



2021.09.13

消费的分析与预测

——宏观分析手册之二

报告作者

董琦(分析师)
 010-83939823
 dongqi020832@gtjas.com
 证书编号 S0880520110001

张陈(分析师)
 010-83939823
 Zhangchen023999@gtjas.com
 证书编号 S0880521080004

本报告导读:

消费作为生产、投资活动的终点,是宏观经济分析中最重要的一环,特别是对于发达经济体,消费是支撑经济增长的核心动力,手册第二篇我们重点介绍消费相关指标的含义、分析、微观基础和预测。

摘要:

- 消费统计有GDP最终消费支出、住户调查消费支出、社会消费品零售三套常用指标,其中住户调查是季频和GDP消费是年频,频率较低,社会消费品零售虽不包含服务,但频率高,是最常用指标。
- 消费分析框架可以从总量和结构两个维度入手:
 - ✓ 消费有明显的季节性,其中三四季度是旺季,与居民收入季节性以及三四季度假期旺季有关。在判断消费走势时,需要综合借助同比、环比等多个角度,同时也需要控制价格因素以排除供给端的扰动。
 - ✓ 消费结构分析来看,可以从五个维度入手,包括消费大类可分为商品和餐饮,销售主体可分为限额以上和限额以下,消费品类型可分为可选消费和必需消费,销售方式可分为线上销售和线下销售,销售区域可分为农村消费和城镇消费。各个角度入手能够得到更加全面的观察。
- 消费数据存在广泛的微观基础。
 - ✓ 首先,消费增速与上市公司营收走势密切相关。经过比对我们发现,限额以上消费品零售增速,与消费行业整体营业收入走势、盈利能力(ROE)走势均较为一致。细化到行业角度,社会消费品零售分行业增速对上市公司各行业业绩也有较强解释力。
 - ✓ 其次,消费数据与微观数据存在密切关联。
 - ◆ 消费的微观基础体现在与价格指标的联动。消费需求加速提升时,往往意味着相关产品在变得紧俏,进而会带来相关产品价格的上涨,我们发现社会消费品零售的分项与相关产品的高频价格具有较强的相关性,包括珠宝零售与钻石价格、书报零售与纸浆价格、办公用品零售与义乌小商品价格等。
 - ◆ 除价格指标外,消费信心指数在16年后出现系统性上移,与价格中枢变化有一定关系。消费信心指数同比变化与PMI新订单具有比较强的正相关性,表明该指标能够表征需求端景气度。
 - ✓ 最后,消费数据同样与金融数据较为相关,居民信贷与消费增速同步,利率与耐用品消费负相关。
- 如何预测消费指数?近月看高频数据,远月看领先指标。
 - ✓ 近月预测主要是通过高频指标还原消费走势。筛选后的消费高频包括:汽车零售、商品房零售、原油价格、猪肉价格。
 - ✓ 远月预测主要是寻找领先指标,而领先指标主要是金融和利润。滞后9个月的社会融资总量增速和滞后9个月的工业企业利润对于消费长期趋势有较好的拟合效果。
- 疫情和收入分化是制约2021年消费修复的重要因素,疫情缓解叠加收入改善,未来消费将缓步修复,大众、必选消费将有更好表现。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

相关报告

财政分析手册
2021.09.10

出口阶段性超预期,后续下行斜率偏缓
2021.09.08

挖掘机销量会反弹吗
2021.09.07

翻越“超储”的新框架
2021.09.06

浙江共同富裕实施方案蕴含的政策指向
2021.09.01

目 录

1. 衡量消费的三种指标.....	3
2. 消费分析框架.....	6
2.1. 消费总量分析.....	6
2.2. 消费结构分析.....	8
3. 消费数据的微观基础.....	15
3.1. 消费数据与上市公司.....	15
3.2. 消费与微观指标关联.....	19
3.3. 消费与金融数据联动.....	21
4. 消费的预测方法.....	23
4.1 近月预测看高频指标.....	23
4.2 远月预测看领先指标.....	24
5. 风险提示.....	25

1. 衡量消费的三种指标

为什么要分析消费？因为消费是所有生产和投资活动的终点。三大需求包括消费、净出口、投资，生产出来的产品要么被国内消费掉（消费）、要么被海外消费掉（净出口）、要么省下来投入进一步的生产（投资），而省下来投入进一步生产的目的也是为了未来拥有更多的消费。从这个角度来说，消费是所有生产和投资活动的终点，因此消费无疑是宏观经济分析中最重要的一环。

消费统计有三个视角。分析消费十分重要，对消费数量和金额进行统计有以下三个视角。

- ✓ 从消费类型划分，消费可以分为商品消费和服务消费，两类消费定义比较直观，需要注意的是部分商品具有较强的投资属性，比如建筑装潢材料，应该被划分在投资而不是消费里。
- ✓ 从消费主体角度来划分，消费可以分为私人消费和公共消费，私人消费简单理解就是居民直接购买和使用的商品或服务，这些已经能够涵盖我们日常大部分消费活动，但是还有一部分，比如教育、公共交通、卫生防疫等，这些消费主要由政府财政支出进行购买，这些就属于公共消费。
- ✓ 从统计主体的角度来划分，既可以从购买方（消费者）的角度统计购买了多少商品和服务，也可以从出售方（生产者）的角度统计出售了多少商品和服务，两者应是一致，但是出售方还会向国内的非常住单位出售商品，这些应该列在出口而不是消费中。

分析消费有三套常用指标。基于这些视角，消费有三套主要的指标。

- ✓ 第一套指标是GDP核算中的最终消费支出，主要依托购买方（居民支出、财政支出）调查资料，统计居民和政府购买商品和服务的消费。
- ✓ 第二套指标是从购买方视角，对住户进行调查得到的居民商品和服务消费支出。
- ✓ 第三套指标是从出售方视角，对批发零售企业进行调查得到的社会消费品零售总额，统计居民和所有社会集团（政府、企事业单位等）的消费，但主要是商品消费，服务消费仅包括餐饮。

社会消费品零售是三套指标中最常用的指标。从上述描述可以看出，三套指标GDP核算中最终消费支出更加全面，居民、政府消费都有，商品、服务消费也同时涵盖，但是目前仅有年度数据，频率过低；居民消费支出也存在低频的问题，仅以季频公布。而社会消费品零售则月度公布，虽然服务消费涵盖较少，但时效性强，同时消费主体涵盖广泛，因此在消费分析中使用频率最高，通常用社会消费品零售变动追踪国内消费走势。因此，这里也主要围绕社会消费品零售进行介绍。

图 1：三大消费统计指标的定义

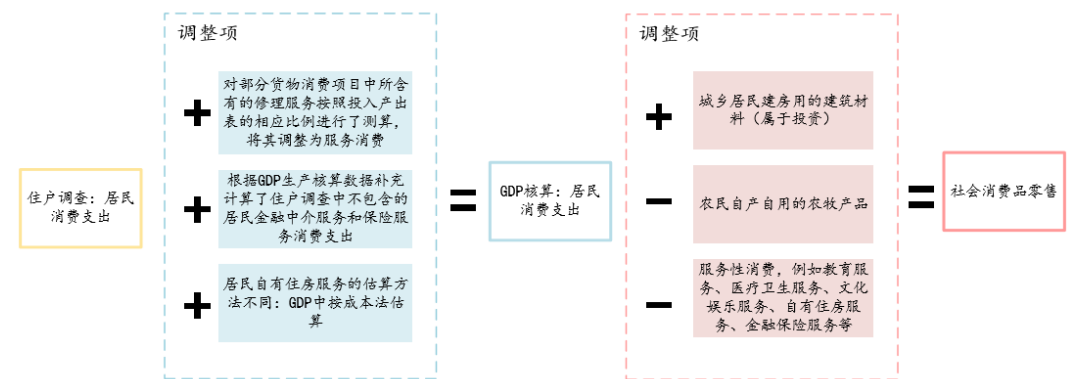
	社会消费零售总额	住户调查-居民消费支出	GDP-最终消费支出
定义	企业或单位通过交易销售给个人和社会集团的非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。	居民用于满足家庭日常生活消费需要的全部支出，也包括实物消费支出。	常住单位为了直接满足个人或公共消费需求而对货物和服务的支出总额，不包括非常住单位在本国经济领土内的消费支出。
从统计主体划分	企业/单位（出售方视角）：限额以上全面调查，限额以下抽样调查	消费者（购买方视角）：住户抽样调查	根据现有资料推算（主要是购买方视角）：居民消费支出以住户调查为基础，政府消费支出以财政支出为基础，进行综合调整计算。
从消费主体划分	居民、社会集团（包括政府、企事业单位等）	居民	居民、政府
从消费类型划分	实物商品、部分投资品（建筑装潢）、部分服务消费（餐饮）。	实物商品、服务消费	实物商品、服务消费
发布频率	月度	季度	年度
数据形式	总量	人均	总量

数据来源：统计局，国泰君安证券研究

社会消费品零售与最终消费支出存在一定差异，但整体走势基本一致。根据统计局解释，社会消费品与最终消费支出差异主要是以下三个方面。这些差异导致了社会消费品零售总额与最终消费支出走势偶有差异，但整体走势是基本一致的。

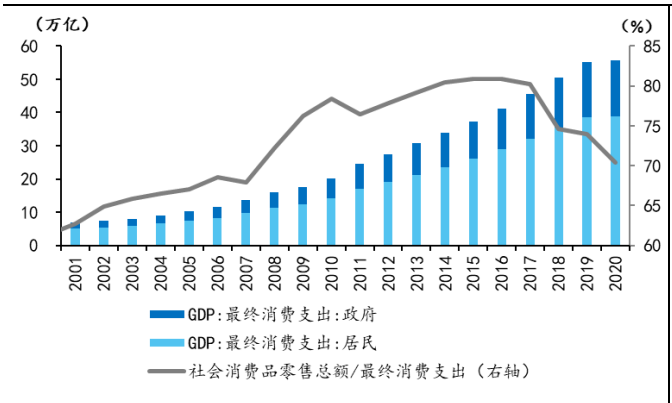
- ✓ 其一是多算了部分投资品。包括销售给居民的建房用的建筑材料、销售给政府单位的交通工具、设备等，这些属于投资不属于消费。
- ✓ 其二是少算了部分服务和虚拟消费。社会消费品零售额不包括居民服务性消费，也不包括公共服务价值，例如教育服务、医疗卫生服务、文化娱乐服务、自有住房服务、金融保险服务等。
- ✓ 其三是少算了部分自产自销商品。社会消费品零售额不包括农民自产自用的农牧产品，而居民消费支出则包括对这些产品的消费。

图 2：三大消费统计指标的主要差别



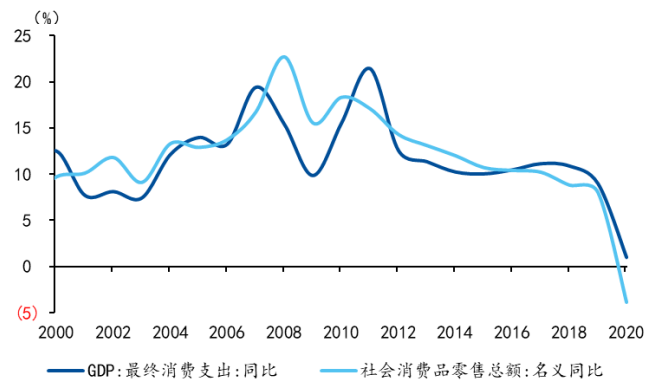
数据来源：统计局，国泰君安证券研究

图3:社会消费品零售占最终消费支出比例在7-8成



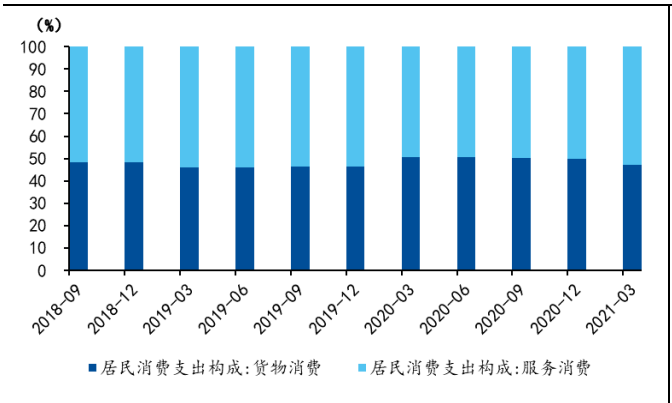
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图4: 消费支出与社零增速走势基本一致



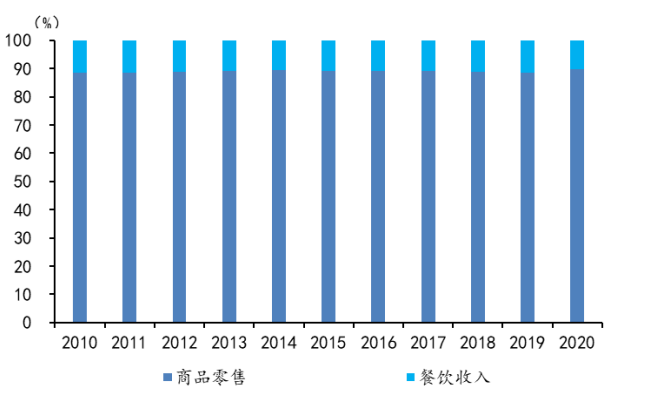
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图5: 居民服务消费占比超过5成



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图6: 社零中服务消费占比仅1成左右



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

从核算角度来看,社会消费品零售分析时有三点需要注意:

- ✓ 限额以上消费是指销售额超过一定标准的大企业的销售额。社会消费品零售是从出售方视角进行统计,2018年第四次经济普查全国批发零售企业法人单位就有接近650万家,很难做到逐月对所有企业进行统计,统计局的统计方式大致分两步,第一步是分类,第二步是调查。第一步分类是把企业分成大企业(限额以上)和小企业(限额以下),大企业数量少很多,并且可以通过联网填报,统计成本相对较低,因此第二步进行调查统计的时候,大企业是全面调查,小企业则采用抽样和推算的方式进行调查。
- ✓ 各地区社会消费品零售并不能完全反映当地消费情况。由于出售方企业存在连锁店经营,而根据《批发和零售业统计报表制度》,连锁企业在各区县的非独立法人分支机构经营数据要汇总到法人所在地进行统计,因此各地区社会消费品零售额可能包含了其他地区分支机构的汇总数据。比如一家连锁经营机构法人所在地是上海,分支机构全国都有,统计上是汇总到上海社会消费品零售,但其实也夹杂了全国其他地区的销售情况,因此各地区社会消费品零售并不完全反映当地消费情况。
- ✓ 扣除价格因素的零售额实际增速,并不能完全反映消费品零售的实际增长情况。社会消费品零售增速大部分数据是以名义数据的形式公布,

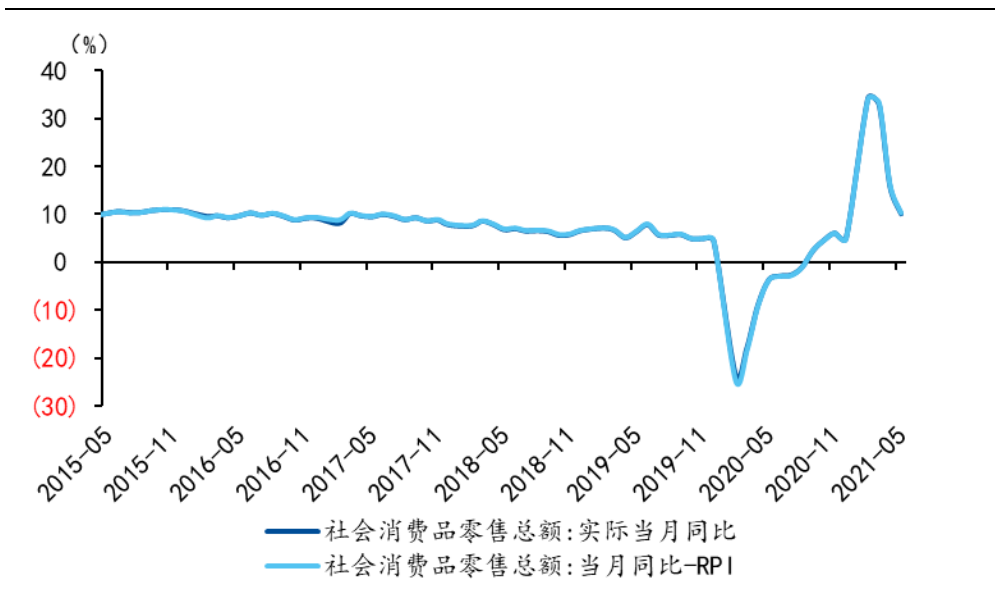
而社会消费品零售总量名义增速在公布的同时,也会公布实际增速。根据统计局描述,实际增速是用RPI(商品零售价格指数)进行缩减的(CPI中包含大量服务消费,与社会消费品零售统计范围差异较大)。正是由于使用RPI进行缩减,导致实际增速与实际增长情况可能存在不一致,一方面,RPI中并不包含餐饮服务价格,而社会消费品零售中餐饮消费占比一成左右,两者差异导致缩减得到的实际增速读数存在偏差;另一方面,在某些特定商品价格快速变动时期,社会消费品零售总额的结构、RPI的结构,两者之间可能会出现差异,这时候仍然使用RPI进行缩减就不能准确反映消费品零售的实际增长情况。

图 7: 社会消费品零售统计限额的标准

行业类别	统计指标名称	限额标准
批发业	年主营业务收入	2000 万元
零售业	年主营业务收入	500 万元

数据来源: 统计局

图 8: 社会消费品零售名义增速通过 RPI 缩减



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

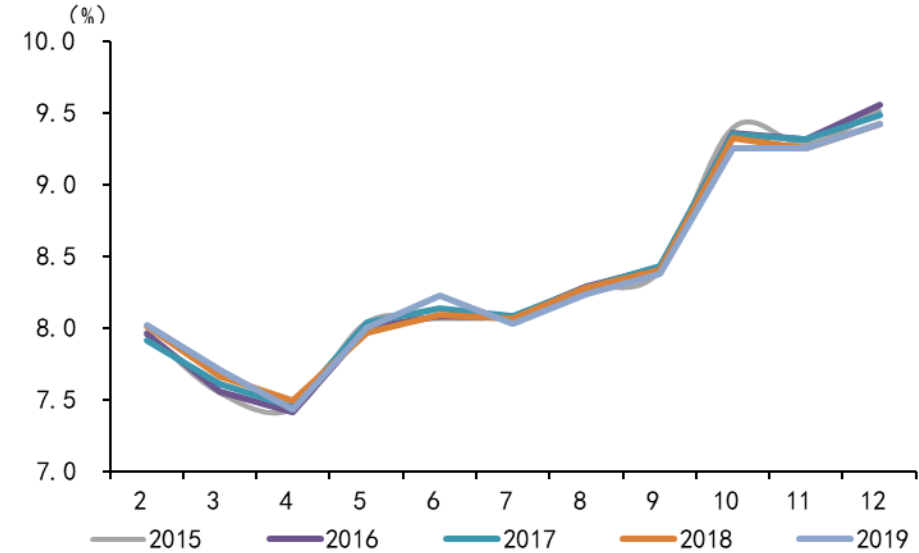
2. 消费分析框架

2.1. 消费总量分析

消费有明显的季节性,三、四季度是国内消费旺季。从社会消费品零售额季度分布角度来看,三、四季度消费占比逐季提升,四季度是全年占比高点。消费季节性与多个方面的因素有关,一方面,三四季度假期、各类促销活动较多,比如暑假、十一黄金周、各类购物节等,对商品消费有一定带动作用。

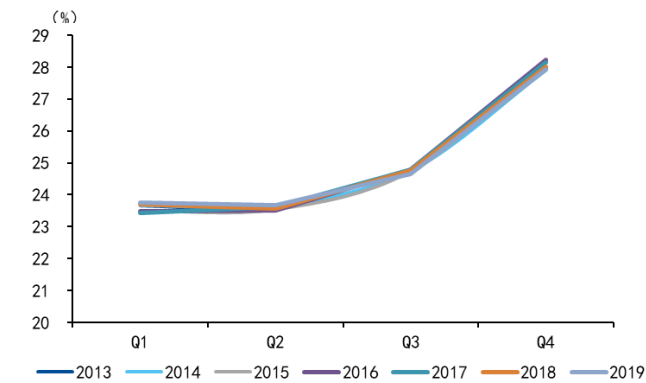
另一方面，居民收入也存在季节性，居民可支配收入全年占比中，一季度和四季度是年内高点，可能与春节前奖金发放有一定关系，而收入提高对消费也会有促进作用。

图 9：社会消费品零售三、四季度占比较高



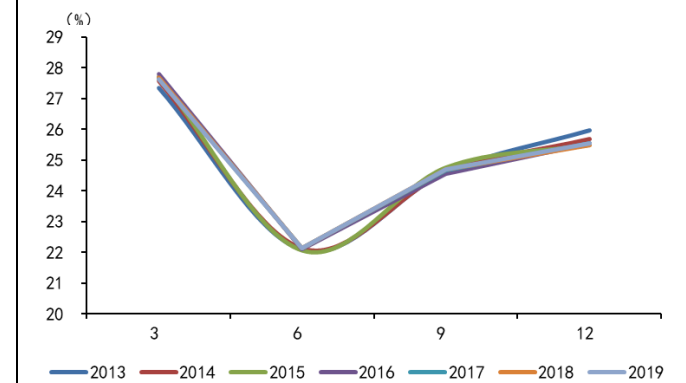
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 10：从社零角度，三、四季度是旺季



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

图 11：从居民收入角度，一、四季度收入较高



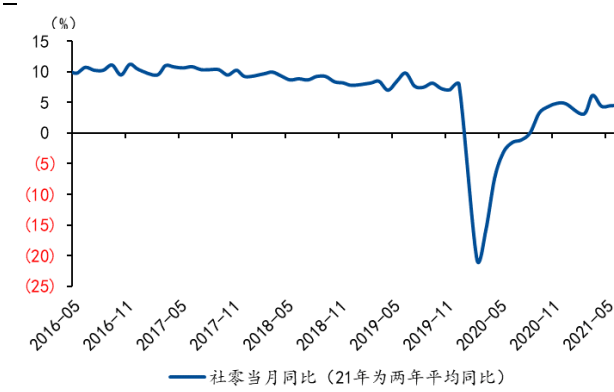
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

由于消费有季节性，所以判断消费强弱需要综合借助同比、环比等多个角度。以 2021 年 5 月为例，单看同比增速，社会消费品零售当月增速达到 12.4%，明显高于疫情之前 8% 左右的增速，但并不代表消费很强，原因在于同比增速与基期强弱有关，2021 年 5 月增速高反映的是 2020 年 5 月消费弱。如果转换成以 2019 年为基期的两年几何平均增速为 4.5%，相比疫情之前就低很多，不过相比 4 月的 4.4% 仍有小幅提高。同时还可以参考统计局公布的季调环比增速，5 月季调环比为 0.81%，相比 4 月的 0.25% 有明显回升。

消费增速中含有价格因素，进一步判断消费需求还需要考虑实际增速。名义增速中包含价格变化，我们观察消费数据的目的是考虑消费需求的变化，

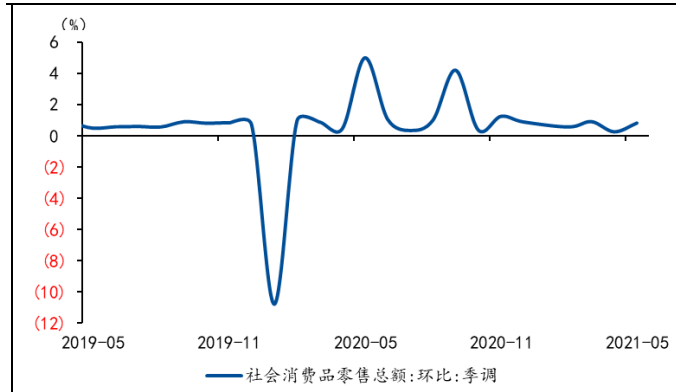
但价格因素时常会受到供给端扰动,最典型的的就是2019年在猪瘟背景下的猪肉价格猛涨。为避免这部分扰动我们也需要参考实际增速,2021年5月实际增速(两年平均同比)为3%,相比4月的2.6%也是有所提高的。因此,综合各方面情况,我们可以得到的判断是,5月消费需求相比4月是有所改善的,但是仍然显著弱于疫情之前的水平。

图 12: 社会消费品零售同比增速走势



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 统计局公布消费季调环比增速



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 消费结构分析

在得到消费需求总量上的判断之后,我们还可以进一步从结构上寻找驱动因素。而对于结构,除了商品、餐饮,限额以上、限额以下之外,统计局还会公布限额以上商品零售细项数据,基于第一部分统计含义的介绍,消费结构分析主要包括以下五个角度。

图 14: 2021 年 5 月统计局公布社会消费品零售主要数据

2021年5月份社会消费品零售总额主要数据

指 标	5月		1-5月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	35945	12.4	174319	25.7
其中：除汽车以外的消费品零售额	32257	13.2	156304	24.4
其中：限额以上单位消费品零售额	13214	12.7	63974	29.9
其中：实物商品网上零售额	-	-	39377	19.9
按经营地分				
城镇	31313	12.3	151546	26.0
乡村	4632	13.2	22772	23.5
按消费类型分				
餐饮收入	3816	26.6	17789	56.8
其中：限额以上单位餐饮收入	924	40.8	4035	64.2
商品零售	32129	10.9	156529	22.9
其中：限额以上单位商品零售	12291	11.1	59939	28.1
粮油、食品类	1266	10.6	6616	9.5
饮料类	222	19.0	1074	29.2
烟酒类	325	15.6	1877	35.4
服装鞋帽、针纺织品类	1130	12.3	5568	39.1
化妆品类	319	14.6	1539	30.3
金银珠宝类	262	31.5	1283	68.4
日用品类	589	13.0	2843	25.2
家用电器和音像器材类	748	3.1	3314	23.2
中西药品类	463	7.3	2298	11.9
文化办公用品类	272	13.1	1370	22.0
家具类	133	12.6	618	35.1
通讯器材类	410	8.8	2330	29.3
石油及制品类	1742	20.3	7835	21.7
汽车类	3688	6.3	18014	37.8
建筑及装潢材料类	164	20.3	701	37.1

注：

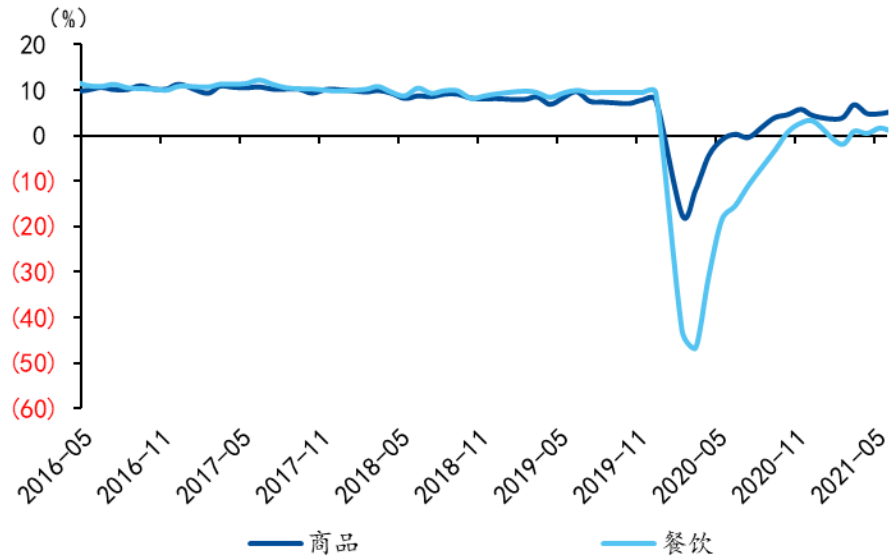
1.此表速度均为未扣除价格因素的名义增速。

2.此表中部分数据因四舍五入，存在总计与分项合计不等的情况。

数据来源：统计局

其一，从消费大类来看，可分为商品和餐饮。社会消费品零售中，商品消费和餐饮消费比例在9:1左右，历史数据上餐饮和商品零售增速走势基本一致，但疫情发生后两者明显分化。由于餐饮属于服务业，而服务业受疫情干扰严重，恢复也较慢，2021年5月商品零售两年复合增速已经恢复至4.9%，虽低于疫情前的8%左右的增速，但仍远高于餐饮1.6%的增速。

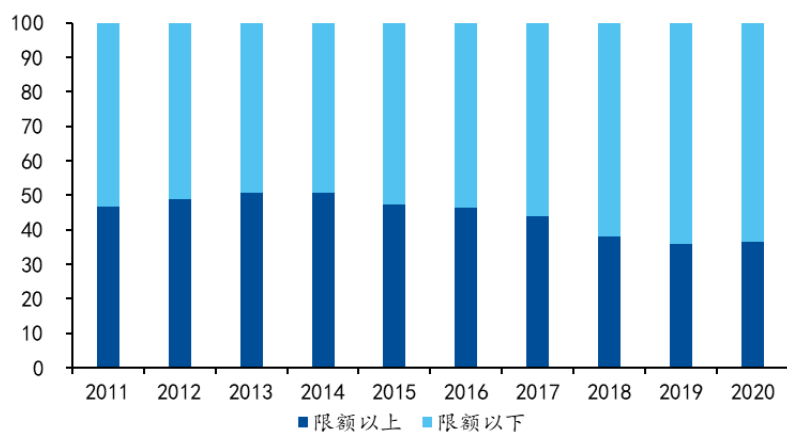
图 15: 疫情之后，餐饮消费恢复明显弱于商品消费



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

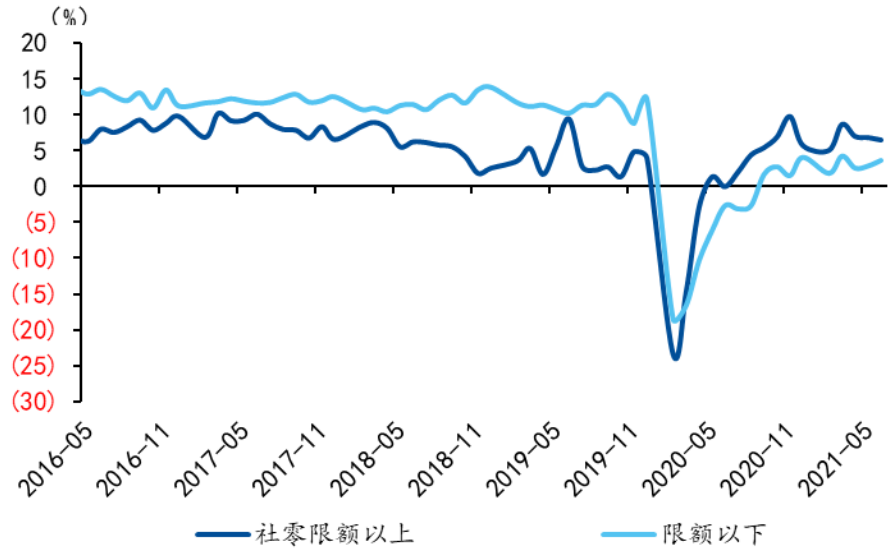
其二,从销售主体来看,可分为限额以上和限额以下。由第一部分介绍可知,限额以上和限额以下区别的简单概括就是大型企业和中小企业的差异,社会消费品总体、商品消费、餐饮消费均提供了限额以上和限额以下的数据,社会消费品限额以上:限额以下在 4:6 左右。疫情之前,限额以上增速普遍慢于限额以下,而疫情发生之后则完全反转过来。2021 年 5 月两年复合增速,限额以上消费增速普遍恢复并超过疫情之前,社会消费品整体的限额以上增速是 6.8%,商品零售是 12.5%,餐饮是 8.6%;限额以下明显偏弱,社会消费品整体的限额以下增速是 3.6%,商品零售是 3.5%,餐饮是 -0.6%。

图 16: 限额以上占比在 4 成左右



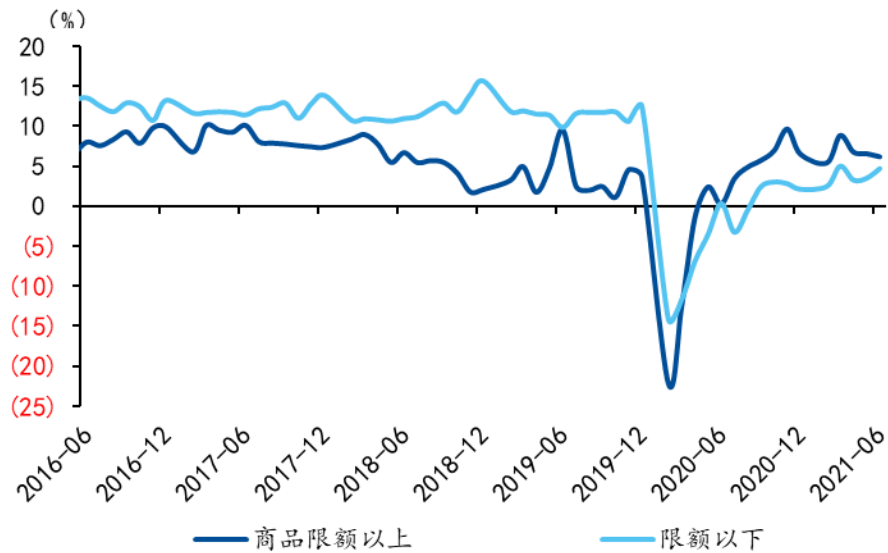
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 疫情之后,社会消费品零售整体,限额以下恢复慢于限额以上



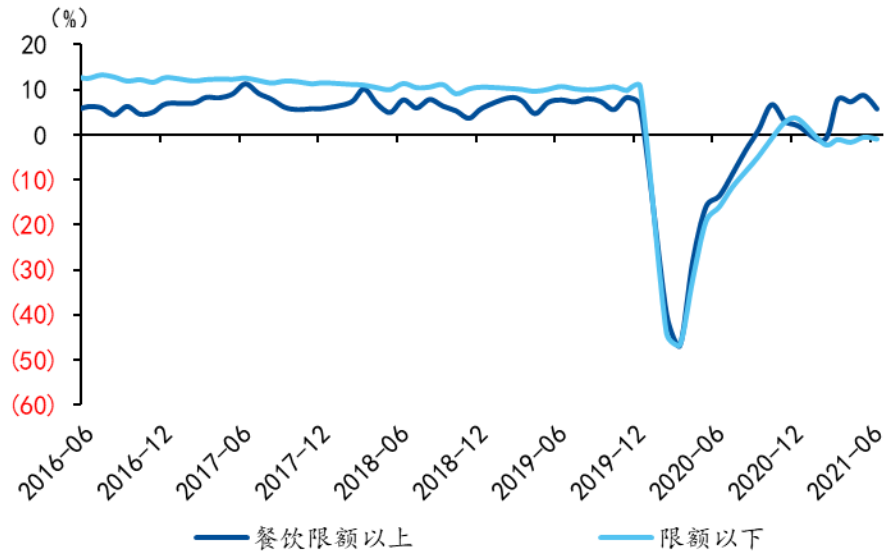
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 18：疫情之后，商品零售，限额以下恢复慢于限额以上



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

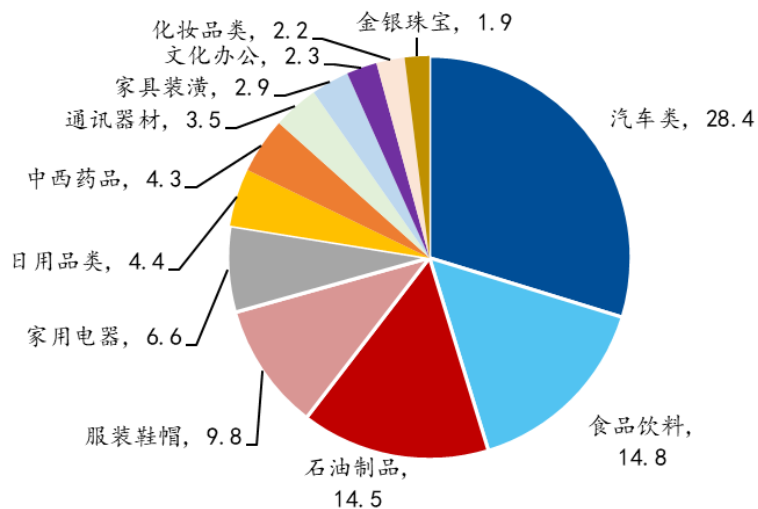
图 19：疫情之后，餐饮，限额以下恢复慢于限额以上



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

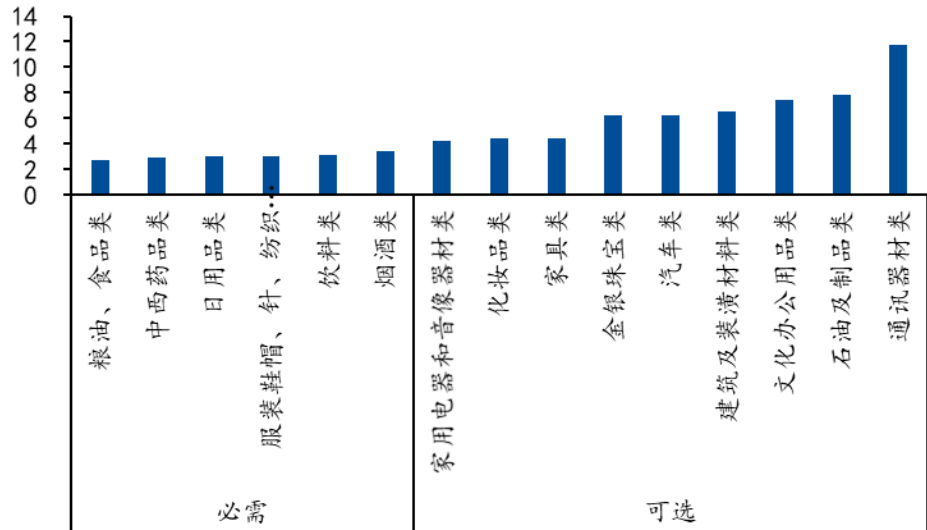
其三,从消费品类型来看,可分为可选消费和必需消费。可选消费和必需消费更多是经验上的划分,必需消费通常对收入不敏感,增速的变化相对较小,可选消费增速变化则较大。若考虑 2016-2019 年各消费品当月增速的标准差情况,必需消费主要是食品饮料、医药、服装和日用品,可选消费则包括汽车、电器、娱乐用品、家具等。按此标准划分,则可选消费占比较高,限额以上商品中可选消费:必需消费比例在 6:4 左右。疫情背景下,必需消费受影响较小,恢复也较快,但反弹幅度远远小于可选消费,主要反映的是疫情之后,高收入群体服务消费向可选消费的转移。2021 年 5 月两年平均增速,必需消费整体增速为 9.9%,与疫情之前的增速基本一致,可选消费整体增速为 4.6%,明显超过疫情之前的增速水平。

图 20: 限额以上商品中汽车、食品占比较高 (2019 年各类消费品占比)



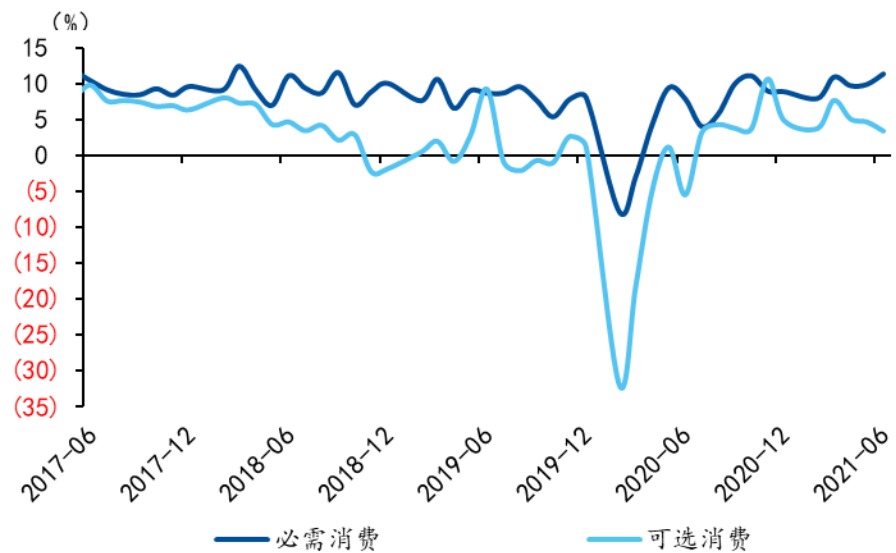
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 按照消费增速方差可以划分为可选和必需消费



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

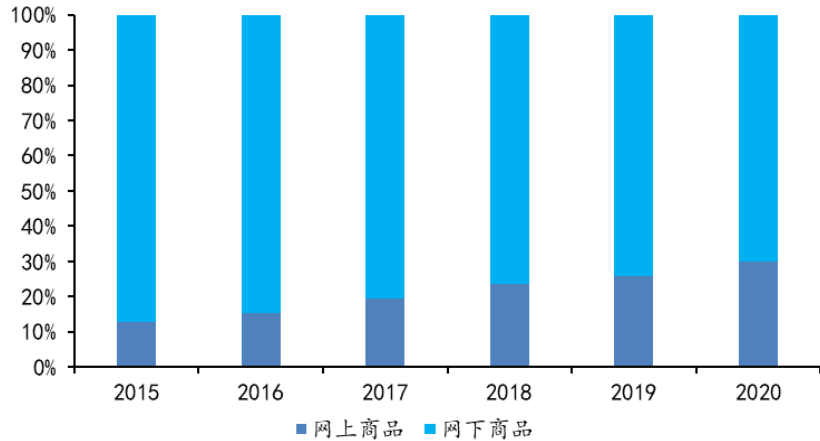
图 22：疫情之后，必需消费恢复较快，可选消费反弹幅度更大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

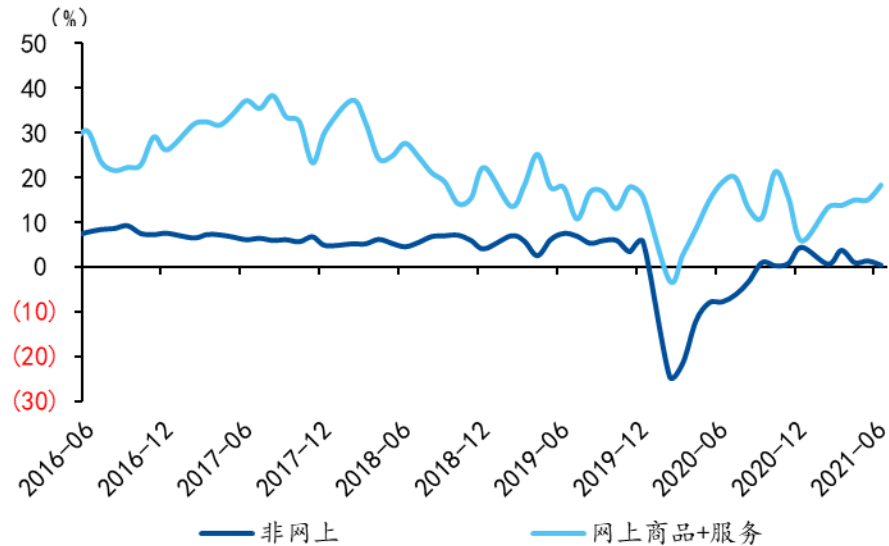
其四，从销售方式来看，可分为线上销售和线下销售。网上销售近年来占比逐步提高，从 2015 年的 10% 左右，已经上升至 2020 年的 30% 左右，而在疫情的背景下，网上消费恢复也明显快于线下消费。2021 年 5 月两年平均增速，网上消费增速为 15.6%，基本接近疫情前的水平，线下消费增速为 1.5%，相比疫情前 6% 左右的增速仍处于偏弱状态。

图 23：网上销售占比提升至 30% 左右



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

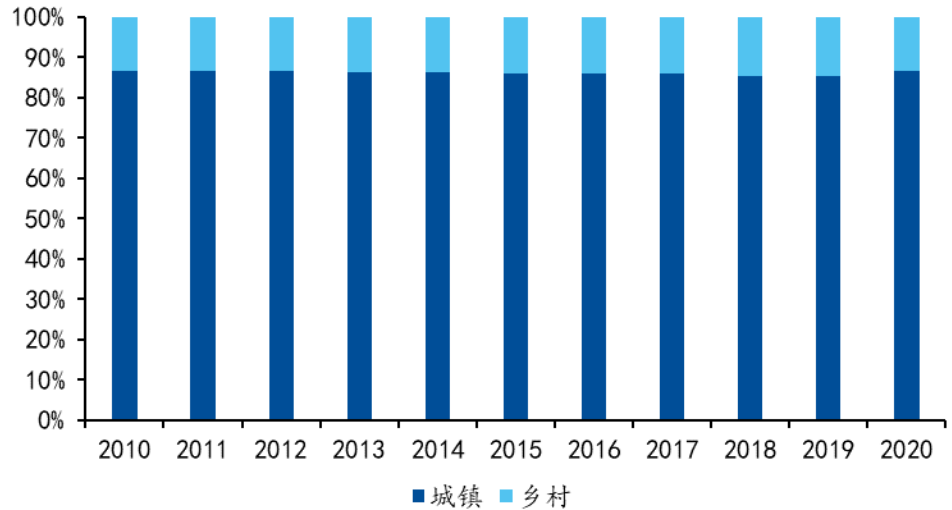
图 24: 网上销售增速恢复较快



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

其五,从销售区域来看,可分为农村消费和城镇消费。城镇消费占社会消费品零售 85%左右,通常情况下两者差异并不大,因此短期波动中能够读出的信息有限。比如,2021年5月城镇零售额增速 12.3%,两年平均增长 4.5%,农村增速 13.2%,两年平均增长 4.7%,两者在5月相比4月均有所提升,并且农村增速小幅快于城镇。不过农村零售增速快于城镇是近年来一直都有趋势,反映城乡收入差距的缩小。另外值得注意的是城镇零售额在年底与农村相比,会有明显下降,即城镇/农村在年底会季节性下降,其原因也是城乡收入节奏的差异,农村居民收入高点在四季度,城镇则在一季度。

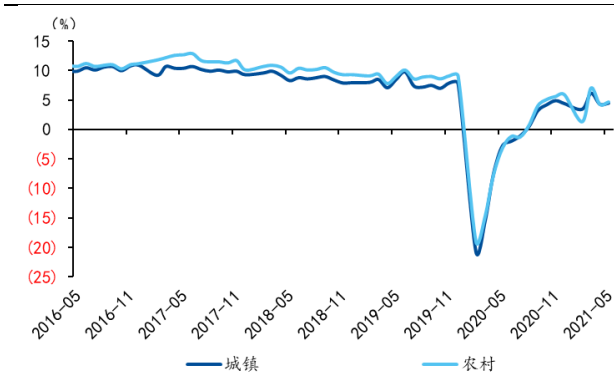
图 25: 城镇消费占比为 85%左右



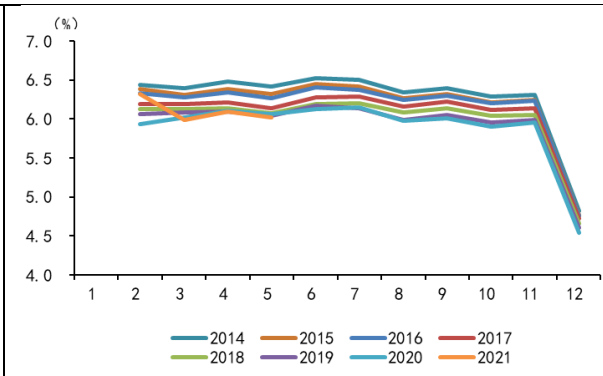
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 26: 农村和城镇零售额增速基本一致

图 27: 零售额城市/农村比率逐年下降, 年底是年内低点



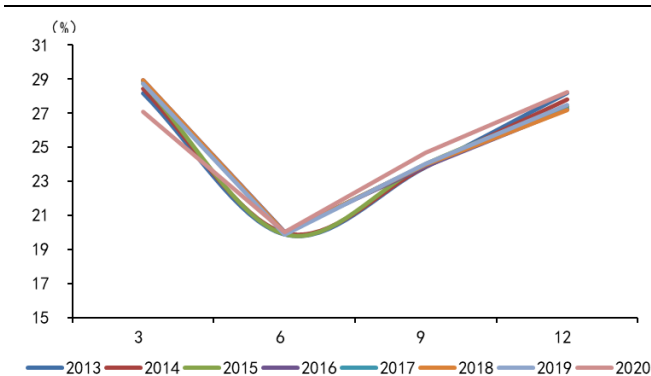
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



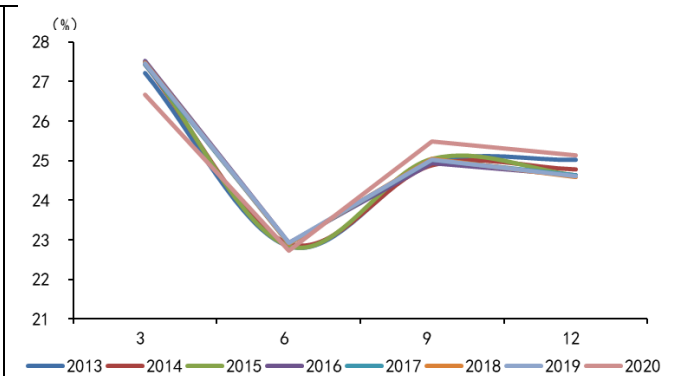
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 农村居民收入四季度占比明显提高

图 29: 城镇居民收入高点在一季度



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究



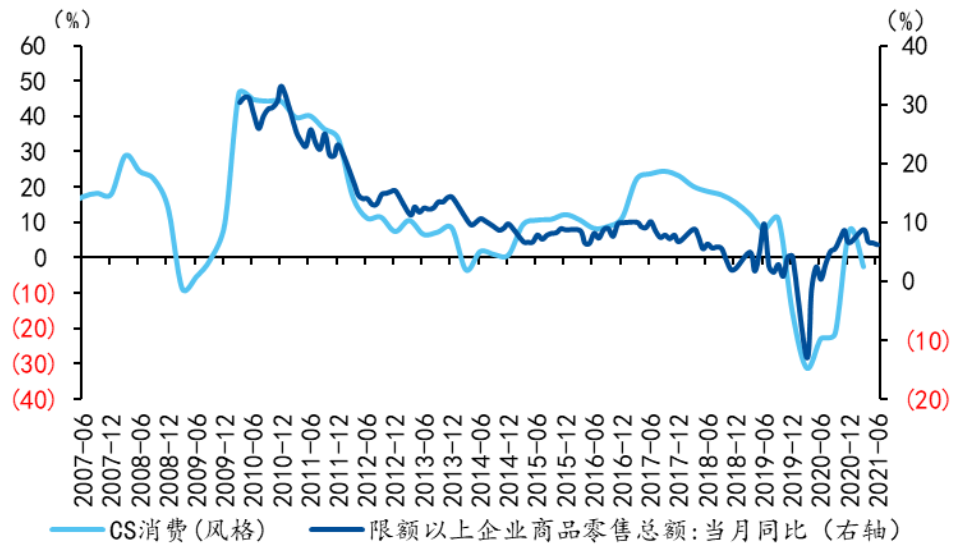
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 消费数据的微观基础

3.1. 消费数据与上市公司

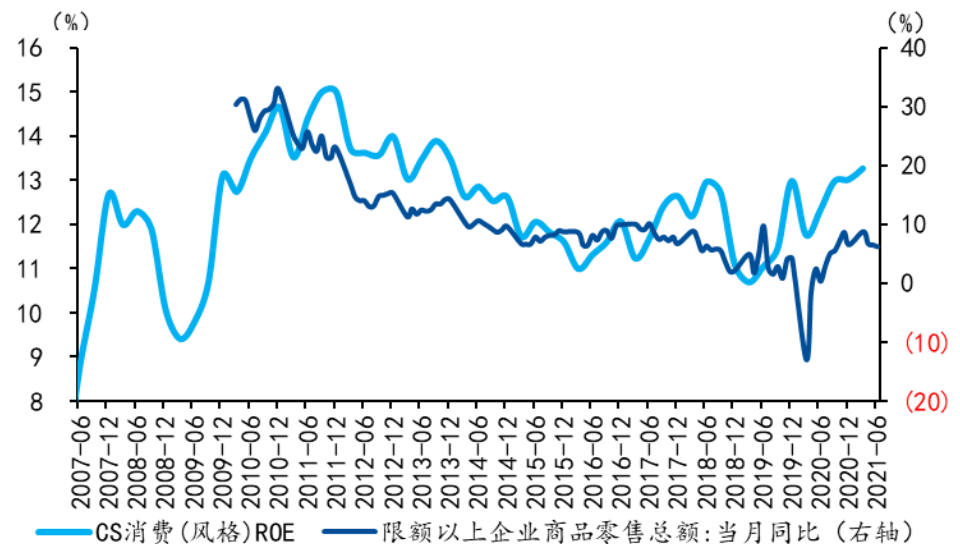
消费增速与上市公司营收走势密切相关。社会消费品零售虽然是宏观指标，但是和中微观数据走势也是密切相关的，其中与投资者关联最大的当然是上市公司的经营业绩。经过对比我们发现，限额以上消费品零售增速，与消费行业整体营业收入走势、盈利能力(ROE)走势均较为一致。社会消费品零售数据是月度数据，而上市公司经营业绩以季度为单位，因此我们能够利用零售数据对行业业绩走势作出提前预判。

图 30: 消费品整体的营业收入增速与消费上市营收增速一致



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 31: 消费品整体的营业收入增速与消费上市 ROE 走势基本一致



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

细化到行业角度，社会消费品零售分行业增速对上市公司各行业业绩也有较强解释力。我们对各类限额以上消费品销售增速，与相关行业上市公司的营收增速以及 ROE 进行对比，发现两类情况。第一类是汽车、纺织服装、食品饮料，这些行业无论 ROE 还是营收增速，与对应零售增速都密切相关。

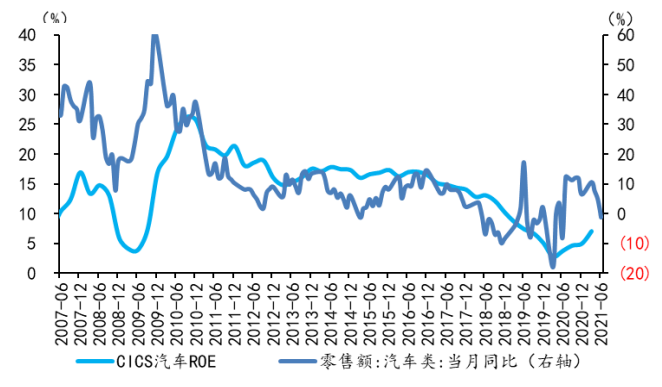
另一类是餐饮、家电、珠宝、化妆品,这些行业仅营收增速和零售增速密切相关,但ROE走势与零售增速走势相关性并不高。可能的原因在于不同消费品在行业竞争格局、产业链关系上还是存在一定差别,导致ROE的影响因素较多,但行业整体的营收增速仍然是取决于零售增长情况的。

图 32: 汽车零售与行业营收增速走势一致



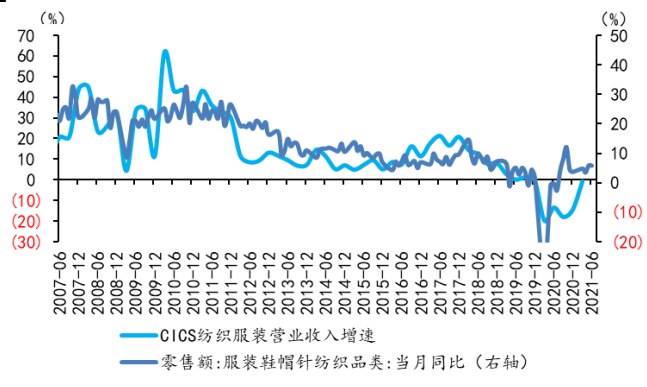
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 33: 汽车零售与汽车行业 ROE 走势一致



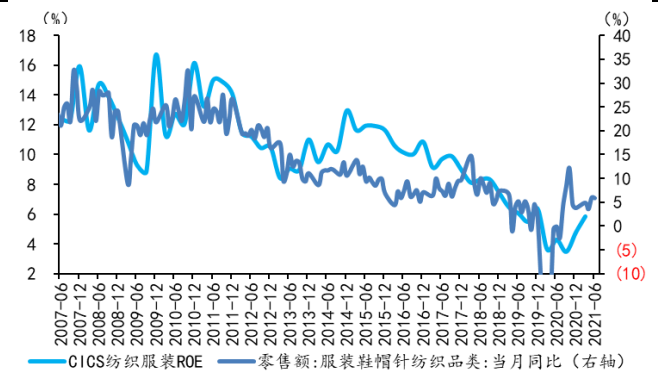
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 34: 纺织服装与行业营收增速走势一致



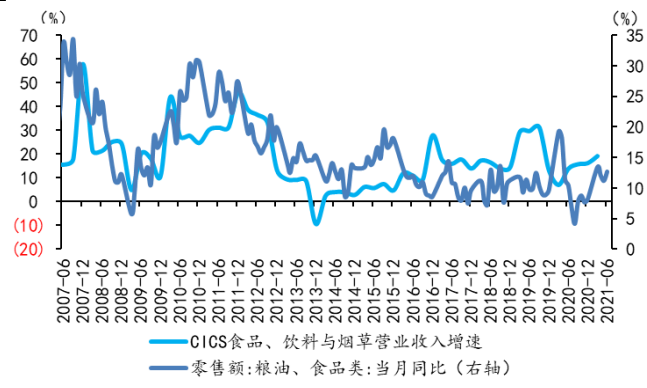
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 35: 纺织服装与行业 ROE 增速走势一致



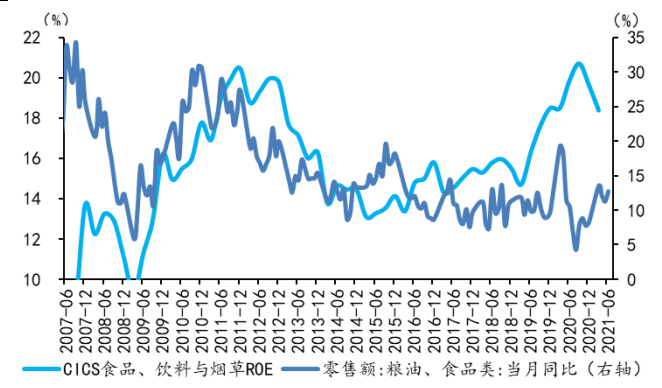
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 36: 食品饮料与行业营收增速走势一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

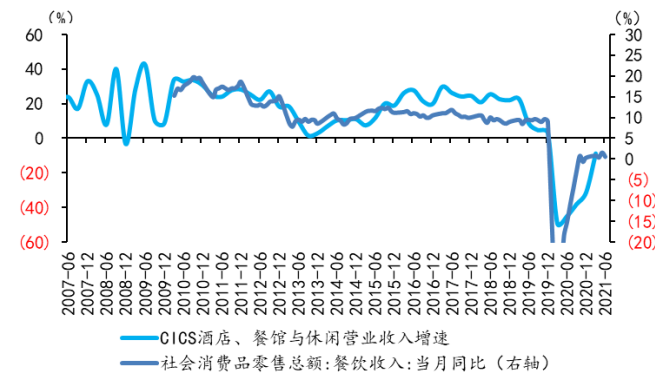
图 37: 食品饮料与行业 ROE 增速走势一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

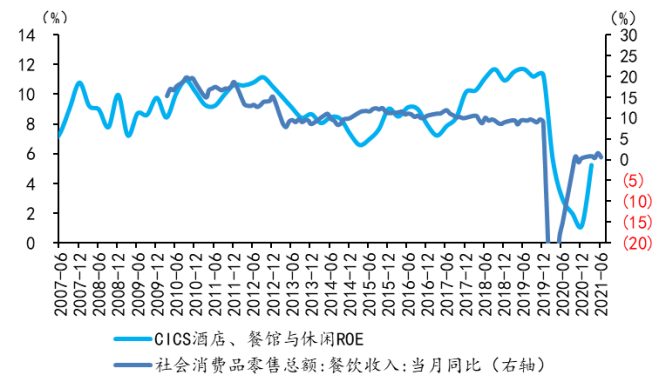
图 38: 餐饮与行业营收增速走势一致

图 39: 餐饮与行业 ROE 增速走势相关性不高



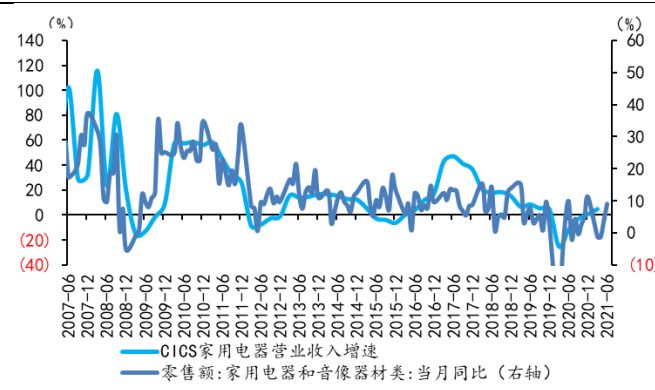
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 40: 家电与行业营收增速走势一致



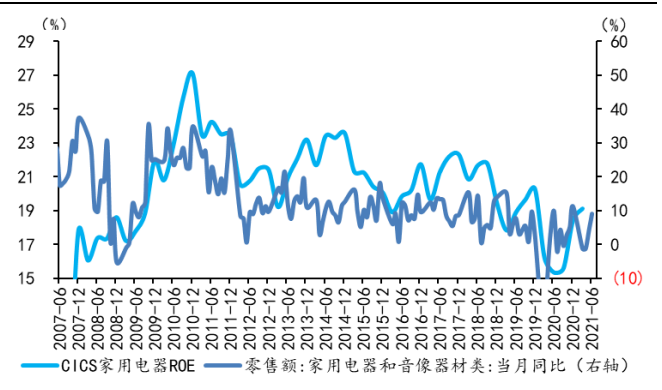
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 41: 家电与行业 ROE 增速走势相关度不高



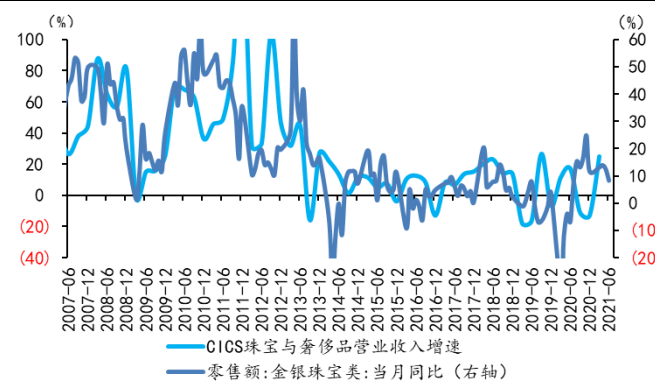
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 42: 珠宝与行业营收增速走势一致



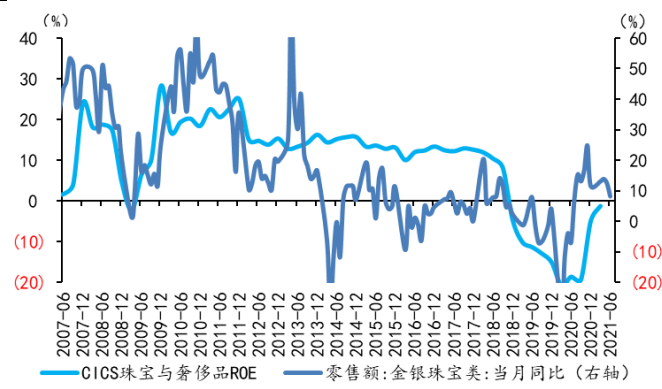
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 43: 珠宝与行业 ROE 增速走势相关度不高



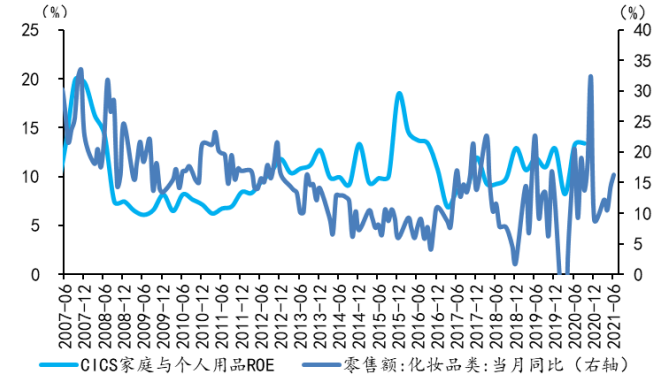
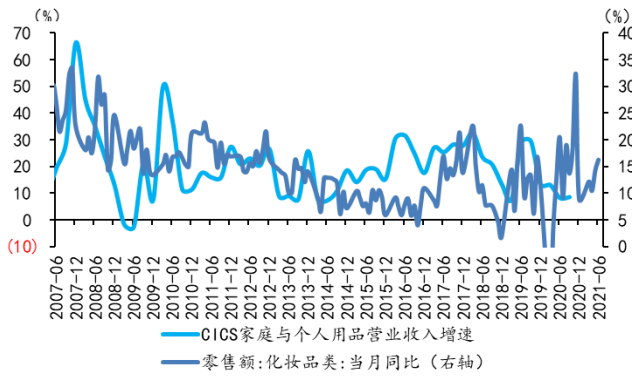
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 44: 化妆品与行业营收增速走势一致



资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 45: 化妆品与行业 ROE 增速相关性不高



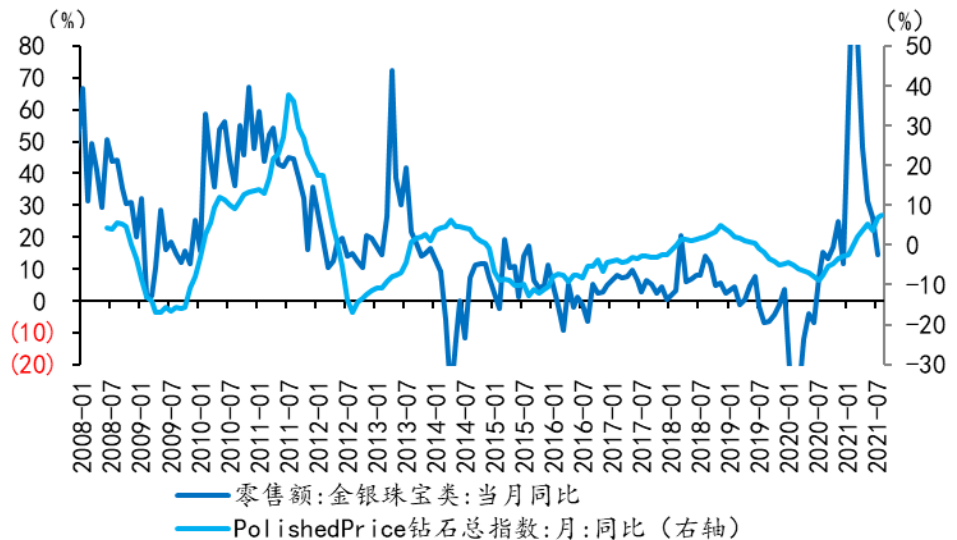
资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 消费与微观指标关联

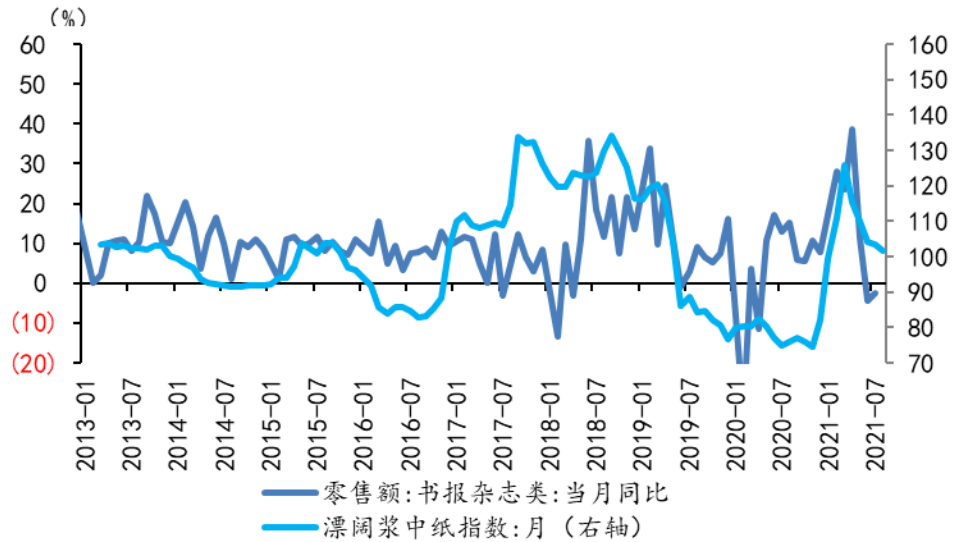
消费数据的微观基础体现在与价格指标的联动。当我们观察到消费需求加速提升时,往往意味着相关产品在变得紧俏,进而会带来相关产品价格的上涨,这也是市场这个“指挥棒”对资源进行调配的方式。消费数据的微观基础正体现于此,我们发现社会消费品零售的分项数据,与相关产品的高频价格表现具有较强的相关性,包括食品零售与农产品价格、药品零售与中药材价格、珠宝零售与钻石价格、书报零售与纸浆价格、办公用品零售与义乌小商品价格等。

图 46: 珠宝销售与钻石价格走势正相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

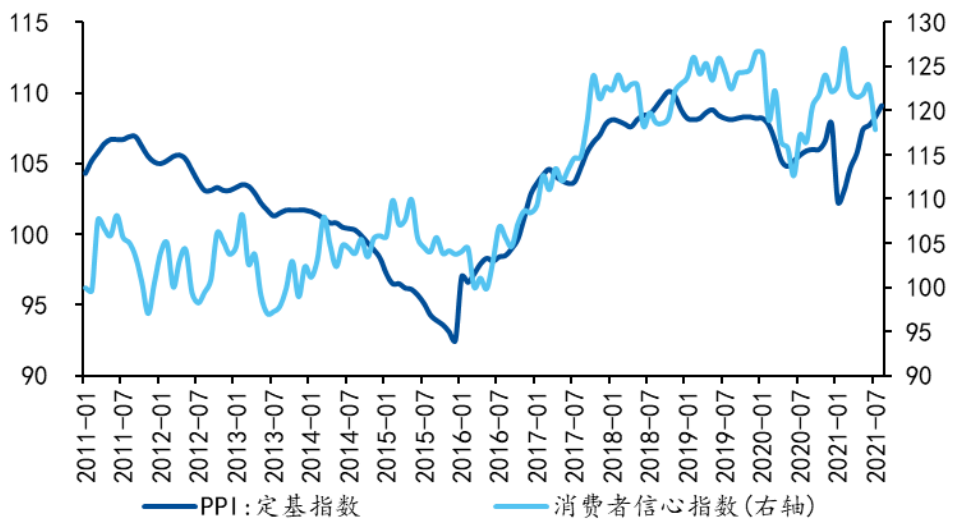
图 47: 书报杂志零售与纸浆价格走势正相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

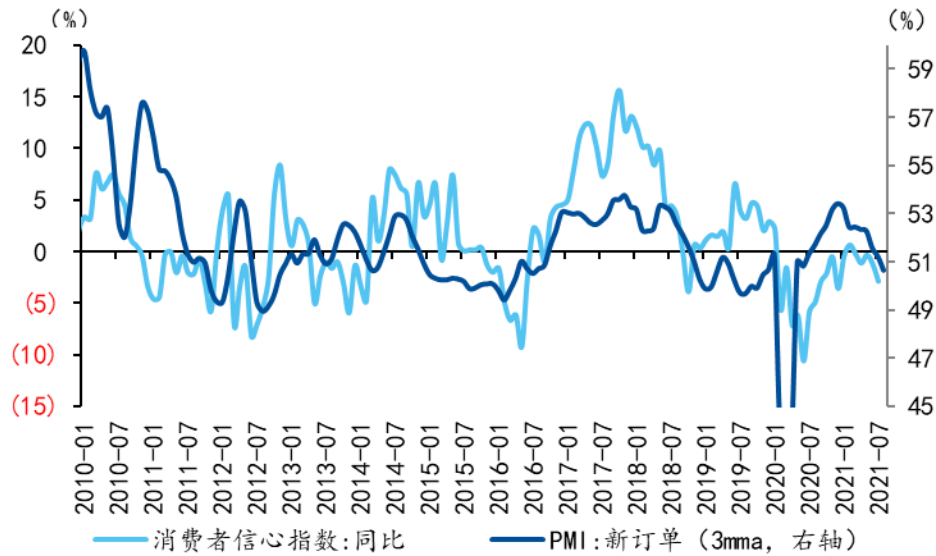
除价格指标外, 消费者信心指数能够有效表征需求端景气度变化。消费信心指数采用问卷调查法, 围绕经济发展形势、家庭收入与就业、物价水平、消费意愿等几个角度, 对消费者现状以及未来的预期进行调查, 问题答案通常包括积极、消极、中性三个, 编制方法类似 PMI, 以 100 为中值, 高于 100 表示积极乐观。从历史数据来看, 消费信心指数在 16 年之后出现了系统性的抬升, 可能与价格水平变化有关, 与社会消费品零售相关性并不是很强。若考察指数的同比变化, 消费信心与 PMI 新订单具有比较强的正相关性, 表明该指标能够表征需求端景气度。除此之外, 领先指标商品房销售面积对消费信心同比走势具有 6-9 个月的领先性。

图 48: 消费信心指数系统性抬升可能与价格水平变化有关



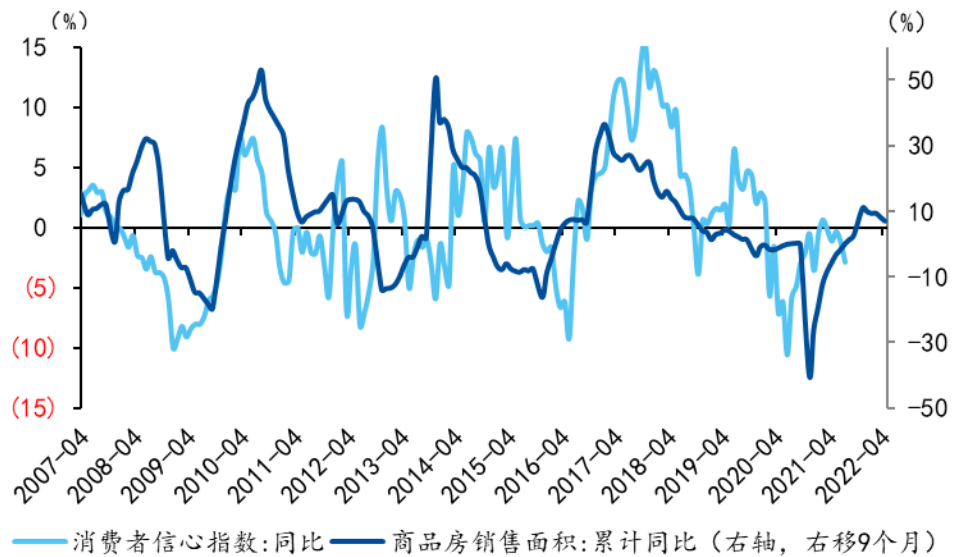
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 49: 消费信心与新订单具有正相关性



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 50：房地产销售领先消费者信心 6-9 个月

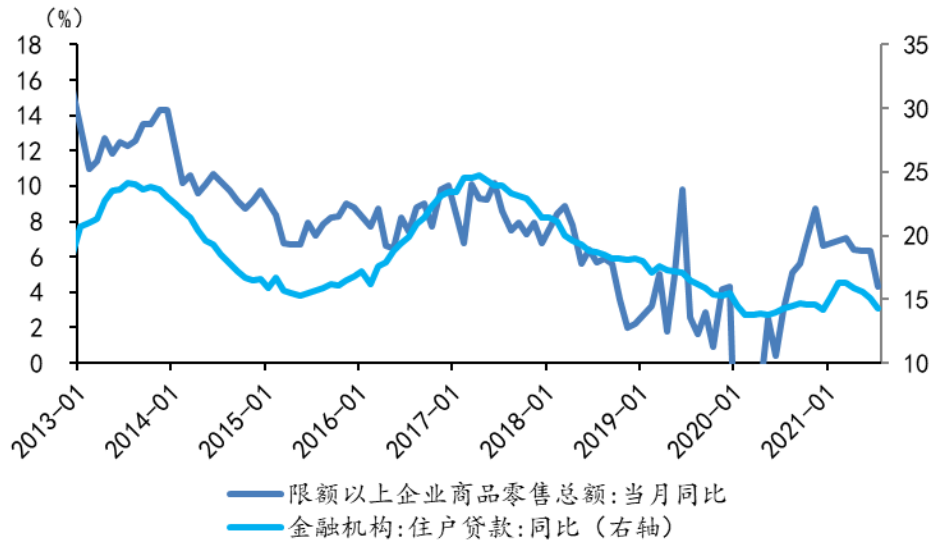


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.3. 消费与金融数据联动

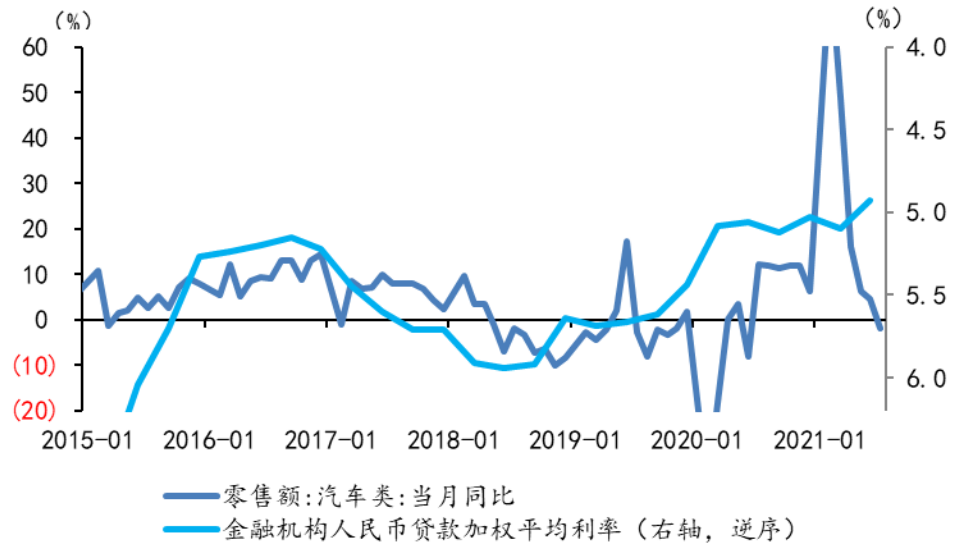
消费数据同样与金融数据较为相关，居民信贷与消费增速同步，利率与耐用品消费负相关。金融数据通过至少两个渠道与消费数据产生关联，从量的角度来看，居民信贷扩张要么对应着货币政策相对宽松的阶段，要么对应着居民预期改善、主动加杠杆阶段，随着居民贷款增加，居民可用资金增加，进而提升当期消费，因此消费增速与居民贷款增速正相关。从价的角度来看，利率走低使得居民贷款成本下降，对于大件耐用品，尤其是车子、房子，贷款成本会随着利率下降而明显走低，从而对消费形成刺激作用，所以汽车销售增速与利率走势是负相关的。

图 51: 消费增速与居民贷款增速正相关



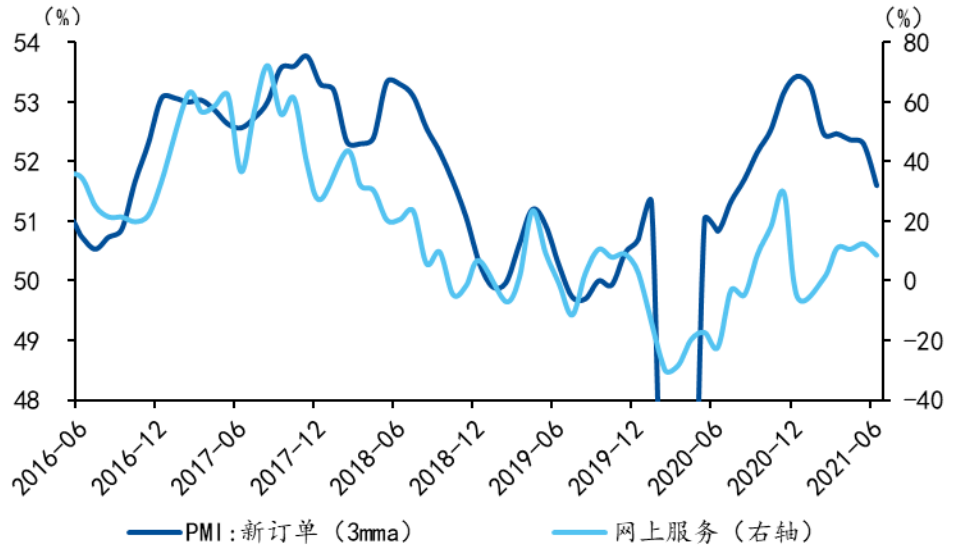
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 52: 耐用品消费与利率走势负相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 53: 网上服务消费增速与经济景气度密切相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 消费的预测方法

4.1 近月预测看高频指标

近期预测主要是通过高频指标尽可能还原消费数据走势。社会消费品零售是月度指标,体现的是上月的消费运行情况,但是经济活动在当月的每天都在持续更新,因此实际上我们可以采用日度或周度较高频指标对消费运行情况进行及时跟踪。随着当月的高频信息不断完善,其对于消费的预测结果也更加有效。消费端的重要高频指标如下表所示,包括汽车、商品房、猪肉蔬菜水果价格,其实还包括前文提到纸浆、中药材、钻石价格等,这些指标与相关消费品需求景气度密切相关。

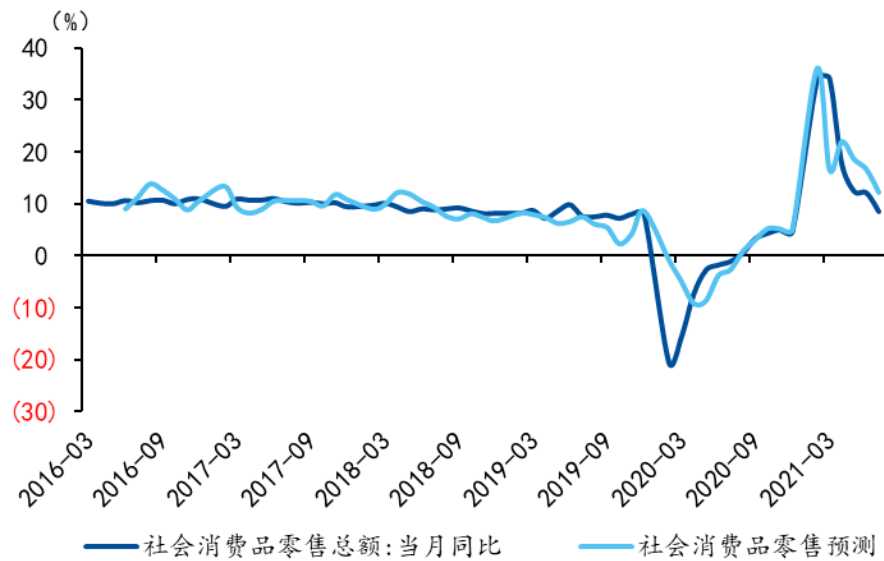
图 54: 消费高频指标

指标	频率
乘用车:厂家零售	周
30 大中城市:商品房成交面积	周
布伦特原油价格	日
平均批发价:猪肉	周
28 种重点监测蔬菜	周
7 种重点监测水果	周
南华农产品价格	日
义乌小商品价格指数	周

资料来源: 国泰君安证券研究

通过回归分析最终选取拟合效果最好的 4 个高频指标,拟合优度 R^2 达到 0.73。我们将上述高频指标对应的月度数据作为自变量,将社会消费品零售当月同比作为因变量,对其进行回归分析,剔除不显著的自变量以后,最终得到 4 个拟合效果较好的高频指标, p 值基本保持在 10% 以内,方程的拟合优度达到了 0.73,具有较好的拟合效果。

图 55: 社会消费品零售的拟合效果较好



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

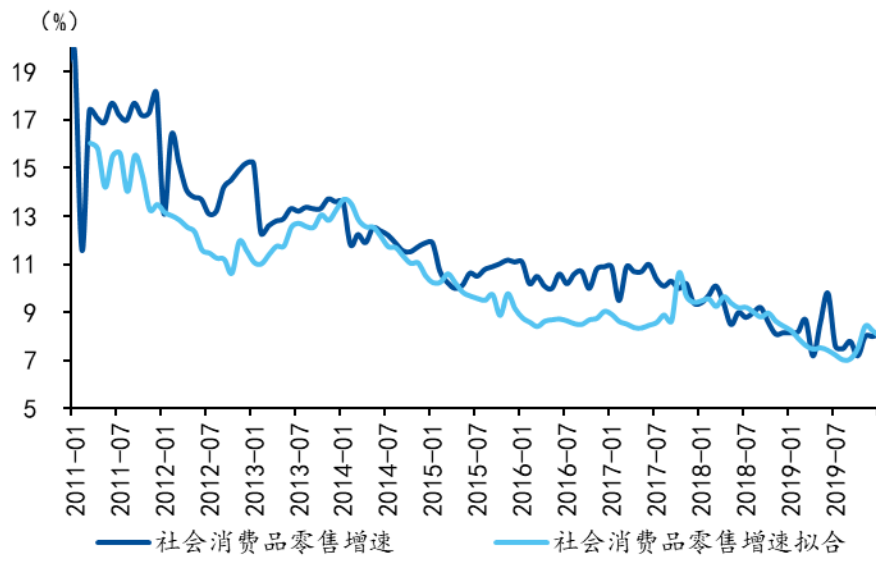
4.2 远月预测看领先指标

远期预测主要是寻找领先指标,而领先指标主要是金融和利润。决定消费的变量主要是两个,一个是未来居民收入的增速,这与经济增长密切挂钩,而经济增长领先指标主要是金融数据,另外利润增长数据对居民收入也有一定领先性。另一个是储蓄率变化,储蓄率通常是个慢变量,一般情况下可假设变化不大。这里我们重点考虑消费数据与领先指标之间领先滞后关系,最终形成对消费的远月预测。

滞后一定阶段的社会融资总量增速和滞后的工业企业利润对于消费长期趋势有较好的拟合效果。通过回归分析进行拟合发现这两个指标具有较高的显著性,P值全部在5%以内,拟合优度达到0.81。但值得注意的是,2020-2021年这一方法有效性有所减弱,主要原因在于我们进行远月预测时假设储蓄率保持相对稳定,而2020-2021年储蓄率大幅上升,从而现有模型对储蓄率大幅上升的年份产生高估,对储蓄率大幅下行的年份产生低估。而对于储蓄率目前仍没有很好的领先指标可以进行预测,更多是通过逻辑推演判断储蓄率的大体走势。

疫情和收入分化是制约2021年消费修复的重要因素,压制因素缓解叠加趋势性变化,未来消费将缓步修复,大众、必选消费将有更好表现。由于我国疫情防控处于“零容忍”状态,好处是一旦发生疫情,防控升级能够很快结束疫情蔓延,因此21年春节过后的三轮疫情持续时间都在1个月左右。坏处是制约了服务业的修复,尤其是中小型服务企业,他们抵御风险能力较差,一旦防控收紧,线下门店就面临收入骤降、甚至关门歇业的风险。因此我们会看到2021年无论商品还是餐饮,限额以上都明显好于限额以下。由于服务业本身为中低收入群体提供大量就业,这部分恢复较慢也导致中低收入群体恢复偏慢,并进一步制约消费的修复。往后看,疫情压制的缓解,低收入群体就业、收入改善、CPI温和上行,大众消费,尤其是必选消费将有更好的表现。

图 56: 社会消费品零售的远月拟合在 2019 年之前效果较好



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

全球疫情发生反复; 居民储蓄率短期发生明显变化。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		