日期：2020 年 07 月 08 日

只有压制高房价才能促进消费

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《中国货币变革现状和调控变化》（2020 年 6 月 4 日）

《高房价的成因、影响和治理》（2020 年 5 月 20 日）

《大宗商品价格决定当前汇率走势》（2020 年 3 月 24 日）

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》（2020 年 3 月 15 日）

《期限结构波动中缓降趋势明了》（2020 年 1 月 13 日）

■ 主要观点

月均千元收入意味着啥？

6 亿人月均收入 1000 元，全国人均年可支配收入是 3 万元，2 个数据放在一起，给人的第一个感觉，就是收入差距大；第二个感觉是，中国的劳动力很便宜，人口红利还是存在，低工资成本的优势仍然存在。普遍的低收入人群的存在，意味着过去一段时间以来存在“招工难”是个伪命题，实质是产业升级难，是资本和劳动双方都心态浮躁，只想实现当期利益最大化，不愿有长期投入尤其是技术研发、员工学习培训等，着眼长远收益的行为！

月均千元如何变成低收入？

改革开放 40 余年，中国的发展成就是有目共睹的。30 年前他们也许是月收入 300 元，当时的 300 元可以给他们满意的生活。30 年前 300 元可以给人满意生活，并不是当时人们对生活要求低，而是当时物价的低廉。由 300 元到 1000 元，收入增长了 3 倍多。中国物价上涨在全球主要经济体中领先的原因，就是中国改革开放过程本身带来市场化和商品化发展。如果这 30 年的物价水平没有这么多的上涨，仅就统计意义上讲，如果中国物价和西方接近，那么这意味着当前中国人收入不变的同时，物价水平要拦腰一刀，砍去一半；如果这样，那么当前中国人虽然收入不高，但生活还是不错的！但中国物价上涨的趋势是内在的，正是物价的快速上涨，使得中国人收入增长的不令人满意。

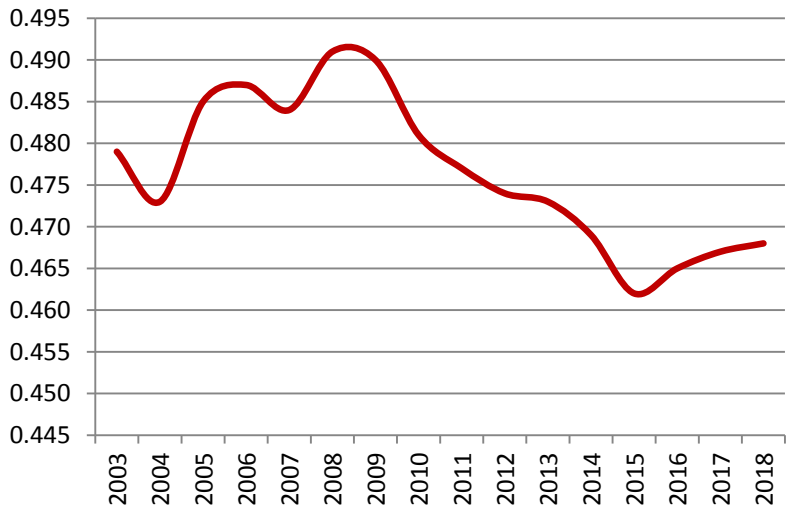
低收入如何提高消费？

住房商品化后，资产购置支出成了居民收入的最大使用用途。住房价格的持续快速上涨，比通胀更为迅速的消耗着居民购买力。当前中国人的“低收入”，更多的是拜高房价所赐。只有有效挤出高房价，中国才能在维持“低收入”状态下，有效提高消费需求的增长，群众生活水平才能有效提高。实际上，在银行主导型金融体系下，高房价破裂对金融和经济的冲击是有限和可控的，只有市场主导型金融体系里，楼市资产价格的剧烈变化才会带来金融市场的大震荡。

1.月均千元收入意味着啥？

6 亿人月均收入 1000 元，全国人均年可支配收入是 3 万元，2 个数据放在一起，给人的第一个感觉，就是收入差距大——3 万元的年收入只是平均数，按照 2018 年中国的基尼系数 0.468，应该有 8 成以上人在平均数下方。但即使在平均数之下，6 亿人分布在年收入 1.2 万元下方，说明平均数之下分布差距也是显著的。

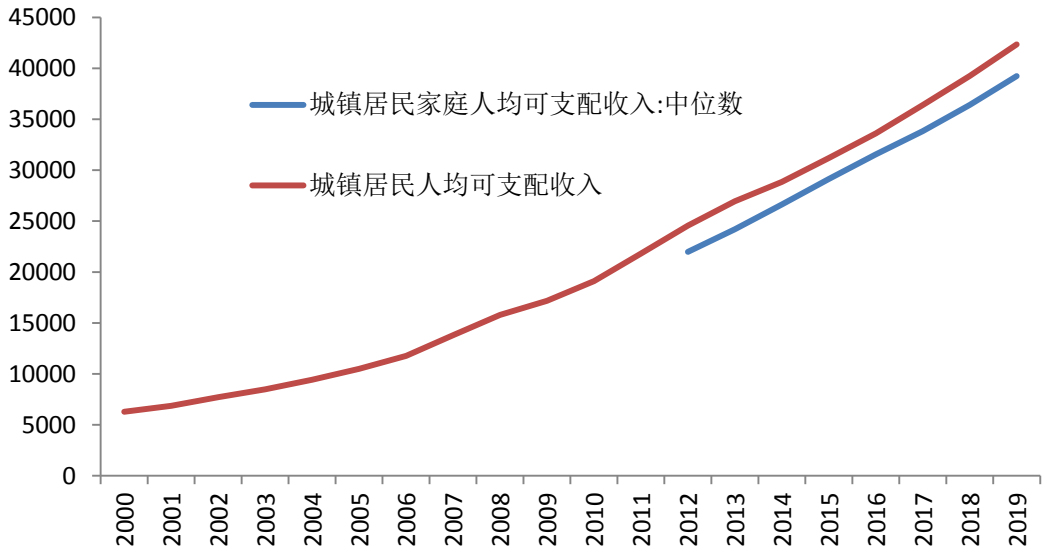
图 1 全国居民基尼系数虽降犹高



数据来源： Wind，上海证券研究所

2 个数据给人的第二个感觉是，中国的劳动力很便宜，人口红利还是存在，低工资成本的优势仍然存在。

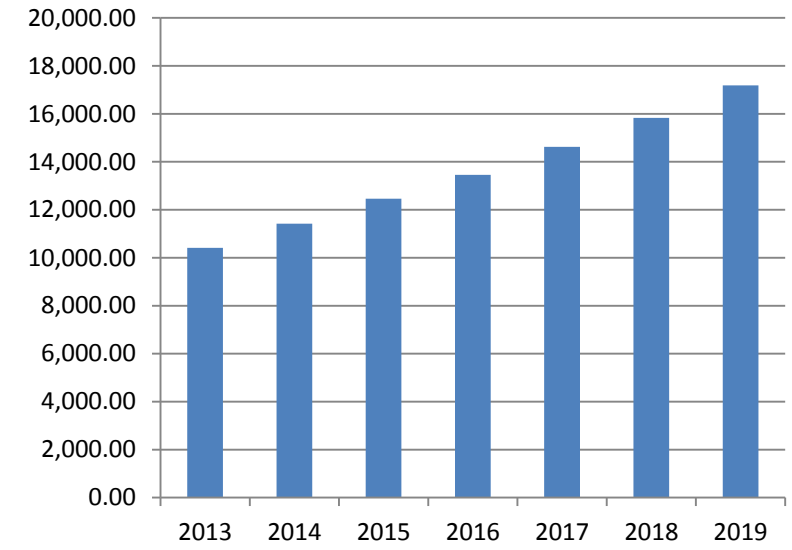
图 2 中国城镇居民人均收入依然低廉



数据来源： Wind，上海证券研究所

普遍的低收入人群的存在，意味着过去一段时间以来存在“招工难”是个伪命题，实质是产业升级难，是资本和劳动双方都心态浮躁，只想实现当期利益最大化，不愿有长期投入尤其是技术研发、员工学习培训等，着眼长远收益的行为！从工资性收入的角度，中国居民的收入更为低廉，只有可支配收入的一半不到，表明工薪阶层得到收入比重在其收入来源中较低，从社会角度，工薪阶层面对人均收入，经常有“拉后腿”的感觉！

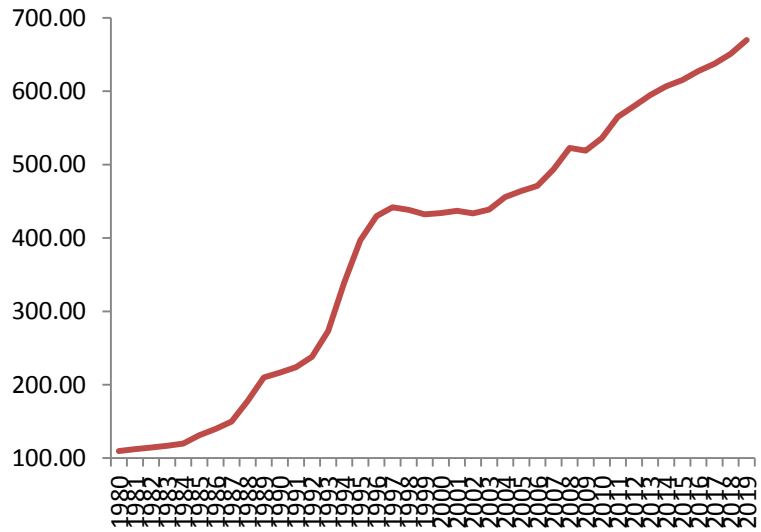
图 3 全国居民人均可支配收入:工资性收入（元、年）



数据来源： Wind，上海证券研究所

月均收入 1000 元，在中等城市连租房都很困难，更不用说一线大城市了。但是如果 30 年前月收入 1000 元，那是一个不错的收入，在中国的任何城市，30 年前千元月收入都能过上不错的生活。也就是说 30 年前的月收入 1000 元是个不错的收入，那时候房产还没商品化。但决定 30 年前 1000 元好生活品质的基础是——物价低。

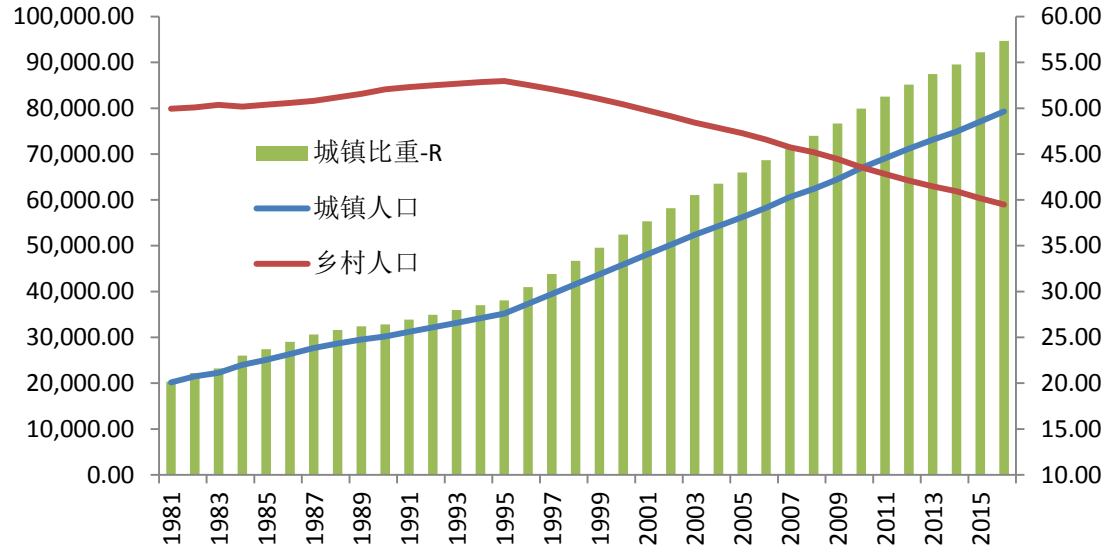
图 4 全国居民人均可支配收入:工资性收入（元、年）



数据来源： Wind，上海证券研究所

更为重要的是，30 年前中国城镇化刚处于起步阶段，城镇化水平 1990 年只有 26.4%，大部分人都生活在农村，在很大程度上还过着一种半自给自足的生活状态，低现金收入和真实生活水平间并不能简单对比。

图 5 中国城镇和乡村人口的比重变化（万人，%）



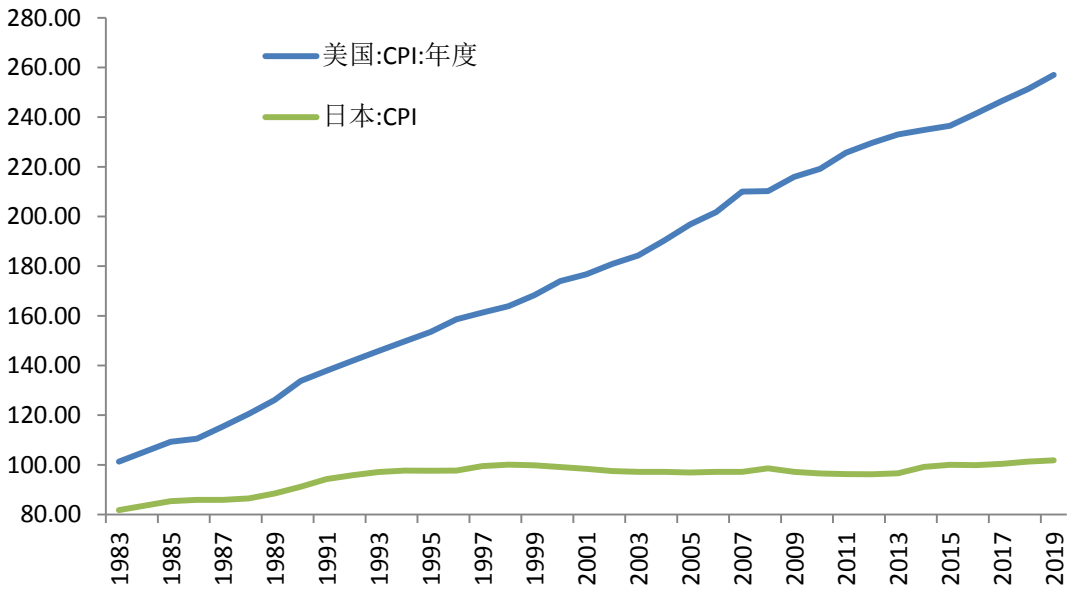
数据来源： Wind，上海证券研究所

2.月均千元如何变成低收入？

改革开放 40 余年，中国的发展成就是有目共睹的。对于个体而言，30 余年前收入和当今收入，相信绝大部分都有很大提高。当前处于中低收入阶层的人，正是 30 年前刚步入社会的 20 岁年轻人，当他们人到中年，中国经济进入转型阶段时，他们的技能开始显得落后，他们长期积累的工作经验开始失效，于是他们成了社会中的低收入者！30 年前他们也许是月收入 300 元，当时的 300 元可以给他们满意的生活。30 年前 300 元可以给人满意生活，并不是当时人们对生活要求低，而是当时物价的低廉——这方面，并不需要笔者举例，经历过这个跨度的人，对此都有自己切身体会。

由 300 元到 1000 元，收入增长了 3 倍多。但 30 年间，中国物价何止增长 3 倍？即使是统计意义上的 CPI，1990 -2019 年间，累计增幅也达到了 3.19 倍。人们根据生活经验和常识知道，CPI 统计值，和影响你生活水平的真实消费篮子物价水平变化，差距是以数倍而计的。同期美国上涨幅度是 2.09 倍，日本是 1.12 倍(物价几无上涨)，英国是 1.89 倍，欧洲核心区大约在 1.5-1.6 倍。

图 6 美、日 CPI 丁基指数的变化



数据来源： Wind，上海证券研究所

中国物价上涨在全球主要经济体中领先的原因，就是中国改革开放过程本身带来市场化和商品化发展。改革开放之初，中国 3/4 的人生活在半自然经济状态，这种状态决定了中国的很多消费品，尤其

是农产品的价格是显著偏低的——很多生产要素并没有在售价上得到体现，农民将剩余农产品出售时，他只要求获得边际成本，通常是他额外的近乎没有的劳动力价格，农产品中的土地要素、资本投入等，都没有在售价中得到体现。随着中国商品化进程的发展，经济进步带来了对要素回报的要求，原先商品成本的货币计算中没有被考虑进去的生产要素，越来越多地得到体现，随着生产要素对商品售价渗透率的提高，农产品等商品越来越完整地包含了价格形成的要素；只要商品经济对自然经济的吸收过程在继续，一般物价水平的上涨就不会停止，中国 90 年代的价格“闯关”改革，其实就是这个过程在市场中的表现。在城市，国有经济中同样存在着核算的不充分性，随着市场进展，中国市场中商品售价一方面由边际成本定价转向平均成本定价，另一方面无论是边际成本还是平均成本核算中，包含的要素增加了，于是一般价格水平上涨，货币价值下降。

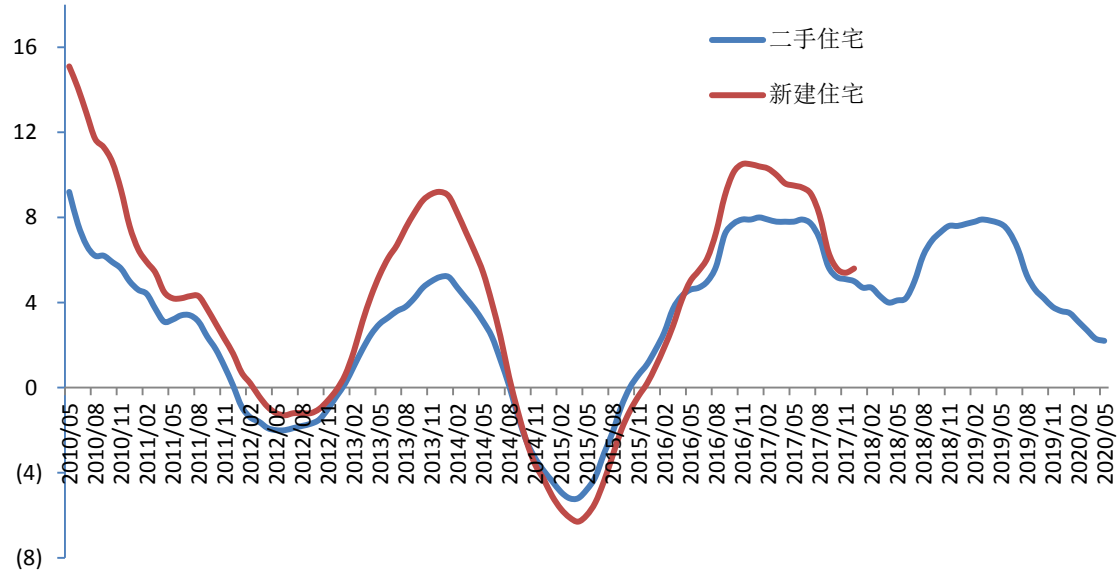
如果这 30 年的物价水平没有这么多的上涨，仅就统计意义上讲，如果中国物价和西方接近，那么这意味着当前中国人收入不变的同时，物价水平要拦腰一刀，砍去一半；如果这样，那么当前中国人虽然收入不高，但生活还是不错的！但是，中国物价上涨的趋势是内在的，正是物价的快速上涨，使得中国人收入增长的不令人满意。

3.低收入如何提高消费？

更为重要的是，从支出方面看，自然经济向商品经济过渡，也使人们支出的范围扩大，即人们花钱的地方增多。对居民来说，就是越来越多的地方需要用钱，教育、医疗等的产业化改革，尤其是住房商品化之后，居民除了日常支出范围扩大之外，还需要购置住房资产。住房商品化后，资产购置支出成了居民收入的最大使用用途。住房价格的持续快速上涨，比通胀更为迅速的消耗着居民购买力。虽然从住宅价格指数上看，无论是新建住宅还是二手住宅，价格指数的上涨都并不明显，数字上并没有显著超越通胀的现象。但市场上人人都从自己上生活经验和自身观察可以感受到，房价的上涨在商品化以来累计达到了 10-20 倍。住房价格指数和居民感受、生活体验的巨大差异在于，住房价格指数连样本的一致性都没有做到。房价连续数年飞涨早已是不争的事实，但按统计数据，中国的房价在大多数时候还是被“成功”控制住的，尽管人人都感受到了身边房价翻跟头般的几倍上涨！不问交易对象差异，只以交易价格作为“房地产价格指数”，显然是不合适的。我国目前的房屋销售价格指数并没有考虑样本选择的前后一致性，不同时期之间存在很大不同。可见，当前我国房地产行业普遍使用的房屋销售价格指数，是

不能正确反映真实价格变动情况的。以不同楼盘的开盘价为基础的平均价格（新房销售价格指数），显然不是一个衡量房地产价格的良好指标；同样，即使是“二手房”价格指数，由于交易对象的变化，该指数也不能有效反映真实的房价走势。房价指数的稳定，使得房地产泡沫对普通居民日常生活的影响，被大大低估。

图 7 70 个大中城市住宅价格指数:当月同比



数据来源： Wind，上海证券研究所

正是长年累月的真实通胀上行和持续高位的高房价，造就了中国居民收入的“低”。通胀的上行是中国市场经济发展过程中，不可避免的趋势；从资源禀赋优势的角度看，正是通胀造成的真实工资水平低增长态势，体现了中国劳动力资源丰富的禀赋。但是，劳动资源丰富的禀赋优势，并不妨害中国人生活水平随经济进步而提高，当前中国人的“低收入”，更多的是拜高房价所赐。只有有效挤出高房价，中国才能在维持“低收入”状态下，有效提高消费需求的增长，群众生活水平才能有效提高。实际上，在银行主导型金融体系下，高房价破裂对金融和经济的冲击是有限和可控的，只有市场主导型金融体系里，楼市资产价格的剧烈变化才会带来金融市场的大震荡。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。