

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

消费事，知多少？

报告原因：专题研究

——兼论疫情对消费影响

2020 年 03 月 02 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

➤ **不同的消费指标各有适用范围。**相对来说，社零每月公布，而且提供各类消费品的分项数据，在实际中更为常用。但社零不包含服务类消费，是该数据的一大缺陷。社零同比从 2017 年底至今持续下行，主要原因是汽车类和后地产类商品零售同比下降。居民消费支出季度公布，不包括政府消费。最终消费支出虽然覆盖面最全，但按年度公布。

➤ **消费数据具有短期同步性差和低波动性两个特点。**即消费在单期的波动方向经常与经济总量的波动方向相反，同时相较于投资，波动性较低。但我们认为，在疫情和稳增长的背景下，研究消费具有现实意义。并且随着消费占 GDP 的比重持续加大，经济增速的底线就会由消费来决定，因此研究消费就有助于确定经济短期的运行底部。另一方面，投资也将由于边际效应递减，对经济的重要性减弱，未来消费对经济的重要性肯定要大于投资。

➤ **房地产投资相对于社零有领先性。但最近几年，房地产投资在因城施策的政策中，投资同比增速平滑化，房地产投资与社零走势开始出现分化。**家电、家具、装潢、汽车等消费与房地产投资较为相关，是房地产投资领先社零的深层逻辑。基建投资在过去与社零反向。但是最近几年，在房地产投资波动减弱的背景下，基建投资作为拉动经济重要手段，也从此前与社零逆周期逐渐转为领先社零。出口与社零同周期，但不具有领先性。最近几轮周期中，社零领先于制造业投资，反映出制造业厂商需要看到消费需求释放后才开始扩大投资。

➤ **M2 同比、M1 同比和社融等金融数据相对于社零同比有较好的领先性。**其中 M2 同比拐点领先社零同比拐点 1-2 年，因为领先时间过长，在图像中 M2 同比与社零同比更像是存在反向关系。M1 同比拐点领先社零半年至一年，社融同比拐点领先社零半年左右。M2 同比在 2018 年二季度开始趋稳，M1 同比低点出现在 2019 年 1 月份，社融同比低点出现在 2018 年四季度。根据上述结论，我们判断，如果没有疫情影响，并且只考虑方向的话，2020 年的社零同比大概率是一个逐渐修复的走势。工业增加值同比，PMI 在金融危机前是社零同比的领先指标，在 2008 年金融危机后是社零同比的同步指标。金融危机后，我国周期模式切换到内需模式，即经济周期与针对内需的调控政策关联性加大，这导致代表供给端的工业增加值和与工业相关的制造业 PMI 逐渐与需求端同步。PPI 同比与社零同比走势



较为同步，CPI 同比在 2015 年之前与社零同比相关性较强，但在 2015 年之后与社零同比经常出现背离。社零为名义数据，包含价格因素；CPI 受食品单一商品驱动；PPI 更能反映经济需求强弱，这些原因使得 PPI 同比与社零同比更具相关性。

➤ **股指、国债收益率与社零具有相关性，且前两者拐点往往要领先社零的拐点，但这种相关性并非非常紧密。**上述关系体现的是资产价格影响因素的复杂性，总需求只是影响资产价格的因素之一。但另一方面，需求周期确实是影响资产价格中长期走势的主要因素，因此社零的走势才会出现与资产价格同周期。这里的启示是，通过预测社零以及其他基本面数据可以指导资产的投资。但因为社零数据相对资产价格具有滞后性，短期对照短期社零数据变动进行投资的意义则不是很大。

➤ **从 2003 年的消费数据看，非典疫情对消费产生了较强冲击，且在疫情之后，并没有出现回补性消费，疫情拖累了全年消费数据。**尽管总量上没有出现回补性消费，但不同类别商品的消费路径之间差别很大。其中，服装类、金银珠宝类、体育娱乐用品类、地产后周期类、汽车类在疫情期间受到了较大冲击，且在疫情过后出现了回补性消费。化妆品类、日用品类、办公用品类等受到了疫情冲击，但在疫情过后并没有出现回补性消费。食品类、书报杂志类、中西医药类、通讯器材类商品受疫情冲击不大。另外，相比于商品类消费，服务类消费在疫情之后恢复时间更长。服务类消费中的住宿餐饮类消费在非典疫情结束后出现明显的回补性消费。

➤ **预计新冠疫情对消费冲击较非典更剧烈，但不能排除后续出现反补性消费的可能。**社零与限额以上社零同比将从 2 月份开始出现断崖式下降，疫情结束后可能出现回补性消费。我们认为消费结构的改变会使得本次新冠疫情对消费的影响略不同于非典疫情，导致不同的具体原因有两方面，一是受疫情冲击比较大的商品类别，如汽车类，在消费的比重中增大，二是服务类消费在消费的比重中增大。

目录

一、常见消费观测指标有哪些？	5
1、社会消费品零售总额	5
2、居民消费支出	6
3、最终消费支出	7
4、常用高频或领先指标	7
二、消费与其他经济指标有何关系？	8
1、消费数据的特点	8
2、投资、消费和出口，哪项先行？	9
3、社零有哪些领先指标？	10
4、社零能影响金融资产价格吗？	13
三、回到现实——新冠疫情对消费的影响几何？	14
1、2003 年非典疫情有哪些启示？	14
2、新冠疫情怎么影响消费？	16
2.1 新冠对限额以上消费品零售影响的推测	16
2.2 新冠对社零影响的推测	17
2.3 新冠对服务类消费的影响	18
四、风险提示	19

图表目录

图 1：社零同比的下降趋势	6
图 2：汽车和食品烟酒零售同比走势的分化	6
图 3：各分项在居民支出中占比（2019 年 12 月）	7
图 4：食品烟酒在总支出的比例逐年降低	7
图 5：经济总量与消费支出同比走势近些年经常背离	8
图 6：消费短期波动性弱于投资	8
图 7：社零同比与房地产投资同比的相关性	10
图 8：社零同比与制造业投资的相关性	10
图 9：社零同比与出口同比的相关性	10
图 10：社零同比与基建投资同比的相关性	10
图 11：工业增加值同比与社零同比相关性	12
图 12：制造业 PMI 与社零同比相关性	12
图 13：制造业 PMI 新订单与社零同比的相关性	12
图 14：M2 同比与社零同比的周期性	12
图 15：M1 同比与社零同比的相关性	13
图 16：社融同比与社零同比的周期性	13
图 17：CPI 同比与社零同比的相关性	13
图 18：PPI 同比与社零同比的周期性	13
图 19：上证综指与社零同比的相关性	14
图 20：10 年期国债收益率与社零同比的周期性	14
图 21：非典疫情前后社零同比的走势	16
图 22：非典疫情前后社零住宿与餐饮消费同比	16
图 23：汽车消费在 2003 年出现“W”型走势	17
图 24：食品消费几乎不受非典疫情影响	17
图 25：第三产业在 GDP 占比变化	19
图 26：运输和住宿餐饮 GDP 在疫情后出现反补	19

消费、投资和进出口是传统的需求侧“三驾马车”，也是研究短期经济波动的基本出发点。最近几年，消费占 GDP（名义值）的比例超过 50%，对 GDP 的贡献率在前几年一度超过 70%，去年有所回落，但仍接近 60%。消费在经济中的体量决定了，在经济下行过程中如果消费能够企稳，就会对总量经济形成支撑。从现实角度讲，三驾马车中，新冠病毒疫情对消费冲击最大，对消费的研究也有助于评估疫情对经济的影响。所以，无论是从消费在经济总量中的比重看，还是判断疫情对经济的影响看，对消费的研究目前都有价值。我们也希望通过这篇报告，以及未来的一系列报告，对消费进行一次全方位的梳理，建立一套分析消费数据的体系，进而研判消费及经济未来走势。从本文逻辑来看，我们首先介绍最基本的消费指标，然后对消费的一般规律进行探究，最后分析疫情对消费的影响。

一、常见消费观测指标有哪些？

消费的一级观测指标主要有三大类，社会消费品零售总额（下文称“社零”），居民消费支出，以及最终消费支出。我们分别来看。

1、社会消费品零售总额

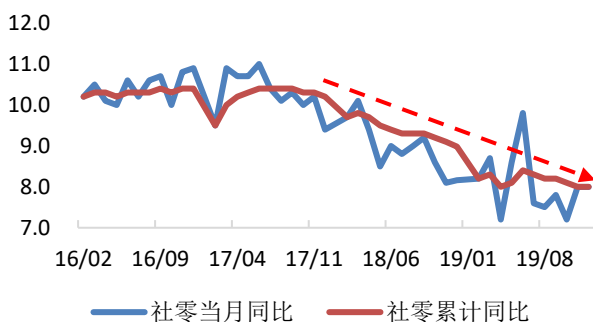
社零指企业（单位、个体户）通过交易直接售给个人、社会集团用于非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得收入。**社零相对于另两个数据，在分析消费时更为常用**，主要原因在于社零公布的高频性——社零为月度公布，居民消费支出和最终消费支出只有季度和年度数据。

社零数据统计分为两个部分，对限额以上单位进行全数调查，对限额以下单位进行抽样调查。其中，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）。除了总量数据，社零数据在按消费类型社零数据可分为餐饮收入和商品零售两大类，其中商品零售在限额以上的口径下还分商品类型公布各分项数据，即按粮油食品、饮料等 15 类商品进行细分，同样分项数据也每月公布。所以，相对来说社零是能够比较准确、及时且全面的反映短期商品消费的数据。

但是，社零数据在统计口径上也有一定缺陷，**其中最大的缺失是没有体现出服务消费**，而随着服务消费在消费中的比重增大，通过社零判断 GDP 中的消费误差或越来越大。不考虑疫情这类短期冲击，在一般情形下，服务消费波动性较为有限，如果只聚焦短期，社零依然是分析消费变化的良好指标。另外，与 GDP 中核算的消费相比，社零几乎不包括政府消费。其原因依然在于社零不包含服务消费，而政府消费中绝大部分（将近 100%）为服务消费。

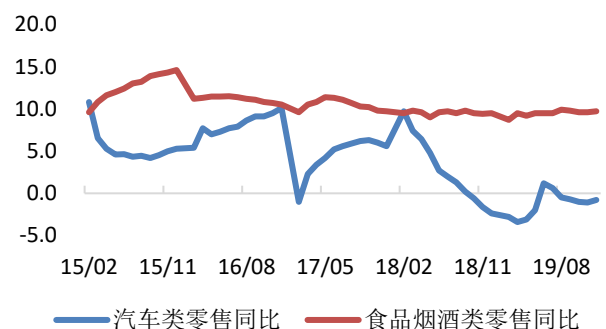
如图 1，社零累计同比从 2017 年底的 10.2%持续下行至 2019 年底的 8.0%。如果我们用限额以上零售数据中的分类商品数据看，不同类别商品的零售同比在此期间的走势出现了明显分化。其中，汽车在本轮社零同比的下行周期中扮演了重要角色，汽车类零售同比由 2018 年初的高点 9.7%下行至目前的负增长，低点一度达到-3.4%（出现在 2019 年 3 月）。除了汽车外，家具、家电、装潢材料等地产后周期类商品零售同比也在最近两年持续下行。另一方面，食品类、日用品类等零售同比在最近两年走势平稳，而一些可选类消费，如果通讯器材、体育娱乐、化妆品类等商品零售同比在 2019 年反而上升。以上事实能够说明，不同类别商品的消费同比走势并不相同，有关不同类别的商品消费规律我们将在未来的报告中进行更为细致地探究。

图 1：社零同比的下降趋势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：汽车和食品烟酒零售同比走势的分化



数据来源：Wind，山西证券研究所

2、居民消费支出

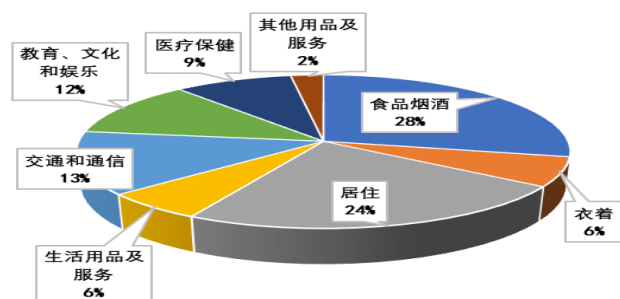
居民消费支出是指居民用于满足家庭日常生活消费需要的全部支出，既包括现金消费支出，也包括以实物形式的消费支出。消费支出包括食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健以及其他用品及服务八大类。目前居民消费支出已经实现城乡住户一体化调查，调查方法为抽样调查，公布频率为季度。

居民消费支出和社零在统计上的区别包括以下四点。1）取样来源上，居民消费支出是从支出端进行取样，即从“买家”一方，而社零是从销售端进行取样，即从“商家”一方。2）公布频度方面，上文已述，居民消费支出季度公布，社零月度公布。3）统计口径方面，这里区别有两点。第一，居民消费支出，从“居民”两字可以看出，该数据只统计居民消费。而社零由于是从销售端取样，不会考察商品销售给居民还是企业，因此社零实际上包括了非居民部门的商品消费。第二，我们前文已述，社零不包含服务消费，但是居民消费支出包含服务类消费。4）均值与总量的区别，居民消费支出是一个均值概念，公布的数据是人均

消费，而社零公布的是总量消费。

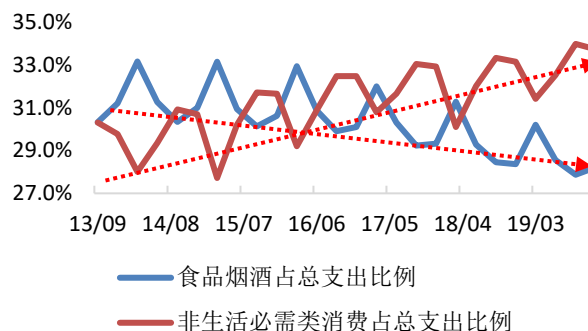
居民消费支出的八大类中，目前食品烟酒和居住支出在总支出的占比最高，前者约占 28%，后者约占 24%。再之后是交通通信和教育文化娱乐两项，两者占比分别约 13%和 12%。从趋势看，食品烟酒类占比最近几年呈现下降趋势，居住占比并无趋势性变化。我们将“交通通信、教育文化娱乐、医疗保健”三项作为主要非生活必需消费类支出，加总后计算其在支出中占比，发现该比例近几年呈现上升趋势，说明非生活必需类在居民支出中占比在提高。

图 3：各分项在居民支出中占比（2019 年 12 月）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：食品烟酒在总支出的比例逐年降低



数据来源：Wind，山西证券研究所

3、最终消费支出

最终消费支出就是计入最终 GDP 的消费项。按照通常 GDP 支出法公式 $Y=C+I+NX+G$ （Y 为总需求，即 GDP，C 为居民消费，I 为企业投资，NX 为净出口，G 为政府支出），实际上最终消费支出包含了 C+G 两项，即居民消费和政府支出（也相当于政府消费）。而最终消费支出中居民消费部分相较于居民消费支出口径更大，还包括以实物报酬及实物转移的形式提供给劳动者的货物和服务、银行中介服务、保险服务等。与社零相比，最终消费支出也包括服务消费，但是没有包含企业消费。从公布频度看，统计局每季度公布最终消费支出的贡献率和拉动，但并不直接公布最终消费支出的具体数值，具体数值则为年度公布。所以，GDP 中的最终消费支出指标在分析短期消费中并不常用。

4、常用高频或领先指标

除了上述介绍的三个指标，还有一些相对高频或领先数据能够反映某一类商品或服务的消费情况。这些指标包括乘用车销量，餐饮收入，快递业务量，电影票房收入，三大航客运流量等。虽然这些指标相对于消费总量来说，统计的口径偏窄，但是在某种程度上能够反映居民在短期的消费意愿，对消费情绪有一

定提示作用。

二、消费与其他经济指标有何关系？

1、消费数据的特点

从过往的消费数据来看，消费数据具有短期同步性差和低波动性两个特点，消费数据这两个特点决定了很多时候，消费数据无法对短期内经济波动给出关键性提示。

消费的同步性差是相较于经济总量来说的，其含义是消费数据经常在单期的波动方向与经济总量的波动方向相反。我们以城镇居民消费性支出为例，由于该数据包含价格因素，所以用 GDP 现价同比进行对照，可以发现近些年，两个数据经常在单期中出现走势背离的情况。两个数据均是季度数据，所以从 2014 年至今，共公布 24 期数据。在这 24 期数据中，其中有 11 期两个数据变动方向相反，比例接近总样本数一半。这说明消费数据经常无法有效解释单个季度总量的升降。

消费的低波动性是相较于投资来说的。我们可以用月度的社零同比与固定资产投资完成额（下文简称“投资完成额”）同比进行比较，可以明显能看到在可观测的范围内，消费的波动要小于投资。如果用方差表示数据的波动率的话，2005 年之后，社零累计同比方差大约为 12.32，而投资完成额累计同比方差大约为 75.89。消费的低波动意味着消费往往不是决定短期总量走势的关键因素，这也解释了为什么消费在短期经常会出现与总量经济走势出现背离。相反，投资虽然体量不如消费，但由于其高波动性，在过往的时期，经常主导了经济总量短期波动的方向，。

图 5：经济总量与消费支出同比走势近些年经常背离

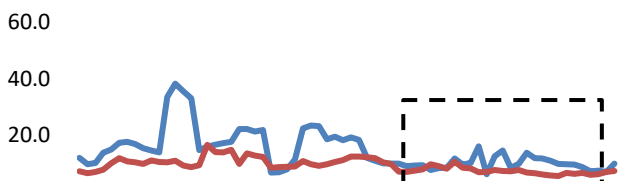
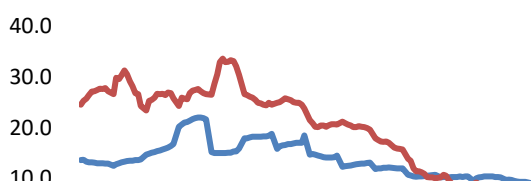


图 6：消费短期波动性弱于投资



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_6847

