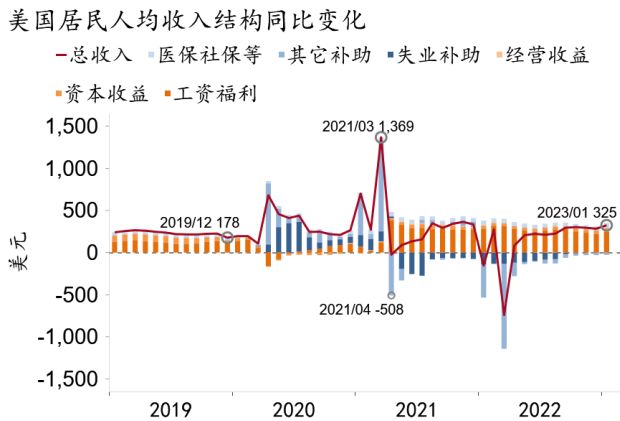


注：美国、英国数据为总额，越南数据为均值

资料来源：Macrobond，招商银行研究院

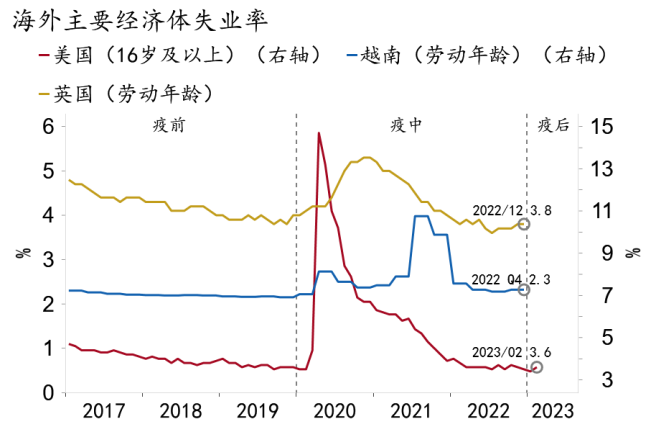
从海外经验看，与消费理论一致，居民收入变化是各经济体消费复苏路径分化的主要原因（图 4）。美国政府在疫情爆发后向居民部门发放了三轮总计达 \$5.4 万亿财政补贴，占经济总量的比重超过 1/4。受此影响，居民可支配收入不降反升，是其消费持续超出潜在水平的最主要原因（图 5）。2021 年 4 月以来补贴政策退坡后，工资性收入接续上涨，今年 1 月居民收入的年化总额达 \$19.6 万亿，高于疫前趋势 2.1%。因补贴政策积累的超额储蓄逐步释放也形成了对消费的支撑，2023 年 1 月美国超额储蓄为 \$1.6 万亿，较 2021 年 9 月峰值 \$2.4 万亿下降约 \$8,000 亿。越南并未出台超大规模财政刺激，但由于经济强劲增长（2022 年经济增速达 12.2%），居民收入与潜在水平的缺口从 2021 年的 20% 收敛至 2022 年的 10%，驱动其消费向潜在水平收敛。英国在 2020-2021 年向居民部门实施了总额占名义 GDP 17.4% 的刺激政策，拉动居民收入超疫前趋势反弹。但疫情反复冲击叠加“脱欧”、俄乌冲突，导致英国出现政治经济动荡，2022 年以来居民收入迅速回落，较疫前趋势水平缺口扩张至 14.3%，拖累当年消费负增长 12.2%，相较疫前趋势的距离由 1.9% 扩大至 14%。

图 5：转移支付支撑疫情下美国居民收入



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

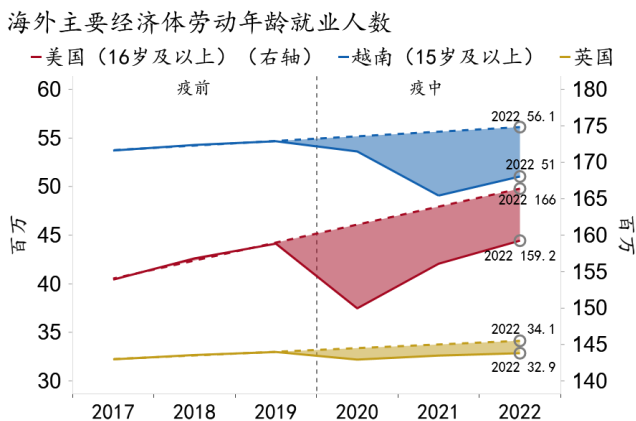
图 6：美国、越南、英国失业率冲高后快速下降



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

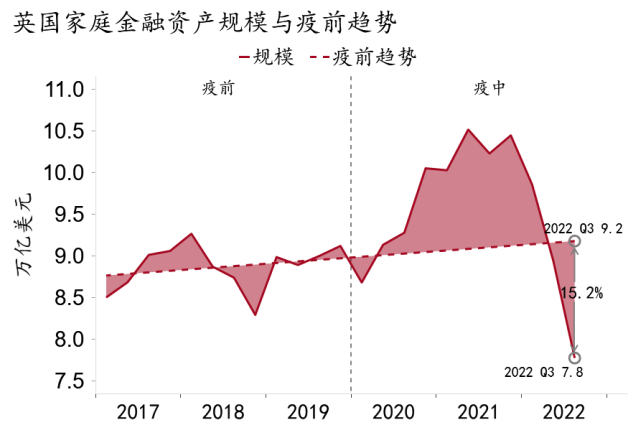
就业市场表现是影响居民收入的关键因素。美国失业率 2023 年 1 月 3.4%，英国失业率 2022 年 12 月 3.8%，均处于上世纪 80 年代以来的最低点。越南 2022 年四季度失业率 2.3%，略高于疫前水平 0.1pct（图 6）。但值得注意的是，由于“退休潮”叠加“长新冠”降低了劳动力供给，上述失业率指标存在一定程度的“失真”。去年美国、越南、英国的就业人口规模分别相较于疫前趋势水平存在 680 万、510 万和 120 万缺口（图 7）。英国居民收入显著低于疫前趋势的原因可能在于资本市场。2022 年以来，政治局势动荡叠加经济陷入衰退，三季度金融资产大幅缩水至低于疫前趋势 15.2%，拖累英国居民财产性收入（图 8）。

图 7：美国、越南、英国就业人数较疫前存在缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：2022 年英国家庭金融资产显著缩水



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

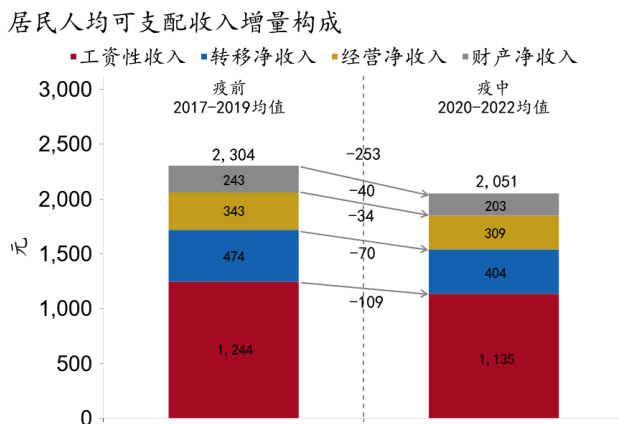
### 三、社零：向潜在水平回归

2020 年初疫情爆发以来，我国消费反复受到冲击，社会消费品零售总额规模显著收缩后温和反弹，增速显著低于疫前中枢。2023 年社零向上修复趋势是确定的，斜率将主要取决于居民收入和预期的改善。



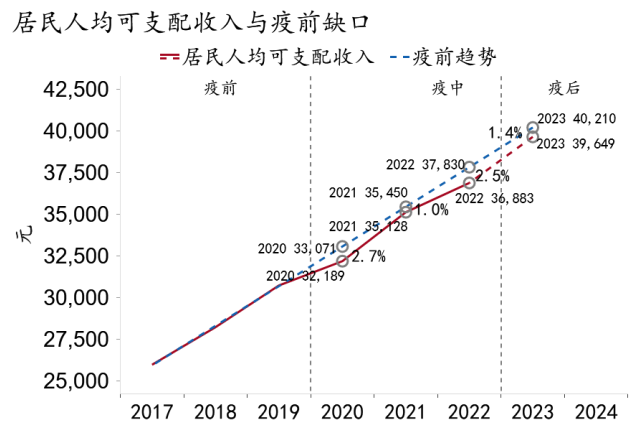
今年我国居民收入有望温和复苏。疫中三年，我国居民人均可支配收入增长放缓。作为我国居民收入最重要的组成部分，工资性收入在疫前三年平均占比达 56.1%，疫中三年人均工资性收入增量均值较疫前三年大幅下降 109 元是收入较潜在水平缺口扩大的主要原因（图 9）。其他原因包括灵活就业人员生产经营活动受疫情持续扰动、居民资产负债表受损等。前瞻地看，2023 年随着经济生活秩序全面恢复，经济基本面改善，上述制约收入增长的因素有望缓解，居民人均可支配收入增速或将向疫前三年中枢收敛，带动收入规模较疫前缺口收窄。基准情形下，预计 2023 年居民人均可支配收入达 39,649 元，较疫前趋势缺口收窄至 1.4%，对应增速为 5.4%（图 10）。

图 9：工资性收入增长放缓拖累居民收入修复



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：居民人均可支配收入：规模与缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

**就业市场是居民工资性收入改善的关键。**疫情期间，我国就业压力显著上升，特别是青年就业率高企、外出农民工规模锐减。疫中三年，城镇调查失业率中枢相较于疫前三年上升 0.3pct 至 5.4%。从年龄结构看，16-24 岁青年失业率中枢大幅上升 3.9pct 至 15.3%（图 11）。从就业人群看，就业机会缺失，叠加生活成本提升，部分农民工返乡，导致 2020 年外出流动农民工规模下降 500 万。前瞻地看，由于服务业单位 GDP 增长吸纳的就业人数远高于制造业，今年经济重启后我国服务业复苏所创造的劳动力需求有望驱动就业形势显著改善。美国经济重启后，服务业失业率就出现了陡峭下行。2 月我国 PMI 从业人员指数重返扩张区间，说明经济活动正常化后就业市场修复动能已有所改善。

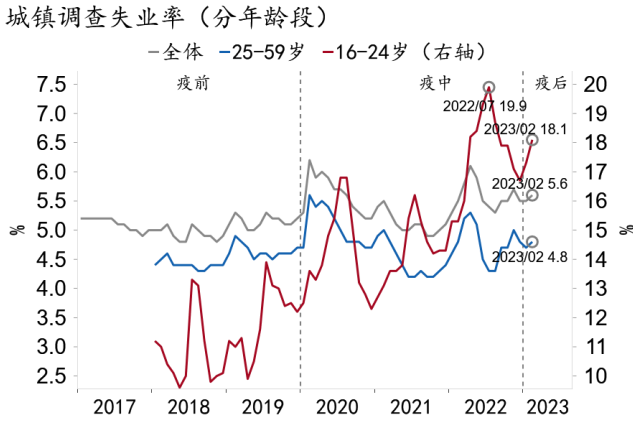
**此外，资本市场对居民财产净收入的改善值得期待。**2023 年中美经济增长和政策或再度分化，美国经济从高通胀逐渐过渡为低增长，货币政策紧缩见顶，而中国经济全面重启，经济增长将实现从外需到内需、从公共部门到私人部门的“双重转换”，货币政策趋于正常化，推动 2023 年资本市场表现积极，居民财产净收入增长有望改善。尽管财产净收入相对英国等发达国家在居民人均可支配收入中占比偏低，但仍构成收入增长的正向支撑因素。

除上述积极因素外，消费场景限制解除，各项促消费政策落地生效，也将有助于充分释放消费潜能。但消费修复的斜率仍取将决于居民部门预期及资产负债表修复的速度和幅度。



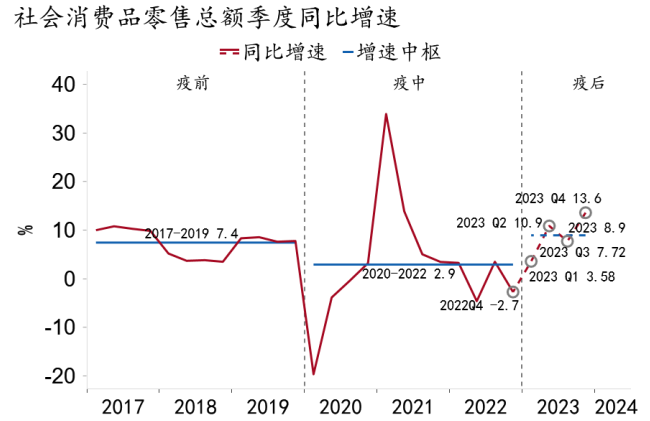
基准情形下，预计 2023 年社零规模达 48 万亿，同比增速为 9.0%，较疫前趋势缺口收窄至 2 万亿。就业市场回暖带动居民收入增速较疫前缺口收窄、居民收入预期改善，消费修复斜率接近 2021 年。

图 11：疫中青年失业率中枢抬升幅度大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：预计 2023 年社零增速前低后高、波动上升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

乐观情形下，2023 年社零规模达到 49 万亿，同比增速 12%，规模接近疫前趋势水平。悲观情形下，2023 年社零规模仅为 46 万亿，同比增速不及 5%。

从形态上看，基准情形下，预计 2023 年社零分季度同比增速将呈波动上升的 N 字形走势（图 12）。受基数效应影响，同比增速高点将出现在二季度和四季度。从两年平均增速看，社零增长动能或逐季增强。

#### 四、社零结构：商品温和修复，服务显著反弹

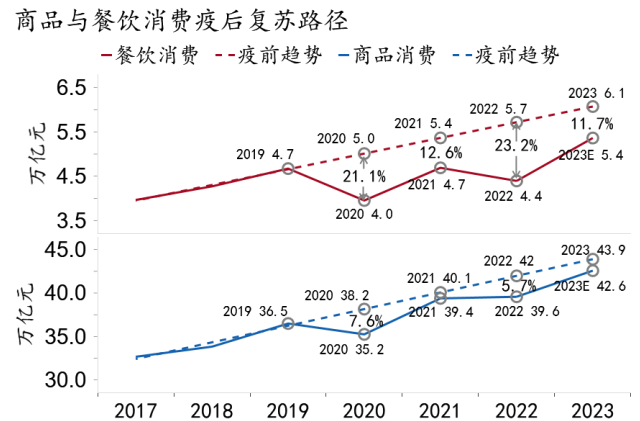
社会消费品零售总额主要包括商品消费与餐饮服务消费，疫前三年两者规模对比为 9: 1 左右。疫中三年，商品消费相对韧性强，餐饮服务消费波动幅度大（图 13）。

图 13: 餐饮消费同比增速受疫情冲击更为明显



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 商品与餐饮消费均向潜在水平收敛



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

商品消费方面, 疫中三年商品消费增速中枢相比疫前三年下移 8.2pct 至 0.9%, 下降幅度显著低于餐饮服务消费。规模上, 2020 年商品消费总额为 35.2 万亿, 较疫前趋势形成 7.6% 的缺口, 至 2021 年已修复至接近疫前趋势, 2022 年缺口再度扩大至 5.7%。从海外经验看, 商品消费呈 V 型反弹的态势, 且具备一定粘性。我国商品消费受疫情冲击的幅度相对较小, 预计 2023 年商品消费将延续温和修复的态势。

餐饮服务消费方面, 疫中三年餐饮消费增速中枢较疫前三年大幅下移 18.3pct 至 -8.4%, 处于收缩区间。规模上, 2020 年餐饮服务消费较疫前趋势形成 21.1% 的缺口, 2021 年缺口收窄 1/3 至 12.6%, 2022 年缺口再度扩大至 23.2%。从海外经验看, 餐饮消费修复的形态也呈 V 型, 但修复的进程相对缓慢, 如越南的餐饮服务消费在消费场景恢复后的很长时间仍然低于疫前趋势水平。中国餐饮服务消费受疫情冲击的幅度相对较大, 但防疫政策全面优化调整、疫情快速过峰后, 2023 年餐饮消费将显著反弹并迅速向潜在水平收敛。

基准情形下, 预计 2023 年社零增量将有 3/4 来自商品消费的修复, 1/4 来自餐饮服务消费的修复, 对应规模分别为 42.6 万亿和 5.4 万亿, 增速分别为 7.6% 和 22% (图 14)。乐观情形下, 餐饮服务消费修复进程加快, 对社零增量的贡献度提升至 30%, 对应规模和增速分别为 6 万亿和 34%, 商品消费达到贡献社零增量的 70%, 对应规模和增速分别为 43 万亿和 8.8%。悲观情形下, 商品消费韧性不足, 消费场景的修复也未能显著改善餐饮服务消费, 社零增量有 80% 来自商品消费修复, 20% 来自餐饮服务消费修复, 对应规模分别为 41 万亿和 5 万亿, 增速分别为 3.5% 和 13.6%。

## 五、小结

不论从理论还是实践上看, 消费主要取决于居民收入及预期。海外经验显示, 不同经济体消费复苏路径分化, 主要原因在于居民收入修复的分化。

2023 年中国消费复苏既有空间, 也有挑战。居民收入温和修复、就业市场需求改善, 叠加消费场景的全面恢复与各项促消费政策支持, 为消费向疫前





趋势水平回归提供动力。消费复苏的斜率仍然取决于居民收入和预期改善的程度，而这里两者与就业市场表现息息相关。

基准情形下，预计 2023 年社零规模达 48 万亿，同比增速为 9.0%，较潜在水平或仍有 2 万亿缺口。社零规模增量或有 3/4 来自商品消费的修复，1/4 来自餐饮服务消费的修复。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇