

宏观研究/深度研究

2020年09月08日

张继强 SAC No. S0570518110002
 研究员 SFC No. AMB145
 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
 研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 SAC No. S0570517080002
 研究员 021-28972070
 zhuxun@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：美元汇率分析框架及前景展望》2020.08
- 2 《宏观：美国货币政策即将步入3.0版》2020.07
- 3 《宏观：内部大循环建设亟待补齐的短板》2020.07

消费市场建设是循环顺畅的基础

双循环系列报告三

核心观点

内需是构建国内大循环的基石，市场是稳定产业链的关键。在传统的“需求侧三驾马车”当中，消费已连续多年成为我国经济增长的第一拉动力。我国有规模庞大的内需市场、较为完善的工业品、消费品产业链，有能力建立内部产销一体化的供应链和消费市场。同时，新型工业化、城镇化、信息化等趋势的发展演进，可能进一步带动国民消费能力增强、消费需求出现调整。消费结构变迁、质量提高、场景多元化为代表特征的消费升级，有望进一步挖掘我国市场的内需潜力，打通国内大循环的各个环节。

把握消费市场的趋势，助力国内大循环格局完善

消费已成为经济增长主要拉动点，结合目前我国人均消费体量、消费占整体经济的比重，我们认为居民消费在经济中占比仍有提升空间，我国居民人均收入的稳定提高，是稳定国内消费市场的基础；而人口年龄结构的变化，则意味着未来的国内消费市场，在医疗/养老/育婴/青少年等方面可能有更大的发展空间。我国城乡和地区发展呈现不平衡的问题，而城镇化所带来的生产要素集聚效应，能推动工业和服务业更高效的发展，从而改善消费结构、促进消费增长；人口规模庞大的西部地区正逐渐成为新的经济增长点，在国内大循环发展格局中重要性逐步凸显。

新消费业态的培育壮大正成为消费升级的新动能

我们认为，新消费业态的迅速发展释放“双循环”的内需潜力，线上零售-线下配送、在线教育、供应链整合和渠道营销创新等新的消费模式发展较快。而手机和移动信息接收渠道的逐渐完备，有助于推动新消费业态更广泛地覆盖我国消费市场，突破地理空间限制，促进国内市场的整合与均衡发展，在“双循环”中起到“补短板”作用。新消费业态的兴起与物流业的发展相辅相成，物流业在质与量上的提升能带动市场下沉，扩展更广阔的消费市场，提高国内消费和生产、仓储、销售业态的互动循环效率。

注重要素贡献，完善社会保障，关注消费市场分层特征

我们认为，中等收入群体的扩大，有助于维护经济循环的韧性基础，亦能释放居民消费需求，是实现国内大循环的重要基础。想要充分释放“内循环”中的消费潜力，收入分配格局的优化至关重要，要素贡献需在收入分配机制中扮演更大角色。国家福利保障体系也是收入分配制度的重要环节，在收入的二次分配上发挥重要的调节作用，同时，医疗、养老等保险制度的改善能够降低预防性储蓄动机，提升边际消费倾向。

新形势下的挑战：如何应对可能的供应链缺失，形成外贸良性互动？

我们认为，新形势下，中国消费者的海外消费回流国内的潜力较大，需要充分把握这一趋势带来的市场增量，并予以适当的政策扶持。随着进口关税连续调降、灰色代购市场监管收紧，以及国内购买国际奢侈品牌与境外购买之间的价差可能有所收窄，一方面，更多的消费者可能选择在境内购买奢侈品，这样至少拉动了国内卖场、相关就业；另一方面，国产高端消费品牌也可能对传统意义上的国际大牌奢侈品形成一定的替代。国内免税岛等制度建设也有助于境外消费回流，为“双循环”提供增量空间。

风险提示：外需下行压力过大，经济增速下行超预期，政策协调效率减弱，国内政策改革进程可能弱于预期。

正文目录

内需是“国内大循环”的基石.....	3
目前消费市场的优势与短板	4
全球最大的消费市场正在形成	4
人均 GDP 增长是消费扩容的重要支撑.....	5
消费市场需求仍待供给优化.....	7
解决城乡和区域发展不均衡问题，释放消费动能	9
新消费业态的培育壮大是新动能	14
新消费业态的迅速发展释放“双循环”的内需潜力	14
物流提质增效、信息技术注入新活力，提高消费循环效率，创造新就业	15
注重要素贡献，完善社会保障，形成正循环	16
我国居民收入格局中中间收入人群占比逐步提升	16
内循环体系下，中等收入群体扩大，消费市场需要关注新的结构特征	16
挖掘“内循环”消费潜力，要素贡献需在收入分配机制中扮演更大角色	17
健全社会福利保障体系，稳定居民消费信心	18
新形势新挑战：如何应对可能的供应链缺失，形成外贸良性互动	20
加强质量建设，重塑消费者信心，培育民族品牌	20
国内免税岛等制度建设有助于境外消费回流，为“双循环”提供增量空间	24
风险提示.....	25

内需是“国内大循环”的基石

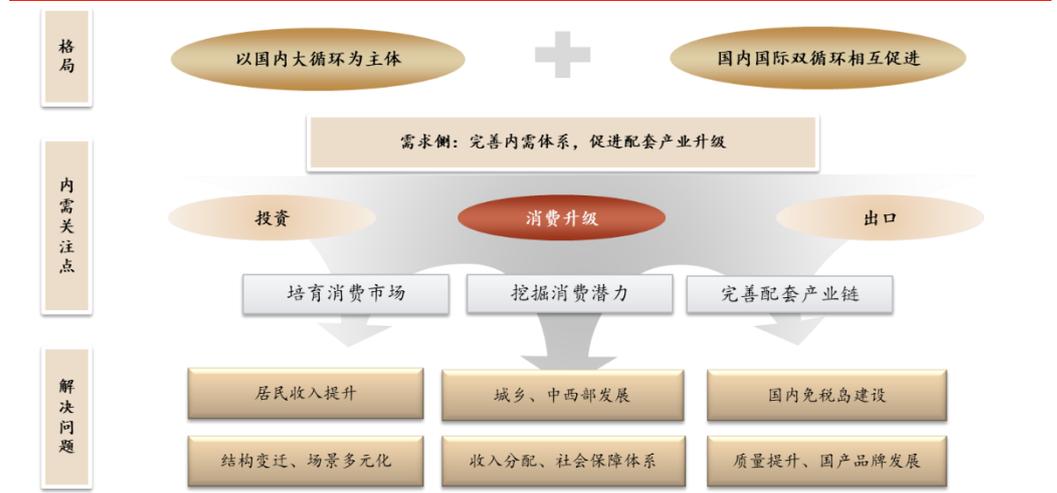
我们认为，在过去的五年间，我们面临的外部环境在发生变化；经济-贸易-科技-教育等领域的全球化有放缓态势，贸易保护主义有所抬头。今年的疫情在全球范围的蔓延和各国的应对举措，进一步反映出这些变量仍在继续演进中。因此，我们认为“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，可能是十四五期间的重要指导方向。

内需是国内大循环的基石，市场是稳定产业链的关键。内需是形成国内大循环的基础，才能调动供给力量，稳定经济稳定。而未来的产业链很可能更加追求稳定性、安全性，本土化倾向明显，市场优势是巩固产业链的关键。

完善内部消费体系，是我国构建完整的内需体系、疏通影响国内大循环堵点的关键。即进一步构建、完善原有的生产-消费体系，挖掘消费升级潜力，促进新的消费业态发展，培育有国际竞争力的民族品牌，降低部分消费品的进口依赖度。在双循环系列第二篇中（7月27日“内部大循环建设亟待补齐的短板”），我们已经从供给侧的角度，分析了不同的生产要素（基础设施、教育科技、制度设计等）如何在双循环体系下作进一步的重构和改进，以提高资源配置效率；本文我们将主要从需求的角度出发，分析未来如何进一步挖掘我国内需发展空间最大的项目——消费。

在传统的需求侧三驾马车当中，消费已经连续多年成为我国经济增长的第一拉动力。我国有14亿人口规模的庞大内部市场、以及较为完善的工业品、消费品产业链，有能力建立内部产销一体化的供应链和消费市场。同时，新型工业化、城镇化、信息化等趋势的发展演进，可能进一步带动国民消费能力增强、消费需求出现调整，以消费结构变迁、质量提高、场景多元化为代表特征的消费升级，有望进一步挖掘我国市场的内需潜力，打通国内大循环的各个环节。

图表1：通过消费升级挖掘我国庞大市场蕴含的内需潜力



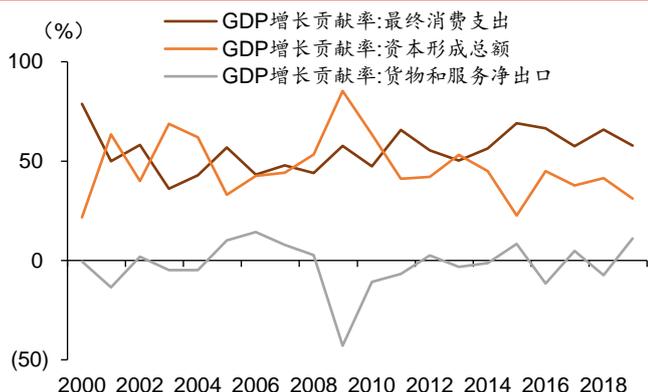
资料来源：商务部，华泰证券研究所

目前消费市场的优势与短板

全球最大的消费市场正在形成

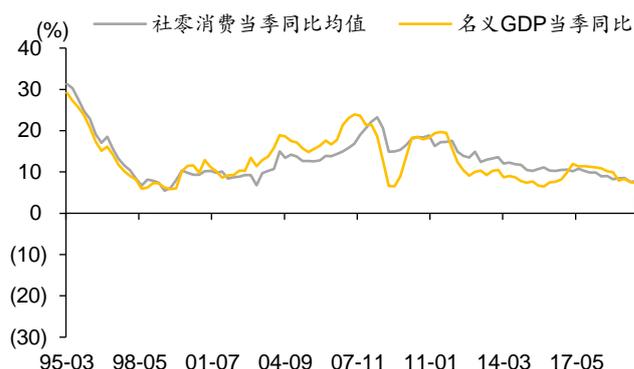
2014年以来，在GDP“三驾马车”中，消费（最终消费）已逐步取代投资（资本形成），成为我国经济增长的最主要需求侧要素。2019全年，最终消费支出对经济增长的贡献率为57.8%，资本形成总额、货物和服务进出口的贡献率分别为31.2%和11%。2017年以来，社零消费增速也与名义GDP增速基本保持同步。虽然2020年上半年由于疫情的意外冲击，消费增速回落幅度较大、对整体经济呈现负向拖累，而投资项则受益于政策资金支持和国家政策托底、在疫情受控后回升速度相对较快；但从经济结构的持续变化态势来看，消费成为内需战略基石的地位已经得到确认。

图表2：消费已成为我国经济增长的第一动力



资料来源：Wind，华泰证券研究所

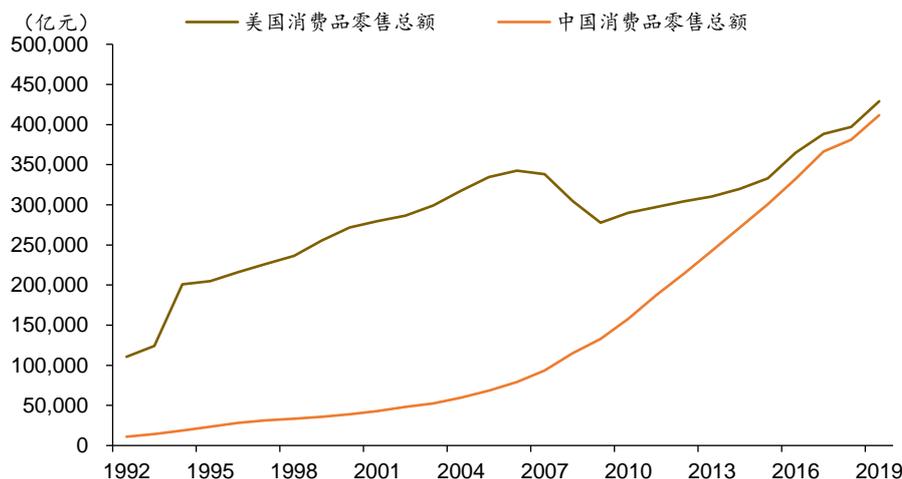
图表3：社零消费当季同比与名义GDP当季同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

尽管我国国民人均消费体量和发达国家差距仍然较大，但在14亿人口的庞大市场加持下，以当年人民币-美元平均汇率换算，2019年中国和美国的消费品零售总额分别为41.2万亿元和42.9万亿元人民币，中国和美国的消费市场总体量差距正逐年缩小。

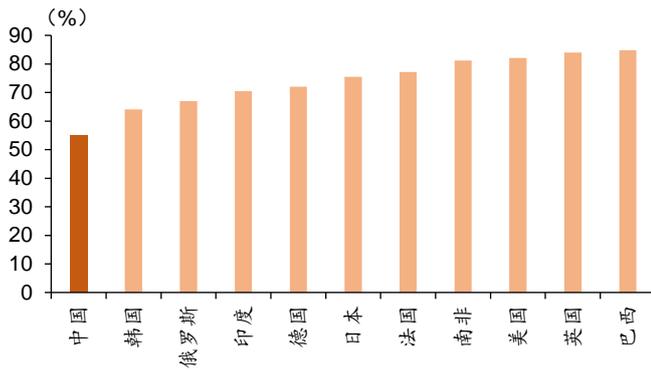
图表4：中美消费品零售总额对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

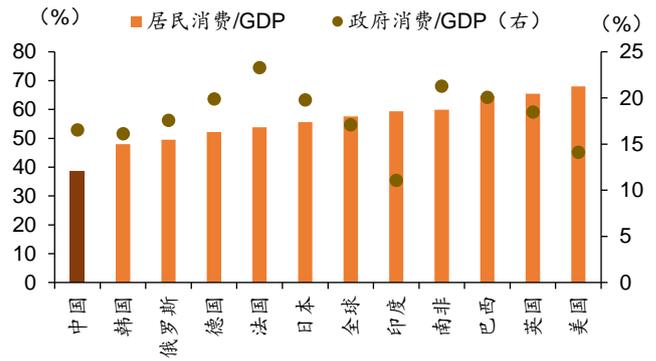
结合目前我国人均消费体量、消费占整体经济的比重，我们认为我国的消费市场增长潜能仍待挖掘。据我国国家统计局、以及世界银行对各国的统计数据，以2018全年数据对比（各国截至2018年数据较全，便于横向对比），我国最终消费支出占名义GDP的比重为55.1%，不仅远低于美国、英国、德国等主要西方国家，同时大幅低于日本、韩国等东亚国家，甚至低于同为金砖国家的巴西、印度等国。具体来看，我国政府部门消费占GDP的比重和其他国家差距不大，主要原因是居民部门消费占GDP的比重较低，2018年该比重为38.5%，比世界银行统计的全球230个国家的平均水平低了29个百分点。

图表5：2018年各国最终消费支出在GDP中的占比



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表6：2018年各国居民和政府消费支出在GDP中的占比



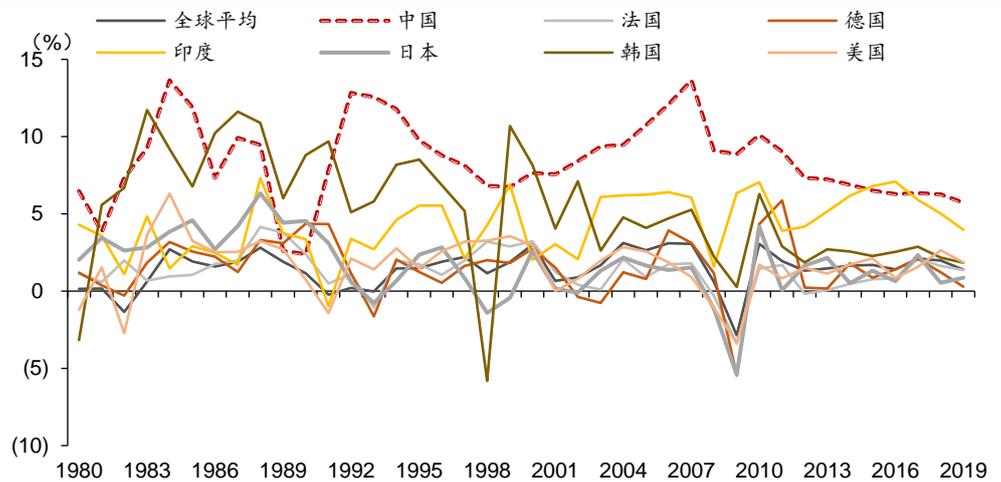
资料来源：世界银行，华泰证券研究所

人均GDP增长是消费扩容的重要支撑

从长周期视角来看，人口增长（出生死亡率）、人口年龄结构（老龄化问题等）、收入结构（居民财富结构、贫富分化）、消费理念（奢侈品消费、低碳环保节能等）、科技创新（消费新增长点）等因素主导了消费长周期“质”的改变。我们认为我国居民人均收入的稳定提高，是稳定国内消费市场的基础；而人口年龄结构的变化，则意味着未来的国内消费市场，在医疗/养老/育婴/青少年等方面可能有更大的发展空间。

我国人均GDP和居民可支配收入的持续稳定增加是消费市场扩容的重要支撑。2019年，我国人均GDP同比增速为5.7%，远高于主要发达国家（美国仅1.8%）和全球平均增速1.4%，增速持续多年位于全球前列。

图表7：全球各主要国家人均GDP增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

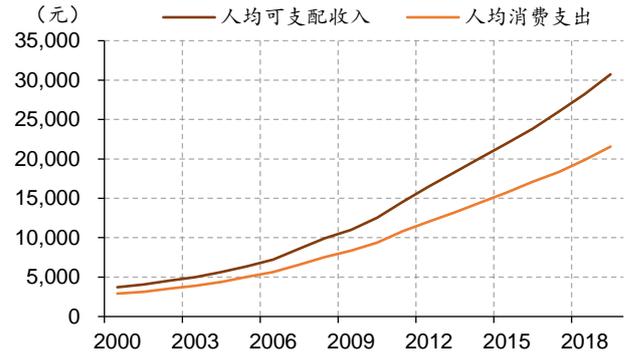
我国居民人均可支配收入也保持较快增长。根据国家统计局，2019年全国居民人均可支配收入30733元，比2000年实际增长4.4倍，年均实际增长9.2%。我国居民人均可支配收入在跨入万元大关后，又分别用五年时间实现了跨入2万元与3万元大关。

图8：人均GDP与城镇居民人均可支配收入实际同比（%）



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图9：2000-2019年中国居民人均可支配收入（元）

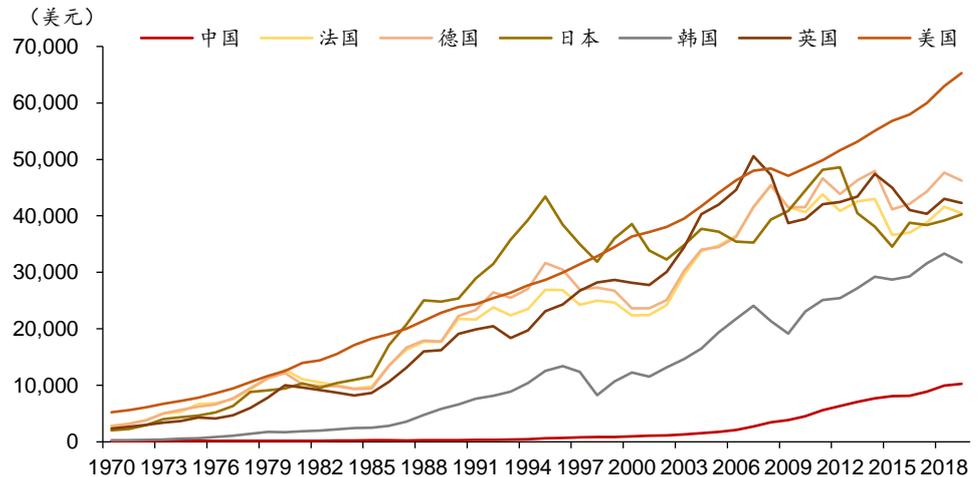


资料来源：CEIC，华泰证券研究所

根据世界银行统计，2019年中国人均GDP为10262美元，和发达国家相比仍有较大差距；人均可支配收入方面，2019年美国居民人均可支配收入为49763美元，按2019年末汇率中间价换算，我国当年居民人均可支配收入水平相当于同期美国水平约9%。由于区域经济发展仍不均衡、经济增长和收入分配相对更加依赖劳动密集投入等方面因素，我国居民人均可支配收入仍远低于其他发达国家的水平。

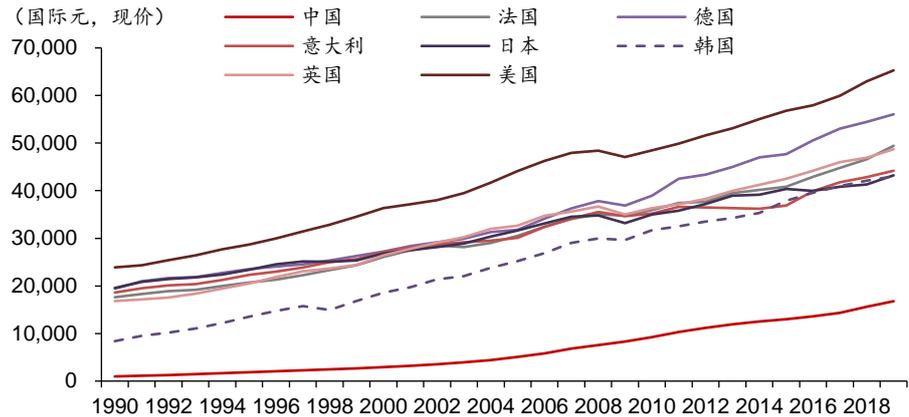
尽管短期内人均GDP（人均可支配收入）赶上发达国家的难度较大，但随着双循环体系逐渐建立，我们认为国内区域经济增长和产业分布有望更趋于均衡，收入分配机制有望更加注重资本、技术、土地等多方面要素发挥的作用；我国基础设施体系完善，多数消费品具备自主生产能力，具备了在内循环为主的背景下，用相对较低的生产和物流成本支持国内消费市场的能力。我们认为这意味着国内居民可支配收入能支撑的消费购买力水平，未来可能进一步增长。

图10：中国人均GDP VS 各发达国家人均GDP（当年现价，美元）



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表11: 购买力平价体系下, 中国人均 GDP 距离各发达国家人均 GDP 也仍有较大差距

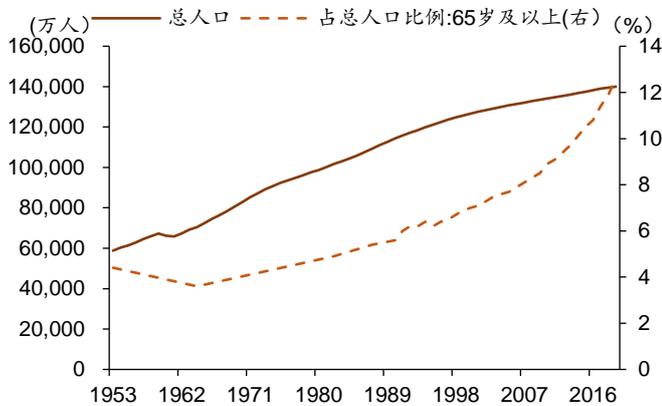


资料来源: 世界银行, 华泰证券研究所

消费市场需求仍待供给优化

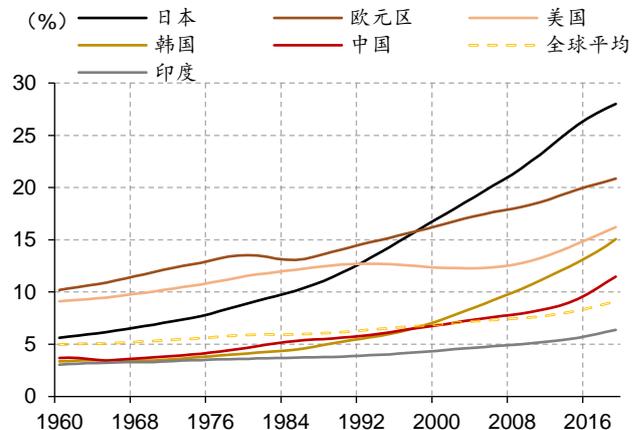
除了收入的增长, 人口年龄结构的变化也是影响消费需求的重要因素。近年来, 中国的人口结构呈现加快老龄化的特点。2019年全国总人口达到14亿人, 较2018年增长467万人, 从年龄结构看, 0-14岁人口占比下降0.1个百分点至16.8%; 15-64岁人口占比下降0.5个百分点至70.7%; 65岁及以上人口占比上升0.7个百分点至12.6%。按照1956年联合国出台的《人口老龄化及其社会经济后果》中划分的标准, 65岁及以上人口占比超过7%就意味着该国进入老龄化。按照这一标准, 中国早在2001年左右就步入了“初步”老龄化阶段。

图表12: 中国总人口与65岁以上人口占比



资料来源: 世界银行, 华泰证券研究所

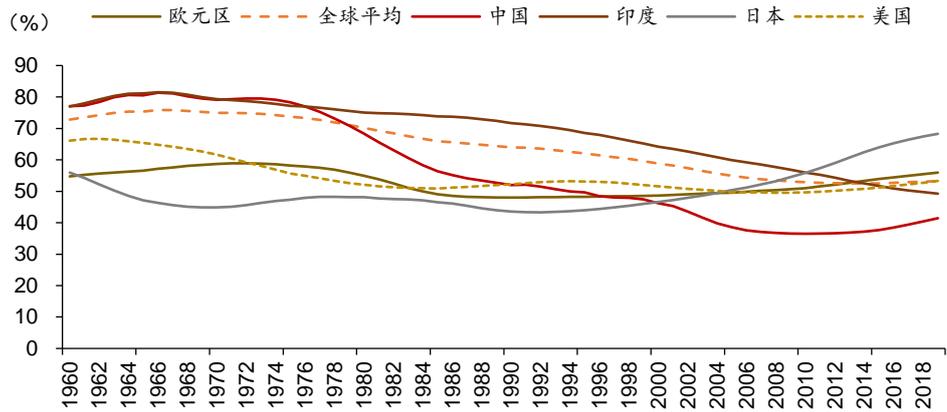
图表13: 各国65岁以上人口占比 (%)



资料来源: 世界银行, 华泰证券研究所

为应对可能面临的人口老龄化压力, 近年来我国在鼓励生育政策(如全面二胎)方面加大力度, 我们预计这一政策导向短期不会改变。我们认为, 未来我国人口年龄结构的重要趋势可能是未成年人口+老年人口的占比上行。抚养比是目前广泛使用的衡量抚养负担的指标, 即(未成年人口+老年人口)/劳动力人口。依照国际通行的标准, 未成年人口指的是0-14岁的人口, 老年人口指的是65岁及以上的人口。2019年中国的总抚养比为41.5%, 少年儿童抚养比23.7%, 老年人口抚养比17.8%, 低于美、日、欧洲等发达国家, 也低于印度、巴西等新兴市场国家。这一占比未来可能面临上行压力, 意味着从消费市场的构成端, “养老”+“育儿”可能扮演越来越重要的角色。

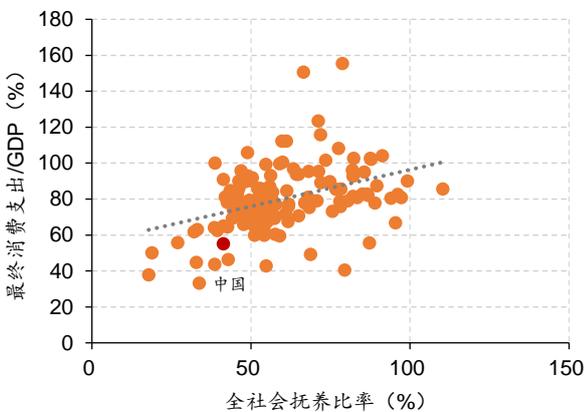
图表14：全球各主要国家全社会抚养比率



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

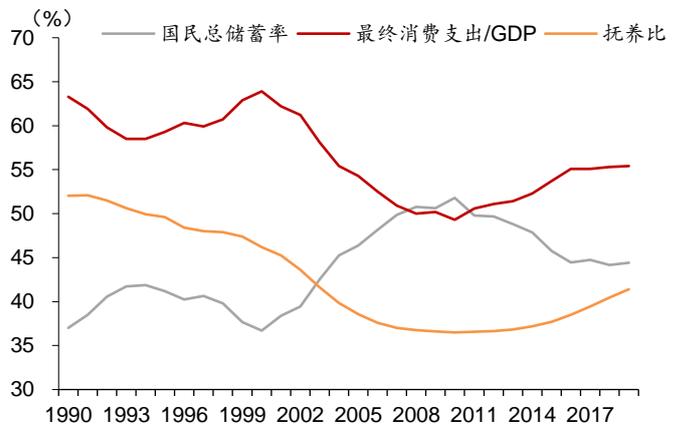
社会抚养比的上升可能使得我国的储蓄率不断下降，而消费支出占 GDP 的比重或将上升，“双循环”体系下的内需潜能，将进一步落实在消费这个战略基点上。从经典生命周期理论看，人口年龄结构会影响储蓄和消费行为，在少儿时期，消费将大于其收入，为负储蓄，进入青年和中年将通过工作积累财富，到老年再消耗财富。随着人口抚养负担加大，储蓄率将下降，消费率将上升。实证数据也可在一定程度上印证这一结论，从 2018 年世界各国数据横向对比，社会抚养比与最终消费支出占 GDP 的比重呈现一定程度的正相关关系。

图表15：2018年全球各国社会抚养比和消费支出占比的关系



资料来源：华泰证券研究所

图表16：中国人口抚养比率与消费支出占比的关系 (%)



资料来源：华泰证券研究所

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_2687

