

总量研究

2023 年，期待的报复性消费能否到来？

——经济复苏追踪系列第三篇

要点

引言：

随着各地疫情过峰，市场对于消费恢复的期待和讨论较多。本文旨在重点回答两个问题，一是哪些因素驱动疫后消费复苏，这些因素又如何影响消费恢复的节奏和高度？二是，疫后超额储蓄能否真正提振消费？报复性消费能否到来？

核心观点：

展望今年国内消费市场，将经历消费场景修复、居民收入改善、储蓄率回落推动的渐进式复苏。消费修复速度先快后慢，恢复高度仍受限于居民收入，较难出现报复性消费。

一则，国内储蓄率抬升源于疫情短期冲击和居民资产配置结构的深度调整，预计未来回落速度偏慢；二则，超额储蓄释放以储蓄率回归常态化为前提，需等待居民风险偏好先行修复；三则，超额储蓄多集中于消费倾向低的高收入群体，转化为消费的效率较低。

疫后消费复苏的三股力量

总结海外疫后消费复苏规律，主要驱动力来自三方面：

第一股力量：消费场景修复，社交距离正常化，推动消费结构回归常态。

其特点是，短期内存在脉冲效应，在疫情过峰后一个季度内修复斜率最高，出现明显的补偿式消费，接触性服务消费以及出行相关的可选消费均受益。但随着消费结构回归正常化，叠加疫情时有反复，可持续较差。

第二股力量：居民收入改善、储蓄率回落，决定消费恢复的高度和持续性。

欧美国家储蓄率主要受消费场景约束，预防性储蓄占比较低，因此在防疫政策放松两个季度内，储蓄率基本回归至疫情前水平。而日本、新加坡等亚洲国家在疫情管控放松后，储蓄率回落较慢，仍高于疫情前水平。这是由于亚洲居民储蓄率长期高于欧美，疫情进一步强化其避险意识。同时，亚洲国家疫后中低收入群体的收入受影响较大，其消费意愿的修复需要更长时间。

第三股力量：超额储蓄释放，即消费增速高于收入增速，出现报复性消费。

但在除美国之外的欧洲和亚洲地区，均未出现这一先例。说明在没有外部大规模转移支付的情况下，居民自发性储蓄的消耗难度较大。

从国内实际情况看，超额储蓄回流至消费的空间不宜高估。

一是，疫情期间居民存款高增源于消费和投资活动的收缩，受疫情短期冲击、以及居民资产配置结构的深度调整影响，表现为居民风险偏好的下降。前者随着疫情冲击减弱将逐步缓解，而后者自 2018 年起，带来储蓄率长期上行。

二是，据我们测算，未来可回流至消费的超额储蓄为 4.6 万亿，相当于居民全年消费支出的 10%。2020 年-2022 年，居民积累的超额储蓄共计 10 万亿。经我们粗略估算，因消费倾向下降贡献的超额储蓄为 4.6 万亿，因购房、理财等投资性支出减少贡献的超额储蓄约为 6 万亿左右。其中，因消费支出减少形成的超额储蓄能否顺利释放，取决于由哪些群体掌握。

三是，超额储蓄更多集中在消费倾向低的高收入群体，转化效率较低。由于疫情期间居民收入分化加重，中低收入群体收入下降，而刚性支出占比高，预计超额储蓄将更多地集中于高收入群体。由于高收入群体消费倾向偏低，其商品消费已经基本满足，而服务消费回补存在上限，加之出入境政策放松后，境外消费将陆续增加，将约束超额储蓄对国内消费的提振作用。

风险提示：国内疫情持续反复；国内稳增长力度不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

社融增速仍将寻底，信贷结构持续优化——2022 年 12 月金融数据点评（2022-01-10）

薪资回落，预示非农将加速降温——2022 年 12 月非农数据点评兼光大宏观周报（2023-01-07）

从部委工作会议看 2023 年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

经济加快探底，后期走势有望回暖——2022 年 12 月 PMI 点评兼光大宏观周报（2022-12-31）

底部探明，复苏在即——2022 年 11 月工业企业盈利数据点评（2022-12-27）

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

底部已现，黄金步入上行通道——大类资产配置系列报告第一篇（2022-12-21）

收入加快，支出放缓，收支压力逐步缓和——2022 年 11 月财政数据点评（2022-12-20）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年 12 月中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

经济还在深蹲，但预期底已探明——2022 年 11 月经济数据点评（2022-12-15）

目 录

1、疫后消费复苏的三股力量	4
2、超额储蓄能否有效提振消费?	7
2.1、超额储蓄源于消费和投资活动的收缩.....	7
2.2、有多少超额储蓄可以转化为消费?	9
2.3、超额储蓄分布的不均衡性, 约束其释放潜力.....	11
3、风险提示.....	13

图目录

图 1：欧美国家居民消费恢复较好，接近或高于疫情前水平.....	4
图 2：亚洲地区居民消费恢复偏弱，仍低于疫情前水平.....	4
图 3：新加坡疫情过峰后，餐饮消费快速冲高，此后小幅回落.....	5
图 4：日本疫情过峰后，出行消费大幅反弹后回落.....	5
图 5：防疫政策放松后，欧美国家居民储蓄率快速回落，而亚洲地区居民储蓄率回落较慢，仍高于疫情前水平.....	6
图 6：美国低收入群体消耗的超额储蓄基本来自于财政补贴.....	6
图 7：疫后美国家庭部门偿债负担降低.....	6
图 8：2021 年四季度后，超额储蓄释放持续支撑美国消费.....	7
图 9：疫后美国服务业薪资增速大幅抬升.....	7
图 10：2018 年起，居民存款规模明显增加，2022 年加速上行.....	8
图 11：2018 年以来，居民投资意愿减弱、储蓄意愿加强.....	8
图 12：2018 年之后，房价涨幅明显回落，上涨预期持续减弱.....	9
图 13：2018 年之后，理财产品收益率持续回落.....	9
图 14：2019 年中国城镇居民家庭资产结构.....	9
图 15：2018 年之后，居民存款中定期存款比例持续增加.....	9
图 16：2020-2022 年，住户超额存款共计 10 万亿元.....	10
图 17：疫情后，居民消费倾向在 2020 年、2022 年明显回落.....	10
图 18：历史上居民存款大幅上行均伴随地产销售回落.....	10
图 19：2021 年下半年以来，房地产进入快速下行周期.....	10
图 20：2022 年以来，居民收入差距走阔.....	11
图 21：疫情之后，居民经营净收入修复较慢.....	11
图 22：2022 年前三季度，收入增速较高的省份，住户新增存款占比增多.....	12
图 23：美国中高收入群体拥有全国近 80% 的超额储蓄.....	12
图 24：防疫放松后，商品消费恢复空间收窄.....	12
图 25：多数国家或地区服务消费支出仍未恢复至 2019 年.....	12
图 26：美国服务业支出中，娱乐交通消费恢复程度不及疫情前水平.....	13
图 27：英国服务业支出中，旅游运输消费恢复程度不及疫情前水平.....	13

在前期报告中，我们曾具体分析海外主要经济体在防疫政策放松后的消费、储蓄变动情况，国内消费、收入、储蓄表现以及潜在缺口，同时进一步展望疫后消费复苏后的国内通胀形势。（详见 2022 年 4 月 24 日外发报告《从海外视角，看国内消费修复的路径和高度——〈见微知著〉第六篇》、2022 年 12 月 20 日外发报告《再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望报告》、2022 年 12 月 25 日外发报告《为什么是服务型结构性通胀？》）

本文以国内消费复苏作为出发点，重点探讨疫后国内消费恢复高度和节奏，有哪些关键驱动力？尤其是超额储蓄能否成为提振消费的有效抓手？

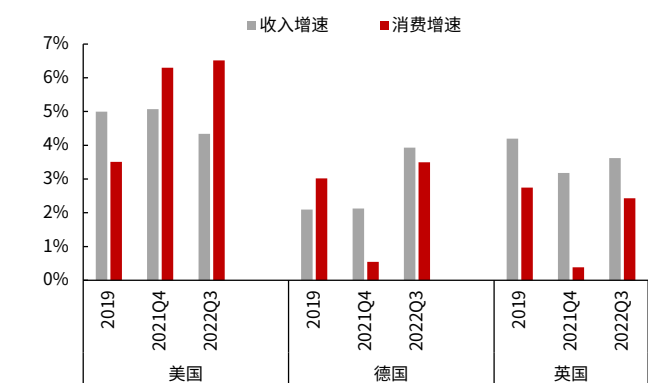
1、疫后消费复苏的三股力量

海外疫后经济重启过程中，由于疫情防控强度、财政刺激力度、人口结构的不同，消费恢复差异较大。

欧美国家消费恢复较早，修复力度最强。截至 2022 年三季度，美国、德国、英国的消费增速分别恢复至 2019 年的 186%、116%、88%。这与欧美国家防疫政策较为宽松，财政补贴力度较大有关，疫后居民收入增速接近或高于疫情前水平。

亚洲地区消费恢复较晚、恢复程度偏弱。（1）新加坡、中国香港在防疫政策放松后，消费均出现快速反弹，但距离疫情前仍有较大差距。截至 2022 年三季度，新加坡、中国香港消费增速相当于 2019 年的 56%、-14%，而 2021 年四季度，二者消费增速相当于 2019 年的-104%、-69%。（2）日本在疫情大规模放松后，消费增速反而走弱，这可能与日本深度老龄化有关。2021 年四季度，日本消费增速为 0.3%，2022 年三季度回落至-0.8%，均低于 2019 年的 2.7%。

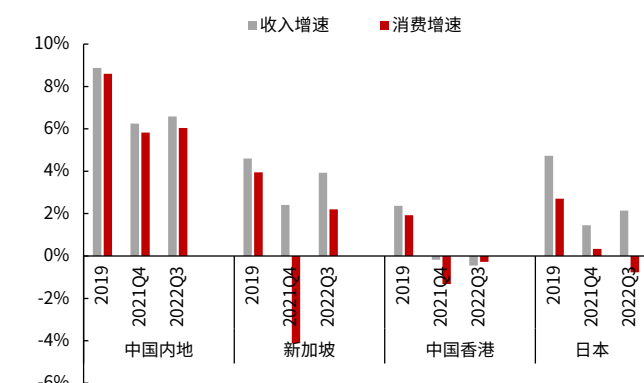
图 1：欧美国家居民消费恢复较好，接近或高于疫情前水平



资料来源：Wind，CEIC，光大证券研究所

注：2021-2022 年数据调整为以 2019 年为基期的复合增速

图 2：亚洲地区居民消费恢复偏弱，仍低于疫情前水平



资料来源：Wind，CEIC，光大证券研究所

注：2021-2022 年数据调整为以 2019 年为基期的复合增速

总结海外经验，有三股力量推动疫后消费恢复。

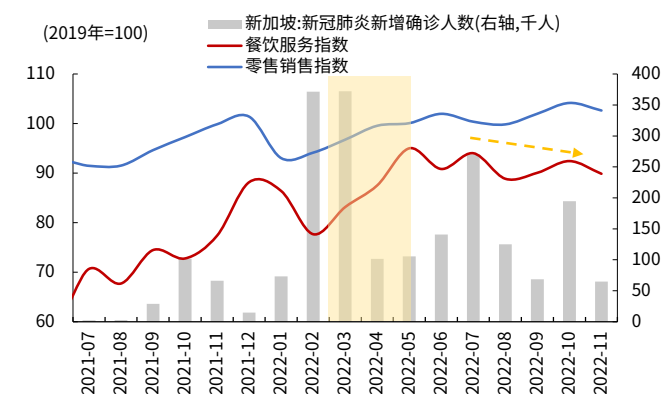
第一股力量：消费场景修复，社交距离正常化，推动消费结构回归常态。

第二股力量：居民收入改善、储蓄率回落，影响消费恢复的高度和可持续性。

第三股力量：居民超额储蓄释放，表现为消费支出增速快于收入增速，或者是消费支出增速高于疫情前，即出现报复性消费。

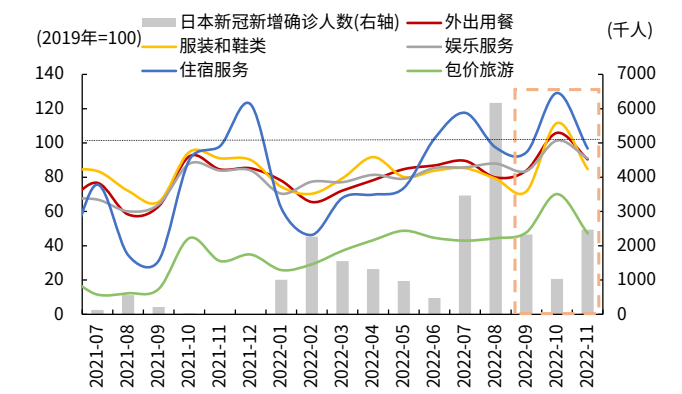
针对第一股力量，防疫政策放松带来消费场景修复，属于外生变量的调整。其特点是，短期内存在脉冲效应，在疫情过峰后一个季度内修复斜率最高，出现明显的补偿式消费，接触性服务消费以及出行相关的可选消费均受益。但随着消费结构回归正常化，叠加疫情时有反复，可持续较差。例如，新加坡和日本在疫情高峰期结束后，出行类消费均快速释放，经历一轮脉冲后，难以持续上行，后续恢复高度均有所回落。

图 3：新加坡疫情过峰后，餐饮消费快速冲高，此后小幅回落



资料来源：Wind, CEIC, 光大证券研究所
注：阴影部分指向疫情高峰结束后的消费反弹

图 4：日本疫情过峰后，出行消费大幅反弹后回落



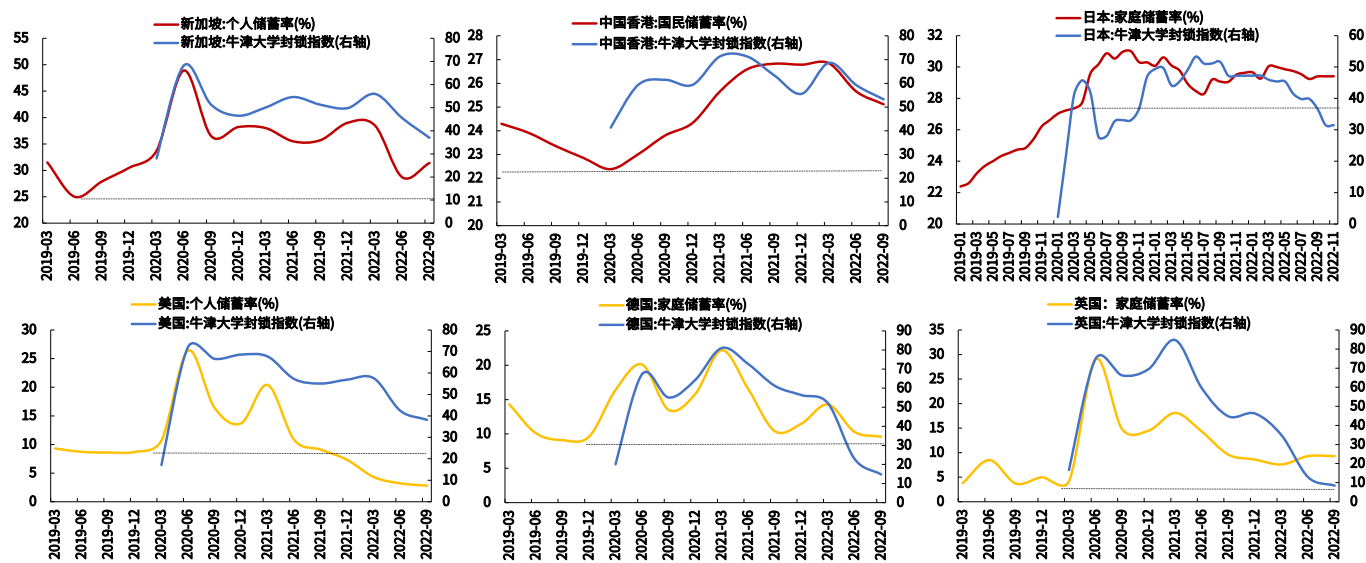
资料来源：Wind, CEIC, 光大证券研究所
注：虚线框指向疫情高峰结束后的消费反弹及回落期

针对第二股力量，居民收入修复程度、以及储蓄率回落速度，决定消费恢复高度和持续性。这取决于各国经济基本面和居民风险偏好的变化。

欧美国家在 2021 年初疫情管控放松后，储蓄率回落较快，两个季度内基本回归至疫情前水平。可见，其储蓄率的增加，更多是由于疫情管控限制消费场景，进而带来消费被动减少，预防性储蓄占比相对较低。并且欧美国家居民收入在疫情期间受损程度较低，也避免预防性储蓄的形成。

而部分亚洲国家或地区在 2022 年初疫情管控放松后，储蓄率缓慢回落。截至 2022 年三季度，新加坡、日本、中国香港居民储蓄率仍高于疫情前水平。这是由于亚洲地区民众避险意识强、储蓄率长期高于欧美国家，疫情带来的不确定性会进一步强化其储蓄意愿。同时，长期严格防疫措施，持续压制经济活力，加上面向居民部门的财政刺激偏弱，中低收入群体资产负债表普遍受损，其风险偏好修复需要更长时间。

图 5：防疫政策放松后，欧美国家居民储蓄率快速回落，而亚洲地区居民储蓄率回落较慢，仍高于疫情前水平



资料来源：Wind，CEIC，光大证券研究所 注：灰色水平线指代疫情前 2019 年各国储蓄率水平

针对第三股力量，目前来看，只有美国经历过超额储蓄释放，其他国家疫后的消费支出增速仍低于收入增速，居民储蓄率高于或持平于疫情前，表明超额储蓄并未得到释放。

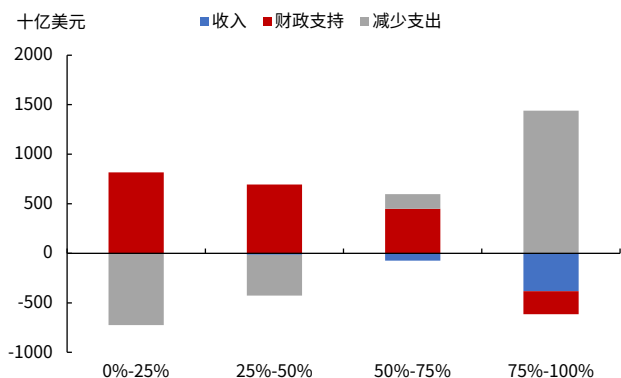
美国能够释放超额储蓄的特殊性在于：

一是，三轮大规模现金补贴直接面向中低收入群体，由于中低收入群体刚性支出占比高，在疫情约束放松后，这些超额储蓄得到快速消耗；

二是，部分超额储蓄被用于偿还债务或支付购房首付等，居民资产负债表相较于疫情前更加健康，风险偏好水平得以提升；

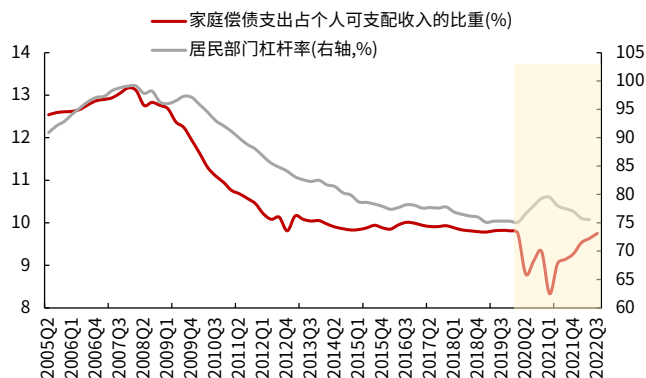
三是，由于老年人口提前退休和国际移民的减少，服务领域劳动力供给持续紧缺，尤其是从事低端服务业的低收入群体，其收入增速远高于疫情前，强化消费意愿。

图 6：美国低收入群体消耗的超额储蓄基本来自于财政补贴



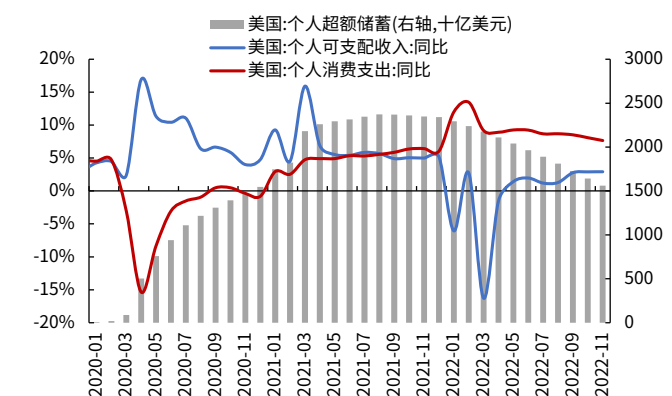
资料来源：Fed，光大证券研究所 注：根据家庭收入的四分位数进行划分，0%-25%为最低收入家庭，75%-100%为最高收入家庭；数据截至 2022 年二季度

图 7：疫后美国家庭部门偿债负担降低



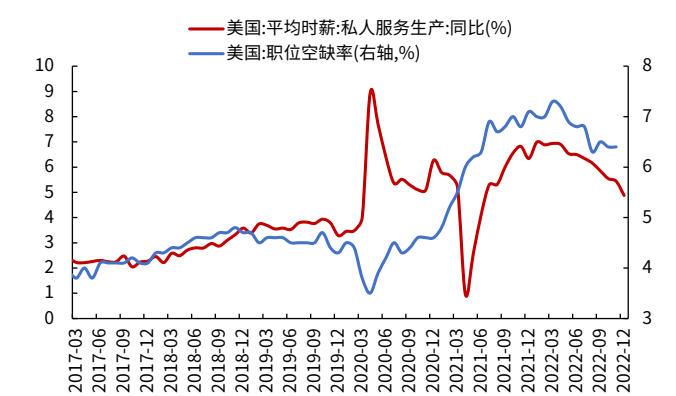
资料来源：Wind，CEIC，光大证券研究所 注：黄色阴影部分指代疫情后美国家庭部门偿债负担下降，居民杠杆率先升后降，持平于疫情前水平

图 8：2021 年四季度后，超额储蓄释放持续支撑美国消费



资料来源：Fed，光大证券研究所 注：2021 年数据调整为以 2019 年为基期的复合增速

图 9：疫后美国服务业薪资增速大幅抬升

资料来源：Wind，CEIC，光大证券研究所；
注：职位空缺率数据截至 2022 年 11 月，平均时薪数据截至 2022 年 12 月

从国内现实情况看，消费场景修复、居民收入改善、储蓄率回落将带动国内消费逐步复苏。

首先，在疫后恢复初期，消费场景修复将带动消费支出快速上行，尤其是服务消费，将快速经历一轮补偿式消费。此后，消费动能的进一步释放，需要等待经济基本面改善，带动居民收入修复、储蓄率回落，但预计这一过程偏慢。

参照日本经验，2022 年 4 月以来，随着疫情影响减弱，高收入群体消费倾向迅速修复至疫情前水平，而中低收入群体消费倾向修复较慢，至 2022 年 9 月，距离疫情前仍有 5%-20% 的差距。我国的政策选择和其他亚洲国家较为相似，可能同样面临消费倾向缓慢回升、储蓄率回落偏慢的现实情况。由于疫情期间居民收入差距明显走阔，尤其是中低收入群体，其风险偏好修复需要较长时间，在收入预期尚未改善之前，消费意愿难有明显提振。

对于第三股力量，超额储蓄能否有效提振消费，我们认为仍有较大不确定性。中长期看，消费复苏高度仍然受限于居民收入修复。首先，从海外经验看，除美国以外的其他欧洲和亚洲地区，均未出现这一先例。在没有外部大规模转移支付的情况下，居民自发性储蓄的消耗难度较大，最乐观的情况是储蓄率回归至疫情前水平。其次，从国内实际情况看，我们认为想象空间大于现实条件，在第二部分我们将展开重点分析。

2、超额储蓄能否有效提振消费？

2.1、超额储蓄源于消费和投资活动的收缩

我们以我国住户部门月度新增存款作为观察口径，并以 2019 年为基期，计算疫情期间积累的超额储蓄。

自 2020 年-2022 年，我国住户部门累计增加 10 万亿超额存款，其中 2020 年、2021 年、2022 年分别贡献 1.6 万亿、0.2 万亿、8.2 万亿。可见，超额存款主要在 2020 年和 2022 年出现，并在 2022 年加速上行。

疫后居民超额储蓄的形成，与消费和投资活动的双重收缩有关，源于疫情短期冲击以及居民资产配置结构的深度调整。2020 年，超额储蓄主要来自于消费性支出减少。2022 年，超额储蓄则与消费性支出和购房等投资性支出的共同减少有关，其中投资性支出影响占多数。这意味着，疫情期间居民超额储蓄的增

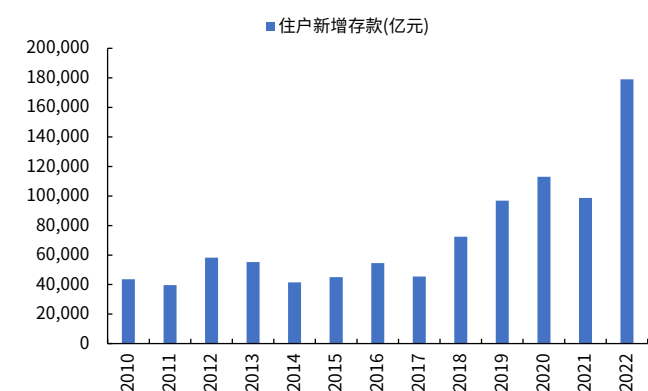
加，不仅与疫情导致的消费场景缺失、预防性储蓄增加有关，同时也与房地产信用风险上行引发的居民资产配置结构调整有关，整体表现为居民部门风险偏好的下降。

因疫情冲击而导致的居民储蓄率上行，属于短期冲击，未来将随着疫情约束缓和而逐步回落。但因居民资产配置结构深度调整而带来的储蓄率上行，属于中长期问题，是国内经济结构性改革的必经之路。

在疫情之前，从 2018 年起，我国居民储蓄率已经呈现上行趋势。疫情后，储蓄率上行趋势进一步强化。

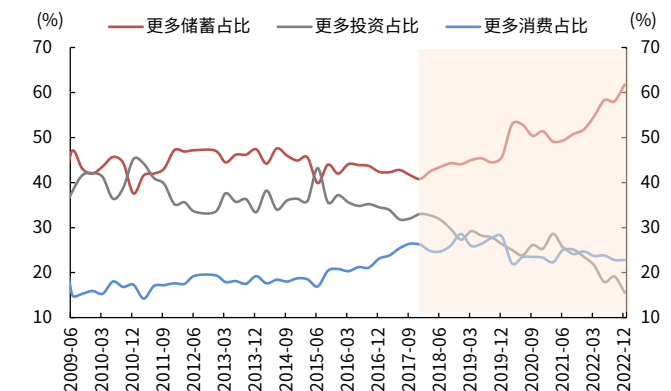
2010-2017 年，每年住户新增存款基本在 4 万亿-5 万亿区间波动，并未形成单边趋势。自 2018 年开始，住户新增存款快速爬升至 7 万亿，2019 年继续上行至近 10 万亿。此外，央行城镇储户调查问卷显示，倾向于“更多储蓄占比”的居民比例持续提升，自 2017 年四季度的 40.8% 上行至 2019 年四季度的 45.7%。同期，倾向于“更多消费占比”的居民比例小幅上行，而倾向于“更多投资占比”的居民比例持续走低，自 2017 年四季度的 33.0% 回落至 2019 年四季度的 26.3%。

图 10：2018 年起，居民存款规模明显增加，2022 年加速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：2018 年以来，居民投资意愿减弱、储蓄意愿加强



资料来源：Wind，光大证券研究所

居民投资意愿回落是导致 2018 年之后居民储蓄抬升的主因，其本质上与金融严监管和“房住不炒”基调下，投资回报率下降、信用风险增加，居民资产配置结构调整有关。根据央行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，居民家庭资产负债结构中，住户资产占比为 50.1%，金融资产占比为

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_51479

