

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

一线城市收入增速差距在哪里

——消费系列之二

2025年6月27日

- **一线城市收支与全国存在持续性裂口。**早在2018-2019年时，全国、一线城市、北上两城的人均可支配收入增速差距不大，人均可支配收入增速基本在8.4%-9%的区间内波动。而2020-2024年，一线城市、北上两城收入增速和全国间存在持续性裂口。今年Q1，一线城市收入增速仍比全国增速低近1个百分点
- **一线城市的增收结构本质上不同于全国。**无论是一线城市还是全国居民，可支配收入的主要来源都是工资性收入，二者工资性收入增速差别不算大。但如果抛开工资收入部分，一线城市收入增长引擎则是财产性收入，而全国可支配收入增长引擎是转移净收入，财产性收入在全国占比最小。
- **全国居民收入主要压制在工资性收入，而一线城市主要压制在财产性收入和转移性收入。**以2018-2019年增速均值作为基准情形对比，全国居民和一线居民的工资性收入都较基准有偏离。区别在于，工资性收入是全国居民收入修复的最大压制，而一线居民工资性收入也有压制，但更大的双重制约是财产性收入和转移净收入。我们认为，转移净收入本身对财政的依赖程度较高，当前财政压力较大之下，转移支付可能更侧重于“保基本”压力较大的区域，这或是一线转移净收入差的原因。
- **一线收入的双重制约中，短期内或仅能破解其一。**一线收入的双重压制中，转移净收入对财政的依赖度较高，在当前财政压力下，短期内修复的难度较大。我们认为，一线和全国收入差距的修复或更多集中于财产性收入，并且我们已经看到一些积极的变化。在一线4城中，截至2023年北京财产性收入增速是一线中唯一负增的城市，而今年Q1北京的财产性收入增速已恢复至2.3%，我们认为，今年以来财产性增速的修复有望成为一线和全国收入增速差修复的关键。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目 录

一、一线城市收支与全国存在持续性裂口	3
二、一线城市的增收结构本质上不同于全国	4
三、一线城市的双重制约中，短期内或仅能破解其一	6
风险因素	9

图 目 录

图 1：一线收入与全国的裂口不同寻常	3
图 2：一线多个城市可支配收入增速和全国存在裂口	4
图 3：工资性收入差距不大	4
图 4：一线城市财产净收入占比位居第二	5
图 5：全国财产净收入占比排最后	5
图 6：全国收入的掣肘在于工资性收入	6
图 7：北上收入的掣肘在于财产性收入和转移净收入	6
图 8：一线财产性收入增速一直低于全国	7
图 9：一线转移净收入增速也低于全国	8

一、一线城市收支与全国存在持续性裂口

我们在《一线城市消费和储蓄“双降”——消费系列之一》报告里，指出一线城市的社零增速和人均消费支出增速均弱于全国。

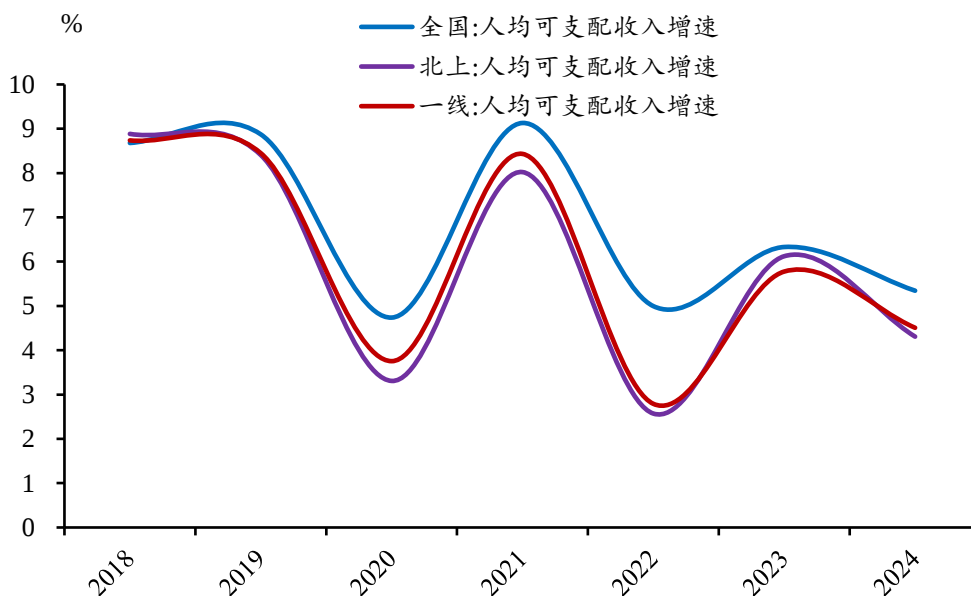
一线城市消费与全国差距缘何扩大，我们已用可支配收入和消费倾向双双回落加以概括，这篇报告将继续对收入这一因素抽丝剥茧，展开论述。

目前来看，一线城市收支与全国存在持续性裂口。

早在 2018-2019 年时，全国、一线城市、北上两城的人均可支配收入增速差距不大。疫情之前（2018-2019 年），全国人均可支配收入增速基本在 8.4%-9% 的区间内，一线人均可支配收入增速也在此区间内波动，北上人均可支配收入亦是如此（图 1）。

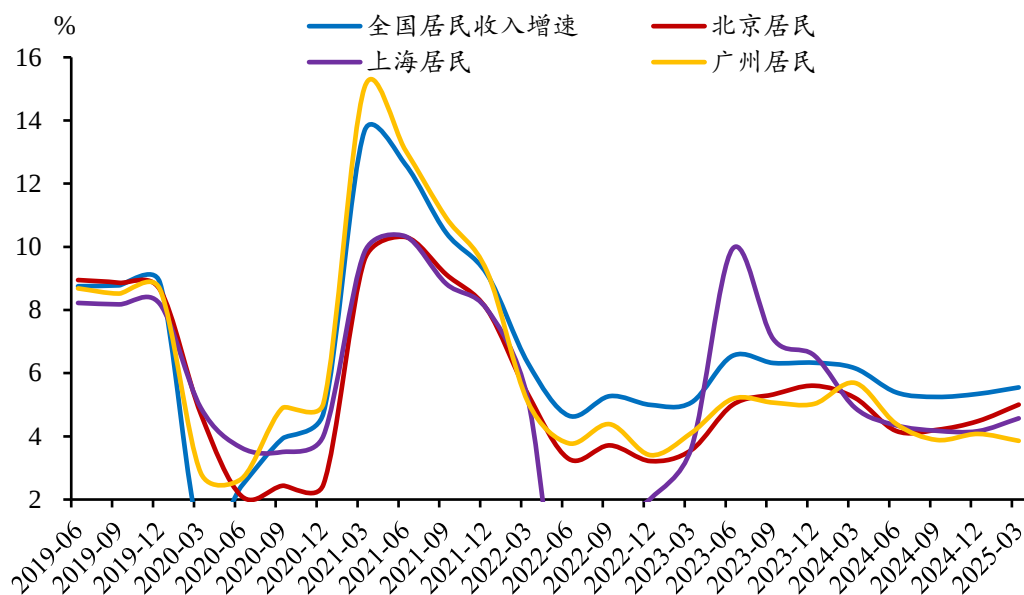
而 2020-2024 年，一线城市、北上两城收入增速和全国间存在持续性裂口。根据我们对一线 4 城人均收入的梳理，按人口加权后的数据显示，2024 年一线城市人均收入增速 4.5%，较全国增速低 0.8 个百分点（图 1）；今年 Q1，一线城市收入增速 4.6%，较全国增速低近 1 个百分点（见已外发报告《一线城市消费和储蓄“双降”——消费系列之一》）。

图 1：一线收入与全国的裂口不同寻常



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：一线多个城市可支配收入增速和全国存在裂口

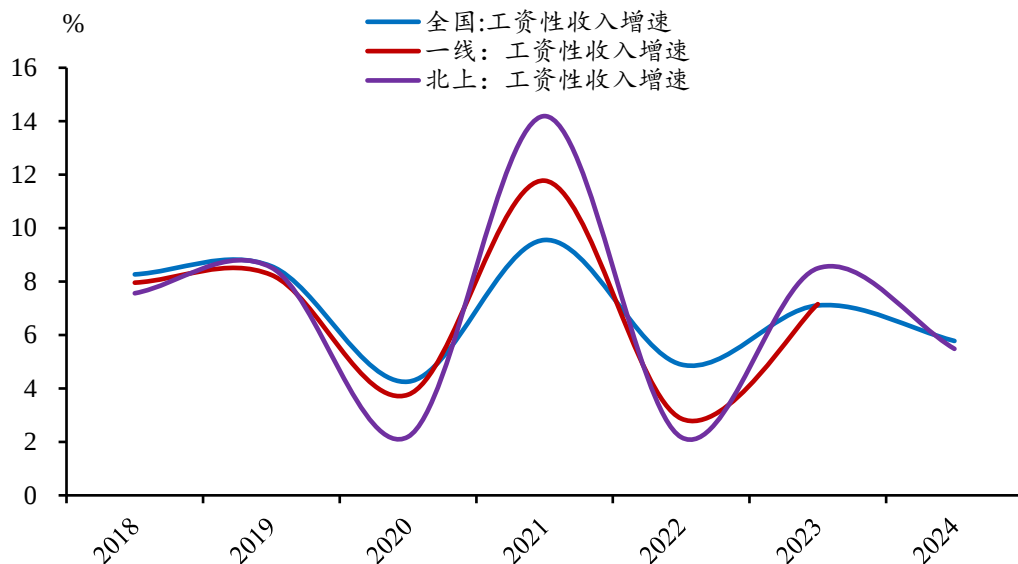


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、一线城市的增收结构本质上不同于全国

一线城市的收入结构和全国存在根本差别。无论是一线城市还是全国居民，其可支配收入的主要来源都是工资性收入。目前来看，2023 年一线工资性收入增速和全国增速相差无几，2024 年北上工资性收入增速和全国差距也不大（图 3），靠工资性收入的差异很难解释一线收入和全国的全部差距。如果抛开工资性收入部分，全国可支配收入增长的另一个引擎是转移净收入，而一线城市收入增长的另一个引擎则是财产性收入。

图 3：工资性收入差距不大



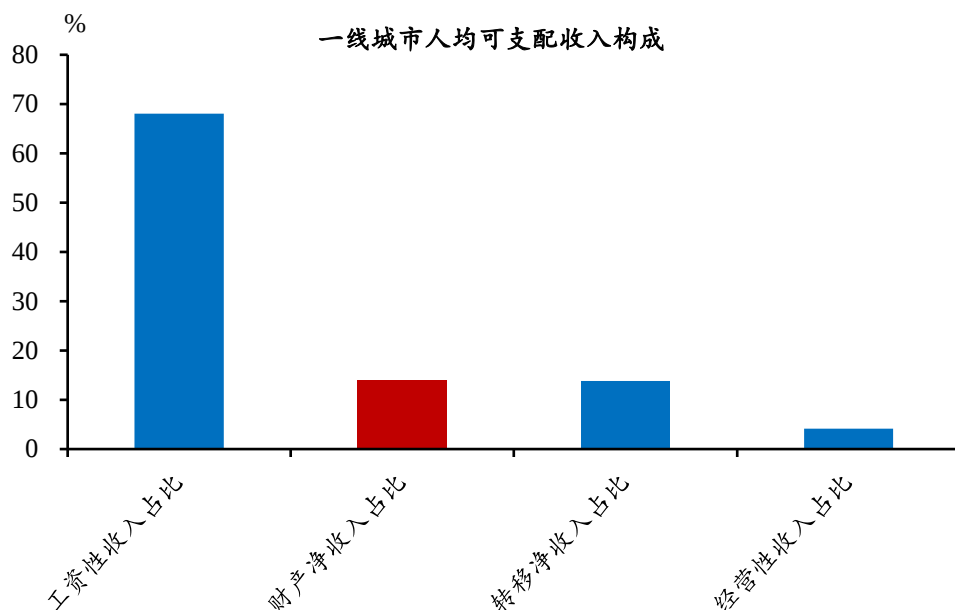
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二者具体的收入结构排序如下，这显示一线城市和全国居民对财产性收入变动的敏感度不同。

1) 一线城市收入占比：工资性收入 > 财产性收入（14%） > 转移净收入 > 经营性收入。

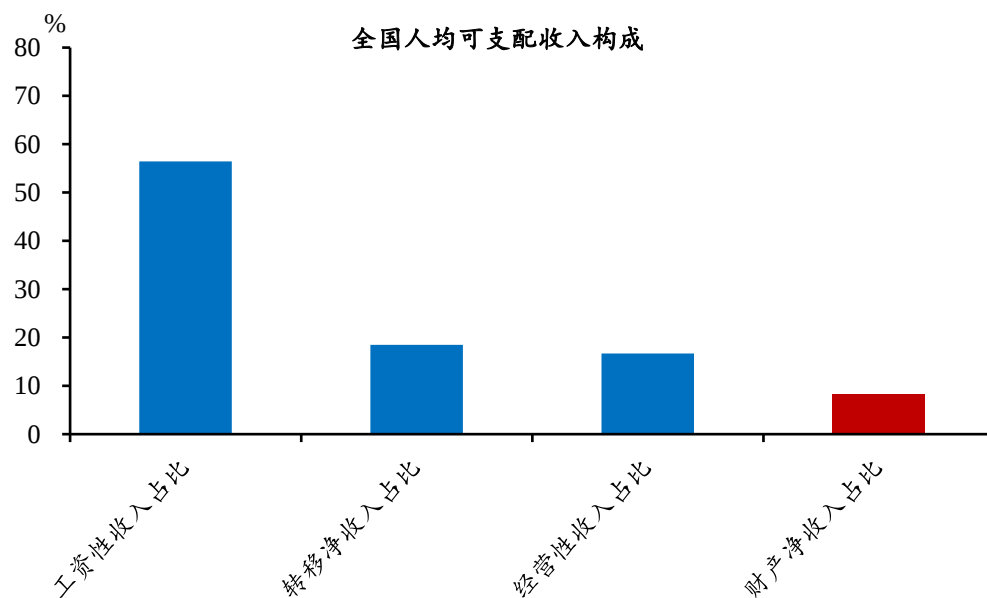
2) 全国居民收入占比：工资性收入 > 转移净收入 > 经营性收入 > 财产性收入（8.3%）。

图 4：一线城市财产净收入占比位居第二



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 注: 图按占比大小排序

图 5：全国财产净收入占比排最后



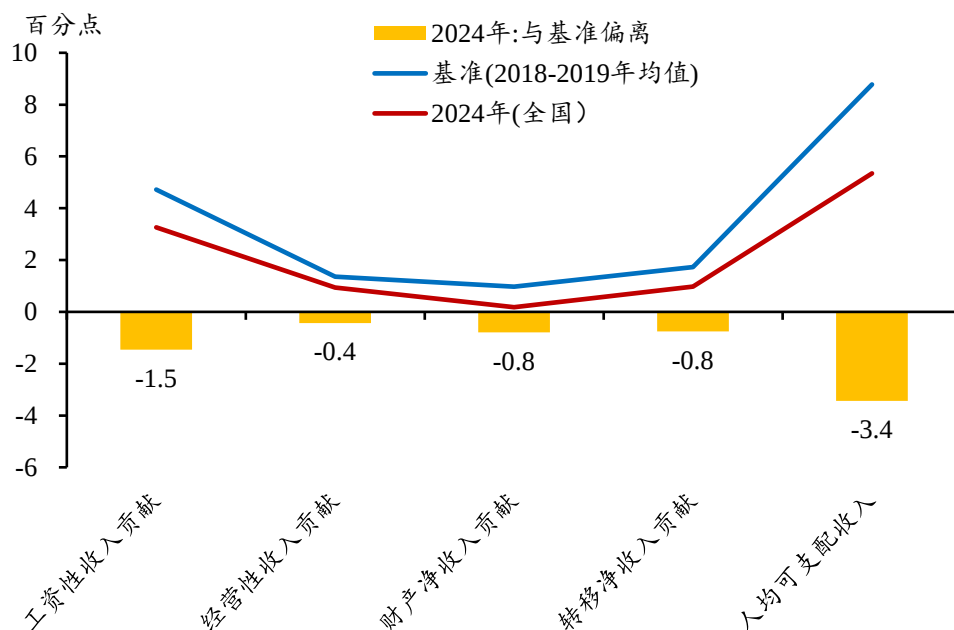
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 注: 图按占比大小排序

三、一线城市的三重制约中，短期内或仅能破解其一

对比全国居民和一线居民的收入结构后，人们往往容易将二者差距单纯归咎于财产性收入。

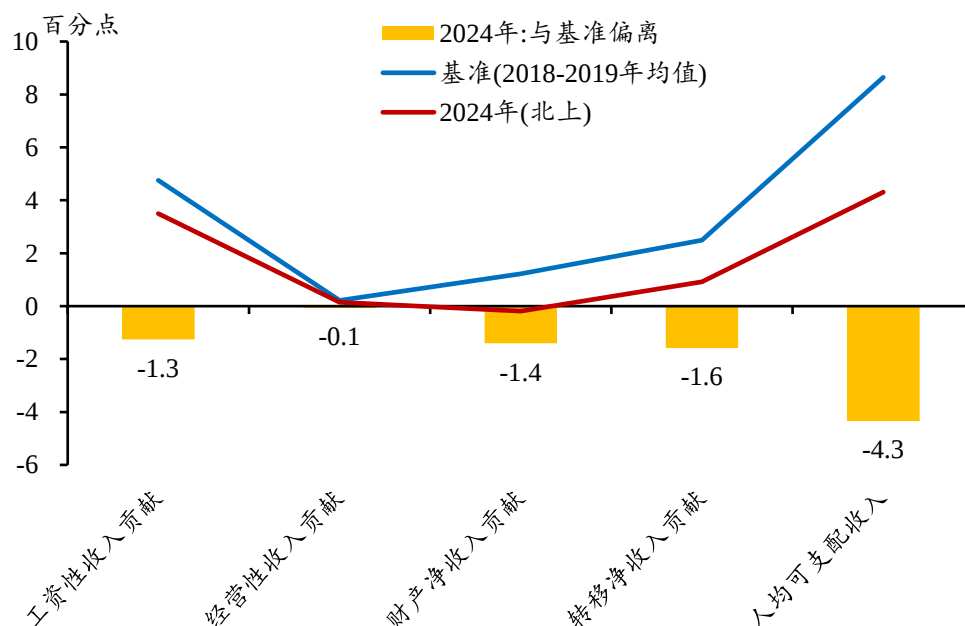
实际上，全国居民收入的最大压制在工资性收入，而一线城市的有三重压制：财产性收入和转移性收入。由于全国居民和一线居民在疫前 2018-2019 年期间增速相差无几，我们以 2018-2019 年增速均值作为基准情形对比，对于全国居民和一线居民来说，工资性收入都有拖累，但二者的最大压制存在区别。区别在于，全国居民收入的最大压制在于工资性收入的拖累（图 6），而工资性收入对一线居民收入虽也有拖累，但不是最大的压制。一线居民收入的主要压制是财产性收入和转移净收入，甚至转移净收入的拖累更大（图 7）。由于 2024 年广深收入细分数据公布滞后，这里我们使用北上作为代理变量，不过 2023 年的一线收入数据确实也显示最大压制在于财产性收入和转移净收入上。

图 6：全国收入的掣肘在于工资性收入



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：北上收入的掣肘在于财产性收入和转移净收入



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

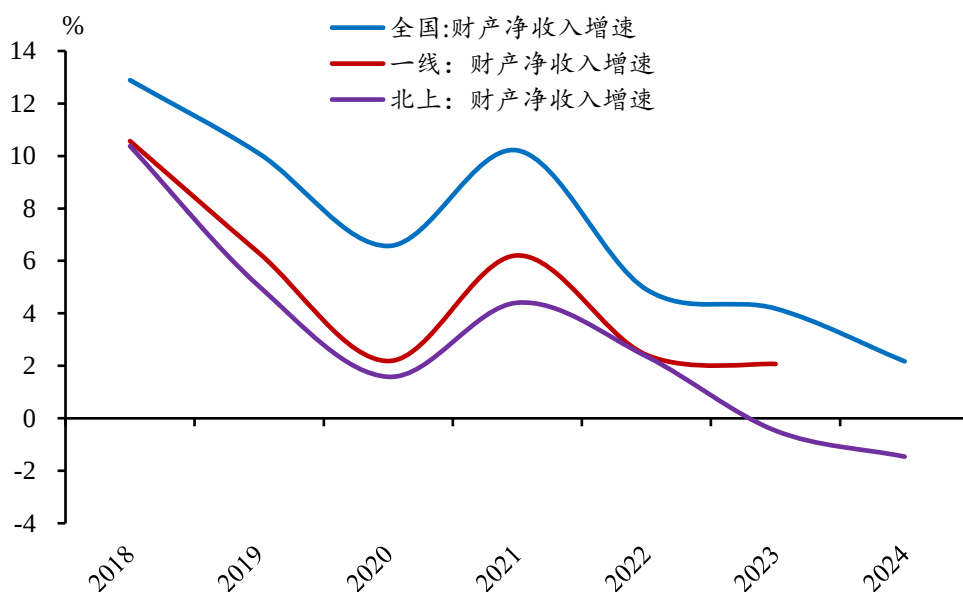
一线城市收入和全国拉开差距不仅仅是财产性收入，转移净收入也存在裂口。对比一线和全国细分项收入的表现，二者工资性收入差距不算大，北上表现显示一线的经营性收入或也恢复较好，差距主要存在于财产性收入和转移净收入。我们认为，转移净收入本身对财政的依赖程度较高，当前财政压力较大之下，转移支付可能更侧重于“保基本”压力较大的区域，这或是一线转移净收入变化的原因。

与直觉不同的是，一线城市财产性收入增速一直低于全国。由于一线城市居民的资产配置更加多元（股票、基金、理财产品等），人们往往在直觉认为一线城市的财产性收入增速也显著高于全国平均水平。但实际上，我们整理的数据显示，一线城市的财产性收入增速一直低于全国增速，疫情前后均是如此（图8）。在财产性收入增量中，一线城市主要是靠权重跑赢全国，而非增速。

北上财产性收入的负增指向一线的财产性收入可能接近微弱增长。一线城市的收入细分数据公布具有滞后性，2024年广深细分数据尚未公布。不过，2024年北上两城财产性收入增速进一步走弱，我们认为，这可能指向2024年一线城市的财产性收入也接近微弱增长。

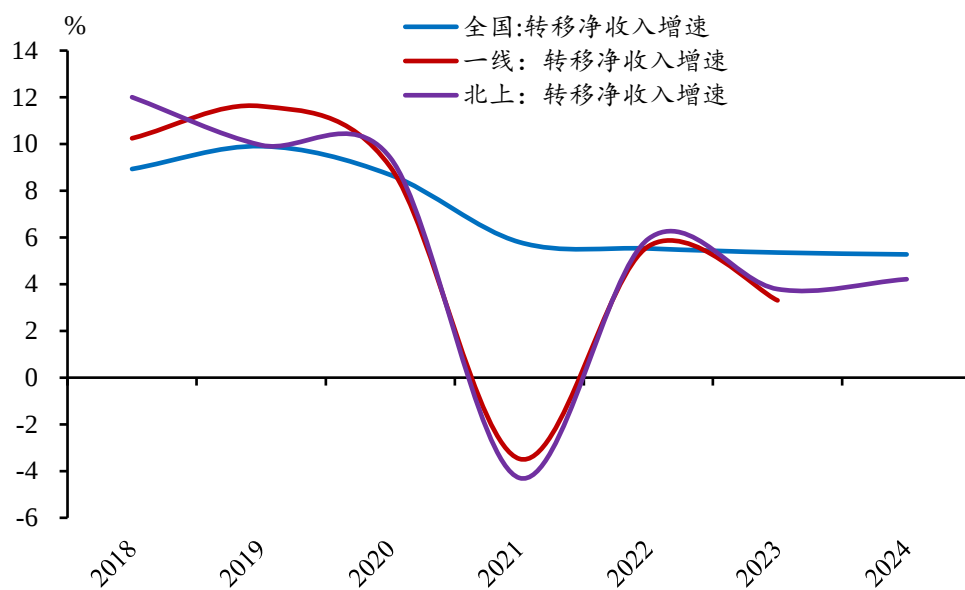
一线城市的双重制约中，短期内或仅能破解其一。对于一线收入的两个压制，转移净收入或因受财政压力的抑制而恢复较慢，缩减一线城市和全国收入差距的动力可能更多集中于财产性收入。在一线4城中，截至2023年北京的财产性收入增速是唯一负增的城市，今年Q1北京的财产性收入增速已恢复至2.3%，我们认为，今年以来财产性增速的修复有望成为一线和全国收入增速差修复的关键。

图8：一线财产性收入增速一直低于全国



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 9：一线转移净收入增速也低于全国



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。