



2011.05.19

消费能“防御”吗？

**吕春杰**

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880511010058

汪进

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

S0880110024648

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

本报告导读：

摘要：

- 中国消费数据中，限额以上消费品零售额能较好代表消费走向，商务部数据也有借鉴意义，而社会消费品零售总额曾出现过“偏差”、统计局关于消费支出的统计则很难判断拐点。
- 消费在 04 和 08 年下半年出现过两次明显的回落，本质上都是源于经济的波动，并且也受到通胀的影响。根据我们的预测，未来经济增速将有回落、通胀在年中见顶，因此消费增速未来还将有所回落。
- 消费和工业企业收入的前景和 CPI 与 PPI 的相对涨幅密切相关。例如 04 年下半年 PPI 没有回落，工业企业收入下滑更快，而 08 年 PPI 大幅下降，消费也显现其稳定性。我们认为今年 PPI 回落幅度较 CPI 更大，所以消费仍具有相对稳定性。
- 因此，消费增长虽有下滑，但在宏观经济中仍将显现其“防御”的特性。当然，消费细项类别较多，因此需要深入分析不同商品在经济下滑时的表现。
- 通过对比限额以上消费等宏观数据和消费类上市公司主营业务收入增速我们发现，必需消费品上市公司中医药主营收入最为稳定，日用品在软着陆时较稳定，“穿”的稳定性或将体现在品牌服装上，而“吃”的消费中只有酒类增长有所保证。
- 耐用品方面，限额以上汽车和家电波动都比较大，但汽车类上市公司收入相比宏观数据波动略小，而家电如果类似于 04 年回落空间也不大；金银珠宝消费与通胀较为相关，未来增速也会下降。
- 我们认为此次消费下滑更类似 04 年，但也要提防 08 年极端情况的发生。当时医药、啤酒和金银珠宝消费增长最为稳定，增速能保持在 0% 以上。
- 我们所观察的都是相关类别消费营业额的增长和波动情况，并不涉及相关行业利润走势的判断。但在这过程中，我们依然能发现消费中相对稳定的行业。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

《电力短缺将带给我们什么？》

2011.05.17

《电力短缺将带给我们什么？》

2011.05.17

《皖江城市带：长江流域未来的成长之星——皖江城市带承接产业专业示范区调研纪要》

2011.05.13

《中国式货币创造与财富神话》

2011.05.10

《供给推升景气、年内或有反复》

2011.05.05

目 录

中国消费数据盘点	3
1. 限额意义大于社零	3
2. 调查统计难判拐点	3
3. 商务部数据好借鉴	4
4. 经济通胀影响消费	5
5. 消费相对仍显稳定	6
寻找相对稳定商品	7
1. 限额、上市公司对比	7
2. “吃”不稳定酒类稍稳	9
3. 服装或体现“穿”稳定	11
4. 医药比日用品稳定	12
5. 汽车家电波动明显	14
6. 金银珠宝关乎通胀	16

中国消费数据盘点

中国消费数据中，限额以上消费品零售额能较好代表消费走向，商务部数据也有借鉴意义，而社会消费品零售总额曾出现过“偏差”，统计局关于消费支出的统计则很难判断拐点。

消费在 04 和 08 年下半年出现过两次明显的回落，本质上都是源于经济的波动，并且也受到通胀的影响。此外，消费和工业企业收入的前景和 CPI 与 PPI 的相对涨幅密切相关。根据我们的预测，未来经济增速将有回落、通胀在年中见顶，而 PPI 的下滑幅度较 CPI 更大，因此消费增速可能会受到影响，但与工业企业收入相比仍具有稳定性。

1. 限额意义大于社零

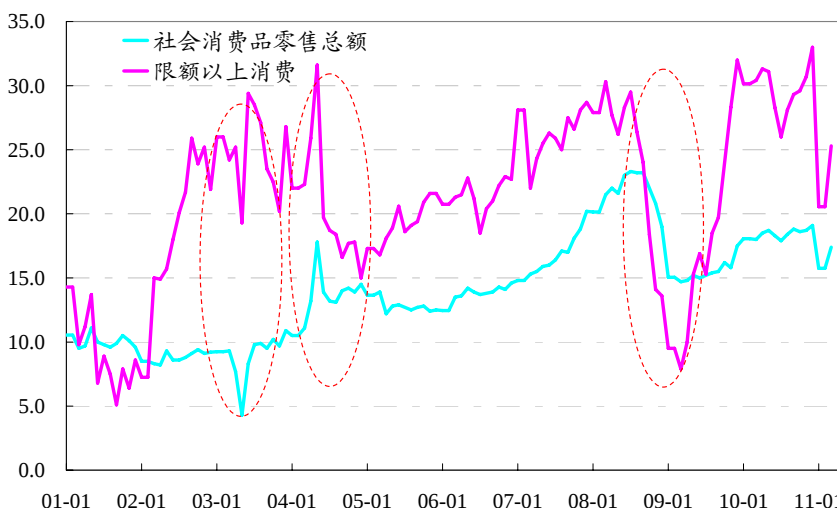
社会消费品零售总额和限额以上零售总额是最常用的消费数据，两者走势基本一致、限额以上数据弹性略大。然而在 08 年，社消总额增速持续上升，直至 10 月才开始回落；而限额以上消费增速在 2 季度就有下滑，因此相比而言更能预示消费走向。目前消费增速出现下滑，但环比增速或已接近底部区域。

除了 03 年非典时期的短暂回落，消费在过去十年存在两次明显的回落，分别是 04 年高通胀和 08 年金融危机时期。

其中，限额以上消费第一次从 04 年 5 月的 31% 下滑至 12 月的 15%；第二次则从 08 年 7 月的 29.5% 下滑至 09 年 3 月的 8%，回落幅度分别为 15% 和 20%。

图 1 社零总额与限额以上零售同比增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

2. 调查统计难判拐点

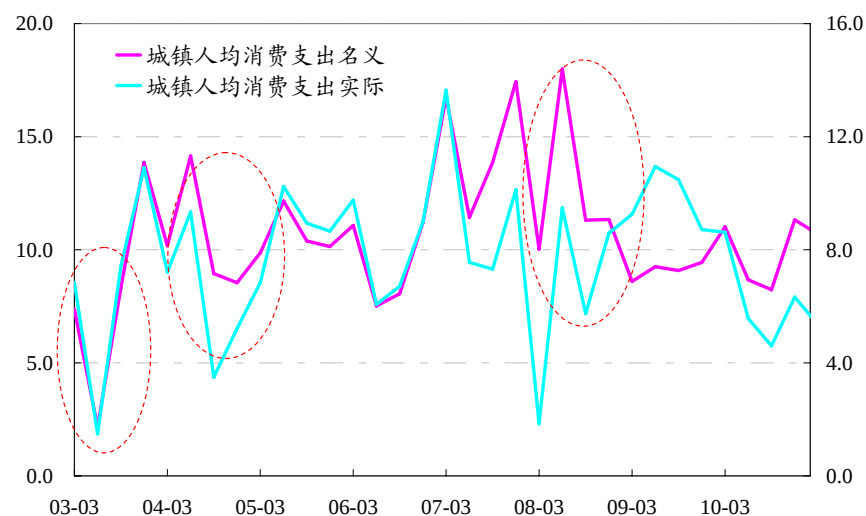
国家统计局也公布消费支出的数据，采取的是抽样调查形式。03 年以来，其增速对几次大的波动也有反应，但由于是季度数据、且波动较大，因此很难判断拐点。例如金融危机时，确认支出增速下滑时已是 09 年 1 季度。

11 年 1 季度，城镇人均支出实际增速已经出现明显下滑，但名义增速方

向很难判断。

图 2 城镇人均消费支出名义和实际增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

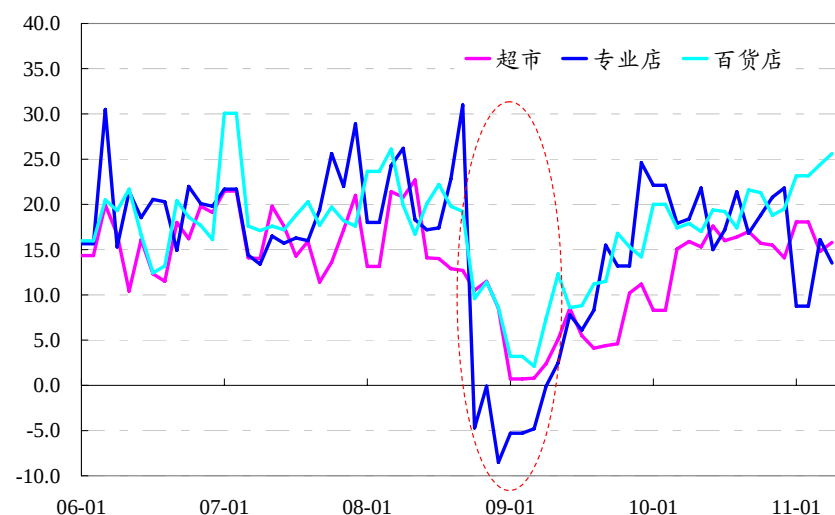
3. 商务部数据好借鉴

此外，商务部有按业态、按商品和按行业三种方式公布的消费数据。其中，按商品方式数据较离散，按行业分类较粗，借鉴意义不大。

而按业态看，超市、专业店和百货店的销售额同比增速都在 08 年 5 月份之前就已开始大幅回落，较有借鉴意义。目前，更多代表汽车消费的专业店销售增速有所下降，超市销售增速保持高位，而百货消费同比还在攀升。

图 3 超市、专业店和百货店消费额同比增速

单位：%

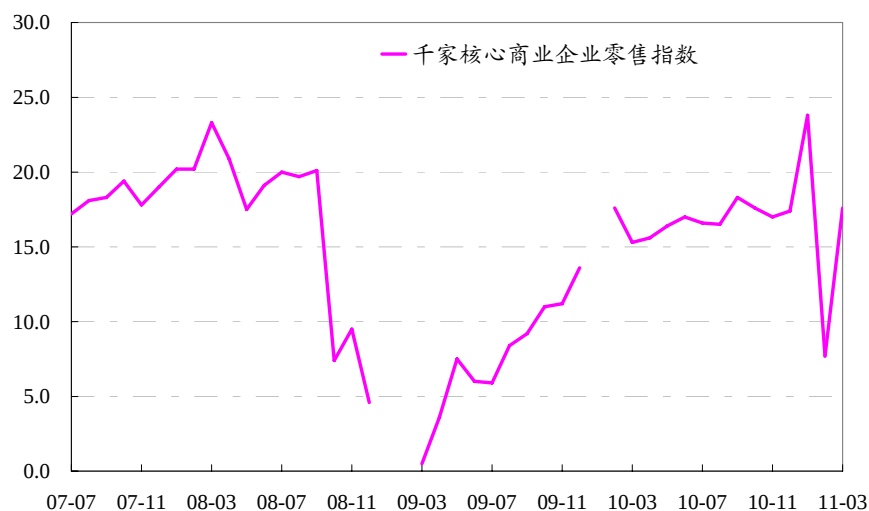


数据来源：国泰君安证券研究，商务部

因此，商务部的千家核心商业企业零售指数也能较好反映消费走势，但它的缺点是数据有断点。此外，商务部的数据普遍较短，我们只能看到其在金融危机时的走势，而无法对比 06 年以前的情况。

图 4 商务部千家核心商务企业零售指数

单位：%



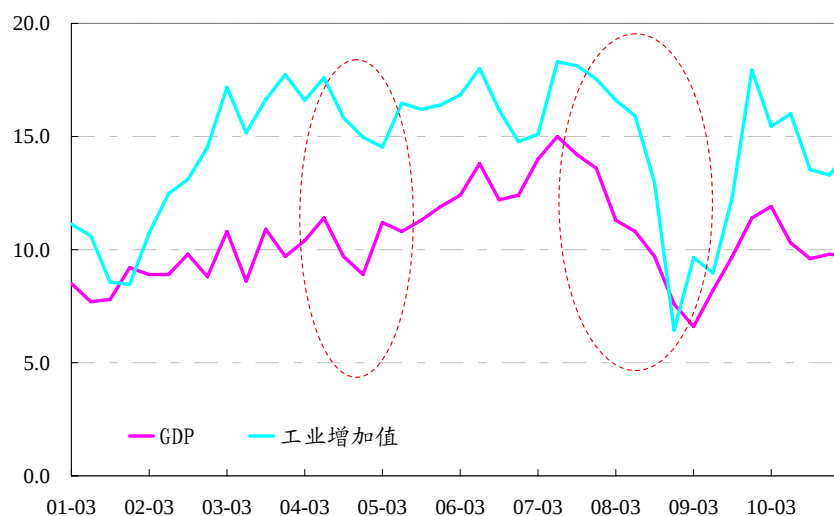
数据来源：国泰君安证券研究，商务部

4. 经济通胀影响消费

消费过去的两次回落很大程度源于经济的波动。04 年在紧缩环境下工业增加值小幅回落 3% 左右，而 08 年其下滑达 10% 左右，因此 08 年可定义为硬着陆，而 04 年则为软着陆。

图 5 季度 GDP 与工业增加值增速

单位：%



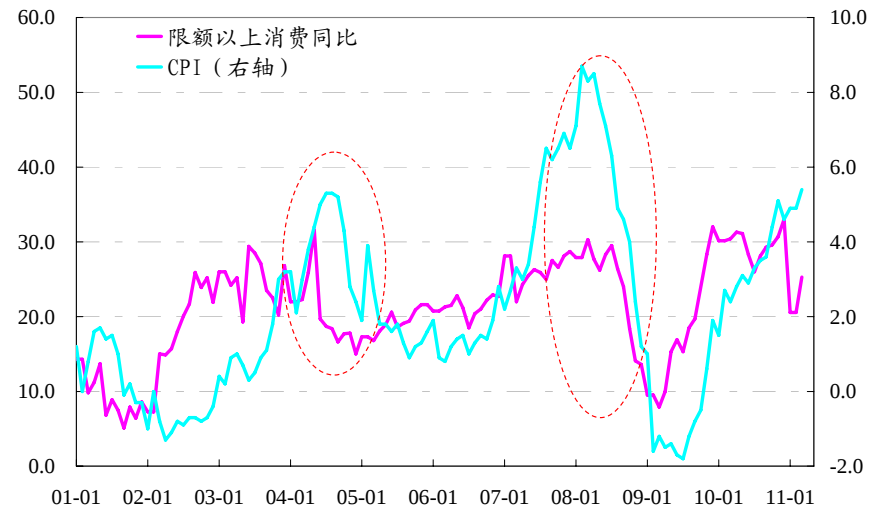
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

因为我们关注名义增长，因此消费走势还与 CPI 走势密切相关。04 和 08 年通胀的回落也带动了限额以上消费同比增速的下降。

根据我们的预测，11 年 2 至 4 季度的 GDP 增速分别为 9.1%、8.4% 和 7.8%，逐季回落，而 CPI 也将在 6 月见顶。因此，限额以上消费增速也将在未来受到影响。

图 6 限额以上消费同比与 CPI

单位：%



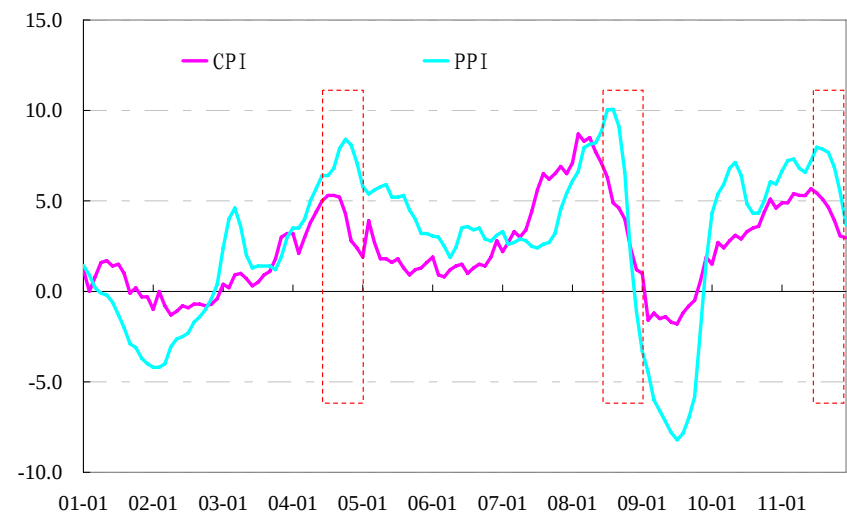
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

5. 消费相对仍显稳定

再对比 CPI 和 PPI 的相对涨幅。04 年下半年 CPI 从 5.3% 下滑至年底的 2.4%，PPI 同期呈倒“U”型走势，年底和 6 月相比甚至还略有上升；而 08 年时经济迅速从高通胀回落至通缩区间，PPI 的回落幅度远比 CPI 大，接近 20%。

图 7 CPI 与 PPI 对比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

注：11 年 4 月之后为预测值

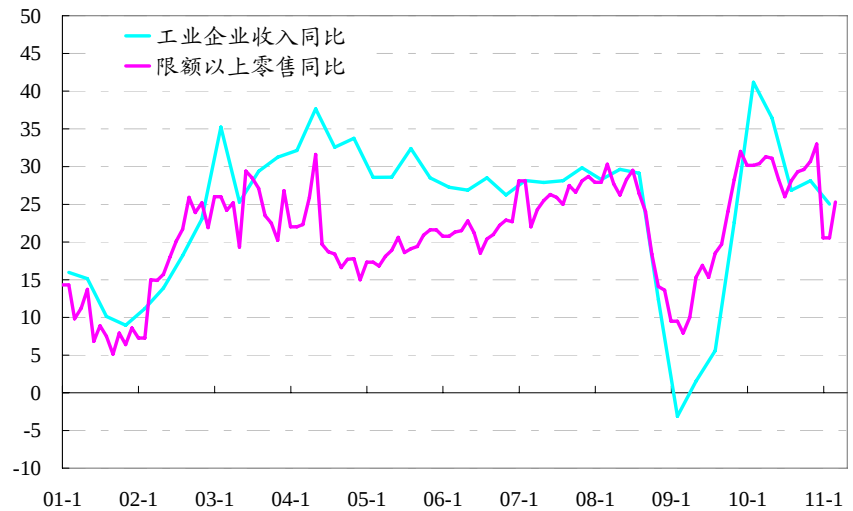
PPI 代表着是整体工业企业的出厂价格，而 CPI 则更多代表批发零售端的价格，因此其相对涨幅也决定了工业企业和消费收入间的差异。

04 年下半年 CPI 下滑幅度更大，因此限额以上消费增速下滑了 15% 左右，而同期工业企业收入增速只下滑 5%；08 年则相反，工业企业收入增速回落超过 30%，消费则显现出其稳定性，仅下滑 20% 左右。

因此，我们不能简单认为消费增长必定比工业企业收入稳定。回到现在，目前宏观环境固然和 08 年有较大差异，但与 04 年相比也有不同。根据我们的预测，到 11 年底，CPI 将回落至 3%、PPI 回落至 3.7%，PPI 下滑程度更大。所以综合来看，今年消费相对工业企业收入仍会略稳定些。

图 8 工业企业收入同比和限额以上零售同比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

寻找相对稳定商品

通过对比限额以上消费等宏观数据和消费类上市公司主营业务收入增速我们发现，必需消费品上市公司中医药主营收入最为稳定，日用品在软着陆时较稳定，“穿”的稳定性或将体现在品牌服装上，而“吃”的消费中只有酒类增长有所保证。

耐用品方面，限额以上汽车和家电波动较大，但汽车类上市公司收入相比宏观数据波动略小，而家电如果类似于 04 年回落空间也不大；金银珠宝消费与通胀较为相关，未来增速也会下降。

我们认为此次消费下滑更类似于 04 年，但也要提防 08 年极端情况的发生，那时医药、啤酒和金银珠宝消费增长最为稳定，增速能保持在 0 以上。

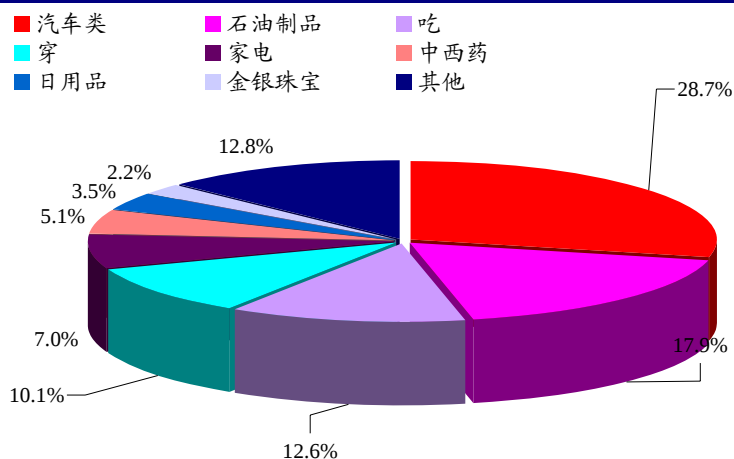
1. 限额、上市公司对比

限额以上企业指年主营业务收入达到一定门槛值的批零和住宿餐饮企业，过去十年，限额以上消费占社零总额比重不断提升，因此其结构能较好代表零售业细项商品的走势。

目前，汽车、石油、吃和穿占比最大，四者之和接近 70%。此外，家电、中西药、日用品和金银珠宝占比也较大，其他商品仅占剩下的 12.8%。

图 9 限额以上商品比重

单位：%

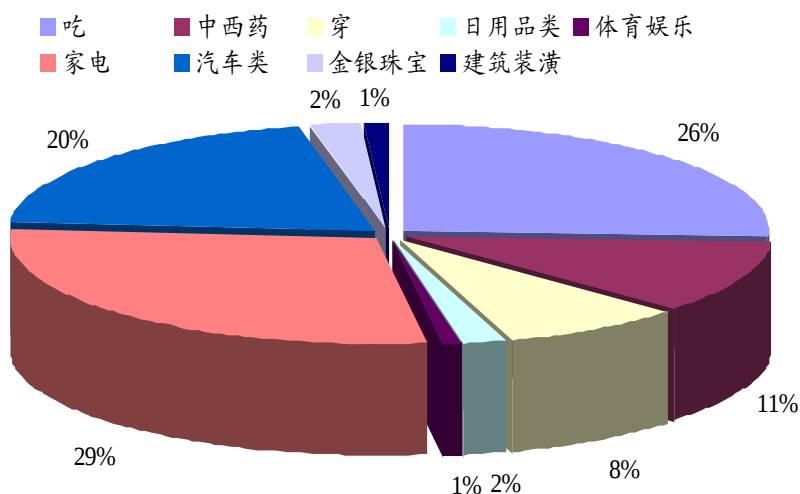


数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

由于上市公司数据的连续性和可得性，我们共选取了 9 类共 282 家消费类上市公司 2003 年 1 季度至 2011 年 1 季度的数据进行汇总。其中，家电、“吃”、汽车、中西药和“穿”比重较大。

图 10 上市公司各类消费品构成

单位：%

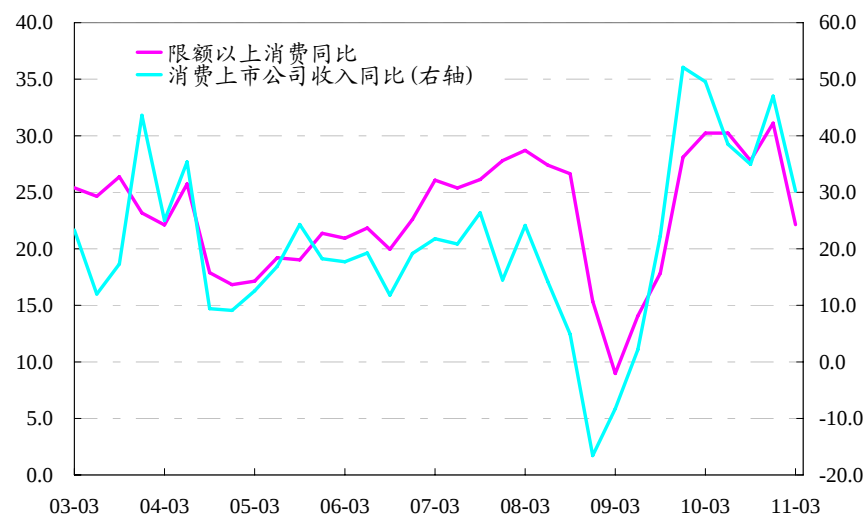


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

虽然两者结构不尽相同，并且部分上市公司还由于并购等原因可能会出现增速的大幅波动，但从整体上看，两者走势基本一致。

图 11 限额以上消费和消费上市公司收入对比

单位：%



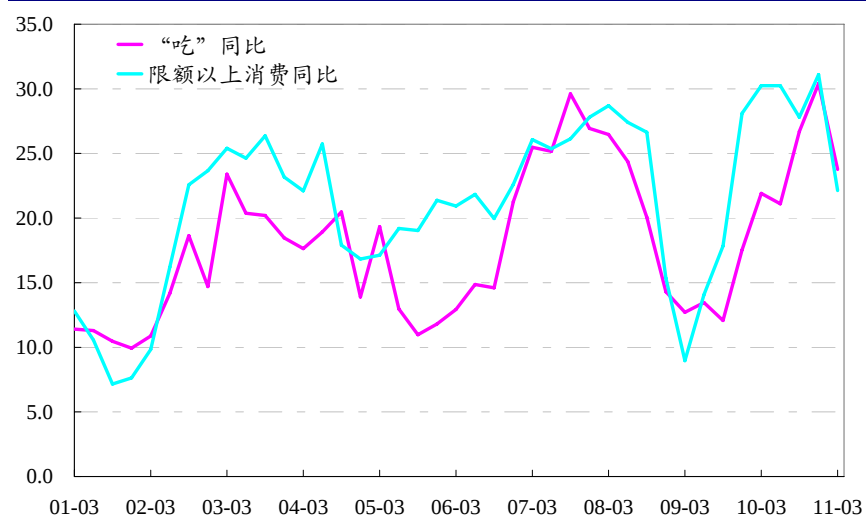
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

2. “吃”不稳定酒类稍稳

首先看必需消费中“吃”的增长情况，它与限额以上消费整体相比在高点时略有领先、而在低点时则有所滞后。在 04 年下半年和 08 年至 09 年初分别有不到 10% 和 15% 的回落，和整体消费相差无几。

图 12 限额以上“吃”和整体对比

单位：%

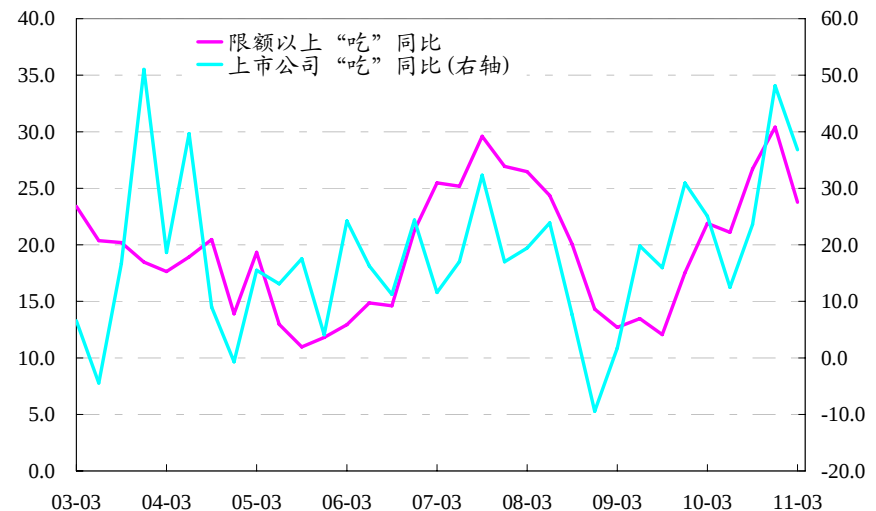


数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

然而，食品、饮料和烟酒类上市公司收入增速在 04 年和 08 年时，年报较当年中报都有 30-40% 的下降，回落至 0% 甚至以下，其增长并不稳定。和限额以上“吃”一样，11 年 1 季度相关上市公司增速整体出现回落。此外需要提示的是，在 08 年极端情况下，限额以上“吃”增速下降至 10% 左右，上市公司主营收入增速在 -10% 左右。

图 13 食品、饮料、烟酒消费对比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

属于“吃”的上市公司类别较多，其中的酒类上市公司近期主营收入增速就并未下降。

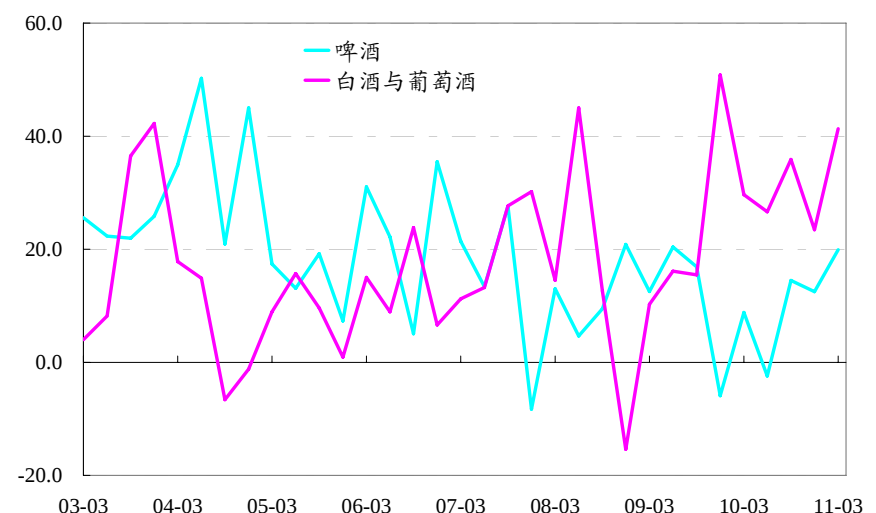
从过去看，白酒与葡萄酒消费也曾有过两次回落，但第一次在 04 年 9 月时增速已经触底，第二次则在 08 年下半年有过 60% 左右的下降。因此，它的下滑同步、甚至略领先整体消费。目前来看，它的增速还在高位、随时可能下降，但回落幅度或将有限。

而啤酒企业的收入则有所不同，其周期性并不明显，04 年和 08 年下半年都没有明显下滑。整体上看，它的收入增长更多受增长中枢下滑的影响，目前也有一定的安全边际。

08 年极端情况时，白酒等收入增长接近 -20%，而啤酒增速在 10-20%。

图 14 酒类上市公司收入增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

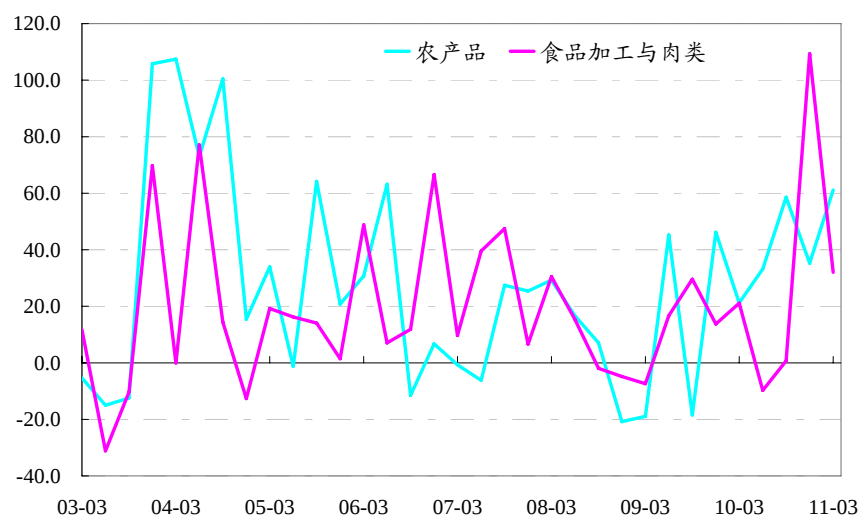
其他细项商品中，食品加工与肉类增速已经下降，它过去呈明显的周期性、但单季增速波动也较大，简单从过去两轮经验看，目前收入还有 40% 左右的下滑可能。

农产品收入增速还在上升，但从 04 年的经验看它略落后于食品加工与肉类的增长，波幅则和食品加工相似，因此将来增速或也将回落至 20% 以下。

08 年低点时，农产品收入增速在-20%左右，而食品加工类在-10%左右。

图 15 农产品和食品加工上市公司收入增速

单位：%



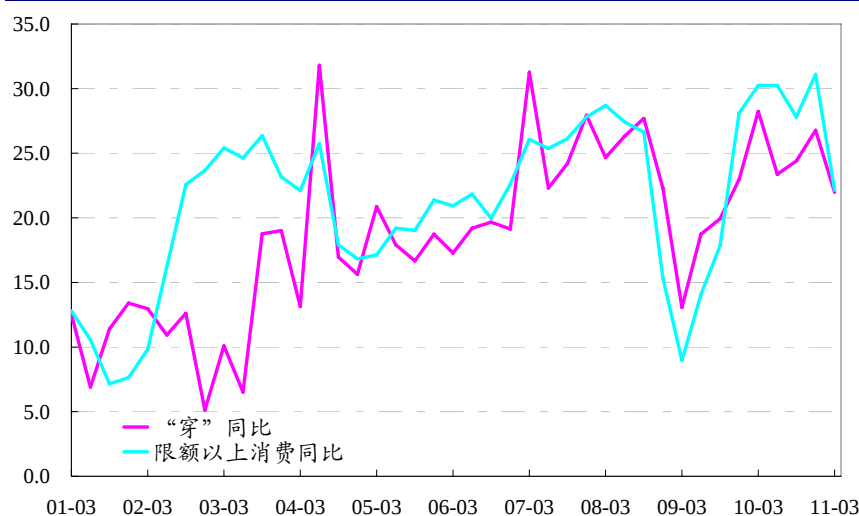
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

3. 服装或体现“穿”稳定

限额以上中“穿”相比“吃”的波动率更小，不过在 04 年和 08 年的下半年其下滑幅度和“吃”基本相当，并且在时间上和整体消费走势基本一致。

图 16 限额以上“穿”和整体对比

单位：%

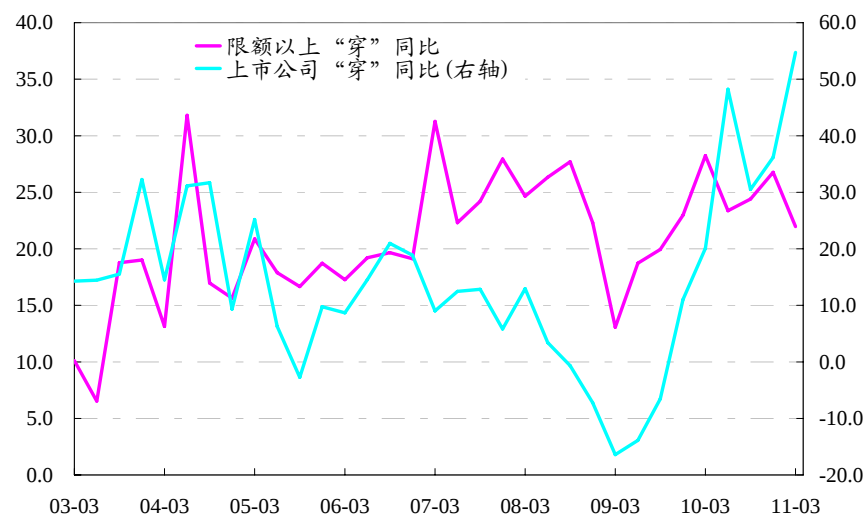


数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

上市公司方面，最近 4 年相关上市公司营业额增速较限额以上“穿”的增长波动更剧烈，目前增速还在继续向上。08 年低点时，“穿”相关公司营业额增长在-15%，比“吃”略低。

图 17 服装、纺织品消费对比

单位：%



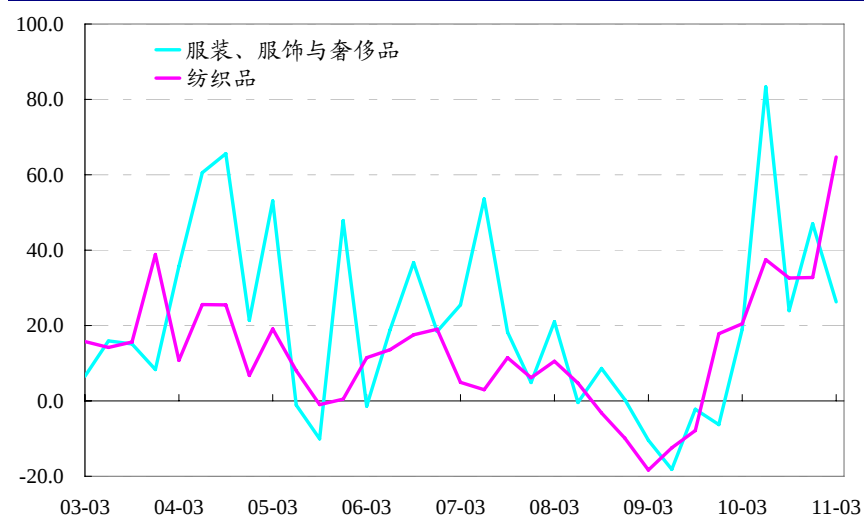
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

细项数据中可以看到，目前增速中有很大一部分是由于纺织收入增长的贡献，而这也是因为棉花价格涨幅较快。未来棉花价格如果有较大回落，纺织企业收入也会受到明显影响。

服装等收入增速虽然也有过两次下降，但单季波动较大。04年下半年它从60%回落至20%，08年下半年就在0%左右波动，因此“穿”的稳定作用很可能在服装、尤其是品牌服装上得到体现。

图 18 服装和纺织上市公司收入增速

单位：%



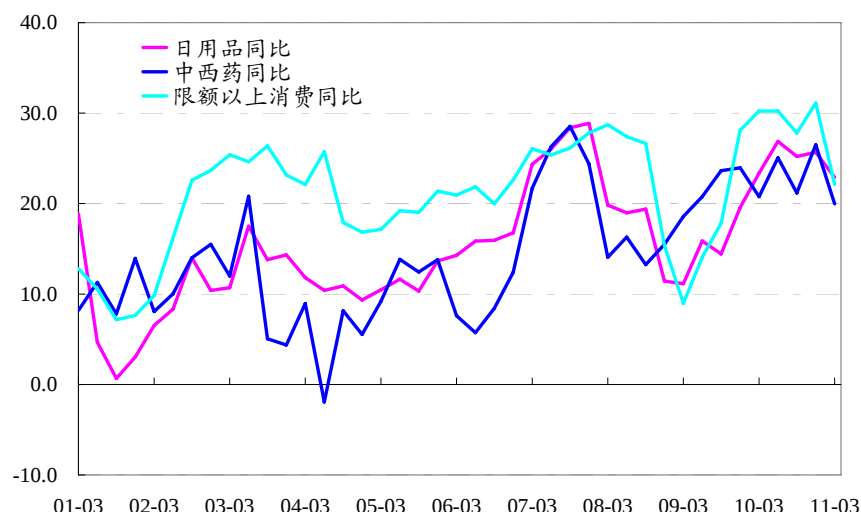
数据来源：国泰君安证券研究，WIND

4. 医药、日用品较稳定

同属必需消费品，限额以上数据中日用品和中西药在04年和08年增速较整体消费增速更有领先性。弹性方面，04年以前医药波动较大，而在08年时它们的回落幅度在15-20%左右，较整体消费略小。

图 19 限额以上日用品、中西药和整体对比

单位：%

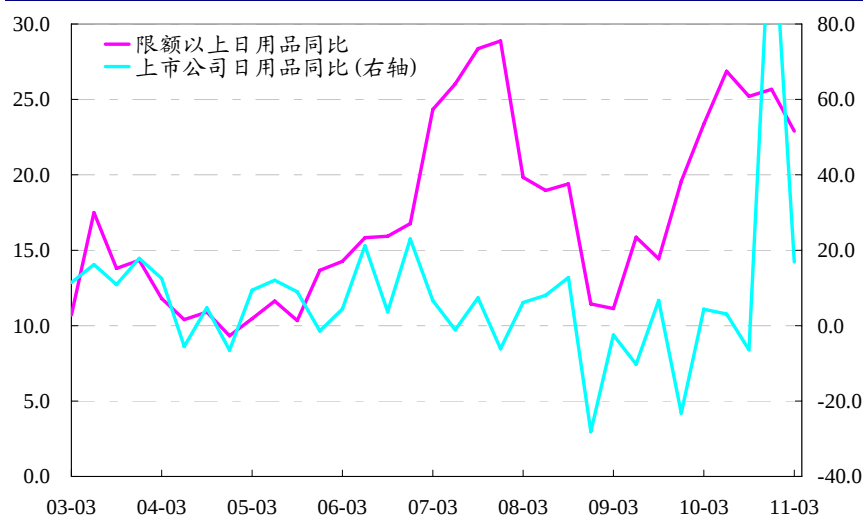


数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

上市公司数据方面，日用品 04 年下半年其营业额增速没有变化，而 08 年下半年则回落 30% 左右。目前日用品收入增速已经从 10 年 4 季度的奇异点回落至 20% 左右的水平，未来回落空间相对有限。

图 20 日用品消费对比

单位：%



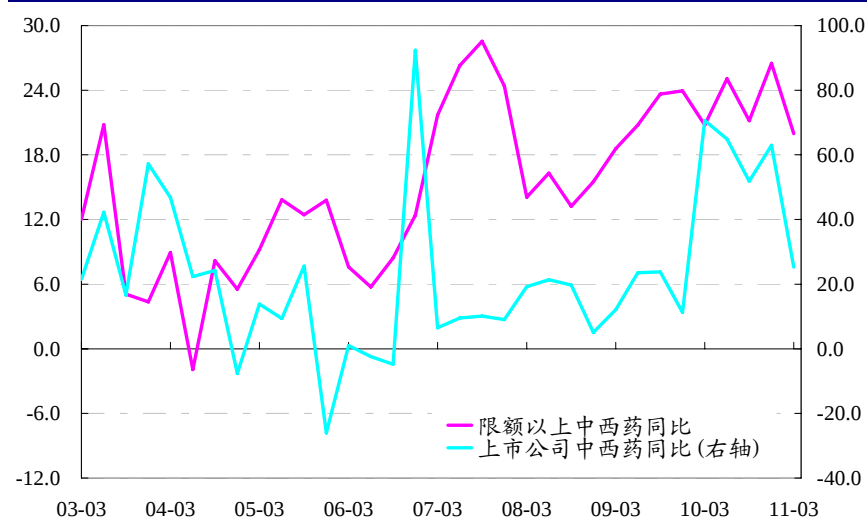
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

中西药上市公司数据也是如此，在 08-09 年时甚至未出现下降，目前其增速也已经回落到 20% 左右的水平，再大幅下降的空间较为有限。

因此上市公司数据显示，日用品和医药是必需消费中增长较稳定的两类商品，医药相对更稳定些，因为在 08 年低点时它的增长仍在 10-20% 左右，而日用品增速则为 -20%。

图 21 中西药消费对比

单位：%



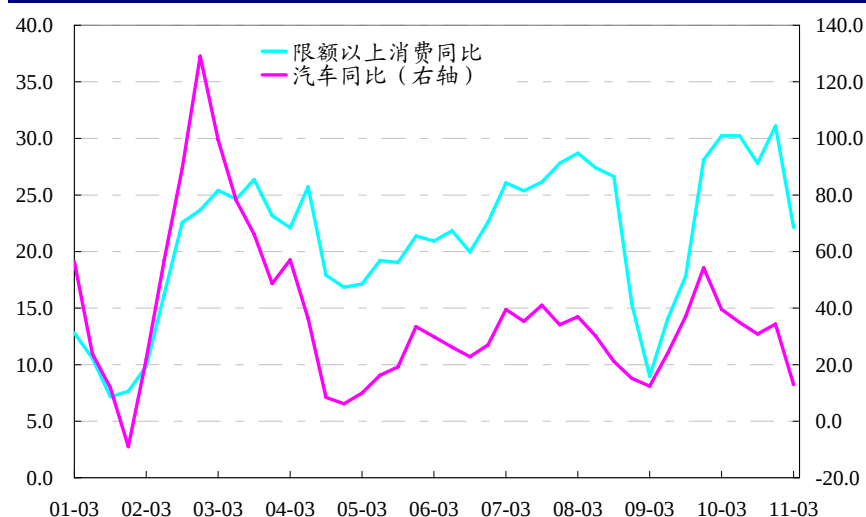
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

5. 汽车家电波动明显

汽车属于耐用消费品，其消费增速波动最大，这在限额以上数据中显露无疑，04 年和 08 年其增速分别下滑 60% 和近 30%。目前其增速已经较 10 年初下滑 40% 左右、较 11 年初下滑 20% 左右，是目前限额以上消费回落的最大贡献者。此外，汽车销售在顶部区域较限额以上消费有明显的领先。

图 22 限额以上汽车和整体对比

单位：%



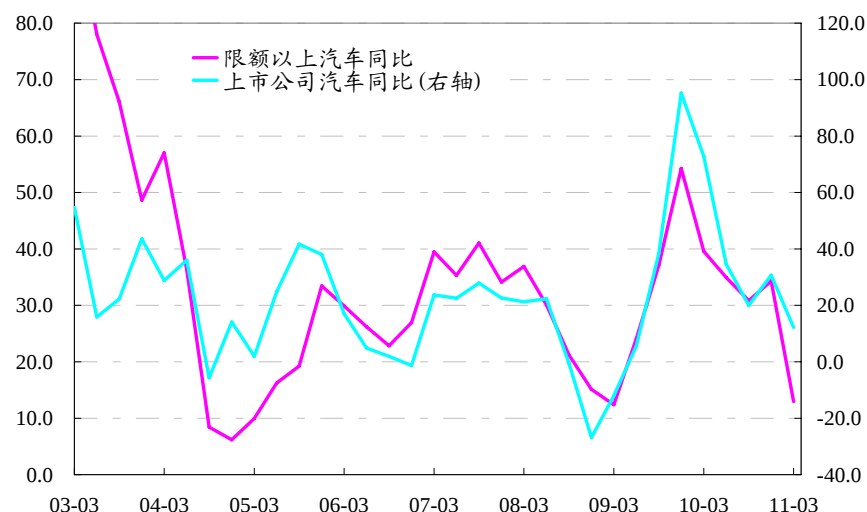
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

但从上市公司数据看，它前两次增速回落幅度也只在 40% 左右，并不比“吃”等必需消费品多，而且在 04 年 3 季度其收入增速就已见底。很可能由于上市公司占行业份额正在提升。

11 年 1 季度汽车企业主营收入增速在 20% 以下，与 04 年的低点相比还有 20% 左右的回落空间，当然，距离 08 年低点的 -20% 则有 40% 左右的空间。

图 23 汽车消费对比

单位：%

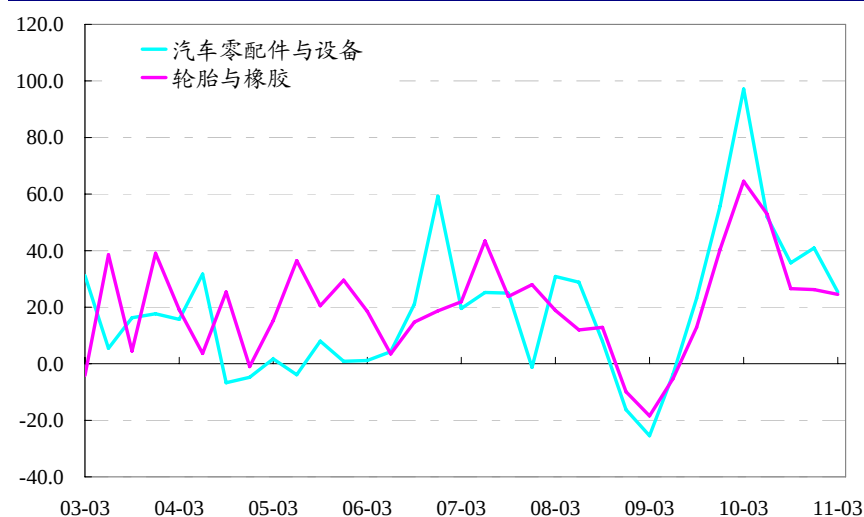


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

与汽车相关的零配件类上市公司收入增长也较稳定，04 年下半年没有明显下滑，而 08 年下半年下滑 30%左右，到-20%左右的水平。

图 24 汽车零配件上市公司收入增速

单位：%

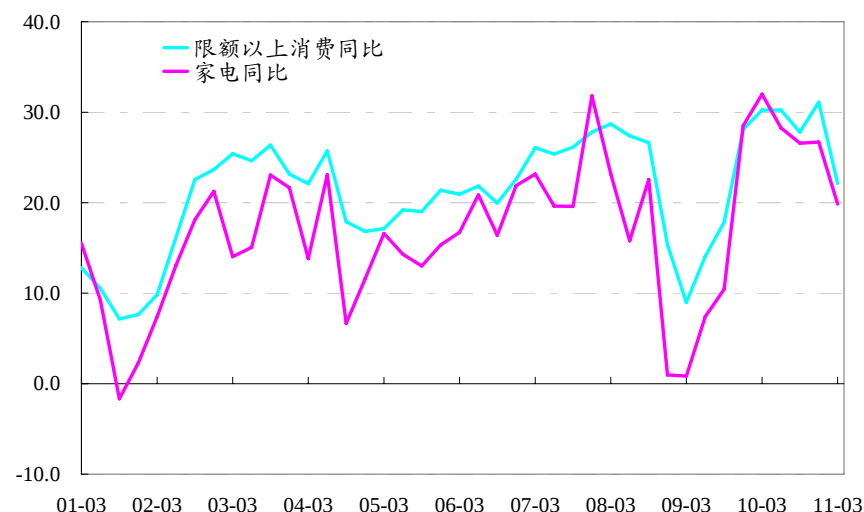


数据来源：国泰君安证券研究，WIND

同属于耐用品，限额以上中家电消费波动也比整体消费略大、同时稍有领先性。04 年和 08 年下半年其增速分别回落 15%和 20%左右。

图 25 限额以上家电和整体对比

单位：%



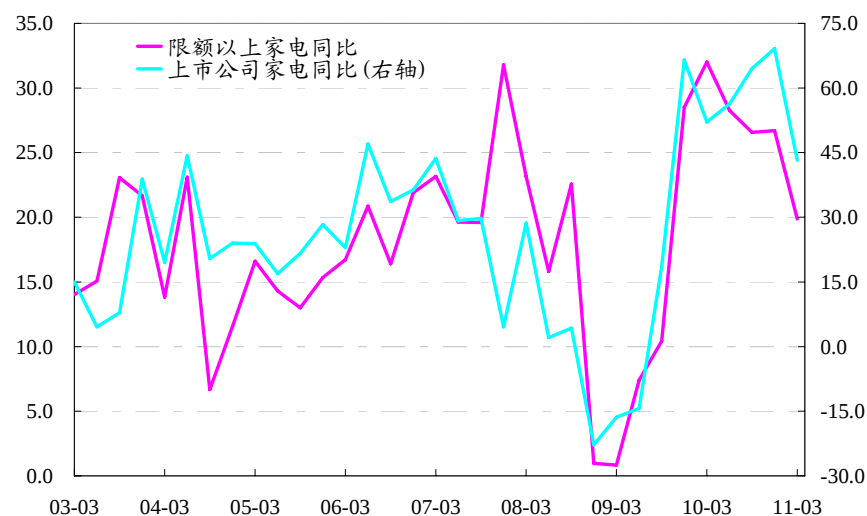
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

而上市公司收入增速虽然和限额以上走势一致，但在 04 年时并未出现大幅下滑，而 08 年全年从 30%下滑至-30%左右的水平。

从目前看，家电上市公司收入增速还有回落可能，但如果和 04 年类似，则下滑空间不会太大。此外，下降幅度也和上市公司集中度是否能提高有关。

图 26 家用电器和音像器材类消费对比

单位：%



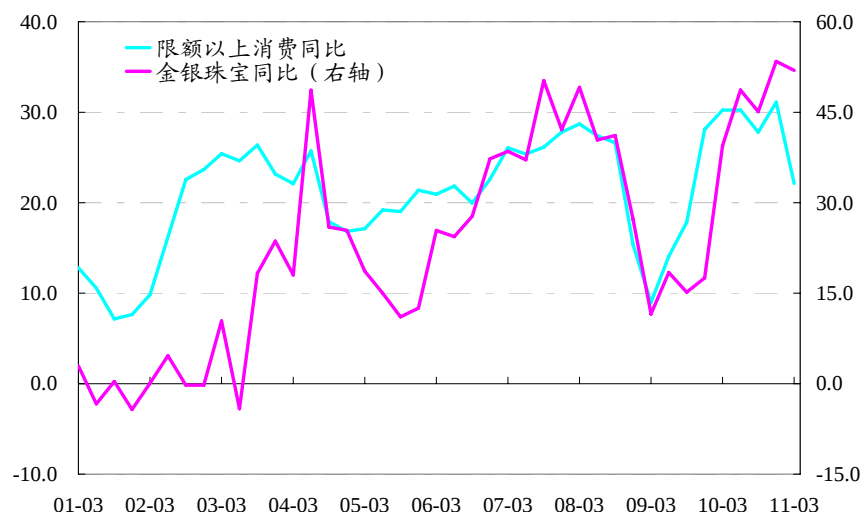
数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

6. 金银珠宝关乎通胀

金银珠宝消费增速在 09 年后不断走高，目前稳定在 50%左右。但从过去看它和通胀走势完全一致，在 04 年和 08 年下半年分别有过 20%和 30%左右的回落。因此通胀预期对于金银珠宝类消费非常关键，根据我们对通胀下半年会有回落的判断，不宜对金银珠宝类消费增长过于乐观。

图 27 限额以上金银珠宝和整体对比

单位：%

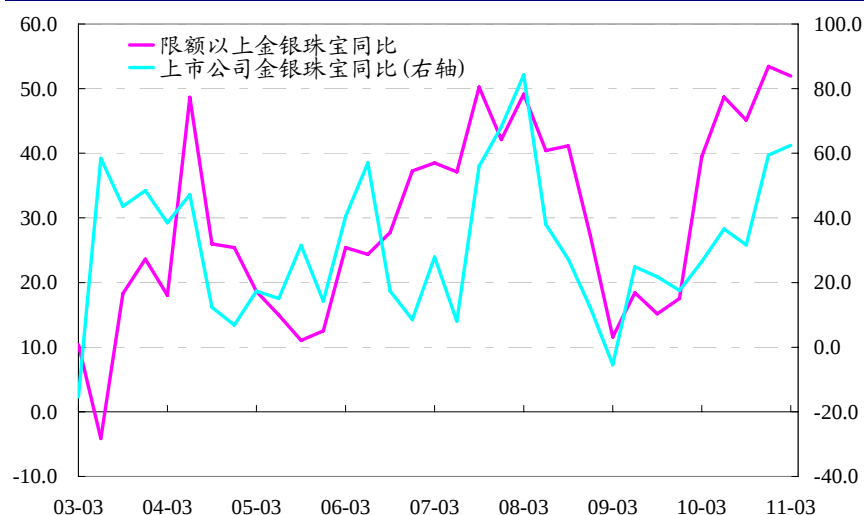


数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局

上市公司数据同样如此，在 04 年通胀回落时期增速从 40% 以上回落至 0 附近，而 08 年因为转入通缩，所以下降幅度甚至达到 80%。当然，即使在 08 年，其收入增速还能保持在 0% 附近，因此增长较有保证。

图 28 金银珠宝类消费对比

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，国家统计局，WIND

作者简介:**吕春杰:**

S0880511010058

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。

汪进:

S0880110024648

021-38674624

wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士；2009年7月加入国泰君安研究所，从事宏观经济研究。

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。

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:	gtjaresearch@gtjas.com		