

宏观

证券研究报告

2023年04月21日

消费复苏进入第二阶段

受益于疫后补偿性消费恢复，一季度社零同比增速从去年四季度的-2.7%上升至5.8%，并开始进入到“高同比、低环比”的第二阶段。

今年的消费修复可分成两种类别，一种是场景修复类消费，一种是收入修复类消费。

从两种消费类别的环比折年数变化来看，以餐饮、化妆品、服装为代表的场景修复类消费1-2月改善普遍较快，但到了3月开始出现放缓迹象。以可选消费为代表的收入类消费1-2月修复偏慢，3月开始出现走势分化。

风险提示：居民收入端的修复低于预期，居民失业率短期改善幅度低于预期，居民消费意愿修复力度弱于预期

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

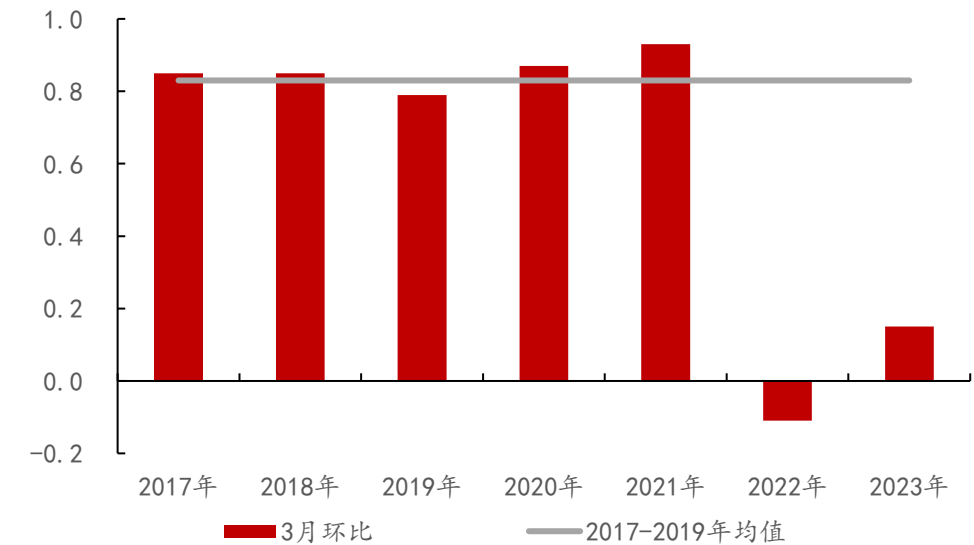
- 1 《宏观报告：宏观-解开出口的谜题》2023-04-19
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-4月第3周》2023-04-17
- 3 《宏观报告：宏观-信贷资金流去了哪儿》2023-04-17

一季度经济数据中真正超预期的只有出口，1 季度贸易顺差同比增速从去年四季度的 1% 跳升至 44%，拉动 GDP 增速 1.4 个百分点左右¹，可以说出口是真正的“弱预期、强现实”。

至于消费，展现出的并不是现实和预期的差异，而是宏观和微观的差异、数据和体感的差异、同比和环比的差异。

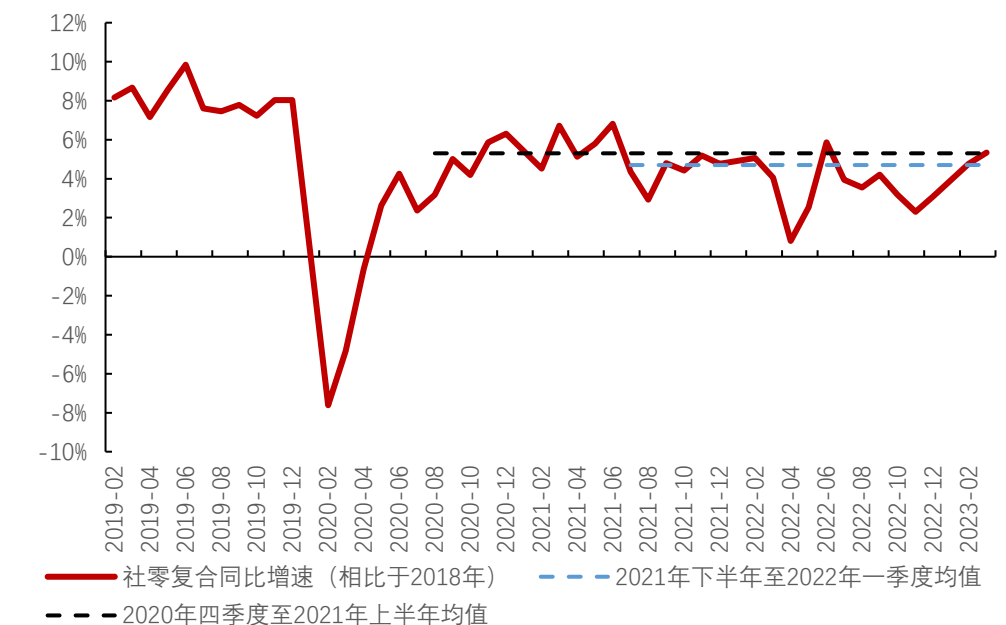
受益于疫后补偿性消费恢复，一季度社零同比增速从去年四季度的 -2.7% 上升至 5.8%，并开始进入到“高同比、低环比”的第二阶段²。由于去年 3-5 月社零同比增速转负，今年同期的消费同比增速偏高，但如果不考虑基数效应，仅看季调后的环比增速，则今年 3 月社零环比只有 0.15%，明显低于 2017-2021 年之间的任何一年，仅高于 2022 年 3 月，也明显低于今年 2 月 0.67% 的环比增速。

图 1：社零 3 月季调环比的修复情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：社零复合同比增速已经接近 2020 年后社零中枢

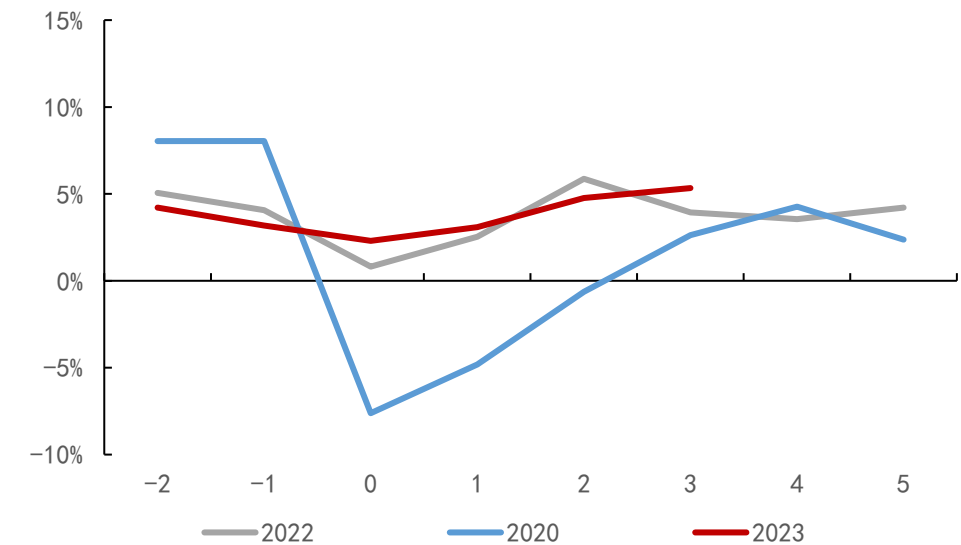


¹ 拉动率=贸易差额/GDP 净增长*GDP 同比

² 3 月社零数据同比走高，环比偏弱，意味着是高同比，低环比；第一阶段是 1-2 月的高环比，低同比。

资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：社零复合同比增速走势



资料来源：wind，天风证券研究所（复合同比增速按照 2018 年为基期计算，0 期为 2020 年 2 月、2022 年 4 月和 2022 年 11 月）

今年的消费修复可分成两种类别，一种是场景修复类消费，一种是收入修复类消费。

从两种消费类别的环比折年数变化³来看，以餐饮、化妆品、服装为代表的场景修复类消费 1-2 月改善普遍较快，但到了 3 月开始出现放缓迹象。以可选消费为代表的收入类消费 1-2 月修复偏慢，3 月开始出现走势分化。

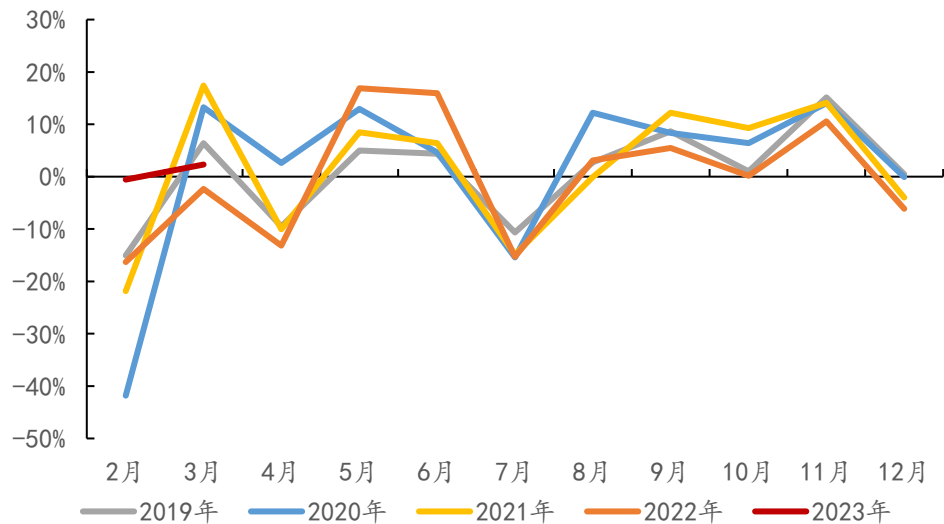
今年 1-2 月，出行类商品消费（纺服、化妆品等）环比增速高于 2017-2019 年同期均值 13 个百分点，高于过去 6 年同期均值 20 个百分点。但是今年 3 月，出行类商品消费和餐饮消费的环比增速均出现放缓，其中出行类商品消费环比增速接近 2017-2019 年同期均值，而餐饮消费环比增速低于 2017-2019 年同期均值。3 月以来的高频数据也验证了场景类消费的修复出现放缓，比如地铁出行人数、拥堵延时指数在 1-2 月快速回升后，3 月逐渐进入了平稳期。

即将到来的五一假期可能是出行类消费的又一次修复，因为 2022 年 11 月后居民尚未经历长假（清明节仅放了一天），积压三年的远途旅行意愿可能在今年五一假期出现补偿性恢复。五一订票数据已经显示出出行类消费再度环比走强的可能性，比如美团表示截至 4 月 10 日，五一期间国内的住宿、交通、景点门票等预订量较 2019 年同期增长约 200%⁴。

图 4：出行相关消费折年数环比（单位：%）

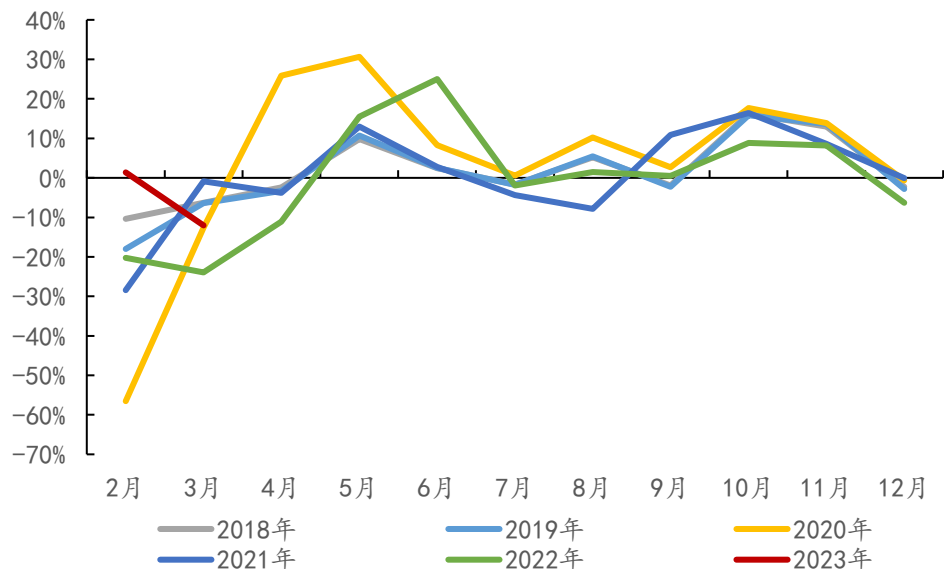
³ 因统计局不公布分项的环比数据，为了更好的比较环比变化，我们将社零月度数据先进行折年处理，然后计算环比变动

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/H1du5fLwnZC1-XE07hLyDQ>



资料来源：wind，天风证券研究所（注：出行相关消费包括服装鞋帽、针、纺织品类、化妆品类消费、石油及制品类消费）

图 5：餐饮消费折年数环比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

今年1-2月，居民收入修复类消费普遍改善较慢，进入3月后走势分化。

收入修复类消费也分为两种。一种是以通讯器材等为代表，受政策影响不明显的可选消费⁵，这类消费年初以来环比修复慢于出行类消费，但方向持续改善。

今年1-2月，可选类消费的环比增速高于2017-2019年均值8.2个百分点，低于出行类消费和餐饮消费的13.2个百分点和13.1个百分点。但3月可选类消费的环比依旧超过了2017-2019年同期均值2.9个百分点，而出行类消费环比改善则明显放缓。

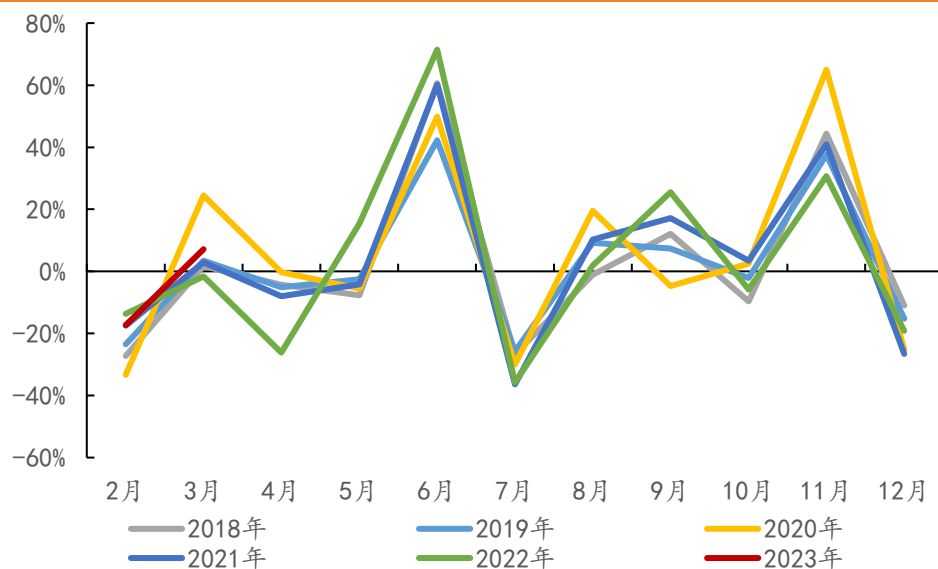
由于没有政策支持，大多数可选消费的修复主要依靠居民收入改善和消费倾向（当期消费支出/当期可支配收入）回升，所以是一个慢变量。

1季度总体失业率走低，3月城镇调查失业率从5.6%降至5.3%，居民可支配收入增速从去年四季度4.2%升至今年一季度5.1%。同时，居民消费倾向开始好转，今年1季度居民消费倾向超过2020-2021年同期水平，距2017-2019年同期均值差距相比去年四季度收敛了1.5个百分点。

⁵ 可选类消费包括烟酒、饮料、体育、娱乐用品、文化办公用品和通讯器材类

由于居民收入和消费意愿的恢复依赖于企业利润、内外部环境、长期信心等多重因素，因此我们认为，对于政策支持力度较弱的可选消费修复，既要有信心也要有耐心。

图 6：可选类消费折年数环比（单位：%）



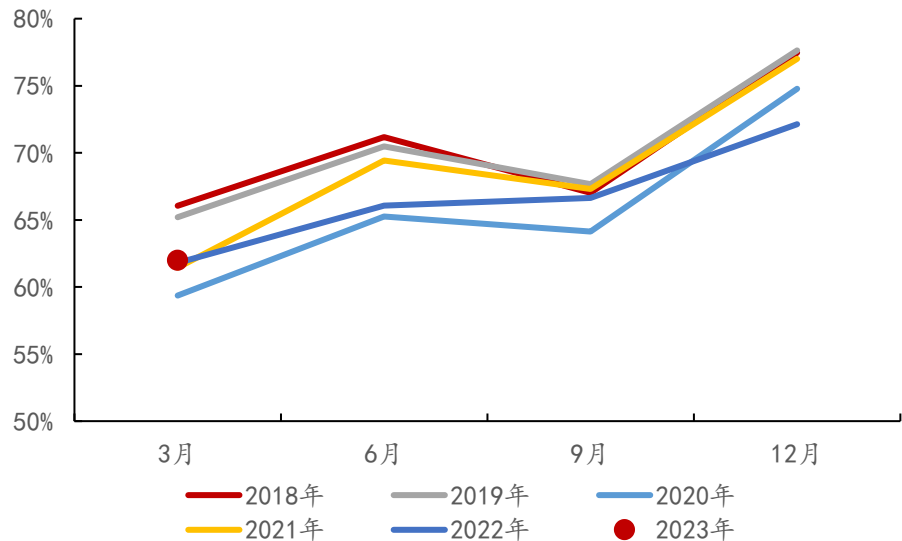
资料来源：wind，天风证券研究所（可选类消费包括烟酒、饮料、体育、娱乐用品、文化办公用品和通讯器材）

图 7：居民收入增速和消费增速均有所回升



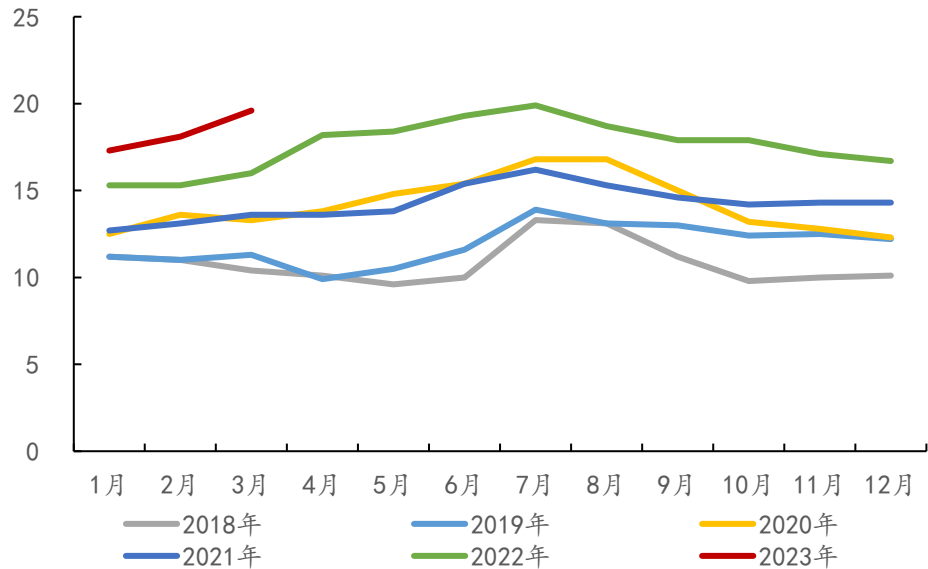
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：偏弱的平均消费倾向



资料来源: wind, 天风证券研究所

图9: 青年人口偏高的失业率



资料来源: wind, 天风证券研究所

另一种收入修复类消费则是以汽车为代表, 受政策影响明显, 在修复走势上表现出较强的独立性。

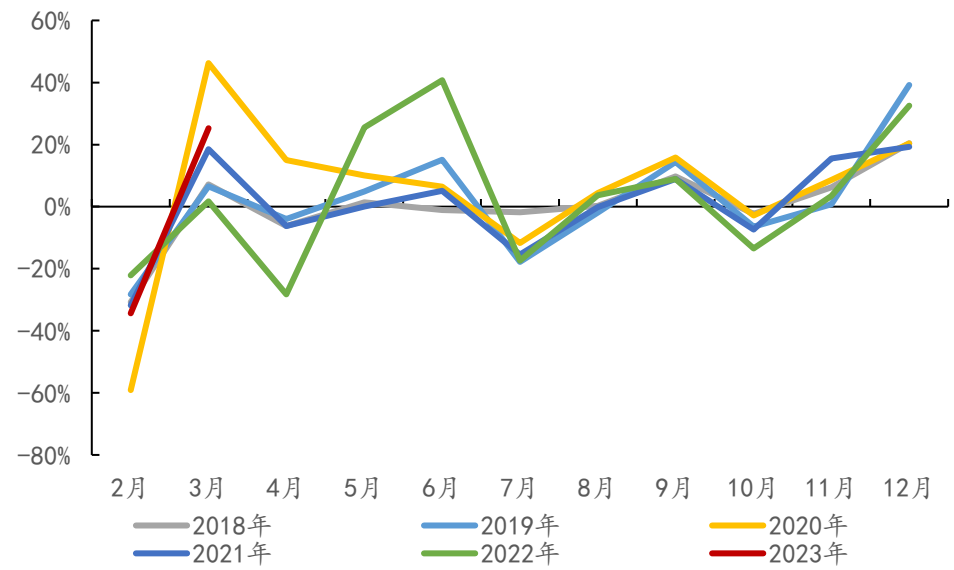
受财政补贴退坡等因素的影响, 今年 1-2 月居民购车意愿偏弱, 汽车消费同比增速相比去年 12 月下滑了 14 个百分点至-9.4%, 环比增速也低于 2017-2019 年同期均值 1.4 个百分点, 在各类可选消费中表现最弱。

3 月各地政府和车企加大促销力度, 汽车消费环比大幅上行, 并高于 2017-2019 年同期的均值 15.8 个百分点, 这一热度延续至 4 月上旬。乘联会数据显示 4 月 1-16 日乘用车市场零售 66.5 万辆, 环比 3 月同期增长 15%⁶ (往年 4 月汽车消费弱于 3 月)。

由于补贴政策对汽车消费的影响较大, 去年财政补贴政策一定程度透支了今年居民汽车消费潜力, 如果没有政策支持, 今年汽车消费可能仍将弱于其他可选消费的修复程度, 当然我们认为汽车消费的具体走势还将与后续补贴政策是否跟进加码有关。

⁶ [乘用车市场信息联席会 \(cpcauto.com\)](http://cpcauto.com)

图 10: 汽车消费折年数环比 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

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