

四个视角全面看待居民消费降速的四个问题

——商贸零售行业深度报告

2018年09月02日

看好/维持

商贸零售 深度报告

投资摘要：

针对居民消费降速、消费降级、消费能力和消费结构变化趋势的争论屡屡听闻，且越演越烈。我们对居民消费降速的讨论围绕四点，即居民消费的升级、降级、降维和分化，以期定位当前阶段居民消费变化的所处位置，并借以判断未来居民消费增速的变化。

若想正确判断居民消费的未来变化，则首要任务是明确消费降速的核心原因是什么。本篇报告将从居民外部杠杆（借贷）、生活成本（租金&房产）、居民收入（税收、社保和棚改货币化淡出）以及消费结构变化这四个视角，对当前阶段居民降速的原因进行简要分析：

- ◆ **外部杠杆**：非银行端消费贷体现居民对于外部杠杆的需求，央行今年上半年对于P2P、小贷平台和信托通道等的集中清理间接打压居民消费，**是构成二季度以来居民消费降速的最直接原因**。
- ◆ **生活成本**：正常情况下，房价上涨带动的房产升值本身代表居民储蓄资产间的配置变化，**对于消费不存在挤兑**。真正压制消费的是今年上半年以来，年龄结构更年轻且消费偏好更高的租户群体，所面临的租金上涨压力。
- ◆ **居民收入**：棚改货币化的淡出本质上是对14年以来居民收入端加法的减法。税收及社保合计占居民总收入之比近20%，是直接压制居民收入的因素。
- ◆ **消费结构变化**：人口结构的变化在逐步改变中国消费群体，这一缓慢转变并非消费降速的直接原因，但是在辅助影响居民消费。中产阶级崛起的背景下，消费主力却是工薪阶级，不应将中产话语权强加在居民消费上。

整体而言，我们认为消费升级和降级同时存在，两者的交集形成了以拼多多用户为主的消费降维现象。同时，消费群体的逐渐成熟也表现出更强的分化格局。居民消费的升级、降级、降维和分化构成了当前社会消费的四大主要画像。

我们认为，短期居民消费的增速还将持续下滑，主因央行虽放松对于小贷P2P等平台的清理，但货币政策微调期难言转向的可能，居民外部杠杆率还将持续接受整顿。此外，一二线城市租金压力难以缓解，且新税法实施的同时居民社保支出也将同时上升。整体而言，居民消费增速仍将面临短期阵痛，在基本消化完过去8年积累的居民消费杠杆前难言增速的反弹。

在此背景下，我们认为高弹性消费品类将面临更大增长压力，但仍看好龙头的横向扩张能力。百货受消费降速影响较大，三四线及内陆地区百货业绩可能将受到更大压力，但持续看好王府井和天虹股份等行业龙头的加速整并扩张之路，同时强调利群股份和重庆百货等因供应链和多业态构成的经营壁垒。快消品类的超市受影响较小，居民对于生鲜品类需求仍快速增长，超市规模化仍存在较大空间，持续并强烈推荐永辉超市和家家悦。

风险提示：大盘回调风险、经济下行风险、货币政策风险。

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：宋劲

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116110028

行业基本资料

占比%

股票家数	98	2.75%
重点公司家数	-	-
行业市值	8844.47 亿元	1.68%
流通市值	8713.29 亿元	1.82%
行业平均市盈率	22.82	/
市场平均市盈率	15.67	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《王府井（600859）：公司经营持续优化，奥莱百货两翼齐飞》2018-05-25
- 2、《永辉超市（601933）：主业稳步改善，云创进入高投入阶段》2018-08-18
- 3、《天虹股份（002419）：智慧零售强势增长，购物中心引领风骚》2018-08-17
- 4、《家家悦（603708）：上半年经营表现超预期，下半年开店预计将大幅提速》2018-08-14

目 录

四个视角全面看待居民消费降速下的四个问题.....	4
1. 小额信贷萎缩是本次消费降速最主要原因.....	4
1.1 P2P 清理不但涉及居民投资 同时涉及居民消费.....	4
1.1.1 P2P 热度大幅下降.....	4
1.1.2 P2P 遭清理同样影响居民消费.....	5
1.2 小额贷款增速变化与本轮消费复苏同向.....	6
1.2.1 小贷业务增速放缓 业务量出现萎缩.....	6
1.2.2 2017 年新增小贷伴随消费复苏.....	6
1.2.3 草根调研——还原居民小贷情况.....	7
1.2.4 居民消费信贷是消费复苏及降速的直接原因.....	7
2. 制约消费的是上涨的租金而非高房价.....	8
2.1 房价本身并不制约消费.....	8
2.1.1 房子具备投资属性而非消费品.....	8
2.1.2 高房价侵蚀储蓄率而非消费力.....	8
2.2 微观层面：居民房贷还贷压力有多大？.....	9
2.3 房价冲击：首付影响居民储蓄.....	12
2.4 房价冲击：改善性需求致使房贷压力暴增.....	13
2.5 “财富幻觉”显示房价并不制约消费.....	15
2.6 高租金制约居民消费.....	16
3. 税收、社保压力以及棚改货币化的消失制约消费力.....	17
3.1.1 棚改货币化消失：居民收入加法的减法.....	17
3.1.2 社保和税收均是对个人消费力的压制.....	17
4. 人口结构缓慢改变居民消费.....	18
4.1.1 人口结构变化改变居民消费品类.....	18
4.1.2 居民财富结构变化影响消费力.....	18
5. 居民消费降速所带动的四个问题：.....	19
5.1 Q：消费升级是否还在延续？.....	19
5.2 Q：是否存在消费降级？.....	19
5.3 Q：如何理解消费降维？.....	19
5.4 Q：如何理解消费分化？.....	20
6. 风险提示.....	20

表格目录

表 1：北京市双薪家庭供房开支测算.....	9
表 2：上海市双薪家庭供房开支测算.....	10
表 3：西安市双薪家庭供房开支测算.....	11

表 4: 北京市双薪家庭改善性住房需求压力测试.....	13
表 5: 上海市双薪家庭改善性住房需求压力测试.....	14
表 6: 西安市双薪家庭改善性住房需求压力测试.....	14
表 7: 居民财富结构变化（收入口径）.....	18

插图目录

图 1: 消费增速均值下移.....	4
图 2: 百家零售企业复苏收敛.....	4
图 3: P2P 成交额自 2017 年下半年起开始萎缩.....	5
图 4: P2P 贷款余额 7 月份大幅下滑.....	5
图 5: 运营平台数量自 15 年起显著下滑.....	5
图 6: 平台借贷人数二季度末现断崖式下跌.....	5
图 7: 利率下滑主因借款期限拉长.....	6
图 8: 借款偏长期 平台借贷逐步正规化.....	6
图 9: 小额贷款增速放缓.....	6
图 10: 小贷公司数量和业务量萎缩.....	6
图 11: 消费贷增速变化催生消费复苏与降速.....	8
图 12: 居民杠杆率提升远高于央行数据.....	8
图 13: 房产侵蚀储蓄率 但储蓄水平仍然极高.....	9
图 14: 居民储蓄增长较首付款更慢.....	12
图 15: 房产升值带来“财富幻觉”.....	15
图 16: 一线城市 18 年上半年租金上涨.....	16
图 17: 二线城市租金普遍上涨.....	16
图 18: 个税/收入比迅速提升.....	17
图 19: 居民社保支出/总收入（统计局口径）.....	17
图 20: 居民社保支出/总收入（五险一金加总）.....	17

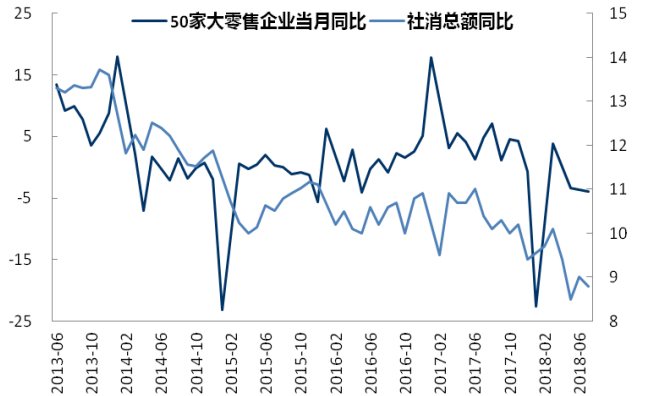
四个视角全面看待居民消费降速下的四个问题

居民消费降速已持续超4个月。步入二季度以来，消费复苏趋势出现收敛，各重点零售企业销售数据均出现不同程度的下滑。50大零售企业销售数据在7月同比下滑3.9%，较去年同期的增速下滑8.8pct。百家零售企业消费数据在企业也经历同比2%的下滑，增速较去年同期下降5.7pct。一季度预期似火的消费复苏受到超4个月的增速下滑。

消费降速引发市场四方向的讨论。针对居民消费降速、消费降级、消费能力和消费结构变化趋势的争论屡屡听闻，且越演越烈。我们认为，针对居民消费降速的讨论目前主要围绕四个论点，即居民消费的升级、降级、降维和分化，以期定位当前阶段居民消费变化的所处位置。

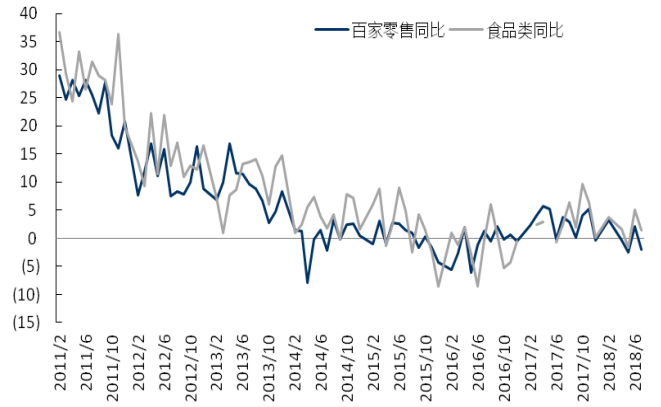
同时，若想正确判断居民消费的未来变化，则首要任务是明确消费降速的核心原因是什么。本篇报告将从居民实际信贷变化（消费贷）、居住成本变化（房价&租金）、可支配收入变化（税收&棚改）以及人口结构变化（需求）四个视角，对当前阶段居民降速的原因进行分析。

图 1：消费增速均值下移



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：百家零售企业复苏收敛



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1. 小额信贷萎缩是本次消费降速最主要原因

1.1 P2P 清理不但涉及居民投资 同时涉及居民消费

1.1.1 P2P 热度大幅下降

P2P 成长基于较高的民间借贷需求。对于居民消费而言，可支配收入在短期并不能完全锁住消费欲望。消费类贷款同样是刺激消费的主要手段。针对部分风险偏好较高的人群而言，借贷消费诱惑极高。这使得各类小额贷款平台具备成长的温床。

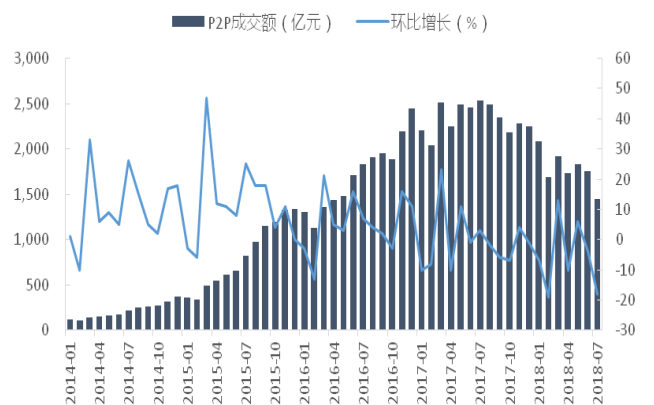
消费贷款是 P2P 投向的重要构成。由于银行对于居民消费贷款审核较严，且多数为抵押贷款，高风险偏好的居民借贷需求为小额贷款平台提供生长的温床。自 2011 年起，小贷平台快速成长，众多民间资本和金融机构纷纷成立投资公司涉足小贷业务。贷款投向中，除部分民企对于资金周转的需求借贷外，据我们草根调研，多数为居民消费贷款需求。

P2P 受整顿及货币政策影响逐步萎缩。自监管层开始针对 P2P 经营规范化的整顿，结合货币政策的转向，P2P 平台数量、贷款余额和借贷人数开始大幅下滑。同时，贷款期限的拉长，以及综合利率的走低一方面证明 P2P 经营的逐步合规，但同时也意味着极高消费偏好居民的借贷需求被清理。

1.1.2 P2P 遭清理同样影响居民消费

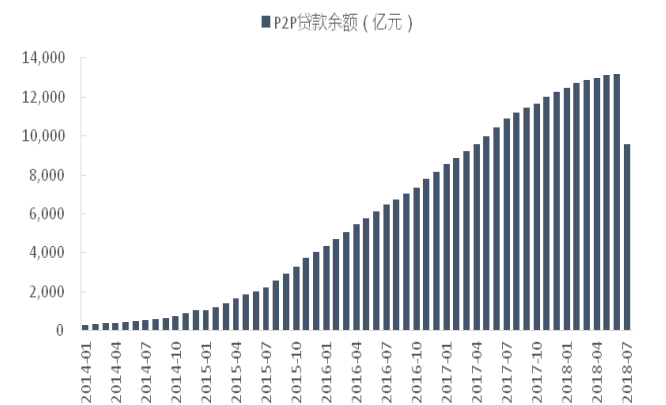
我们认为，市场对于 P2P 的关注更多体现在其对于居民储蓄和投资端的扰动因素，即平台跑路对于居民财富的冲击。然而，不可忽略的是，P2P 业务的萎缩同样使得居民消费信贷出现一定程度的收缩，冲击随之而来的居民消费。

图 3: P2P 成交额自 2017 年下半年起开始萎缩



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4: P2P 贷款余额 7 月份大幅下滑



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5: 运营平台数量自 15 年起显著下滑

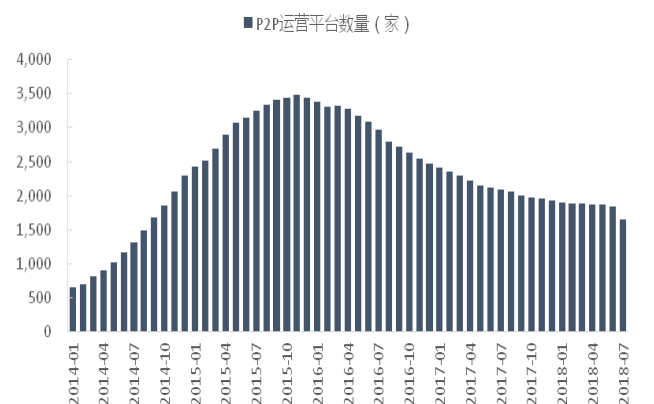
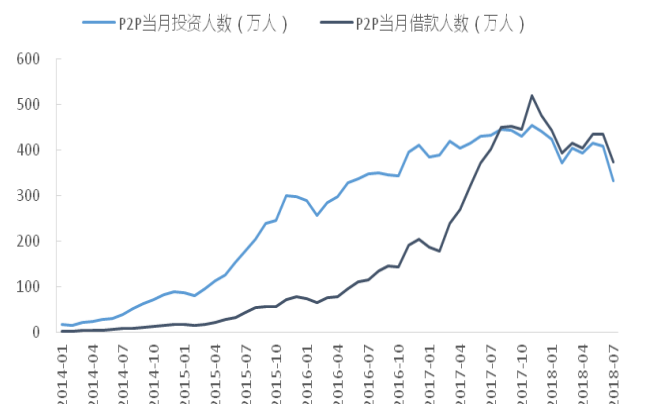
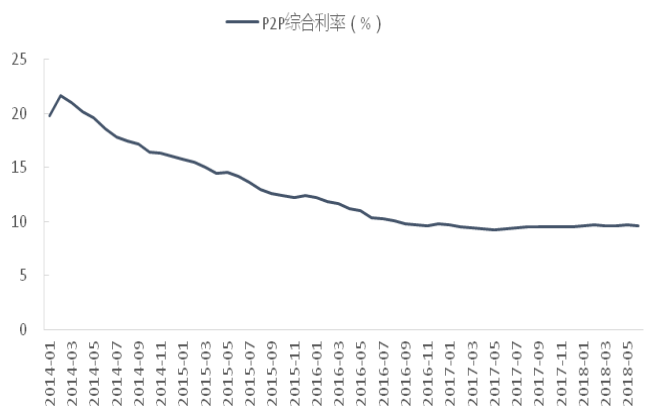


图 6: 平台借贷人数二季度末现断崖式下跌



资料来源：Wind、东兴证券研究所

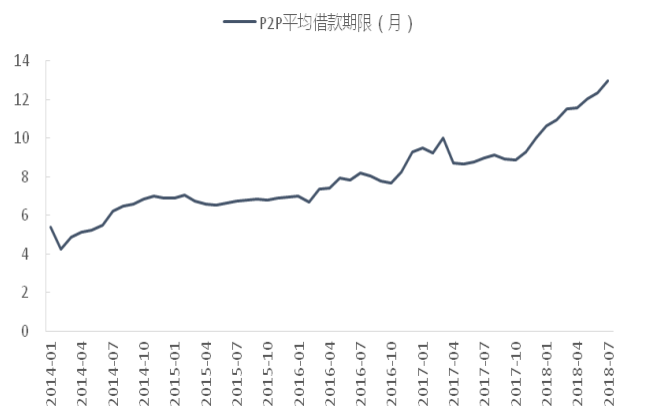
图 7：利率下滑主因借款期限拉长



资料来源：Wind、东兴证券研究所

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8：借款偏长期 平台借贷逐步正规化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 小额贷款增速变化与本轮消费复苏同向

1.2.1 小贷业务增速放缓 业务量出现萎缩

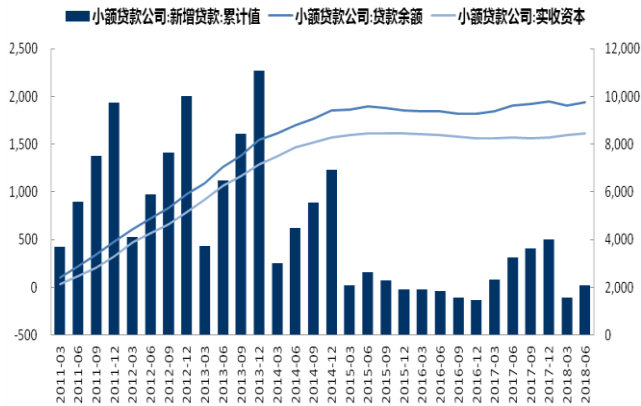
在经历 2011-2012 年的高速扩张后，小贷公司规模增速逐步放缓，新增贷款量逐年下降。从业人员数量下滑幅度超机构数量，预示着整体业务量出现萎缩，小贷公司对人力的需求在逐步下滑。这一方面受宏观条件的制约，但我们认为更重要的因素出现在需求侧。即小额贷款增速变化更多体现居民对于消费信贷的需求。这主要因为小额贷款市场容易产生供给富余，年化近 30%的小贷业务较传统业务收益率明显更高，使得实体产业资金对于小贷业务长期存在介入诉求。

1.2.2 2017 年新增小贷伴随消费复苏

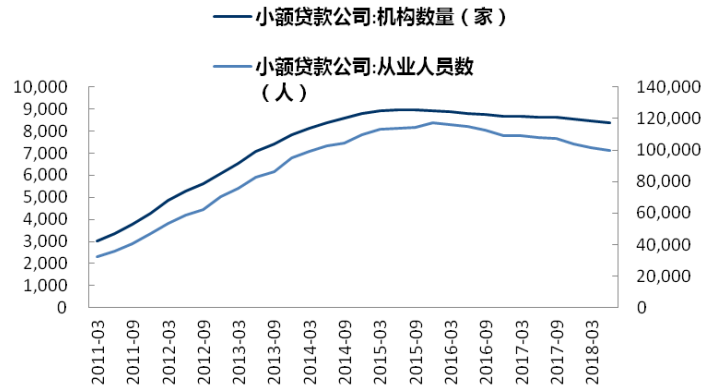
但是在 2017 年，新增小贷出现反弹，并在今年 6 月新增贷款量近乎腰斩，在时间上与本轮消费复苏以及后续的降速存在极高一致性。我们认为，厘清小贷增速放缓的原因，可以在一定程度上说明居民消费中所存在的，与居民杠杆率相关的问题。为此在最近两个月集中进行了针对部分地区多家平台的草根调研。

图 9：小额贷款增速放缓

图 10：小贷公司数量和业务量萎缩



资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2.3 草根调研——还原居民小贷情况

我们在近期针对直隶、两江、闽浙等地的数家小额贷款公司和借贷居民进行了草根调研。调研对象包含农村及城镇户口居民、学生和工薪阶级、待业男女青年；调研平台包括社会资本、银行背景和网络借贷平台三类。我们发现：

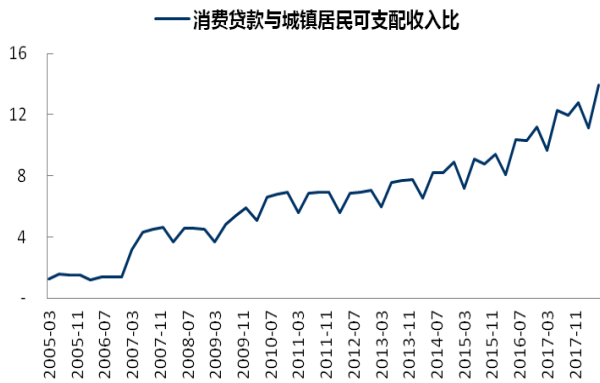
- ◆ **民间坏账基本符合预期：**据某银行系小贷公司透露，该平台扣除民企账期需求下的短期借贷后，估计小贷居民坏账约在 10% 左右。居民借贷以消费为主，近两年借贷投资案例逐年下降。
- ◆ **信贷审核较为宽松：**以河南洛阳为例，当地居民凭身份证件和有效的居住场所（非自主产权）即可借贷 1-6 万元贷款，北京居民可贷额度更高。整体而言信贷审核远比想象宽松。
- ◆ **利率水平高于预期：**多数接受调研的平台称其年化借贷利率约在 30% 左右，部分社会资本背景（相当比例社会资本来自江浙等地）的小贷公司可给出近 40% 的年化利率。然而借贷居民普遍对于如此高的利率水平不敏感。我们认为主要有两个原因：一是居民借贷偏向三个月以内，对于高利率表现不敏感；二是借贷居民普遍受教育程度较低，并不能正确理解自身风险偏好和利率水平。
- ◆ **居民借贷偏好远高于预期：**绝大多数借贷群体对于还贷的认知不清，对于现金流、偿债等问题缺乏意识。在校学生和待业青年借贷偏好远高于我们的预期，而农村居民对于偿债所表现出的态度更让我们感到震惊。此外，职业结构并不能有效划分居民的“赌性”，我们针对“居民坏账”的调研中甚至涉及地方政府公务员。

1.2.4 居民消费信贷是消费复苏及降速的直接原因

通过对小额贷款、0 首付提车、弹个车等平台的一系列调研学习，我们认为 2017 年起的消费复苏的直接推手之一应是居民消费贷的高增长。我们此前已经从央行每月公布的数据中体验到居民杠杆率的快速提升，然而这一增长却不能反映居民实际杠杆率的增速。银行端提供的居民中长期贷款多为抵押贷款，一方面资产质量优良，另一方面信贷审核更严格，贷款人资信更为优良。

然而对于中国居民而言，可以获得银行授信的难度很高，众多消费贷款需求来自非银行部门，我们看到 P2P、小贷等业务的兴起本质上均受益于居民的消费需求。我们认为，高增的消费信贷是此前消费复苏的直接推手，而受到货币政策压制，更主要的是受到监管严查、表外清理等今年上半年加强的一系列行政及市场化手段，导致非银行类居民消费贷被大幅度压缩，导致消费滑坡。

图 11: 消费贷增速变化催生消费复苏与降速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 12: 居民杠杆率提升远高于央行数据



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 制约消费的是上涨的租金而非高房价

2.1 房价本身并不制约消费

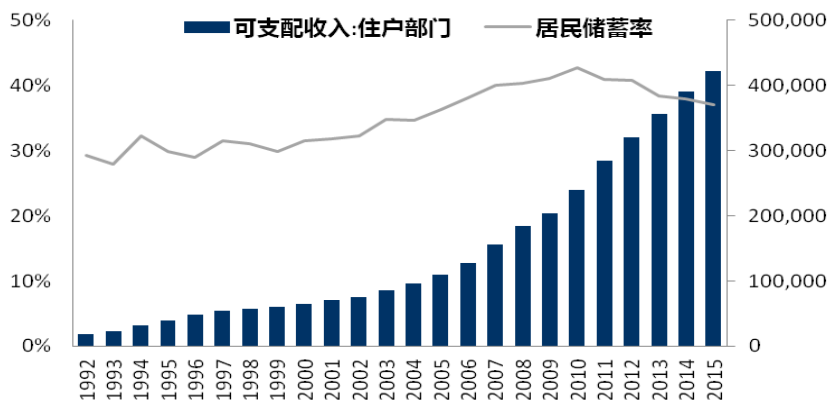
2.1.1 房子具备投资属性而非消费品

我们近期拜读过多篇论证房子对于消费的替代作用，并标明房价上涨制约居民消费。然而，因为房产兼具资产属性，而并非居民消费品种，所以居民购房更多层面来自投资需求。进而房价上涨导致的房产升值更多影响居民在投资端的资产配置。在房产并未完全侵蚀储蓄前，房价上涨不应对于消费存在抑制作用。

相反，租金更多体现居民生活对于房屋的需求，因此我们认为房租开支应属消费，租金的上涨是对于消费抑制的另一原因。若是单纯的认为居民房贷压力加大压制消费，则必然的假设条件是居民在背负房贷前不存在储蓄倾向，否则房贷在侵蚀完其他储蓄前不应对消费存在制约。考虑到中国居民超过 30% 的储蓄率，这一假设与事实存在较大偏差。

2.1.2 高房价侵蚀储蓄率而非消费力

虽然统计口径与美国存在差别，中国居民储蓄率历来较高。在 2015 年起房价出现大幅提升，一定程度上导致居民储蓄率的下降。我们认为房产作为资产配置中重要的一环，其价值的变化直接影响的应为居民资产配置的结构，而非投资之外的消费。

图 13: 房产侵蚀储蓄率 但储蓄水平仍然极高


资料来源: Wind、东兴证券研究所

2.2 微观层面：居民房贷还贷压力有多大？

我们以双薪家庭为例，对北京、上海和西安三个城市的工薪家庭供房压力进行了测算。我们认为北上基本代表了全国供房压力最大的城市的水平，而西安代表区域中心级城市的房价水平：

- ◆ **北京：压力居首，但明显小于朋友圈一致性预期。**我们按照北京市人均居住面积、均价、公积金和月均工资进行测算。北京市双薪家庭供房开支每月约 2991 元，是双方月收入的 17.67%，虽然压力全国最大，但是明显小于朋友圈及二级市场的一致性预期。
- ◆ **上海：人均面积小，供房压力同比下滑。**按统计局数据，上海人均居住面积 40 平米，远小于北京的 64.76 平，即使月均收入低于北京，但整体供房压力明显更小。伴随房价的下降，2017 年双薪家庭供房开支占双方月收入的 7.24%。
- ◆ **西安：公积金可负担房贷压力。**按照西安 2017 年现行公积金政策和房价，平均工资水平的公积金缴纳部分已可完全实现二人无压力供房，房贷月供可由公积金完全覆盖。

总体而言，房贷对于普通居民而言并不构成太大压力。然而，房价会通过首付款和改善性需求两方面冲击居民储蓄。

表 1: 北京市双薪家庭供房开支测算

	2014	2015	2016	2017
平均住宅面积	64.76	64.76	64.76	64.76
均价	18498.94	22300.33	28488.85	34117.58
房价同比	3.61%	20.55%	27.75%	19.76%
总价	1197991.34	1444169.15	1844937.75	2209454.44
首付 (30%)	359397.40	433250.74	553481.32	662836.33
所需贷款金额	838593.94	1010918.40	1291456.42	1546618.11

公积金贷款部分

月均工资	6463.00	7086.00	7706.00	8467.00
工资同比	11.57%	9.64%	8.75%	9.88%
缴存比例	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
公积金贷款额度	800000.00	1010918.40	1200000.00	1200000.00
公积金贷款利率	4.50%	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	4053.48	4399.58	5222.48	5222.48
公积金偿还	3102.24	3401.28	3698.88	4064.16
自有资金偿还	951.24	998.30	1523.60	1158.32

商业贷款部分

商业贷款	38593.94	0.00	91456.42	346618.11
贷款利率	6.71%	4.87%	4.56%	4.87%
月供	249.29	0.00	466.66	1833.28
总贷款月供	4302.78	4399.58	5689.14	7055.76
其中：公积金偿还	3102.24	3401.28	3698.88	4064.16
公积金偿还占比	72.10%	77.31%	65.02%	57.60%
自有资金偿还	1200.54	998.30	1990.26	2991.60
自有资金偿还占工资比例	9.29%	7.04%	12.91%	17.67%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限30年，首付30%，公积金缴存比例12%。2015年北京提高首套房公积金贷款额度，由80万提高至120万元。

表 2：上海市双薪家庭供房开支测算

	2014	2015	2016	2017
平均住宅面积	40.00	40.00	40.00	40.00
均价	16415.43	21501.07	25909.94	24866.13
房价同比	1.38%	30.98%	20.51%	-4.03%
总价	656617.12	860042.70	1036397.66	994645.28
首付（30%）	196985.14	258012.81	310919.30	298393.58
所需贷款金额	459631.99	602029.89	725478.36	696251.70
公积金贷款部分				
月均工资	5451.00	5939.00	6504.00	7132.00
工资同比	8.20%	8.95%	9.51%	9.66%
缴存比例	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
公积金贷款额度	459631.99	602029.89	725478.36	696251.70

公积金贷款利率	4.50%	3.73%	3.25%	3.25%
每月偿还	2328.89	2781.27	3157.33	3030.13
公积金偿还	1526.28	1662.92	1821.12	1996.96
自有资金偿还	802.61	1118.35	1336.21	1033.17
商业贷款部分				
商业贷款	0.00	0.00	0.00	0.00
贷款利率	6.71%	5.32%	4.56%	4.87%
月供	0.00	0.00	0.00	0.00
总贷款月供	2328.89	2781.27	3157.33	3030.13
其中：公积金偿还	1526.28	1662.92	1821.12	1996.96
公积金偿还占比	65.54%	59.79%	57.68%	65.90%
自有资金偿还	802.61	1118.35	1336.21	1033.17
自有资金偿还占工资比例	7.36%	9.42%	10.27%	7.24%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限30年，首付30%，公积金缴存比例7%。2015年上海提高首套房公积金贷款额度，由60万提高至100万元，假设无补充公积金。

表 3：西安市双薪家庭供房开支测算

	2014	2015	2016	2017
平均住宅面积	78.32	78.32	78.32	78.32
均价	16379.99	16075.79	15661.97	12245.83
房价同比	5.40%	-1.86%	-2.57%	-21.81%
总价	1282880.91	1259056.18	1226645.74	959093.46
首付（30%）	384864.27	377716.85	367993.72	287728.04
所需贷款金额	898016.63	881339.32	858652.02	671365.42
公积金贷款部分				
月均工资	4548.00	5046.42	5600.42	6271.83
工资同比	10.60%	10.96%	10.98%	11.99%
缴存比例	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
公积金贷款额度	700000.00	750000.00	750000.00	671365.42
公积金贷款利率	4.50%	3.73%	3.25%	3.25%
每月偿还	3546.80	3464.86	3264.05	2921.82
公积金偿还	2183.04	2422.28	2688.20	2921.82
自有资金偿还	1363.76	1042.58	575.85	0.00
商业贷款部分				

商业贷款	198016.63	131339.32	108652.02	0.00
贷款利率	6.71%	5.32%	4.56%	4.87%
月供	1279.07	730.97	554.40	0.00
总贷款月供	4825.87	4195.83	3818.45	2921.82
其中：公积金偿还	2183.04	2422.28	2688.20	2921.82
公积金偿还占比	45.24%	57.73%	70.40%	100.00%
自有资金偿还	2642.83	1773.54	1130.25	0.00
自有资金偿还占工资比例	29.05%	17.57%	10.09%	0.00%

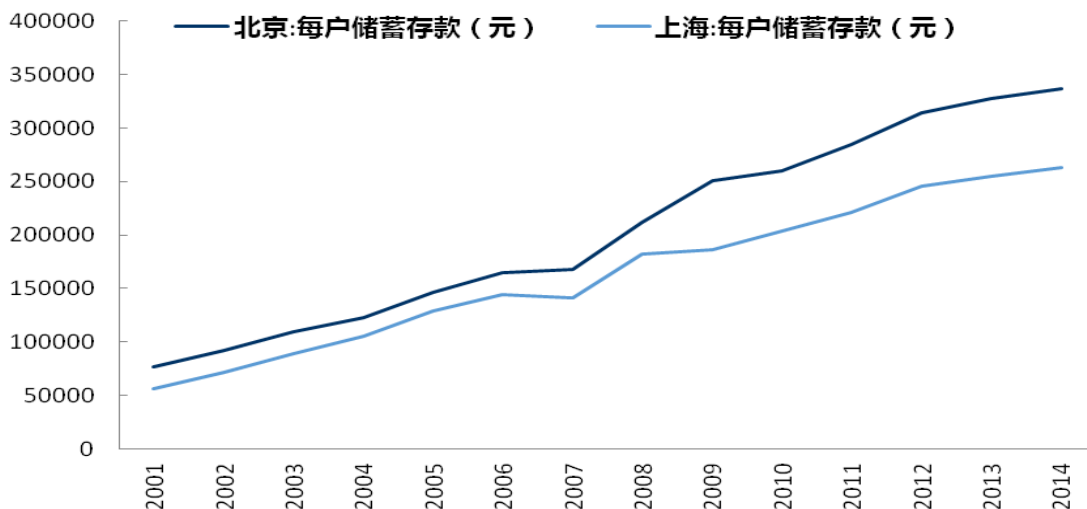
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限30年，首付30%，公积金缴存比例7%。2015年西安提高首套房公积金贷款额度，由70万提高至75万元，贷款额度不超过总价款的70%。

2.3 房价冲击：首付影响居民储蓄

我们认为，高房价对于居民端的影响最直接作用在首付款压力上。据我们此前的测算，北京平均水平住房所需首付款约66万、上海约30万、西安约29万。按照户均储蓄存款水平而言，一套房子的首付将掏空北京的两户家庭和上海的一户家庭。作用在结果上，我们已经明显看到居民储蓄率的下滑。宏观层面理性而言，这是资产配置的变化，并不会对于消费产生直接影响。

图 14：居民储蓄增长较首付款更慢



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.4 房价冲击：改善性需求致使房贷压力暴增

我们同期对于北京、上海和西安双薪家庭的改善性住房开支进行测算。尤其以北京为首，即使不考虑首付压力在面对地段更好或面积更大房产时加倍的增长，仅月供方面也会对居民现金流产生巨大压力。在面临市区内房源或二胎需求时，房产对消费将开始出现压制。即房价上涨在超过居民储蓄力之后，对于消费将存在抑制作用。然而按照当前中国居民储蓄情况，在宏观层面，这一现象尚未发生。

表 4：北京市双薪家庭改善性住房需求压力测试

	两口之家	三口之家	四口之家	三环内房产
平均住宅面积	64.76	97.14	129.52	64.76
平均房价	34,117.58	34,117.58	34,117.58	80,000.00
总价值	2,209,454.44	3,314,181.66	4,418,908.89	5,180,800.00
首付（30%）	662,836.33	994,254.50	1,325,672.67	1,554,240.00
所需贷款金额	1,546,618.11	2,319,927.17	3,093,236.22	3,626,560.00
公积金贷款部分				
月均工资	8,467.00	8,467.00	8,467.00	8,467.00
缴存比例	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
公积金贷款额度	1,200,000.00	800,000.00	800,000.00	1,200,000.00
公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	5,222.48	3,481.65	3,481.65	5,222.48
公积金偿还	4,064.16	4,064.16	4,064.16	4,064.16
自有资金偿还	1,158.32	-	-	1,158.32
商业贷款部分				
商业贷款	346,618.11	1,519,927.17	2,293,236.22	2,426,560.00
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%
月供	1,833.28	8,038.97	12,129.04	12,834.19
总贷款月供	7,055.76	11,520.62	15,610.69	18,056.67
其中：公积金偿还	4,064.16	4,064.16	4,064.16	4,064.16
公积金偿还占比	57.60%	35.28%	26.03%	22.51%
自有资金偿还	2,991.60	7,456.46	11,546.53	13,992.51
自有资金偿还占工资比例	17.67%	44.03%	68.19%	82.63%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限 30 年，首付 30%，公积金缴存比例 12%。北京市规定住房面积在 90 平方米以上的，公积金贷款额度为 80 万元。模型中假设不同家庭组成都由两人负责偿还贷款。

表 5: 上海市双薪家庭改善性住房需求压力测试

	两口之家	三口之间	四口之家	内环内房产
平均住宅面积	40.00	60.00	80.00	40.00
平均房价	24866.13	24866.13	24866.13	65000.00
总价值	994645.28	1491967.92	1989290.56	2600000.00
首付 (30%)	298393.58	447590.38	596787.17	780000.00
所需贷款金额	696251.70	1044377.54	1392503.39	1820000.00
公积金贷款部分				
月均工资	7132.00	7132.00	7132.00	7132.00
缴存比例	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
公积金贷款额度	696251.70	1000000.00	1000000.00	1000000.00
公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	3030.13	4352.06	4352.06	4352.06
公积金偿还	1996.96	1996.96	1996.96	1996.96
自有资金偿还	1033.17	2355.10	2355.10	2355.10
商业贷款部分				
商业贷款	0.00	44377.54	392503.39	820000.00
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%
月供	0.00	234.71	2075.97	
总贷款月供	3030.13	4586.78	6428.03	8689.08
其中: 公积金偿还	1996.96	1996.96	1996.96	1996.96
公积金偿还占比	65.90%	43.54%	31.07%	22.98%
自有资金偿还	1033.17	2589.82	4431.07	6692.12
自有资金偿还占工资比例	7.24%	18.16%	31.06%	46.92%

资料来源: Wind、东兴证券研究所

注: 住房为首套住房, 贷款年限 30 年, 首付 30%, 公积金缴存比例 7%。2015 年上海提高首套房公积金贷款额度, 由 60 万提高至 100 万元, 假设无补充公积金。模型中假设不同家庭组成都由两人负责偿还贷款。

表 6: 西安市双薪家庭改善性住房需求压力测试

	两口之家	三口之间	四口之家
平均住宅面积	78.32	117.48	156.64
平均房价	12,245.83	12245.83	12245.83
总价值	959,093.46	1438640.19	1918186.92
首付 (30%)	287,728.04	431592.06	575456.08
所需贷款金额	671,365.42	1007048.13	1342730.85

公积金贷款部分

月均工资	6271.83	6271.83	6271.83
缴存比例	12%	12%	12%
公积金贷款额度	671,365.42	750,000.00	750,000.00
公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	2,921.82	3,264.05	3,264.05
公积金偿还	3,010.48	3,010.48	3,010.48
自有资金偿还	-	253.57	253.57

商业贷款部分

商业贷款	-	257,048.13	592,730.85
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%
月供	-	1,359.54	3,134.98
总贷款月供	2,921.82	4,623.59	6,399.03
其中：公积金偿还	2,921.82	3,264.05	3,264.05
公积金偿还占比	100.00%	70.6%	51.0%
自有资金偿还	-	1,359.54	3,134.98
自有资金偿还占工资比例	0.00%	10.84%	24.99%

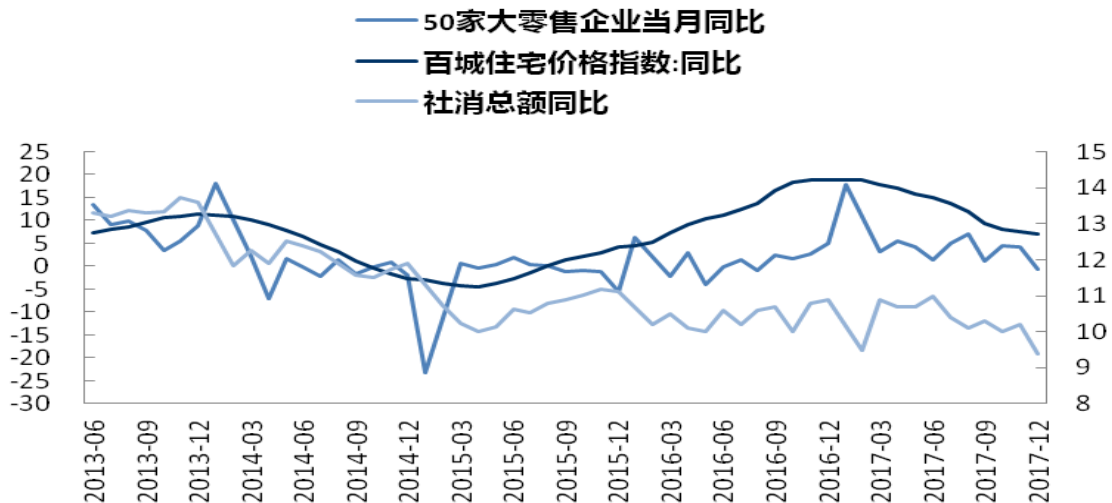
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限30年，首付30%，公积金缴存比例12%。2015年西安提高首套房公积金贷款额度，由70万提高至75万元，贷款额度不超过总价款的70%。模型中假设不同家庭组成都由两人负责偿还贷款。

2.5 “财富幻觉”显示房价并不制约消费

从数据上来看，房价上涨带动的房产升值的确存在“财富幻觉”，房价与消费的变动关系多数时间同向。房价制约消费的说法从过去5年结果来看并不存在。

图 15：房产升值带来“财富幻觉”



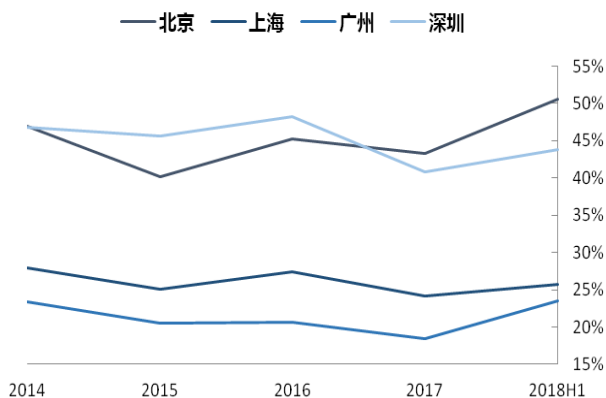
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.6 高租金制约居民消费

除极为明显的北京和广州外，一线城市中的上海深圳及二线城市均普遍在今年上半年遭受租金上涨的压力。虽然公积金同样可以针对租房进行补贴，然而在面临房产和房租（储蓄和消费）的选择时，多数居民倾向房产，这与中国居民的储蓄偏好和房价的过往表现存在直接联系。但这也导致居民在面临一二线城市高租金时缺乏有效的保障手段，租金消费占据居民现金流中重要部分。

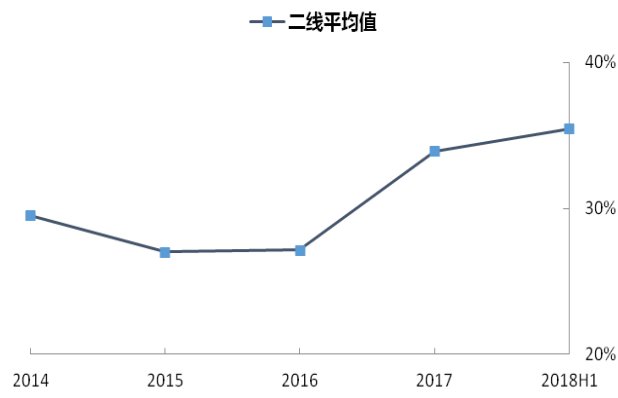
同时，一二线城市租房群体普遍更为年轻，其本身消费偏好更高，是社会消费的中坚力量，这也进一步放大了租金对于消费的压制作用。

图 16: 一线城市 18 年上半年租金上涨



资料来源：链家、东兴证券研究所

图 17: 二线城市租金普遍上涨



资料来源：链家、东兴证券研究所

3. 税收、社保压力以及棚改货币化的消失制约消费力

本章我们将税收、社保压力和棚改货币化的消失统一进行讨论，因为这些均是针对居民收入端的制约。当前市场对于这三点均已有充分的认知，其中棚改货币化的消失程度的理解较为直接，实物安置意味着国开 9000 亿货币化的消失。

3.1.1 棚改货币化消失：居民收入加法的减法

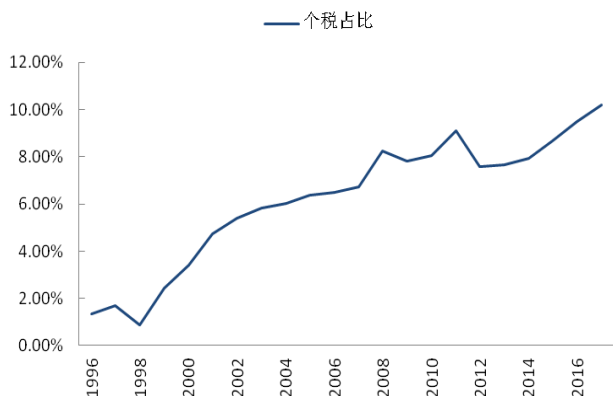
2014 年 9%的棚改货币化率至今突破至 50%以上，而针对这一部分的减免则可以简单看成对于 14 年以来居民消费力做加法的减法，对于三四线消费冲击的确存在且短期影响较大，然而并不对居民的收入端形成根本性的影响。

3.1.2 社保和税收均是对个人消费力的压制

我们在此重审税收及社保压力对于居民收入的制约，进而对于居民消费产生直接的压制。截止 2017 年，居民个税占总收入之比为 10.19%，10 年时间上涨 3.45pct，比例增加 51.16%。今年 10 月新税法将正式施行，在调整税率分级的同时提高纳税起征点至 5000 元。按照每日财经数据，这意味着全国 37%劳动者不需纳税，然而社保缴纳也将同时更规范，意味着部分居民的社保缴纳数额将出现大幅提升，其幅度甚至可能高于个税下降额度。

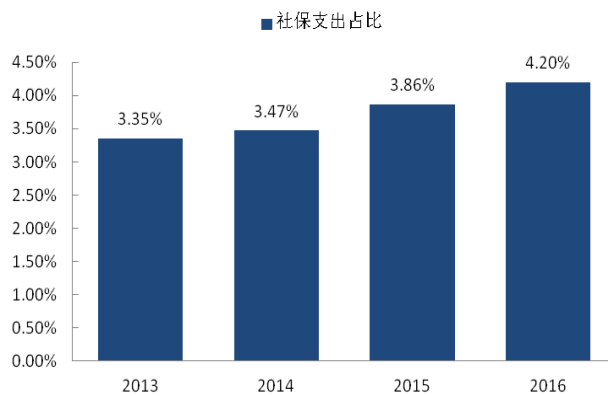
当前按照统计局口径测算，居民社保支出占收入之比约 4.2%（2016 年）。我们将人社部五险一金收入进行加总，测算出的居民社保缴纳支出占总收入之比约 9.47%，税收与社保合计占比约个人收入的 20%，对于居民消费而言存在较大压制。

图 18: 个税/收入比迅速提升



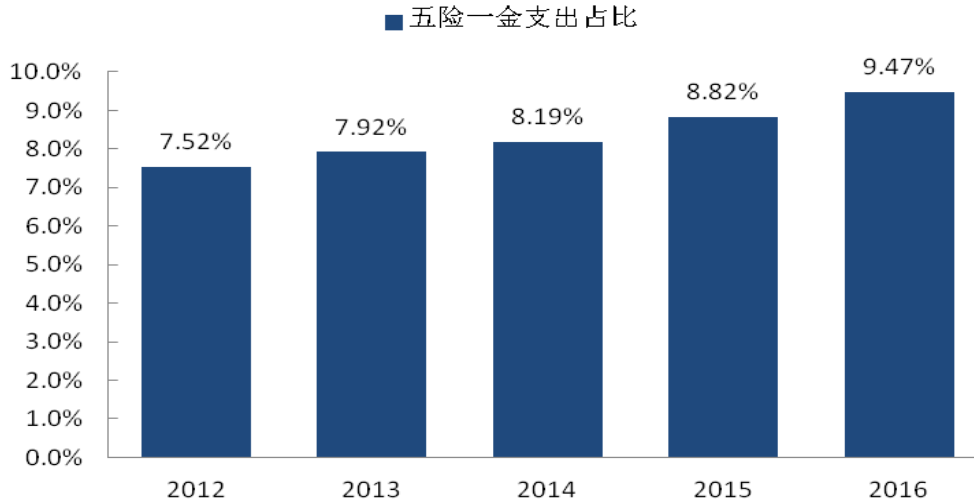
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 19: 居民社保支出/总收入（统计局口径）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 20: 居民社保支出/总收入（五险一金加总）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 人口结构缓慢改变居民消费

4.1.1 人口结构变化改变居民消费品类

随着时间的推移，老龄化缓慢改变消费结构，年轻消费力开始具备更多话语权。

人口结构的变化在逐步改变中国消费群体，这一缓慢转变并非消费降速的直接原因，但是在辅助影响居民消费。比如年轻群体对于时尚潮牌和美妆的热衷也在催生他们对于杠杆率的诉求，花呗、校园贷等方式的兴起与没落也将直接冲击其主要消费品类。

4.1.2 居民财富结构变化影响消费力

按照西南财经大学以及每日财经的研究显示，中国居民财富结构在过去7年间出现大幅度改变。一方面我们看到贫困人口向工薪阶级的转移，另一方面我们看到上中产以上人口变动较少。居民财富构成由杠铃形向纺锤形逐步转变，中产阶级崛起的同时，工薪阶级才是最重要的消费力。据此不难理解拼多多等app的兴盛。

表 7: 居民财富结构变化（收入口径）

	2011		2018	
	年收入（万元）	占比	年收入（万元）	占比
贫困	<3	27%	<3	0.02%
工薪	3-6 万	20%	3-8 万	36.98%
上工薪	10-25 万	28%	8-15 万	34.00%
中产	25-50 万	15%	15-80 万	21.00%
上中产	50-100 万	8%	80-200 万	7.60%
富裕	100-300 万	1.50%	200-500 万	0.32%

超富裕	>300 万	0.50%	500 万以上	0.08%
-----	--------	-------	---------	-------

资料来源：西南财经大学、每日财经、东兴证券研究所

5. 居民消费降速所带动的四个问题：

据此，我们通过对居民消费过程中，居民的外部杠杆（借贷）、生活成本（租金&房产）、居民收入（税收、社保和棚改货币化淡出）以及居民消费偏好和结构的变化这四个我们认为最重要的影响消费力的角度进行了简要阐述。对于消费降速本身，我们将市场近期的讨论归结为四个问题：

5.1 Q：消费升级是否还在延续？

A：从历史经验来看，消费者偏好存在以下两个特点：

1. **消费者很难被教育。**多数消费者存在品类上的粘性，如北人好面食、南人好米饭；北人好奔驰、南人好宝马。消费者很难被影响或出现根本上的转变。

2. **由奢入俭难。**消费升级如爬山，上去容易下来难。消费者更轻易接受消费品的升级，但是却更难忍受消费品的降级，即一日穿 supreme，日日 supreme 奴。

消费力的下降将迫使消费者宁愿节衣缩食，降低对低档商品的购买欲望。即使是在购买力水平下降的环境下，消费升级仍将在微观层面存在。

5.2 Q：是否存在消费降级？

A：根据我们的草根调研，消费者的确存在消费降级，具体表现包括：

1. **消费量的下降。**表现为消费者的节衣缩食，以往铺张浪费的状态逐步收敛，这一现象在消费从第二消费时代转向第三消费时代的时期存在，然而中国当前主流消费群体并未体现出对于消费个性化的追求，因此当前的“节衣缩食”更类似三公消费清理的时期。

2. **消费满意度的下滑。**消费者在面对预算约束的情况下，消费选择的成本不断提升，所需付诸的心力大幅增加。导致消费心理负担，以及在消费取舍下，存在消费质量下滑的状态，即吃糠咽菜买 Dior 等情形的发生。或因对于房产等资产存在极高增值预期，自主选择背负远高于平均水平的房贷压力，进而对其他储蓄和消费产生挤兑效应。

5.3 Q：如何理解消费降维？

A：我们认为，当前在微观层面上消费升级和消费降级并存，对于部分消费群体而言存在消费降维，即消费品本身升级与降级并存的状态。例如在拼 XX 等平台上购买新型号非原厂产品，一方面享受科技及品质带来的产品升级（ie.智能电视 vs 普通液晶），但同时对于道德和品控存在降级。

我们认为这一现象本身表现出消费降维的状态，高维度高端商品通过小厂仿冒实现降维，覆盖非目标客户群体。虽然这一现象可以被监管清理，但其表现出的消费属性体现了消费升级与降级需求并存的状态。

5.4 Q：如何理解消费分化？

A：消费者结构的改变是消费分化出现的根本原因。由于教育、娱乐、社交等存在差别，消费群体间的相似度在显著减弱。唱红歌用粮票的年代不再，不同消费群体不单体现出迥异的消费偏好，同时对于其他消费群体缺乏想象。伴随中国消费社会的发展，这一现象预计将逐步得到强化。

6. 风险提示

大盘回调风险、经济下行风险、货币政策风险

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016年加入东兴证券研究所，从事策略及商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。