

# 宏观

证券研究报告

2023年10月10日

## 居民消费能力修复的几个证据

从中秋国庆人均旅游消费支出恢复近疫情前水平、居民提前还债的行为告一段落、低收入居民的储蓄缺口逐渐填补这些证据来看，居民消费能力恢复可能已经上了一个台阶，这也意味着之前受限于消费能力不足的社零增速，可能也要上一个台阶。

我们预计全年社零增速或能够实现 7.8%-8.5%左右的增速。

从结构上来看，我们认为在线下服务消费维持高景气度的同时，消费景气度会向更广泛的商品类别上扩散。

### 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

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年10月第2周》  
2023-10-09
- 《宏观报告：宏观-经济复苏格局的再确认》 2023-10-02
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年9月第4周》  
2023-09-25

**风险提示：**经济复苏不及预期，收入修复不及预期，消费复苏低于预期

我们在此前文章中指出，“制约居民消费复苏的主要原因是居民消费能力不足”，“一般耐用品消费恢复偏弱是居民消费能力不足的表现”，“收入修复初期，收入不会直接转化为消费，而是先修复资产负债表”（详见《经济不用悲观》，2023.08.20）。

8月以来，居民消费能力的恢复已经初见端倪。例如更广义的商品消费开始出现修复，其中8月汽车、通讯器材等一般耐用品零售增速分别回升2.6个、5.5个百分点至1.1%和8.5%。

接下来，我们还要从人均旅游消费支出、居民提前还贷行为、居民储蓄率水平等方面，进一步寻找居民消费能力恢复的证据。

因此，今年中秋国庆的人均旅游消费支出数据，对于判断经济复苏的意义重大，因为这不仅是在观察消费的视角之一，更是判断居民资产负债表的修复程度和居民消费能力的恢复进度的关键证据之一。

评价居民消费能力恢复的第一个参照系，是和2019年同期比较。

直接比较今年和去年人均消费支出的意义有限。因为受疫情影响，去年国庆期间游客出行人数较少，出游半径有限（2022年游客平均出游半径118.7公里，同比2021年下降16.0%<sup>1</sup>）。

文旅部数据显示，今年中秋国庆假日期间，国内游客出游半径189.5公里，按可比口径较去年假日同比增长59.6%；游客在目的地的平均游憩半径17.9公里，按可比口径较去年假日同比增长86.0%<sup>2</sup>。

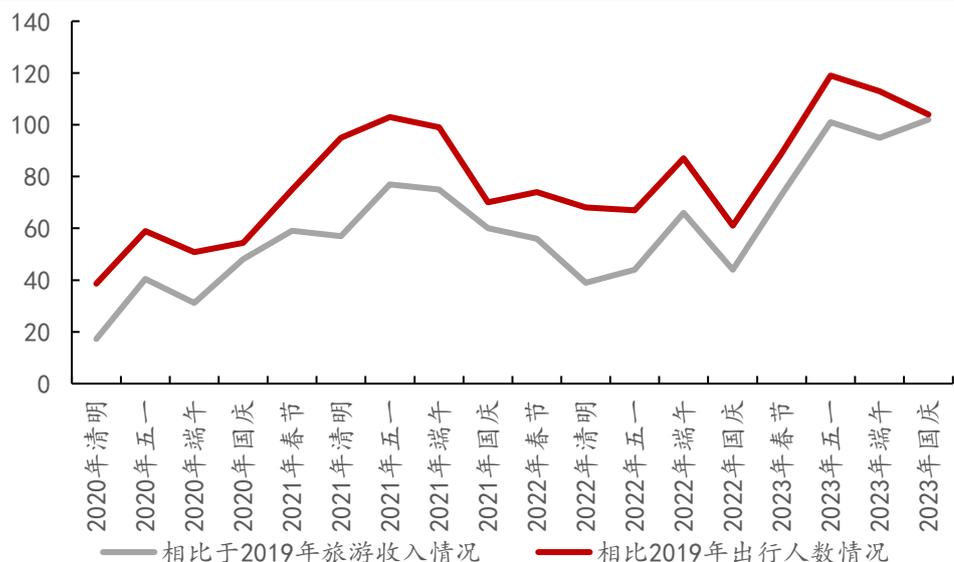
长途旅游的人均花费必然高于短途，所以今年同比去年增速高未必是消费能力的原因，对于解释消费能力恢复程度的意义有限。

对比今年和疫情前的2019年，才是真正有意义的可比口径。

根据文旅部数据，今年中秋国庆假期国内旅游出游人数8.26亿人次，按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入7534.3亿元，按可比口径较2019年增长1.5%<sup>3</sup>。

据此计算，今年假期国内人均旅游消费支出912元，按照可比口径，已经达到了2019年人均消费水平的97.5%。

图 1：疫情以来节假日旅游收入和人次对比 2019 同期（单位：%）



资料来源：文旅之声公众号，天风证券研究所

<sup>1</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/rFEkclHWSuSncoQ\\_5guU6w](https://mp.weixin.qq.com/s/rFEkclHWSuSncoQ_5guU6w)

<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/6fcEij9DjS9ZJraPuz3yrw>

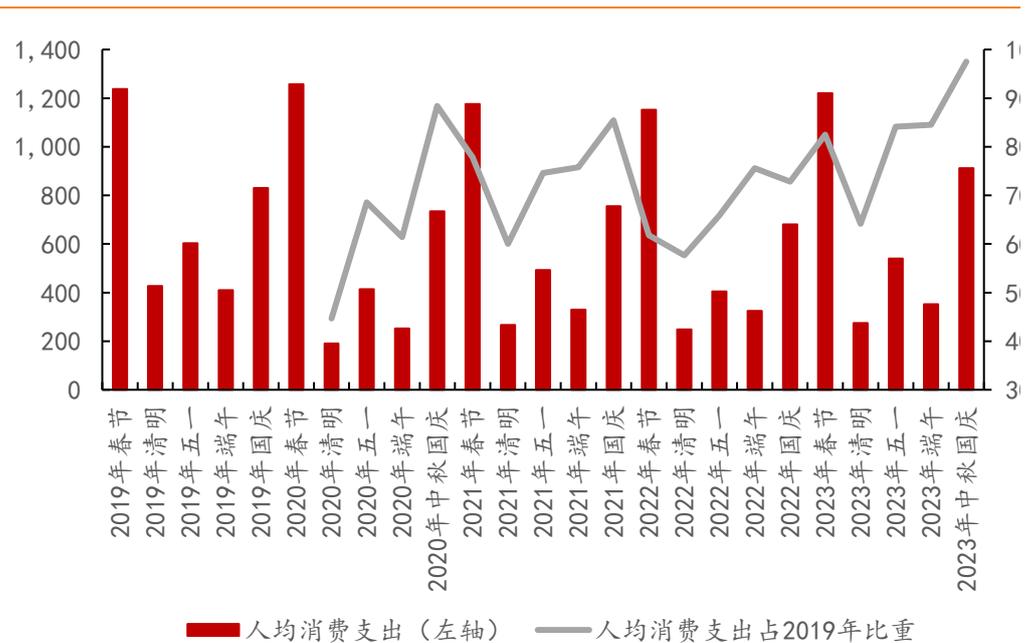
<sup>3</sup> [https://mp.weixin.qq.com/s/mlxiTdgGy\\_E3MtPQuN57zw](https://mp.weixin.qq.com/s/mlxiTdgGy_E3MtPQuN57zw)

评价居民消费能力恢复的第二个参照系，是和今年以来的节假日比较。

疫情前的人均旅游消费支出是一个参照系，和 2019 年相比无论好与坏，都无法忽略居民消费习惯所发生的变化，只有和 2023 年以来节假日消费比较，才更能体现居民消费能力的恢复程度。

据前文计算，今年中秋国庆的人均消费水平已经达到了 2019 年同期的 97.5%，而今年春节、五一、端午节的人均消费水平仅有 2019 年同期的 82.5%、84.5%、84.1%。由此可见，到了中秋国庆前夕，居民消费能力的恢复进度可能已经上了一个台阶，这个和 8 月商品消费出现全面改善的指向是一致的。

图 2：人均旅游消费支出修复情况（单位：%）

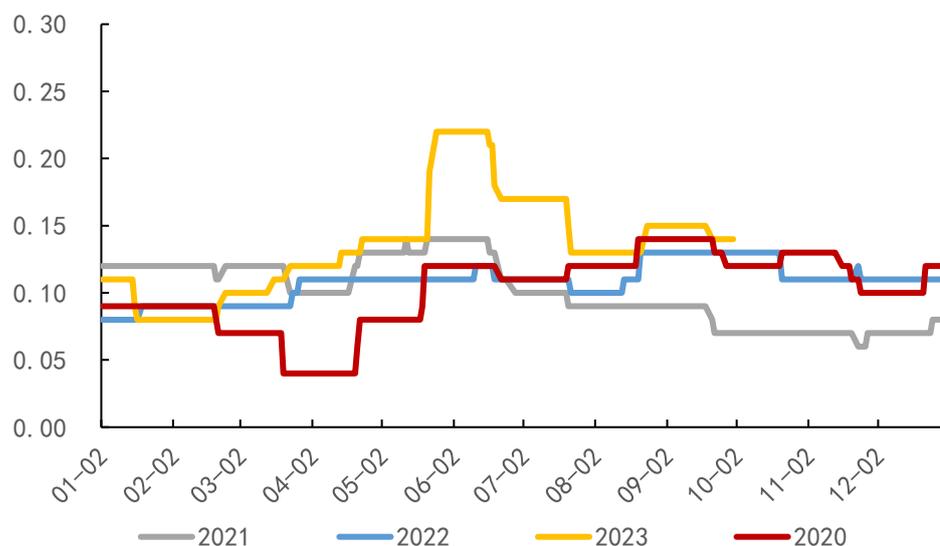


资料来源：文旅之声公众号，天风证券研究所（注：这里使用按照文旅局公布的旅游收入和旅游人数可比口径计算相比 2019 年的人均消费回复程度）

如果居民消费能力的恢复进度确实出现了上台阶，那么在居民资产负债表的修复情况上面也应该有所体现。

一是居民提前还贷行为已经明显回落。以 6 月为界，RMBS 早偿率先上后下，6 月一度创下过去 4 年来的新高。此后受益于居民资产负债表逐渐修复、存量房贷利率下调等，居民提前还贷行为持续回落。

图 3：RMBS 条件早偿率指数持续回落（单位：点）

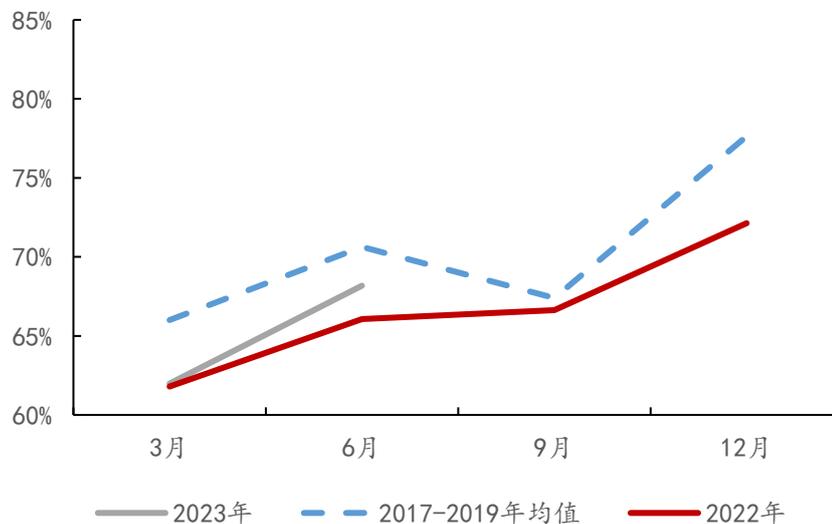


资料来源: 同花顺 iFinD, 天风证券研究所

二是低收入居民逐步弥补储蓄缺口, 总体平均消费倾向持续回升。按地区看, 过去三年没有超额储蓄的中低收入群体, 在今年上半年已经积累了高于理论储蓄规模的实际储蓄(基于 2017-2019 年的收入、消费增速, 先计算得到 2023 年上半年潜在的收入、消费水平, 进而计算理论的储蓄水平<sup>4</sup>)。

随着储蓄缺口的收敛, 居民平均消费倾向稳步回升。二季度居民消费倾向与 2017-2019 年均值的差距相比一季度收敛 1.5 个百分点, 同比去年回升 2.1 个百分点。

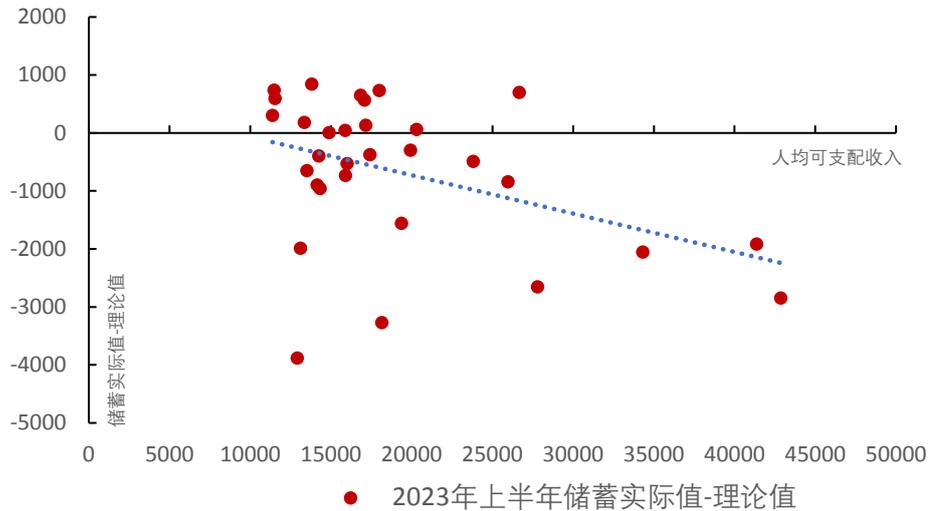
图 4: 平均消费倾向回升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 今年上半年, 低收入居民攒钱, 高收入居民花钱 (单位: 元)

<sup>4</sup> 潜在储蓄规模也可以直接按照储蓄数据计算



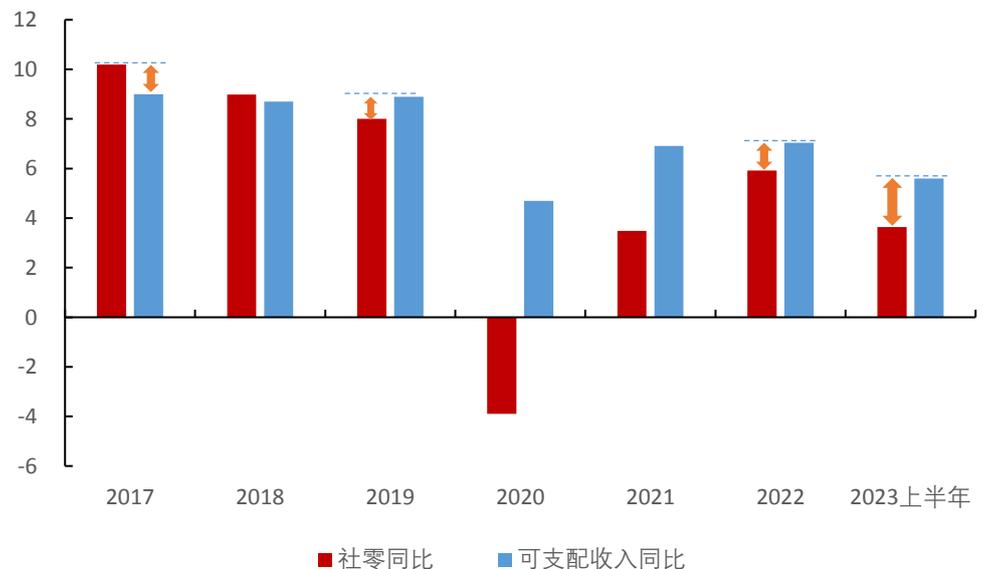
资料来源：wind，天风证券研究所

从中秋国庆人均旅游消费支出恢复近疫情前水平、居民提前还债的行为告一段落、低收入居民的储蓄缺口逐渐填补这些证据来看，居民消费能力恢复可能已经上了一个台阶，这也意味着之前受限于消费能力不足的社零增速，可能也要上一个台阶。

年初以来，社零增速呈“N”形复苏：1-2月，受补偿性消费影响，社零两年复合增速快速上行至5.1%；3-7月，居民修复资产负债表导致消费能力下滑，社零两年复合增速又回落至3%左右；从8月开始，社零增速有望逐步向收入增速中枢靠拢，进入“N”形复苏的第三阶段。

上半年居民收入两年复合增速5.6%，社零两年复合增速仅有3.6%，这中间的缺口是居民提前还贷和填补储蓄缺口。

图6：社零增速明显低于收入增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

三、四季度伴随着经济进入复苏阶段，我们预期居民可支配收入有望继续实现5.6%左右的增速。而受益于收入端的企稳和资产负债表的企稳，居民平均消费倾向会开始修复，消费增速与收入增速的差距也会稳步弥合。在悲观、中性和乐观假设下，我们预计全年社零增速分别为7.8%、8.1%和8.5%，对应两年复合增速为3.7%、3.9%、4%。全年社零增速或能够实现7.8%-8.5%左右的增速。

从结构上来看，我们认为在线下服务消费维持高景气度的同时，消费景气度会向更广泛的商品类别上扩散。年初以来率先修复的是线下服务消费和奢侈品类消费，如 1-8 月餐饮累计两年复合增速 6.5%，高于社零增速 2.9 个百分点，金银珠宝零售累计两年平均增速 7.5<sup>5</sup>，也显著高于社零增速。

我们认为后续随着居民消费能力增强，此前修复偏慢的一般耐用品消费可能会迎来改善，如办公用品、体育娱乐用品、化妆品等。

图 7：社零后续走势估算（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

<sup>5</sup> 考虑到规模以上商品零售额每年存在口径变化，这里使用 2022 年同比+2023 年同比作为两年平均同比增速

## 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	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：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com