

总量研究

从六国经验，看中国消费何时崛起

——《共同富裕》系列第三篇

要点

引子：我们经常听到投资者提问，我国城镇化已经逐步接近发达国家的水平，但消费率（最终消费支出占GDP比）却相差甚远，未来中国经济是否会转换为消费拉动型经济呢？城镇化率与消费率是否存在必然的联系？本文我们试图通过观察六个主要发达经济体，并且综合内外国情差异，进行充分探讨。

核心观点：

中国消费率会继续慢速提升，长周期视角下消费支出增速能够稳定在6%左右。发达国家在经历快速城镇化的时候，消费率（消费占GDP比重）普遍会快速回落；在城镇化率放缓时，消费率会企稳、爬坡回升。我国消费率已经在2010年见底，开启回升。向前看，在老龄化快速提升、棚改结束、城镇化速度边际放缓的背景下，预计中国消费占GDP比重会持续提升。长周期视角下，虽然中国潜在经济增速在下滑，但消费率依然在提升，预计我国消费支出增速能够稳定在6%左右。

日本、韩国在快速城镇化的时期，消费率均出现回落；城镇化率在70%左右时，消费率开始企稳、爬坡回升。在城镇化率快速提升时，日本、韩国消费占GDP比重均出现回落。日本在1969年城镇化率达到71%，消费率在61%触底。韩国在1991年城镇化率达到75%后，消费率也在61%左右触底。之后，日韩两国的消费率缓慢提升，分别在2012年及2002年，回升至高点78%及68%。

美英德在高度城镇化时期，消费率趋于稳定。美国、英国、德国，在二战结束后，已经实现了较高的城镇化率，消费率也趋于稳定，没有进一步的大幅回升和回落。法国经历了城镇化率从60%快速提升到70%的阶段，消费率同样小幅回落。

虽然中国城镇化尚有空间，但消费率已迈过低点，难以再次回落。中国城镇化率距发达国家还有10个百分点的提升空间。但是，随着老龄化率快速提升、大规模棚改结束，预计城镇化速度将边际放缓。参考日韩法经验，在城镇化率放缓后，消费率触底，不再回落。2010年，中国消费率在49%触底，此后已经开启了缓慢提升的趋势。未来中国城镇化率还会继续提升，但消费率难以再次回落。

共同富裕下，如何平衡制造业投资和消费率提升？

一方面，消费率预计会在城镇化放缓的背景下，缓慢提升，预计中长期视角下，消费支出增速会稳定在6%左右。我们根据日韩消费率触底后的回升经验，预计到2030年，消费率有望较2020年提升5个百分点，与2010年至2020年提升速度基本持平。参考社科院估算的中长期经济潜在增速，预计长周期视角下，消费支出增速稳定在6%左右。

另一方面，我国制造业投资和基建还有发力空间，固定资产投资在经济的占比不会过快下滑。我们从美德发展经验中可以看出，稳定制造业投资是实现共同富裕的重要保障。在产业升级和自主可控的政策推动下，以及为达成“双碳”目标的绿色投资带动下，我国制造业和新基建依然有较大的发力空间。

共同富裕主题下，居民收入和实际消费水平差距将不断缩小，中长期消费需求将持续释放。在共同富裕总纲领下，城乡居民收入不断提高，医疗、住房、教育等民生压力降低，居民消费意愿将不断释放。中国人均GDP已突破1万美元大关，消费升级推进，居民消费观念也从商品消费到服务消费转变，医疗、餐饮、医美、家政、旅游等服务需求持续释放。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

供给约束放松，经济企稳回升——2021年11月经济数据预测（2021-12-01）

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021年11月PMI数据点评（2021-11-30）

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——2021年10月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

通胀不构成美联储加息的条件——2021年11月美国FOMC会议纪要点评（2021-11-25）

中期选举压力显现，拜登如何筹谋对华战略？——《大国博弈》系列第十三篇（2021-11-24）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-22）

财政跨周期调节的“余粮”有多少？——光大宏观周报（2021-11-21）

理解三季度货政报告的两条主线——2021年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

我国开放国门讨论：何时开以及如何开？——《全球疫情及疫苗跟踪系列》第六篇（2021-11-18）

美债收益率上行空间有限，利好风险资产（2021-11-16）

社零暖、制造业强，经济筑底回升——2021年10月实体经济数据点评（2021-11-15）

美债收益率上行空间有限，利好风险资产——美联储观察系列四（2021-11-15）

目 录

一、六国经验：城镇化后期，消费率触底回升	3
1.1 日韩：快速城镇化时期，消费率下滑	3
1.2 欧美：高度城镇化时期，消费率趋于稳定	3
二、中国消费占 GDP 比重已经触底回升	5
2.1 从六国经验推导：中国消费率基本触底	5
2.2 中国消费率较低，未来仍有较大空间	6
三、长周期视角下，最终消费如何增长？	7
3.1 制造业和新基建投资依然有发力空间	7
3.2 长周期视角来看，消费支出增速稳定在 6%左右	8

图目录

图 1：日本在 1970 年城镇化率达到 72%，消费率在 60%触底	3
图 2：韩国在 1991 年达到城镇化率 75%，消费率在 61%触底	3
图 3：英国消费率长期维持在 80%至 90%的区间	4
图 4：德国消费率长期维持在 70%至 80%的区间	4
图 5：美国个人消费率持续缓慢提升	4
图 6：长周期来看，美国医疗消费持续提升	4
图 7：美国食品类消费是实物消费品占比下滑的重要原因	5
图 8：法国在快速城镇化的过程中，消费率同样有所回落	5
图 9：2010 年，我国城镇化率 50%，消费率（政府+居民）49%，为近年低点	6
图 10：从 21 个国家数据来看，城镇化率与消费率呈现正相关关系，中国的消费率低于主要经济体同等城镇化率下的应有水平	6
图 11：城镇化尾声，日、韩、德制造业占 GDP 比重趋于稳定	8
图 12：中国制造业中，高技术产业占比依然远低于日、韩、德	8

表目录

表 1：消费率提升与最终消费增速估算	9
--------------------------	---

我们在与投资者交流中，经常听到这样的疑问，我国城镇化已经逐步接近发达国家的水平，但消费率却相差甚远，未来消费率是否会逐步提升，中国经济是否会转换为消费拉动型经济呢？

投资与消费，是“一个硬币两个面”的问题。居民储蓄是有限的，如果用于投资，则难以用于消费；用于消费，则难以用于投资。那么，如果城镇化率减速，是否固定资产投资在经济中的占比就会回落呢？城镇化率与消费率是否存在必然的联系？在本文，我们试图通过观察六个主要发达经济体的经验，并且综合内外国情差异，进行充分探讨。

一、六国经验：城镇化后期，消费率触底回升

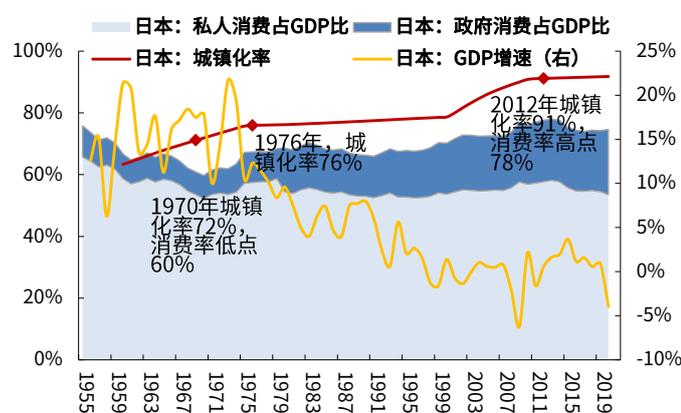
1.1 日韩：快速城镇化时期，消费率下滑

日本、韩国在快速城镇化的时期，消费率（最终消费支出占 GDP 比重，包括政府消费及居民消费）均出现回落。以日本、韩国为例，在上世纪均经历了城镇化率快速提升的过程，比如日本城镇化率，从 1960 年的 63%，提升到了 1976 年的 76%。韩国城镇化率，从 1960 年的 30%，提升到了 1991 年的 75%。在这个阶段，日本、韩国均出现了消费占 GDP 比重（下文中我们简称为消费率）回落的现象。

日韩城镇化率达到 70% 之后，城镇化率放缓，消费率开始企稳、慢速爬坡回升。当日韩两国进入城镇化后期，消费率开始触底回升。日本在 1970 年，城镇化率达到 72% 时，消费率就已触底，底部在 60%。韩国在 1991 年，城镇化率达到 75% 后，消费率也在 61% 左右触底。之后，日韩两国的消费率缓慢提升，分别在 2012 年及 2002 年，回升至高点 78% 及 68%。

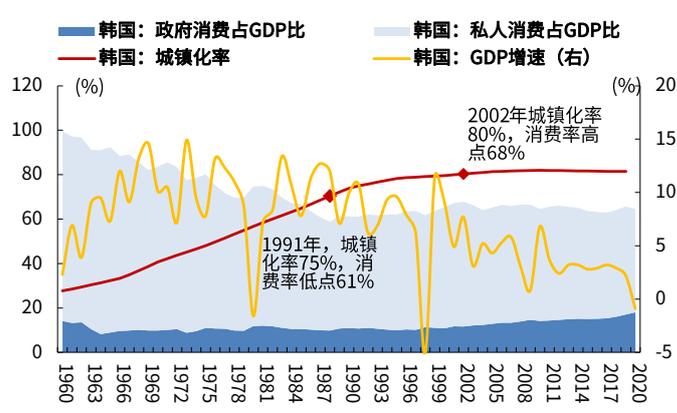
消费占 GDP 比重之所以会随着城镇化推进，呈现“U”形变化趋势，原因在于：城镇化前期，国家通常面临工业化和城市化发展，投资对消费产生挤出效应，于是最终消费占 GDP 比重处于下降阶段；城镇化后期，经济发展水平提高，居民消费水平提升，制造业向成本更为低廉的海外国家转移，双重因素导致国内投资对经济增长的贡献率下降，消费占 GDP 比重提高。

图 1：日本在 1970 年城镇化率达到 72%，消费率在 60% 触底



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 2：韩国在 1991 年达到城镇化率 75%，消费率在 61% 触底



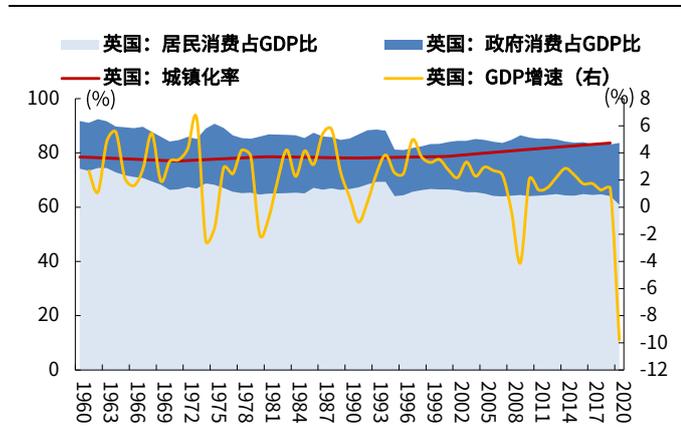
资料来源：Wind, 光大证券研究所

1.2 美英德法：高度城镇化时期，消费率趋于稳定

欧洲在二战后，普遍已经达到较高的城镇化水平，消费率趋于稳定。美国、英国、

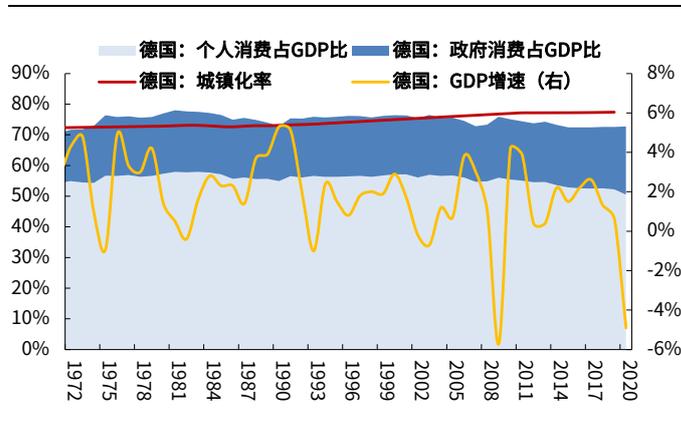
德国，在二战结束后，由于普遍已经实现了较高的城镇化率，经济增长低速波动，可参考意义较小。但可以看出，长期以来，美英德消费率已经趋于稳定，也没有进一步的大幅回升或回落。

图 3：英国消费率长期维持在 80%至 90%的区间



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：德国消费率长期维持在 70%至 80%的区间

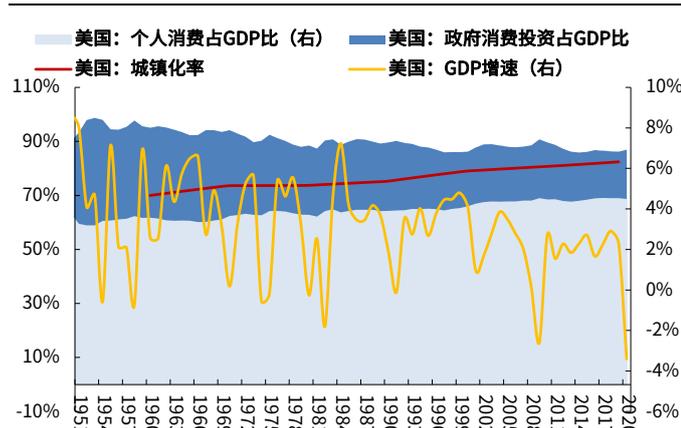


资料来源：Wind，光大证券研究所

美国居民消费缓慢回升，但政府消费持续回落，整体最终消费趋于稳定。

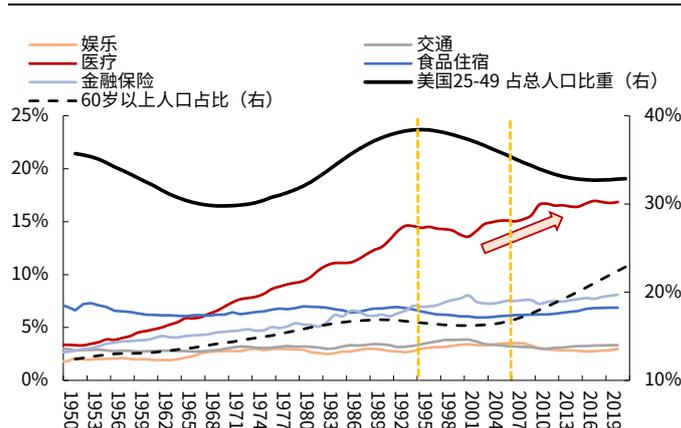
美国居民消费提升主要集中于医疗服务型消费，实物消费则持续回落。将居民消费做进一步拆分，从 1950 年以来，美国居民消费提升主要集中于服务消费；实物消费，尤其是食品消费的占比则持续下滑。美国服务型消费占比的提升，主要集中于医疗服务，尤其在 2007 年之后，美国老龄化率加速提升时，医疗类服务型消费占比在短期快速提升。

图 5：美国个人消费率持续缓慢提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：长周期来看，美国医疗消费持续提升

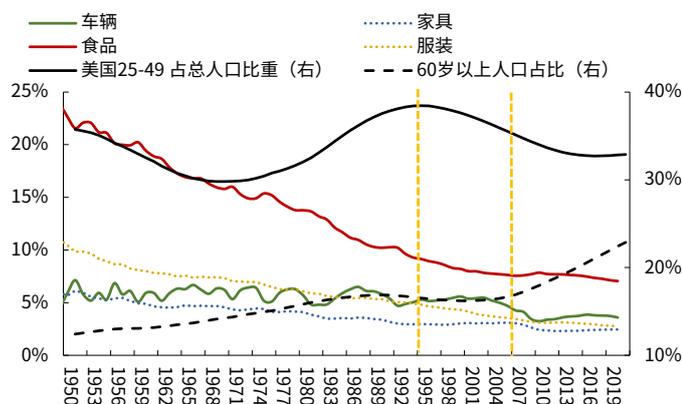


资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：各类消费在居民消费中的占比

法国则与日韩相同，在快速城镇化过程中，消费率有所回落。法国在二战后，也经历了城镇化率从 60% 快速提升到 70% 的过程，这一阶段法国消费率与日韩一样，出现了小幅回落。在城镇化率提升到 70% 后，消费率则趋于稳定，不再下滑，经济增速也开始逐级回落。

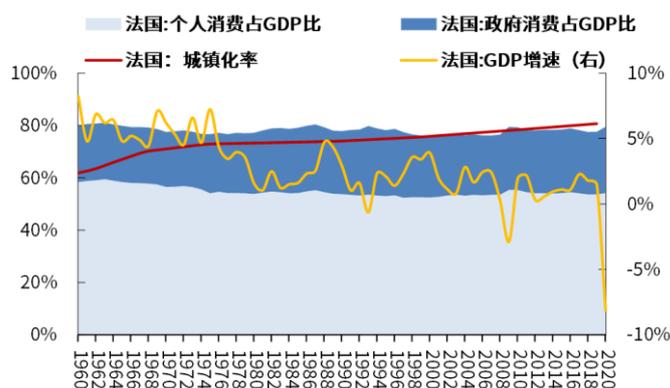
图 7：美国食品类消费是实物消费品占比下滑的重要原因



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：各类消费在居民消费中的占比

图 8：法国在快速城镇化的过程中，消费率同样有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

二、中国消费占 GDP 比重已经触底回升

2.1 从六国经验推导：中国消费率基本触底

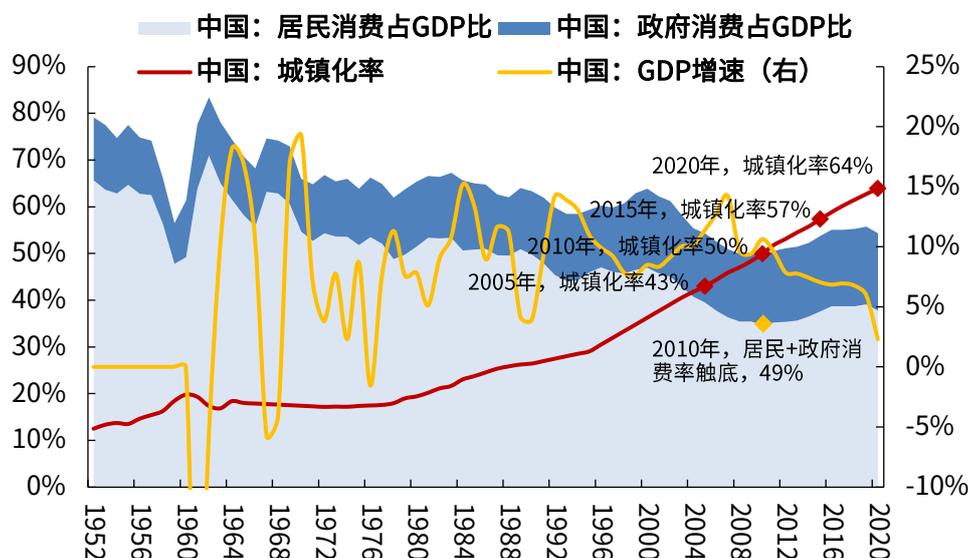
考察六国经验，对于中国城镇化率和消费率未来的演变，我们可以得到如下启示：

第一，中国城镇化率距发达国家还有 10 个百分点的提升空间。观察发达国家，城镇化率普遍维持在 75% 左右。2020 年中国常住人口城镇化率 64%，“十四五”规划提出 2025 年城镇化率要达到 65%。据中国社科院农村发展研究所预测，2035 年中国城镇化率有可能达到 74.39%。因此，中国城镇化率提升预计还有 10 个百分点左右的空间。以 14 亿人口来计算，预计还有 1.4 亿农民将变为城镇户口。

但是，随着老龄化率加速提升，叠加三四线城市棚改结束，中国城镇化率预计将进入低速爬坡的阶段。2018 年 11 月 29 日，中国社会科学院副院长蔡昉在中国经济 50 人论坛长安讲坛提到，目前中国城市化增速正在放缓。蔡昉表示，城市化的可持续性正逐渐乏力，目前每年城镇人口的增量中，53% 来自于“就地变更”，即通过行政区划变动导致的城镇化，本身并不涉及就业类型和居住地的变化。

第二，城镇化率放缓时，消费率基本触底。日韩在城镇化率放缓后，消费率在 60% 左右触底，也没有进一步回落。参考美英德法的经验，在城镇化的后期，消费率基本趋于稳定。2010 年，中国消费率在 49% 触底，此后已经开启了缓慢提升的趋势。未来中国城镇化率还会继续提升，但消费率难以再次回落。

图 9：2010 年，我国城镇化率 50%，消费率（政府+居民）49%，为近年低点

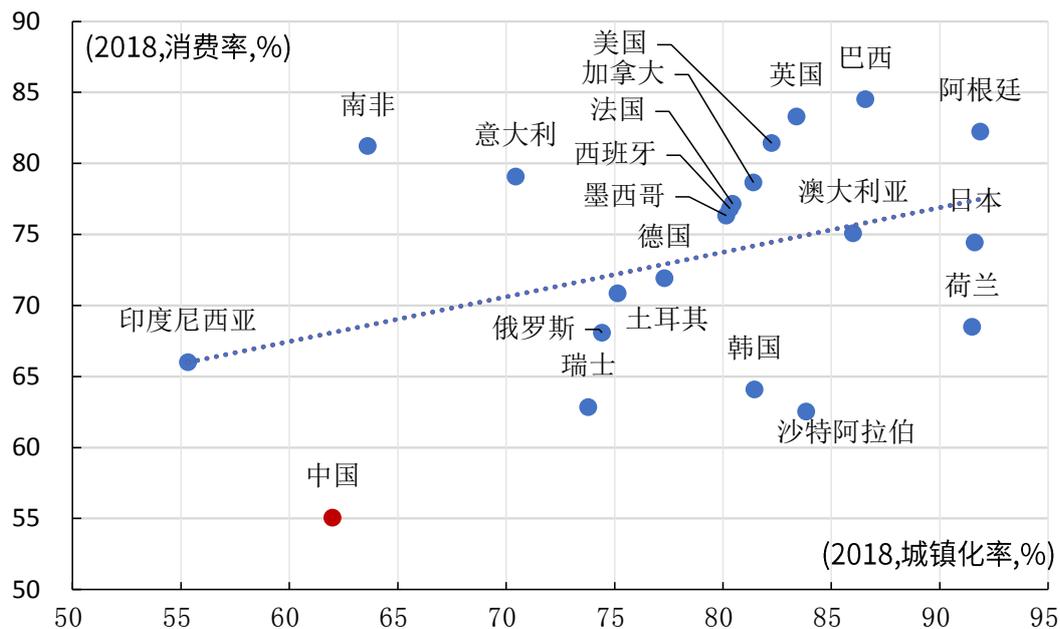


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2 中国消费率较低，未来仍有较大空间

中国的消费率低于主要经济体同等城镇化率下的应有水平。从 21 个国家 2018 年的城镇化率和消费率的截面数据来看，城镇化率与消费率呈现正相关关系。但是，中国位于趋势线之下，也意味着中国目前的消费率，低于主要经济体在同等城镇化率下的应有水平。

图 10：从 21 个国家数据来看，城镇化率与消费率呈现正相关关系，中国的消费率低于主要经济体同等城镇化率下的应有水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

居民收入和实际消费水平差距将不断缩小，消费率依然有较大的提升空间。一方面，2014年前后中国20岁到60岁劳动力总规模达峰，中国逐步走入城镇化后期，房地产和基建等传统投资的空间和规模有限。另一方面，习总书记在《求是》杂志的撰文《扎实推动共同富裕》中提到，“到‘十四五’末，全体人民共同富裕迈出坚实步伐，居民收入和实际消费水平差距逐步缩小”。共同富裕总纲下，城乡居民收入不断提高，医疗、住房、教育等民生压力降低，居民消费意愿将不断释放。第三，中国人均GDP已突破1万美元大关，消费升级推进，居民消费观念也从商品消费到服务消费转变，医疗、餐饮、医美、家政、旅游等服务需求持续释放，消费率也将进入上升通道。

但是，是否意味着固定资产投资对于经济的贡献会快速削减，我们即将转换为消费拉动型经济呢？

三、长周期视角下，最终消费如何增长？

3.1 制造业和新基建投资依然有发力空间

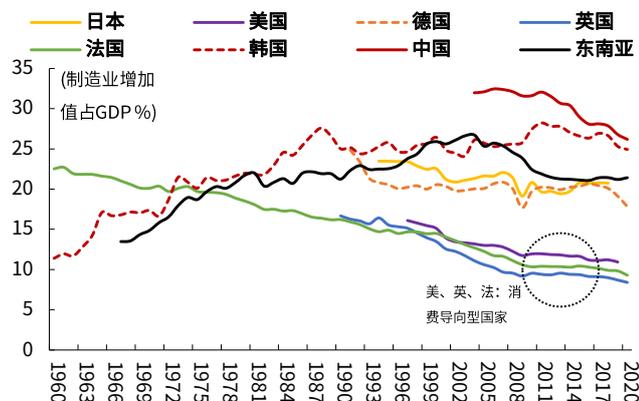
我们在11月9日的报告《为什么制造业是实现共同富裕的关键？》中提到，从美德经验来看，制造业产值占比和基尼系数呈现负相关关系。稳定制造业，一方面，通过推进产业升级和自主可控，有利于保证经济增速不会快速下滑；另一方面，可以稳定和扩大就业，壮大中等收入群体，避免收入差距扩大。因此，建立强大的制造业，是实现共同富裕，缩小贫富差距的重要保障。

因此，虽然我国消费率已经触底，但是我们认为，起码在未来的两个五年规划中，制造业和新基建投资依然处于扩张阶段，消费率会处于缓慢爬坡的状态。

制造业和新基建投资有两条鲜明的主线驱动。第一条是产业升级和制造业自主可控，第二条是新能源相关的产业投资。在产业基础再造和产业链提升政策推动下，自主可控、安全可靠的产业链将逐步形成，高新技术及新兴产业迎来重大发展机遇，卡脖子薄弱环节如软件、半导体设备、材料、先进制程代工等将获大量投资。在“双碳”目标下，产业投资迎来新变局，新兴能源行业产业空间巨大。

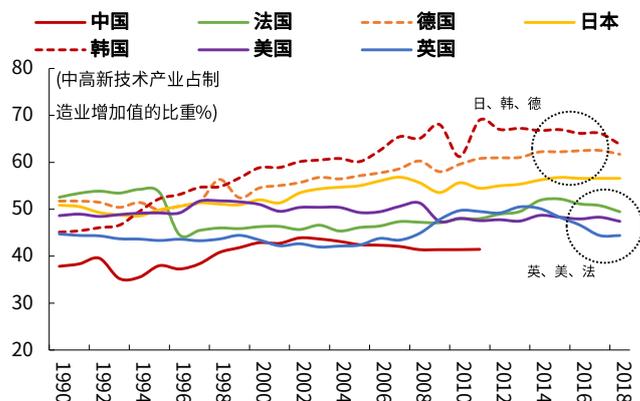
观察日本、韩国、德国这些制造业导向型的国家，在城镇化后期，其制造业增加值占GDP比重，并未快速下滑，而是维持高位，原因在于日本、韩国、德国在持续推进产业升级。从截至2014年的数据来看，中国制造业中高技术产业占比依然远低于日韩德（制造业驱动型国家）和英美法（消费驱动型国家），尚有较大的提升空间。

图 11: 城镇化尾声, 日、韩、德制造业占 GDP 比重趋于稳定



资料来源: WIND, CEIC, WB, 光大证券研究所
备注: 东南亚指越南、泰国、马来三国的均值

图 12: 中国制造业中, 高技术产业占比依然远低于日、韩、德



资料来源: Wind, 光大证券研究所

3.2 长周期视角来看, 消费支出年化增速稳定在 6%左右

在制造业投资稳定的前提下, 考虑到经济潜在增速逐步下行, 未来消费率提升的路径如何演绎?

首先, 观测日韩城镇化后期消费率提升的速度。日本, 消费率触底后的 10 年内, 消费率从底部的 60%, 回升至 69%, 城镇化率则是从 72% 上升至 76%; 韩国消费率则是从 61% 上升至 63.6%, 城镇化率从 69% 上升至 79%。从日韩两国数据对比也可以看出, 城镇化率提升的越快, 消费率上行的越慢。

参考日韩经验, 估计到 2030 年末, 中国消费率有望较 2020 年末提升五个百分点。根据住建部, 2020 年我国常住人口城镇化率已经达到了 63.89%。根据“十四五”规划, 2025 年我国城镇化率要上升至 65%。根据社科院 2019 年公布的《城市蓝皮书: 中国城市发展报告》预计, 到 2030 年我国城镇化率将达到 70%。我们参考日韩的历史数据估算, 随着 2030 年我国城镇化率达到 70%, 消费率提升的幅度, 约在 7 个百分点左右。但是, 考虑到我国制造业占比维持相对稳定, 我们认为中国消费率提升的速度将较为缓慢, 预计最终消费率从 2020 年的 54%, 到 2030 年提升 5 个百分点, 达到 59% 左右。这也与 2010 年至 2020 年, 中国消费率每年提升的速度基本一致。

长周期看, 最终消费支出(名义口径)增速稳定在 6% 左右。参考中国社科院 2020 年发表论文《未来 15 年中国经济增长潜力与“十四五”时期经济社会发展主要目标及指标研究》, “十四五”期间实际 GDP 潜在增速约为 5.5%, 2026 年至 2030 年实际 GDP 潜在增速从 5.17 回落至 4.65%。我们在社科院测算上进一步微调, 最后得出, 长周期来看, 消费支出(名义)增速稳定在 6% 左右。

表 1: 消费率提升与最终消费增速估算

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
消费率	54.0%	54.5%	55.0%	55.5%	56.0%	56.5%	57.0%	57.5%	58.0%	58.5%	59.0%
实际 GDP 增速 (假设)		8.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
GDP 平减指数 (假设)		3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
名义 GDP 增速 (假设)		11.00%	7.00%	7.00%	6.00%	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
名义 GDP	103	114	122	130	138	146	154	162	170	178	187
最终消费		62	67	72	77	83	88	93	98	104	110
最终消费增速			8.0%	8.0%	7.0%	6.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%

数据来源: wind, 社科院, 光大证券研究所预测, 备注: 名义 GDP、最终消费单位为万亿。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE