

作为中流砥柱的消费：结构分解、政策影响与未来展望

——宏观预测专题报告四

宏观专题报告

2019年06月17日

报告摘要：

社零增速从2018年开始下滑主要受汽车消费和非居民部门消费的拖累。在减税降费和鼓励消费政策支持下，预计全年社零增速不低于名义GDP增速。面对各种风吹雨打，消费将成为中国经济增长的中流砥柱。

● 商品视角：汽车消费是引起社零增速下滑的重要原因

限额商品零售下滑导致社会商品零售下滑，其中汽车零售下滑尤为突出。社会消费品零售下滑未受餐饮收入拖累，限额商品零售从去年6月起下滑加剧，导致商品零售持续下滑，其中的汽车零售增速大幅下降，在8月进入负区间。

网上商品零售增速逐年放缓，但依旧远高于商品零售增速。社会网上商品零售经过高速发展后对商品零售的影响已不可忽视，2018年在商品零售中占比达到18.43%。网上商品零售增速通常会在二四季度大幅上升，对今年下半年社零增速回暖有提振作用。

● 部门视角：非居民部门消费下滑是社零增速下滑的主因

居民商品零售和非居民商品零售分解后，我们发现非居民商品零售下滑导致去年社零下滑。非居民商品零售在去年企业不景气的大环境下呈现下滑趋势，而在消费者信心回升下居民商品零售增速有所改善。非居民商品零售在商品零售占比的上升，使得社零对居民消费的解释力度下降。

居民消费增长不及收入增长，房贷增速过快是主因。居民消费增长在2015年后一直低于收入增长，房贷规模爆发式上升对居民消费产生挤出效应。房市收紧和减税降费将改善居民的边际消费能力。

● 政策影响：减税降费拉动商品零售回升，服务消费保持高增长

我们测算个人所得税减税可拉动商品零售0.34个百分点，服务消费增长快于商品消费增长，消费结构继续升级。我们发现居民商品消费增速低于非居民商品消费增速是合理的。在减税降费和消费结构升级的趋势下，2019年有可能出现非居民商品零售全年增速回升，居民商品零售增速略有放缓，消费服务维持高增速。

● 未来展望：消费将成为中国经济增长的中流砥柱

社零增速将逐渐回升，预计全年增速不低于名义GDP增速。新能源汽车和国六标准等政策刺激汽车零售回升，减税降费改善居民和非居民的边际消费能力，合力推动社零增速回暖。服务消费增速维持高增速，全年占比有望突破五成。贸易摩擦和全球经济放缓可能正在影响就业市场，新增就业人数均低于去年同期。

● 风险提示：

政策推进不及预期、贸易战升级等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

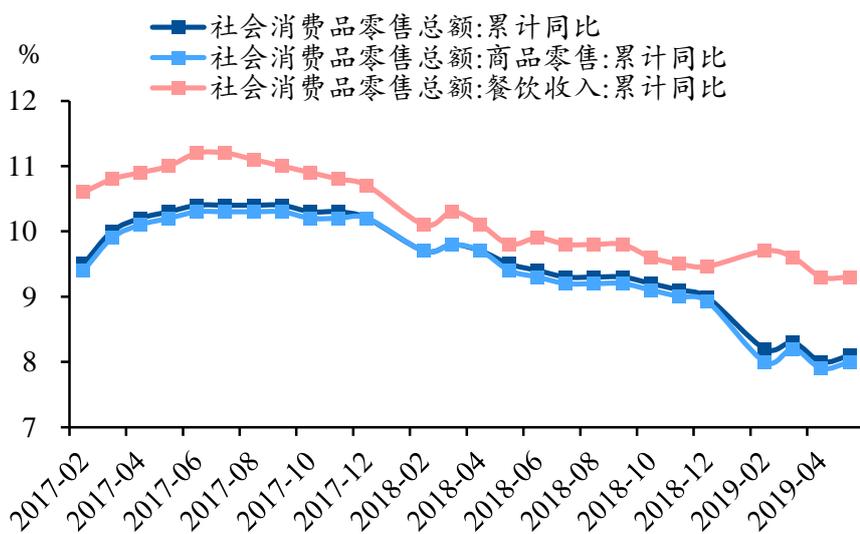
一、商品视角：汽车消费是引起社零增速下滑的重要原因	3
(一) 商品零售大幅下滑导致社零下滑.....	3
(二) 限额以上零售内的汽车零售大幅下滑.....	4
(三) 实物商品网上零售的拉动作用下降.....	5
二、部门视角：非居民部门消费下滑是社零增速下滑的主因	7
(一) 社会零售和消费的区别.....	7
(二) 居民商品零售和非居民商品零售的测算过程.....	7
(三) 房贷规模扩张制约居民消费能力.....	9
三、政策影响：减税降费拉动商品零售回升，服务消费保持高增长	10
(一) 服务消费是新增长点.....	10
(二) 减税降费对商品零售拉动的测算分析.....	12
四、未来展望：消费将成为中国经济增长的中流砥柱	12
风险提示	12

一、商品视角：汽车消费是引起社零增速下滑的重要原因

(一) 商品零售大幅下滑导致社零下滑

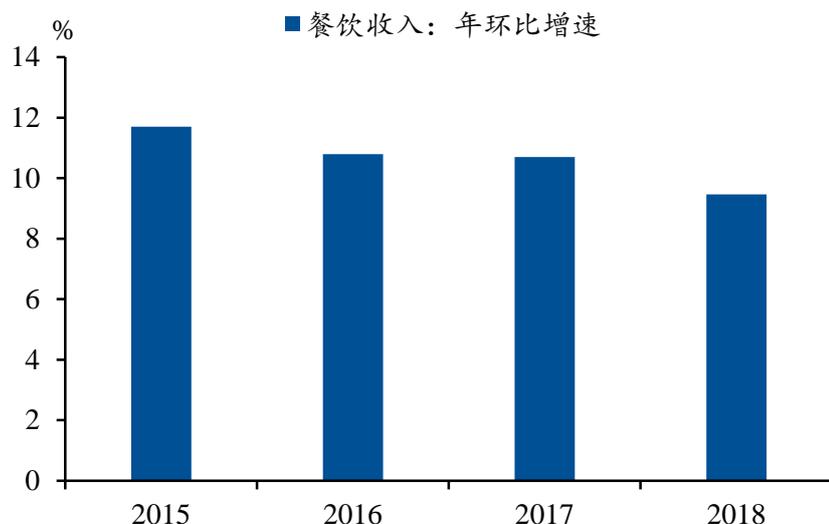
社会消费品零售（社零）增速下滑主要来自商品零售下滑，餐饮收入依旧稳定。社零总额包括以货币交易方式直接售给居民部门和非居民部门的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。餐饮收入增长一直快于社零增长，尤其是进入 2019 年以后，餐饮收入依然保持高增速，相对的商品零售同比增速出现较大下滑（图 1）。餐饮收入属于一种特殊的商品销售形式，既包含实物商品又提供餐饮服务，在 2018 年社零总额的占比约为 11%。餐饮收入增速逐年放缓，2018 年环比增速为 9.47%，与社零增速之间存有较大下行空间，2019 年不会拖累社零增长（图 2）。

图 1：2019 年社零总额随商品零售继续下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

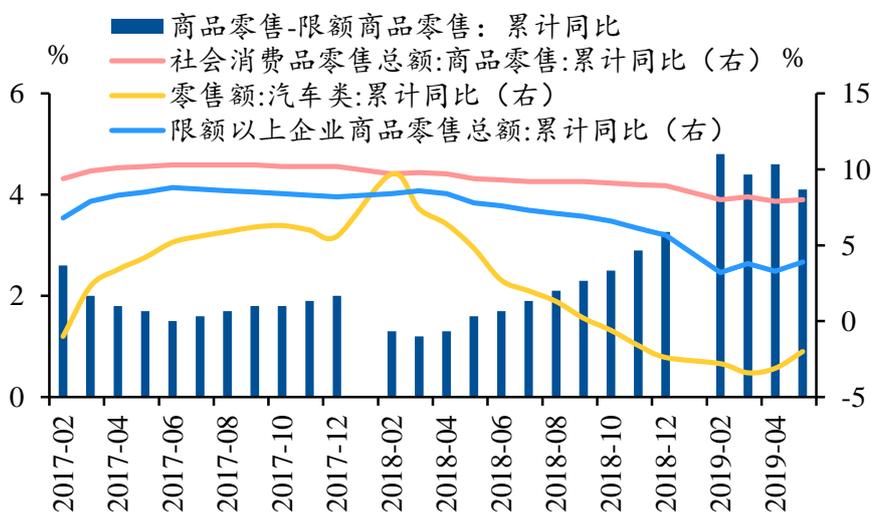
图 2：餐饮收入增速虽逐年下滑，尚不会拖累零售下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 限额以上零售内的汽车零售大幅下滑

图 3：限额以上商品拖累商品零售，汽车零售下滑尤为突出

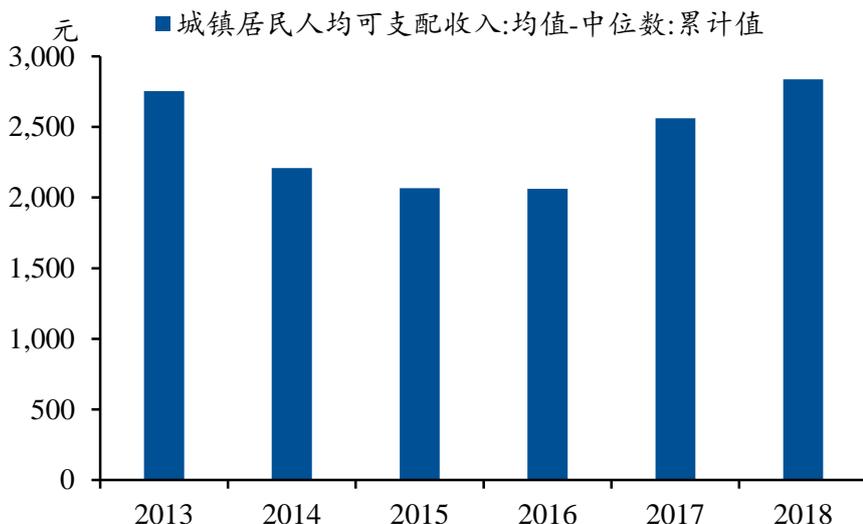


资料来源：Wind，民生证券研究院

限额以上商品零售大幅下滑导致商品零售下滑加剧，其中的汽车零售下滑尤为突出。商品零售从 2018 年开始出现轻微下滑趋势，2019 年增速进一步下降，由此引发对消费增长乏力的担忧。其实，限额以上商品零售从 2018 年 4 月便已出现下滑扩张的趋势，差距在 2019 年大幅扩大。汽车零售是限额商品零售中最重要的组成部分之一，汽车零售额占

限额以上零售额在 2017 年约为 28%，汽车零售增速在去年 3 月后出现明显下滑，10 月进入负区间（图 3）。前期小排量车购置税减免、国五标准实施等刺激政策透支购车需求，导致 2018 年汽车零售在需求不足下大幅下滑。另一方面，收入是支撑消费的基础，中下收入增速不足也是制约汽车消费的潜在因素。通过可支配收入增长均值与中位数的差距变化，我们发现汽车平均拥有量较低的中下收入群体与高收入群体的收入增长差距从 2016 年开始出现扩大趋势，表明中下收入群体增速低于高收入群体增速（图 4）。

图 4：城镇人均收入差距走扩，今年受减税影响有望改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

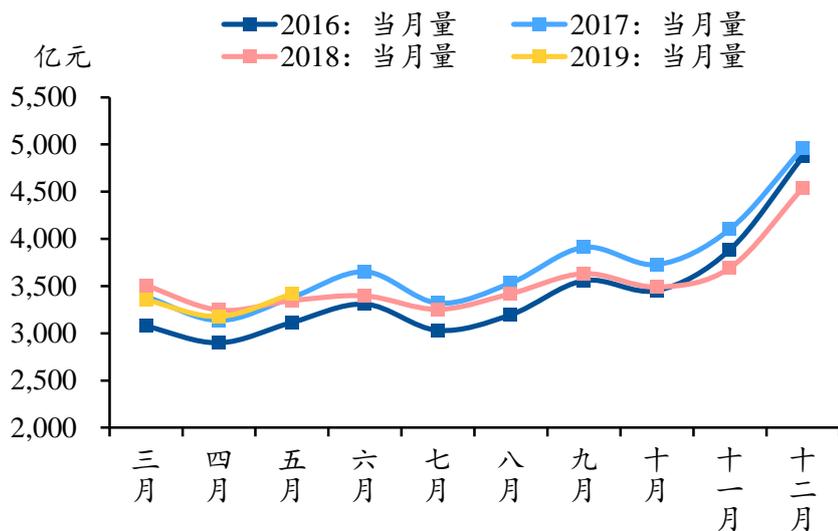
国六标准提前实施，新能源汽车限购解除等政策刺激汽车零售下半年回暖。今年年初汽车销售额不如去年同期是因为部分消费者在等待国六标准的实施。国六标准于 7 月 1 日提前实施，将消除等待中的消费者的顾虑，促进汽车更新换代的需求。另外，发改委等三部门于 6 月 7 日发布《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》，提出不得对新能源汽车实行限行、限购，鼓励地方对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持。毫无疑问，这是对汽车消费市场的重大利好，今年 5 月汽车零售已高于去年同期，随着政策实施落地后需求得到释放，下半年汽车零售增长可能快速回升，月度零售额将处于 2018 年之上，保持汽车零售同比正增速，从而促进社零增速回升（图 5）。

（三）实物商品网上零售的拉动作用下降

实物商品网上零售增速依然远高于商品零售增速，拉动作用逐渐减弱。经历多年高速发展后，实物商品网上零售额在商品零售额的占比于 2018 年达到 18.43%，表明其对社零的影响已不容小视。尽管实物商品网上零售额增速在 2018 年高开低走，其整体增速依

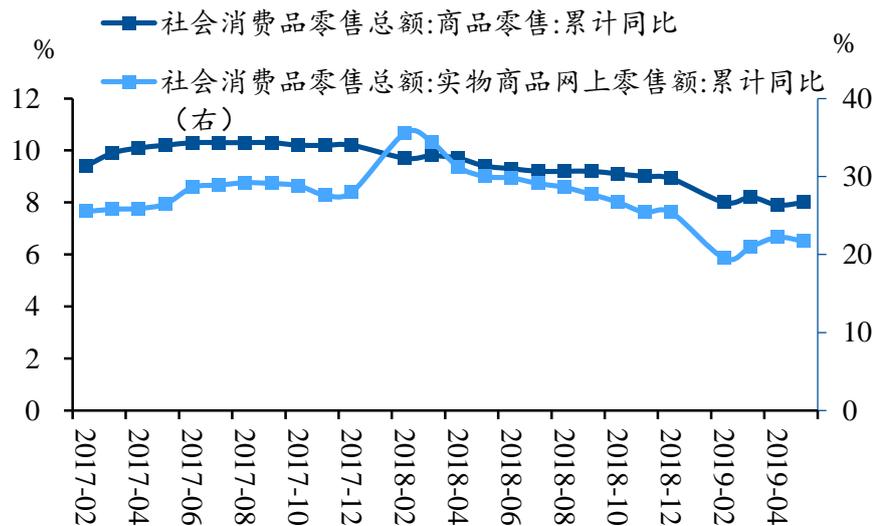
旧远高于整体商品的增速水平（图6）。线上电商的节假日活动价格“操纵”，消费者新鲜感下降，市场趋向饱和等因素使得网上商品增速逐渐下滑。短期内网上零售增速不会低于商品零售增速。值得注意的是，网上实物商品中大额消费品占比并不高，对除汽车以外的其他零售消费品有参考作用。网上零售环比增速会在第二和第四季度有大幅度上升，对今年年初疲软的零售增速有提振作用（图7）。

图 5：2018 年汽车零售额大部分低于 2017 年同期，2019 年下半年将改善



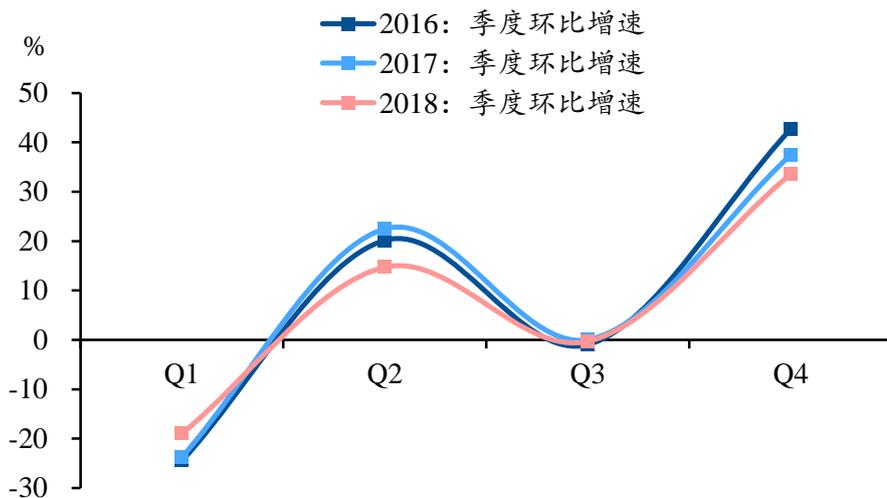
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2018 年网上商品零售高开低走，增速依旧远高于总体水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：网上零售环比增速具有高度季节性，后三季度明显优于一季度



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、部门视角：非居民部门消费下滑是社零增速下滑的主因

（一）社会零售和消费的区别

社会零售不等同于消费，两者之间可相互借鉴。社会消费品零售包含餐饮收入、居民部门用于生活消费的实物商品和非居民部门用于非生产、非经营的实物商品，不包含服务消费；GDP 支出法中的最终居民消费包含商品消费和服务消费，最终居民消费支出除了货币交易形式的商品和服务消费，还包含以其他形式获得的居民虚拟消费支出。我们不使用人均消费性支出中的文化教育、交通和通信、家庭设备用品及服务细分服务消费支出是因为人均消费中的服务性消费依然包含实物商品消费。我们使用统计局公布的最终居民消费中的服务占比，而非人均消费中的服务占比。另外，零售和消费存在统计口径的不同：商品零售是从商品供给端来统计，不再区分居民部门和非居民部门；居民消费支出从商品需求端统计，同时包含购建房支出。因此，我们测算和分解的居民零售和非居民零售会存在误差。我们的方法依然能够提供居民商品消费和服务消费的大致变化情况。

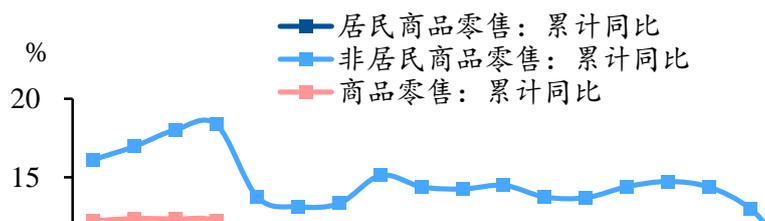
（二）居民商品零售和非居民商品零售的测算过程

我们通过三个步骤测算和分解商品零售额中居民部门零售和非居民部门零售的季度

数据。首先，我们需要推算最终居民消费支出的季度数据。根据城乡人均消费性支出和相对应的人口规模，我们计算得出季度居民消费性支出数据。比较过去五年年末的居民消费性支出和最终居民消费，我们发现两者之间差距稳定在 17% 左右，该部分为虚拟消费支出或是购建房支出。假设虚拟消费支出年内占比不变，我们可以把居民消费性支出的季度数据换算为最终居民消费的季度数据。然后，我们需要商品消费和服务消费在最终居民消费中的占比。统计局在最近两年的新闻发布会上公布 2018 年和 2017 年服务消费在最终居民消费中的占比分别为 49.5% 和 49.2%，2013 年至 2017 年服务消费占比的平均增速为 1.02 个百分点。根据服务消费占比变化，我们可以推算出最终居民消费内的服务消费额和商品消费额。最后，我们需要考虑两者统计口径的误差。《中国主要统计指标诠释（第二版）》提到 2012 年居民商品消费需求占实物商品社会零售的 60% 左右。假设 2012 年最终居民消费的商品消费与商品零售的居民商品零售之间 3% 左右误差不变，我们可以推算出社会商品零售中居民部门商品零售和非居民部门商品零售的季度数据。

2018 年社会商品零售增速下滑受非居民部门商品零售增速下滑拖累。非居民部门商品零售主要是社会集团对公务活动、商务活动等所需实物商品的购买，因此容易受商业周期影响。2018 年企业景气指数自二季度起连续三个季度出现负增长，而消费者信心指数在六月以后出现回升，与去年非居民零售增速下滑和居民零售增速上升一致（图 8）。另外，我们测算的非居民部门商品零售的占比从 2012 年的 40% 上升到 2018 年的 50% 左右，表明社会商品零售对居民商品消费的解释能力在逐渐减弱，依靠商品零售增长反应消费增长可能已经不够准确。我们在第三部分解释居民商品零售增速低于整体增速的合理性。

图 8：2018 年非居民部门商品零售下滑推动商品零售下滑



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_11936

