

## 专题策略

## 向上拐点或已出现

## 前言：

在全球金融海啸的影响下，外部需求的放缓对于中国经济产生了全方位的冲击，投资，出口和消费大幅下滑成为市场的一致预期。中国作为一个巨大的市场，内需的启动对于中国经济长远发展意义重大，而城乡差距巨大，投资者收入预期的下降以及社会保障制度的不健全这些老问题会成为中国内需启动以及消费升级的桎梏吗？本报告从多个视角对于中国居民消费潜力进行了分析，希望能够给予投资者更为理性的解读。

## 研究结论：

- 中国的消费升级已经获得宏观因素的支持。未来几年，中国居民在消费层次和消费结构方面或将发生质的转变。一方面，居民的收入出现了大幅的上涨成为推动消费升级的最根本力量。另一方面，根据国际经验，在人均GDP 超过 1000 美元之后，相关经济体消费率将发生很大的变化。虽然各个经济体在具体路径上存在较大的差异，但是大趋势是相近的。
- 中国城市消费拐点或已出现。消费收入比的下滑并非意味着城市居民的消费能力和意愿呈下降趋势，而是其消费结构得到明显提升。支撑我们判断城镇居民消费升级拐点或将出现的主要有两个理由：一方面，一部分城市的人均产值已经接近发达经济体水平，消费升级具备良好基础。另一方面，城镇居民的负债率有显著降低的趋势，这为未来消费升级提供了更为广阔的空间。尤为值得注意的是，随着相当部分的城市居民拥有自己的住房并偿清贷款，1998 年住房改革所引起的家庭负债的上升已经呈现拐点。
- 农村市场的潜力巨大，或将成为中国消费增长和消费升级的突破口。主要有四大因素支持我们的判断。第一，农村居民家庭收入在 2004 年之后出现了显著的增长。第二，农村居民的边际消费倾向明显大于城镇居民，其收入增速的提高将提升消费占 GDP 的比重。第三，农产品价格的趋势性上涨为农村居民收入的提高打下了坚实的基础。第四，政府对于农村的政策倾斜力度逐渐加大。农村居民的税费支出占家庭年纯收入的比重出现了大幅地降低。
- 如果按消费结构变迁将中国居民的消费结构分为四个阶段，则目前城镇居民处于消费型阶段，而农村居民目前处于小康型阶段。如果农村居民的消费升级路线遵循于城镇居民的消费升级的路线，家庭设备及用品、交通和通讯工具、居住和服务项目的消费占比未来将具有较大的提升空间。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 1 月 14 日

邓宏光 股票策略师  
8621-63325888#6058  
denghg@orientsec.com.cn

毛楠 宏观策略高级分析师  
8621-63325888\*6107  
maonan@orientsec.com.cn

王晓李 宏观策略助理分析师  
8621-63325888\*6108  
wangxiaoli@orientsec.com.cn

## 相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

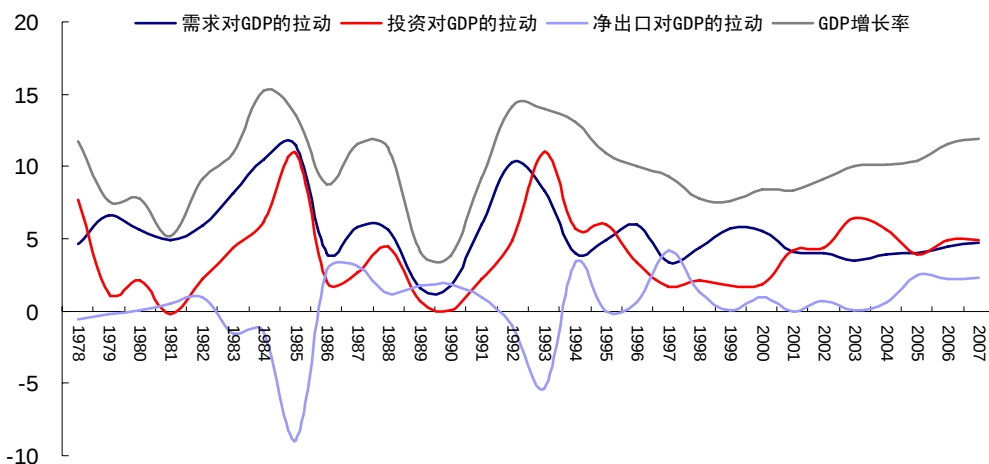
## 消费升级专题

### 1. 中国消费升级具备大的宏观背景

中国是一个经济大国，巨大的内需市场对于经济增长意义重大，而从历史角度看，消费则一直是支撑中国经济增长的稳定器。悲观的投资者会认为：在 2009 年经济预期十分悲观的情况下，出口和投资可能会受到较多负面的不利影响，而受到收入预期下降的影响，消费也会出现大幅下滑。

回顾历史，我们看到：中国经济在过去十几年中曾经有三次比较明显的低迷期，而在这三次低迷期中，造成经济波动的最主要的因素是投资和出口，而消费在投资和出口遭遇下滑的背景下都成为支撑中国经济增长最为强劲的动力。其中 1995-1996 年，出口和投资都遭遇了大幅的下滑，投资对于 GDP 的拉动由 6% 下降到 3.4%，出口对于 GDP 的拉动回落到 1 个百分点以下，而消费对于 GDP 的拉动则由 1995 年的 4.9% 上升到 6%；1998-2001 年，受到亚洲金融危机的影响，出口大幅度下滑，企业主动性的投资也出现了显著的下降，消费仍然成为支撑中国经济最为稳定因素，1998-2001 年，消费每年对于 GDP 的拉动平均达到 4.9%，成为经济增长最有力的支撑。

**图 1-1 消费 投资 净出口对于 GDP 的拉动** **单位：%**



数据来源：WIND，东方证券研究所

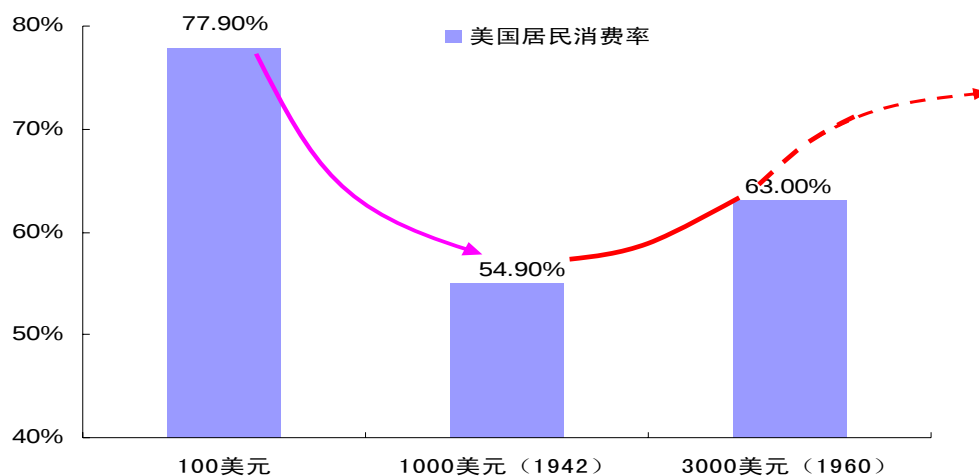
消费不仅是经济增长的稳定器，越来越多的数据和理论表明中国的消费升级已经具备了大的宏观背景。未来几年，中国居民在消费层次和消费结构方面将发生质的转变。

一方面，居民的收入出现了大幅的上涨成为推动消费升级的最根本力量。消费能力与居民的收入增长密切相关。经过 20 年多年经济的高速发展，中国人的收入水平和消费能力已经有了大幅的提升。1980 年，中国的人均 GDP 仅为 56 美元，2001 年中国的人均 GDP 首次突破了 1000 美元大关，2006 年中国的人均 GDP 突破了 2000 美元大关，我们预计 2008 年中国的人均 GDP 将达到 2800 美元。2009-2010 年中国的人均 GDP 很有可能突破 3000 美元，量的积累很有可能引发质的变化。

另一方面，根据国际经验，在人均 GDP 超过 1000 美元之后，相关经济体消费率将发生很大的变化。虽然各个经济体在具体路径上存在较大的差异，但是总的大趋势不会发生变化。

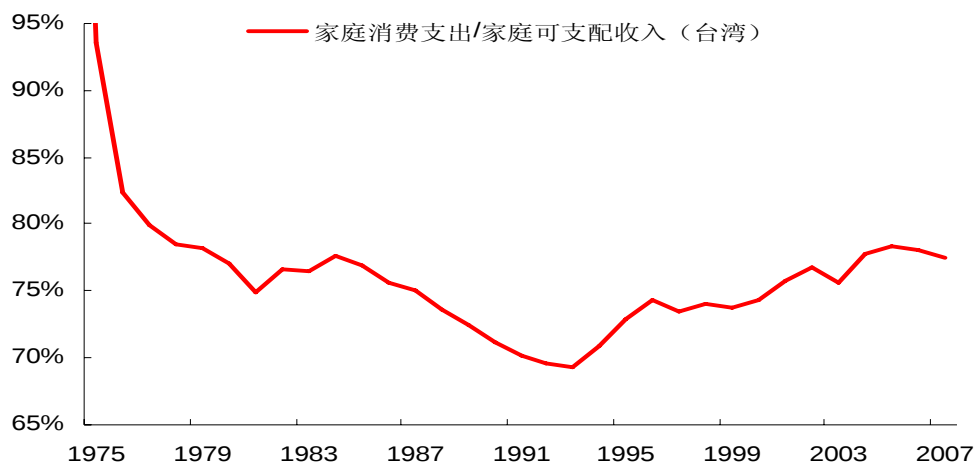
根据钱纳里的理论，居民消费率下降的趋势也是工业化发展到一定阶段的短期现象。该理论认为人均国民生产总值（GNP）不同水平时的消费变化呈动态分布，以美国为例，居民消费率在人均 GNP 低于 100 美元时（中值 70 美元）为最高（以 1964 年的美元来衡量），达到 77.9%，为贫困型高消费；此后，随着人均 GNP 提高到 1000 美元，居民消费率开始直线下降，累计下降 16.2 个百分点。但是，当人均 GNP 迈过 1000 美元门槛以后，居民消费率的图景出现了转折性变化，开始步入上升阶段。美国 1942 年人均 GDP 首次超过 1000 美元，到 1962 年达到 3144 美元，同期美国居民消费率从 1942 年的 54.9% 提高到 1960 年的 63%，18 年间提高了 8 个百分点。

**图 0-2 美国居民消费率变化趋势**



资料来源：《世界各国消费率演变的趋势、比较及启示》（王子先，载《求是》），东方证券研究所

从台湾近 30 年消费率的变化也可以看出，在经济快速发展阶段（1975-1990），城市家庭消费率呈现明显的下滑趋势，至 1993 年达 69%，下滑幅度接近 25 个百分点；而 1993 年之后，消费-收入比则呈现相反趋势变化，连年上升并于 2000 年后维持在 75% 以上。事实上，台湾人均 GDP 早在 1983 年就突破了 3000 美元，而消费率上升的时段——1993 年时其人均 GDP 已达 1 万美元左右——这略微延后于钱纳里理论的对应时期。同样，日本人均 GDP 从 1965 年的 1071 美元增至 1973 年的 3372 美元，年均增长 15%；但 1965-1973 年，日本消费率却下降了 5 个百分点，居民消费率也同步下降了 5 个百分点。然而尽管存在时滞，到了 20 世纪 90 年代中期，其消费率也开始有明显上升。这说明随着工业化进程的推进以及人均 GDP 的提升，消费率将重新迎来上升阶段。

**图 0-3 台湾家庭消费率变化趋势**


资料来源：CEIC，东方证券研究所

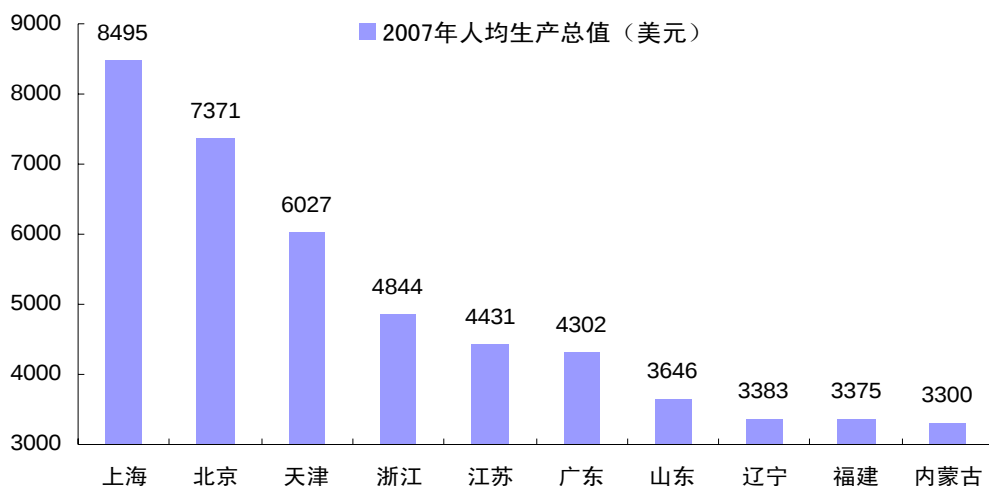
我国在工业化的进程中一直维持高储蓄率，以此为快速的资本积累提供保证，这是消费占收入比重较低的主要原因；此外，由于当前社会保障体制改革尚未完成，城镇居民因教育、养老、医疗等因素不得不积累大量的预防性储蓄。然而，随着工业化进程进入成熟阶段，资本积累的需求逐步放缓；五年来政府大幅增加医疗、教育等方面的投资，改进社会保障体系，这将很大程度上解决城镇和农村居民扩大消费的后顾之忧。

## 2. 城市消费拐点隐现

结合城镇人口的恩格尔系数以及非食品消费占可支配收入的趋势进行分析，可以发现：消费收入比的下滑并非意味着城市居民的消费能力和意愿呈下降趋势，而是其消费结构得到明显提升，中国城市消费拐点隐现。

美国经济学家钱纳里在《发展的模式 1950-1970 年》中采用多国模型所给出的标准结构中“在人均 GNP 超过 1000 美元以后，食品和衣着类等生存型消费比重下降，发展享受型消费比重迅速上升”的论断相一致；在收入高速增长的前提下，非食物消费支出占可支配收入的比重快速提升并维持高位，无疑意味着城市居民的消费观念和行为逐步向追求品质乃至享受转变。支撑我们判断城镇居民消费升级拐点或将出现的主要有两个理由：

一方面，一部分城市的人均产值已经接近发达经济体水平，消费升级具备良好基础。根据 2007 年各省份的统计公报，已经有 10 个直辖市、省或自治区的人均产值超过 3000 美元；上海、北京、天津等直辖市人均 GDP 超过 5000 美元，而深圳、苏州、鄂尔多斯等城市的人均产值甚至突破一万美元；这些区域在地理分布上构成了集中的三大都市圈及全中国最为丰富的产品市场。结合美国、日本等国消费率在相应人均收入阶段所表现出来的上升态势，我们有理由推断这些地区的居民消费潜力将逐步释放。

**图 2-1 我国人均生产综指超过 3000 美元的省份**


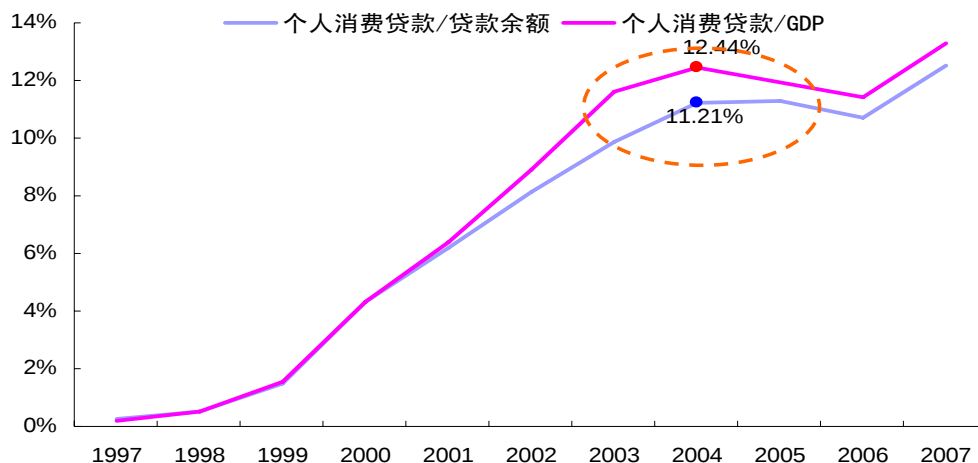
资料来源：各省 2007 年统计年鉴，东方证券研究所

另一方面，城镇居民的家庭负债率有显著降低的趋势，这为未来消费升级提供了更为广阔的空间。

尤为值得注意的是，随着相当部分的城市居民拥有自己的住房并偿清贷款，1998 年住房改革所引起的家庭负债的上升已经呈现拐点。我们使用家庭负债率的指标：即个人消费信贷总额/居民可支配收入总额，来衡量城市居民的家庭负债情况。

自 1997 年起，国家启动了银行消费信贷，重点帮助解决居民购房、购车款项不足的问题，以刺激消费需求的扩张。个人消费信贷包括短期消费信贷和中长期消费信贷；其中以住房贷款和汽车信贷为主的中长期信贷占比在 90% 左右。

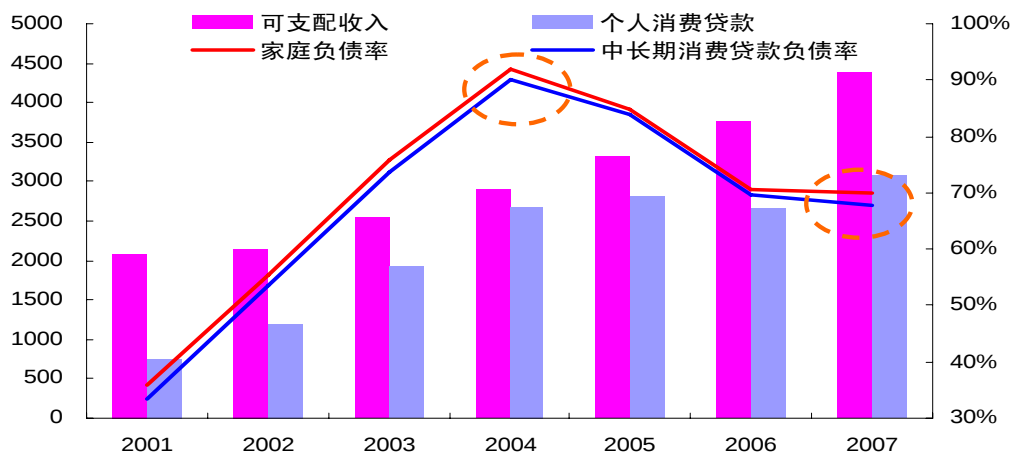
分析发现，个人消费贷款占金融机构贷款余额和占 GDP 的比重在其刚推出之后的 5 年中呈直线上升态势并于 2003 年达到高点，分别为 12.44% 和 11.21%；而从 2004 年至 2006 年，两个比例的增速减慢并开始呈现下滑趋势。这是因为在房改之初，多年积攒的购房需求集中释放并引起银行住房贷款猛增；而随着时间的推移，新增购房需求将趋于平缓，此前发放的房贷也进入还款高峰期甚至部分收入较高的购房者已经清偿按揭，因而在 04 年前后房贷增速有所下滑，个人消费贷款总额占 GDP 的比重也就相应出现了拐点。

**图 2-2 我国个人消费贷款占 GDP 比重变化趋势**


资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

至于 2007 年二者又重新出现较大的升幅，我们的解释是：2007 年是我国金融市场极为特殊的一年，一方面，长期相对宽松的货币政策使得当年信贷水平大幅攀升，远高于国民经济运行的增长速度；另一方面，在牛市快速上涨的氛围中，财富效应诱使相当多的城市居民通过车贷、抵押贷款乃至信用卡套现等种种方法获取信贷资金进入股票市场，进而显现出个人消费贷款的快速扩张。由于 2008 年的数据未能获得，仅 2007 年的情形尚不足以说明是否出现趋势性的变化。而根据 9 月份人民银行的个人消费贷款余额及前三季度名义 GDP 数据，我们估算今年的个人消费贷款占 GDP 的比重将进一步下降。

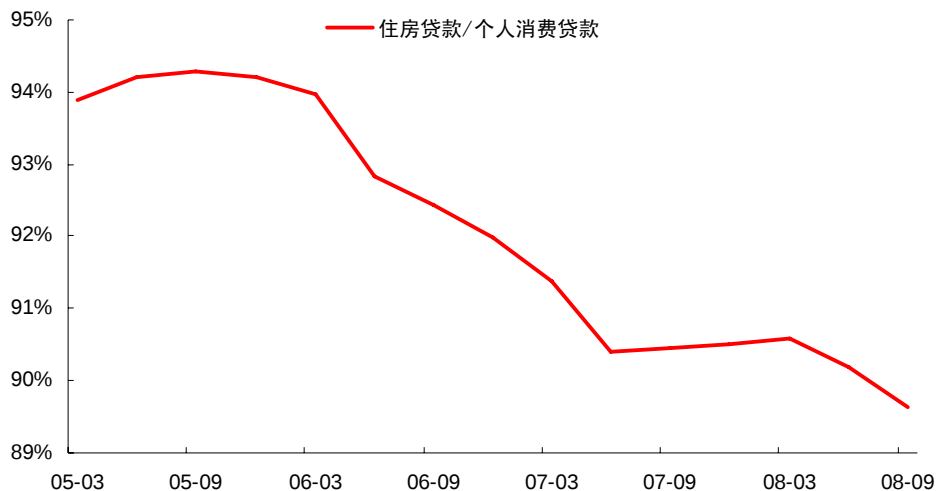
为了排除上述因素的影响，我们对上海市的情形做了分析。上海市住房改革较早，进程也快于其他省份和地区；且金融服务业相对发达，居民具有较为成熟的信贷消费和投资理念，因而其家庭负债率更能清晰的反映居民的债务负担。

**图 2-3 上海市家庭负债率与中长期消费贷款占年可支配收入比重变化趋势**


资料来源：上海市统计年鉴，东方证券研究所

自 2004 年开始，上海市个人消费贷款总额的增速开始下滑甚至出现负增长，因而其占年可支配收入总额的比重呈现下行趋势。细分个人消费贷款总额增速的影响因素，可以发现 2006 年后以房贷为主的中长期贷款负债率下降速度快于家庭消费贷款的总负债率。这一点也可以从全国住房贷款占个人消费贷款比重自 05 年以来呈现出明显的持续下降趋势中得以印证。

**图 2-4 05 年以来我国住房贷款占居民个人消费贷款比重逐年下降**



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

房贷余额增速低于可支配收入总额增速和个人信贷总额增速说明城镇居民的房贷负担在下降；而对应的，房贷——城镇居民最重要的信贷负担的减轻意味着消费潜力将获得释放的空间。随着个人可支配收入以及居民自有住房比例的提高，城市居民尤其是具有较高收入水平的东部沿海地区的城市居民的消费能力将得到大幅提升，而这很可能意味着城市消费率上升拐点的到来。

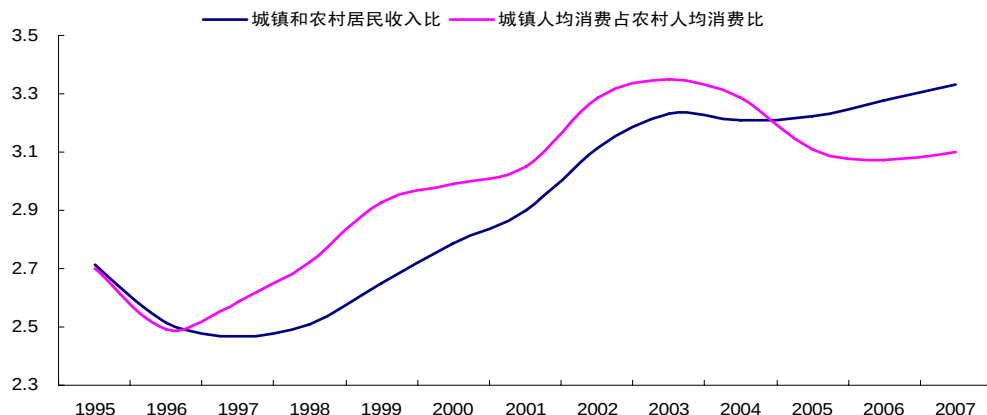
## 3. 农村消费将成为中国消费升级的突破口

### 3.1 农村消费潜力何在？

中国目前的消费存在的一个最大的矛盾在于农村市场的潜力巨大，而从收入分配的角度看，中国经济农业补贴工业的局面并没有得到根本的改观。从下图图中可以看到：一方面，目前城镇和农村居民收入差距依然巨大，截止 2007 年，城镇居民的人均可支配收入/农村居民的人均纯收入的比例仍高达 3.4。另一方面，城镇居民的人均消费和农村居民的人均消费比例在 2004 年之后持续下滑，这显示了近几年农村人均消费增长的幅度更大。

**图表 3-1 农村和城镇居民收入和消费比的变化**

单位：%



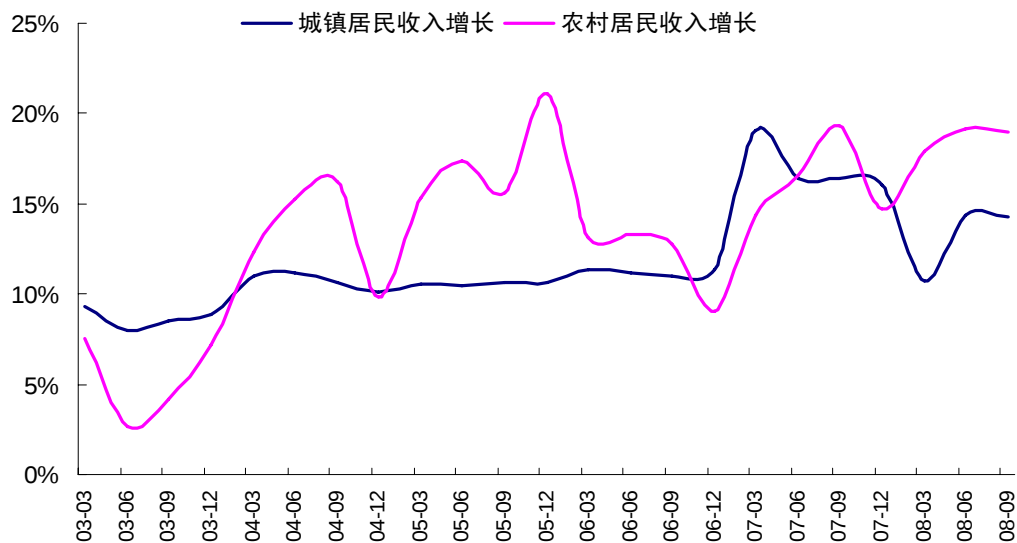
数据来源：WIND，东方证券研究所。

我们认为：目前中国消费增长和消费升级的突破口在于农村。主要有四大因素支持我们的判断。

**第一，农村居民家庭收入在 2004 年之后出现了显著的增长。**如下图所示，我们看到：2004 年中国人均 GDP 突破 1000 美元之后，中国农村居民家庭的收入增速显著加快。季度收入的同比增速都保持在 10% 以上，而城镇居民的收入增速出现了一定程度的下降，由 2007 年 19% 的收入增速下降到目前 14% 的收入增速水平。农村居民家庭收入增速的加快或许意味着之前中国经济农业补贴工业局面的改善。

**图表 3-2 城镇和农村居民家庭收入增速**

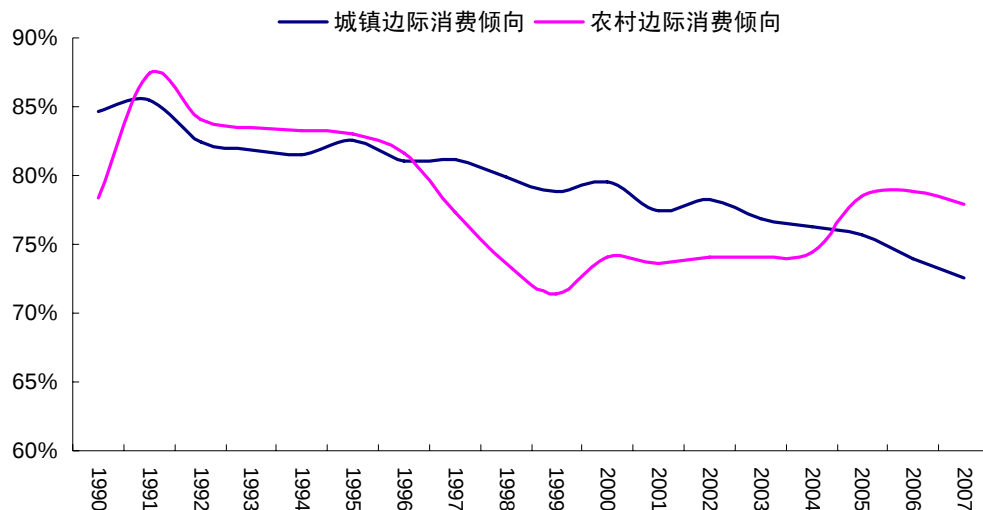
单位：%



数据来源：WIND，东方证券研究所

第二，农村居民的边际消费倾向明显大于城镇居民，其收入增速的提高将提升消费占 GDP 的比重。中国城镇化的推进以及农村和城市沟通的日益紧密，中国农村居民的消费习惯正在发生很大的变化，如下图所示：2000 年以来，农村居民的边际消费倾向显著增加，而结合农村家庭收入增长幅度的显著加快，农村居民的高边际消费倾向将对于启动内需起到关键性的作用。

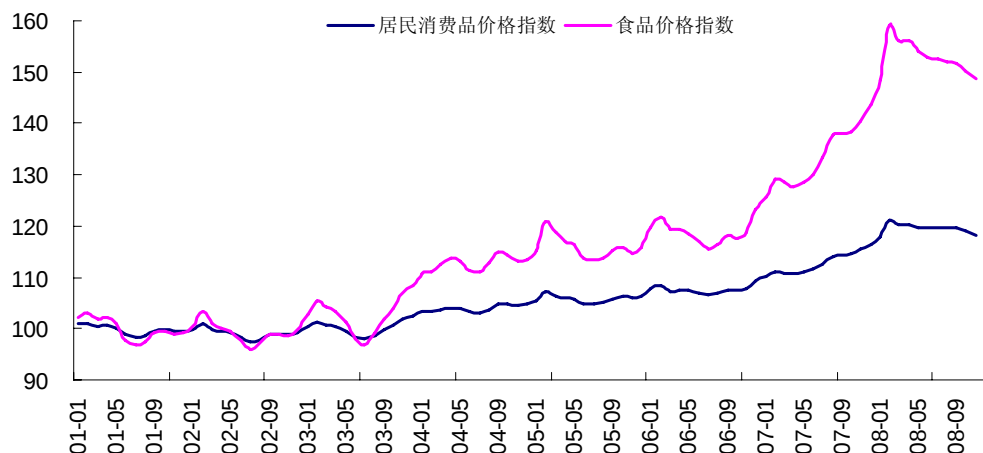
**图 3-3 城镇和农村居民的边际消费倾向**



数据来源：WIND，东方证券研究所

第三，农产品价格的趋势性上涨为农村居民收入的提高打下了坚实的基础。2003 年至今，中国的食品价格正在经历了趋势性的上涨。如果以 2000 年 12 月为基期，在过去的 8 年时间里，食品的价格上涨了 50%，个别品种的价格涨幅更为惊人。中国目前部分农产品价格与国际价格严重脱节，中国的农产品未来上涨的空间巨大，农村居民收入长期较大幅度增长的局面不会发生改变。

**图 3-4 居民消费价格指数和食品价格指数 (以 2000 年 12 月为基期)**

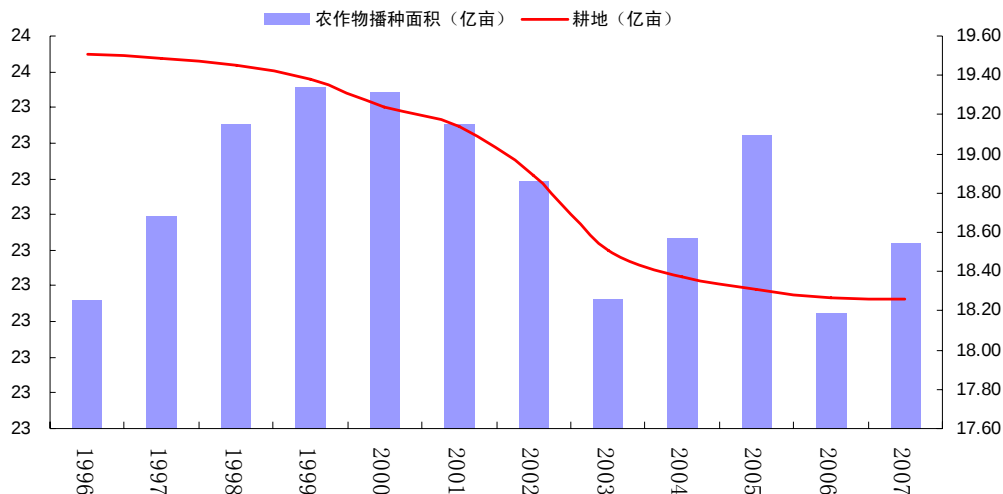


数据来源：OPEC，东方证券研究所

1996 年至今，中国的耕地面积由 19.51 亿亩下降到 18.26 亿亩，粮食的播种面积也出现了大幅地减少，中国目前的人口还处于较高增长的阶段，目前中国的耕地面积虽然在小幅增加，但是农产播种面积已经大幅减少，随着劳动法的推出和农村人口流动性的日益加强，劳动力成本将大幅提高，未来粮食价格的供求关系决定了价格还有提升的空间。

**图 3-5 粮食播种面积和中国的耕地面积**

单位：亿亩



数据来源：CEIC，东方证券研究所

**第四，政府对于农村的政策倾斜力度逐渐加大。**从历史的角度，我们不难发现：目前政府对于农村的政策倾斜力度不断加大，作为拥有中国最多人口的农村，其消费升级未来的潜力是巨大的。

政府对于农村的政策可以分为三个阶段。第一阶段是 1978 年到 1988 年，在此阶段农村全面实现了家庭联产承包责任制，标志性的事件是中央在 1982 年“一号文件”予以认可，并在其后四年连续发布四个“一号文件”予以强化实施。第二阶段是 1989 年到 2003 年，在此阶段优化结构，全面启动流通体制改革成为主要内容。其中家庭联产承包责任制稳定实施，并不断延长承包期限；农村政策主要着重于农业增产、农民增收，优化产业结构，并全面启动农产品市场流通体制改革，从双轨制转向全面市场化。第三阶段为 2004 年至今，工业反哺农业，切实增加农民收入成为此阶段的主要方针。在此阶段，中央再次强调三农问题，统筹城乡发展，工业开始反哺农业的大方针得到严格地贯彻和执行。从 04 年开始连续 5 年的“一号文件”均聚焦于三农问题。逐步降低并最终停征农业税，取消烟叶以外的农业特产税，并对种粮农民实施直接补贴，对部分地区农民实行良种补贴和农机具购置补贴，切实减轻农民负担，提高农民收入。并且提出全面建设社会主义新农村，推进农村金融改革，加大乡村基础设施建设力度，发展特色农业；并理顺补贴支付体系，确认土地承包流转制度。

**图 3-6 历史上政府对于农村改革出台的一系列措施****第一阶段 (1978-1988)：全面实现家庭联产承包责任制**

- 1978 年 十一届三中全会强调，农业基础受到严重破坏，必须在经济上充分关心农民的物质利益，社员自留地、家庭副业和集市贸易是社会主义经济的必要补充部分，任何人不得乱加干涉。
- 1980 年 中央对各地自发建立的生产责任制予以认可，认为这一经营制度初步纠正了过去生产指导上的主观主义和分配中的平均主义，有效地调动了农民的积极性，使农业生产得到比较迅速的恢复和发展。
- 1982 年 中共中央发出第一个关于“三农”问题的“一号文件”，对迅速推开的农村改革进行了总结。明确指出包产到户、包干到户或大包干“都是社会主义生产责任制”，是社会主义农业经济的组成部分。
- 1983 年 第二个“一号文件”《当前农村经济政策的若干问题》正式颁布。从理论上说明了家庭联产承包责任制“是在党的领导下中国农民的伟大创造，是马克思主义农业合作化理论在我国实践中的新发展”。
- 1984 年 中共中央发出《关于一九八四年农村工作的通知》，即第三个“一号文件”。文件强调要继续稳定和完善联产承包责任制，规定土地承包期一般应在 15 年以上，生产周期长的和开发性的项目，承包期应当更长一些。
- 1985 年 第四个“一号文件”，即《关于进一步活跃农村经济的十项政策》，取消了 30 年来农副产品统购派购的制度，对粮、棉等少数重要产品采取国家计划合同收购的新政策。
- 1986 年 中共中央、国务院下发了《关于一九八六年农村工作的部署》，即第五个“一号文件”。文件肯定了农村改革的方针政策是正确的，必须继续贯彻执行。

**第二阶段 (1989-2003)：优化结构，全面启动流通体制改革**

- 1991 年 《中共中央关于进一步加强农业和农村工作的决定》强调加快粮食购销体制改革，在保证完成国家定购任务的前提下，粮食要长年放开经营，中央和地方实行专项储备粮制度，专储粮要逐步过渡到通过市场流通，以保持粮食市场和价格的稳定。
- 1993 年 为了稳定土地承包关系，鼓励农民增加投入，中央决定在原定的耕地承包期到期之后，再延长三十年不变，提倡在承包期内实行“增人不增地、减人不减地”的办法。
- 1994 年 《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》进一步指出，完善农村基本经营制度，落实延长耕地承包期和土地使用权有偿转让等政策，要坚定不移贯彻土地承包期再延长三十年的政策。
- 2001 年 《中共中央国务院关于做好 2001 年农业和农村工作的意见》指出，农村税费改革是减轻农民负担的治本之策，要以农村税费改革为契机，积极稳妥地推进乡镇机构改革。
- 2002 年 《中共中央国务院关于做好 2002 年农业和农村工作的意见》指出，要尽快培育一批辐射面广、带动力强的龙头企业，并把加快发展畜牧业作为推进农业结构调整的一项战略任务。

**第三阶段 (2004 至今)：工业反哺农业，切实增加农民收入**

- 2004 年 “一号文件”《中共中央国务院关于促进农民增收若干政策的意见》，全面放开粮食收购和销售市场，逐步降低农业税税率，2004 年农业税税率总体上降低 1 个百分点，同时取消除烟叶外的农业特产税，推进大中城市户籍制度改革，放宽农民进城就业和定居的条件。

|        |                                                                                                                                                   |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2005 年 | “一号文件”《中共中央国务院关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》，加大“两减免、三补贴”等政策实施力度。减免农业税、取消烟叶以外的农业特产税，对种粮农民实行直接补贴，对部分地区农民实行良种补贴和农机具购置补贴。                              |
| 2006 年 | “一号文件”《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》，决定从 2006 年 1 月 1 日起，全面取消农业税，建设社会主义新农村，加快推进农村金融改革。                                                               |
| 2007 年 | “一号文件”《国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》，强调健全农业支持补贴制度，加大乡村基础设施建设力度，发展特色农业。                                                                         |
| 2008 年 | 中央“一号文件”再次聚焦“三农”问题，这已是本届政府第五个关注“三农”的一号文件，也是改革开放三十年来，第十个涉农的一号文件。同时十七届三中全会对 2004 年以来农村工作的总结，强调保证农村基础地位、保障农民权利、统筹城乡以及党领导农村等基本原则。确认土地承包流转制度，严格土地管理制度。 |

数据来源：东方证券研究所整理

2004 年以来，农村居民的税费支出占家庭年纯收入的比重出现了大幅地降低。家庭税赋支出占家庭收入的比重由 2003 年的 3.5% 降低到目前的不到 1%，税收负担的减轻等于变向地提高农民收入，推动消费升级的进行。

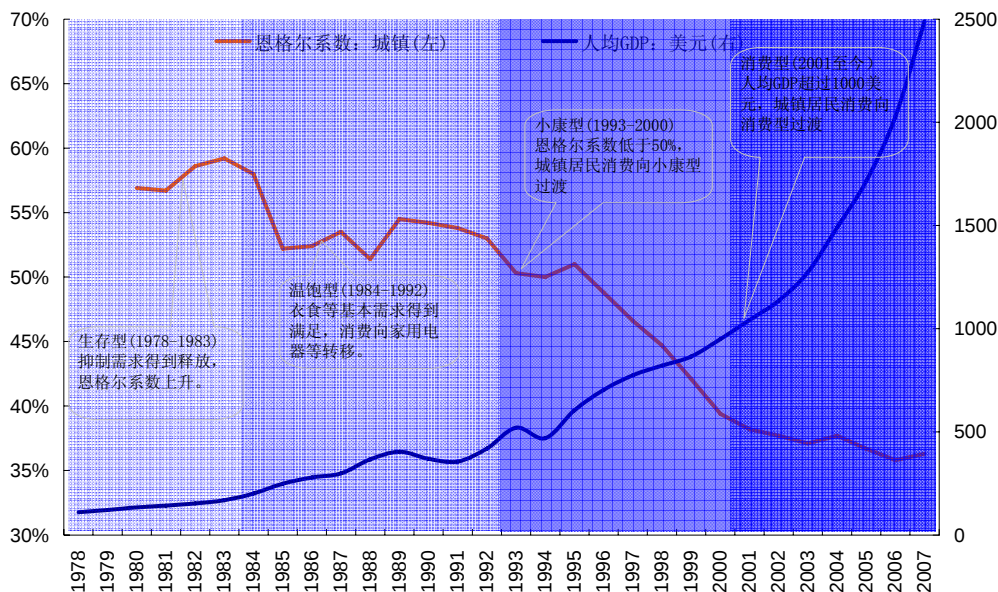
## 2.2.2 农村消费升级——从小康型向消费型的转变

我们认为：目前农村居民的消费处于小康阶段，未来将遵循城镇居民的消费发展路径向消费型阶段过渡，未来发展潜力巨大，家庭设备及用品、交通和通讯工具、居住和服务项目的消费占比未来将具有较大的提升空间。

根据国内外研究表明，关于居民消费结构可从两个维度来分析：一方面是恩格尔系数，另一方面是人均 GDP 水平。一般认为如果随着消费支出的增加，居民需要将更多的份额用于食品，即恩格尔系数处于上升期，居民生活处于温饱以下，可以定义为生存型；随着收入增加，恩格尔系数开始下降，则表明基本温饱问题得以解决，居民生活进入温饱型阶段；而随着恩格尔系数的持续下降，当恩格尔系数低于 50% 的关键水平时，居民生活进入小康型；最后，当人均 GDP 超过 1000 美元时，居民消费模式将由小康型转向消费型。从改革开放以来消费结构的变迁来看，城镇居民和农村居民具有大致相同的路径，城镇居民已经经历了上述四个阶段的变迁，并于 2001 年进入消费型阶段；而农村居民消费升级还处于相对落后的阶段，目前还处于小康型阶段。

城镇居民的消费结构变迁四个阶段的划分如下：（1）生存型（1978-1983）：改革初期需求释放，为满足基本生活需要，城镇居民食品和衣着消费的比重呈上升态势。（2）温饱型（1984-1992）：在衣食方面的基本需求得到满足之后，城市居民的消费热点转向家用电器等耐用消费品。（3）小康型（1993-2000）：衣食消费比重持续下降，恩格尔系数开始接近 50% 并逐步降低，中国城镇居民完成由温饱向小康水平的过渡。（4）消费型（2001 至今）：2001 年，我国人均 GDP 首次超过 1000 美元，城镇居民消费模式向消费型转变。

**图 3-7 城镇居民消费结构** (深色区域为目前所处阶段)

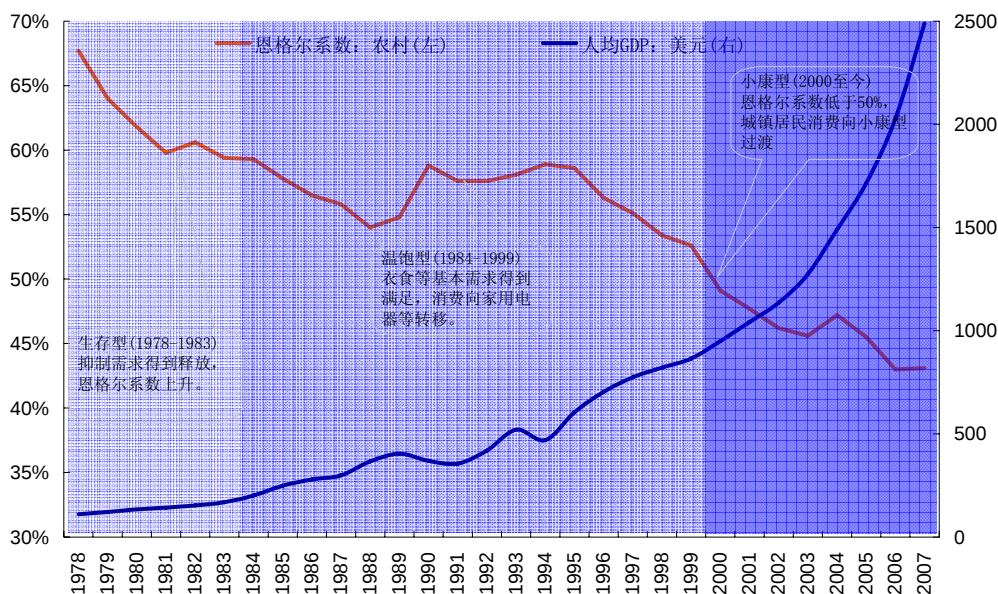


资料来源：历年中国统计年鉴，东方证券研究所

而对农村居民消费结构变迁，也遵循上述四个阶段的模式。恩格尔系数存在先升后降的趋势，同时不考虑 1990 年前后的特殊变动，目前农村居民消费结构已经经历三个阶段并处于小康型阶段。(1) 生存型 (1978-1983)：在家庭联产承包责任制的激励作用得到释放之后，恩格尔系数出现了一段时间的上升。(2) 温饱型 (1984-1999)：农村居民基本衣食需求得到满足，恩格尔系数趋于下降，基本家用电器等开始在农村普及。(3) 小康型 (2000 至今)：2000 年恩格尔系数开始低于 50%，农村居民进入小康型阶段，消费热点转向医疗保健用品、交通和通讯工具、文化娱乐用品等类别。

**图 3-8 农村居民消费结构**

（深色区域为目前所处阶段）



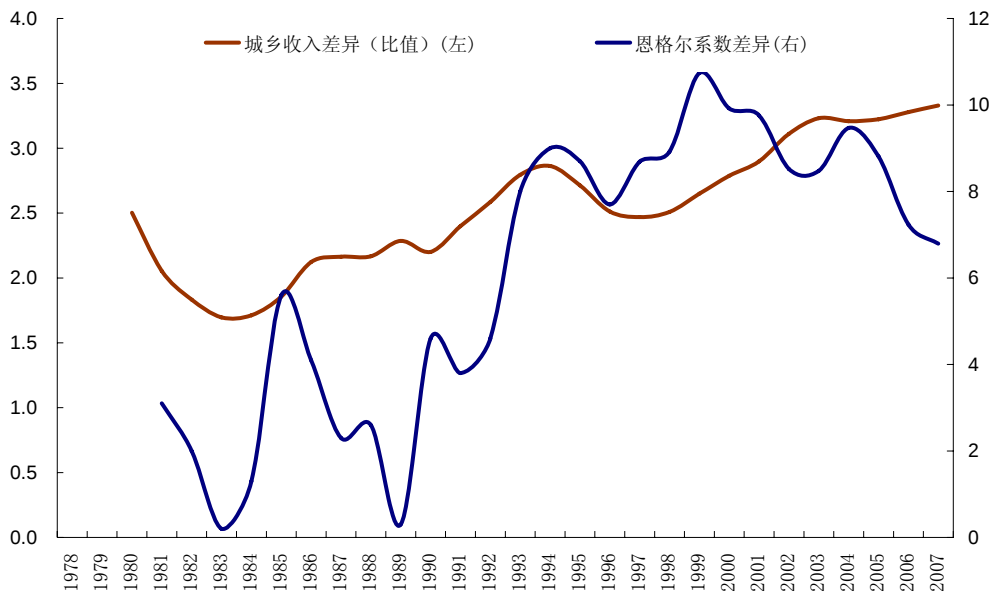
资料来源：历年中国统计年鉴，东方证券研究所

为了深入分析城镇和农村居民消费结构变迁问题，我们采用《中国城市（镇）生活与价格年鉴》1996 至 2006 年所提供的统计数据进行分析。该年鉴将城镇居民的消费品分为八类：食品、衣着、家庭设备及用品、医疗保健用品、交通和通讯工具、娱乐教育文化用品、居住和服务项目，并分省统计全国各地区不同类别商品的价格水平和人均消费量。该数据为一个 11 年的省际面板数据，因此我们利用面板数据的分析技术，并采用近似理想需求模型（Almost Ideal Demand System, AIDS），在控制价格因素的情况下，对实际消费支出进行回归分析。

我们主要得到三点结论：

第一，农村居民消费升级正在进行之中，且提升空间很大。目前城镇居民已经进入消费型阶段，而农村居民还处于小康型阶段。在改革开放初期，城乡居民的恩格尔系数间差异并不明显，维持在 4 个百分点以内。而随着改革进程的推进，城乡差距逐步扩大，恩格尔系数差异逐步扩大，维持在 6 个百分点以上，最高曾达到 10 个百分点。近年来恩格尔系数差异有缩减的态势，表明农村居民消费结构存在向城镇居民趋同的趋势。

图 3-9 城乡居民的收入差距及恩格尔系数差异



资料来源：历年统计年鉴，东方证券研究所

第二，根据计量模型的分析结果来看，无论对城镇居民还是农村居民，实际收入水平都是消费结构变迁的重要决定因素。因此改革开放以来城乡收入差距的持续扩大是导致农村居民消费结构升级受阻的主要原因。目前农村居民家庭收入增速明显快于城镇居民，消费升级具有大的背景。

图 3-10 城镇居民消费结构的影响因素

|                  | 一.食品类<br>S <sub>1</sub> | 二.衣着<br>S <sub>2</sub> | 三.家庭设备及用品<br>S <sub>3</sub> | 四.医疗保健用品<br>S <sub>4</sub> | 五.交通和通讯工具<br>S <sub>5</sub> | 六.娱乐教育文化用品<br>S <sub>6</sub> | 七.居住<br>S <sub>7</sub> | 八.服务项目<br>S <sub>8</sub> |
|------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------|--------------------------|
| lnV/P            | -13.160***<br>(1.277)   | -1.303*<br>(0.784)     | 2.946***<br>(0.927)         | -1.171*<br>(0.644)         | 1.684*<br>(0.995)           | 6.131***<br>(0.905)          | 2.497*<br>(1.284)      | 2.065***<br>(0.512)      |
| lnP <sub>1</sub> | -4.740<br>(3.394)       | 7.204***<br>(2.085)    | -1.914<br>(2.465)           | -1.458<br>(1.712)          | 6.461**<br>(2.645)          | -0.933<br>(2.405)            | -8.720**<br>(3.412)    | 1.599<br>(1.361)         |
| lnP <sub>2</sub> | 7.139***<br>(1.410)     | -3.278***<br>(0.866)   | 2.911***<br>(1.024)         | -1.577**<br>(0.711)        | -0.366<br>(1.099)           | -2.332**<br>(0.999)          | -2.657*<br>(1.417)     | 0.028<br>(0.565)         |
| lnP <sub>3</sub> | -12.573***<br>(2.744)   | 5.257***<br>(1.686)    | 12.376***<br>(1.993)        | -5.972***<br>(1.384)       | 3.051<br>(2.139)            | -4.080**<br>(1.945)          | 4.282<br>(2.759)       | -2.094*<br>(1.100)       |
| lnP <sub>4</sub> | -1.897<br>(1.553)       | 1.994**<br>(0.954)     | -3.807***<br>(1.128)        | 0.739<br>(0.783)           | 6.373***<br>(1.210)         | 0.790<br>(1.101)             | -3.195**<br>(1.561)    | -1.193*<br>(0.623)       |
| lnP <sub>5</sub> | 1.524<br>(1.393)        | -2.680***<br>(0.856)   | 0.765<br>(1.012)            | -1.244*<br>(0.703)         | -1.145<br>(1.086)           | 1.483<br>(0.987)             | 1.465<br>(1.400)       | 0.056<br>(0.558)         |
| lnP <sub>6</sub> | -2.942**<br>(1.392)     | 0.135<br>(0.855)       | 2.513**<br>(1.011)          | -0.994<br>(0.702)          | -1.785*<br>(1.085)          | 0.401<br>(0.986)             | 1.807<br>(1.399)       | 0.880<br>(0.558)         |
| lnP <sub>7</sub> | -0.662<br>(1.957)       | -6.013***<br>(1.202)   | 2.681*<br>(1.421)           | 5.037***<br>(0.987)        | -9.506***<br>(1.525)        | -1.505<br>(1.387)            | 8.753***<br>(1.968)    | 2.115***<br>(0.785)      |
| lnP <sub>8</sub> | -1.274**<br>(0.573)     | -0.430<br>(0.352)      | 0.262<br>(0.416)            | -1.033***<br>(0.289)       | 1.429***<br>(0.447)         | 0.944**<br>(0.406)           | -0.213<br>(0.577)      | -0.263<br>(0.230)        |

资料来源：东方证券研究所

**图 3-11 农村居民消费结构的影响因素**

|                        | 一.食品类<br>S <sub>1</sub> | 二.衣着<br>S <sub>2</sub> | 三.家庭设备及用品<br>S <sub>3</sub> | 四.医疗保健用品<br>S <sub>4</sub> | 五.交通和通讯工具<br>S <sub>5</sub> | 六.娱乐教育文化用品<br>S <sub>6</sub> | 七.居住<br>S <sub>7</sub> | 八.服务项目<br>S <sub>8</sub> |
|------------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------|--------------------------|
| <b>lnV/P</b>           | -8.889***<br>(3.113)    | 2.018**<br>(0.858)     | 0.143<br>(0.787)            | -0.142<br>(0.954)          | -1.049<br>(1.313)           | 6.895***<br>(1.735)          | -2.101<br>(2.865)      | -1.604**<br>(0.776)      |
| <b>lnP<sub>1</sub></b> | -2.614<br>(7.786)       | -4.263**<br>(1.693)    | 0.451<br>(1.552)            | 6.936***<br>(1.882)        | -2.253<br>(2.590)           | 7.887**<br>(3.423)           | -8.394<br>(5.653)      | 2.247<br>(1.530)         |
| <b>lnP<sub>2</sub></b> | 9.504<br>(5.963)        | -1.877<br>(1.291)      | -0.937<br>(1.184)           | 2.786*<br>(1.435)          | 0.627<br>(1.975)            | 0.948<br>(2.610)             | -12.358***<br>(4.310)  | -0.596<br>(1.167)        |
| <b>lnP<sub>3</sub></b> | 24.231***<br>(8.893)    | 1.124<br>(1.930)       | -0.457<br>(1.770)           | -8.305***<br>(2.145)       | -4.040<br>(2.953)           | 2.860<br>(3.902)             | -10.730*<br>(6.444)    | -2.503<br>(1.745)        |
| <b>lnP<sub>4</sub></b> | -3.182<br>(2.906)       | -0.578<br>(0.630)      | 0.824<br>(0.578)            | 2.587***<br>(0.701)        | 2.403**<br>(0.965)          | -1.709<br>(1.274)            | 0.744<br>(2.105)       | -0.717<br>(0.570)        |
| <b>lnP<sub>5</sub></b> | -15.473***<br>(4.578)   | -1.389<br>(0.965)      | 1.697*<br>(0.885)           | 2.082*<br>(1.072)          | -1.487<br>(1.476)           | 0.106<br>(1.950)             | 10.117***<br>(3.221)   | 1.408<br>(0.872)         |
| <b>lnP<sub>6</sub></b> | -7.932***<br>(2.596)    | 0.802<br>(0.556)       | 0.024<br>(0.510)            | -0.099<br>(0.618)          | 1.824**<br>(0.850)          | 7.821***<br>(1.123)          | -0.173<br>(1.856)      | -0.741<br>(0.502)        |
| <b>lnP<sub>7</sub></b> | -13.105***<br>(3.816)   | -0.172<br>(0.829)      | 0.477<br>(0.761)            | 0.872<br>(0.922)           | -1.359<br>(1.269)           | 5.968***<br>(1.677)          | 7.164***<br>(2.770)    | -0.644<br>(0.750)        |
| <b>lnP<sub>8</sub></b> | -0.153<br>(0.298)       | 0.048<br>(0.065)       | 0.006<br>(0.059)            | -0.091<br>(0.072)          | -0.129<br>(0.099)           | -0.047<br>(0.130)            | 0.128<br>(0.215)       | 0.181***<br>(0.058)      |

资料来源：东方证券研究所

第三，如果农村居民的消费升级路线遵循于城镇居民的消费升级的路线，家庭设备及用品、交通和通讯工具、居住和服务项目的消费占比未来将具有较大的提升空间。

根据计量分析的结果可以发现：对城镇居民，随着实际消费支出的增加，食品、衣着消费比重将显著下降，同时家庭设备及用品、交通和通讯工具、娱乐教育文化用品、居住、服务项目所占比重显著上升，存在明显的消费结构升级现象；而对农村居民，随着实际消费支出的增加，食品类商品消费比重存在显著下降趋势，同时显著增加的商品类别包括衣着、文化教育文化用品。虽然随着人均可支配收入的增长，边际消费倾向趋于递减，但绝对消费量存在明显的递增趋势，因此消费结构的升级很大程度上可归结为城镇居民收入水平的提高，因此收入水平的提高对消费结构升级具有明显的促进作用。在对农村居民消费结构的分析中，实际消费支出增加所引起的消费结构向家庭设备及用品、医疗保健用品、交通和通讯用品的转移没有得到计量数据的支持，这也说明农村居民的消费结构升级还处的阶段落后于城镇，但是提升的空间巨大，而归根结底还是因为食品、衣着等必需消费品占比太高，挤占其他类别商品的消费份额。

## 分析师承诺

### 邓宏光：股票策略分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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接收到任何形式的报酬。

### 毛楠：股票分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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接收到任何形式的报酬。

### 王晓李：股票分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**寿岚

**电话：**021-63325888\*6054

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[shoulan@orientsec.com.cn](mailto:shoulan@orientsec.com.cn)