

未来消费增长极及投资机会研判

摘要

我国既往的经济增长模式难以为继，拉动经济增长的主要引擎正从投资和出口转向消费需求。理论与实证分析均表明，城市化率和人均 GDP 与居民消费增长具有较强的正相关关系。当前的城市化率和人均 GDP 仍有较大的上升空间，根据本文测算，随着城市化率和人均 GDP 的持续上升，总体消费水平仍有 50% 以上增长空间，将成为未来经济增长的主要推动力。

以消费增长的拉动因素来看，消费支出将呈现相应的结构性变化。首先，从人口流动的趋势看，我国将逐步形成以都市圈和城市群为增长极的空间经济格局，长三角城市群、粤港澳大湾区、京津冀地区将成为消费增长的核心地域。其次，从消费支出结构看，我国正从中等偏上收入国家向高收入国家迈进，人口正从农村流向城市、中小城市转移至大城市，上述两点因素将推动服务型消费成为消费增长的主要组成部分。最后，从产业转型升级看，我国正在大力发展 5G 通讯和人工智能技术，5G 和人工智能将引领人类生产和生活方式的巨大变革，这种技术的变革当然也将创造出大量新的消费需求，成为未来消费增长的新亮点。

从宏观角度看，投资回报实际上是分享国民经济的发展成果。因此，根据中国消费市场的增长结构，重点推荐医疗护理、文化娱乐、金融服务等服务型消费产业的投资机会、5G 通讯和人工智能等科技创新产业的投资机会、消费品细分行业龙头和高性价比消费品领域的投资机会。

中国拥有广阔的市场和发展纵深，内需型消费拉动的经济增长模式能够为中国提供更为安全稳定、可持续的发展路径。

一、中国消费前景的总体展望

（一）城市化率和人均 GDP 与消费增长显著正相关

全球经济发展经验表明，城市化率和人均 GDP 与居民消费水平具有较强的正相关关系。在其他因素相同的条件下，一个地区的城市化率越高其居民消费水平越高（图 1）。一方面，城市拥有更加完整的公共服务设施，提升了人们在衣食住行上的消费效率；另一方面，城市的人口规模和集聚程度远高于农村，规模效应使得企业和渠道商有动力将商品和服务提供给城市居民而不是农村居民。不难理解，城市相较于农村能够享受到更丰富的商品和多元化的服务类型，总人口规模一定时，地区的城市化率越高，其居民消费水平也是更高的。除了城市化率，人均 GDP 也是影响居民消费水平的重要因素（图 2）。根据前篇所述，现代经济学的消费理论将收入作为影响消费的关键性因素。但在实际操作中，由于各国物价水平不同，居民收入并不能准确的反映个人的消费能力和生活水平，且居民收入变量相较人均 GDP 的统计可得性差一些，发展经济学中一般将人均 GDP 作为衡量居民生活水平的变量。在其他因素相同的条件下，人均 GDP 越高，居民消费水平也越高。**中国的居民消费状况也符合上述的经济规律。**本文列出了中国大陆的 30 个省级行政区（不含西藏自治区）消费、城市化率、人均 GDP 数据，发现城市化率和人均 GDP 越高的省份居民人均消费水平更高（图 1 和图 2）。经济发展水平和城市化率最高的京沪两市的社零消费支出也是最高；经济落后以及城市化进程较慢的西北和西南省份消费支出也是最低。从跨地区的分布看，东部、中部、西部省份的消费水平大致呈梯度下降趋势（表 1）。

图 1 人均社零总额和城市化率的关系

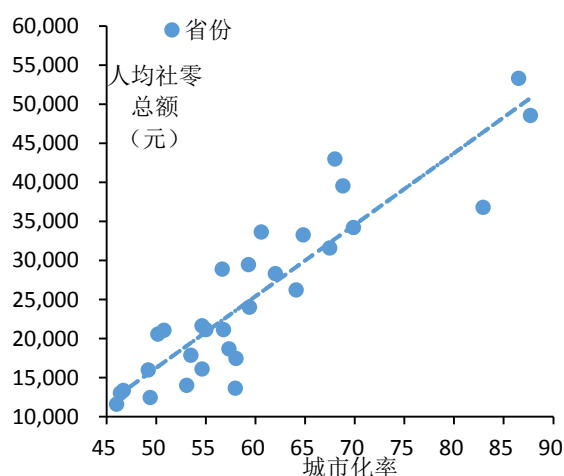
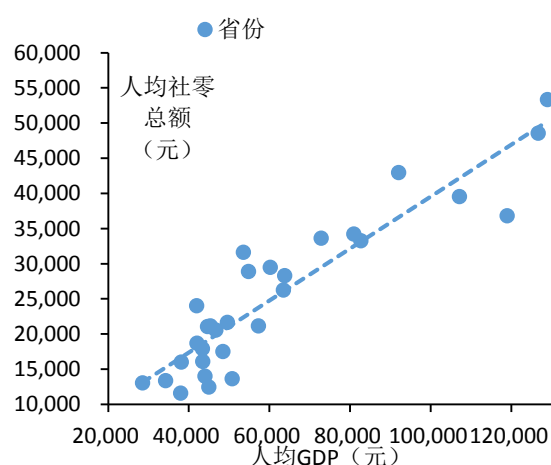


图 2 人均社零总额和人均 GDP 的关系



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

表 1 2017 年各省份消费支出、人均 GDP、城市化率数据

省份	人均社零总额	人均 GDP	城市化率	省份	人均社零总额	人均 GDP	城市化率
北京	53326	128994	86.5	河南	20574	46674	50.2
天津	36802	118944	82.9	湖北	29472	60199	59.3
河北	21155	45387	55.0	湖南	21654	49558	54.6
山西	18686	42060	57.3	广东	34202	80932	69.9
内蒙古	28317	63764	62.0	广西	15994	38102	49.2
辽宁	31603	53527	67.5	海南	17486	48430	58.0
吉林	28909	54838	56.7	重庆	26235	63442	64.1
黑龙江	24017	41916	59.4	四川	21056	44651	50.8
上海	48571	126634	87.7	贵州	11603	37956	46.0
江苏	39527	107150	68.8	云南	13380	34221	46.7
浙江	42971	92057	68.0	陕西	21155	57266	56.8
安徽	17894	43401	53.5	甘肃	13050	28497	46.4
福建	33273	82677	64.8	青海	14022	44047	53.1
江西	16114	43424	54.6	宁夏	13647	50765	58.0
山东	33629	72807	60.6	新疆	12454	44941	49.4

资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

（二）从城市化率和人均 GDP 推断未来中国消费支出仍具较大潜力

从城市化进程角度看，中国人均消费潜力还有 50%-60% 的上升空间。改革开放四十年来，中国的城市化率从不到 20% 上升到目前的 60%，尽管如此中国的城市化进程尚未完成。规模经济正外部性的向心力使得要素资源向中心城市集聚，由于户籍制度的限制作用，中国的发展格局中经济集聚的速度是大于人口集聚的速度的。从国际经验看，高收入国家的城市率普遍在 80% 以上，中国的城市化水平较高收入国家还有一些差距（图 3），且各地区的城市化水平差异也很大。通过对全国各省份的人均消费支出和城市化率的关系拟合后发现，60% 的城市化率水平大概对应人均社零消费支出 25000 元左右，与中国实际的人均消费支出 27300 元较为接近（27000 元的人均消费支出大致对应 62% 的城市化率）。从城市化进程的角度看，假使中国最终完成城市化，城市化率达到 75%-80%，对应的拟合人均社零消费支出在 39200-43700 元，较 60% 城市化率的拟合消费支出 25000 元提升 56%-75%，较当前中国实际的人均社零消费支出 27300 元提升 43%-60%。

从城市化率的年均复合增长看，高收入国家上世纪 70 年代城市化率达到 70% 后，城市化进程速度放缓（图 4）。以美国和日本为例，城市化率从 60% 提升至 70% 约用了 15 年的时间，但从 70% 到 80% 用了 30 年以上的时间。若参照国际经验，中国城市化率到 2034 年大致可达到 70%；若保持当前 2% 的城市化率增速，中国城市化率大致到 2026 年达到 70%。故从城市化进程角度看，中国近 10-15 年的城市化率提升，

对应人均消费增长 27%-38%；在此之后，中国的城市化进程将进入更加缓慢的阶段，之后的 30 年更长的时间里，对应人均消费继续增长 15%-25%。

图 3 全球国家的城市化水平

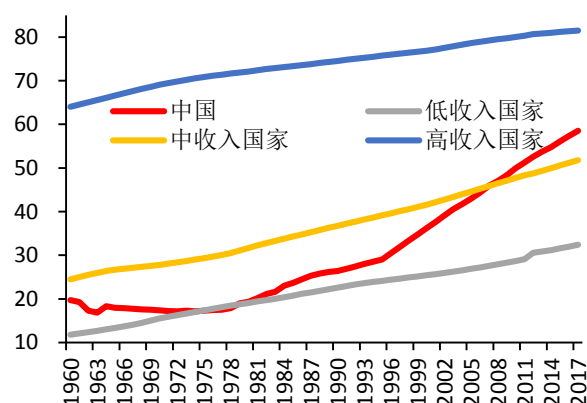
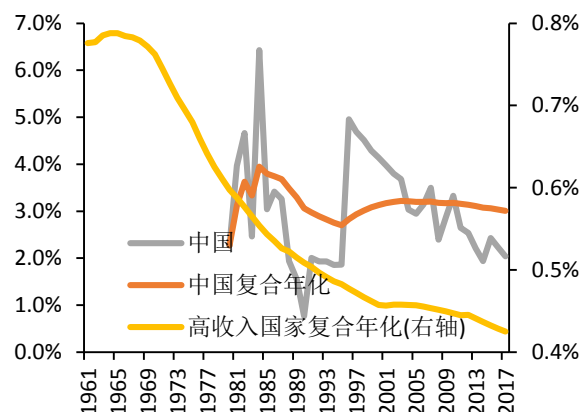


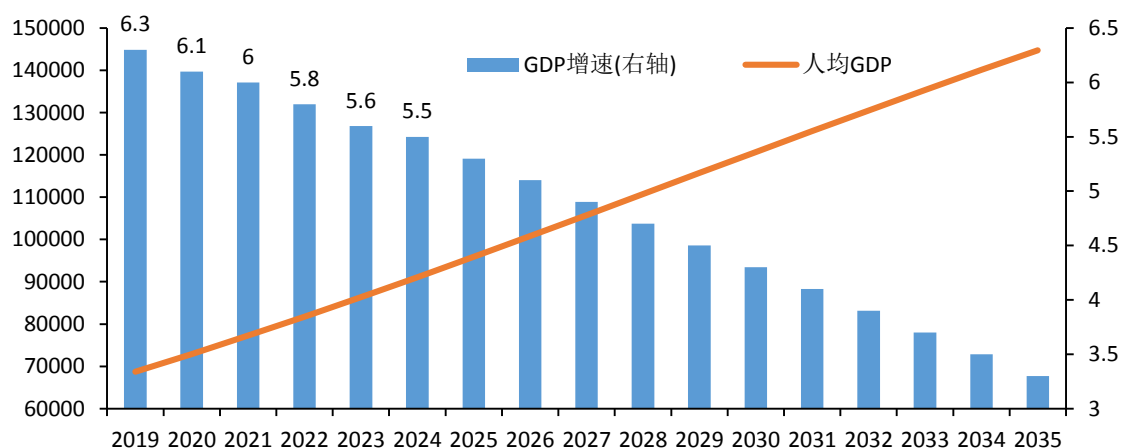
图 4 中国和高收入国家的城市化增速



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

若从人均 GDP 增长的角度看，中国人均消费潜力的上升空间甚至更大。2018 年中国的人均 GDP 达到 64644 元，对应图 2 中拟合的人均消费支出 26500 元，较为接近中国的实际人均消费支出 27300 元。通过参考 IMF 对中国的实际经济增速预测，我们对未来 10-15 年的人均消费支出作出了预测。通过对中国经济按照未来 5 年的经济预测进行较为保守的线性外推，预计中国 2030 年至 2035 年人均 GDP 能够达到 120000 元至 145000 元（图 5），对应人均消费支出 47000 元至 56000 元，较当前消费支出增长 70%至 100%。

图 5 中国人均 GDP 预测



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

二、从消费增长的拉动因素看中国未来的消费趋势

（一）都市圈和城市群成为居民消费的区域增长极

经济学理论表明，人口和产业等生产要素的集聚，能够帮助经济实现规模报酬递增，并且加速提升经济生产中学习（learning）、分享（sharing）、匹配（matching）的效率，最终实现提升人均 GDP 的效果。从国际经验看，美国、日本等发达国家均形成以中心城市为增长极的都市圈的经济发展模式。且由于经济全球化的格局下，各国深度参与全球产业链的分工与合作，发达国家的中心城市都分布在沿海地区，例如纽约都市圈（纽约湾区）、东京都市圈（东京湾区）等等。

改革开放四十年来，中国的人口流动呈现从农村到城市、从内地到沿海的迁移状态，且该过程在国家推出西部大开发等战略后仍在继续。根据国家发改委最新出台的《2019 年新型城镇化建设重点任务》，中国将继续推进城市群和都市圈的发展，加快京津冀协同发展、长三角一体化、粤港澳大湾区的建设，并评估成渝城市群的发展规划。上文提到，中国当前的城市化水平在 60%左右，较高收入国家的 80%仍有差距，以中国 14 亿人口计算，中国未来仍有 2.8 亿人要从农村进入城市。从良性的经济增长路径看，中国未来也要实现以大城市为区域经济增长极的都市圈发展模式。本文将长三角和珠三角两地的区域经济发展现状与国际成熟的都市圈进行比较，可以看到中国未来仍有很大的经济增长和消费增长空间（表 2）。一方面，和国际城市的区域经济体相比，无论是粤港澳大湾区还是长三角城市群在人均 GDP 指标上都存在较大差距。另一方面，从人口密度上看，长三角城市群的人口密度远远落后于日本太平洋沿岸城市群，虽然超过了美国两大城市群的人口密度，但由于中国的总人口基数是美国的四倍多，区域城市群的密度也应超过美国的城市群。若以美国两大城市群人口基数的平均值作为参考，考虑到两国总人口数的差距，中国长三角城市群至少能承载一倍于当前数量的人口数（3 亿人）。根据上文城市化率和人均 GDP 提高促进居民消费的结论，从人均 GDP 和人口总量的角度看，未来中国的三大区域经济增长极都将是消费增长的动力引擎，其中鉴于长三角城市群人口基数的扩张潜力更高，我们预计未来长三角地区居民的消费支出总量和人均规模都有很大的上升空间。

表 2 世界主要区域经济带指标

湾 区				
指标	粤港澳大湾区（不含港澳）	东京湾区	纽约湾区	旧金山湾区
占地面积（万平方公里）	5.49	3.68	2.15	1.79
人口（万人）	6151	4347	2340	715
人口密度（人/平方公里）	1120	1181	1088	399
GDP（万亿美元）	1.2	1.8	1.4	0.8
人均 GDP（万美元）	1.97	4.14	5.98	11.19
城 市 群				
指标	长三角地区	日本太平洋沿岸	美国东北部大西洋沿岸	北美五大湖
占地面积（万平方公里）	21.2	3.5	13.8	24.5
人口（万人）	15082	7000	6500	5000
人口密度（人/平方公里）	711	2000	471	204
GDP（万亿美元）	2.66	3.4	4.2	3.5
人均 GDP（万美元）	1.77	4.86	6.46	7.00

资料来源：Wind，粤港澳大湾区研究院，《长江三角洲城市群发展规划》，人保资产宏观与战略研究所

（二）服务消费将成为居民消费的结构增长极

服务消费占总体消费的比例将大幅提升。随着经济发展提升了消费供给端的多样性，同时居民收入和消费能力的不断增长，居民消费的数量和丰富度逐步增多，消费升级的步伐加快。其中，以服务消费占比的提升尤为突出。一方面，随着城市化率提高，人口从农村转移到城市，城市拥有更多样化的消费品供给，特别是服务类而非商品类的消费供给。另一方面，随着经济发展和居民收入水平增长，居民高品质消费、文化娱乐等方面的消费需求扩张，从消费结构看，旅游、文化教育、体育健康和养老等行业的需求快速增长。从国际经验看，美国日本等发达国家的服务类消费占消费总支出的比重超过了 60%，而 2018 年中国的服务类消费占居民消费支出的比重刚刚达到 40%，而中国的人均消费总支出较发达国家仍有较大差距，中国的服务类消费仍有很大的上升空间。

此外，服务类消费在经济发展中呈现加速上升的特征，这也是由服务类消费的特点决定的。一般情况下，高收入者对于服务类消费的需求是更高的。而高收入者往往分布在经济集聚程度高的城市。而鉴于服务类消费对地域和“面对面”的要求更高的特点，这就使得人均 GDP 更高的大城市，其服务类消费的比重加速上升。我们通过做出中国大陆的 30 个省级行政区（不含西藏自治区）人均服务业营业收入、营业收入与居民消费的比值与人均 GDP 数据的散点图，发现服务类消费和人均 GDP 呈现非线性的相关关系，服务行消费在人均 GDP 达到中等收入国家水平 8800 美元/60000 元时，开始加速上升（图 6 和图 7）。

图6 中国各省服务业营业收入

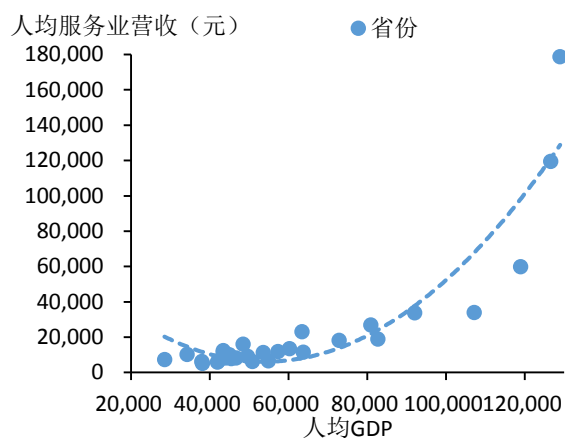
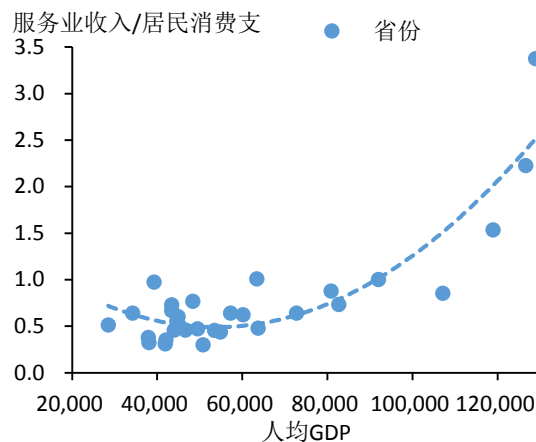


图7 服务业营收与居民消费支出的比值



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

从国际经验看，美国和日本消费升级对中国的消费升级道路分别有方向指引之处。我们对美国个人消费支出分项进行复合年化增长率排序，可以看到美国1960年至2018年，对应人均GDP从18000美元上涨至56000美元，美国人的消费支出结构中增长较快的依次是服务类消费、耐用品消费、非耐用品消费，其中在增速靠前的分项中，除了娱乐商品和车辆是耐用消费品外，医疗护理、娱乐、金融服务和保险、家庭服务、交通运输、食品和住宿均属于服务类消费（图8和图9）。

图8 美国个人支出复合增速（1960-2018）

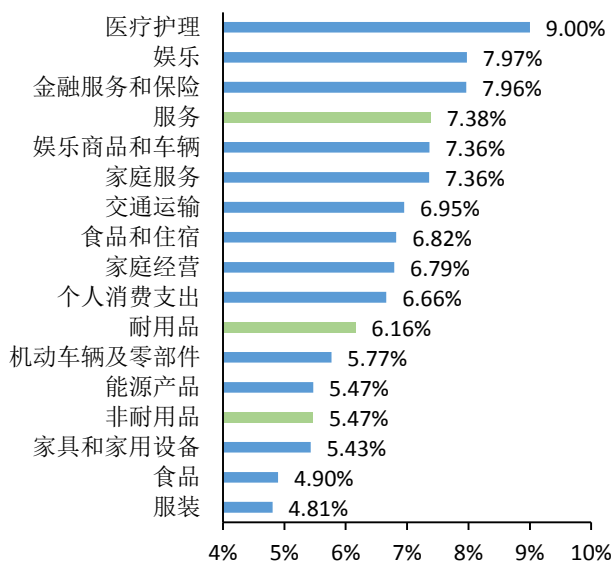
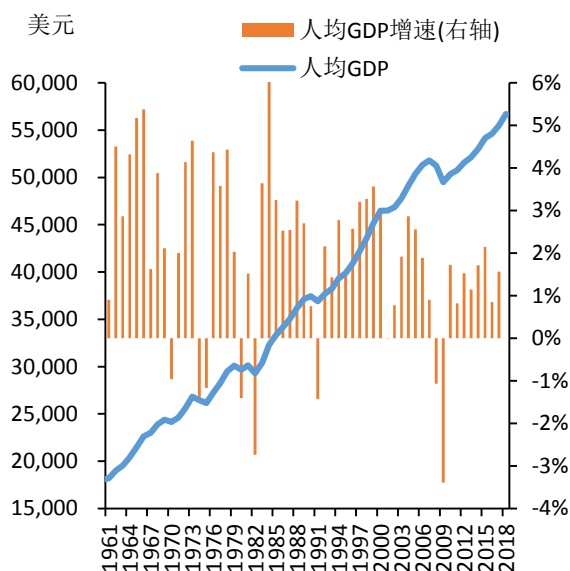


图9 美国人均GDP走势



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

与美国不同的是，日本近30年的消费支出出现了分化，不仅商品消费有所下降，在服务消费方面，除了医疗、交通通讯等行业正增长外，教育、文化娱乐等消费大幅萎缩，而这与日本自1990年来经历长达三十年的经济增长停滞相关。上世纪90年代

之前，日本经济经历了长期的高速经济增长，其经济总量高点曾达到美国的 70%，人均 GDP 一度超过美国。广场协议之后，国际资本涌入日本推高了股票和房地产市场，催生了资产泡沫。在九十年代初期泡沫破灭后，日本经历了三十年的经济增长停滞，其居民收入几乎没有增长，私人消费支出也在零增速上下波动（图 10 和图 11）。

图 10 日本个人支出复合增速（2000–2018）

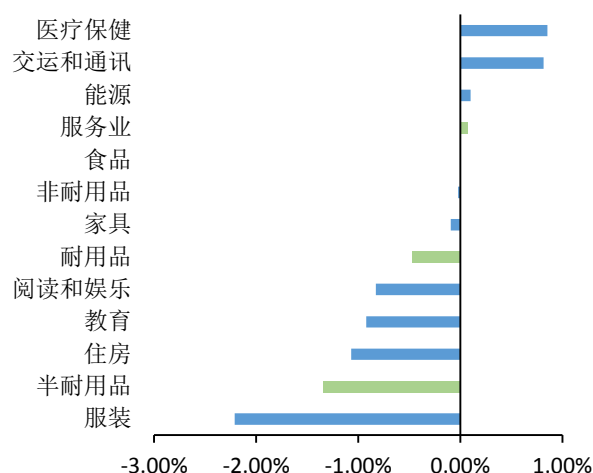
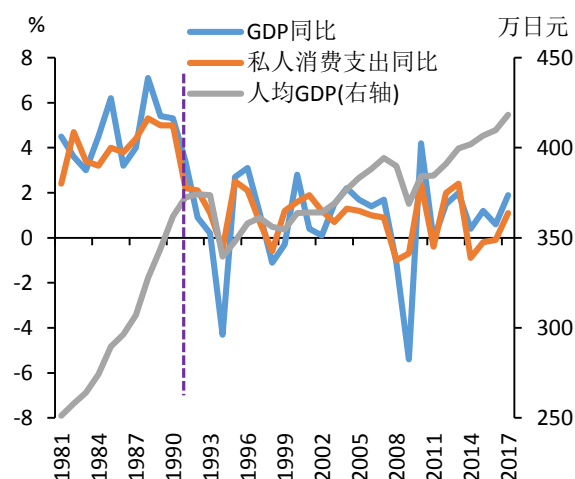


图 11 日本人均 GDP 和私人消费增长



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

通过和美国、日本的个人消费结构进行比较，预计中国未来服务业的消费增长主要集中在文化娱乐、金融和保险服务、医疗护理等领域，并且消费品质将得到持续升级；在高速增长之后，商品消费、文化娱乐等服务性消费增速将逐步回落，但医疗护理支出仍将保持高增速。一方面，当前中国处在中等偏上收入的国家序列中，若中国经济能以 5% 的中值增速继续增长 10 至 15 年，中国将跨过中等收入陷阱步入高收入国家行列。根据上文所述服务消费在人均 GDP 达到 60000 元开始加速的规律，中国当前的消费增长将更接近于美国的消费增长路径，在文化娱乐、金融和保险服务、医疗护理方面实现快速增长。另一方面，由于中国和日本同样面临人口老龄化、房地产等资产价格高企的问题，中国的经济和人口结构也有趋向日本的一面。

目前中国经济仍然能保持中高增速，居民收入水平的提升能较大程度上抵消人口老龄化、居民资产杠杆率高企对居民消费能力的负面效应，中国的消费结构和走势更接近美国路径。但当中国社会继续发展 15 至 20 年，随着人口老龄化问题进一步加剧以及中国经济潜在增速回落到偏低水平，既有的抑制消费的负面因素将逐步暴露，中国的居民消费结构中的“日本特点”将更加突出。首先，中国整体的消费增速回落，部分商品消费甚至存在萎缩的可能。其次，文化娱乐等服务型消费增速可能回落。此前支撑文化娱乐消费高速增长的中青年阶层，其自身年龄增长后消费需求下滑，而上有老下有小的家庭负担也挤出了这类人群的部分消费。最后，随着人口结构日趋老龄化，医疗护理的消费支出仍将持续增长。

上述消费支出的结构变化可能要到 21 世纪中叶前后才逐步体现,但鉴于当前中国社会发展水平的提升,消费者的消费需求也逐步从数量型消费向质量型消费转变。日本上世纪 90 年代居民的消费结构出现分化,在细分市场上消费制造业向两条不同的路径分化。部分企业继续深耕高端奢侈品领域,为高净值人群提供最优的商品和服务;而大部分人群无法承受高价的商品和服务,但对消费品的品质又提出更高要求,这就使得部分企业向品质化、性价比方向转变,滋生出无印良品、优衣库等高品质低价格的企业。或由于中国居民消费能力提升后更加注重产品品质,或由于互联网、物流行业的快速发展,中国部分企业也逐步向高性价比、品质化方向发展,培育出类似品牌战略的企业,如网易严选、米家有品等。

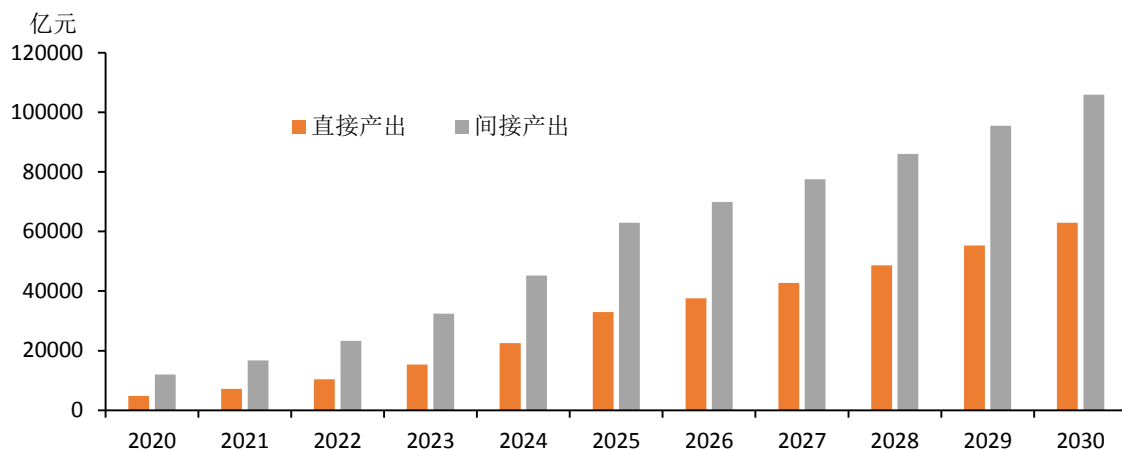
(三) 产业升级和技术进步将成为居民消费的创新增长极

居民消费需求的结构变化能促进产业结构的升级,反过来,产业结构和技术进步同样能创造新的消费需求,对居民消费结构的变化产生反馈效果。经济活动在投资、生产、消费、再投资的循环中不断壮大,市场和资本选择何种新的产业和技术创新能够发展壮大,这一过程本身也是消费需求产生和升级的过程。随着技术进步和劳动力、土地等资源品价格的上升,以往低附加值、边际收益低的产业已不能承受不断上涨的生产成本,落后产业正从中国沿海转向内地或其他发展中国家。转型升级、创新驱动已成为中国经济当前不可绕开的主题,也是中国消费需求增长的动力之一。

大数据和人工智能是推动消费增长的技术性力量。技术进步是人类发展的第一推动力:通过引领信息化、智能化的技术创新来提升人们的生产和生活品质。18 世纪前全球 GDP 的增长是极为缓慢的,自瓦特发明蒸汽机以来,人类经历三轮工业革命,人类的物质文明爆发式增长。若将时间轴拉长,技术进步是推动消费需求扩张最重要的变量。要进一步提升人们的生活品质需要两个技术条件的支持。一是快速、安全、稳定地获取海量数据;二是,处理海量数据并通过数据学习获得“类似人类”的生产能力。实现第一个条件需要发展 5G 网络,实现第二点条件需要发展人工智能技术。当前人类已经进入智能化发展的门口,大数据和人工智能无疑将人类的消费需求推向一个全新的高度。回溯无线通讯历史,2G 网络实现了语音和文字的传输功能,3G 网络增加了图片信息的传输,4G 网络进一步实现了在线视频的传输功能,并使得移动互联网产业快速发展。5G 是继 4G 之后的又一次技术突破,与前几代无线通讯网络相比,5G 同时具备三种功能:增强移动宽带网络(eMBB)能实现高速高密度的信息传输,用于超高清视频等无线通讯业务等;超高可靠超低延时网络(uRLLC)能满足可靠和低延迟的通讯要求,用于自动驾驶、智能制造、智能诊断等;海量机器通讯网络(mMTC)能实现无线网络的多点交互,用于智能家居、智慧城市、环境检测等。中国信通院测算,以 5G 在中国 2020 年正式商用测算,当年将带动约 4840 亿元的直接产出和 1.2 万亿的间接产出,2025 年和 2030 年直接产出将达到 3.3 万亿和

6.3 万亿、间接产出将达到 6.3 万亿和 10.6 万亿,十年的复合增速在 25%以上(图 12)。

图 12 中国 5G 经济产出预测



资料来源：中国信息通讯研究院，人保资产宏观与战略研究所

5G 网络能够帮助我们快速、安全、稳定地获取大量数据，而数据分析、数据挖掘和数据学习则属于人工智能需要处理的事情。通过海量的数据分析挖掘能够提升消费的匹配效率，将商品个性化地推送给消费者；通过海量的数据学习，在 AI 生产、AI 诊疗、AI 驾驶等方面辅助人们的生产生活，全面提升人们的生产效率和生活水平（图 13 和图 14）。

图 13 全球人工智能企业结构

- AR/VR
- 无人机
- 智能驾驶
- 语音
- 基础硬件
- 自然语言处理
- 智能机器人
- 视觉
- 大数据及数据服务
- 医疗健康
- 商业
- 其他
- 人力资源
- 安防
- 教育
- 社交
- 文体
- 网络安全

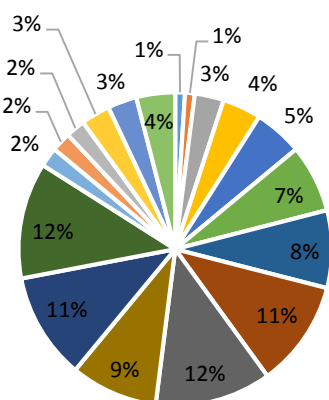
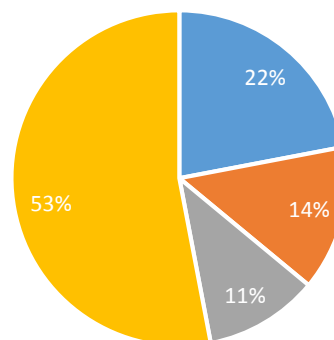


图 14 中国人工智能企业结构

- 医疗健康
- 金融
- 智能商业
- 其他



资料来源：中国信息通讯研究院，人保资产宏观与战略研究所

三、中国消费市场未来的投资机会展望

改革开放 40 年来中国经济实现了长期的高速增长，尽管如此中国仍未达到高收入国家的标准，中国的城市化进程也尚未完成，基于当前的国情考虑，我们认为中国

的消费市场在未来的中长期发展中仍是全球最受瞩目的市场，推荐关注文娱医疗等服务类消费领域、5G 与人工智能等高科技领域、消费品细分行业龙头和高性价比消费品领域的投资机会。

从长期看，文娱医疗等服务类消费领域是长线投资的较好标的。当前中国无论是人均 GDP 还是城市化率较高收入国家仍有较大差距。若中国当前的发展路径未被打断，根据上文所述随着中国经济和国民收入的持续增长、城市化率的持续提高，中国的消费支出仍将有较大的上升空间。结合中国当下的实际发展阶段，由于中国正处于人均 GDP 60000 元这一服务类消费需求快速增长的开端，同时人口向城市，特别是大城市流入将进一步提升了居民获得服务类消费的供给面，故在中国的消费支出增量中服务类占主要部分，推荐娱乐、文教、体育等领域的投资机会。此外，中国的人口结构正逐步趋于老龄化社会，且此前中国长期执行的“计划生育”政策也一定程度上压缩了未来中年劳动力的人口比重，居家养老的比重将被迫下降，中国在养老医疗等服务行业的消费支出将有很大的上升空间，推荐该领域的优质资产。

从成长潜力看，5G、人工智能等转型升级和技术创新的领域具有较强的高增长潜力。改革开放四十年来，中国的内外部经济环境发生了四点较大的变化，一是全球经济的潜在增速正在下行，二是中国在人口、土地等方面的比较优势不再，三是中国拉动单位 GDP 增长的投资杠杆率进一步攀升，四是中国的和平崛起引起了他国的危机意识，并开始限制对中国的技术引进。这样的环境转变使得中国依靠外需和投资拉动经济增长的模式已不可持续，中国需要转向以技术进步作为增长极的良性发展路径中，而经济生产的循环过程仍需要耕植于广阔的本土消费市场才能实现。

回溯历史我们发现每一代的移动通讯网络的更迭都推动了不同的产业发展。3G 移动网络实现了新闻资讯的快速浏览，以 UC 浏览器为代表的企业快速发展。4G 移动网络使得移动视频、移动交互成为可能，极大地推动了文化娱乐产业的发展，脸书 (Facebook)、奈飞 (Netflix)、腾讯、字节跳动 (今日头条、抖音) 等公司营收和估值实现了爆发式增长 (图 16)。我们发现每一代无线通讯技术的更迭所带来的直接和间接产值增长是几何数而非线性的增长。如今全球即将进入 5G 通讯时代，5G 不同于此前几代移动通讯网络，不仅在数据传输速度和密度上实现跨越式进步，且在数据安全和可靠性、多点交互方面实现突破，能广泛应用于自动驾驶、智能制造、智能诊断、智能家居、智慧城市、环境检测等。虽然 5G 网络建设可期，市场或已充分定价了 5G 网络建设相关的标的资产，但基于的 5G 网络而发展的新型产业仍在初创阶段，推荐关注该领域的优质资产。随着移动互联网产业的快速发展，海量数据的获得性大大提升，对大数据进行分析、挖掘能够实现消费品与人的快速匹配，而基于大数据学习的人工智能发展能够在智能制造、智能诊断、自动驾驶等方面为人们提供更加高效快捷的生产和生活体验。推荐关注人工智能领域的优质资产。

图 15 移动互联网代表性企业股价（复权后）

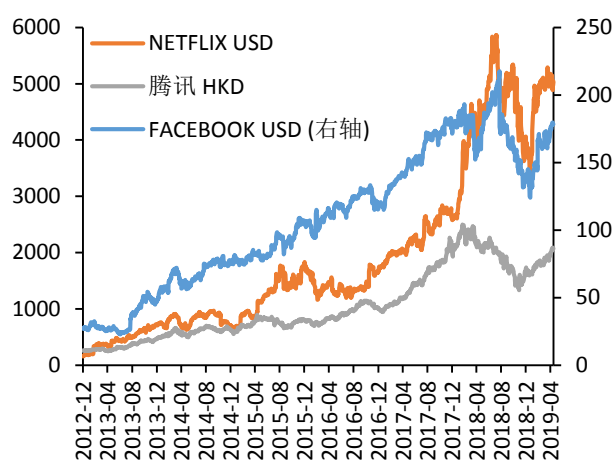
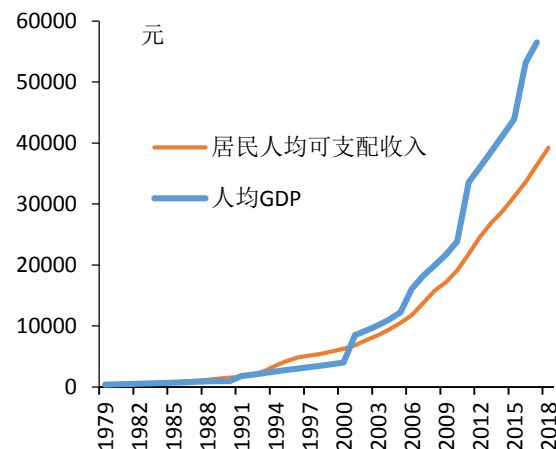


图 16 中国居民实际购买力变化



资料来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

从消费趋势看，细分龙头消费品和高性价比消费品公司具有较高的配置价值。中国经济高速增长四十年来，中国居民的实际购买力大幅增长。从可支配收入的口径看，中国居民的可支配收入自 1979 年的 405 元上升到 2018 年的 39251 元，复合年化增长率达到 12.1%；从人均不变价 GDP 的口径看，中国人均 GDP 从 1979 年的 396 元上升到 2017 年的 56527 元，复合年化增长率达到 13.6%（图 16）。消费能力的大幅提升导致居民消费倾向出现了两方面明显改变，享受和奢侈性消费大幅增加的同时对消费品的品质要求也大幅提高。这样的消费倾向改变对消费品市场的头部企业受益很大，主要由于龙头企业具有一定的品牌溢价，而且产品品质具有保证。而上述影响消费倾向的因素在当下时点出现了一些变化。第一，从发展阶段看中国的经济增长正在放缓，潜在经济增长率有所下降。第二，因中国房地产市场的发展，居民家庭杠杆率快速上升，而中国现已确认了“房住不炒”的基本政策，房地产价格上涨带来的财富效应退却。因此，中国的消费市场发展也出现新的变化，部分人群依然追求高档消费品，而部分人群转向更高性价比的消费品，这样的消费趋势与日本的“M 型”消费结构类似。故从消费趋势看，随着中国经济的持续发展，消费品细分行业龙头，特别是茅台酒等具有稀缺属性的消费品仍然具有广阔的增长空间，而类似日本的高性价比企业无印良品、优衣库等将成为中国消费品市场的另一片蓝海，推荐上述两个领域的优质资产。

（作者：人保资产宏观与战略研究所 常晨）

声 明

《宏观经济跟踪》（以下简称本资料）由中国人保资产管理有限公司（以下简称公司）宏观与战略研究所主办；其为内部资料，仅供阅读；任何人均不得将本资料及其内容用于商业目的。

公司领导层对本资料内容并不负有审核责任。本资料中可能存在或可能涉及的各种问题均与公司领导层无关。

本资料中的内容和意见仅供参考，不构成投资建议。

中国人保资产管理有限公司及其宏观与战略研究所对任何主体使用本资料所引发的直接或间接损失概不负责。

本资料版权为中国人保资产管理有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表或应用。

如对本资料有任何意见和建议，请联系中国人保资产管理有限公司宏观与战略研究所：

地 址：中国（上海）自贸区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 22 层（200122）

北京市西城区西长安街 88 号中国人保大厦 8 层（100031）

传 真：（021）68598969 / （010）66167580

编 辑：尹 力 （010）69009513 yinli@piccamc.com

马俊炯 （010）69009522 majj@piccamc.com

责任审稿：凌秀丽 王 莹