

提振消费的几点思考

短期内提振消费的关键在于增强政府财政能力以及增加居民收入，中期提振消费需要收入分配制度的变革和城镇化的持续推进。

- 最终消费支出、社会消费品零售总额和城乡一体化住户调查的居民人均消费支出从不同角度代表了消费。从研究经济增长的角度看，最终消费支出作为支出法 GDP 核算的“三驾马车”之一，是消费最为全面的代表指标。
- 中国最终消费支出占比低于其他国家，这一事实的形成有着多方面的原因，不宜简单用其他国家最终消费支出占比的数字作为中国提振消费的最终目标。
- 近年来最终消费支出增速走弱，其中政府消费支出增速放缓更为明显。因此提振消费不仅仅是提振居民消费，政府消费支出也值得关注。
- 居民消费支出的影响因素包括收入和财富相关变量。中国近年来居民消费支出增速走弱的原因包括居民收入增速放缓（尤其是财产净收入和转移净收入）、财富效应减弱、居民预期恶化等因素。
- 消费和投资是一个硬币的两面，不应割裂来看。消费和投资不过是处于国民经济循环的不同阶段。提振消费不应就消费言消费，更不应忽视投资。
- 短期内，提振消费的要点包括：增强政府财政能力，进而提振政府消费支出，增加居民转移净收入；改善通缩环境、提升名义增速进而提振居民收入增速；提振资本市场以增加居民财产净收入，同时重塑财富效应等。
- 中长期看，收入分配制度的变革以及城镇化的推进是提振消费的重要抓手。
- **风险提示：**国内政策力度不及预期，地产超预期下行，贸易局势升级。

相关研究报告

《上半年进出口数据点评》20250717

《6 月和二季度经济数据点评》20250716

《策略点评》20250715

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

消费相关指标	4
消费相关统计指标概述	4
不同指标的区别与选择	5
近年来消费支出走弱的原因	7
最终消费支出的国际比较	7
居民消费与政府消费	8
居民消费支出的影响因素	10
提振消费的思路	15
消费与投资是一个硬币的两面	15
财政力度的加强与居民增收是解决当前消费问题的关键	15
从中长期看，收入分配制度的变革和城镇化是提振消费的重要抓手	17
风险提示	19

图表目录

图表 1. 居民消费与政府消费占最终消费支出比例.....	4
图表 2. 中国社会消费品零售总额.....	5
图表 3. 中国居民人均消费支出.....	5
图表 4. 社会消费品零售总额与最终消费支出.....	6
图表 5. 微观居民消费支出与宏观居民消费支出.....	6
图表 6. 各国最终消费支出占 GDP 比重.....	7
图表 7. 各国工业增加值占 GDP 比重.....	7
图表 8. “三驾马车”对中国 GDP 增长的贡献率.....	8
图表 9. 近年来最终消费支出增速放缓.....	8
图表 10. 居民消费支出增速与政府消费支出增速.....	9
图表 11. 政府消费支出增速近年来放缓更为明显.....	9
图表 12. 2021 年之后广义财政支出增速大幅下降.....	9
图表 13. 近年来城乡一体化住户调查数据也显示居民人均消费支出增速放缓.....	10
图表 14. 近年来居民收入增速变化.....	11
图表 15. 2024 年末居民不同类别收入占比.....	11
图表 16. 利率持续下行.....	11
图表 17. 2021 年四季度开始租金持续走弱.....	11
图表 18. 2021 年—2023 年地方社会保障支出增速有所放缓.....	12
图表 19. 居民房价预期与居民大额商品消费意愿.....	12
图表 20. 消费者信心指数仍处低位.....	13
图表 21. 近年来城乡居民恩格尔系数均有回升.....	13
图表 22. 居民平均消费倾向截至 2025 年一季度仍无改观.....	13
图表 23. 近年来预防性储蓄有所增长.....	14
图表 24. 地方政府杠杆率仍在上升.....	15
图表 25. 地方政府与中央政府财政收入比重.....	16
图表 26. 地方政府与中央政府财政支出比重.....	16
图表 27. 名义 GDP 增速自 2023 年二季度起持续低于实际增速.....	16
图表 28. 城乡居民消费支出差距.....	17
图表 29. 中国的常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率.....	17
图表 30. 城乡居民人均可支配收入差距.....	18
图表 31. 城乡居民平均消费倾向.....	18

消费相关指标

消费相关统计指标概述

常用的与消费相关的统计指标包括以下几种：（1）最终消费支出；（2）社会消费品零售总额；（3）居民人均消费支出。三者各有侧重。

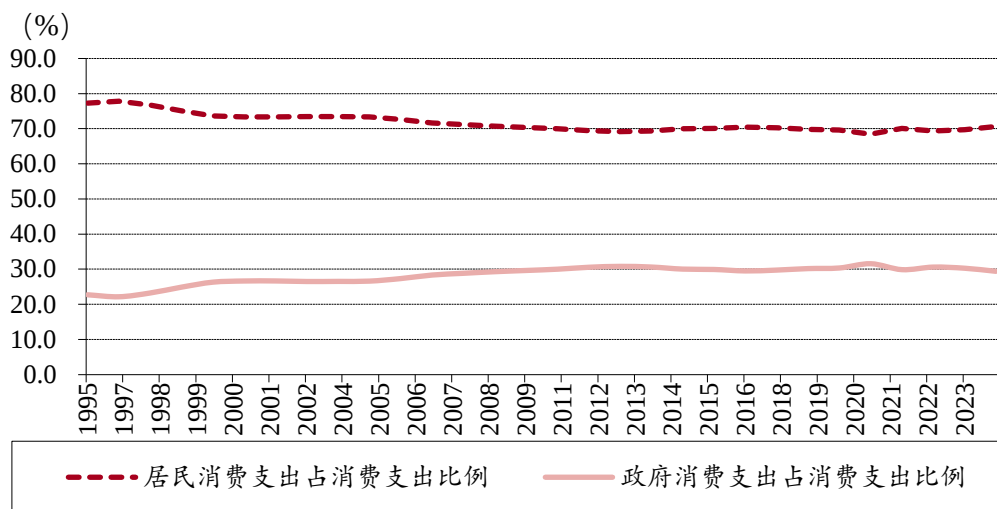
最终消费支出来自 GDP 支出法核算，也是通常所说的“三驾马车”中的消费。其具体含义是指常住单位为满足物质、文化和精神生活的需要，从本国经济领土和国外购买的货物和服务的支出；不包括非常住单位在本国经济领土内的消费支出。最终消费支出分为居民消费支出和政府消费支出。

居民消费支出指常住住户在一定时期内对于货物和服务的全部最终消费支出。居民消费支出除了直接以货币形式购买的货物和服务的消费支出外，还包括以其他方式获得的货物和服务的消费支出，后者称为虚拟消费支出。居民虚拟消费支出主要包括：单位以实物报酬及实物转移的形式提供给劳动者的货物和服务；住户生产用于自身消费的货物（如自产自用的农产品），以及纳入生产核算范围并用于自身消费的服务（如住户的自有住房服务）；银行和保险机构提供的间接计算的金融服务。

政府消费支出指政府部门为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的净支出，前者等于政府服务的产出价值减去政府单位所获得的经营收入的价值，后者等于政府部门免费或以较低价格向居民住户提供的货物和服务的市场价值减去向住户收取的价值。

2024 年，中国支出法 GDP 为 1349210.1 亿元，其中最终消费支出为 763042.7 亿元，占 GDP 比例为 56.6%。最终消费支出中，居民消费支出为 538646.1 亿元，占比 70.6%；政府消费支出为 224396.6 亿元，占比 29.4%。

图表 1. 居民消费与政府消费占最终消费支出比例

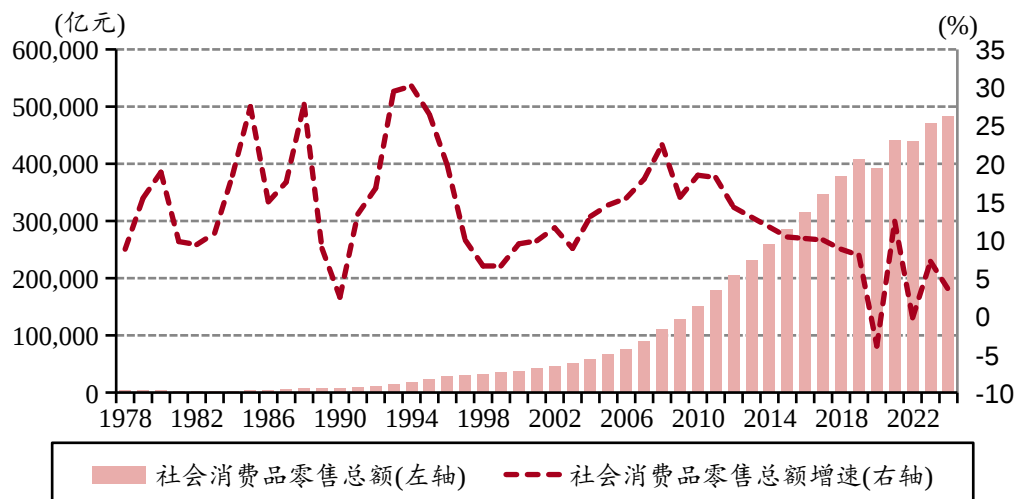


资料来源：Wind，中银证券

社会消费品零售总额，是指企业（单位、个体户）通过交易直接售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。个人包括城乡居民和入境人员，社会集团包括机关、社会团体、部队、学校、企事业单位、居委会或村委会等。从定义可见，这一指标更多关注的是交易环节，由于其是月频数据，实践中也常将其用作消费的指标。

2024 年，中国社会消费品零售总额为 483345 亿元，同比增长 3.5%。

图表 2. 中国社会消费品零售总额

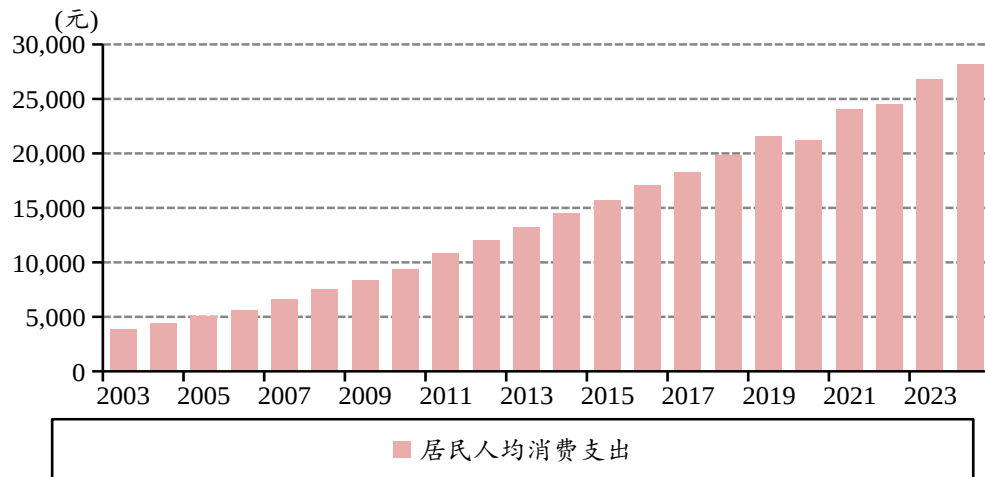


资料来源：同花顺 iFind，中银证券

居民人均消费支出来自城乡一体化住户调查数据，与前两个指标不同的是，这一数据本质上是微观数据。其具体含义是指居民用于满足家庭日常生活消费需要的全部支出，既包括现金消费支出，也包括实物消费支出。消费支出可划分为食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健以及其他用品及服务八大类。

2024 年，中国居民人均消费支出为 28227 元。

图表 3. 中国居民人均消费支出



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

不同指标的区别与选择

上述指标各有侧重，那么，究竟哪一个指标更能代表消费的全貌？

从研究经济增长的角度看，最终消费支出作为支出法 GDP 核算的“三驾马车”之一，无疑是消费最为全面的代表指标。从其定义也可看到，其涵盖了居民消费支出与政府消费支出，也包括了直接消费支出和虚拟消费支出。这一指标的缺陷在于，其只有年度数据，不能及时反映季度、月度时间维度上的消费变化。不过，如果着眼于中长期的消费分析，这一指标仍是极为重要的参考指标。

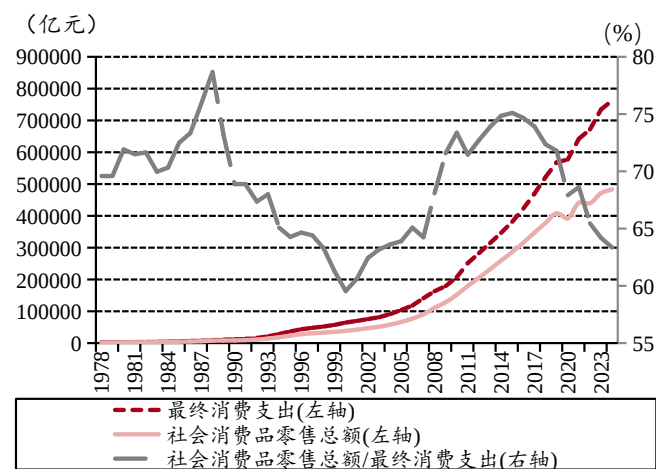
社会消费品零售总额是月度发布的指标，也是用以观察消费变化的常用指标。然而，从其定义可以看出，其重点在于交易环节，内涵明显窄于最终消费支出。两个突出的问题是：（1）社会消费品零售总额并不包含虚拟消费支出；（2）社会消费品零售总额仅包括商品零售和餐饮收入，换言之，这一指标并不包含餐饮之外的服务消费。

从 2023 年 7 月开始，国家统计局开始发布服务零售额累计同比增速，一定程度上弥补了社会消费品零售总额数据的不足，但服务零售并不公布金额数据，累计同比增速也只能作为参考。

由图表 4 可见，历年来社会消费品零售总额大致相当于最终消费支出的 60%—80%，近年来二者的差距有所加大。2024 年，社会消费品零售总额相当于最终消费支出的 63.3%。

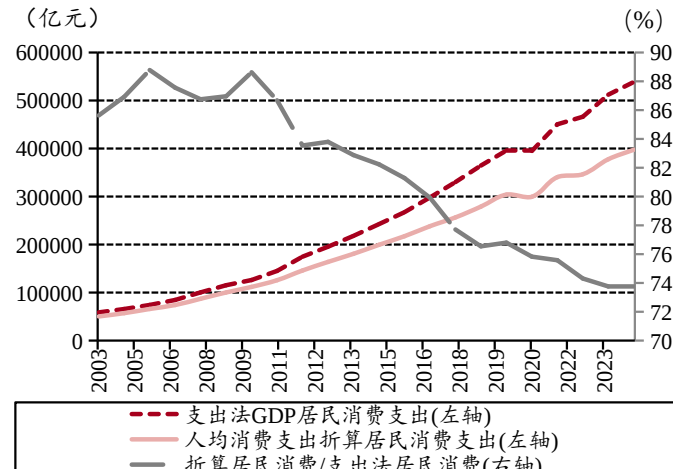
与上述两个指标相比，居民人均消费支出由于其微观指标的性质，在内涵上与支出法 GDP 的居民消费支出相差较大。而且与支出法 GDP 的最终消费支出相比，它也仅对应了其中的居民消费支出。图表 5 简单列出以城乡一体化住户调查数据折算的居民消费支出和支出法 GDP 核算口径下的居民消费支出的差异。可以看到，2010 年以来，二者差异明显扩大；至 2024 年，前者仅相当于后者的 73.8%。从这一角度看，城乡一体化住户调查数据中的居民人均消费支出并不能反映消费的全貌。不过，鉴于该指标包含了消费明细分类数据，因此在研究消费结构变化时，可以作为参考指标。

图表 4. 社会消费品零售总额与最终消费支出



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 5. 微观居民消费支出与宏观居民消费支出



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

鉴于支出法 GDP 核算中的最终消费支出代表性较为全面，本文以下的分析围绕着最终消费支出展开，同时会部分引用社会消费品零售总额和城乡一体化住户调查数据作为补充。

近年来消费支出走弱的原因

最终消费支出的国际比较

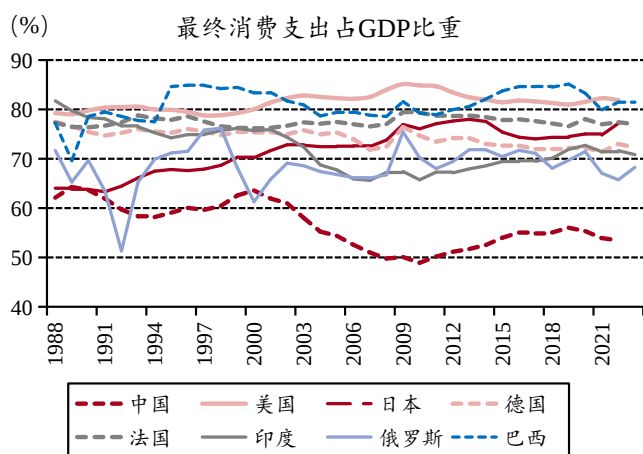
随着近年来对提振消费的关注，中国消费率偏低的事实日益引起关注。

从数据看，中国最终消费支出占 GDP 比重确实明显低于其他国家。如图表 6 所示，中国最终消费支出占 GDP 比重近年来基本位于 50%—60% 区间，而美国这一比重在 80% 以上，德国、日本、法国等发达国家在 70% 以上；即使同为发展中国家的印度，2018 年以来最终消费支出占 GDP 比重也在 70% 以上，而巴西这一比重超过 80%。

关于中国最终消费支出占比偏低的原因，学术界有诸多讨论，我们对此不做赘述。在此，我们想指出的是，首先，中国最终消费支出占比低于其他国家是一个既成事实，而这一事实的形成有着多方面的原因，因此，不宜简单用其他国家最终消费支出占比的数字作为中国提振消费的最终目标。

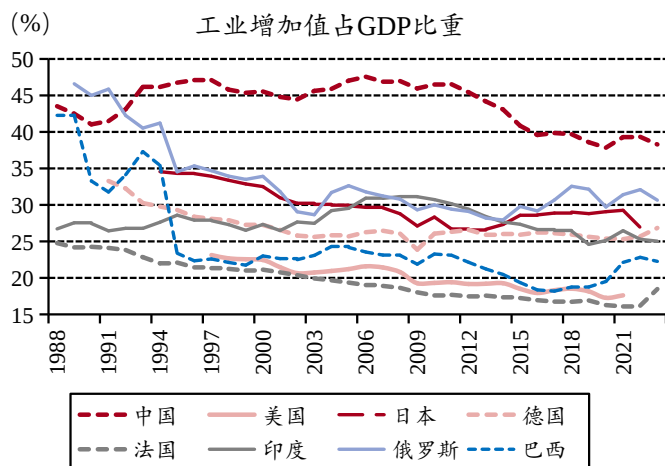
其次，从经济结构看，尽管中国的工业增加值占 GDP 比重逐步回落，但仍明显高于其他国家，显示了工业生产在中国经济中的重要性。最终消费支出占比的提升客观上是服务业在经济中占比提升的结果。在中国的经济结构下，即使未来中国人均收入进入高收入国家行列，中国的最终消费支出在 GDP 中的占比也不大容易达到如美、日等国那样 70% 以上的比例。

图表 6. 各国最终消费支出占 GDP 比重



资料来源：同花顺 iFind，世界银行，中银证券

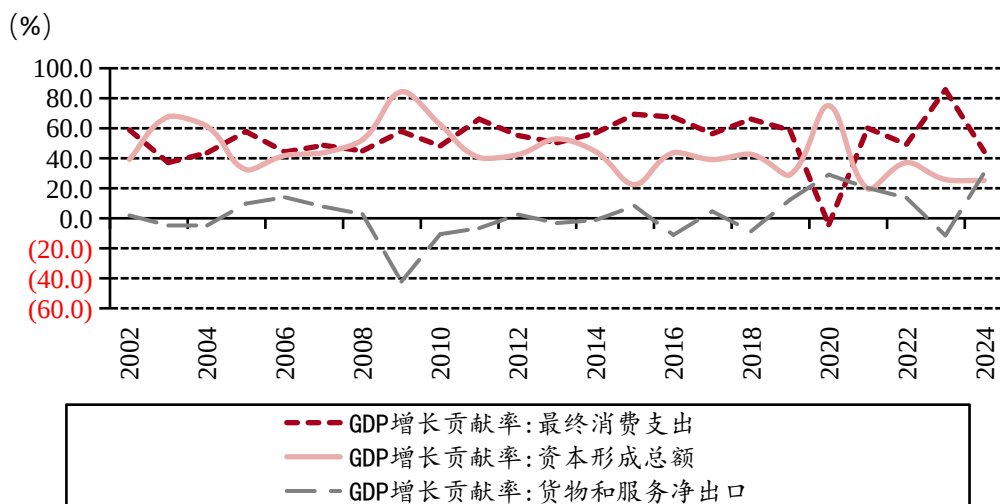
图表 7. 各国工业增加值占 GDP 比重



资料来源：同花顺 iFind，世界银行，中银证券

尽管最终消费支出在 GDP 中占比低于其他国家，但最终消费支出近年来对中国经济增长的贡献并不低。2011 年以来，最终消费支出对中国经济增长的贡献率大部分年度都在 50% 以上，但 2024 年贡献率仅有 44.5%，仅高于 2020 年。从这一角度，提振消费在当前确有必要。

图表 8. “三驾马车”对中国 GDP 增长的贡献率



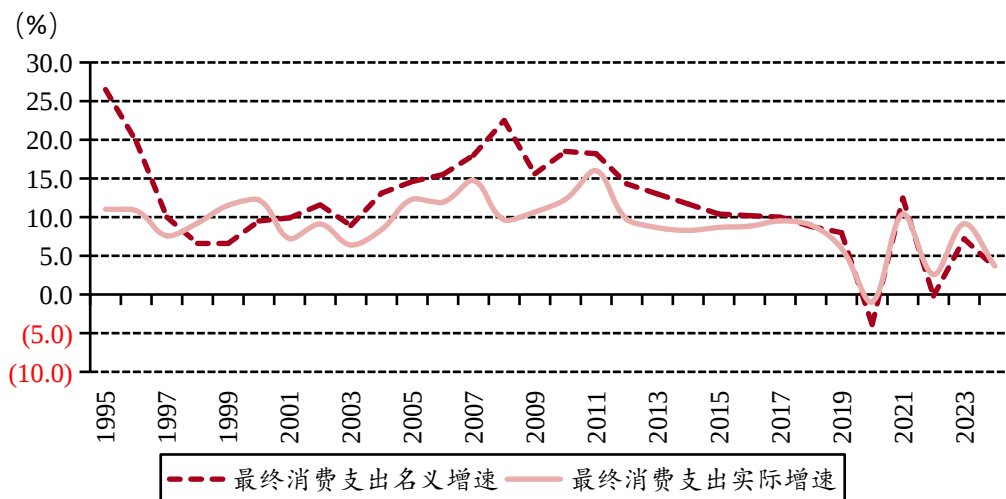
资料来源: Wind, 中银证券

居民消费与政府消费

近年来，最终消费支出增速出现了明显回落。2024 年，最终消费支出名义增长仅 3.9%，实际增速仅 3.7%。名义增速为 1995 年以来的次低水平，仅高于 2020 年；实际增速也是 1995 年以来的偏低水平，仅强于 2020 年和 2022 年。

而从居民消费支出和政府消费支出看，2024 年拖累消费支出更多是政府消费支出。2024 年，居民消费支出同比实际增长 5.0%，而政府消费支出同比实际增速仅有 0.7%。

图表 9. 近年来最终消费支出增速放缓

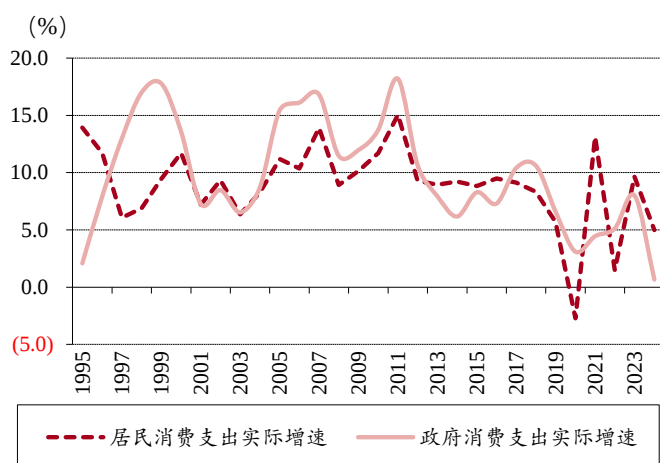


资料来源: Wind, 中银证券

事实上，政府消费支出近年来增速放缓更为明显。以四年复合增速看，2020—2024 年，政府消费支出复合增速为 4.5%，较 2015—2019 年复合增速下降 4.2 个百分点；而 2020—2024 年居民消费支出复合增速为 7.2%，较 2015—2019 年复合增速仅下降 0.9 个百分点。

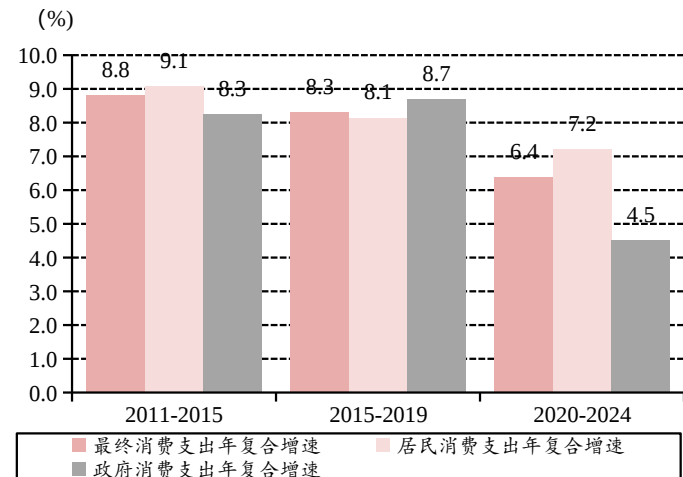
从这一角度看，提振消费不仅仅是提振居民消费，政府消费支出也值得关注。

图表 10. 居民消费支出增速与政府消费支出增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 政府消费支出增速近年来放缓更为明显

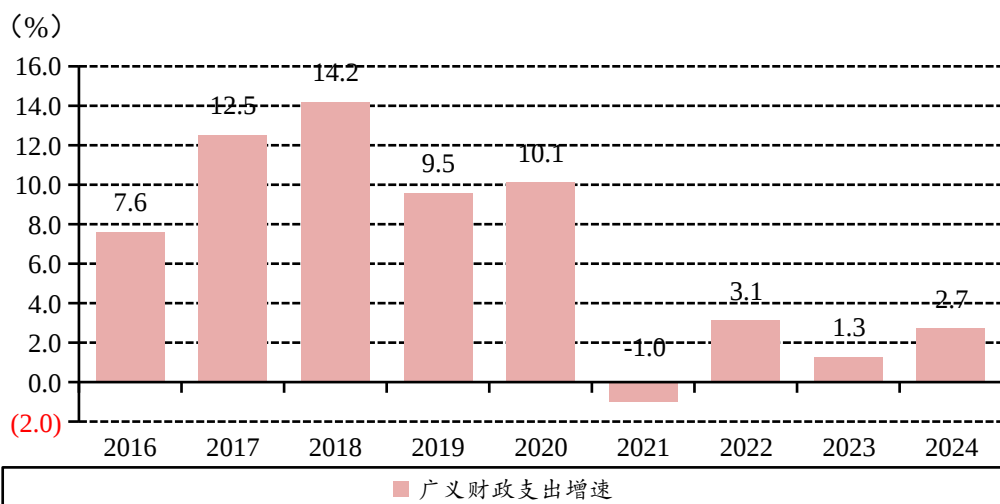


资料来源: Wind, 中银证券

由定义看,“政府消费支出指政府部门为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的净支出”,因此政府消费支出增速的放缓本质上是政府提供公共服务的能力减弱,其背后则是政府财政支出的放缓。2021年之后,以预算财政支出+政府性基金支出度量的广义财政支出增速较此前大幅下降。

2025年,财政预算赤字率设定为4%,新增政府债券规模11.86万亿元,财政政策扩张力度明显加强。在此背景下,预计2025年政府消费支出增速较2024年或有改善。

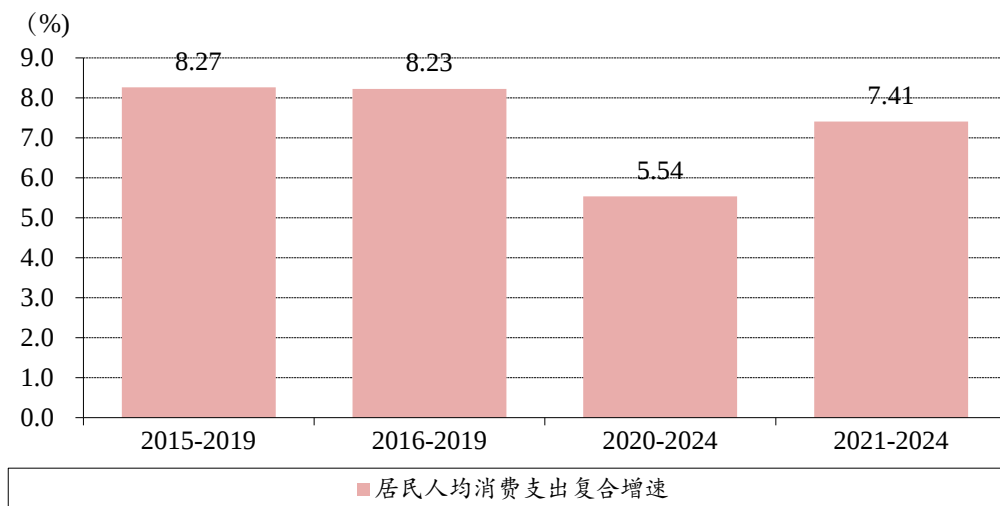
图表 12. 2021年之后广义财政支出增速大幅下降



资料来源: Wind, 中银证券

从居民消费支出的角度看,近年来其增速同样出现了明显下降。2020—2024年,城乡一体化住户调查数据显示的居民人均消费支出名义复合增速为5.5%,明显低于2015—2019年的8.3%;即使我们忽略2020年,居民人均消费支出2021—2024年的名义复合增速也仅为7.4%,仍较2016—2019年的复合增速8.2%下降了0.8个百分点。这与前文宏观数据的结果基本一致。

图表 13. 近年来城乡一体化住户调查数据也显示居民人均消费支出增速放缓



资料来源: Wind, 中银证券

居民消费支出的影响因素

如果说政府消费支出主要涉及政府财政能力, 那么居民消费支出涉及的因素相对更多。学术文献中对居民消费函数的影响因素讨论颇多, 但概括起来主要可以归结为两类因素: 一是收入变量, 二是财富变量。如国际货币基金组织 (2015)¹曾对 1998—2013 年的 14 个发达经济体的宏观面板数据进行分析, 采用的消费函数形式为:

$$C_{it} = \theta_{0i} + \theta'_{1i}y_{it} + \theta'_{2i}w_{it} + u_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N, \quad t = 1, 2, \dots, T$$

上式中, 自变量 y 为与收入挂钩的消费决定因素 (劳动收入、社会福利、个人所得税、社会保障缴款), w 为与财富挂钩的消费决定因素 (金融资产、住房资产和家庭债务)。

由此可见, 提振居民消费的关键一是提升居民收入, 二是增加居民财富。

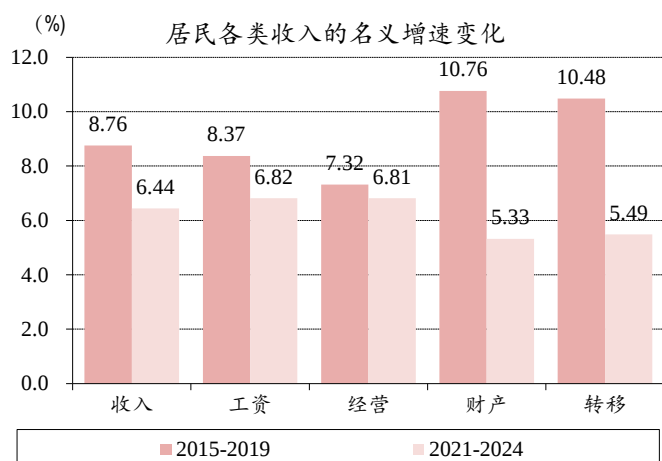
居民收入与居民消费

必须承认, 近年来居民收入增速的确出现了明显的下降。城乡一体化住户调查数据显示, 2021—2024 年, 居民人均可支配收入从 2020 年底的 32189 元增加到 2024 年的 41314 元, 年复合增速为 6.44%, 较 2015—2019 年的年复合增速下降了 2.32 个百分点。从收入类别看, 工资性收入复合增速下降 1.55 个百分点, 经营净收入复合增速下降 0.50 个百分点, 财产净收入复合增速下降 5.44 个百分点, 转移净收入复合增速下降 5.00 个百分点。

由此可见, 近年来居民收入中工资性收入和经营净收入增速放缓程度不算特别严重, 近几年来, 面对内外冲击, 宏观政策聚焦于保经营主体, 上述数据一定程度上体现了相关政策的成果。然而, 居民财产净收入和转移净收入增速放缓程度则值得重视。截至 2024 年末, 财产净收入和转移净收入合计仍占居民收入的 26.8%。

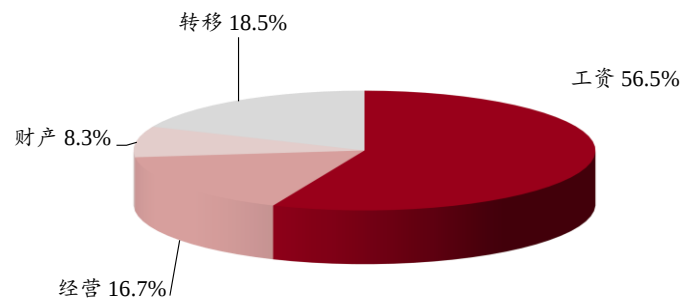
¹ Laura Jaramillo and Alexandre Chailloux, “It’s Not All Fiscal: Effects of Income, Fiscal Policy, and Wealth on Private Consumption”, *IMF Working Paper*, WP/15/112, May 2015

图表 14. 近年来居民收入增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 2024 年末居民不同类别收入占比



资料来源: Wind, 中银证券

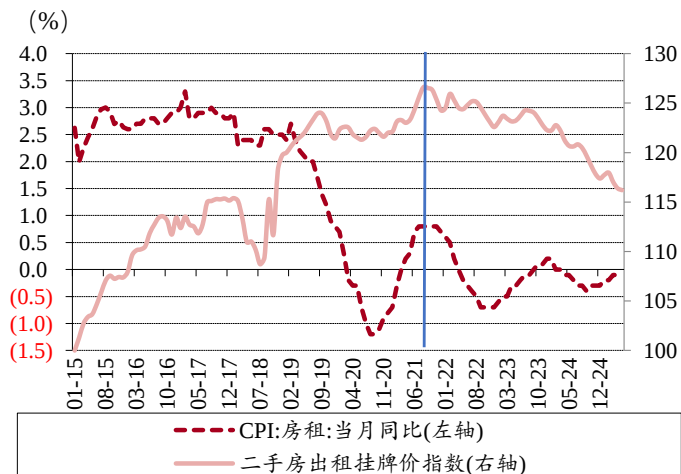
按照定义, 财产净收入指住户或住户成员将其所拥有的金融资产、住房等非金融资产和自然资源交由其他机构单位、住户或个人支配而获得的回报并扣除相关的费用之后得到的净收入, 包括利息净收入、红利收入、储蓄性保险净收益、转让承包土地经营权租金净收入、出租房屋净收入、出租其他资产净收入和自有住房折算净租金等, 不包括转让资产所有权的溢价所得。由此可见, 财产净收入增速的放缓大致可以归结为利率的持续下行以及地产的持续弱势, 前者导致了利息相关收入增速放缓, 后者则导致了租金的走弱。

图表 16. 利率持续下行



资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. 2021 年四季度开始租金持续走弱

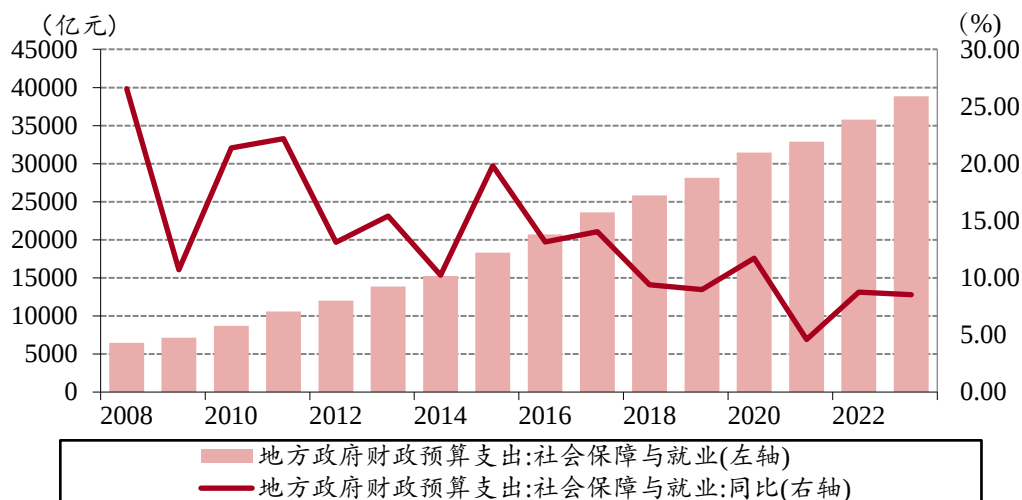


资料来源: Wind, 中银证券

转移净收入=转移性收入-转移性支出。转移性收入指国家、单位、社会团体对住户的各种经常性转移支付和住户之间的经常性收入转移。包括养老金或退休金、社会救济和补助、政策性生产补贴、政策性生活补贴、救灾款、经常性捐赠和赔偿、报销医疗费、住户之间的赡养收入, 本住户非常住成员寄回带回的收入等。转移性支出指调查户对国家、单位、住户或个人的经常性或义务性转移支付。包括缴纳的税款、各项社会保障支出、赡养支出、经常性捐赠和赔偿支出以及其他经常转移支出等。

不难看出结论, 转移净收入增速的放缓可能更多归因于政府财政能力的减弱, 即政府相关补贴的减少。由图表 18 可见, 2021 年之后, 地方财政预算支出中社会保障与就业项目虽仍保持了一定的增速, 但较此前增速有明显放缓。

图表 18. 2021 年—2023 年地方社会保障支出增速有所放缓

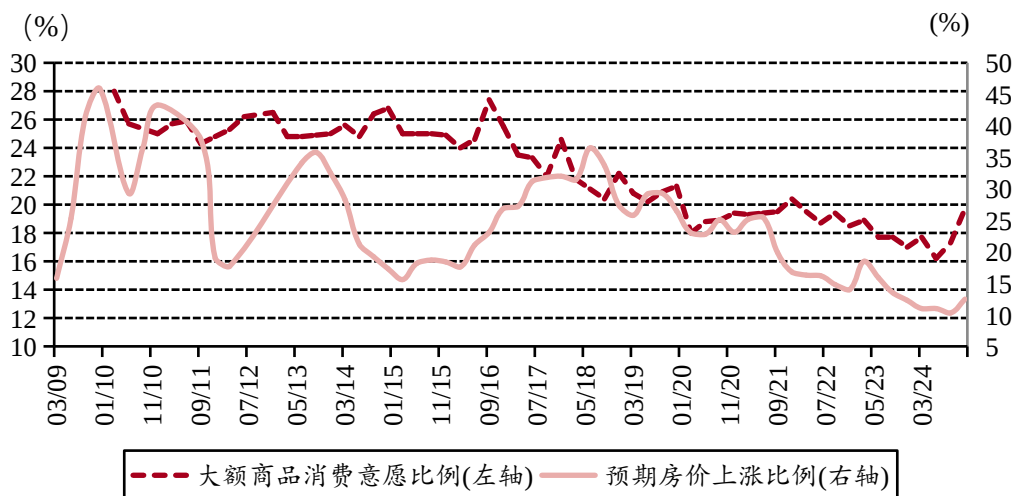


资料来源: Wind, 中银证券

消费与财富

财富对消费的影响主要来自所谓财富效应。即居民财富增加时, 倾向于增加消费支出。而对于中国居民而言, 房产是财富的主要构成, 因此房价的变化对居民消费同样有着影响。央行城镇储户调查数据显示, 2017 年以来, 居民的房价预期与居民的大额商品消费意愿密切相关。

图表 19. 居民房价预期与居民大额商品消费意愿



资料来源: Wind, 中银证券

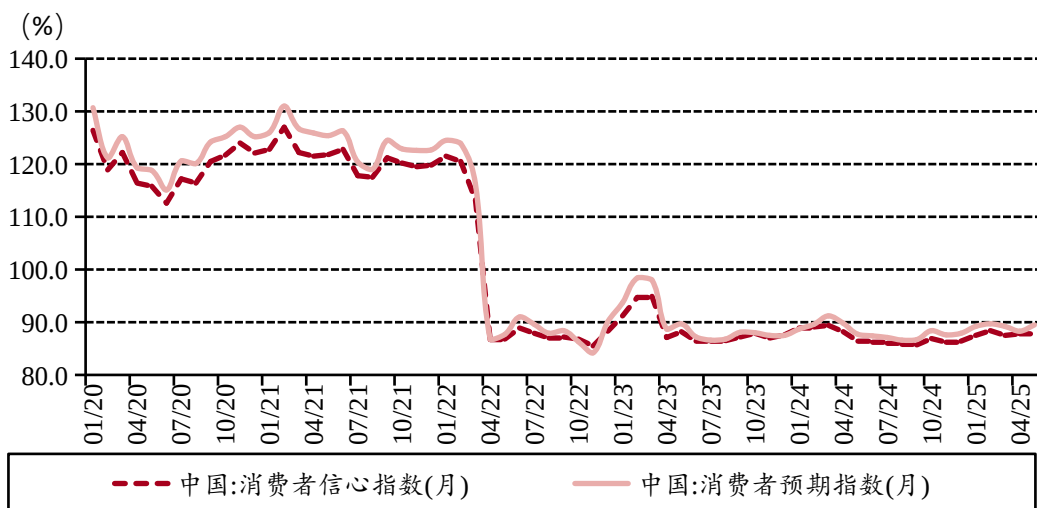
由此可见, 近年来地产的走弱事实上对消费产生了两方面的抑制效应。一方面是租金的下降影响居民财产性收入, 进而影响居民消费支出; 另一方面是房价下跌导致的财富效应压制居民消费。

消费与预期

此外, 预期对消费的影响亦不可忽视。预期偏弱时, 居民倾向压缩非必要消费, 增加预防性储蓄。

由图表 20 可见, 2022 年 4 月起, 消费者信心指数和消费者预期指数出现了断崖式下跌, 截至 2025 年 5 月, 中国消费者信心指数为 88%, 消费者预期指数为 89.5%, 仍未回到 100% 上方。

图表 20. 消费者信心指数仍处低位

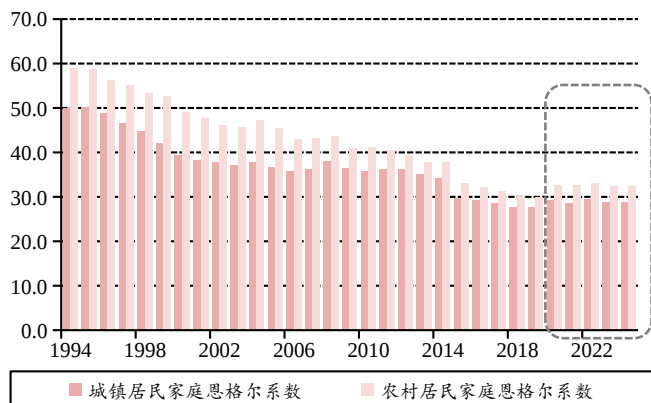


资料来源: Wind, 中银证券

信心走弱背景下, 城乡居民恩格尔系数近年来均有回升。2024 年, 城镇居民恩格尔系数为 28.8%, 农村居民恩格尔系数为 32.3%, 均高于 2019 年水平。

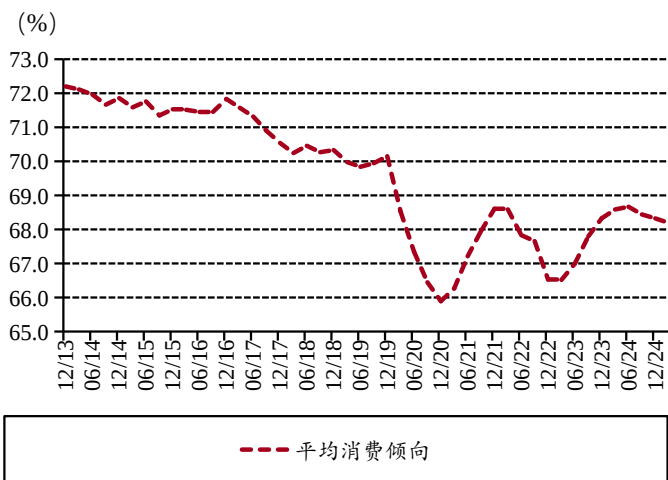
此外, 居民消费意愿也有明显回落, 截至 2025 年一季度, 四个季度滚动计算的居民平均消费倾向为 68.2%, 仍明显低于 2020 年之前的水平。

图表 21. 近年来城乡居民恩格尔系数均有回升



资料来源: Wind, 中银证券

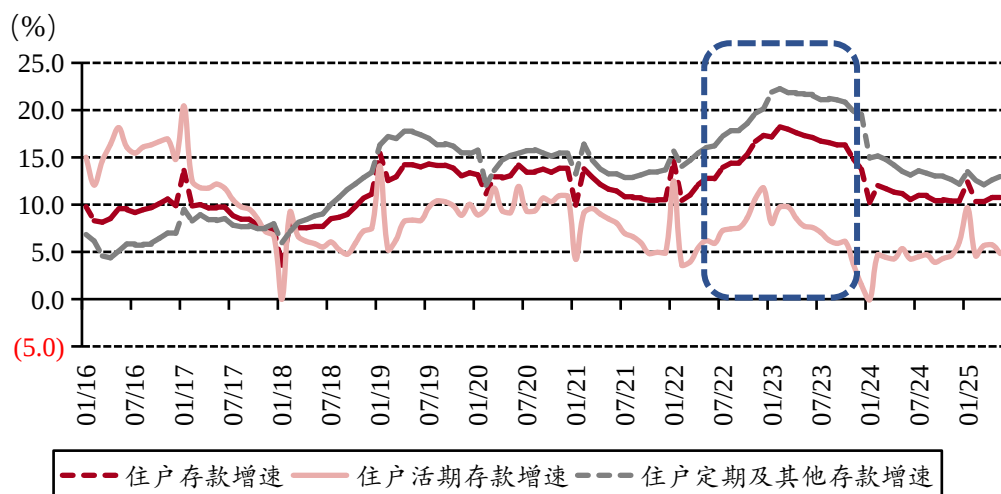
图表 22. 居民平均消费倾向截至 2025 年一季度仍无改观



资料来源: Wind, 中银证券

与居民消费意愿减弱相对应的, 是居民预防性储蓄的增加, 2022—2023 年, 住户存款增速出现了明显提升。

图表 23. 近年来预防性储蓄有所增长



资料来源: Wind, 中银证券

提振消费的思路

消费与投资是一个硬币的两面

在讨论提振消费的具体方式之前，必须指出的是，消费和投资是一个硬币的两面，不应割裂来看。提振消费不应就消费言消费，更不应忽视投资。

如前所述，消费的前提是收入，居民部门收入的重要来源则是企业部门支付的薪资，而薪资的增长背后必须有着企业增加投资的扩大再生产。从这一角度看，消费和投资不过是处于国民经济循环的不同阶段。

财政力度的加强与居民增收是解决当前消费问题的关键

从前文的分析可见，近年来最终消费支出走弱大致有以下原因：（1）由于种种原因，政府财政能力减弱，导致政府消费支出增速下降较为明显；（2）就居民部门而言，居民收入增速下降，其中尤其是财产净收入和转移净收入增速下降幅度较大，导致了居民消费支出增速下降；（3）地产的走弱导致财富效应削弱，压制居民消费；（4）与此同时，居民预期的弱化进一步导致了消费意愿不足。

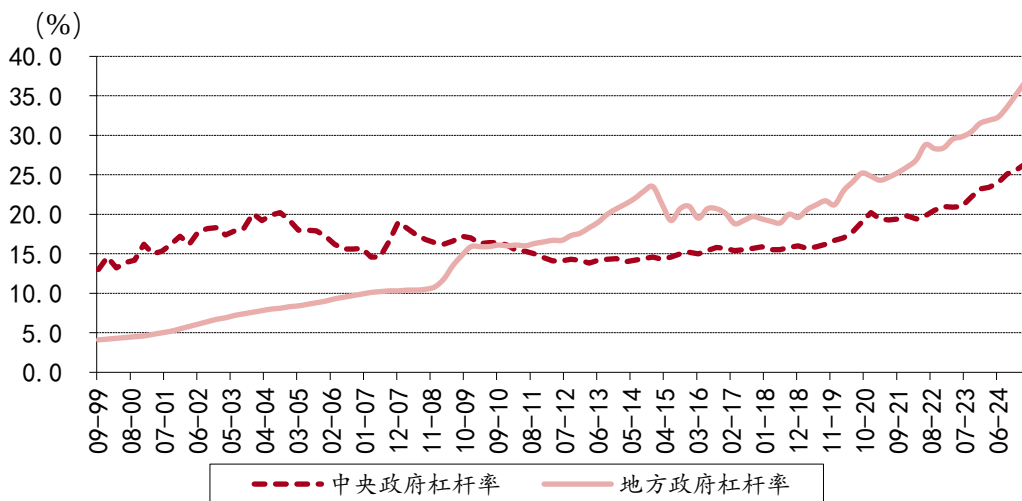
有鉴于此，提振消费，或者说提高最终消费支出增速，短期内可以从以下几点着手：加强财政力度、提振居民收入、重塑财富效应、稳定居民预期。

加强财政力度

加强财政力度可以导致两方面的直接效果：第一，增加政府消费支出；第二，改善居民转移净收入进而促进居民增收。

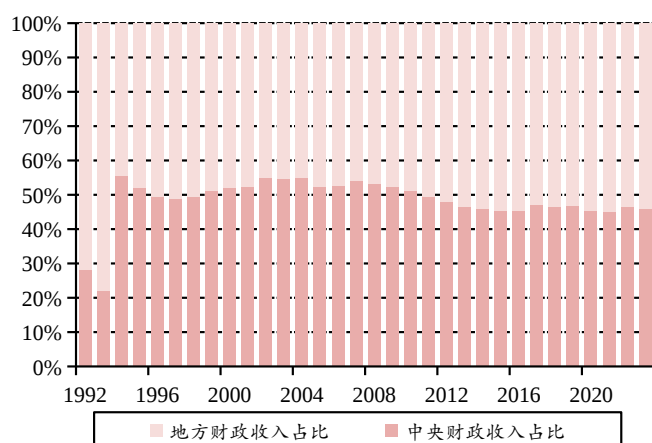
目前地方政府杠杆率依然不低，截至 2025 年一季度末地方政府杠杆率已升至历史新高 36.8%，较中央政府杠杆率高出 10.4 个百分点。同时地方承担的财政支出比重依然较高，2023 年，地方政府预算财政收入占比约 54%，但预算财政支出占比超过 86%。在此背景下，加强财政力度仍需中央财政发力。

图表 24. 地方政府杠杆率仍在上升



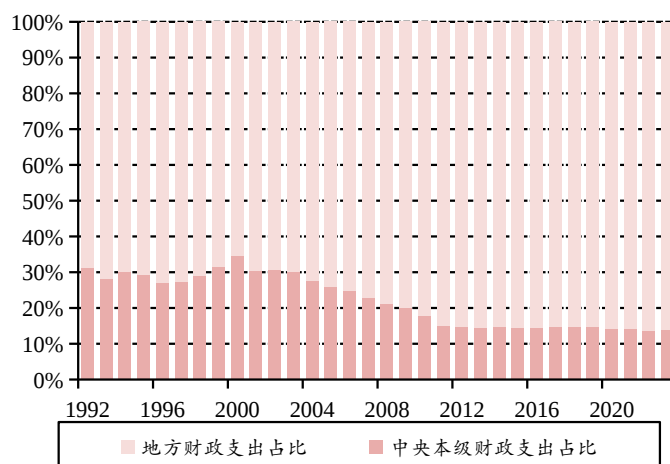
资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 地方政府与中央政府财政收入比重



资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 地方政府与中央政府财政支出比重



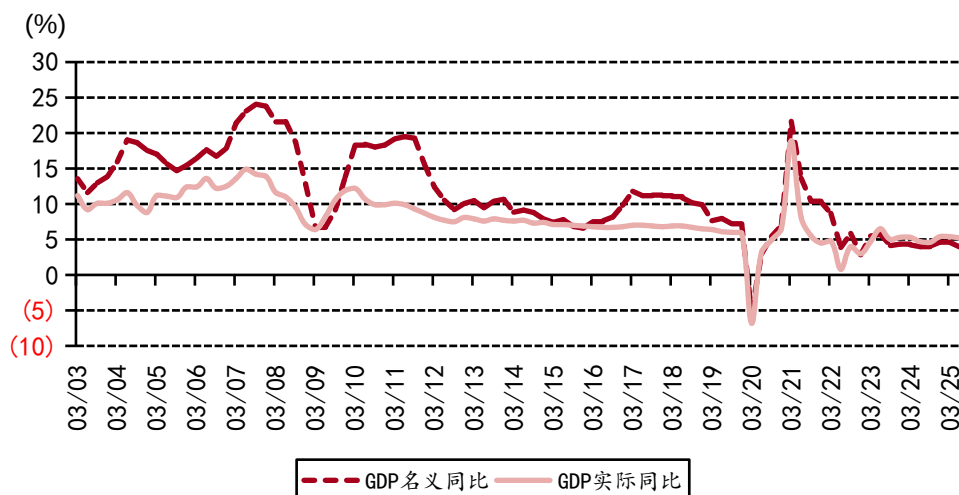
资料来源: Wind, 中银证券

而从财政支出的投向看,近年来财政资金如果以提振消费为目的,毫无疑问,财政支出投向应更多着眼于社会保障部分。2025年3月中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》中首先提及居民增收,其次提到的就是“消费能力保障支持行动”,具体包括生育、教育、养老以及重点群体保障,可谓切中肯綮。

提振居民收入, 重塑财富效应

在加强财政力度之外,提振消费无疑要增加居民收入。从提振收入的角度看,维持一定的经济增速,改善居民对未来就业和收入的预期是必须的。此外,考虑到居民往往更关注名义变量,保持一定的名义增速可能更为重要。因此,当前的通缩环境亟待改变。

图表 27. 名义 GDP 增速自 2023 年二季度起持续低于实际增速



资料来源: Wind, 中银证券

回到居民收入本身,工资性收入目前仍是居民收入的主要来源,但正如前文指出的,近年来居民收入中,增速放缓最为明显的是财产净收入和转移净收入。后者取决于政府财政能力,前者仍需政策关注。考虑到财产净收入增速的下降与利率的下行和地产的走弱相关,二者短期难有变化。如何拓展财产性收入的渠道则成为焦点,提振资本市场或是有效选项。在增加财产性收入之外,提振资本市场亦有助于在地产走弱的情况下重塑财富效应,从另一角度提振消费。

《提振消费专项行动方案》在“拓宽财产性收入渠道”部分强调,多措并举稳住股市,并给出了多项具体措施。我们理解,这显示了监管部门对于资本市场在提振消费等方面的作用的认识,在当前宏观环境下,后续资本市场的表现或可期待。

稳定居民预期

居民预期很大程度上内生于经济表现。如果前述财政力度加强以及提振居民收入等方面效果显现，居民预期的改善就是自然的结果。在此我们不再赘述。

从中长期看，收入分配制度的变革和城镇化是提振消费的重要抓手

从中长期的视角看，提高最终消费支出在 GDP 中的比重或可从两个方面着手：一是收入分配制度的变革，二是城镇化的持续推进。

收入分配制度的变革

如前所述，中国的最终消费支出占比较其他国家偏低。这一现象的形成有着文化、历史等多方面的原因，对此学术界已经讨论颇多。我们在此想指出的是，这一现象的改变需要收入分配制度的变革，即增加居民部门在收入分配中的比重。正如二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》所指出的，“提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。”

当然，正如前文所述，中国的经济结构不同于其他国家，因此不宜简单用其他国家最终消费支出占比的数字作为中国提振消费的最终目标。居民部门在收入分配中占比应提高到什么程度，仍是个应在实践中讨论的问题。

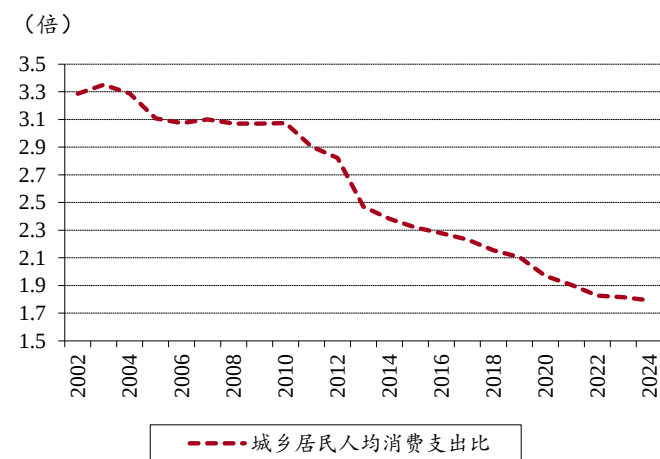
城镇化是提振消费的重要抓手

据城乡一体化调查数据，2024 年，中国城镇居民人均消费支出为 34577 元，农村居民人均消费支出为 19280 元，城镇居民的人均消费支出是农村居民的 1.8 倍。

2024 年，中国的常住人口城镇化率为 67%，然而，户籍人口城镇化率远低于这一水平，2021 年数据仅为 46.7%，较同年的常住人口城镇化率低约 18 个百分点。

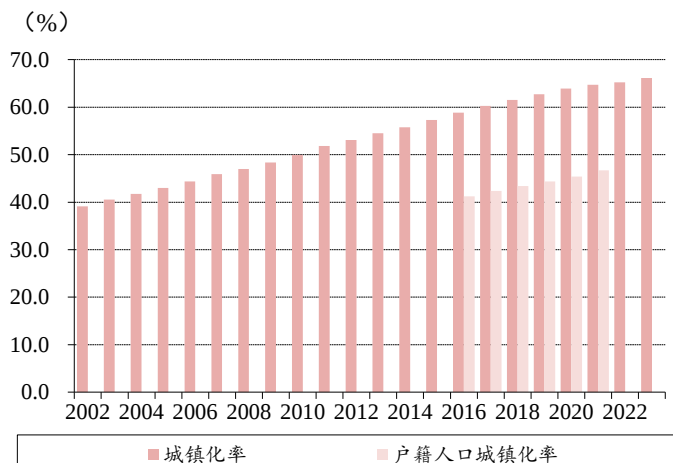
从以上数据看，城镇化水平的提升，尤其是农业人口的市民化，或将有效提升消费水平。

图表 28. 城乡居民消费支出差距



资料来源：Wind，中银证券

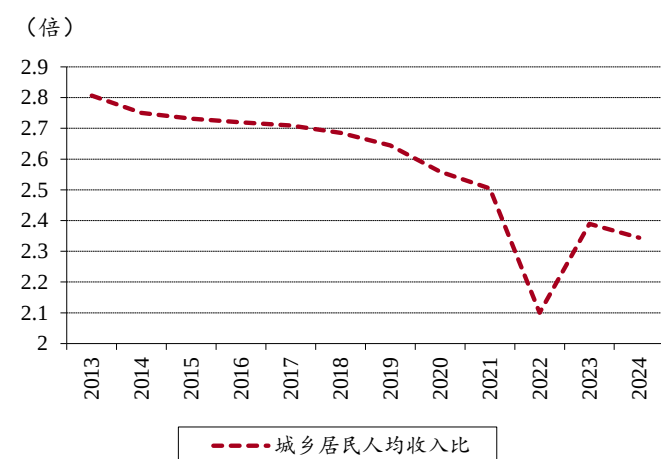
图表 29. 中国的常住人口城镇化率和户籍人口城镇化率



资料来源：Wind，中银证券

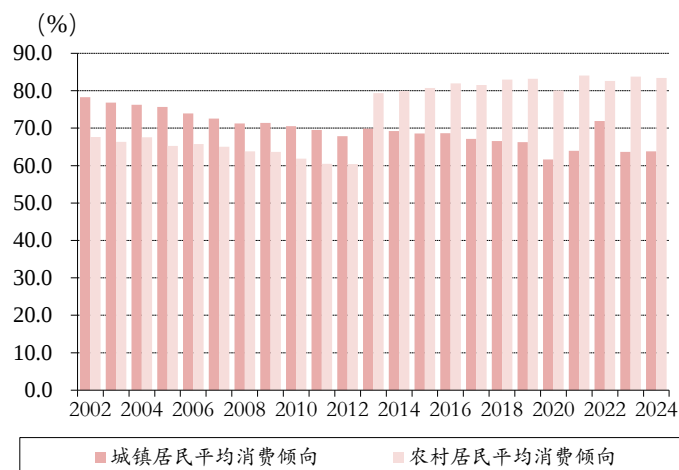
必须强调的是，城镇化所带来的消费支出增加是收入增长的结果。从数据看，近年来中国城镇居民的平均消费倾向是低于农村居民的。因此，城镇化的背后是产业的升级，换言之，是城镇化带来居民收入的提升，进而带动了消费支出的增长。正如二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》所指出的，“必须统筹新型工业化、新型城镇化和乡村全面振兴”，“构建产业升级、人口集聚、城镇发展良性互动机制”。

图表 30. 城乡居民人均可支配收入差距



资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 城乡居民平均消费倾向



资料来源: Wind, 中银证券

风险提示

国内政策力度不及预期。如国内政策力度不及预期，可能导致通缩局面延续时间较长，进而对政府财政支出力度、居民收入预期等产生不利影响，导致消费复苏偏慢。

地产超预期下行。如国内地产超预期下行，可能导致地方政府广义财政收入、居民财产性收入等进一步走弱，并对财富效应产生进一步的负面影响，进而冲击消费。

贸易局势升级。如果美国通过提高关税税率等手段升级贸易摩擦行为，对国内经济产生的冲击超出预期，可能引发多重风险，包括国内经济复苏进程受阻、金融市场震荡加剧等，进而对国内消费复苏造成不利影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371