

主要消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所
联系人：龚轶之
gongyizhi@gjzq.com.cn

分析师：李敬雷（执业 S1130511030026）
lijingl@gjzq.com.cn

消费大势切换，敢问路在何方？

研究说明

本文是“消费前瞻专题系列”的第三篇，我们希望用长周期的视角，对中国大消费产业的发展趋势进行前瞻性研究。本文我们复盘历史消费牛市及成因，并探讨影响消费需求的远景话题，进而给出当前对消费板块的战略配置思路。

核心观点

- 十年牛市复盘，消费升级红利。2010年前后消费升级大趋势启动，板块从“防御”转向“进攻”属性，大消费超额收益显著，必选消费指数 CAGR10 约 14.6%。产业层面，伴随着经济结构转型、居民收入增长、家庭负债扩张，有利的人口结构帮助需求创造，消费成为经济增长支柱。交易层面，消费板块价值发现，合理估值+万亿空间吸引机构投资者，抱团持仓注入流动性推高估值。回顾消费牛市，“消费扩容是时代背景，有利的人口结构是基础，机构行为是催化”，真正的主因是居民购买力的提升，来自：1) 再分配机制优化下收入增长；2) 通过地产加杠杆带来财富效应。
- 疫情扰动显著，周期迎来拐点。2020年爆发的三年疫情扰动明显，短期对消费场景和物流的阻断已被充分认识，防控优化后复苏进行时，但后疫情时代长期经济环境变化尚未被充分定价，尤其是债务周期、人口周期的拐点到来或约束消费升级，影响板块底层逻辑。2021年12月起连续14个月新增居民中长贷均为负，居民购房意愿减弱，房价震荡下行。2022年，中国新房销售额下滑28.3%，同时总人口触顶回落减少85万人，达峰早于预期。
- 长期具有信心，看好内需扩大。扩大内需具有战略意义，2022年底发布《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》从政策面强调了消费重要性，中长期应有信心。横向对比，西方发达经济体消费 GDP 占比在 70-80%，东亚邻国日韩也在 65-75%，2022年中国占比 54.3%明显偏低。纵向参考，日本在 1970s 经济转向内需导向，消费 GDP 占比从不足 60%提升至 2010s 约 75%；相比之下中国当前正处于回升阶段，若以日为鉴尚未达到终点。
- 关注兑现节奏，远景线索思考。虽然长期方向明确，但相比消费升级早期需求增速或放缓，中期来看宏大叙事兑现的确定性、兑现节奏对板块行情有更直接影响。收入水平是影响需求主要因素，讨论三条可能的远景线索：1) 超额储蓄积累：2020-2022年累计超额储蓄约 5.1 万亿元，三年内均匀释放或提振社零 3.8pct/年，关键在于释放节奏；2) 中等收入陷阱：2021年中国人均 GNI 达 11880 美元，高强度要素投入决定不会重蹈拉美覆辙，生产效率提升和发展高附加值产业是收入水平再提升的关键；3) 共同富裕社会：中国已越过库兹涅茨拐点，2021年基尼系数回落至 0.47，分配公平提升和中产群体扩大有助于消费扩容，十九大以来政策积极引导共同富裕建设。

投资建议

- 消费大势切换，降低增速预期。疫情引发周期切换已见端倪，消费可能面临钟摆回落，产业转型期应合理降低增速预期，板块“防御性”依旧但“进攻性”减弱。由于增长不确定性增加和增速下行，消费板块需要消化估值以平衡风险收益。预计未来消费整体需求增速在 5-8% 区间，业绩增速中枢下滑，估值水平也会调整至匹配水平。
- 消费存量时代，关注两条主线。经过 00 年代的渠道建设和 10 年代的消费升级，20 年代的消费存量市场特征明显，建议以下两条配置思路：1) 自下而上寻找 α 机会，关注高 ROE 板块的价值股，包括超级品牌（例如茅五泸/伊利/美的）、用户转换成成本高的综合平台（例如腾讯/美团）；2) 结构性成长的 β 机会，结构性趋势变化持续发生，关注：人口老龄化（医药医疗）、品牌国产化（纺服/化妆品）、产品创新化（家电/传媒）。

风险提示

- 国别差异风险、样本选择偏差、长期展望不代表短期。

内容目录

一、消费牛市复盘，周期位置判断.....	4
1.1、经济结构转型，消费大牛市的基础.....	4
1.2、机构行为变化，板块投资价值发现.....	6
1.3、周期迎来拐点，疫情扰乱原有模式.....	8
二、远景线索思考，未来有何期待.....	10
2.1、超额储蓄积累，利好程度多大.....	11
2.2、中等收入陷阱，中国何去何从.....	12
2.3、共同富裕社会，分配机制优化.....	14
三、投资建议：景气钟摆回落，回归防御属性.....	16
3.1、降低预期增速，风险收益再平衡.....	16
3.2、存量时代来临，关注结构性机会.....	17
四、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：消费板块过去十年超额收益显著.....	4
图表 2：GDP 增速贡献拆分 (pct).....	4
图表 3：中国产业结构 (%).....	4
图表 4：初次分配结构 (%).....	5
图表 5：各部门再分配收入增速 (%).....	5
图表 6：全球居民杠杆率对比 (%).....	5
图表 7：全球居民资产房地产占比 (%).....	5
图表 8：劳动年龄人口占比 (%).....	6
图表 9：中国人口中位数年龄 (岁).....	6
图表 10：A 股投资者结构.....	6
图表 11：中证主要消费指数 PE TTM.....	7
图表 12：中证可选消费指数 PE TTM.....	7
图表 13：消费板块累计归母净利润同比增速 (%).....	7
图表 14：大消费板块市值概览.....	7
图表 15：公募基金大消费持仓占比 (%).....	8
图表 16：公募基金大消费超配比例 (%).....	8
图表 17：中国居民人均可支配收入 (元/人).....	8
图表 18：中国居民持有房地产价值 (万亿).....	8

图表 19: 居民新增中长期贷款 (亿元)	9
图表 20: 房地产销售额累计同比 (%)	9
图表 21: 中国人口总量及变动	10
图表 22: 中国生育率 (‰)	10
图表 23: 社零月度累计同比增速 (%)	10
图表 24: 城镇调查失业率 (%)	10
图表 25: 主要经济体消费占比	11
图表 26: 中日消费 GDP 占比 (%)	11
图表 27: 中国居民储蓄率 (%)	11
图表 28: 城镇储户资产配置意愿	11
图表 29: 中国新增储蓄拆解	12
图表 30: 中国人均 GNI (美元)	12
图表 31: 中美人均名义 GDP 比值 (%)	12
图表 32: 东亚国家相对美国人均 GDP (%)	13
图表 33: 南美国家相对美国人均 GDP (%)	13
图表 34: 东亚国家制造业增加值占比 (%)	13
图表 35: 南美国家制造业增加值占比 (%)	13
图表 36: 主要国家储蓄率 (%)	14
图表 37: 工业部门就业人数平均占比 (%)	14
图表 38: 中国就业结构分布 (%)	14
图表 39: 中国投资强度	14
图表 40: 中国基尼系数	15
图表 41: 全球经济水平与基尼系数分布关系	15
图表 42: 城乡居民收入增速 (%)	15
图表 43: 地区收入差异	15
图表 44: 社零总额年度同比增速 (%)	16
图表 45: 中证消费指数净利润增速 (%)	16
图表 46: 中证消费指数年平均估值水平	16
图表 47: A 股一级行业历史 PB-ROE 分布	17
图表 48: 中国人口老龄化率预测值	18
图表 49: 日本分年龄段人群医疗保健支出 (万日元)	18
图表 50: 国产品牌市占率 (%)	18
图表 51: 海外营收占比 (%)	18
图表 52: 新兴家电上市公司营收增速 (%)	19
图表 53: AI+智能家居应用	19

一、消费牛市复盘，周期位置判断

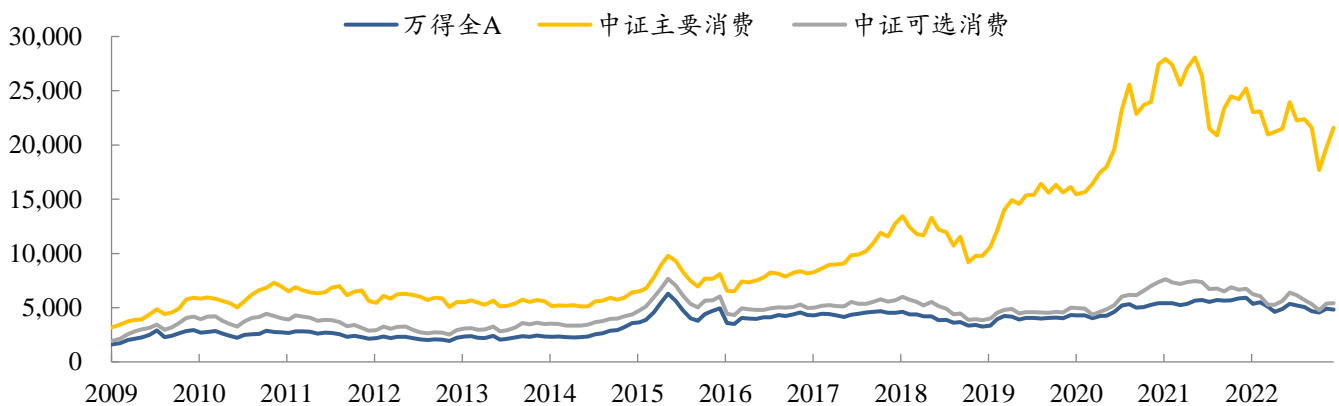
2023 年中国经济摆脱疫情影响重回复苏通道，短期看场景修复和动销改善能带来低基数下的快速增长，但过去三年居民收入及信心的扭转、国际局势动荡加剧和人口拐点的到来使得当前相较于 2019 年所面临的经济环境已截然不同，23Q1 数据也印证了需求“弱复苏”的现实，因此需要从更长期的角度审视大消费板块所处的周期位置，从而进行合理的配置。

1.1、经济结构转型，消费大牛市的基础

2010 年前后消费行业伴随着经济结构转型、居民收入增长、家庭负债扩张开启消费升级大趋势，板块从“防御”转向“进攻”属性。

产业变革和估值抬升共振下，大消费走出明显超额收益，尤其是受益幅度更大、提价幅度更明显的必选消费品板块近十年累计上涨 290.2%，年化复合增速 14.6%。

图表1：消费板块过去十年超额收益显著



来源：Wind，国金证券研究所

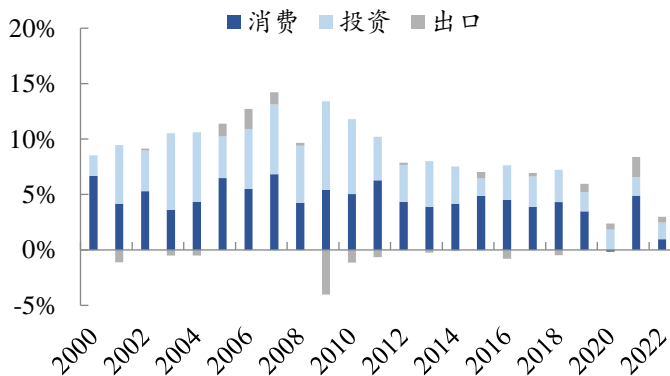
复盘来看，过去的“消费升级”红利是多重因素共振的结果：

■ 经济结构转型，消费占比提升

2010 年开始，中国经济开始转型，摆脱过去高度依赖投资和出口的发展模式，追求内需拉动和高质量发展。尽管在金融危机后整体经济增速回落至 10% 以下，但结构上看消费接力投资成为经济增长的主要推动力。

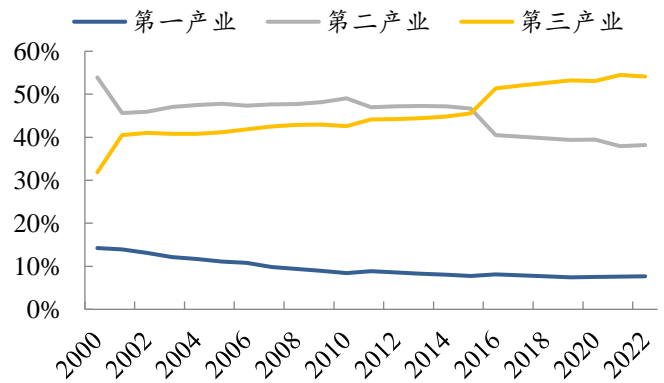
“产业再平衡”背景下，第三产业占比从 2010 年的 42.5% 上升至 2022 年的 54.1%，消费行业实现快于经济总量的增长。

图表2：GDP 增速贡献拆分 (pct)



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：中国产业结构 (%)



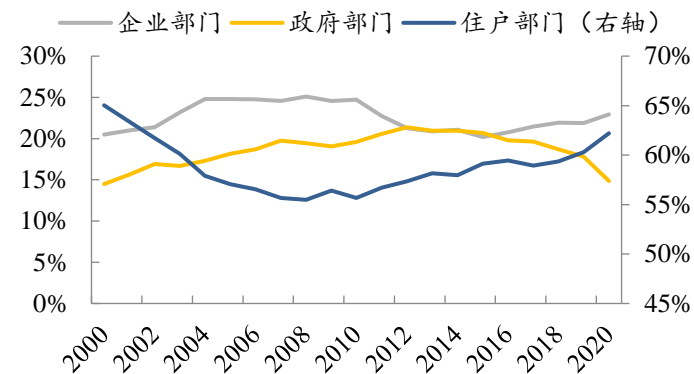
来源：Wind，国金证券研究所

■ 分配结构优化，居民收入增长

产业结构调整之外，各部门间分配结构的优化也对消费需求增长构成助力。2010 年开始初次分配中住户部门占比 55.7%，而到了 2020 年已提升至 62.2%，上升 6.5pct。

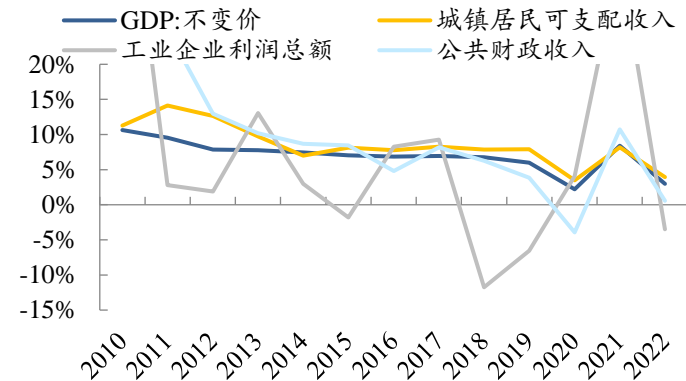
“分配再平衡”有效提升了居民收入，对比来看 2010-2022 年居民可支配收入增速大多超越了当年 GDP 增速，波动性也显著低于企业、政府部门，稳定增长的收入和积极的收入预期有效提振了消费意愿。

图表4：初次分配结构（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：各部门再分配收入增速（%）



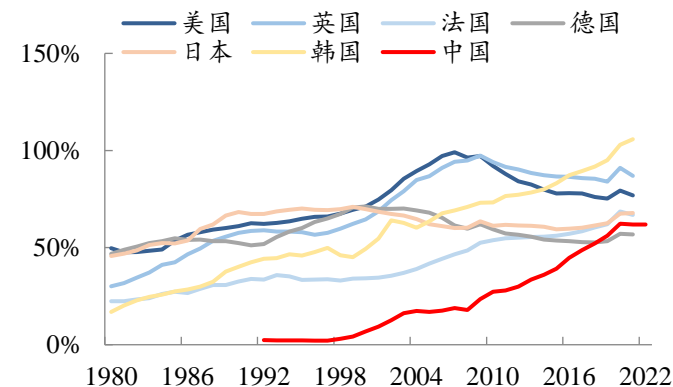
来源：Wind，国金证券研究所

■ 家庭负债增加，居民部门扩表

除了收入端的增长，中国家庭也通过债务扩张明显提升了购买力，背后的逻辑是居民部门积极借贷买房享受房产升值带来的财富效应。全球对比来看，中国居民部门过去保持有较高的储蓄和较低的负债，但从 2010 年开始居民部门杠杆率从 27.3% 上升至 2020 年的 61.9%，快速接近德国、日本、法国等发达国家。

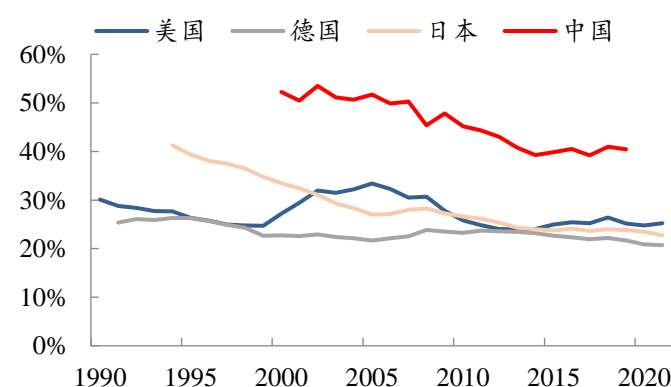
从家庭资产结构上看，中国居民偏好房屋的资产配置习惯也使得房地产资产占比显著高于海外国家，2010 年后一直维持在 40% 以上的水平。

图表6：全球居民杠杆率对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表7：全球居民资产房地产占比（%）



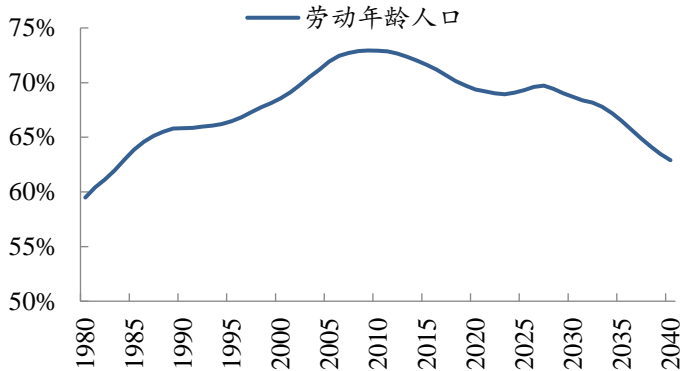
来源：Wind，国金证券研究所

■ 人口红利加持，释放消费动能

居民收入和财富水平的提升提振了购买力，数量庞大且消费需求旺盛的消费者群体则创造了人口红利，两种共同奠定消费扩容的基础。

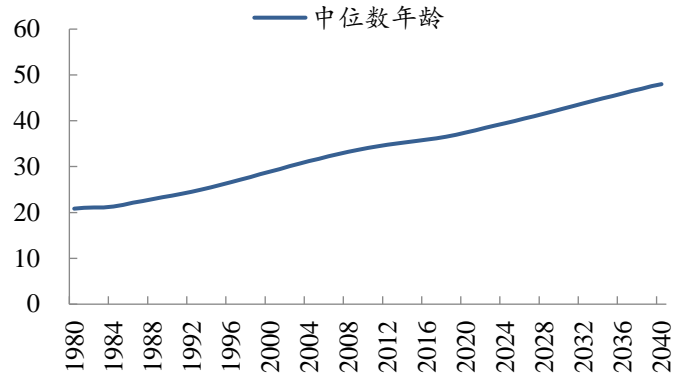
从年龄结构上看，15-64 岁的劳动年龄人口占比在 2010 年前后达到 72.9% 的历史峰值，并且社会中位数年龄 34.1 岁，正处于收入水平较高且有购房、购车、教育等众多消费支出项的人生阶段，有天然的消费升级意愿，因此在购买力增长的催化下能转化为有效需求。

图表8: 劳动年龄人口占比 (%)



来源: 联合国, 国金证券研究所

图表9: 中国人口中位数年龄 (岁)



来源: 联合国, 国金证券研究所

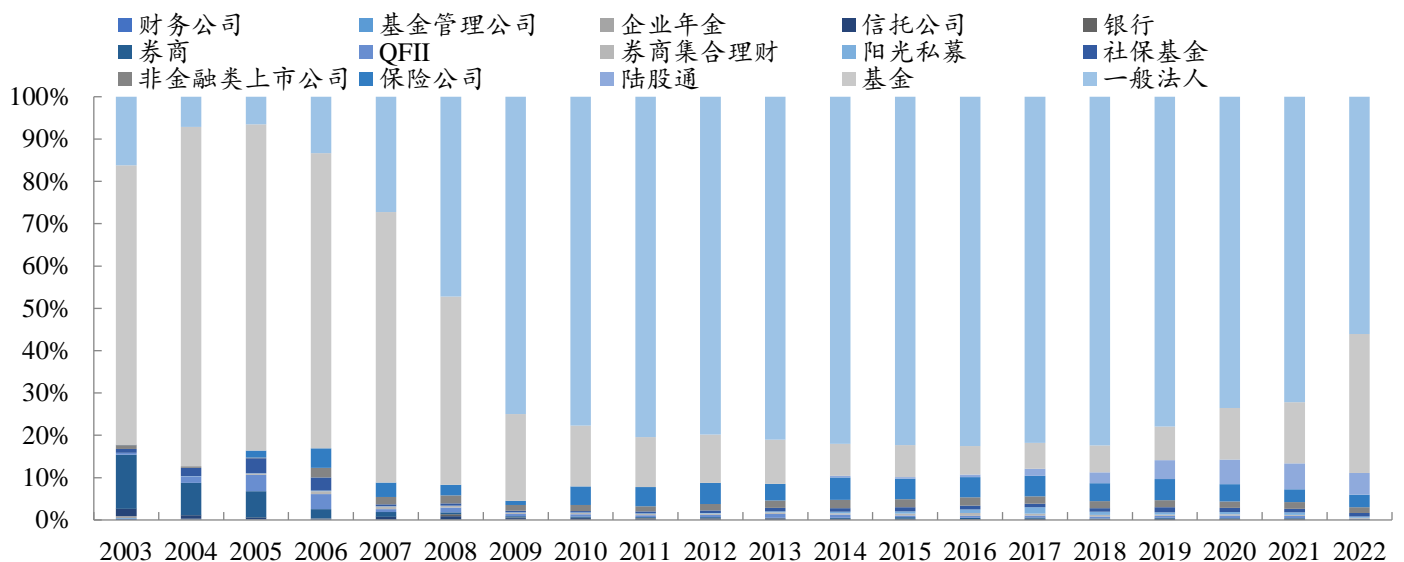
1.2、机构行为变化, 板块投资价值发现

经济结构转型的同时, A股市场投资者结构同样发生明显转变, 资管行业规模扩张和机构投资者占比的提升使得市场有效性逐步提升, 尤其是考核绝对收益的机构更重视长期增长和确定性, 价值投资观念普及, 消费板块逐步受到青睐。

一方面消费天然具有逆周期性, 受到经济波动影响较小而具有防御性, 另一方面消费升级趋势带来量/价的增长, 板块业绩弹性也开始显现。

“向下有底限, 向上有弹性”的特征使得消费板块的投资价值被重新定价, 2016年开始市场风格向大盘股切换, 估值与业绩双双抬升下, “核心资产”开始起舞。

图表10: A股投资者结构



来源: ifind, 国金证券研究所

回顾来看, 消费板块在 2016 年开始的持续长牛有两点核心原因: 1) 板块估值合理; 2) 市场空间广阔。

■ 估值水平合理

从 PE 指标看, 2010 年至今有两轮消费板块估值提升的阶段。2010-2011 年消费板块价值首次被发现, 此后由于社零中枢下移、行业库存堆积和限制三公消费、塑化剂等政策/事件影响陷入调整。

图表11: 中证主要消费指数 PE TTM



图表12: 中证可选消费指数 PE TTM

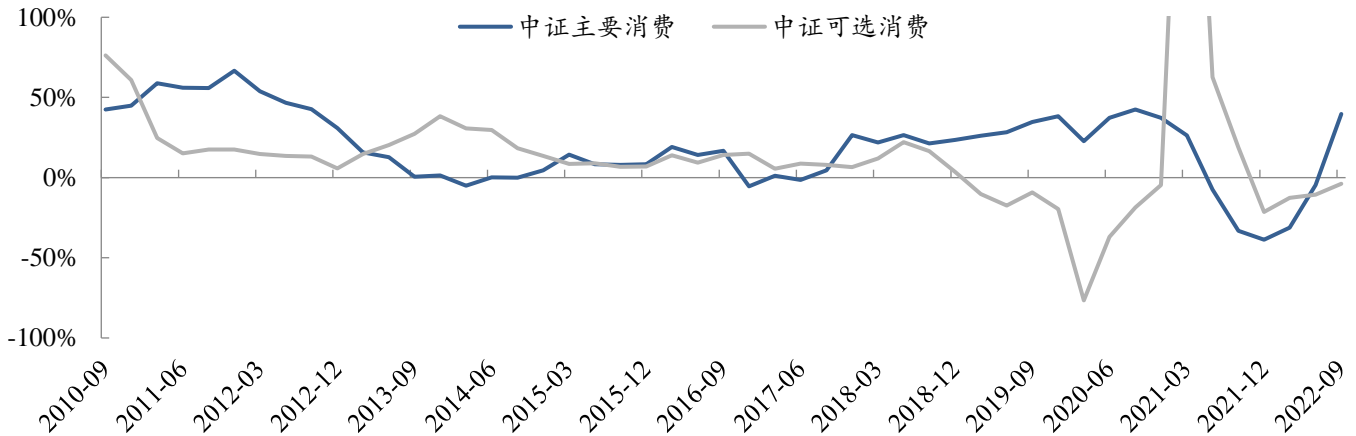


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022/12/31)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2022/12/31)

直至 2016 年初, 必选、可选品 PE 中枢约 25X、20X, 而板块业绩增速自 2016Q1 开始分别回升至 19%、14%, 此后以白酒为代表的一众消费股开启持续双位数业绩增长, 板块泡沫较少, 估值水平处于低位区间。

图表13: 消费板块累计归母净利润同比增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 市场空间广阔

大消费不仅具有长期消费升级红利加持, 长期业绩具有较大增长空间, 板块总市值占比也较高, 能容纳大量资金。2010 年消费板块总市值 2 万亿, 占 A 股总市值的 11.5%, 2016 年进一步提升至 5.9 万亿, 占比 15.3%。

图表14: 大消费板块市值概览

时间	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
农林牧渔	2524	1956	2134	2592	3702	5926	6459	6092	5266	8376	11543	11358	10771
家用电器	1851	1649	2115	3616	4340	6631	7388	11119	8037	13202	18049	16200	12886
食品饮料	7438	7640	7928	6950	9080	11511	13830	24381	20376	36056	70254	66834	58882
纺织服装	1421	1616	1568	1908	2723	5625	4958	4646	3504	3943	4178	4895	4521
轻工制造	1154	908	1046	1385	2044	4424	4228	4299	3328	4838	7318	8367	7121
商贸零售	4378	3280	3283	4213	5873	8574	7671	7585	6016	7659	11883	11159	11281
社会服务	1026	873	876	1103	1635	3539	2963	2580	2107	3123	3861	3913	4417
传媒	1574	1510	1680	3730	5529	12155	10630	9524	7088	10715	12113	13027	10571
美容护理	291	257	338	441	441	639	583	629	556	773	1816	2454	2849
消费总市值(万亿)	2.2	2.0	2.1	2.6	3.5	5.9	5.9	7.1	5.6	8.9	14.1	13.8	12.3
占A股市值比重(%)	11.5%	12.2%	11.9%	13.3%	11.5%	14.5%	15.3%	16.1%	16.1%	18.5%	22.0%	18.4%	18.6%

来源: ifind, 国金证券研究所

低估值+高增长的组合带来价值重估，机构持仓发生切换。首先从公募基金持仓占比上看，2015年大消费整体开始获得增持，从最低点的14.3%一路开始上升，2017年已经达到25%以上的水平并持续维持高位。其次从板块超配比例上可以更直观的看到，2016Q1大消费超配比例从前期低点2.5%回升至7.3%，并且在2017-2019年维持在10%以上。不同于2022年底消费板块的持仓回升，当时除食品饮料外的其他行业也都获得超配。

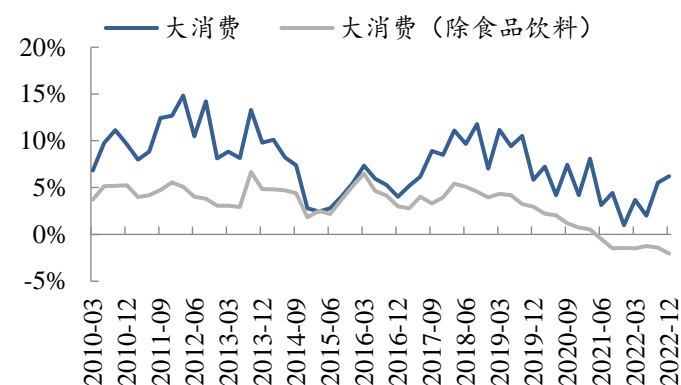
价值重估之下，大量流动性注入消费板块，首先带动了估值中枢抬升，此后业绩兑现则进一步刺激估值上升。从机构行为上看，“抱团现象”也助长了这一趋势，最终在2021年必选、可选品PE中枢分别来到50X、30X的历史高位。

图表15: 公募基金大消费持仓占比 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表16: 公募基金大消费超配比例 (%)



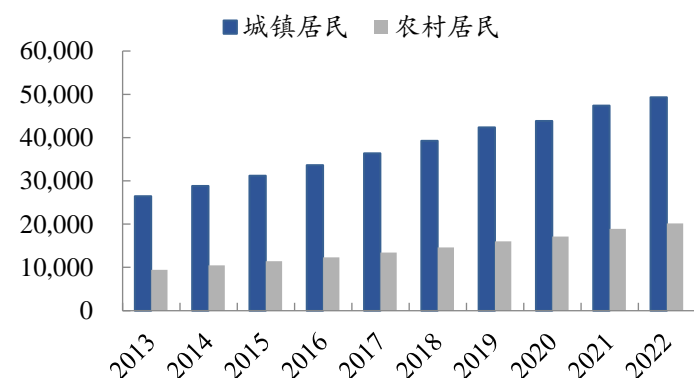
来源: iFind, 国金证券研究所

1.3、周期迎来拐点，疫情扰乱原有模式

回顾过去十年中消费牛市的成因，可以看到“消费扩容是时代背景，有利的人口结构是基础，机构行为是催化”，而消费升级趋势形成真正的主因是居民购买力的提升，来自于：1) 居民在再分配机制优化下收入持续增长；2) 稳定收入预期下居民部门通过地产持续加杠杆带来的财富效应。

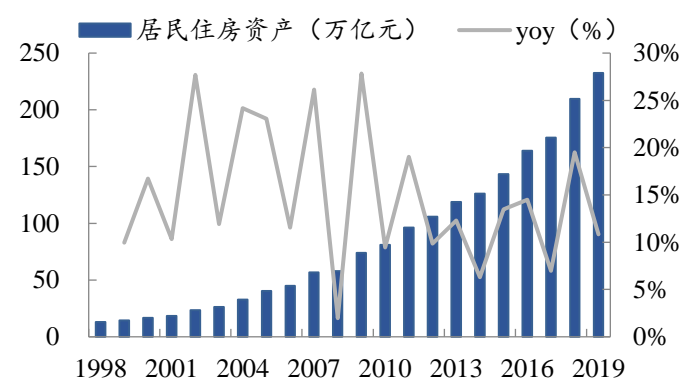
具体对比来看，2022年中国城镇、农村居民人均可支配收入分别达到49283元、20133元，CAGR9分别为7.2%、8.8%，农村居民收入增速略快于城镇居民。而从居民持有的住房资产角度看，2010-2019年从80.9万亿上升至232.5万亿元，复合增速12.4%，明显高于收入增速，因此居民持续加杠杆购房带动房产整体性增值的财富效应是推动消费升级更关键的因素。

图表17: 中国居民人均可支配收入 (元/人)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 中国居民持有房地产价值 (万亿)



来源: Wind, 国金证券研究所

然而2020年初爆发的新冠疫情对消费板块造成了较大影响，我们认为后疫情时代一些长期趋势已经发生变化。短期影响已经被充分认识，而长期变化则尚未完全定价。

短期来看，疫情更多是阻断了消费场景和物流，动销不畅导致库存周期发生波动，但只要疫情防控政策优化后即可较快恢复，这也是2022年底疫后修复行情的主要驱动逻辑。

长期来看，疫情期间可能因为疫情所引发的地产债务周期、人口周期的拐点则更加值得关注，前者将直接约束居民购买力的持续提升趋势，后者则标志着存量时代的到来。

■ 债务周期拐点，房地产信贷的缩减

2012年后中国货币派生逐渐从外汇占款驱动转向地产融资需求驱动，居民部门积极贷款创造了大量信贷需求，居民杠杆率从2010年的27.3%上升至2022年的61.9%，相应的居民持有住房资产价值也实现了约3倍以上的大幅增长。

疫情的冲击在2020年一开始主要表现为阻断线下房屋带看和成交所导致的需求推迟释放，因此在一季度疫情缓解后新房销售额迅速回归增长，全年录得10.8%的增幅，房屋价格也创出新高。但2021年下半年起新房销售开始放缓，2021年中开始居民新增中长期贷款即录得负值，全年新房销售额同比增速下滑至5.3%。紧跟着2022年3月上海及全国各地疫情反复流行，导致2021年12月起连续14个月新增居民中长贷均为负，居民购房意愿减弱，房价震荡下行，全年新房销售额大幅下滑28.3%。2022年1-2月，新房销售同比增速回升至3.5%，但相较于2021年仍有明显下滑。

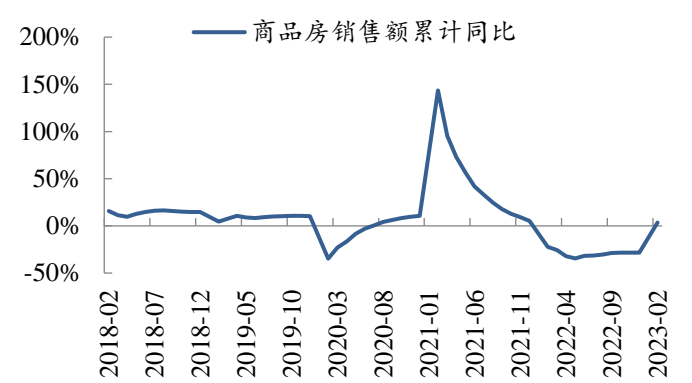
显然，尽管疫情的发生具有偶然性，但过去十余年居民杠杆率的提升、房屋价格的上涨和经济增速的中枢下滑均为债务周期拐点做好铺垫。疫情仅仅是周期转向的催化因素，其中传导逻辑可能是因为居民对未来经济增长信心下降、可能是因为收入预期波动导致高杠杆下偿还利息能力不足，但可以明确的是房地产贷款驱动的债务周期已经发生了转向，对于消费板块而言购买力提升的速度和幅度均开始下行，这将会对消费升级趋势形成直接约束。

图表19：居民新增中长期贷款（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023年2月）

图表20：房地产销售额累计同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

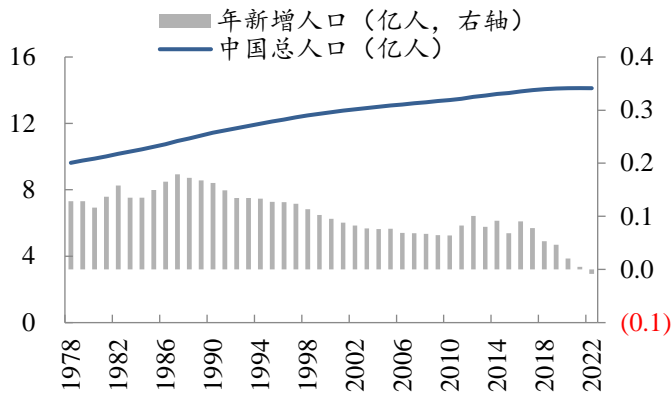
■ 人口周期拐点，生育率的快速下滑

从更长期视角来看，疫情期间人口大周期也发生了逆转。2022年中国总人口首次触顶回落，达峰时间早于预期，全年人口同比下降85万人至14.12亿人。

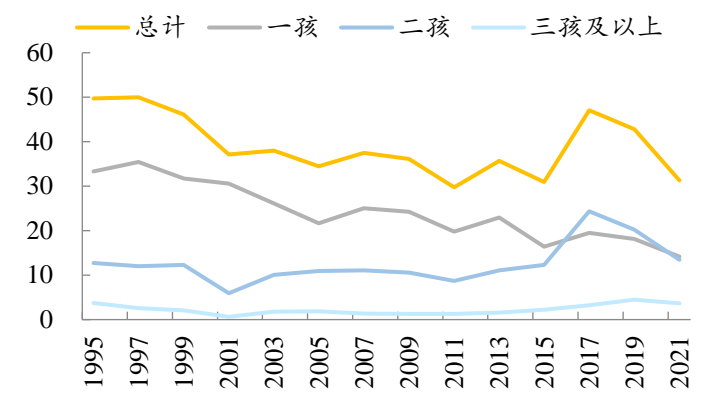
人口拐点提前到来的直接原因在于生育率的下滑，虽然80年代起独生子女政策的执行降低了社会抚养比，让人口红利更加显著，但是下一代人口总量的缩减使得需要更高的生育率才能维持人口总规模不变。现实则是2013、2016年生育政策的放开仅对两孩生育率有短期提振，而在2019年后各孩次生育率均开始回落。2021年，中国总计生育率回落至31.3%，并且过去作为贡献主力的一孩生育率持续处于下行通道降至14.2%。

对于消费板块而言，人口拐点意味着整体需求“量”将面临缩减压力，市场空间增长对“价”的依赖度会继续提升。边际来看，新生儿数量减少首先会使得人口结构问题更加突出，老龄化程度加深，社会平均消费意愿可能降低。远期来看，今天的青少年儿童就是明天的中国社会主体，10-20年维度展望下，若生育动能长期处于较低水平，整体性的缩量会蔓延至各个行业。

图表21: 中国人口总量及变动



图表22: 中国生育率 (%)



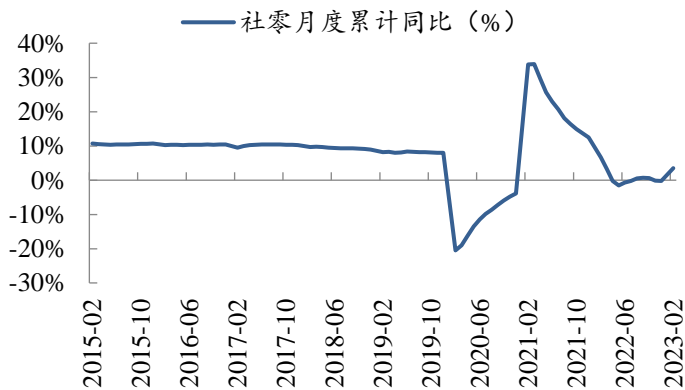
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

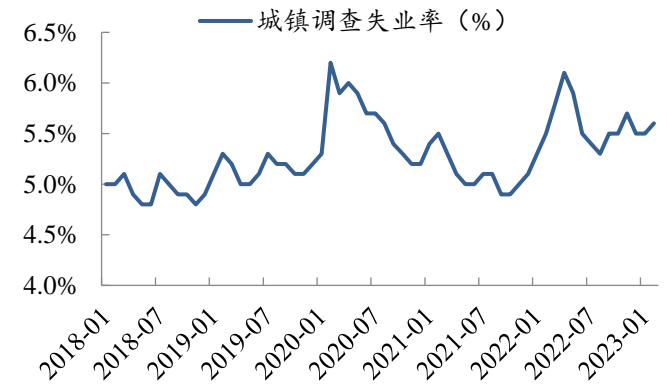
回到当下, 市场对 2023 年消费关注主要在于疫后复苏。两会定调全年 5% 左右的经济增长目标具有挑战性, 内需扩大将承担推动经济增长的重要使命。我们认为关乎国民福祉的消费行业依然具有重要战略意义, 但经过三年疫情的影响和周期拐点到来, 板块整体增速中枢将会发生切换。

从最新数据可以看到 2023 年 1-2 月社零同比增速 3.5%, 相较于去年下半年有明显改善, 受到春节消费旺季推动。但也应该看到城镇调查失业率在 2023 年 2 月继续小幅上升至 5.6%, 收入预期恢复还需要时间。

图表23: 社零月度累计同比增速 (%)



图表24: 城镇调查失业率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

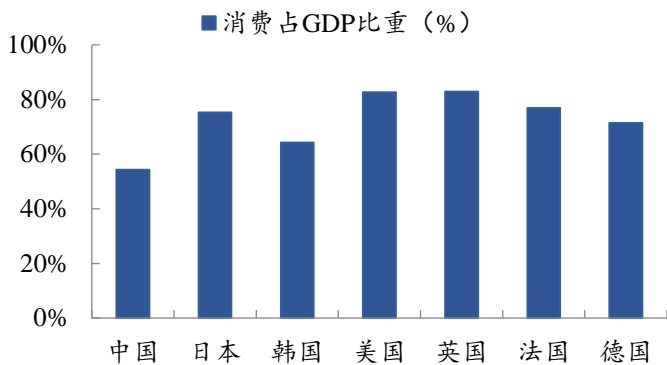
二、远景线索思考, 未来有何期待

展望未来, 大消费依然处于持续扩张阶段。随着中国经济体量再上台阶和结构转型的客观需要, 扩大内需市场具有战略上的重要性, 这不仅仅是大国经济的共同特征, 也是面对国际环境变化的必然要求。2022 年底发布的《扩大内需战略规划纲要(2022-2035 年)》也从政策面再次强调了消费的重要性, 因此我们认为中长期来看对消费需求增长要有信心。

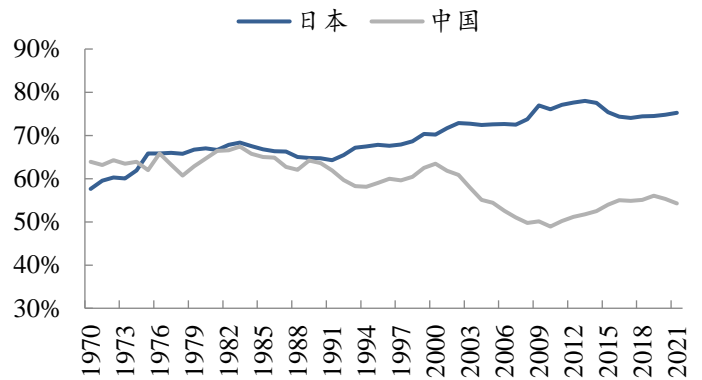
横向对比来看, 西方经济体如美国、英国、德国、法国消费占 GDP 的比重普遍在 70-80% 区间, 东亚邻国日本、韩国也在 65-75%, 相比之下当前中国占比 54.3% 明显偏低, 因此随着高质量经济发展的推进, 消费需求仍有较大增长空间。

纵向参考来看, 日本在 1970s 经济结构从出口导向转向内需导向, 消费 GDP 占比从不足 60% 不断提升至 2010s 约 75% 的水平; 相比之下中国在 1970s 开启改革开放, 以投资制造为经济增长核心, 消费占比从与日本相仿的水平一路下滑至 2010 年 48.9% 的历史低点, 当前正处于回升阶段, 若以日为鉴尚未达到终点, 方向明确。

图表25: 主要经济体消费占比



图表26: 中日消费GDP占比 (%)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

来源: 世界银行, 国金证券研究所

虽然长期消费需求稳固向好的方向明确,同时也应注意到相比过去十余年收入分配改革和加杠杆带来的消费升级趋势,未来消费需求扩张的速度可能放缓,这从海外市场经验也可以得到验证。因此中期来看,宏大叙事兑现的确定性、兑现节奏,会对消费板块行情有更加直接的影响。

消费需求本质上由消费函数决定,收入水平(包括工资性收入和资本升值)是影响需求的最主要因素,并且随着刚性基础需求得到满足,增量消费意愿与收入水平更相关且呈现边际递减关系。因此从收入端出发,下面我们分别讨论超额储蓄、中等收入陷阱、共同富裕未来对消费板块可能的影响。

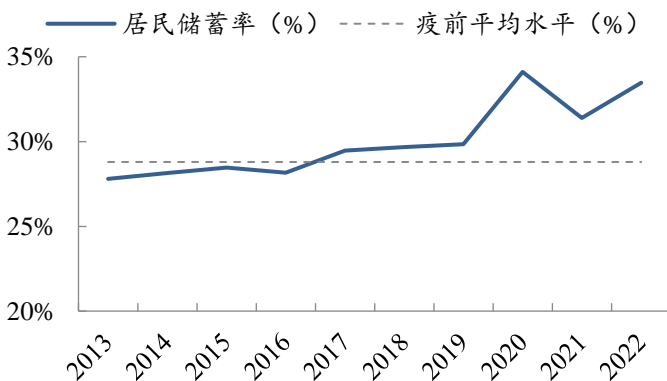
2.1、超额储蓄积累,利好程度多大

支撑疫后修复行情的逻辑之一是居民在三年疫情期间积累了大量避险为目的的超额储蓄,随着疫情缓解和经济复苏,这部分储蓄的释放将对消费需求形成有效支撑。对此,我们认为疫情对居民部门的消费意愿和储蓄造成的波动影响确实存在,未来释放将对消费板块构造正面利好,但实际贡献幅度需要观察,并且超额储蓄释放是一次性利好,较难改变整体趋势。

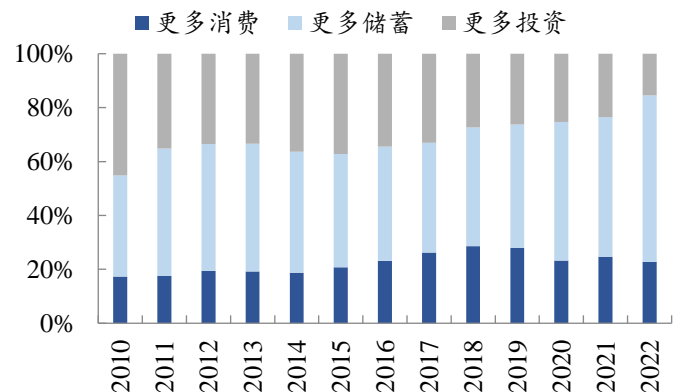
首先,超额储蓄确实存在。计算历年中国居民储蓄率可知,在疫情相对严重的2020年、2022年,居民储蓄率飙升至34.1%、33.5%,明显高于疫情前平均28.8%的水平,说明避疫情绪和消费场景阻断确实带来了超额储蓄的堆积。

同样值得注意的是,超额储蓄并非只来自于推迟消费,由于房地产价格下滑和股市疲软,部分投资资金转化来的现金储蓄也被计算进了超额储蓄,会高估未来回补消费的潜力。根据央行调查,2022年城镇储户在更多消费、更多投资上的配置意愿分别为22.8%、15.5%,均低于历史平均水平,尤其是投资意愿大幅低于平均值15.8pct。

图表27: 中国居民储蓄率 (%)



图表28: 城镇储户资产配置意愿



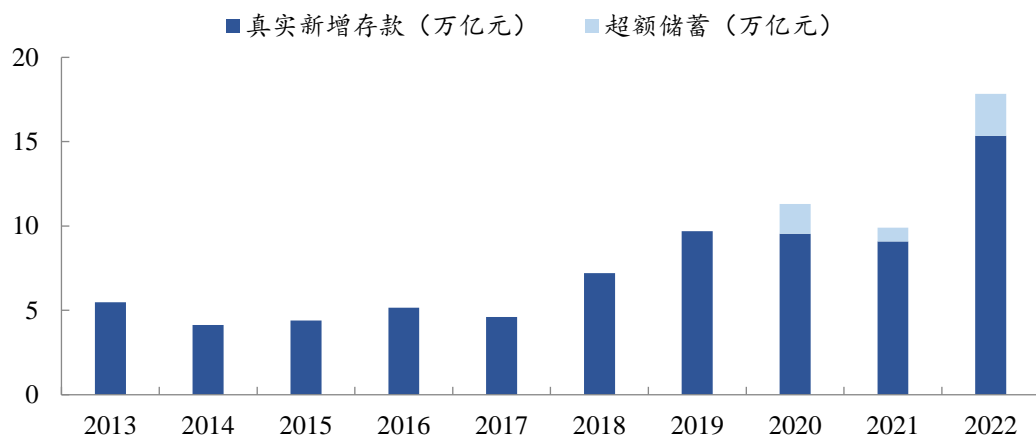
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 疫情水平为2013-2019年算数平均值)

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至2022年四季度)

根据我们测算，2020-2022年累计超额储蓄约5.1万亿元。假定疫情三年储蓄率保持历史平均水平，2020、2021、2022年超额储蓄分别约为1.8亿元、0.8亿元、2.5亿元，合计约5.1亿元。

超额储蓄对消费的提振作用，关键在于后续释放节奏：1) 何时开始释放？；2) 多久释放完成？前者决定了基本面改善的起点，后者则决定了改善的幅度。假设累计的超额储蓄能在3年均匀释放，则2023年社零增速至少获得3.8pct的加持。

图表29：中国新增储蓄拆解



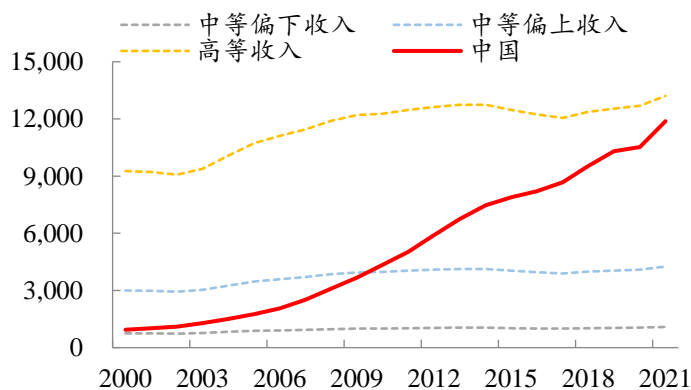
来源：Wind，国金证券研究所

2.2、中等收入陷阱，中国何去何从

消费升级的前提是居民收入的稳步增长，这也是过去十年消费市场扩容的主要原因，但是未来中国居民平均收入水平是否能继续增长、以什么速度增长依然存在不确定性，而这将决定未来消费升级的长期红利是否还有释放空间。

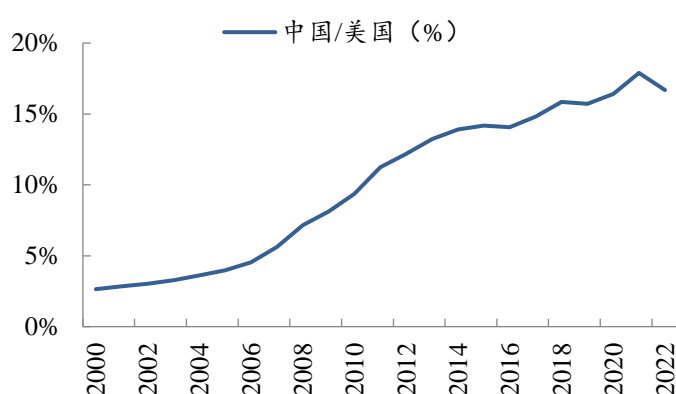
自2001年中国加入WTO至今经济高速发展，居民部门也普遍受益。从绝对值的角度看，中国人均GNI在2010年迈过中等偏上收入国家的门槛，并且在2019年首次突破一万美元大关，不断向高等收入国家水平靠拢。截至2021年，中国人均GNI已经达到11880美元，CAGR10约为9.0%。从相对值的角度看，2000-2022年，中美人均GDP的比值从2.6%上升至16.7%，差距明显缩小。

图表30：中国人均GNI (美元)



来源：世界银行，国金证券研究所

图表31：中美人均名义GDP比值 (%)



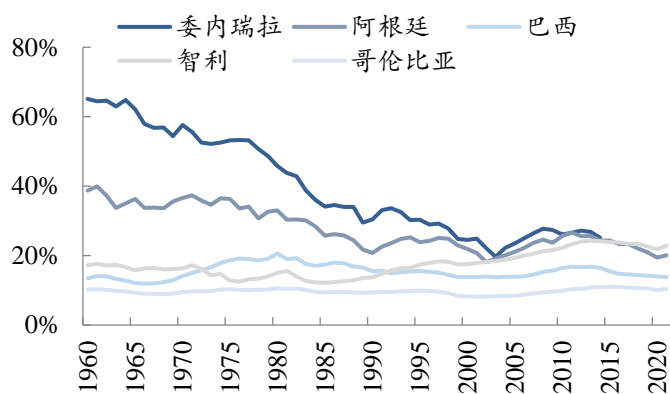
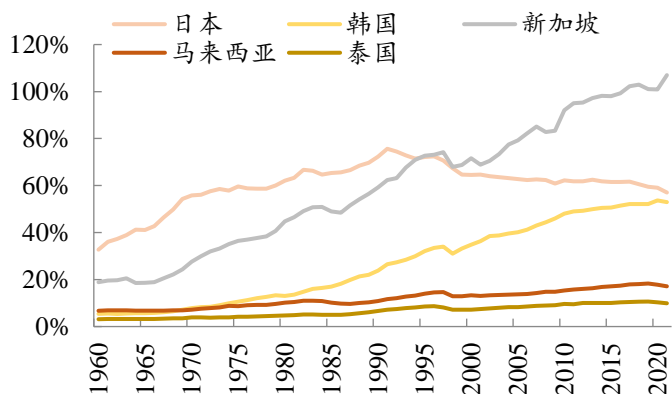
来源：Wind，国金证券研究所

纵观全球国家发展历史，可以发现当后发追赶的新兴经济体增长到达一定水平后，与美国为首的发达经济体之间的分化就会开始凸显。其中具有代表性的是遇到“中等收入陷阱”问题的拉美国家，在人均GDP进入8000-12000美元区间后长期止步不前，另一条日韩路线则是持续增长最终进入高收入发达国家行列。

以历年美国人均 GDP 为基准计算各国经济相对增长情况，可以看到拉美国家中委内瑞拉、阿根廷尽管早在 1960s 即成为中等收入国家，但此后 50 余年增长长期停滞，相较于美国的差距也不断拉大。相比之下，日本、韩国、新加坡均实现了稳步扩张，成为了高收入发达国家。日本战后 40 余年持续增长，1970s 后增速有所放缓，1990s 创下 75.7% 的历史最高水平。韩国扩张自 1970s 开始加速并持续至今，新加坡则是小型经济体转型全球金融中心的范例，2021 年人均 GDP 已超越美国。

图表32: 东亚国家相对美国人均 GDP (%)

图表33: 南美国家相对美国人均 GDP (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

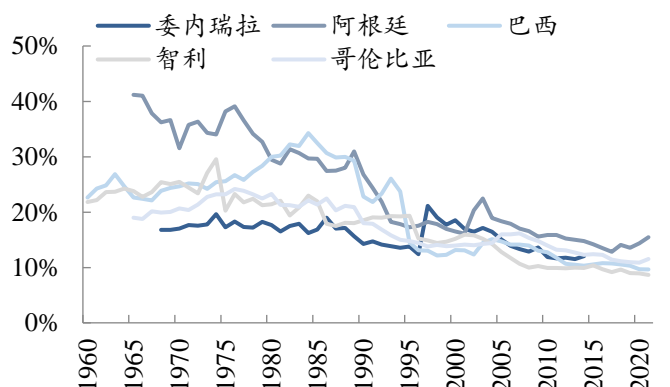
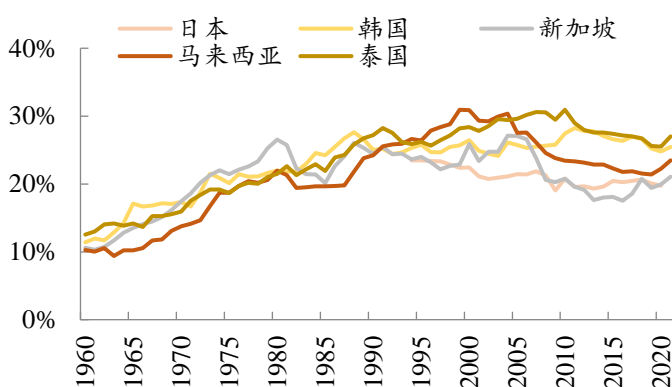
来源: Wind, 国金证券研究所

拉美国家陷入“中等收入陷阱”的原因，或许在于：1) 去工业化，有效投资不足；2) 产业转型失败，全要素生产效率偏低。从经典的柯布道格拉斯生产函数出发，经济增长来源于资本、人力的要素投入或生产效率的提升。对于新兴经济体，前期可以通过从农业部门向工业部门输送劳动力、引入海外资本和技术实现工业化以达成快速增长。

历史回顾看，东亚国家在 1960s 开始制造业增加值占比从 10% 一路上升至 20% 以上，工业发展使其融入世界贸易体系并实现快速增长。相反，拉美国家尽管早期工业化水平较高，例如阿根廷甚至一度达到 40% 以上，但此后一路下滑。

图表34: 东亚国家制造业增加值占比 (%)

图表35: 南美国家制造业增加值占比 (%)

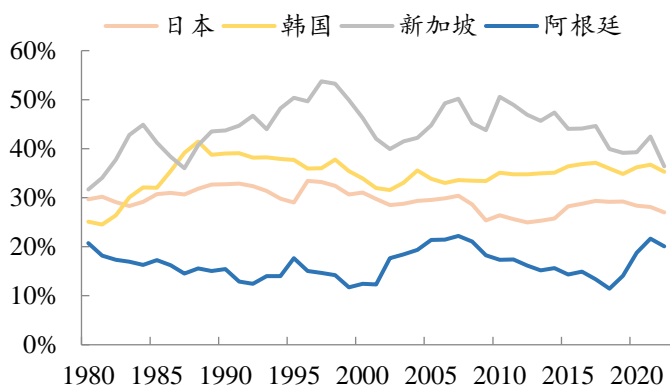


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

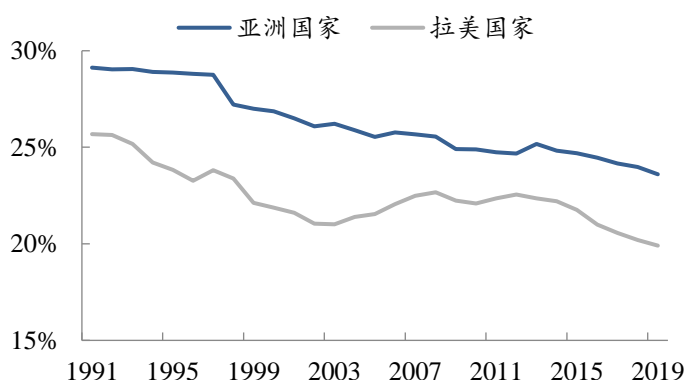
二者之间截然相反的产业选择，导致了不同的经济发展走向。拉美国家制造业的疲弱可能和低储蓄导致投资不足、过度依赖外债有关，政治动荡也使得经济波动性加大。并且拉美国家工业部门劳动力占比也明显低于东亚国家，使得供给端新技术渗透难度加大，而需求端居民不能通过进入生产率更高的部门提升收入水平以支持内需市场扩大，两者共同导致产业转型困难。

图表36: 主要国家储蓄率 (%)



来源: IMF, 国金证券研究所

图表37: 工业部门就业人数平均占比 (%)

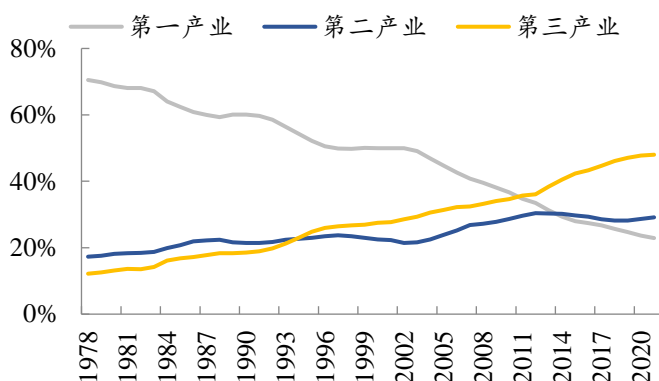


来源: Wind, 国金证券研究所

对于中国而言,由于人口红利的存在和投资导向的发展模式,生产要素的投入强度一直较高,下一阶段持续增长主要看科技引领的产业转型升级能否成功。截至2021年,中国制造业增加值占比27.4%,第二产业就业人数占比29.1%,固定资产形成占GDP比重维持在42%,人力和资本投入强度均领先于其他亚洲国家。

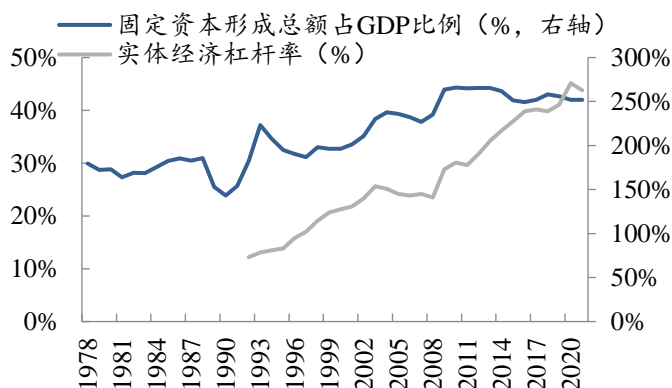
中国不太可能遇到与拉美类似的“中等收入陷阱”问题,但值得注意的是随着人口拐点到来,以及实体经济杠杆率达到历史高位,以要素投入支撑的旧发展模式动能逐渐减弱。未来生产效率提升是内生增长的关键,能否和日韩一样最终成为高收入国家,有赖于数字经济、新能源、半导体等高附加值先进行业的发展。

图表38: 中国就业结构分布 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表39: 中国投资强度



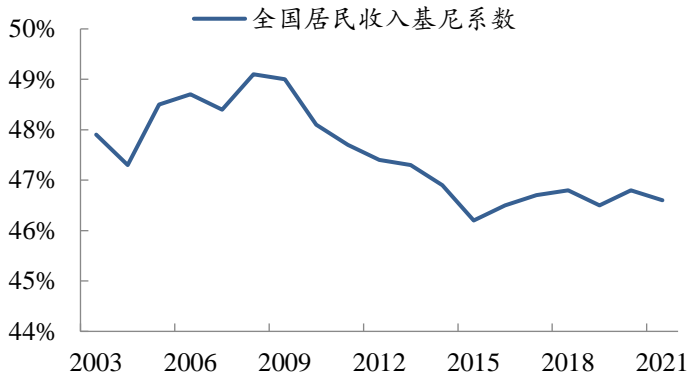
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 实体经济包括居民、政府、非金融企业部门)

2.3、共同富裕社会,分配机制优化

提升消费需求的另一个可能抓手是优化分配结构,更公平的财富分布能更好的释放消费潜力。从历史发展规律上看,经济发展往往伴随着社会收入公平的先降后升,中国在2010年后似乎已经越过库兹涅茨拐点,在经济继续增长的同时公平性开始提升。

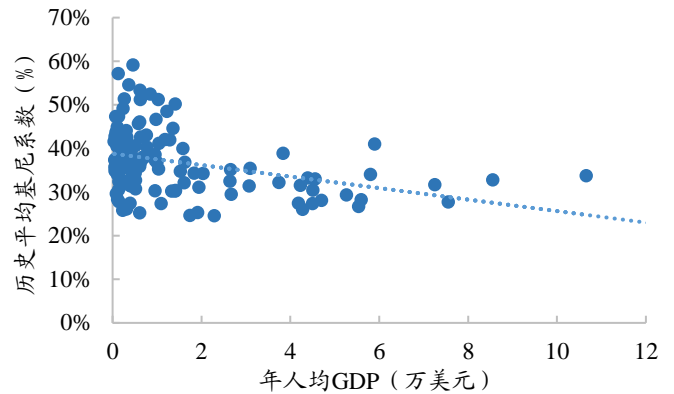
中国基尼系数已从2009年0.49的高点持续回落至2021年的0.47,分配公平得到明显提升。全球视角看,经济增长和公平提升也有明显相关关系,更高的人均GDP水平也会同步带来更低的基尼系数,两者对消费均有明显正面作用。因此,如果中国未来能摆脱中等收入陷阱,实现经济的继续增长,叠加分配公平的持续改善,共振之下消费需求有望继续提升。

图表40: 中国基尼系数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表41: 全球经济水平与基尼系数分布关系

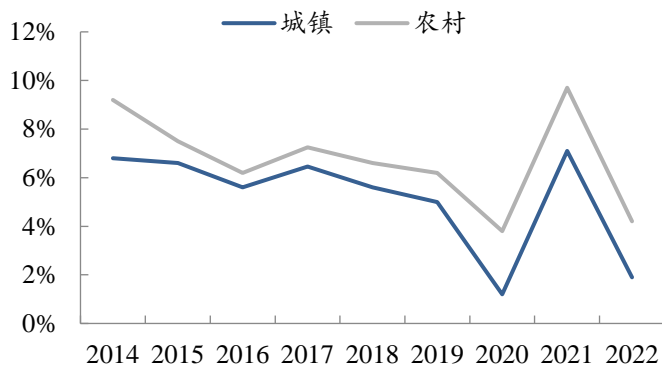


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 选用2018年数据)

回顾来看, 中国社会整体趋于公平、均衡发展, 但仍有结构性不平衡的问题。例如城乡差距、地区差距依然客观存在, 随着这些问题的持续改善, 或将带来增量消费市场空间。

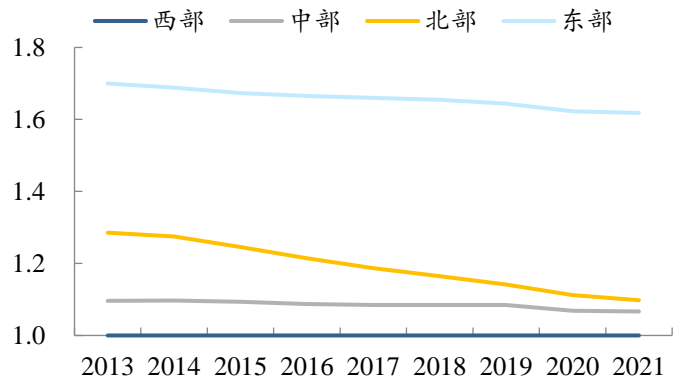
- 从城乡差距看, 农村居民收入增速持续高于城镇居民, 下沉市场消费潜力提升, 2017-2022年 CAGR5 达到 6.1%, 超出城镇居民 2.0pct, 即便在疫情期间依然保持韧性。
- 从地区差距看, 东部地区的领先优势依然明显但有小幅收敛, 西部、中部、北部地区的差异则明显缩小。截至 2021 年, 西部: 中部: 北部: 东部地区人均可支配收入约为 1.0: 1.1: 1.1: 1.6。

图表42: 城乡居民收入增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 地区收入差异



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 以西部地区收入为基数)

社会主要矛盾转变, 政策引导共同富裕社会建设。最后从政策意图上看, 中国共产党的十九大以来, 习近平总书记提出我国社会主要矛盾已转变为“人民群众日益增长的美好生活需求同不平衡不充分的发展之间的矛盾”, 标志着顶层政策的方向性变化, 社会公平成为更重要的考量因素。十九大报告中同时提到, 2035 年“全体人民共同富裕迈出坚实步伐”, 到本世纪中叶“全体人民共同富裕基本实现”。

2021 年, 《中共中央国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》出台, “共同富裕”加速落地, 从浙江示范区的发展目标也可以看到未来中国社会建设发展的蓝图:

- 人均生产总值达到中等发达经济体水平, 基本公共服务实现均等化。
- 城乡区域发展差距、城乡居民收入和生活水平差距持续缩小, 低收入群体增收能力和社会福利水平明显提升, 以中等收入群体为主体的橄榄型社会结构基本形成。

三、投资建议：景气钟摆回落，回归防御属性

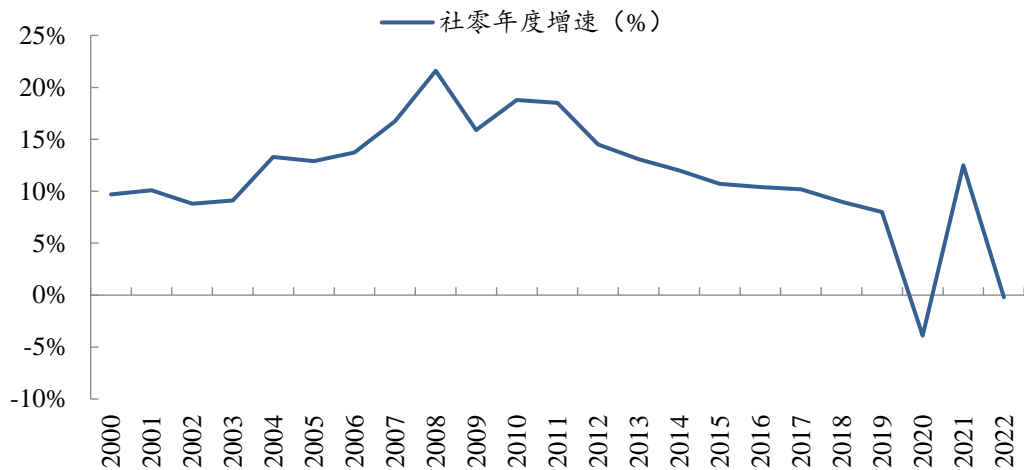
3.1、降低预期增速，风险收益再平衡

消费周期切换，降低增速预期。疫情三年不仅带来短期扰动，也可能引发过去十余年以收入分配改革及居民加杠杆推动消费需求增长模式的切换。周期思维下，大消费可能面临钟摆回落，产业转型期应合理降低增速预期，板块“防御性”依旧但“进攻性”减弱。由于未来增长不确定性增加和增速下行，消费板块需要消化估值以平衡风险收益。

2010-2019年，社零增速长期处于10%以上区间，但增速逐年放缓趋势明显，从18.8%降至8.0%。2020-2022年疫情期间社零增速波动加大，年化中枢进一步放缓。随着疫情防控优化，预计短期内可以见到疫后复苏带来的高弹性恢复，但由于居民杠杆率升至高位、收入水平已接近高收入国家门槛、共同富裕建设刚刚起步，下一阶段消费需求增长斜率可能放缓。

预计未来消费整体需求增速会略高于经济整体增速以实现占比提升，绝对值在5-8%区间浮动。

图表44：社零总额年度同比增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

具体而言，消费板块的业绩增速中枢可能出现下滑，相应估值水平也会调整至匹配水平。以中证消费指数为样本，可以看到消费板块历史上业绩增速与估值的“锚”基本同步调整，高增速带来高估值、低增速带来低估值。

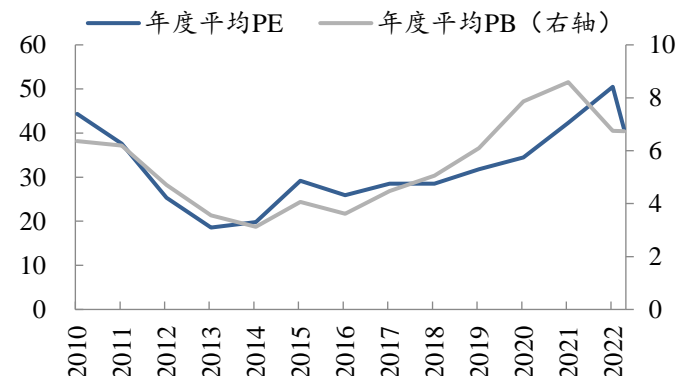
截至2023Q1，消费板块PE、PB水平分别为40.9、6.7，从前期高点开始回落。若后续业绩数据披露印证了净利润增速放缓，则估值水平下滑更多代表了对增速中枢调整后的修正，而不仅仅是市场风险偏好变化导致。

图表45：中证消费指数净利润增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2022Q3）

图表46：中证消费指数年平均估值水平



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至2023Q1）

3.2、存量时代来临，关注结构性机会

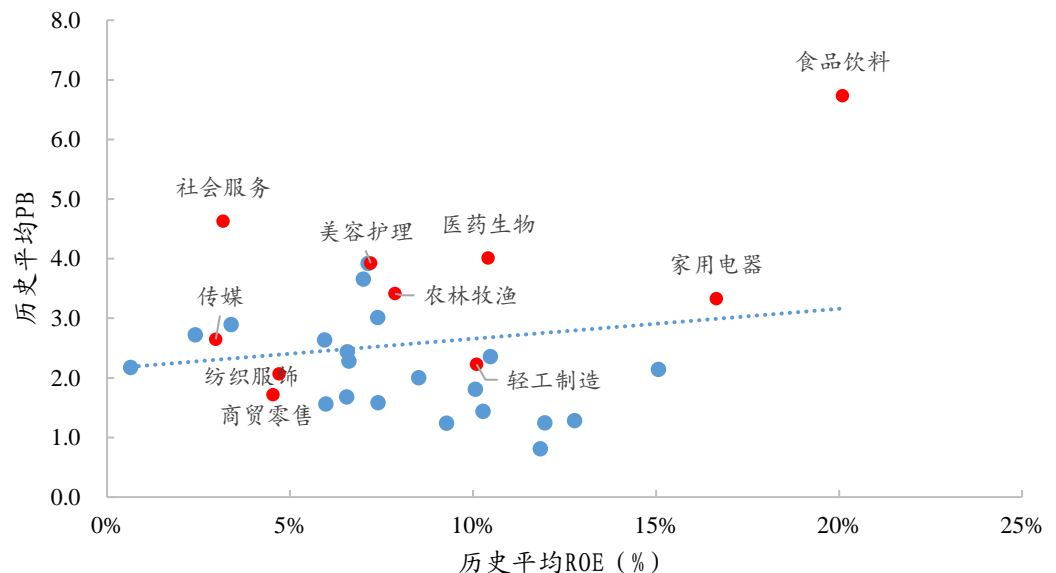
消费存量时代，关注两条主线。经过 00 年代的渠道建设和 10 年代的消费升级，20 年代的消费具有明显存量市场特征：1) 量、价角度均已有长足发展，产品&服务类别全面普及，价格梯度完备，与海外可比市场剩余差距不大；2) 消费总需求增速放缓，各行业结构分化开始凸显。时代风格切换下，我们认为消费板块有以下两条配置思路：

■ 主线一：自下而上寻找 α 机会

随着消费存量时代的到来，行业空间增速放缓或使得竞争加剧，虽然营收、净利润维持长期高增长面临压力，但维持较高的资本回报率 (ROE/ROIC) 是有可能的。消费需求本身具有韧性，进入发展成熟期后维持震荡，下行空间相对有限，而龙头公司竞争壁垒加深，容易出现“剩者为王”的格局，值得持续关注的包括：1) 深入人心的超级品牌 (例如茅五泸、伊利、美的)；2) 用户转换成本高的综合平台 (例如腾讯、美团)。

纵观 A 股各一级行业，消费板块的 ROE 水平位居前列。尤其是食品饮料、家用电器、医药生物、轻工制造 2017-2021 年历史平均 ROE 分别达到 20.1%、16.7%、10.1%、10.4%，有大量基本面优秀、具有长期竞争优势的标的可供挖掘，从价值投资角度出发，始终能提供自下而上的 α 机会。

图表47：A 股一级行业历史 PB-ROE 分布



来源：Wind，国金证券研究所（注 1：数据选用 2017-2021 年平均值；注 2：红点代表大消费相关行业）

■ 主线二：结构性成长的 β 机会

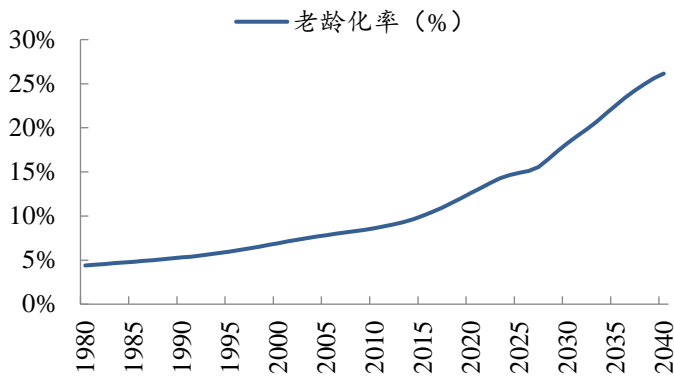
尽管消费需求总量增速放缓，但结构性的变化也在持续发生，消费群体的变化、竞争格局的变化、产品形态的变化都有可能带来行业 β 机会。

我们观察到以下值得关注的趋势：

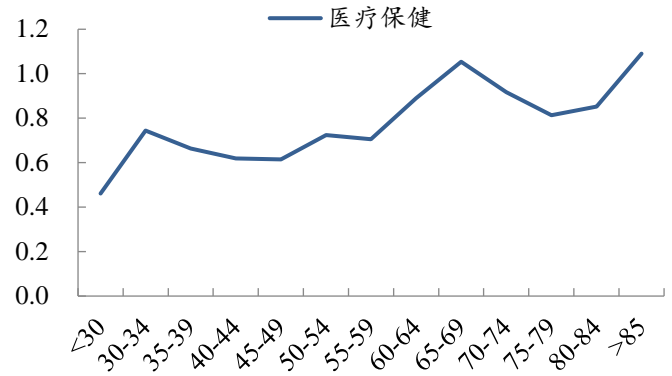
1) 人口老龄化

2022 年，中国人口总量拐点出现，社会中位数年龄上升至 38.5 岁，老龄化率达到 13.7%，步入中度老龄化社会。人口结构的变化将对消费需求产生深远影响，医疗保健受确定性利好，但其他行业也会有不同表现，随着时间推移将会开始反映在业绩层面，相关内容在我们早前发布的报告已有详细讨论（详见《消费前瞻专题（二）：从人口结构展望消费需求变迁》）。

图表48: 中国人口老龄化率预测值



图表49: 日本分年龄段人群医疗保健支出 (万日元)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

来源: 日本统计局, 国金证券研究所

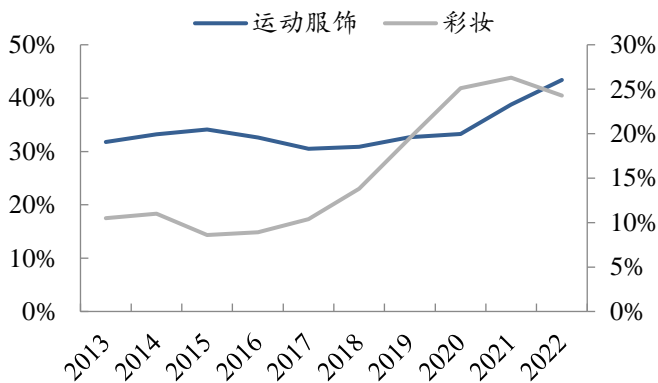
2) 品牌国产化

中国制造业优势显著, 具有全球领先的生产效率, 并且中国消费者对“国货”的认可度不断提升, 从中国制造到中国品牌的变革已经在发生。

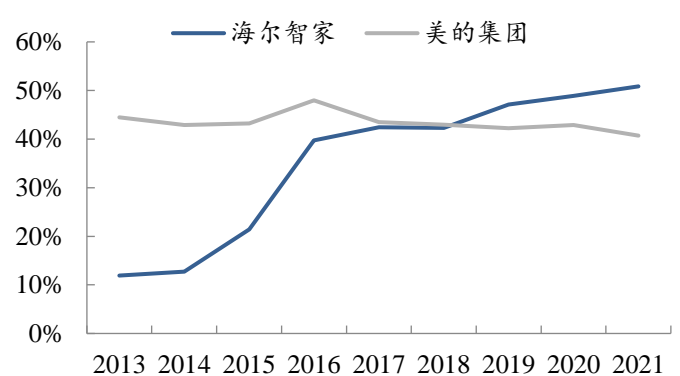
本土市场, 纺织服装、化妆品行业的变化尤为明显, 国潮风、国货化妆品流行, 国产品牌市占率上升。2018-2022年, 运动服饰赛道本土品牌市占率从31%上升至43%, 安踏、李宁等国产品牌强势崛起。彩妆行业同样可以看到花西子、毛戈平等主打中式美学的品牌兴起, 国产品牌2022年整体零售市场占比达到24.3%。

海外市场, 国产品牌出海也如火如荼, 贡献增量市场, 代表性企业如海尔智家、美的集团, 海外收入占比逐年提升, 2021年已接近50%。

图表50: 国产品牌市占率 (%)



图表51: 海外营收占比 (%)



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

3) 产品创新化

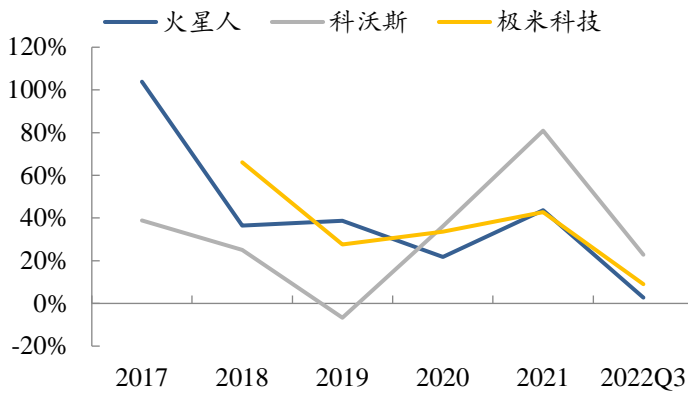
创新是新增需求的源泉, 消费板块同样不乏产品或服务的创新, 尤其是具有科技属性的家用电器、传媒板块, 技术进步正在创造新需求。

典型案例如包括集成灶、清洁电器、投影仪在内的新兴家电品类, 伴随着产品渗透率的提升, 相关上市公司在消费大环境承压的背景下依然能实现营收的持续增长。

近期 ChatGPT 的人工智能技术迭代升级也引发市场广泛关注, 未来 AI 技术在消费领域的应用或许也会带来革命性的变化, 例如 AI+零售、AI+广告营销、AI+智能家居都有较大想象空间, 期待应用层面的产品落地。

图表52: 新兴家电上市公司营收增速 (%)

图表53: AI+智能家居应用



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 百度, 云米, 国金证券研究所

四、风险提示

- 国别差异风险: 中国与海外国家相比具有独特性, 海外经验仅具有部分参考价值。
- 样本选择偏差: 消费板块内涵丰富, 本文讨论内容可能不代表行业全貌。
- 长期展望不代表短期: 短期市场受多重因素扰动, 不确定性较大, 可能偏离长期趋势。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402