

商业贸易

证券研究报告

2019年03月13日

从美国消费经验看我国消费路在何方

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

马松

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518120001
masong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:春节结构变化与新趋势分析》 2019-02-27
- 2 《商业贸易-行业深度研究:拥抱新生代妈妈经济》 2019-02-12
- 3 《商业贸易-行业研究周报:【天风商社】2018社零前高后低企稳收关,2019积极布局消费板块“三重底”——总量零售社服教育化妆品黄金珠宝周观点》 2019-01-30

我国消费支出总额位列全球第二,未来消费路在何方?

国民经济发展及可支配收入的提升拉动我国居民消费稳步提升,2017年居民消费支出总额为31.75万亿元,+8.2%yoy(剔除通胀因素后+4.2%yoy),为全球仅次于美国第二大消费体。2017年居民消费支出占GDP比重达38.7%,为经济增长的主要动力之一。在城镇、农村居民可支配收入稳步提升,政府对消费支持力度加大的背景下,未来我国消费将走出怎样的成长路径,消费结构又将如何变迁?我们总结了美国消费成长路径及消费结构变迁规律,以期对我国消费未来发展方向有所指引。

美国历史经验:从大众消费-品牌消费-理性消费,从商品消费-服务消费

个人消费总量整体稳步提升,近四十年增速基本稳定在6%以下。消费支出受全球经济危机等宏观因素影响较为明显,在几次严重经济危机期间增速为负,但在经济危机结束后恢复速度也较快,极少出现连续两年及以上负增长的情况,可见整体消费能力非常强劲。

美国近百年消费史大体可划分为如下几个阶段:①1920S:大众消费社会开端,耐用消费品消费起步②1929-1945年:大萧条、二战致消费大众化进程中中断③1946-1970年:人口增长+城市郊区化+中产阶级扩大,大众消费迅速普及④1971-1990年:陷“滞胀”危机,贫富差距拉大,品牌消费盛行⑤1991年至今:供给端、需求端、政策端合力促进理性消费。

美国消费结构整体遵循非耐用品-耐用品-服务的发展路径,符合马斯洛需求层次理论。随着经济发展、人民生活水平提高,食品、服装等基本生活需求得到满足,汽车、家具、家电等耐用品消费开始增多,最后休闲娱乐等服务性消费增多以满足高层次享乐需求。当前服务消费在消费支出中占据主导地位,2017年,耐用品、非耐用品、服务消费支出分别占比10.6%、20.6%、68.8%。

当前中国和上世纪70-80年代的美国最为相似

从人口增速、人口结构、实际&可透支消费能力上看,中国与上世纪70-80年代的美国最为接近。从消费观念上看,中国消费群体基数大,收入水平参差不齐,使得消费观念呈现多元化、变化快的特征。一方面,中国依旧为奢侈品消费大国,品牌消费盛行;另一方面,消费者在进行消费决策时越来越关注质量及性价比,呈现一定的理性消费时代特征。从消费结构上看,食品烟酒、衣着等非耐用品占比下降,服务性消费占比上升的消费结构变化趋势与美国非耐用品-耐用品-服务的消费结构变迁路径相吻合,预计未来服务性消费仍有广阔上升空间。

风险提示: 宏观经济下行、消费政策落地不及预期

内容目录

1. 我国消费支出总额位列全球第二，未来消费路在何方？	4
2. 美国历史经验：大众消费-品牌消费-理性消费，商品消费-服务消费	6
2.1. 个人消费总量上行，对经济拉动作用强	6
2.2. 美国近百年消费史：大众消费-品牌消费-理性消费	7
2.3. 消费结构变迁：从商品消费向服务消费倾斜	13
2.3.1. 商品消费 VS 服务消费：非耐用品消费受经济环境影响最大，服务消费涨势稳定占比提升。	13
2.3.2. 耐用品消费：休闲用品增速最快，占比提升	14
2.3.3. 非耐用品消费：食品饮料、衣服鞋帽等刚需增长缓慢，其他非耐用品增长迅速	14
2.3.4. 服务消费：卫生保健成除住房外第二大消费支出	15
3. 中国当前阶段和上世纪 70-80 年代的美国最为相似	16
3.1. 人口：总人口增速放缓，老龄化程度高	16
3.2. 消费能力：人均 GDP、杠杆率与 80 年代的美国接近	17
3.3. 消费观念：品牌消费与理性消费并行	18
3.4. 消费结构前瞻：参照美国经验，服务消费尚有提升空间	19

图表目录

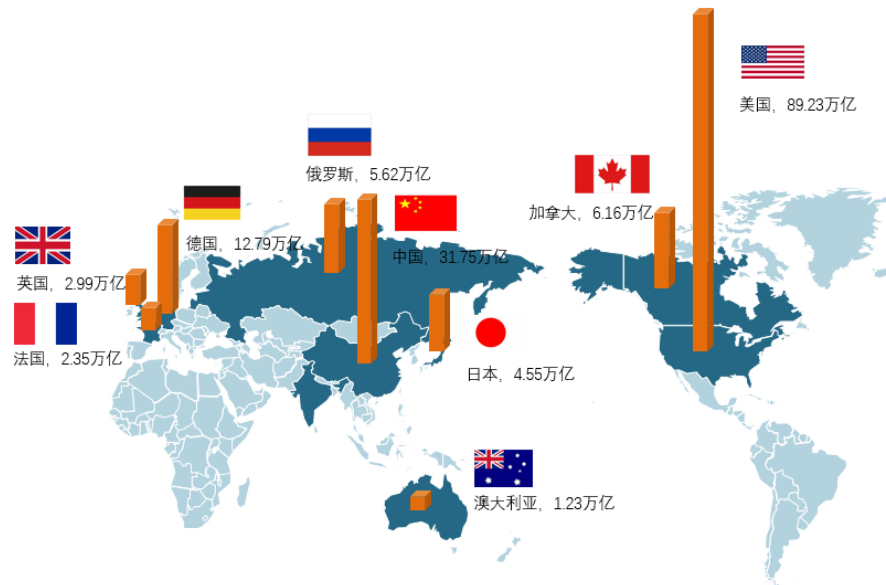
图 1：我国为全球第二大消费体	4
图 2：2017 年我国居民消费支出总额 31.75 万亿，+8.2%yoy	4
图 3：近 10 年消费支出总额占 GDP 比重小幅上升	4
图 4：农村居民人均消费支出增速较城镇居民高	4
图 5：农村居民边际消费倾向更强	4
图 6：美国剔除通胀因素后的个人消费支出总量稳步提升	6
图 7：2017 年美国个人消费支出/GDP 为 68.4%	6
图 8：美国消费占 GDP 比重高于其他主要经济体	6
图 9：人均消费支出与人均可支配收入呈现高度相关性	7
图 10：大众消费-品牌消费-理性消费	7
图 11：消费信贷催动汽车消费	8
图 12：1920s 耐用消费品欣欣向荣	8
图 13：1920s 汽车、无线电、家用电器消费支出占比提升明显	8
图 14：大萧条时期失业率飙升	8
图 15：大萧条时期消费支出骤减，耐用品所受冲击最大	8
图 16：“4664 婴儿潮”致美国人口数量 20 年增加逾 4700 万	9
图 17：1960 年，0-13 岁儿童占比 29.5%	9
图 18：1946-1970 年住房、家居家具、食品、服装、医疗等消费支出上升较快	9
图 19：1946-1970 年中等收入群体所拥有的社会财富达到战后至今的最高水平	10
图 20：70 年代美国 GDP 低增长	11
图 21：70 年代美国通胀率高企	11

图 22: 70-80 年代工人工资增速低于企业利润增速	11
图 23: 70-80 年代贫困线下人口数量增多	11
图 24: 2009 年以来美国居民储蓄率回升明显	12
图 25: 服务消费复合增速最高	13
图 26: 耐用品消费增速波动较大	13
图 27: 美国消费结构从商品消费向服务消费倾斜	13
图 28: 2017 年美国服务消费占比 68.8%，占据主导地位	13
图 29: 休闲用品复合增速最快	14
图 30: 机动车及零部件消费对经济环境敏感度较强	14
图 31: 家居家具占比下行，休闲用品占比上行	14
图 32: 2017 年美国耐用品消费占比	14
图 33: 刚需非耐用品增长缓慢，其他非耐用品增长迅速	14
图 34: 汽油及其他能源产品消费波动剧烈	14
图 35: 食品饮料占比下降，其他非耐用品占比上行	15
图 36: 2017 年美国非耐用品消费占比	15
图 37: 卫生保健增长迅速向住房靠拢	15
图 38: 卫生保健、金融服务占比上行	16
图 39: 2017 年美国服务消费占比	16
图 40: 人口增长进入长期稳定的低速增长期	16
图 41: 中国老龄化程度与上世纪 80 年代的美国接近	16
图 42: 城镇人均可支配收入达到 10000 国际元（美国从商品消费向服务消费过渡的收入水平）	17
图 43: 人均 GDP 与美国 20 世纪 80 年代中期接近	17
图 44: 居民杠杆率与美国 20 世纪 80 年代中期接近	17
图 45: 中国消费者奢侈品消费总量占全球比重超三分之一	18
图 46: 中国奢侈品消费者 18-30 岁占比 68%	18
图 47: 中国奢侈品消费者大学及以上学历占比 71%	18
图 48: 质量为购物决策首要考虑因素，性价比是第二个	19
图 49: 2018 年衣、食、住仍为居民消费支出最主要组成部分	19
图 50: 农村居民食品烟酒占比高于城镇居民，服务性消费占比低	19
表 1: 2018 年以来国家刺激消费政策概览	5
表 2: 1950-1970 年郊区人口增长最快	10
表 3: 70-80 年代美国消费信贷规模扩张飞速	12

1. 我国消费支出总额位列全球第二，未来消费路在何方？

我国居民消费支出总额位列全球第二，消费占 GDP 比例超三分之一。国民经济发展及可支配收入的提升拉动我国居民消费稳步提升，2017 年居民消费支出总额为 31.75 万亿元，+8.2%yoy（剔除通胀因素后+4.2%yoy），为全球仅次于美国第二大消费体。2017 年居民消费支出占 GDP 比重达 38.7%，为经济增长的主要动力之一。

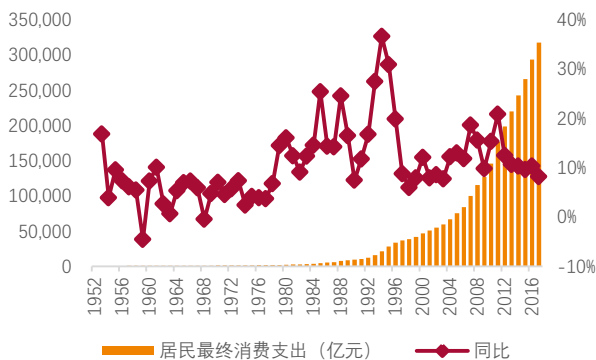
图 1：我国为全球第二大消费体



资料来源：Wind，各国国家统计局，美国商务部经济分析局，天风证券研究所

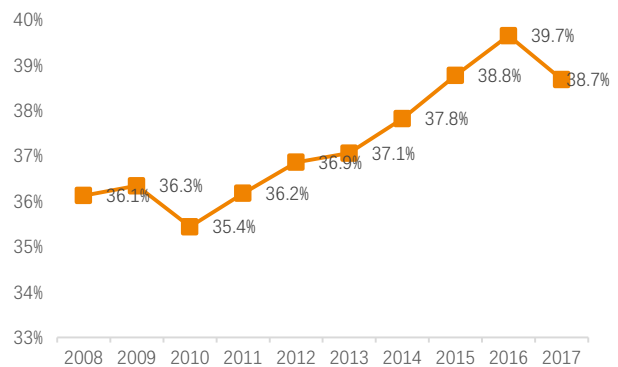
注：居民消费支出数据为 2017 年，均折算为人民币

图 2：2017 年我国居民消费支出总额 31.75 万亿，+8.2%yoy



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：近 10 年消费支出总额占 GDP 比重小幅上升

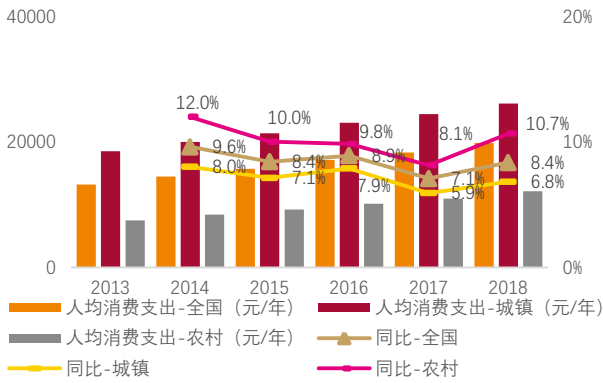


资料来源：Wind，天风证券研究所

从人均层面上看，全国居民人均消费支出稳步增长，其中农村居民人均消费增速高于城镇居民。2018 年全国居民人均消费支出为 19,853 元/年，+8.4%yoy；其中城镇居民人均消费支出 26,112 元/年，+6.8%yoy，农村居民人均消费支出 12,124 元/年，+10.7%yoy。农村居民收入水平不断提升、边际消费倾向强，促使农村消费潜力得到释放，虽然当前农村人均消费水平仍不足城镇居民消费的一半，但增速更快，两者之间相对差距收窄。

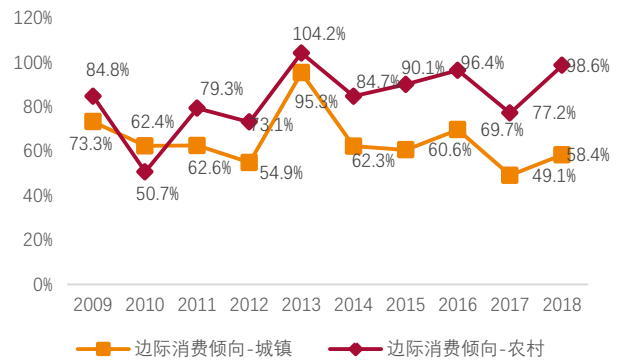
图 4：农村居民人均消费支出增速较城镇居民高

图 5：农村居民边际消费倾向更强



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 2013年后国家采用城乡一体化统计口径



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 边际消费倾向=Δ人均消费支出/Δ人均可支配收入

2018年以来,减税+刺激消费政策频出,从生产者、消费者供需两端发力,政府对于拉动居民消费的决心可见一斑。2018年9月,《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》出台,提出放宽服务消费领域准入门槛,推进实物消费结构升级,健全消费信用体系,从供给端提振消费。2019年1月1日,“新个税”正式施行,利好消费能力提升、消费环境改善,从收入端入手直接激发消费潜力。

表 1: 2018 年以来国家刺激消费政策概览

时间	名称	部门	内容
2018年9月20日	《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	国务院	坚持消费引领,倡导消费者优先;坚持市场主导,实现生产者平等;坚持审慎监管,推动新消费成长;坚持绿色发展,培育健康理性消费文化;构建更加成熟的消费细分市场,壮大消费新增长点;健全质量标准和信用体系,营造安全放心消费环境;强化政策配套和宣传引导,改善居民消费能力和预期;
2018年9月24日	《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020年)》	国务院	进一步放宽服务消费领域市场准入,包括旅游、文化、体育、健康、养老、家政、教育培训;完善促进实物消费结构升级的政策体系:大力发展住房租赁市场、促进汽车消费优化升级、发展壮大绿色消费、进一步扩大和升级信息消费、推动传统商贸创新发展;加快推进重点领域产品和服务标准建设;建立健全消费领域信用体系。
2018年9月30日	《关于降低部分商品进口关税的公告》	国务院关税委会	将部分国内市场需求大的工程机械、仪器仪表等机电设备平均税率由12.2%降至8.8%,纺织品、建材等商品平均税率由11.5%降至8.4%,纸制品等部分资源性商品及初级加工品平均税率由6.6%降至5.4%,并对同类或相似商品减并税级。
2018年12月18日	《中华人民共和国个人所得税法实施条例》(修订后)	国务院	起征点确定为每月5000元;居民个人的综合所得,以每一纳税年度的收入额减除费用六万元以及专项扣除、专项附加扣除和依法确定的其他扣除后的余额,为应纳税所得额。减税向中低收入倾斜:个税的部分税率级距进一步优化调整,扩大3%、10%、20%三档低税率的级距,缩小25%税率的级距,30%、35%、45%三档较高税率级距不变。多项支出可抵税:在扣除基本减除费用标准和“三险一金”等专项扣除外,还增加了包括子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等支出在内的专项附加扣除项目。
2019年1月29日	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案	国家发改委、工信部、民政部	多措并举促进汽车消费;补足城镇消费供给短板,更好满足城镇化和老龄化需求;促进农村消费提质升级;促进家电产品更新换代;进一步优化消费市场环境。

资料来源：发改委、国务院、关税司网站，天风证券研究所

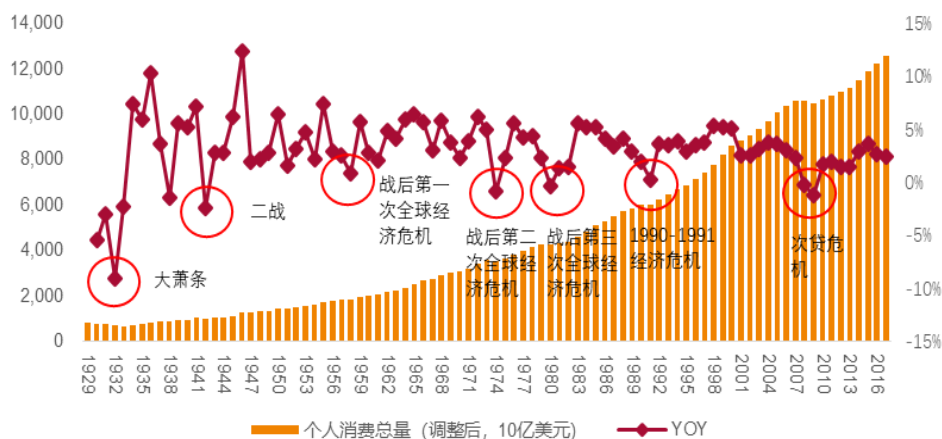
在城镇、农村居民可支配收入稳步提升，政府对消费支持力度加大的背景下，未来我国消费将走出怎样的成长路径，消费结构又将如何变迁？我们总结了美国消费成长路径及消费结构变迁规律，以期对我国消费未来发展方向有所指引。

2. 美国历史经验：大众消费-品牌消费-理性消费，商品消费-服务消费

2.1. 个人消费总量上行，对经济拉动作用强

纵观美国自1929年-2017年近90年消费史可以看到：美国剔除通胀因素后的个人消费总量整体稳步提升，近四十年增速基本稳定在6%以下。消费支出受全球经济危机等宏观因素影响较为明显，在几次严重经济危机期间增速为负，但在经济危机结束后恢复速度也较快，极少出现连续两年及以上负增长的情况，可见美国整体消费能力是非常强劲的。

图6：美国剔除通胀因素后的个人消费支出总量稳步提升

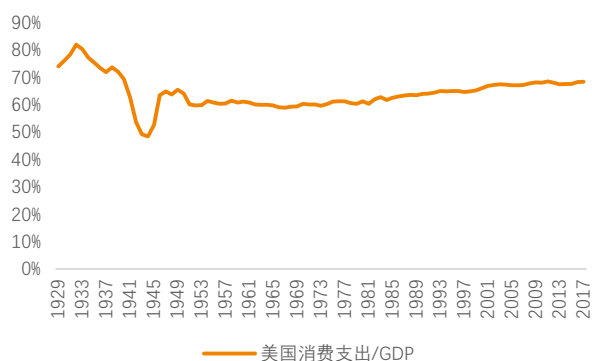


资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

注：通胀调整统一以2012年为基期，后凡涉及通胀调整均与此相同

消费为美国经济增长主要引擎。在出口、投资、消费拉动经济增长的“三驾马车”中，消费对经济的贡献率最高，2017年个人消费支出占GDP的比重达到68.4%，高于其他主要经济体。从消费率上看，美国或已进入高额群众消费阶段。

图7：2017年美国个人消费支出/GDP为68.4%



资料来源：Wind，美国商务部经济分析局，天风证券研究所

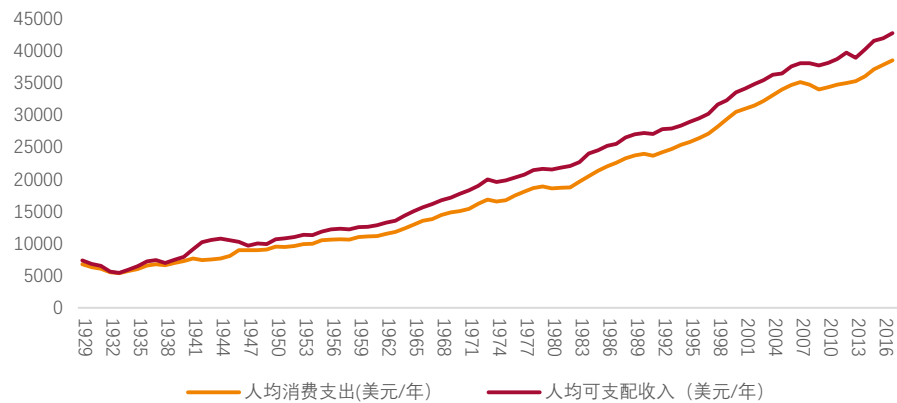
图8：美国消费占GDP比重高于其他主要经济体



资料来源：Wind，各国家统计局，天风证券研究所

从人均消费支出看，人均消费支出与人均可支配收入呈现高度相关性。两者之间相关系数超过 0.9，可见人均可支配收入为消费支出的一个非常重要的决定因素。

图 9：人均消费支出与人均可支配收入呈现高度相关性

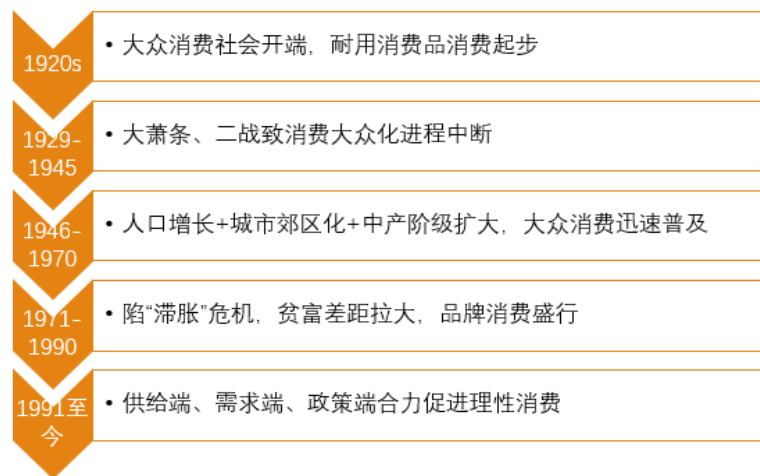


资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

2.2. 美国近百年消费史：大众消费-品牌消费-理性消费

美国近百年消费史大体可划分为如下几个阶段：

图 10：大众消费-品牌消费-理性消费

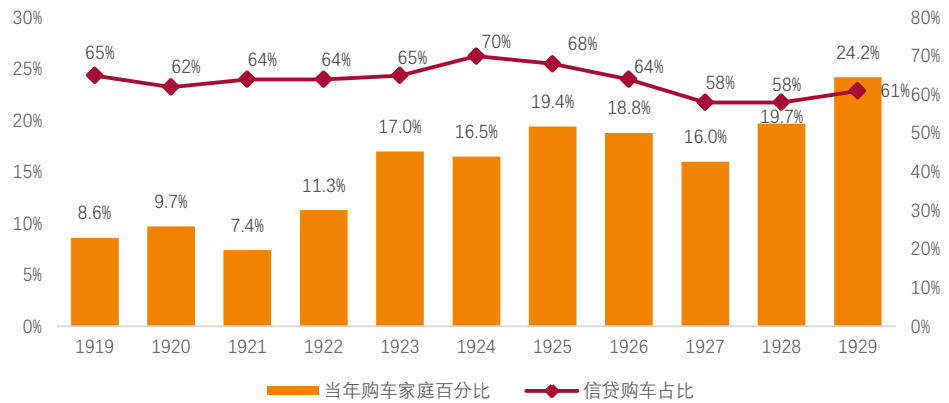


资料来源：《美国消费社会的形成》（刘凤环）、《20 世纪 50-70 年代美国购物中心的兴盛及其原因与影响》（姜静静）、《滞胀危机解决后美国社会经济的变化》（张宏宇）、《日美两国生活消费模式的变化及对我国的启示》（鲁捷）、天风证券研究所

1920S：大众消费社会开端，耐用消费品消费起步

1920S 为二战前美国经济最为繁荣的时期，被称为“柯立芝繁荣”。这一时期，受益于生产力的大幅提升，消费品工业经济空前繁荣，可供消费商品的种类及数量都渐趋丰富。同时人均可支配收入的提高、消费信贷体系的建立使得美国人消费力得到明显提升。1913 年，第一家汽车按揭贷款公司成立，专门向普通大众提供汽车消费信贷，买车不再是富裕阶层的专利，消费者只需付四分之一的预付款，剩下的部分分期付款即可。消费信贷的发展催动越来越多的汽车消费以分期付款的形式发生，信贷购车占比过半，此后消费信贷也被逐步推广到收音机、洗衣机、珠宝、服装等商品。

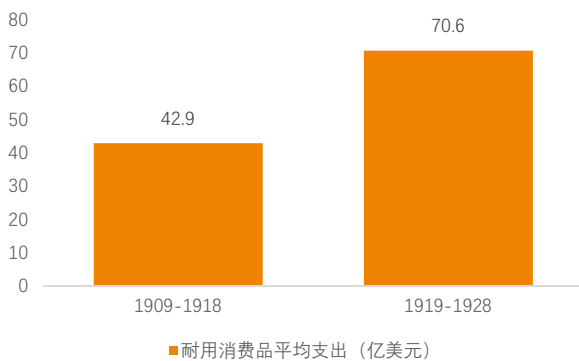
图 11：消费信贷推动汽车消费



资料来源：《美国大萧条的逻辑起点：收入分配不公（1919~1929）》（刘巍、李杰），天风证券研究所

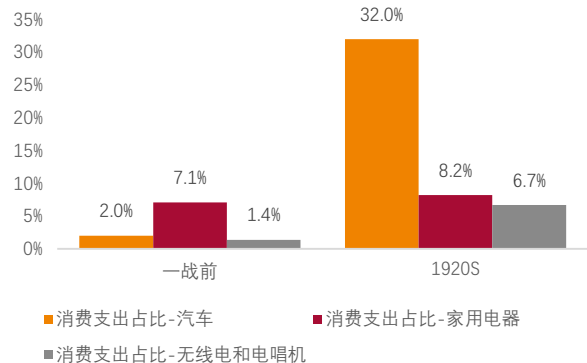
工业经济发展使得可供消费商品种类、数量提升，收入上涨+消费信贷驱动购买力上升，能买到+有能力买共同催动耐用消费品消费热潮，汽车、无线电、家用电器等耐用品消费量大涨。美国历史上首次出现非生产性、非必需消费品消费浪潮，此次耐用品消费革命被视为美国消费社会形成的开端。

图 12：1920S 耐用消费品欣欣向荣



资料来源：《美国消费社会的形成》（刘凤环），天风证券研究所

图 13：1920S 汽车、无线电、家用电器消费支出占比提升明显



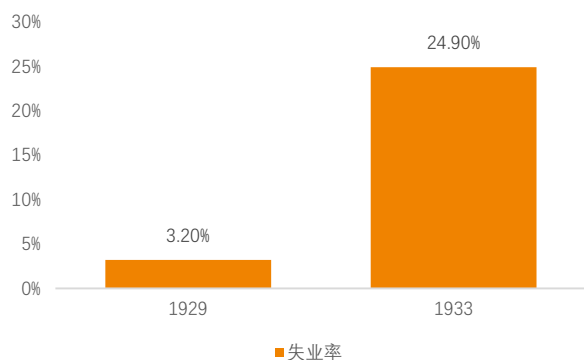
资料来源：《美国消费社会的形成》（刘凤环），天风证券研究所

1929-1945 年：大萧条、二战致消费大众化进程中中断

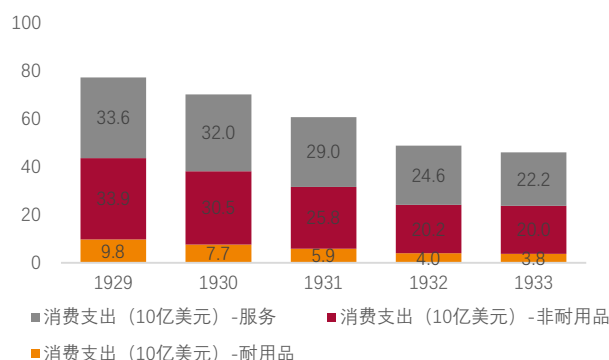
1929-1938 年：大萧条时期，信贷收缩+失业率飙升致 10 年消费基本停滞。1929-1933 年为大萧条时期，1929 年货币政策的收紧致使股市暴跌、银行爆发破产危机、信用收缩。消费信贷的减少使得消费需求，尤其是耐用品消费需求骤减，供给端总产出相应减少，工厂爆发“裁员热”，失业率从 1929 年的 3.2% 飙升至 1933 年的 24.9%，致人均可支配收入下滑，进一步降低消费需求，形成恶性循环。1929-1933 年消费总额下滑明显，连续 4 年负增长，为美国近百年消费史中最严重、持续时间最长的一次衰退。1934 年消费开始回暖，1936 年才恢复至大萧条前的消费水平。

图 14：大萧条时期失业率飙升

图 15：大萧条时期消费支出骤减，耐用品所受冲击最大



资料来源：地球日报，天风证券研究所



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

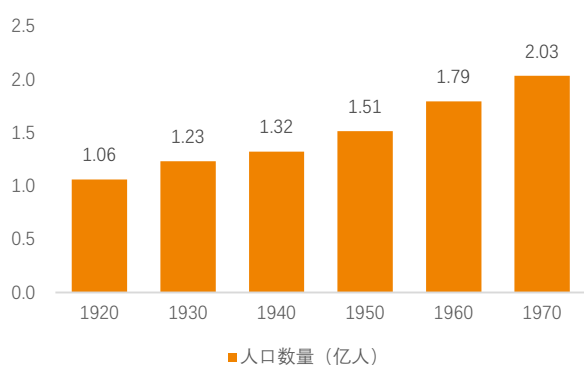
1939-1945 年：二战对美国消费冲击较小。二战初期，美国并未参战，军火贸易反而在一定程度上带领美国走出大萧条的阴霾，1939-1941 年消费支出总额连续 3 年增长。1941 年 12 月正式参与二战，1942 年消费总额受到了一定冲击，同比下降 2.4%，1943-1945 年再次恢复正增长。

1946-1970 年：人口增长+城市郊区化+中产阶级扩大，大众消费迅速普及

这一时期，美国经历了长期战后繁荣，人均收入水平上行，消费总量上升较快，即便在 1957-1958 年二战后第一次世界经济危机期间，消费总量仍保持小幅增长，本次消费复苏背后的驱动因素主要有以下两点：

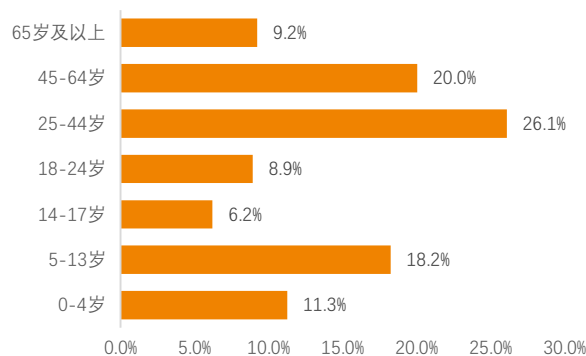
第一，“婴儿潮”催生住房、食品、服装、教育、医疗等多项需求。战后经济长期繁荣与医疗卫生条件的改善使得美国人口生育率提高、死亡率下降，“1946-1964 婴儿潮时代”开启。据人口普查，1960 年美国人口数量达到 1.79 亿，较 1940 年增加逾 4700 万，0-13 岁儿童占比达到 29.5%。总人口数量的提升、人口结构的改善成为消费总额增长的有力引擎。“婴儿潮”直接激发了住房、家居家具、尿布、婴儿食物、服装、玩具等必需品的消费需求，以及校舍、书本、师资等教育资源，药品、疫苗等医疗资源的需求。

图 16：“4664 婴儿潮”致美国人口数量 20 年增加逾 4700 万



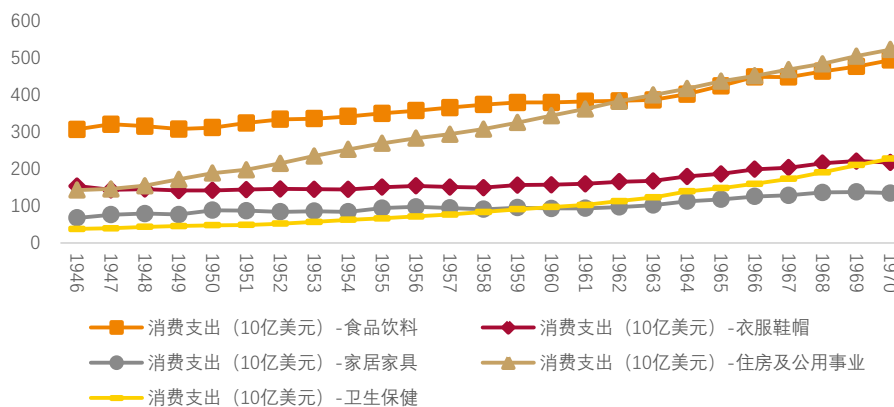
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：1960 年，0-13 岁儿童占比 29.5%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：1946-1970 年住房、家居家具、食品、服装、医疗等消费支出上升较快



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

第二，城市化向郊区化转变，促商业、服务向郊区扩散，城乡差距缩小，中产阶层扩大。工业化后，制造业、服务业大规模向城市聚集，城市拥挤、工业污染等问题使得城市变得不那么宜居。二战后，一系列技术及交通革命使得工业从城市向郊区扩散成为可能，加之政府适时地推动郊区化进程，工业不需要再局限于城市，工厂主开始在郊区建厂或向郊区迁厂。与此同时，中产阶级、富裕的蓝领工人开始大规模从城市向郊区迁移，寻找更宜居的生活环境。1940-1970年，郊区人口激增 275%，而城市人口仅增长 50%。随着工厂、富裕人口向郊区迁移，商业、服务业也开始向郊区扩张，商业区、购物中心数量明显增多。1950年代中期，全美只有几十家购物中心，1960年有 4,500 个，1970 年有 8,000 余家。除购物中心外，影院、餐厅、俱乐部、运动场等休闲娱乐设施也迅速向郊区发展。

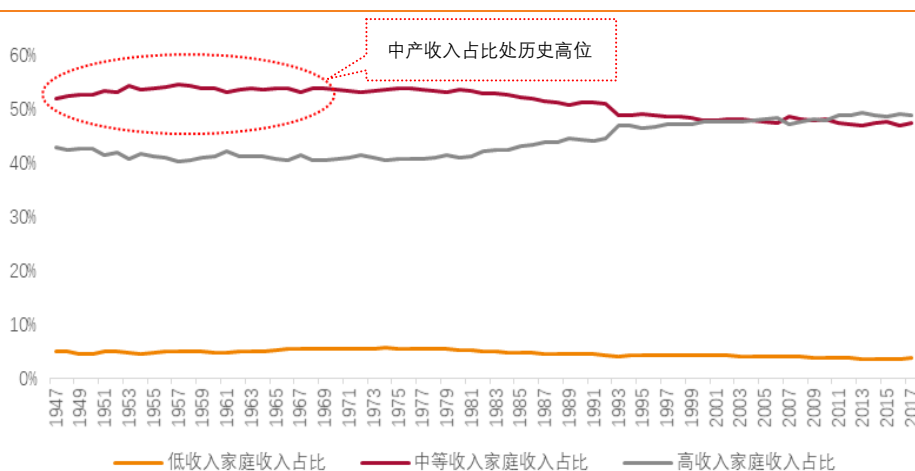
由于科技进步及机械化程度提高，农村生产力得到提升，拉动农村居民收入水平提升。同时，郊区化下工业、商业、休闲娱乐业的崛起为农村带来了大量就业岗位，农村与城市之间的界限逐渐模糊，中产阶级数量不断壮大。1946-1970年，中等收入群体所拥有的社会财富达到战后至今的最高水平，居民消费水平普遍得到提升。

表 2：1950-1970 年郊区人口增长最快

区域类型	1950-1960 年人口复合增速	1960-1970 年人口复合增速
非大都市区	0.7%	0.7%
大都市区	2.6%	1.6%
中心城市	2.2%	0.6%
郊区	4.7%	2.3%

资料来源：《美国城市化和郊区化历史回顾及对中国城市的展望》(陈雪明)，天风证券研究所

图 19：1946-1970 年中等收入群体所拥有的社会财富达到战后至今的最高水平



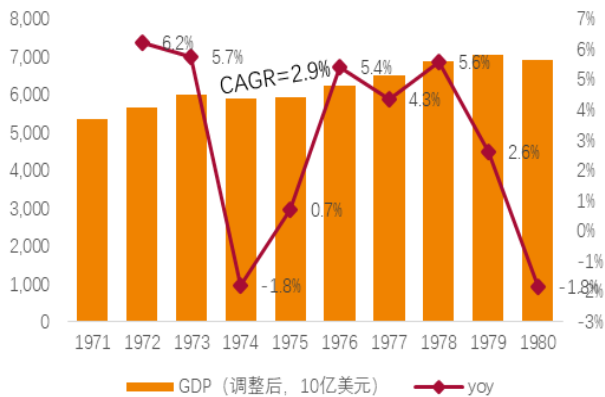
资料来源：Wind，天风证券研究所

1946-1970 年，在上述消费人口基数扩大、居民消费水平普遍提升两个因素驱动下，加之战后人们对于美好生活的强烈向往，美国经历了较长一段时间的大众消费繁荣，个人消费支出总量复合增速 3.8%（剔除通胀影响）。

1971-1990 年：陷“滞胀”危机，贫富差距拉大，品牌消费盛行

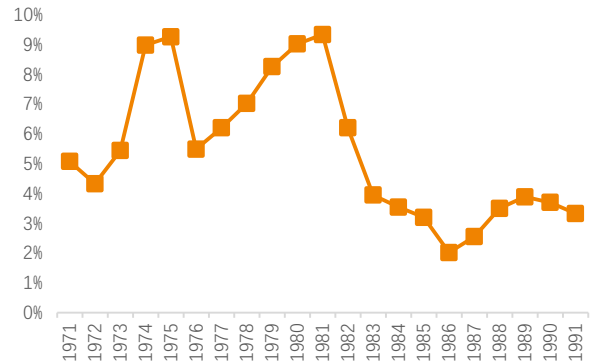
生产力提升趋缓、其他经济体崛起，内忧外患致美国陷“滞胀”危机。战后居民消费支出的迅速增长一定程度上挤占了储蓄与投资，劳动生产率增长趋缓，加之这一时期日本、德国等国家逐渐从二战的冲击中恢复，美国的国际竞争力面临挑战。70 年代的美国开始陷入 GDP 低增长、失业率高企、物价高增长的“滞胀”危机。1971-1980 年，GDP 实际复合增速仅 2.9%，通胀率长期在 5% 以上。

图 20：70 年代美国 GDP 低增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

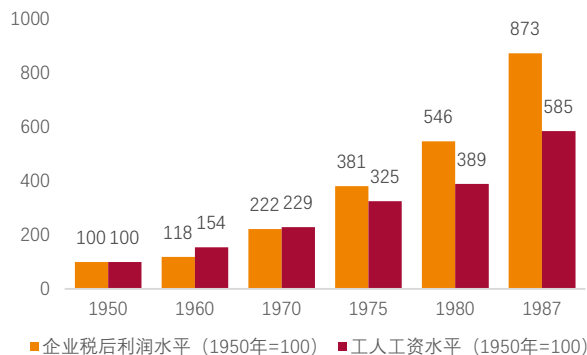
图 21：70 年代美国通胀率高企



资料来源：Wind，天风证券研究所

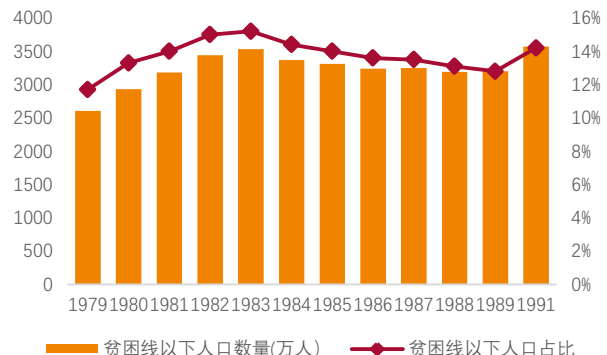
富者恒富，穷者恒穷，贫富差距扩大。科技的发展、资本的积累加速财富向掌握资产的资本家手中集中，70-80 年代工人工资增速显著低于企业利润增速。此外，在高通胀的背景下，富裕阶层通过投资黄金、房地产、金融资产、艺术品等方式实现资产保值甚至增值，贫困阶层、中产阶层实现资产增值的手段极为有限，社会财富进一步向富裕阶层集聚，贫富差距拉大。1979-1991 年，贫困线以下人口占比从 11.7% 上升至 14.2%。

图 22：70-80 年代工人工资增速低于企业利润增速



资料来源：《美国贫富差距的现状及其原因》（狄承锋），天风证券研究所

图 23：70-80 年代贫困线下人口数量增多



资料来源：《美国贫富差距的现状及其原因》（狄承锋），天风证券研究所

高收入阶层掀起“雅皮士”消费浪潮，品牌消费盛行。“雅皮士”为 80 年代对于高学历、高收入、有上进心年轻群体的代称。这一群体年龄集中在 20-40 岁，受过高等教育，毕业后从事公司管理、科学技术研发、高等院校教师、医生、律师等工作，年收入超过 5 万美元。“雅皮士”崇尚奢靡消费，重视名牌而不是那么在意商品的实用价值，消费更多是为展示自身社会地位。

“雅皮士”消费文化对于美国社会消费影响深远，“蓝领上层”、“未来的雅皮士”等群体倾向于模仿“雅皮士”的消费行为。高技术领域的“蓝领上层”虽未必受过高等教育，但由于高科技领域人手短缺，收入水平仅略低于“雅皮士”（年收入 4.5 万美元），同样有消费高档住宅、豪华汽车、珠宝首饰等高档品的实力。“未来的雅皮士”与“雅皮士”同样受过高等教育，由于职业原因收入远不及“雅皮士”（年收入 2.2-2.4 万美元），但有领略“雅皮士”生活方式的愿望，他们通过消费信贷的方式满足这种消费需求。

表 3：70-80 年代美国消费信贷规模扩张飞速

时间	消费者借贷额（亿美元）	每增加 500 亿元用时
1967.9	501.8	20 年 8 个月
1974.3	1003	6 年 6 个月
1978.6	1518.3	4 年 3 个月
1983.8	1998.3	5 年 2 个月
1984.11	2494.1	1 年 3 个月
1986.5	3000.5	1 年 7 个月

资料来源：《滞胀危机解决后美国社会经济的变化》（张宏宇），天风证券研究所

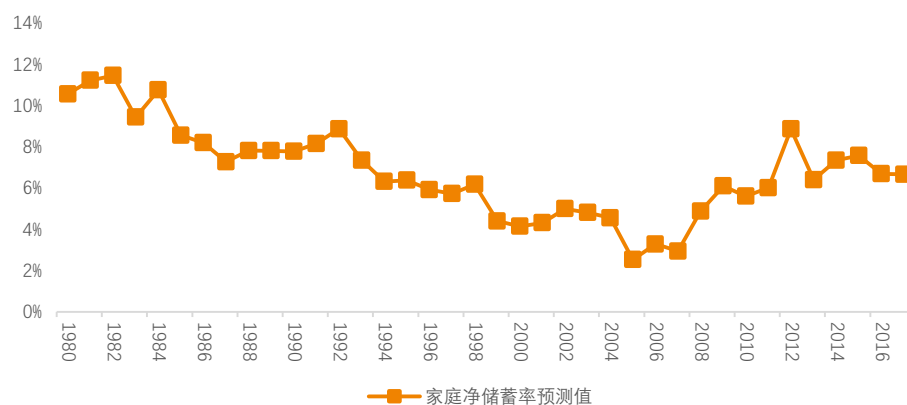
1991 年至今：供给端、需求端、政策端合力促进理性消费

美国消费从奢靡品牌消费向理性消费转变主要受下面 3 个因素影响：

供给端：大品牌过度关注价格，小品牌提质逆袭，消费者开始关注性价比。80 年代品牌消费的盛行让诸多品牌商误以为单纯依靠品牌就可以长期占领市场，一段时间内品牌商品价格不断上涨，质量却没有明显提高。与之相反，部分小品牌在质量方面发力，价格也更为“平易近人”，消费者尤其是价格敏感型消费者开始关注性价比，转向高性价比的小品牌商品。

需求端：贫富分化致消费多元化，经济危机教会消费者储蓄。贫富差距的进一步拉大使得消费呈现多元化特征，消费者不再单纯模仿他人消费行为，高、中、低收入群体分别依自身消费能力购买商品、服务，高、中、低端消费各行其道。2007-2009 年间的次贷危机对美国影响深远，消费者开始转变消费思维，减少不必要消费，适当增加储蓄以应对未来不确定性，2009 年以来美国居民储蓄率回升明显。

图 24：2009 年以来美国居民储蓄率回升明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

政策端：政策引导消费者理性消费。①鼓励节能，减少铺张浪费式消费。奢侈型消费模式造成美国大量土地、资源的浪费，政府开始出台政策鼓励消费者购买节能建筑、汽车、家电。如在 2001 年对新建的节能住宅、高效建筑设备等实施税收减免政策。②惩罚过度依赖消费信贷行为，促进消费信贷市场健康发展。如 2005 年，美国政府通过《禁止破产滥用法案》和《消费者保护法案》对《破产法》作出重大修改，取消第 13 章的“超级减免”条款，将信用卡贷款不准列入破产减免的额度调高。《破产法》改革旨在遏制过度非理性

消费，降低消费信贷市场风险。

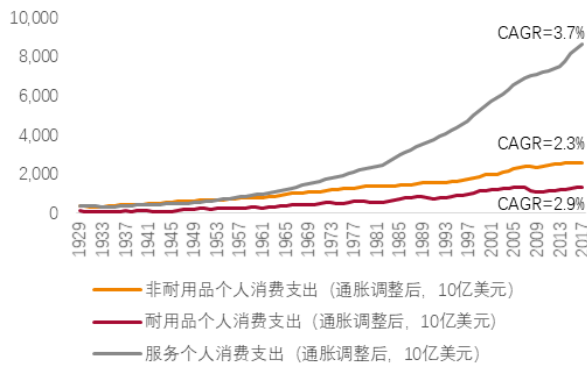
2.3. 消费结构变迁：从商品消费向服务消费倾斜

美国消费结构整体遵循非耐用品-耐用品-服务的发展路径，符合马斯洛需求层次理论。随着经济发展、人民生活水平提高，食品、服装等基本生活需求得到满足，汽车、家具、家电等耐用品消费开始增多，最后休闲娱乐等服务性消费增多以满足高层次享乐需求。

2.3.1. 商品消费 VS 服务消费：非耐用品消费受经济环境影响最大，服务消费涨势稳定占比提升。

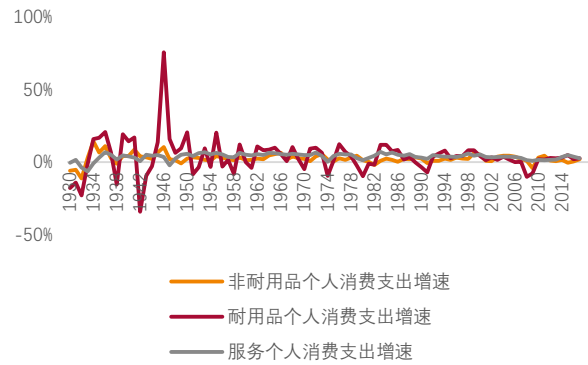
从绝对量上看，非耐用品、耐用品、服务消费支出均保持稳定增长。1929-2017年，服务消费支出增长最快，复合增速为3.7%，耐用品其次，复合增速2.9%，非耐用品增速最低为2.3%。耐用品消费支出受经济环境等因素影响较大，年增速波动性最大，非耐用品和服务支出增速较为平稳。

图 25：服务消费复合增速最高



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

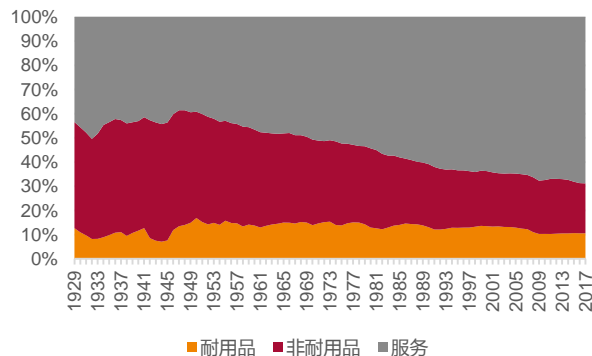
图 26：耐用品消费增速波动较大



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

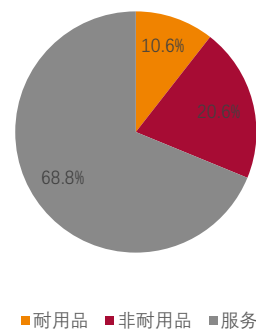
从占比上看，1950年开始，商品消费占比下滑明显，相对应地，服务消费占比上升明显。1929年的美国商品类消费占主导地位，其中非耐用品占比最高，为43.9%，耐用品消费占比12.7%，两者合计占比56.5%，服务消费占比43.5%。以商品为主的消费格局在二战前基本保持稳定。约在1950年前后，消费结构改变明显，商品消费不再占据主导地位，尤其是非耐用品占比下滑明显，耐用品消费占比整体平稳，服务消费欣欣向荣，开始占据主导地位。截至2017年，耐用品、非耐用品、服务消费支出分别占比10.6%、20.6%、68.8%。

图 27：美国消费结构从商品消费向服务消费倾斜



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

图 28：2017年美国服务消费占比68.8%，占据主导地位



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

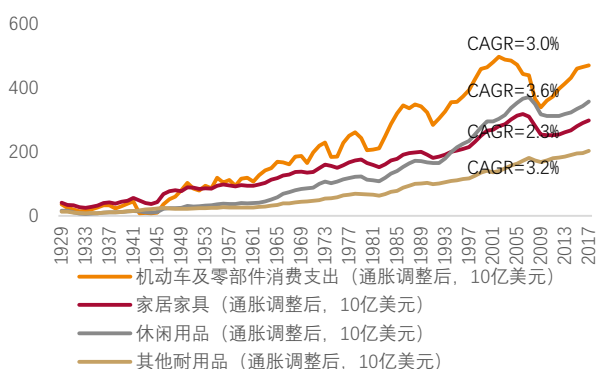
消费结构变化或与人均可支配收入迈入10,000美元/年有关。1950年开始，美国人均可支

配收入正式超过 10,000 美元/年（以 2012 年为基期通胀调整后，1950 年之前虽有部分年份超过 10,000 美元/年，但从 1950 年开始持续超过 10,000 美元/年）。在这一收入水平上，衣食住行等必需需求已经能够很好地得到满足，人们对于医疗健康、休闲娱乐等服务性消费需求上升。

2.3.2. 耐用品消费：休闲用品增速最快，占比提升

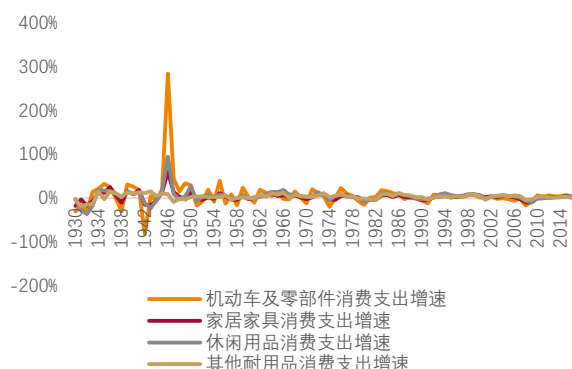
1929-2017 年，休闲用品复合增速最快，为 3.6%，于 1995 年正式超过家居家具，成为耐用品第二大支出项，机动车及零部件、家居家具、其他耐用品复合增速分别为 3.0%、2.3%、3.2%。机动车及零部件由于单价较高，较易在经济下行时期受到冲击，增速波动剧烈。

图 29：休闲用品复合增速最快



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

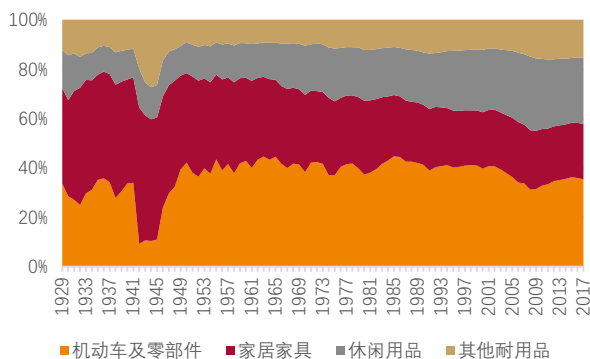
图 30：机动车及零部件消费对经济环境敏感度较强



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

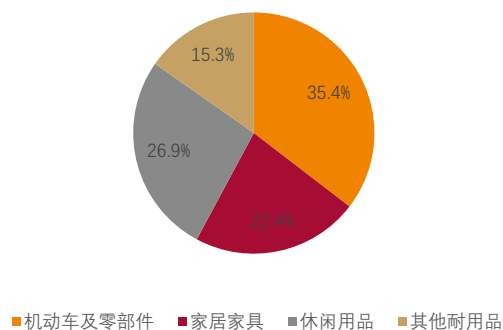
家居家具占比下行，休闲用品占比上行。机动车及零部件在二战期间消费占比呈断崖式下跌，在战后恢复期占比上升，2000 年后占比再次下滑。家居家具消费占比整体下行，休闲用品占比上行，与马斯洛需求层次理论相符。2017 年，机动车及零部件、家居家具、休闲用品在耐用消费品消费中占比分别为 35.4%、22.4%、26.9%。

图 31：家居家具占比下行，休闲用品占比上行



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

图 32：2017 年美国耐用品消费占比



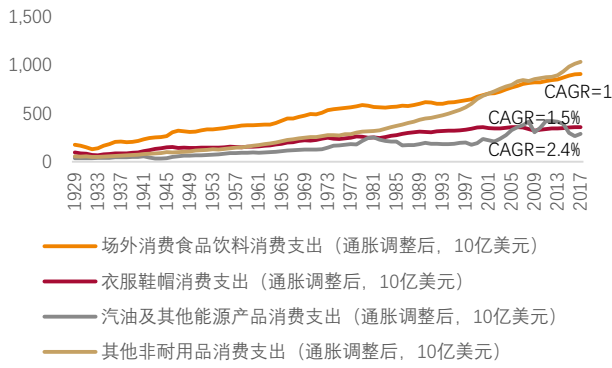
资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

2.3.3. 非耐用品消费：食品饮料、衣服鞋帽等刚需增长缓慢，其他非耐用品增长迅速

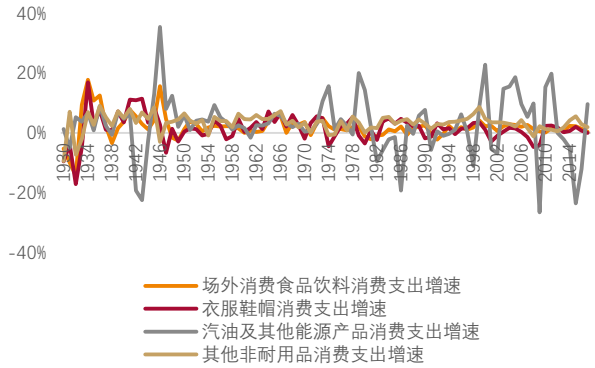
食品饮料、衣服鞋帽等刚需非耐用品增长缓慢，其他非耐用品品种渐趋丰富增长迅速。1929-2017 年，食品饮料、衣服鞋帽、汽油及其他能源产品、其他非耐用品复合增速为 1.9%、1.5%、2.4%、3.4%。食品饮料、衣服鞋帽等必需消费品支出增长平稳，汽油及其他能源产品消费支出受油价变动、汽车消费变化等因素影响，波动较为剧烈。

图 33：刚需非耐用品增长缓慢，其他非耐用品增长迅速

图 34：汽油及其他能源产品消费波动剧烈



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

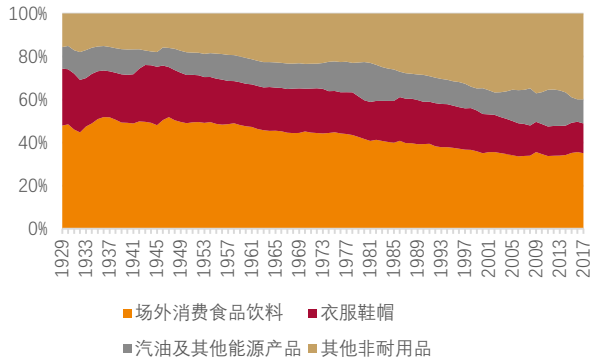


资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

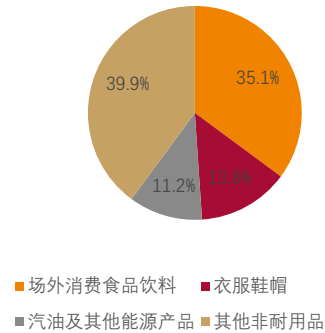
食品饮料、衣服鞋帽占比下降，汽油及其他能源产品占比基本稳定，其他非耐用品占比上行。1950年开始，食品饮料等必需消费品占比下滑明显，拖累整个非耐用品消费占比下滑，汽油及其他能源产品占比无过多变化，随着其他非耐用品品种的丰富，其他非耐用品占比上行。2017年，食品饮料、衣服鞋帽、汽油及其他能源产品、其他非耐用品占比分别为35.1%、13.8%、11.2%、39.9%。

图 35：食品饮料占比下降，其他非耐用品占比上行

图 36：2017 年美国非耐用品消费占比



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

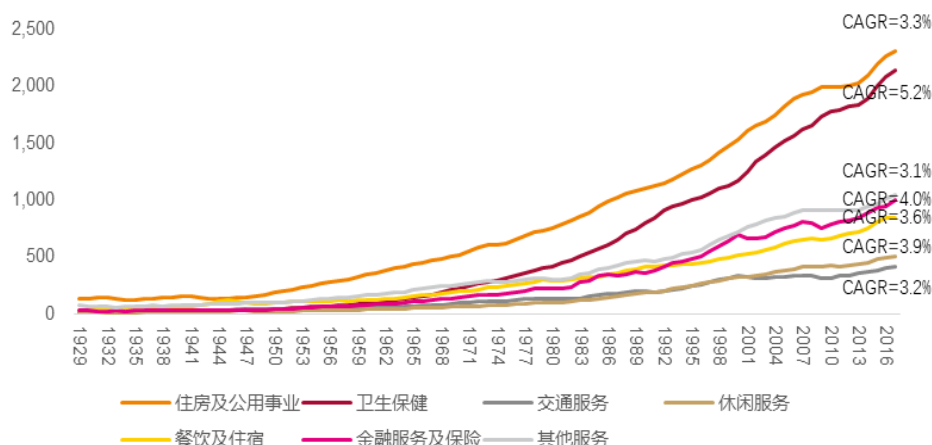


资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

2.3.4. 服务消费：卫生保健成除住房外第二大消费支出

住房及公用事业依旧为服务支出最大项，卫生保健增长迅速向住房靠拢。战后美国“婴儿潮”促住房需求上升，时至今日住房依旧是服务消费支出的最大项。1950年后，美国人拥有足够的经济基础，开始关注个人健康问题，后随着人口老龄化程度加深，医疗需求高涨，卫生保健方面支出明显提高，支出额有向住房靠拢的态势。随着金融、保险等行业发展的完善，居民投资理财观念的增强，金融服务支出有所上涨。1929-2017年，住房及公用事业、卫生保健、交通服务、休闲服务、餐饮及住宿、金融服务及保险、其他服务复合增速分别为3.3%、5.2%、3.2%、3.9%、3.6%、4.0%、3.1%。

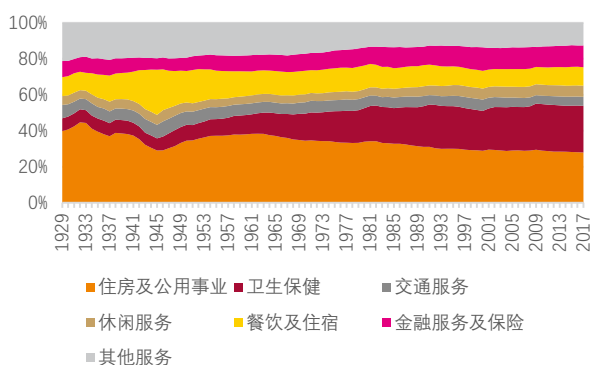
图 37：卫生保健增长迅速向住房靠拢



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

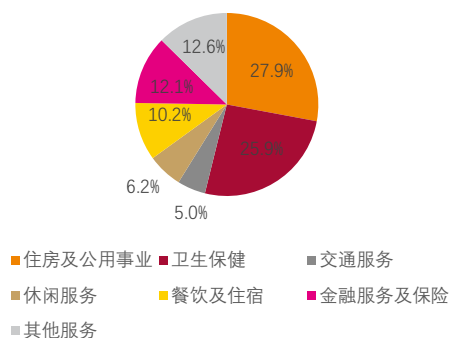
住房及公用事业占比下降，卫生保健、金融服务占比上行，其余服务占服务消费比重基本不变。住房支出占比在战后经历了一段时间的上升期，后随着居民收入水平的提升占比开始下降。1972年后，美国65岁以上人口占比超过10%，卫生保健支出占比不断扩大。其余服务占服务消费比重较为稳定，但由于服务消费占总消费比重不断上行，其余服务占总消费比重也是不断上行的。

图 38：卫生保健、金融服务占比上行



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

图 39：2017 年美国服务消费占比



资料来源：美国商务部经济分析局，天风证券研究所

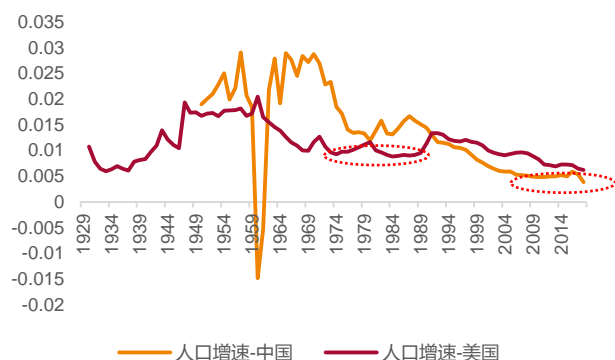
3. 中国当前阶段和上世纪 70-80 年代的美国最为相似

3.1. 人口：总人口增速放缓，老龄化程度高

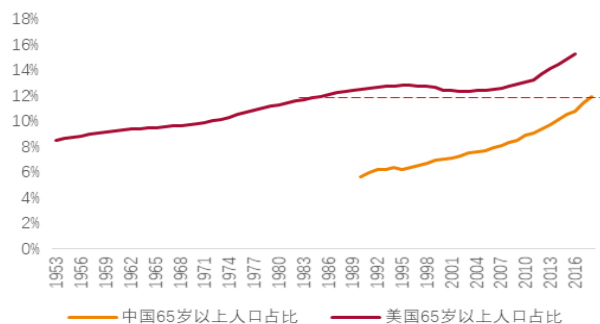
从总人口看，中国人口增速趋势与美国上世纪 70-80 年代接近，同样是已过高速增长期，进入长期稳定的低速增长期。从人口结构看，中国 2018 年 65 岁以上人口占比 11.9%，与 80 年代的美国老龄化程度接近。

图 40：人口增长进入长期稳定的低速增长期

图 41：中国老龄化程度与上世纪 80 年代的美国接近



资料来源：Wind，天风证券研究所



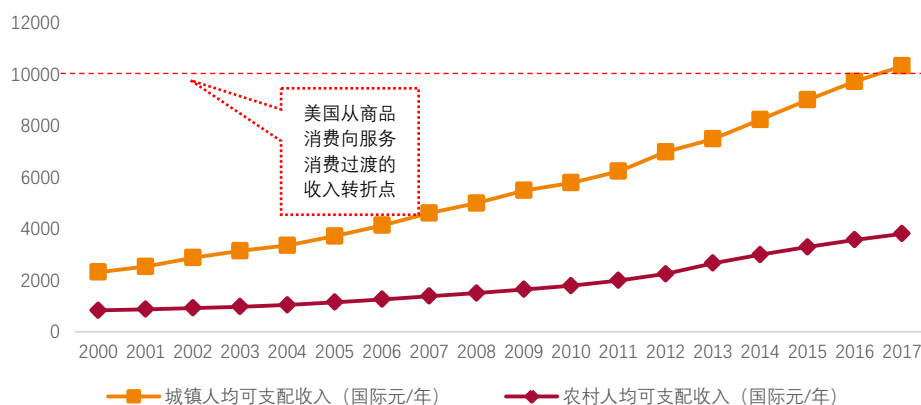
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 消费能力：人均 GDP、杠杆率与 80 年代的美国接近

实际消费&可透支消费能力与 1985 年左右的美国接近。考虑到人民币与美元之间存在汇率变动、购买力不同的问题，我们采用经购买力平价换算过的人均可支配收入、人均 GDP 进行比较。2017 年，中国基于购买力平价下的城镇人均可支配收入为 10,332 国际元，超过 10,000 元大关；农村人均可支配收入为 3,813 国际元。2017 年，中国基于购买力平价下的人均 GDP 为 16,762 国际元，与美国 20 世纪 80 年代中期的人均 GDP 水平最为接近，可以推测中国当前实际消费能力与当时的美国也较为接近。

消费信贷方面，2018 年三季度中国居民杠杆率为 51.5%，同样与 20 世纪 80 年代中期的居民杠杆率类似。综上，无论是从实际消费能力看，还是从可透支消费能力看，中国均与 80 年代中期的美国接近。

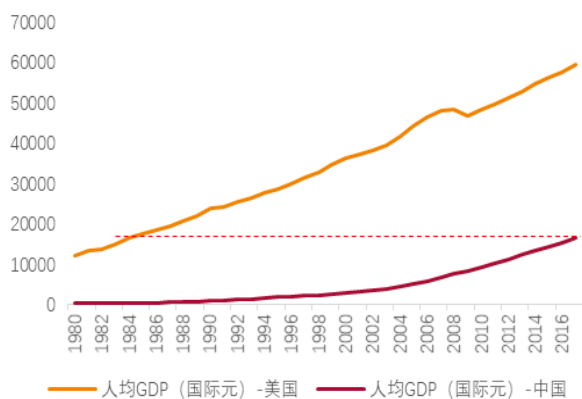
图 42：城镇人均可支配收入达到 10000 国际元（美国从商品消费向服务消费过渡的收入水平）



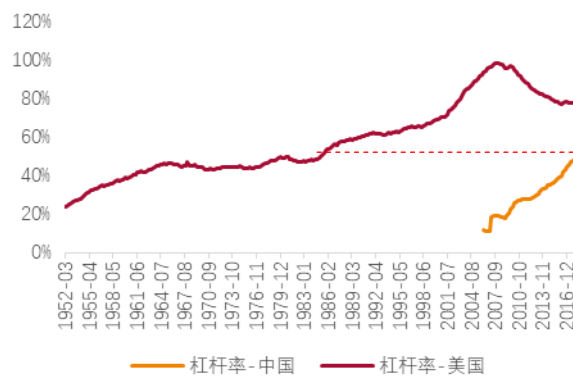
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：人均 GDP 与美国 20 世纪 80 年代中期接近

图 44：居民杠杆率与美国 20 世纪 80 年代中期接近



资料来源: Wind, 天风证券研究所

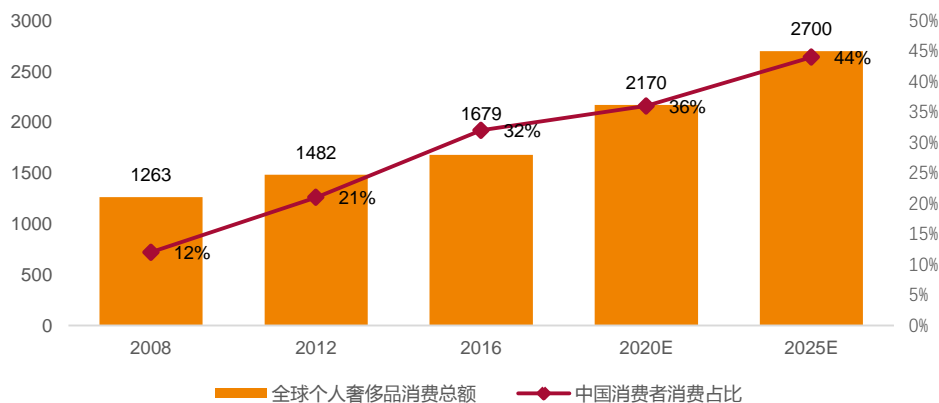


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 消费观念：品牌消费与理性消费并行

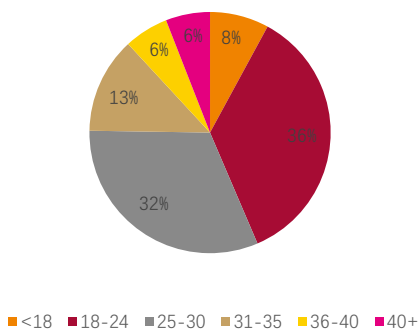
中国消费群体基数大，收入水平参差不齐，使得消费观念呈现多元化、变化快的特征。一方面，中国依旧为奢侈品消费大国，品牌消费盛行。消费总量占全球比重超过三分之一，这一比例还在不断上升中，麦肯锡预测到 2025 年将达到 44%。奢侈品消费群体主要特征有受过高等教育、年轻（大学及以上学历消费者占比 71%，平均年龄 28 岁），与美国“雅皮士”的特征极为相似。

图 45：中国消费者奢侈品消费总量占全球比重超三分之一



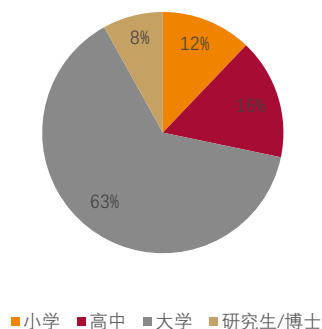
资料来源: 麦肯锡, 天风证券研究所

图 46：中国奢侈品消费者 18-30 岁占比 68%



资料来源: 腾讯&BCG, 天风证券研究所

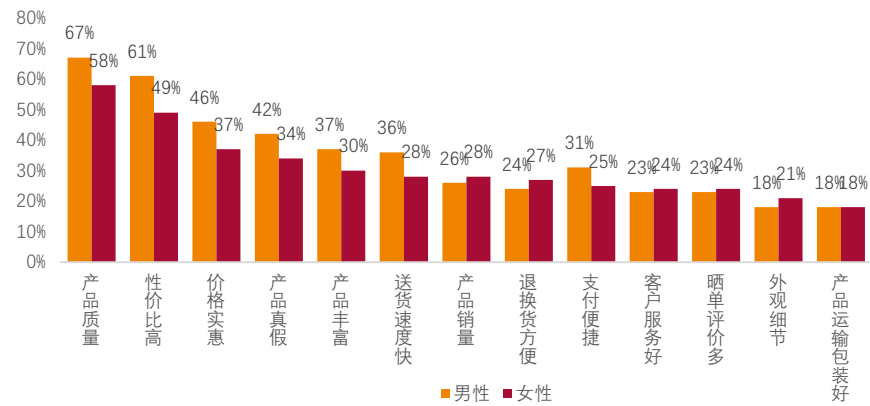
图 47：中国奢侈品消费者大学及以上学历占比 71%



资料来源: 腾讯&BCG, 天风证券研究所

另一方面，消费者在进行消费决策时越来越关注质量及性价比，呈现一定的理性消费时代特征。唯品会&腾讯调查结果显示，无论男性还是女性均认为在购买商品时质量是首要考虑因素，性价比是第二个因素。

图 48：质量为购物决策首要考虑因素，性价比是第二个



资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

预计未来一段时间的中国消费依旧将是品牌消费与理性消费并存。①逐渐扩张的高收入人群为奢侈品消费提供有力基础。此外，中国消费者当前所面临的奢侈品消费市场是相对成熟的，大多数奢侈品品牌品位与质量并存，基本不存在“雅皮士”当时所面临的奢侈品质量不尽如人意的情况。②消费者逐渐摒弃“越便宜越好”或“越贵越好”的消费理念，开始注重性价比与消费后体验，倾向于选择高品质产品以避免购买质量较差产品后带来的麻烦。预计未来一段时间，无论是黄金珠宝、豪华汽车等奢侈品，还是主打高质量、高性价比路线的商品都将在消费市场占有一席之地。

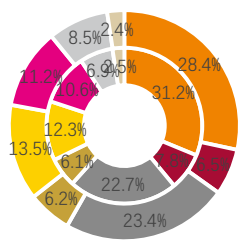
3.4. 消费结构前瞻：参照美国经验，服务消费尚有提升空间

从消费结构上看，目前我国居民食品烟酒、居住、衣着等刚需消费占比过半，教育文化娱乐、医疗保健等服务性消费占比上行。2018年，全国居民衣、食、住合计占消费支出比例为58.3%，对比2013年有所下降（61.7%）；教育文化娱乐、医疗保健占比分别为11.2%、8.5%，对比2013年占比上行（10.6%、6.9%）。

农村居民食品烟酒必需消费占比高于城镇居民，服务性消费占比不及城镇居民。受可支配收入绝对水平低的影响，农村居民消费支出的较大一部分花费在食品烟酒上，2018年占比30.1%，高于城镇居民（27.7%）。农村居民所面临的租房、购房压力低，住房支出占比要低于城镇居民，分别为21.9%、24%。农村居民及城镇居民在整体衣、食、住必需消费方面的支出占比相差不大，分别为57.4%、58.6%。服务性消费方面，农村居民受医疗保险普及度不高等因素影响，医疗消费占比较城镇居民高，教育文化娱乐消费相应受到挤压，加之农村教育文化娱乐设施建设相对没有那么完善，教育文化娱乐消费占比较低。

图 49：2018 年衣、食、住仍为居民消费支出最主要组成部分

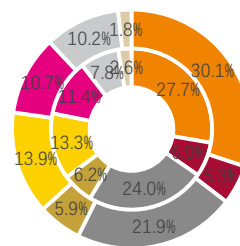
图 50：农村居民食品烟酒占比高于城镇居民，服务性消费占比低



- 食品烟酒
- 衣着
- 居住
- 生活用品及服务
- 交通通信
- 教育文化娱乐
- 医疗保健
- 其他用品及服务

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：内圈为 2013 年，外圈为 2018 年



- 食品烟酒
- 衣着
- 居住
- 生活用品及服务
- 交通通信
- 教育文化娱乐
- 医疗保健
- 其他用品及服务

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：内圈为城镇居民，外圈为农村居民

从人口、消费能力、消费观念等方面看，我国居民消费大致可以与 70-80 年代的美国相对标，那时美国服务消费占比已过半。我国食品烟酒、衣着等非耐用品占比下降，服务性消费占比上升的消费结构变化趋势与美国非耐用品-耐用品-服务的消费结构变迁路径相吻合，预计未来服务性消费仍有广阔上升空间。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com