

爱建证券有限责任公司
研究所

研究员：吴正武

执业证书号：S0820511030001

Tel: 021-32229888-25511

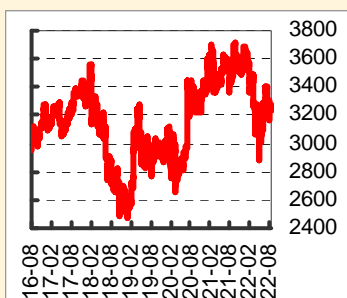
E-mail: wuzhengwu@ajzq.com

全部 A 股估值

市盈率： 17.94

市净率： 1.67

上证指数走势



资料来源：上海证券交易所

2022年7月中国内需消费和投资增速都下行

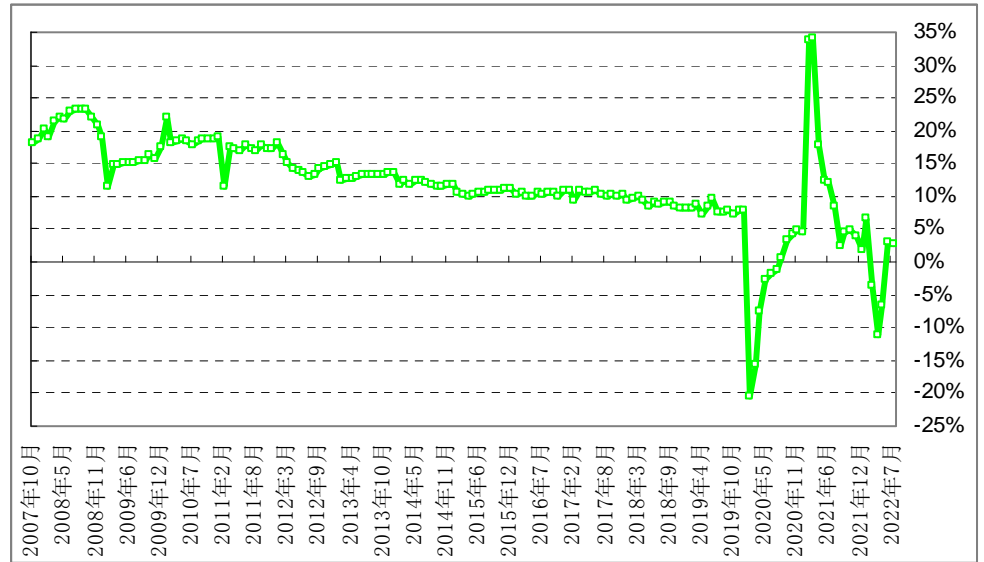
投资要点

- 2022年7月全国社会消费品零售总额同比增长2.7%，增速比上月降低了0.4个百分点。汽车类、石油及制品类、粮油食品类零售总额规模大，同比增速高，是抑制全国社会消费品零售总额同比增速降低的主要因素，这些消费品零售总额同比增速高与能源和粮食价格大幅度上涨有很大关系。餐饮收入、服装鞋帽针纺织品类、日用品类、化妆品类、建筑及装潢材料类、家具类零售总额同比增速低，是拖累全国社会消费品零售总额同比增速降低的主要因素。爆发新冠疫情和房地产行业下行是导致这些消费品和服务零售总额同比增速低的重要原因。
- 中国贫富两级分化，在贫富两级分化的一极是富豪集团，他们过着豪华奢侈的生活，炒作国内房地产，消费国外的名牌产品和服务，对国内大众消费需求的拉动作用相对不大；在贫富两级分化的另一极是广大劳动者集团，他们有消费需求，甚至是刚需，但是他们收入水平低、支出能力低，有效需求不足。在国民收入初次分配中，没有形成一个强大利益集团与企业主抗衡，是中国贫富两级分化的重要原因。
- 2022年1—7月份，全国固定资产投资（不含农户）319812亿元，同比增长5.7%，增速比上月降低了0.4个百分点。其中，民间固定资产投资178073亿元，同比增长2.7%，增速比上月降低了0.8个百分点。民间固定资产投资占全国固定资产投资比重为55.7%，民间固定资产投资同比增速降低是拖累全国固定资产投资同比增速下行的主要因素。
- 投资增速为什么持续多年下行？从企业投资的角度看，原因是消费增速持续多年下行，资本家企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，资本家投资意愿低；从政府投资角度看，原因是受到政府投资的边际效用降低和政府债务负担加重双重制约；从结构上看，原因是房地产投资增速下行并导致与房地产投资关联的产业链投资增速下行。
- 多年以来中国房地产开发年投资额占全国固定资产年投资额的比重在25%-30%之间，与房地产投资关联的产业链很长，合计有几十个行业，房地产投资对经济具有系统重要性影响。2022年1—7月份，全国房地产开发投资同比下降6.4%，下降速度比上月加快了1个百分点；其中，住宅投资下降5.8%，下降速度比上月加快了1.3个百分点。从局部和短期趋势看，未来如果政府出台刺激政策，房地产开发投资增速还能回升，但是从全局和长期趋势上看，没有转为上升趋势的可能性。
- 中国内需消费和投资增速都下行，经济下行压力大，股票市场投资要格外谨慎，预计2022年不会有牛市，存在结构性投资机会和大跌以后的反弹机会。

一、2022年7月，消费增速重回下行趋势

国家统计局发布数据，2022年7月全国社会消费品零售总额同比增长2.7%，增速比上月降低了0.4个百分点。全国社会消费品零售总额增速是反映消费增速的重要指标，可以反映居民通过市场买卖获得的商品和服务的消费额变动情况。

图1：全国社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：国家统计局

从运行趋势看，2010年到2022年，全国社会消费品零售总额同比增速从15%以上持续下降到5%以下。受爆发新冠疫情影响，近三年以来全国社会消费品零售总额同比增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。过去十多年以来，全国社会消费品零售总额增速持续下降，是导致中国经济下行的最主要因素。

全国社会消费品零售总额包括的商品和餐饮服务种类非常多，2022年7月，导致全国社会消费品零售总额同比增速降低的因素有哪些？

2022年7月，汽车类、石油及制品类、粮油食品类、家用电器和音像器材类、中西药品类、通讯器材类、烟酒类、文化办公用品类、金银珠宝类、饮料类零售总额同比增速大于2.7%，尤其是汽车类、石油及制品类、粮油食品类零售总额规模大，同比增速高，是抑制全国社会消费品零售总额同比增速降低的主要因素。这些消费品零售总额同比增速高与能源和粮食价格大幅度上涨有很大关系。

2022年7月，餐饮收入、服装鞋帽针纺织品类、日用品类、化妆品类、建筑及装潢材料类、家具类零售总额同比增速小于2.7%，是拖累全国社会消费品零售总额同比增速降低的主要因素。爆发新冠疫情和房地产行业下行是导致这些消费品和服务零售总额同比增速低的重要原因。

消费增速为什么持续多年下行？收入是支出的前提，借钱消费最终也要用未来收入偿还本金和利息。过去几十年以来，除了近几年由于中央实施脱贫工程导致农村居民家庭人均纯收入增长较快外，在绝大多数年份里中国城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人

均纯收入增速低于国内生产总值增速。城乡居民收入增速长期低于国内生产总值增速，意味着积累的增速长期高于收入的增速。积累形成资产，大部分归企业主（资本家）所有，剩余部分归政府和事业单位所有。资本家的企业资产越积累越多，生产能力越来越大，可是城乡居民收入的水平和消费能力相对不足，资本家的企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，导致经济下行。

表 1：2022 年 7 月份社会消费品零售总额主要构成因素规模和同比增速

指标	绝对量（亿元）	同比增长（%）
汽车类	3824	9.7
石油及制品类	2030	14.2
粮油、食品类	1366	6.2
家用电器和音像器材类	808	7.1
中西药品类	504	7.8
通讯器材类	425	4.9
烟酒类	366	7.7
文化办公用品类	351	11.5
金银珠宝类	247	22.1
饮料类	244	3
餐饮收入	3694	-1.5
服装、鞋帽、针纺织品类	964	0.8
日用品类	572	0.7
化妆品类	253	0.7
建筑及装潢材料类	152	-7.8
家具类	134	-6.3

资料来源：国家统计局

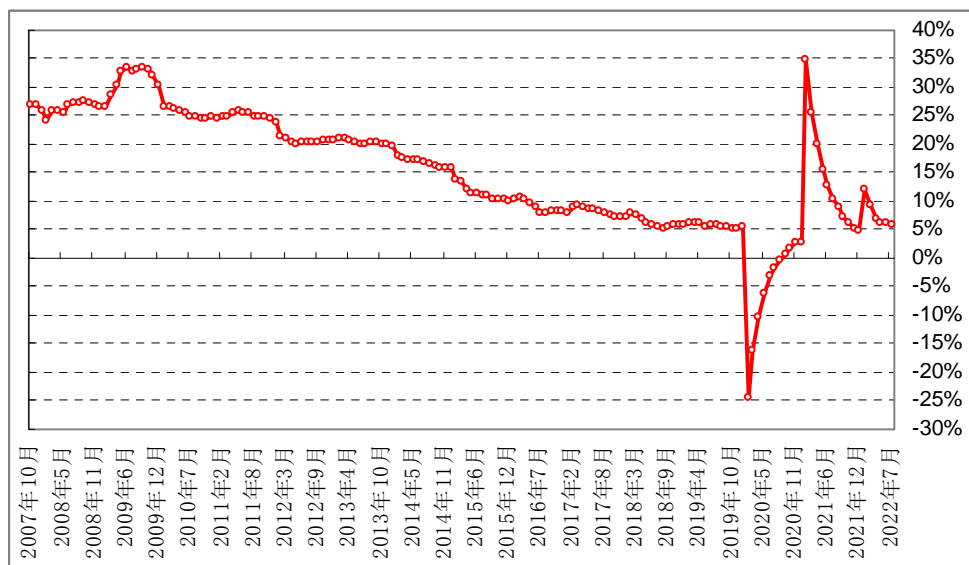
目前，中国贫富两级分化，在富裕的一极是富豪集团，他们过着豪华奢侈的生活，炒作国内房地产，消费国外的名牌产品和服务，对国内大众消费需求的拉动作用相对不大；在贫穷的另一极是广大劳动者集团，他们有消费需求，甚至是刚需，但是他们收入水平低、支出能力低，有效需求不足。

中国消费增速持续多年下行是有系统性原因的，资本主义经济规律是起决定性作用的原因，资本家雇佣劳动者，剥削劳动者的剩余价值，这些剩余价值最终又要卖给劳动者才能实现，这是一对矛盾，马克思称之为“惊险的一跳”；在国民收入初次分配中，没有形成一个强大利益集团与企业主抗衡，也是重要原因；除此之外，还有其它一些系统性原因。这些系统性原因短期内将继续存在，甚至还会加重。因此，消费增速将延续多年下行的趋势。

二、2022 年 7 月，投资增速延续下行趋势

2022 年 1—7 月份，全国固定资产投资（不含农户）319812 亿元，同比增长 5.7%，增速比上月降低了 0.4 个百分点。其中，民间固定资产投资 178073 亿元，同比增长 2.7%，增速比上月降低了 0.8 个百分点。民间固定资产投资占全国固定资产投资比重为 55.7%，民间固定资产投资同比增速降低是拖累全国固定资产投资同比增速下行的主要因素。

图 2：固定资产投资(不含农户)累计同比增速



资料来源：国家统计局

从运行趋势看，2010 年到 2022 年，中国固定资产投资增速从 25% 以上持续下降到 5% 左右，受爆发新冠疫情影响，近三年以来中国固定资产投资增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。

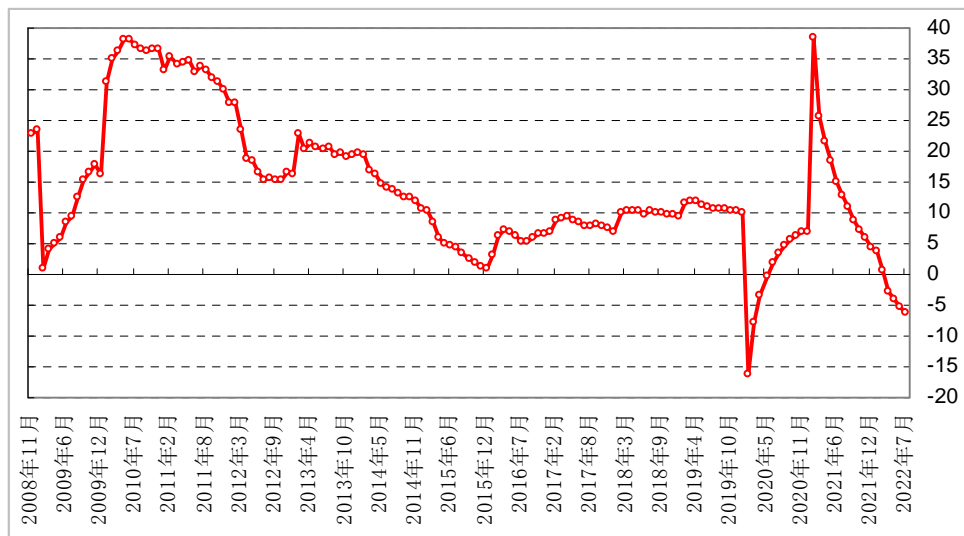
投资会形成厂房、设备、基础设施等资产，既能拉动对上游能源、原材料和设备的需求，又能增加就业，发挥投资的乘数效应，还能缓解或者解决企业和社会运行和发展的瓶颈问题，一举多得。但是，投资需要花费巨额资金，未来产出具有不确定性，具有很高的风险。

投资增速为什么持续多年下行？从企业投资的角度看，原因是消费增速持续多年下行，资本家企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，资本家投资意愿低；从政府投资角度看，原因是受到政府投资的边际效用降低和政府债务负担加重双重制约。从结构上看，原因是房地产投资增速下行并导致与房地产投资关联的产业链投资增速下行。

多年以来中国房地产开发年投资额占全国固定资产年投资额的比重在 25%-30% 之间，2021 年为 27.1%。与房地产投资关联的产业链很长，包括煤炭、石油、电力等能源行业，钢铁、有色、水泥、玻璃等原材料行业，油漆、涂料、粘结剂、塑料等化工行业，工程机械、运输车辆、电气设备器材等机电设备行业，建筑施工、园林绿化、装修装饰等建筑行业，供水、供电、供气、宽带等公用事业，家用电器等耐用消费品行业，国有土地使用权出让、房地产相关税收等政府部门，银行贷款、债券发行等金融行业，房地产开发、销售、物业管理等服务行业，合计有几十个行业。综合考虑房地产开发投资对这些行业的拉动作用，房地产开发投资对中国经济的影响远远大于其占全国固定资产投资额 25%-30% 比重的影响，是具有系统重要性的影响因素。

2022 年 1—7 月份，全国房地产开发投资同比下降 6.4%，下降速度比上月加快了 1 个百分点；其中，住宅投资下降 5.8%，下降速度比上月加快了 1.3 个百分点。两者都处于快速下行趋势中。

图 3：房地产开发投资完成额累计同比增速（%）

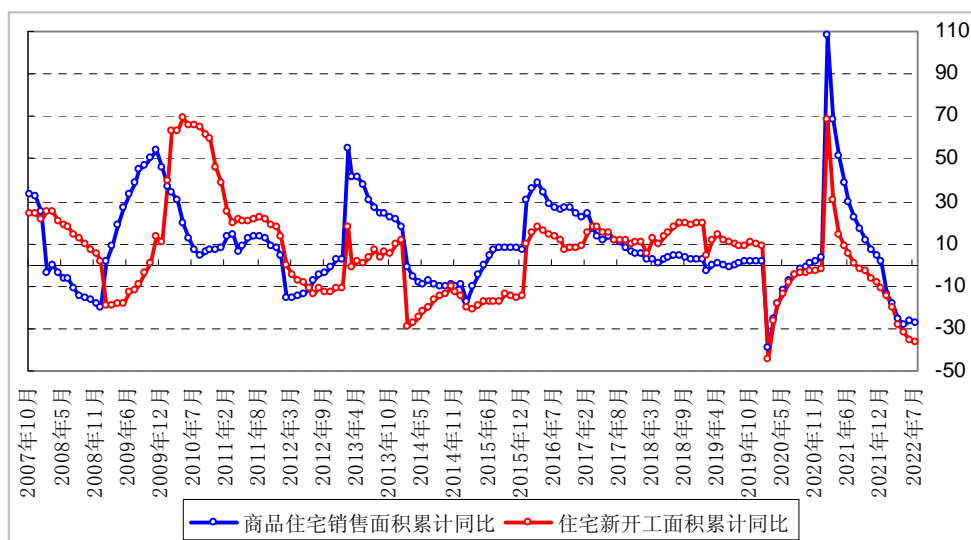


资料来源：国家统计局

从运行趋势看，2010 年到 2022 年，中国房地产开发投资呈现波动下行趋势，近三年以来受爆发新冠疫情影响，房地产开发投资增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。

房地产开发投资增速为什么呈现波动下行趋势？从结构上看，住宅开发投资额占房地产开发投资额比重 70%-80%，2021 年为 75.3%，对房地产开发投资增速运行趋势具有决定性影响。住宅开发投资增速呈现波动下行趋势，决定了房地产开发投资增速呈现波动下行趋势。近六年以来，商品住宅销售面积增速呈现波动下行趋势，导致房地产开发商预期谨慎，住宅新开工面积增速下行，最终导致住宅开发投资增速下行。

图 4：商品住宅销售面积和住宅新开工面积累计同比（%）



资料来源：国家统计局

未来，房地产开发投资增速还能转为上行趋势吗？从局部和短期趋势看，如果政府出台刺激政策，有这种可能性，但是从全局和长期趋势上看，没有这种可能性。

商品住宅的总价款远远高于真实居住者的支付能力，买房者成为终身还本付息的房奴，导致有购房需求的年轻人被迫选择躺平，不买房、不结婚、不生娃。过去十几年以来，伴随商品住宅价格大幅度上涨的是中国人口出生率大幅度下降，2021年中国人口出生率接近于人口死亡率，人口自然增长率接近于零。房子是用来住的，人口自然增长率接近于零封闭了住宅价格上涨的空间。那些用来炒的房子在失去了炒的价值以后也会被抛售。

政府土地财政消退以后，必然要开辟新的收入来源，房地产税将成为政府持续稳定的收入来源，成为抑制房价上涨的重要因素。过去十几年以来，有数量庞大的人群从房价的大幅度上涨中实现了“财务自由”，余生不需要再去奋斗，成为社会寄生虫，他们的生活成本最终要转嫁到奋斗的企业和员工头上，提高企业的成本，降低员工的消费能力，对未来中国经济造成长期、持续、系统性的损害，国外早有这方面的教训了。

中国房地产泡沫膨胀，导致系统性金融风险逼近。从国际经验看，房地产泡沫膨胀最终归宿都是走泡沫破灭一条路，“壮士段腕”说起来容易做起来难。目前，中国经济下行压力大，政府出台刺激政策小心谨慎，一个重要原因就是投鼠忌器，担心房地产泡沫破灭引发系统性金融风险。

三、结论

消费、资本形成和净出口被称为拉动经济增长的“三驾马车”，其中，消费和资本形成被称为内需拉动。

消费在拉动一国经济增长中所贡献的份额最大，发挥基础性作用。消费在发达国家经济增长中所贡献的份额大于发展中国家，在一个国家经济发展过程中，消费所贡献的份额总体上呈现上升趋势。从总体趋势看，消费在拉动中国经济增长中所贡献的份额在60%到80%区间运行，波动中有上升趋势。爆发新冠疫情和实现动态清零，是过去三年消费在拉动中国经济增长中所贡献份额剧烈波动的外在干扰因素。

与消费不同，投资在发达国家经济增长中所贡献的份额小于发展中国家，在一个国家经济发展过程中，投资所贡献的份额总体上呈现下降趋势。从总体趋势看，投资在拉动中国经济增长中所贡献的份额在30%到50%区间运行，波动中有下降趋势。在特殊情况下，由于政府采取了刺激投资的政策，投资在拉动中国经济增长中所贡献的份额短期有上升，但是不改变长期趋势。

中国消费增速和投资增速持续多年下行，具有系统性和内在必然性。决策者需要保持高度的战略耐心，要遵循经济规律，不要盲目过度刺激经济，防止引发系统性金融风险，丧失前几年供给侧改革取得的成果。要改革微观经济制度，培育相互联系相互牵制的经济生态系统，宏观经济政策要在经济增长、就业、环境资源、供求平衡、进出口平衡、防止金融风险、维护国家安全等多重目标中寻求适度目标，非常困难。

中国内需消费和投资增速都下行，经济下行压力大，股票市场投资要格外谨慎，预计2022年不会有牛市，存在结构性投资机会和大跌以后的反弹机会。

注册证券分析师简介

姓名：吴正武，浙江大学管理学博士，2009年加入爱建证券有限公司，从事宏观经济研究。

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。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服务或其他服务。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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com