宏观

报告原因：专题研究

庖丁解牛拆社零

2020 年 08 月 05 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

➢ **社零（社会消费品零售总额）在限额以上口径下可以分拆成若干商品类别。**我们可以将社零按商品类别进行分拆，找到对社零走势影响相对较大的几类商品，通过对不同类别商品消费走势运行逻辑和规律进行分析，我们也就能够得到引起社零走势变动的背后因素或与社零运行相关的观测指标。

➢ **在各个商品类别中，汽车类占比最大。**汽车类零售占比目前已经接近 30%。其次是石油及制品类，食品、粮油类，服装鞋帽、针、纺织品类，和家用电器和音响器材类占比，上述商品类别占比目前超过 5%。在 2010 年之后，在限额以上商品零售的口径下，商品消费的结构就不再出现明显的变动。

➢ **在所有商品分类中，汽车类零售同比最近几个周期对社零同比保持领先，领先时长大约为 1 个季度。**汽车零售领先 GDP 和 PMI，意味着汽车是其他行业的拉动项。汽车销售繁荣带动其他行业，促进总体经济繁荣，从而提高产出和收入，最终带动整体消费。另外，促进汽车消费的政策往往在经济下行期出台，使得汽车消费早于其他消费回暖。

➢ **必需品类商品，即粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类最近几个周期走势与社零相反，客观上稳定了社零周期。而除汽车外的可选类消费中，石油及制品类与社零走势较为同步，服装鞋帽针纺织品类和文化办公用品类零售同比周期滞后于社零周期。**除了上述商品类别外，其余可选类商品类别与社零的相关性并不明显，但是在不同的消费周期中，其中的一类或者几类商品或会对社零产生临时性的影响。

➢ **房地产销售同比和 M1-M2 同比相对于汽车零售同比具有领先性，其中房地产销售同比领先汽车零售同比大约半年到一年，M1-M2 同比领先时长在半年以内。除此外，汽车消费易受到购置政策的影响。**按照通行的逻辑，居民购置房产往往会同时购置汽车，并且在购房同时也购置新车的情况往往发生在居住类购房需求下。对于其他汽车零售指标，其中乘联会每周发布的当周日均销量与社零口径下的汽车零售单期数据之间关联性不强，即用乘联会发布的高频指标预测单月汽车零售变化胜率不高。相对来说，中汽协指标与汽车零售相关性更强，遗憾的是中汽协指标与社零指标同样是月频数据。

➢ **原油期货价格与石油及制品类零售相关性非常强，并且原油期货价格**

还可以成为石油及制品类零售同比的高频指标。除了原油期货价格，PPI同比和石油及制品类零售同比也具有同步性。我们认为石油及制品类与原油价格和 PPI 相关的原因是，零售数据是名义变量，包含了价格的因素。

- **竣工面积同比与家电零售同比具有相当稳定的反向性，或者说竣工同比约领先家电零售同比 1-1.5 年。房地产销售同比和家电零售在最近的周期中走势背离。**家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类这三类商品都属于耐用品，相对来说也属于占比较大的类别，且这三类商品的零售同比确实在趋势上具有同周期的性质。家电零售同比滞后竣工同比原因可能有如下两点：1）房地产企业在楼盘竣工后未能及时售出；2）居民在交房后并没有立即入住。除了竣工因素外，针对家电消费的政策也会对家电消费产生影响，“家电下乡”政策曾经引起了一轮家电消费的周期。
- **与非典疫情类似，绝大部分可选类商品受到了冲击，但与非典时期不同，在受到冲击的商品中，消费的恢复路径出现了分化。**其中，汽车类消费、可选类消费中的耐用品，即家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类这三类商品，以及消耗品中的化妆品类、日用品类，这几类商品零售同比基本恢复至疫情前水平，且在不同时间里出现了回补性消费。另一方面，与现场消费相关性较大的服装鞋帽针纺织品类，与原油价格相关性较大的石油及制品类，以及金银珠宝类商品零售同比恢复速度落后于其他可选类消费。
- **后续，预计不同类别商品的回补消费出现的时点会有先后。在中长期，在汽车和石油及制品类零售的带动下，社零走势大概率会保持上升趋势。同时，近期召开的政治局会议也体现了中央对扩大消费的支持，这对后期消费也是利好。**如果不同类别商品的回补发生时间存在先后关系，客观上会平滑总体消费，使得整体社零走势后续波动有限。目前，汽车消费的有利条件已经形成，今年下半年回暖的确定性较大，但中长期或受到房地产政策趋严的影响。石油及制品类消费将随全球总需求的恢复而逐渐改善。疫情对竣工数据产生了扰动，家电类等耐用品消费存在不确定性，新一轮家电消费周期或出现在明年。如果汽车和石油及制品类大类商品消费趋势我们能够判断向上，在中期，整体社零走势大概率会保持升势。

目录

一、社零的分拆 7

1、按消费类型方式拆分 7

2、对限额以上商品零售的拆分 10

3、不同类别商品零售同比走势与社零同比相关性分析 11

3、对分析结果的说明 16

二、对不同类别商品零售数据的再分析 17

1、汽车类 17

2、石油及制品类 21

3、耐用品类 21

三、后疫情时期的商品消费预判 25

1、疫情时期和恢复初期不同类别商品消费表现 25

2、后续不同类别商品消费路径分析 27

2.1、短期消费路径分析 27

2.2、中长期消费路径分析 28

四、风险提示 32

图表目录

图 1：商品零售和餐饮收入占比比较 8
图 2：社零同比与商品零售同比走势基本一致 8
图 3：餐饮收入同比走势经常与社零同比不一致 9
图 4：社零同比与商品零售同比走势基本一致 9
图 5：限额以上商品在社零中占比不大 9
图 6：限额以上商品零售与社零同比走势基本一致 9
图 7：限额以下商品零售与社零同比走势背离 9
图 8：各个商品类别占比情况（2019 年 12 月） 10
图 9：粮油食品与汽车零售在限额以上口径中占比 10
图 10：粮油食品与汽车零售在限额以上口径中占比 11
图 11：汽车类零售同比略领先于社零同比周期 12
图 12：汽车零售同比领先实际 GDP 同比 12
图 13：汽车零售同比领先制造业 PMI 12
图 14：服装鞋帽类零售略落后于社零同比周期 12
图 15：石油及制品类零售同步于社零同比周期 13
图 16：最近几个周期粮油食品零售与社零同比背离 13
图 17：家电零售与社零同比周期关系不确定 13
图 18：金银珠宝类零售整体上略领先于社零同比周期 14
图 19：日用品类零售近期与社零同比走势反向 14
图 20：中西医药类零售与社零同比周期相关性不强 14
图 21：文化办公用品类零售近期滞后社零同比周期 14
图 22：家具类零售近期与社零同比相关性弱化 15
图 23：通讯器材类大多时与社零同比走势反向 15
图 24：建筑装潢类零售与社零同比相关性不稳定 15
图 25：化妆品类零售与社零同比周期之间同周期 15
图 26：其他商品零售同比与社零同比关系不强 15
图 27：汽车高频对月度零售指示意义不强 18

图 28：中汽协同社零口径下汽车销售相关性紧密 18
图 29：房地产销售对汽车零售同比具有稳定领先性 19
图 30：M1-M2 同比略领先与汽车零售同比 19
图 31：房地产投资与汽车零售在最近出现背离 19
图 32：基建投资曾与汽车零售同比走势长期背离 20
图 33：汽车与零售周期领先生产周期 20
图 34：汽车零售周期领先库存周期 20
图 35：汽车利润周期与零售周期基本同步 20
图 36：石油及制品类同比与 PPI 同比走势大致相同 21
图 37：期货结算价是石油零售同比的良好指示指标 21
图 38：工业增加值领先办公用品类零售同比 22
图 39：竣工领先家电零售同比约 15 个月 23
图 40：房地产销售和竣工周期关系不明显 23
图 41：家具零售与装潢零售在近期相关性更强 24
图 42：空调销量滞后竣工一年左右 24
图 43：空调销售略领先家电整体零售同比周期 24
图 44：近期房地产销售与家电零售同比走势背离 25
图 45：“家电下乡”引发一轮家电零售周期 25
图 46：粮油食品类零售基本未受疫情影响 26
图 47：与抗疫复工相关商品零售保持较高增速 26
图 48：与复工和抗疫相关的商品零售接近完成“填坑” 26
图 49：部分可选类商品近期出现了回补消费 27
图 50：单月出现回补，但尚未完全实现“填坑” 27
图 51：服装与石油类零售恢复较慢 27
图 52：非典时期可选类消费的回补与阶段性回落 28
图 53：近期大中城市房地产成交面积有所下降 29
图 54：房地产销售同比滞后信贷利率半年且负相关 29
图 55：M1 与房地产销售同比的同步性 29
图 56：WEI 指数修复较慢 30

图 57：原油期货价格的近期走势 30
图 58：疫情对竣工周期的扰动以及施工周期的支撑 31
表 1：不同类别商品与社零周期相关性总结 16

这是我们有关消费研究的第二篇专题报告，在第一篇专题报告《消费事，知多少？》中，我们对社会消费品零售总额（下文均简称“社零”）已经进行了较为详细的研究。 在该报告中，我们对社零的分析一直集中在总量视角，主要研究了社零与其他宏观变量的关联。对于一个宏观变量，总量视角虽然更为直接，但微观视角往往能提供宏观变量变化背后的逻辑。所谓微观视角，就是将宏观变量按照一定方式进行分拆，对每个或贡献较大的几个分项进行分析。在微观视角下，我们容易找到对社零走势影响相对较大的消费品类别，通过对不同类别商品消费走势运行逻辑和规律进行分析，我们就容易得到引起社零走势变动的背后因素或关键指标。按照这样的思路，本篇报告首先将社零分拆，然后寻找对社零影响较大的商品分项，并对主要分项走势背后原因进行分析，最终得到影响社零走势的因素，并利用这些结论对后续社零走势和商品消费进行分析研判。

一、社零的分拆

我们在《消费事，知多少？》那篇报告中已经对社零口径进行了较详细的介绍，这部分我们只简单概括社零口径最需要注意的两个要点。1）社零不包含大部分服务消费，服务消费中只包含了餐饮服务。2）社零不包括政府消费。

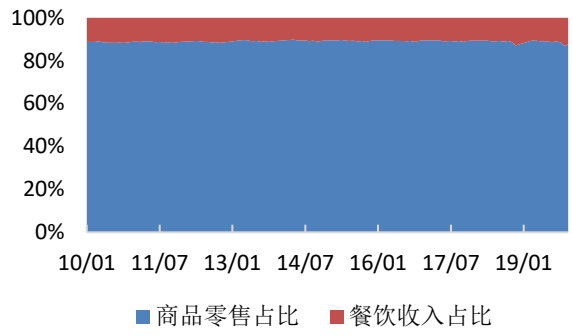
统计局除了每月公布社零总量数据外，还对社零数据按两种方式进行分拆，并同时公布分项数据。一种分拆方式是按经营地分拆，将社零分拆成城镇和乡村。另一种分拆方式是按消费类型将社零分拆成餐饮收入和商品零售，并公布每个大类下限额以上口径下的消费量，其中“限额以上”指“限额以上单位是指年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业（单位）、500 万元及以上的零售业企业（单位）、200 万元及以上的住宿和餐饮业企业（单位）”。在限额以上的口径下，统计局还按照商品类别将商品零售拆分成粮油、食品类，饮料类，烟酒类，服装鞋帽、针纺织品类，化妆品类，金银珠宝类，日用品类，家用电器和音像器材类，中西药品类，文化办公用品类，家具类，通讯器材类，石油及制品类，汽车类，建筑及装潢材料类 15 个商品类别，并公布每类商品的零售额。所以，根据我们的研究思路，我们更关注不同商品类别的消费特性，在不同的分拆方式中自然会采用消费类型的拆分方式来对社零进行拆分。

1、按消费类型方式拆分

不同类别商品消费在疫情后出现了明显的结构性分化，并且这种分化主要受疫情因素影响，不具有一般性。所以在报告第一、第二部分的分析中，我们暂时先不考虑疫情的因素，只采用 2020 年以前的数据。在报告的最后一部分，我们再对当前社零中不同商品分项的走势进行分析。

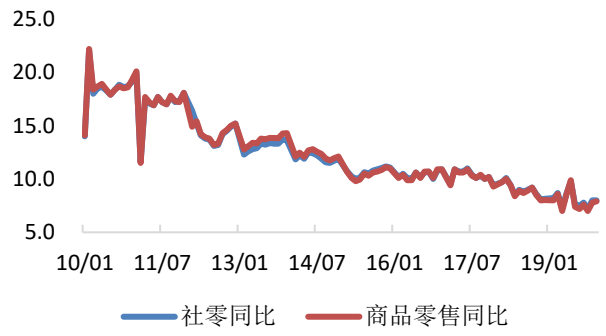
根据我们上文的介绍，社零按照消费类型可以分成商品零售和餐饮收入两大部分，长期以来，每部分在社零中占比都比较稳定。**可以看到，商品零售占比接近九成。从同比走势来看，社零同比基本与商品零售同比走势保持一致**[1]。所以，我们在研究社零时，基本可以忽略餐饮收入这一部分。同时，这也意味着我们对商品零售部分进行拆分来跟踪社零是有意义的。

图 1：商品零售和餐饮收入占比比较



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：社零同比与商品零售同比走势基本一致

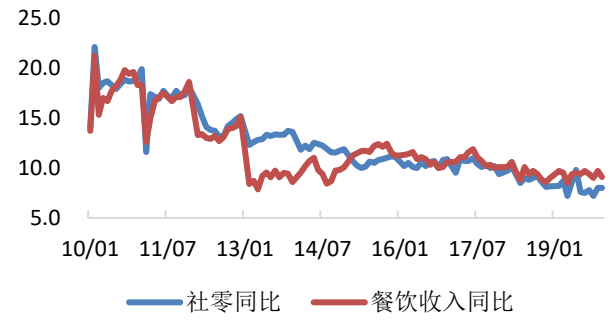


数据来源：Wind，山西证券研究所

由于统计局公布的数据中，不同商品零售分项是在限额以上口径下进行分拆的。所以我们还需要确认限额以上商品零售对社零总体的影响。**可以看到，限额以上商品零售在社零中占比较小**，虽然所占比例一度达到 50%左右，但近些年逐渐下降，目前占比在 35%左右。**但是，我们通过对比限额以上商品零售同比与社零同比发现，限额以上商品零售同比实际上与社零同比走势相关性较强。**不过与社零同比相比，限额以上商品零售同比走势的波动性更大一些。同时，我们用商品零售额扣去限额以上商品零售额得到限额以下商品零售额，并计算同比后发现。**限额以下商品零售额同比虽然波动也很大，但大部分时间里同比走势与社零同比走势相关性不强。**因此，实际上我们只需要通过分析限额以上商品零售部分的同比走势就可以推广到整体社零同比，那么我们对限额以上口径内的不同类别商品零售的分析就是有意义的。

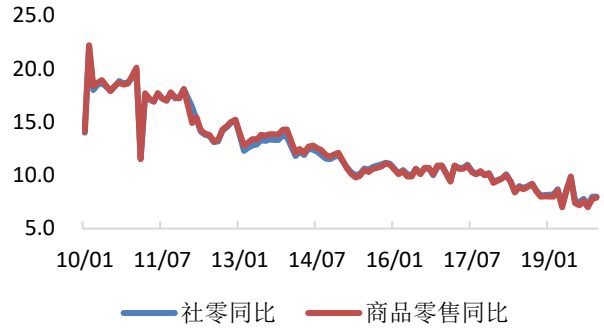
[1] 这里，我们采用了累计同比而非当月同比，主要原因是当月同比在春节附近月份波动过大，即使采用季调和平滑手段也会影响我们对整体趋势走向的观测。实际上我们在本文大部分的观测视角都偏重中长期，那么对于同比采用累计口径还是当月口径，区分不是很大。在后续口径的使用上，我们主要采用累计口径，并且对后续口径的选择我们也不做一一解释。

图 3：餐饮收入同比走势经常与社零同比不一致



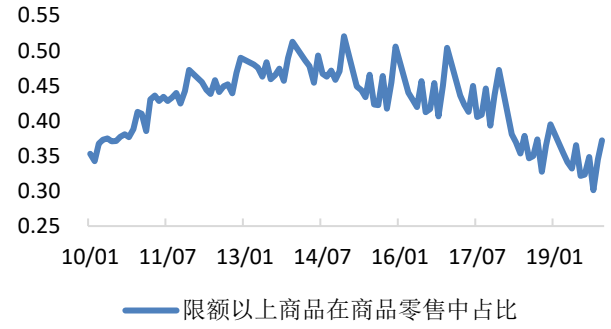
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：社零同比与商品零售同比走势基本一致



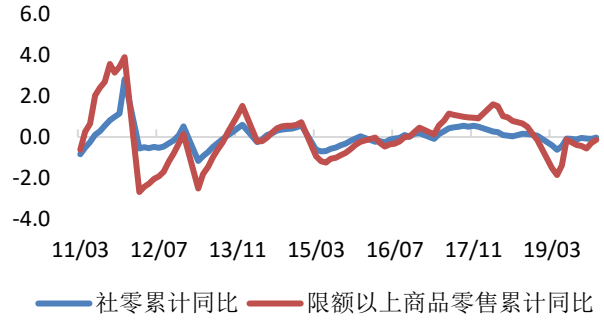
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：限额以上商品在社零中占比不大



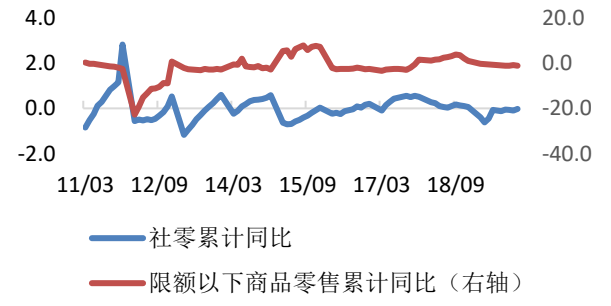
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：限额以上商品零售与社零同比走势基本一致[2]



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：限额以下商品零售与社零同比走势背离



数据来源：Wind，山西证券研究所

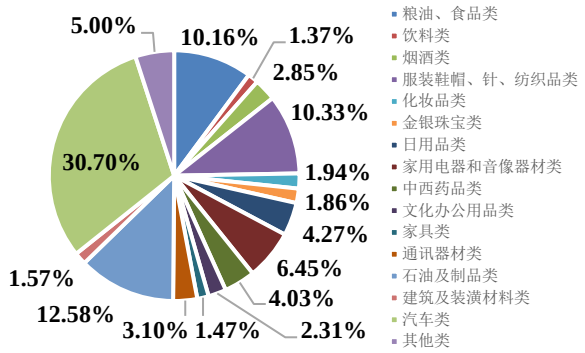
[2] 为了使图像更为直观，这里我们对两者同比均剔除了趋势变动项，只保留了周期变动项，同时平滑了春节对数据的影响。

2、对限额以上商品零售的拆分

上文已述，统计局在每次公布限额以上商品零售数据的时候，还同时公布在其口径之下的 15 个商品类别的零售数据。我们将限额以上的商品零售数据扣除上面 15 个商品类别零售数据后，剩余部分统一为“其他类”（实际上，零售商品的分类不仅只有 15 个类别，但其他类别所占比例过小，我们认为统一归到“其他类”中不会对分析结果造成过大影响）。

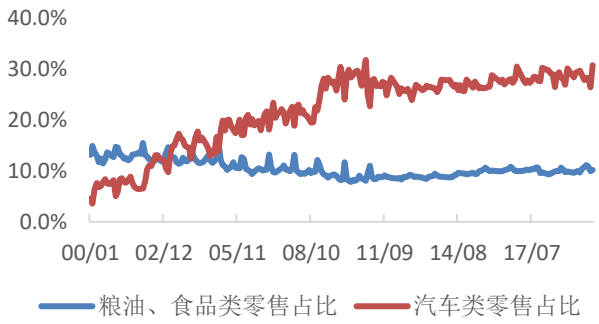
在各个商品类别中，汽车类占比最大，最近几年零售占比已经接近 30%。其次是石油及制品类，占比大约 15%左右。食品、粮油类和服装鞋帽、针、纺织品类两大类占比均在 10%左右，家用电器和音响器材类占比目前超过 5%。另外，通过对各个类别商品零售对社零同比变化的贡献率来看，这几类商品的贡献率也大于其他商品类别。从各个类别商品占比趋势来看，汽车类占比在 2010 年之前一直保持增长，在 2010 年之后占比开始趋稳。石油及其制品类占比经历了先走高再走低，而食品、粮油类，服装鞋帽、针、纺织品类，家用电器类占比在 2010 年之前则持续走低，在 2010 年之后占比均趋于稳定。也就是说，在 2010 年之后，在限额以上商品零售的口径下，商品消费的结构就不再出现明显的变动。

图 8：各个商品类别占比情况（2019 年 12 月）



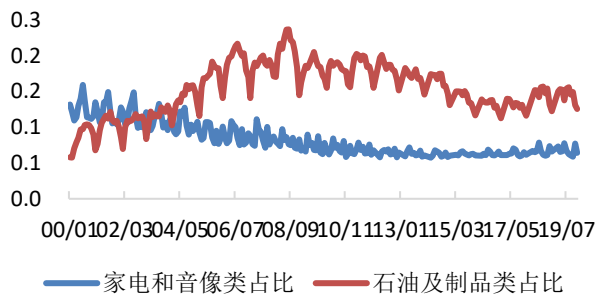
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 9：粮油食品与汽车零售在限额以上口径中占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：粮油食品与汽车零售在限额以上口径中占比



数据来源：Wind，山西证券研究所

3、不同类别商品零售同比走势与社零同比相关性分析

我们更为关心的是哪种商品品类的零售同比走势与社零同比走势更为相关，也就是说哪种商品品类的零售数据对整体社零影响更大。考虑到汽车类零售在限额以上零售口径中占比最大，我们自然而然首先会分析汽车类零售对整体社零的影响。通过比较汽车类零售的累计同比与社零的累计同比，我们能够看到，大约在 2009 年之前，汽车类零售同比与社零同比相关性并不强，但是大约从 2009 年开始，两者同比走势的相关性显著增强。**从最近的两个周期来看，汽车零售同比与社零同比的相关性已经非常紧密了，并且汽车零售同比的周期拐点微弱领先社零同比的周期拐点，领先时长大约在 1 个季度左右，但不同周期之间领先时长并不稳定。**

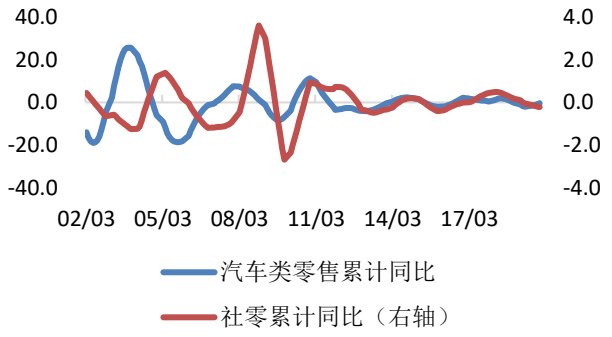
根据我们的观察，汽车零售不仅领先社零整体，实际上也领先 GDP 和 PMI，这就意味着在经济领域中，汽车是其他行业的拉动项。一方面，促进汽车消费的政策往往作为一揽子稳增长调控政策的一部分，在经济下行期出台，比如 2009 年初和 2016 年底的降低汽车购置税政策，也因此汽车消费的回暖会早于其他商品。另一方面，与汽车关联的行业较多，对其他行业有带动作用。根据最新的投入产出表显示，汽车零部件能够拉动有色金属，钢铁，塑料等行业，而汽车整车制造除了汽车零部件外，还能拉动电池、玻璃、橡胶等产业。汽车销售繁荣带动其他行业，促进总体经济繁荣，从而提高产出和收入，最终带动整体消费。

按照类似的方法，我们分析了石油及制品类，粮油、食品、饮料、烟酒类（食品、粮油类的累计同比数据从 2007 年才开始公布，为了追溯更长时间，我们这里选取了粮油、食品、饮料、烟酒类这个口径，该口径商品零售在整个限额以上类别中占比大约接近 15%），服装鞋帽、针、纺织品类以及家用电器和音响器材类四个大类与社零同比的相关性。从图 12-图 15，我们得到如下结论。1）从过往周期整体来看，服装鞋帽、针、纺织品类和石油及制品类这两个大类的零售同比与社零同比走势相关性较强，其中服装鞋帽、针、纺织品类零售同比落后于社零同比，而石油及制品类零售同比与社零同比同步性较强。2）在 2013 年之前，

粮油、食品、饮料、烟酒类零售同比与社零同比走势具有较强相关性。但是在 2013 年之后，两者相关性减弱，甚至出现一定程度背离。3）一直以来，家用电器和音响器材类零售同比与社零同比相关性并不强，但是最近一个周期，家用电器和音响器材类零售同比与社零同比实现同步波动。

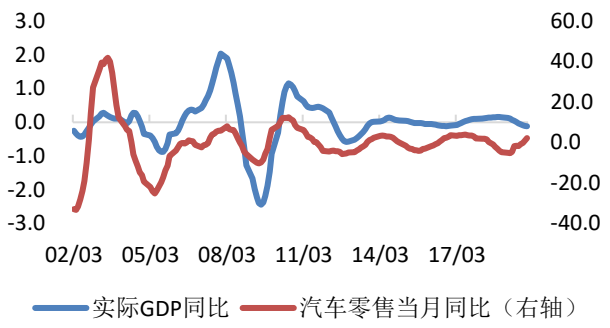
因此，从我们的分析来看，在几个占比较高的商品品类中，**石油及制品类零售同比与社零同比相关性一直较高，而汽车类在最近的几轮周期中，与社零同比也具有较强相关性，**因此这两类商品的零售数据相对而言需重点关注。虽然服装鞋帽、针、纺织品类零售同比也与社零同比具有较强相关性，但由于其同比走势略落后于社零同比，因此对社零同比的提示性稍弱。

图 11：汽车类零售同比略领先于社零同比周期[3]



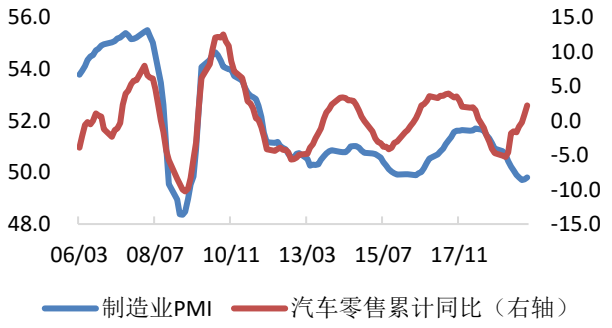
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12：汽车零售同比领先实际 GDP 同比



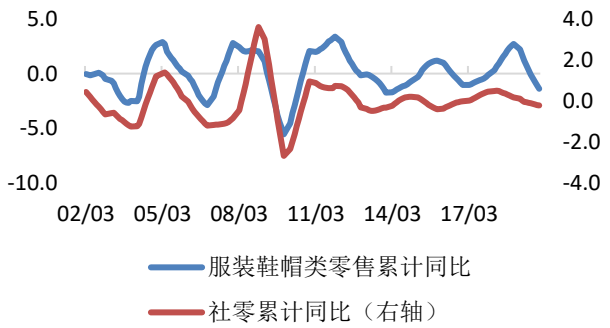
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 13：汽车零售同比领先制造业 PMI



数据来源：Wind，山西证券研究所

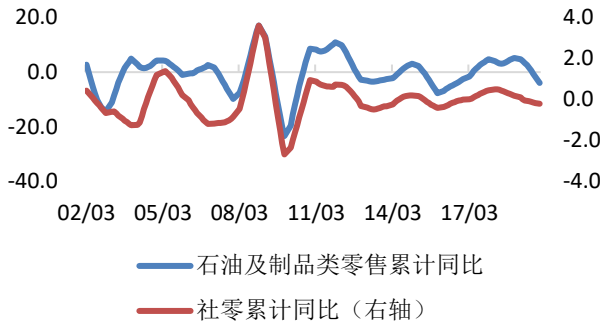
图 14：服装鞋帽类零售略落后于社零同比周期



数据来源：Wind，山西证券研究所

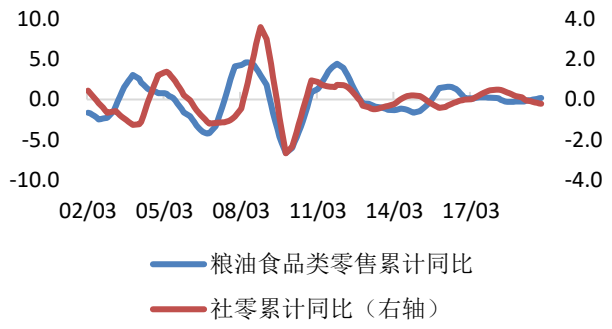
[3] 除了进行了去除趋势项和平滑春节影响外，我们还对两个数据进行了平滑处理，所以图像中的同比并不是实际公布的数字。下文涉及到零售数据我们均按这种方式进行处理，不再一一进行解释。

图 15：石油及制品类零售同步于社零同比周期



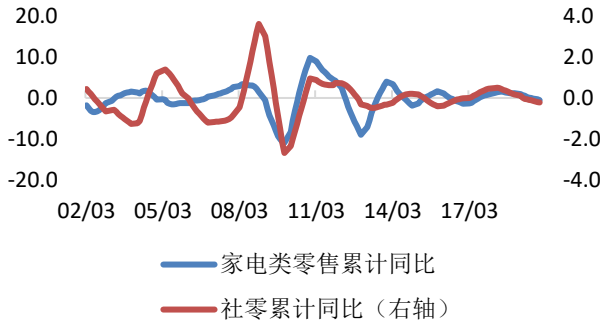
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：最近几个周期粮油食品零售与社零同比背离



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 17：家电零售与社零同比周期关系不确定



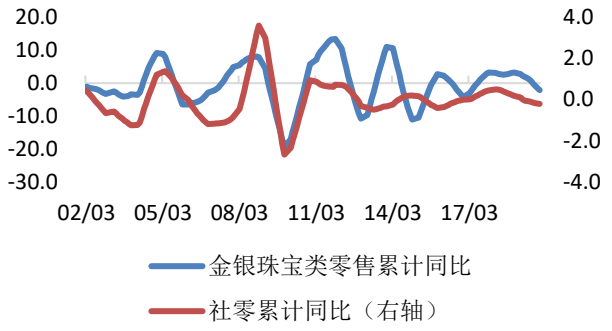
数据来源：Wind，山西证券研究所

除了上述几类在限额以上零售口径占比较大的商品类别，我们还想看一下其他商品类别零售同比与社零同比的相关性。由于其他商品品类在社零中占比较小，因此即使与社零同比具有较强相关性，我们也不认为该类商品会对社零整体走势起到很大影响。但是通过这种分析，我们可以大致确认该类商品的周期性质，即与整体消费顺周期还是反周期，领先整体消费还是滞后于整体消费。

同样按照上面的方法，我们可以看到： 1）金银珠宝类零售同比整体上略领先于社零同比周期，但在个别时间段里波动较大，容易在短期与社零同比出现背离。2）在 2008 年之前，日用品零售同比领先社零同比约 1 年左右，2009 年之后，两者总体呈现背离关系。3）中西药品类零售同比波动大于社零同比，且周期更为独立，与社零同比周期关联性不大。4）文化办公用品类零售同比与社零同比同周期，但两者之间领先关系并不稳定，2009 年之前，文化办公用品类零售同比更多时间领先社零同比，2009 年之后，更多时间里社零同比领先文化办公用品类零售同比。但最近一个周期里，文化办公用品类零售同比又重新领先于社零同比周期。5）家具类零售同比大多数时间与社零同比同周期，在 2009 年之前领先于社零同比，但这种

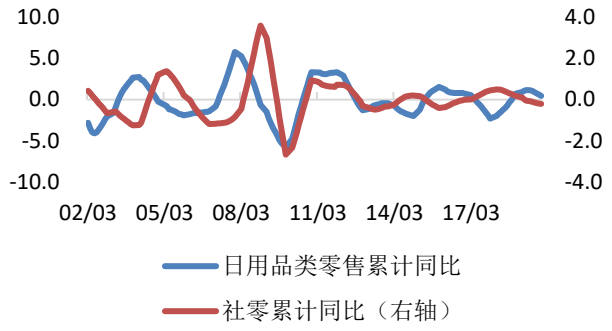
关系在 2009 年之后有所弱化。6）通讯器材类零售同比与社零同比大多数时间里的相关性并不明确，从二者走势看更类似反周期关系。7）建筑及装潢材料类零售同比与社零同比在 2008 年之前反向关系更明显，在 2009 年之后，两者之间的相关性减弱。8）化妆品类零售同比与社零同比同周期，在 2009 年之前，化妆品类零售同比领先社零同比，但在 2009 年之后，社零同比周期拐点领先化妆品类零售同比，领先时间大约为半年到一年。9）其他商品零售同比与社零同比关系不强。

图 18：金银珠宝类零售整体上略领先于社零同比周期



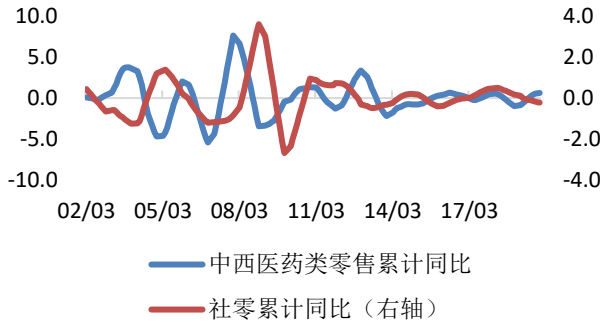
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 19：日用品类零售近期与社零同比走势反向



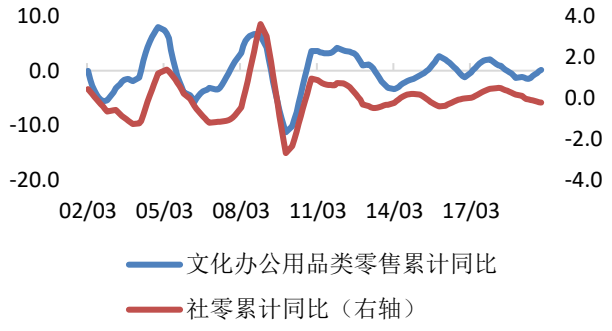
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：中西医药类零售与社零同比周期相关性不强



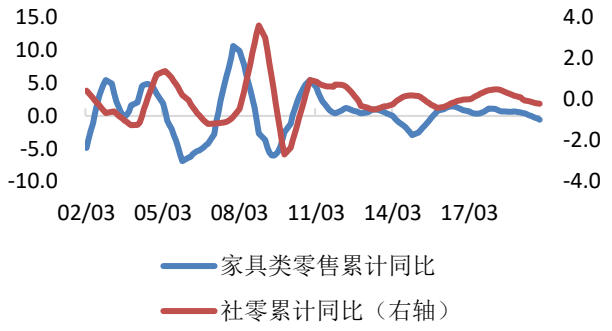
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 21：文化办公用品类零售近期滞后社零同比周期



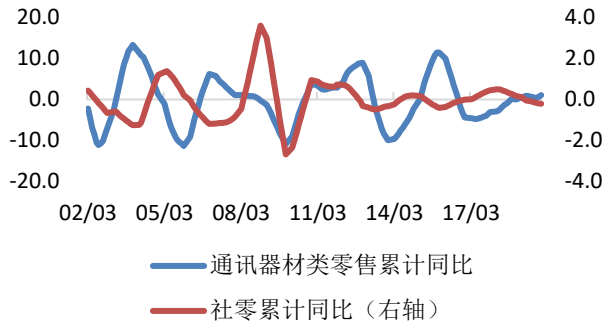
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：家具类零售近期与社零同比相关性弱化



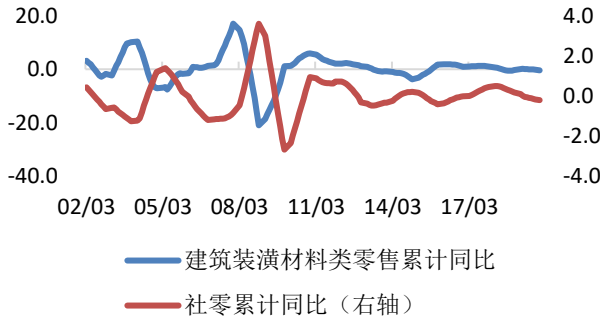
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 23：通讯器材类大多时与社零同比走势反向



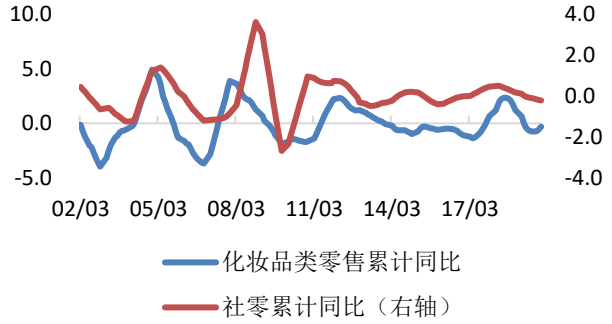
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 24：建筑装潢类零售与社零同比相关性不稳定



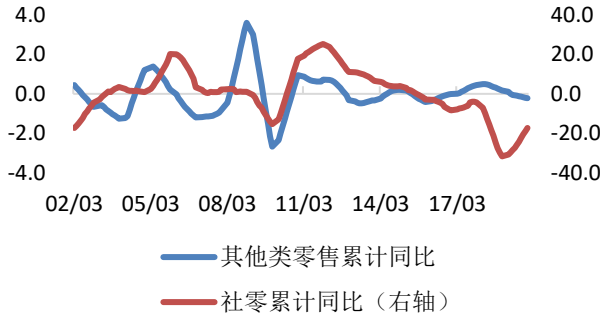
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 25：化妆品类零售与社零同比周期之间同周期



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 26：其他商品零售同比与社零同比关系不强



数据来源：Wind，山西证券研究所

3、对分析结果的说明

根据上面的分析，我们可以根据周期走势特点将不同类别的商品重新分成三个大类，分别为与社零走势同向周期、反向周期以及与社零走势无关。与社零走势同向周期的大类别中，我们还可以进一步分成领先社零周期，同步社零周期和滞后社零周期。当然，许多类别的商品零售数据与社零的关系在过去十几年里发生了显著变化，甚至有些商品与社零关系从同周期变成了逆周期，如粮油、食品、饮料、烟酒类。这里我们大多以最近几个周期呈现出来的关系作为分类的依据。我们将不同类别的商品分类用下面的表格来展示。

表 1：不同类别商品与社零周期相关性总结

与社零相关性		商品类别
同向周期	领先社零周期	汽车类
		金银珠宝类
	同步社零周期	石油及制品类
	滞后社零周期	服装鞋帽针纺织品类
		文化办公用品类
相关性不明显		家用电器和音像器材类
		化妆品类
		中西药品类
		家具类
		通讯器材类
		建筑及装潢材料类
反向周期		粮油、食品、饮料、烟酒类
		日用品类

数据来源：Wind，山西证券研究所

可以看到的是，在所有商品分类中，**汽车类零售同比是为数不多的最近几个周期对社零同比保持领先性的商品分类，且汽车类零售额在社零中占比不小。**而除了汽车，最近几个周期里与社零保持较好相关性的商品类别也只有石油及制品类，服装鞋帽针纺织品类和文化办公用品类。

最近几个周期中，主要必需品类商品，即粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类，与社零同比走势具有稳定反向关系，起到了稳定社零的作用。我们猜测这两类商品本身具有一定必需性，在最近的消费周期（对应经济周期或收入周期）中呈现出经济学意义上的“劣等性”，即经济周期上升，这两类商品消费需求反而下降，经济周期下行，这两类商品消费需求上升。更多品类商品的零售数据实际上与社零的相关性并不明显，在这一大类别中，基本都是可选类商品，这些类别的商品零售的强弱往往自成逻辑，所以与经济

周期并不完全吻合。但是在不同的社零周期中，其中的一类或者几类商品会对社零产生临时性的影响。比如说，在疫情爆发之前的一个周期中，家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类，这三类零售同比的走势与社零走势相关性非常强，可以说一定程度上拖累了社零增速。

二、对不同类别商品零售数据的再分析

我们在报告开头就已经阐明，我们希望通过对社零分项进行分析，得到引起社零走势变动的背后因素。按照这个思路，结合上文的结论，如果我们能够找到与汽车类和石油及制品类等关键类别的商品零售数据相关的高频数据或领先指标，我们就有可能对社零后续大致走势进行有效预测。并且如果能找到高频数据或领先指标，或许也能够为我们厘清最近几轮社零同比波动背后的逻辑提供一些线索或视角。

1、汽车类

目前，汽车消费的唯一高频指标是乘联会每周发布的当周日均销量。**我们通过将该数据降频至月度并计算同比，与社零中的汽车零售同比对比后发现，发现两者的单期数据之间关联性不强。**对于高频数据，我们更希望其对单期的重要低频数据有较强的指示性，但从两者数据比较来看，利用乘联会的高频数据推测同期社零中汽车零售的胜率并不高。不过，我们认为，两者之间的差异来自于统计口径上，存在差异并不能说明乘联会的高频数据对汽车消费就缺乏指示意义。

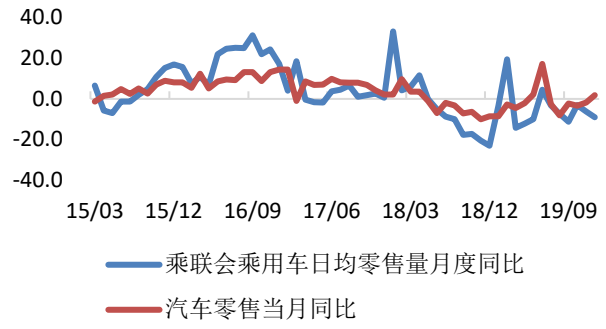
乘联会的零售数据统计口径与统计局社零零售口径有如下两点不同。1）乘联会统计口径为乘联会下的会员单位，而社零口径里面，我们前文已述，对于汽车分类数据，统计局只统计限额以上口径。另外，乘联会的调查方法主要为会员单位搜集并上报，而统计局在统计中是以调查统计为主，数据的可信度较乘联会更强一些。2）乘联会不包括进口车，而社零中的汽车零售数据包括进口车。

除了乘联会和社零口径下的汽车零售，常用的汽车销售指标还有中汽协公布的汽车销量。中汽协公布的汽车销售指标也是月频。**我们可以看到，中汽协和社零口径下的汽车零售数据在趋势上相关性非常紧密。**另外，我们同样对两者单期数据的方向变化进行比较，发现两者单期数据方向变化相同的概率接近 70%，这个概率对于宏观数据来说可以说相当令人满意。这就意味着，无论哪个数据先公布（通常是中汽协数据略早于社零几日公布），我们都可以推测另一个数据变动方向，其准确率大概在七成。

中汽协的数据与统计局公布的汽车零售数据在统计口径上的主要区别同样有两点。1）中汽协的口径由生产厂家上报，更接近批发数据。而社零口径下的汽车零售，除了有限额以上的口径限制外，统计的为经销商数据，属于零售数据。2）与乘联会相同，中汽协口径下不包含进口车。中汽协与乘联会口径上最大的区别在于，中汽协的汽车销量中包含了商用车，乘联会只包括了乘用车，因此中汽协在统计口径上与统计

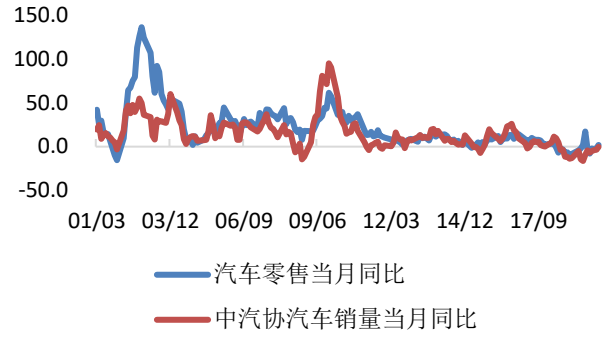
局的区别要小于乘联会与统计局的区别，所以中汽协与统计局数据相关性更强。

图 27：汽车高频对月度零售指示意义不强



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：中汽协同社零口径下汽车销售相关性紧密

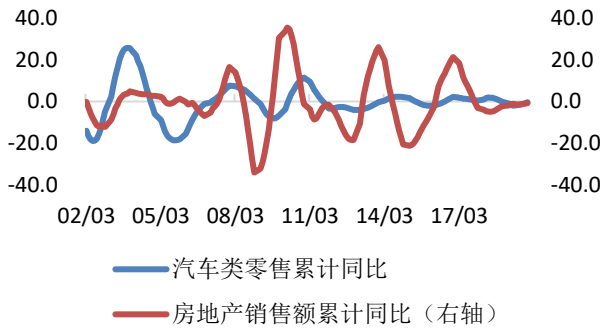


数据来源：Wind，山西证券研究所

如果找不到较为明确的高频指标，那么退而求其次，找到趋势上领先汽车零售同比的数据，也具有较大意义。**我们经过研究发现，房地产销售同比和 M1-M2 同比相对于汽车零售同比具有领先性，其中，房地产销售同比对汽车零售同比领先时长大约半年到一年，M1-M2 同比领先时长在半年以内。**

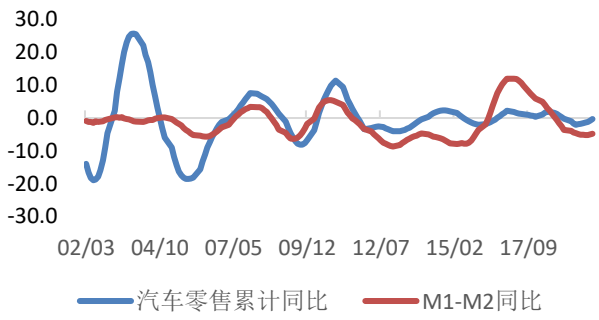
此前，对于汽车零售与房地产销售之间的关系，市场中有许多争论。**但是从历史数据上来看，房地产销售对汽车零售的领先性非常稳定。**这说明至少在目前来看，住房和汽车之间的关系更像是互补品，而房地产的购置并没有对汽车消费形成挤压。按照流行的逻辑来看，房地产销售对汽车的领先主要与国民的消费习惯有关。即居民购置房产同时往往会同时购置汽车，并且这种消费行为在年轻人置新房的过程中常常出现。不过，这里需要说明的是，我们并非说房地产会拉动汽车消费，因为仅凭目前数据，难以得到两者之间有因果联系，只能得到两者之间的相关关系。并且，如果按照通行的逻辑，在购房同时也购置新车的情况往往发生在居住类购房需求下，这与“房住不炒”并不矛盾。另一方面，房地产销售领先汽车零售的结论，给了我们很好解释 M1-M2 同比对汽车零售领先的视角。我们知道，房地产销售会产生“存款搬家”，即大量居民定期存款转化为房地产企业的活期存款，这将会导致 M1 同比的上升。因此房地产销售领先汽车零售同时也能很好解释了 M1-M2 同比相对汽车零售的领先。

图 29：房地产销售对汽车零售同比具有稳定领先性



数据来源：Wind，山西证券研究所

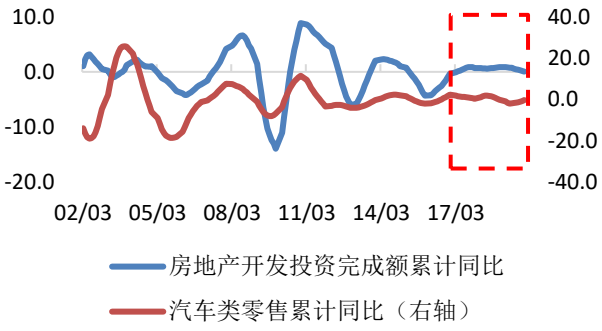
图 30：M1-M2 同比略领先与汽车零售同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

除了房地产销售，我们还考察了房地产投资同汽车零售的关系，**虽然绝大多数时间房地产投资同比与汽车零售同比具有相关性。但最近一个周期中，房地产投资与汽车零售出现了背离**。根据反证的逻辑，只要存在不为同周期的情况，我们就可以断定，实际上房地产投资与汽车零售之间不存在直接的相关性。此前房地产投资与汽车零售的相关性更可能是通过房地产销售联系起来的，而最近一个周期中，房地产销售与房地产投资出现了背离。

图 31：房地产投资与汽车零售在最近出现背离



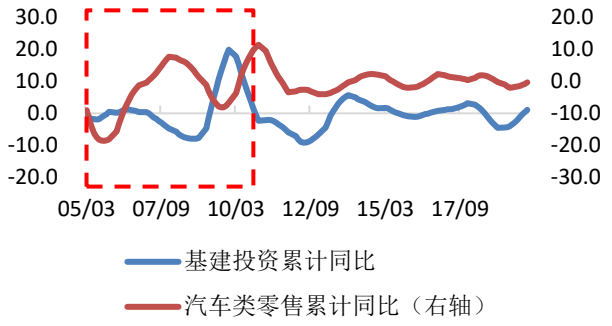
数据来源：Wind，山西证券研究所

除了房地产以外，我们还研究了基建与汽车销售的关系。一般认为，房地产和基建是长期以来拉动内需的两辆马车，并且在最近的几年中，房地产在“房住不炒”的框架下，波动性明显减弱，基建投资的起落成为经济增速上行和下行的关键因素。**但是我们发现基建投资与汽车零售之间的相关性也是从 2009 年之后才出现的，在 2009 年之前，两者相关性并不明显，这与房地产销售同汽车零售的长期具有相关性有很大不同。**同样按照反证的逻辑，我们认为，基建投资与房地产投资类似，和汽车零售也不存在直接的相关性。基建投资与汽车零售在最近几轮周期的相关性更可能是通过总需求周期本身相联系的。

最后，我们也考察了汽车行业本身的一些指标。**其中，汽车制造业的增加值和制造业库存同比滞后于汽车零售同比。另外，汽车制造业的收入和利润基本上与汽车零售同步。**以上说明汽车行业规律为需求带动生产，因此汽车行业的供给对下游销售不具有提示功能。

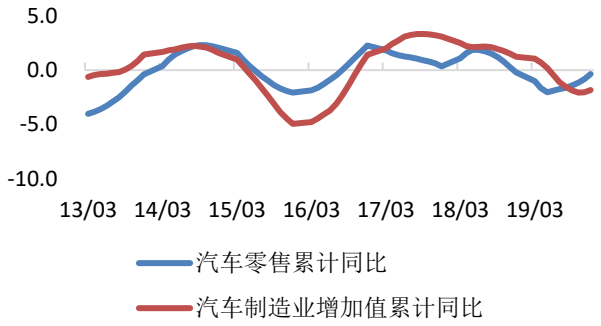
除了房地产销售外，我们也发现，汽车消费易受到政策的影响。虽然对汽车的补贴或者减税政策是否真的提高了汽车的总体销量存在一定争议，但不可否认的是，针对汽车消费的支持政策能够改变汽车的消费路径，从而引发汽车零售周期的出现。最近 10 年，我国一共两次下调了汽车购置税，一次是 2009 年 1 月，汽车购置税从 10%下调至 5%。另一次是 2016 年 12 月，当时汽车购置税从 10%下调至 5%。这两次下调汽车购置税后，汽车零售均出现了一轮上行周期。

图 32：基建投资曾与汽车零售同比走势长期背离



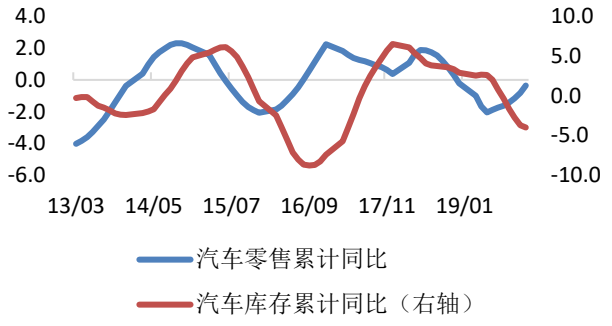
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 33：汽车与零售周期领先生产周期



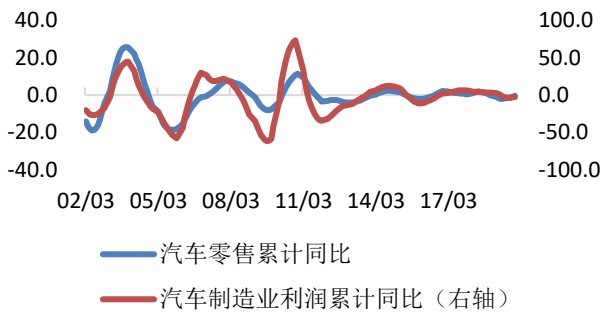
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 34：汽车零售周期领先库存周期



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 35：汽车利润周期与零售周期基本同步



数据来源：Wind，山西证券研究所

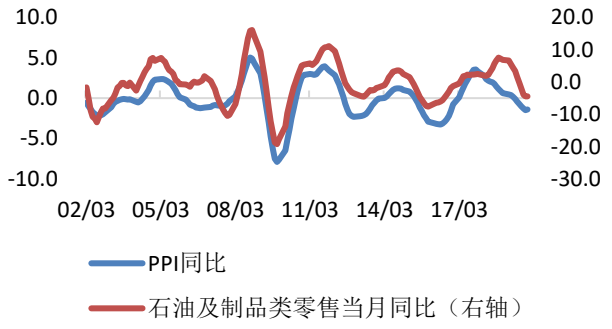
2、石油及制品类

因为石油及制品类零售周期基本上与社零周期同步，那么意味着只要我们能够找到领先石油及制品类的指标，也就间接找到领先社零周期的指标。

因为社零是名义变量，包含了价格的因素，并且油价在各类商品价格中波动相对较为剧烈，往往是 PPI 同比波动的主要贡献项，所以我们自然而然想到价格是否与石油及制品类的零售数据相关。**因此，我们考察了 PPI 同比和石油及制品类零售同比的关系。发现两者大体上同周期且同步，具有较强的相关性，但也曾在部分时间段中出现背离。**

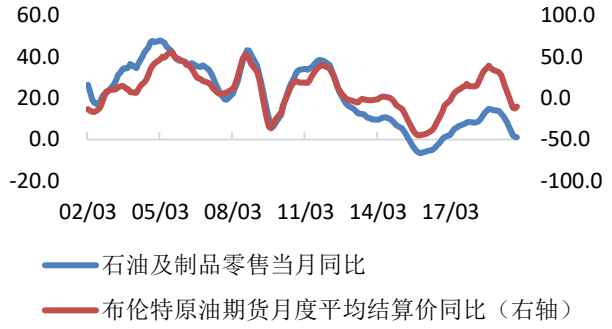
除了 PPI 同比，我们自然也会思考原油本身的价格是否同石油及制品类零售通比更加相关，我们对此也做了考察。**我们对布伦特原油期货结算价做了月度平均后计算同比，发现原油期货结算价的月度同比与石油及制品类零售同比的相关性非常强。**另外，考虑到期货价格数据为高频数据，我们对两者单次波动做进一步分析，发现如果不考虑 1-2 月石油及制品类零售的异常波动（由于春节错位效应造成），那么俩者同方向变动的概率达到约 70%，这个概率对于宏观预测来说是可以接受的。也就是说，原油期货价格还可以成为石油及制品类零售同比的高频指标。

图 36：石油及制品类同比与 PPI 同比走势大致相同



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 37：期货结算价是石油零售同比的良好指示指标

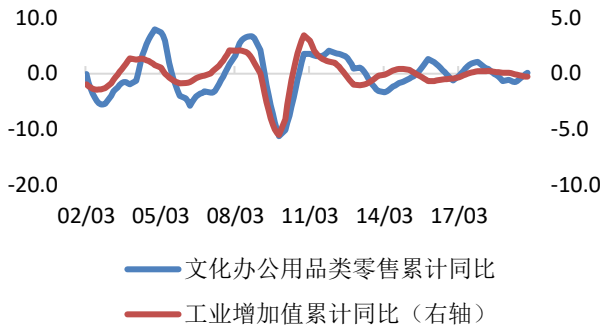


数据来源：Wind，山西证券研究所

3、耐用品类

对于服装鞋帽针纺织品类和文化办公用品类这两个类别，我们并不想做过多探究。主要原因在于两者的零售周期均滞后于社零周期本身，因此这两类商品对社零的变动并不具有提示性。**从逻辑上来说，文化办公用品类别本身滞后于工业周期，在工业周期扩张时，办公用品的需求自然会加大。**在当下，随着工业生产基本回到疫情前水平，办公用品零售同比未来也面临放缓。

图 38：工业增加值领先办公用品类零售同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

所以，我们现在将分析重点集中在与社零周期相关性不明显的几类商品中。在与社零周期相关性不明显的商品中，家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类这三类商品特点比较突出。首先，他们都属于耐用品，即这几类商品的使用年限往往较长。其次，这几类商品伴随着家庭生活，比较常见的逻辑是这三类商品的消费主要发生在居民购置房产后。所以，我们在这里将这三类商品放在一起进行分析。虽然这三个类别的商品并不一定每轮周期都与社零周期保持相同趋势，但不排除某一轮社零周期由这一类别商品带动。因此，对这一类别的零售周期进行分析也会有助于我们判断是否有新一轮社零扩张周期出现的可能。

首先，我们分析了这三种商品类别中在限额以上口径下的零售占比情况。**这三类商品中，家用电器和音像器材类在限额以上的口径中占比较大。**如果将三类商品加总，疫情之前在限额以上的口径中占总零售额的 10%左右，相对来说也属于占比较大的类别。三类商品的零售同比一旦发生同向波动，也会对社零总体上造成较大影响。不过从趋势看，这三类商品在限额以上零售口径中的占比呈现下降趋势。

其次，我们比较了这三类商品的零售同比，发现这三类商品的零售同比确实在趋势上具有同周期的性质。不过在最近几个周期内，三类商品的零售同比走势存在一定程度的偏离。但考虑到我们更加关心的是整体趋势性，那么把这三类商品放在一起分析并无不妥。

既然普遍认为这三类消费通常会发生在购置房产之后，那么我们自然地就会思考房地产的相关指标会不会与这三类商品的零售数据存在联系。然而，在我们观察了房地产相关指标与这三类商品零售数据的关系后发现，市场中目前流行的观点存在一些漏洞。

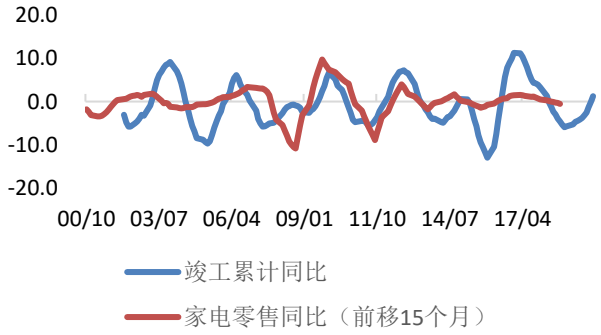
此前，市场中流行的观点认为家电零售主要受地产竣工的拉动，**但是我们将竣工面积同比与家电零售同比进行比较发现，二者不仅不是同周期，反而具有相当稳定的反相关性，即竣工同比上行，对应家电零售同比下行，反之亦然。**并且，我们认为长期稳定的反向关系很难用竣工数据存在缺陷来解释。从我们的

观点来看，如果家电零售周期一定与竣工周期相关，那么竣工同比与家电零售周期的反向关系只能用家电零售同比恰好滞后竣工同比半个周期来解释。近期，竣工同比周期和家电零售同比周期长度大约为 2-3 年，那么如果家电零售周期恰好滞后于竣工同比周期 1-1.5 年，则两者同比周期将恰好表现为反向关系。而滞后原因可能有如下两点：1）房地产企业在楼盘未能及时售出，导致竣工后依然闲置；2）居民在购房后并没有入住，一种可能是居民购房并非入住需求，第二种情形可能较为普遍，一般入住前会先进行装修，家电购置往往在装修后进行。根据以上滞后原因，居民为新房购置家具的时间平均滞后新楼竣工 1-1.5 年也是合理的。

对于原因 1），我们可以看到，长期以来，房地产销售与竣工之间关系并不明确，时而同向运行，时而反向运行。这意味着存在可能性，房地产企业在建筑竣工后未能及时销售，导致竣工无法及时拉动家电零售。

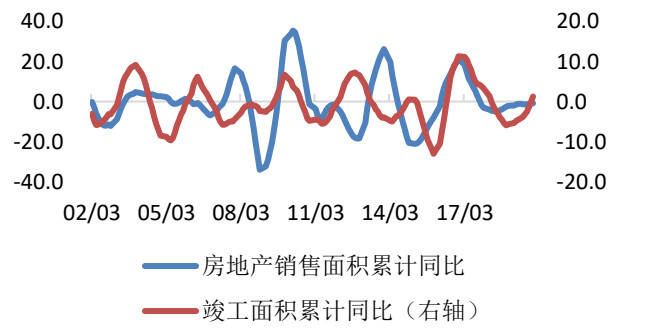
对于原因 2），我们能够观察到家电零售周期整体上略落后于建筑及装潢材料类商品的零售周期，并且竣工同比与建筑及装潢材料类商品的零售同比相关性要更强一些。不过，在 2012 年之后，建筑及装潢材料类商品的零售周期波动明显减弱，我们也就不能通过建筑及装潢材料类商品这个链条来确定我们上面的原因猜测。但是，我们也可以通过其他佐证来说明我们的猜想。我们考察了空调销量同比和竣工同比的关系，发现空调销量同比虽然直观上依然同竣工同比呈现反向性，但又能较为明显看出，空调销量同比与竣工同比存在滞后关系，滞后时长大约为 1 年。而空调销售周期又与家电零售同周期却略领先。按照常识，居民在新购房后，部分家电和家具可能不进行置换，但通常会购置空调。因此，我们猜测，居民为新房开始购买家具往往发生在新房竣工平均一年之后，同时集中购置新家具的时间大约发生在竣工后 1-1.5 年左右。

图 39：竣工领先家电零售同比约 15 个月



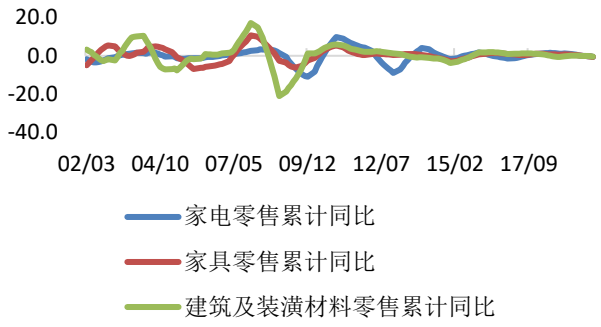
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 40：房地产销售和竣工周期关系不明显



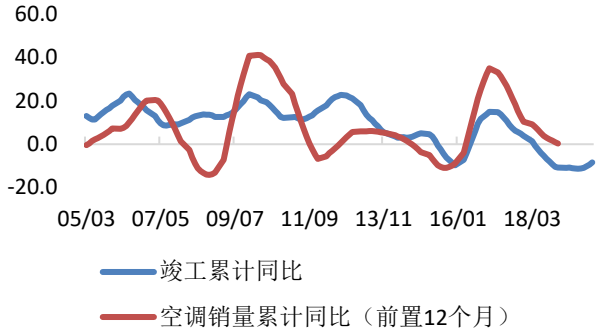
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 41：家具零售与装潢零售在近期相关性更强



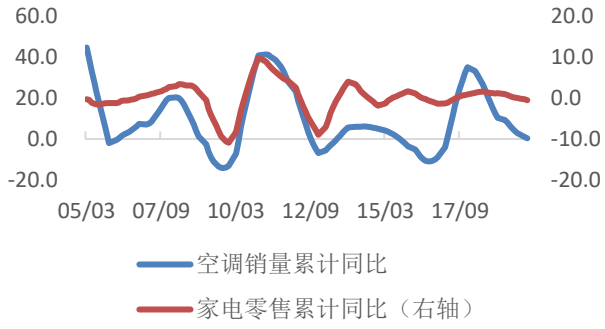
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 42：空调销量滞后竣工一年左右



数据来源：Wind，山西证券研究所

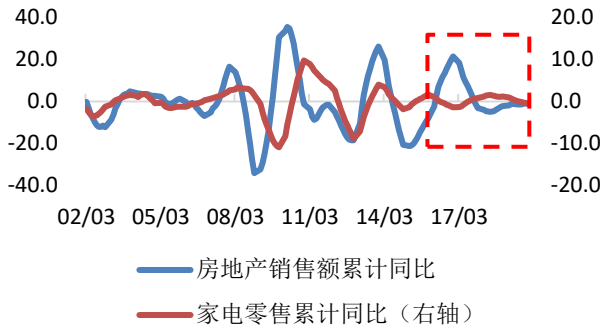
图 43：空调销售略领先家电整体零售同比周期



市场上还有观点认为家电等地产后周期类商品零售与房地产销售关联性更大。我们也考察了家电零售和房地产销售同比的相关性，可以看到，**大部分时间里面二者走势大致相同，但是在最近的周期中两者出现了明显的背离**。我们在上文提到，房地产销售面积同比与竣工面积同比走势相关性并不稳定，因此家电零售同比走势与房地产销售同比走势此前相关，近期相背离并不意外。因为家电零售同比与竣工同比相反关系是稳定的，在房地产销售同比与竣工面积同比表现出较强相关性的时间里，家电零售同比自然会与房地产销售同比具有反向关系。相反，如果房地产销售同比与竣工面积同比表现出反向关系，那么家电零售同比自然会与房地产销售同比表现出较强相关性。这也能说明用房地产销售与家电销售的逻辑并不稳定。

与汽车类似，专门对家电消费的支持政策也会带动家电消费。不过历史上，专门针对家电消费出台政策的次数并不多，典型的刺激政策主要是从 2018 年 12 月至 2012 年 11 月的家电下乡政策。并且从结果看，当时的“家电下乡”政策确实引发了一轮家电零售的上升周期。

图 44：近期房地产销售与家电零售同比走势背离



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 45：“家电下乡”引发一轮家电零售周期



数据来源：Wind，山西证券研究所

对于其他类别商品，上文已经说明，粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类虽然在限额以上口径下的零售金额中占比较高，但这两类零售周期同社零周期具有反向关系。除了以上两类商品而其他类别占比又较小，总体上对判断社零周期帮助不大，也难以成为影响社零周期整体变动的因素。因此，我们就不再对其他类别商品进行深入分析，按照我们上面分析的逻辑，在汽车，石油及制品类，可选消费中的耐用品类等几大商品类别的零售同比走势确定后，社零同比的总体方向应该也能够确定。

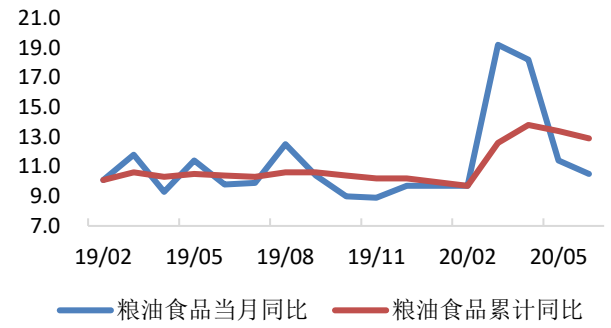
三、后疫情时期的商品消费预判

1、疫情时期和恢复初期不同类别商品消费表现

新冠疫情冲击属于一次性外部冲击，对商品零售造成的波动不同于以往消费周期中的波动。我们在此前的专题报告中对不同类别商品在疫情期间的零售同比走势做了较为详细地分析与预测（详见专题报告《【山证宏观】消费事，知多少？——兼论疫情对消费影响》）。当然，目前疫情进入常态化防控阶段，不同类别商品零售数据表现也开始出现了分化。我们这里仅对此前专题报告中的结论进行简单地阐述，而在这部分的后续内容，我们将重点分析后疫情时期不同类别商品零售同比的走势。

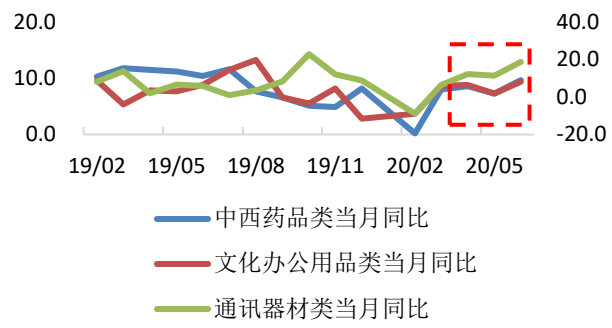
第一，在新冠疫情期间，与非典疫情类似，绝大部分可选类消费品遭受了很大冲击，但粮油、食品、饮料、烟酒类消费作为典型的必需品类消费并没有受到明显冲击。在复工初期，与抗疫相关的医药制品类，与复工相关的办公用品类，与远程办公相关的通讯器材类零售同比率先恢复，这也与非典时期商品零售表现类似。从最新的数据看，与抗疫和复工需求相关的商品类别在经历了小幅波动后，仍然保持了较高的同比增速。同时根据累计同比，我们也能看到，这几项商品正在接近彻底消除疫情造成的负面影响。

图 46：粮油食品类零售基本未受疫情影响



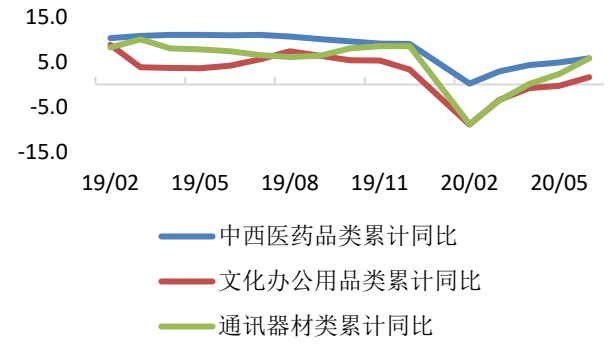
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 47：与抗疫复工相关商品零售保持较高增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

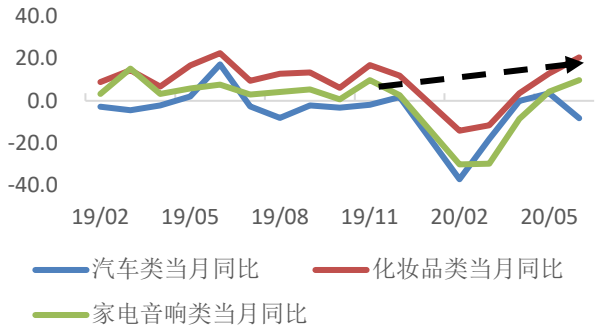
图 48：与复工和抗疫相关的商品零售接近完成“填坑”



数据来源：Wind，山西证券研究所

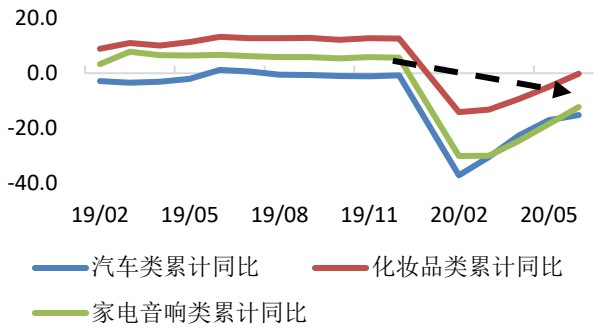
第二，与非典时期不同，在可选类商品消费恢复过程中路径出现了进一步分化。非典由于影响时间短，影响范围有限，因此非典疫情得到控制后，几乎所有的可选类商品消费恢复都进入了快车道，并且部分可选类商品还在短期出现了回补性消费。而在新冠疫情下，当产能达到一定水平后，可选类商品的消费恢复过程却产生了分化。其中，汽车类、家电类和化妆品类恢复较快，均在 5 月或 6 月单月出现了回补性消费。并且单月同比增速基本回到了疫情前水平。但从累计同比看，这些商品距离彻底抵消疫情的不利冲击还有较长时间。另一方面，与现场消费相关性较大的服装鞋帽针纺织品类，与原油价格相关性较大的石油及制品类，以及金银珠宝类商品零售同比虽然也在恢复，但整体恢复速度落后于其他可选类消费。

图 49：部分可选类商品近期出现了回补消费



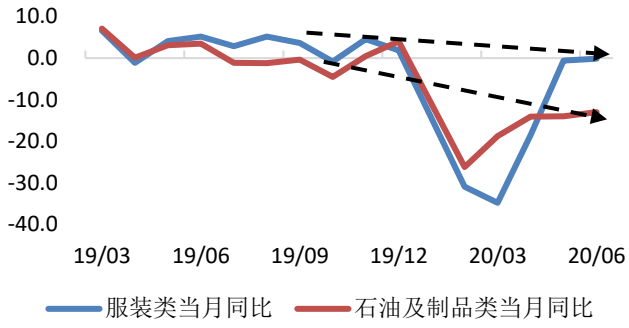
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 50：单月出现回补，但尚未完全实现“填坑”



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 51：服装与石油类零售恢复较慢



数据来源：Wind，山西证券研究所

2、后续不同类别商品消费路径分析

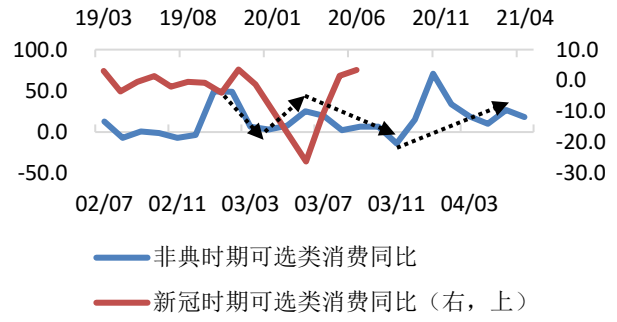
2.1、短期消费路径分析

根据我们之前专题的研究，在非典时期，部分可选类商品零售出现了回补性消费的情况，因此近期汽车、家电出现回补性消费说明非典时期的经验依然可以适用。那么后续预计在非典时期出现回补性消费的几类商品，包括服装类、金银珠宝类、建筑装潢类等均会出现回补性消费。不同的是，因为非典冲击时间较短，不同类别的商品几乎在同一时期出现回补性消费，但新冠疫情影响在短期难以彻底消除，但因为不同类别商品的回补消费路径会有区别，回补消费发生的时间或不相同。**目前看，如果不同类别商品的回补发生时间存在先后关系，客观上会平滑总体消费，使得整体消费回升过程中不会出现较大幅度波动。**

需要说明的是，回补过程并非可选类商品的中长期消费路径。在中长期，消费主要取决于居民收入和消费意愿的永久性变化，疫情冲击并不会抬升居民收入和刺激消费意愿，反而可能对居民永久性收入产生

损害。因此，回补性消费只能是疫情对消费路径的短期扰动，其产生的背后逻辑是在疫情期间，部分消费需求受到疫情以及防控措施的限制无法释放，从而在疫情消退，防控措施降级后集中释放。根据非典时期经验，回补性消费可能仅存在 1-2 个月。并且商品在发生回补性消费后，同比会有所下降，但回补消费后的零售同比下降幅度有限，可以看作是商品零售在经历疫情和回补扰动后向正常趋势的回归过程。

图 52：非典时期可选类消费的回补与阶段性回落



数据来源：Wind，山西证券研究所

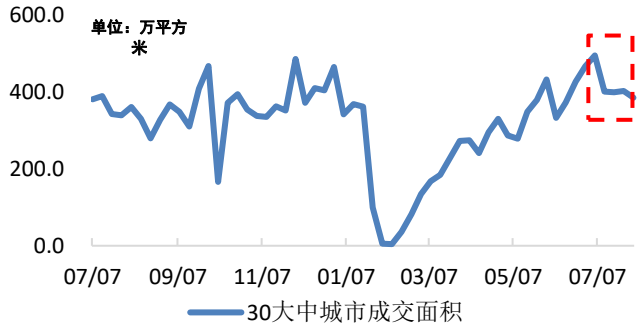
2.2、中长期消费路径分析

尽管疫情防控大概率进入常态化，疫情对消费的负面影响应该会在较长时期内存在。**但随着居民和企业适应常态化防控，在中期，各个商品的零售同比也将逐渐回归原本的趋势中。**对于判断社零在中期的增速路径，我们就按照本报告开始提出的思路，即只需要判断几个重要类别商品的后续走势，那么也就可以大致勾勒出社零在后续时间里的走势。

我们自然最关注汽车消费，我们在上文已经指出，**从目前看，对汽车消费的几个有利条件均已形成。1），汽车的领先指标，房地产销售和 M1 同比在前期回升幅度较大，对于后续汽车消费相对利好。**通常，房地产销售可以通过房地产政策和信贷政策两个角度分析，因此近期房地产政策的变化增加了后续房地产销售的变数。近期，中央级别的房地产工作座谈会召开，再次对“房住不炒”进行强调。并且继深圳市率先出台房地产调控政策后，部分二线、三线城市，如杭州、宁波、南京、东莞等都相继出台了类似政策，加强楼市监管力度，抑制炒房需求。从目前的高频数据看，7 月房地产销售量已有所降温，体现了近期房地产政策的调控影响。从信贷政策来看，当下信贷政策相对于房地产销售较为友好，前期信贷利率的降低在逻辑上可以刺激居民购房。观测历史数据，我们可以看到，房地产销售同比与个人住房贷款利率方向且滞后半年左右。前期，个人住房贷款加权平均利率在整体信贷利率走低的过程中也随之下行。并且，从将实体企业资金成本的政策取向上看，后续信贷利率也难以提高，个人住房贷款利率有较大概率呈现稳中有降趋势，

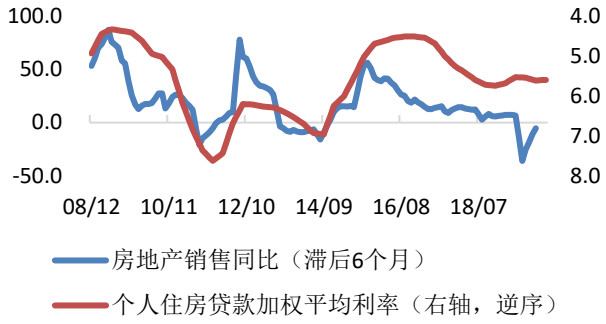
这对未来半年到一年的房地产销售同比的恢复是利好因素。其次，M1 同比后续也有望走高，M1 同比与房地产销售相关性非常密切，前期房地产销售同比有望推高 M1 同比，进而推高 M1-M2 同比。但后续 M1 同比可能会受到房地产销售的影响。考虑到房地产销售对汽车零售的领先性，我们认为未来 1-2 个季度，汽车零售或维持向上态势，但再之后的走势可能会受到房地产销售的拖累。2）基数效应有利于下半年汽车零售同比的抬升。判断同比数据走势，就不得不考虑基数效应的影响。去年下半年，汽车零售同比处于负值区间，相对处在周期低位，这对于今年下半年汽车零售同比较为有利。3）目前政策对汽车消费较为支持。目前，我国已有多个城市出台了针对汽车消费的补贴政策，虽然力度可能小于历史上的减税政策，但总体而言仍有利于汽车消费。

图 53：近期大中城市房地产成交面积有所下降



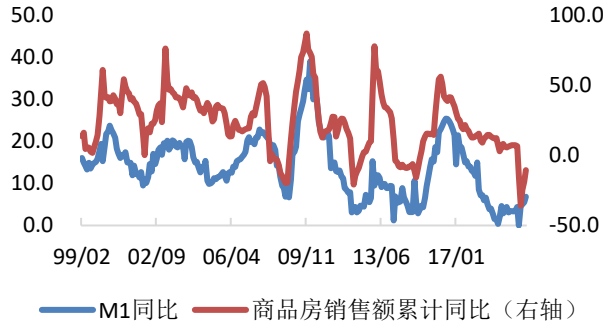
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 54：房地产销售同比滞后信贷利率半年且负相关



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 55：M1 与房地产销售同比的同步性

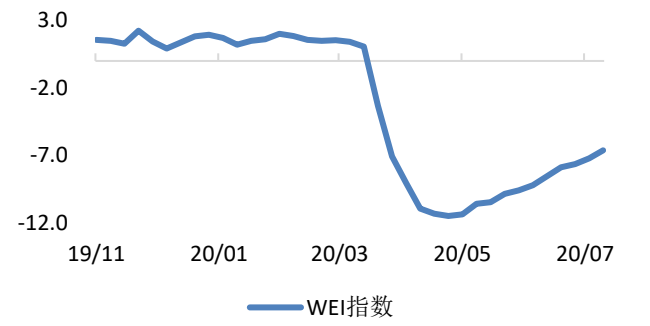


数据来源：Wind，山西证券研究所

对于石油及其制品类，我们认为后续其零售同比走势虽有波动，但整体方向大概率向上。根据我们上文的分析，石油及制品类与原油价格走势相关性明显，而原油价格在中长期主要受到全球总需求影响。当前，全球总需求在欧美各国积极推进复工复产下，正逐渐恢复。但疫情在局部地区仍呈现爆发态势，典型

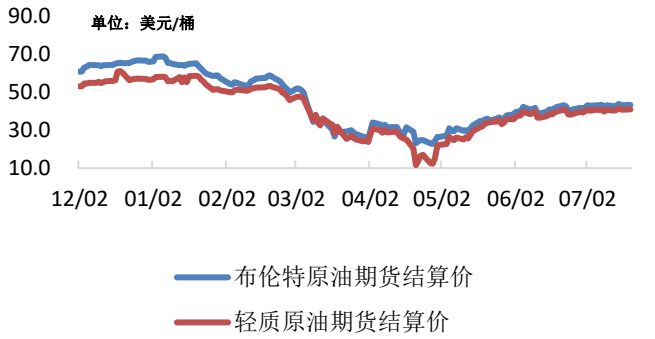
如美国，在 5 月开始复工后，疫情出现了二次爆发，这对目前美国的生产生活都产生了扰动。所以，我们可以看到，全球总需求是在逐步好转的过程中，同时疫情的存在一方面影响了全球恢复的斜率，另一方面在短期或对部分经济体的恢复过程形成扰动。我们可以看到，在纽约联储公布的美国经济领先指标 WEI 指数方向是向上的，但斜率却不高。而海外疫情以来的原油期货价格走势也能看到，在原油期货价格在 5 月初到达阶段性低点后，后续的恢复斜率并不大，并且在 6 月份后斜率明显降低。其中 5 月份开始恢复的时点与欧美复工复产的时间基本同时，而 6 月份斜率放缓的时间则与美国疫情大规模二次爆发时点基本同时。因此，对于石油及制品类零售同比，我们的判断是中长期的方向是向上的，但过程会出现一定波折，同时向上的斜率也不会很大。

图 56：WEI 指数修复较慢



数据来源：纽约联储官网，山西证券研究所

图 57：原油期货价格的近期走势



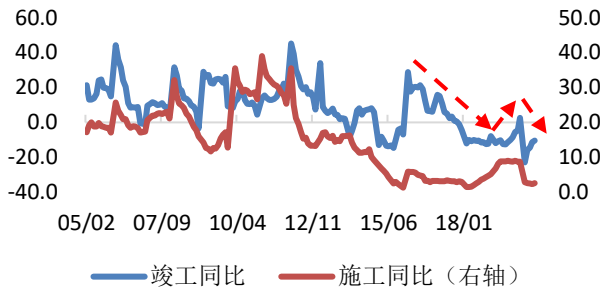
数据来源：Wind，山西证券研究所

对于家电等耐用品消费，虽然短期出现了回补性消费，但我们认为相对于汽车和石油及制品类，在中长期零售同比走势的不确定性更大。主要原因还是在于疫情打乱了竣工周期，并且根据目前的竣工数据，后续的竣工走向仍然不明朗。可以看到的是，从 2019 年下半年开始，竣工同比就开始持续上升。并且竣工面积增速转升之前，施工面积增速长时间维持在周期高位，因此竣工面积增速的回升是有施工周期作为支撑的，大概率会形成新一轮竣工周期。如果按这样的结论，结合我们之前的分析，新一轮家电及耐用品消费周期可能出现在今年下半年。但是，我们看到疫情的出现打断了竣工增速原本的上升势头，目前竣工增速仍处于恢复过程中，且目前增速只恢复到前期低位。那么今年下半年，家电消费周期能否如期启动就变得不确定了。

这里，我们仅做大胆猜测，如果我们上文中竣工→装潢→家电购置逻辑确实存在，并且疫情大概率会推迟这个链条的进程（比如说在疫情期间，装潢很难有效进行），那么我们将这一链条做半年的延后，那么去年下半年的竣工上升会到新一轮家电购置周期的启动时间延后至年底甚至明年。因为近期施工增速尚能够保持稳定，竣工周期大概率在后续继续恢复，形成新一轮竣工周期，而新一轮竣工周期引发的家电购置

周期也将出现在明年。

图 58：疫情对竣工周期的扰动以及施工周期的支撑



数据来源：Wind，山西证券研究所

按照之前的规律，服装类同比走势滞后于社零同比，所以对社零周期的提示作用不大。我们在未来相当一段时间里，疫情防控措施仍然会影响服装消费。但随着疫情影响持续减弱，居民对疫情本身以及防控措施的适应，服装零售同比也会逐步恢复。并且，根据非典时期的经验，服装类商品的消费在后续大概率会有一波回补。

对于粮油食品类，我们在上文也已经说明，该类商品零售同比在最近几个周期中走势与社零同比反向，对社零的指向性意义不大。从近期的数据看，粮油食品类零售同比也在逐渐回归本身的趋势中，只不过与可选类商品零售同比向上回升不同，该类商品同比呈现下降趋势（可见图 46）。在未来，如果粮油食品同比回到正常的周期中，其波动幅度远小于可选类商品，再加上其与社零同比反向的性质，粮油食品类商品零售并不会影响到社零变动的总体趋势。

所以，对于中期不同商品的消费路径，我们认为，汽车消费下半年回暖的确定性最大，但在更长的期限里或受到房地产政策趋严的影响，存在不确定性。石油及制品类零售增速向上概率较大，但过程或较曲折，以家电为代表的耐用品消费周期不确定性较大。对于今年下半年的整体消费，在汽车零售和石油及制品类零售支撑下，社零应该能保持一定增速。但考虑到石油及制品类零售恢复过程仍受海外疫情扰动，同时家电消费周期的启动有可能推迟到明年，这将使得下半年社零增速斜率放缓。

除了上述我们寻找到的能够提示社零或者商品消费的具体线索，我们也可以期待后续政策对消费的支持。第一，消费是国内大循环中的关键一环，以国内大循环为主体就必然要求对国内消费予以支持。第二，政治局会议明确指出“扩大最终消费，为居民消费升级创造条件”，并且“居民消费升级创造条件”的表述对应着中央对可选类消费的支持。第三，政治局会议中提到“以新型城镇化带动投资和消费需求”，在“城镇化”的带动下，可选类消费和服务类消费后续有望得到长期提升。

四、风险提示

1、疫情反复出现或海外疫情长期得不到控制；

2、疫情导致居民和企业严重受挫，影响潜在消费；

3、促进消费政策力度超预期；

4、房地产政策超预期，对相关类别商品消费产生影响。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336