

居民消费：升级还是降级？

中央政治局会议和中央经济工作会议提出要“促进形成强大国内市场”，居民消费无疑是重中之重。因此，判断我国居民消费到底是“升级”还是“降级”，关乎我国经济增长的未来前景。

❖ **消费在中国经济中的地位：**改革开放四十年来，我国经济增长逐步由投资与出口驱动转向“消费驱动”的新模式。从国际间比较而言，我国的居民消费占国民生产总值的比重从2010年见底回升，但与美国、欧元区、日本等发达国家仍有相当差距，反映出我国距离“消费驱动型”的经济增长模式仍有较远的路要走。

❖ **问题：消费升级还是降级？**近年来，我国主要经济数据持续下滑，其中与消费相关的指标同样增长乏力。人们发现某些“低端”商品销售的迅速增长，个别标榜低价策略的网络经营平台意外火爆，都为“消费降级”提供佐证。一是社会消费品零售总额增速下降。二是以涪陵榨菜为代表的低端消费品销售收入大幅增长及方便面销量收入五年来首次止跌回升现象，推断消费降级。三是拼多多为代表的网络平台快速“走红”论证消费降级。四是2018年汽车零售总额的快速下行，也为消费降级提供证据。这些现象在引发热议的同时，也增加了社会的焦虑感和悲观情绪。

上述四个证据片段都值得推敲：一是社消增速虽然下滑，但依然处于扩张阶段。随着经济的发展，服务类消费逐渐增加，但社消的统计口径仅包括实物商品消费及餐饮服务消费，而对于其他服务类消费却并未纳入统计，社消增速下滑便断定消费降级，不能成立。二是涪陵榨菜业绩的提升很大程度上源于其商品本身的需求刚性及公司对产品的提价行为，而方便面止跌回升可能源于产品种类和品质的提升。三是近年来我国小城镇的网络信息化程度日益提高，拼多多准确定位了细分市场，满足了人均收入相对较低的小城镇居民对低价商品及便捷购物的需求，一定程度上可以理解为消费升级的表现。四是汽车零售总额大幅下滑主要源于2017年1月开始的购置税优惠政策于当年底到期，提前透支了部分潜在汽车消费，以此说明消费降级有失偏颇。

❖ **基于消费者选择理论的分析框架，理解我国居民消费的总体趋势：**根据消费者选择理论，我们可以找到分析消费升级的四个维度：收入、财富、替代和偏好。
 （1）收入效应：可支配收入与预期收入增长支撑消费升级。（2）财富效应：资产价格与杠杆水平对居民消费产生结构化影响。近年来，随着房价的快速上涨，居民在居住方面的边际消费支出占比明显升高，对其他领域的消费产生了明显的挤出效应。2008年金融危机以来，我国居民部门的杠杆率明显走高，其主要原因在于主要城市房价高企与居民加杠杆行为形成的反馈循环，由此产生房价对消费的“双重挤出”。（3）替代效应：市场竞争与科技进步提升商品性价比。（4）偏好改变：消费理念的升级。商品消费和服务消费支出占比的此消彼长正体现了居民消费整体升级的过程。

❖ **总体来看，在收入效应、替代效应和偏好改变的共同作用下，我国居民消费总体仍呈升级趋势，但财富效应对居民消费有着差异化的影响，其中居民杠杆率的快速升高对居民消费存在“双重挤出”效应，风险仍然不容小觑。**

❖ 此外，住房、医疗等供给的相对不足，共同形成了对未来居民消费升级的制约。当前的“消费降级论”更多地反映了在经济下行压力加大的背景下，部分居民收入效应的减弱，高杠杆对消费挤出效应的增强，以及服务供给相对不足对消费升级形成的制约。

❖ 对此，从推动消费升级的四个维度出发，政府应当从供给端着手，加大对住房、医疗等民生领域的投资力度，鼓励创新、激发市场主体活力，满足居民“消费升级”的需求，进而推动我国经济增长向“消费驱动”转型，为我国经济增长提供持续的动力源泉。

丁安华，首席经济学家

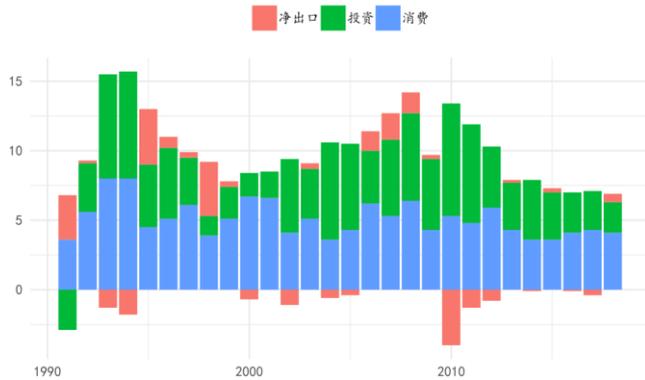
电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

一、引言：消费在中国经济中的地位

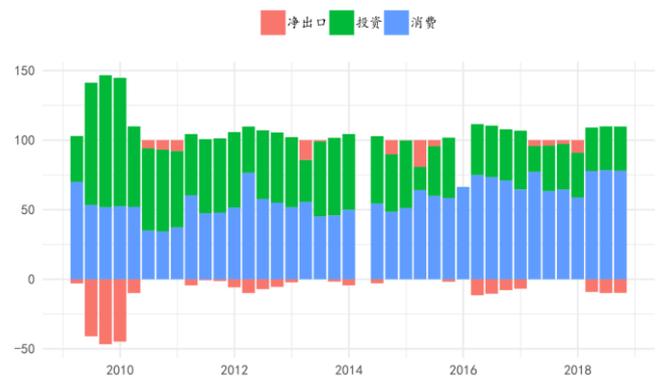
改革开放四十年来，我国经济增长逐步由投资与出口驱动转向“消费驱动”的新模式。伴随经济增长的放缓，最终消费（含政府消费）对经济增速的拉动自2012年以来有所回落（图1），但对经济增长的贡献率却逐年上升，2018年三季度已达78.0%（图2）。

图1：自2012年消费对增长的拉动有所回落（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

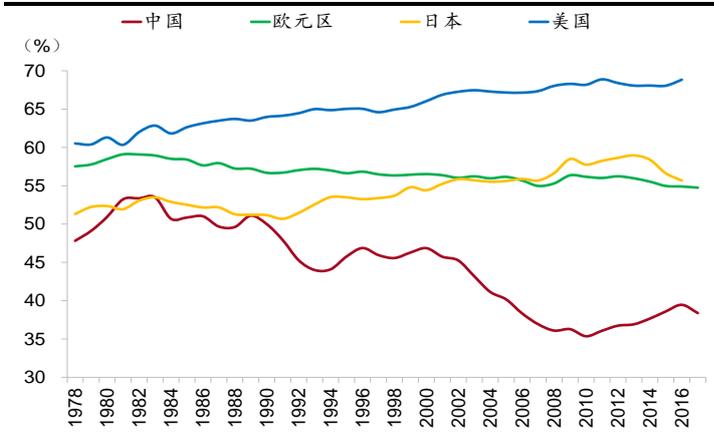
图2：消费对GDP增长的贡献率上升（%）



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

从国际间比较而言，如果我们只观察私人消费部分，我国的居民消费占国民生产总值的比重从2010年见底回升，2017年提升至39.1%。这一水平与美国（69.6%）、欧元区（53.9%）、日本（56.3%）等发达国家仍有相当差距（图3），反映出我国距离“消费驱动型”（consumption-driven）的经济增长模式仍有较远的路要走。

图3：中国居民消费占GDP的比重相较美欧日仍有较远距离



资料来源：World Bank、招商银行研究院、招银国际研究

二、问题：消费升级还是降级？

近年来，我国主要经济数据持续下滑，其中与消费相关的指标同样增长乏力。人们发现某些“低端”商品销售的迅速增长，个别标榜低价策略的网络经营平台意外火爆，都为“消费降级”提供佐证。一是社会消费品零售总额（下称社消）增速下降。数据显示，2018年11月社消同比名义增速为8.1%（扣除价格因素实际增长5.8%），为十五年来的最低，且呈继续下滑趋势。二是以涪陵榨菜为代表的低端消费品销售收入大幅增长及方便面销量收入五年来首次止跌回升现象，推断消费降级。三是拼多多为代表的网络平台快速“走红”论证消费降级。四是2018年汽车零售总额的快速下行，也为消费降级提供证据。

这些现象在引发热议的同时，也增加了社会的焦虑感和悲观情绪。国人喜欢听故事，我们的传统文化长于归纳而拙于演绎，在方法论上常常陷入以偏概全的困境。上述四个证据片段都值得推敲：一是社消增速虽然下滑，但依然处于扩张阶段。随着经济的发展，服务类

消费逐渐增加，但社消的统计口径仅包括实物商品消费及餐饮服务消费，而对于其他服务类消费却并未纳入统计，社消增速下滑便断定消费降级，不能成立。二是涪陵榨菜业绩的提升很大程度上源于其商品本身的需求刚性及公司对产品的提价行为，而方便面止跌回升可能源于产品种类和品质的提升。三是近年来我国小城镇的网络信息化程度日益提高，拼多多准确定位了细分市场，满足了人均收入相对较低的小城镇居民对低价商品及便捷购物的需求，一定程度上可以理解为消费升级的表现。四是汽车零售总额大幅下滑主要源于2017年1月开始的购置税优惠政策于当年底到期，提前透支了部分潜在汽车消费，以此说明消费降级有失偏颇。

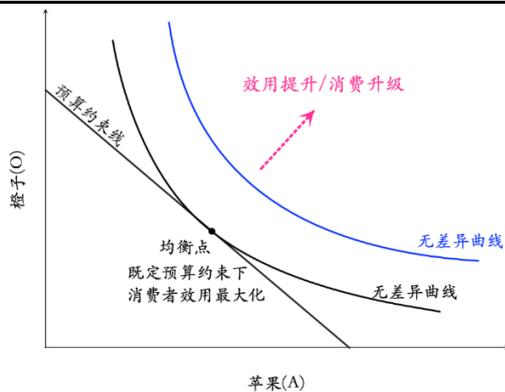
消费增长的确是一个关于经济转型的重要问题，有进一步讨论之必要。中央政治局会议和中央经济工作会议提出要“促进形成强大国内市场”，居民消费无疑是重中之重。因此，判断我国居民消费到底是“升级”还是“降级”，关乎我国经济增长的未来前景。

三、基于消费者选择理论的分析框架

消费升级还是降级，问题很重要，需要得到回答。但片段的证据不足以反映问题的全貌，首先要找到正确的方法和框架。以经济学语言来讲，“消费升级”的实质是效用水平的提升。预算约束下消费者效用最大化的问题是微观经济学消费者选择理论（Theory of Consumer Choice）研究的主题，即面临预算约束的消费者如何选择最优的商品组合以获取最大的满足感（图4）。

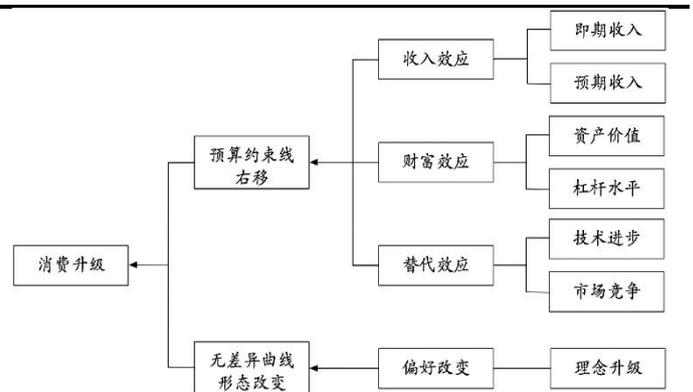
我们回顾一下消费者选择理论的相关结论。假设消费者的商品篮子中仅有两种正常商品：苹果（A）和橙子（O）。消费者将选择其无差异曲线和预算约束线相切的消费组合以最大化其效用。其中，预算约束线¹表征既定价格和预算下消费者可以购买的商品组合；无差异曲线则表征消费者的偏好，线上所有商品组合均给予消费者相同的效用水平。一般情形下，无差异曲线是一条斜率为负的曲线：既定价格水平下，消费者为了获取同样的满足感，在增加一种商品消费的同时必须减少另一种商品的消费；同时，更高/右上方的无差异曲线总是代表更高的效用水平/满足感，因为对较低的低无差异曲线上的任一点，总可以在更高的无差异曲线上找到包含更高效用水平/满足感的商品组合。

图4：远离原点的无差异曲线效用水平更高



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

图5：推动消费升级的主要途径



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

在上述模型下，“消费升级”表现为无差异曲线与预算约束线的切点向右上方移动。切点的变化或者来自于预算约束线的变化，或者来自于无差异曲线的变化。其中，预算约束线的移动主要来源于收入、价格或是财富的改变，而无差异曲线形态的改变则主要来源于消费者偏好的改变。这样，我们就可以找到分析消费升级的四个维度：收入、财富、替代和偏好（图5）。

¹例如，预算约束线可以有着如下形式： $P_A Q_A + P_O Q_O = B$ 。其中P为商品价格（price），Q为商品数量（quantity），B表示消费预算（budget）。预算与消费者的收入、预期收入以及财富相关。

（一）收入效应（Income Effect）

收入的增加将推动消费者用以消费的预算上升，提高消费者的购买力。弗里德曼（Milton Friedman）的永久收入假说（Permanent Income Hypothesis）指出，即期的消费支出不仅取决于消费者的即期收入，还取决于预期的未来收入：消费者若知道收入的上升是暂时的，很可能不会大幅增加当期的消费支出。用模型表示，假设价格不变，不论是即期收入还是预期收入的上升，都将使得预算约束线向右平移，推动“消费升级”。

（二）财富效应（Wealth Effect）

消费者的预算约束不仅取决于其即期收入和预期收入，还取决于消费者的财富变化。而“财富效应”则进一步取决于居民资产负债关系，也就是杠杆水平。简而言之，财富增值有利于“消费升级”，但若居民杠杆水平过高、上升过快则可能制约“消费升级”。席勒（Robert Shiller）等人通过研究美国的历史数据发现²，房地产市场对消费有着显著的财富效应，房价上升将刺激消费增长，房价下跌则使消费显著下降。2001-2005年的美国房价上涨在提振了同期居民消费约4.3个百分点，而2005-2009年的美国房价下跌使得同期居民消费下跌了3.5个百分点。席勒的研究同时发现，美国股市对于美国消费的财富效应则并不显著。

（三）替代效应（Substitution Effect）

商品价格或“性价比”的改变对应消费者选择理论中的“替代效应”。商品价格下降意味着在同样的预算下消费者可以购买更多同等品质的商品，从而实现“消费升级”。商品价格的下降首先与科技进步息息相关；其次，商品“性价比”提升也与市场竞争密切相关。市场竞争无疑将对厂商降低成本和创新形成激励，为消费者提供更多选择，进而提升消费者商品组合的“性价比”。

（四）偏好改变（Preference Shift）

由于效用是消费者的主观感受，因此，消费升级与否很大程度上取决于消费者自身的偏好。随着经济的发展和文化的演进，消费者的偏好也会发生相应改变，对应到消费者选择理论，就表现为无差异曲线形态的改变。根据马斯洛（Abraham Maslow）的需求层次理论³，人类的需求总体可以按照由低到高划分为生理、安全、社交、尊重和自我实现需求。总体来看，低级阶段的需求主要集中在物质消费领域，而中高级阶段的需求则通常集中于精神层面（主要体现为服务消费），人们往往是在满足了低层次需求的前提下，才进一步向更高层次跃进，由此逐步实现需求的升级。

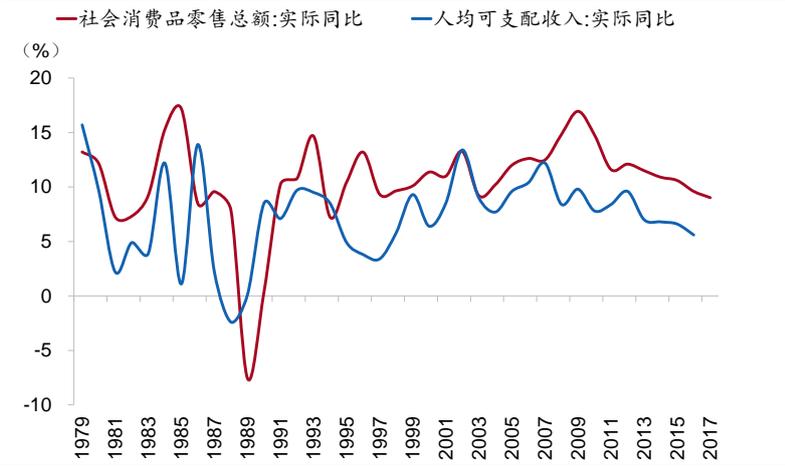
四、理解我国居民消费的总体趋势

（一）收入效应：可支配收入与预期收入增长支撑消费升级

从我国城镇居民可支配收入实际同比增速来看，改革开放以来，除个别年份增速出现负增长以外，绝大部分时期都维持了较高的增速，而同期社会消费品零售总额的实际同比增速也维持在较高水平，两者呈现出较强的相关性（图6）。虽然我国经济增速有进一步下行的压力，但与世界主要国家相比仍处于较高水平，未来可支配收入的增长也将继续对消费形成支撑。

² Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller (2013), Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market, NBER Working Paper No. 8606; Karl E. Case, John M. Quigley, Robert J. Shiller (2013), Wealth Effects Revisited: 1975-2012, NBER Working Paper No. 18667.

³ 马斯洛需求层次理论是行为科学的理论之一，由美国心理学家亚伯拉罕·马斯洛在1943年在《人类激励理论》论文中提出。

图 6：城镇居民人均可支配收入与社消实际增速具有较强的相关性

资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 财富效应：资产价格与杠杆水平对居民消费产生结构化影响

从资产端看，自 1998 年住房制度改革以来，对拥有住房的居民而言，房价的上涨可以增加财富，继而通过资产抵押变现等方式增加其消费支出。而对于没有住房的居民而言，房价的上涨会带动房租的上涨，不仅增加了居住消费支出⁴，而且还会挤压其他领域的消费。近年来，随着房价的快速上涨，居民在居住方面的边际消费支出占比⁵明显升高，2017 年这一占比达到了 32.9%，对其他领域的消费产生了明显的挤出效应（图 7）。国内也有研究认为股市价格波动在不同经济转型阶段下呈现差异化的财富效应。

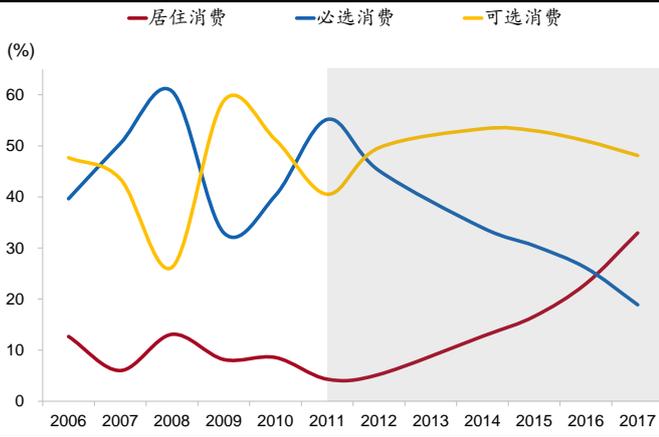
从负债端看，居民的债务水平（居民部门的杠杆率）也是居民消费的重要决定因素。如前所述，居民资产的财富效应很大程度上受到居民杠杆水平的影响。若购房首付款和按揭款对居民产生较大压力，将对居民消费形成挤出。此外，随着金融在现代市场经济发展中的作用日益凸显及金融工具的广泛应用，居民可以通过背负一定债务来提高当前的可支配收入，继而实现提高当前消费能力的目的，例如信用卡、消费贷等业务在国内的广泛开展，就使得居民可以更主动的实现跨期消费安排，从而实现当期效用的提升。

2008 年金融危机以来，在主要新兴市场国家居民部门杠杆率稳中有降的同时，我国居民部门的杠杆率却明显走高（图 8），其主要原因在于主要城市房价高企与居民加杠杆行为形成的反馈循环（feedback effect），由此产生房价对消费的“双重挤出”：（1）杠杆率上升增加了居民偿还贷款的压力，降低了可支配收入，继而减少了用于日常消费的支出。住房的需求刚性使得这种“挤出效应”更为显著。（2）被杠杆推高的房价需要更高的首付金额，因此增加了居民的储蓄动机，进而导致消费支出被再次压缩。

⁴我国现行统计中，涉及居民消费支出中的居住支出有两个口径，一是住户调查中使用的居民居住支出口径，主要是用来反映居民日常消费中用于居住的现金支出情况，主要包括水电燃料费、取暖费、租房房租、物业管理费以及装修材料等支出费用，不包括购建房支出和自有住房的虚拟房租。二是国内生产总值支出法核算时的居民消费支出中的居住支出口径，它除包含上述狭义口径中的居住支出外，还包括自有住房分摊部分或叫虚拟房租。

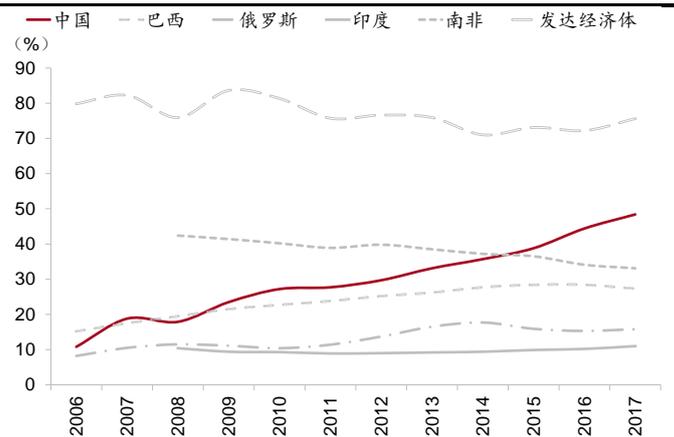
⁵居住的边际消费支出占比是指当年居住消费支出较上一年的增加额与全部消费支出较上一年的增加额的比重。

图 7: 居住方面边际消费支出占比显著提升



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 8: 我国居民部门杠杆率上升较快

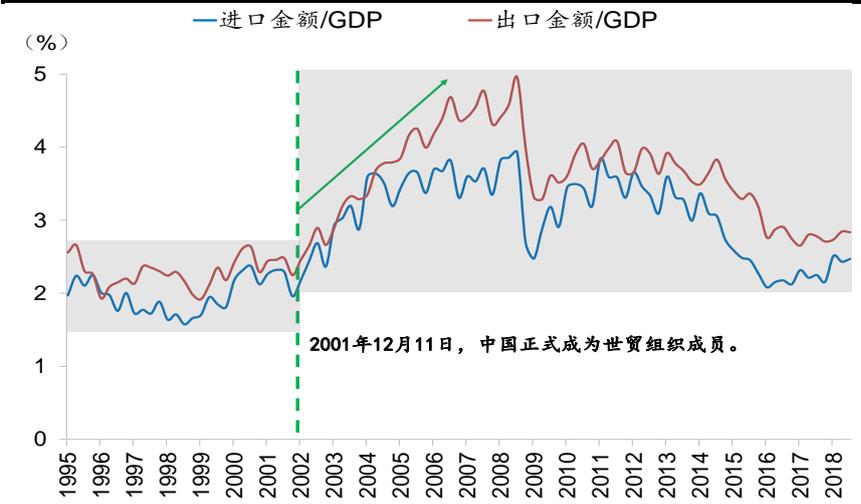


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

(三) 替代效应: 市场竞争与科技进步提升商品性价比

前文对消费升级的界定, 包含了居民在消费过程中对不同商品间的理性比较, 而这种理性比较就是俗称的对商品“性价比”的考量。市场竞争的日趋激烈促进了商品供应能力与商品质量的提升。建国以来, 我国居民消费经历了短缺经济、主要依靠国内市场提供商品, 以及充分利用国内、国外两个市场提供商品的变化过程。随着生产力的发展与对外开放的逐步扩大, 特别是我国加入 WTO 以来, 国内商品间、国内商品与进口商品间的竞争也日益激烈, 在这一过程中, 手工作坊逐渐升级为机器生产, 制造工艺也日趋精湛, 生产效率与商品质量均得到大幅提升, 居民的消费升级也在其中得以逐步实现。例如, 我国家电和手机行业的激烈竞争使得家电和手机的品类增加、价格下降、品质提升, 进而推动了消费升级。

图 9: 加入世界贸易组织后, 可供国内消费者选择的商品更为丰富、优质



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

此外, 科技的进步也推动了消费模式的升级。网络技术的快速发展以及淘宝、京东等网购平台的迅速崛起, 深刻地影响了居民的消费行为, 重塑了商品的产销模式。网络购物不仅可以让居民在短时间内“足不出户”地获取更多的商品信息, 而且可以在轻点鼠标间选择性价比最高的商品, 更可以享受快捷支付及送货上门等服务。省时、省力、省心、省钱的新式购物体验显然是在传统购物消费模式基础上的升级。

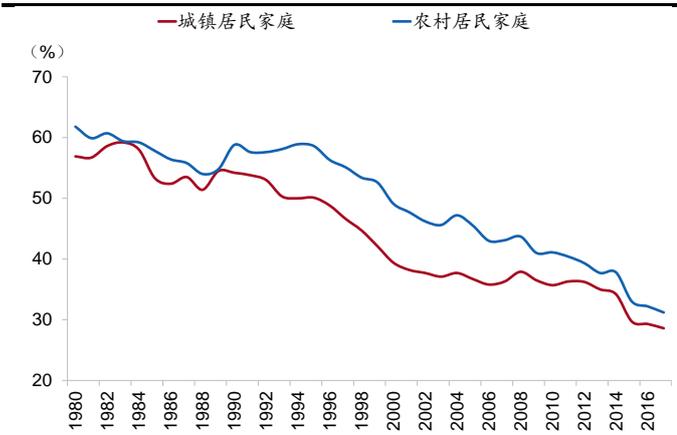
值得一提的是, 不同商品性价比的改变可能使得居民的消费结构也发生改变。动态来看, 不同商品“性价比”的改变与商品供给端的资源禀赋、产业周期、市场结构等因素息息相关。例如, 供给的相对短缺使得我国住房、医疗等服务的价格上升较快, 由于居民在相关领域的消费支出弹性较小, 因此, 当居民收入的增长不足以覆盖服务支出增加时, 服务消费就会对商品消费形成“挤出效应”。

（四）偏好改变：消费理念的升级

如马斯洛需求层次理论所揭示的，当生产力和收入水平较低时，消费者必定首先选择满足温饱等基本生理需求。随着我国居民消费能力和商品供应能力的全面提升，居民消费支出结构的变迁折射出消费理念的深刻变化。改革开放四十年来，我国城乡恩格尔系数由60%左右大幅下降至30%左右（图10），说明居民已逐步将更多的消费支出用于最基本生存需求以外的方面。

进一步的数据分析可以发现，1992年以来，除居住（17.5%）外，我国城镇居民在交通和通信（18.9%）、文化娱乐（16.4%）、医疗保健（16.2%）、教育（13.6%）等方面的服务消费支出复合年化增速均高于人均可支配收入（12.5%）。我国城镇居民的服务类消费支出占比也随之上升，而食品、衣着等商品类消费支出占比则显著下降。商品消费和服务消费支出占比的此消彼长正体现了居民消费整体升级的过程（图11）。

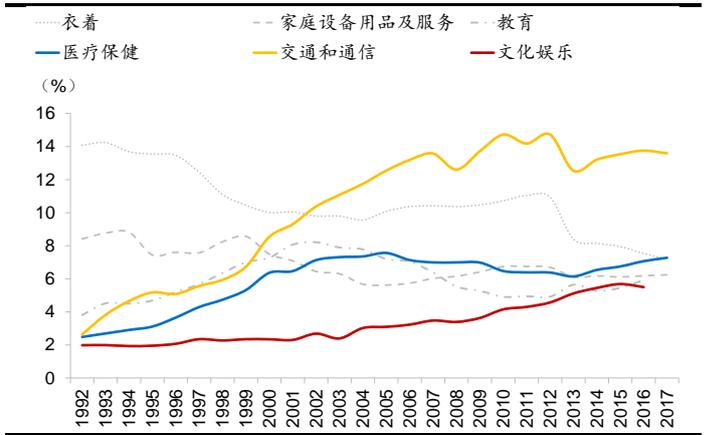
图10: 我国城乡恩格尔系数呈明显下降趋势



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

注: 恩格尔系数=食品类消费支出/消费支出总额

图11: 服务类消费支出(实际值)占比显著上升



资料来源: CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

五、结语

消费既是经济增长的目的，也是经济增长的重要动力，更是提升人民群众获得感、幸福感、安全感的关键。鉴于当前社会关于消费升级/降级的讨论存在的问题，本文基于消费者选择理论，从收入效应、财富效应、替代效应和偏好改变四个维度出发，对我国居民消费是否升级作出了总体判断。

总体来看，在收入效应、替代效应和偏好改变的共同作用下，我国居民消费总体仍呈升级趋势，但财富效应对居民消费有着差异化的影响，其中居民杠杆率的快速升高对居民消费存在“双重挤出”效应，风险仍然不容小觑。此外，住房、医疗等供给的相对不足，共同形成了对未来居民消费升级的制约。当前的“消费降级论”更多地反映了在经济下行压力加大的背景下，部分居民收入效应的减弱，高杠杆对消费挤出效应的增强，以及服务供给相对不足对消费升级形成的制约。

对此，从推动消费升级的四个维度出发，政府应当从供给端着手，加大对住房、医疗等民生领域的投资力度，鼓励创新、激发市场主体活力，满足居民“消费升级”的需求，进而推动我国经济增长向“消费驱动”转型，为中国经济增长提供持续的动力源泉。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规第 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。