

寻找疫后复苏的预期差

——2023年宏观经济展望

核心观点：

2023年中国经济有望在“动态清零”政策退出之后实现复苏已经成为市场一致预期。对于寻求额外回报的投资者而言，我们认为有三点超预期的因素值得关注：1) 超额储蓄难以直接转换为消费，但是更强有力的刺激消费的政策有望推动消费增速超预期；2) 购房预期的低迷不是地产销售的决定性因素，地产销售大概率回暖；3) 虽然是个小概率事件，但是一旦三四线城市地产泡沫“潮水退去”，不仅仅经济增速可能显著低于预期，还可能带来金融风险，投资者始终需要密切监测三四线地产相关数据。

内容摘要：

➤ 超额储蓄的影响被高估

我们估计疫情期间中国居民部门积累了高达8.3万亿元的超额储蓄，一些投资者认为这些储蓄有望支撑2023年消费超预期复苏。然而，我们的研究显示中国居民消费是收入与财富（净资产）的函数，而非居民存款的函数。疫情期间中国居民部门资产负债表整体受损，从我们的模型来看，疫情之后中国居民消费的水平难以向疫情前的趋势水平回归。然而，为了实现GDP增速超过5%的目标，我们预计财政政策可能会通过发放消费券、推动家电汽车下乡等多方面举措进一步提振消费，设计良好的消费券可能降低超额储蓄的水平，同时考虑到低基数的影响，全年居民最终消费名义增长有望达到12%。

➤ 购房预期的影响被高估

持续下跌的房价严重冲击购房者的预期，市场普遍担忧预期的低迷会影响购房决策，而房屋销售低迷会导致房价进一步下跌。我们的研究显示购房者预期是房屋销售增速的滞后指标而非领先指标——购房者预期对房屋销售的影响被市场明显高估。我们倾向于用Net Present Value (NPV) 模型来解释居民的购房行为。疫情影响淡化之后，改善居住的需求上升、风险偏好回暖、以及政策持续降低购房成本会有助于大量潜在购房者购房的NPV转正。2023年地产销售大概率回暖。

➤ 三四线地产风险被低估

在市场普遍对2023年经济形势乐观之际，我们认为三四线地产泡沫潮水退去的风险也需要重视。历史经验显示，经济增长动能转换之际，常常是地产泡沫出现之时，日、美、中概莫能外。一二线城市由于土地供给的限制，过度供应可能相对有限，但是三四线城市库存高企的状况需要密切关注。一旦出现三四线城市房地产价格持续下行，不仅仅2023年经济增速可能明显低于预期，一系列金融风险也需要密切关注。三四线地产销售和价格等方面的数据需要持续关注。

风险提示：刺激消费的政策不及预期，地产销售回升不及预期，国内外疫情恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《通胀持续下行夯实美联储加息放缓基础》
2023.01.13
- 2、《信贷需求仍然偏弱 12月金融数据点评》
2023.01.11
- 3、《一季度经济环比有望重新扩张 12月PMI数据以及未来经济展望》2022.12.31

正文目录

1	引言：疫后复苏的预期差.....	4
2	超额储蓄的影响被高估：高储蓄能转化为消费支出吗？	5
2.1	疫情期间消费低迷的原因	5
2.2	超额储蓄会助推 2023 年消费吗？	8
2.3	财政政策应该如何刺激消费？——消费券设计的考量	13
3	购房预期的影响被高估：低迷的购房预期会影响地产回暖吗？	15
3.1	什么决定了居民的购房行为？	15
3.2	2023 年居民购房面积有望回升	17
3.3	一些常见的担忧	20
4	风险被低估：三四线房地产泡沫“潮水退去”	24
4.1	实体经济回报下行与地产泡沫	24
4.2	三四线城市地产泡沫潮水退去对总需求的影响	28
4.3	三四线城市地产泡沫潮水退去与金融风险	30
5	2023 年主要经济指标预测	33
6	风险提示	34

图表目录

图表 1:	深圳湾海关	4
图表 2:	居民消费支出金额 (亿元)	6
图表 3:	居民可支配收入 (亿元)	6
图表 4:	居民部门当期收入感受指数	7
图表 5:	居民储蓄倾向上升明显	7
图表 6:	城市居民消费倾向	8
图表 7:	农村居民消费倾向	8
图表 8:	居民部门超额储蓄疫情期间快速上升 (亿元)	9
图表 9:	居民部门储蓄倾向疫情期间快速上升	9
图表 10:	居民部门家庭资产负债表 (亿元)	10
图表 11:	居民部门净资产实际值和趋势值 (亿元)	10
图表 12:	可支配收入、家庭财富对消费支出影响	11
图表 13:	可支配收入、净储蓄对消费支出影响	11
图表 14:	居民消费支出预测 (亿元)	12
图表 15:	心理账户理论 (Mental Accounting)	13
图表 16:	不同类型消费券的刺激效果	14
图表 17:	房价上涨预期与商品房销售增速	16
图表 18:	销售回升常常领先于购房预期	16
图表 19:	防疫放松后新加坡房价房价大幅增长	17
图表 20:	越南住房需求相关价格明显上行	17
图表 21:	中长期无风险利率处于历史低位	18
图表 22:	居民对未来预期偏向悲观, 风险溢价高	18
图表 23:	项目停工影响风险偏好, 罕见出现了现房销售好于期房的现象	18
图表 24:	需求侧放松政策密集推出	19
图表 25:	百城住宅平均租金同比	20
图表 26:	房价走势领先于租金变动	20
图表 27:	适龄购房人口规模	21

图表 28: 2021 年以来居民的宏观杠杆率没有明显上行	22
图表 29: 2022 年以来房贷利率持续下调	22
图表 30: 地产销售受到疫情压制	23
图表 31: 商品房可售面积	24
图表 32: 日本 TFP 增长放缓孕育地产泡沫	25
图表 33: 日本房价指数	25
图表 34: 美国 TFP 增长放缓孕育地产泡沫	25
图表 35: 美国房价指数	25
图表 36: 中国 TFP 增长放缓孕育地产泡沫	26
图表 37: 中国实体部门资本回报下行孕育地产泡沫	26
图表 38: 中国城市住房土地供应 (一线, 二线, 以及三四线城市)	26
图表 39: 中国城市库存去化周期 (一线, 二线, 以及三四线城市)	27
图表 40: 中国 70 城市房价指数 (一线, 二线和三四线) (2010 年 12 月=100)	27
图表 41: 中国商品房单月销售面积年化 (亿平米)	28
图表 42: 中国商品房单月销售面积和开发投资规模	29
图表 43: 中国住宅部门库存水平	29
图表 44: 城投公司到期债券规模及前瞻 (亿元)	30
图表 45: 地方政府融资平台债券余额 (2015-2022) (亿元)	31
图表 46: 2022 年三季度房地产企业金融负债占社融存量比重	32
图表 47: 房地产行业信用债余额、开发贷款余额、信托贷款余额 (亿元)	32
图表 48: 2022 年城投公司的债务余额和构成 (亿元; %)	33
图表 49: 2023 年主要经济指标预测 (基准预测)	33
图表 50: 2023 年主要经济指标预测 (三、四线城市地产价格继续下行的情形)	34

1 引言：疫后复苏的预期差

曾经门可罗雀的深圳湾海关突然排起了一公里的长队；海南顶级酒店套房的单晚入住价格重新回到了 10 万元以上；三亚民宿老板一个月的盈利抵过了过去三年的亏损……

图表 1：深圳湾海关



来源：深视新闻，国联证券研究所

在中国放弃动态清零政策之后，虽然疫情短期的达峰对中国社会的各个方面都产生了明显的冲击，但是伴随相关冲击逐步淡化，2023 年中国经济有望迎来新一轮的复苏——虽然外需有一定下行压力，但是内需有望反弹——当然，这也是市场的一致预期。

那么 2023 年的中国经济疫后复苏的过程中有哪些可能超预期的因素？我们讨论三点：

- 市场对中国消费的修复存在争议。虽然市场普遍认为“疤痕效应”会抑制消费复苏的力度，但是部分投资者则认为疫情期间积累的超额储蓄有望对消费构成额外支撑。我们的研究表明居民消费支出不是储蓄的函数，而是居民整体净资产的函数。疫情期间中国居民资产负债表受损，超额储蓄恐怕难以对消费构成额外支撑。如果希望经济和消费能够较快恢复到正常水平，财政刺激政策的规模和设计、特别是消费券的设计非常重要。
- 市场对于房价持续下跌背景下地产销售能否回暖存有疑虑。大量投资者认为过去一年多时间里地产价格史无前例的持续下跌加强了房价下跌的预期，影响居民购房意愿。然而，我们发现购房预期是地产销售的滞后指标而非领先指标。我们认为对理性的购房者而言，是否购房主要取决于房屋未来现金流预期折现是否高于当前房价。防疫政策的调整和经济重回正轨会增加居民部门改善居住条件的需求，改善房屋未来的现金流，不确定性的下降也会提升购房人的风险偏好，包括降息等政策的刺激还会降低购房成本。在我们的基

准场景下，由于多因素共同提升购房行为的净现值，2023 年房地产市场销售有望回升。

- 虽然 2023 年中国经济大概率复苏，但是仍然有三分之一左右的概率面临三四线城市房地产泡沫潮水退去的风险，我们认为市场对于这一风险估计不足。如果三四线城市房地产价格持续下跌，不仅仅 2023 年的经济增速会显著低于预期，还有可能触发一系列金融风险。

2 超额储蓄的影响被高估：高储蓄能转化为消费支出吗？

关于 2023 年消费回暖，目前市场观点存在争议。一方面，有观点认为消费会呈现弱复苏，难以快速反弹至疫情前水平，更难以出现报复性消费。这是因为疫情期间居民部门风险偏好转弱，消费意愿降低；即使疫情消退，居民的消费意愿也难以迅速抬升，“疤痕”修复需要时日。另一方面，有观点对疫情期间居民积累的超额储蓄给予厚望，认为通过超额储蓄的转化，消费可以得到较大改善。

我们的研究表明消费是居民财富的函数而非单纯居民存款的函数。由于疫情期间居民整体资产负债表受损，居民部门的超额储蓄对 2023 年消费的刺激有限。但是，我们预计政府可能会通过发放消费券、推动家电下乡等一系列政策进一步刺激消费。如果消费券设计合理，有望推动超额储蓄向消费转换。居民部门的最终消费¹名义增速有望达到 12%。

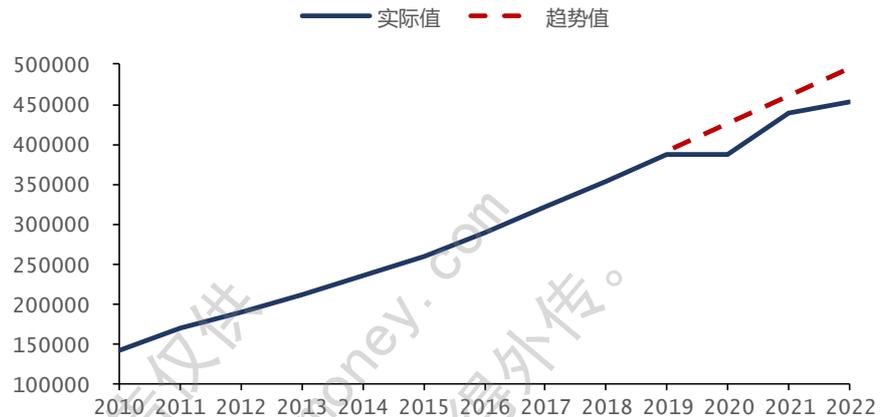
2.1 疫情期间消费低迷的原因

一般而言，居民消费是可支配收入和家庭财富的函数，也受到居民消费意愿（消费边际倾向和财富效应系数）的影响。我们的研究表明，可支配收入下降、消费倾向下降显著影响了疫情期间的消费增长；消费项目受到限制、消费场景变化等因素，也影响了疫情期间的居民消费。

疫情三年期间，消费增速确实下降明显。2020-2022 期间的消费支出不及疫情前的趋势值。疫情三年消费支出的复合增速为 5.4%，低于 2017-2019 年的 6.5%。

¹ GDP 核算中的最终消费包括居民和政府的最终消费。

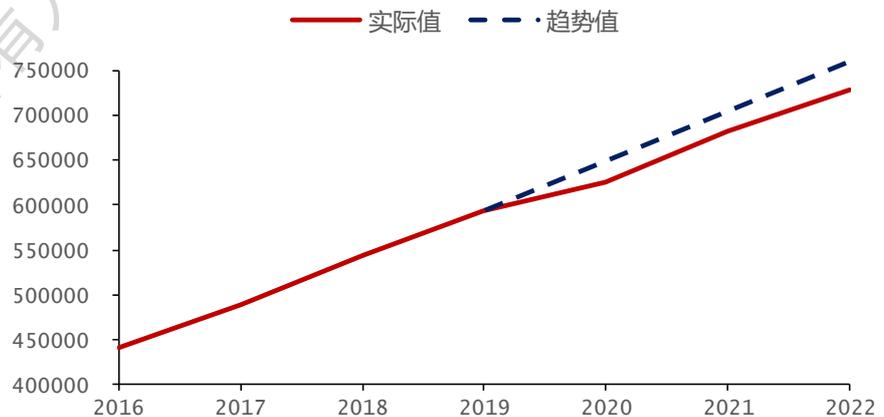
图表 2: 居民消费支出金额 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

消费下降首先与居民可支配收入增速下降有关。2020-2022 期间的居民可支配收入不及疫情前的趋势值。疫情三年居民可支配收入的复合增速为 5.2%，低于 2017-2019 年的 6.7%。

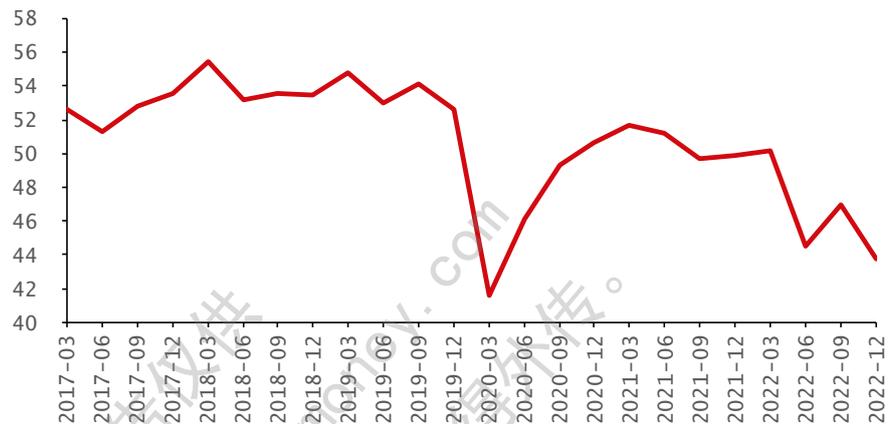
图表 3: 居民可支配收入 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 2022 年的实际值根据 2022 的 GDP 预估值估计

从人民银行城镇储户问卷调查结果看, 疫情期间居民部门当期收入感受指数下降明显。2020 年初疫情发生后迅速跌至 40 左右, 后虽然随着疫情有效防控上升有所反弹, 但 2022 年以来重新下跌至 43 左右。疫情三年, 该指数平均值为 48, 显著低于疫情前 53 的水平。

图表 4: 居民部门当期收入感受指数

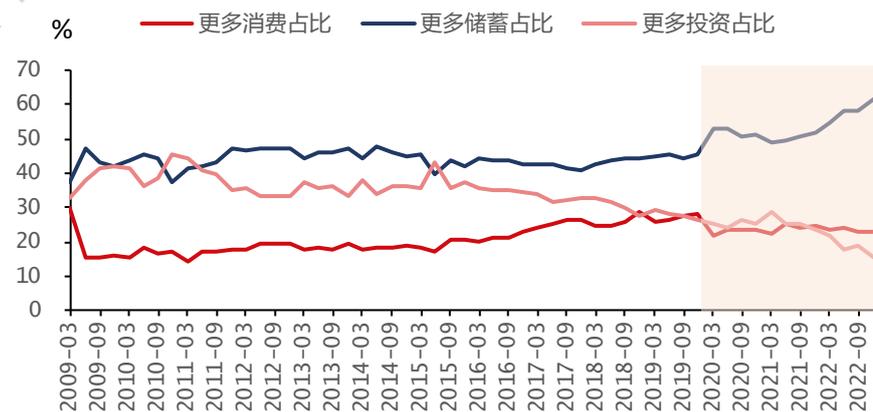


来源: Wind, 国联证券研究所

此外, 疫情导致居民部门风险偏好转弱, 积累预防性储蓄, 也拖累了消费的增长。

从人民银行城镇储户问卷调查结果看, 疫情期间居民部门消费倾向下降较为明显。例如, 更多消费占比从 2019 年第四季度 28.0% 下降至 2022 年第四季度 22.8%, 下降了 5.2 个百分点。

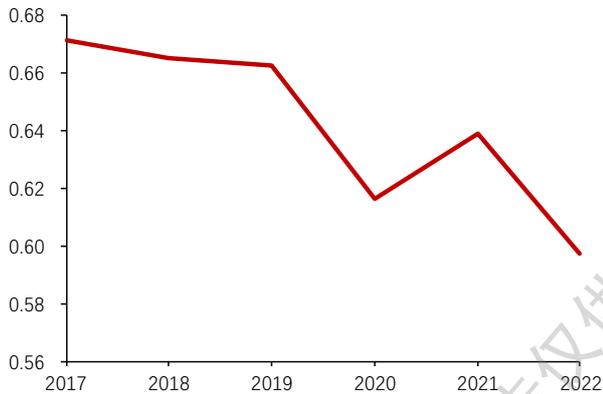
图表 5: 居民储蓄倾向上升明显



来源: Wind, 国联证券研究所

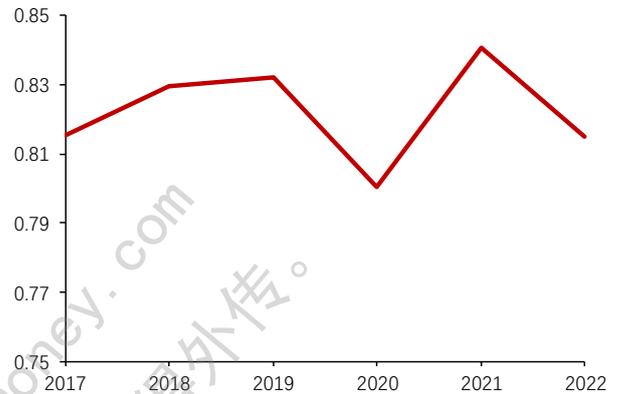
从居民消费支出占居民可支配收入的比重来看, 也显示出消费倾向明显下降。当然, 这种下降主要体现在城市居民, 农村居民的变动相对有限。

图表 6: 城市居民消费倾向



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 农村居民消费倾向



来源: Wind, 国联证券研究所

最后, 消费项目限制、消费场景变化客观上抑制了居民消费。例如, 2022 年中旬以来, 北京酒吧、KTV、网吧等人员密集场所已暂停营业半年, 疫情三年以来未举办过大型演艺活动。疫情反复严重时关闭餐厅堂食, 居民不得不从线下消费转向外卖等线上消费, 无法多人聚餐也可能抑制居民的餐饮消费支出。

更严谨的实证研究表明, 在 2020 年疫情爆发的初期, 消费项目限制因素、收入下降因素、风险意识上升因素和消费场景变化因素对居民消费平均降幅的贡献率分别为 29.6%、29.4%、15.9%和 13.0%²。

2.2 超额储蓄会助推 2023 年消费吗?

受到经济增速和居民可支配收入回升、疫情后消费场景约束被打开、以及疫情冲击淡化消费边际倾向回升的影响, 2023 年消费增长有望回升。但是, 疤痕效应以及可能出现的重复感染可能意味着消费边际倾向短期难以回到疫情前的水平, 那么疫情期间积累的超额储蓄能助推消费增长吗?

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_51284

