

➤ 7月汽车消费表现出两个令人匪夷所思的现象。

第一，7月社零同比下行，竟然绝大部分是汽车零售偏弱所致。

7月社零增速较前值走弱0.4个百分点，社零表现低于预期。市场广泛关注的疫情，居然对7月社零没有带来太大负面影响。一个绝佳的例证是，餐饮等疫情敏感的服务消费7月反而改善。

扣除汽车分项之后，社零同比较上月改善，即7月社零的关键拖累项在汽车分项。

第二，不同口径的7月汽车销量显著背离，汽车零售额（社零口径）明显弱于汽车销量（汽车业协会口径）。

7月中汽公布的汽车销量，大幅高于往年同期，体现出显著的超季节性特征。然而社零口径的汽车销售额同比增速却在快速下滑，从6月的13.9%快速下滑至7月的9.7%。

➤ 7月中国汽车消费到底是强还是弱？

汽车零售额（社零口径）与汽车销量（汽车业协会）差异，关键在于商用车销量变化。

经验上，汽车零售额（社零口径）与汽车销量（汽车业协会），两者差异基本上可被商用车销量所解释。

7月乘用车销量高速增长，受益于购置税政策变化、拍牌额度增加等利好因素；商用车销量下滑明显，主因在于地产开工疲软，投资活跃度低迷。

最终我们看到汽车零售额（社零口径）同比下行，然而汽车业协会的汽车销量同比稳定。

当前资本市场更多关注乘用车销量，社零口径的汽车分项包含较多商用车信息，故而短期内我们无需太过关注该指标分项的指示意义。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；测算方法及口径存在误差。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谢文迪

执业证书：S0100522060001

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

- 1、《人民币贬值是否促进进出口？》
- 2、《能用运价判断出口么？》

2022年7月社零同比2.7%，较6月的3.1%下滑0.4个百分点。令人惊讶的是，汽车类零售额同比增速从6月13.9%下滑至7月的9.7%，下滑4.2pct。

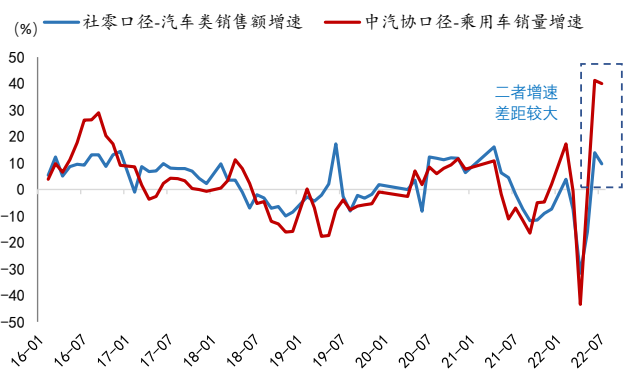
1 汽车消费迷思之一，汽车分项拖累7月社零

今年7月社零数据较前值有所下滑，低于市场预期。但是反观高频数据所映射的线下经济景气度却在改善，地铁客运量、高德拥堵延时指数月均读数均明显上行，因此市场对消费景气度的强弱存在一定分歧。

分拆结构，我们发现社零同比下滑的关键在于汽车类项目的拖累。

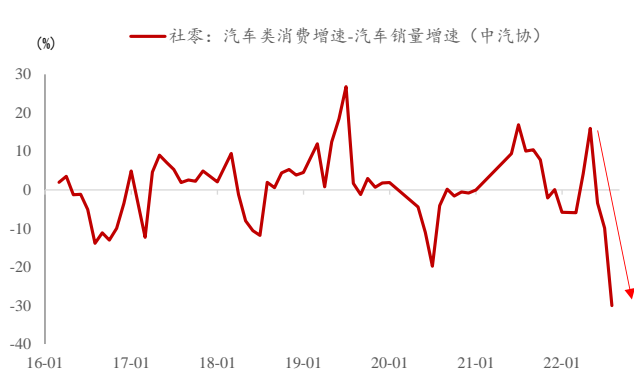
社零总额增速的下滑100%被汽车类所解释，扣除汽车后的社零7月录得1.9%，相较6月读数上升0.1pct；针对限额以上社零增速，汽车类消费贡献了8成以上的同比读数的下滑。

图 1：近两月社零汽车类消费与汽车销量增速分化加大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：社零和汽车销量分化达到 2016 年以来最大



资料来源：Wind，民生证券研究院；扣除因疫情导致的异常值。

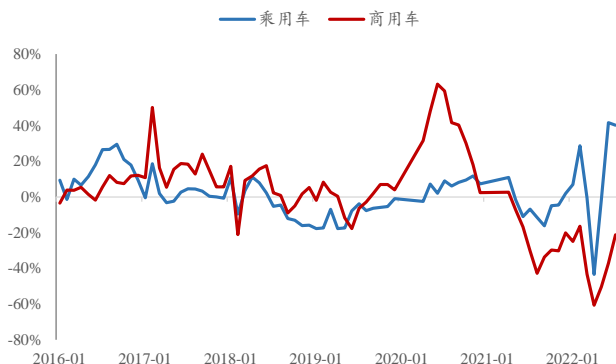
2 汽车消费迷思之二，不同口径指标分化

一般跟踪汽车消费有三种口径，乘联会、中汽协和统计局的汽车类消费。乘联会周频公布乘用车销量，中汽协公布车厂的月度销量，统计局会通过社零方式公布汽车类的消费额情况，虽然不同口径间的数据有一定差异，但三者趋势在长期来看基本一致。

但是我们发现，近期汽车类零售增速显著低于汽车销量增速，两者增速之差达到 2016 年以来最大。

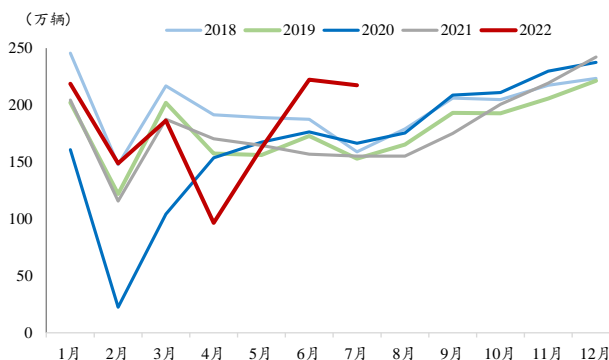
根据乘联会的周频数据和中汽协的月频数据，7月汽车销量增速并未比6月低，中汽协口径的乘用车销量增速连续2个月超40%，显示出较高的景气度。然而社零口径下的汽车类消费增速却从6月的13.9%下滑至9.7%，与汽车销量的高景气度不符。

图 3：乘用车和商用车销量同比增速分化较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：汽车销量高位运行



资料来源：Wind，民生证券研究院；扣除因疫情导致的异常值。

3 症结在于乘、商用车消费罕见背离

销量和销售额的区别在于单价，乘用车单价低，商用车单价高。

汽车销量和汽车类销售额的差别主要在于口径中的汽车单价，因此逻辑上如果汽车销售额和汽车销量增速出现分化，应该是单价发生了较大变化。

对于同类车型来说，全国的月均价难以发生大的迁移，但是不同车型单价差别较大，商用车单价较高，乘用车单价较低，根据发改委价格中心的数据，国产商用车方面，今年 6 月货车的均价在 18 万元/辆左右，商用客车的均价在 27 万元/辆左右；同期乘用车的均价仅为 12 万/辆左右。

汽车销量结构的变化可能导致汽车整体均价出现大的改变。**当乘用车销售增速较高，商用车销售增速较低时，汽车零售额的增速会明显弱于汽车整体的销量增速。**

今年乘用车和商用车销量分化较大，消费额和销量因而背离。

乘用车销售则与居民消费能力和意愿相关，商用车销售与房地产开工相关。今年受益于购置税政策变化、拍牌额度增加等因素，乘用车销量高速增长；但是地产开工疲软，商用车销量下滑明显。

顺着这条逻辑，我们发现一个有趣的现象，**社零口径下的汽车零售额的增速与汽车销量增速的差异，在很大程度上被乘用车和商用车的销量增速之差所解释**，历史上不论趋势还是拐点都较为吻合。

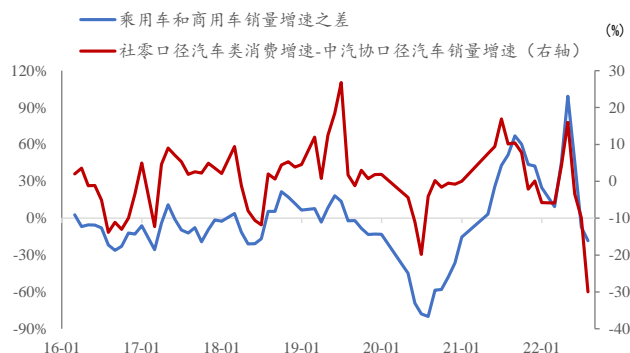
我们预计商用车销量增速仍然保持低位，汽车类零售额的增速可能与汽车销量增速维持较大差距，因此**无需过度担忧社零数据对汽车行业景气度的指示意义。**

图 5：商用车销量被地产链条所拖累



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：零售额和销量增速之差可被乘用车之差解释



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 风险提示

经济走势超预期：经济大幅度变动。

疫情发展超预期：新增确诊人数出现大幅度的波动。

测算方法及口径存在误差：文章中较多引用各家机构数据，可能存在口径不可比等误差。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026