



2011.09.13

耐用必需下滑、高档消费稳定

——点评 11 年 8 月消费数据



吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

S0880511010058

姜超

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

S0880511010045

本报告导读：

本报告是对 11 年 8 月消费的点评。

摘要：

- 2011 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 17.0%，较 7 月下降 0.2 个百分点，略高于我们的预测（16.5%）。
- 社消增长超预期有价格方面的因素，平减 RPI 后社消实际增长 10.4%，与我们预测值基本相同。此外，我们更为关注的限额以上消费 8 月同比增长 22.5%，已经连续 2 个月出现下滑。从 08 年的经验看限额以上消费数据更有意义。
- 分商品看，8 月汽车消费出现短期反弹，但我们依然认为在高利率背景下，未来两个月汽车将出现旺季不旺的局面，而去年同期基数较高，因此汽车消费增速还可能下滑至 10% 以下。
- 除了汽车，家电、家具和建材等其他耐用消费增速本月都继续下滑，未来也还有进一步下降的空间。
- 8 月必需消费品中的“吃”和“穿”增速也在回落，只有日用品增速出现反弹，8 月大部分耐用消费和必需消费品增速出现下降。
- 从过去经验看，必需消费增长也有波动、只是波幅小于耐用消费品，并且会有所滞后。受通胀回落影响，它们下半年增长或还将有放缓。
- 在耐用消费和必需消费全面回落时，8 月高档消费表现依然突出，其中金银珠宝消费同比增长 44%，未来高档消费增长还将较为稳定。
- 我们预测 9 月社零总额同比增长 16.5%，并且维持 11 年全年同比增长 16.2% 的观点不变。由于下半年经济和通胀回落都较为确定，因此消费名义增速也将持续下滑，年底将回到 15% 左右的水平。

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

《避险货币稀缺或推升美元》

2011.09.07

《PMI 微弱反弹、警惕出口下降》

2011.09.01

《欧债危机深度解析》

2011.08.29

《准备金超调，加剧经济下行，未来或下调——点评央行将保证金存款纳入缴存范围》

2011.08.29

《工业利润率加速下滑》

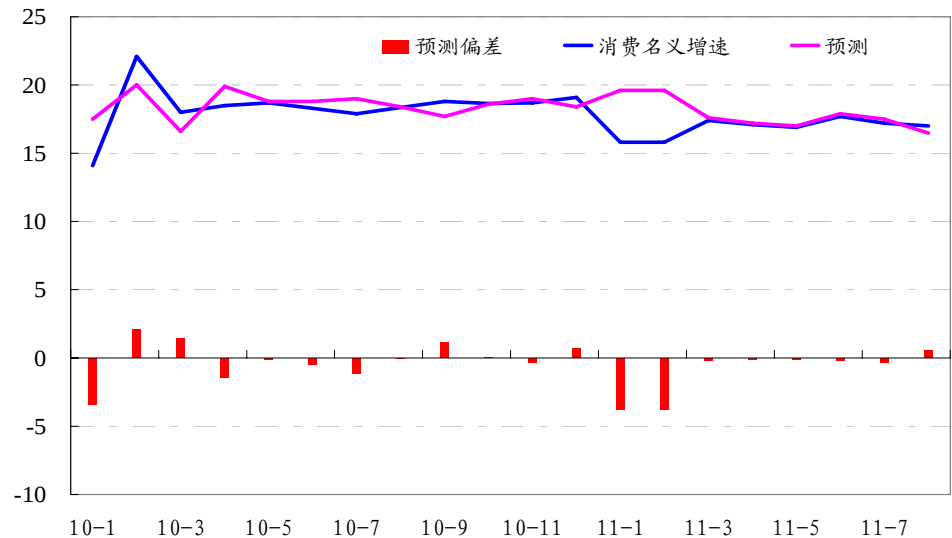
2011.08.28

1. 社消增速略高预期

国家统计局 9 月 9 日公布数据显示，2011 年 8 月社会消费品零售总额同比增长 17.0%，较 7 月下降 0.2 个百分点，略高于我们的预测（16.5%）。

图 1 社零总额增速、预测值及偏差

单位：%



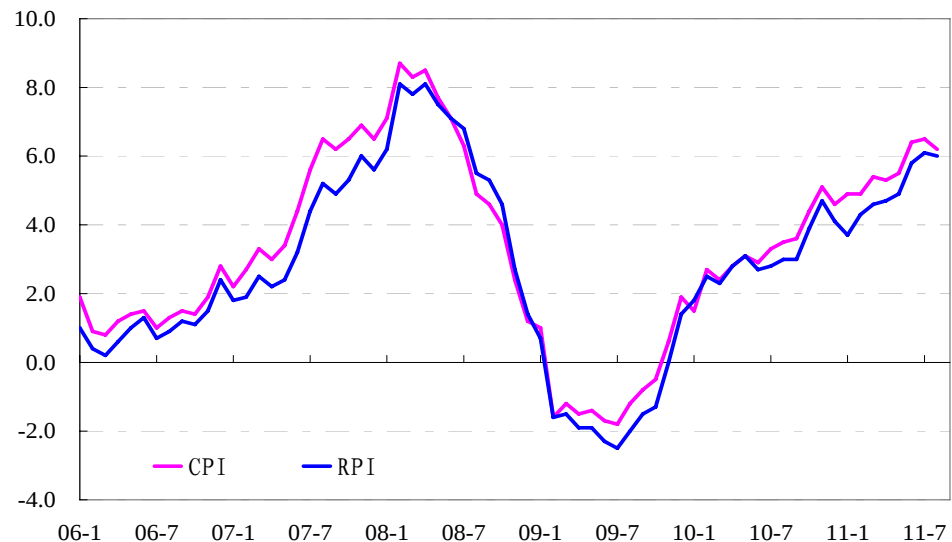
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

2. 消费增长实在下滑

社消增长超预期有价格方面的因素，8 月 CPI 为 6.2%、RPI 为 6%，均高于我们的预测值。平减 RPI 后社消实际增长 10.4%，与此前预期基本相同。

图 2CPI 和 RPI

单位：%

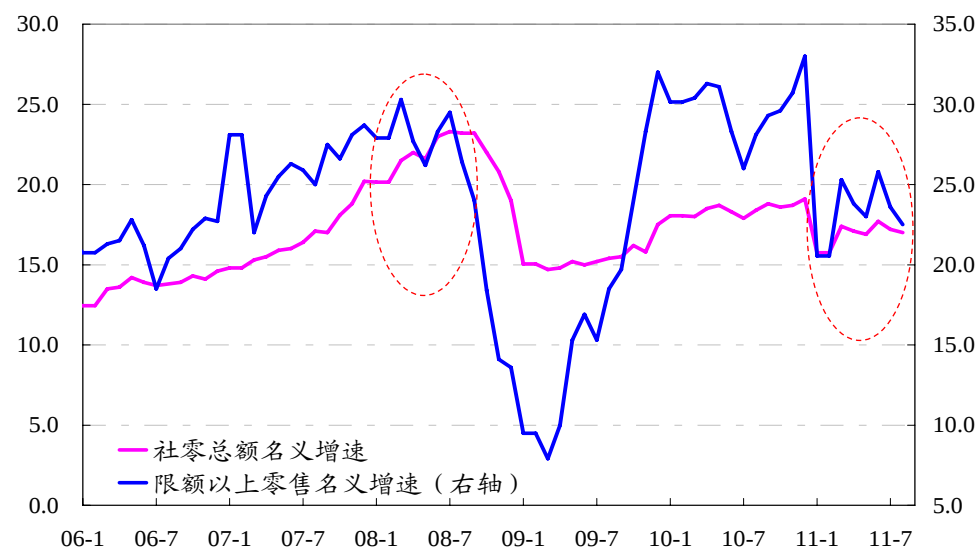


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

此外，我们更为关注的限额以上消费 8 月同比增长 22.5%，已经连续 2 个月出现下滑。08 年 7 月后限额以上消费增速就持续下行、而社消增速在 4 季度才受到影响，因此限额以上数据更有指示意义。未来由于经济和通胀都将回落，因此同样需要警惕消费增速下滑的风险。

图 3 社零总额和限额以上零售增速

单位：%



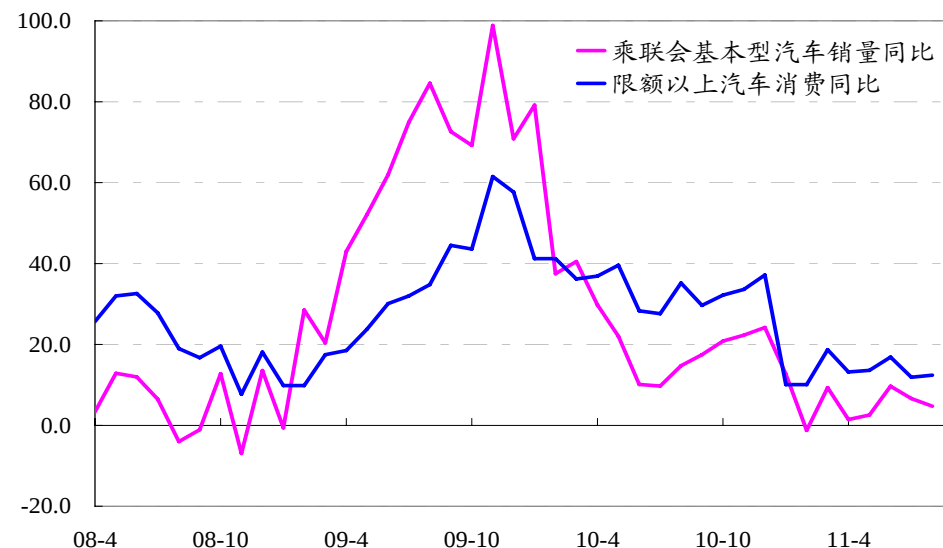
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

3. 耐用下滑仍有空间

分商品看，8月汽车消费同比增长12.4%，较上月回升0.5个百分点，和乘联会数据出现一定背离。虽然汽车销售额出现短期反弹，但我们依然认为在高利率背景下，未来两个月汽车将出现旺季不旺的局面，而去年同期则基数较高，因此汽车消费增速或会下滑至10%以下。

图 4 乘联会汽车销量和限额以上汽车消费对比

单位：%

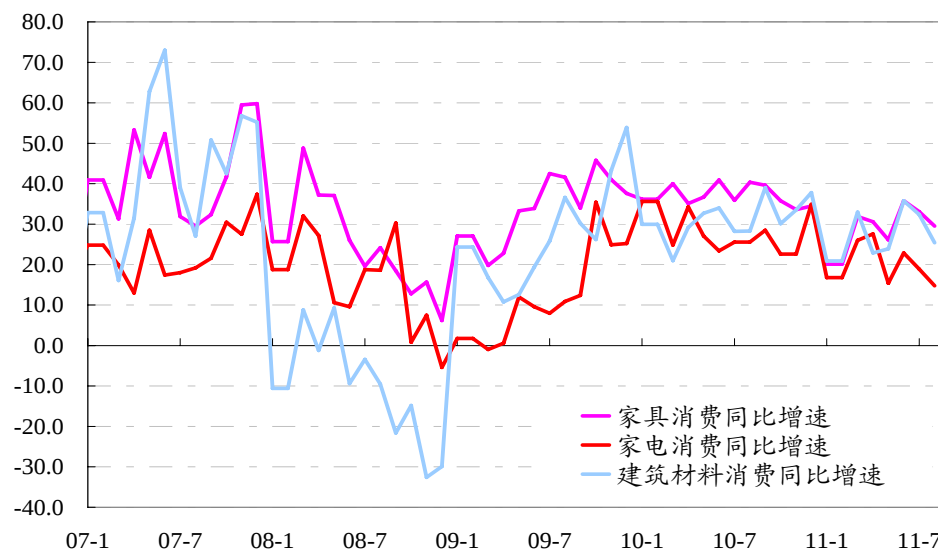


数据来源：国泰君安证券研究，统计局、乘联会

家电、家具和建材消费增速都还在继续下滑，其中家电增速从7月的18.9%下滑至14.8%。和汽车类似，其他耐用消费品增速未来还有进一步下降的空间。

图 5 家具、家电和建材消费增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

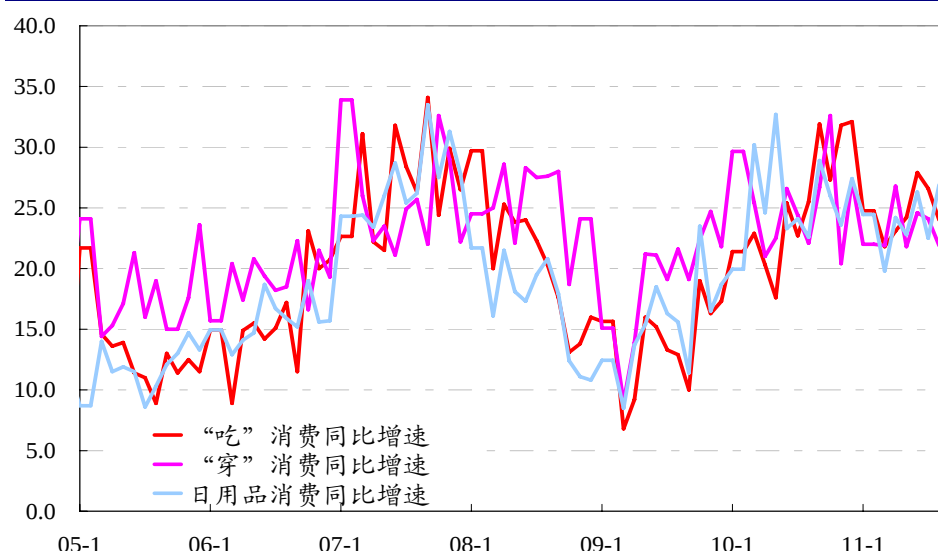
4. 必需消费回落滞后

继上月增速普遍回落后，8月必需消费品中的“吃”和“穿”增速分别下滑2.6%和2.2%，只有日用品增速出现反弹，8月大部分耐用消费和必需消费品增速出现下降。

虽然目前必需消费品的增速都在22-27%之间，依然在较高位，但从过去经验看，必需消费增长也有波动，只是波幅小于耐用消费品，并且会有所滞后。尤其是其中的“吃”和日用品，它们增速和通胀走势较为相关，因此下半年增长或将略有放缓，但短期由于通胀高企，增速依然会较快；“穿”消费走势和“吃”等基本类似，但更为稳定。

图 6 “吃”、“穿”和日用品消费增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

5. 高档消费相对稳定

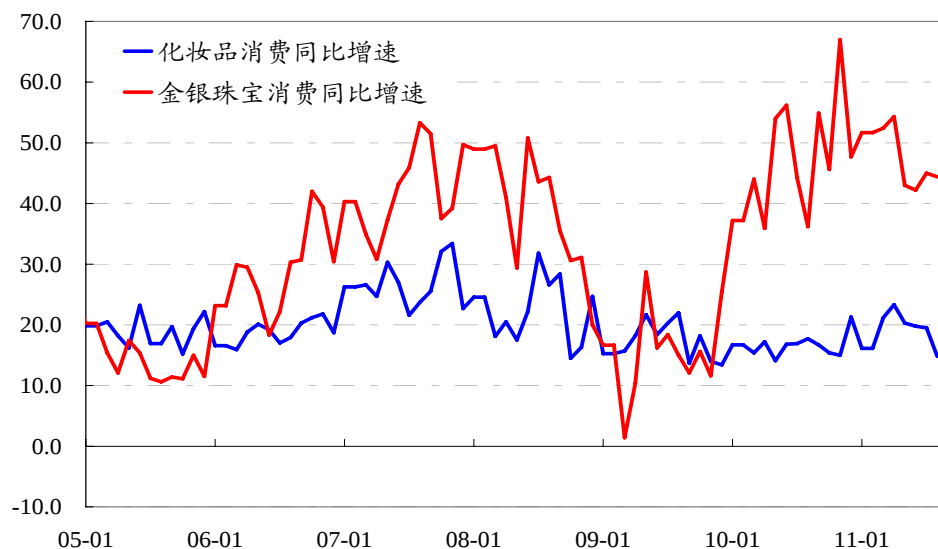
8月金银珠宝消费同比增长44%，较上月仅回落0.6%，而化妆品增速则下滑4.7%至14.8%，降幅稍大。从整体看，高档消费增长依然较为稳定。

展望未来，由于富人消费倾向较低，因此经济下滑对其消费影响会较有限，高档

消费的增速依然有保证。其中，化妆品增速已接近历史地位、下滑空间会较有限，金银珠宝增速在通胀回落时增速虽可能有下降、但增速依然将较快。

图 7 化妆品、石油和金银珠宝消费增速

单位：%



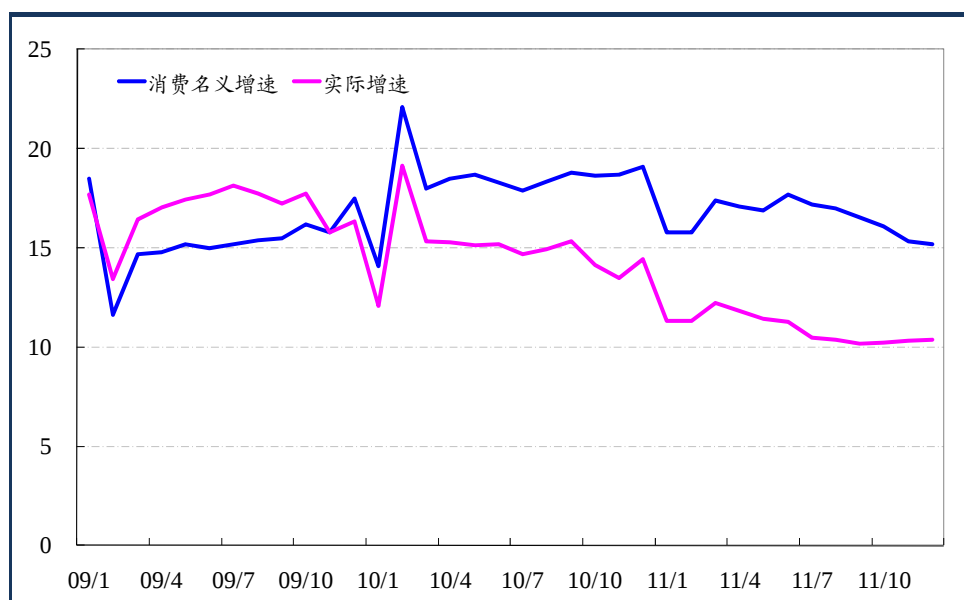
数据来源：国泰君安证券研究，统计局

6. 名义增速继续下滑

我们预测 9 月社零总额同比增长 16.5%，11 年全年同比增长 16.5%。由于下半年经济和通胀回落都较为确定，因此消费名义增速也将持续下滑，年底将回到 15% 左右的水平。

图 8 消费走势及未来预测

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

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。

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，09年、10年获水晶球债券最佳分析师第二名。

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		