

2023年03月16日

## 迈入消费新时代

宏观研究团队

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

### ● 增长切换，消费可期

消费是经济发展的终极目标和动力。自“李克强经济学”主张“从投资驱动到消费驱动”已过去十年，诸多变化指向中央加强对消费的重视，我们认为2023年或迈入“消费新时代”，本文将从人口红利由量转质、老龄化加深、地产挤出效应削弱的三大支柱来描绘消费远景，并借鉴海外经验为我国路径提供指引。

### ● 三支柱支撑消费迈入新时代

居民最终消费支出占比 = 居民可支配收入占比 \* 居民消费倾向，从全球来看消费比重与收入分配格局显著正相关。

(1) **第一支柱：人口红利由“量”转“质”推升劳动者报酬占比。**人口红利消退后，一方面投资需求下滑，此前居民收入偏低导致消费能力不足，投资过剩问题开始显现；另一方面生产要素价格逐步修正，经济活动人口“量缩质增”，劳动者素质提高对应技术和生产效率的进步，将要求更高的劳动报酬，国民收入分配从企业侧转向居民侧。具体看，我国经济劳动人口在2010年见顶，其后劳动者报酬占比从2011年的47.01%持续上行至2016年的51.99%。来自投入产出表的证据表明，2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%；2020年美国第三产业劳动者报酬率为56.6%、高于第二产业的51.1%。这进一步明晰了演化路径：人口红利消退→投资过剩→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业扩张→劳动报酬提高。

(2) **第二支柱：老龄化推升消费倾向。**老龄化对消费的影响争议较大，我们认为老龄化在总量上制约消费，但在经济结构上，根据生命周期理论，指向消费率↑投资率↓储蓄率↓。日本在1983年跨入轻度老龄化社会（10%），其居民消费倾向与老龄化水平正相关、相关性达到0.954，而我国居民消费倾向同样从2010年后持续上行。国内外多篇论文实证指出老龄化降低储蓄率、提高消费率。

(3) **第三支柱：地产挤出效应下行。**其一，海外经验表明城镇化率达到75%后出现降速，房地产投资占比进入下行通道。我国存在一定的房地产供给过剩，地产投资拐点或提前。其二，市场惯性思维往往把地产和消费挂钩，即房地产周期拉动住房相关商品消费，但2013年以来地产与汽车的相关性逐步削弱，2008年至2016年三轮房价上涨期间地产销售与居民消费性支出显著负相关。向后看，房住不炒主基调下地产周期回归人口基本面，对消费挤出效应有望延续下行。

### ● 扩消费的海外经验

(1) **美国：要素1，减税。**1960年以来美国实行了8轮较大规模的减税，减税次年与减税前一年相比，美国居民可支配收入占比提高了0.6个百分点，居民消费支出占比提高了0.3个百分点，GDP增速提高了0.5个百分点；**要素2，工资通胀传导。**美国具备较为完善的薪资体系和工会制度，工人薪资定价能力较强，实现了“扩消费→企业利润→居民薪资→居民可支配收入→扩消费”的螺旋上升。

(2) **日本：收入分配与均富。**1960年日本“国民收入倍增计划”盯住国民收入而非GDP，收入分配格局显著改善，劳动者报酬占比从1961年的49.3%提升至1971年的60.2%。呈现橄榄型社会、基尼系数持续扁平化，再分配后基尼系数始终保持在0.3-0.35区间。

### ● 站在“消费新时代”的起点

扩消费三要素支撑下，我们预计未来5-10年居民最终消费支出占比至50%左右，对应权益市场的消费超额估值为20%。结构上，看好医疗、保健、银发经济，和推进新发展模式下的房地产服务运营、长租REITs。结合海外经验来看，我们建议：(1)在居民可支配收入方面，可考虑以居民部门为目标减税，例如降低个人收入所得税；完善医保、社保和保障房等福利制度；引导工会制度改革，保障劳资机制运转顺畅，推进国民收入成果分配持续向居民端倾斜；(2)在居民消费倾向方面，完善税种和税收制度，通过再分配降低贫富差距、扩大中等收入群体，加强“银发经济”的服务供给，坚持房住不炒、在房地产去“投资化”进程中引导居民消费观念转变。

● **风险提示：**疫情扩散超预期，国内政策执行力度不及预期。

### 相关研究报告

《继续加息对美联储或仍是较优选择——美国2月CPI点评—宏观经济点评》-2023.3.15

《冲突未止，互有损伤——俄乌冲突专题报告—宏观经济专题》-2023.3.13

《就业数据对美联储加息提速影响或有限——美国2月非农就业数据点评—宏观经济点评》-2023.3.12

## 目 录

1、 增长切换，消费可期 .....	2
2、 第一支柱：人口红利由“量”转“质”推升劳动者报酬占比 .....	4
2.1、 人口由“数量红利”转向“质量红利” .....	4
2.2、 政策引导优化国民收入分配格局 .....	6
3、 第二支柱：老龄化推升消费倾向 .....	8
4、 第三支柱：地产挤出效应下行 .....	9
5、 扩消费的海外经验 .....	12
5.1、 美国：减税、工资通胀传导 .....	12
5.2、 日本“收入倍增”计划：收入分配与均富 .....	13
6、 站在“消费新时代”的起点 .....	14
7、 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1： 过去 60 年美国消费率持续上行 .....	3
图 2： 美国居民可支配收入占比与消费支出占比正相关 .....	3
图 3： 居民收入分配与消费比重呈正相关 .....	3
图 4： 2010 年后我国人口红利由量到质，提升劳动者报酬占比 .....	5
图 5： 第三产业单位增加值的劳动者报酬约为 52.8% .....	5
图 6： 第三产业单位产出的劳动者报酬约为 28% .....	5
图 7： 我国第三产业劳动报酬率高于第二产业 .....	6
图 8： 美国第三产业劳动报酬率高于第二产业 .....	6
图 9： 日本老龄化与居民消费倾向正相关 .....	8
图 10： 我国居民消费率自 2010 年以来回升 .....	9
图 11： IMF 预计中国消费率上行 .....	9
图 12： 城镇化率接近 75% 后明显降速 .....	10
图 13： 日本城镇化率达 75%、地产投资占比下滑 .....	10
图 14： 韩国城镇化率达 75%、地产投资占比下滑 .....	10
图 15： 我国房地产投资占比偏高 .....	11
图 16： 2013 年以来地产与汽车相关性下降 .....	11
图 17： 2008-2016 年三轮地产周期挤出效应显著 .....	11
图 18： 2022 年居民偿债比率高位回落 .....	12
图 19： 消费性支出与居民偿债比率负相关 .....	12
图 20： 美国减税有效提升了居民收入、消费 .....	12
图 21： 美国居民收入与居民消费螺旋上升 .....	13
图 22： 美国薪资与通胀正相关 .....	13
图 23： 日本收入结构呈“纺锤形” .....	14
图 24： 日本再分配有效抑制贫富差距 .....	14
表 1： 提高可支配收入、提高劳动者报酬相关政策 .....	7

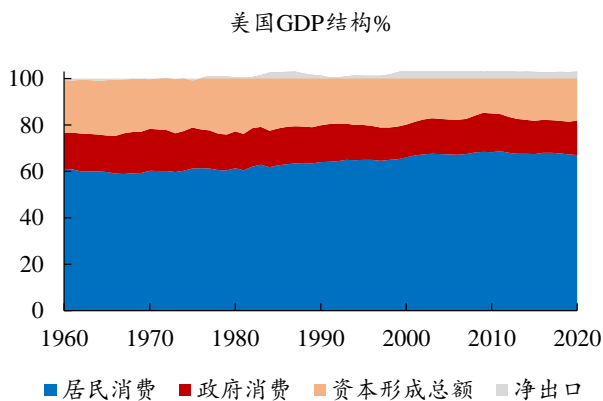
### 1、 增长切换，消费可期

自“李克强经济学”主张“从投资驱动到消费驱动”已过去十年，我国经济转型取得了显著成效，尤其2022年末一些令人欣喜的变化正在发生。《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》强调“增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键性作用”、2022年中央经济工作会议和2023年政府工作报告将消费列为扩内需工作首位，诸多提法指向中央加强对消费重视性，我们认为2023年或迈入“消费新时代”，本文将从人口红利由量转质、老龄化加深、地产挤出效应削弱的三大支柱来描绘消费远景，并借鉴海外经验为我国路径提供指引。

**消费是经济发展的终极目标和动力。**世界经济演化史的共性表现为增长模式从投资拉动切换至消费驱动，这种共性或者说必然性的本质在于人口结构变化下的收入分配格局重构。该推论多数情况下指开放性大国，小国/地区并不适用，例如新加坡、中国香港、中国台湾等地区其出口占经济体量较高。

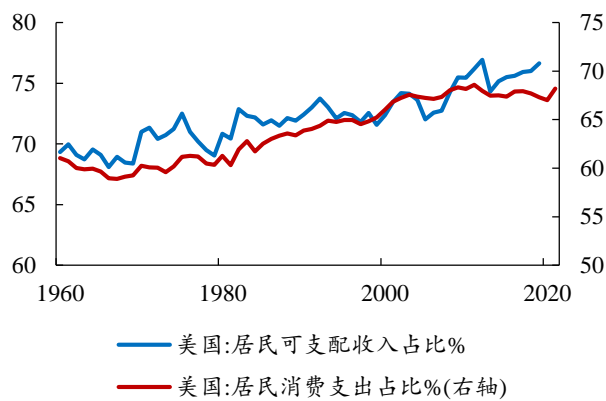
宏观层面，消费率可分拆为居民收入和消费倾向两因素，居民消费率=居民最终消费支出占比 = 居民可支配收入占比\*居民消费倾向。从全球来看，消费比重与收入分配格局呈正相关。美国为该线性关系的较好载体，2020年我国居民可支配收入占比为62.2%、距发达国家5-10个百分点；疫情冲击下消费倾向下滑至61.4%，2015-2019年平均约为65%，发达国家普遍在85%-95%，同为东亚文化圈的日本从70%升起90%；我国居民最终消费支出占比为37.8%，距发达国家20-30个百分点；双因素中，消费倾向的改善空间较大。

图1：过去60年美国消费率持续上行



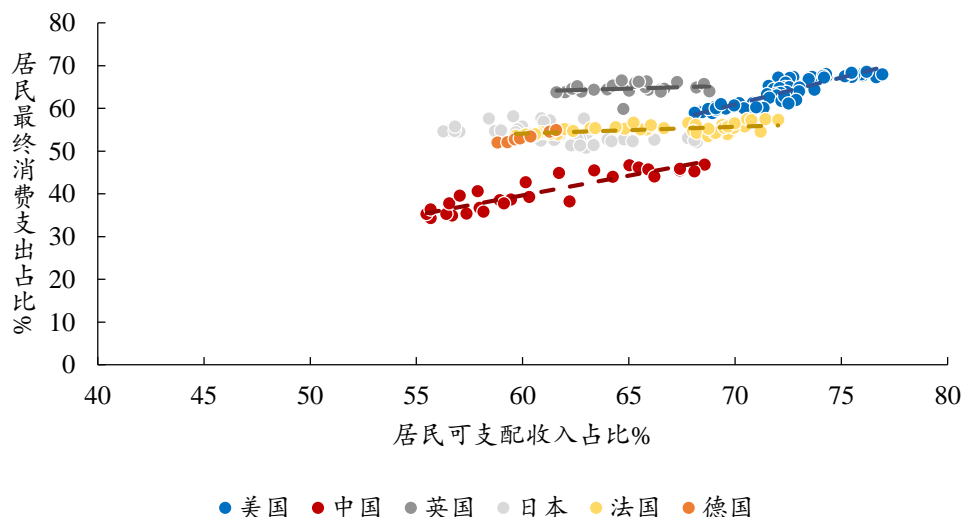
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国居民可支配收入占比与消费支出占比正相关



数据来源：Wind、UNdata、开源证券研究所

图3：居民收入分配与消费比重呈正相关



数据来源：UNdata、OECD、Wind、开源证券研究所

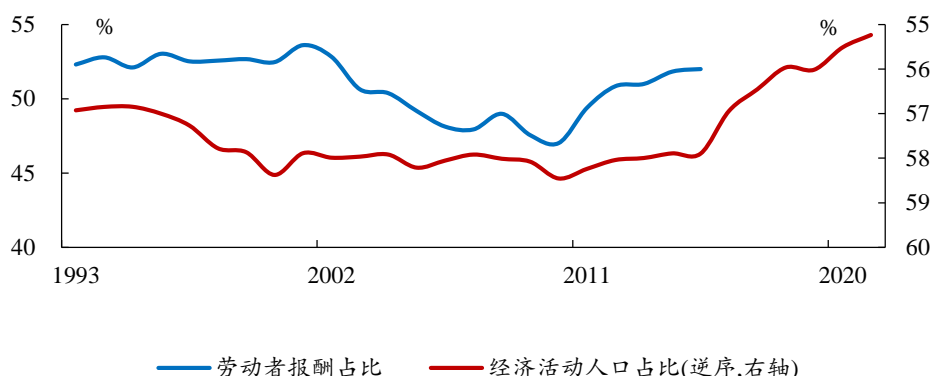
## 2、第一支柱：人口红利由“量”转“质”推升劳动者报酬占比

### 2.1、人口由“数量红利”转向“质量红利”

人口红利阶段，劳动力接近于“无限廉价”，基础设施、住房建设以及公共服务设施等投资需求旺盛，资本密集增长、国民收入分配向资本和企业部门倾斜，并用于其扩大再生产，该阶段经济主要由投资拉动，国家投资率上升、消费率下降。凯恩斯主义作为经济学“生产本位”的典型代表，在 20 世纪 20-70 年代盛行与彼时西方国家所处的人口环境密不可分。我国 1997 年亚洲金融危机扩内需、2008 年次贷危机后的 4 万亿政府主导投资，均体现了投资拉动阶段的特点。

人口红利消退后，一方面投资需求下滑，此前居民收入偏低导致消费能力不足，投资过剩问题开始显现；另一方面生产要素价格逐步修正，经济活动人口“量缩质增”，劳动者素质提高对应技术和生产效率的进步，将要求更高的劳动报酬，国民收入分配从企业侧转向居民侧，居民消费水平的提高进一步推升消费率，经济结构从第二产业主导转向第三产业主导。具体来看，我国经济劳动人口在 2010 年见顶，其后劳动者报酬占比从 2011 年的 47.01%持续上行至 2016 年的 51.99%。

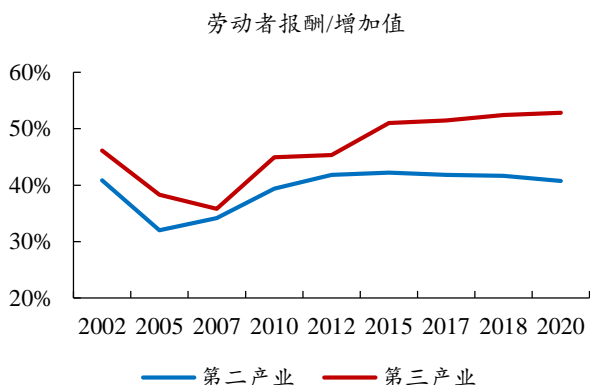
图4：2010年后我国人口红利由量到质，提升劳动者报酬占比



数据来源：Wind、开源证券研究所

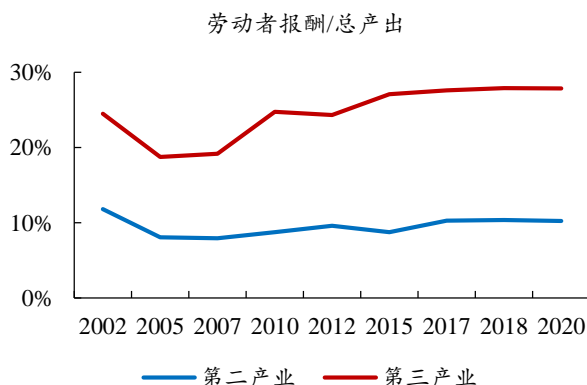
我们基于投入产出表计算第二、第三产业的劳动者报酬率(劳动者报酬/增加值)，2020年第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%。考虑到第二产业增加值率远低于第三产业，若从单位总产出对应的劳动者报酬来看，第三产业为28%、第二产业不足10%；美国经验同样如此，2020年美国第三产业劳动者报酬率为56.6%、高于第二产业的51.1%。扩消费(第三产业)比扩投资(第二产业)更有利于国民收入分配向居民倾斜，由此，我们进一步明晰了演化路径：人口红利消退→投资过剩→劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业扩张→劳动报酬提高。

图5：第三产业单位增加值的劳动者报酬约为52.8%



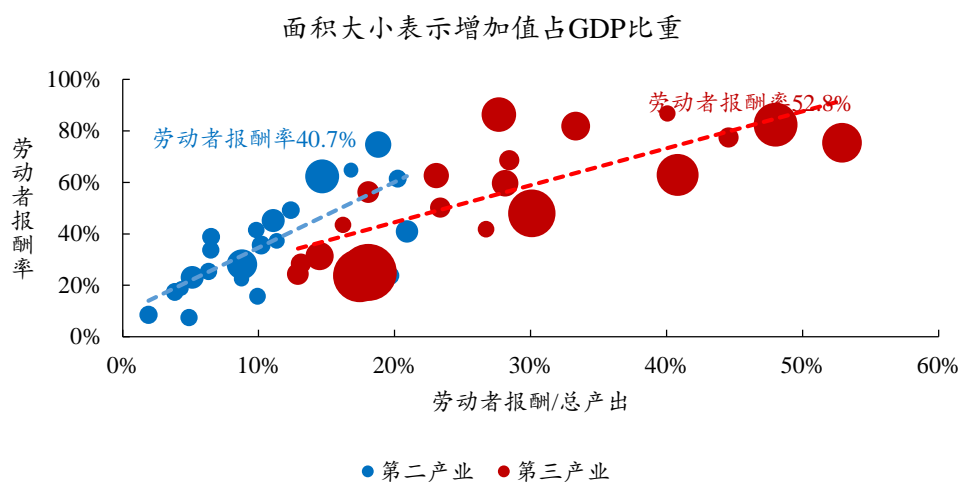
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图6：第三产业单位产出的劳动者报酬约为28%



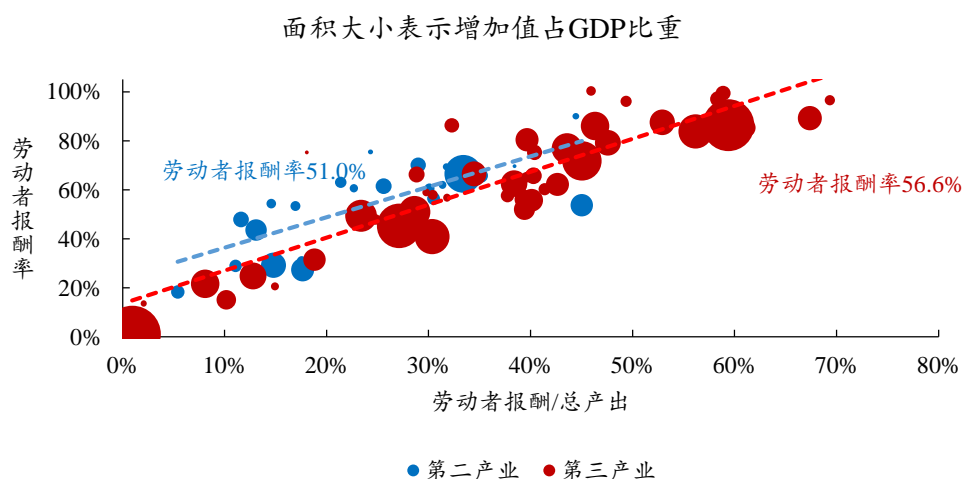
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图7：我国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

图8：美国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：BEA、开源证券研究所

## 2.2、政策引导优化国民收入分配格局

共同富裕是社会主义的本质要求，优化收入分配结构对扎实推进共同富裕具有重要意义。前统计局局长宁吉喆在二十大报告辅导读本《构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系》提出“努力提高居民收入在国民收入分配中的比重”、“提高劳动报酬在初次分配中的比重”；《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》强调“中等收入群体显著扩大”、“城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小，全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”。

2010年以来，我国居民可支配收入和劳动者报酬进入上行通道，2020年分别占比62.2%、52.1%，具有一定的提升空间。

**表1：提高可支配收入、提高劳动者报酬相关政策**

部门	政策	时间	主要内容
财政部部长刘昆	《更加有力有效实施积极的财政政策》	2023年2月16日	推动稳就业、依靠就业创造收入，加大社会保障、转移支付等调节，多渠道增加居民收入，努力提升消费倾向高但受疫情影响较大的中低收入居民消费能力。
发改委	《努力推动经济实现质的有效提升和量的合理增长》	2023年2月16日	综合施策释放消费潜力，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，特别是提高中低收入居民的消费能力，改善消费环境和条件，全面促进消费提质升级，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育线上线下融合等新型消费。
中共中央、国务院	2023年中央一号文件《关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	2023年2月13日	拓宽农民增收致富渠道：促进农民就业增收。促进农业经营增效。赋予农民更加充分的财产权益。
中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	2022年12月14日	1. 持续优化初次分配格局：提升就业质量增加劳动者劳动收入。提高劳动报酬在初次分配中的比重。健全各类生产要素参与分配机制。扩大中等收入群体规模。 2. 逐步健全再分配机制：加大财税制度对收入分配的调节力度。健全社会保障制度。 3. 重视发挥第三次分配作用：发展慈善事业。健全志愿服务体系。
前统计局局长宁吉喆	《构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系》	2022年12月9日	1. 发挥好初次分配的基础性作用：提高发展的平衡性、协调性、包容性。提高居民收入和劳动报酬比重。扩大中等收入群体。完善按要素分配政策制度。 2. 加大税收、社会保障、转移支付等的调节力度：完善税收调节机制。促进基本公共服务均等化。加大转移支付。规范收入分配秩序。 3. 建立健全第三次分配机制：支持有意愿有能力的企业、社会组织和个人积极参与公益慈善事业。探索公益慈善活动有效实现形式。完善公益慈善事业政策法规体系和社会文化环境。
中共中央	《二十大报告》	2022年10月16日	完善分配制度。分配制度是促进共同富裕的基础性制度。坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系。努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。坚持多劳多得，鼓励勤劳致富，促进机会公平，增加低收入者收入，扩大中等收入群体。完善按要素分配政策制度，探索多种渠道增加中低收入群众要素收入，多渠道增加城乡居民财产性收入。加大税收、社会保障、转移支付等的调节力度。完善个人所得税制度，规范收入分配秩序，规范财富积累机制，保护合法收入，调节过高收入，取缔非法收入。引导、支持有意愿有能力的企业、社会组织和个人积极参与公益慈善事业。
发改委规划司	《优化收入分配结构》	2021年12月25日	“十四五”时期优化收入分配结构的思路和对策建议：（一）着力保护和提高劳动报酬（二）健全要素参与分配机制（三）完善再分配调节体系（四）切实增加低收入者收入（五）扩大中等收入群体规模
发改委	《扩大居民消费的关键是“两提”》	2021年7月1日	（一）提高企业支付的劳动者报酬占比 以增加企业部门支付的劳动者报酬为重点，以提高工资及工资性收入为着力点，提升劳动者报酬在初次分配中的比重。完善劳动力就业制度。健全工资增长机制。强化以增加知识价值为导向的收入分配激励机制。 （二）提高居民部门中财产收入占比 以发展多层次资本市场、农村土地制度改革为着力点，增加居民的红利收入和土地收益。加快发展多层次资本市场。推进农村土地制度改革。健全居民财产性收入保障体系。
中共中央	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	2020年11月3日	提高人民收入水平。坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，提高劳动报酬在初次分配中的比重，完善工资制度，健全工资合理增长机制，着力提高低收入群体收入，扩大中等收入群体。完善按要素分配政策制度，健全各类生产要素由市场决定报酬的机制，探索通过土地、资本等要素使用权、收益权增加中低收入群体要素收入。多渠道增加城乡居民财产性收入。完善再分配机制，加大税收、社保、转移支付等调节力度和精准性，合理调节过高收入，取缔非法收入。发挥第三次分配作用，发展慈善事业，改善收入和财富分配格局。

部门	政策	时间	主要内容
发改委	《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见》	2020年2月28日	<p>持续提升居民消费能力</p> <p>促进重点群体增收激发消费潜力。进一步改革完善职业教育制度体系，大规模开展职业技能培训，提升技术工人技能水平，完善专业技术人员分配政策。推进乡村经济多元化，支持农民工、高校毕业生、退役军人等人员返乡入乡创业，挖掘新型农业经营主体增收潜力。持续深化户籍制度改革，使更多在城镇稳定就业生活的农业转移人口落户定居，着力根治拖欠农民工工资问题。（发展改革委、教育部、公安部、人力资源社会保障部、农业农村部按职责分工负责）</p> <p>稳定和增加居民财产性收入。丰富和规范居民投资理财产品，适度扩大国债、地方政府债券面向个人投资者的发行额度。稳定资本市场财产性收入预期，完善分红激励制度，坚决查处严重损害中小投资者分红派息权益的行为。深化农村土地和集体产权制度改革，稳步推进农村集体经营性建设用地入市，探索赋予农民对集体资产股份的占有、收益、有偿退出及抵押、担保、继承权。（财政部、自然资源部、农业农村部、人民银行、证监会按职责分工负责）</p>

资料来源：人民政府网、国务院、发改委、开源证券研究所

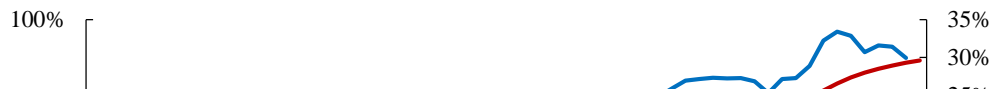
### 3、第二支柱：老龄化推升消费倾向

老龄化对消费的影响争议较大，该争议主要是没有区分总量和结构。我们认为，老龄化在总量上制约消费，但在经济结构上消费率↑投资率↓储蓄率↓。

从总量来看，“老龄化”往往是经济发展进入较高水平之后的现象，劳动供给减少、挤出投资，潜在经济增速下降，消费增速同样受制约；但从结构上来看，根据生命周期理论，人口红利阶段，占比较高的经济劳动人口收入大于支出、快速积累财富，居民部门消费倾向下降、储蓄倾向上升；人口红利消退后，老龄人口消费超过储蓄，导致居民部门整体消费倾向上升、储蓄倾向下降，储蓄率的下降进一步挤出投资，消费在国民经济中的重要性持续上行。

日本与中国同为东亚文化圈，20世纪70年代储蓄率一度超过20%。日本在1983年跨入轻度老龄化社会（10%），其后居民消费倾向持续上行，2020年达到95%。居民消费倾向与老龄化水平的相关性达到0.954，而我国居民消费倾向表现出相同的趋势，从2010年以来回升了近5个百分点。

图9：日本老龄化与居民消费倾向正相关



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\\_53356](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53356)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn