

消费降级为哪般¹

高善文²

2019 年 3 月

内容提要：本文首先描述了 2016 年下半年以来收入和消费增长数据中所出现的异常背离；接下来以房地产的横断面数据和汽车的时序数据为基础，探讨了基于这些因素解释的可靠性；最后以基于实物和金融交易的住户部门资金流量数据为基础，试图指出，2017-2018 年货币和理财增速的异常下降，也许是消费减速背后最主要的原因。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

¹本文为高善文博士在 2019 年 2 月 23 日 CF40 季度宏观政策报告论证会上所做的主题演讲。

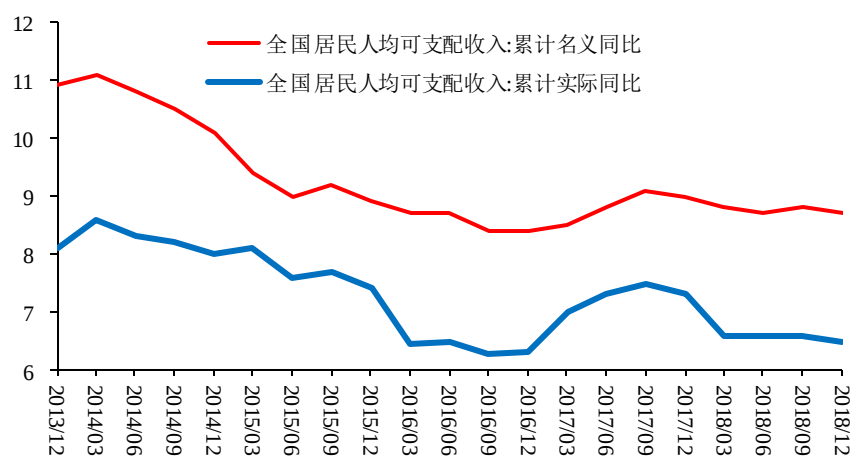
²首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

一、2016年以来收入和消费增长趋势明显背离

大概从2016年下半年开始，中国宏观经济经历了一段明显的加速，直到2018年以后才出现减速。从全国居民人均可支配收入的名义值（见图1）来看，2016年下半年到2017年，加速是十分明显的。尽管随后经历了减速，但截至2018年年底，其名义增速依然高于2016年上半年。

剔除价格因素的影响后，全国居民人均可支配收入的趋势仍然支持上述观察，不同之处在于，实际增速在2018年年底已经较为接近2016年上半年水平。

图1：全国居民人均可支配收入同比，%

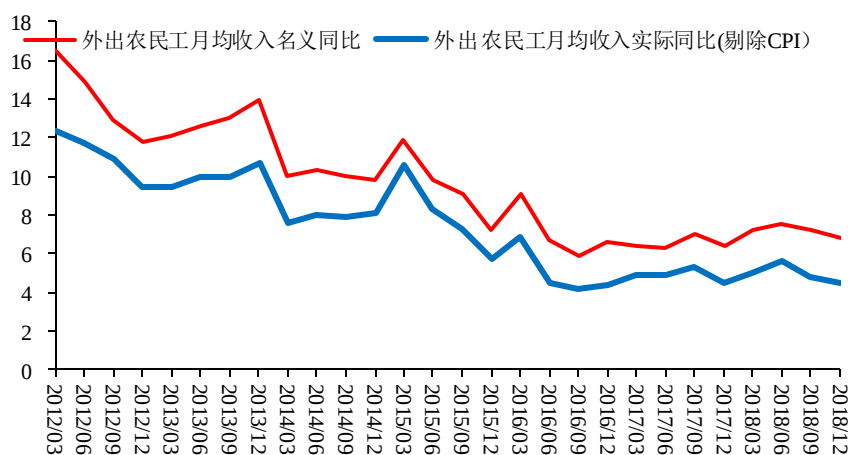


数据来源：Wind，安信证券

其他与收入相关的指标，例如外出农民工收入（见图2）、城镇单位就业人员平均工资等，在这段时期都表现出类似的模式。

但是如果观察全社会消费品零售，无论名义值还是实际值，在这段时期它的增速始终保持趋势下行，这是十分奇怪的，值得深入探讨。

图2：外出农民工月均收入同比，%

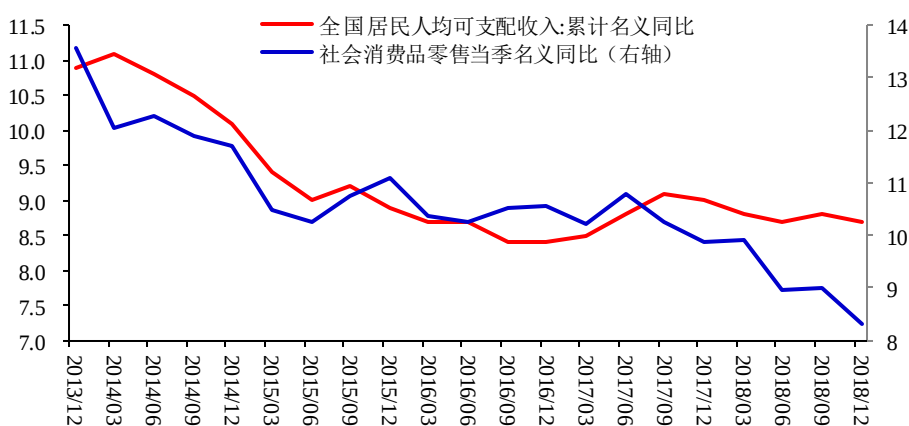


数据来源：Wind，安信证券

这是因为在历史上的其他时期，社会消费品零售增速在绝大多数时候都基本受制于、并且高度同步于居民人均可支配收入的增长。

将2013年12月份以来，全国居民人均可支配收入和社会消费品零售季度同比增速放在一张图（见图3，通过左右轴来展示，以直观地体现数据线性变换后的影响）里观察，上述现象则更为明显。可以看到，2017年以来，两者之间的相对背离越来越大。

图3：全国居民人均可支配收入和社会消费品零售同比，%



数据来源：Wind，安信证券

市场参与者将这一现象形象地概括为“消费降级”，并一般地将其归结为房价上涨造成的挤压，或者汽车销售放慢带来的拖累。

二、房价上涨是否挤压了居民消费？

传统上人们通常认为房价的上升和销售的放大会带动居民消费的扩张，一方面这是形成了财富效应，并且改善了居民获取信贷的能力；另外一方面是房屋销售会伴随装修、家具家电购买等开支的扩大。

当然，对于新购房者、以及潜在购房者而言，房价上涨会导致其实际收入缩水，从而可能会被迫减少消费开支，从而表现出挤压效应。

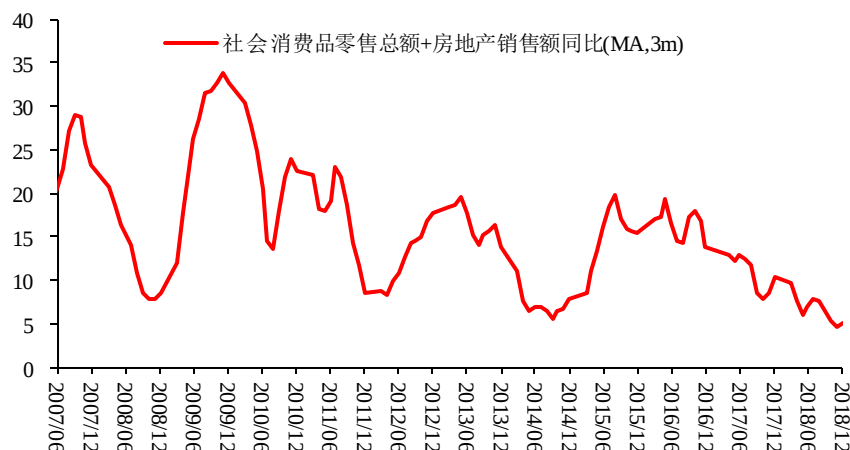
问题的关键在于：财富效应和挤压效应相比较，孰大孰小？文献上的研究一般认为财富效应是主导型的。在历史上其他时期的房价上涨过程中，投资者也一般认为财富效应更大。

那么，这次的情况是否会有例外呢？接下来我们考察相关的证据。

首先，我们把社会消费品零售总额与房地产销售额加在一起，计算加总指标的同比增速。如果房地产销售当真挤压了社会消费品零售，那么加总数据应该没有持续减速的趋势存在。

可以发现，2016年以后，加总指标单边减速的模式依然存在，甚至变得更强烈（见图4）。

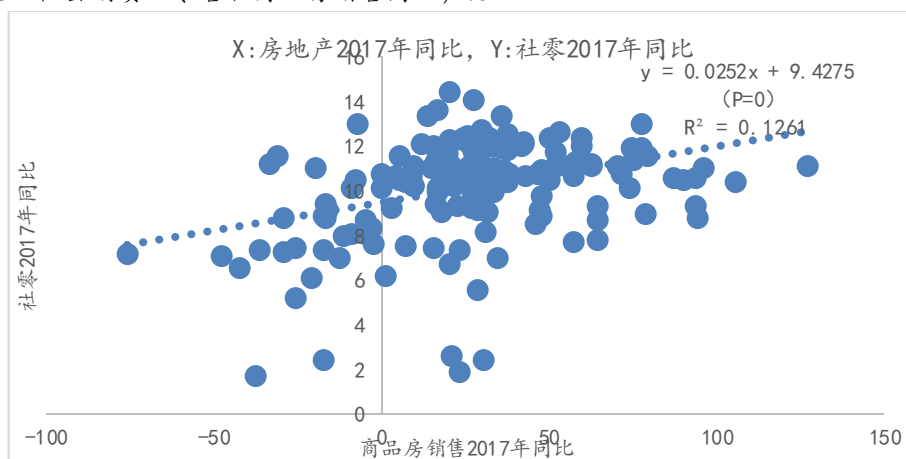
图4：社会消费品零售和商品房销售同比，%



数据来源：Wind，安信证券

其次，我们把全国160个城市商品房销售的增速和社会消费品零售的增速放在一个散点图上来观察，可以发现：在2017年的横截面上，两者之间表现为显著的正相关关系，解释变量的t检验的显著性水平非常高（见图5）。这也支持着财富效应的传统看法。

图5：社会消费品零售和商品房销售同比，%



数据来源：CEIC，安信证券

数据使用 2017 年 160 个主要城市数据。

当然，一个城市人口流入的多寡、经济增长的快慢等因素都可能带来前述结果，为此，我们进一步对横轴和纵轴的数据进行了差分处理(用2017年房地产零售

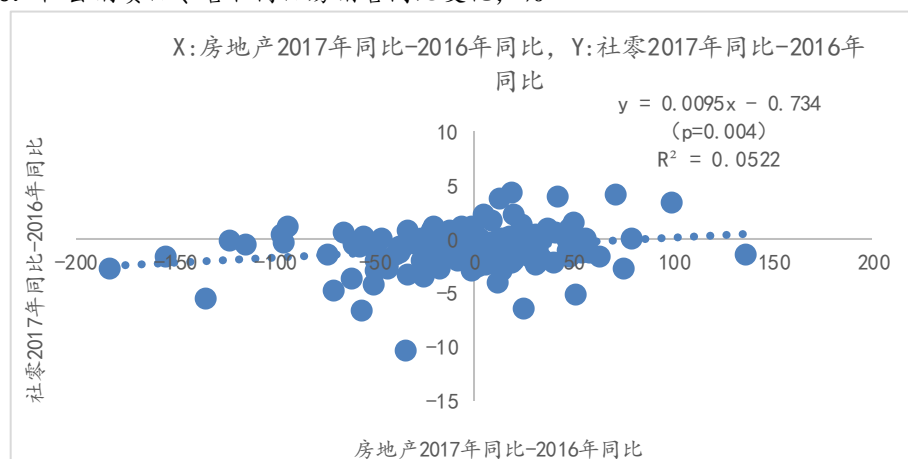
与社会消费品零售的增速减去2016年的增速)。差分后的指标是一个城市房地产销售、消费品零售增速的变化，不是增速本身。这相当于建立了一个简单的固定效应面板模型，从而排除了城市的特质等因素的影响。

实际回归结果显示，t经验的显著性水平很高，两者之间仍然存在很强的正相关关系（见图6）。

需要补充的是，如果使用2016-17年合并的数据，并与2013-14年合并的数据进行对照，两者之间具有统计上较弱的负相关关系。我们认为这可能与2015年以后房地产市场驱动因素的变化有关系，具体分析可参见以前我们关于房地产市场的分析报告。

通过比较这些回归结果，大体可以认为，即使对于晚近的数据来说，房地产销售的加速也一般地促进了社会消费品零售的加速，两者之间看不到明确的挤压。

图6：社会消费品零售和商品房销售同比变化，%



数据来源：CEIC，安信证券

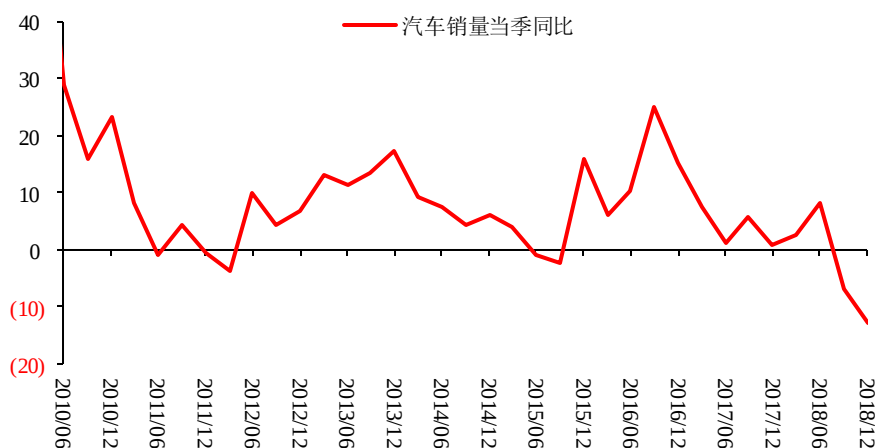
数据使用 2017 年和 2016 年 160 个主要城市数据。

用汽车销售来解释社会消费品零售的放慢，其存在的问题是类似的。

首先，从经验证据（见图7）来看，2016年汽车销售增速非常大，而且最高增速比2014年要高得多，几乎到了2010年之前经济高速增长时期的水平。如果汽车销售对社会消费品零售具有显著的解释，那么在汽车销售增速非常大的时候，社会消费品零售增速也应该在加速。

然而，在2016年汽车销售加速的时候，整个社会消费品零售是在继续减速的。这种背离在历史上其他时期也常常出现。如果认为汽车消费可以主导社会消费品零售，这种常见的背离就需要认真的解释。

图7：汽车销售增速同比，%



数据来源：CEIC，安信证券

其次，从理论逻辑上看，在收入不增长的情况下，如果汽车销售在加速，意味着居民购买了更多的汽车，那么他就会减少餐饮、旅游或者购买其他耐用消费品的开支，否则，其现金流将承受很大压力。

也是由于这样的原因，居民可支配收入的快慢在历史上始终主导着社会消费品零售的增长。

三、货币和理财增速的异常下降，也许是消费减速背后最主要的原因

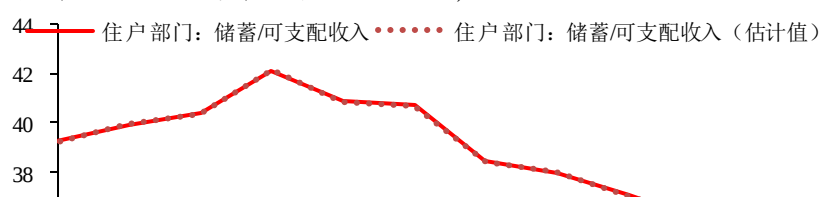
通过现金流量表的实物交易部分，可以观察住户部门的储蓄行为，即没有用于消费的可支配收入。

图8显示了居民储蓄行为的变化，尽管2016年以后的数据是估算的，但误差应该不会特别大。

容易发现住户部门储蓄行为是比较平滑和相对稳定的。尽管2011年以来储蓄率有趋势性下滑，但没有强烈的证据表明近来储蓄率在大幅下降。

这是因为，如果储蓄率在大幅下降，一定会表现为消费率的大幅上升，即消费的加速增长。然而我们在总量层面没有看到消费的加速增长，消费反而是在减速。总之，从实物交易的角度来看，储蓄下降的可能性是可以排除的。

图8：住户部门：实物交易中储蓄/可支配收入，%



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_13768

