东兴证券 DONGXING SECURITIES

消费复苏绕不开房地产企稳

—— 2023年消费展望

2023 年 2 月 14 日

固定收益 | 专题报告

分析师 | 贾清琳 电话：010-66554042 邮箱：jiaql@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480521070009

核心观点：

从海外发达国家成熟的经济发展模式来看，消费对 GDP 贡献率持续提升符合经济体发展规律，未来消费必然成为我国经济增长核心动能；同时《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中指出，“必须坚定实施扩大内需战略”，我们认为在经济动能转换、产业结构升级的高质发展战略方针下，未来我国消费增长空间广阔。此外，2022 年中国人口自然增长率自 1961 年以来首次出现负增长，并且 2021 年我国已正式步入老龄化社会。人口负增长和老龄化提前到来对于经济发展、消费增速中枢上行显然是不利因素，而**中长期来看拉动消费的主力或来到年轻一代**，以“Z 时代”为代表的年轻群体有望支撑消费持续向上，**未来中等收入群体占比的大幅上升也将推动消费上行。**

新加坡、日本、中国香港在疫情管控放开后消费修复有分化，我们看到修复情况顺序大致是新加坡好于中国香港好于日本：新加坡疫情管控放开前准备充分且为逐步放松，加之其实施了以现金和消费券形式刺激消费的计划，使得零售消费修复表现较为强劲；中国香港放开时间较晚且受疫情冲击影响最大，政府消费券提振效果不强，居民消费修复表现较为一般，但随着其入境管控放开以及内地疫情管控的全面放开，客流的持续恢复有望带动消费持续修复；而日本尽管同样实施了补贴政策，但其疫情管控放开节奏较为谨慎且受制于疫情的反复冲击，居民消费修复表现较为一般。**我国疫情达峰时间短、覆盖面广，且财政方面的消费刺激力度一般，预计消费也将有明显复苏但弹性可能并不会太大。**

过去很长一段时间房地产波动与变化主导着我国经济发展，尽管当前“房地产依赖症”已开始明显弱化，但我们不能认为可以忽略房地产对经济运行的作用，**地产-宏观经济-消费的链条传导没有断。此外，地产销售企稳、房价上涨可以促进居民实现财富积累，进一步增强消费信心，而地产消费链修复也和地产企稳息息相关。然后我们从超额储蓄的角度又进一步对 2023 年消费修复幅度进行了分析。**2022 年居民部门存款显著多增，且积累了大量超额储蓄。**我们根据超额储蓄来源不同将其分为消费型超额储蓄和资产型超额储蓄，我们发现 2022 年消费性超额储蓄明显低于超额储蓄总额，这是由于当年超额储蓄多增主要受到资产配置调整影响，我们考虑主要是居民购房需求明显下降以及理财赎回潮资金回流为存款的原因，因此我们认为过去一年积累的大量超额储蓄难以对消费复苏形成太大促进，而地产企稳对于消费复苏则是至关重要。**

我们通过分别预测可支配收入、消费倾向和就业率增速的方法来估算 2023 年社零增速。我们的假设和预测结果如下：**乐观情形下：**我们假设 2023 年可支配收入、平均消费倾向按 2013-2019 年平均增速增长，增速分别为+9.02%、-0.48%；平均就业率按 2018-2019 年增速增长，增速为-0.23%，对应 2023 年社零增速为+8.31%；**悲观情形下：**我们假设 2023 年可支配收入、平均消费倾向和平均就业率按 2020-2022 年平均增速增长，增速分别为+6.29%、-1.66%、-0.15%，对应 2023 年社零增速为+4.48%。

年初至今消费回暖初显，我们预计 2023 年全年消费将以出行链→场景消费链→地产链，必选商品链→可选商品链的顺序复苏。即我们认为 2023 年消费细分领域将以出行链（旅游、交通、酒店等）、场景消费链（电影、餐饮等）、地产链（家电、家具等），必选商品链（粮油、食品、饮料、烟酒、日用品等）、可选商品链（化妆品、金银珠宝等）的顺序依次复苏。

风险提示：政策超预期；地产修复超预期

目 录

1. 未来可期但道路总是曲折 4
1.1 中长期来看我国消费增长空间广阔 4
1.1.1 未来消费必然成为我国经济增长最大动能 4
1.1.2 “经济动能转换”、“扩内需”、“发展消费”等是我国中长期重要发展战略 5
1.1.3 人口负增长背景下以“Z 时代”为代表的年轻群体有望支撑消费持续向上 6
1.2 我国消费会有明显回升，但幅度可能有限：以新加坡、日本和中国香港为例 7
1.3 消费复苏绕不开房地产企稳 10
2.对于 2023 年社零增速以及消费修复顺序的预测 12
2.1 预计 2023 年社零增速区间为 4.48%-8.31% 12
2.2 预计修复顺序：出行→场景消费→地产消费链，必选商品→可选商品 13

插图目录

图 1：中国最终消费支出占 GDP 比重明显低于其他发达经济体 4
图 2：中国政府消费占 GDP 比重与其他发达经济体差异较小 4
图 3：中国居民消费占 GDP 比重显著低于其他发达经济体 4
图 4：中国 GDP 增长贡献率拆分：消费受疫情冲击影响严重 5
图 5：中国第三产业对 GDP 增长贡献率持续上升 5
图 6：中国服务业增加值占 GDP 比重仍具备较大提升空间 5
图 7：中国经济处在增速换挡、向高质量发展阶段转变的时期 6
图 8：2021 年我国正式步入老龄化社会 6
图 9：经济发展水平和生育率大致呈负相关 6
图 10：2022 年我国人口自然增长率出现负增长 7
图 11：Z 世代受教育程度明显提升 7
图 12：2020 年我国 80、90 后人口占比近 3 成 7
图 13：我国中等收入群体规模将继续扩大 7
图 14：新加坡零售消费已超 17-19 年趋势线水平 9
图 15：新加坡餐饮服务指数仍低于 17-19 年趋势线水平 9
图 16：日本零售消费已追平 17-19 年的趋势线 9
图 17：日本消费趋势指数有所回升但仍未达 17-19 趋势线水平 9
图 18：香港零售消费缓慢恢复 9
图 19：香港餐饮消费反弹明显，但仍未及 17-19 年趋势线水平 9
图 20：社零与地产投资以及地产销售存在显著的相关性 10
图 21：消费地产链增速与商品房销售增速存在显著的相关性 11
图 22：住房是家庭财富的最主要部分 11
图 23：住房量价变化趋势较为同步 11

图 24：房地产行业与经济景气度存在显著相关性 11
图 25：社会消费与经济景气度存在显著相关性 11
图 26：2022 年存贷款差大幅提升至 14.01 万亿元 12
图 27：去年末消费者信心和预期指数跌至有数据以来最低点 12
图 28：2020 年以来社零和新冠感染病例数大致呈负相关 12
图 29：我国社零增速与可支配收入、消费倾向、就业率增速 13
图 30：春节接待游客总数恢复至 2019 年 74.22%的水平 14
图 31：春节旅游总收入恢复至 2019 年 73.14%的水平 14
图 32：执行国内航班反弹，执行国际航班持续回升 14
图 33：春节期间同程旅行机票、汽车票、火车票已超 2019 年水平 14
图 34：2023 年春节档票房居历史第二位 15
图 35：哔啦啦 2023 年春节餐饮消费数据同比增幅明显 15
图 36：2023 年春节前后 30 大中城市商品房成交持续下行 15
图 37：家具类商品自 2021 年 12 月起同比增速始终为负 15
图 38：必选商品链同比增速相对稳定 15
图 39：可选商品链预期反弹力度大 15

表格目录

表 1：预计 2023 年社零增速区间为 4.48%-8.31% 13

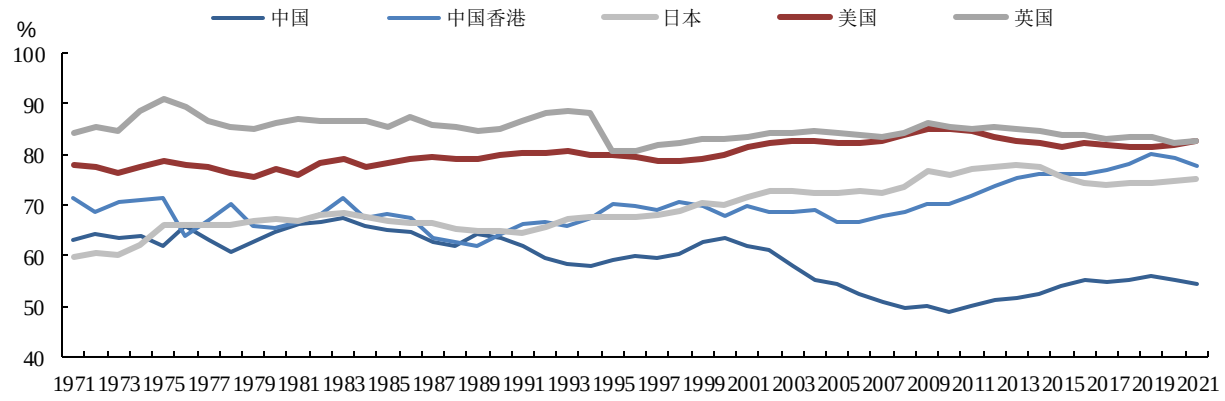
1. 未来可期但道路总是曲折

1.1 中长期来看我国消费增长空间广阔

1.1.1 未来消费必然成为我国经济增长最大动能

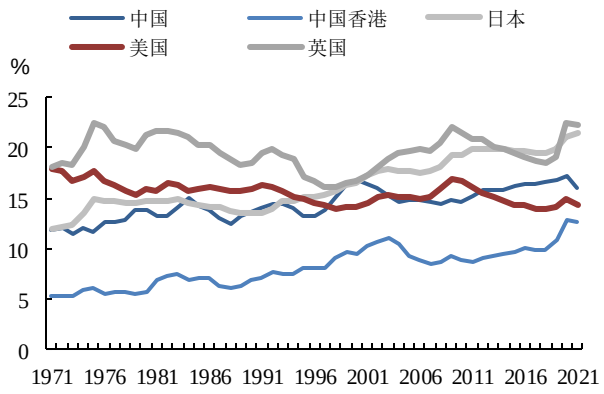
从海外发达国家成熟的经济发展模式来看，消费对 GDP 贡献率持续提升符合经济体发展规律，未来消费必然成为我国经济增长核心动能。欧美发达经济体如美国、英国等在很长时间里均以消费为经济主要推动力，1971 年至今两国最终消费支出占 GDP 比重基本稳定在 80%以上；二战后依靠国际贸易起家的日本、中国香港等经济体在经历了投资、出口驱动下的快速发展阶段后主要经济动能亦转化为国内消费，2010 年以后两国消费占 GDP 比重均保持在 70%以上，至 2021 年这一占比都已超过 75%。2010 年以来我国消费占 GDP 比重持续提升，但到了 2021 年我国消费占 GDP 比重也仅为 54.29%，其中政府消费和居民消费分别占比 15.92%和 38.37%，居民消费明显低于主要发达经济体，我国消费未来发展空间毋庸置疑。不过 2020-2022 年受疫情冲击影响我国消费对 GDP 贡献率分别为-6.84%、65.43%和 32.80%，波动性增大，我们预计疫情管控政策放开后我国消费贡献率将继续回到上升的长期通道。

图 1：中国最终消费支出占 GDP 比重明显低于其他发达经济体



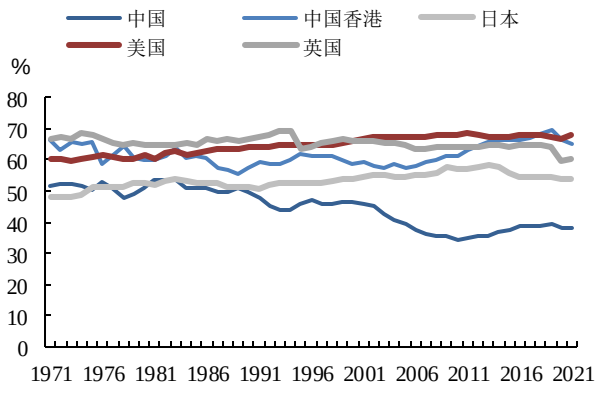
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 2：中国政府消费占 GDP 比重与其他发达经济体差异较小



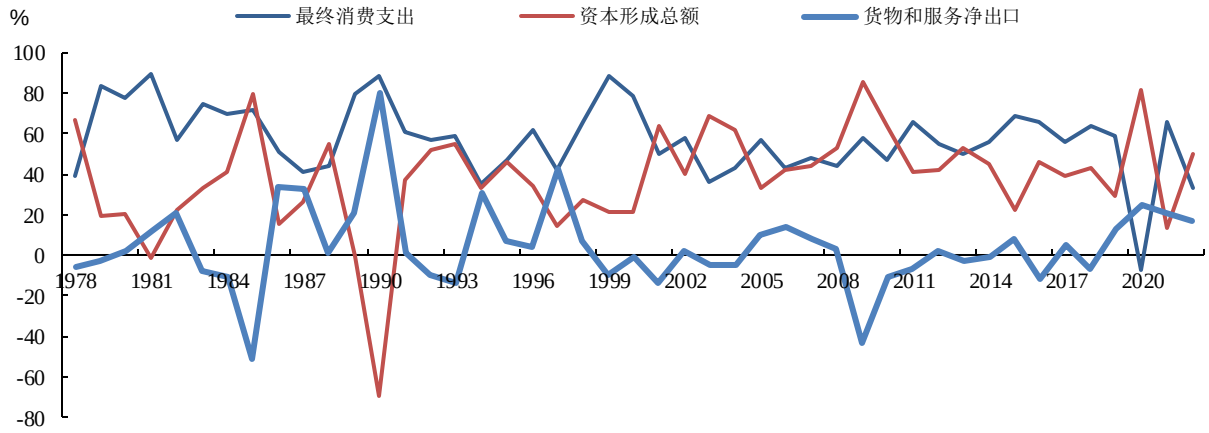
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 3：中国居民消费占 GDP 比重显著低于其他发达经济体



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 4：中国 GDP 增长贡献率拆分：消费受疫情冲击影响严重



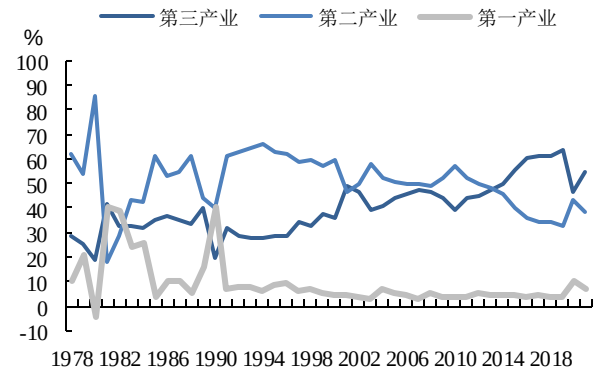
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.1.2 “经济动能转换”、“扩内需”、“发展消费”等是我国中长期重要发展战略

经济动能转换主要指经济支柱产业的变动，即由原有的房地产业和传统制造业向服务业和现代制造业等战略新兴产业转换。我国第三产业对 GDP 增长贡献率由 2000 年的 36.32%提升至了 2019 年的 63.48%，服务业增加值占 GDP 比重则是由 2000 年的 13.52%提升至了 2021 的 53.31%，但目前日本、英国、美国和中国香港等发达经济体服务业增加值占 GDP 比重在 70-90%左右，仍明显高于我国。**我们认为在经济动能转换、产业结构升级的高质发展战略方针下，以服务业为代表的第三产业未来具备较大的持续发展空间。**

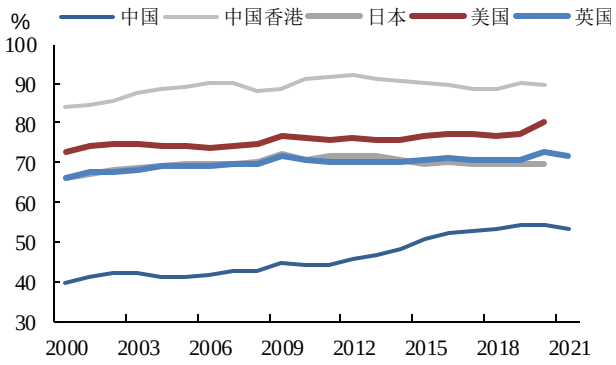
中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》中指出，“我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展要求和发展条件都呈现新特征，特别是人民对美好生活的向往总体上已经从“有没有”转向“好不好”，呈现多样化、多层次、多方面的特点。为解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，必须坚定实施扩大内需战略。”**其中已提到的消费领域相关举措包括将顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求等。**

图 5：中国第三产业对 GDP 增长贡献率持续上升



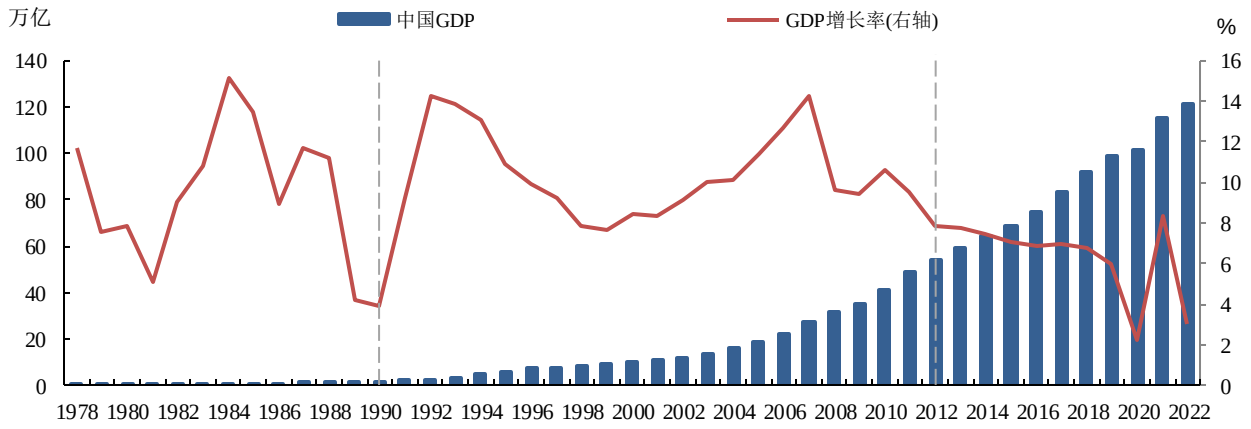
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 6：中国服务业增加值占 GDP 比重仍具备较大提升空间



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 7：中国经济处在增速换挡、向高质量发展阶段转变的时期

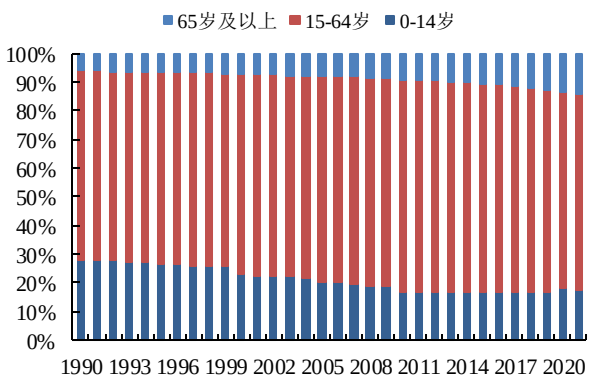


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.1.3 人口负增长背景下以“Z 时代”为代表的年轻群体有望支撑消费持续向上

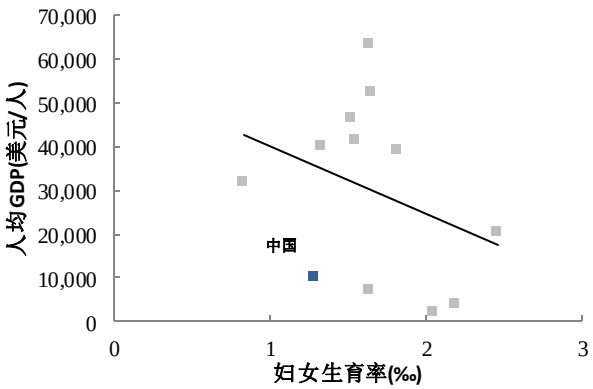
2022 年中国人口自然增长率自 1961 年以来首次出现负增长，并且我国 65 岁及以上老人占人口比重至 2021 年已达 14.20%，标志着**我国已正式步入老龄化社会。**人口负增长和老龄化提前到来对于经济发展、消费增速中枢上行显然是不利因素。而**中长期来看拉动消费的主力或来到年轻一代。**我们以 Z 世代为例，他们一出生就与网络信息时代无缝对接，并成长于中国经济高速发展的时期，受数字信息技术、即时通信设备、智能手机产品等影响比较大，热衷提前消费且偏好个性化消费，边际消费倾向较父辈高出不少。尼尔森市场研究公司就曾在《中国消费年轻人负债状况报告》中指出中国年轻人总体信贷产品的渗透率已达到 86.6%，与父辈保守的消费习惯形成对比，有望成为支撑消费向上的重要推动力。此外据经济形势报告网刘世锦《新倍增战略——共同富裕面临的挑战与选择》数据：2018 年我国中等收入群体占比 28%、约 4 亿人，预计 2030 年中等收入群体比重上升到 50%、约 7.5 亿人，预计 2035 年中等收入群体规模将达到 8-9 亿人，实现倍增的目标。因此我们认为未来**中等收入群体占比的大幅上升也将推动消费持续向上。**

图 8：2021 年我国正式步入老龄化社会



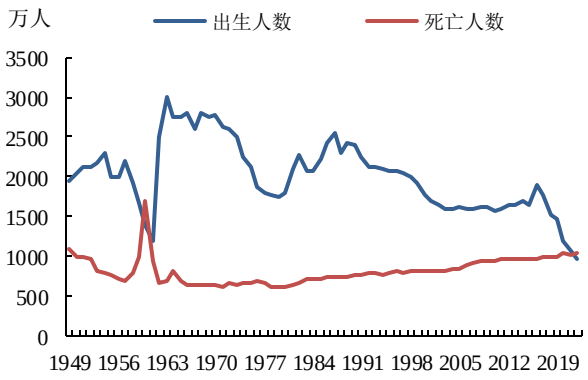
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 9：经济发展水平和生育率大致呈负相关



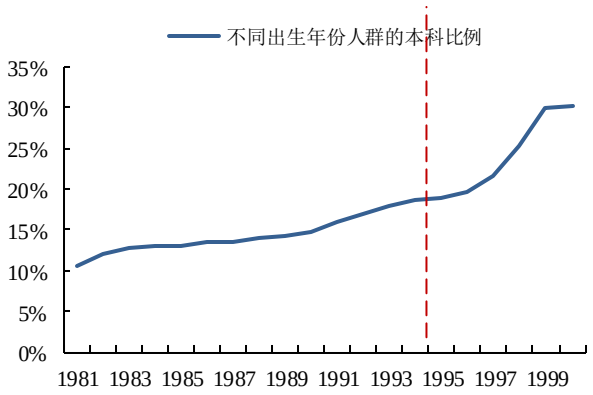
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 10：2022 年我国人口自然增长率出现负增长



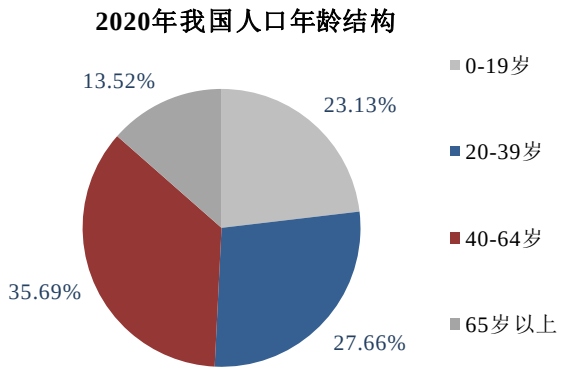
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 11：Z 世代受教育程度明显提升



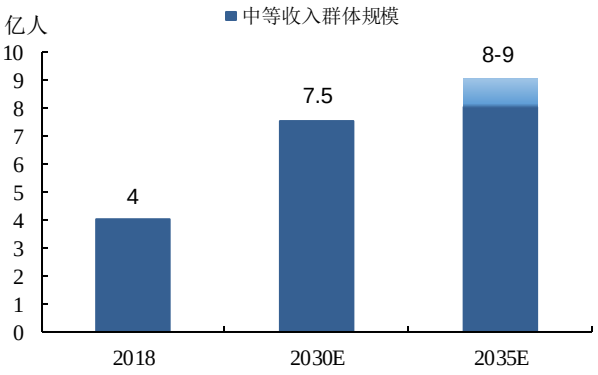
资料来源：2020 年中国人口普查年鉴，东兴证券研究所

图 12：2020 年我国 80、90 后人口占比近 3 成



资料来源：2020 年中国人口普查年鉴，东兴证券研究所

图 13：我国中等收入群体规模将继续扩大



资料来源：经济形势报告网，东兴证券研究所

1.2 我国消费会有明显回升，但幅度可能有限：以新加坡、日本和中国香港为例

为了探讨疫情管控放开后我国消费复苏的路径，我们首先以疫情发展进程、居民体质、消费习惯跟中国更相近的新加坡、日本和中国香港疫后消费修复状况为例来分析，进而提供一些借鉴。

（1）新加坡：2021 年 6 月 24 日，新加坡抗疫工作小组的三位部长联合发文《与冠病共处，如常生活》，文章指出将通过疫苗接种、新冠检测、改进疗法等方式实现与新冠的共存，这标志着新加坡防疫政策思路的转向；2021 年 8 月 6 日，新加坡卫生部表示预计到 8 月 9 日约有 70%的人口完成两剂疫苗接种，10 日起新加坡进入迈向新常态的“预备期”，放松堂食、社交、入境等限制，此后根据疫苗接种和疫情情况逐步放开；2022 年 3 月 24 日，新加坡总理李显龙宣布取消口罩令、重返工作场所、重开边境等一系列放松措施，标志着新加坡疫情管控的全面放开。

新冠疫情对新加坡居民消费形成了剧烈冲击，但之后居民消费出现了了明显回暖：2020 年 5 月新加坡零售销售指数跌至 21 世纪最低点，同月餐饮服务指数达有数据以来（1985 年）的最低值，两指数均远低于

2017-2019年的趋势线水平（根据17-19年数据线性拟合的趋势线，下同）。2021年8月新加坡逐步放开后，零售销售指数出现明显回升，超过17-19年趋势线水平；2022年4月全面放开后零售销售指数维持高位，平均值96.70，高于2019年的平均水平95.57，明显超过2017-2019年趋势线上的预期值。新加坡餐饮服务指数也有明显回升，餐饮服务指数21年7月为69.51，22年3月升至85.01，涨幅约22.3%；全面放开后指数增速有所放缓，低于17-19年趋势线水平，但与零售消费相比餐饮消费此前受新冠影响更甚，所以其放开后的回升幅度实际也并不弱。

（2）中国香港：2022年4月14日，香港特区行政长官林郑月娥表示，将于4月21日起分阶段放宽社交距离措施，香港由此步入疫情管控放开阶段；而2022年12月14日起，香港入境政策改为“0+0”，标志香港境内外全面放开。

2020年2月香港零售业销货数量指数达2006年11月以来的最低点80.6，此后指数波动上行，2022年1月曾达118.3（接近17-19年趋势线水平），但22年3月又跌至81.3，跌幅为31.28%；而22年4月首次放开后，指数当月增幅为26.45%，至22年12月为115.7，接近21年12月的水平116.5。新冠疫情期间香港食肆（饮食店）收益数量指数最低点出现在2022年3月，仅有53.2，这是自有月度数据以来（2008年1月）的最低点，之后呈震荡恢复；而22年4月放开后，食肆收益数量指数回升迅速，22年5月已达105.5，涨幅高达98.31%，此后维持在该水平小幅波动，但仍低于2019年同期水平和17-19年趋势线。**香港受疫情冲击较大，放开后居民消费修复力度较弱，但随着入境放开，未来零售和食肆消费有望进一步修复。**

（3）日本：2021年10月1日，日本发表《全面解除第四次新冠疫情紧急事态宣言》，并开始尝试调整防疫思路，但2022年1月奥密克戎变异株大规模传染时日本政府选择采用防止蔓延等重点措施（而非紧急事态宣言）。同年3月21日，日本政府宣告解除防止蔓延等措施，逐步放开管控政策，之后2022年10月11日起，日本对国际游客重新开放边境并全面恢复国际旅游活动，标志日本境内外的全面放开。

在新冠疫情冲击下，2020年4月日本零售销售额指数跌至有数据以来（2002年）最低点，但零售消费恢复较快，2020年6月零售销售额指数回升到2019年末的水平，此后至2022年2月基本维持在该水平，低于17-19年的趋势线；2022年3月，日本首次放开，日本零售销售额指数明显增长，到10月入境放开时已达106.90，超过2019年的平均水平103.13，还达到了17-19年的趋势线水平。日本消费趋势指数显示了日本家庭月平均消费额，该指数2020-2021年在低位持续反复，22年3月放开后整体成上升趋势，但仍未达到2019年的水平，且低于17-19年趋势线。基于以上，**我们认为日本疫情管控放开后对居民消费恢复有较大促进作用（零售消费较为明显），消费呈稳定上升趋势，但疫情造成的居民消费损失似乎是不可逆的（即指数线与17-19年趋势线的截距差）。**

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52244