

国内居民消费增长拐点未现

- 2010 年中国消费增长展望

相关报告:

制造业加快复苏, 09 年业绩有望超市场预期, 2009.11

外生流动性输入, 资金充裕将维持, 2009.10

复苏态势延伸, 震荡中防御为上, 2009.09

李镜池

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

分析师申明

本人, 李镜池, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 2001 年是中国消费相对增长的拐点。消费增速持续低于 GDP 的增长, 投资增速开始迅速上升。消费对经济增长贡献的下降主要是居民最终消费的下降, 伴随居民消费占比下降的是劳动者报酬占 GDP 比重的持续下降, 而营业盈余占 GDP 的比重出现了持续的上升。
- 2008 年, 收入分配差距扩大, 居民的消费倾向继续下降。城镇高收入群体的收入增长更快, 低收入群体的收入增长变缓。城镇居民消费倾向下降明显, 农村居民的略有下降, 其中城镇低收入群体的消费倾向下降更为明显, 高收入群体的略有下降。城镇低收入群体的消费倾向要高于高收入的 16 个百分点, 农村居民的消费倾向要明显高于城镇居民近 20 个百分点, 收入分配的差距扩大对消费增长有明显的负面作用。
- 09 年居民收入增长相对 GDP 要快, 但主要归因于政府的转移支付, 工资以及家庭经营的收入增长并不显著且要低于 GDP 增长。另外, 从经济发展的特征上看, 我国还处于工业化和城市化的中期, 这一阶段, 投资增长仍然是我国经济增长最主要的动力, 投资还会保持较高的增速, 还有较大的空间, 而劳动力要素收入的占比提升有限。推动 09 年消费增长的主要动力在 2010 年均会出现减弱。家庭部门提升杠杆率的速度难以持续, 刺激政策的边际效应递减, 转移支付的同比效应也会降低, 居民收入相对高增长恐难持续。我们认为, 当前还不能判断我国的居民收入占比和消费占比进入拐点, 预计 2010 年居民消费的相对增速会回落到 GDP 增速附近, 甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。
- 根据日本的经验, 劳动力要素报酬、收入分配才是关键, 工业化、城市化仅仅是特征。工业化、城市化的进程中伴随的是劳动力要素收入占比的下降, 而工业化、城市化的基本完成仅仅是“一国经济发展”伴生的结果之一, 并不是“居民收入占比上升、消费占比上升”的驱动因素。通过人力资本的提升来提高劳动力要素的报酬以及更趋公平的收入分配结构才是居民消费占比提升的驱动因素。

在全球金融危机中，我国的消费不仅没有出现让大多数人之前担忧的下滑，反而出现了高涨的局面，社会消费品零售总额的实际增速创下了近年的新高。房地产和汽车消费成为了 09 年中国消费市场中的两朵奇葩，汽车和房地产销售数据连续上升，超过历史最高水平，出乎了年初绝大多数专家的预测。

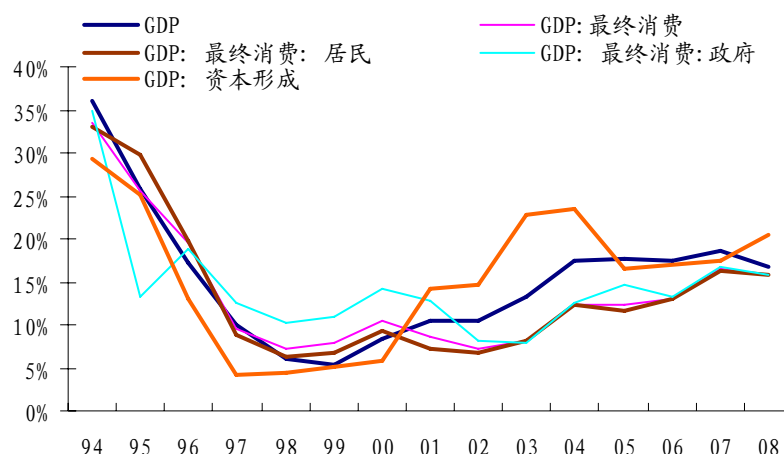
展望 2010 年，在全球经济失衡的情况下，经济复苏趋势成立后，我国的调结构的期望又落到了刺激内需，尤其是消费上，居民消费在未来中国经济增长尤其在 2010 年经济增长中的作用被市场给予厚望。从中长期看，城市消费步入更新换代期，农村消费追赶城市，人口结构，政府公共教育和医疗支出的增加，社会保障体系的完善等有关于居民消费的因素，可以成为预期消费增速加快拉动经济增长的依据，我们对于我国居民消费增长的趋势也持积极乐观的态度。但同时认为，更重要的是居民消费增长相对于经济增长的关系问题，就如同我们选股总是希望选到一支跑赢大盘的股票，而这些因素还不足以解释消费增长与经济增长的相对关系。

本文从劳动者报酬（居民的主要收入来源）以及消费倾向两个角度的分析来对我国居民消费占比的变化趋势进行判断，并对 09 年的“消费超预期增长”的现象给出解释，也简要的借鉴了日本消费的相对变化过程来对消费变动的特征进行归纳分析。09 年居民消费超预期的主要原因有：家庭部门杠杆率的提高、消费刺激政策和居民收入的增长。推动 09 年消费增长的主要动力在 2010 年均会出现减弱，我们认为 2010 年居民消费的相对增速会回落。通过人力资本的提升来提高劳动力要素的报酬以及更趋公平的收入分配结构才是居民消费占比提升的驱动因素。

01-08 年，劳动力的要素收入占比持续下滑

2001 年是中国消费相对增长的拐点。从 2001 至 2008 年连续 8 年消费增速持续低于 GDP 的增长，消费占 GDP 的比重从 61.4% 下降到 48.6%。与消费增长相比，投资增速从 01 年之前的低于 GDP 增速开始迅速上升，仅仅 05-07 年略低于 GDP 增速。

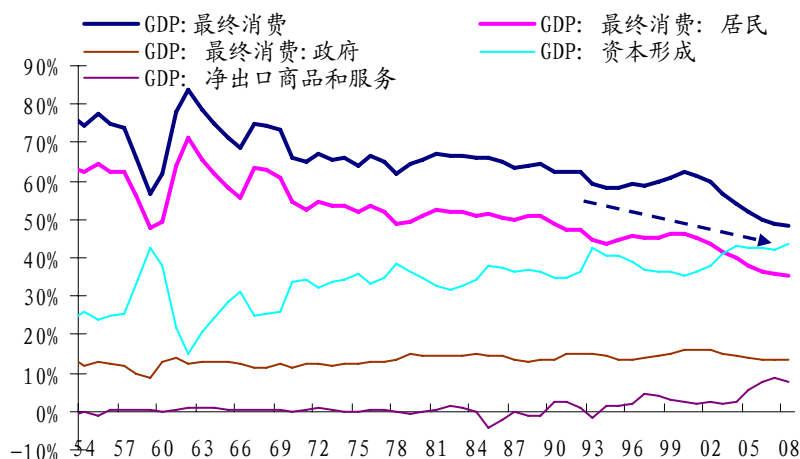
Figure 1 2001 至 2008 年，消费增速持续低于 GDP 增长



资料来源：WIND、世纪证券研究所

消费占比的下降主要是居民最终消费占比的下降，政府最终消费占比基本保持稳定。与消费占比下降相对的是投资占比的持续上升。

Figure 2 长期看，消费占比尤其居民消费占比一直处于下降趋势中，01 至 08 年，消费占比从 61.4% 下降到了 48.6%。



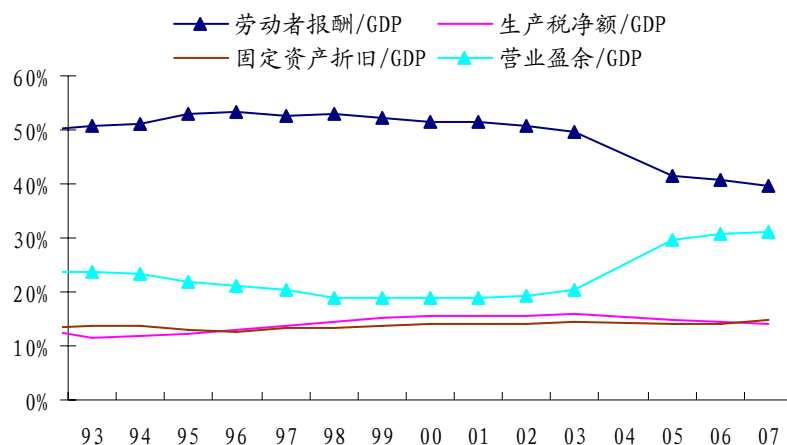
资料来源：WIND、世纪证券研究所

伴随居民消费占比下降的是劳动者报酬占 GDP 比重的持续下降，与此相对的是，营业盈余占 GDP 的比重出现了持续的上升。2007 年，劳动者报酬占 GDP 的比重下降到了 39.7%，营业盈余占 GDP 的比重上升到了 31.3%。近两年，劳动报酬占比下降的趋势有所减缓。

从要素分配的角度，劳动报酬占比下降和营业盈余占比上升是工业化的重要驱动因素。在工业化的过程中，通过劳动力的大量和持续的转移，使得劳动力的供给始终保持相当的充裕，劳动力报酬的增长低于生产效率的提升，资本获得的报酬占比增加，资本回报率提高有吸引更多

多的资本进行投资。近十年，我国工业的迅速发展正是通过相对降低劳动的报酬和提高资本的回报率的路径来吸引投资进行工业化的。

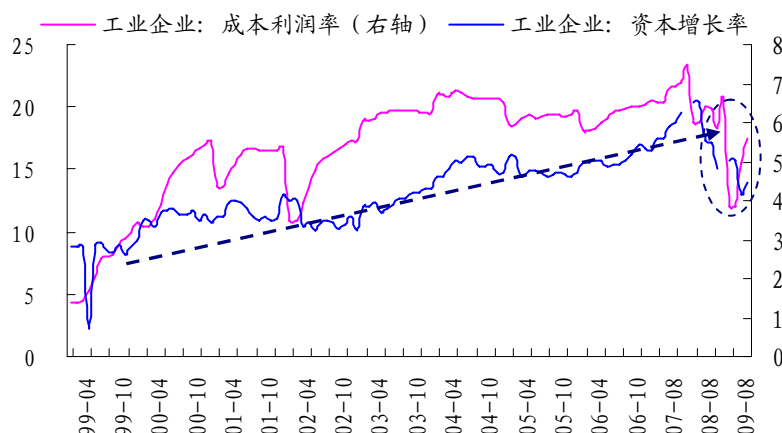
Figure 3 劳动者报酬占 GDP 的比重持续下降，营业盈余的比重持续的上升



资料来源：WIND、世纪证券研究所

07-08 年工业利润率出现了快速的下降，主要原因是同期国际大宗商品价格的快速上涨，同时国内劳动力价格的上涨也是一个重要原因。08 年下半年，国际大宗商品价格出现了快速下跌，09 年又持续较快反弹但仍然明显低于 08 年的高位。随着成本的下降，09 年利润率也出现了反弹。从中长期看，尽管面临着劳动力和环境成本上涨的压力，但国内技术改进和产业升级的空间还很大，我们认为，利润率还会回到相对较高的位置，甚至还会继续上升但上升的速度可能会比过去十年缓慢。工业化仍然是我国当前经济增长的主要推动力。

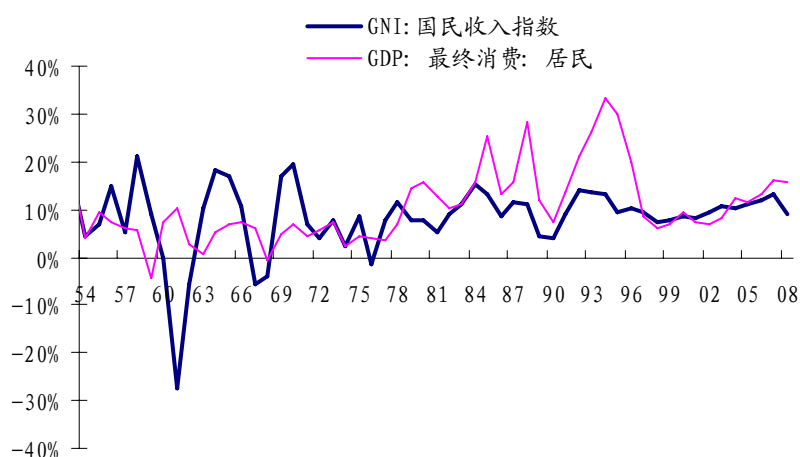
Figure 4 从中长期看，我国工业企业的资本回报率和资本增长率还在上升趋势中



资料来源：WIND、世纪证券研究所

与 GNI（国民总收入指数）的增速相比，居民消费并不显得疲弱。这也进一步佐证了近年来消费相对 GDP 的增长不足的最重要原因是劳动力要素的收入分配下降，因为 GNI 代表的是国民的收入水平，外资在中国进行投资获得的利润是不计入 GNI 的，但计入 GDP。

Figure 5 与 GNI 的增速相比，居民消费增长并不显得疲弱



资料来源：WIND、世纪证券研究所

由此可见，从宏观上看，我国居民消费占比的下降主要是居民收入的占比下降。在工业化进程中，为了吸引更多的投资，往往采取压低劳动的相对报酬以提高资本的回报率。

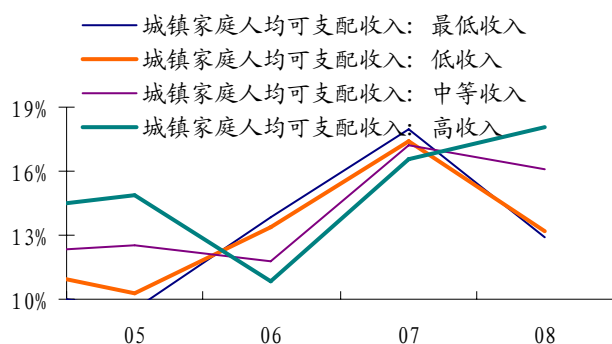
收入分配的差距扩大

收入是居民消费的源头活水，劳动力的要素收入对居民消费的影响是宏观层面的，而收入分配对居民消费的影响是结构层面的。收入分配包括初次分配和二次分配，初次分配主要指工资性收入，基本决定了收入在不同行业、职业、职级之间的分布，政府公共支出包括教育、医疗，还有转移支付等，即政府通过税收和财政支出对收入进行二次分配，两者的共同作用影响到收入的最终分配。

收入分配的差距在扩大。08 年城镇高收入群体的收入增长更快，低收入群体的收入增长变缓。对比支出增长看，高收入群体的支出增长要慢于收入的增长，意味着高收入的消费倾向在下降，同时低收入群体的支出增速下降明显，意味着低收入消费倾向也在下降（后面会有进一

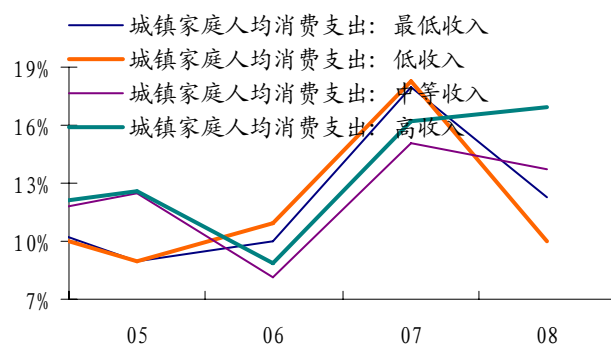
步的数据验证)。

Figure 6 城镇收入差距有扩大趋势，高收入的家庭增长更快



资料来源：WIND、世纪证券研究所

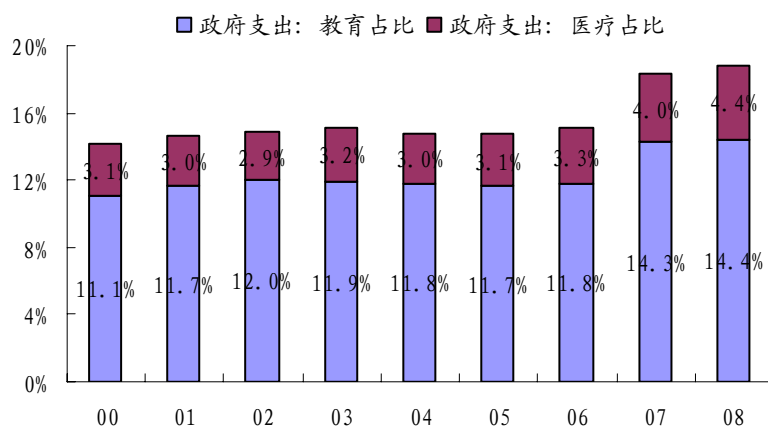
Figure 7 低收入的家庭支出增长下降明显



资料来源：WIND、世纪证券研究所

07-08 年，政府在教育 and 医疗支出方面的占比有所提高。仅此，我们还难以衡量政府公共支出对收入分配的影响。但从消费倾向的最终变化看，我们认为，教育、医疗更多是流向了高收入群体，由于高收入的新增需求相对有限，以致高收入群体的消费倾向出现下降，而低收入群体仍然不得不进行预防性储蓄，消费倾向也出现了下降。

Figure 8 政府在教育、医疗方面的公共支出的比重有所提高



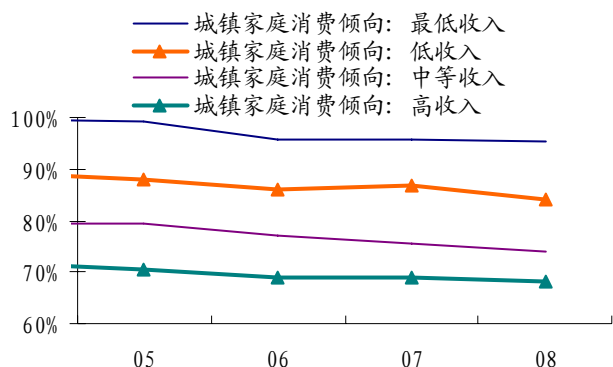
资料来源：WIND、世纪证券研究所

居民消费倾向呈下降趋势

08 年，城镇居民消费倾向下降明显，农村居民的略有下降。其中，城镇低收入群体的消费倾向下降更为明显，高收入群体的略有下降，与我们之前对城镇不同群体的收入、支出分析相吻合。城镇低收入消费

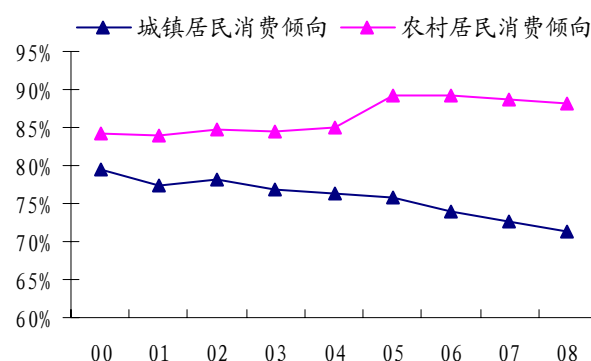
倾向要明显高于高收入 16 个百分点，农村居民的消费倾向要明显高于城镇居民近 20 个百分点，收入分配的差距扩大对消费增长将起到明显的负面作用。

Figure 9 城镇低收入消费倾向下降明显，高收入的略有下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 10 城镇居民消费倾向下降明显，农村居民下降缓慢



资料来源：WIND、世纪证券研究所

09 年消费“超预期增长”的解释

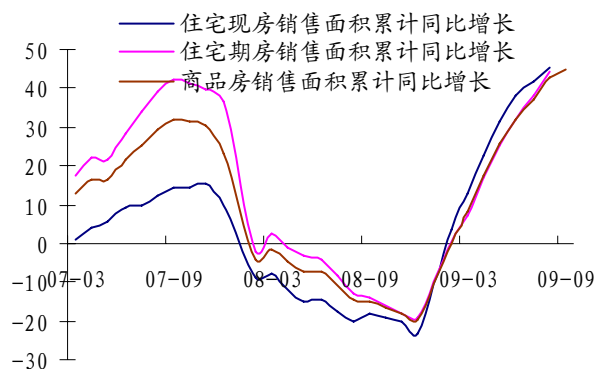
家庭部门的杠杆化和消费刺激政策促进了房地产和耐用品消费，提高了当期的居民消费倾向。家庭部门的新增消费贷款从 09 年 3 月开始出现明显增长，6 月之后基本保持 2000 亿的水平，1-10 月份，新增消费信贷规模已达到 1.4 万亿，而对比 08 年全年的新增消费信贷是 4481 亿，09 年新增消费信贷的规模比 08 将至少超过 1 万亿。我们看到，由于下半年新增信贷规模的下降，家庭新增信贷所占的比重较上半年明显上升。另外，家庭新增信贷以住房按揭等中长期消费信贷为主，前 9 个月住房按揭新增规模已达到了 1 万亿。09 年初政府的消费刺激政策也纷纷出台，对买房、购车、家电下乡以税收优惠的方式来刺激消费。

2009 年住房、汽车消费市场的高景气大大超越了年初的市场预期，其主要原因是，一方面是家庭消费信贷的大幅增长，对房地产和汽车销售的迅速回升起到了至关重要的资金支持作用；另一方面是在金融危机背景下，年初政府消费刺激政策的纷纷出台，两者共同作用的结果是提高了居民当期的消费倾向。因此，新增消费信贷的稳定和消费刺激政策的保持有利于维持当前消费市场的热度，尤其是住房和耐用品消费市场。

但我们认为，家庭部门提升杠杆率的速度难以长期持续，消费刺激政策面临边际效应递减。主要原因是，一方面家庭部门进一步杠杆化的

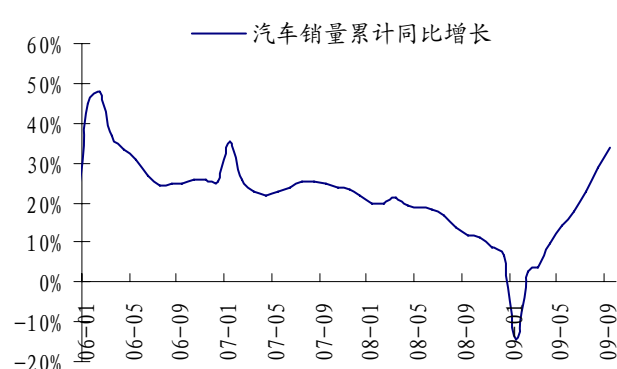
需求在 09 年高增长之后会有所减弱, 另一方面 2010 年银行新增信贷的总体规模将小于今年, 家庭新增消费信贷规模虽然环比仍然会提升但会小于 09 年, 其同比增长的幅度也会减小。另外, 2010 年即使保持当前的消费刺激政策, 也面临着政策的边际效应递减的不利影响, 除非政府进一步出台更大力度的消费刺激政策, 但目前我们认为这种可能性不大, 市场更多的是对消费刺激政策退出的担忧。因此, 家庭部门的杠杆化和消费刺激政策在 2010 年刺激消费方面发挥作用的空間要小于 2009 年。

Figure 11 09 年房地产销售迅速增长



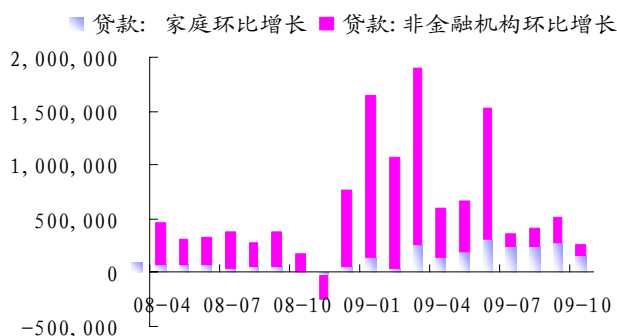
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 12 09 年汽车销量迅速增长



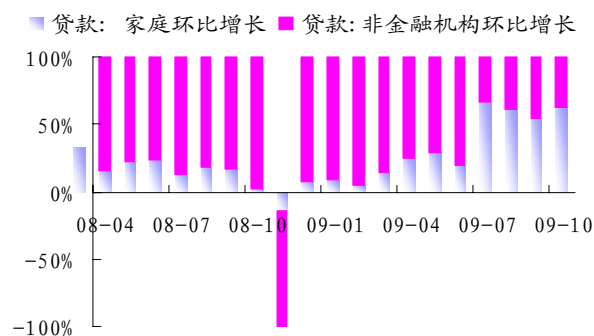
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 13 09 年家庭信贷环比增长稳定



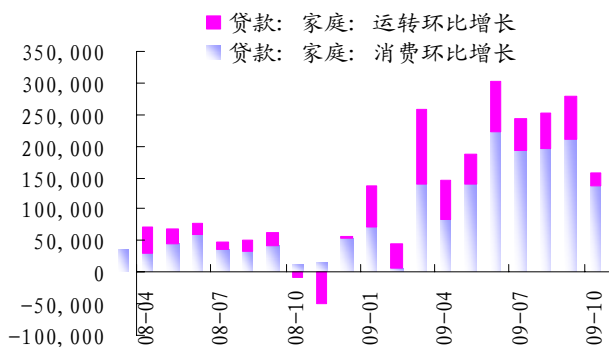
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 14 09 年家庭新增信贷占月度新增贷款的比重明显上升



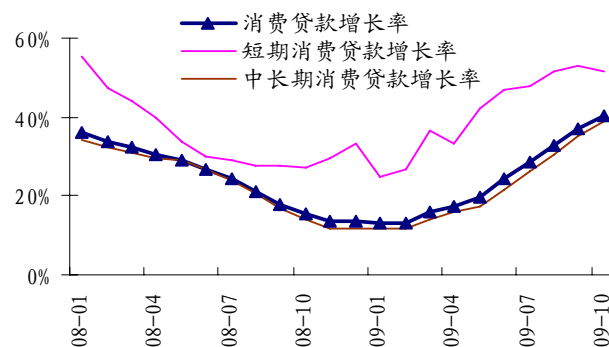
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 15 09 年家庭消费信贷新增规模迅速上升



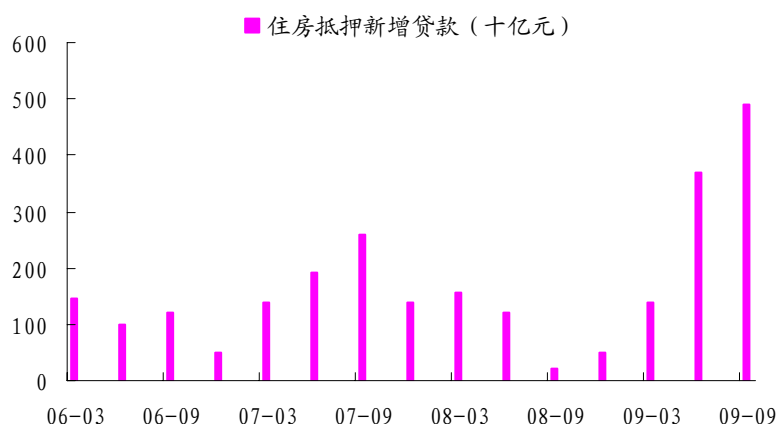
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 16 09 年消费信贷迅速增长



资料来源: WIND、世纪证券研究所

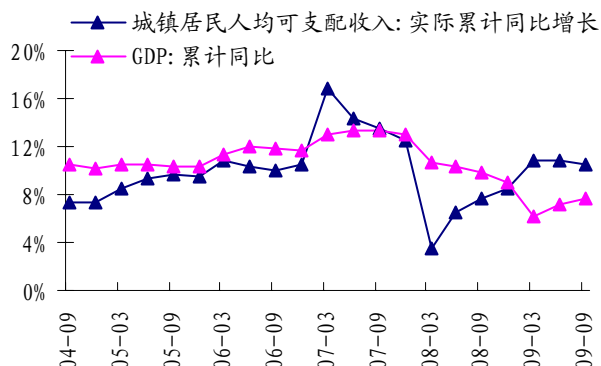
Figure 17 09 年住房按揭信贷迅速上升，前 9 月新增规模累计达到 1 万亿



资料来源: WIND、世纪证券研究所

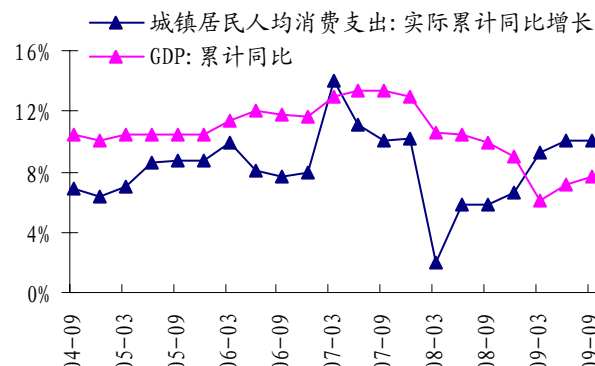
09 年居民收入增长有望超过 GDP 的增速。无论是城镇还是农村，截至 09 年三季度，居民实际收入的增长高于 GDP 的增速，以致居民消费增长也超过了 GDP 的增速。09 年有望实现对“居民消费增长连续 8 年低于 GDP 增长”的突破。

Figure 18 09 年城镇居民收入实际增长超过 GDP



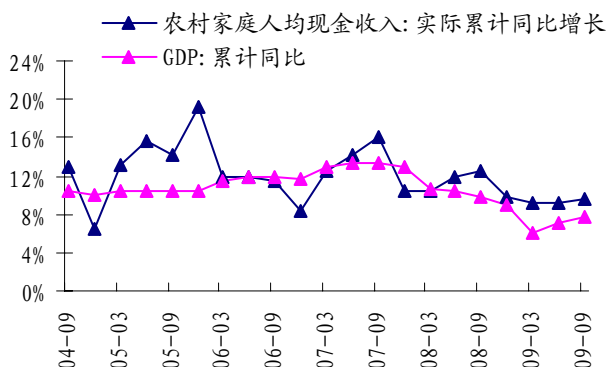
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 19 09 年城镇居民消费支出实际增长超过 GDP



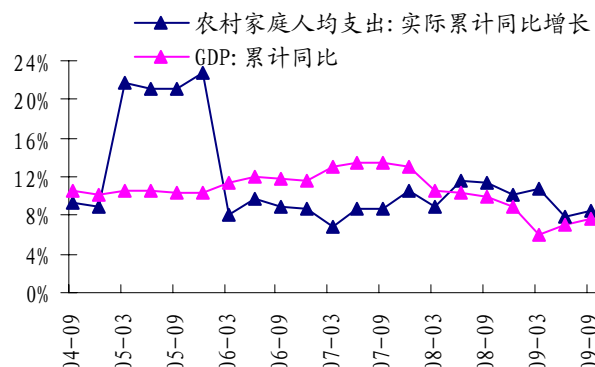
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 20 09 年农村家庭人均现金收入增长超过 GDP



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 21 09 年农村家庭人均支出增速略超过 GDP



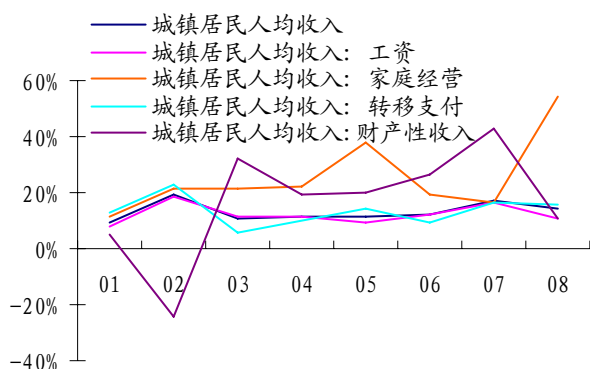
资料来源: WIND、世纪证券研究所

09 年居民收入的超预期增长主要受益于转移支付的提高。通过分析收入增长的主要来源, 08 年城镇居民人均收入增长主要受益于家庭经营和转移支付。最近的 09 年 6 月的数据显示, 城镇居民收入人均增长主要受益于转移支付。农村家庭人均现金收入的增长主要受益于转移支付和财产性收入。而 09 年, 工资性和家庭经营性的收入增长均低于人均收入的整体增长。

收入分配出现拐点的判断尚早。由于转移支付和财产性收入增长的趋势并不确定, 更多表现出来的是间断性增长, 我们认为, 目前就做出居民收入分配出现拐点的判断还为时尚早。金融危机以来, 政府转移支付的力度的确在加大。城市方面, 最低生活保障线的提高, 增加退休工资, 发放消费券、旅游券等等; 农村方面, 税费的减免, 生产性补贴的增加等。农村财产性收入主要指部分地方土地所有权允许转让后, 通过土地转让获得的收入。值得注意的是, 转移支付即使保持目前的力度, 其同比效应也会递减, 除非转移支付持续保持目前的增长速度, 但这种可能性不大。从中长期看, 农村的补贴、城市的最低生活保障等仍然会继续增长, 但很难连续出现 09 年的增幅。

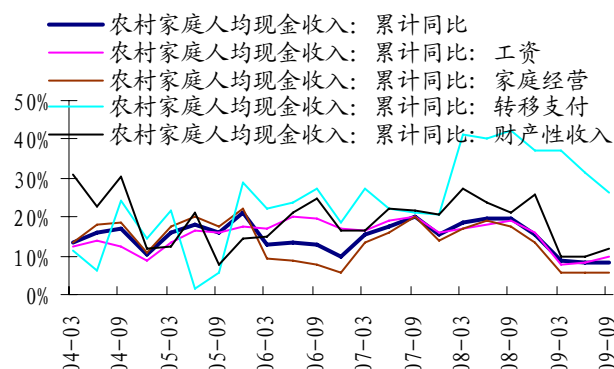
可见, 家庭部门杠杆化的提高、消费刺激政策和居民收入的增长是 09 年消费增长较快的最重要的原因。但我们认为, 家庭部门不可能按此速度持续提升杠杆率, 刺激政策的边际效应递减, 转移支付的同比效应也会降低, 推动 09 年消费增长的主要动力在 2010 年均会出现减弱。因此, 2010 年的居民消费增长相对 GDP 增速的差距会减小, 我们判断居民消费增速会落到 GDP 增速附近, 甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。

Figure 22 08 年城镇居民的人均收入增长主要受益于家庭经营



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 23 农村家庭人均现金收入的增长主要受益于转移支付

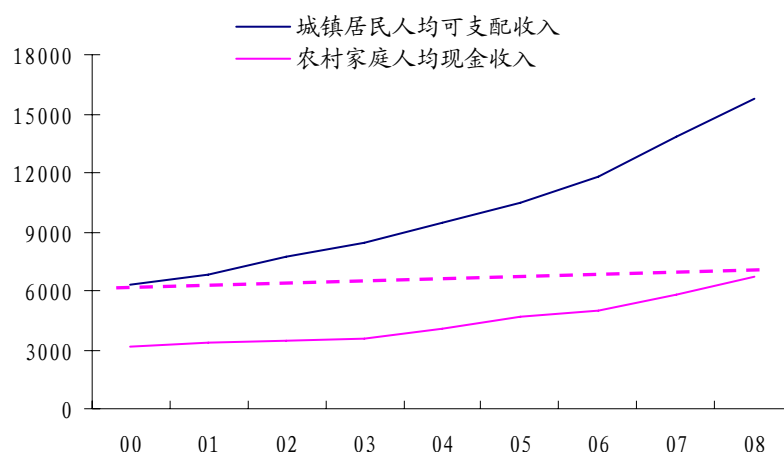


资料来源: WIND、世纪证券研究所

消费升级的趋势不变，空间依然巨大

居民消费增长和升级的空间巨大。2008 年，城镇人均可支配收入约为 1.5 万元，即接近 3000 美元，农村人均现金收入刚过 6700 元，即刚过 1000 美元，相当于城市 2000 年的人均收入水平。与发达国家相比，中国的居民收入和消费的增长以及消费的升级还有巨大的提升空间。

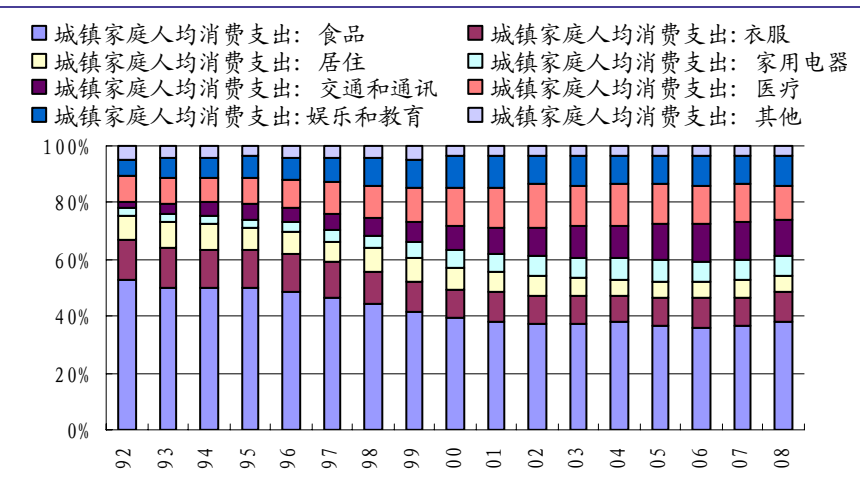
Figure 24 服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

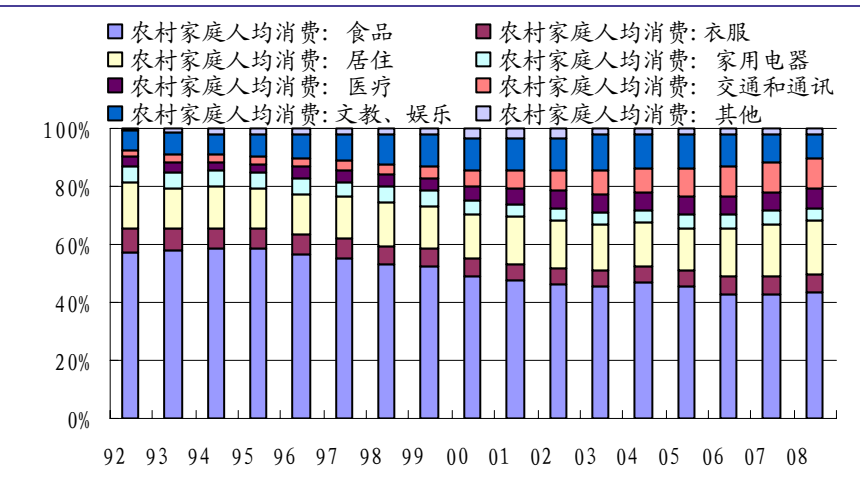
服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势；服装、家电、居住、交通、医疗代表当前农村消费升级的趋势。可以预见，消费支出项目中的服装、家庭设备用品及服务、房地产、交通和通讯、医疗保健、和教育文化娱乐行业会有较快的增长，而食品的消费（除高档消费品）比重将进一步下降。同时，中国城市居民消费的重心正逐渐转向以汽车、房地产为代表的“信贷消费品”，“可选品”及“奢侈品”的消费增长也将快于“必需品”。农村目前正步入 10 年前城市众多耐用品消费开始爆发性增长的收入水平阶段，参考城市家庭的消费轨迹，未来数年农村的家电、信息产品、汽车等消费需求有极大的空间，而且提升速度可能比城市当初的发展更快。

Figure 25 服装、家电、居住、交通、医疗、娱乐代表当前城镇消费升级的趋势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 26 服装、家电、居住、交通、医疗代表当前农村消费升级的趋势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

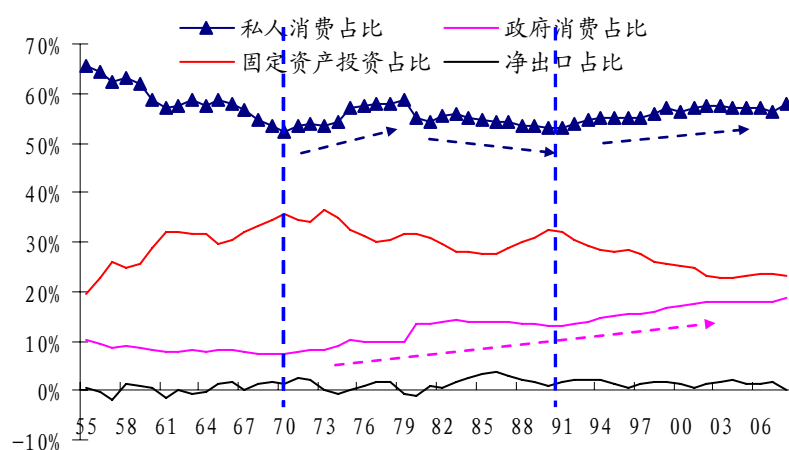
日本的经验：劳动报酬、收入分配才是关键，工业化、城市化是特征

日本经验显示，工业化后期，消费占比上升，居民消费占比企稳。战后，日本进入了快速工业化、城市化的道路，这一阶段的特征是投资占比提升，而消费占比下降；70年代后，日本经济进入了后工业化时代，城市化也基本完成，这一阶段的特征是投资占比下降，而消费占比上升。但需要注意的是，日本消费占比的上升主要归因于政府消费的增长，近三十年日本政府消费占比呈稳定增长态势，而居民消费的增长相比要缓慢得多，居民消费的占比并没有得到持续和明显的提升，1970年居民消费占比下降到了最低的52.3%，最高点在1979年达到了58.7%，1991

年又再次回落到了 52.9%。主要原因就在于，日本 80 年代以来实际工资增长大幅放缓，明显低于 70 年代，劳动力的要素报酬所占 GDP 的比重并未有明显的上升。

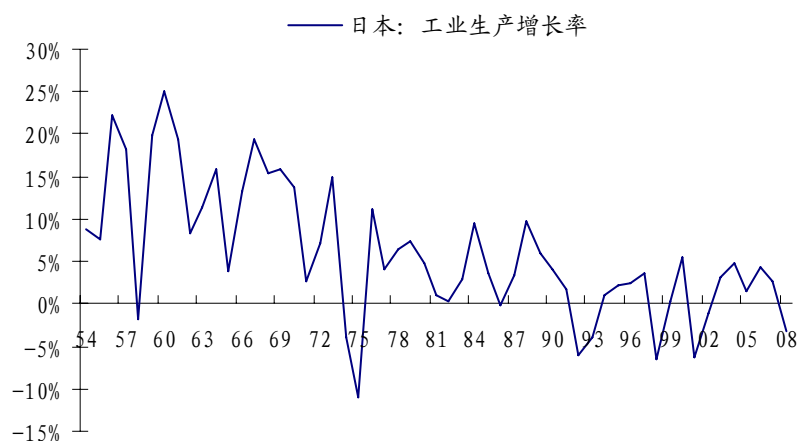
劳动力要素报酬、收入分配才是关键，工业化、城市化是特征。判断一国居民消费的增长趋势，首先是看居民收入增长，其次是收入的分配结构。居民收入主要来源于工资性收入即劳动力的要素报酬，而劳动力要素收入的占比变化过程往往伴随着一国的工业化和城市化进程。工业化和城市化的初期、中期，有形资本的投资是工业化和城市化的推动力，这一阶段会压低劳动力的要素收入，提高资本的回报率，进入工业化、城市化的中后期，有形资本的回报率会有所下降，劳动力的收入和有形资本报酬的分配比例会逐渐趋近于稳定，但并不必然会带来居民消费占比的上升，而此时无形资本（即人力资本）的提升在经济增长中将发挥更大的作用，也会带来居民收入占比的提高。因此工业化、城市化的进程中伴随的是劳动力要素收入占比的下降，而工业化、城市化的基本完成仅仅是“一国经济发展”伴生的结果之一，并不是“居民收入占比上升、消费占比上升”的驱动因素。通过人力资本的提升来提高劳动力要素的报酬以及更趋公平的收入分配结构才是居民消费占比提升的驱动因素。

Figure 27 70 年代后，日本消费占比上升，但居民消费占比提升并不显著



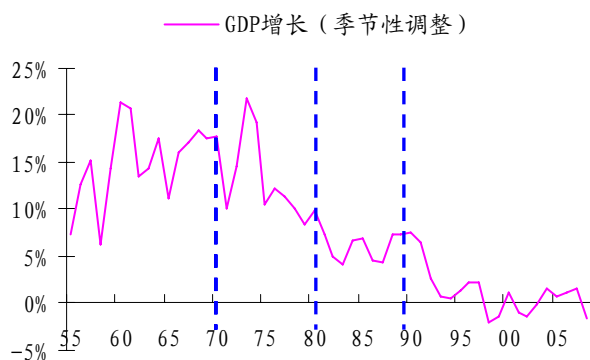
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 28 70 年代后，日本进入后工业时代，工业生产年增长减速到 10% 以内



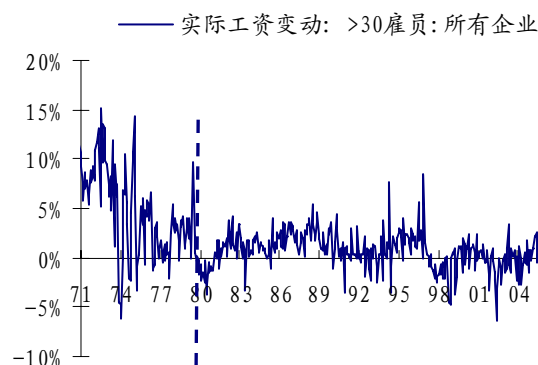
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 29 70、80、90 后，日本经济增长呈阶梯式下降



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 30 80 年代后，日本实际工资增长放缓



资料来源：WIND、世纪证券研究所

综上，09 年居民收入增长相对 GDP 要快，但主要归因于政府的转移支付，工资以及家庭经营的收入增长并不显著且要低于 GDP 增长。另外，从经济发展的特征上看，我国还处于工业化和城市化的中期，这一阶段，投资增长仍然是我国经济增长最主要的动力，投资还会保持较高的增速，还有较大的空间，而劳动力要素收入的占比提升有限。推动 09 年消费增长的主要动力在 2010 年均会出现减弱。家庭部门提升杠杆率的速度难以持续，刺激政策的边际效应递减，转移支付的同比效应也会降低，居民收入相对高增长恐难持续。我们认为，当前还不能判断我国的居民收入占比和消费占比进入拐点，预计 2010 年居民消费的相对增速会回落到 GDP 增速附近，甚至可能重新回到 GDP 增速的下方。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.