



东兴证券
DONGXING SECURITIES

策略半月报：八大行业值得长期关注

——收入分配体制改革与消费升级产生的投资机会

2010年5月26日

A股策略

半月报

谭淞	宏观经济研究员	电话：010-66507328	执业证书编号：S1480109050683
陆俊龙	策略研究员	电话：010-66507330	S1480210040002

在本次对话召开前，我们在《东兴晨报》中指出，对于此前各界高度关注的汇率问题，我们认为，本次对话不会引发人民币的大幅升值。首先，今年尤其是欧洲债务危机恶化以来，人民币对欧元、英镑等货币持续升值，幅度超过10%。央行在本月发布的1季度货币政策执行报告中提出实施钉住一篮子货币的有管理浮动汇率制以来，人民币暂时中止了4月份对美元的小幅升值态势，美元兑人民币汇率重新回至6.8270以上。因此，基于钉住一篮子货币的汇改方式和人民币对欧元等货币的持续升值，中美对话不会引发人民币对美元的快速升值。另外，奥巴马提出振兴制造业以及通过出口推动经济增长，并在取消对华高新技术产品出口限制方面开始有所松动，这一举措将有利于中美两国，同时也有利于弱化两国在汇率问题上的分歧和矛盾。

中美战略与经济对话本月25日闭幕，双方在财政货币和结构改革、贸易和投资以及金融市场稳定和改革方面达成多项共识。中美此次达成的政策共识，使得中国经济转型变得更为紧迫。短期和中期而言，无论从欧美复苏力度还是从欧美发达国家削减财政赤字、确保财政可持续性来看，中国的出口都难以重现过去几年一度高达30%左右的增速；而要素成本的提升也使得长期依赖低成本、高耗能、低附加值以及高污染的发展模式难以持续。因此，增加居民收入、扩大国内需求以及借力国际产业转移实现新时期的进口替代、通过技术创新推动产业升级成为中国必然的选择。而借助美国放宽高新技术产品出口、逐渐消除贸易壁垒的机会，中国可以通过增加技术引进、加快技术创新步伐，提升我国产业竞争力。

因此本期半月报我们将重点探讨在出口难以维持30%左右高成长的前提下，我们通过未来消费升级以及收入分配改革所衍生的投资机会。首先简单总结国外消费升级的规律和国内消费升级所处的阶段，并进行对比来确定后续消费升级的方向，然后对我国消费品股票过去几年的PE表现记性分析得出收入分配端的问题是制约投资者对可选消费品投资热情趋弱的重要因素之一；之后通过对收入分配体制改革的简短分析得出现阶段第三产业才是解决这一争端的关键所在，最后结合未来中国人口结构特点证明未来消费高峰依然有潜力，并把上述讨论的结果进行梳理最终得出未来基于消费升级所得出的行业配置思路。

国外消费升级规律探析

根据国外的经验来看，当一个国家人均GDP在1000美元之内的时候，只能解决温饱问题，也就是‘吃’和‘穿’的问题，但是在1000到3000美元的发展阶段，就具备了一定积蓄，就有能力解决‘住’与‘行’和其他的更高层次的需求。

从1960年到1980年，是西方发达国家经济高速发展的时期，其人均GDP实现了从3000美元到10000美元的飞跃，在这个过程中，这些国家居民的消费结构也发生了巨大变化。在人均GDP的相同阶段，这些国家居民的消费结构也均呈相同的特点。以美国、日本、西德、法国、英国五个发达国家为例，我们可以总结出如下规律：

人均 GDP 分别在 3000 美元、4000 美元、5000 美元、6000 美元、10000 美元的过程中，饮食、衣着方面的消费在整个居民消费中的比重明显下降；家具、家用设备消费下降；住房房租及燃料费用、医疗保健、汽车、交通通讯、休闲娱乐等消费支出明显增加。其中，与中国人消费习惯比较接近的日本，当人均 GDP 从 4000 美元到 5000 美元时，汽车消费支出大幅增长，人均 GDP 从 5000 美元到 6000 美元时，交通通讯费用跳跃增长。

国内消费升级的总结

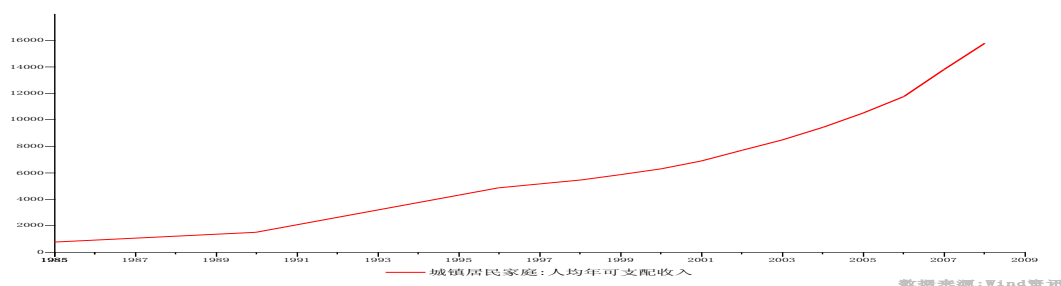
每一次消费升级的代表性的商品其实就意味着一个阶段一批相关产业的升级和发展。例如，汽车和住宅的发展会带动钢材、石化、建材等行业的发展，进而加速中国重工业化的演化进程。也就是说消费结构的不断升级，带动了产业结构的升级；可以预见到消费结构升级与产业结构升级形成的良性互动，将成为中国经济成长的结构性推动力。

从中国人均 GDP 数据看，2003 年超 1000 美元→2006 年超 2000 美元→2008 年超 3000 美元→2010 年底接近 4000 美元。根据国外经验，当人均 GDP 超过 3000 美元并逐渐向上攀升时候，住房房租及燃料费用、医疗保健、汽车、交通通讯、休闲娱乐等消费支出明显增加。但是仅仅从第三次消费升级所涵盖的领域来看，我们目前在燃料费用、医疗保健、交通通讯、休闲娱乐等消费支出还依然相对薄弱。由此而言，我们目前正处于第三次消费升级逐渐向第四次消费升级过渡和发展的阶段。

表 1：国内三次消费升级

	第一次	第二次	第三次
时间跨度	20 世纪 60 年代至 80 年代末	20 世纪 90 年代初至 90 年代末	21 世纪初至今
代表商品	自行车、手表、缝纫机	彩电、电冰箱、洗衣机	汽车、住房、旅游
消费模式	温饱型	由温饱型向小康型转变	由小康型向享受型转变
消费级别	百元级	千元级	万元级、数十万元级
持续时间	30 多年	10 年左右	数十年甚至百年

图 1：人均可支配收入



我们看到伴随着人均 GDP、城镇居民可支配收入以及产业升级的共同影响之下，消费品升级发展的很快。但是我们研究 A 股市场的消费品行业表现却发现消费必需品的 PE 始终跑赢可选消费品，可见中国的消费品选择并没有因为消费升级而带来投资者的过分关注，因此我们认为在产业升级正常发展的阶段出现此类问题则一定是收入端出了问题，因此才导致投资者对于可选消费品企业的期望（PE）低于必需消费品企业。因此，收入分配制度改革成了支持下一阶段经济结构调整以及消费升级所急需解决的问题。

收入分配体制改革的问题

从基尼系数看，我国贫富差距正在逼近社会容忍的“红线”。我们采用被学界普遍认可的是世界银行测算的 0.47。“我国基尼系数在 10 年前越过 0.4 的国际公认警戒线后仍在逐年攀升，贫富差距已突破合理界限。”

目前我国的收入差距正呈现全范围多层次的扩大趋势。当前我国城乡居民收入比达到 3.3 倍，国际上最高在 2 倍左右；行业之间职工工资差距也很明显，最高的与最低的相差 15 倍左右；不同群体间的收入差距也在迅速拉大，上市国企高管与一线职工的收入差距在 18 倍左右，国有企业高管与社会平均工资相差 128 倍。

资源要素分配不公，加剧了社会财富的分配不公。这与我国矿产资源产权制度缺失有很大关系，突出表现在资源价格成本构成不完全，资源税额低、开采成本低、不承担环境恢复责任等。

1992 年，我国劳动者收入在初次分配中的比重为 66%，从新世纪开始一路下滑，直至 2004 年的 57.7%，下降了 8.3 个百分点。政府收入在初次分配中的比重从 1992 年的 16.6% 曾经升至 2003 年的 19.4%，2004 年又降至 16.3%，其中多数年份徘徊在 17% 左右。而企业收入在初次分配中所占比重持续上升，从 1992 年占比 17.4% 一路升至 2004 年的 26%，上升了 8.6 个百分点，几乎等于劳动者收入下降的比重。

可支配总收入中的情况与初次分配中的情况类似，企业收入或资本占比从 1992 年的 11.7% 一路上升，直至 2004 年的 23.3%，上升了 11.6 个百分点；劳动收入占比则从 1992 年的 68.3% 一路降至 2004 年的 57.8%，下降了 10.6 个百分点。政府收入占比在 1992 年为 19.9%，中间窄幅升降，2004 年占比为 18.9%。

从广为社会所诟病的劳动者收入分配数据可以看出，劳动者收入与企业收入之间存在着此消彼长的关系，劳动者收入的下降是因为企业收入上升的原因。或者说，劳动者收入下降源于初次分配中资本所占比重的不断增长。

收入分配体制改革也不能太过激

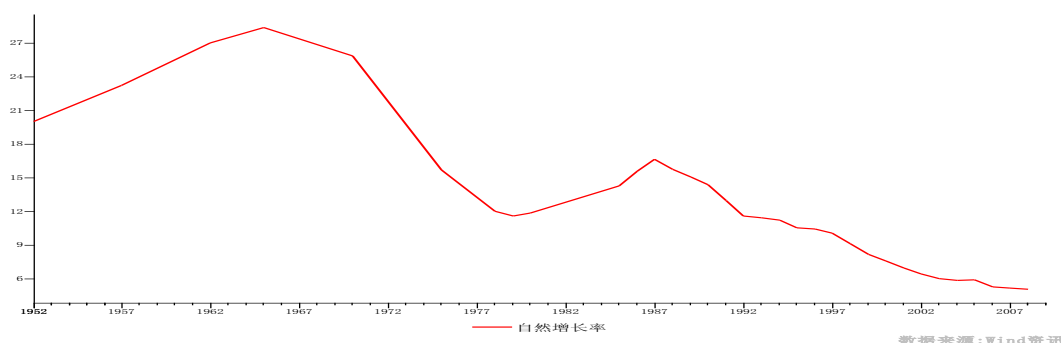
经济学中有两个关于经济史的共识：一个是“卡尔多事实”，即卡尔多提出的长期经济增长特征：增长率稳定、资本产出比率稳定、资本收入占 GDP 比重稳定、实际利率稳定。如果我们硬性遏制劳动收入分配的占比，则资本收入很快就会达到极限；只有在全社会劳动力素质的普遍提高以及劳动力成本的不断抬升的情况下，资本收入才有可能会有突破，因此它们之间的关系应该是一损俱损，一荣俱荣的关系，而不应该是现存的劳动者收入下降源于初次分配中资本所占比重的不断增长。可是我国劳动力特别是低素质劳动力仍占劳动力较大比重的现实，却否定了上述假设，因此中国现阶段的国情决定了资本相对于劳动力必然处于强势地位，并且这个阶段将延续很长的时间。如果在这个时期内硬性打压资本收入占比，则会极大损伤资本参与经济的积极性。

另一个是“库兹涅茨事实”，即库兹涅茨提出的经济结构变化特征：农业产值和就业占总产值和总就业的比重下降，工业和服务业所占比重上升。结合上面的“卡尔多事实”我们可以得出解决收入端对于消费的制约最好的办法就是把蛋糕做大，大力发展第三产业。第三产业的大力发展不仅能够提升就业率，增加劳动者的绝对收入，同时也能相对地提升劳动者收入在总收入中的比重；而第二产业多以资本密集型和技术密集型企业为主，其对就业的贡献率远没有第三产业高。截至 2007 年，我国第三产业增加值占比不足 40%，远低于历史上处于同一发展时期的发达国家 50% 左右的水平。

人口结构利好未来消费

人口出生结构的变动决定了消费结构和消费规模。根据国际经验，个人消费支出的高峰期一般在 40—50 岁左右。我们再根据人口自然增长率来推算，则可以推断出 2005—2015 年将是消费高峰。

图 3：人口自然增长率



同时从年龄结构来看，2008 年，我国 0—14 岁的人数占总人数的占 19%，15—59 岁的占 69%，65 岁及以上的占 8.3%。一般来说，不同年龄段的人口具有不同的消费行为和消费习惯。年轻人的消费较为激进和超前。相对而言，老年人的消费则较为保守和谨慎。因此从人口年龄结构我们也能看出占比最大的 15—59 岁这部分人群未来仍然可以支持未来消费的持续增长。

结论：八大行业值得长期关注

长期来看，扩大消费需求是扩大内需的关键。在人均收入接近 4000 美元阶段，随着经济发展、人均收入以及人口结构的利好，国民消费水平将逐步提高，消费需求将持续保持稳步上升趋势，消费对经济增长的贡献将越来越显著。

从我国现阶段消费的现状和发展趋势来看，城镇居民在完成了从衣食消费向住行消费的过渡之后，正处在住行消费的推广阶段，加速推进住房、汽车等消费，同时完成家电消费的升级换代。农村居民的收入水平已经提高到了城镇居民 1990 年代中期的水平，上世纪 90 年代中期以来在城镇发展的家电和通讯消费革命将在农村以略为缓慢的速度推进。在完成基本新农村建设的住宅建设高潮之后，农村地区将迎来家电消费的普及和电脑等通讯产品的推广热潮。

因此结合收入分配体制改革所依仗的大力发展第三产业的前景，我们最终得出未来由消费升级所衍生的行业投资机会将集中在汽车、房地产、旅游酒店、化工燃料、医药、交通通讯、文化传媒和家电。

分析师简介

谭淞

东兴证券研究所宏观经济研究员，2008 年加盟东兴证券研究所，从事宏观策略研究。

陆俊龙

东兴证券研究所策略研究员，2010 年 3 月加盟东兴证券研究所，从事投资策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。