

作者：冯祖涵，FRM
邮箱：research@fecr.com.cn

消费为何低迷：来自资产、收入与保障的三重约束

摘要

今年以来，中国消费呈现“增长乏力、价格低迷、储蓄沉淀”的整体图景。1-5月社会消费品零售总额同比仅增长1.4%，5月单月转为下降0.6%，创2023年以来新低；消费呈现“必需品韧性强、可选品承压深”的结构分化，汽车与地产链相关品类大幅下滑，粮油食品、服装等基本生活品类则保持较快增长。与此同时，CPI低位徘徊、消费者信心指数仍低于中性阈值，居民储蓄偏好维持高位，住户存款余额升至171.54万亿元且定期化特征显著，“多存少贷”凸显防御性储蓄的持续累积。

本报告认为，本轮消费低迷并非周期性波动，而是三重结构性力量叠加共振的结果。其一，房地产深度调整使高度依赖住房的居民资产负债表受损，财富缩水主要经由预期与预防性储蓄渠道压低消费倾向，提前还贷潮进一步挤压当期支出，并形成自我强化的合成谬误。其二，就业压力向收入预期传导，青年失业率高企，房地产、建筑业及平台经济用工收缩，私营部门工资增长偏低，收入增长难以有效传导至消费端。其三，社会保障在保障水平与城乡均等化上的短板，构成预防性储蓄的制度性根源，持续锁定居民储蓄。

消费市场亦存在亮点与隐忧。亮点方面，服务消费在政策加力下保持5.4%的较快增长，旅游、文娱等体验型支出活跃；数字消费受AI技术驱动快速扩张，智能可穿戴设备零售额成倍增长；县域消费活力持续释放，县乡零售额占比升至39.3%，并向品质化、服务化升级。隐忧方面，汽车消费受购置税退坡的透支效应拖累，1—5月乘用车零售同比下降19.5%，但出口逆势爆发；地产后周期的建材、家具、家电消费整体走弱，修复阻力较大。

政策层面，2026年我国从收入端、消费端、环境端构建起协同发力的完整体系，“城乡居民增收计划”首次写入政府工作报告，标志政策逻辑由短期刺激转向短期刺激与长期收入培育并重。但政策效果的持续性已现疲态：以旧换新等工具存在需求前置与透支效应，政策覆盖与结构性压制之间存在错位，补贴“无谓损失”侵蚀政策性价比。要根本修复消费内生动力，仍需在房地产实质性企稳、就业质量与收入分配改善、社会保障体系系统性完善三方面持续发力，且效果显现均需较长周期。

相关研究报告：

1.《2025年房地产开发行业信用观察：深度调整下的行业分化》，
2026.03.04

一、消费需求动能衰减

（一）消费增速放缓、动能收缩

2026年以来，消费数据呈现低速运行态势。1-5月份，社会消费品零售总额206031亿元，同比增长1.4%，5月单月社零同比下降0.6%，为2023年以来的最低水平。更能反映短期趋势的季调环比数据同样偏弱，5月季调环比下降，且环比增速连续三个月为负，表明消费动能收缩具有一定的趋势性。

从结构来看，1-5月除汽车以外的消费品零售额累计增长2.7%，高于整体1.3个百分点，说明汽车类消费的深度回落是拖累整体增速的核心因素。1-5月，商品零售额同比增长1.2%，餐饮收入同比增长3.1%。分品类来看，消费呈现“必需品韧性较强、可选品承压深”的分化格局。1-5月，与基本生活相关的品类保持较快增长，粮油食品类增长7.4%，服装鞋帽针纺织品类增长7.2%，饮料类增长6.0%；与之形成对比的是，可选消费与地产链相关品类大幅下滑，汽车类同比下降11.8%，建筑及装潢材料类下降8.4%，家具类下降3.0%，家用电器和音像器材类下降6.9%。这一分化表明，居民在保障基本生活的同时，对大额、可选消费支出趋于谨慎。

渠道与城乡区域层面的分化同样突出。渠道上，限额以上单位中便利店、超市等贴近日常刚需的业态保持较快增长，而百货店、品牌专卖店等承载可选消费的传统业态持续负增长；网上商品零售额占社零比重已稳定在约25%，线上对线下的替代仍在延续。城乡上，乡村消费增速持续快于城镇——2025年快约0.5个百分点，2026年1-5月差距扩大至约1.4个百分点，4-5月城镇消费品零售额增速持续转负而乡村仍保持正增长。农村消费相对更具韧性，得益于农村居民收入增速快于城镇、消费基数较低以及县乡商业设施改善与电商下沉。下沉市场正成为消费增量的重要来源，其与体量大、增速慢的城镇市场共同构成“总量承压、结构分化”的完整图景。

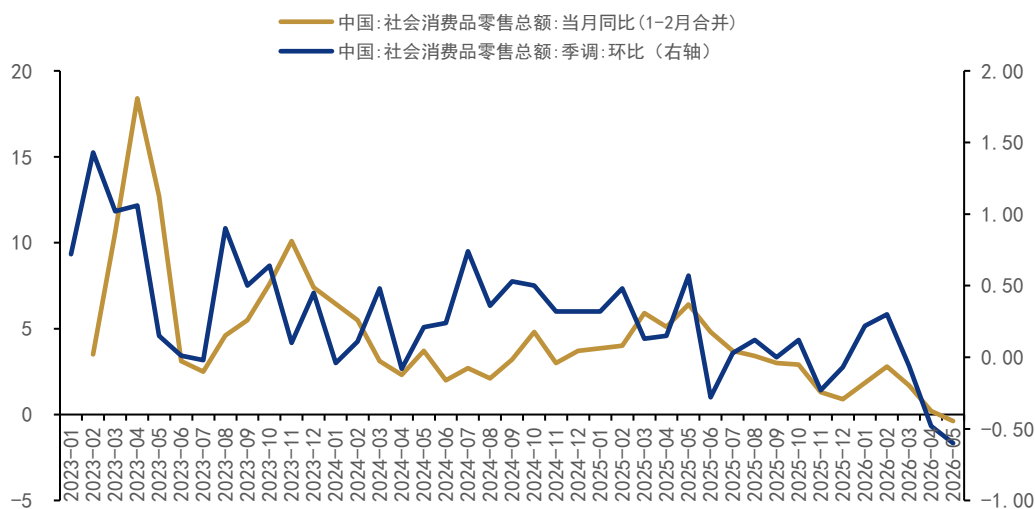


图1：社零同比增速与季调环比增速（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）通胀水平与消费者信心仍处低位

物价层面，2026年1-5月物价呈现消费端低位徘徊、生产端大幅跳升的背离格局。CPI方面，一季度CPI同比上涨0.9%，为近三年最高季度涨幅；4月CPI同比上涨1.2%，环比上涨0.3%；5月份CPI同比上涨1.2%，环比下降0.1%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，显示消费端价格有温和改善，但仍明显低于年初2%的调控目标。PPI方面，3月PPI同比由负转正，结束了此前连续41个月的下行态势；4月PPI同比上涨2.8%、环比上涨1.7%；5月份，PPI同比上涨3.9%，环比上涨0.5%，延续上行态势。然而，PPI的快速反弹主要由国际大宗商品价格上涨和算力相关电子产品需求驱动，5月生活资料价格同比下降0.8%。这并非内需实质性改善的结果，对居民消费的支撑力度有限，反而可能通过成本上升渠道压缩企业利润空间。

消费者信心指数仍处低位。2026年1-4月，消费者信心指数回升至90附近，但仍明显低于100的中性阈值，反映居民对收入与就业前景的谨慎尚未根本扭转。与此同时，居民储蓄偏好维持高位，2025年第四季度末人民银行城镇储户问卷调查中倾向“更多储蓄”的居民占62.9%，较上季度高0.6个百分点。整体来看，物价回升集中于居民感受不到的供给端与窄行业，而与居民最相关的食品、居住、生活资料价格波动仍为负值。另一方面，信心指数持续低于中性阈值、储蓄偏好维持高位，反映出居民对收入与就业前景的谨慎。

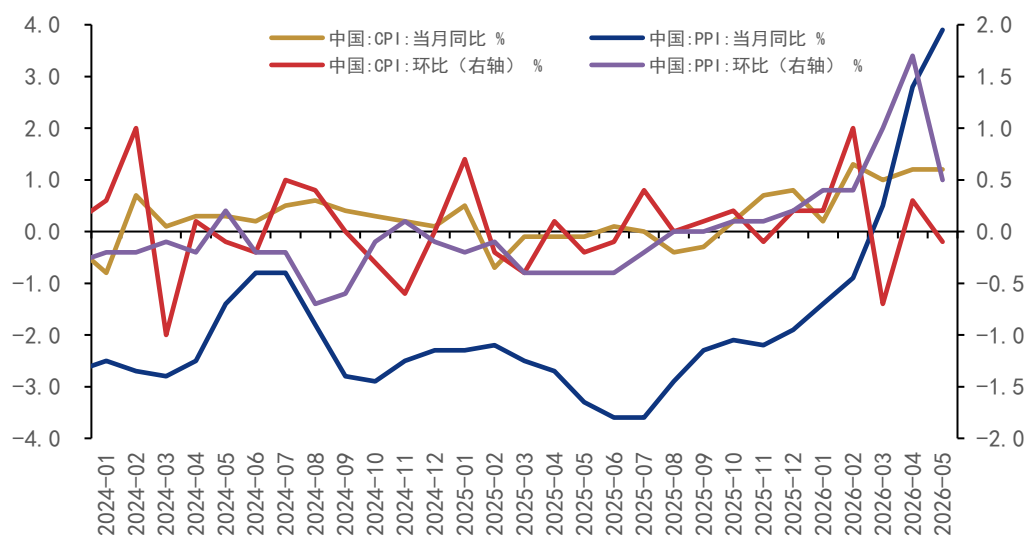


图2：CPI与PPI同比增速与环比增速（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）防御性储蓄持续积累

自2025年以来，消费支出增速持续低于收入增速。2026年一季度，全国居民人均消费支出7955元，比上年同期名义增长3.6%，实际增长2.6%；全国居民人均可支配收入12782元，比上年同期名义增长4.9%，实际增长4.0%。收入与消费之间的缺口，对应着储蓄率的进一步提升——居民主动选择将更多增量收入转化为储蓄，而非消费。

居民防御性储蓄持续累积。2024、2025住户存款余额连续两年新增逾14万亿元。2026年5月末，全国住户存款余额已升至171.54万亿元，其中定期存款占比升至74.8%，前五个月住户存款增加5.63万亿元。同期全国住户贷款余额为82.64万亿元，较上年末减少6314.44亿元，“多存少贷”特征显著。需要说明的是，存款多增并不等同于“超额储蓄”。剔除理财转存、购房支出回流等因素后，严格口径下的超额储蓄规模，市场测算多在数万亿元

级。超额储蓄相当部分由购房、汽车、教育文娱等大额支出收缩而来，而这类支出本就集中于中高收入家庭；市场多判断超额储蓄更多集中于高收入群体。考虑到高收入群体边际消费倾向偏低，加之存款定期化、防御性特征明显，这部分储蓄短期内难以通过常规刺激转化为消费。

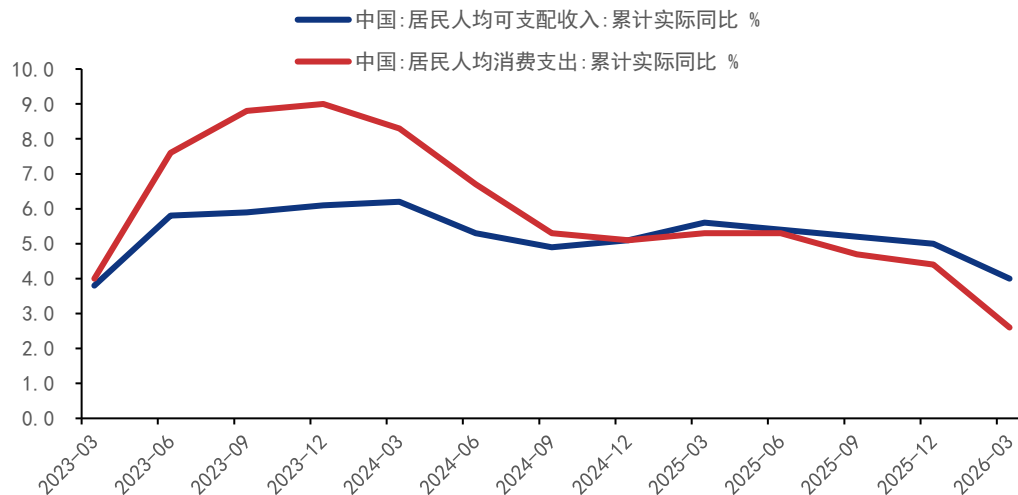


图3：居民人均可支配收入与消费支出累计实际同比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

综合上述论述，当前消费呈现出“增长乏力、价格低迷、储蓄沉淀”的整体图景，反映出消费内生动力的持续弱化。以下章节将深入分析造成这一局面的三重机制。

二、三重结构性机制

本报告认为，本轮消费低迷并非经济周期下行阶段的正常波动，而是由三重结构性力量叠加共振所致。这三重力量分别作用于居民的资产负债表、收入预期和社保体系，使得消费修复路径较以往周期更为复杂。

（一）房地产深度调整，居民资产负债表受损

要理解资产负债表对居民消费的约束，须首先理解中国家庭资产负债表的结构。中国家庭资产高度集中于住房。根据2021年中国家庭金融调查（CHFS）数据，住房资产占中国城镇家庭总资产的比重超过70%，显著高于美国、日本等发达经济体。同时，住房债务在居民总负债中的比重同样超过60%。在2016—2021年的房价上行周期中，居民部门快速加杠杆，住户杠杆率由约40%升至60%以上，个人住房贷款余额累积至约38万亿元的可观存量。这一债务存量叠加近年房价回调，使居民资产负债表持续承压。

中国家庭的资产与债务均过度依赖房产，居民资产负债表对房价波动高度敏感。房价上行期资产增值与加杠杆相互强化，回调期则资产缩水与刚性偿债双向挤压，迫使居民转向去杠杆，经通过提前还贷、压缩消费等渠道抑制需求。2021年下半年以来，中国房地产市场出现拐点，并进入下行周期。据机构测算，从2021年至今，居民在房地产市场的财富损失约达120万亿元。但2026年以来，70城房价开始出现分化企稳迹象。一线城市新建商品住宅5月环比上涨0.2%、涨幅较上月扩大0.1个百分点，二手住宅环比上涨0.4%，其中上海、深圳二手住宅环比同涨

0.6%领涨一线。从同比看，房价降幅总体收窄。5月一线城市新建商品住宅同比下降1.7%、降幅较上月收窄0.4个百分点，上海已同比转正上涨3.2%，但二线、三线城市新建商品住宅同比仍分别下降3.2%和4.2%，三线降幅还略有扩大。从房地产开发与销售来看，修复依然艰难。1-5月全国新建商品房销售面积同比下降10.8%，销售额同比下降13.5%，房地产开发投资同比下降16.2%，显示市场整体出清过程仍在延续。

房价下行向消费的传导，核心不在于账面缩水本身，而在于它通过居民资产负债表与预期来重塑消费行为。对占多数的单套自住家庭而言，只要不卖出房产，其价值的缩水更多是账面性的，纯粹的已实现财富效应偏弱。起主导作用的是预期与预防性储蓄渠道。房价的下跌与前景的不确定向下修正了居民对持久财富和未来安全感的预期，即便不发生任何交易，也会推升储蓄、压低消费倾向。住户存款快速增长、按揭需求走弱、消费者信心下降，正是财富下行经由预期渠道传导的特征。按揭贷款的提前还款现象是居民资产负债表修复意愿的直接体现。2022年下半年开始，个人住房贷款借款人加快提前偿还贷款，并形成了一段时间内的“提前还款潮”。提前还款行为虽有助于个体降低财务负担，却进一步压缩了当期消费支出，在总量层面形成额外的消费拖累。

另外，资产负债表受损并非静态约束，而具有自我强化的动态特征。当居民感知到自身净资产缩水时，行为层面的应对是增加储蓄、压缩可选消费，优先完成债务偿还或维持流动性缓冲。这种行为在个体层面是理性的，但在宏观层面却产生合成谬误。所有居民同时收缩消费，导致总需求下降，进而压低企业盈利、拖累就业，又反过来强化了居民对未来收入的悲观预期，使储蓄倾向进一步上升。就家庭部门而言，最贴近的历史镜鉴是美国次贷危机后的居民去杠杆。美国房价与按揭资产崩塌后，高负债家庭被迫长期修复资产负债表，放大了需求收缩，拖长了复苏进程；美国居民杠杆率在2007年见顶至98.6%，转入快速去杠杆，到2014年末降至78.7%。根据国家资产负债表研究中心数据，2026年第一季度末，中国居民部门杠杆率约为59.0%，绝对水平仍有空间，但已出现杠杆率下降趋势。

（二）就业压力传导，收入预期弱化

从总量指标观察，当前就业形势呈现总体稳定。1-5月份，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，5月份失业率为5.1%，比上月下降0.1个百分点，总量指标尚在可控区间。然而，总量数据掩盖了更为严峻的结构性分化。就业市场的压力高度集中于特定群体和特定领域，其对居民消费预期的影响远比总量数据所呈现的更为深刻。

首先是青年失业问题。不含在校生的16-24岁劳动力失业率延续高位运行态势：1月为16.3%，2月小幅回落至16.1%，3月随着春节效应延迟消退升至16.9%，4月再度回落至16.3%。同期，25-29岁失业率4月升至7.4%，25岁以下青年整体就业形势未见显著改善。青年失业率的长期高企具有不对称的消费影响。20-35岁年龄段是对应着购房、婚育、汽车等大宗消费需求的集中爆发期。青年群体就业困难不仅直接压制其自身消费，更通过家庭内代际支援渠道挤压中年消费群体的可支配收入，产生更为广泛的消费抑制效应。

从行业维度观察，就业收缩集中于三个领域。一是房地产及建筑业。受房地产市场深度调整影响，2021-2025年，从事建筑业的农民工数量累计减少超1400万，占比降至13.8%。2026年，建筑业PMI从业人员指数仍处于深处收缩区间，显示用工收缩仍在延续。二是平台经济及互联网行业。在监管整顿与降本增效的叠加作用下，2022-2023年头部平台集中减员，2024年以来行业企稳，并围绕人工智能重启技术岗扩招，但岗位高度集中于算法、大模型等高门槛领域。行业对高学历群体的吸纳已由“规模化扩容”转为“塔尖式精选”，普通高校毕业生就业经此渠道实现就业分流的空间实质性收窄。三是制造业内部的结构分化与岗位错配。传统劳动密集型制造业受需求不足、成本上升与自动化替代的多重挤压，岗位持续减少，制造业PMI从业人员指数长期徘徊于48%左右的收缩区间；先

进制造业用工需求虽在增长，但集中于研发与工程技术等高技能环节，门槛高、容量有限，难以形成普适性吸纳。值得注意的是，2025年农民工中从事制造业的比重不降反升至28.2%，这并非传统制造业吸纳能力修复，而是建筑业流出劳动力向制造业低端岗位回流的结果——存量岗位竞争加剧，低技能劳动者的就业质量与稳定性进一步承压。

工资数据方面出现积极信号，但结构分化依然明显。根据国家统计局数据，2025年全国城镇非私营单位就业人员年平均工资129441元，名义增长4.3%，实际增长4.2%；城镇私营单位就业人员年平均工资71590元，名义增长3.0%，实际增长2.9%。非私营单位工资增速较2024年有所回升，但私营单位工资增速仍明显偏低。城镇私营单位及个体从业者是劳动力市场的主体，但其工资水平与增长持续落后于体制内单位。私营部门劳动者，无论工资水平还是增长速度都处于相对弱势，意味着多数劳动者的收入改善慢于经济总体扩张的步伐，从分配端制约了消费能力的释放。

收入增长未能有效传导至消费端，是当前内需不振的核心症结。2026年一季度，全国居民人均可支配收入实际增长4.0%，而人均消费支出实际增速仅为2.6%，低于收入增速1.4个百分点。居民收入在持续增长，消费却未同步跟进，二者缺口反映出收入向消费的传导出现明显梗阻。这一梗阻可由永久收入假说得到解释。居民的消费决策并不取决于当期收入，而取决于对未来长期收入流的预期。中国人民银行城镇储户问卷调查显示，2025年四季度居民未来就业预期指数仅42.2%，未来收入信心指数仅45.8%，全年持续低于50%的荣枯线，收入信心与就业信心同步走弱。当就业稳定性下降、职业前景预期转弱时，居民会出于预防性动机压缩消费、增加储蓄。

（三）社会保障缺位——预防性储蓄的制度性根源

预防性储蓄理论指出，当居民面临未来支出的高度不确定性时，会在生命周期消费平滑所需之外额外积累储蓄，作为应对疾病、失业、养老等突发风险的缓冲。社会保障体系的核心功能之一，正是通过公共风险共担分散这类不确定性支出风险，从而降低居民对自我保险的依赖，使原本被预防性动机锁定的储蓄向消费转化。然而中国社保体系在保障水平与城乡均等化上仍存明显短板，使上述链条难以充分运转。对广大农村居民和非正规就业群体而言，医疗与养老的不确定性仍主要依靠家庭储蓄，预防性储蓄动机因此持续偏高，成为压制边际消费倾向的重要制度性因素。

医疗支出是居民预防性储蓄的首要驱动力。当前，中国居民医疗费用中个人支付比例仍处于较高水平。根据国家卫生健康委数据，2024年个人卫生支出占卫生总费用的比重为27.51%，已从2000年约60%的高位大幅回落，但仍高于多数OECD国家水平。在医疗保险实际报销范围有限、自费药品和高端诊疗项目定价较高的背景下，居民对重大疾病导致家庭因病致贫的担忧持续存在，并直接体现为储备性储蓄需求的高位刚性。同时，城乡之间的医疗保障差异进一步加剧了农村居民的预防性储蓄需求。城镇职工基本医疗保险的报销比例、封顶线与保障厚度均明显高于城乡居民基本医疗保险，后者覆盖的正是脆弱性较强的农村居民与城镇非就业人群。近年来，居民医保人均财政补助标准持续提高，2026年城乡居民基本医保个人缴费标准每人400元计算，若加上财政补助724元，人均总额度为1124元，财政补助在其中占比约64%。

养老保障缺口是驱动预防性储蓄最具长期性的结构性因素。中国人口老龄化正在加速。2025年末，65岁及以上人口达2.24亿，占比已达15.9%，按国际通行标准已迈入深度老龄化社会。养老保障缺口对消费的压制通过两条路径同时作用：其一，中青年群体为应对退休后的收入不确定性，主动积累更高水平的养老储蓄，压低当期消费；其二，已退休老年群体因养老金替代率有限，倾向于维持较低消费、留存积蓄，消费意愿受到抑制。根据贝莱德建信理财与建设银行联合发布《2025中国养老金金融白皮书》，2024年我国城镇职工的养老金替代率约为45%，低

于55%的国际警戒线。城乡之间体制内外的养老保障差距同样显著。据《中国劳动统计年鉴》，以基本养老保险基金支出/离退休人员数（或实际待遇领取人数）计算，2022年城乡居民基本养老保险领取人、企业职工退休者、机关事业单位退休者月均养老金分别为204.7元、3148.6元、6099.8元。农村居民与体制外劳动者面临的养老不确定性最强，其预防性储蓄动机也最为突出。

社会保障缺位对消费的锁定效应具有显著的路径依赖特征。一方面是勤俭储蓄的传统观念，另一方面是信息环境中反复出现的因病致贫、老年贫困等案例，不断强化居民对风险的警觉。即便客观保障条件逐步改善，居民储蓄与消费行为的调整也会存在明显滞后。

三、消费市场的亮点与隐忧

（一）亮点：服务消费、数字消费与县域消费

1. 服务消费

当前消费市场中，服务消费表现相对稳健。2026年1-5月，全国服务零售额同比增长5.4%，增速比上年同期加快0.2个百分点。从结构上看，服务消费的增长集中于旅游、出行、文娱与休闲领域。1-5月份，旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额均实现两位数增长，交通出行服务类、通讯信息服务类零售额保持快速增长。

服务消费的相对活跃，离不开政策端的持续加力。自2024年国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》以来，各部门陆续推出支持服务消费相关政策措施，促进服务消费的政策矩阵基本形成。2026年1月25日，国务院办公厅印发《加快培育服务消费新增长点工作方案》，从激发重点领域活力、培育潜力领域动能、强化政策支持保障三大维度提出12项具体举措。在资金端，政策明确优化服务业经营主体贷款贴息，引导金融机构加大对服务消费领域的信贷投放，支持符合条件的文旅、体育、家政等企业发行债券和消费基础设施REITs。

一方面，服务消费的增长与预防性储蓄约束下的消费逻辑相一致。在收入预期偏谨慎的环境中，居民倾向于优先保障即时满足感较强的体验型支出，使旅游、餐饮、文娱成为消费的增长点。另一方面，服务消费的高增长是消费结构变化、政策支持、供给侧发力等因素共同作用的结果，进一步释放服务消费潜力取决于政策落地的深度、服务供给质量的提升以及居民收入预期的修复。

2. 数字消费

数字消费是当前消费市场的另一个亮点。数字产品端，1-5月份，通讯信息服务类零售额增长超过10%，可穿戴智能设备零售额大幅增长。数字服务端，数字化消费场景创新拓展，信息类服务消费需求持续快速释放。与此同时，AI技术发展驱动数字消费快速扩张。在硬件端，新能源汽车、高能效等级家电、智能产品越来越受到消费者青睐，1—5月份，包括智能眼镜在内的智能可穿戴设备零售额同比增长超过一倍。在服务端，人工智能等数字化应用带动数字、信息服务消费较快增长，AI应用正把一次性的硬件购买延伸为持续性的服务订阅与内容消费。供给侧的高增长与之共振，1-5月数字产品制造业增加值同比增长12%，明显快于整体规模以上工业的增长。

展望未来，通讯器材的高增速受以旧换新政策影响，后续面临基数抬高的考验。而AI硬件尚处放量初期，绝对规模有限。但正因其增长源于技术突破和真实需求，其消费动能更具可持续，有望成为消费结构升级中确定性最强的方向。

3. 县域消费

县域消费活力持续释放，并在 2026 年进一步强化。1-5 月份，包含镇区和乡村地区的县乡消费品零售额占社会消费品零售总额的比重达 39.3%，比上年同期提高 0.4 个百分点。县域消费市场活力持续释放，这一增长的背后是县域商业体系建设和县乡市场供给的持续改善。

一方面，县域商业体系建设稳步推进，商品和服务的下沉通道基本打通。电商平台、快递物流、移动支付向县乡村三级持续延伸，解决了“工业品下乡、农产品进城”的渠道梗阻，为县域消费持续扩容提供了基础设施支撑。农村电商供应链快速发展，2025 年支持建设农产品商品化设施 1428 个，农产品商品化处理和销售能力持续增强。物流配送网络日趋完善，2025 年支持建设县级物流配送中心 348 个、乡镇快递物流站点 562 个，全国县级物流配送中心覆盖率已达 100%。

另一方面，县乡市场供给持续改善。2025 年农村网络零售额达到 3 万亿元，同比增长 6.7%；县域服务销售额达 9.1 万亿元，同比增长 5.9%，商品与服务供给同步扩容。家电以旧换新及手机购新补贴在县域实现销量 4823 万台、销售额 1586 亿元，优质商品加速下沉；县城餐饮、文旅、休闲等服务业态也快速补位，县域消费正从单纯的价格敏感市场，向品质化、服务化升级。

（二）隐忧：汽车消费、地产链消费

1. 汽车消费

汽车消费是最突出的承压领域之一。根据 2023 年财政部等的安排，新能源汽车购置税优惠分年退坡，大量需求提前在 2025 年年末集中释放，透支效应叠加政策退坡使 2026 年开年汽车消费明显承压。社零层面，1-5 月剔除汽车后的消费品零售额增长 2.7%，显著高于含汽车的社零总体增速 1.4%，汽车类对消费大盘的拖累清晰可见。从乘用车数据来看，2026 年 1-5 月，乘用车累计零售 709.9 万辆，同比下降 19.5%。其中，1-5 月新能源乘用车市场零售 369.7 万辆，同比下降 15.1%。值得注意的是，国内承压的同时出口逆势爆发，行业呈现“国内调整、海外突围”的分化格局。5 月乘用车出口 78.4 万辆，同比增长 75.1%，环比增长 2.3%，占乘用车厂商销量 35%。5 月新能源车占出口总量的 54.0%，较同期增加 9 个百分点。

政策层面，汽车行业反内卷作为提质增效产业升级的主基调，正推动价格竞争有所收敛。行业库存逐步有序消化，恶性价格战基本收敛，终端以温和促销方式清理库存。整体来看，市场修复动力有限，整体维持弱复苏态势，需求修复仍需等待消费信心的整体回暖。

2. 地产链消费

房地产拥有超长消费产业链，购房衍生的装修、家具、家电置换等需求，构成了体量庞大的地产后周期消费市场。当上游成交持续收缩，这条链条上的消费需求便被层层削弱。

建筑建材高度依赖新房交付与二手房翻新需求，是受地产下行冲击最直接的品类。随着新房交付放缓、二手房交易走弱，市场装修需求持续收缩，2026 年 1-5 月，限额以上建筑及装潢材料类零售额同比下降 8.4%。家具、家电增速也转为负值。2026 年 1-5 月限额以上家具类、家电和音像器材类零售额分别同比下降 3.0%、6.9%。家具、家电零售的萎缩一方面来自地产收缩，另一方面也有以旧换新政策的需求透支效应。

综合来看，地产后周期品类呈现整体走弱趋势，地产下行的压力已完整传导至家居消费全环节，后续相关消费修复仍面临较大阻力。

四、政策点评

2026年，我国围绕提振消费构建起覆盖全面、协同发力的完整政策体系，从收入端、消费端、环境端三大维度同步施策，政策支持力度较此前年份显著提升。在收入端，“城乡居民增收计划”首次被写入政府工作报告，同时配套实施最低工资标准上调、提高基本养老金与居民医保补助标准等举措，从源头夯实居民消费能力的长期基础。在商品消费领域，延续实施消费品以旧换新政策，安排2500亿元超长期特别国债保障政策落地，支持范围由传统耐用消费品向智能消费领域延伸；同时明确新能源汽车购置税减半征收政策延续至2027年底，稳定大宗消费市场预期。在服务消费领域，商务部等9部门联合印发《服务消费提质惠民行动2026年工作方案》，新设1000亿元财政金融协同促内需专项资金，组合运用贷款贴息、融资担保等方式支持扩大内需；同步优化个人消费贷款财政贴息政策，取消贴息可适用的消费领域限制，并将信用卡账单分期纳入支持范围，多渠道释放消费潜力。在消费环境建设层面，持续推进全国统一大市场建设、优化消费市场秩序，着力打造“购在中国”品牌、培育入境消费新增长点，商务部将数字消费、绿色消费、健康消费列为重点培育方向。

从政策导向来看，“城乡居民增收计划”首次纳入政府工作报告具有标志性信号意义，标志着我国消费提振的政策逻辑已从偏重短期需求刺激，转向短期刺激与长期收入基础培育并重的系统性发力。消费品以旧换新政策的延续与优化则是从单纯“加力扩围”转向“提质增效”。一方面资金规模适度收敛至2500亿元、向置换周期较短的品类倾斜以提升资金效率，另一方面优化汽车等品类补贴方式、并将支持范围向智能消费终端延伸，力求在政策退坡过程中维持对消费的有效牵引。

从政策效果来看，2026年提振消费政策的直接拉动效果在年初有所体现，但持续性已现疲态，需要重点关注以下三个层面的局限性。第一，以旧换新等政策工具本质上是将来消费需求前置，短期内带来销量脉冲，但透支效应在政策退出后将以销量回落的形式呈现，消费的可持续动能并未因此提升。第二，政策覆盖与结构性压制的错位问题。当前提振消费政策虽已向收入端、社保端延伸，但其体量与见效速度仍显不足，主体工具仍以补贴实物消费品为主。政策工具的选择与问题根源之间存在结构性错位，制约了政策传导效率。第三，补贴的“无谓损失”问题。购买绑定型补贴的钱，相当一部分补给了本来就会发生的购买，真正被补贴诱发的新增消费有限。在消费信心偏弱、增量购买者占比下降的环境下，这种“补贴存量需求”的比例还会进一步上升，导致单位财政投入撬动的真实增量消费偏低，政策的性价比受到侵蚀。

综合上述分析，2026年提振消费政策体系的力度与方向均有积极意义，但与消费不振的深层成因之间仍存在明显的治本距离。要从根本上修复消费内生动力，需要在以下三个方向持续发力，且效果显现均需较长时间周期。

一是房地产市场的实质性企稳。资产负债表修复的前提是居民财富损失的止损，在房价企稳并形成稳定预期之前，负财富效应将持续对消费形成拖累。地产需求总量下台阶、库存去化周期偏长，意味着市场出清仍需时间。

二是就业质量和居民收入分配结构的改善。提振消费的可持续路径在于扩大居民收入在国民收入分配中的份额，尤其是提高中低收入群体的工资性收入增速。这需要服务业扩容就业吸纳能力、制造业向高端升级提升工资水平、以及社会保障对低收入群体的定向支持。

三是社会保障体系的系统性完善。降低居民预防性储蓄动机，需要实质性的保障水平提升和城乡均等化改革。这一进程涉及财政支出结构的长期调整和制度体系的深层重构，而“城乡居民增收计划”等政策的落地质量和执行深度将是影响中期消费修复斜率的关键变量。

【作者简介】

冯祖涵，远东资信研究与发展部研究员，FRM，伦敦大学国王学院金融硕士。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司 网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座
11 层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。