

探究股市财富效应对消费的影响

宏观经济报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

探究股市财富效应对消费的影响

4 月以来在中美关税缓和、政策持续发力、投资者风险偏好上行、基本面维持韧性以及流动相相对充裕等利好因素的带动下，A 股走出了一波亮眼的走势，截至 9 月 12 日，沪深 300 指数相比于 4 月低点上行超过 25%。

相比于 A 股的大幅上行，国内基本面表现偏弱，居民消费在以旧换新政策退坡后从 5 月的 6.4% 逐渐下滑至 8 月的 3.4%，基本面与资本市场走势表现出一定分化。A 股放量上涨能否拉动居民消费再次引发市场讨论。

股票升值能够通过提高居民总财富水平、提高居民信贷获取能力、降低居民预防性储蓄需求等方式提高居民的消费意愿和消费能力。

虽然部分研究指出股票上涨在一定程度上会诱发投机动机进而抑制居民消费（周德才，2013），安砾等的研究数据也显示在股票上行阶段，居民资金在持续流入资本市场。但整体来看，股票的正财富效应会更强。但低消费倾向的高净值客户是股票上涨的主要受益方，这会导致股票财富效应对消费的支持力度相对有限。而且股票不能一直上涨，在股票下行阶段，财富缩水带来的消费下滑或更加明显。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整等外部因素或导致 A 股市场的调整

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响相关行业经营与上市公司业绩

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济和资本市场的影响



4月以来在中美关税缓和、政策持续发力、投资者风险偏好上行、基本面维持韧性以及流动相相对充裕等利好因素的带动下，A股走出了一波亮眼的走势，截至9月12日，沪深300指数相比于4月低点上行超过25%。

相比于A股的大幅上行，国内基本面表现偏弱，居民消费在以旧换新政策退坡后从5月的3.4%下滑至8月的3.4%，基本面与资本市场走势表现出一定分化。A股放量上涨能否拉动居民消费再次引发市场讨论。

一、A股好转对居民资产影响几何

从居民资产负债表上看，居民资产结构以房地产等实物资产为主，金融资产特别是股票占居民资产比重较低。参考中国社科院国家资产负债表研究中心发布的《中国国家资产负债表》中的方法（仅公布到2019年数据），我们更新了居民部门的资产负债表。

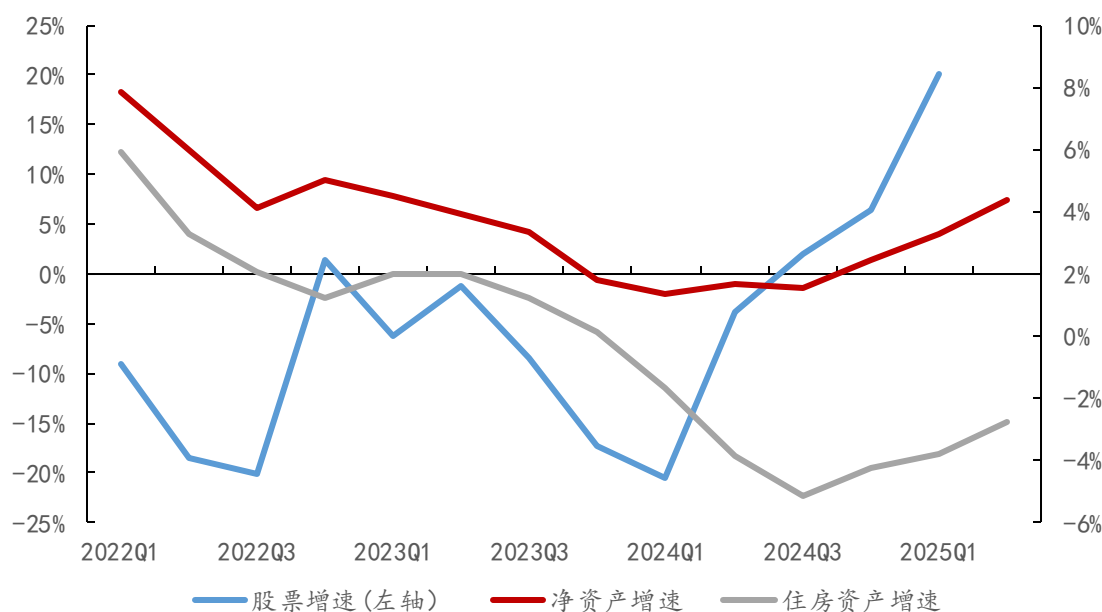
从结构上看，2025年二季度非金融资产、住房资产占居民总资产的49%、45.4%，金融资产占比51%，其中存款、股票、证券投资基金占比分别为33.4%、5.4%、5.2%。

从近几年趋势上看，住房资产很大程度上主导了居民资产的变化。但是2024年年末以来股票、证券投资基金对居民资产端企稳形成一定支撑。

受房地产价格持续下行影响，住宅资产增速近年来持续负增，其占居民资产的比重从54%左右持续震荡下行至2025年二季度的45.4%。但自去年三季度以来降幅有所收窄，2025年二季度，居民住房资产同比下滑3%，拖累居民总资产同比增速1.4个百分点，相比于去年三季度2.6个百分点的拖累明显收窄。

股票等资产波动较大，2022年-2024年股票资产整体在拖累居民资产端表现。但自2024年四季度开始，受益于A股上行，股票资产对资产端由拖累转为拉动。2025年二季度居民股票资产同比增长21%（同比多增5.4万亿），拉动居民资产端同比增长1个百分点。股票和资管产品累计拉动居民资产同比增速1.3个百分点。

图表1：居民资产端增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

需要注意的是，在统计口径中，股价上行带来的资产增值并不纳入到居民可支配收入的口径。

国内居民可支配收入按照来源可以分为工资性收入、经营性收入、财产净收入和转移净收入四大类，其中财产净收入包括利息净收入、红利收入、房租收入、自有住房折算净租金等，但是不包括转让资产所有权的溢价所得。因此股票收入中，只有股息、红利等收入会纳入到居民可支配收入，而股票买卖的盈亏则计入“非收入所得”。

二、谁更受益于资本市场好转

股市对不同家庭的财富影响存在显著分化。相比于实物资产，股票等金融资产的集中度更高。上交所年报数据显示2023年，在4549.3万户持股自然人投资者中，持股市值在1000万以上的账户仅0.7%，其占自然人投资者持股市值的49%。10.6%的人持股市值在100万以上，占自然人投资者持股市值的79%。股票资金高度集中在高净值客户手上。


图表2：A股市场参与者

	持股总市值 (亿元) Hold Value (100M Yuan)	占比 (%) Ratio (%)	持股账户数 (万户) Hold Account (10 Thousand)	占比 (%) Ratio (%)
自然人投资者	107371	23.19	4549.32	99.71
其中：10万元以下	3421	0.74	2269.14	49.74
10~50万元	11325	2.45	1373.06	30.10
50~100万元	9380	2.03	423.79	9.29
100~300万元	16202	3.50	338.56	7.42
300~1000万元	14690	3.17	111.22	2.44
1000万元以上	52353	11.31	33.55	0.74
一般法人	260413	56.25	5.86	0.13
专业机构	95146	20.55	7.16	0.16
其中：沪股通	11216	2.42	0.00	0.00
公募基金	28630	6.18	0.71	0.02

来源：上交所，国金证券研究所

同时，高净值客户依靠着更高的风险承受能力、更丰富的信息来源渠道等优势，往往能够在牛市行情下赚取超额收益。

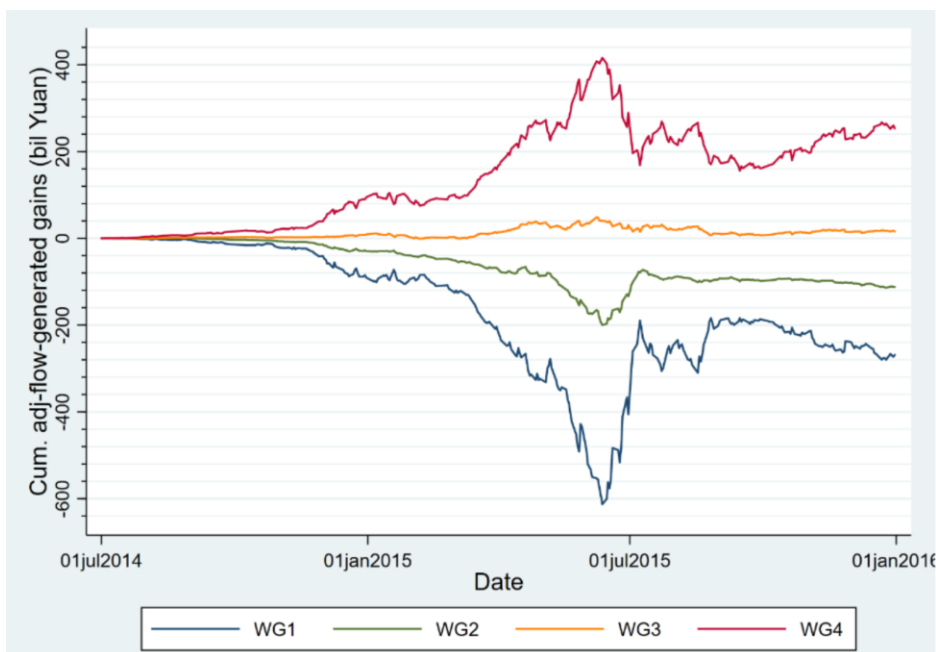
如安砾等研究指出，在2014年7月-2015年12月的股市波动中，后85%的投资者（账户金额在0-50万元）损失了约2690亿元（损失了大约32%），而超高净值投资者（账户金额在1000万以上，占投资者数量比重仅0.5%）则赚取了约2530亿元，收益率达到了33%。

收益率的差距一方面是投资时机的选择，高净值客户往往在牛市初期就已经开始布局，并且在市场见顶之后迅速退出市场，而低净值客户的交易行为则相反。另一方面是标的的选择不同，在股市泡沫阶段，高净值客户更倾向于购买高贝塔的股票，低净值客户则购买低贝塔的股票。反之则相反。

虽然这是基于2014-2015年的研究，但是牛市行情下，小规模个人投资者难以赚到钱的现象一直没有得到明显改变，信息获取渠道相对较小、风险抵抗能力相对较弱等先天不足使得中小投资者在牛市中赚钱也显得更加困难。



图表3: 按财富群体划分, 不同群体的收益变动情况



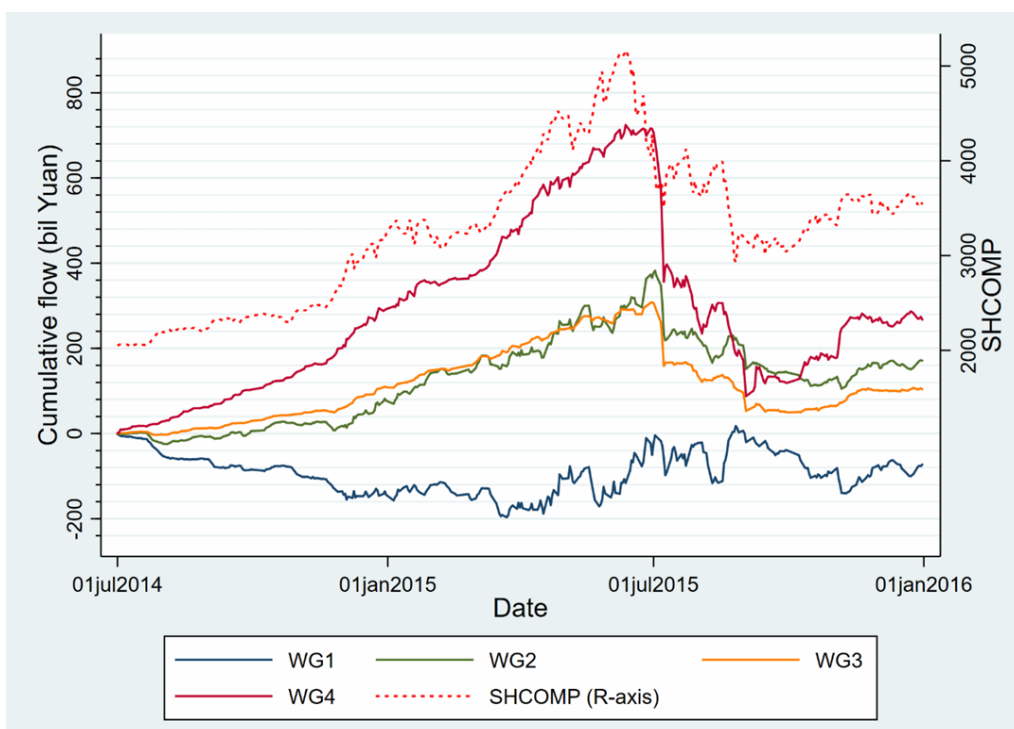
来源:《Wealth Redistribution in Bubbles and Crashes》, 国金证券研究所 (注: 0-50 万元 (WG1)、50 万元-300 万元 (WG2)、300 万元-1000 万元 (WG3)、1000 万元以上 (WG4))

三、股市的财富效应与消费行为

资产负债、收入、预期是影响居民消费的最主要因素。股票升值能够通过提高居民总财富水平、提高居民信贷获取能力、降低居民预防性储蓄需求等方式提高居民的消费意愿和消费能力。

虽然部分研究指出股票上涨在一定程度上会诱发投机动机进而抑制居民消费(周德才, 2013), 安砾等的研究数据也显示在股票上行阶段, 居民资金在持续流入资本市场。但整体来看, 股票的正财富效应会更强。

图表4: 不同财富投资者账户的资金变化



来源:《Wealth Redistribution in Bubbles and Crashes》, 国金证券研究所 (注: 0-50 万元 (WG1)、50 万元-300 万元 (WG2)、300 万元-1000 万元 (WG3)、1000 万元以上 (WG4))



万元以上 (WG4))

胡永刚和郭长林 (2012) 等研究指出, 中国股票具有正的财富效应, 但财富效应对消费的影响是不对称的。通过将股票波动拆分为基本面因素和非基本面因素, 报告指出中国股价波动左右反映了经济基本面的变化, 反映经济基本面变化的股价变动对中国居民消费具有长期影响, 而投机因素引起的股价变动对中国居民消费的影响甚微。这意味着虽然中国股民的投机性较强, 但他们在将股价变动与自己的消费相联系时却表现得相当理性。在影响幅度上, 当股价分别上升和下降 10% 时, 城镇居民消费将分别增加 1.05% 和减少 2.29%, 具有明显的影响和不对称性。

李家山等 (2025) 基于 CFPS 数据研究支出在股市上涨期间, 居民家庭消费意愿会明显上行, 家庭股票收入每增加 1 万元, 居民会增加 0.2 万元的消费支出。在获得股市收入时, 低收入群体的消费意愿提升会更加明显。这可能是因为低收入家庭平均消费倾向更高, 在获得意外收入时的消费意愿更强。甘梨 (2018) 也曾指出低收入家庭往往更容易面临流动性约束, 家庭消费支出对暂时性收入的波动会更加敏感。

但是上文我们也提及, 在资本市场中, 高净值客户相比于低净值客户往往能够获取更高的超额收益。这样的组合搭配其实意味着在股票上行阶段, 消费倾向更低, 对股票收入敏感性更低的群体获取了更高的收入, 这或降低了股票上行对消费的刺激作用。

在股票对居民消费类别的影响, 乔智 (2018、2022 年) 的研究指出金融资产扩张能够拉动居民消费扩张, 但住房资产对居民消费则存在负向拖累。在具体类别上, 金融资产对绝大部分消费均存在显著的正向影响, 但从影响程度上看, 金融资产对衣食住行等必选消费的影响小于可选消费。股票价值上涨 1% 对可选消费的拉动几乎是必选消费的 2 倍。

高宇航 (2024) 将居民消费分为生存性消费 (衣食住行相关消费) 和发展享受型消费, 研究显示风险性金融资产 (股票) 能够提升家庭总体消费水平, 但对发展享受型消费的支持力度更大, 风险性金融资产增加 1 万元, 分别能够拉动生存性消费和发展享受型消费增加 168 元和 342 元。

南永清 (2020) 则细化这商品类别, 其研究指出金融资产的扩张会降低家庭在交通通讯上的消费比例, 同时会提升文化娱乐和教育培训类、医疗保健类消费支出以及其他发展享受型消费支出占家庭总支出的比重。但是住房资产增值主要利好文化娱乐和教育类支出, 对医疗保健类支出、包含耐用品的其他发展享受类支出并无显著支持。

赵庆明 (2020) 在商品类别上的研究借鉴海外耐用品和非耐用品的划分, 表明虽然股市上涨对整体商品消费影响有限, 但是股市对汽车消费具有显著的财富效应, 股市流动市值每增加 1%, 乘用车销量能够增加 0.16%。赵君仪 (2016) 也表明股市财富效应能够有效拉动汽车消费, 且股票上行期财富效应带来的乘用车消费增量大于股市下跌时期财富缩水导致的汽车消费减少量。

王克稳 (2017) 则研究了资产价格变动对文旅消费的影响, 虽然房地产和金融资产对文旅消费均存在财富效应, 但房地产财富效应小于存款类金融资产的财富效应小于股票基金类金融资产的财富效应, 风险资产收益的“快钱”特征能够更有效促进居民进行享受型消费。

图表5: 金融资产对不同消费种类的影响情况

变量	消费	必选消费	可选消费	奢侈品消费
股票	0.007 *** (0.001)	0.007 *** (0.002)	0.013 *** (0.002)	0.006 *** (0.001)
其他金融资产	0.063 *** (0.004)	0.060 *** (0.003)	0.183 *** (0.013)	0.023 *** (0.004)
其他实物资产	0.132 *** (0.007)	0.101 *** (0.011)	0.212 *** (0.027)	0.019 *** (0.006)
上一期消费	0.250 *** (0.011)	0.322 *** (0.010)	0.263 *** (0.014)	0.113 *** (0.011)
工资	0.011 *** (0.004)	0.012 *** (0.003)	0.009 *** (0.002)	0.009 *** (0.002)

来源:《中国家庭股市资产价值变动对居民消费的影响》, 国金证券研究所



总的来说，股票价值上涨的确存在一定的财富效应，并能够带动可选类商品消费。但低消费倾向的高净值客户是股票上涨的主要受益方，这会导致股票财富效应对消费的支持力度相对有限。而且股票不能一直上涨，在股票下行阶段，财富缩水带来的消费下滑或更加明显。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整等外部因素或导致 A 股市场的调整

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响相关行业经营与上市公司业绩

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济和资本市场的影响



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究