

湘财证券研究所

宏观策略部

徐广福 分析师

执业编号：S0500511010003

联系人：陈乐天

Tel: 021-68634518-8616

E-mail: clt3326@xcsc.com

联系人：罗文波

Tel: 021-68634518-8273

E-mail: lwb3323@xcsc.com

事件：

2011 年 6 月 14 日，国家统计局公布 5 月份社会消费品零售数据。

核心观点：

5 月份，社会消费品零售总额同比增长 16.9%，比 4 月份回落 0.2 个百分点；去除价格因素后，实际增长 11.4%，比 4 月份回落 0.6 个百分点，下滑加快。消费品零售增速下滑加快，我们认为是 5 月份就业增长接近停滞、物价继续上涨以及汽车销量负增长等多重因素共同作用的结果。尽管消费品零售增速回落，但农村市场、餐饮收入、食品饮料等领域，或维持高增长，或增长加快，成为消费领域的亮点。

5 月份消费品零售增速下滑加快……5 月份，社会消费品零售总额 14697 亿元，同比增长 16.9%，增速比 2010 年 5 月份回落 1.8 个百分点，比今年 4 月份回落 0.2 个百分点（见图 1、2）。去除价格因素后，5 月份社会消费品零售总额实际增长 11.4%，比 2010 年 5 月份下降 3.7 个百分点，比 4 月份下滑 0.6 个百分点。总体来看，无论是名义增速还是实际增速，下滑速度均比 4 月份有所加快。而对比 2010 年以来名义增速与实际增速的同比变化，消费下滑加快的态势更为明显（见图 2）。1-5 月份，1-5 月份，社会消费品零售总额 71268 亿元，同比增长 16.6%，增速比 1-4 月份加快 0.1 个百分点；去除价格因素后，实际增长 11.6%，也比 1-4 月份加快 0.1 个百分点（见图 3、4）。

就业、物价、政策，多重因素抑制 5 月份消费扩张……在持久收入理论和生命周期理论，影响消费的根本因素都是收入增长。而收入增长，既包括劳动收入，也包括财产收入。财产收入占比较大的国家，如美国，

房地产价格上涨以及股市上涨会带动居民收入增长，从而刺激消费扩张。但在我国，财产收入一直占比较小，居民收入主要来源于劳动收入，而后者又取决于就业增长。因此，就业增长情况与消费扩张密切相关。

在4月份的宏观报告中（5月11日宏观经济报告《西风压倒东风，消费需求增速继续放缓》），我们认为，居民实际收入增长的放缓，抑制了消费需求扩张。而从最近几月的制造业 PMI 指数中，我们发现从业人员指数逐月下滑，5月份仅为 50.9%，表明就业增长接近停滞（见6月1日宏观经济报告《经济继续减速，成本推动压力缓解》）。就业增长放缓，无疑会拖累劳动收入增长进而消费扩张。而从业人员指数与社会消费品零售总额当月实际增速走势也基本一致，从实证上验证就业增长放缓对消费的抑制作用（见图5）。

5月份，物价继续上涨，CPI 同比上涨 5.5%，环比 0.1%，这继续削弱居民实际购买力，从而抑制消费扩张（见图6）。5月份名义收入与实际收入之间的剪刀差扩大到 5.5 个百分点，显示物价上涨的抑制作用进一步加强（见图7）。

同时，汽车销量下滑继续拖累消费。根据中国汽车工业协会数据，5月份汽车销售 138.3 万辆，同比下降 3.9%，连续第二个月负增长且下滑加快（见图8）。

消费虽然有所放缓，但亮点不断……5月份消费品零售增长虽然如我们预期一样继续放缓，但对社会消费品零售额的内部结构进行分析可以发现，当前消费市场仍然亮点不断。

农村市场或成消费看点。分城镇看，5月份，城镇消费品零售总额 12772

亿元，同比增长 17%，增速连续第二个月下降。但农村实现消费品零售 1925 亿元，同比增长 16.5%，比 4 月份加快了 0.2 个百分点。同时，我们也发现，农村市场与城镇市场增速之差正在缩小（见图 9）。这或许表明，未来农村市场是消费看点。

餐饮收入增长加快。5 月份，商品零售实现 13057 亿元，同比增长 16.9%，继续放缓；但餐饮收入实现 1640 亿元，增长 17.1%，连续第三个月加快。

食品饮料、金银珠宝等保持高增长。5 月份，限额以上商品零售增长 23%，继续保持 20%以上高增长（见图 12）。在限额以上商品零售内部，食品饮料、金银珠宝、日用品、家具、通讯器材、石油制品和建筑及装潢材料类增速分别为 24.2%、43%、22.8%、26.1%、24.8%、42.3%、23.9%，表明在整体消费扩张放缓的形势下，这些领域的消费仍然比较旺盛（见图 12）。

短期内，经济下滑引起的就业增长放缓、物价上涨对居民收入的侵蚀以及汽车销量下滑等抑制消费扩张的因素难以逆转。我们预测，6 月份社会消费品零售总额增长 16.6%，实际增长 11%左右。

图 1 当月实际增速继续下降（单位：%）

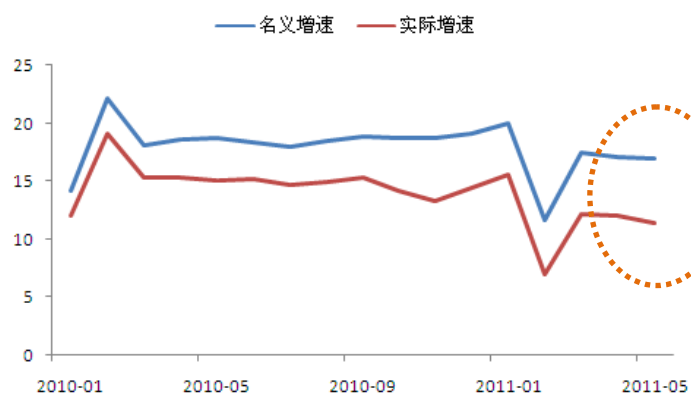
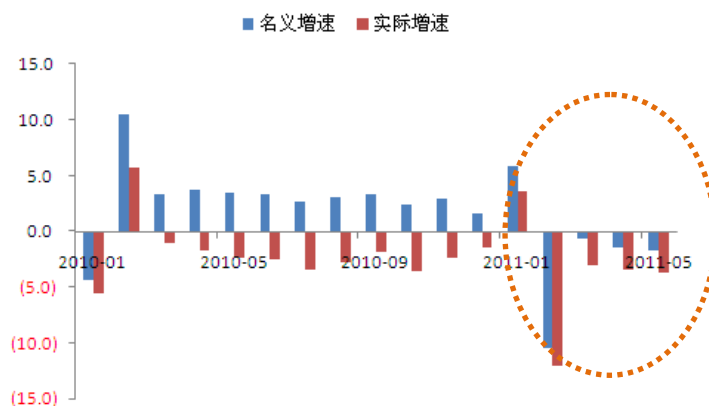


图 2 年初以来当月增速下滑速度加快（单位：百分点）



数据资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 3 累计增速比 4 月加快（单位：%）

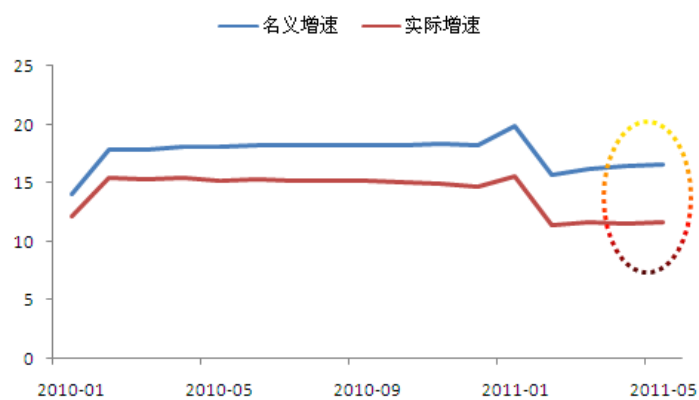
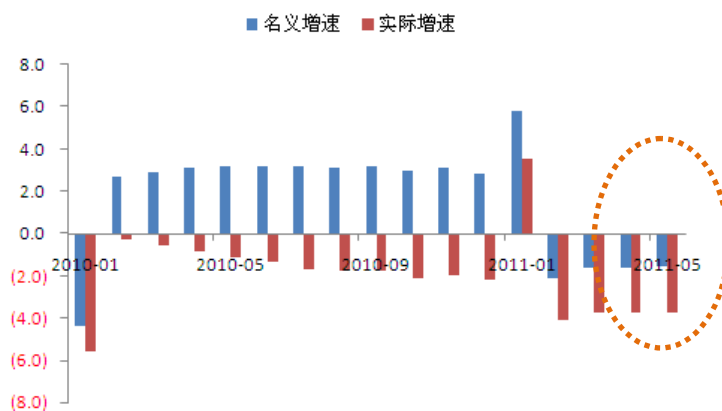


图 4 增速变化与 4 月持平（单位：%）



数据资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 5 就业扩张缓慢或许是消费放缓之根（单位：%）

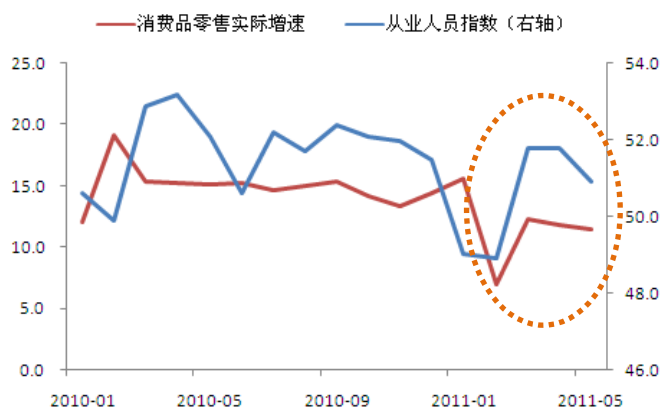
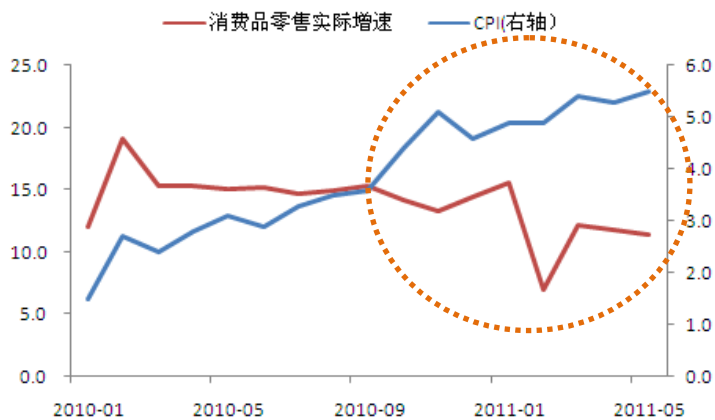


图 6 年初以来物价上涨抑制消费增速（单位：%）



数据资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 7 消费品零售名义、实际增速剪刀差扩大（单位：%）

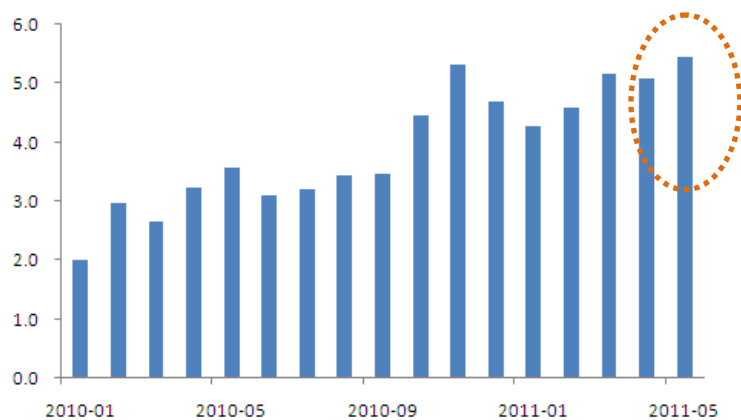
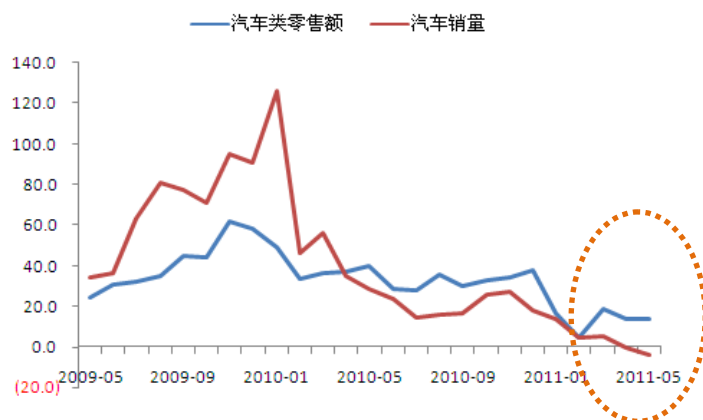


图 8 汽车销量继续负增长（单位：%）



数据资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 9 农村消费增速略有上升（单位：%）

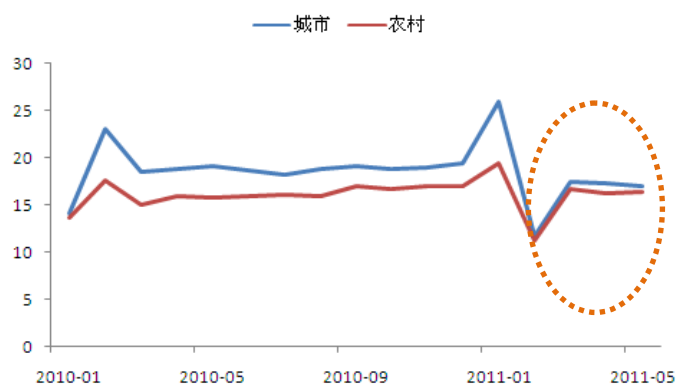
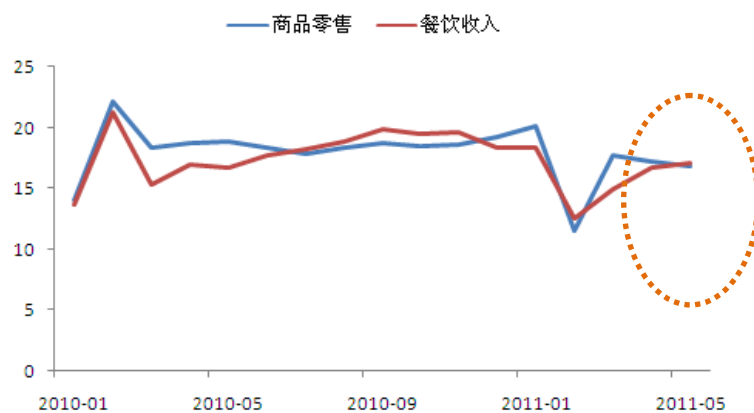


图 10 餐饮收入增速继续加快（单位：%）



数据资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图 11 限额以上商业零售仍保持较快增速（单位：%）

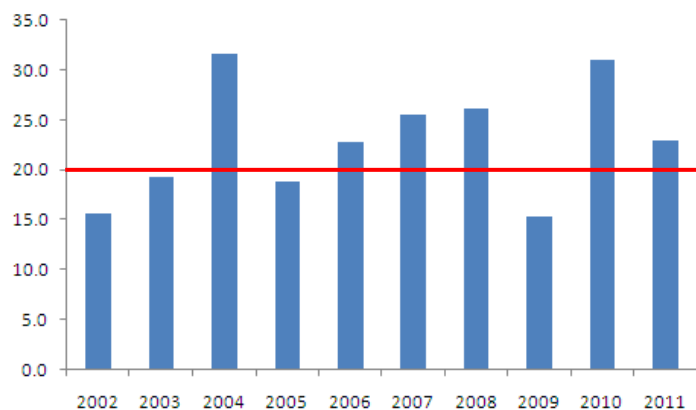
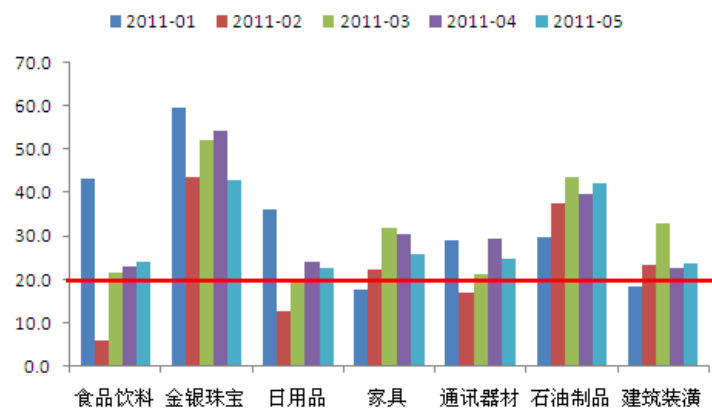


图 12 食品饮料、通讯器材、石油制品精彩纷呈（单位：%）



数据资料来源：CEIC，湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。