

宏观

证券研究报告

2023 年 03 月 16 日

消费修复的弹性

对比前两轮疫后复苏的斜率和结构，本轮疫后消费修复有几个特征。一是服务消费出现报复性复苏，斜率超过此前两轮疫后复苏，补偿性消费需求的集中释放是服务消费快速回暖的关键。

二是在消费结构上，和线下接触类、出行类、地产类有关的消费，无论是商品还是服务，都呈现出报复性复苏的特征，改善斜率高。但是和居民收入、消费意愿有关的可选商品消费，比如汽车、通讯，改善斜率偏低。

风险提示：国内疫情出现明显反复压制居民消费、经济复苏低于预期、消费复苏不及预期

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：“硅谷银行”不是第一张骨牌-“硅谷银行”不是第一张骨牌》2023-03-15
- 2 《宏观报告：宏观-信贷的持续性》2023-03-12
- 3 《宏观报告：宏观-行业 ESG 评价关注什么指标？——金属与采矿》2023-03-11

1-2 月社零同比增速 3.5%，相比 21 年两年平均增速为 5.1%，为消费回暖开了个好头。

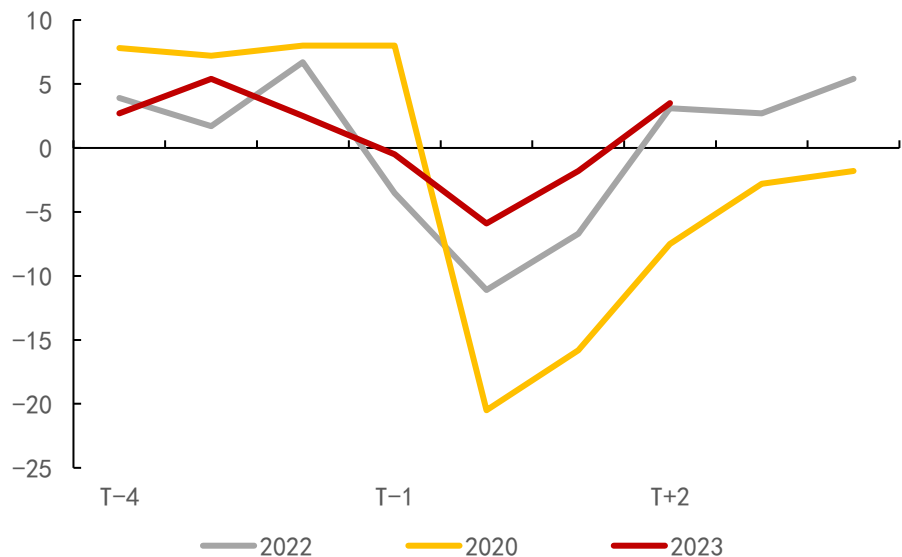
对比前两轮疫后复苏的斜率和结构，本轮疫后消费修复有几个特征。

一是服务消费出现报复性复苏，斜率超过此前两轮疫后复苏，补偿性消费需求的集中释放是服务消费快速回暖的关键。以餐饮业为例，2023 年 1-2 月餐饮收入同比增长 9.2%，两年复合同比增长 9.1%，已经接近 2019 年增速。增速比去年末反弹了 23.3 个百分点，大幅高于 2022 年 6 月反弹的 17.1 个百分点和 2020 年 4 月反弹的 15.7 个百分点。

线下服务行业需求的快速复苏也带动了服务业生产的快速回升，1-2 月服务业生产指数同比上行 6.3 个百分点至 5.5%，是 2022 年以来的新高。供给端的快速修复一定程度上也缓解了服务业需求快速反弹可能带来的服务价格通胀压力，如 2023 年 2 月核心 CPI 和服务项 CPI 同比均仅有 0.6%，前值均为 1%。

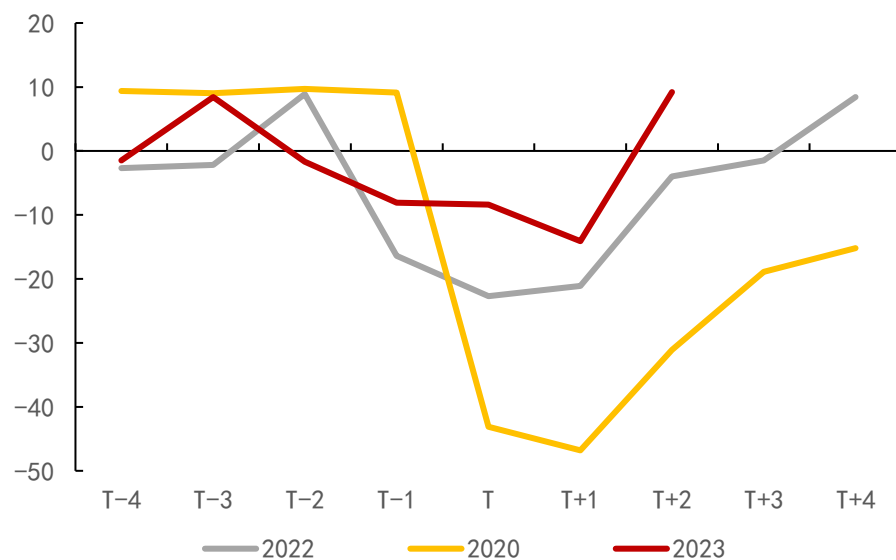
但是 1-2 月的商品消费复苏程度偏弱。1-2 月商品零售同比增长 2.9%，比 2022 年 12 月仅上行了 3 个百分点，而 2020 年 4 月和 2022 年 6 月则分别比前一个月上行了 7.4 和 8.9 个百分点。商品消费修复缓慢也拖累了整体社零的修复速度，1-2 月社零同比仅上行了 5.3 个百分点，低于此前两轮疫后复苏的 8.3 和 9.8 个百分点。

图 1：社会消费品零售同比增速修复情况对比（单位：%）



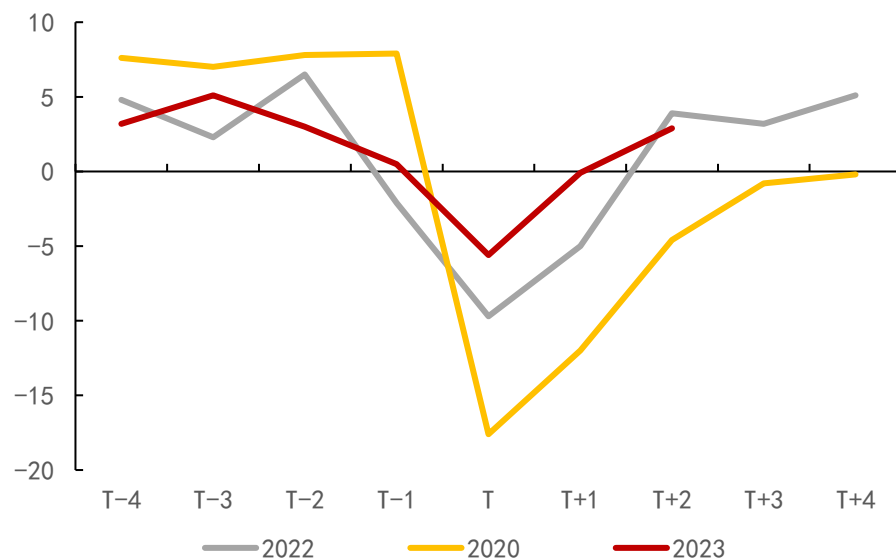
资料来源：wind，天风证券研究所（注：图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月，2022 年 4 月和 2022 年 11 月，1-2 月使用累计同比）

图 2：餐饮行业快速修复（单位：%）



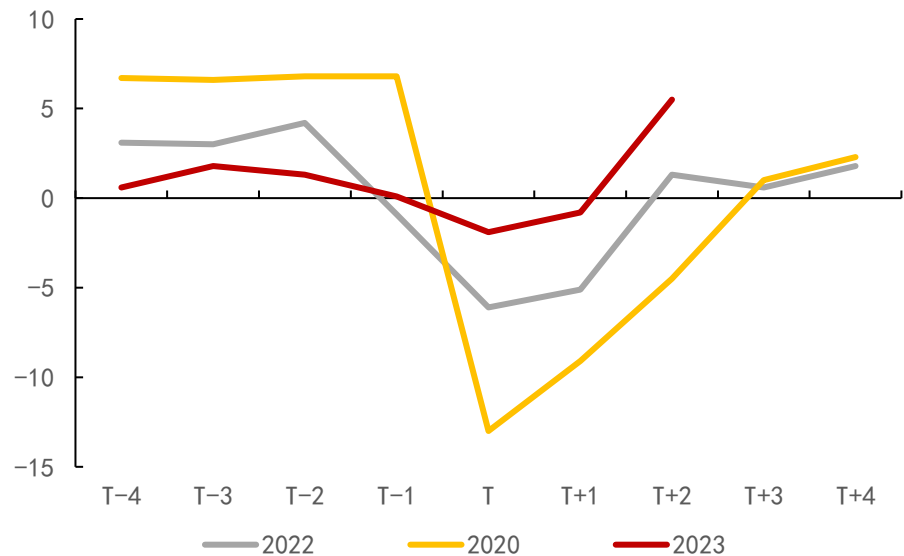
资料来源：wind，天风证券研究所（注：图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月，2022 年 4 月和 2022 年 11 月，1-2 月使用累计同比）

图 3：商品零售同比增速修复情况对比（单位：%）



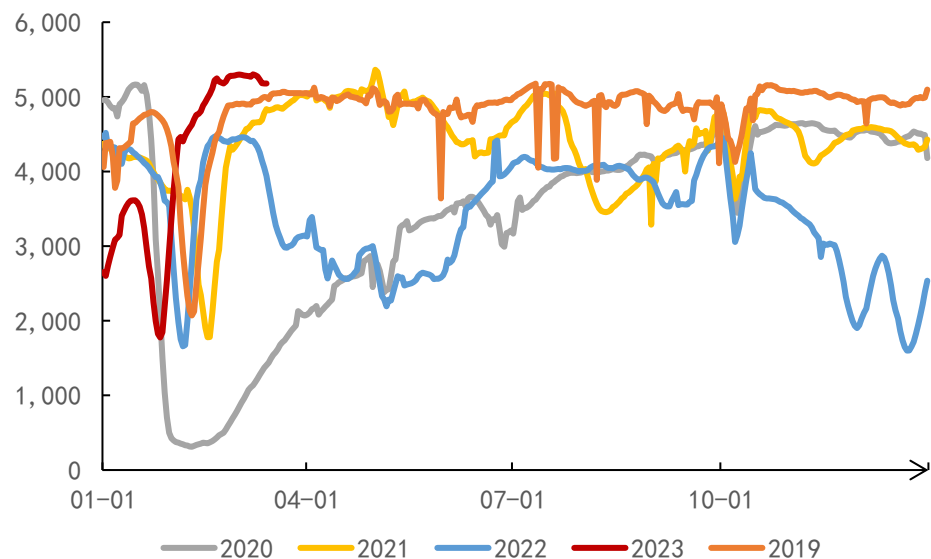
资料来源：wind，天风证券研究所（注：图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月，2022 年 4 月和 2022 年 11 月，1-2 月使用累计同比）

图 4：服务业生产指数（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 图中 2020/2022/2023 的 T0 分别是 2020 年 2 月, 2022 年 4 月和 2022 年 11 月, 1-2 月使用累计同比)

图 5: 居民出行快速修复 (单位: 万人)



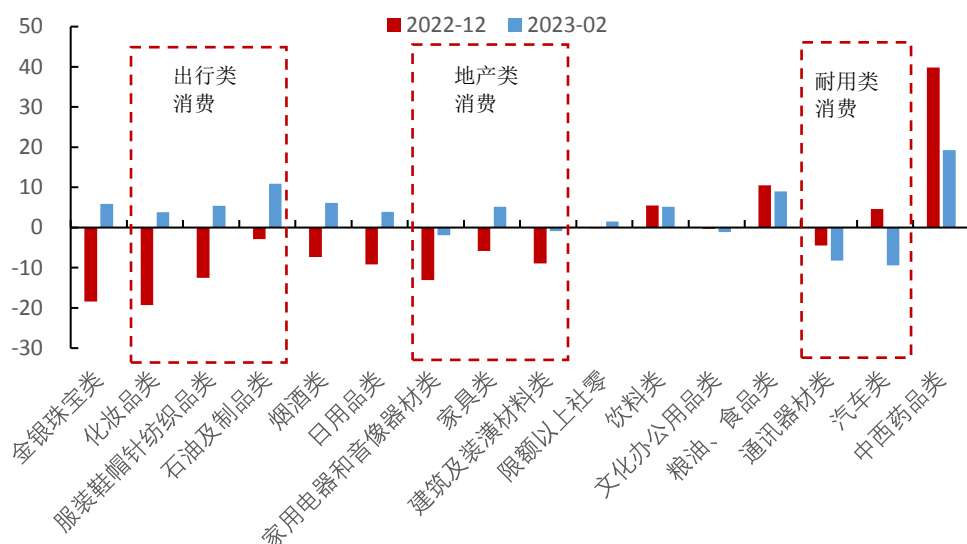
资料来源: wind, 天风证券研究所

在消费结构上，与线下消费修复相关的出行类可选商品消费修复速度最快，如 1-2 月化妆品、服装鞋帽、石油及制品类的同比增速比去年 12 月分别上行 23.1、17.9 和 13.8 个百分点，均重回正增长区间。

其次是房地产类可选商品消费，1-2 月在房地产销售报复性反弹的带动下，家用电器和音像器材、家具、建筑及装潢材料零售额的同比增速比去年 12 月分别上行 11.2、11 和 8 个百分点。

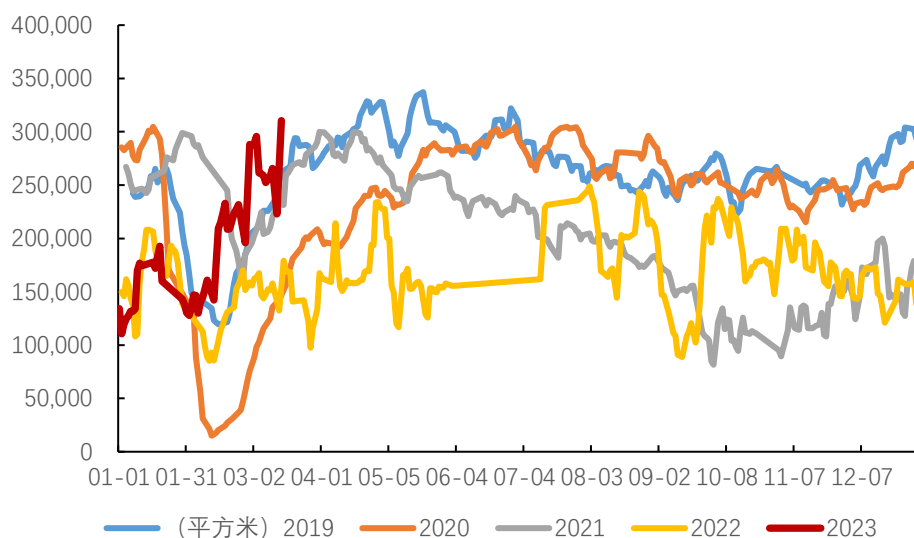
在商品消费整体回升时，通讯器材、汽车和中西药品同比增速明显回落，同比增速相比于去年 12 月分别下行 3.7、14、20.5 个百分点。中西药品同比增速高位回落主要是因为去年受疫情影响较大，相关药品需求旺盛，年初随着疫情影响减弱药品需求回落。通讯器材和汽车等耐用品同比增速回落除了与汽车购置补贴退坡有关外，我们认为可能与居民部门收入端尚未企稳，居民对一般耐用品的需求偏弱有关。

图 6: 分品类商品同比增速 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所（注：2022 年 12 月为当月同比，2023 年 2 月为 1-2 月累计同比，按 1-2 月同比增速 - 2022 年 12 月同比增速的差值大小从左向右排列）

图 7：国内二手房市场稳步修复（单位：平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：城市：上海 杭州 成都 深圳 东莞 佛山 苏州 厦门 南宁 青岛；考虑到可比性，删去空值时间段）

总结一下年初的消费数据，和线下接触类、出行类、地产类有关的消费，无论是商品还

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_53333

