

证券研究报告—深度报告

零售

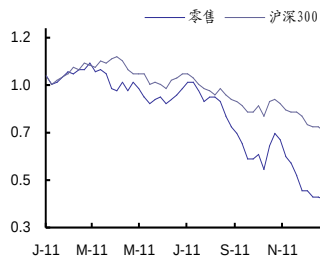
零售业先行指标专题研究之一

谨慎推荐

(维持评级)

2012年01月13日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《零售行业月报: 11 行业景气度仍维持低位, 下游消费信心下滑》——2011-12-14
 《零售行业 11 月月报: 社零总额平稳增长, CPI 现回落》——2011-11-09
 《零售行业专题: 从 H 股规律挖掘 A 股零售的牛股》——2011-10-21
 《商业零售行业 10 月月报: 社零增速加快, 消费信心略降》——2011-10-18
 《零售行业月报: 零售行业中报业绩增长稳健》——2011-09-18

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-MAIL: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

行业投资策略

解构社零--是先行指标么?

●零售股下跌是市场有效还是过度? 社零总额与零售指数不相关

零售股的投资时机应选择何时? 我们分 2 大类 10 个指标与零售指数间的关系进行了回归分析。结果显示: 社零总额的增速与零售指数不相关。我们认为社零总额中汽车及石油制品占比 19.3%、餐饮收入占比 11%, 其中占比 30.3%与零售基本不相关, 因此独立看社零总额, 可能会扭曲对零售行业的判断。

●实证一: 实际零售类增速均有效, 但滞后零售指数 4-5 个月

我们分析了除社零外的 4 个实际零售类的增速, 结果显示全部与零售指数正相关, 但均滞后板块指数 4 到 5 个月。相关性排序: 百家大型零售企业的零售额增速(滞后 5 个月、 $P=0.003$) > 重百百货商品增速(滞后 4 个月、 $P=0.013$) > 社零总额中的相关商品增速(滞后 5 个月、 $P=0.039$)。指标的滞后性, 反映了资本市场对实体经济有一定的前瞻性, 提前反映了实体零售的变化。

●实证结果二: 义乌小商品景气指数领先零售指数 3 个月

景气类指标我们选取了 5 个指标, 发现其相关性更强, 但也滞后 1 个月。相关性排序: 汇丰 PMI(滞后 1 个月、 $P=0.000$) > 义乌小商品指数(一阶差分、领先 3 个月、 $P=0.001$) > 义乌小商品指数(普遍相关、 $P=0.003$) > 物流与采购联合会公布的 PMI(滞后 1 个月、 $P=0.068$)。这里得出的本报告中唯一的领先的指标——义乌小商品指数, 领先 3 个月, 且经检验有效。我们以往认为消费者信心对行业有一定的领先性, 但检验发现没有相关性。

●实证总结: 义乌小商品景气指数领先零售指数 3 个月

总体而言, 景气类指标的相关性普遍高于零售类的实际增速的相关性, 最优指标的相关性也高于实际增速类, 即(汇丰 PMI、 $P=0.000$) > (百家重点大型零售企业零售额、 $P=0.003$); 且景气类指标滞后 1 个月, 而实际增速类滞后 4-5 个月。这可能说明, 资本市场更多地反映的是整个行业的预期景气的变化, 对后期兑现后的实体零售的增速具体是百分之几、以及细分品类上的差异, 区别度没那么敏感。

●实证应用: 未能得出有效结论!

义乌小商品指数这 3 个月的一阶差分数据仍呈现下滑, 那么今年的 1~4 月投资零售的时机未到; 但如果判断零售数据将自今年 5 月起由低位提升, 那么提前 4~5 个月的现在, 正是投资时机。两者结论相反, 因此我们没能根据本报告得出有效结论。

●美日零售指标对比: 总体一致, 细节差异

美国 Retail & food services sales 和中国社会商品零售总额指标的定义一致, 在美国经济周期研究中非常重要的 Retail sales 指标和我国社会商品零售总额指标下的商品零售细分项在定义上一致。

●后续做 CPI、家电、金价与黄金珠宝及奢侈品的回归, 静请期待!

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

解构篇：社零总额的结构分析	4
社零总额的定义及内涵	4
限额以上企业零售商品的结构	4
社零总额结构的变动趋势	5
实证篇：寻找零售板块的领先指标	9
拟合 1：社零总额的增速	9
拟合 2：与零售相关的商品零售额的增速	10
拟合 3、4：百货、超市类的商品增速与对应指数的相关性分析	10
拟合 5：百家重点大型零售企业零售额增速	12
回归小结 1--实际增速类的指标	12
拟合 6：消费者信心指数	13
拟合 7、8：义乌小商品景气指数	14
拟合 9、10：采购经理人指数（PMI）	15
回归小结 2--景气类的指标	16
结论篇：不是那么成功的回归检验	16
对比篇：美日零售行业指标分析	17
美国的零售指标	17
日本的零售指标	18
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 社零总额按消费形态划分的结构	4
图 2: 2011 年 11 月限额以上企业商品零售总额构成	5
图 3: 各分类占限额以上企业商品零售比例 (2011 年 1-11 月)	5
图 4: 各分类占社零总额比例 (2011 年 1-11 月)	5
图 5: 限额以上企业商品零售占比不断上升	5
图 6: 限额以上企业商品零售各分类结构变化趋势	6
图 7: 粮油食品 & 饮料烟酒类零售额份额下降	6
图 8: 服装鞋帽、纺织品类零售额份额下降	6
图 9: 化妆品类零售额份额下降	6
图 10: 金银珠宝类零售额份额上升	6
图 11: 日用品类零售额份额下降	7
图 12: 体育娱乐用品类零售额份额下降	7
图 13: 家用电器和音像器材类零售额份额下降	7
图 14: 书报杂志类零售额份额下降	7
图 15: 中西药类零售额份额下降	7
图 16: 文化办公用品类零售额份额先下降后反弹	7
图 17: 家具类零售额份额上升	8
图 18: 通讯器材类零售额份额下降	8
图 19: 石油及制品类零售额份额先上升后保持稳定	8
图 20: 建筑及装潢材料类零售额份额上升	8
图 21: 汽车类零售额份额上升	8
图 22: 限额以上企业商品零售各分类增速一览	8
图 23: 社零总额单月同比增速与零售指数	10
图 24: 零售相关商品零售额单月同比增速与零售指数	10
图 25: 百货商品品类构成示例	11
图 26: 超市商品品类构成示例	11
图 27: 重构百货商品单月同比与 Wind 百货商店指数	11
图 28: 重构超市相关商品单月同比与 Wind 大卖场与超市指数	12
图 29: 百家重点大型零售企业零售额月度同比增速与零售指数	12
图 30: 消费者信心指数与零售指数	13
图 31: 消费者信心指数 (一阶差分后) 与零售指数	13
图 32: 义乌小商品景气指数与零售指数	14
图 33: 义乌小商品景气指数 (一阶差分后) 与零售指数	14
图 34: 采购经理人指数 (一阶差分后) 和零售指数	15
图 35: 汇丰 PMI (一阶差分后) 和零售指数	16
图 36: S&P500 Retailing Index 和美国 Retail sales 单月同比	17
图 37: 美国 MARTS 报告的结构	17

解构篇：社零总额的结构分析

社零总额的定义及内涵

社会消费品零售总额（下称社零总额）是统计国民经济各行业直接售给城乡居民和社会集团的消费品总额。从官方的定义中，它反映了各行业通过多种商品流通渠道，向居民和社会集团供应的生活消费品总量，是研究国内零售市场变动情况、反映经济景气程度的重要指标。社零总额由国家统计局每月编制，它包括了对限额以上企业、限额以下企业，两者的统计方法有一定的差异。

表 1: 社零总额的统计方法

类 别	限额以上企业（单位）消费品零售额	限额以下企业（单位）消费品零售额
标 准	年主营业务收入达到 2000 万元的批发单位、500 万元的零售单位、200 万元的住宿和餐饮单位	达不到上述标准的单位
总 数	约 15 万家	约 2900 万家
统计方法	全面调查：直接对所有限额以上单位的零售额数据进行超级汇总得出	抽样调查：分层随机抽样方法获得，样本单位有 10 万家左右
细分指标	分为餐饮收入和商品零售，其中商品零售继续细分至商品品类零售额	仅细分为餐饮收入和商品零售，无商品品类数据

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

社零总额在消费形态、所属行业、商品品类等方面进行细分。

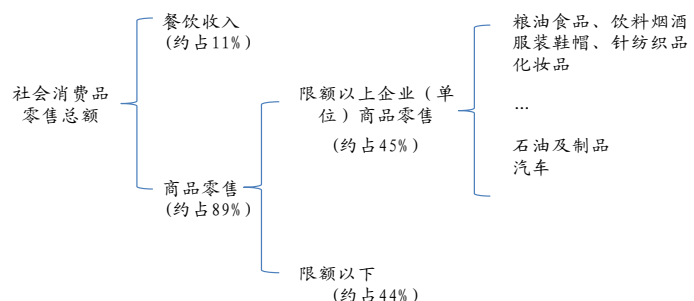
表 2: 社零总额的内涵

分类方式	细分指标
消费形态	商品零售和餐饮收入
所属行业	商业零售额、饮食业零售额和工业零售额
经济类型	全民所有制经济零售额、集体所有制经济零售额、个体经济零售额、中外合资和外资独资经济
销售对象	对城乡居民的消费品零售额、对社会集团的消费品零售额、对农村的农业生产资料零售额等
商品类别	食品类零售额、日用品类零售额、文化娱乐品类零售额、衣着类零售额、医药类零售额、燃料

资料来源：国信证券经济研究所

下图分析了我国社零总额按消费形态分类的数据结构。从消费形态分，社零总额包括了餐饮收入（11%）及商品零售（89%）。商品零售中什么是主角？我国并不公布社零总额总体中的商品类别，我们只能从限额以上企业的商品类别中一窥究竟！（限额以上企业的商品零售占社零总额的 45%）

图 1: 社零总额按消费形态划分的结构



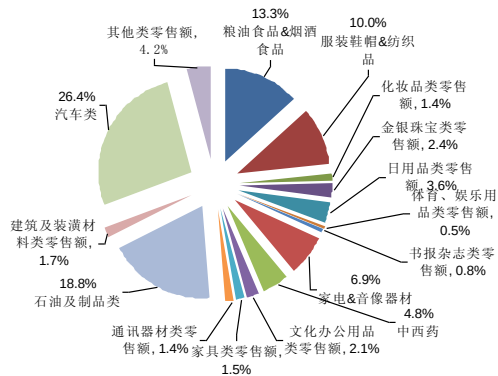
资料来源：国信证券经济研究所整理

限额以上企业零售商品的结构

国家统计局公布的、限额以上企业的商品零售数据总共含有 14 个商品品类。可以分为 6 个大类：超市、百货、家电、家居、汽车和其他。

从 2011 年 1 月至 11 月的数据可以看出，汽车相关（石油及制品和汽车类）比重最大，占限额以上企业商品零售额的 45.3%，占社零总额的 19.3%。其次是超市相关（主要包括粮油食品、饮料烟酒和日用品类等）和百货相关（服装鞋帽、针纺织品、化妆品和金银珠宝），分别占限额以上企业商品零售额的 19.4%和 13.8%，占总额的 8.3%和 5.9%。

图 2: 2011 年 11 月限额以上企业商品零售总额构成



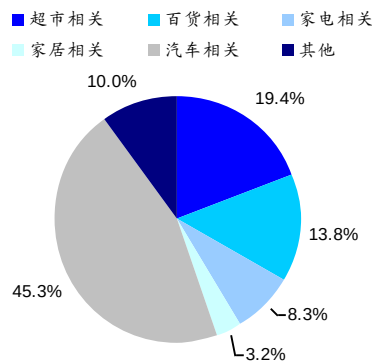
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

表 3: 对限额以上企业商品零售商品品类的重分类

大类	具体商品品类
超市相关	粮油食品、饮料烟酒；日用品类；体育、娱乐用品；文化办公用品
百货相关	服装鞋帽、针纺织品；化妆品；金银珠宝
家电相关	家用电器和音像器材；通讯器材
家居相关	家具；建筑及装潢材料
汽车相关	石油及制品；汽车类
其他	中西药品等

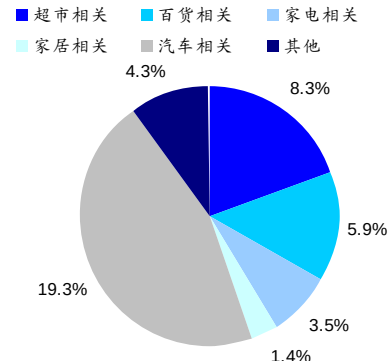
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 3: 各分类占限额以上企业商品零售比例(2011 年 1-11 月)



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图 4: 各分类占社零总额比例(2011 年 1-11 月)

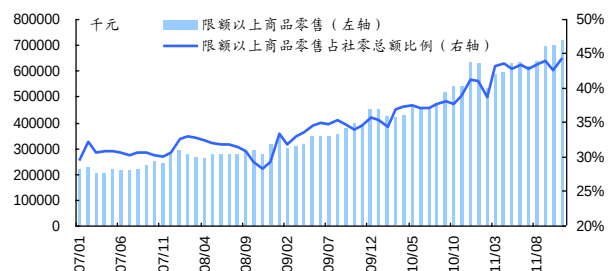


资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

社零总额结构的变动趋势

限额以上企业商品零售额占比不断上升至 42.7%。07 年至今，限额以上企业的商品零售额，其年度增速在 20%-35%之间，使得限额以上企业商品零售额，占社零总额的比例从 07 年的 30%上升至 11 年目前的 42.7%。

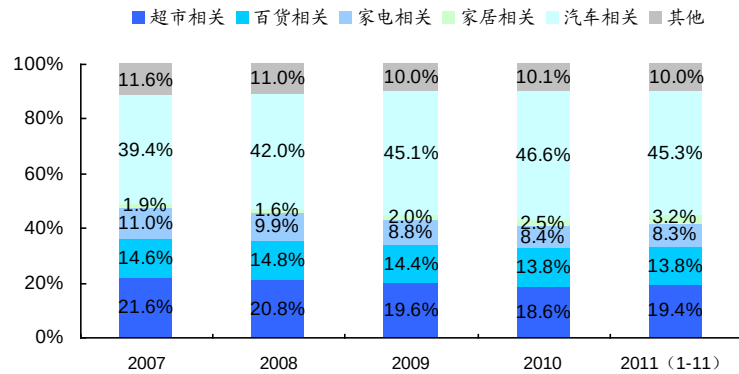
图 5: 限额以上企业商品零售占比不断上升



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

家居及汽车类商品增幅最快: 从年度趋势上看, 六个主要分类占社零总额的比例都在上升, 其中尤其以家居和汽车上涨幅度最大。家居相关类从 2007 年的 0.6% 上升至 2011 年 (1-11 月) 的 1.4%, 占比上升逾一倍; 汽车相关类从 2007 年至今上涨 7.3 个百分点至 19.3%, 但 2011 年增速下降明显。

图 6: 限额以上企业商品零售各分类结构变化趋势

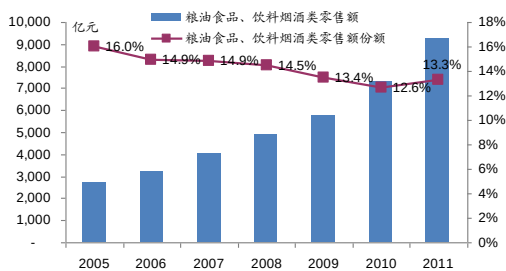


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

限额以上企业商品结构中, 超市、百货和家电等传统零售子行业下降: 07 年至 2011 年间超市相关产品从 21.6% 下降至 19.4%, 百货则从 14.6% 下降至 13.8%; 家电类下降幅度最大, 从 11.0% 下降至 8.3%。与此对应的是家居类和汽车类商品占比的上升。

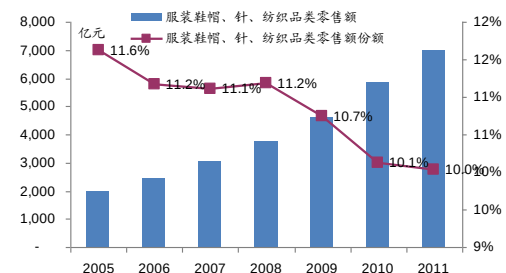
从具体的细分商品品类来看, 在过去的五年中, 金银珠宝类、建材和装潢类、家具类、汽车类比重快速上升。这主要是由于经济增长、人民收入的提高, 房地产市场和汽车市场持续火爆的原因。

图 7: 粮油食品&饮料烟酒类零售额下降



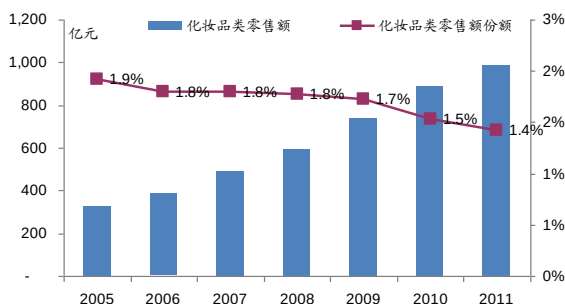
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 8: 服装鞋帽、纺织品类零售额下降



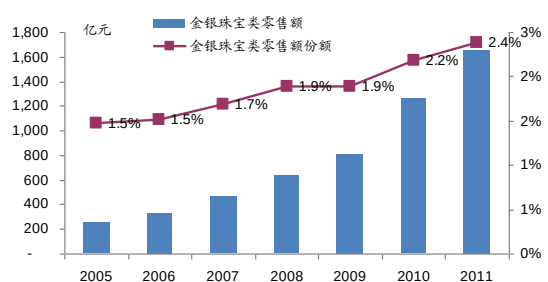
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 9: 化妆品类零售额下降



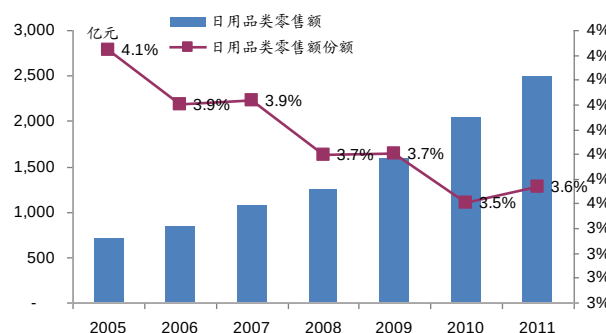
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 10: 金银珠宝类零售额上升



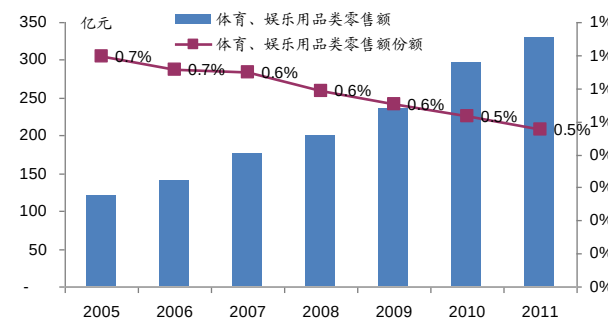
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 11: 日用品类零售额份额下降



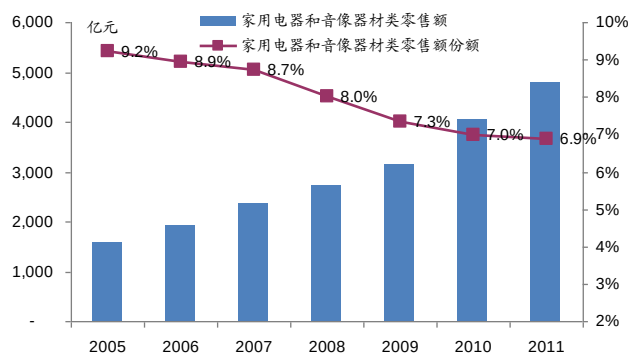
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 12: 体育娱乐用品类零售额份额下降



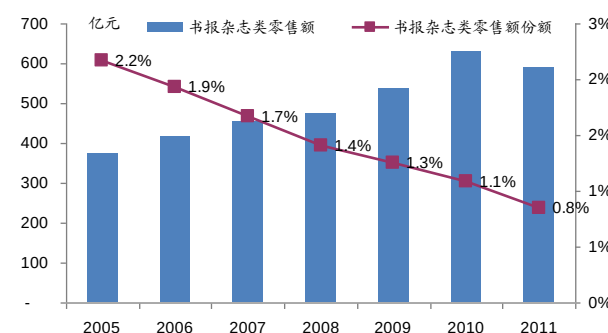
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 13: 家用电器和音像器材类零售额份额下降



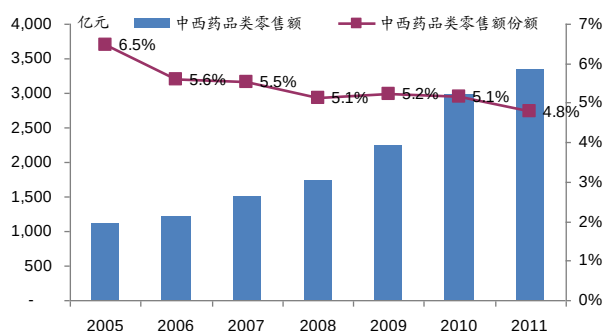
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 14: 书报杂志类零售额份额下降



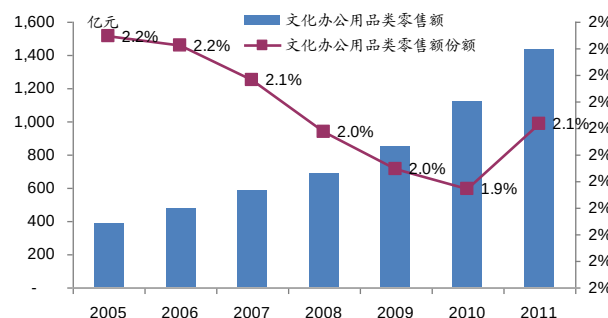
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 15: 中西药品类零售额份额下降



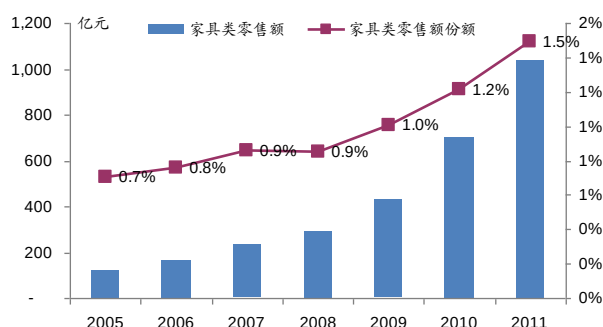
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 16: 文化办公用品类零售额先下降后反弹



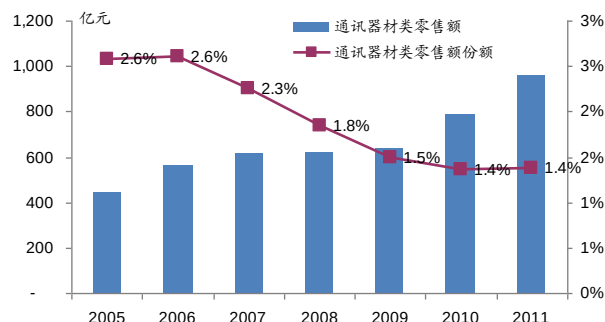
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 17: 家具类零售额份额上升



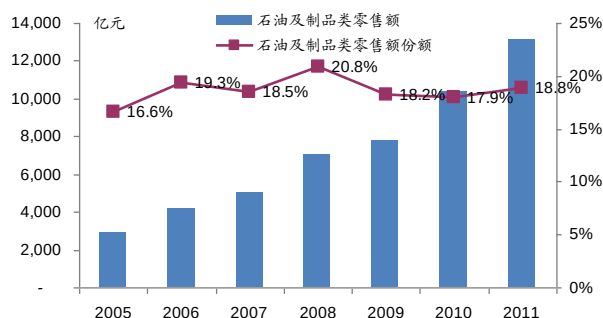
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 18: 通讯器材类零售额份额下降



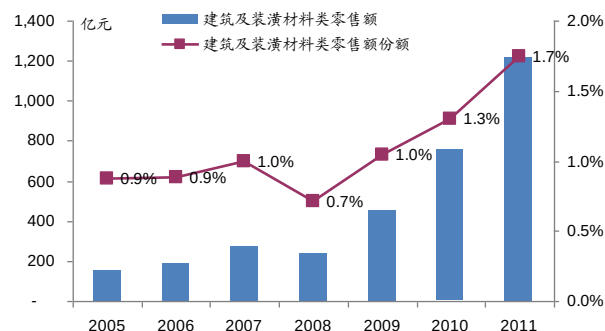
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 19: 石油及制品类零售额份额先上升后保持稳定



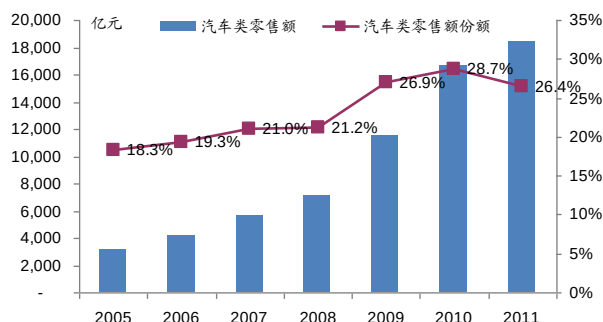
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 20: 建筑及装潢材料类零售额份额上升



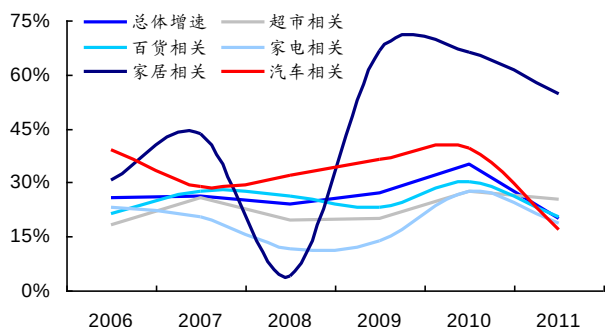
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 21: 汽车类零售额份额上升



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 22: 限额以上企业商品零售各分类增速一览



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

实证篇：寻找零售板块的领先指标

为了更好的对零售板块进行分析和预测，我们分别对 2 大类、10 个指标与零售行业指数间的关系进行了拟合。两大类包括**零售额实际增速类**指标和**景气类**指标。

零售额实际增速类指标包括社会消费品总额增速、零售相关商品零售额增速、重构百货类商品增速、重构超市类商品增速以及百家重点大型零售企业零售额增速等指标；**景气类指标**，主要包括消费者信心指数、义乌小商品指数和 PMI 指数进行分析。实证结果如下：

表 4：实证结果一览（按拟合优度排列）

种类	指标名称	回归结果	P 值
景气指数类	汇丰采购经理人指数 PMI（一阶差分后）	滞后 1 期与零售指数显著相关	0.000
景气指数类	义乌小商品景气指数（一阶差分后）	领先 3 期与零售指数显著相关	0.001
实际增速类	百家重点大型零售企业零售额增速	滞后 5 期与零售指数显著相关	0.003
景气指数类	义乌小商品景气指数	普遍相关，但时间序列不平稳	0.003
实际增速类	百货相关商品零售额增速	滞后 4 期与百货指数显著相关	0.013
实际增速类	零售相关商品零售额增速	滞后 5 期与零售指数显著相关	0.039
景气指数类	采购经理人指数 PMI（一阶差分后）	滞后 1 期与零售指数显著相关	0.068
实际增速类	超市相关商品零售额增速	滞后 5 期与超市指数较相关	0.104
景气指数类	消费者信心指数	普遍不相关	0.151
实际增速类	社会消费品零售总额增速	普遍不相关	0.186

资料来源：国信证券经济研究所整理

注：P 值越小，说明拟合结果越好

重要的拟合结果说明：

实际增速类指标：（1）社零总额的增速与零售指数不相关，而其他主要的实际销售额增速都与板块指数存在相关关系。这说明社零总额由于包含汽车和石油及其制品等与零售不相关的商品品类，不能很好地解释零售指数的变化；（2）实际增速类指标有效，但均滞后于对应的板块指数 4 到 5 个月。这说明，零售指数对实体零售行业的变化具有一定的前瞻性，能够提前 4 至 5 个月进行反映；

义乌小商品景气指数：一阶差分后的义乌小商品指数，领先于零售指数 3 个月。也就是说，义乌小商品指数本月相对上个月的变化，可以较好地解释 3 个月后的零售指数变动，解释度为 20.2%；

采购经理人指数：进行一阶差分后的 PMI 和汇丰 PMI，与零售指数存在正相关关系，滞后 1 个月，而且滞后 1 个月的汇丰 PMI（一阶差分后）拟合结果更优，解释度为 19.1%。

总体而言，我们选取的 10 个指标，除社零总额增速外，均与零售指数有着相关关系；我们发现，其中领先性的指标只有义乌小商品景气指数（领先 3 个月），PMI 指数落后 1 个月，而商品增速类数据则普遍落后 4~5 个月。详见下面的分析：

拟合 1：社零总额的增速

我们在此对社零总额单月同比增速和零售指数的月收益率的时间序列做回归分析，区间为[2001.01, 2011.11]。考虑到社零总额的变化在资本市场的反映，可能有领先或滞后效应，我们将解释变量（社零总额单月同比增速）分别领先、滞后 1 至 6 期进行回归。

图 23: 社零总额单月同比增速与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 5: 社零总额单月同比增速和零售指数的月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R平方	P值	是否通过检验
[2001.01, 2011.11]	同阶	-0.129	0.003	0.509	不显著
	领先 1 期	-0.115	0.003	0.558	不显著
	领先 2 期	-0.085	0.002	0.665	不显著
	领先 3 期	-0.055	.001	0.780	不显著
	领先 4 期	0.074	0.001	0.709	不显著
	领先 5 期	0.132	0.004	0.508	不显著
	领先 6 期	0.173	0.006	0.390	不显著
	滞后 1 期	-0.024	0.000	0.900	不显著
	滞后 2 期	-0.038	0.000	0.849	不显著
	滞后 3 期	0.052	0.001	0.792	不显著
	滞后 4 期	0.214	0.009	0.284	不显著
	滞后 5 期	0.25	0.014	0.186	不显著
	滞后 6 期	0.262	0.014	0.196	不显著

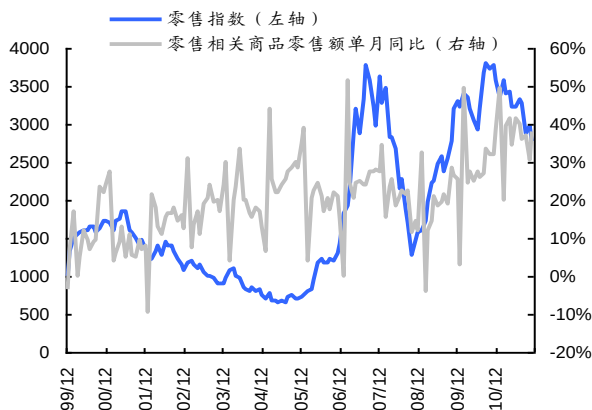
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

回归分析显示: 无论从统计意义还是经济意义上来说, 拟合结果都不理想。也就是说, 社零总额的单月同比增速, 对零售指数的月收益率的解释度不高。

拟合 2 与零售相关的商品零售额的增速

限额以上企业商品零售额中, 我们将与零售板块相关的商品品类加总, 生成零售相关商品零售额指标 (超市相关、百货相关和家电相关类商品、扣除了餐饮、汽车、石油和建材等), 我们在此对零售相关商品零售额单月同比增速和零售指数的月收益率的时间序列做回归分析, 区间为[2001.01, 2011.11]。

图 24: 零售相关商品零售额单月同比增速与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 6: 零售相关商品零售额同比增速和零售指数的月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R平方	P值	是否通过检验
[2001.01, 2011.11]	同阶	-0.001	0.000	0.994	不显著
	领先 1 期	-0.026	0.001	0.736	不显著
	领先 2 期	0.001	0.000	0.991	不显著
	领先 3 期	-0.059	0.005	0.451	不显著
	领先 4 期	0.017	0.000	0.826	不显著
	领先 5 期	0.052	0.003	0.517	不显著
	领先 6 期	0.052	0.003	0.526	不显著
	滞后 1 期	0.069	0.006	0.365	不显著
	滞后 2 期	0.022	0.001	0.773	不显著
	滞后 3 期	0.025	0.001	0.752	不显著
	滞后 4 期	0.145	0.027	0.063	10%显著
	滞后 5 期	0.162	0.034	0.039	5%显著
	滞后 6 期	0.095	0.012	0.234	不显著

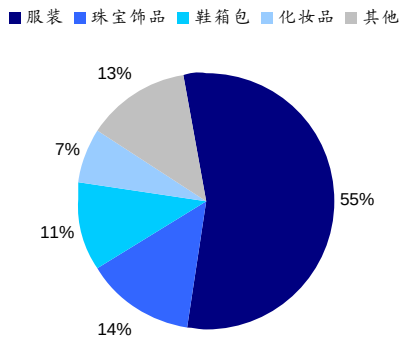
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

回归结果显示, 零售相关商品零售额的单月同比增速, 在滞后 4 个月和 5 个月的情况下, 对零售指数月收益有显著的正向影响, 滞后性可能说明了, 零售指数对实体经济有一定的前瞻性。

拟合 3、4: 百货、超市类的商品增速与对应指数的相关性分析

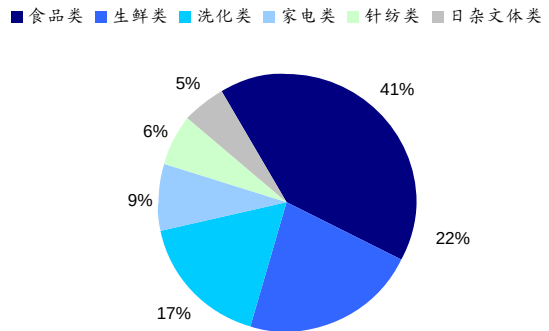
接下来我们分析与百货、超市相关的商品零售增速与各自对应指数的相关性。为此, 我们根据百货和超市的商品品类的占比, 构造了相关商品零售增速, 我们称之为**重构百货类商品增速**和**重构超市类商品增速**。

图 25: 百货商品品类构成示例



资料来源: 公司报告、国信证券经济研究所整理

图 26: 超市商品品类构成示例



资料来源: 公司报告、国信证券经济研究所整理

根据相关上市公司公告的商品品类构成情况 (见图 25 和图 26), 我们确定限额以上企业商品零售额中各细分项目的权重。

表 7: 重构百货、超市商品增速的各商品品类增速权重

各商品品类增速权重	
重构百货商品增速	服装鞋帽、针纺织品 (65%); 化妆品 (15%); 金银珠宝 (25%)
重构超市商品增速	粮油食品、饮料烟酒 (63%); 日用品类 (17%); 针纺类 (6%); 家用电器 (9%); 体育、娱乐用品和文化办公用品 (共 5%)

资料来源: 国信证券经济研究所整理

确定各商品品类的权重后, 我们依据如下公式构造重构百货类商品增速和重构超市类商品增速:

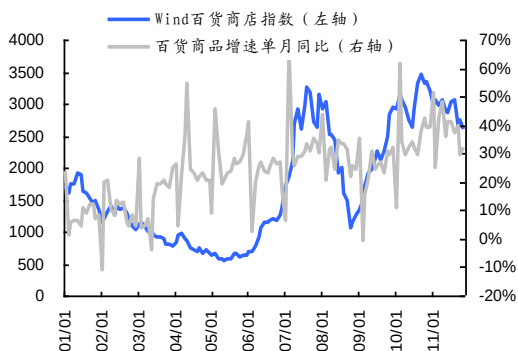
$$\text{重构后增速} = \sum \text{单种商品品类增速} * \text{权重}$$

我们分别对重构百货单月同比增速和重构超市百月同比增速与其对应的 Wind 指数月收益率的时间序列做回归分析, 区间为[2001.01, 2011.11]。

回归结果-重构百货商品增速: 回归结果显示: 滞后 4 个月和滞后 5 个月的重构百货商品单月同比增速, 对 Wind 百货商店指数的月收益有显著的正向影响, 这与零售相关商品零售额的拟合结果类似, 解释度为 0.049 和 0.033。

回归结果: 重构超市商品增速: 同样地, 滞后 4 个月和滞后 5 个月的拟合结果较其他结果有明显的改善, 但相关性不如百货商品增速, 解释度为 0.016 和 0.021。

图 27: 重构百货商品单月同比与 Wind 百货商店指数



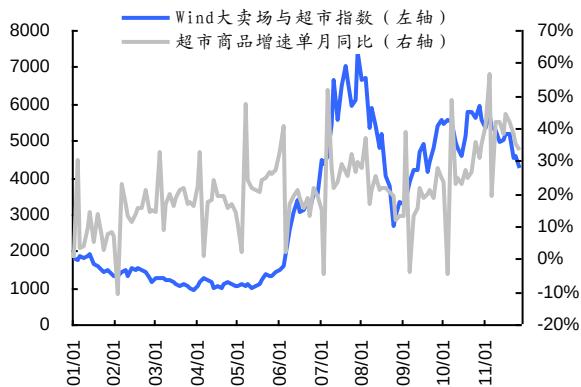
资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 8: 重构百货商品增速和 Wind 百货商店指数月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R 平方	P 值	是否通过检验
[2001.01, 2011.11]	同阶	2.74	0.002	0.659	不显著
	领先 1 期	-1.78	0.001	0.776	不显著
	领先 2 期	0.79	0.000	0.899	不显著
	领先 3 期	-1.82	0.001	0.773	不显著
	领先 4 期	6.12	0.008	0.334	不显著
	领先 5 期	9.353	0.017	0.142	不显著
	领先 6 期	11.40	0.025	0.076	10%显著
	滞后 1 期	7.04	0.010	0.257	不显著
	滞后 2 期	2.41	0.001	0.703	不显著
	滞后 3 期	7.39	0.011	0.244	不显著
	滞后 4 期	15.81	0.049	0.013	5%显著
	滞后 5 期	13.03	0.033	0.043	5%显著
	滞后 6 期	10.98	0.023	0.094	10%显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 重构超市相关商品单月同比与 Wind 大卖场与超市指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 9: 重构超市商品增速和大卖场与超市指数 (wind) 月收益率的回归分析结果

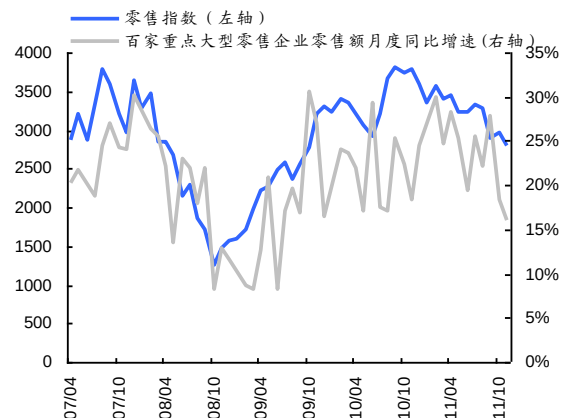
时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R 平方	P 值	是否通过检验
[2001.01, 2011.11]	同阶	-3.43	0.002	0.637	不显著
	领先 1 期	-1.52	0.000	0.837	不显著
	领先 2 期	-2.64	0.001	0.722	不显著
	领先 3 期	1.86	0.001	0.805	不显著
	领先 4 期	-3.34	0.002	0.660	不显著
	领先 5 期	9.16	0.011	0.235	不显著
	领先 6 期	0.34	0.000	0.966	不显著
	滞后 1 期	8.22	0.010	0.259	不显著
	滞后 2 期	-1.24	0.000	0.867	不显著
	滞后 3 期	-1.83	0.001	0.806	不显著
	滞后 4 期	10.61	0.016	0.155	不显著
	滞后 5 期	12.20	0.021	0.104	不显著
	滞后 6 期	7.17	0.007	0.346	不显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拟合 5 百家重点大型零售企业零售额增速

中华全国商业信息中心每个月对全国百家重点大型零售企业（约 109 家）进行统计调查，在此基础上发布**百家重点大型零售企业零售额**指标。考虑到上市公司的规模，我们猜想大型零售企业的销售额情况与零售指数更为相关。我们选取百家重点大型零售企业零售额月度同比增速（经过价格调整后），与零售指数月收益进行回归，区间为[2007.04, 2011.11]。

图 29: 百家重点大型零售企业零售额月度同比增速与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 10: 百家重点大型零售企业零售额同比增速和零售指数的月收益率的回归结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R 平方	P 值	是否通过检验
[2001.01, 2011.11]	同阶	0.297	0.024	0.268	不显著
	领先 1 期	-0.218	0.016	0.381	不显著
	领先 2 期	-0.186	0.012	0.458	不显著
	领先 3 期	0.061	0.001	0.809	不显著
	领先 4 期	-0.035	0.000	0.888	不显著
	领先 5 期	-0.031	0.000	0.899	不显著
	领先 6 期	-0.438	0.070	0.075	10%显著
	滞后 1 期	0.174	0.008	0.522	不显著
	滞后 2 期	0.006	0.000	0.982	不显著
	滞后 3 期	-0.006	0.000	0.984	不显著
	滞后 4 期	0.635	0.088	0.041	5%显著
	滞后 5 期	0.922	0.185	0.003	1%显著
	滞后 6 期	0.405	0.035	0.210	不显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

回归结果显示，滞后 4 个月和 5 个月的百家重点大型零售企业零售额同比增速对零售指数月收益有显著的正向影响。

回归小结 1-实际增速类的指标

至此，我们发现所有的反映零售企业销售额实际增速的指标，包括零售相关商品的增速、重构百货商品的增速，以及百家重点大型零售企业零售的同比增速，基本都与行业指数相关。其相关性依次为：

百家重点大型零售企业零售额（滞后 5 个月、 $P=0.003$ ）> 重构百货商品增速（滞后 4 个月、 $P=0.013$ ）> 社零总额中的相关商品增速（滞后 5 个月、 $P=0.039$ ）。

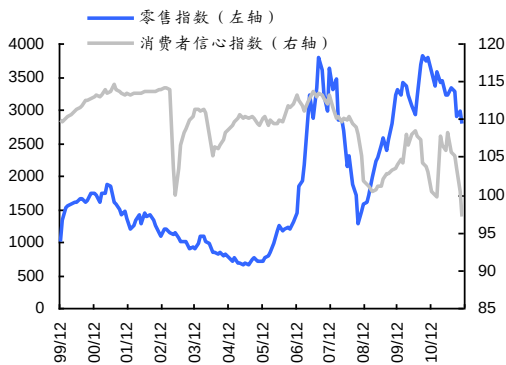
但上述 3 个指标均滞后于零售行业指数（零售指数、Wind 百货商店指数）4 到 5 个月。这可能反映了资本市场确实对实体经济有一定的前瞻性，提前反映了实体零售的变化。

为了寻找零售板块的领先指标，我们接下来对各类反映预期的景气指数进行分析。

拟合 6: 消费者信心指数

消费者信心指数由国家统计局编制，反映消费者信心强弱的指标，主要反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。我们对消费者信心指数与零售指数的月收益率的时间序列做回归分析，区间为[2000.01, 2011.11]。

图 30: 消费者信心指数与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 11: 消费者信心指数和零售指数的月收益率的回归分析结果

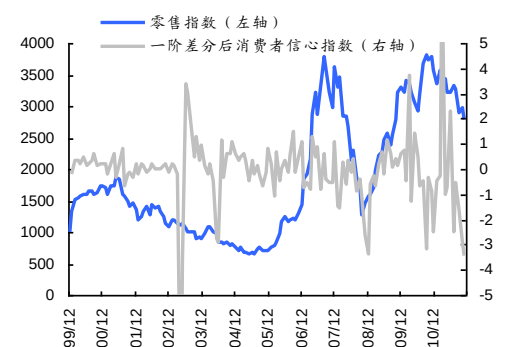
时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R平方	P值	是否通过检验
[2000.01, 2011.11]	同阶	-0.0004	0.000	0.843	不显著
	领先 1 期	-0.0006	0.001	0.739	不显著
	领先 2 期	-0.0008	0.001	0.686	不显著
	领先 3 期	-0.0014	0.004	0.468	不显著
	领先 4 期	-0.0008	0.001	0.665	不显著
	领先 5 期	-0.0018	0.006	0.367	不显著
	领先 6 期	-0.0020	0.008	0.301	不显著
	滞后 1 期	0.0000	0.000	0.980	不显著
	滞后 2 期	0.0004	0.000	0.822	不显著
	滞后 3 期	-0.0003	0.000	0.865	不显著
	滞后 4 期	0.0006	0.001	0.754	不显著
	滞后 5 期	0.0017	0.006	0.379	不显著
	滞后 6 期	0.0027	0.015	0.151	不显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

结果初步显示: 消费者信心指数和零售指数月收益不存在相关性。这与我们通常的认识略有差异。考虑到消费者信心指数是绝对值, 而零售指数的月收益率是相对值, 我们将消费者信心指数做一阶差分 (即用本月指数减上月指数的差值) 再将其与零售指数的月收益率进行回归分析。

消费者信心指数 (一阶差分后) 和零售指数的月收益率之间, 仍然不存在严格意义上的显著相关性!

图 31: 消费者信心指数 (一阶差分后) 与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 12: 消费者信心指数 (一阶差分后) 和零售指数的月收益率的回归分析结果

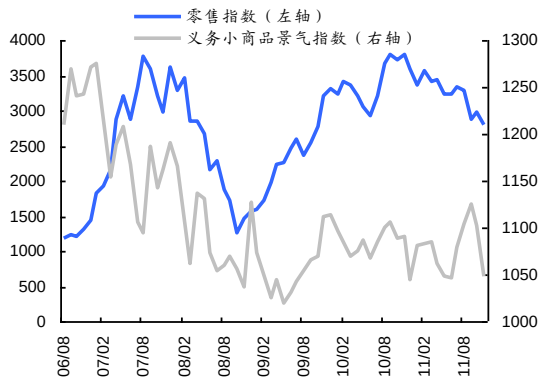
时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R平方	P值	是否通过检验
[2001.01, 2011.11]	同阶	0.0008	0.000	0.867	不显著
	领先 1 期	0.0005	0.000	0.917	不显著
	领先 2 期	0.0040	0.005	0.415	不显著
	领先 3 期	-0.0038	0.004	0.449	不显著
	领先 4 期	0.0060	0.011	0.228	不显著
	领先 5 期	0.0018	0.001	0.724	不显著
	领先 6 期	0.0002	0.000	0.965	不显著
	滞后 1 期	0.0055	0.009	0.273	不显著
	滞后 2 期	0.0020	0.001	0.691	不显著
	滞后 3 期	-0.0006	0.000	0.904	不显著
	滞后 4 期	0.0074	0.016	0.140	不显著
	滞后 5 期	0.0068	0.014	0.173	不显著
	滞后 6 期	0.0077	0.017	0.125	不显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拟合 7、8: 义乌小商品景气指数

义乌小商品指数全称为“义乌·中国小商品指数”(The Yiwu China Commodity Index),也称“义乌指数”。义乌指数选择一系列反映义乌小商品批发市场运行状况的指标,用以全面反映义乌小商品价格和市场景气活跃程度。我们选择义乌小商品景气指数与零售指数的月收益率进行回归分析,区间为[2006.08, 2011.11]。

图 32: 义乌小商品景气指数与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 13: 义乌小商品景气指数和零售指数的月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R 平方	P 值	是否通过检验
[2006.08, 2011.11]	同阶	0.00049	0.079	0.033	不显著
	领先 1 期	0.00028	0.026	0.228	不显著
	领先 2 期	0.00037	0.051	0.095	10%显著
	领先 3 期	0.00061	0.122	0.009	1%显著
	领先 4 期	0.00032	0.036	0.167	不显著
	领先 5 期	-0.00003	0.000	0.910	不显著
	领先 6 期	0.00005	0.001	0.813	不显著
	滞后 1 期	0.00046	0.069	0.049	5%显著
	滞后 2 期	0.00034	0.032	0.186	不显著
	滞后 3 期	0.00013	0.004	0.639	不显著
	滞后 4 期	0.00030	0.021	0.302	不显著
	滞后 5 期	0.00101	0.162	0.003	1%显著
	滞后 6 期	0.00041	0.029	0.220	不显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拟合结果: 领先 3 期和滞后 5 期的义乌小商品景气指数, 都与零售指数的月收益率存在较强的相关性 (在 1%水平上显著), 且都是正相关。其中, 领先 3 期的义乌小商品景气指数, 对零售指数月收益的解释度为 0.122; 滞后 5 期的义乌小商品景气指数的解释度为 0.162。

表 14: 义乌小商品景气指数的 pperron 平稳性检验

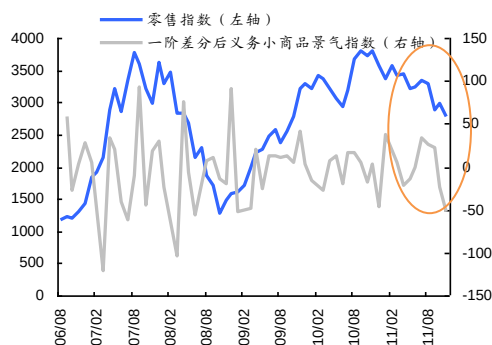
	统计值	1%临界值	5%临界值	10%临界值
Z(tho)	-7.621	-19.044	-13.364	-10.748
Z(t)	-2.188	-3.569	-2.924	-2.59
结果	接受原假设, 时间序列数据不平稳			

资料来源: 国信证券经济研究所整理

经 pperron 平稳性检验, 义乌小商品景气指数作为时间序列数据并不平稳。

考虑至义乌小商品景气指数也是绝对值, 而零售指数的月度收益率为相对值, 我们将义乌小商品景气指数进行了一阶差分, 再将其与零售指数的月收益率进行回归分析。

图 33: 义乌小商品景气指数 (一阶差分后) 与零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 15: 义乌小商品景气指数 (一阶差分后) 和零售指数的月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R 平方	P 值	是否通过检验
[2006.09, 2011.11]	同阶	0.00057	0.038	0.141	不显著
	领先 1 期	-0.00075	0.070	0.046	5%显著
	领先 2 期	-0.00035	0.016	0.349	不显著
	领先 3 期	0.00131	0.202	0.001	1%显著
	领先 4 期	-0.00005	0.000	0.900	不显著
	领先 5 期	-0.00010	0.001	0.790	不显著
	领先 6 期	-0.00058	0.047	0.122	不显著
	滞后 1 期	0.00026	0.009	0.489	不显著
	滞后 2 期	-0.00056	0.038	0.148	不显著
	滞后 3 期	-0.00075	0.070	0.051	10%显著
	滞后 4 期	0.00019	0.005	0.620	不显著
	滞后 5 期	0.00094	0.104	0.019	5%显著
	滞后 6 期	-0.00065	0.055	0.091	10%显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

可以看出，领先 3 期的差分后义乌小商品景气指数，对零售指数月收益有显著的正向影响。综合考虑经济意义上（符号）和拟合优度，我们认为领先 3 期的差分后义乌小商品景气指数最能解释零售指数的月收益率，解释度为 0.202。依据领先 3 期的结论，2011 年 8 月起一阶差分值由 21 下降至 -53，那么零售行业 2012 年 1 季度的行情仍未到来。

表 16: 义乌小商品景气指数（一阶差分后）的 perron 平稳性检验

	统计值	1%临界值	5%临界值	10%临界值
Z(tho)	-56.446	-19.026	-13.356	-10.742
Z(t)	-10.404	-3.57	-2.924	-2.597
结果	拒绝原假设，时间序列数据平稳			

资料来源：国信证券经济研究所整理

一阶差分后的义乌小商品景气指数的平稳性检验结果显示，一阶差分后的数据平稳。说明上述回归结果是有效的。

拟合 9、10: 采购经理人指数（PMI）

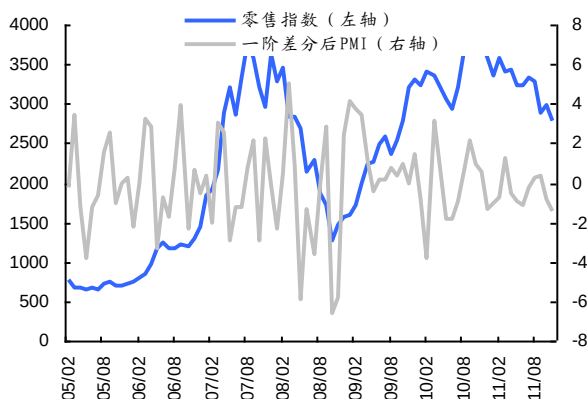
接下来我们对采购经理人系列指数进行分析，主要选择中国物流与采购联合会公布的 PMI、非制造业 PMI:商务活动、汇丰 PMI、汇丰非制造业 PMI:经营活动指数四项指标与零售指数的月收益率进行回归分析。

采购经理人指数（物流与采购联合会）：首先，我们直接将指数与零售指数的月收益率进行分析。结果显示滞后的 PMI 与零售指数的月收益率都存在显著的正相关，这可能是由于时间序列的不平稳造成的。因此，我们接着将 PMI 进行一阶差分处理，回归结果显示，滞后一期的 PMI（一阶差分后）与零售指数的月收益率存在着显著的正相关关系。

汇丰采购经理人指数：与采购经理人指数一样，滞后的汇丰 PMI 与零售指数的月收益率都存在显著的正相关。进行了一阶差分后，滞后 1 期的汇丰 PMI 对零售指数的月收益率有着显著的正向影响，解释度为 19.1%。

非制造业采购经理人指数：拟合结果显示，非制造业 PMI 指数滞后于零售指数。但由于公布的非制造业 PMI 样本量较少，我们认为回归结果有一定局限性。

图 34: 采购经理人指数（一阶差分后）和零售指数



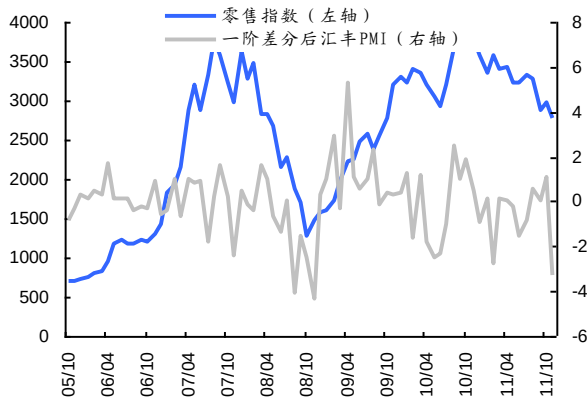
资料来源：CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 17: 采购经理人指数（一阶差分后）和零售指数的月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R平方	P值	是否通过检验
[2005.02, 2011.11]	同阶	0.006	0.018	0.235	不显著
	领先 1 期	0.006	0.016	0.256	不显著
	领先 2 期	-0.001	0.000	0.853	不显著
	领先 3 期	0.005	0.011	0.348	不显著
	领先 4 期	0.004	0.007	0.477	不显著
	领先 5 期	0.003	0.004	0.567	不显著
	领先 6 期	-0.010	0.054	0.044	不显著
	滞后 1 期	0.009	0.042	0.068	10%显著
	滞后 2 期	0.009	0.036	0.090	10%显著
	滞后 3 期	0.002	0.001	0.764	不显著
	滞后 4 期	0.004	0.007	0.463	不显著
	滞后 5 期	-0.009	0.037	0.095	10%显著
	滞后 6 期	-0.007	0.021	0.215	不显著

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 汇丰 PMI (一阶差分后) 和零售指数



资料来源: CEIC, Wind, 国信证券经济研究所整理

表 18: 汇丰采购经理人指数 (一阶差分后) 和零售指数的月收益率的回归分析结果

时间区间	解释变量领先/滞后阶数	回归系数	R平方	P值	是否通过检验
[2005.10, 2011.11]	同阶	0.016	0.055	0.044	5%显著
	领先 1 期	0.002	0.001	0.838	不显著
	领先 2 期	0.014	0.036	0.110	不显著
	领先 3 期	-0.002	0.001	0.852	不显著
	领先 4 期	-0.004	0.003	0.631	不显著
	领先 5 期	-0.008	0.013	0.356	不显著
	领先 6 期	-0.004	0.004	0.612	不显著
	滞后 1 期	0.030	0.191	0.000	1%显著
	滞后 2 期	0.025	0.137	0.001	1%显著
	滞后 3 期	0.010	0.021	0.227	不显著
	滞后 4 期	-0.001	0.000	0.935	不显著
	滞后 5 期	0.017	0.065	0.034	5%显著
	滞后 6 期	-0.013	0.036	0.119	不显著

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拟合结果: 汇丰 PMI 最为有效, 滞后 1 个月; 接着是物流与采购联合会公布的 PMI, 有一定的相关性, 也滞后 1 个月。

回归小结 2--景气类的指标

物流与采购联合会的 PMI 和汇丰 PMI 指标都与零售指数存在正相关性, 但是都滞后于资本市场 (即零售指数) 1 到 2 个月。相关性依次为:

汇丰 PMI (滞后 1 个月、 $P=0.000$) > 义乌小商品指数 (一阶差分、领先 3 个月、 $P=0.001$) > 义乌小商品指数 (普遍相关、 $P=0.003$) > 物流与采购联合会公布的 PMI (滞后 1 个月、 $P=0.068$)。

唯一的领先有效指标——义乌小商品指数, 领先 3 个月。应用上我们可以参考当月义乌小商品指数的变动值 (即本月减去上月), 预测 3 个月后的零售指数的走势。

从上述结论可以发现, 景气类指数最优的结果是汇丰 PMI (滞后 1 个月、 $P=0.000$)。景气类与零售指数相关性较强, 但仍然普遍滞后 1 个月, 这可能说明了, 资本市场仍然对实体零售的景气程度有前瞻性, 提前 1 个月左右反映了实体零售的景气变化。

结论篇: 不是那么成功的回归检验

综合景气类指标与实体零售增速类的回归结果, 我们发现本报告有一定的结论, 但没有得到十分有效的结论, 我们仅找到了一个有效的领先指标——一阶差分后的义乌小商品指数, 但对其为何领先, 原因没能想得特别清晰。总体结论如下:

- 1) 景气类指标与实际零售增速类指标均与零售行业指数有相关性, 但普遍滞后。唯一领先的是义乌小商品指数, 尤其是一阶差分后, $P=0.001$, 相关性及平稳性均得到检验;
- 2) 景气类指标的相关性 (汇丰 PMI、滞后 1 个月、 $P=0.000$) 普遍高于零售类的实际增速的相关性 (百家重点大型零售企业零售额、滞后 5 个月、 $P=0.003$);
- 3) 景气类指标的滞后时间缩短: 这可能说明, 资本市场更多地反映的是预期及景气的变化, 对后期兑现后的实体零售, 其增速具体是百分之几、细分品类的差异, 其反映及区别度没那么敏感。

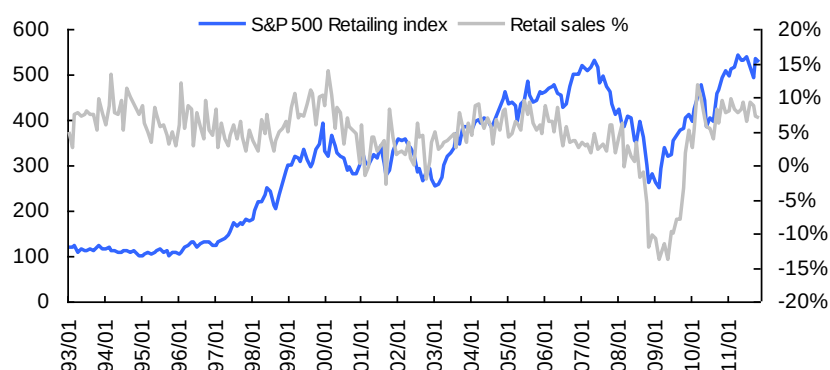
对比篇：美日零售行业指标分析

在中国，社零总额是人们最常用的衡量零售行业的指标。国外是什么情况？本节简要介绍美、日的相关指标。

美国的零售指标

美国用来分析零售行业趋势的核心指标有：**个人消费支出（Personal consumption expenditures）**和**零售销售（Retail sales）**。个人消费支出在分析美国经济周期处于核心地位，这是由于美国的消费支出占 GDP 的比重约为 2/3。该数据由美国 Bureau of Economic Analysis 每月公布。美国零售销售是指除服务业外包括所有主要从事零售业务的商店以现金或信用形式销售的商品价值总额。

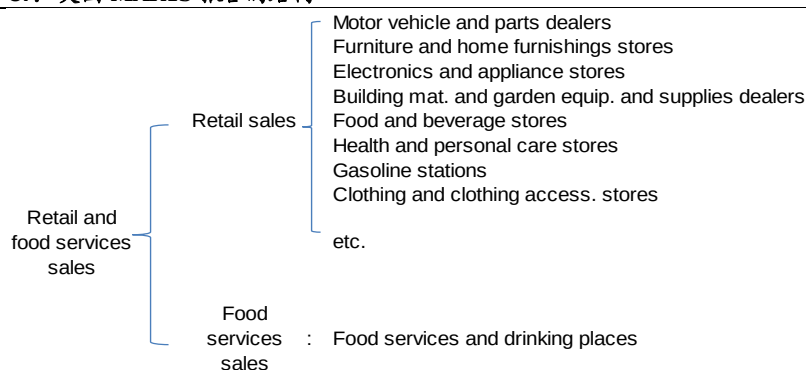
图 36: S&P500 Retailing Index 和美国 Retail sales 单月同比



资料来源：Bloomberg, CEIC, 国信证券经济研究所整理

美国的 Retail & food services sales 指标由美国商务部统计局完成，每月对约 5000 家零售和餐饮企业进行问卷调查，在此基础上出具 Advance Monthly Retail Trade and Food Services Survey (MARTS) 报告（之后还会出具调整后报告 MRTS），其中最重要的细分指标为零售销售（Retail sales），其具体内容如下图。

图 37: 美国 MARTS 报告的结构



资料来源：国信证券经济研究所整理

分析美国零售销售指标可以发现，其公布的 **Retail & food services sales** 与中国的**社零总额**很相似。Retail & food services sales 主要分为零售销售 Retail sales 和餐饮销售 Food services sales（不单独列出）两部分，这对应中国社零指标的商品零售和餐饮收入。但仔细分析可以发现，两者在统计方法和指标细分方面还是存在着较大的差异。

表 19: 中国社零总额和美国 Retail & food services sales 对比

国家	中国	美国
指标名称	社零总额	Retail & food services sales
编制单位	国家统计局	美国商务部 Census Bureau
搜集方式	全面调查和抽样调查相结合	抽样调查
细分指标	主要分为 商品零售 和 餐饮收入 ； 限额以上企业商品零售额按 商品品类 进行细分； 限额以下企业不再细分	指标由 Retail sales 和 food services sales 组成； 该指标按 销售渠道 进行细分

资料来源：国信证券经济研究所整理

首先，在数据搜集方式上，美国整体采用抽样调查，而我国对限额以上企业采取全面调查，对限额以下企业采取抽样调查，这样使得数据内部有很大的差异；其次，两国指标的细分项目也不一致：美国 Retail & food services sales 指标各细分项按销售渠道的业态列示；中国仅对限额以上企业的商品零售额进行细分，主要按照商品品类进行细分；总的来看，美国 Retail & food services sales 和中国社会商品零售总额指标的定义一致。在美国经济周期研究中具有重要意义的 Retail sales 指标和我国社零指标下的商品零售指标在定义上一致。但两国的零售指标在统计调查有差异。

日本的零售指标

日本的相关数据十分丰富，既有根据业态类型统计的商品零售额，也有基于商品类型的商品零售额。按业态统计的商品零售额重点包括百货店、超市和便利店三种业态，每种业态下又按商品品种进行了细分。按商品类型统计的商品零售额主要包括日用商品、纺织服装、食品饮料、汽车、机械设备等几类。

表 20: 日本按业态统计的商品零售额

Month	2011. 09 (亿日元)
Department stores	4732
Clothing	2237
Food and beverages	1242
Furniture	68
Household electric appliances	19
Household equipment	166
Supermarkets	9993
Clothing	954
Food and beverages	6829
Furniture	53
Household electric appliances	140
Household equipment	353
Convenience stores	7472
Sales of goods	7178
Fast food and daily foods	2508
Processed foods	2077
Non-foods	2593
Sales of services	294

资料来源：日本统计局、国信证券经济研究所整理

表 21: 日本按业态统计的商品零售额

Month	2011. 09 (亿日元)
Retail trade	10571
General merchandise	1019
Fabrics, apparel, and accessories	773
Food and beverages	3355
Motor vehicles	1392
Machinery and equipment	506
other	3526

资料来源：日本统计局、国信证券经济研究所整理

同时，日本还公布分商品的每月家庭人均消费支出。将人均消费支出分为食品、居住、水电气、家具、服装、医疗、交通通讯、教育、文娱、其他消费支出等 10 类。

表 22: 日本按产品统计的家庭人均消费支出

Average of month	2011. 09 (亿日元)
Consumption expenditures	270,010
Food	64874
Cooked food	7,791
Meals outside the home	10,338
Housing	19165
Repairs and maintenance	8,503
Fuel, light, and water charges	19218
Furniture and household utensils	9445
Clothing and footwear	8709
Medical care	12344
Transportation and communication	34901
Private transportation	18,314
Communication	11,552
Education	15801
Culture and recreation	27868
Recreational durables	2,561
Other consumption expenditures	57686
Miscellaneous	21,782
Social expenses	18,196

资料来源：日本统计局、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		赵 婧	021-60875168	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010-66025270
祝 彬	0755-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟	0755-82131528				
机械		基础化工及石化		医药	
陈 玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨 森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘 勍	0755-82133400
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	0755-82133920
电力及公共事业		非银行金融			
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468		
		田 良	0755-82130513		
		童成墩	0755-82130513		
轻工		家电		建筑	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	邱 波	0755-82133390
邵 达	0755-82130706			刘 萍	0755-82130678
计算机及电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-88005321	建材			
欧阳仕华	0755-82151833	郑 东	010-66025270		
		马 彦	010-88005304		
旅游		食品饮料		新兴产业	
曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922	陈 健	010-88005308
钟 潇	0755-82132098				
量化投资产品		数据与系统支持		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	赵斯尘	021-60875174	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	徐左乾	0755-82133090	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755-82150533	袁 剑	0755-82139918	毛 甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
量化交易策略与技术		基金评价与研究			
戴 军	0755-82133129	杨 涛	0755-82133339		
黄志文	0755-82133928	康 亢	010-66026337		
秦国文	0755-82133528	刘舒宇	0755-82133568		
张璐楠	0755-82130833-1379	李 腾	0755-82130833-6223		
		刘 洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	82133492-1277 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	郑 灿	0755-82133043 18620399819
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123	王昊文	0755-82130818 18925287888
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288	甘 墨	0755-82133456 15013851021
甄 艺	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	徐 冉	13923458266 18022@guosen.com.cn
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
袁方园	15810236669	刘 塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011
		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjwen@guosen.com.cn	赵晓曦	82134356-1228 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		梁轶聪	021-60933149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		