

宏观

证券研究报告

2023年11月18日

五类消费的五种复苏状态

- 一、出行类消费——补偿性复苏后逐渐回归正常化
- 二、地产相关消费——占比持续回落，同比继续下滑
- 三、汽车消费——高端车类似改善房，普通车类似刚需房
- 四、可选消费——波动较大，但整体增速回升
- 五、必需消费——增速中枢下台阶，但波动较小

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

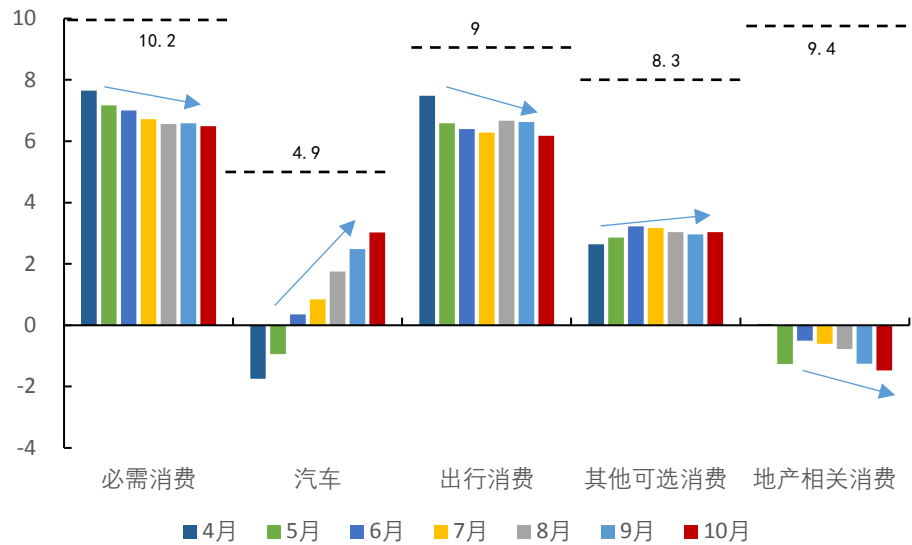
相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-哪些商品出口将受益于美国补库存？》 2023-11-15
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年11月第3周》 2023-11-13
- 3 《宏观报告：美国劳动力市场的剩余劳动力-美国劳动力市场的剩余劳动力》 2023-11-06

风险提示：居民消费低于预期，居民收入不及预期，地产对消费拖累

今年以来，消费持续改善。社零整体增速回升的同时，不同类别的消费修复走势分化。整体消费呈现出“服务消费强，商品消费弱”，商品消费则呈现出“出行和必需消费强，汽车和其他可选消费持续修复、地产消费持续偏弱”的格局。

图 1：分类别消费两年复合累计同比增速（单位：%）



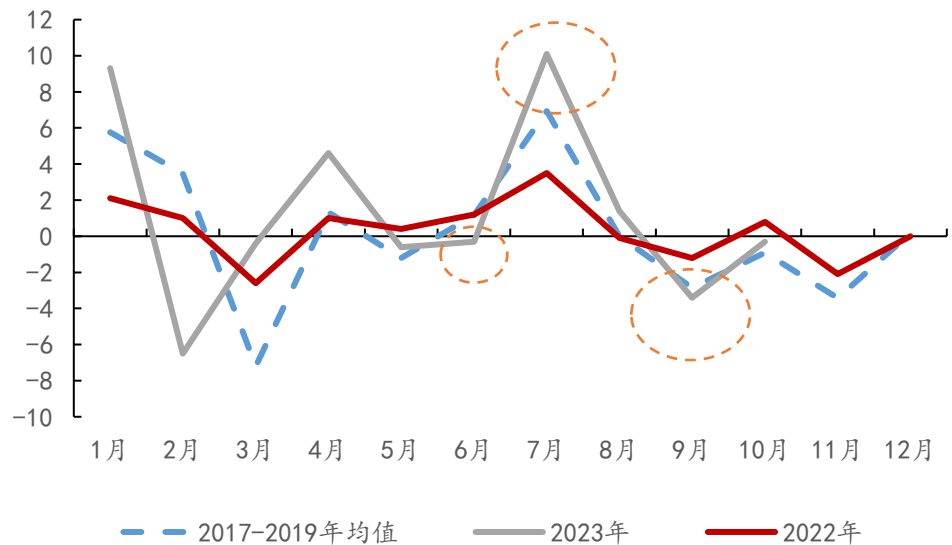
资料来源：wind，天风证券研究所（注：虚线表示 2017-2019 年 1-10 月同比均值）

一、出行类消费——补偿性复苏后逐渐回归正常化

出行相关消费表明居民的消费意愿并不弱，年初以来随着线下消费场景修复，出行类消费增速持续位于高位。

- 1) 1-10 月包含餐饮的居民出行消费两年复合同比增速为 6.2%，明显高于社零 3.7% 的两年复合增速。目前低于 2017-2019 年均值 2.9 个百分点。
- 2) 今年前三季度居民人均消费支出中，教育文化娱乐支出、交通通信支出同比增长 16.4% 和 11.3%，明显高于 9.2% 的居民人均消费支出。
- 3) 10 月出行消费整体依然维持高位，但受 8、9 月份暑期出行消费的透支影响，增速小幅回落，类似于年初居民报复性的出行消费复苏透支了二季度相关消费。另外，今年中秋国庆假期的前两天在 9 月，对 10 月出行消费的环比增速和两年复合增速也有影响。
- 4) 考虑到积压的居民出行消费意愿已经经过了多轮释放（五一、暑假、十一等），后续出行类消费增速可能较难明显超过当前水平。

图 2：旅游价格体现的季节性特征（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

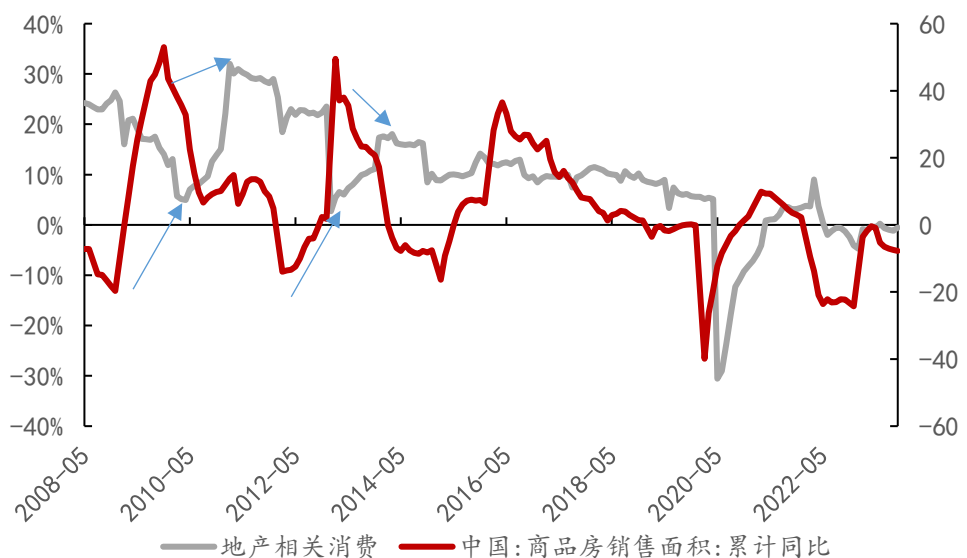
二、地产相关消费——占比持续回落，同比继续下滑

从历史数据上看，商品房销售小幅领先于地产相关消费，因此今年地产相关消费疲弱明显是受到了 2021 年下半年以来商品房销售持续下行的影响。

1) 今年 1-10 月商品房销售面积同比-7.8%，地产销售尚未见底，地产相关消费持续回落，增速显著低于 2017-2019 年均值 10.9 个百分点，且未见明显企稳，对今年整体商品消费增速也构成拖累。

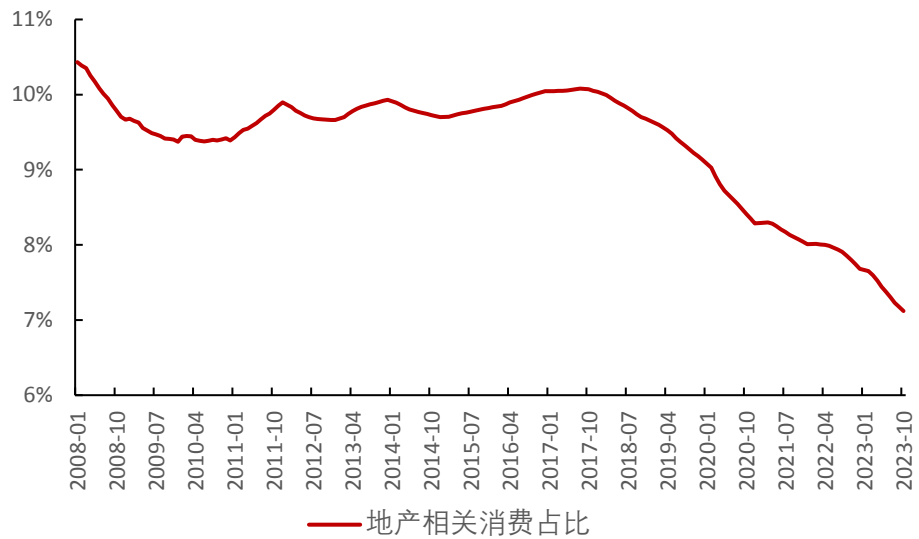
2) 地产消费在居民消费里的比重进一步下降。今年 1-10 月，家具等地产相关消费占社零比重从 2017 年高点 10%以上已经回落至 7%。而过去和地产紧密相关的汽车消费，今年以来销售增速持续走高。

图 3：地产相关消费与商品房销售存在相关性（右轴单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：地产相关消费占社零消费的比重（MA12）



资料来源：wind，天风证券研究所

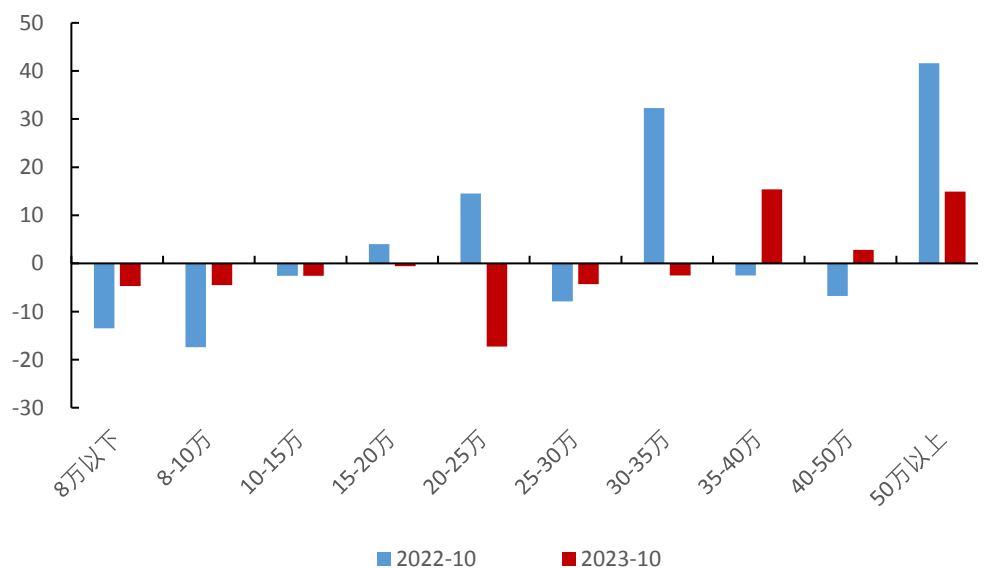
三、汽车消费——高端车类似改善房，普通车类似刚需房

今年以来在政策发力、厂商主动降价、居民出行需求提高等因素的作用下，居民购车需求持续回暖，汽车零售累计两年复合同比增速从年初的-3%持续提升至10月的3%。

1) 30万以上高端车型的销售增速明显高于普通车型。高端车类似于商品房里的改善型住房，对应了高收入群体的换购需求，而高收入群体是过去几年中真正积攒了“超额储蓄”的人群，这也让今年高端车的销售增速可以从年初以来就保持高位。1-10月30万以上乘用车销量同比增长30%，大幅高于3.2%的乘用车总增速。

2) 普通车和居民的消费能力直接相关，今年居民消费能力的恢复是一个渐进式过程，上半年边际消费倾向还明显低于疫情前水平，修复资产负债表是居民的首要任务。因此普通车型的销售增速年初位于低位。

图 5：不同价位汽车消费表现分化（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

四、可选消费——波动较大，但整体增速回升

今年可选消费复苏缓慢既体现了年初居民消费能力的不足，又反映出居民消费能力在资产负债表修复之后正在逐渐改善。

1) 相比于出行相关消费（如餐饮等），今年以手机为代表的可选类商品消费修复进度明显偏慢，但韧性较强。如通讯器材类商品零售累计同比增速从年初的-8.2%持续回升至10月的5.2%，两年复合增速从-1.9%回升至2.1%。

2) 可选消费的缓慢修复或表明伴随着居民收入端的持续企稳，提前还债意愿的回落，居民部门的消费能力正在逐渐修复（详见《居民消费能力修复的几个证据》，2023.10.10）。消费的复苏也正在从餐饮等服务消费向更广泛的商品类别上蔓延。

3) 但是相比疫情前，目前可选商品消费增速依旧低于2017-2019年均值增速5.3个百分点，差距仅次于地产类消费。说明当前居民消费能力尽管相比今年上半年有所修复，但是相比疫情前还是有明显受损。居民消费能力既受当期收入的影响，也和过去收入、未来收入预期有关。

尽管当前居民实际可支配收入增速已经超过了实际GDP增速，资产负债表受损也得到了有一定的修复，但是消费倾向还是受到了未来收入预期的抑制。

4) 后续可以继续关注可选类消费的修复。虽然可选消费近期增速回暖，但相比于2017-2019年均值差距依旧较大。如果居民消费能力还能进一步修复，以手机等为代表的可选消费品就还有进一步的上升空间。

五、必需消费——增速中枢下台阶，但波动较小

1) 在居民各类消费中，必需消费如粮油食品、中西药品等都是刚性支出，受外部扰动较小，即使在2022年粮油食品也依旧实现了8.7%的增速。

2) 今年1-10月必需消费两年复合增速6.5%，在各项消费中位居第一，距离2017-2019年的差距较小，也没有明显的透支效应，所以当前必需消费的增速基本上代表了疫后经济正常化的增速水平。

往后来看，我们认为消费的边际增量可能出现在中低端的可选消费品上，包括30万以下的汽车销售。目前可选消费距离2017-2019年均值还有5.3个百分点的差距，按照必需消费等估算，可选消费增速或还有1-1.5个百分点的修复空间，后续伴随着收入端持续企稳，相关商品消费或有望继续复苏。

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