



Research and  
Development Center

# 社会集团消费：消费复苏缓慢的最大拖累

2021年09月28日

解运亮

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

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@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

# 社会集团消费：消费复苏缓慢的最大拖累

2021年09月28日

## 摘要：

- **如何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。本篇报告详细介绍了分解方法，以便细化社零数据、全方位跟踪消费的结构分化。我们的基本思路是：先构建全国居民消费支出的高频数据，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），这就得到了居民社零。最后，再由社零总额倒挤出社会集团社零。
- **社会集团消费是社零下降的主要拖累项。**根据我们的拆分结果，社会集团消费对社零总额的影响很大，占比接近一半。社会集团社零呈逐季上升、年初回落的特征。在疫情冲击下，居民消费和社会集团消费双双走弱，但社会集团受到冲击更大，累计同比增速一度下滑至-31.4%。这背后的原因主要有两方面，一是疫情冲击效应与社会集团季初回落的趋势重叠，二是社会集团消费受到的管控更加严格，束缚更多。
- **居民社零：假日因素是带动居民消费的重要动力。**疫情下半场居民消费恢复缓慢的原因在于居民收入修复不足和消费倾向持续疲弱。叠加7、8月的极端天气和疫情反复的影响，8月社零表现较弱，消费呈现出下行压力。我们认为年内居民消费将持续修复，原因有二：一是预计居民就业与可支配收入将迎进一步改善；二是四季度节假日等利好因素较多，居民消费倾向有望回升，进而提振消费。
- **社会集团社零：疫情管控压力短期内难以消除。**疫情冲击之下，社会集团社零下降幅度远比居民要深，且恢复更慢。存在三方面原因：一是因为政府要过紧日子的导向；二是疫情管控下各种单位的公务接待、大型活动和会议等都很谨慎；三是企业利润分化，小微企业经营面临困境，消费开支收缩。预计年内金融持续让利实体、财政力度加大将逐步缓解企业基本面难题，但严格的疫情管控仍是重要制约因素，且短期内难以消除，这将导致社会集团消费持续受到压制。
- **核心观点：预计年内社零总量增速将保持稳定。**趋势上看，尽管居民与社会集团消费的修复方向存在一定背离，但整体上年内社零增速趋于稳定。根据我们的预测，2021年消费复苏空间比较有限，社零两年平均增速将达4.6%，较2019年8%的社零累计增速仍有一段距离。
- **风险因素：**新冠疫情超预期变化；通货膨胀超预期等。

## 目录

一、消费的高频跟踪指标.....	4
二、社会集团消费的分解.....	7
2.1 社零和居民消费的差异.....	7
2.2 社会集团消费和居民消费的分解方法.....	9
2.3 社会集团消费的变化趋势.....	11
三、消费复苏缓慢的归因.....	12
3.1 居民消费的减少不足以解释社零的下滑.....	12
3.2 社会集团消费下滑是社零的最大拖累.....	15
四、消费复苏展望.....	18
4.1 居民消费：节假日因素是重要拉动力.....	18
4.2 社会集团消费：疫情管控压力短期内难以消除.....	21
4.3 社零总量：预计下半年增速将保持稳定.....	22
风险因素.....	22

## 表目录

表 1：消费高频数据汇总.....	5
-------------------	---

## 图目录

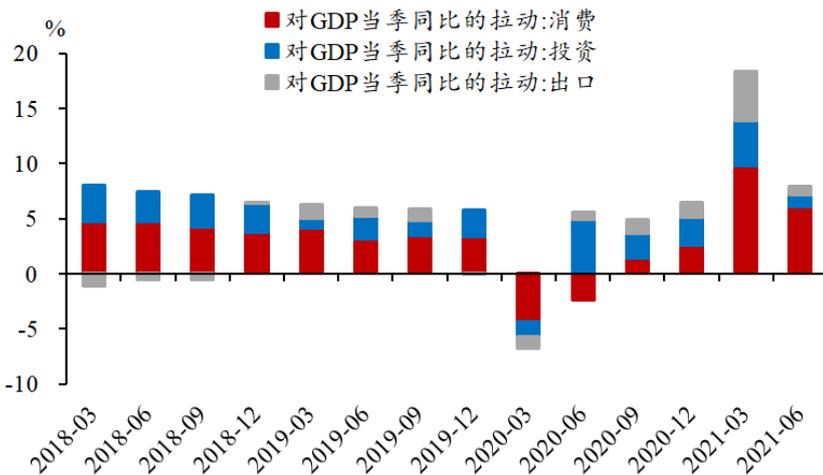
图 1：疫情对消费需求产生较大扰动.....	4
图 2：消费的年初跃升部分源于低基数效应.....	4
图 3：乘用车批发销量数据整体表现偏弱.....	6
图 4：中关村电子产品价格指数有所下调.....	6
图 5：布伦特原油价格与石油类零售额走势基本一致（两年平均增速）.....	6
图 6：2021 年暑期电影票房收入表现平平.....	7
图 7：市内交通整体恢复不稳固（7 日移动均值）.....	7
图 8：社零表现与居民消费表现分化（两年平均增速）.....	8
图 9：社零总额与居民消费的差异对比.....	9
图 10：2020 年 Q2 至今全国居民总消费支出持续改善.....	10
图 11：全国居民消费总支出与 GDP 最终消费口径存在差异.....	10
图 12：社零总额当季值的拆解结果.....	11
图 13：社会集团消费在社零总额中的占比接近一半.....	11
图 14：社会集团消费具有逐季上升、年初回落的特征.....	12
图 15：社会集团消费增速尚未恢复至疫情前水平.....	12
图 16：疫情冲击后的社零正持续修复.....	13
图 17：居民消费减少不是社零增速下滑的主要原因.....	13
图 18：城镇调查失业率已回归至疫情前水平.....	14
图 19：人均可支配收入增速在爬坡（两年平均）.....	14
图 20：居民消费倾向偏离基准线.....	14
图 21：社会集团消费是拖累消费复苏的更重要的原因.....	15
图 22：疫情对企业的冲击程度远大于居民.....	15
图 23：就地过年政策推动 PMI 上升.....	16
图 24：小型企业 PMI 仍然低于荣枯线.....	16
图 25：限额以上零售修复速度更快（两年平均增速）.....	17
图 26：聚集性活动限制较为严格.....	17
图 27：2021Q3 疫情防控强度上升.....	18
图 28：居家办公和学校关闭程度双双走高.....	18
图 29：二季度居民当期收入感受指数下滑幅度减小.....	19
图 30：网上商品零售额二、四季度均有大幅上升.....	19
图 31：10 月国庆长假助推社零总额明显回升.....	20
图 32：下半年居民消费指数走势与分项预测.....	20
图 33：居民消费指数与居民社零的拟合与预测.....	21
图 34：社会集团增速再次落后于居民增速.....	21
图 35：社零增速有望企稳.....	22

## 一、消费的高频跟踪指标

疫情冲击消费需求，疫后消费实际修复进度持续迟缓。历史数据表明，三大需求对 GDP 的拉动中，消费的拉动作用最为稳定。而疫情的外生冲击，对向来稳定的消费需求产生了扰动。具体来看，2020 年一季度，消费对 GDP 的拖累最为严重，达-4.30%。今年一、二季度同比拉动的跳跃式高增，部分原因在于去年的低基数效应，实际消费的修复进程仍较为迟缓。后疫情时代下，经济的回调与消费复苏密不可分，疫后消费需求的修复进度备受市场关注。

市场上常用于跟踪消费的指标，主要包括国家统计局定期公布的社会消费品零售总额（月频）、居民人均消费性支出（季频）和 GDP 最终消费（年频）等。上述指标发布频率相对较低，具有一定的滞后性，这为我们即时观察消费最新变化带来了一定困难。

图 1：疫情对消费需求产生较大扰动



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：消费的年初跃升部分源于低基数效应



资料来源：万得，信达证券研发中心

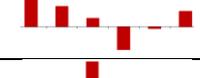
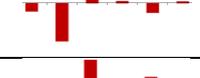
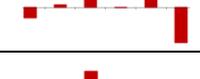
### 我们可以关注市场上哪些高频指标？

实物消费领域中，可关注商品销量和价格型指标。我们选取高频指标的依据是，商品的消费需求与销量、价格存在经济联系，量与价可从不同侧面反映需求变化。从供需关系来看，当非价格因素引致需求上升时，相关商品的销量和价格一般会走高。实物商品分项上，我们聚焦汽车类、石油及制品类，主要原因是这两类在社零中占比最

大且波动较高。根据消费零售额与销量间的内在联系，汽车类消费可以关注全国乘联会每周公布的厂家零售和批发数据。根据消费零售额与价格指标间的联动关系，我们可以跟踪相关商品的价格变动指标，进而间接跟踪消费。如：布伦特原油价格、中关村电子产品价格指数和义乌中国小商品价格指数。

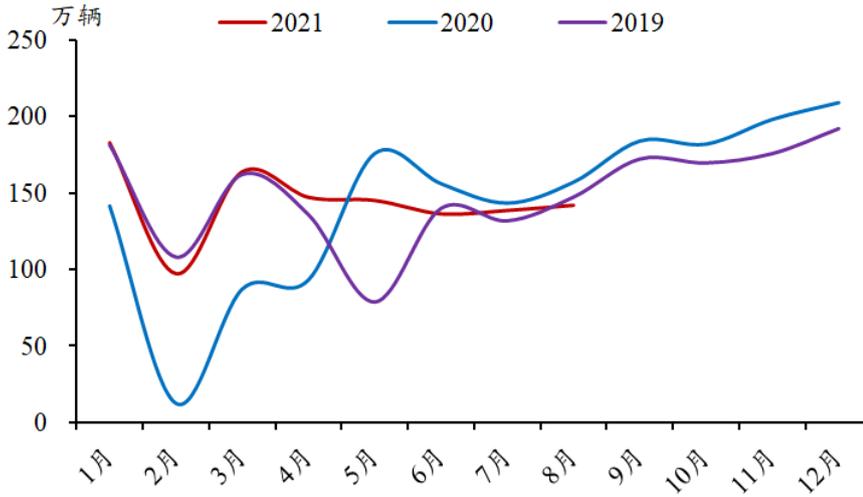
**服务消费领域中，可关注营收和消费基数相关指标。**鉴于数据的公开性和可获得性，我们主要关注娱乐与出行服务。根据服务消费总量与营收间的对应关系，线下娱乐消费可以关注电影票房收入。根据服务消费总量与消费基数间的映射关系，出行服务可以关注反映人口实际出行强度的拥堵延时指数。我们可以利用这些高频数据跟踪最新的消费情况，各项指标列表汇总如表 1 所示：

**表 1：消费高频数据汇总**

	指标	频率	单位	最近 6 期环比增速变化 (截至 9 月 26 日)	
				时间跨度	环比走势
实物消费	现货价：原油：英国布伦特 Dtd	日	美元/桶	9-17 至 9-24	
	当周日均销量：乘用车：厂家批发	周	辆	8-15 至 9-21	
	当周日均销量：乘用车：厂家零售	周	辆	8-15 至 9-21	
	中关村电子产品价格指数	周	/	8-14 至 9-18	
	义乌中国小商品指数：总价格指数	周	/	8-15 至 9-19	
服务消费	电影票房收入	周	万元	8-15 至 9-19	
	拥堵延时指数：北京	日	/	9-20 至 9-25	
	拥堵延时指数：上海	日	/	9-20 至 9-25	
	拥堵延时指数：广州	日	/	9-20 至 9-25	
	拥堵延时指数：深圳	日	/	9-20 至 9-25	

资料来源：万得，信达证券研发中心

**商品消费再次分化，疫情抬头继续扰动服务消费。**商品消费领域，从数据表现上看，石油及制品类零售消费同比增速的变化趋势与布伦特原油价格走势基本一致。高频数据显示，原油价格 9 月初不断走高，预计石油及制品消费将有所回温。乘用车数据整体表现偏弱，一是疫情反复影响生产，二是芯片供给制约生产。此外，中关村电子产品价格指数和义乌小商品价格指数均有不同程度的下调，表明电子产品等商品的景气度有所回落。服务消费领域，受多地疫情反弹，防控措施收紧，市内交通整体恢复不稳固，8 月以来的电影票房收入持续走低，均不及 2020 和 2019 年水平，暑期消费表现承压。

**图 3：乘用车批发销量数据整体表现偏弱**


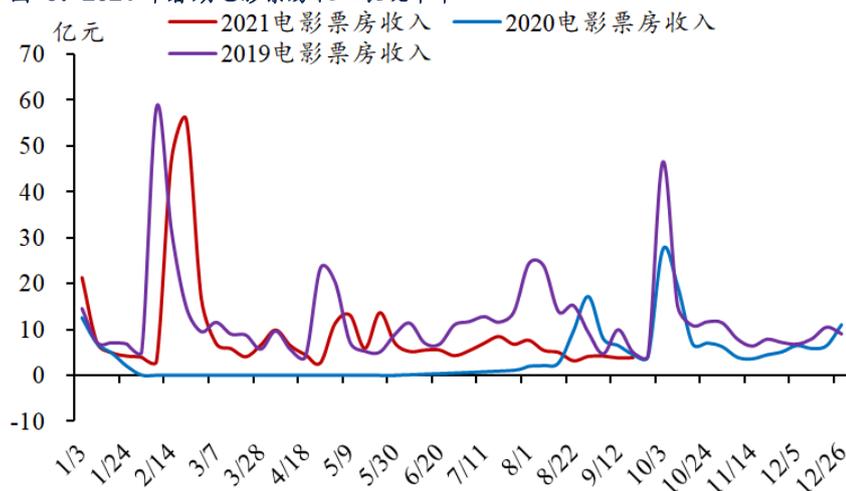
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 4：中关村电子产品价格指数有所下调**

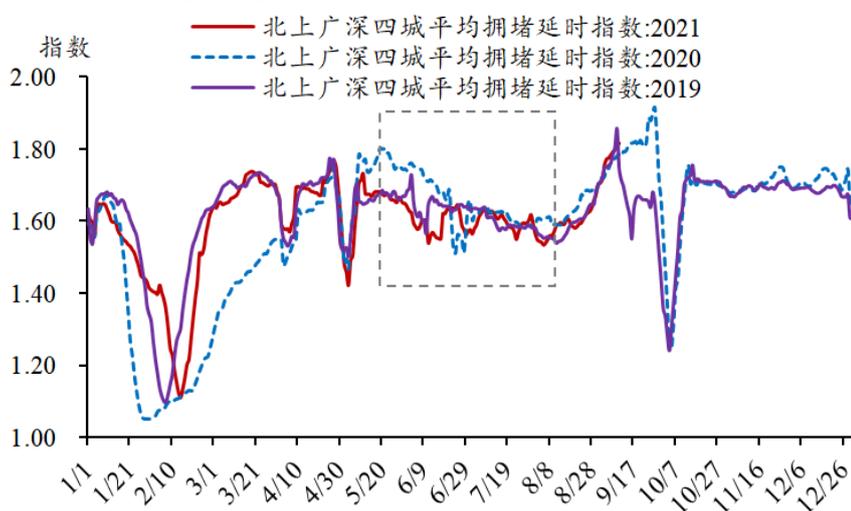

资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 5：布伦特原油价格与石油类零售额走势基本一致（两年平均增速）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 6：2021 年暑期电影票房收入表现平平**


资料来源：万得，信达证券研发中心

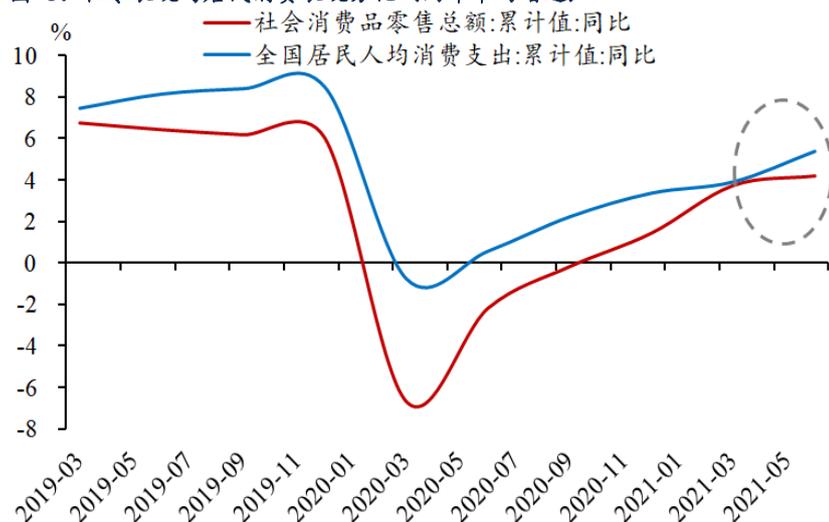
**图 7：市内交通整体恢复不稳固（7 日移动均值）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 二、社会集团消费的分解

### 2.1 社零和居民消费的差异

社零总额和居民消费增速出现分离，意味着社零内部市场主体间消费的结构分化。居民消费支出是指常住居民在一定时期内对货物和服务的最终消费支出。社会消费品零售总额是指企业（单位、个体户）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餐饮服务收入金额。二者的区别之一在于市场主体的不同，居民消费数据仅针对居民，社零数据实际上包括个人（含城乡居民和入境人员）和社会集团。因此，当市场主体间消费出现结构性分化时，衡量消费的不同指标可能就会出现增速差异。具体来看，2021 年一季度居民消费支出和社零的同比增速基本持平，而二季度却再度出现分化，全国居民人均消费支出累计同比上升了 1.48 个百分点，而社零总额累计同比仅上升 0.46 个百分点。

**图 8：社零表现与居民消费表现分化（两年平均增速）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 社会消费品零售总额和居民消费到底有何不同？

**1) 统计视角：社零总额侧重于供给端统计，居民消费侧重于需求端统计。**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。其中，个人零售包括城乡居民和入境人员的消费，而社会集团零售是指企事业单位、机关、社会团体等用于非生产和社会交往的办公用品。居民消费支出主要是从商品需求端出发，统计居民或者住户对货物和服务的消费支出总额，这一统计数据仅针对居民部分，不含社会集团。

**2) 统计范畴：居民消费与社零总额的统计范围存在交集。**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，因此将其纳入社零总额的统计范围中，而居民消费支出还包括其他非物质性服务的消费。**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。**

由以上分析，我们发现，在不考虑居民建房支出时，居民消费支出与社零总额的重叠部分可近似视为居民社零，包括居民商品支出与餐饮支出。

**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\\_27212](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27212)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>