

零售止跌库存下降好于市场预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 零售业销售继1月份出乎意料的环比正增长1.8%后,2月份零售业销售达到3081亿美元,环比下降0.1%,回落的幅度好于此前市场预期的0.5%,环比波动的收缩使同比下滑走势得到抑制,但这仍是连续第四个月同比降幅接近10%,在此期间以奢侈品和耐用品为主体的非必要消费需求调整幅度巨大,消费者对日用非耐用品和食品等的必要消费需求进一步压缩的空间较为有限。
- 在2月份零售销售好于预期增加市场信心的同时库存方面也有正面的消息,商务部公布1月份商业销售和库存的数据显示,总的商业库存在连续5个月的环比递减后,1月份首次出现了同比负增长,降幅达1.5%,库存追随销售额大幅下降终于阻止了存销比的继续攀升,1月份存销比与上月持平维持在1.43,但市场预期工业产能调整还未结束,因此失业的递增和产能的下降趋势还将持续。
- 财政部公布2月份财政收支月度报告显示财政赤字大幅飙升1927亿美元,这已是连续第五个月的财政赤字增长,主要是由于税收下降以及大规模救援经济的财政支出导致财政收入大幅下降。始于去年10月的本财政年度前5个月持续大幅赤字,财政赤字总额已达7618亿美元。金融系统的稳定性问题以及金融市场的投资信心缺失限制了政府的融资能力,美元资产价值的走势仍然存在较大的不确定性。

报告日期

2009年3月17日

王骏飞

宏观经济助理分析师

63325888×6105

wangjunfei@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师

63325888×6110

fym@orientsec.com.cn

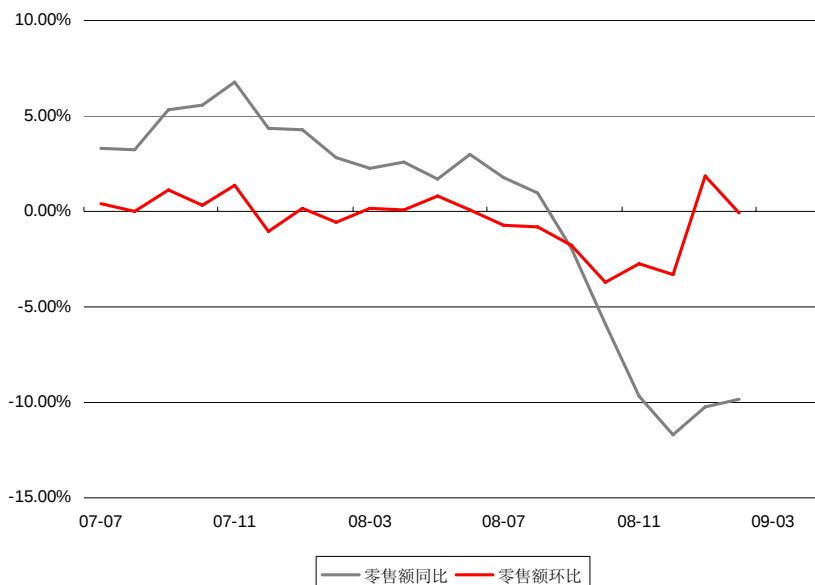
相关研究报告

2 月零售数据好于市场预期

美国商务部公布的 2 月份零售业和餐饮服务业销售数据显示，继 1 月份出乎意料的环比正增长 1.8% 后，2 月份的销售额再次回落，但回落的幅度好于此前市场预期，这再次让市场看到了希望，有市场人士将这两月的零售数据止跌解读为“消费者没有死”，这个直观的表述既体现了市场之前对消费需求持续下跌的季度悲观情绪，同时也让市场对美国庞大消费市场的复苏重燃希望。

图 1：美国零售业销售同比和环比走势

单位：百分比

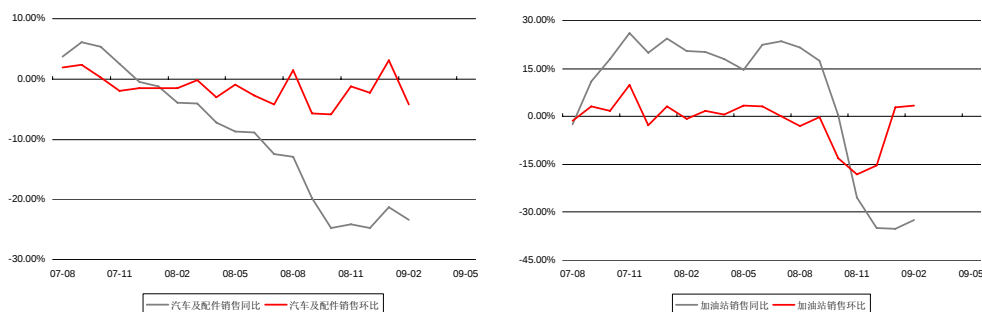


资料来源：Census，东方证券研究所

根据美国商务部公布的数据，2 月份零售业和餐饮服务业共实现销售 3468 亿美元，其中零售业销售达到 3081 亿美元，环比下降 0.1%，同比负增长 9.8%，环比波动的收缩使同比下滑走势得到抑制，但这仍是连续第四个月同比降幅接近 10%，在此期间以奢侈品和耐用品为主体的非必要消费需求调整幅度巨大，消费者对日用非耐用品和食品等的必要消费需求进一步压缩的空间较为有限。

图 2：美国汽车及配件（左）和加油站（右）零售同比及环比走势

单位：百分比



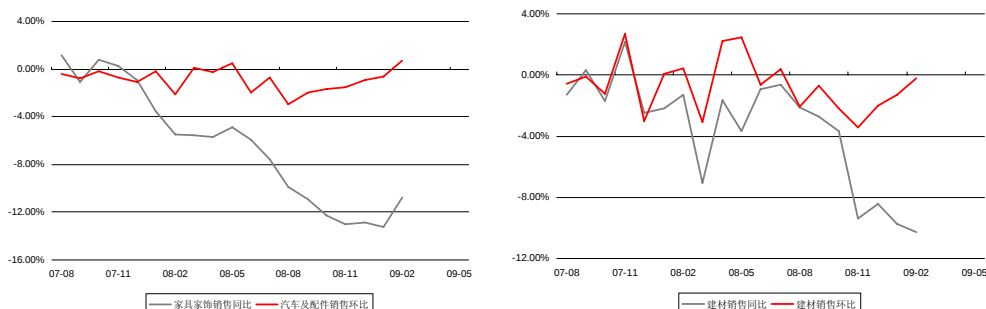
资料来源：Census，东方证券研究所

汽车及其配件的消费需求下滑仍然是拖累整体零售业绩的最主要因素之一，继上月环比增长 3.1% 后，本月再次环比下滑 4% 以上，同比方面也呈现了止跌维稳的态势，但同比已经连续 5 个月维持在接近 25% 的降幅水平，扣除汽车销售因素后 2 月份零售业销售环比增长 0.7%。

汽油价格的下降成为 2 月零售数据好于预期的主要推动力，汽油降价在一定程度上增加了消费者的可支配收入，这部分原本花费在汽油上的消费支出可被转移至其他消费品支出上，观察加油站的销售收入可见，同比的走势稳定在较大负增长水平，这与汽车销售的下滑存在较紧密的关联，但汽油销售在 09 年前两个月维持环比正增长，显示汽油消费本身也正在缓慢恢复，汽油出现降价的趋势是与近期美国原油和汽油商业库存的变化状况相匹配的，前期随国际原油价格大幅下跌美国汽油售价却逆势上升，在此期间原油库存大幅增加而汽油库存下降较多，这意味着美国的石化企业大量囤积加价后的原油致使原油库存上升至满负荷，同时炼油厂大规模限产减少汽油供给以控制汽油价格不受原油价格暴跌影响，维持汽油高价位的目的是为了消化高价原油时期的汽油库存，随该部分高成本库存的减少，推动汽油价格在 2 月份的下降。

图 3：美国家具家饰（左）和建材（右）零售同比及环比走势

单位：百分比

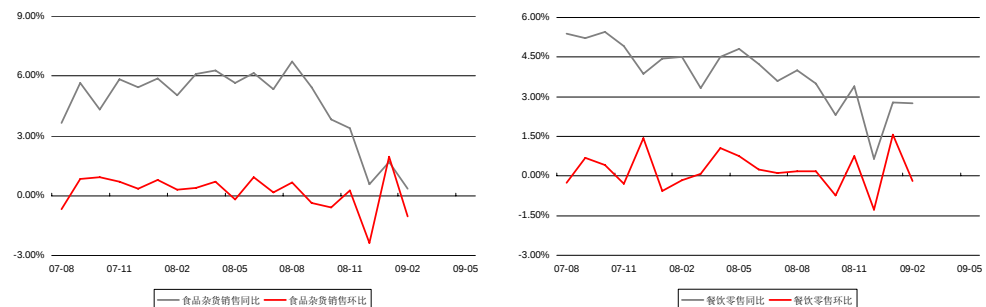


资料来源：Census，东方证券研究所

大规模止赎浪潮的威胁和金融系统性风险的困扰使美国房地产市场仍未显现任何曙光，与之相关联的家具家饰零售和建材零售受到的冲击极大，其中家具家饰的销售额曾连续 8 个月环比下滑，2 月首次出现环比正增长，同时同比也降幅也出现了反弹，这一变化也出乎市场的预期，同时建材的销售环比降幅也正在逐步收窄，目前还无法判断建材和家具销售方面的改善是否与政府的财政投资有关联，与住宅建设投资不断收缩相比政府的建筑投资保持有力增长。

图 4：美国食品杂货（左）和餐饮（右）零售同比及环比走势

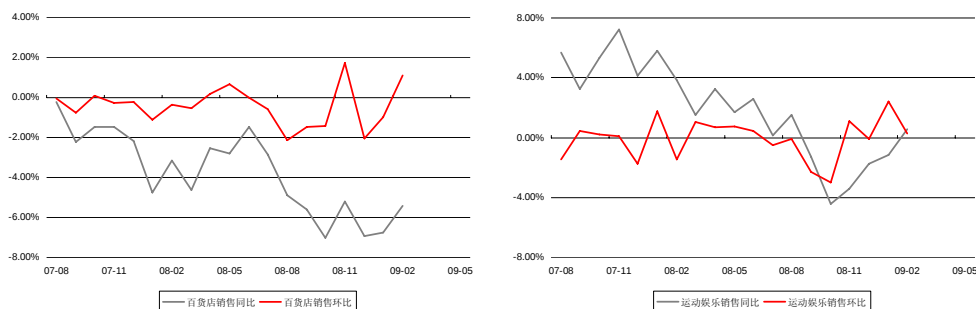
单位：百分比



资料来源：Census，东方证券研究所

与汽车和家具等耐用品消费需求相比,食品和日用品等非耐用品的消费与消费者的日常生活息息相关,这部分必要消费需求在本轮经济衰退中虽然也受到的较大的冲击,但总体仍维持着同比的正增长,在各种类型的零售渠道中,以经营食品日用品为主的折扣连锁店销售业绩始终较为稳定,同时餐饮服务业的销售收入也相对较为稳定。

图 5: 美国百货商店 (左) 和运动娱乐消费品 (右) 零售同比及环比走势 单位: 百分比



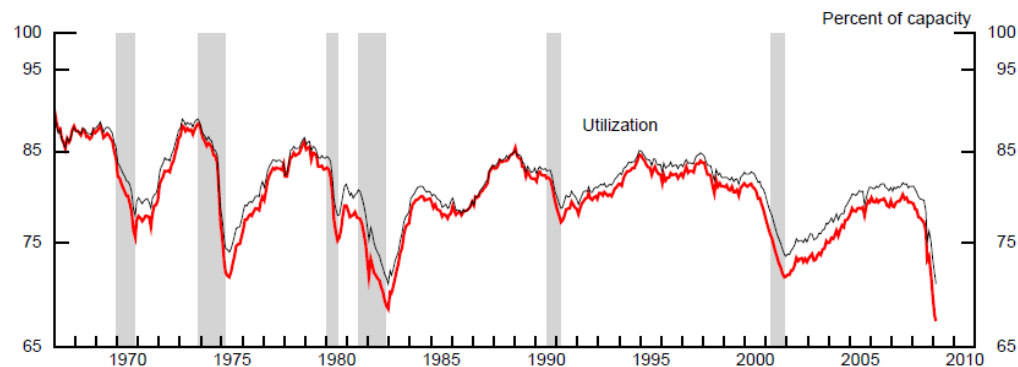
资料来源: Census, 东方证券研究所

与经营日用品的折扣连锁店相比较,涵盖服装首饰等高档消费品和奢侈品的百货店受消费需求下滑的影响非常明显,长时间维持了销售的环比负增长,这一部分的零售商存在较大的风险。对于运动娱乐等消费品的需求在近期环比波动较大,但总体上呈现需求复苏的态势,对运动娱乐消费品的需求能理解为消费信心恢复的迹象,但这一块的需求同样受收入和就业形势的影响较大。

商业库存首度同比负增长贸易逆差续降

分析零售业销售额的止跌维稳还应当看到,零售业一直努力通过折扣和甩卖等促销措施大幅度降低库存,近期一直强调库存压力是导致大规模裁员和限产的主要因素,制造业的产能调整也在持续加速,根据美联储公布的 2 月份工业生产数据显示,工业产出环比下降 1.4%,同时还下调 1 月工业产出环比为-1.9%,工业产能利用率已经降至有记录以来最低点的 70.9%,其中制造业的产能利用率跌至 67.4%,市场预期工业产能调整还未结束,因此失业的递增和产能的下降趋势还将持续。

图 6: 美国工业 (黑) 和制造业 (红) 产能利用率走势 单位: 百分比

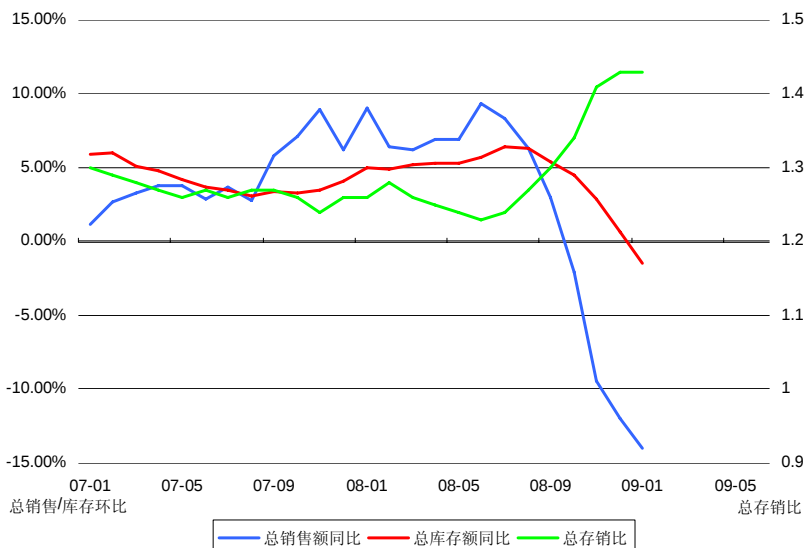


资料来源: FRB, 东方证券研究所

制造业的产能调整加速已经对其库存水平产生了影响,制造业库存的下降有利于企业根据现有消费结构的变化作出相应的产品结构决策。

图 7：美国商业总销售和库存同比及存销比走势

单位：百分比

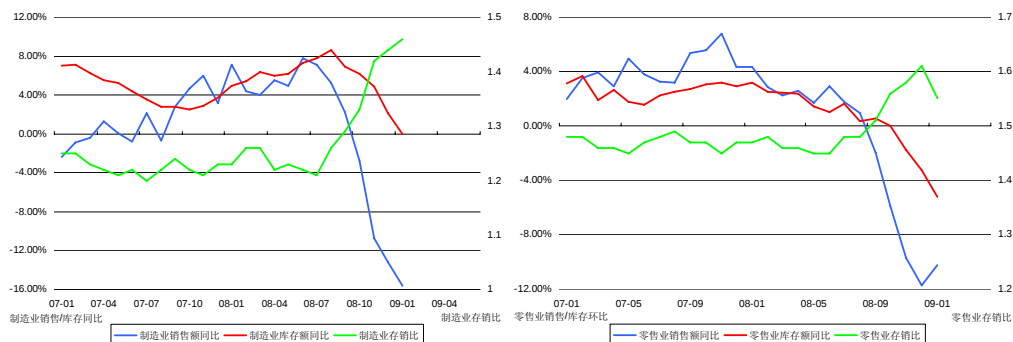


资料来源：Census，东方证券研究所

在 2 月份零售销售好于预期增加市场信心的同时库存方面也有正面的消息,商务部公布 1 月份商业销售和库存的数据显示,总的商业库存在连续 5 个月的环比递减后,1 月份首次出现了同比负增长,降幅达 1.5%,库存追随销售额大幅下降终于阻止了存销比的继续攀升,1 月份存销比与上月持平维持在 1.43。

图 8：美国制造业（左）和零售业（右）销售、库存同比及存销比走势

单位：百分比



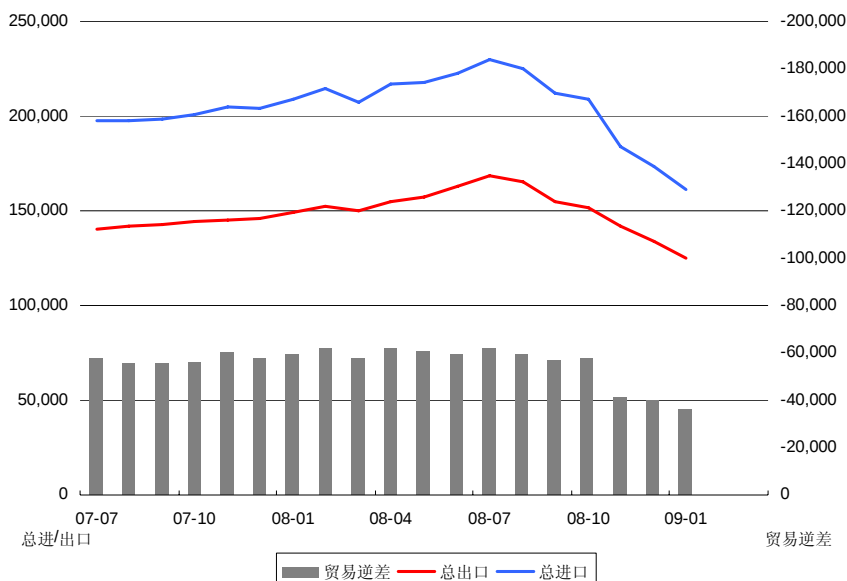
资料来源：Census，东方证券研究所

在库存方面比较,制造业的调整幅度仍逊于零售业,制造业的存销比持续攀升至 1.46 水平,但制造业库存同比已经接近零增长,延续这一趋势可能 2 月份制造业库存同步将出现负增长。零售业库存持续第四个月同比负增长,1 月份零售业库存同比负增长 5.21%,基于该月销售额的同比增长,

存销比出现了反转下降，自 1.61 跌至 1.55，同样也预期零售业的库存在 2 月份下滑继续加速，推动存销比降至 1.5 以下。

图 9：美国进出口总额及贸易逆差走势

单位：百万美元

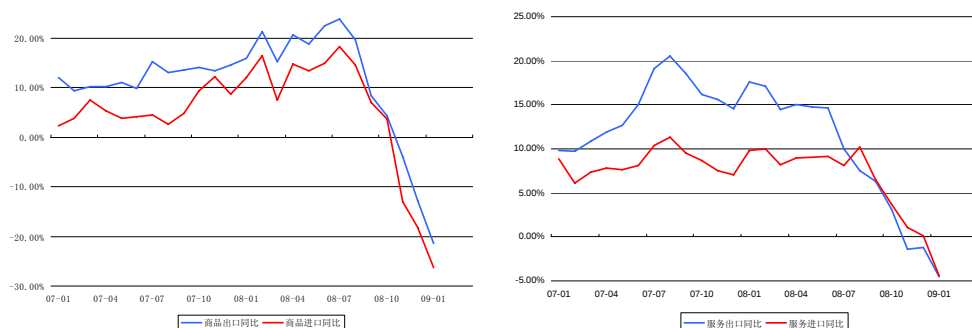


资料来源：Census，东方证券研究所

美国庞大需求市场的萎缩对其国内零售业和制造业的销售和库存的影响是巨大的，同时对于外贸需求的打击也逐渐加深，1 月份总出口额达 1249 亿美元，同比下滑 16.4%，总进口额达 1609 亿美元，同比下滑 22.8%，进口的下滑速度仍明显快于出口，致使贸易逆差继续缩小至 360 亿美元。

图 10：美国商品（左）和服务（右）进出口同比走势

单位：百分比



资料来源：Census，东方证券研究所

商品的进出口同比延续大幅直线下滑的趋势，商品出口同比下滑 21.4%，商品的进口同比下滑 26.3%，虽然两者差距在逐步缩小，但商品的进口下滑幅度仍大于进口，决定了贸易逆差的收窄。较为突出的是服务的进口也首次出现同比负增长，降幅达 4.4%，基本追齐了服务出口的降幅，标志消费者对于服务业的消费需求也陷入萎缩。

制造业和零售业库存的巨大调整导致各行业的产能压缩,商品和服务的进出口贸易迅速萎缩也包含大量企业的订单减少,小企业被称为美国经济的心脏在本轮经济衰退中已经受到很大的冲击,其中最为主要的是需求和融资两块带来的困境,在对需求萎缩无法在短期内恢复的背景下,政府期望通过对小企业融资的帮助保证美国经济的活力,根据小企业管理局的预计今年经该部门担保的贷款额相较以往年度 200 亿美元的总量将下降近一半,近日奥巴马宣布了 150 亿美元纾解小企业贷款的计划,并对小企业维护经济竞争力和创造就业的潜力报以极大期望。

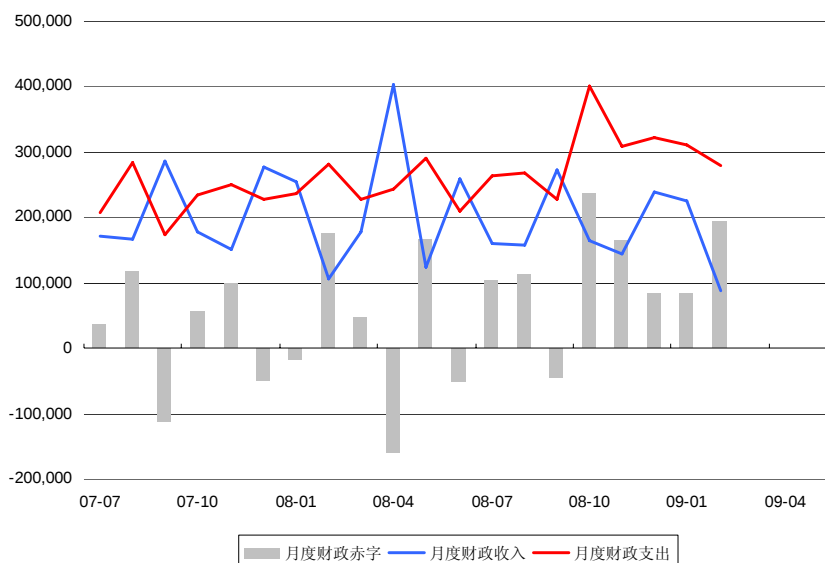
财政赤字攀升短期流动性趋紧

随着美国政府的三大经济刺激计划的全面铺开推动财政赤字连续攀升,这个因素对于美国国债收益、以及美元的供应和需求将对市场有较大远期影响,同时金融系统的稳定性问题以及金融市场的投资信心缺失也反过来限制了政府的融资能力,美元资产价值的走势仍然存在较大的不确定性,选择美元资产避险是在没有有效替代货币的前提下不得已的决定,加速人民币国际化步伐才是稳定中国金融系统和实体经济的必由之路,这个方面的工作正在以货币互换和贸易结算的方式逐步推进,

财政部公布 2 月份财政收支月度报告显示财政赤字大幅飙升 1927 亿美元,这已是连续第五个月的财政赤字增长,主要是由于税收下降以及大规模救援经济的财政支出导致财政收入大幅下降。虽然在 08 年 2 月财政收入也出现下落,存在一定季节性因素,但始于去年 10 月的本财政年度前 5 个月持续大幅赤字,财政赤字总额已达 7618 亿美元,接近奥巴马政府预期的年度 1.75 万亿美元财政赤字的半数,基于后续繁多的救援计划和财政开支可以预期财政赤字在本财政年度的持续快速递增。财政赤字的高涨势必影响美国国债的收益,因此温总理在两会后的记者会上表达了对于中国持有的美国国债等美元资产收益的担忧,这也是许多其他美国国债持有国所担心的,主要债权人的态度对于奥巴马政府是较大的国际政治压力。

图 11: 美国月度财政收支及财政赤字走势

单位: 百万美元

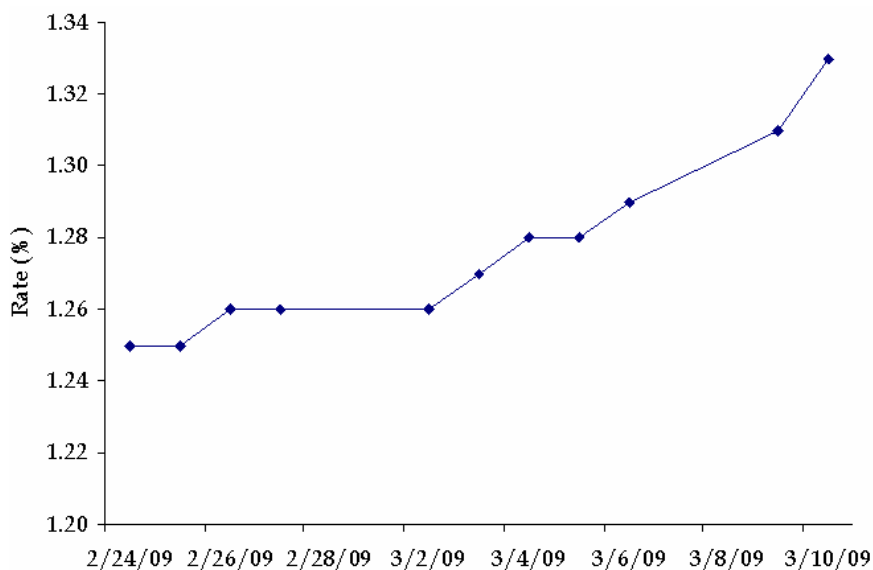


资料来源: FMS, 东方证券研究所

随着 09 年一季度临近尾声，短期美元流动性再一次出现紧张态势，美元 3 月期 Libor 连续 11 天攀升，这与银行业在一季度末回笼资金有较大关联，基于 Libor-OIS spread 再次上升至 107 基点市场人士判断今后几周流动性匮乏将重现，这对于金融系统的稳定是又一次考验。

图 12：三月期美元 Libor 走势

单位：百分比



资料来源：BBA，东方证券研究所

近期美国政府轮番上阵为投资者打气，先是奥巴马力挺美国股市已进入最佳投资时机，继而是伯南克表示如果各项计划进行顺利则年内经济复苏还有戏，但这一系列积极表述与奥巴马政府在 AIG 事件上的无能为力形成鲜明反差，首先是 AIG 使用政府援助中的一大部份转移支付给其他金融机构，用于兑现其信贷违约担保合约，其中半数以上是境外欧洲金融机构，其余美国金融机构多数也已得到美国政府的注资，最突出的是高盛在接受 AIG 大量资金支付前正是政府向 AIG 注资决策会议的成员之一。继而是 AIG 决意宣布和执行总额 4.5 亿美元的奖金计划，包括要向引起巨额亏损导致该公司危机的伦敦金融产品部门支付高于前一年的巨额奖金，虽然奥巴马已命令财长阻止其奖金计划，但显然盖特纳一时还无法找到合适的方法，除了在电视 Talkshow 上指责外政府似乎对这家已注资 1700 亿美元控股 80% 的保险公司毫无办法，政府在这件事上的表现要比 AIG 事件本身对市场信心造成更大的打击。这个问题的症结仍然是奥巴马政府刻意与问题金融机构保持距离，既不能对他们的危机坐视不管任其破产，又不愿全盘控制实施国有化，自然在保证金融系统市场化与保护纳税人出资权益之间产生极大的矛盾。

分析师承诺

王骏飞：宏观经济助理分析师

冯玉明：宏观经济首席分析师

本人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，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了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn