

证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

联系人

赵梧凡

电话: 021-68761616-6319

邮箱: zhaowf@tebon.com.cn

蔡一炜

电话: 021-68761616

邮箱: caiyw@tebon.com.cn

相关研究

挖掘消费潜力，关注细分领域

——经济新动能系列报告（一）

摘要：

- **当前经济下行有压力，消费成为经济的支撑点。**过去中国经济保持高增，一个重要的原因来自于投资高增。但近年来我国投资年均增速逐步放缓。同时，今年进出口增速明显承压。消费成为了经济增长的新亮点。
- **较低的收入增速、薄弱的消费意愿和加速的人口老龄化抑制了我国消费增速的提升。**收入直接决定了消费者的购买能力和意愿，收入越高则购买能力越强，消费意愿也随着收入变动而改变，但中国近几年来人均收入水平增长却远低于 GDP 增速。同时，购房也透支了居民的消费能力。另外，人口老龄化的加速会对中国居民消费需求产生一定的抑制作用。
- **从增加居民收入及刺激居民消费意愿角度出发，稳就业、促消费政策频频出台。**就业关乎社会大局，稳就业居于“六稳”之首，同时也是居民获得稳定收入来源的保证、拥有消费能力的基础。为应对愈发严峻的就业问题，自去年以来，关于稳就业的政策频频出台。而从刺激居民消费意愿的角度，相关政策也频频出台，体现出政府对于由扩大内需来拉动经济方式的重视。例如，针对汽车行业，政府从供给端和需求端两个方面提出一系列促进汽车消费的政策。
- **减税降费释放消费需求。**今年我国实施的深化增值税改革等措施，在为制造业等实体经济降低成本的同时，也降低了最终消费品价格，同时个税改革相对减轻了中低收入者税收负担，对于扩大需求也有一定的刺激。据财政部估算，今年减税降费“组合拳”的综合效应可能达到 2 万亿，通过减税降费实现的财政宽松将在稳增长中发挥更大的作用。
- **政策力量有限，消费潜力还待挖掘。**尽管刺激消费的政策频频出台，但面对经济下行压力持续显现，对消费的拉动作用显得力不从心。想要让消费得到真正的回升，我们认为还要从以下两个方面出发：**第一，完善体制建设，保证居民收入平稳增长。**由于收入端的疲软，消费增速也开始出现趋势性的下滑，因此，千方百计提高居民收入，稳定消费水平是当务之急。首先，通过促进民营企业发展，并将稳定就业放在首位。其次，需要不断完善资本市场建设，切实增加居民财产性收入。最后，继续完善税收和社会保障体系，加快落实相关措施。**第二，深度发展新消费形式，多方面促进居民收入增加。**夜间经济作为一个较新的消费增长点，也是满足人们多元化生活需求的一种消费形态。同时，在当前农村消费升级及国内市场对经济增长的拉动作用更加明显的形势下，健全农村市场、提振农村消费对提升消费动能具有长远意义。
- **A 股短期或将维持震荡，长期上行趋势不变，关注消费细分领域投资机会。**总体上，A 股短期将维持震荡走势，长期在无风险利率下行、A 股估值相对偏低的背景下，指数上行趋势不变。**结构方面，消费行业中细分领域的投资机会值得挖掘。必需消费品具备防御属性，**近日消费税征收环节后移，高端品因价格基数高，受影响程度大于必需消费；中国人口老龄化趋势愈加明显，**养老产业潜在空间巨大**，相关政策也频频出台，从上市企业布局来看，看好医疗服务、养老保险等行业长期发展空间；在农村消费升级的大背景下，**消费新业态、新模式将向农村进一步延伸和覆盖**，通信、文娱、旅游、教育等服务消费将迎来广阔的发展空间，相关上市公司投资机会值得重点关注。
- **风险提示：**经济加速下行，逆周期调节政策超预期。

目 录

1. 当前消费现状	5
1.1 经济下行有压力	5
1.1.1 投资拉动经济的模式难以维持	6
1.1.2 内外部因素制约净出口增长	7
1.1.3 消费成为经济增长的支撑点	9
1.2 消费增长尚有空间	9
2. 目前消费疲软的原因	10
2.1 居民收入增长缓慢	10
2.1.1 居民收入增速较低	10
2.1.2 减税空间不大	11
2.2 消费意愿薄弱	12
2.2.1 经济增速下行，消费意愿薄弱	12
2.2.2 房地产挤出效应	12
2.3 人口老龄化	13
3. 消费刺激手段	14
3.1 国家消费刺激手段	15
3.1.1 稳就业、促消费政策频频出台	15
3.1.2 减税降费释放消费需求	17
3.1.3 社零增速持续下滑，政策力度需进一步提升	19
3.2 政策力量有限，消费潜力还待挖掘	20
3.2.1 完善体制建设，保证居民收入平稳增长	20
3.2.2 发展新消费模式，刺激消费需求	22
4. 资产配置建议	23
4.1 A股短期或将维持震荡，长期上行趋势不变	23
4.2 核心资产或被高估，消费细分领域值得关注	23

图表目录

图 1 GDP 当季同比 (%)	5
图 2 三大产业累计同比拉动 (%)	5
图 3 GDP 累计同比贡献率 (%)	6
图 4 固定资产投资完成额:累计同比 (%)	6
图 5 基建投资完成额:累计同比 (%)	6
图 6 公共财政收入 (亿元)	7
图 7 公共财政支出 (亿元)	7
图 8 商品房销售面积与销售额: 累计同比 (%)	7
图 9 出口金额当月值 (亿美元) 与当月同比 (%)	8
图 10 我国对主要贸易国家出口增速 (%)	8
图 11 全球主要国家 GDP 环比折年率 (%)	8
图 12 摩根大通全球 PMI	8
图 13 中国制造业 PMI	8
图 14 工业增加值	8
图 15 中美贸易战进展	9
图 16 社会消费品零售当月同比 (%)	9
图 17 CPI (当月同比)	9
图 18 中美居民消费支出对比 (十亿美元)	10
图 19 居民可支配收入与 GDP: 累计同比	10
图 20 基尼系数 (%)	11
图 21 财政收支差额 (亿元)	11
图 22 全国政府性基金收入 (亿元)	11
图 23 GDP 增速与社会消费品零售总额增速	12
图 24 居民新增房贷与居民房贷余额 (亿元)	12
图 25 居民杠杆率	13
图 26 居民杠杆率与消费增速	13
图 27 人口结构:占总人口比例:65 岁及以上	14
图 28 居民人均消费 (元)	14
图 29 消费在三大需求中占比最高 (%)	15
图 30 居民储蓄存款余额同比与名义 GDP 同比	15

图 31 城镇调查失业率 (%)	16
图 32 PMI 从业人员与非制造业 PMI 从业人员	16
图 33 减税降费效果持续加大, 税收收入较去年同期回落.....	18
图 34 社会零售品消费总额当月同比与累计同比 (%)	19
图 35 最终消费支出对 GDP 当季同比贡献率自去年加速下滑.....	19
图 36 社零消费当月同比汽车类消费当月同比 (%)	19
图 37 居民住房资产 (亿元)	20
图 38 个人住房贷款余额同比增长 (%)	21
图 39 我国社保基金收支增速 (%)	21
图 40 乡村与城镇社会消费品零售总额当月同比 (%)	22
图 41 全国农村居民人均可支配收入 (元)	22
图 42 近年来上证 50 表现优于中证 500.....	23
图 43 10 年期国债收益率持续下行	23
图 44 总体来说 A 股外资持续大幅流入	24
图 45 外资流入呈现波动性.....	24
图 46 2019 前三季度申万一级行业涨幅 (%)	24
图 47 中国人口老龄化趋势较为明显	25
图 48 城镇居民与农村居民消费支出 (亿元)	25
 表 1 稳定就业政策表态频出.....	 16
表 2 围绕消费刺激政策频出.....	17
表 3 2018 年 6 月以来, 减税降费政策表态频出.....	18

1. 当前消费现状

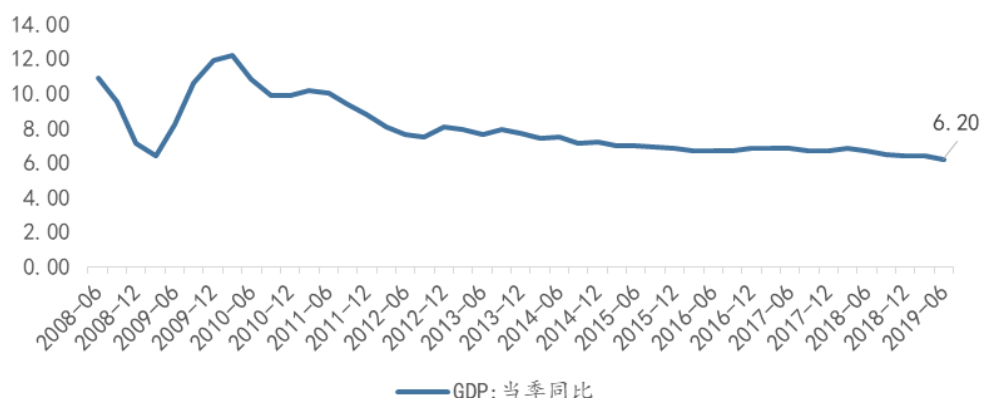
今年以来，我国经济下行压力较大，经济的三驾马车均出现了不同程度的下滑。在这三驾马车当中，传统的投资刺激经济增长效果已经不大，而进出口方面则因为不确定的外部环境而波动剧烈。因此在当下的环境下，消费成为了稳定经济增长的重要支柱。

1.1 经济下行有压力

回顾上半年，我们看到，经济整体的增速放缓，2019年二季度国内生产总值同比增长6.2%，比第一季度放缓0.2个百分点。这一增速创下过去27年的最低值，比此前的最低点2009年一季度的6.4%还要放缓0.2个百分点。

2019年上半年我国GDP为450933亿元同比增长6.3%，增速比上年同期回落0.5个百分点，比去年全年回落0.3个百分点，也是处在历史较低区间。

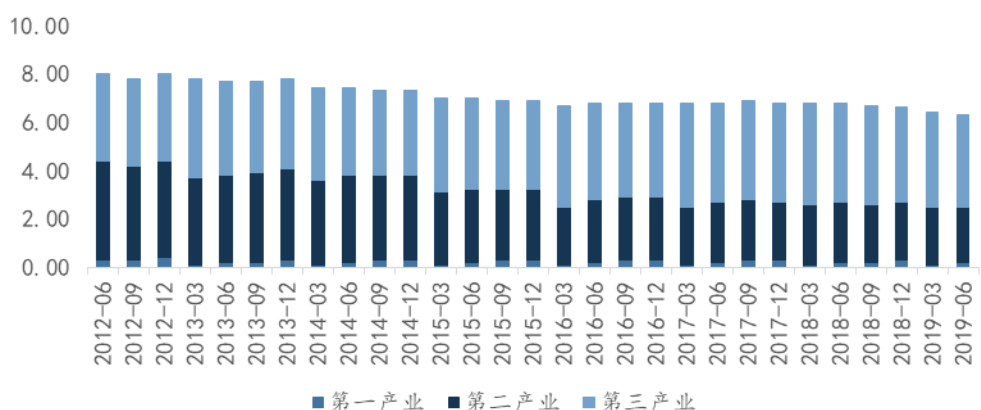
图1 GDP当季同比(%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

分产业看，上半年中国三大产业增加值均有所回落，其中第三产业回落最为明显。第一产业增加值23207亿元，同比增长3.0%，比上年同期回落0.3个百分点；第二产业增加值179984亿元，同比增长5.8%，比上年同期回落0.3个百分点；第三产业增加值247743亿元，同比增长7.0%，比上年同期回落0.6个百分点。

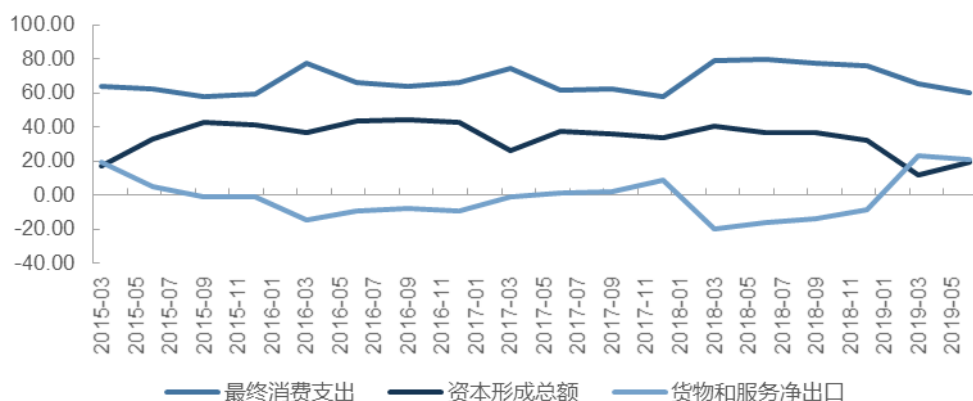
图2 三大产业累计同比拉动(%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

从三驾马车的贡献度上来看，消费对经济的拉动作用衰退，但仍旧是拉动经济增长的主要动力。上半年，消费对经济增长的贡献率为60.1%，拉动经济增长3.8个百分点。此外，在资本形成总额方面，上半年投资对于经济的贡献率为19.2%，大幅低于去年同期水平。不过，外需对经济增长贡献率显著上升，净出口对经济增长的贡献率大幅提升至20.7%，比上年同期上升36.8个百分点。贸易战对中国对外贸易的影响尚未充分显现。

图3 GDP 累计同比贡献率 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

1.1.1 投资拉动经济的模式难以维持

在过去,中国经济的高速增长一直依赖高投资的拉动,从08年到15年,中国的固定资产投资增速均值为21%。但从2016年开始,固定资产投资增速开始逐渐放缓。2019年1—8月份,全国固定资产投资同比增长5.5%,增速比1—7月份回落0.2个百分点。可以看到目前整个固定资产投资增速回升乏力,很难起到对经济的拉动作用。

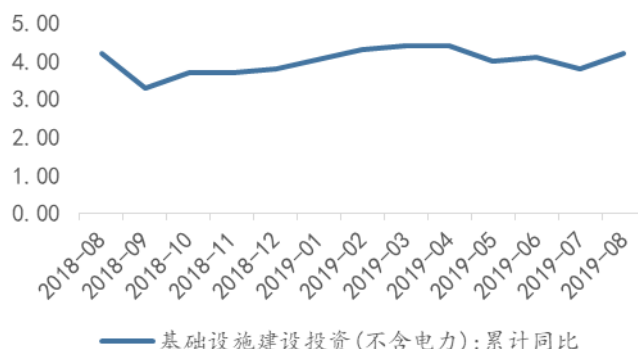
在基建投资方面,今年以来国家财政方面投入了大量的资金来拉动基建,但我们明显看到在本轮基建投资当中,基建增速很难再次出现之前的高速增长,更多的是增长曲线的放平。根据最新数据显示,1-8月基建投资增速同比增长4.2%,增速比1—7月份回升0.4个百分点,但依旧是处在一个比较低速增长的位置。

图4 固定资产投资完成额:累计同比 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图5 基建投资完成额:累计同比 (%)



资料来源: WIND, 德邦研究所

展望下半年,我们认为基建投资增速也难有大幅改善。因为我们从财政数据上可以看到,今年以来财政收入增速较以往有所放缓,但财政支出的力度加快。

从8月的财政数据来看,受去年同期基数走低影响,8月财政收入同比增速小幅回升至3.3%,但在累计同比方面,1-8月财政收入累计同比还是仅为3.2%,依旧处在历史低位。其中受到减税降费影响,税收收入增速降幅扩大至-4.4%。本月财政收入增速回升仍主要靠非税收入支撑。

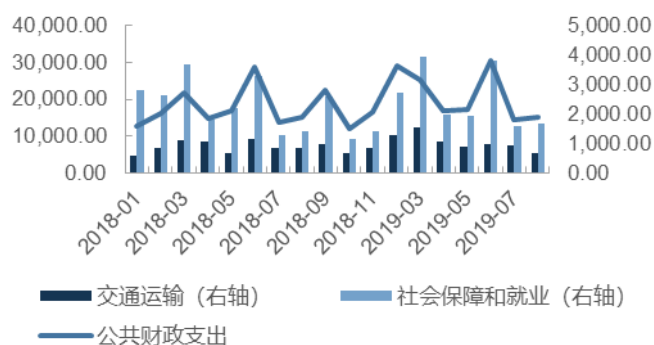
而在财政支出方面,8月财政支出同比增速由正转负至-0.2%,创下年内增速新低,支出主要保就业,这是因为今年的财政赤字和支出进度明显大幅提前,后续支出乏力。并且由于经济下行压力加大,政府目前政策以稳就业为先,8月财政支出明显向稳就业方向倾斜,而在基建方面的支出,由于专项债额度大部分已经被使用,因此出现了同比下滑。8月社会保障和就业支出同比增长17.5%,连续三个月保持高速增长。而基建类支出同比下滑,其中交通运输同比下滑21.1%。我们认为后续的财政支出安排压力较大,在基建方面继续发力的可能性较弱。

图6 公共财政收入（亿元）



资料来源：WIND, 德邦研究所

图7 公共财政支出（亿元）



资料来源：WIND, 德邦研究所

除了基建投资因为财政支出压力问题受限，我们看到今年以来的房地产调控政策也在抑制房地产投资增速的上行。

从7月30日中央政治局会议重申“房住不炒”、“房地产长效机制”、“不将房地产作为短期刺激手段”开始，意味着本轮地产政策的再次收紧。而除了政治局定调，从房企融资端也可以看到，上层对于房地产融资方面的收紧。2019年5月，银保监会“23”号文正式确立收紧态势。随后，信托、银行贷款、保险等渠道陆续开始收紧。在信托层面，银保监会对部分信托公司进行窗口指导，要求严控房地产信托规模。银行层面，多家银行受到“窗口指导”。要求控制房地产贷款额度。7月，银保监会已部署下半年对30个城市、75家银行业金融机构开展专项检查，强化房地产开发贷和个贷合规要求。保险层面，资金投资集合信托受限，严控资金投向。

根据最新的数据显示，2019年1—8月份，全国房地产开发投资同比增长10.5%，增速比1—7月份回落0.1个百分点。同时，房地产的销售与开工方面，均处在历史低位。未来随着房地产投资政策的持续收紧，我们预计房地产投资增速很难再有大幅上行的机会。

图8 商品房销售面积与销售额：累计同比（%）



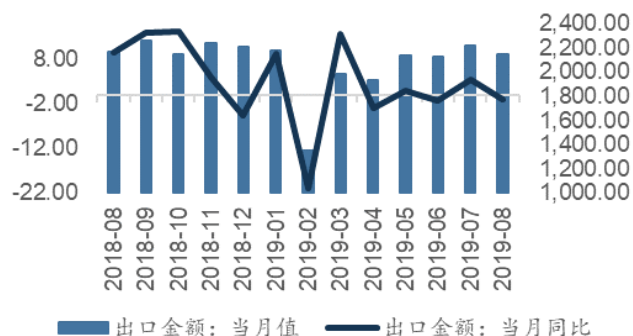
资料来源：德邦研究所

1.1.2 内外部因素制约净出口增长

尽管今年以来，净出口对经济的贡献率是上升的，二季度净出口对经济增长的贡献率大幅提升至20.7%，比上年同期上升36.8个百分点。但我们认为，这是因为贸易战对中国对外贸易的影响尚未充分显现，还有外需没有明显出现下滑的原因。

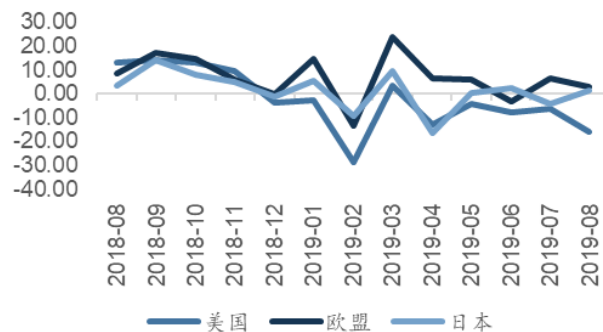
但在进入三季度，进出口方面已经开始出现疲软的信号。以美元计，中国8月出口同比增速-1.0%，前值3.3%，低于市场预期2.0%，8月出口环比增速为-0.9%。以美元计，8月进口同比增速-5.6%，仍然处在负增长区间。

图 9 出口金额当月值（亿美元）与当月同比（%）



资料来源：WIND, 德邦研究所

图 10 我国对主要贸易国家出口增速（%）



资料来源：WIND, 德邦研究所

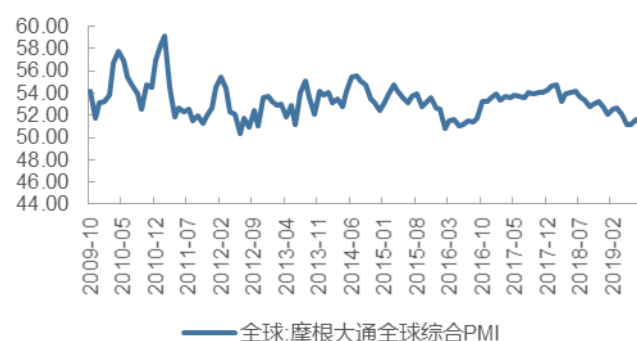
我们认为接下来进出口也将难见起色。第一是因为内外需的疲软正在逐步展现。从最新的全球摩根大通 PMI 指数看，2019 年 8 月全球 PMI 指数已经跌落至 51.3，为 2016 年 6 月以来的新低。另外除美国外，全球其他主要国家 GDP 环比折年率也均在二季度出现了大幅下滑，跌落到历史最低区间。全球经济下行已经是确定性事件，因此中国出口预计将持续收到外需疲软的影响，从而走低。

图 11 全球主要国家 GDP 环比折年率（%）



资料来源：WIND, 德邦研究所

图 12 摩根大通全球 PMI



资料来源：WIND, 德邦研究所

而在内需方面，中国 8 月 PMI 进口指数仅为 46.7，体现出内需的疲弱。同时，国内工业生产也是未见起色。2019 年 8 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，低于市场预期，较上月继续回落 0.4 个百分点。其中，制造业增长 4.3%，回落 0.2 个百分点，回落到历史低位。

图 13 中国制造业 PMI



图 14 工业增加值



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9753

