



消费降级会成为一种趋势吗？

摘要

观察消费会否出现降级趋势的维度之一：增量的增长

所谓增量增长，就是居民可支配收入的增长情况，消费的来源是收入，没有收入和财富的增长，消费增长就是无源之水、无本之木，消费升级更无从谈起。而收入的增长首先是与宏观经济和企业利润的增长密切相关，简而言之就是做大蛋糕。

目前我国经济增速已经下滑至 6.5%-7.0%这一区间，但是在全世界范围内仍然属于中高增速，说明中国经济社会依然生机盎然，日本的所谓“低欲望社会”与中国充满活力的社会完全不能相提并论。对于中国目前的消费现状，我们更需要思考的是，如何才能更充分地发挥全社会的热情，才能避免个别地区的消费降级情况成为一种大范围趋势，而最直接的问题是，如何才能使企业利润更快的增长，如何通过市场的挖掘，科技的创新和成本的节约，体制机制的变革，使企业和居民部门收入更快增长，这才是消费升级的基础和支撑。

维度之二：存量的瓜分

就消费降级这个问题来讲，如果说增长疲弱是主要瓶颈，那么存量瓜分不当，收入分配不均，则是主要矛盾。从政府、居民和企业三大部门的收入分配情况来看，居民和企业部门可支配收入的占比偏低，尤其居民部门可支配收入占比与对经济增长的贡献不相匹配，居民收入增长落后于 GDP 增长。

从消费支出情况来看，城镇消费增长落后于农村，而且北京、上海等特大城市消费增长落后于全国平均增速，说明高房价挤出消费的情况已十分明显。值得庆幸的是，消费增速低于收入和 GDP 增速只是在主要大城市和欠发达城市存在，其他的二线城市，诸如厦门、重庆、郑州、杭州、武汉、南京等，稍微好些。我们认为，未来二三线城市对年轻人的吸引力将逐渐凸显，希望始于 2018 年的城市抢人大战能够在空间上重塑增长格局，使经济增长重新焕发生机与活力。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

消费降级会成为一种趋势吗？

消费降级的表象

近日，消费降级的问题成为热议的焦点。从宏观经济的角度来看，消费已经是经济增长的主要支撑力量，未来消费是否会出现降级趋势，对经济稳定和金融市场都有至关重要的影响。讨论消费升级和降级，需要区分主体和客体，主体是消费者本身，客体是消费的对象。从客体来讲，要想消费升级，消费对象必须先升级，生产能力需要跟上消费能力，否则消费者也不买账。近几年国产高科技产品逐渐抢占国内市场，如华为市场的市场份额不断扩大，就是消费对象升级的一个体现，但是产品性能和品质的不断升级，特别是进口高端产品的替代，还有很大的空间，需要中国企业的持续努力，也需要融资机制和政策等方面的支持。

从消费主体的角度来看，也即消费者行为的降级倾向，在客观上是存在的。具体表现在，从消费意愿上看，是消费欲望不足，主观上有省钱的动机；从消费行为上看，就是尽量少花钱，买便宜的东西，至于那个东西质量怎么样，不重要，它可以质量好，也可以不好，反正省钱能用就行；从生活追求上看，它表现为不追求生活品质，凑合能过就行，品质高了负担不起。但是消费降级这个现象，目前就把它说成一种大趋势就有点言过其实了，它确实在某些城市表现较为明显，比如北京，还有在某些年龄段和某些人群当中表现较明显。至于会不会发展成为一种趋势，取决于经济发展的成果能否更多地惠及全体人民，取决于蛋糕的瓜分是否更有利于居民部门。

观察消费会否出现降级趋势的维度之一：增量的增长

所谓增量的增长，就是居民可支配收入的增长情况，消费的来源是收入，没有收入和财富的增长，消费增长就是无源之水、无本之木，消费升级更无从谈起。而收入的增长首先是与宏观经济和企业利润的增长密切相关，简而言之就是做大蛋糕。

目前我国经济增速已经下滑至 6.5%-7.0%这一区间，这一增速与过去自然不可比了，这也意味着整体的企业利润和居民可支配收入的增长无法再像过去那样实现高速增长，但是 6.5%-7%在全世界范围内仍然属于中高增速，2017 年中国 GDP 实现了 6.9%的增长，不仅远远高于美国 2.3%、德国 2.5%、日本 1.7%，而且高于印度 6.74%的增速，说明中国经济社会依然生机盎然。大家都在忙着，忙着抢人，忙着创业，忙着跳槽，日本的所谓“低欲望社会”与中国充满活力的社会完全不能相提并论，而且低欲望只是日本社会的一种表象，更深层次的是经济长期深度衰退之后导致的社会责任感缺失，年轻人不愿工作，老龄化越发严重，作为经济增长核心要素的人，无法发挥积极作用。但庆幸的是，这一情况在中国还不存在。

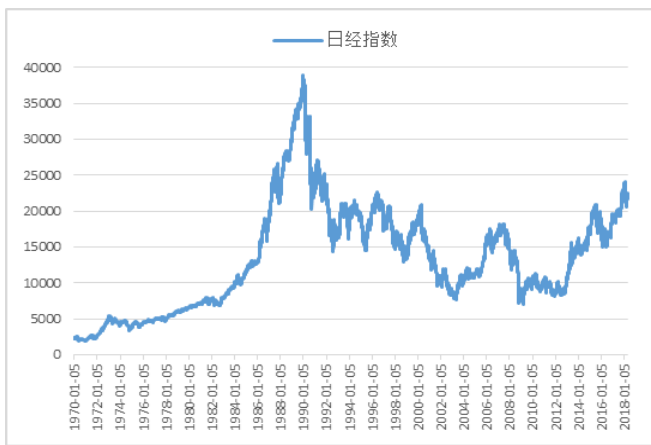
对于中国目前的消费现状，我们更需要思考的是，如何才能更充分地发挥全社会的热情，才能避免个别地区的消费降级情况成为一种大范围趋势，避免进入所谓的“低欲望的社会”，而最直接的问题是，如何才能使企业利润更快的增长，如何通过市场的挖掘，科技的创新和成本的节约，体制机制的变革，使企业和居民部门收入更快增长，这才是消费升级的基础和支撑。

日本与美国之鉴

实质上，企业转型升级和消费升级是一个硬币的两面，没有企业转型，就无法实现收入和利润的增长，职工的收入就无法上升，消费能力就无法提高。这个问题，美国和日本的经济史有很多可以借鉴的地方。

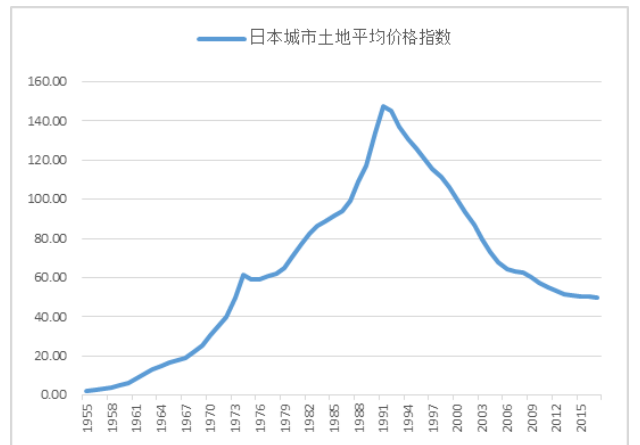
换一个角度看美国和日本 20 世纪 70 年代以来的经济史，可以发现一个问题，日本为了应对贸易战和日元升值，实行了大规模的宽松政策，从而导致了股市和楼市的资产泡沫，但为什么宽松就必然导致炒股和炒楼呢？不仅是居民部门的储蓄大量涌入，而且连企业都举债投资股票和房地产，之后泡沫破灭，银行流动性急剧收缩，企业陷入严重债务危机，无法扩大生产和加大研发投入，这才是后来进入长期经济衰退的直接根源。

图 1、日经指数走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2、日本地价走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

那么，为什么日本的宽松资金无法流入实体经济和新兴产业？其实在 70 年代，美国和日本都经历了由于石油危机所导致的经济衰退，80 年代也同样面临以钢铁、汽车为代表的传统制造业向以计算机和互联网技术为代表的新兴产业的转型。与此同时，为了应对经济衰退，日美两国都在实行货币宽松和大放水，但是美国拥有灵活的市场和金融机制，掀起了大规模的企业并购重组，垃圾债市场蓬勃发展，为机构投资者投资新兴企业提供了金融工具，而纳斯达克市场早在 70 年代就已发展起来，使大量初创企业能够获得融资，为日后美国经济的信息革命奠定了基础。90 年代末期美国虽然出现了互联网金融泡沫，但是也培养了大量的互联网公司和技术人才，使美国能够在新兴领域一直保持领先地位。

反观日本，一方面，80 年代传统行业面临转型，投资回报率逐渐下滑，另一方面，以银行为主导的金融体系无法为新兴产业提供充分的资金支持，新兴产业的发展难以获得必要的资本，资金向新兴产业的流动缺乏相应的金融工具，于是，大量的资本只能流向楼市、股市追逐高回报，而对经济转型没有助益。日本版的纳斯达克，也即东京 Mothers 市场直到 1999 年 11 月才成立，刚成立不久就遭遇 2000 年初的互联网金融泡沫破灭，这也是日本金融制度滞后于产业发展的另一表

现。所以，日本 80 年代末期的所谓扩大内需政策只能导致股市和楼市的暴涨和暴跌，而没能为新兴产业的培育提供金融资本，由于中心化的银行体系使市场流动性来源过于单一，实体经济不具备抵抗信用紧缩的能力，所以后来陷入长期经济衰退，直到现在都缓不过来。

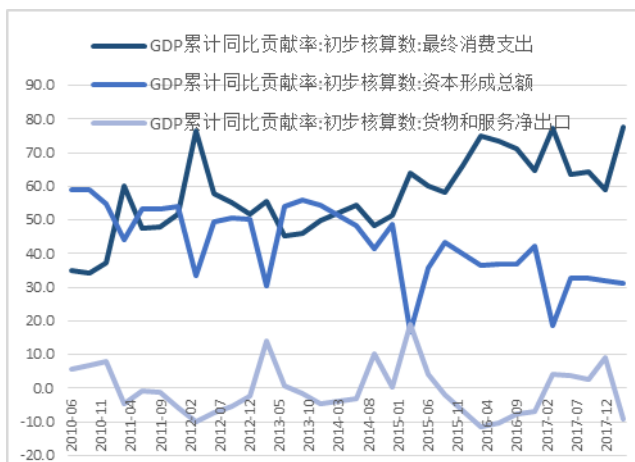
其实国内 2015 年的金融市场与日本 80 年代末期的情况就有些类似，在宏观经济陷入低迷期的时候释放大量流动性，但是传统部门江河日下，消化不了这样的流动性，银行不愿贷款，新兴产业尚在襁褓之中，也缺乏足够的投融资工具，于是大量资金涌入二级市场，造成股市的虚假繁荣，之后又涌入债市、楼市，而实体经济还是没有实质性的复苏。如果政策当局没有悬崖勒马，继续放水，任由资产价格暴涨，那么恐怕离日本也不远了。所以，经济结构转型是消费升级的根本，而金融、财税等方面的支持是重中之重。

维度之二：存量的瓜分

就消费降级这个问题来讲，如果说增长疲弱是主要瓶颈，那么存量瓜分不当，收入分配不均，则是主要矛盾。

从 2014 年开始，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率持续上升，2018 年 1 季度已经达到 77.8% 的历史最高水平，说明消费支出已经是经济增长的绝对支撑力量。这看起来是一件好事情，但是从政府、居民和企业三大部门的收入分配情况来看，则有些悲情。

图 3、三架马车对 GDP 贡献情况



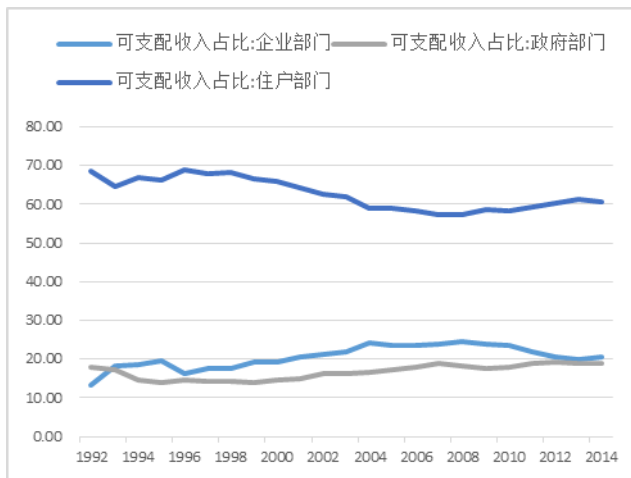
资料来源：WIND 资讯 南华研究

在 1992-2008 年这个时间段里，居民可支配收入占比是持续下滑的，而且最高也没有达到 70%，2008 年下降至最低的 57.2%，之后逐渐回升，但是回升幅度很小，基本徘徊在 60% 左右。企业可支配收入占比则是在 1992-2008 年间持续上升，2008 年之后下滑，2014 年占比为 20% 左右，与此形成对比的是，政府部门收入占比在 2000 年之后持续上升，从不到 15% 上升至 19% 左右。

整体上看，居民和企业部门可支配收入的占比偏低，尤其居民部门可支配收

入占比与对经济增长的贡献不相匹配,不过这是1992-2014年的数据,统计局2016年12月份更新的,随着近几年简政放权,相信政府部门占比应当有所下降。

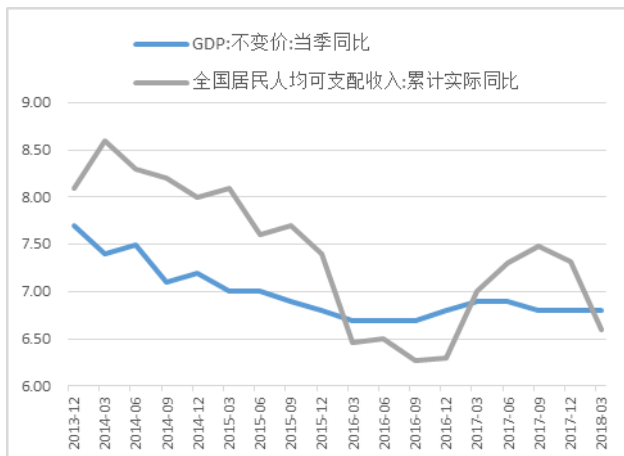
图4、三大部门可支配收入占比



资料来源: WIND 资讯 南华研究

从各部门收入增长情况来看,2010年之后,GDP增速持续下滑,但是居民可支配收入增长下滑幅度更大,2016年之后开始落后于GDP增长,2017年居民收入增长短暂超过GDP,但是今年1季度以来又开始低于GDP增速。

图5、GDP与居民收入增长的对比



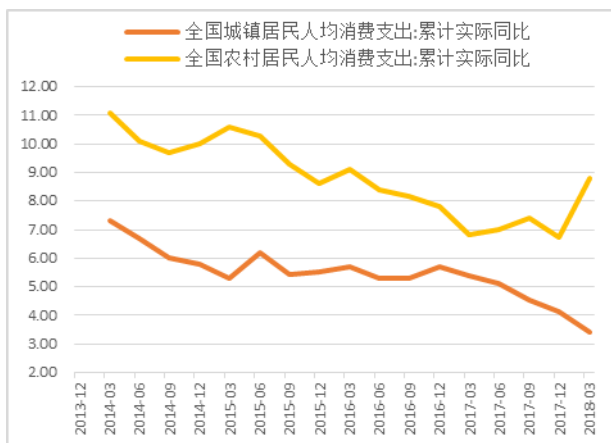
资料来源: WIND 资讯 南华研究

大城市消费的畸形表现

从消费支出情况来看,城镇和农村居民消费支出增长呈现分化态势,在2016-2018年间,城镇居民消费支出增速大幅下滑,从接近6%的水平降至4%以下,而农村居民支出增速则从接近7%上升至目前接近9%的水平。这种情况显然不太乐观,因为目前城乡收入差距仍然很大,农村居民可支配收入只有城镇居民的三分

之一多一些，农村消费支出的增长只能算是从贫困奔向小康，是生活的改善，还谈不上消费升级，大规模消费升级换代的基础在城市，但是如此悬殊的收入差距反而出现高度分化的支出增长，其中的原因是什么？

图 6、城乡居民消费支出增长对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

答案恐怕是众所皆知的，就是城市的高房价挤出了其他消费，再看北京上海这些一线城市和其他地方的消费支出增长差距，基本和城乡支出增长的分化是类似的。

从居民消费支出的年度数据来看，2016年北京的人均消费支出增速只有4.8%，全国垫底，这和北京8%的居民收入增速和6.7%的GDP增速是不相匹配的；从一线和主要二线城市的消费品零售增长来看，今年1季度北京只有4.7%，同样也是垫底，2017年全年北京消费品零售增长是5.2%，仅高于天津和沈阳，天津和沈阳分别只有1.7%和0.1%，上海、广州和深圳分别是8.1%、8%和9.1%，也是属于第三梯队。上海、广州、北京、天津的消费增速均低于收入增速，北京和天津的消费增速甚至低于GDP增速，说明消费并不是这两个城市经济增长的支撑力量，这是非常异常的情况。

中国大城市的房价远远超过收入水平，是一个客观事实，和香港对比就很明显。从房价来看，香港首套置业的价格是330万港币，折合人民币约280万，而深圳已经达到了300万人民币，上海和北京分别是290万、285万；从收入来看，香港就业人员每月收入中位数是1.6万港币，全年就是19.2万港币，折合人民币15.5万，而北京、深圳和上海2017年的人均可支配收入分别只有5.7万、5.3万和5.9万，也就是香港居民收入的1/3多一点，但房价比香港还高，内地大城市的负担可想而知。

近两年房地产政策开始把重心放在了住房租赁市场上，一个是集体土地可以建设运营租赁住房；另一个是发展房地产投资信托基金（REITs）。值得庆幸的是，消费增速低于收入和GDP增速并不是一个普遍情况，只是在主要大城市和欠发达城市存在，其他的二线城市，诸如厦门、重庆、郑州、杭州、武汉、南京等，稍微好些。我们认为，未来无论是住房租赁，还是REITs，对城市发展的促进作

用，和对年轻人的吸引力，将体现在二三线城市。目前主要二、三线城市正面临一个大的历史机遇期，这个机遇产生的两个条件，一个是一线城市的挤出效应带来的产业和人才的迁移，另一个是这些城市的房价还不算高得离谱，较为廉价的土地资源都在二、三线城市，所以还有大量的增量土地可以平衡需求。中国具有足够广阔的地域和纵深，各个地区都在寻求发展，谋求变革，这使得形势的变化常常会出人意料。多年以后回过头来看，希望始于2018年的城市抢人大战能够成为中国经济发展史上浓墨重彩的一笔，能够带来区域经济格局的重新洗牌和财富的重新分配，在空间上重塑增长格局，使经济增长重新焕发生机与活力。

图7、主要一二线城市消费、收入和GDP增速对比

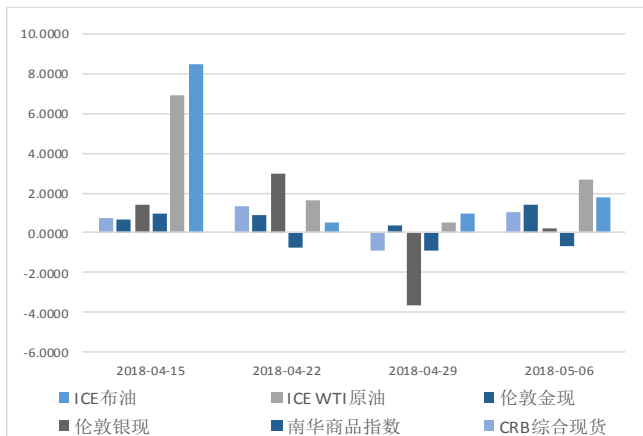
城市	2017年社会消费品零售总额同比	2017年城镇居民人均可支配收入同比	2017年GDP增速	消费增速-收入增速	消费增速-GDP增速
厦门	12.70	8.10	7.60	4.60	5.10
南昌	12.30	8.80	9.00	3.50	3.30
昆明	12.16	8.30	9.70	3.86	2.46
贵阳	11.70	9.10	11.30	2.60	0.40
合肥	11.60	9.00	8.50	2.60	3.10
成都	11.50	8.40	8.10	3.10	3.40
福州	11.40	8.30	8.70	3.10	2.70
南宁	11.30	8.10	8.50	3.20	2.80
重庆	11.00	8.50	9.30	2.50	1.70
海口	11.00	8.30	7.50	2.70	3.50
石家庄	10.80	8.10	7.30	2.70	3.50
郑州	10.70	8.54	8.20	2.16	2.50
青岛	10.60	8.20	7.50	2.40	3.10
长沙	10.50	8.40	9.00	2.10	1.50
西安	10.50	8.20	7.70	2.30	2.80
杭州	10.50	7.80	8.00	2.70	2.50
武汉	10.40	9.21	8.00	1.19	2.40
宁波	10.40	7.90	7.80	2.50	2.60
长春	10.30	6.80	8.00	3.50	2.30
南京	10.20	9.10	8.10	1.10	2.10
济南	10.10	8.30	8.00	1.80	2.10
银川	9.40	8.20	8.00	1.20	1.40
西宁	9.30	9.10	9.50	0.20	(0.20)
大连	9.20	6.70	7.10	2.50	2.10
深圳	9.10	8.70	8.80	0.40	0.30
上海	8.10	8.50	6.90	(0.40)	1.20
哈尔滨	8.00	7.10	6.70	0.90	1.30
广州	8.00	8.80	7.00	(0.80)	1.00
兰州	7.60	9.00	5.70	(1.40)	1.90
乌鲁木齐	6.50	8.20	8.10	(1.70)	(1.60)
太原	6.10	6.20	7.50	(0.10)	(1.40)
呼和浩特	6.00	8.20	5.00	(2.20)	1.00
北京	5.20	9.00	6.70	(3.80)	(1.50)
天津	1.70	8.50	3.60	(6.80)	(1.90)
沈阳	0.10	6.10	3.50	(6.00)	(3.40)

资料来源：WIND 资讯 南华研究

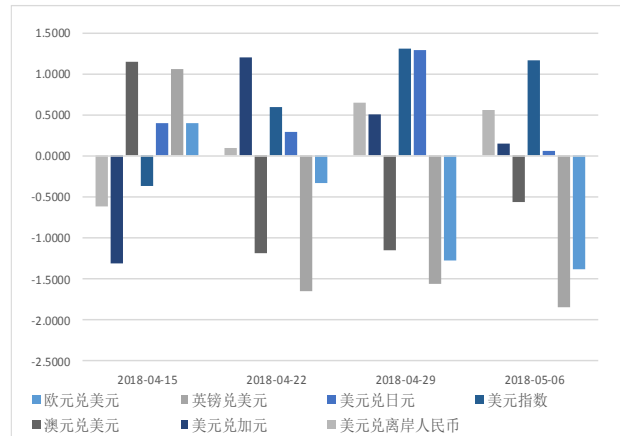
【本周全球大类资产表现】

2018年5月6日

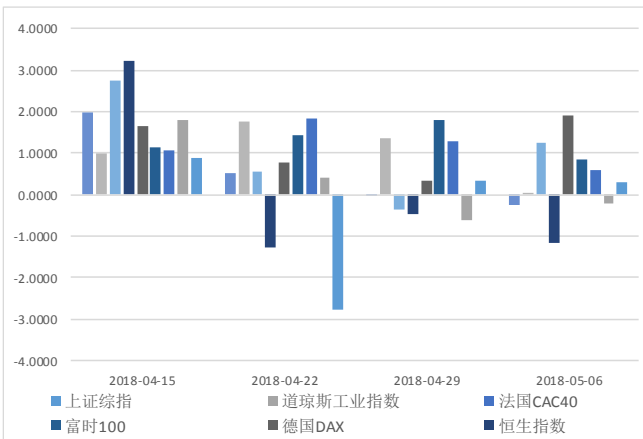
主要大宗商品涨跌幅



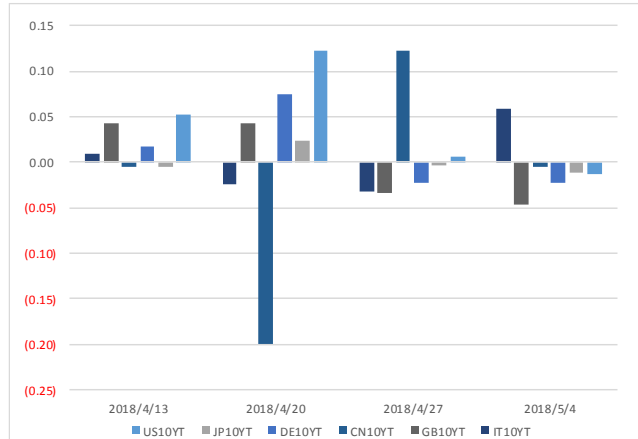
全球主要货币对涨跌幅



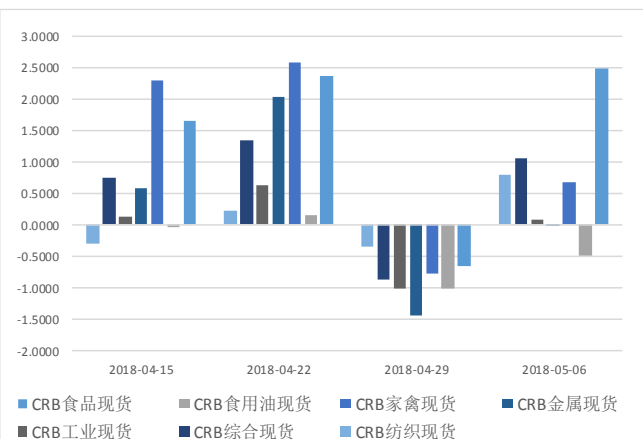
全球股指涨跌幅



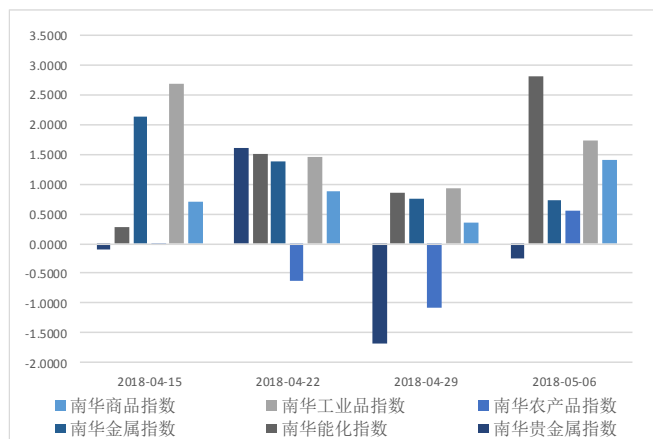
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net