



Research and
Development Center

看懂消费的三个重要视角

——信达宏观方法论之八

2022 年 10 月 12 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

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

肖张羽 宏观研究助理
联系电话: +86 15502128053
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

看懂消费的三个重要视角

2022年10月12日

摘要:

本文详细地介绍了分析我国消费的三个重要视角: (1) 社零的结构特征, (2) 居民消费的三因素模型: 就业、收入和消费倾向, (3) 社会集团消费和居民消费的分解。

- **社零的结构特征。**按照消费类型, 可以将社零分为商品零售和餐饮收入。2017年以来, 两者在社零中的占比较为稳定, 商品收入占9成, 餐饮收入占1成。还有一种常用的分类方式, 将消费分为必选消费和可选消费。必选消费多为刚性需求, 需求的变动较小, 因此周期性较弱; 可选消费收入弹性系数高, 对经济周期更为敏感。另外, 必选消费表现受CPI上行影响较大; 而可选消费具有更新换代的特性。
- **居民消费研究框架: 就业、收入与消费倾向三因素模型。**消费的变化可拆分为三个部分: 消费指数(消费同比)=就业同比+收入同比+消费倾向同比。我们构建的消费指数与社零同比的走势十分相似, 相关系数达0.86, 验证了这一分析框架的可靠性。基于该指数, 我国消费呈现三大主要特征, 一是收入为核心影响因素, 无论是疫情前还是疫情期间, 均对消费起着决定性作用。二是就业表现稳健, 对消费影响相对较小。三是消费倾向的历史波动较大, 特别是疫情以来, 其影响力明显提升。
- **将社零总额拆分为居民消费和社会集团消费。**社零的统计口径包含了居民与社会集团两部分, 但统计局发布数据时并不予以区分。我们详细介绍了分解方法, 以便全方位跟踪消费的结构分化。基本思路是: 先构建全国居民消费支出的季度数据, 拆出商品消费部分后再纳入餐饮消费(与社零统计口径统一), 得到居民社零。最后, 再由社零总额倒挤出社会集团社零。分拆结果显示, 社会集团消费对社零总额的影响不可忽视, 占比接近一半。疫情以来, 社会集团消费更是成为社零下降的主要拖累项。
- **案例分析。**8月份, 社零同比增长5.4%, 较7月回升2.7个百分点。数据的第一印象是消费呈现加速回暖的态势, 然而实际上, 8月社零同比提速主要是受到基数的影响。去年8月由于疫情和汛情在多地发生, 叠加汽车缺芯问题限制供给, 导致社零同比增速从7月的8.5%大幅下滑至2.5%, 形成了去年全年的低点。从环比看, 8月社零季调环比-0.05%, 低于1-7月的环比均值0.41%, 也显示社零复苏仍处于偏弱的状态。再看结构, 除去基数扰动, 8月必选消费表现优于可选消费。可选消费中, 汽车、石油制品零售表现亮眼, 但其他可选消费疲弱。整体来看, 在疫情反复和地产低迷的情况下, 居民的消费意愿还未出现明显的改善。展望四季度, 促消费政策有望不断落地生效, 有助于激发并释放居民的消费需求。建议关注可选消费的投资机会。
- **风险因素:** 疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。



目 录

一、社会消费品零售总额的相关概念	4
1.1 社会消费品零售总额的定义	4
1.2 社会消费品零售总额的统计方法	7
二、社零的结构分析	8
三、影响居民消费的三大因素：就业、收入和消费倾向	11
四、社会集团消费和居民消费的分解	14
4.1 社会集团消费和居民消费的分解方法	14
4.2 社会集团消费的变化趋势	15
五、案例分析	17
附录 1：图表	20
附录 2：信达宏观方法论系列报告	23
风险因素	24

表 目 录

表 1：三大宏观消费指标之间的差别	6
表 2：限额以上单位商品零售分类	10
表 3：我国分收入群体的边际消费倾向	13

图 目 录

图 1：社零总额与居民消费的差异对比	5
图 2：三大宏观消费指标的绝对值	7
图 3：社会消费品零售总额统计方法	8
图 4：餐饮收入和商品零售同比增速的走势一致性较强，但曾出现两次明显的背离	9
图 5：限额以上单位商品零售的结构	9
图 6：可选消费的收入弹性更高	11
图 7：居民消费的三因素模型	12
图 8：国际储蓄率与人均收入对比	14
图 9：社会集团消费在社零总额中占比接近一半	15
图 10：社会集团消费下滑是社零的最大拖累	16
图 11：社零同比与我国的防疫严格指数呈负相关	17
图 12：8 月分类型限额以上零售额增速	18
图 13：消费倾向的提升对于消费股构成利好	19
图 14：居民消费指数与社零走势拟合度较高	20
图 15：2021 年以来储蓄偏好持续走高	20
图 16：小企业生存面临困境	21
图 17：社会集团消费逐季上升	21
图 18：社零环比增速	22
图 19：可选消费，必选消费估值	22

一、社会消费品零售总额的相关概念

1.1 社会消费品零售总额的定义

社会消费品零售总额是指企业通过交易直接售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。该指标所涉及的商品包括售给个人用于生活消费的商品，也包括售给社会集团用于非生产、非经营的商品。其中，个人包括城乡居民和入境人员，社会集团包括机关、社会团体、部队等。社会消费品零售总额是反映宏观经济运行状况的重要指标，主要用于反映全社会实物商品的消费情况。它是从商品流通的最终环节入手，观察进入城乡居民生活消费和社会集团公共消费的商品销售变化情况。

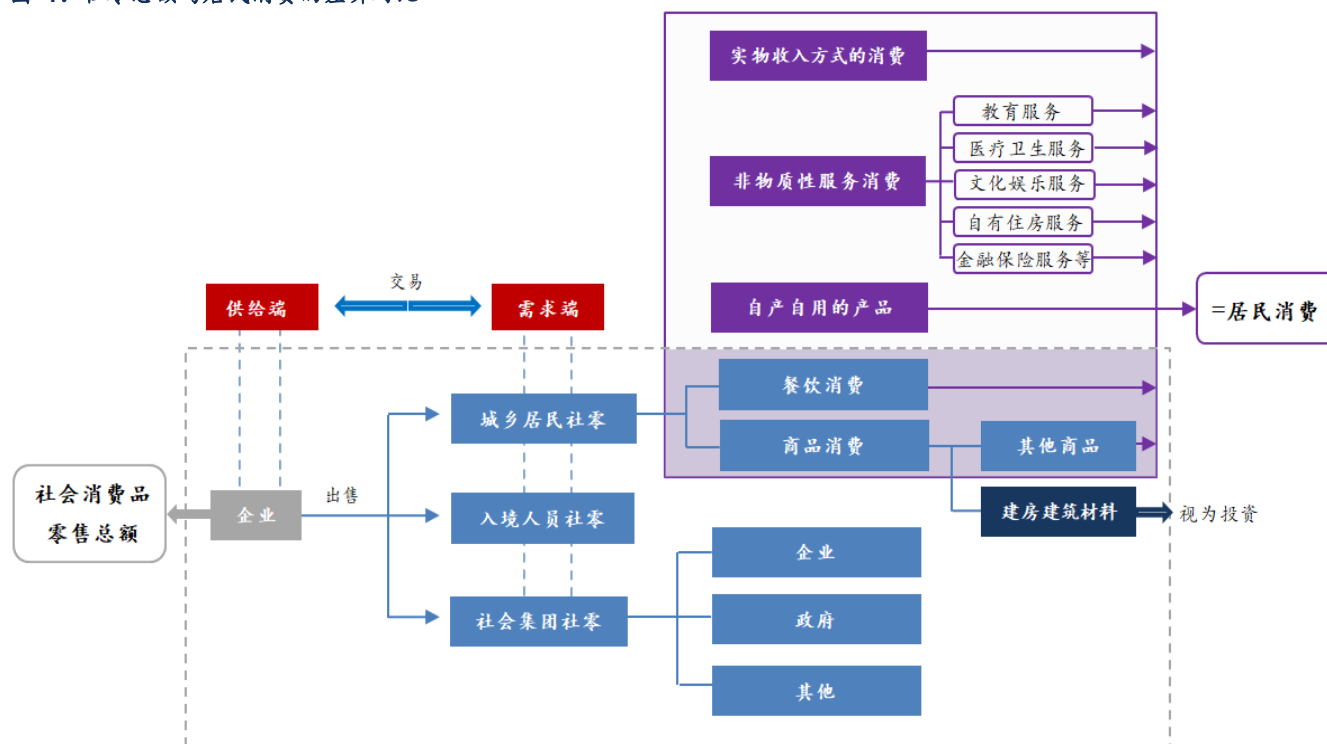
统计局公布的数据中，反映消费变化情况的指标主要有三个，社会消费品零售总额以外，还有“GDP核算”下的最终消费支出、“住户调查”下的居民人均消费支出。通过梳理三个指标的异同，我们可以对社零有更加清晰的理解。

首先是社会消费品零售总额和最终消费支出的异同。

1) 统计视角：社零总额侧重于供给端统计，最终消费支出侧重于需求端统计。社会消费品零售总额是从商品供给端出发，统计企业或单位通过交易取得的收入金额。由于其统计时不再区分销售对象，因此社零数据包括出售给个人和社会集团（政府机关、部队、企事业单位等）两大部分。最终消费支出主要是从商品需求端出发，统计常住单位对货物和服务的消费支出总额，这一统计数据仅针对居民与政府部分，不含其他社会集团。

2) 统计范畴：最终消费支出与社零总额的统计范围存在交集，但也有明显差别。社零包含实物商品消费和餐饮服务，而居民消费包含实物商品消费和服务消费，包括以货币形式购买的货物和服务支出、以实物收入方式获得的货物和服务消费、自产自用的货物价值、银行中介服务支出、保险服务支出和自有住房服务支出等。二者的主要差别表现在三个方面：一是销售给居民的零售额统计包括城乡居民建房用的建筑材料。居民建房支出被视为投资，因此不纳入居民消费支出的统计范围。二是社会消费品零售额不包括除餐饮外的非物质性服务消费。社零将餐饮服务视为特殊的商品，将其纳入社零总额的统计范围中，而最终消费支出还包括其他非物质性服务的消费，例如教育服务、医疗卫生服务等。三是社零总额不包括居民自产自用的产品，而居民消费支出则包括对这些产品的消费。

图 1：社零总额与居民消费的差异对比



资料来源：信达证券研发中心

再看居民人均消费支出。居民人均消费支出属于住户收支与生活状况调查（简称住户调查），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，也包括实物消费支出。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。不难发现，这八大类其实是与 CPI 核算中的八大类是一致的。统计方法上，居民人均消费支出的数据来源于居民家庭，和最终消费类似是需求端视角。而居民人均消费支出（住户调查）与居民消费支出（GDP 核算）的主要区别在于后者补充计算了住户调查中不包含的居民金融中介服务和保险服务消费支出。

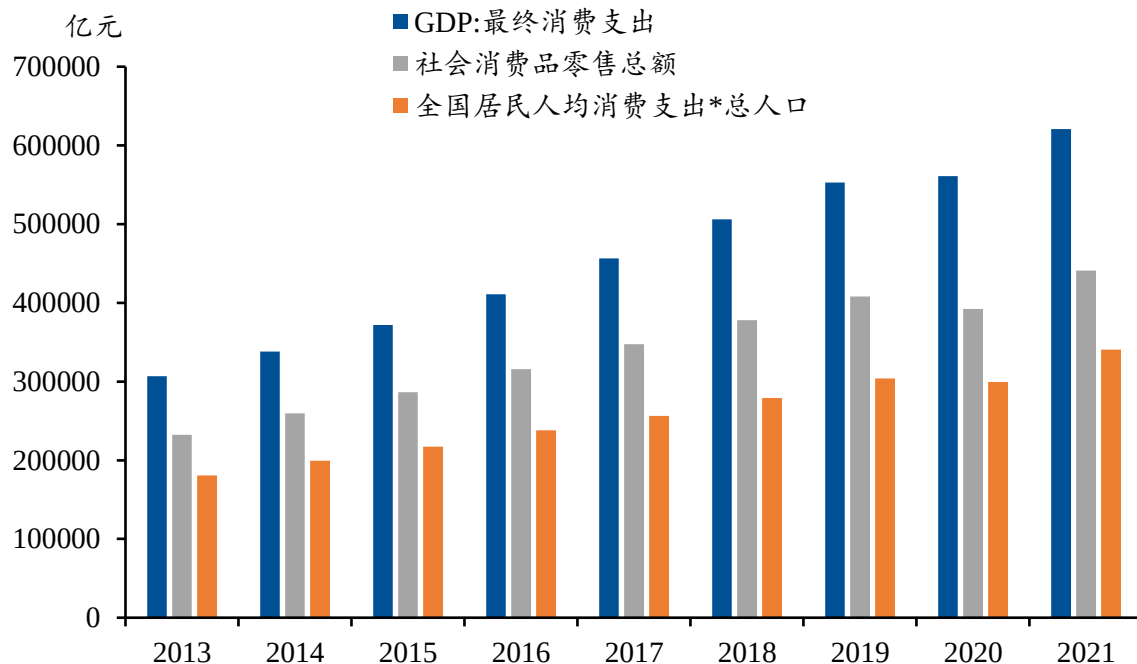
表 1：三大宏观消费指标之间的差别

	社会消费品零售总额	居民人均消费支出（住户调查）	最终消费支出（GDP核算）
定义	企业或单位通过交易销售给个人和社会集团的非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额	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，也包括实物消费支出	常住单位为满足物质、文化和精神生活的需要，从本国经济领土和国外购买的货物和服务的价值，它不包括非常住单位在本国经济领土内的消费支出
调查对象	企业/单位	居民	根据现有资料推算(主要是从需求端)
核算方法	限额以上单位直接联网填报，对限额以下单位进行抽样调查。	对住户进行抽样调查	居民消费支出用住户调查中的居民消费支出资料以及其他统计资料进行计算；政府消费支出主要依据财政支出年度决算资料计算。
消费主体	居民、社会集团(包括政府机关、部队、企事业单位等)	居民	居民、政府
消费内容	实物商品（包含部分在GDP核算中属于投资的商品，比如建筑材料、交通工具）、餐饮服务	实物商品、服务消费	实物商品、服务消费（比住户调查多出金融中介服务、保险服务等）
数据发布频率	月频	季频	年频

资料来源：《中国主要统计指标注释》，统计局，信达证券研发中心

由于上述的不同点，比较三个消费指标的绝对值大小，最终消费支出>社会消费品零售总额>居民人均消费支出*总人口。如果将最终消费支出的值设为 100，那么 2013 年三者的比例为 100：76：59，2021 年为 100：71：55。从中可以看到，一是最终消费支出与社零的比值上升了，我们推测其原因在于我国迈向以服务业为主导的经济转型，服务性消费在整体消费中占比增大；二是最终消费支出与居民消费（居民人均消费支出*总人口）的比例也提高了，可能与我国金融业近 10 年间的迅猛发展有关。

图 2：三大宏观消费指标的绝对值



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 社会消费品零售总额的统计方法

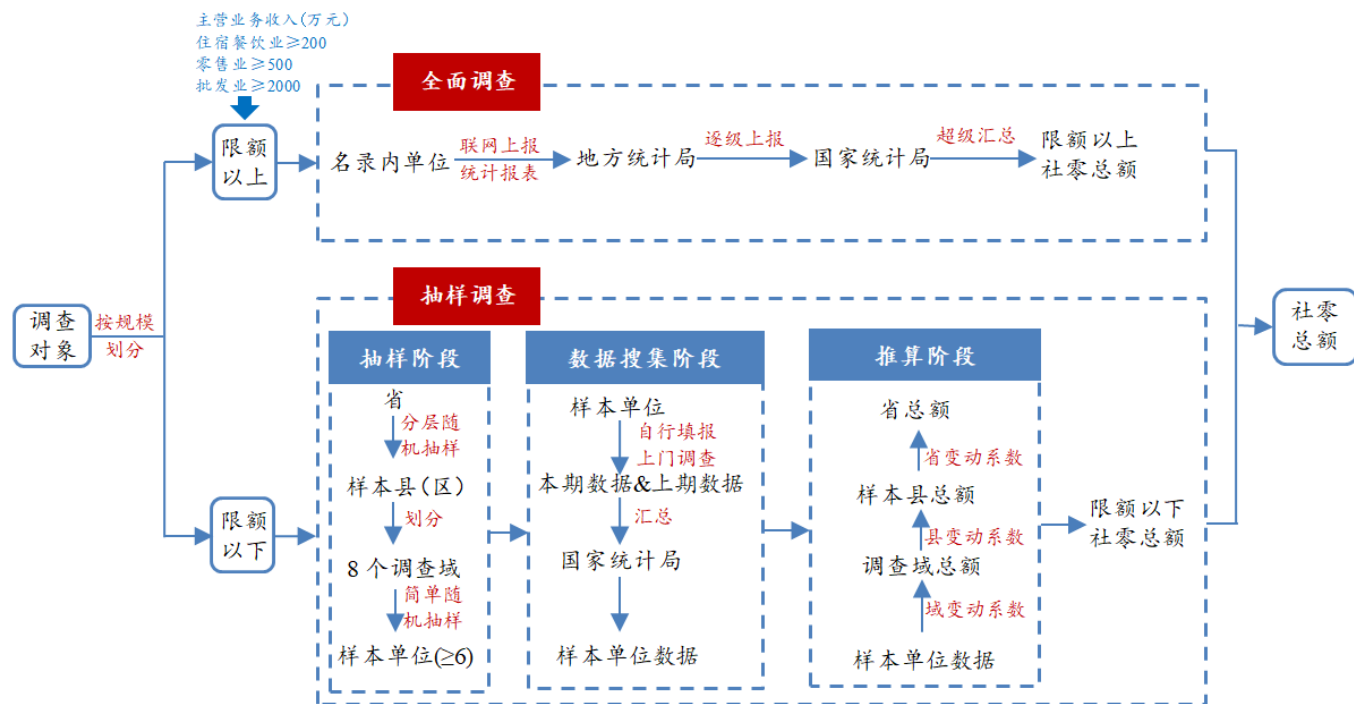
社会消费品零售总额的调查对象主要是从事商品零售活动的批发和零售业、住宿和餐饮业法人企业与个体经营户，以及其他行业法人单位附营的从事消费品零售活动的批发和零售业、住宿和餐饮业产业活动单位。在统计调查中，这些调查对象被划分为两个部分，一部分是限额以上单位，一部分是限额以下单位。此处“限额以上”划分的标准是企业规模，具体而言，批发业为年主营业务收入 2000 万元及以上、零售业为年主营业务收入 500 万元及以上、住宿和餐饮业为年主营业务收入 200 万元及以上。

针对不同调查对象，统计局采取不同调查方法。

1) 限额以上单位，采用全面调查方法，直接进行联网填报，调查频率为每月一次。按照国家统计局要求，这部分单位须按月向当地政府统计部门联网直报各项指标数据，最后由国家统计局逐级汇总，得出限额以上单位的社会消费品零售额。2021 年限额以上企业零售额占比为 37.2%。

2) 限额以下单位，采用抽样调查方法，进行科学推算。限额以下单位采用三阶段抽样调查方法，调查频率为每季度一次。第一阶段，是抽样阶段。以省为总体，利用分层随机抽样方法抽取 3-6 个样本县（区），再将每个样本县（区）内全部限额以下单位划分为 8 个调查域，每个域采用简单随机抽样方法抽取不少于 6 个样本单位。第二阶段，是数据收集阶段。通过样本单位自行填报或者调查员上门调查的方式，收集样本单位本期、上期零售额数据，整理汇总到国家统计局后，就形成了样本单位数据。第三阶段，是科学推算阶段。根据已有数据推算出各域、县、省的变动系数，由下至上逐次推算，得到限额以下单位的社会消费品零售额。最后，结合行政记录，用季度数据推算月度数据。2021 年限额以下企业零售额占比为 62.8%。

图 3：社会消费品零售总额统计方法



资料来源：《中国主要统计指标注释》，信达证券研发中心

在核算方法上，会出现几个常见的问题。

第一个问题是，社会消费品零售额的调查对象为何包含批发业，怎样理解批发业的零售额？

首先我们要理解“批发额”和“零售额”的定义。根据统计局的释义，批发额指售给国民经济各行业用于生产、经营用的商品金额；零售额指售给城乡居民用于生活消费和社会集团用于公共消费的商品金额。而“批发业”是指向其他批发或零售单位(含个体经营者)及其他企事业单位、机关团体等批量销售生活用品、生产资料的活动。简单地说，批发额的定义关注于商品的用途，而批发业则关注于销售量的大小。由此看来，批发业企业可能既有零售额，又有批发额，零售业企业也是如此。

第二个问题是，社会消费品零售总额是否包括了住宿和餐饮业的住宿收入？

依照社零的统计范围，社零总额不包含服务性经营收入，如住宿收入。与之同理，社零总额中的餐饮收入包括外卖的餐费收入，但不包括因外卖产生的送餐服务收入。

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_47284

