

## 宏观

报告原因：专题研究

## 庖丁解牛拆社零

2020年08月05日

宏观研究/深度研究

## 山证宏观固收团队

## 分析师：

郭瑞

执业证书编号：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业证书编号：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

## 研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 主要观点

➤ **社零（社会消费品零售总额）在限额以上口径下可以分拆成若干商品类别。**我们可以将社零按商品类别进行分拆，找到对社零走势影响相对较大的几类商品，通过对不同类别商品消费走势运行逻辑和规律进行分析，我们也就能够得到引起社零走势变动的背后因素或与社零运行相关的观测指标。

➤ **在各个商品类别中，汽车类占比最大。**汽车类零售占比目前已经接近30%。其次是石油及制品类，食品、粮油类，服装鞋帽、针、纺织品类，和家用电器和音响器材类占比，上述商品类别占比目前超过5%。在2010年之后，在限额以上商品零售的口径下，商品消费的结构就不再出现明显的变动。

➤ **在所有商品分类中，汽车类零售同比最近几个周期对社零同比保持领先，领先时长大约为1个季度。**汽车零售领先GDP和PMI，意味着汽车是其他行业的拉动项。汽车销售繁荣带动其他行业，促进总体经济繁荣，从而提高产出和收入，最终带动整体消费。另外，促进汽车消费的政策往往在经济下行期出台，使得汽车消费早于其他消费回暖。

➤ **必需品类商品，即粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类最近几个周期走势与社零相反，客观上稳定了社零周期。而除汽车外的可选类消费中，石油及制品类与社零走势较为同步，服装鞋帽针纺织品类和文化办公用品类零售同比周期滞后于社零周期。**除了上述商品类别外，其余可选类商品类别与社零的相关性并不明显，但是在不同的消费周期中，其中的一类或者几类商品或会对社零产生临时性的影响。

➤ **房地产销售同比和M1-M2同比相对于汽车零售同比具有领先性，其中房地产销售同比领先汽车零售同比大约半年到一年，M1-M2同比领先时长在半年以内。除此外，汽车消费易受到购置政策的影响。**按照通行的逻辑，居民购置房产往往会同时购置汽车，并且在购房同时也购置新车的情况往往发生在居住类购房需求下。对于其他汽车零售指标，其中乘联会每周发布的当周日均销量与社零口径下的汽车零售单期数据之间关联性不强，即用乘联会发布的高频指标预测单月汽车零售变化胜率不高。相对来说，中汽协指标与汽车零售相关性更强，遗憾的是中汽协指标与社零指标同样是月频数据。

➤ **原油期货价格与石油及制品类零售相关性非常强，并且原油期货价格**



还可以成为石油及制品类零售同比的高频指标。除了原油期货价格，PPI同比和石油及制品类零售同比也具有同步性。我们认为石油及制品类与原油价格和PPI相关的原因是，零售数据是名义变量，包含了价格的因素。

➤ **竣工面积同比与家电零售同比具有相当稳定的反向性，或者说竣工同比约领先家电零售同比 1-1.5 年。房地产销售同比和家电零售在最近的周期中走势背离。**家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类这三类商品都属于耐用品，相对来说也属于占比较大的类别，且这三类商品的零售同比确实在趋势上具有同周期的性质。家电零售同比滞后竣工同比原因可能有如下两点：1) 房地产企业在楼盘竣工后未能及时售出；2) 居民在交房后并没有立即入住。除了竣工因素外，针对家电消费的政策也会对家电消费产生影响，“家电下乡”政策曾经引起了一轮家电消费的周期。

➤ **与非典疫情类似，绝大部分可选类商品受到了冲击，但与非典时期不同，在受到冲击的商品中，消费的恢复路径出现了分化。**其中，汽车类消费、可选类消费中的耐用品，即家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类这三类商品，以及消耗品中的化妆品类、日用品类，这几类商品零售同比基本恢复至疫情前水平，且在不同时间里出现了回补性消费。另一方面，与现场消费相关性较大的服装鞋帽针纺织品类，与原油价格相关性较大的石油及制品类，以及金银珠宝类商品零售同比恢复速度落后于其他可选类消费。

➤ **后续，预计不同类别商品的回补消费出现的时点会有先后。在中长期，在汽车和石油及制品类零售的带动下，社零走势大概率会保持上升趋势。同时，近期召开的政治局会议也体现了中央对扩大消费的支持，这对后期消费也是利好。**如果不同类别商品的回补发生时间存在先后关系，客观上会平滑总体消费，使得整体社零走势后续波动有限。目前，汽车消费的有利条件已经形成，今年下半年回暖的确定性较大，但中长期或受到房地产政策趋严的影响。石油及制品类消费将随全球总需求的恢复而逐渐改善。疫情对竣工数据产生了扰动，家电类等耐用品消费存在不确定性，新一轮家电消费周期或出现在明年。如果汽车和石油及制品类大类商品消费趋势我们能够判断向上，在中期，整体社零走势大概率会保持升势。

## 目录

一、社零的分拆 .....	7
1、按消费类型方式拆分 .....	7
2、对限额以上商品零售的拆分 .....	10
3、不同类别商品零售同比走势与社零同比相关性分析 .....	11
3、对分析结果的说明 .....	16
二、对不同类别商品零售数据的再分析 .....	17
1、汽车类 .....	17
2、石油及制品类 .....	21
3、耐用品类 .....	21
三、后疫情时期的商品消费预判 .....	25
1、疫情时期和恢复初期不同类别商品消费表现 .....	25
2、后续不同类别商品消费路径分析 .....	27
2.1、短期消费路径分析 .....	27
2.2、中长期消费路径分析 .....	28
四、风险提示 .....	32



## 图表目录

图 1：商品零售和餐饮收入占比比较 .....	8
图 2：社零同比与商品零售同比走势基本一致 .....	8
图 3：餐饮收入同比走势经常与社零同比不一致 .....	9
图 4：社零同比与商品零售同比走势基本一致 .....	9
图 5：限额以上商品在社零中占比不大 .....	9
图 6：限额以上商品零售与社零同比走势基本一致 .....	9
图 7：限额以下商品零售与社零同比走势背离 .....	9
图 8：各个商品类别占比情况（2019 年 12 月） .....	10
图 9：粮油食品与汽车零售在限额以上口径中占比 .....	10
图 10：粮油食品与汽车零售在限额以上口径中占比 .....	11
图 11：汽车类零售同比略领先于社零同比周期 .....	12
图 12：汽车零售同比领先实际 GDP 同比 .....	12
图 13：汽车零售同比领先制造业 PMI .....	12
图 14：服装鞋帽类零售略落后于社零同比周期 .....	12
图 15：石油及制品类零售同步于社零同比周期 .....	13
图 16：最近几个周期粮油食品零售与社零同比背离 .....	13
图 17：家电零售与社零同比周期关系不确定 .....	13
图 18：金银珠宝类零售整体上略领先于社零同比周期 .....	14
图 19：日用品类零售近期与社零同比走势反向 .....	14
图 20：中西医药类零售与社零同比周期相关性不强 .....	14
图 21：文化办公用品类零售近期滞后社零同比周期 .....	14
图 22：家具类零售近期与社零同比相关性弱化 .....	15
图 23：通讯器材类大多时与社零同比走势反向 .....	15
图 24：建筑装潢类零售与社零同比相关性不稳定 .....	15
图 25：化妆品类零售与社零同比周期之间同周期 .....	15
图 26：其他商品零售同比与社零同比关系不强 .....	15
图 27：汽车高频对月度零售指示意义不强 .....	18

图 28：中汽协同社零口径下汽车销售相关性紧密 .....	18
图 29：房地产销售对汽车零售同比具有稳定领先性 .....	19
图 30：M1-M2 同比略领先与汽车零售同比.....	19
图 31：房地产投资与汽车零售在最近出现背离 .....	19
图 32：基建投资曾与汽车零售同比走势长期背离 .....	20
图 33：汽车与零售周期领先生产周期 .....	20
图 34：汽车零售周期领先库存周期 .....	20
图 35：汽车利润周期与零售周期基本同步 .....	20
图 36：石油及制品类同比与 PPI 同比走势大致相同 .....	21
图 37：期货结算价是石油零售同比的良好指示指标 .....	21
图 38：工业增加值领先办公用品类零售同比 .....	22
图 39：竣工领先家电零售同比约 15 个月 .....	23
图 40：房地产销售和竣工周期关系不明显 .....	23
图 41：家具零售与装潢零售在近期相关性更强 .....	24
图 42：空调销量滞后竣工一年左右 .....	24
图 43：空调销售略领先家电整体零售同比周期 .....	24
图 44：近期房地产销售与家电零售同比走势背离 .....	25
图 45：“家电下乡”引发一轮家电零售周期 .....	25
图 46：粮油食品类零售基本未受疫情影响 .....	26
图 47：与抗疫复工相关商品零售保持较高增速 .....	26
图 48：与复工和抗疫相关的商品零售接近完成“填坑” .....	26
图 49：部分可选类商品近期出现了回补消费 .....	27
图 50：单月出现回补，但尚未完全实现“填坑” .....	27
图 51：服装与石油类零售恢复较慢 .....	27
图 52：非典时期可选类消费的回补与阶段性回落 .....	28
图 53：近期大中城市房地产成交面积有所下降 .....	29
图 54：房地产销售同比滞后信贷利率半年且负相关 .....	29
图 55：M1 与房地产销售同比的同步性.....	29
图 56：WEI 指数修复较慢 .....	30



图 57：原油期货价格的近期走势 .....	30
图 58：疫情对竣工周期的扰动以及施工周期的支撑 .....	31
表 1：不同类别商品与社零周期相关性总结 .....	16

这是我们有关消费研究的第二篇专题报告，在第一篇专题报告《消费事，知多少？》中，我们对社会消费品零售总额（下文均简称“社零”）已经进行了较为详细的研究。在该报告中，我们对社零的分析一直集中在总量视角，主要研究了社零与其他宏观变量的关联。对于一个宏观变量，总量视角虽然更为直接，但微观视角往往能提供宏观变量变化背后的逻辑。所谓微观视角，就是将宏观变量按照一定方式进行分拆，对每个或贡献较大的几个分项进行分析。在微观视角下，我们容易找到对社零走势影响相对较大的消费品类别，通过对不同类别商品消费走势运行逻辑和规律进行分析，我们就容易得到引起社零走势变动的背后因素或关键指标。按照这样的思路，本篇报告首先将社零分拆，然后寻找对社零影响较大的商品分项，并对主要分项走势背后原因进行分析，最终得到影响社零走势的因素，并利用这些结论对后续社零走势和商品消费进行分析研判。

## 一、社零的分拆

我们在《消费事，知多少？》那篇报告中已经对社零口径进行了较详细的介绍，这部分我们只简单概括社零口径最需要注意的两个要点。1) 社零不包含大部分服务消费，服务消费中只包含了餐饮服务。2) 社零不包括政府消费。

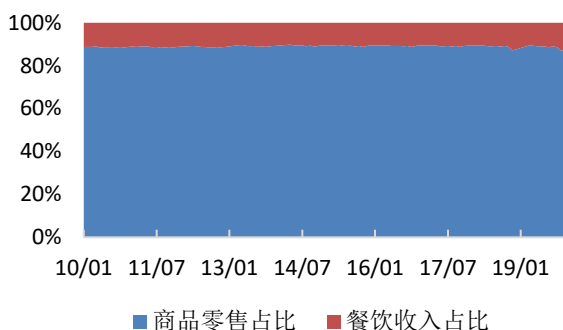
统计局除了每月公布社零总量数据外，还对社零数据按两种方式的分拆，并同时公布分项数据。一种分拆方式是按经营地分拆，将社零分拆成城镇和乡村。另一种分拆方式是按消费类型将社零分拆成餐饮收入和商品零售，并公布每个大类下限额以上口径下的消费量，其中“限额以上”指“限额以上单位是指年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业（单位）、500 万元及以上的零售业企业（单位）、200 万元及以上的住宿和餐饮业企业（单位）”。在限额以上的口径下，统计局还按照商品类别将商品零售拆分成粮油、食品类，饮料类，烟酒类，服装鞋帽、针纺织品类，化妆品类，金银珠宝类，日用品类，家用电器和音像器材类，中西药品类，文化办公用品类，家具类，通讯器材类，石油及制品类，汽车类，建筑及装潢材料类 15 个商品类别，并公布每类商品的零售额。所以，根据我们的研究思路，我们更关注不同商品类别的消费特性，在不同的分拆方式中自然会采用消费类型的拆分方式来对社零进行拆分。

### 1、按消费类型方式拆分

不同类别商品消费在疫情后出现了明显的结构性分化，并且这种分化主要受疫情因素影响，不具有—般性。所以在报告第一、第二部分的分析中，我们暂时先不考虑疫情的因素，只采用 2020 年以前的数据。在报告的最后一部分，我们再对当前社零中不同商品分项的走势进行分析。

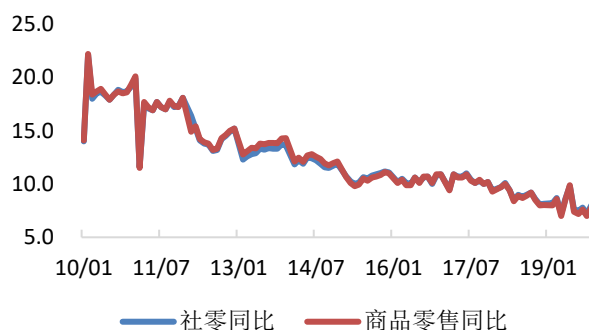
根据我们上文的介绍，社零按照消费类型可以分成商品零售和餐饮收入两大部分，长期以来，每部分在社零中占比都比较稳定。可以看到，商品零售占比接近九成。从同比走势来看，社零同比基本与商品零售同比走势保持一致<sup>1</sup>。所以，我们在研究社零时，基本可以忽略餐饮收入这一部分。同时，这也意味着我们对商品零售部分进行拆分来跟踪社零是有意义的。

图 1：商品零售和餐饮收入占比比较



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：社零同比与商品零售同比走势基本一致



数据来源：Wind，山西证券研究所

由于统计局公布的数据中，不同商品零售分项是在限额以上口径下进行分拆的。所以我们还需要确认限额以上商品零售对社零总体的影响。可以看到，限额以上商品零售在社零中占比较小，虽然所占比例一度达到 50%左右，但近些年逐渐下降，目前占比在 35%左右。但是，我们通过对比限额以上商品零售同比与社零同比发现，限额以上商品零售同比实际上与社零同比走势相关性较强。不过与社零同比相比，限额以上商品零售同比走势的波动性更大一些。同时，我们用商品零售额扣去限额以上商品零售额得到限额以下商品零售额，并计算同比后发现。限额以下商品零售额同比虽然波动也很大，但大部分时间里同比走势与社零同比走势相关性不强。因此，实际上我们只需要通过分析限额以上商品零售部分的同比走势就可以推广到整体社零同比，那么我们对限额以上口径内的不同类别商品零售的分析就是有意义的。

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\\_3444](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3444)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn