

消费新引擎已经启动

——写在圣诞消费前



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

陈勇

SAC 执业证书编号:s1000209080201

(0755)5010 6011

chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

汪毅

(021)6849 8613

wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

主要观点

- 金融危机后的复苏期，美国实体经济并没有出现明显的增长点，于是，库存周期和设备投资周期先后承担了对经济的拉动引擎：我们认为，下一个引擎将是消费，而即将到来的圣诞季消费对经济拉动的幅度在一定程度上将决定美国经济未来两到三个季度的复苏高度。我们从两个层次来分析这个问题：第一，消费能否作为美国经济增长的下一个引擎带动未来经济增长？第二，2010 年美国圣诞消费会超预期吗？
- 我们认为消费已经成为美国经济目前最主要的引擎。**首先，库存和设备投资波动的幅度已经回归正常水平，而消费的分项指标显示，非耐用消费品，服务业仍未达到历史平均水平，特别是服务业，增速距离历史平均值（3.55）仍有较大的上升空间。
- 就业的结构性特征也证实服务带动消费增长的趋势将持续，本轮经济危机后服务业中的部分行业复苏速度异常快，已经远超过危机前的水平，而制造业，建筑业等行业的就业依然低迷，未来结构分化的态势将更加严重。
- 美国主要城市的失业率差异进一步反映了行业的结构性调整趋势，如失业率较高的城市集中在加州，迈阿密，底特律而失业率较低的城市为纽约，华盛顿特区，波士顿。
- 消费信贷同比触底，违约率显著下降，居民财富效应仍在不断积累，家庭债务率大幅下降反映出消费增长的基础是稳固的，当前消费情绪和预期正在不断增长过程中。
- 我们选取了历史上房地产、消费对 GDP 环比折年率贡献率比较相似的时期，分别为 1990Q1-1991Q1，2005Q2-2006Q2，发现在居民消费贡献率在 2%附近，同时房地产贡献率在目前相近的水平下，GDP 增速在单季分别达到过 3.1%和 4.2%。我们认为，未来消费作为新的引擎有望带动经济增长超预期。
- 2010 年圣诞消费可以超预期吗？**我们认为概率较大，主要从四个角度进行分析：1.已经公布的零售的周度数据显示 11 月的零售数据超预期，同时历史规律 12 月相对于 11 月的零售情况要更好；2. 传统上 Black Friday 作为圣诞打折消费的开始，这一节日周末的销售可以当作是圣诞节消费的先行指标，今年 Black Friday 的销售状况显著超预期；3. 根据美国 National Weather Service 发布的温度和湿度的预测显示，美国今年冬季，温度比平均值略低，湿度超过平均值，天气对消费增长带来积极影响；4. 11 月各消费者信心指数中的收入和购物分项指数的趋势均向上，反映出目前居民消费的情绪处于上升期。

目 录

消费增长能否成为美国经济的下一个引擎？	4
经济增长的动力切换：库存-设备投资-消费	4
消费增长的结构分析：服务将继续拉动消费增长	6
就业复苏的结构特征也反映了服务继续增长的趋势	7
消费信贷同比触底回升，消费信贷违约率仍在下降	9
居民财富效应继续积累，家庭负债比率大幅下降	10
历史上房地产对经济贡献率不佳时，经济增速的表现	11
2010 圣诞消费能够超预期吗？	13
各项指标显示美国 11 月零售增长稳固	13
Black Friday 销售对圣诞消费具有先行指标涵义	14
天气因素：2010 年冬天比往年更潮湿和寒冷	16
消费者信心指数分项数据反映目前消费情绪较旺盛	17

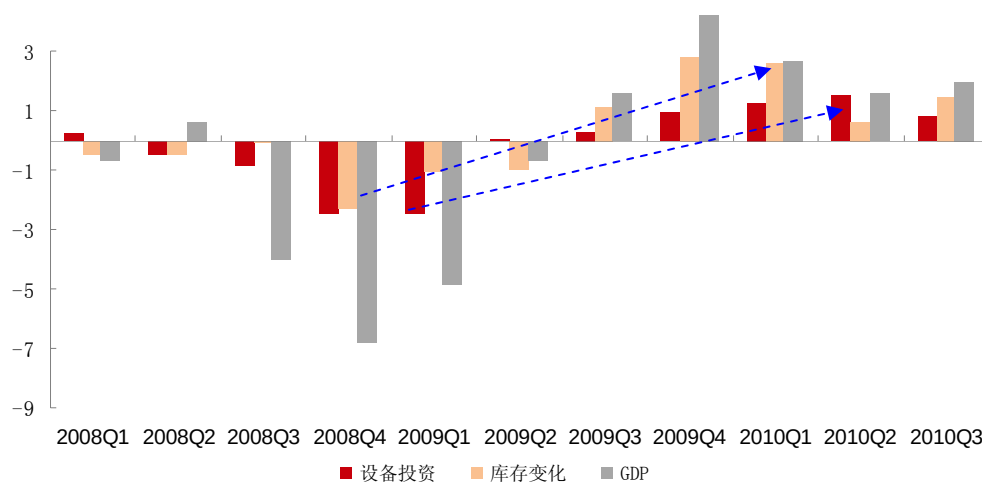
图表目录

图 1:	库存和设备投资拉动对 GDP 的贡献率	4
图 2:	GDP 各部分结构的贡献率	5
图 3:	库存销售比	5
图 4:	GDP 国内私人投资环比折年率: 设备和软件	5
图 5:	GDP 不变价: 个人消费支出-中心移动平均值 (季调)	6
图 6:	个人消费支出—服务	6
图 7:	个人消费支出—耐用品	7
图 8:	个人消费支出—非耐用品	7
图 9:	美国各行业就业人数的变化趋势	8
图 10:	从 2009-03 以来各行业就业人数的变化	8
图 11:	美国几大重要城市失业率数据	9
图 12:	消费信贷折年率同比向上增长	9
图 13:	循环信贷和非循环信贷比例	10
图 14:	消费信贷违约率和坏帐率均开始显著下降	10
图 15:	居民收入和消费支出同比仍在增长, 储蓄率保持稳定	10
图 16:	股票市场继续上行	11
图 17:	美国家庭负债比率不断下降	11
图 18:	建筑和住宅投资对 GDP 的贡献率	12
图 19:	个人消费支出对 GDP 的贡献率	12
图 20:	GDP 环比折年率	12
图 21:	ShopperTrak 零售交通指数同比	13
图 22:	同店销售指数同比历史表现: 11 月 vs12 月	14
图 23:	主要商场的网上购买价格在 Black Friday 上升	15
图 24:	消费意愿显著增长	16
图 25:	11 月比去年同期潮湿	16
图 26:	11 月比去年同期寒冷	17
图 27:	消费者信心指数分项	17
表格 1:	历史上经济复苏期, 房地产, 消费相似贡献率情景下的经济表现	13
表格 2:	美国同店销售指数环比	14
表格 3:	股票市场表现	14
表格 4:	问卷调查: 今年打算什么时候开始圣诞购物	15
表格 5:	美国主要商场 Black Friday 平均折扣和去年相近	15
表格 6:	11 月温度较去年同期和今年 10 月均出现明显下降	16

金融危机后的复苏期，美国实体经济并没有出现明显的增长点，于是，库存周期和设备投资周期先后承担了对经济的拉动引擎：库存周期拉动（2009Q1 到 2010Q1）；设备和软件投资（2009Q2 到 2010Q2），我们认为，下一个引擎将是消费，而即将到来的圣诞季消费对经济拉动的幅度在一定程度上将决定美国经济未来两到三个季度的复苏高度。

我们分两个层次来分析这个问题：第一，消费能否作为美国经济增长的下一个引擎带动未来经济增长？第二，2010 年美国圣诞消费会超预期吗？

图 1： 库存和设备投资拉动对 GDP 的贡献率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

消费增长能否成为美国经济的下一个引擎？

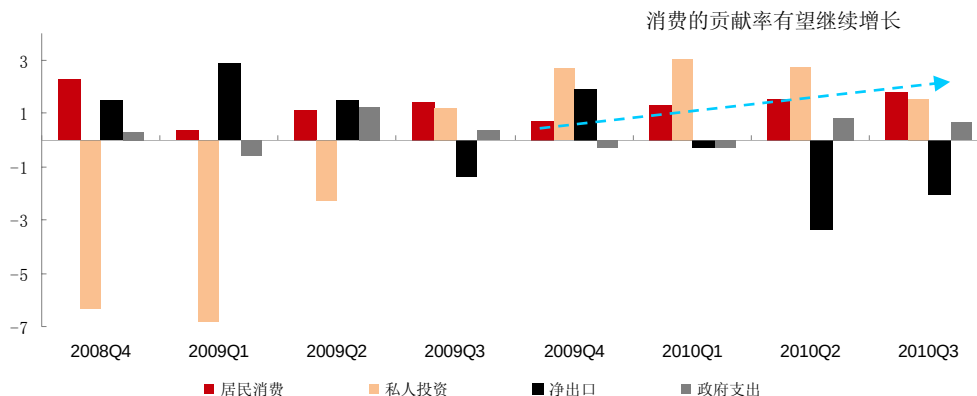
经济增长的动力切换：库存-设备投资-消费

金融危机后的复苏期，美国实体经济没有明显增长点，库存周期和设备投资周期先后承担了对经济复苏的拉动作用。

1. 2008Q3 到 2010Q1, 库存的一轮完整的周期经历了 22 个月（从库存销售比得到），目前处在新一轮补库存周期，但波幅显著小于之前。
2. 设备和软件投资从 2009Q1 增长到 2010Q2，目前已达到了历史上经济较好时期的水平，在实体经济缺乏新的增长点的条件下，未来震荡的概率较大。
3. 消费的调整从 2008 年 12 月增长到 2010 年 6 月，目前的增速水平还未回到历史平均水平，随着居民收入，房市，股市等促成的财富效应的积累，消费未来的方向确定向上。
4. 私人投资中的房地产相关投资会成为经济复苏中的最后一个环节，我们认为，经济复苏的方向是确定的，但其高度取决于房地产，2011 年上半年房地产业会继续在底部震荡。

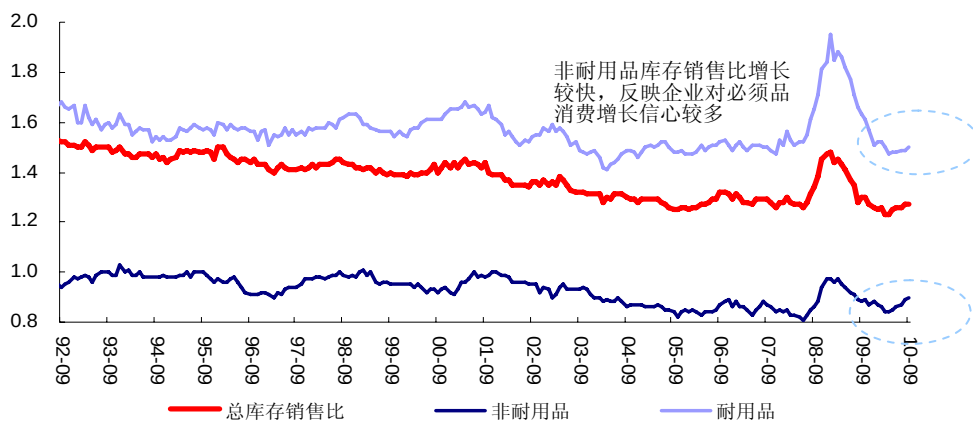
库存周期的结束和设备投资增速放缓共同决定了消费将成为美国2010年下半年GDP增长的主要动力。

图2: GDP各部分结构的贡献率



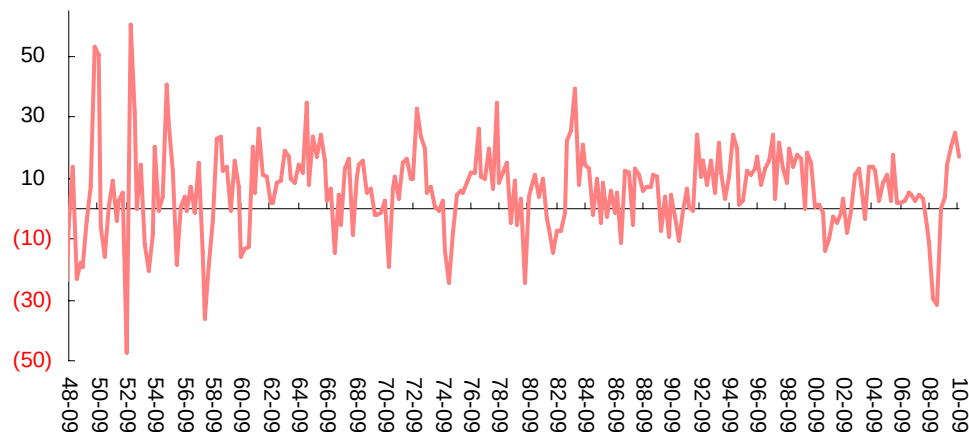
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图3: 库存销售比



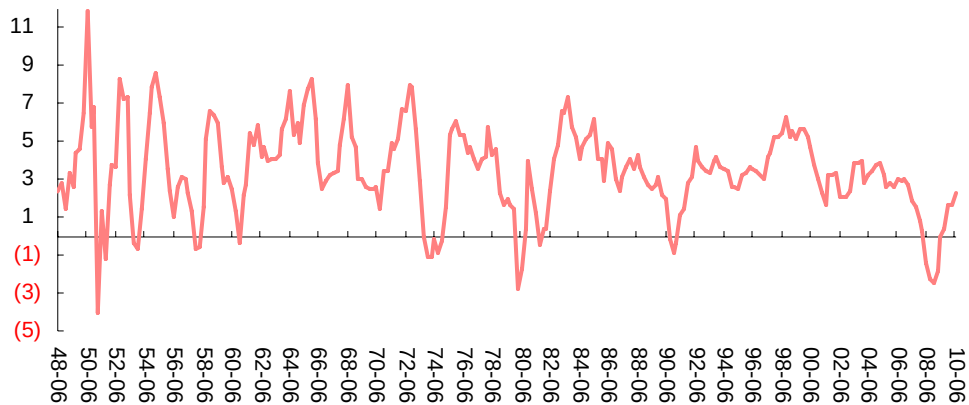
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图4: GDP国内私人投资环比折年率: 设备和软件



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 5: GDP 不变价: 个人消费支出-中心移动平均值 (季调)

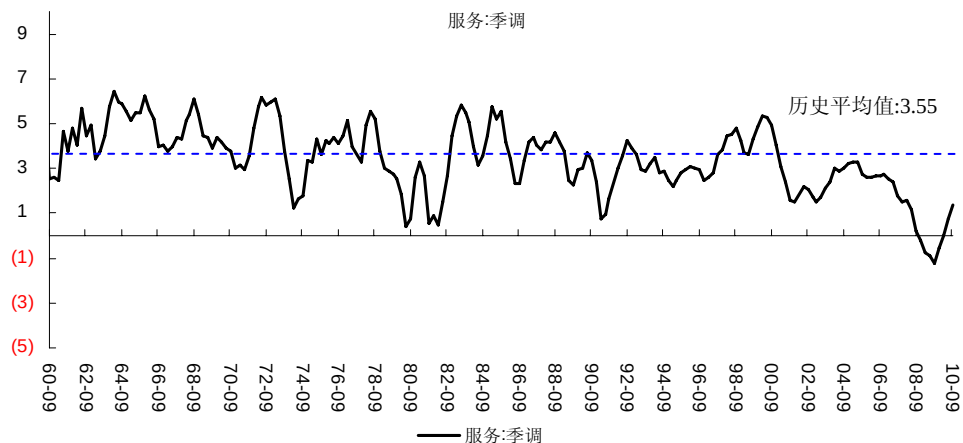


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

消费增长的结构分析: 服务将继续拉动消费增长

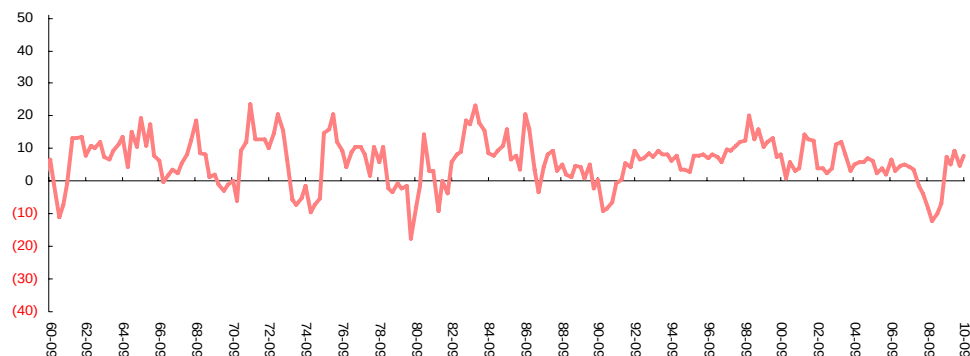
美国公布的 GDP 数据中, 居民消费支出分为三类, 耐用品, 非耐用品和服务, 从历史周期来看, 耐用消费品环比折年率增速已经超过历史正常水平 (6.29), 非耐用消费品接近历史平均水平 (2.58), 而服务业的增速, 距离历史平均值 (3.55) 仍有较大的上升空间。

图 6: 个人消费支出—服务



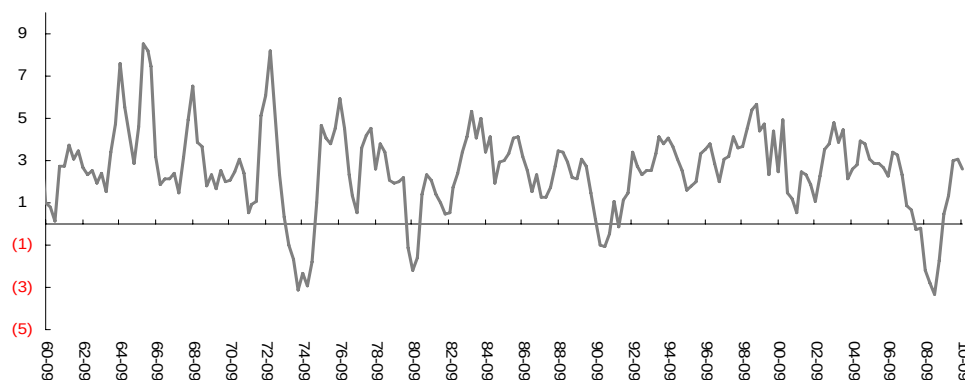
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 7： 个人消费支出—耐用品



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 8： 个人消费支出—非耐用品



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

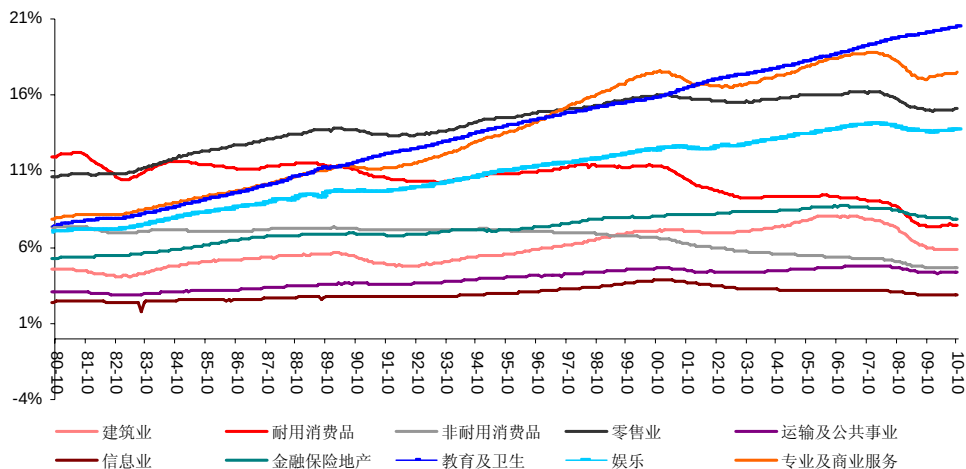
就业复苏的结构特征也反映了服务继续增长的趋势

从 1980-2010 年，美国就业人数增长最快的行业均属服务业：1.医疗教育；2.专业及商业服务；3.娱乐；4.零售服务业；5.金融保险地产；6.交通运输行业；

而制造业就业人数处于下降通道：其中，耐用消费品下降速度快于非耐用消费品；

建筑行业人数从 90 年代开始有较快增长，但本轮房地产危机导致其下降幅度较大。

图 9： 美国各行业就业人数的变化趋势



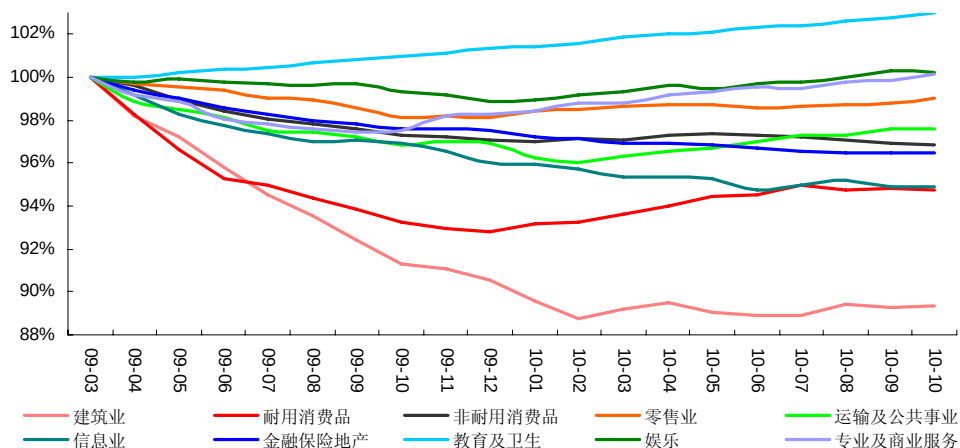
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从 2009 年 3 月金融危机见底迄今，各行业就业人数见底的先后顺序为：

1. 教育卫生行业；2. 专业及商业服务；3. 娱乐业；4. 零售服务；5. 交通运输；

除了金融地产行业的就业仍在底部调整外，和美国的行业结构调整的趋势相当一致。反映出美国的就业市场更多的是一种结构性的失业，服务业中的相关行业就业会越来越好，而制造业，建筑等行业的就业复苏需要期待一个较长的过程。经济的增长短期需要更多的依靠服务业和消费的拉动。

图 10： 从 2009-03 以来各行业就业人数的变化



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

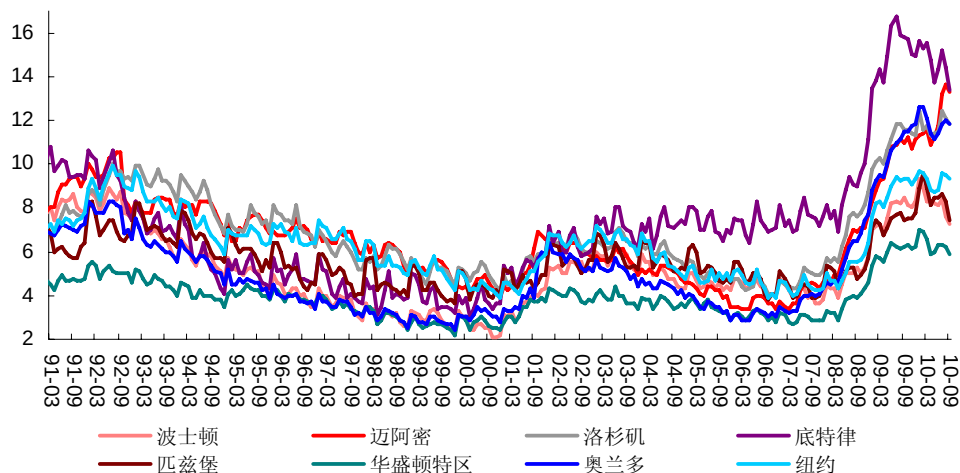
我们又分析了美国几大重要城市的失业率数据，各城市间失业率差别较大：1. 加洲，迈阿密，底特律等地区的失业率较高；2. 纽约，华盛顿特区，波士顿等城市的失业率较低；

这也和我们上面做行业结构分析相关，如加洲，佛罗里达洲属于传统上旅游和房地产比较发达地区，底特律发展汽车工业。而纽约，波士顿，新则西等地服务业聚集，

高端人才汇集，利于专业类商业服务，教育医疗，零售服务业等，影响相对较小。也反映出波士顿，纽约等城市可能会是最先酝酿新的经济增长点的地区。

综上，服务业增长将继续拉动居民消费的增长，为未来2个季度美国经济复苏的重要贡献力量。

图 11： 美国几大重要城市失业率数据

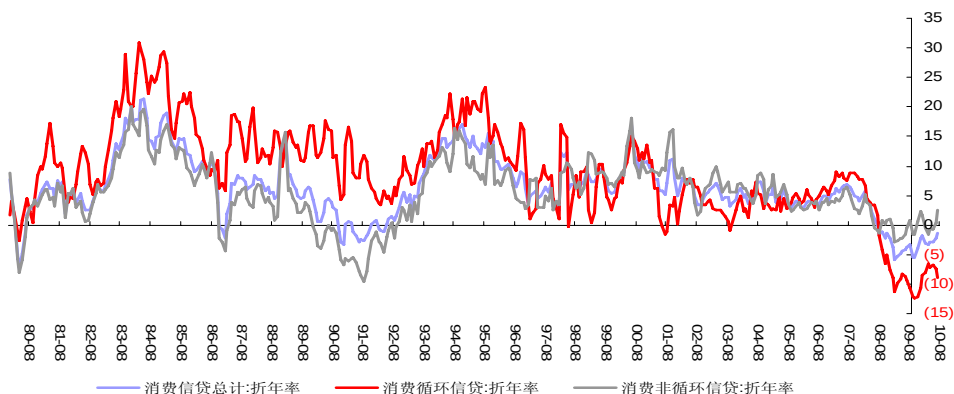


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

消费信贷同比触底回升，消费信贷违约率仍在下降

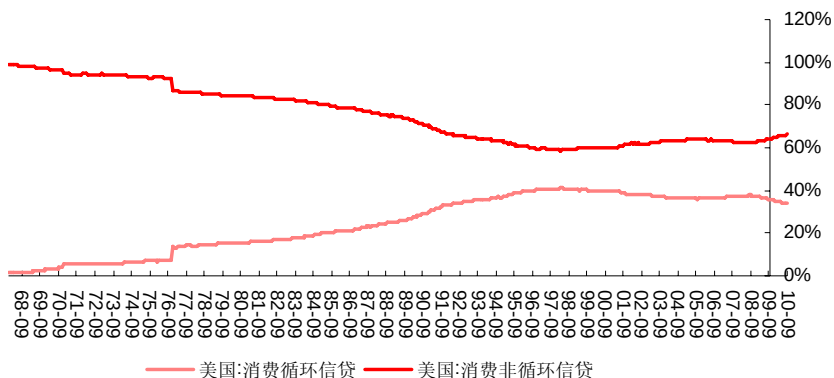
我们还比较关心消费信贷的增长及其违约率的下降趋势是否继续，目前得到的最新数据显示这一趋势仍未发生改变。

图 12： 消费信贷折年率同比向上增长



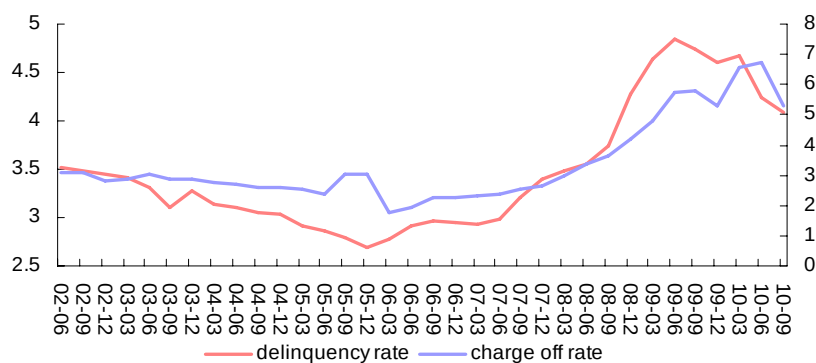
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 13： 循环信贷和非循环信贷比例



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 14： 消费信贷违约率和坏帐率均开始显著下降

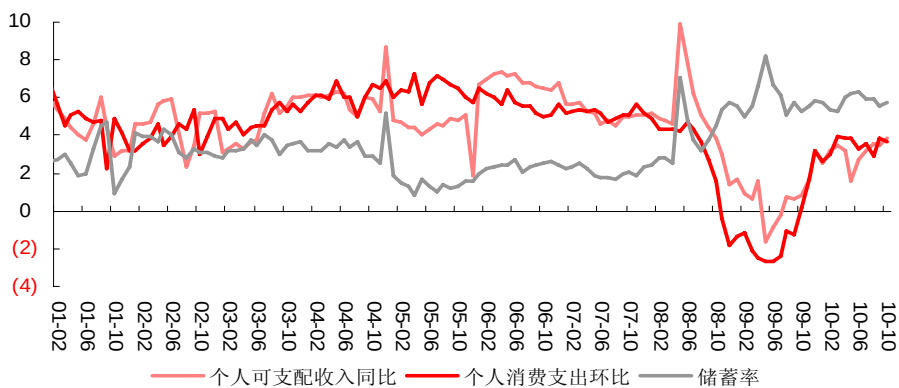


资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

居民财富效应继续积累，家庭负债比率大幅下降

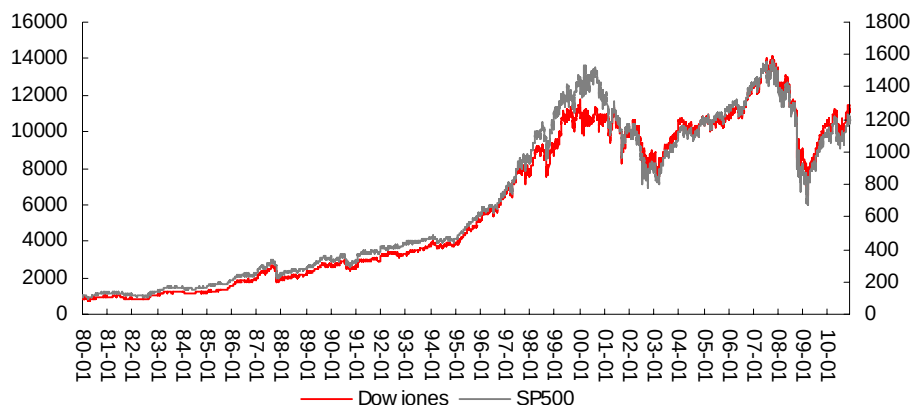
随着居民收入和股票市场的上涨，居民的财富效应不断积累，美国家庭的负债比率已经大幅度的下降。随着消费者信心的提升，预期消费增速有望加快。

图 15： 居民收入和消费支出同比仍在增长，储蓄率保持稳定



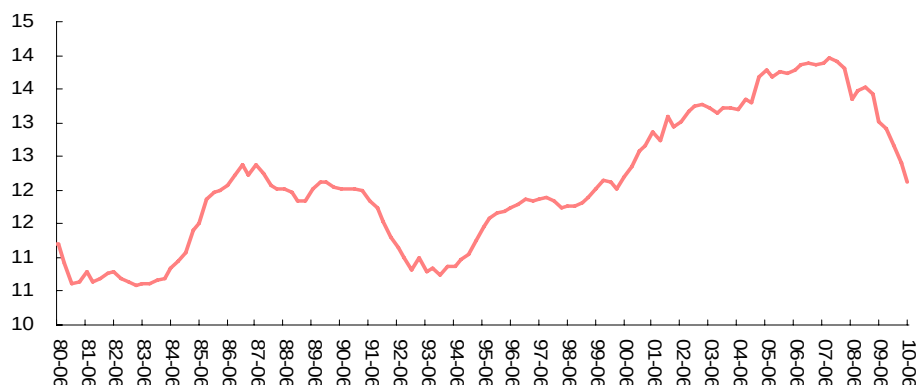
资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 16： 股票市场继续上行



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 17： 美国家庭负债比率不断下降



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

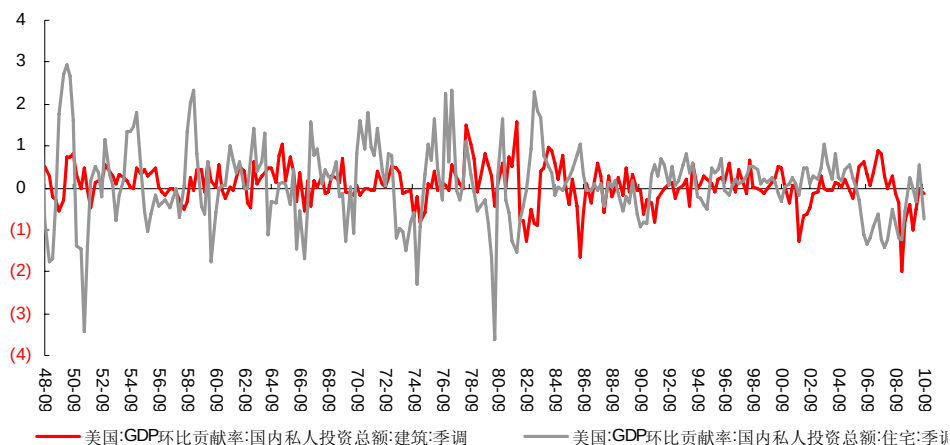
历史上房地产对经济贡献率不佳时，经济增速的表现

目前房地产对 GDP 的贡献率和金融危机前相比

我们拿目前房地产对 GDP 的贡献率和金融危机前相比，在 GDP 中，住宅投资和建筑投资目前的贡献率相当于 2005Q2-2006Q2 的平均水平，很巧合的是消费的贡献率也和那段时间的均值一致，在这段时间，GDP 增速的范围在 1.4%-5.4%，均值为 2.74%。

目前建筑投资对
GDP 的贡献率相当
于 2005.6-9 月的水平；住宅投资对
GDP 的贡献率相当
于 2006.3-6 月的水平

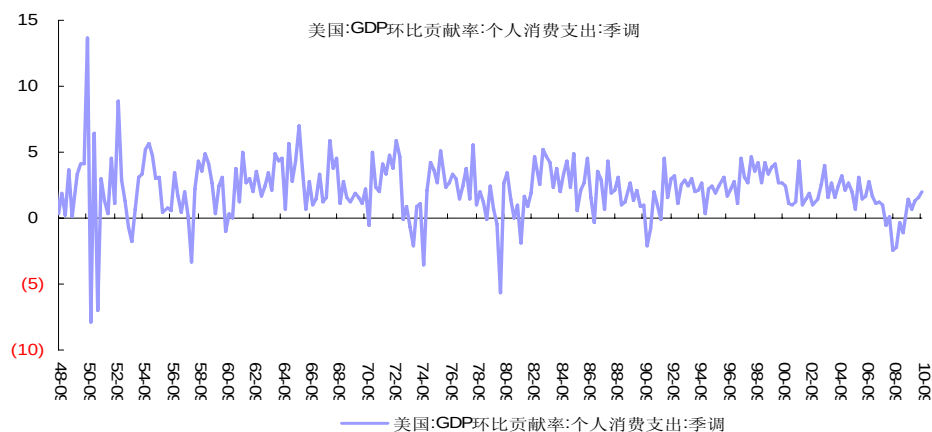
图 18: 建筑和住宅投资对 GDP 的贡献率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

个人消费支出对
GDP 的贡献率在
2005.6-2006.6 平
均值 1.99%，相当
于 2010Q3 的贡献
率 1.97%

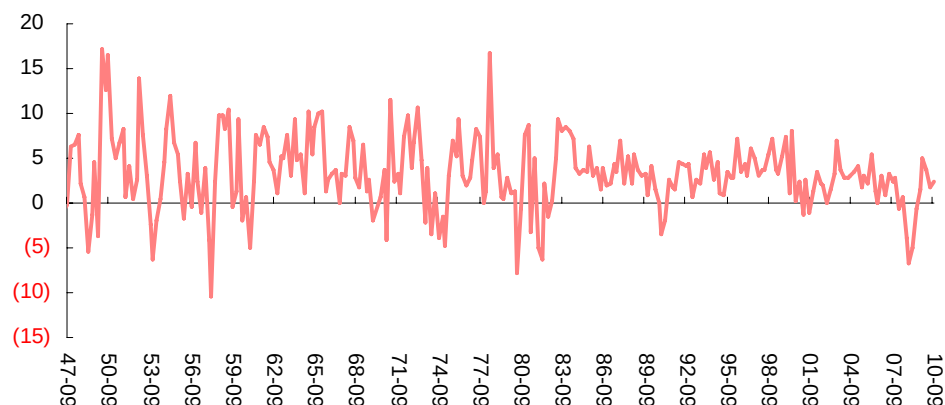
图 19: 个人消费支出对 GDP 的贡献率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

2005.6 月-2006.6
月 GDP 增速范围在
1.4%-5.4%，平均
为 2.74%

图 20: GDP 环比折年率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

历史上相似的房地产贡献率时，经济的表现

表格 1：历史上经济复苏期，房地产，消费相似贡献率情景下的经济表现

	GDP 范围	GDP 均 值	建筑投 资	住宅 投资	居民消费贡献率接近 1.97 的季度经济增速
2010Q9		2.5	-0.15	-0.75	
2005Q6-2006Q6	1.4-5.4	2.74	-0.12	-0.7	3.1
1990Q3-1991Q3	负 1.9-5.4	0.08	-0.15	-0.6	4.2

资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们选取了历史上比较相似的经济贡献结构的时期，1990Q1-1991Q1，2005Q2-2006Q2，发现在居民消费贡献率在 2% 附近，同时房地产贡献率和目前相近的水平下，GDP 增速在单季分别达到过 3.1% 和 4.2%。

2010 圣诞消费能够超预期吗？

我们从四个角度进行研究：1. 11 月已经得到的美国零售数据的分析及历史上 12 月相对 11 月的零售情况；2. 传统上 Black Friday 作为圣诞打折消费的开始，这个节假日的周末美国的销售情况统计；3. 12 月美国温度和湿度相比去年的情况，是否会出现温度的变化对消费产生积极或消极的因素；4. 11 月居民消费者信心指数中的购物舒适指数的情况，因为它可以反映目前消费者的购物情绪。

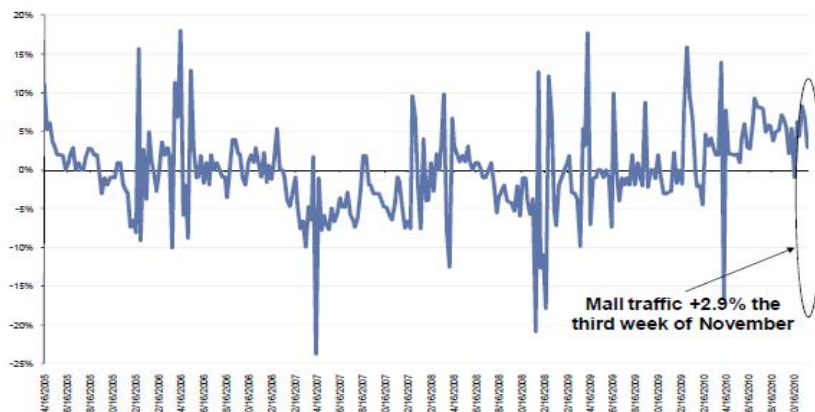
周指标显示美国 11 月零售增长稳固

我们特地选用了 11 月的 ICSC 同店销售数据，及 Shopper Track 公司根据各主要商场的交通运输情况设计的 Mall Traffic 指数进行了测算，数据显示，11 月均较大幅度的好于 10 月份。标普 500 的各类消费数据也明显跑赢基本指数。

根据 ICSC 同店销售数据过去 8 年的历史规律，有 7 年间 12 月份的零售数据好于 11 月。

每周的商场交通指数是 Shopper Track 公司测算的，选取主要商场作为其样本，在 11 月的同比达到 6.0%，显著超过了 10 月份的 3.8%

图 21：ShopperTrak 零售交通指数同比



资料来源：Shopper Track RCT Corporation, 华泰联合证券研究所

从我们跟踪的美国同店销售指数来看，5项里有4项超过了10月的水平

表格 2：美国同店销售指数环比

	11月平均预期	10月	11月比10月
专卖店	1.80%	2.40%	差
儿童服装	2.50%	0.30%	好
百货商店	3.60%	0.10%	好
折扣店	0.90%	0.70%	好
除去烟类商场	3.70%	2.50%	好

资料来源：Thomson，华泰联合证券研究所

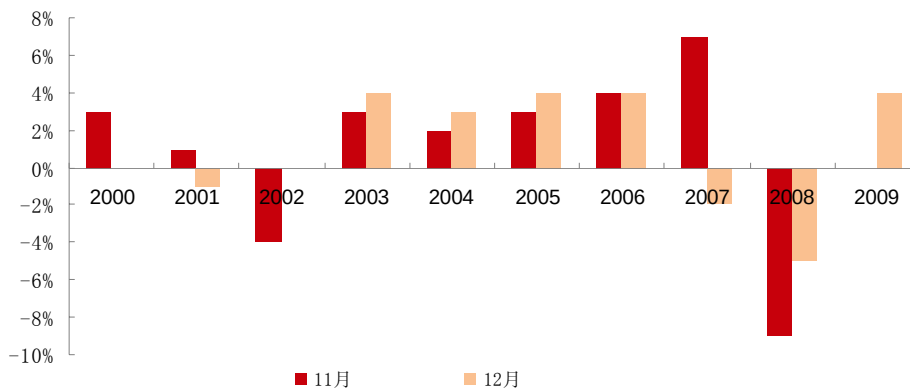
股票市场的表现也反映了投资者对消费市场的信心

表格 3：股票市场表现

	5天		4周	
	绝对涨幅	相对标普500	绝对涨幅	相对标普500
专卖店	3.00%	3.00%	2.00%	1.00%
儿童服装	7.00%	7.00%	2.00%	2.00%
百货商店	3.00%	3.00%	1.00%	1.00%
折扣店	2.00%	2.00%	1.00%	0.00%
除去烟类商场	2.00%	2.00%	1.00%	0.00%

资料来源：FACTSET，华泰联合证券研究所

图 22：同店销售指数同比历史表现：11月 vs 12月



资料来源：Thomson，华泰联合证券研究所

美国消费者血拼黑色星期五（Black Friday）---圣诞消费的先行指标

Black Friday 是感恩节的后一天（今年是 2010 年 11 月，传统上代表圣诞购物期的开始，在这一天，许多零售商都很早开门，并延长营业时间，同时给顾客提供很多的折扣，在这一天，很多的公司也会给员工放假，从 2005 年开始，Black Friday 已经成为一年中最忙碌的购物日，通常，Black Friday 的销售可以当作是圣诞节消费的先行指标。

表格 4：问卷调查：今年打算什么时候开始圣诞购物

	2009	2010	变化
已经开始	30%	33%	3%
感恩节前	14%	13%	-1%
12 月初	12%	13%	1%
Black Friday	13%	15%	2%
每周网上折扣日	7%	8%	1%

资料来源：Thomson，华泰联合证券研究所

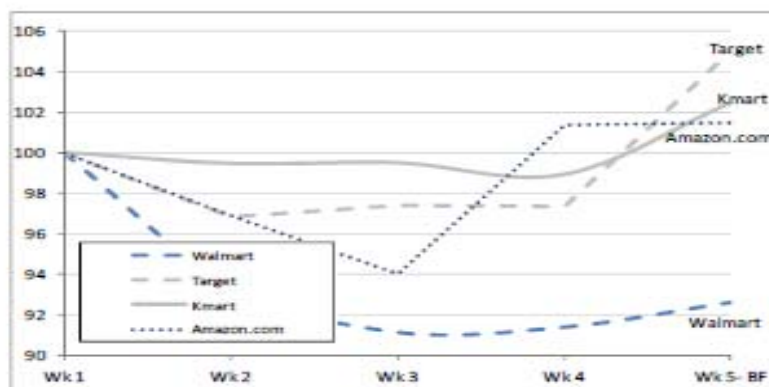
我们统计了海外研究机构对 Black Friday 的销售情况调查，总体如下：

1. 许多商家在这一天采取了各类促销的手段，如广告，免费送货上门，连续多日的营销策划等，如：各商场的交通运输情况表现出了明显的增长；
2. 除了为朋友购买礼物外，自助类的消费也显著增加，商场的购物景象出现了从 2006 年以来没有见到热闹的情景；
3. 各商场的折扣和去年水平近似，但商家并非不理性；
4. 主要商场的网上销售价格增长；
5. 居民消费意愿提高很多，只有少于 30% 的被调查消费者表示购买会少于去年同期的数额。

表格 5：美国主要商场 Black Friday 平均折扣和去年相近

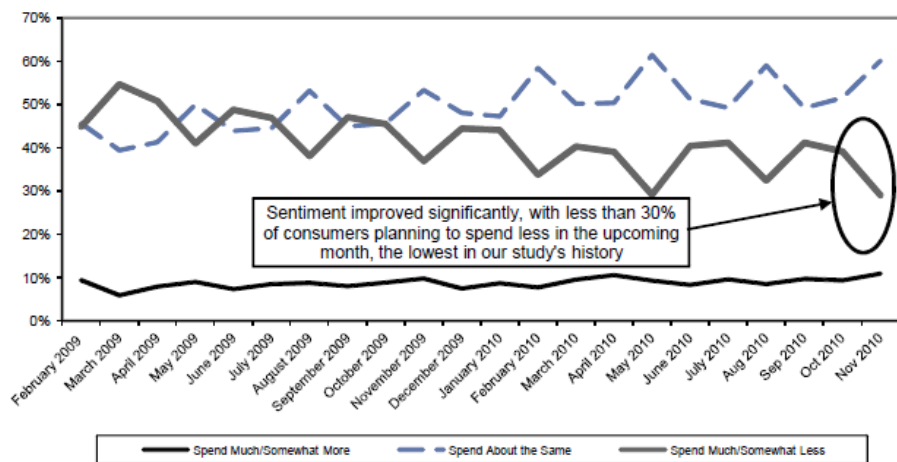
	2010	2009
Target	-43.20%	-45.80%
Kmart	-44.60%	-55.50%
Kohls	-63.40%	-65.10%
JCPenney	-70.90%	-62.80%
Sears	-48.80%	-50.00%
Average	-54%	-56%

资料来源：Company data，华泰联合证券研究所

图 23：主要商场的网上购买价格在 Black Friday 上升


资料来源：Company Data，华泰联合证券研究所

图 24： 消费意愿显著增长



资料来源：Thomson，华泰联合证券研究所

天气因素：2010 年冬天比往年更潮湿和寒冷

根据美国 National Weather Service 发布的温度和湿度的预测显示，美国今年冬季，温度比平均值略低，湿度超过平均值。天气对消费增长带来积极影响。

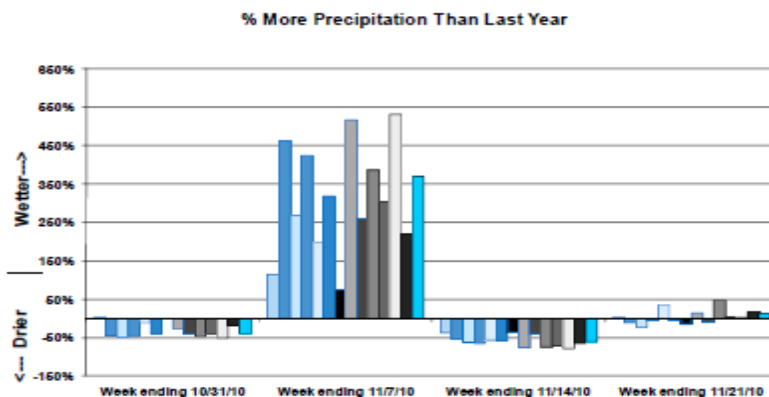
表格 6：11 月温度较去年同期和今年 10 月均出现明显下降

	2010 年 11 月	2009 年 11 月	和去年同期比	和 10 年 10 月比
东北	48	50	-4.00%	-18%
东南	60	60	0.40%	-13%
中西部	45	48	-5.70%	-23%
西南	62	64	-2.00%	-15%
西北	47	48	-2.10%	-19%
平均	52	54	-2.50%	-17%

资料来源：National Weather Service，华泰联合证券研究所

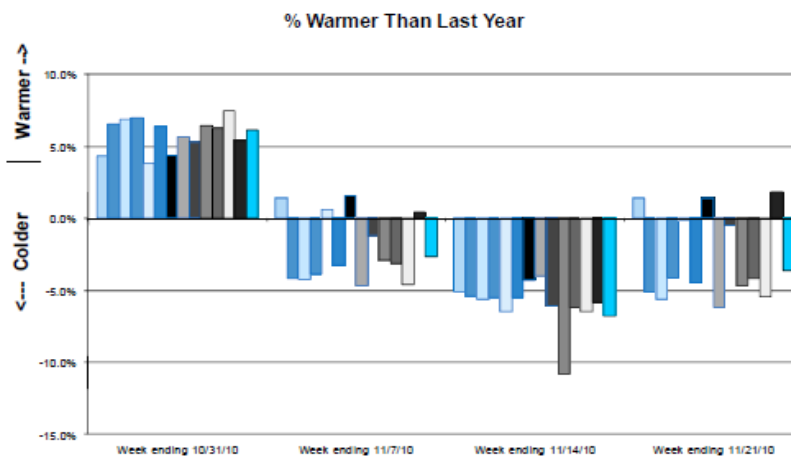
美国各主要 shopping mall 对美国每周的天气均有监测，数据显示，11 月美国的湿度超过去年同期 60%，而平均温度则比去年低了 4%

图 25： 11 月比去年同期潮湿



资料来源：National Weather Service，华泰联合证券研究所

图 26： 11 月比去年同期寒冷

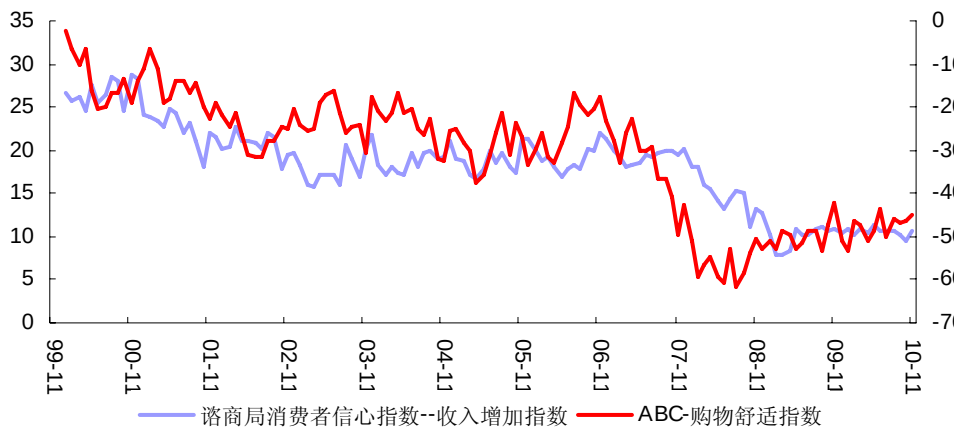


资料来源: National Weather Service, 华泰联合证券研究所

消费者信心指数反映目前消费情绪旺盛

我们选取了美国谘商局消费者信心指数中的居民收入指数和美国新闻界的消费者 ABC 指数中的购物舒适指数，均是通过对消费者的访问或电话调查得出，能够反映消费者当下的消费情绪，数据显示，11 月各分类指数的趋势均向上，反映了这一阶段居民消费的情绪开始上升。

图 27： 消费者信心指数分项



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn