

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

一线城市消费和储蓄“双降”

——消费系列之一

2025年6月20日

- **一线社零持续负增，而且其增速较全国的差距也有扩大。**从去年年中开始，一线城市社零负增长的趋势就已经出现。时隔近一年之后，一线城市社零负增长的趋势还在持续。不仅如此，与全国社零逐步修复的表现不同，过去一段时间，一线城市社零增速较全国的差距不仅没有缩小，甚至出现进一步扩大的现象。到今年1-4月，一线城市社零和全国的增速差已达10个百分点，差距为近5年最大。
- **一线城市消费显著下降，消费倾向可能是更重要的原因。**对于一线社零、消费的下降，可支配收入增速放缓和消费倾向尚未修复都有影响，但我们认为后者才是更加重要的原因。截至今年一季度，一线城市消费倾向较其基准偏离7.8个百分点，而全国消费倾向仅较其基准偏离2.9个百分点。一线城市消费倾向较基准偏离较多，其修复也比全国更慢。**疫后一线城市始终偏离基准较多，这可能是其落后全国消费的更重要原因。**
- **消费率和储蓄率同时下降的怪象。**消费倾向回落时，人们往往认为对应的是主动储蓄增加和储蓄占比的回升。但令人意外的是，一线城市居民可支配收入中消费比例下降后，用于储蓄的比例并未上升，反而也在下降。我们认为，这意味着一线城市消费市场下降不是预防性储蓄的结果，而是刚性支出被动挤占了消费。在开始释放消费潜力时，被动式挤占的消费修复起来往往比主动性储蓄挤占的消费要慢得多，这可能意味着一线城市消费的修复可能还会继续慢于非一线城市和下沉市场。
- **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、一线城市社零持续负增，且与全国差距扩大 3

二、一线城市消费显著下降的两个原因 5

三、消费率和储蓄率同时下降的怪象 7

风险因素 9

图 目 录

图 1：一线城市社零增速与全国社零增速间的差距越来越大 3

图 2：2024 年，一线社零增速弱于二线 4

图 3：一线社零“弱”集中在北、上两大城市 4

图 4：北上居民消费增速也落后于全国较多 5

图 5：一线城市收入放缓压力比全国更大 6

图 6：北上消费倾向仍较基准偏离较多 6

图 7：全国消费倾向持平，而一线城市消费倾向回落 7

图 8：一线城市消费和储蓄双双下降 8

一、一线城市社零持续负增，且与全国差距扩大

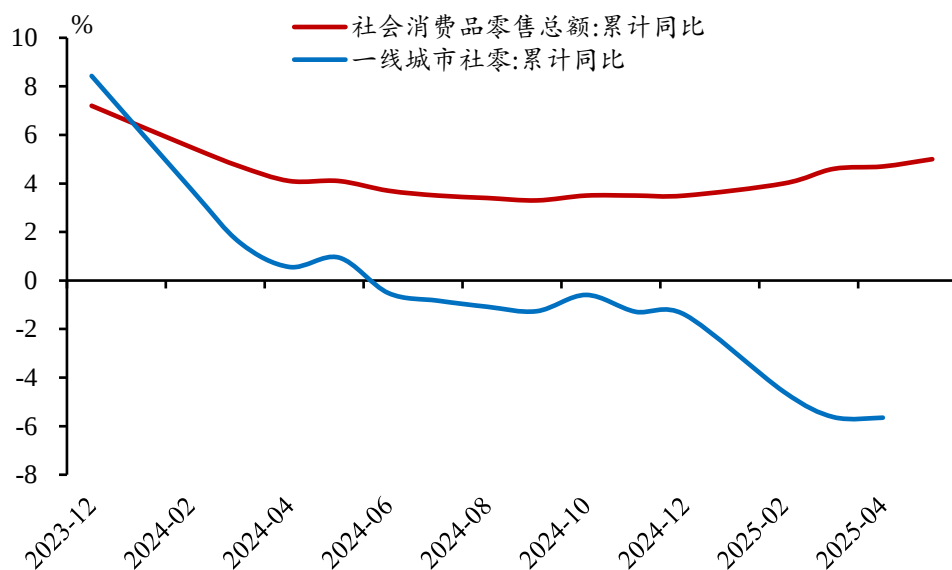
与全国社零逐步修复的表现不同，一线社零一直在陷入负增长。截止今年1-4月，全国社会消费品零售总额（社零）增长4.7%，而一线城市社零增速下降5.7%（一线城市划分见已外发报告《下沉市场：另一面中国》），比全国社零表现低近10个百分点。今年1-5月全国社零进一步修复至5.0%，而同期一线城市中，上海修复，北京持续负增，广深尚未公布。

一线城市社零负增长已持续近一年，并且这种趋势在今年更加严重。2024年以来，一线城市社零增速显著低于全国平均水平，自2024年6月起甚至出现全面负增长（图1），对应北京、上海、广州、深圳社零当月增速分别为-6.3%、-9.4%、-9.6%、-2.2%，均低于全国2.0%的增速。去年上半年，一线城市社零增速为-0.5%，较全国低4.2个百分点，到今年1-4月，一线城市社零和全国的增速差已达10个百分点，差距为近5年最大。

2024年，二线城市社零增速基本与全国社零增速持平，而一线城市社零增速不仅低于全国增速，也低于二线城市社零增速（图2）。

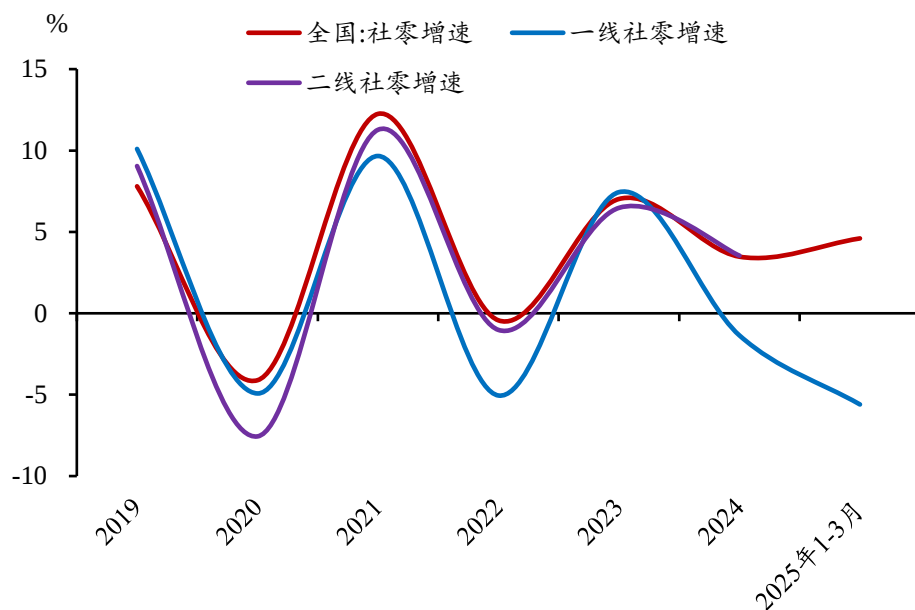
分城市看，一线社零偏弱主要集中在北上两座大城市。一季度全国社零总额同比增长4.6%，京沪同比下降，广深同比上升（图3），这揭示了一线城市内部也有分化。过去一年，广深和北上分别呈现不一样的走势，北上持续深陷负区间，广深进入短暂负增长后进入修复阶段。一线社零比例：上海>北京>广州>深圳，而北、上两大城市在一线社零占比约达6成，这也印证了北上社零持续负增是一线社零走势偏弱的主要拖累。

图1：一线城市社零增速与全国社零增速间的差距越来越大



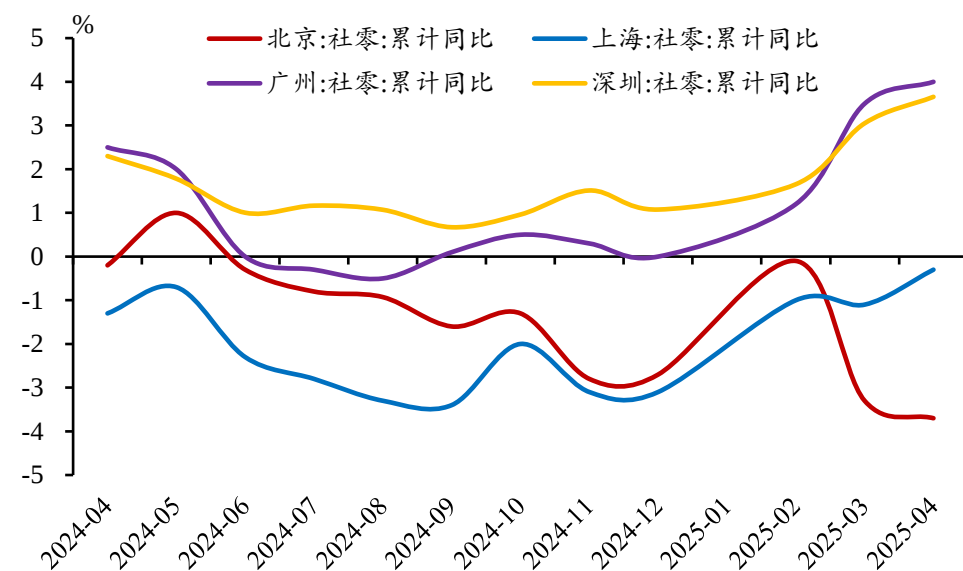
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：2024 年，一线社零增速弱于二线



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：一线社零“弱”集中在北、上两大城市

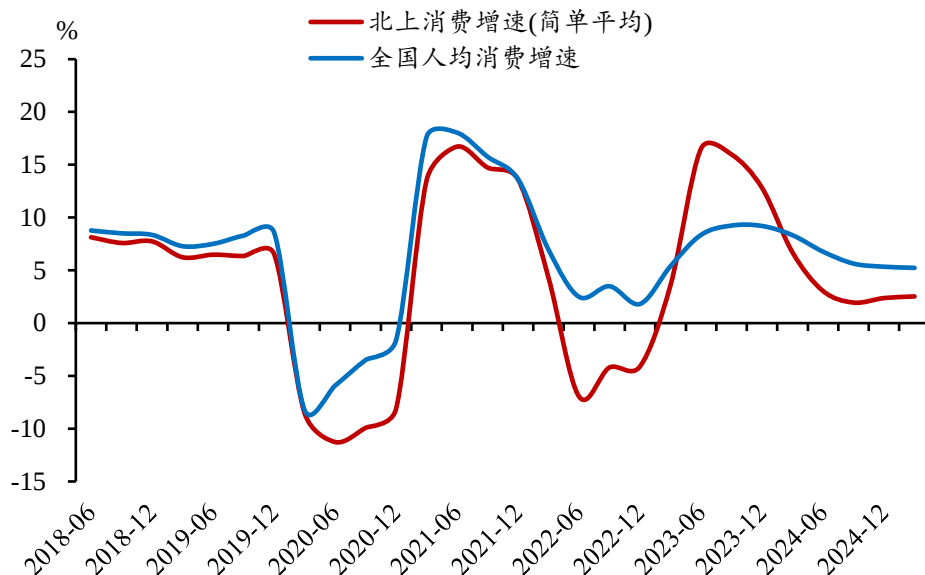


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、一线城市消费显著下降的两个原因

一线城市社零下降切实反映其消费落后于全国。由于社零与消费支出口径存在差异(社零不含餐饮以外的服务)，有观点认为——一线社零落后全国可能是因一线服务消费增长更快导致，但我们并不认同这一观点。2024 年一线城市消费支出增速 2.9%，低于全国消费增速近一半。从更高频来看，由于广深两城的季度消费支出数值缺失较多，我们使用北上消费支出增速与全国进行比较，不难看出一线北上消费增速同样落后于全国消费。

图 4：北上居民消费增速也落后于全国较多



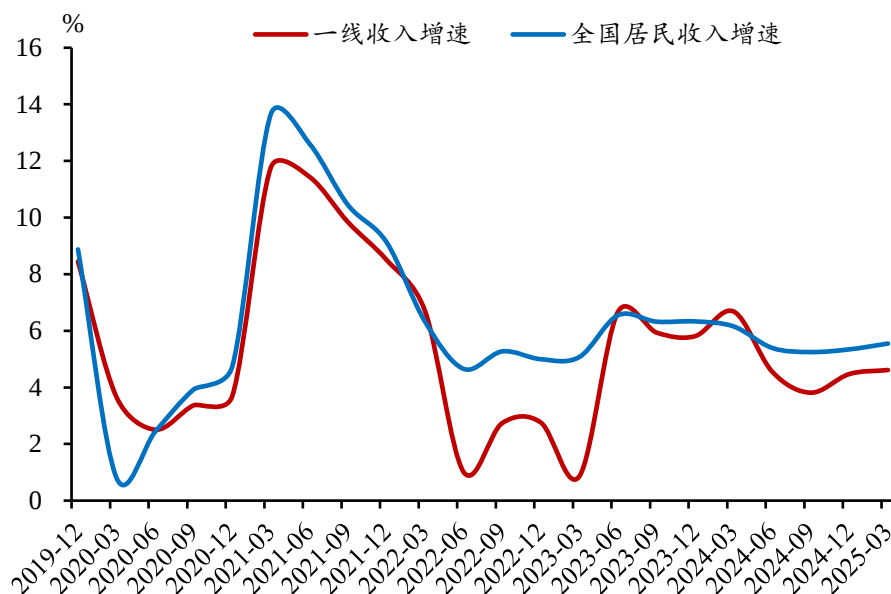
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

一线社零、消费显著下降既有可支配收入增速偏弱带来的拖累，也有消费倾向尚未修复带来的影响。

第一，一线城市可支配收入放缓压力比全国更大。截至今年一季度，一线城市可支配收入增速为 4.6%，较全国居民收入增速低约 1 个百分点。再看疫情前（2019 年底），一线收入增速和全国收入增速差距不大（图 5）。相比之下，当前一线城市收入增速放缓的程度要比全国更大。究其根源，我们认为一线城市收入增长压力大的原因或主要是房地产在一线城市家庭财富中的权重更高，因而受到的影响较大。

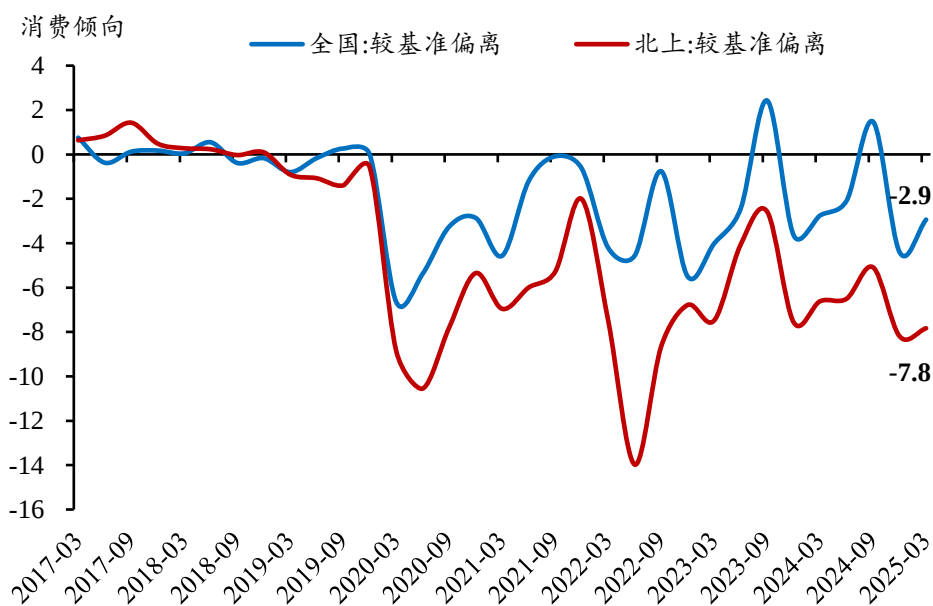
第二，一线城市消费倾向较基准偏离较多，其修复也比全国更慢。除了收入压力之外，一线城市的消费倾向恢复慢是消费下降的另一个重要原因。与前文类似，我们使用北上作一线的代理变量，截至今年一季度，一线城市消费倾向较其基准偏离 7.8 个百分点，而全国消费倾向仅较其基准偏离 2.9 个百分点。过去几年里，全国消费倾向曾几次修复至基准水平，但疫后一线城市则始终偏离基准较多，这可能是其落后全国消费的更重要原因。

图 5：一线城市收入放缓压力比全国更大



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：北上消费倾向仍较基准偏离较多



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、消费率和储蓄率同时下降的怪象

2024 年底，全国消费倾向持平，而一线城市消费倾向回落，这与前文使用北上数据得出的结论一致，二者相互印证。消费倾向回落时，人们往往认为对应的就是主动储蓄增加、储蓄占比的回升。

但令人意外的是，一线城市居民可支配收入中消费比例下降后（即“消费率”降低），用于储蓄的比例并未上升，反而也在下降。

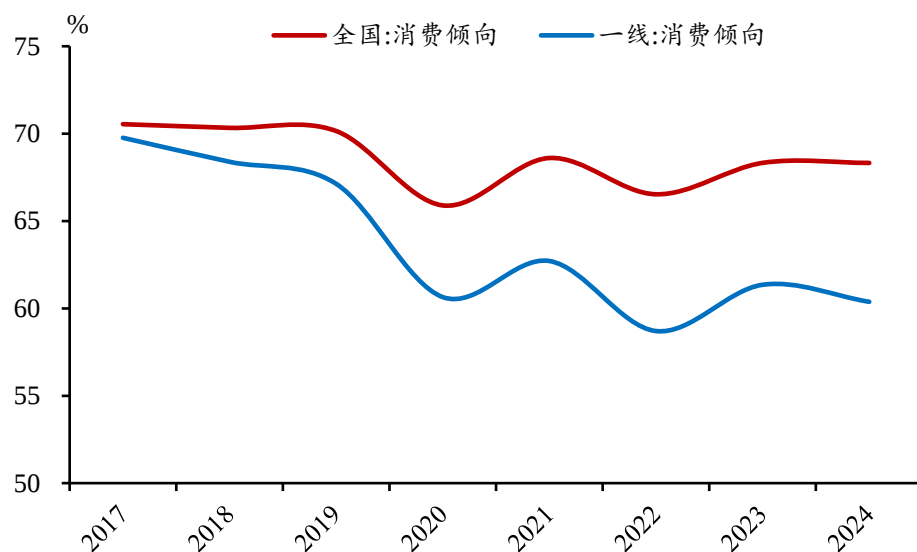
一线城市消费率回落：2023 年，一线城市人均消费支出 4.91 万，人均可支配收入 8.01 万，一线城市居民消费率约为 61.4%。2024 年，一线城市人均消费支出 5.05 万，人均可支配收入 8.37 万，一线城市居民消费率约为 60.4%。

一线城市储蓄比例也未上升：我们利用住户存款余额来计算一线城市的人均存款情况，2023-2024 年一线城市的人均存款余额分别为 21.5 和 23.6 万元。2023-2024 年一线城市的人均存款流量分别为 2.4 和 2.1 万元，二者占一线城市的人均可支配收入比例分别为 29.8%和 25.3%。

我们认为，消费与储蓄占比同时下降的核心逻辑或是房贷等刚性支出的被动挤占，而非基于预防性储蓄的主动行为。居民的可支配收入主要包含消费支出、储蓄、房贷等其他项支出。当居民收入增速放缓时，房贷等支出相对刚性，这时债务偿还优先级高于消费和储蓄，因此刚性支出往往挤占了消费和储蓄的空间。

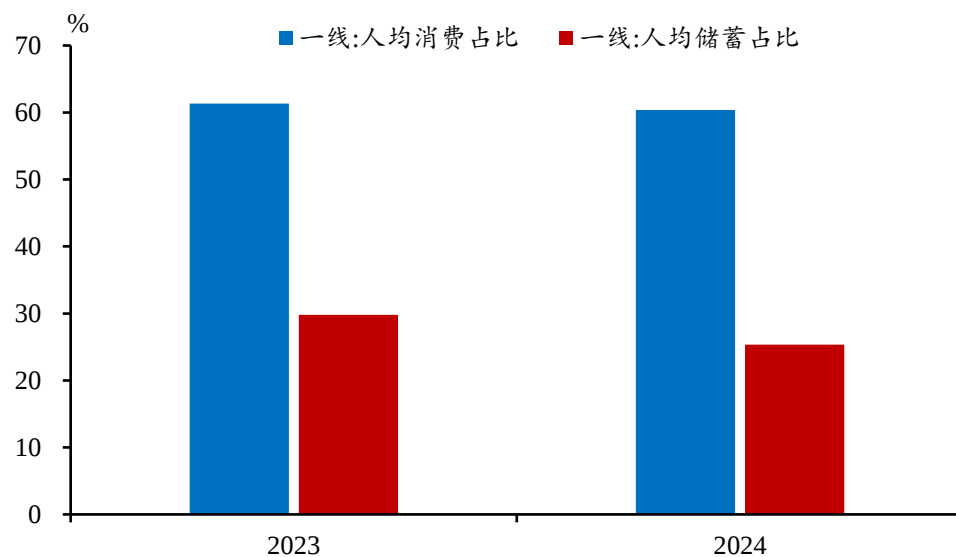
我们认为，一线城市消费市场下降不是预防性储蓄的结果，而是刚性支出被动挤占了消费，在开始释放消费潜力时，被动挤占的消费修复起来往往比主动储蓄要慢得多，这可能意味着一线城市消费的修复可能还会继续慢于非一线城市和下沉市场。

图 7：全国消费倾向持平，而一线城市消费倾向回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8：一线城市消费和储蓄双双下降



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。