

如何理解社零与最终消费支出之间的分歧？

报告导读

Q3 社零单季增速转正至+0.9%，扣除物价因素之后依然是负增长，但据统计局披露，三季度消费拉动 GDP 增长 1.7%，意味着 Q3 最终消费支出实现了正增长。如何理解社零和最终消费支出之间的分歧？我们认为，主要是统计口径的不同，导致在受到疫情的外生冲击时，二者发生较大的背离，其中最终消费支出波动较小。我们提示，明年若使用社零作为消费的替代变量进行 GDP 预测时需注意，社零增速可能会高估最终消费支出的增长。

□ 疫情发生之后，社零与最终消费支出数据出现分歧

社会消费品零售总额每月发布一次，通常被我们作为支出法 GDP 核算中“最终消费支出”的替代变量使用。虽然二者核算方式和口径不同，但增速一直保持高度相关。但疫情发生后，二者发生了较大背离：一季度，社零名义值下降了 1.84 亿元，而最终消费支出只下降了 8600 亿元，对应的社零实际同比为-22%，而最终消费支出增速（扣除物价因素后估算，下同）约为-7%；三季度，社零实际增速依然是负值，但最终消费支出的增速已经达到了 3%。

□ 统计方法不同是社零与最终消费支出发生背离的主要原因

社会消费品零售总额从卖家的角度出发，统计的是批发零售企业和住宿餐饮企业在既定时间段内的零售额；消费支出是从买家的角度出发，衡量居民或政府在既定时间内的消费支出情况。从口径上来说，二者最大的差异在于：
 1、社零不统计除餐饮以外的服务性消费，如教育服务、医疗卫生服务、文化娱乐服务等，而后者均包含在最终消费支出中；
 2、社零不包括未产生购销金额的虚拟消费，如以实物收入方式获得的货物和服务消费（以物易物）、自产自用的货物价值、银行中介服务支出、保险服务支出、自有住房服务支出（虚拟租金）等。当然社零也统计了最终消费支出中不包含的内容，如城乡居民建房用的建筑材料，在支出法 GDP 中属于投资，不属于消费。总体而言，社零的绝对值小于最终消费支出，社零/最终消费支出大约在 75%~80%之间。

□ 偏离原因一：虚拟消费在最终消费支出中起到了稳定器的作用

自产自用、自有住房服务支出等虚拟消费在最终消费支出中起到了稳定器的作用。以自有住房服务支出为例，即居民居住自有住房产生的“虚拟租金”，借鉴国际通行做法，我国在 GDP 核算中已经考虑了居民自有住房。自有住房支出由于其本身特性受疫情影响较小，可以起到熨平数据波动的作用。我们可以从季度城乡一体化住户调查中进行验证。我国从 2013 年起开始在住户调查中加入“自有住房折算租金”项，2018 年自有住房折算租金占居住支出 65%、占居民消费支出 15%。由于季度数据不公布住房支出的细项，但在房屋租赁市场受到较大影响的情况下，居住支出仍是除了食品烟酒以外的消费支出中增长最强势的一项，可以判断是虚拟租金起到了稳定器作用。

□ 偏离原因二：抗疫服务支出对最终消费支出有一定贡献

今年最突出的一个变化是抗疫支出大幅度增加。从支出法角度来看，我们可以把抗疫支出可以分为抗疫投资支出和抗疫消费支出，火神山、雷神山的建设属于投资支出，而消费支出又可以细分为抗疫物品支出和抗疫服务支出。抗疫物品支出（口罩、防护服等防疫物资或设备）理论上在社零和最终消费支出上都有体现，但抗疫服务支出的部分应该仅体现在最终消费支出中，包括抗疫医疗卫生服务支出（诊断费、手术费等）、消杀费用、临时场地（体育馆、酒店）租金等，这部分增量对服务支出也有一定支撑。

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发；中美摩擦超预期变化

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

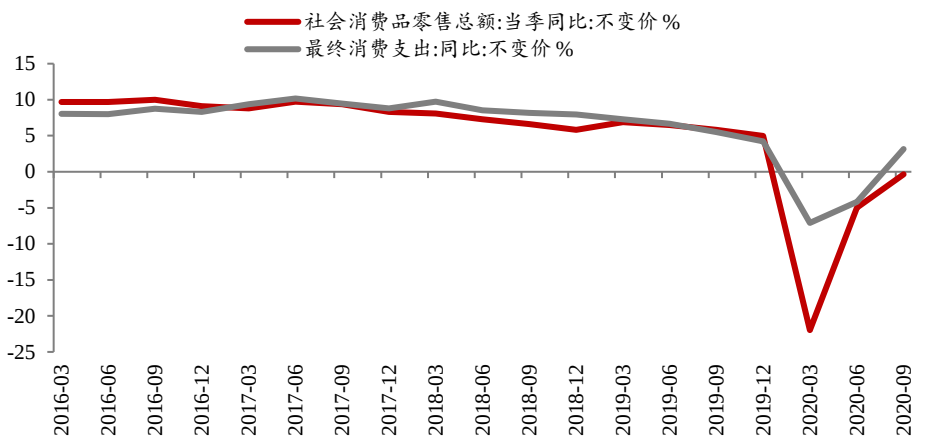
1《月收入 1000 元的 6 亿人，他们是谁？》

2020.06.06

2《调查失业率失真了吗？》2020.04.26

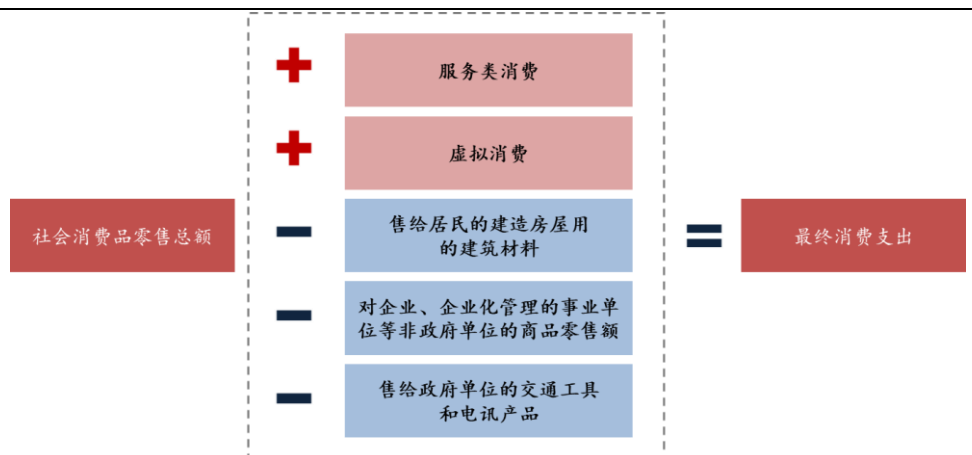
3《一季度 GDP-6.8%，为什么有 229 万新增就业？》2020.04.23

图 1：疫情发生后，最终消费支出与社会消费品零售总额增速出现背离



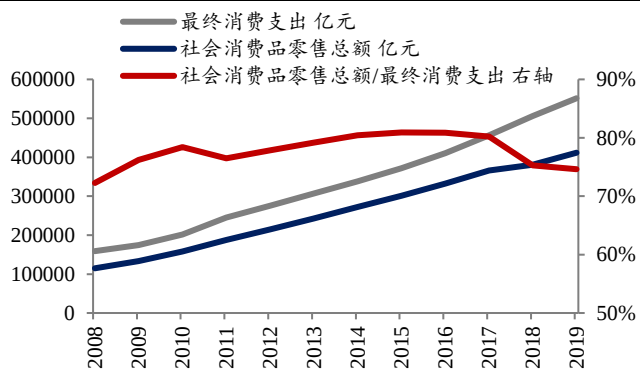
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：社零与最终消费支出的口径差异



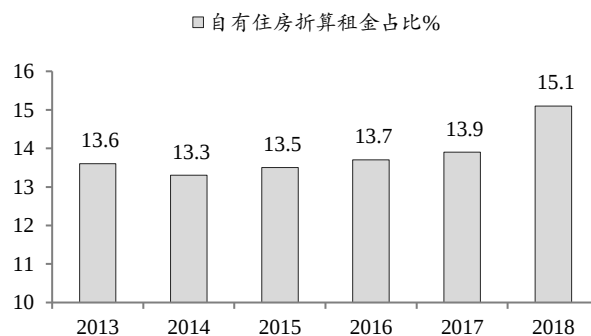
资料来源：统计局，浙商证券研究所

图 3：近几年，社零/最终消费支出大约在 75%~80%之间



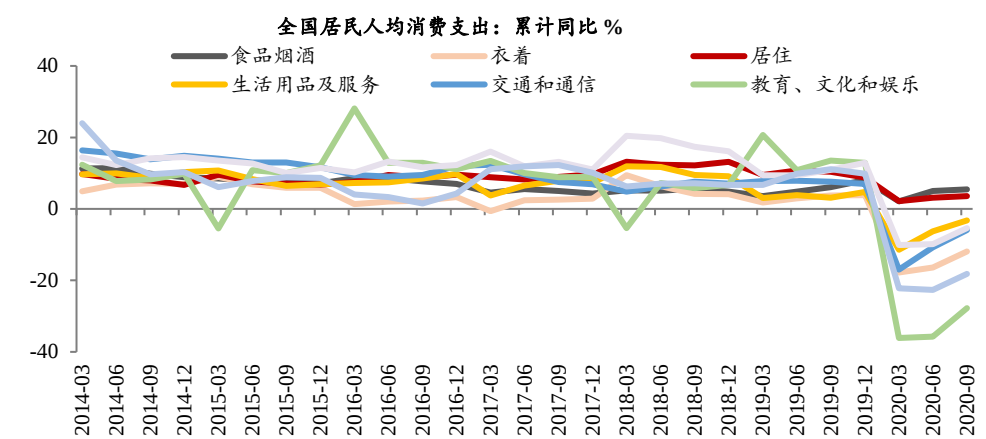
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：自有住房折算租金占消费支出的比例



资料来源：《中国住户调查年鉴 2019 年》，浙商证券研究所

图 5：疫情发生之后，居住支出是除了食品烟酒以外的消费支出中增长最强势的一项



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_1875

