



Research and
Development Center

下沉市场：另一面中国

2024 年 9 月 3 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编: 100031

下沉市场：另一面中国

2024年9月3日

- **印象中的两面中国：头部市场 vs 下沉市场。**提到消费市场，我们往往聚焦于一线或者二线城市，但实际上，一线、二线城市的消费在整体居民消费中所占比重有限。我们认为，繁荣的大都市之外，下沉市场可能更加具备消费潜力。为什么关注的是下沉市场，而不是繁荣的大都市？一是大多数人口居住在下沉市场，二是下沉市场的社零消费占比近2/3。为了方便讨论，我们把中国市场划分为两大市场，一线和二线城市归为头部市场，三线 and 四线及以下城市归为下沉市场。
- **头部市场和下沉市场的多重结构特征。**头部市场和下沉市场在人口、人均可支配收入、社零消费等方面都存在特征差异。**人口方面：**疫情对下沉市场人口减少的冲击已经消退。头部市场人少，下沉市场人多、人口存量占比更高。**收入方面：**下沉市场的收入增速快于头部市场。一线和二线城市的居民人均可支配收入增速明显偏弱，下沉市场拉开了与头部市场的收入增速。**社零方面：**无论是社零存量还是社零增速，下沉市场的表现都优于头部市场。
- **消费增长希望在下沉市场上升。**展望未来来看，我们认为头部市场消费进一步增长的动力不及下沉市场，未来消费增长的希望在下沉市场。首先，现在人口存量主要集中在下沉市场，且头部市场人口流入增速明显放缓，头部市场和下沉市场的人口增速差距在缩小。其次，下沉市场的可支配收入增速高于头部市场。不仅如此，下沉市场的消费意愿恢复势头也好于头部市场。呈现头部市场消费偏弱、下沉市场消费提振的现象。投资方面，建议关注与下沉市场消费相关的领域。
- **风险因素：**国内经济增长不及预期，地缘政治风险超预期等。

目录

一、印象中的两面中国.....	4
二、两大市场的结构特征.....	5
2.1 人口方面：下沉市场人口占比高.....	5
2.2 收入方面：下沉市场居民收入增速更快.....	11
2.3 社零方面：下沉市场的表现也更优.....	14
三、希望在下沉市场上升.....	17
3.1 下沉市场已初显迹象.....	17
3.2 下沉市场消费的两个动力.....	20
3.3 展望.....	21
3.4 投资建议.....	22
风险因素.....	23

表目录

表 1：头部市场与下沉市场的划分.....	4
表 2：头部市场与下沉市场的人口净流入（+）与净流出（-）情况.....	7

图目录

图 1：下沉市场社零占比已达六成.....	5
图 2：从 2022 年开始，中国人口增长率已经由正转负.....	6
图 3：下沉市场的常住人口占比近 7 成.....	6
图 4：头部市场常住人口占比 3 成.....	7
图 5：下沉市场人口流出.....	8
图 6：头部市场人口流入.....	8
图 7：一线城市从 2022 年开始停止了上涨趋势.....	9
图 8：二线城市人口在 2020-2022 期间仍在正增长，但已经非常缓慢.....	9
图 9：三线城市人口止住下跌趋势.....	10
图 10：四线城市人口增速已恢复至疫情水平.....	10
图 11：一线居民人均可支配收入增速放缓.....	12
图 12：二线居民人均可支配收入增速放缓.....	12
图 13：头部市场的居民人均可支配收入高于下沉市场.....	13
图 14：下沉市场可支配收入增速高于头部市场增速.....	13
图 15：今年 Q1 一线城市社零增速继续回落.....	14
图 16：去年二线城市社零增速为 6.4%.....	15
图 17：下沉城市的社零总额高于头部市场.....	15
图 18：下沉市场社零增长率也略高于头部市场.....	16
图 19：今年 1-3 月，下沉市场社零为 7.3 万亿.....	16
图 20：疫情对下沉市场消费支出的影响小于头部市场.....	17
图 21：下沉市场的消费支出增速也高于头部市场.....	18
图 22：一线城市消费支出在疫情影响下表现.....	18
图 23：二线城市消费支出在疫情影响下表现略有波折.....	19
图 24：社零和居民消费的范围差异.....	19
图 25：一线、二线城市的消费倾向都有下降.....	20
图 26：下沉市场的消费倾向上升.....	21
图 27：两大市场常住人口的增速差距在收窄.....	21

一、印象中的两面中国

提到消费市场，我们都习惯性聚焦于一线或者二线城市，但实际上，一线、二线城市的消费与整体居民的消费市场相比起来，一线、二线城市所占比重有限。我们认为，繁荣的大都市之外，下沉市场可能更加具备消费潜力。

为了方便下文讨论，我们把中国市场划分为两大市场：头部市场和下沉市场。

1) **头部市场**：定义为我国一线和二线城市所处区域的市场；

2) **下沉市场**：定义为我国一、二线以外的城市、县镇和农村地区的消费市场。

在此划分基础上，下文所提及的头部市场均指一、二线城市在内的市场，同样，下文所提及的下沉市场均指三线及以下城市在内的市场，不再单独指明。

如何确认头部市场和下沉市场的范围划分？对于城市的划分存在多种方式，我们参考国家统计局统计房价时的划分方式，将中国的整个消费市场划分为一线、二线、三线、四线及以下四个区域。一线城市包括中国经济、人口和行政意义最大的城市，如北京和上海等少数几个城市。二线城市是省会城市，它们比一线城市小，但仍是大都市(如武汉等)。三线城市通常是地级市或县级市，而四线城市由于所含城市或县镇较多，不再一一列举。

其中，一线和二线共 35 个城市归为头部市场，35 个三线城市、四线及以下城市全部归为下沉市场。

表 1：头部市场与下沉市场的划分

市场划分	城市划分	具体范围	城市数量
头部市场	一线城市	北京、上海、广州、深圳	4
	二线城市	天津、石家庄、太原、呼和浩特、沈阳、大连、长春、哈尔滨、南京、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、南昌、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、南宁、海口、重庆、成都、贵阳、昆明、西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐	31
下沉市场	三线城市	唐山、秦皇岛、包头、丹东、锦州、吉林、牡丹江、无锡、徐州、扬州、温州、金华、蚌埠、安庆、泉州、九江、赣州、烟台、济宁、洛阳、平顶山、宜昌、襄阳、岳阳、常德、韶关、湛江、惠州、桂林、北海、三亚、泸州、南充、遵义、大理	35
	四线城市及以下	其余未列出的所有城市、县镇和农村地区	-

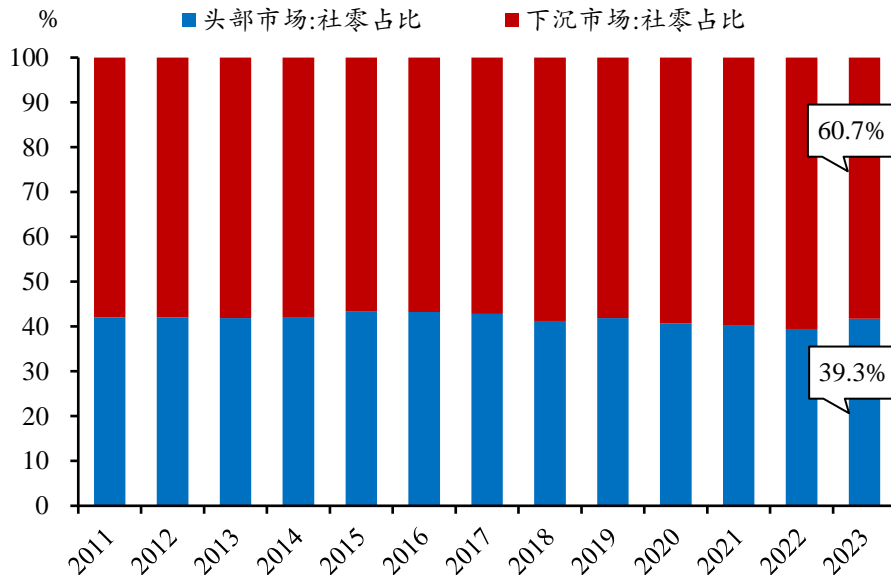
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

为什么关注的是下沉市场，而不是繁荣的大都市？

第一，大多数人口居住在下沉市场。中国有数百个地级市，截止到 2023 年，中国 14 亿人口中近 70% 的比例居住在三四线城市，其中超过 8.0 亿人口居住在四线及以下城市。这意味着大多数中国人口现在居住在非一线、二线城市，这些潜在人口可能使得消费行业在这些往往被忽视的城市地区蓬勃发展。

第二，下沉市场的社零消费占比近 2/3。一般情况下，一、二线城市居民收入高、消费支出也高，往往给人一、二线城市总消费占比也很高的错觉。实际上，以我们对下沉市场和头部市场的划分方式来看，疫情前的 2011-2019 年，头部消费市场的社零份额略超 40%，但经过疫情后，头部市场已经不及 40%，社零份额正向着下沉市场倾斜。截至 2023 年，下沉市场社零份额已经超过 60%，这显示头部市场的消费占比并不如大家想象的那样高，而占比更高的下沉消费市场可能更为重要。

图 1：下沉市场社零占比已达六成



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、两大市场的结构特征

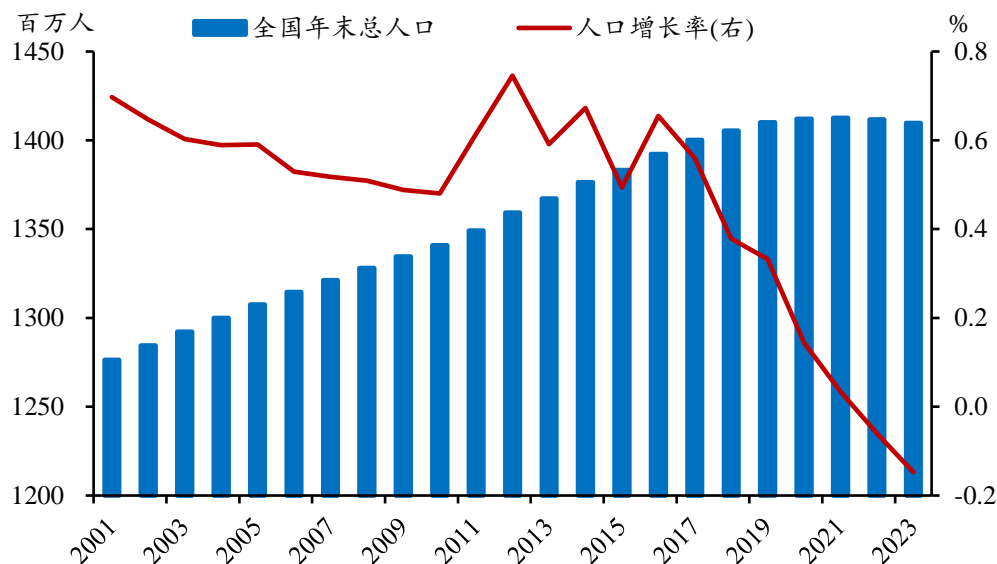
我们根据头部市场和下沉市场涵盖的城市范围将特征指标（人口、人均可支配收入、社零）逐一梳理、汇总，以便进行比较。

2.1 人口方面：下沉市场人口占比高

居民总体消费以人口规模为依托，我们以常住人口为基础对比两大市场的人口特征。从存量上看，下沉市场人口占比具有绝对优势。

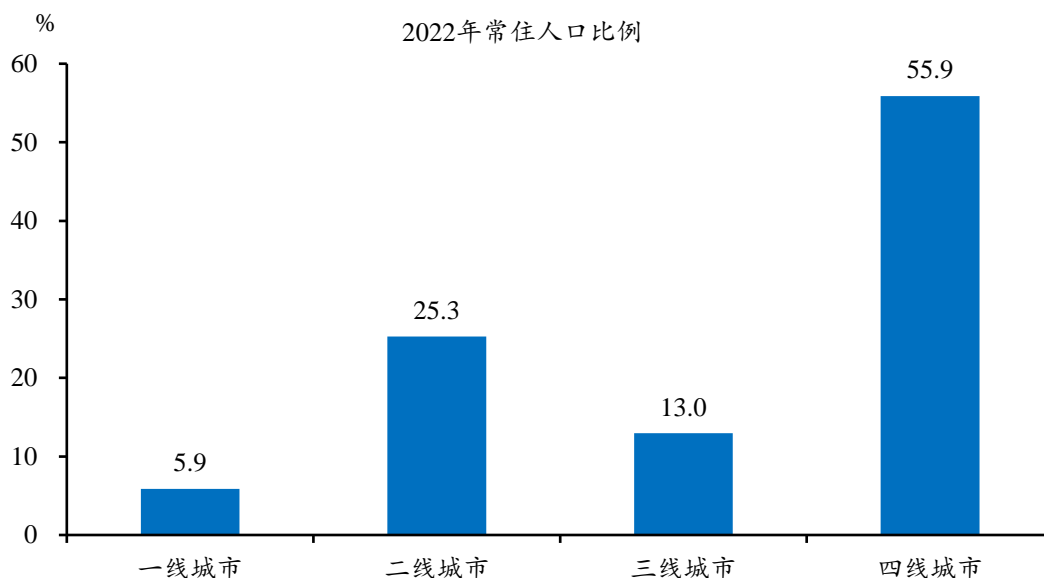
1) 从人口存量来看，头部市场人少，下沉市场人多且占比超过七成。整体上看，中国人口增长率从 2016 年就开始直线下滑，直至 2022 年人口增长率出现由正转负，人口正式进入负增长。截至 2022 年，我国下沉市场人口约占总人口七成，相比之下，头部市场人口仅总人口的三成左右。

图 2：从 2022 年开始，中国人口增长率已经由正转负

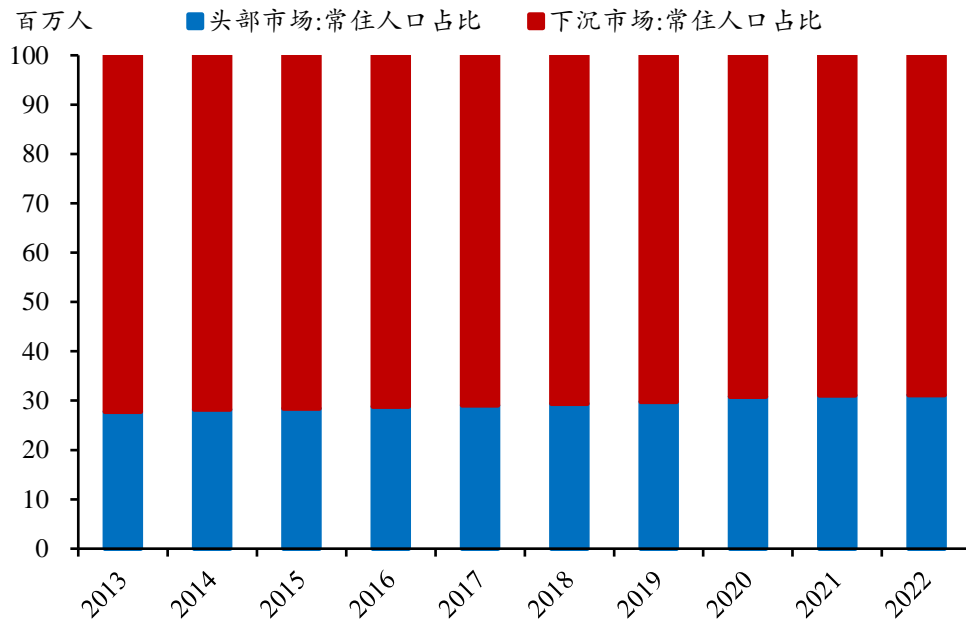


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 人口增长率为右轴

图 3：下沉市场的常住人口占比近 7 成



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：头部市场常住人口占比 3 成


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2) 从人口流量来看, 疫情影响下沉市场的人口净减少较严重, 但目前已基本稳定。在 2020 年疫情期间, 一线、二线城市人口仍在净流入, 而三线、四线及以下城市面临人口净流出的压力。尤其是四线及以下城市, 人口净流出持续了三年(2019 年-2021 年)。持续三年的新冠疫情对头部市场和下沉市场的人口变动都产生了明显影响, 背后可能包括非常规的生育减少、死亡增加和迁移的滞后。

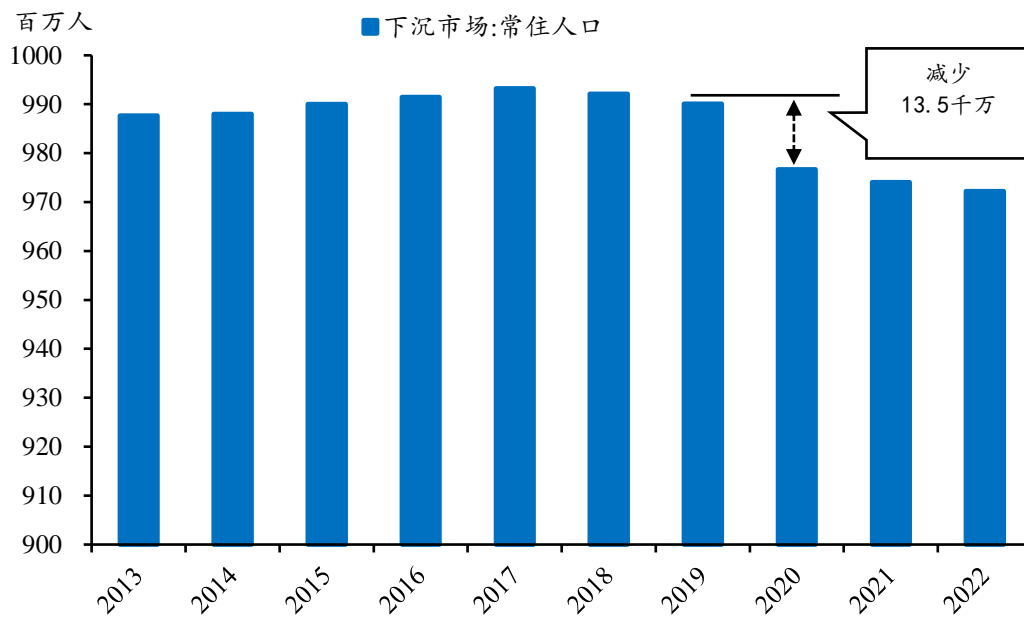
2020 年疫情发生将人口阻拦在头部市场。2020 年当年, 下沉市场人口减少 1350 万人, 头部市场增加 1550 万人, 下沉市场减少的人口停留在头部市场, 而头部市场额外多出的 200 万人和 2020 年全国总人口的增长数量基本一致(图 2)。由于人口增长率越来越低, 头部市场和下沉市场的人口增减更多由人口的机械变动引起(如: 迁入、迁出), 而非自然增长。我们认为, 2020 年疫情发生使得下沉市场的部分人口停留在头部市场。

从总体上看, 疫情发生使得下沉市场人口滞留在头部市场, 但目前这一趋势已基本平稳。

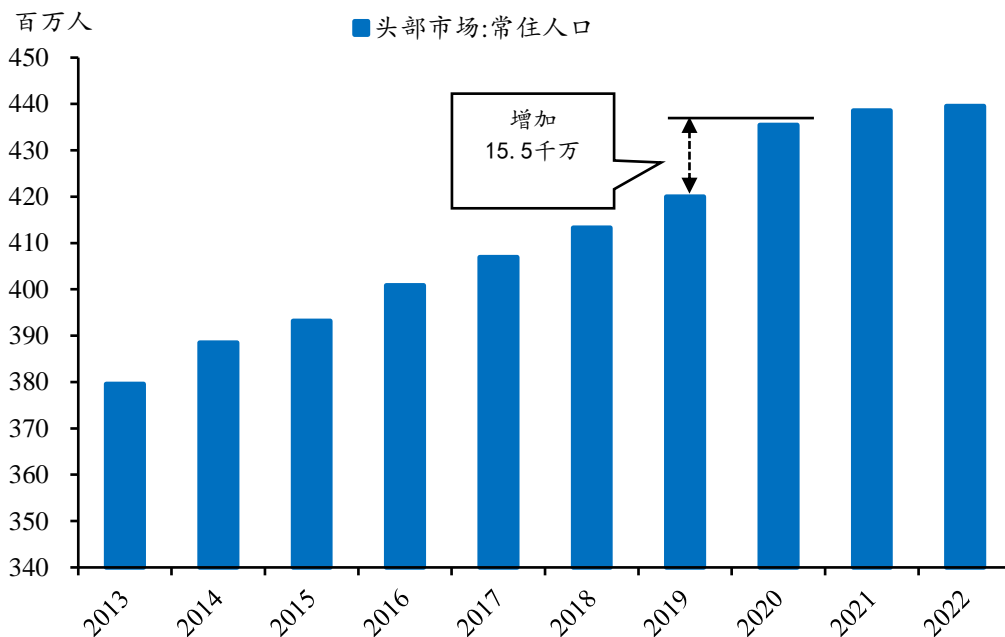
表 2：头部市场与下沉市场的人口净流入(+)与净流出(-)情况

市场划分	城市划分	2019	2020	2021	2022	2023
头部市场	一线城市	+	+	+	-	+
	二线城市	+	+	+	+	N/A
下沉市场	三线城市	+	-	-	+	N/A
	四线城市及以下	-	-	-	-	N/A

资料来源: ifind, 信达证券研发中心, “N/A”表示因太原和哈尔滨 2023 年常住人口数据缺失故无法计算二线总人口变动方向

图 5：下沉市场人口流出


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：头部市场人口流入


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

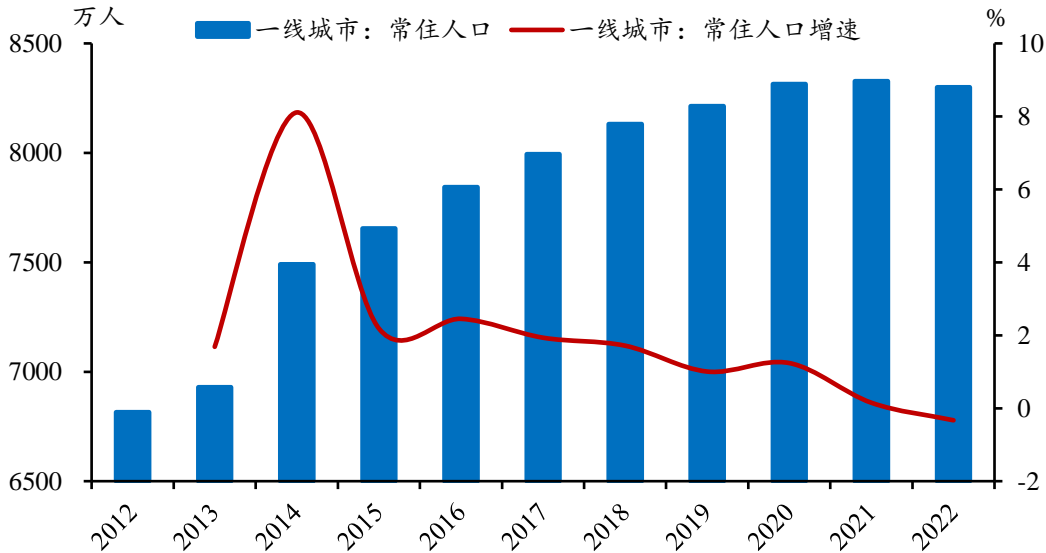
分区域来看，不难看出 2020 年当年的人口主要是四线及以下城市人口滞留在二线城市，而非一线城市。不仅如此，截至 2022 年四线及以下人口增速已经修复至疫情前。

1) 一线人口增速在 2020 年小幅抬升，而后增速继续放缓，甚至出现负增。疫情发生时，一线城市人口并未出现下降，在 2020 年出现人口增长，其增速从 2019 年的 1.0% 提升至 1.2%。但 2021 年人口增速继续放缓，直

到 2022 年一线城市人口开始出现负增长，人口出现下降。

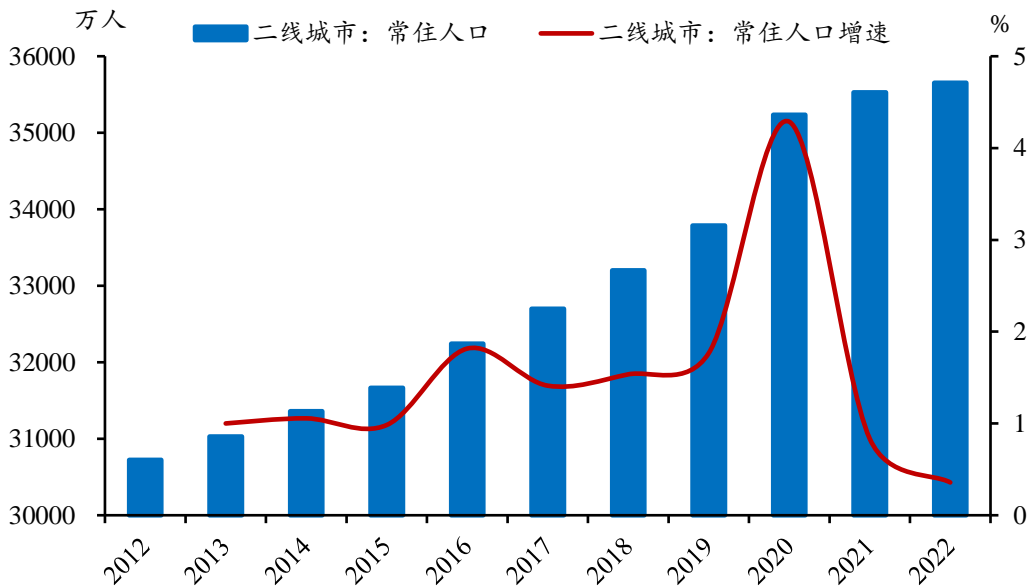
2) 二线城市人口在 2020 年大幅抬升，此后进入低速增长。2020 年，二线城市常住人口出现明显增长，共增长 1448 万人（图 8），与头部市场增加的 1550 万人相比，占比超过 90%。从下沉市场进入头部市场的人群，主要进入了二线城市。此后三年里，二线城市人口虽也在增长，但增速明显放缓，甚至比疫情前 2013 年-2019 年的增速水平还低，进入低速增长的阶段。在二线城市里面，部分二线城市人口自然增长率甚至出现了负增长，从地方来看，如黑龙江、重庆等地区都有人口负增长的现象。

图 7：一线城市从 2022 年开始停止了上涨趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 人口增速为右轴

图 8：二线城市人口在 2020-2022 期间仍在正增长，但已经非常缓慢

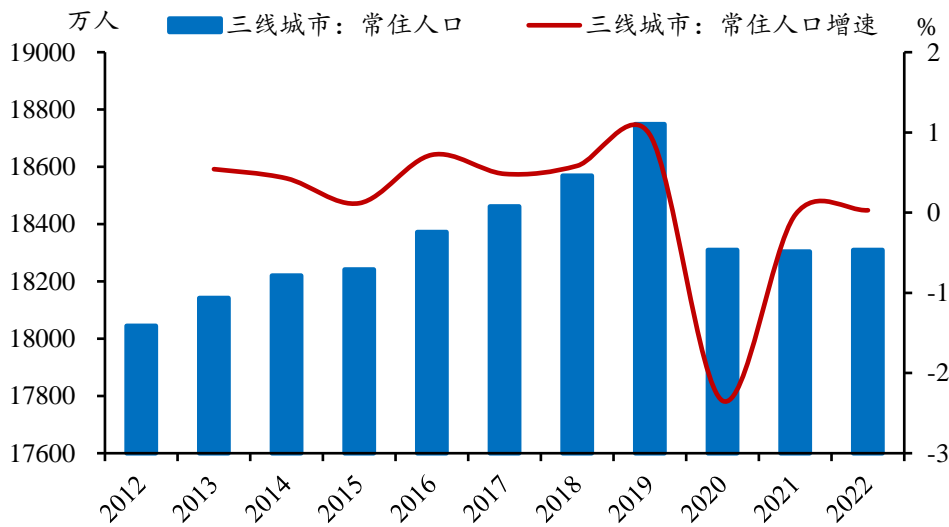


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 人口增速为右轴

3) 三线城市在 2020 年人口流出后，进入“零增长”。经过了 2020 年的疫情冲击后，三线城市的的人口受到明显影响，在 2020 年减少了 440 万人（图 9）。并在此后三年里都一直维持在 2020 年 18.3 千万的人口水平附近，人口基本进入“零增长”阶段。

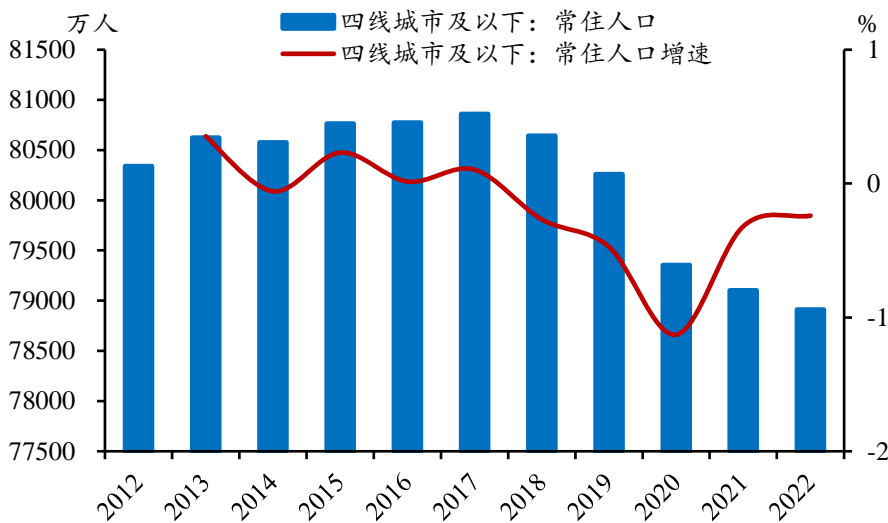
4) 疫情加快了四线及以下城市的人口下滑，但现已修复。从2018年开始，四线及以下城市的人口数量在疫情前就已呈现出下滑的趋势，而2020年的疫情更加快了该区域的人口下滑，但目前四线及以下城市人口的增速已经回到疫情前水平。

图 9：三线城市人口止住下跌趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 人口增速为右轴

图 10：四线城市人口增速已恢复至疫情水平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 人口增速为右轴

2.2 收入方面：下沉市场居民收入增速更快

决定居民消费的是居民的可支配收入，而国家统计局在公布收入时主要公布的是居民人均可支配收入，而非总可支配收入。

据此，我们计算整个头部市场和下沉市场居民人均可支配收入的方法如下：

1) 统计一线、二线城市的居民人均可支配收入。我们利用4个一线城市、31个二线城市的全体居民人均可支配收入求和平均得出一线和二线城市各自的居民人均可支配收入。

2) 按照一线、二线人口权重，计算头部市场的人均可支配收入。由于一线城市和二线城市人口体量有差距，我们以二者常住人口的所占比重来衡量一线、二线城市对头部市场居民人均可支配收入的影响权重，统计出2015-2022年头部市场的人均可支配收入，**得到头部市场的人均可支配收入数据。**

其中，由于并非各个城市都有直接公布的全体居民人均可支配收入。针对未公布全体居民人均可支配收入的城市，我们利用该城市公布的城镇居民、农村居民的人均可支配收入来推算整个城市的全体居民人均可支配收入。公式如下：

$$\text{全体居民的人均可支配收入} = \text{城镇居民的人均可支配收入} * \text{城镇居民人口比重} + \\ \text{农村居民的人均可支配收入} * \text{农村居民人口比重}$$

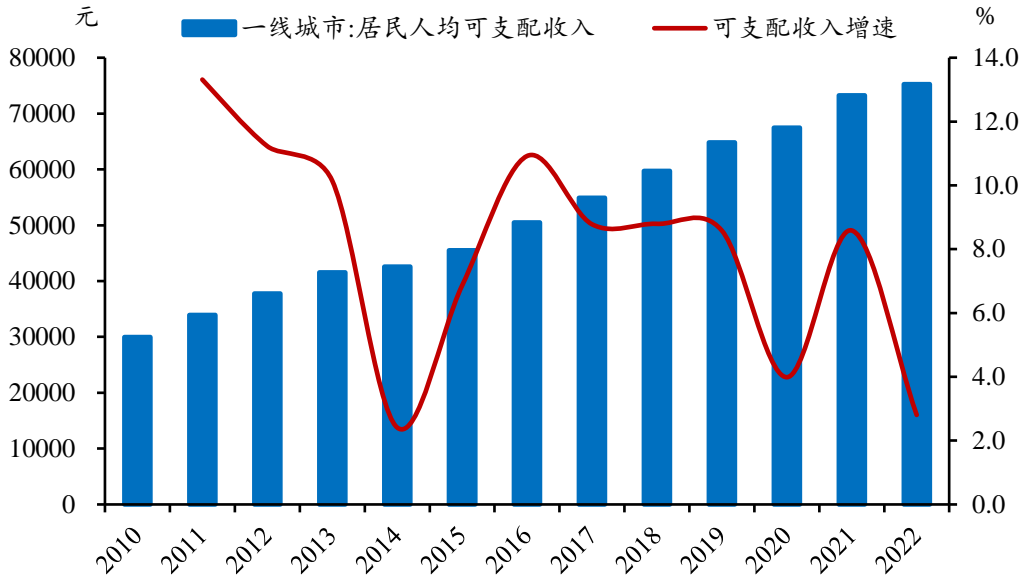
3) 倒推出下沉市场的人均可支配收入。以全国人均可支配收入和下沉市场常住人口的比重，通过以下公式来倒推出下沉市场的人均可支配收入，**得到下沉市场的人均可支配收入数据。**

$$\text{全国居民人均可支配收入} = \text{头部市场居民人均可支配收入} * \text{头部市场人口比重} + \\ \text{下沉市场居民人均可支配收入} * \text{下沉市场人口比重}$$

从我们整理的头部市场与下沉市场的可支配收入数据来看，有两个有意思的现象。

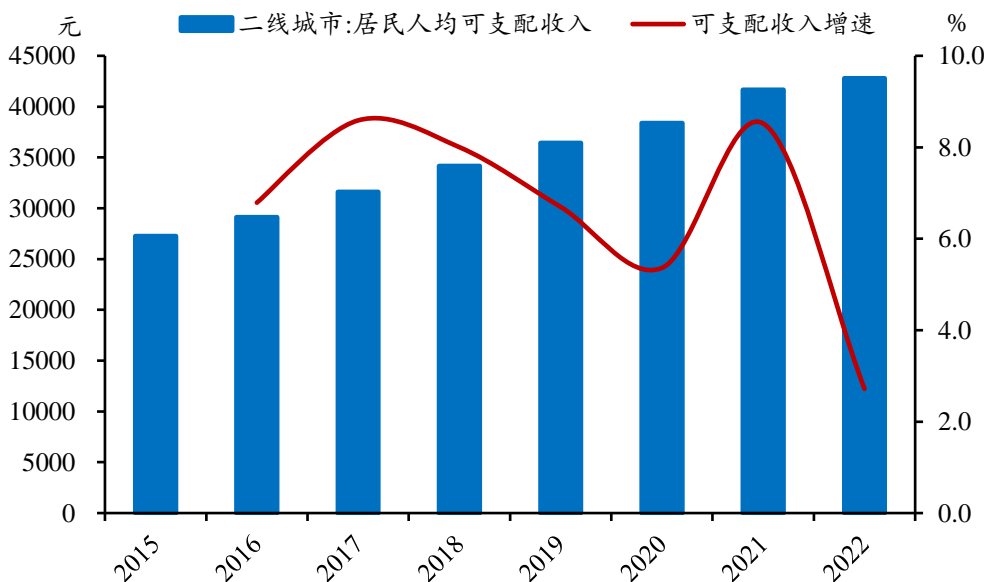
第一，头部市场居民 2022 年的可支配收入增速比 2020 年还弱。受到疫情冲击的影响，2020 年，一线城市居民的人均可支配收入增速下滑至 4.0%，二线城市居民的人均可支配收入增速下滑至 5.4%。而 2022 年，一线城市居民人均可支配收入增速为 2.8%，低于 2020 年受到疫情冲击时的 4.0%；同年二线城市居民人均可支配收入增速为 2.7%，低于 2020 年受到疫情冲击时的 5.4%。相比之下，疫情对二线城市的可支配收入增速冲击更大。

图 11：一线居民人均可支配收入增速放缓



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 收入增速为右轴

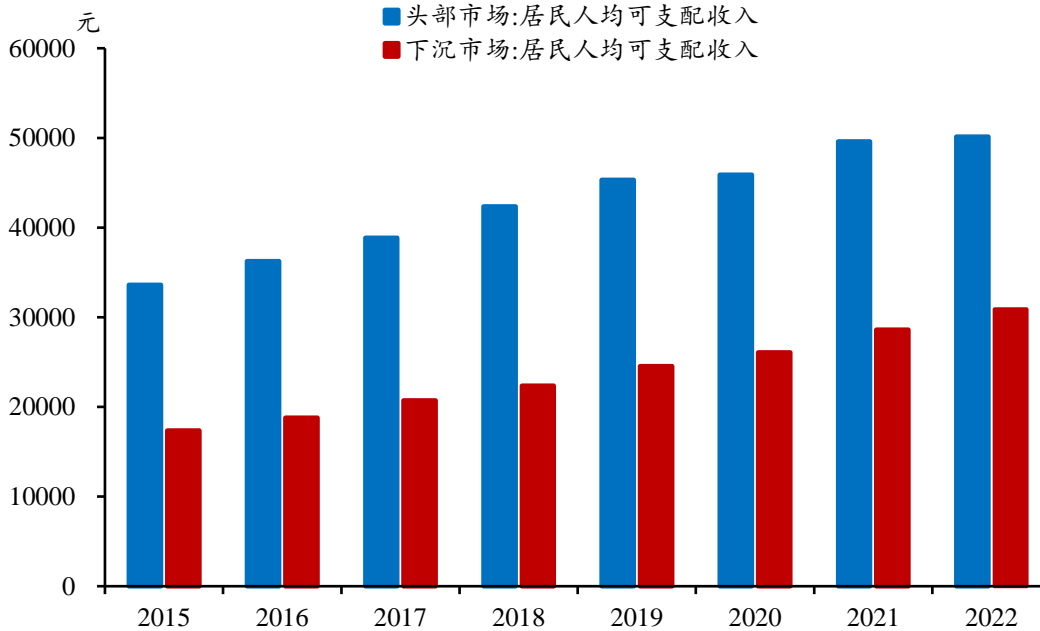
图 12：二线居民人均可支配收入增速放缓



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 收入增速为右轴

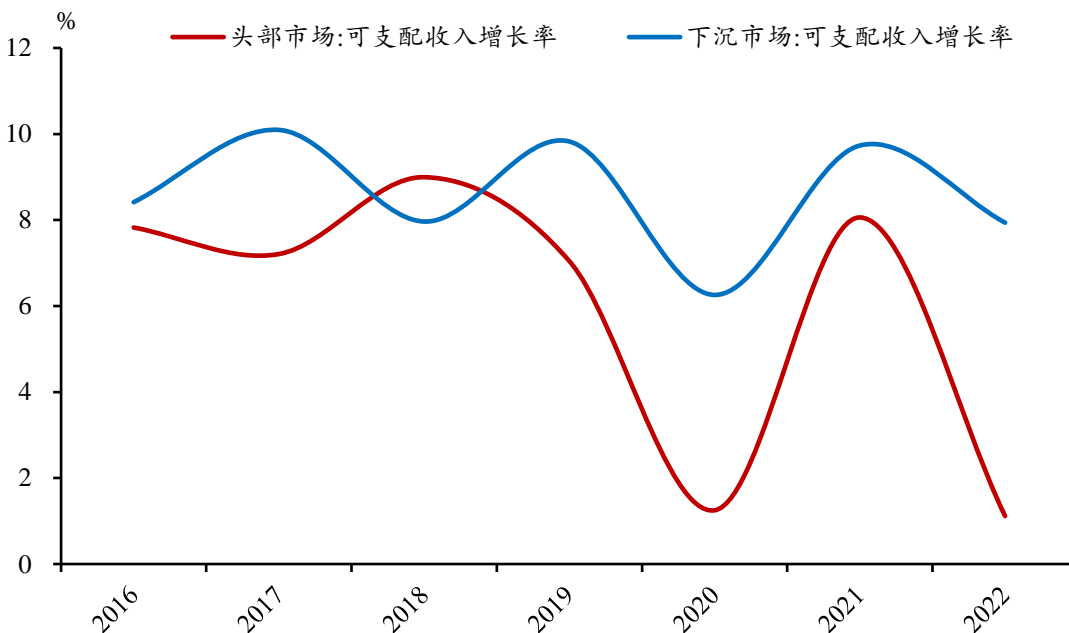
第二，头部市场和下沉市场之间的可支配收入增速差距进一步扩大。2016-2022年，头部市场与下沉市场的居民人均可支配收入都在提高。2016年-2019年，头部市场居民人均可支配收入增速基本上在7%-9%之间波动；下沉市场居民人均可支配收入增速基本上在8%-10%左右上下波动。但在疫情冲击时，头部市场居民的人均可支配收入增速下滑得比下沉市场要多，2022年亦是如此。2020年，居民人均可支配收入增速中，头部市场的增速比下沉市场增速低5.1个百分点；2022年，头部市场和下沉市场之间的可支配收入增速差距进一步扩大至6.8个百分点。

图 13：头部市场的居民人均可支配收入高于下沉市场



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 14：下沉市场可支配收入增速高于头部市场增速



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

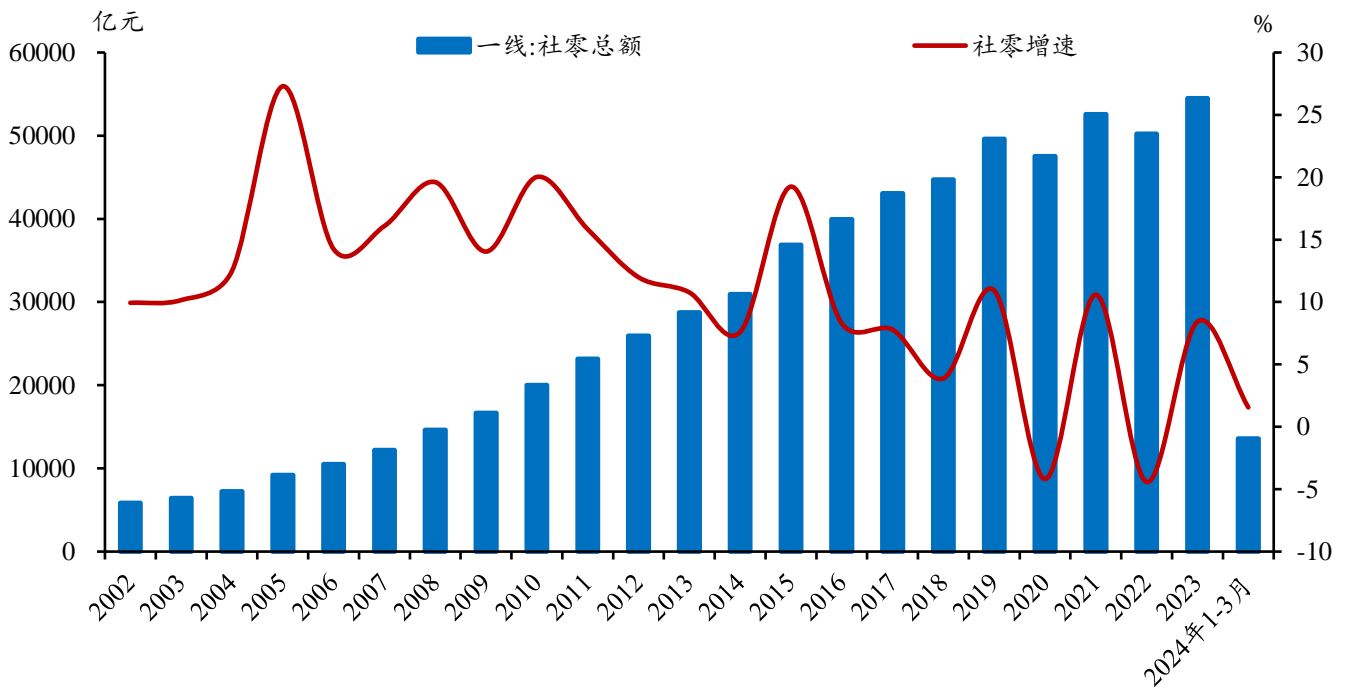
2.3 社零方面：下沉市场的表现也更优

1) 总量上看，疫后头部市场的社零总量出现收缩，而下沉市场的社零总量继续增长。疫情打断了2011-2019年头部市场和下沉市场社零总额提高的趋势，2020年头部市场和下沉市场的社零总额都有下滑，之后继续恢复增长。而2022年下沉市场的社零总量有支撑，继续增长至26.6万亿元，头部市场社零总额却再度出现收缩。

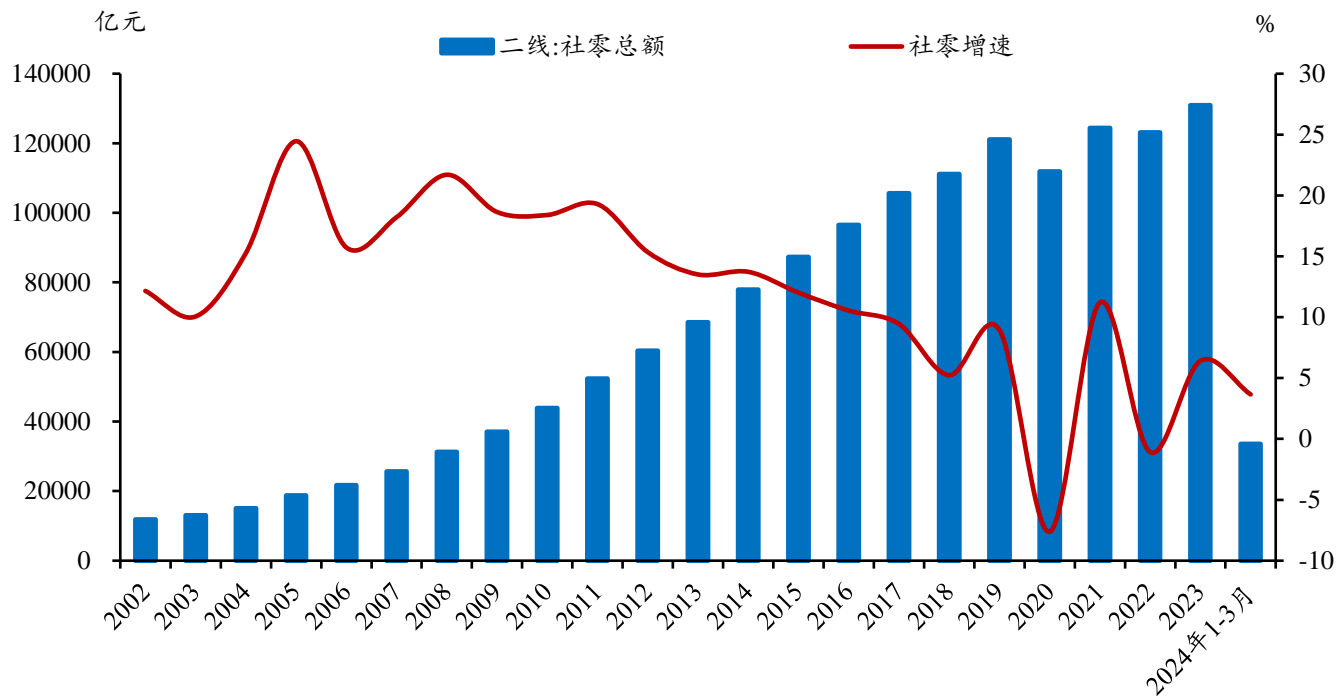
2) 增速上看，下沉市场社零增速也高于头部市场。2017-2019年，下沉市场的社会零售品销售总额增长率略微高于头部市场，且增长速度呈现下降趋势。但在2020-2021年，可能是受到疫情影响，生活物资需求量增加，增长率有小幅提升，之后恢复正常。2022年，下沉市场的社零增速依旧略高于头部市场。

无论是社零存量还是社零增速，下沉市场的表现都优于头部市场。通过下沉市场社会零售品销售总额高于头部市场、下沉市场社会销售品零售总额增长率略高于头部市场，我们认为下沉市场的社零消费潜力或比头部市场更大。

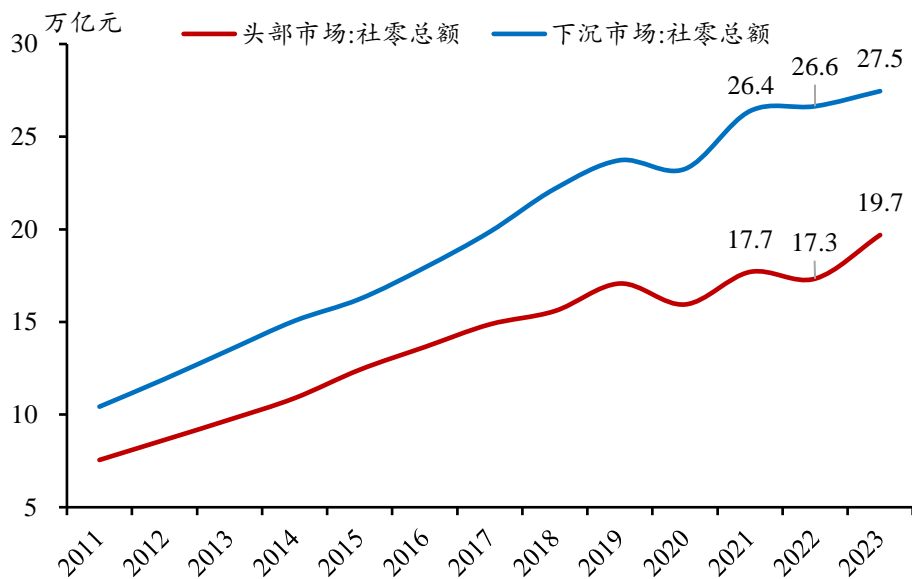
图 15：今年 Q1 一线城市社零增速继续回落



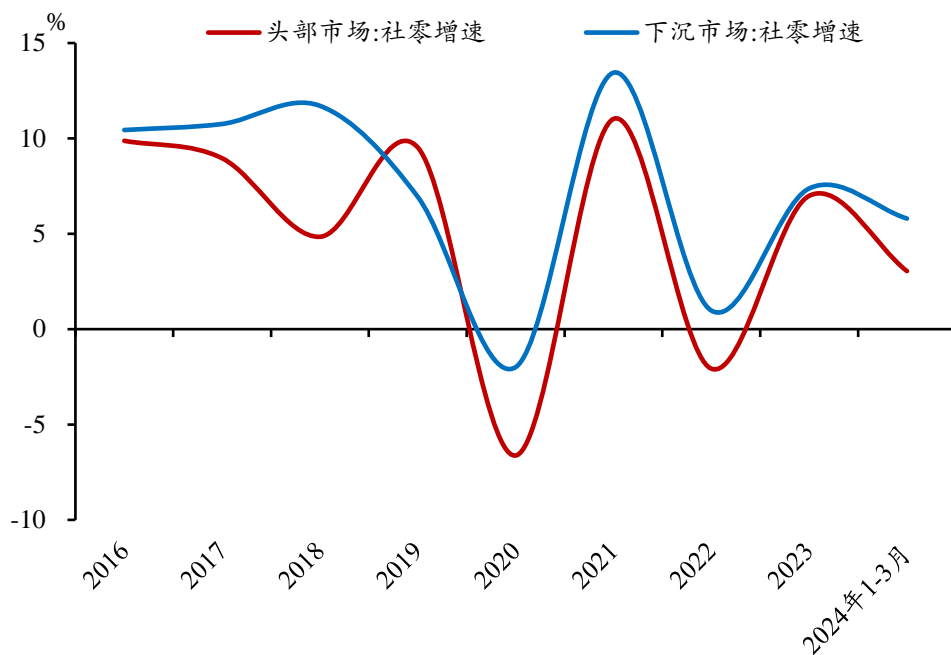
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 社零增速为右轴

图 16: 去年二线城市社零增速为 6.4%


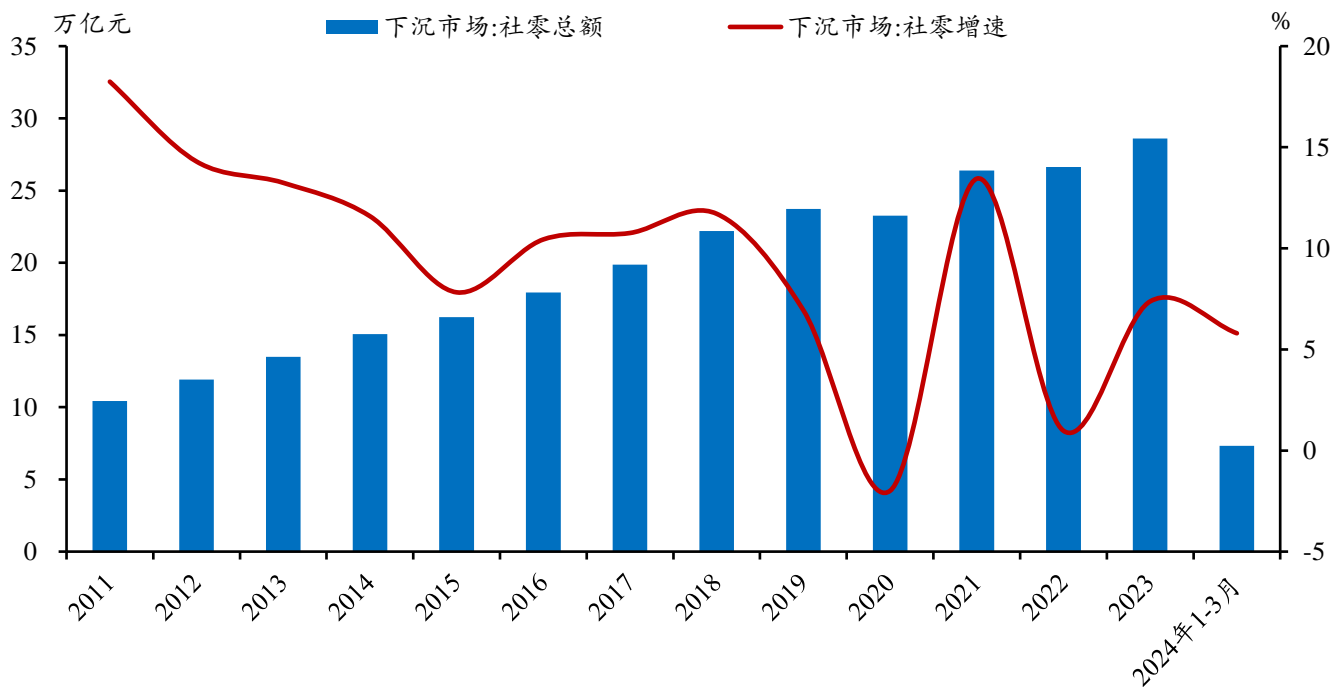
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 社零增速为右轴

图 17: 下沉城市的社零总额高于头部市场


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 18: 下沉市场社零增长率也略高于头部市场


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 19: 今年 1-3 月, 下沉市场社零为 7.3 万亿


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 社零增速为右轴

三、消费增长希望在下沉市场上升

通过对比两大市场的特征，我们已经看到无论是人口存量、可支配收入增速，还是社零增速，下沉市场表现均更优，这或预示着未来的消费增长希望更多在下沉市场。

3.1 下沉市场已初显迹象

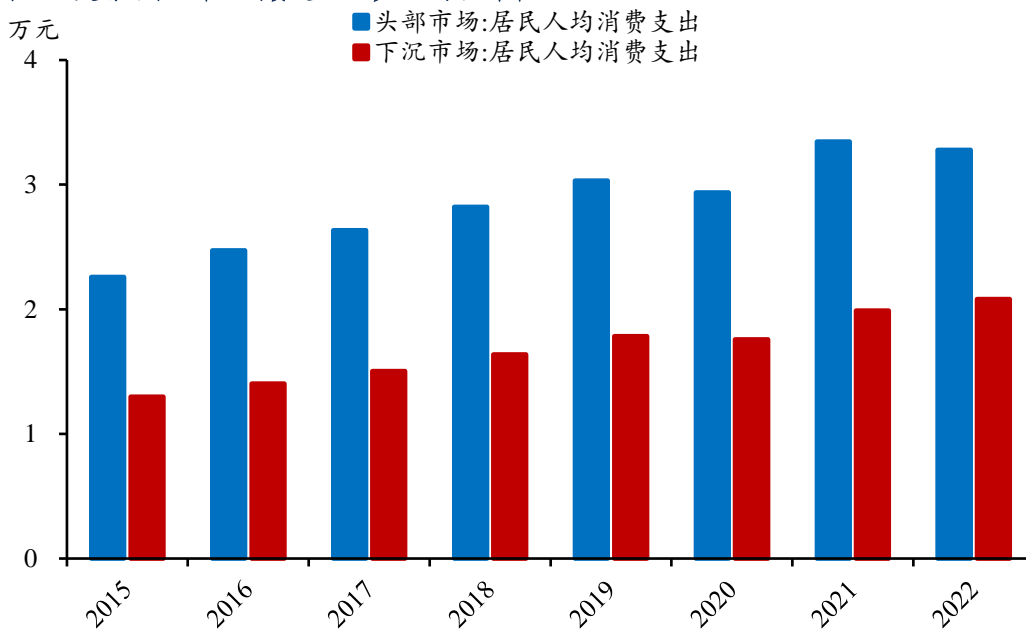
我们认为，下沉市场比头部市场更加具备消费潜力的迹象在于，头部市场消费支出增速已经开始落后于下沉市场。

2022年头部市场消费增速仍差，而下沉市场却较2020年出现明显好转。

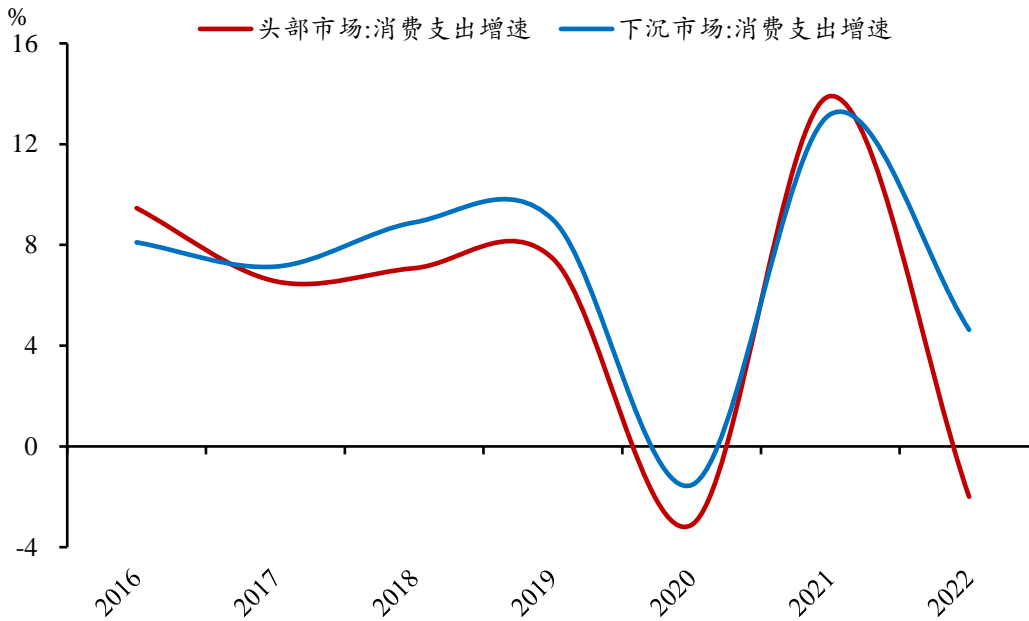
1) 疫情对下沉市场和头部市场的消费支出都有冲击。2020年头部市场消费增速下滑至-3.1%的水平，而下沉市场消费增速回落至-1.5%，在2018-2020年这三年内，头部市场和下沉市场的人均消费增速差距没有发生明显变化，这或显示出一开始疫情的发生对两大市场的影响程度可能没有明显差异。

但值得注意的是**2022年**，头部市场和下沉市场的人均消费增速差距却出现了显著的差距，并且是下沉市场消费增速高于头部市场。

图 20：疫情对下沉市场消费支出的影响小于头部市场

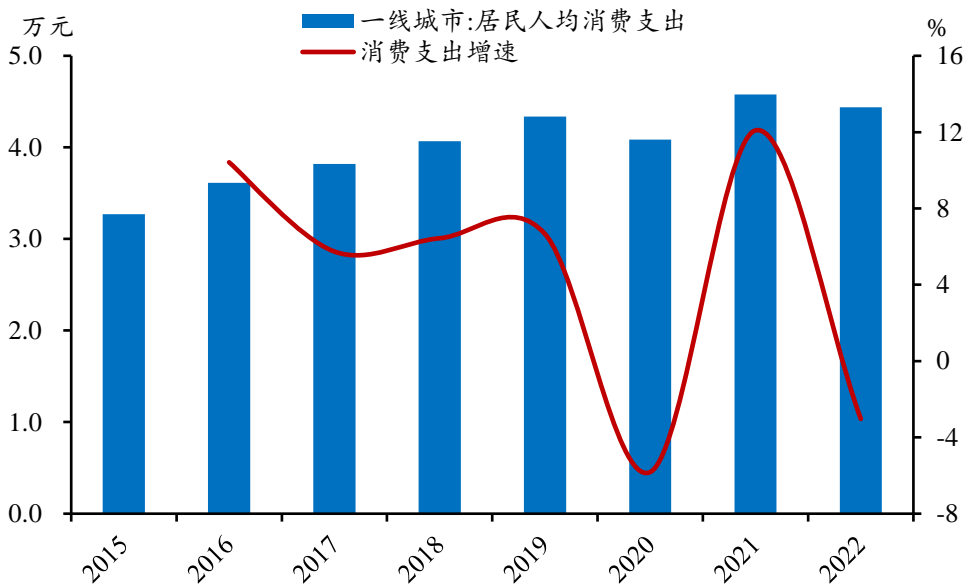


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

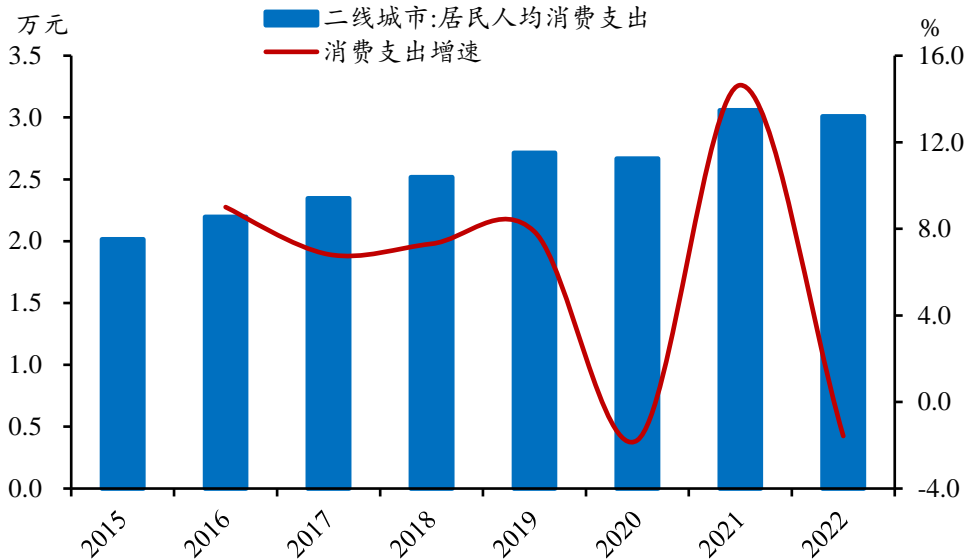
图 21：下沉市场的消费支出增速也高于头部市场


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2) 一线和二线城市消费支出增速仍较低。受疫情发生的影响，2020 年一线城市和二线城市人均消费支出增速陷入负区间，2022 年一线和二线城市消费支出增速仍较低。2022 年一线城市居民人均消费支出增速为-3.0%，较 2020 年受到疫情冲击时的-5.8%修复了 2.8 个百分点。二线城市居民的人均消费支出也略有修复，2022 年二线城市居民人均消费支出增速为-1.6%，较 2020 年受到疫情冲击时的-1.8%仅修复 0.2 个百分点。

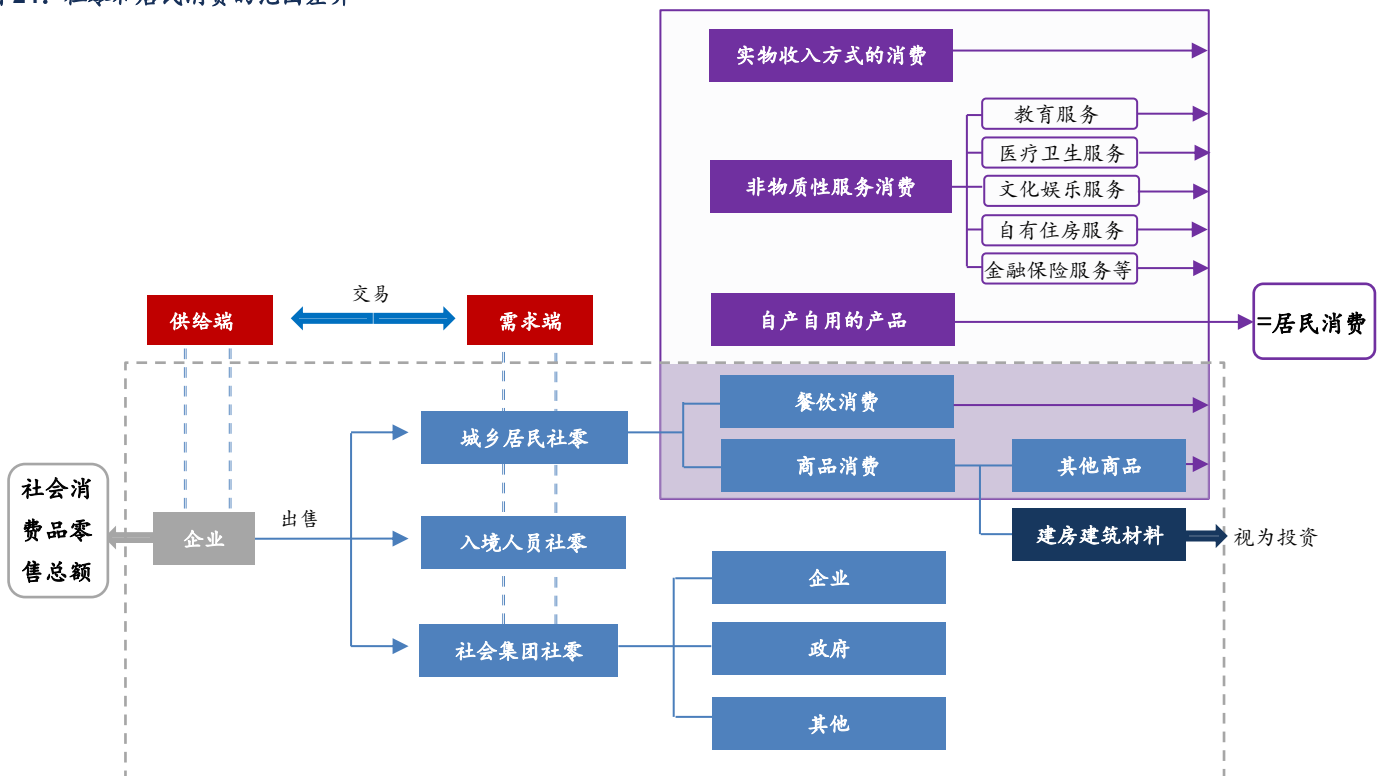
图 22：一线城市消费支出在疫情影响下表现


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 消费增速为右轴

图 23：二线城市消费支出在疫情影响下表现略有波折


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 消费增速为右轴

2022 年, 下沉市场和头部市场的人均消费支出增速差距明显高于二者社零增速的差距。根据社零和居民消费的范围差异, 由于购房行为被视作投资行为, 购房支出不计入消费支出, 因此我们认为下沉市场和头部市场的消费支出增速差距并非是源自地产消费的影响, 而是下沉市场可支配收入增速更高。

图 24：社零和居民消费的范围差异


资料来源: 信达证券研发中心

3.2 下沉市场消费的两个动力

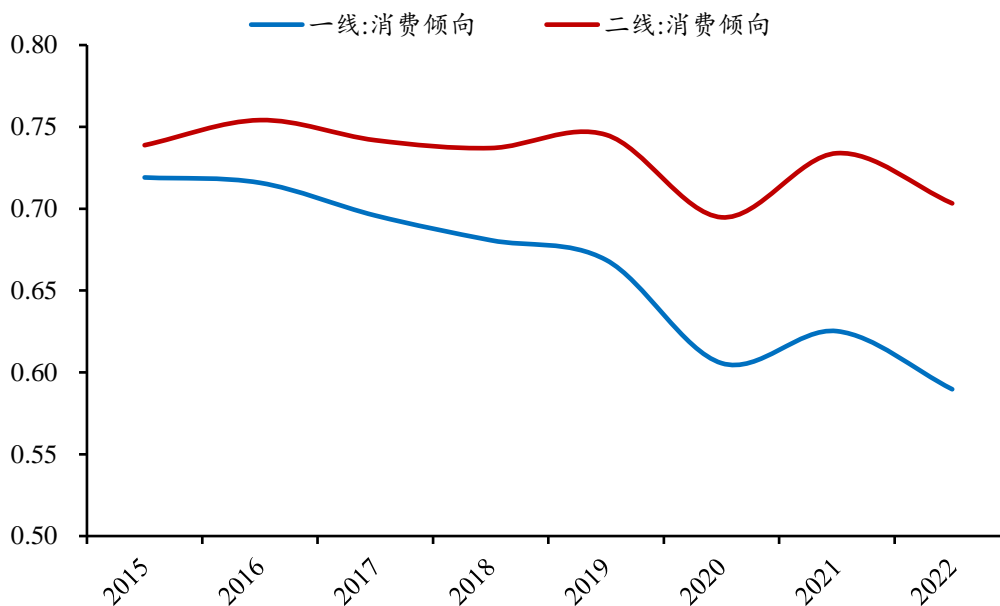
相比之下，下沉市场的消费支出增速已经由负转正，但头部市场的消费支出增速仍在负区间，我们认为两大市场呈现的差距背后的动力源自两个：

第一，下沉市场的可支配收入增速高，与头部市场的人口增速差距也在缩小。虽然下沉市场的居民可支配收入绝对值落后于头部市场，但下沉市场在 2022 年的可支配收入增速却基本回到了疫情前的水平。相比之下，头部市场在经过疫情冲击之后，2022 年的可支配收入增速水平仍较疫情前出现明显的回落。不仅如此，过去头部市场一直面临高速的人口流入，而下沉市场一直面临着较大人口流出。但现在下沉市场和头部市场的人口增速差距已经在明显缩小，头部市场人口流入增速明显放缓。

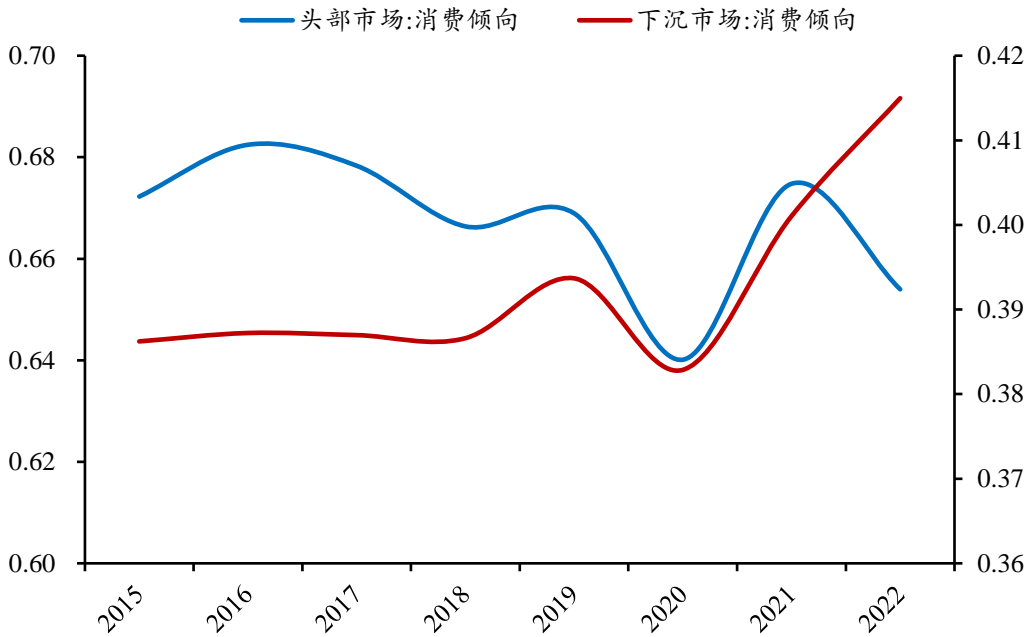
第二，下沉市场居民的消费意愿提升，而头部市场的消费意愿仍在受挫。2020 年，在疫情的影响之下，一线、二线城市甚至下沉市场的消费倾向都有受到冲击。但在 2021 年到 2022 年期间，下沉市场和头部市场的消费倾向呈现出不同的趋势。具体来说，下沉市场居民的消费意愿提升，而头部市场的消费意愿仍在受挫。我们认为，一二线城市居民面临的房价压力较大，加之经济不确定性增加，导致消费意愿相对保守；而三四线城市的消费提振趋势明显，居民收入稳步增长，加上生活成本相对较低，使得这部分人群更愿意增加消费支出。

在收入增速和消费意愿的双重影响下，下沉市场消费进一步增长的动力略强于头部市场。

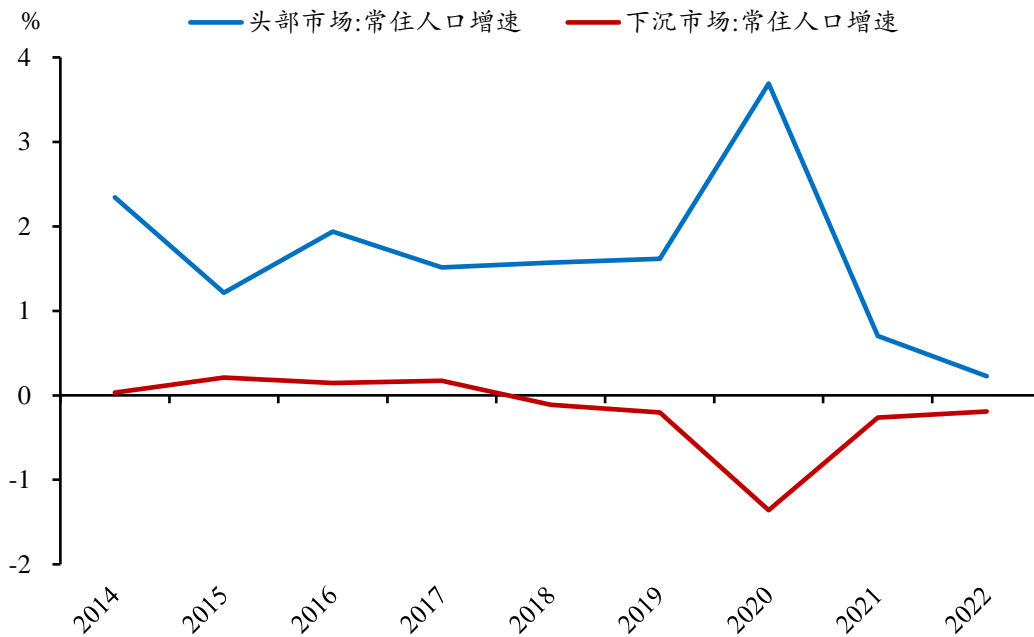
图 25：一线、二线城市的消费倾向都有下降



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 26：下沉市场的消费倾向上升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 下沉市场为右轴

图 27：两大市场常住人口的增速差距在收窄


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.3 展望

展望未来来看，我们认为头部市场消费进一步增长的动力不及下沉市场，未来消费增长的希望在下沉市场。

首先，相当长时期以来，人口增长已经不是主要靠人口出生自然增长，而是机械增长（指通过人口迁进迁出形成的人口变化），尤其在现在的人口负增长时期。而现在人口存量主要集中在下沉市场，且头部市场人口流入增速明显放缓，头部市场和下沉市场的人口增速差距在缩小。

其次，下沉市场的可支配收入增速高于头部市场。2022年，下沉市场的可支配收入增速（7.9%）已经恢复至超2020年水平，甚至与疫前2018年增速水平基本一致（8.0%）。而头部市场可支配收入增速几乎和2020年一样弱（图14）。不仅如此，下沉市场的消费意愿恢复势头也好于头部市场（图26）。

3.4 投资建议

建议在需求扩张的领域中寻找结构性机会。前期我们重点分析了需求收缩的五大群体及其行为，指出实际上经济中也存在一些需求扩张的群体和领域，如重大项目和存量项目扩建投资高增、第二产业投资比重持续上升、乡村消费保持较强韧性等，其中可能蕴藏结构性投资机会（见已外发报告《需求收缩的五大群体都有哪些？》）。

建议关注与下沉市场消费的相关领域。通过头部市场与下沉市场的拆分，我们发现下沉市场的收入增速和消费意愿修复均更好，呈现头部市场消费偏弱、下沉市场消费提振的现象。我们认为未来消费进一步增长的希望更多在下沉市场。长期来看，随着下沉市场居民收入水平继续增长，未来下沉市场的消费者可能会从基本的生存性消费向发展性或提升性消费转变。在这种背景之下，我们认为零售业等与下沉市场及聚焦该市场的消费升级板块可能值得关注。

风险因素

国内经济增长不及预期，地缘政治风险超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。