



2011.04.15

城镇收入降速、更看好非耐用品

——点评 11 年 3 月消费数据

	姜超	吕春杰
	021-38676430	021-38676051
	jiangchao6164@gtjas.com	lvchunjie@gtjas.com
	S0880511010045	S0880210090023

本报告导读：

本报告是对 11 年 3 月消费的点评。

摘要：

- 国家统计局 4 月 15 日公布数据显示，2011 年 1 季度社会消费品零售总额同比增长 16.3%，其中 3 月增速为 17.4%，基本符合我们的预期（17.6%）。
- 从环比趋势上看，社会消费品零售总额和限额以上消费都在下滑，与再创新低的消费者信心指数走势一致。
- 收入方面，农民收入增速续上行，但由于通胀高企，城镇居民可支配收入增速大幅下滑，通胀通过收入和信心等多方面因素影响消费的实际增长。
- 3 月汽车消费同比增长 18.7%，增速有所反弹，但其环比趋势仍在负值区间。而“吃”、“穿”和日用品等消费环比趋势也在下滑，因此汽车并非消费增速环比回落的全部原因。
- 虽然多数消费品环比都在回落，但是非耐用品消费弹性较小、增速回落幅度也将比较有限，因此 11 年我们更看好非耐用品消费的增长。
- 其中，金银珠宝同比增速仍在高位，化妆品增速较高、且弹性较低；而石油消费虽然波动较大，但受益与高企的油价，短期内也会继续保持较快增长。
- 虽然消费实际增速下降，但 1 季度最终消费支出拉动 GDP 增长 5.9 个百分点，与去年 1 季度类似，很可能源于服务消费的拉动。
- 综合而言，我们预计 11 年社会消费品零售总额同比增长 16.7%，其中 4 月同比增长 17.2%。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《热钱不减，存款虚增》

2011.04.15

《出口增速 2 季度或小幅回落——2011 年 1 季度中国贸易数据点评》

2011.04.11

《欧央行加息拉开美欧政策退出大幕》

2011.04.08

《利率通胀基本匹配，加息或已步入尾声》

2011.04.06

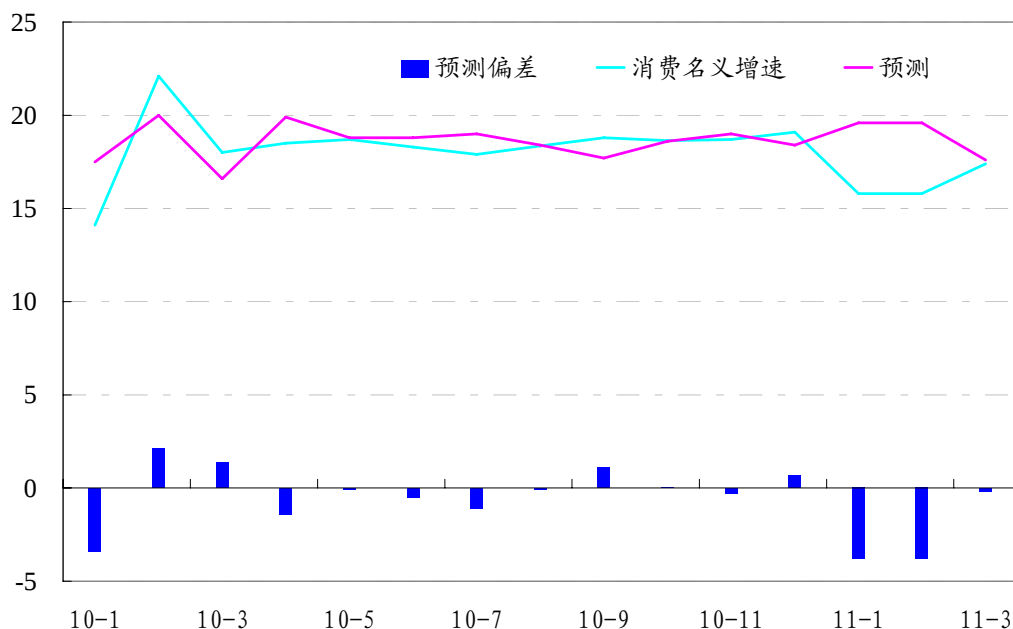
《警惕去库存》

2011.04.01

一、消费基本符合预期

国家统计局 4 月 15 日公布数据显示，2011 年 1 季度社会消费品零售总额同比增长 16.3%，其中 3 月增速为 17.4%，基本符合我们的预期（17.6%）。

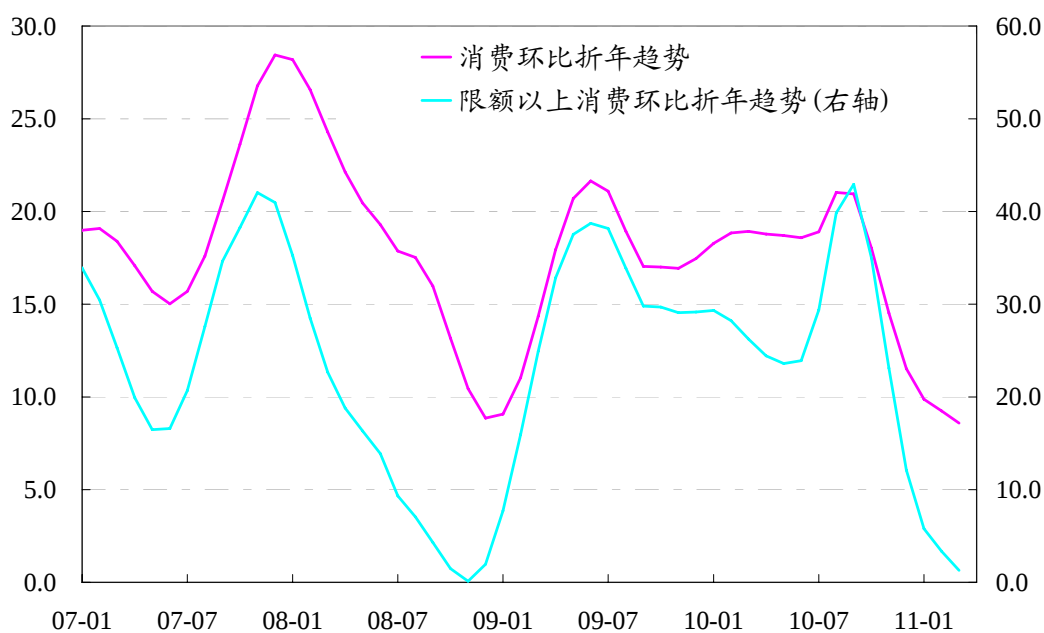
图 1:
 社会消费品零售总额名义
 增速、预测值及偏差
 （2007-2011）
 单位：%



二、环比趋势继续回落

其中，限额以上商品零售 3 月同比增长 25.3%，从环比趋势上看，无论是社会消费品零售总额还是限额以上消费都在下滑。

图 2:
 消费与限额以上消费环比
 折年趋势
 （2007-2011）
 单位：%

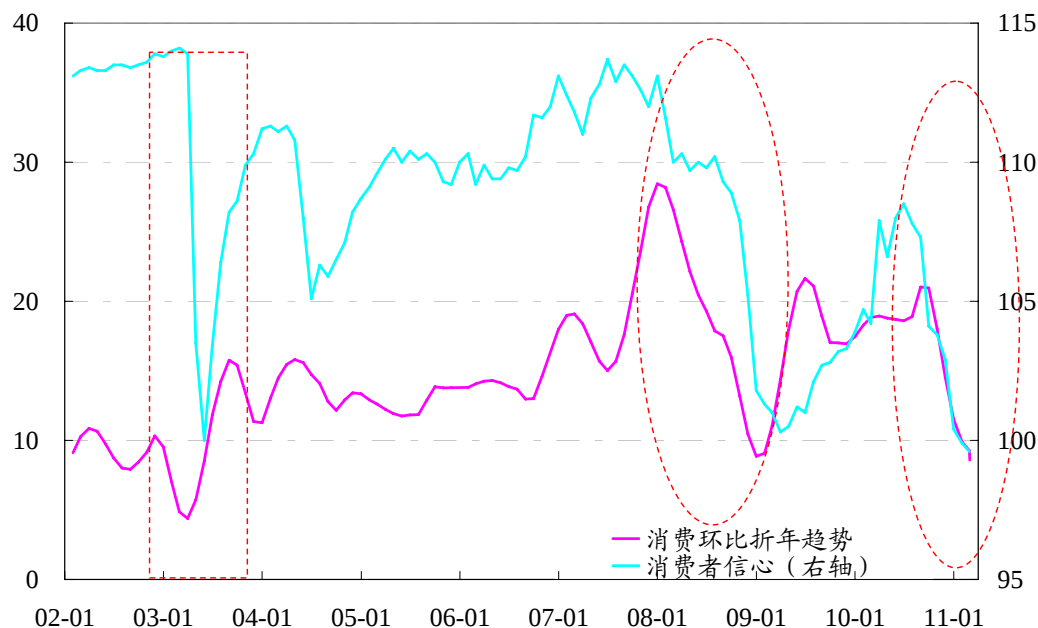


我们上月曾经指出，高通胀已经危害到消费者信心。2 月消费者信心指数为 99.6%，再创新低，与消费环比趋势走势一致。

图 3:
 消费者信心指数与消费环
 比折年趋势

(2002-2011)

单位: %



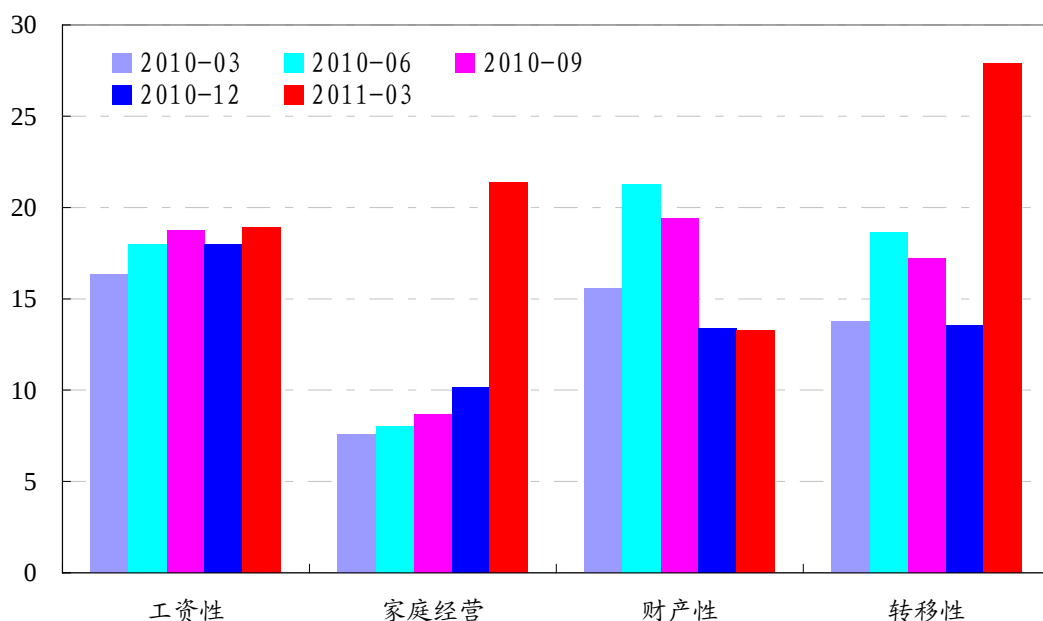
三、通胀影响城镇收入

收入方面, 2011 年 1 季度, 农村居民人均现金收入增长 14.3%, 较去年 4 季度上升 1.3%。细项数据中, 工资性收入保持高增长, 经营性和转移性收入增速大幅上升。

图 4:
 农村分项收入同比增速

(2010-2011)

单位: %

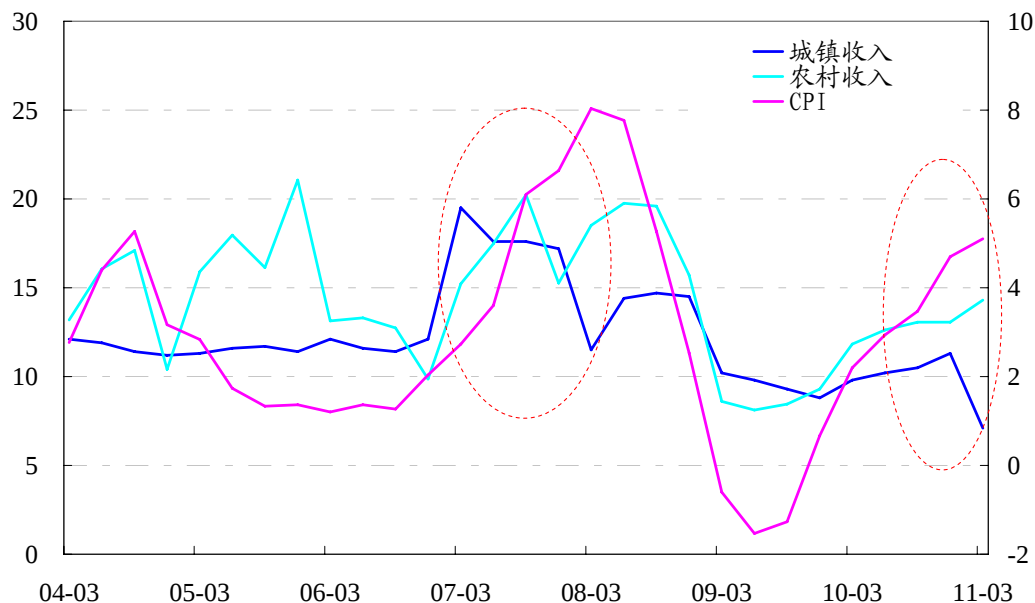


然而, 1 季度城镇居民人均可支配收入同比仅增长 7.1%, 较 10 年 4 季度下滑 4% 以上。

在高通胀背景下, 农民经营性收入与粮价相关、而工资性收入由于劳动力结构原因也保持高增长, 但由于企业利润受挤压, 城镇居民的工资增速却受到影响。

伴随着通胀水平的提升, 城镇居民收入也会先行下降, 07 年就出现了这样的情形。因此, 通胀不仅危害消费者信心、也影响了消费者收入的增长。

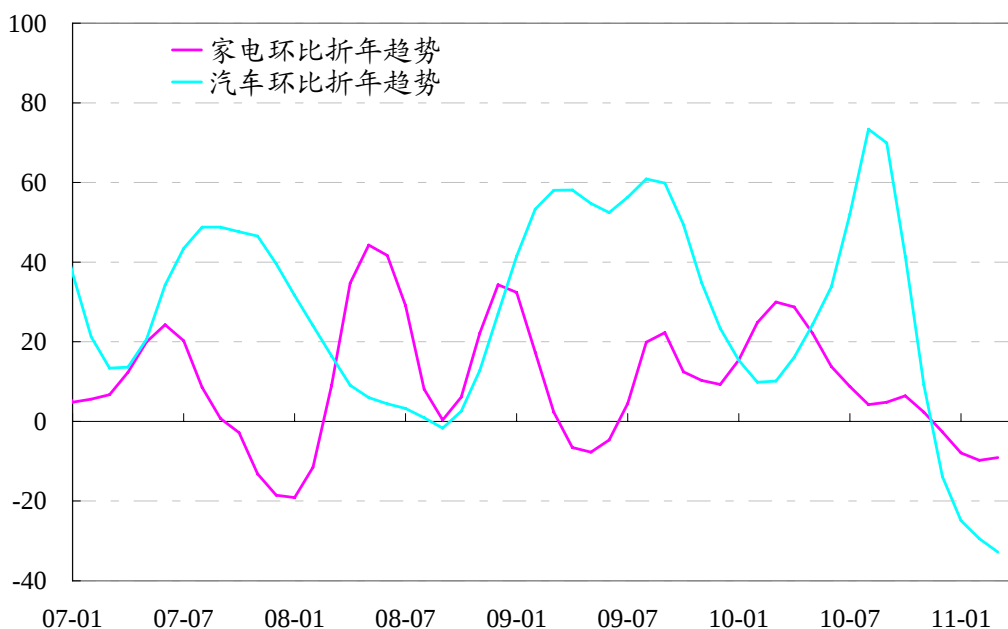
图 5:
CPI、城镇收入和农村收入
增速
 (2004-2011)
 单位: %



四、耐用品环比继续降

拆解限额以上商品销售，3 月汽车消费同比增长 18.7%，家电同比增长 26.0%，增速较前两月有所回稳，但从环比趋势上看它们都处于回落的趋势中。其中，家电环比波动较多，汽车的周期性更为明显，目前其环比趋势已经处于负值区间。

图 6:
汽车和家电环比折年趋势
 (2007-2011)
 单位: %



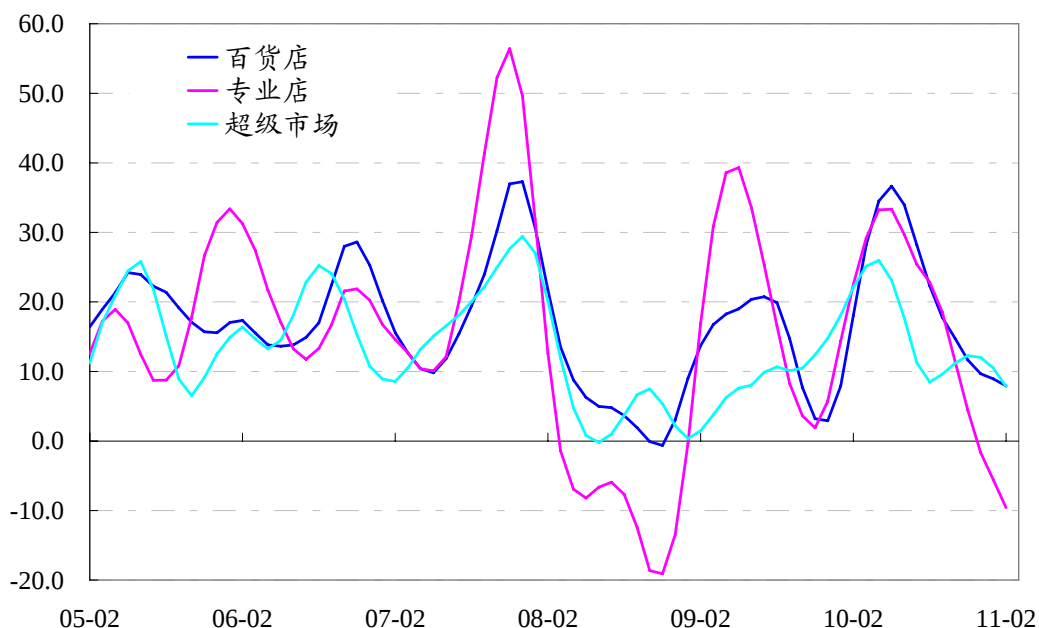
四、汽车并非全部原因

有观点认为，消费增速下降只是由于汽车增速下滑，体现在商务部数据上，只有代表汽车消费的专业店销售额同比大幅下滑。但从环比趋势上看，百货店和超市也已经见顶下滑。

与此类似，消费的同比增速在 08 年不断上行，但其环比趋势项和限额以上趋势相同，在 08 年初就开始回落。因此，这只是源于同比体系观测拐点会

较为滞后。

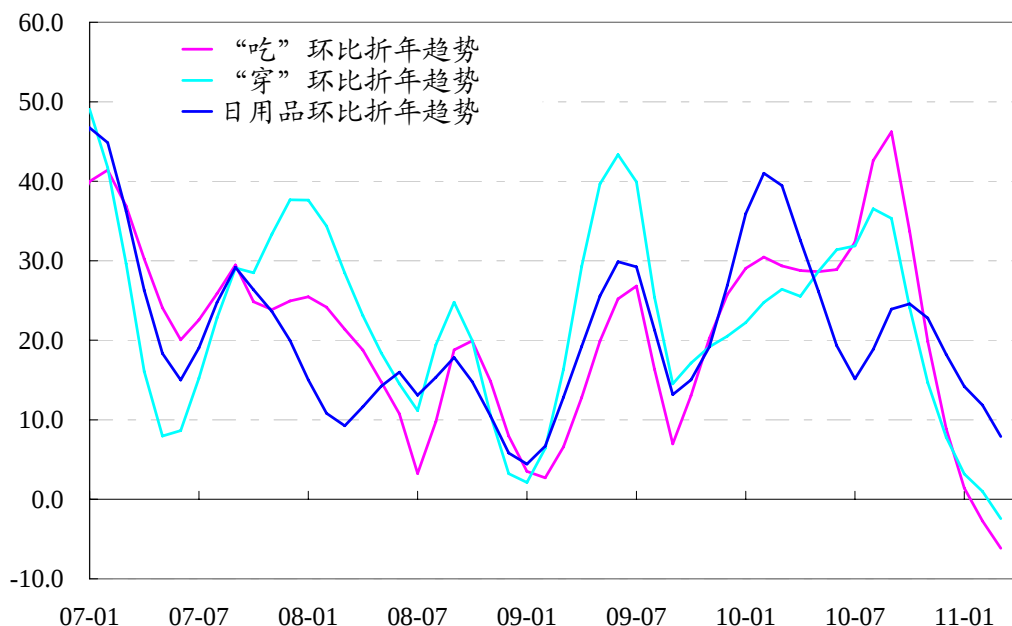
图 7:
 商务部百货店、专业店和
 超市销售额环比折年趋势
 (2005-2011)
 单位: %



同样, 限额以上商品中“吃”、“穿”和日用品环比趋势也在回落。

由于限额以上数据基数不断变化、不能从量的变化得到增速, 因此很难得到非汽车消费的环比趋势。因此, 大部分商品的环比趋势下滑说明汽车并非消费环比回落的全部原因。

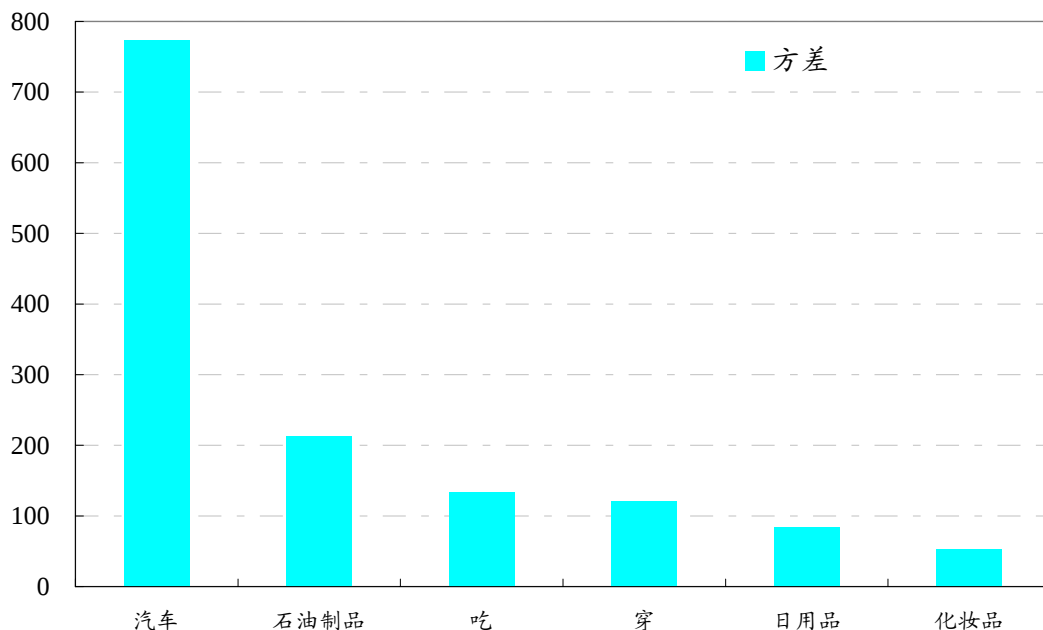
图 8:
 “吃”、“穿”和日用品环
 比折年趋势
 (2007-2011)
 单位: %



五、更看好非耐用消费

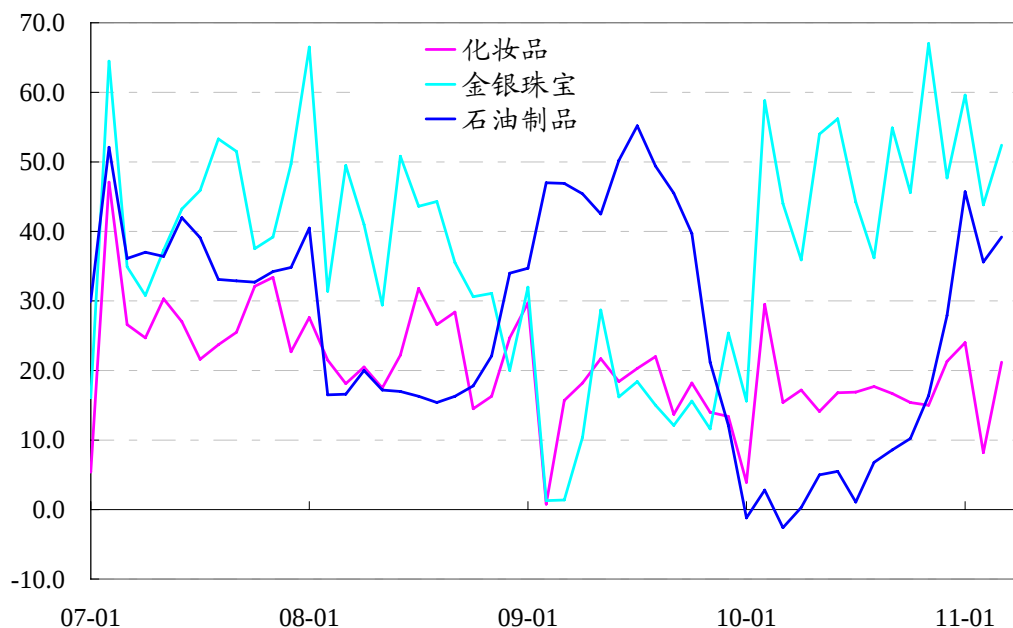
虽然多数消费品环比回落, 但是其中的非耐用品消费弹性较小、增速回落幅度也将比较有限, 因此 11 年我们更看好非耐用品消费的增长。

图 9:
 消费同比增速方差
 (2001-2011)
 单位: %



其中，金银珠宝同比增速仍在高位，化妆品增速较高、且弹性较低；而石油消费虽然波动较大，但受益与高企的油价，短期内也会继续保持较快增长。

图 10:
 金银珠宝、化妆品和石油
 消费同比增速
 (2007-2011)
 单位: %



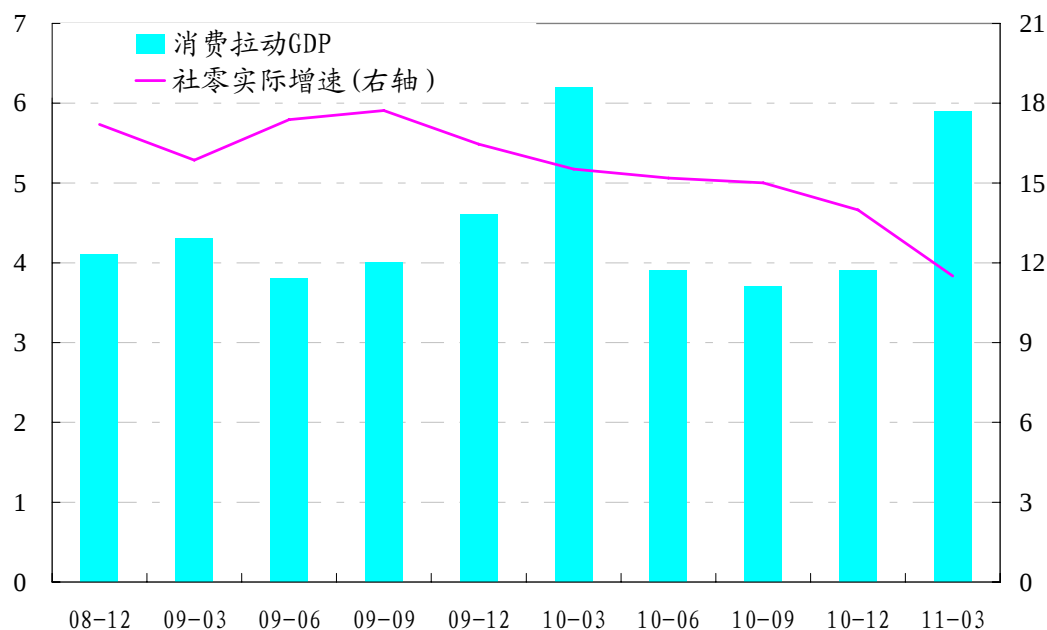
六、消费贡献依然稳定

虽然消费实际增速下降，但1季度最终消费支出拉动GDP增长5.9个百分点，与去年1季度类似，很可能源于服务消费的拉动。

图 11:
社零实际增速和消费拉动GDP
 (2008-2011)

(2008-2011)

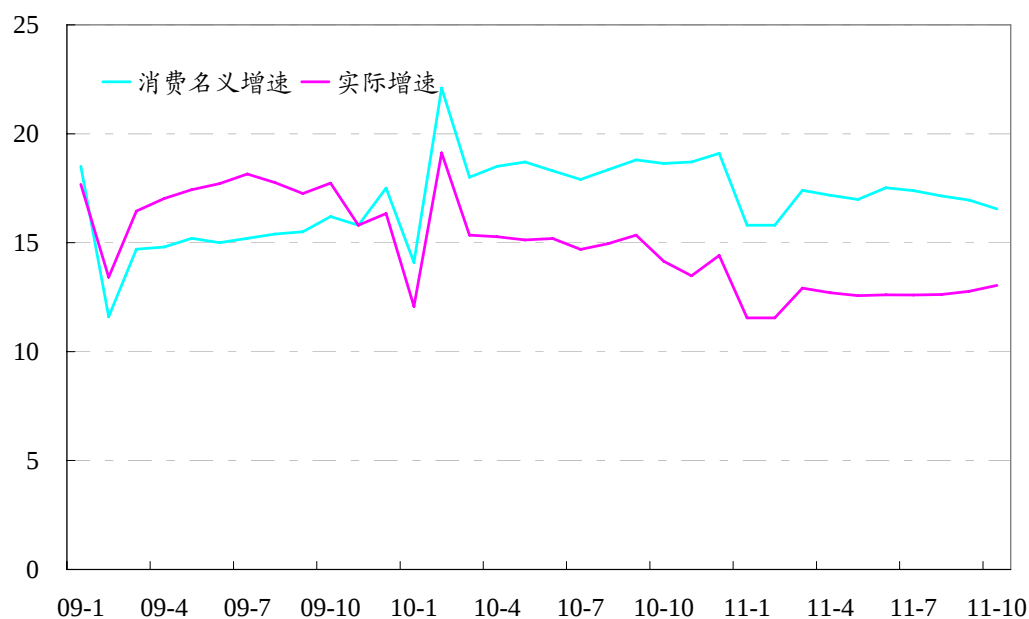
单位: %



综合而言, 我们预计 11 年社会消费品零售总额同比增长 16.7%, 其中 4 月同比增长 17.2%。

图 12:
社会消费品零售总额增速与预测值
 (2009-2011)

(2009-2011)



作者简介:**姜超:**

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

吕春杰:

S0880210090023

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士，毕业于复旦大学，2008 年 7 月加入国泰君安，从事宏观研究。

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为作出投资决策的惟一参考因素，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，需在允许的范围内使用，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

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 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 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		