

宏观深度报告 20260718

通往 60 万亿之路：如何看消费弹性？

2026 年 07 月 18 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《基于 Hermes Agent 的 AI 月度复盘解析》

2026-07-15

《4.3%之后的“止跌回稳”——Q2 和 6 月经济数据点评》

2026-07-15

■ **核心观点：**从各国“去地产化增长”经验来看，中国消费大概率已处于房地产下行周期的后半阶段，消费有望先于房价见底回升。但实现 2030 年社零 60 万亿目标，可能意味着 2027-2030 年年均社零增速 4.2% 以上，决定目标能否实现的关键是耐用品修复以及服务消费、服务价格能否回升。国际经验显示，实际消费复苏主要由耐用品和半耐用品拉动，名义消费复苏则更依赖服务消费和服务相对价格上升。对应到中国，非耐用品和餐饮可充当稳定器，石油消费更多反映油价与能源转型，最大的变量仍是占社零近五分之一的耐用品。我们测算，消化本轮补贴带来的需求预支可能持续至 2027 年 9 月前后，平均每月影响社零增速 0.4 个百分点。对整体消费来说，2026 年下半年开始会看到基数效应减退带来的读数改善，2027 年 Q4 开始内生动能的改善可能更明显。

■ 一、通往 60 万亿之路

■ 7 月 13 日，国务院印发关于《扩大消费“十五五”规划》的批复，《规划》中提出 2030 年社零规模达到 60 万亿元，对应 2026-2030 年复合增速需要约 3.7%，2027-2030 年需要约 4.2%。

■ **耐用品是其中关键。**2024 年 2 月至 2026 年 5 月，非耐用品（不含石油）、半耐用品、耐用品（不含金银珠宝）、餐饮和石油平均增速分别为 6.2%、4.4%、1.1%、3.8%和-3.4%；非耐用品已高于目标增速，半耐用品和餐饮大致达标，耐用品则构成最明显的缺口。

■ **服务消费和服务价格能否回升也能起到重要作用。**除了餐饮之外的服务消费不计入社零，因此服务消费增速不直接影响 60 万亿目标能否实现。但消费之间是有联动性的，如果服务消费能够提速，也能提高其他品类增速。对此可以参考 2025 年 5 月，“以旧换新”只补贴了耐用品消费，但是其他所有消费都达到了阶段性的高点（除石油外），如非耐用品同比（不含石油）9.3%、餐饮 5.9%、半耐用品 10.2%，说明消费分项之间存在需求、收入和信心联动。

■ 二、各国“去地产化增长”的消费启示

■ **消费通常早于房价见底，说明房地产下行后半程对消费的边际影响会减弱。**深度衰退样本中，消费平均在 T+10 见底，房价在 T+22 见底；在能够识别消费下跌的 38 个样本中，33 个样本的消费拐点领先房价，占 86.8%。据此，如果中国房价未来几年陆续企稳，消费更可能在 2026-2027 年率先见底，但这一判断强调的是时序关系，并不意味着地产财富效应已经消失。

■ **实际消费与名义消费的修复动力并不相同，前者靠耐用品回升，后者更依赖服务及其价格。**房地产下行期，实际总消费最大降幅约 3.3%，耐用品和半耐用品分别下降 14.6%和 4.4%，非耐用品与服务均仅下降 1.4%；到 T+40，耐用品和半耐用品较 T 点分别上升 57.7%和 46.3%，显著高于总消费的 19.9%。但在名义消费中位数口径下，总消费在 T+4 至 T+11 停滞，T+12 才重新增长；耐用品最大跌幅达 19.5%，到 T+40 仍落后总消费 22.4%，服务消费指数却高出总消费 8.8%。

■ 三、中国消费：非耐用品和服务是稳定器

■ **非耐用品和餐饮最近的短期回落主要受高基数影响，中期增速仍相对稳定。**2023 年以来，非耐用品（不含石油）平均增长约 6%，2026 年 5 月虽降至 3.2%，但上年同期为 9.3%，两年平均增速仍在 6%附近。2024 年以来餐饮平均增长约 3.8%，2026 年 5 月降至 0.6%，上年同期为 5.9%，两年平均变化也不大。由于这两类消费不可储存或使用周期短，前期提振不会像耐用品一样形成明显的需求消化期；若没有额外冲击，我们预计其增速可分别维持在约 6%和 3.8%。

■ **广义服务消费强于餐饮，但服务价格中枢偏低仍制约名义消费扩张。**

2025 年服务零售额增长 5.5%，高于餐饮收入的 3.2%，2026 年 1-5 月两者分别增长 5.4% 和 3.1%，增速差均为 2.3 个百分点。与此同时，服务 CPI 月度同比均值由 2015-2019 年的 2.28% 降至 2021-2026 年的 0.79%。需求偏弱压低服务价格，服务相对价格偏低又会减慢服务业发展和劳动收入份额提升，进而影响消费率，因此需要有针对性的服务消费刺激打破这一负反馈。

■ 四、耐用品和石油是社零承压的主要来源

■ 4.1 石油：能源转型背景下，不能代表居民消费需求强弱

■ 石油消费会影响社零读数，但其变化更多由油价和能源替代决定，不能直接等同于居民需求走弱。2025 年限额以上石油零售额为 2.25 万亿元，占社零的 4.5%，计入限额以下部分后占比可能为 5%-6%。该分项目 2024 年 8 月转负，2025 年累计下降 5.7%，2026 年 1-5 月再降 5.8%。2026 年 5 月新能源汽车新车销量占比已达 56.9%，新增车辆快速电动化将继续压低汽柴油销量中枢，未来石油名义零售额的正负更可能取决于国际油价。

■ 4.2 耐用品消费：怎么看需求前置的影响幅度和持续时间

■ 耐用品占社零近五分之一，其恢复路径同时受地产、汽车税收、基数效应和补贴需求前置影响。

■ （1）房地产的直接冲击小于新房销售降幅，地产后周期消费降幅是新房销售面积的十分之一，原因是预售到交付存在时滞，且二手房装修、存量翻新和更新替换稀释了新增住房减少的影响，但房价下跌仍会经由财富效应和预期间接压制消费。

■ （2）部分财税优惠退坡也会影响今年耐用品需求。新能源车购置税由 2025 年免征改为 2026-2027 年减半征收，对 2026 年需求有一定影响；2027 年起部分车型车船税优惠退出，则影响 2027 年需求。

■ （3）影响最大的是补贴预支需求。一方面，从历史来看，此前两次耐用品与半耐用品增速分化分别持续 29 个月和 26 个月，据此本轮可能在 2027 年 9 月至 2028 年 3 月完成收敛，且更可能由耐用品增速回升实现。另一方面，我们根据增速测算，“以旧换新”带来的耐用品超额销售约为 3283 亿元。剔除基数效应后，2025 年 7 月至 2026 年 5 月估算已消化 1376 亿元，月均约 125 亿元，尚余 1907 亿元；若按这一速度延续，还需约 15.3 个月，大约持续至 2027 年 9 月，每月影响耐用品增速约 2 个百分点、社零增速约 0.4 个百分点。

■ 风险提示：（1）国际经验对中国本轮周期的适用性存在风险。（2）出口、就业和油价等消费外变量可能改变社零修复路径。（3）宏观政策力度和节奏变化风险。

内容目录

1. 通往 60 万亿之路	5
2. 各国“去地产化增长”的消费启示	6
3. 中国消费：非耐用品和服务是稳定器	9
4. 耐用品和石油是社零承压的主要来源	11
4.1. 石油：能源转型背景下，不能代表居民消费需求强弱	12
4.2. 耐用品消费：怎么看需求预支的影响幅度和持续时间？	12
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 社零年度增速及预期.....	6
图 2: 2025 年中以来, 社零同比增速有所下行.....	6
图 3: 房地产下行周期各种消费的最大跌幅(均值).....	7
图 4: 房地产下行周期各种消费的变化(不变价平均值).....	7
图 5: 房地产下行周期各种消费的变化(现价平均值).....	8
图 6: 房地产下行周期各种消费的变化(现价中位数).....	8
图 7: 分类别的中国消费增速(3MMA).....	9
图 8: 服务(餐饮)和非耐用品(不含石油)消费增速近几年较为稳定.....	10
图 9: 近两年服务零售增速高于餐饮.....	11
图 10: 服务价格中枢下行.....	11
图 11: 耐用品和石油消费是社零承压的主要来源.....	12
图 12: 地产后周期消费并未随着新房销售而大幅下降.....	13
图 13: 耐用品和半耐用品的增速分化.....	14
图 14: 消化预支需求可能会持续到 2027 年 9 月.....	16

1. 通往 60 万亿之路¹

7 月 13 日，国务院印发关于《扩大消费“十五五”规划》的批复²，《规划》中提出 2030 年社零规模达到 60 万亿元，对应 2026-2030 年复合增速需要约 3.7%，2027-2030 年需要约 4.2%。如果按照 2025 年 50.1 万亿计算，2026-2030 年复合增速 3.66%。3.66% 恰好是 2020-2025 年的复合增速，由于年度规模有修正，这里用的是名义同比计算复合增速。考虑到经济增长目标有所下移，如 2026 年从此前 5% 左右下调至 4.5%-5%，这种情况下社零仍维持此前 6 年平均增速，是一个中等偏上的目标。进一步，考虑到 2026 年前 5 个月社零增速只有 1.4%，如果全年回升至 1.5%，那么 2027-2030 年需要 4.2% 左右的复合增速。

从现实来看，今年上半年社零增速受到诸多因素影响，5 月社零同比增速回落至 -0.6%。

要从 -0.6% 的月度同比，回升至未来几年 4.2% 的年均同比，如何实现？我们对比了“去地产化增长”时期各国消费在房地产下行周期的表现，发现三条关键结论：

第一，消费通常早于房价见底回升。这意味着，尽管我们无法精准判断房价拐点时间，但当前中国大概率处于房地产下行周期的后半阶段，对这个阶段而言，各国经验表明房地产下行对消费的拖累大幅减小，消费具备回升的基础。

第二，耐用品和半耐用品是房地产下行周期中消费波动的主要来源，也是地产下行后期实际消费增速回升的主要贡献，但在名义消费回升中并非如此。

第三，对于名义消费增速而言，服务消费增长会发挥更加重要的作用。而服务消费在实际增长和名义增长下的差别，表明服务价格是名义消费复苏里的重要因素。

因此，对于“十五五”期间的中国消费增长，我们认为关键在于抓住两个品类。一是耐用品消费，这直接关系到 2030 年 60 万亿社零目标能否实现。2024 年 2 月-2026 年 5 月，各种消费增速中，非耐用品（不含石油）平均 6.2%、半耐用品平均 4.4%、耐用品平均（不含金银珠宝）1.1%、餐饮 3.8%、石油 -3.4%。这里面非耐用品在 4.2% 的增速目标之上，半耐用品和餐饮大致在增速目标附近，石油则主要受到油价和能源转型影响大，耐用品消费是明显低于增速目标的品类，其增长高低会直接影响到 60 万亿目标能否实现。

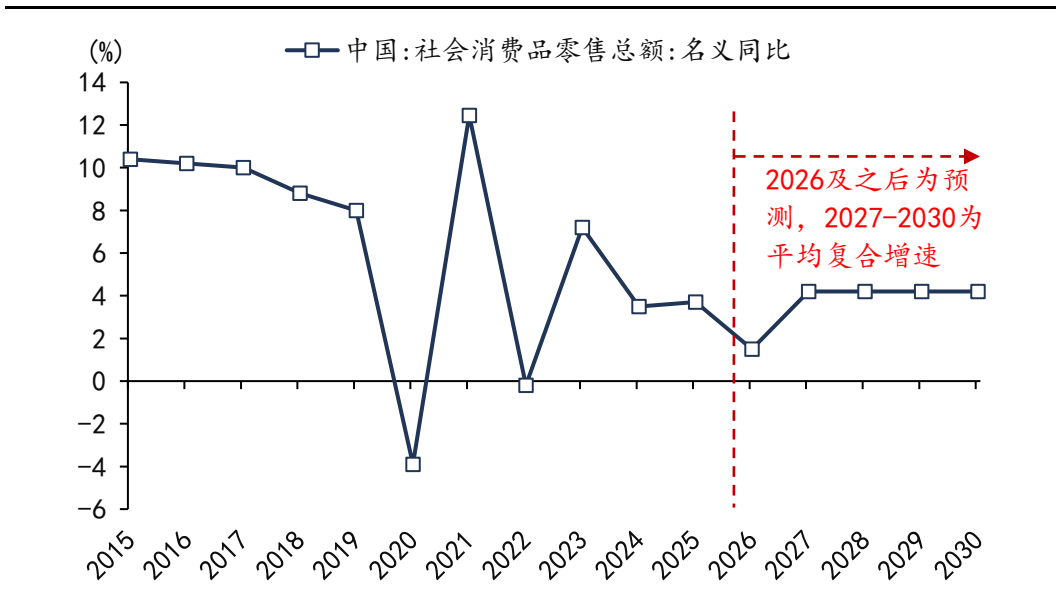
二是服务消费和服务价格能否回升。由于除了餐饮之外的服务消费不计入社零，因此服务消费增速不直接影响 60 万亿目标能否实现。消费之间是有联动性的，如果服务消费能够提速，也能提高其他品类增速。对此可以参考 2025 年 5 月，“以旧换新”只补

¹ 本文所有增速均为同比、不涉及环比，所有区间增速都是复合增速，所有预计都是东吴证券宏观团队预计。

² [国务院批复同意《扩大消费“十五五”规划》](#) 中国政府网

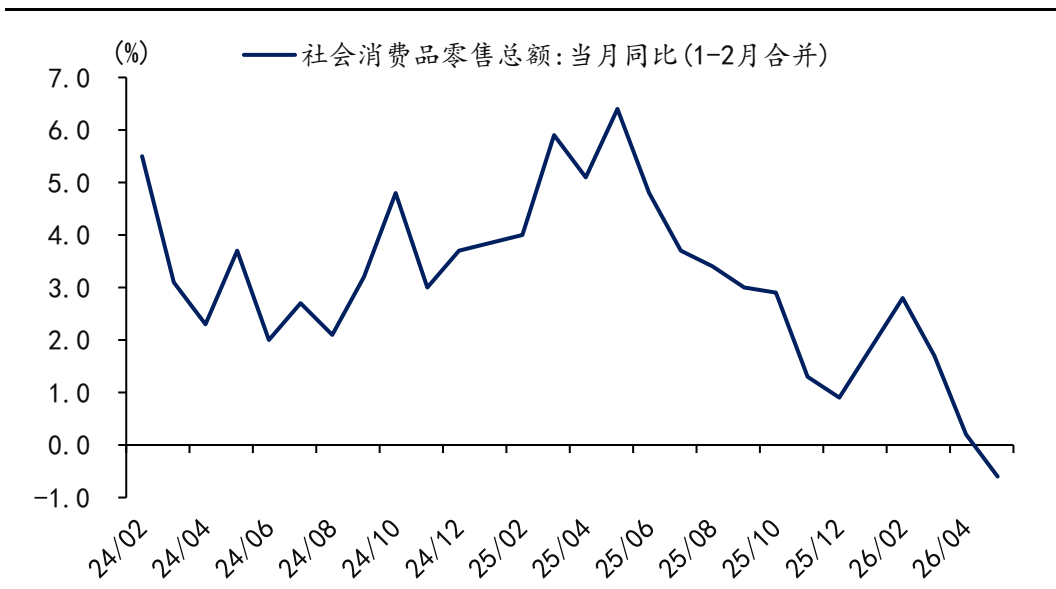
贴了耐用品消费，但是其他所有消费都达到了阶段性的高点（除石油外），如非耐用品同比（不含石油）9.3%、餐饮 5.9%、半耐用品 10.2%。

图1：社零年度增速及预期



数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图2：2025年中以来，社零同比增速有所下行



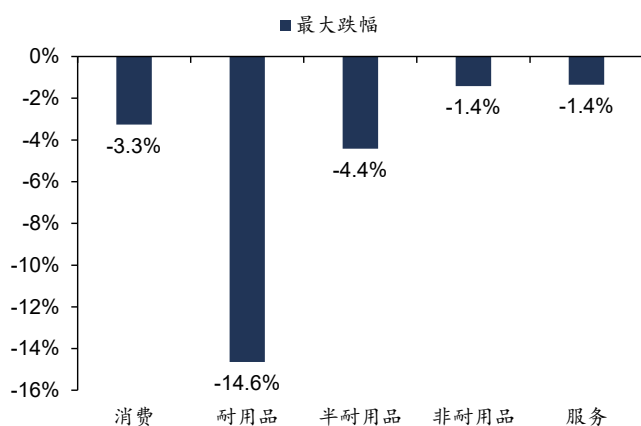
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 各国“去地产化增长”的消费启示

房地产下行周期和“去地产化增长”，是讨论未来五年中国消费增长绕不开的背景。此前我们在 2026 年 6 月 22 日发布的报告《消费、信贷和投资：如何识别房价拐点》中研究了各国在房地产下行周期里消费的变化，发现：

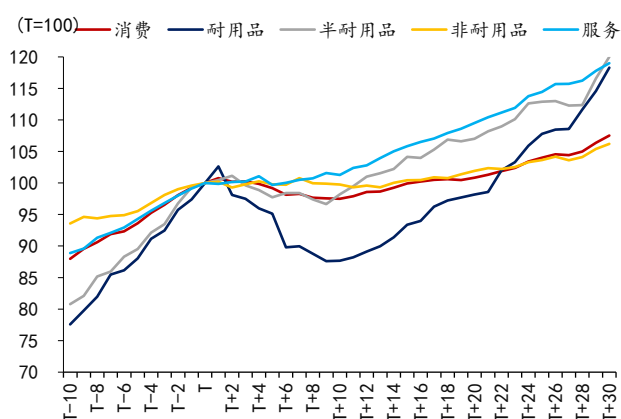
- **消费拐点通常领先于房价拐点**，房地产深度衰退期消费平均在 T+10 见底，明显早于房价的 T+22；在能够识别出消费下跌的样本中，消费领先房价的比例高达 86.8%（33/38）。
- **房地产下行期，耐用品和非耐用品是波动主因**，非耐用品和服务消费是“稳定器”。非耐用品和服务消费最大降幅仅 1.4%，而耐用品和半耐用品最大跌幅分别约 14.6%和 4.4%。
- **实际消费修复时，更多依靠耐用品和半耐用品**。房价下跌 10 年后（T+40），耐用品消费较 T 点上升约 57.7%，半耐用品消费上升约 46.3%，明显高于总消费的 19.9%。

图3：房地产下行周期各种消费的最大跌幅（均值）



数据来源：OECD, BIS, IMF, 东吴证券研究所；
注：深度衰退周期，消费为季调不变价，范围是房价下跌周期最大降幅

图4：房地产下行周期各种消费的变化（不变价平均值）



数据来源：OECD, BIS, IMF, 东吴证券研究所；
注：深度衰退周期，消费为季调不变价，T是房价下跌起点，前后时间按季度推移

但以上讨论主要是实际消费，由于我国缺少实际消费的详细统计指标，更方便直接比较的可能是看名义消费变化。名义消费的国际比较中，平均数和中位数表现差异比较大，从平均数来看，随着房价下跌，名义消费没有下降，而中位数消费则在 T+4 后经历了大约 8 个季度的停滞，更符合前文实际消费的变化，所以我们更多考虑中位数指标。我们发现：

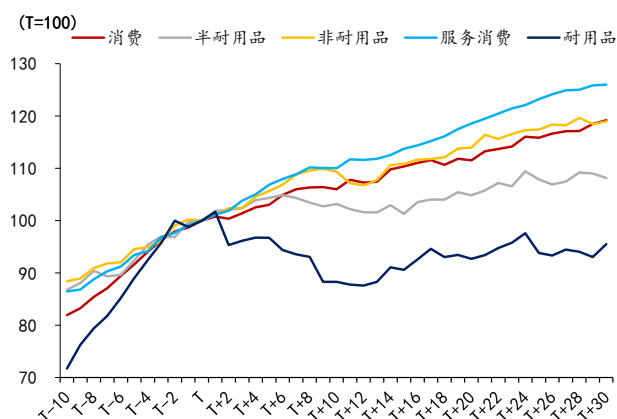
第一，总消费在房价下跌的前四个季度维持增长，T+4 到 T+11 停滞，T+12 重新增长。

第二，与实际消费相同的是，耐用品是名义消费波动的主要来源，最大跌幅 19.5%。但半耐用品降幅并没有显著大于非耐用品，最多只下降 3.5%，非耐用品和服务消费最大降幅分别为 3%和 0.9%。

第三,与实际消费不同的是,以名义价格计算的耐用品和半耐用品难以追上总消费,在 T+40 时,耐用品和半耐用品相比总消费还有 22.4%和 7.8%的缺口;但剔除价格后可以超过总消费,剔除价格后,半耐用品和耐用品分别在 T+10 和 T+22 超过总消费。

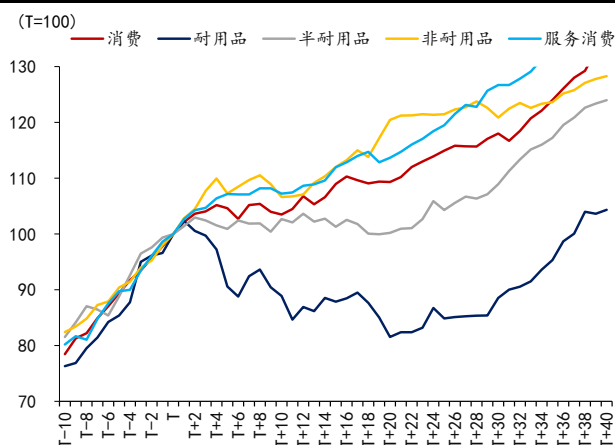
第四,与实际消费不同的是, T+12 后,总消费走出停滞,更多依赖服务消费,如 T+40 服务消费比总消费的指数要高 8.8%。这是由于“鲍莫尔病”的存在,工业部门的产品价格会因生产率提升而下降,而服务部门的价格则因成本刚性持续走高,形成服务与工业的相对“价格水位差”,因此名义价格衡量的服务消费是驱动消费增长的主力。我们在此前 2026 年 1 月 17 日发布的报告《缺失的拼图:经济转型的价格力量》中发现,从 34 个国家五十多年的数据来看,1970-2023 年服务业比重平均提升 17.8 个点,其中价格贡献 6 个点,约三分之一,服务价格的相对上涨是各国经济发展过程中的普遍现象。

图5: 房地产下行周期各种消费的变化(现价平均值)



数据来源: OECD, BIS, IMF, 东吴证券研究所;
注: 深度衰退周期, 消费为季调现价平均值

图6: 房地产下行周期各种消费的变化(现价中位数)



数据来源: OECD, BIS, IMF, 东吴证券研究所;
注: 深度衰退周期, 消费为季调现价中位数

国际“去地产化增长”经验哪些可以对我们有所启示?

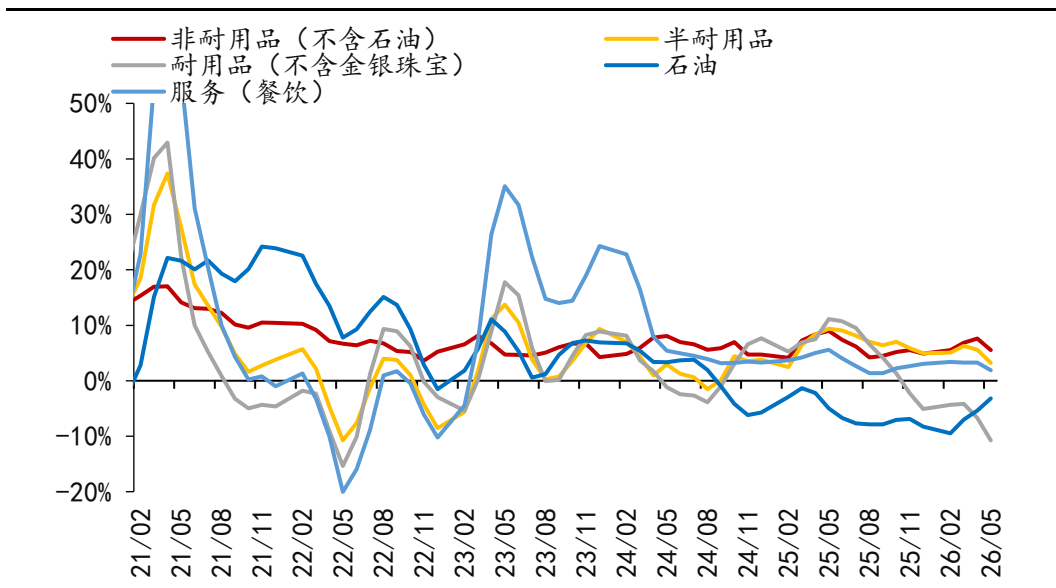
一是消费大概率会领先于房价复苏,中国消费具备回升的基础。这意味着,如果在未来几年房价陆续见底,那么大概率 2026-2027 年,消费会更早见底回升。另一方面,消费早于房价复苏,也意味着在房地产下行周期的后半阶段,各个国家的消费普遍具备了回升的基础,这可能也正是我们当下所处的阶段。

二是实际消费的复苏依靠耐用品的修复,但名义消费的复苏里服务消费更为重要,实际和名义的差异,反映出服务价格提升(或服务相对于商品的价格增速)是消费复苏的重要力量。

因此,我们可以基于国际经验,对中国消费进行分类拆解。我们将中国社零数据拆分为非耐用品(不含石油)、半耐用品、耐用品(不含金银珠宝)、服务(餐饮)、石油五类。这里面包括了 90%以上的限额以上消费,但仍然有所遗漏,比如金银珠宝,由于其 2025 年限额以上销售只有 3700 亿左右,远少于石油的 2.25 万亿,因此我们没有单独列

出来。

图7：分类别的中国消费增速（3MMA）



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：同比

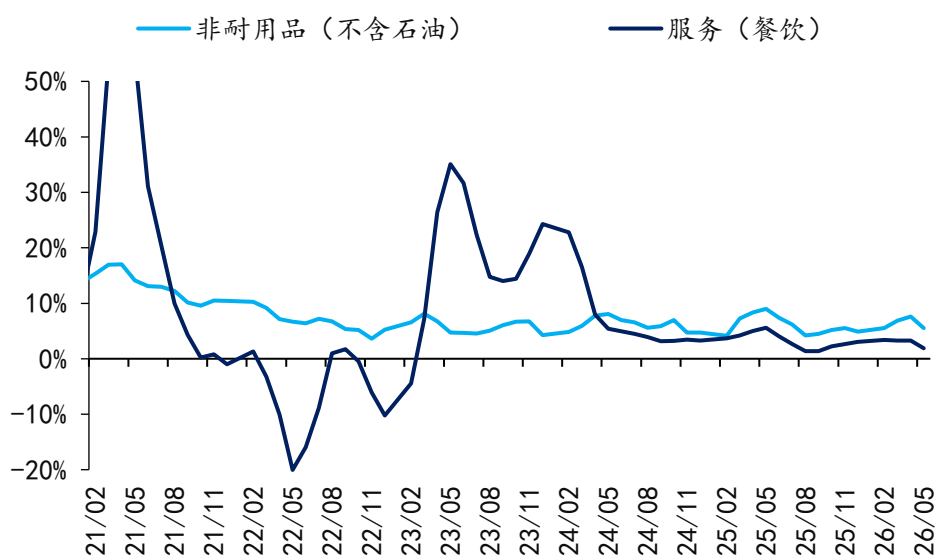
3. 中国消费：非耐用品和服务是稳定器

从过去几年数据来看，非耐用品（不含石油）和服务（餐饮）增速相对稳定。2023年以来，非耐用品（不含石油）的平均增速³在6%上下波动，今年5月虽然降至3.2%，但去年同期是9.3%，剔除基数效应后看两年平均增速仍在6%附近。2024年以来，服务（餐饮）的平均增速在3.8%左右，虽然今年5月降至0.6%，但去年同期5.9%，剔除基数效应后看两年平均增速偏差也不大。

据此我们可以发现另一个问题，那就是“以旧换新”不只是拉动耐用品消费，所有消费都受到了阶段性提振（石油除外），2025年5月在耐用品同比触顶之时，没有补贴拉动的其他消费也都达到阶段性的同比高点，如非耐用品（不含石油）9.3%、服务（餐饮）5.9%、半耐用品10.2%。但非耐用品和服务消费由于不可储存、使用寿命短，因而不存在需求透支，仅受到基数效应影响。

³ 2023.1-2026.5

图8: 服务（餐饮）和非耐用品（不含石油）消费增速近几年较为稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：同比，3MMA

往后看，没有额外冲击情况下，非耐用品（不含石油）和服务（餐饮）消费增速中枢大概率仍将维持在6%和3.8%左右（2026-2027年，2026年因基数效应可能有一定波动），成为社零的“稳定器”。

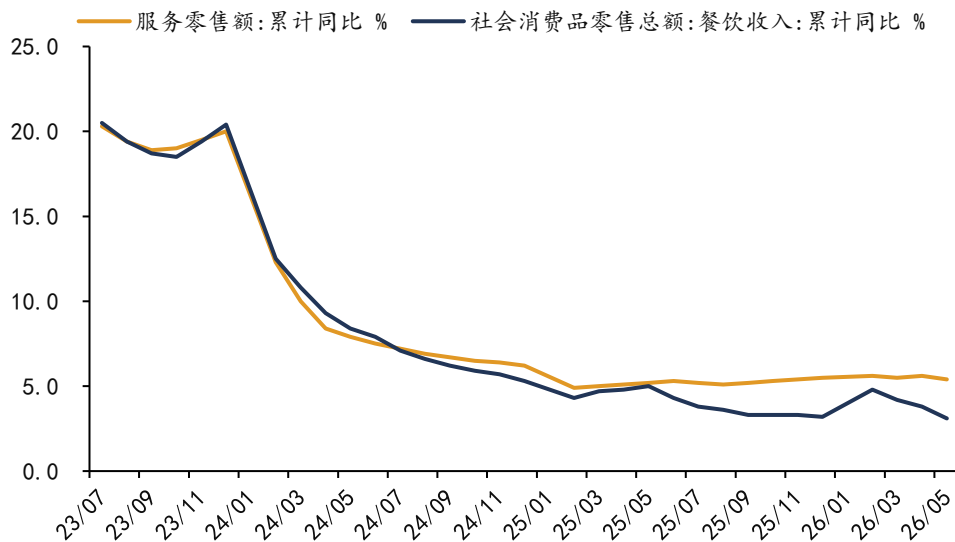
但要注意，餐饮只是狭义服务消费，从更广义的服务零售角度来看，服务消费增速更高。国家统计局服务零售额涵盖交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等消费性服务，餐饮仅是其中一个分项。2025年服务零售额同比增长5.5%，高于餐饮收入3.2%的增速；2026年1-5月两者分别增长5.4%和3.1%，增速差均为2.3个百分点。其原因在于，文体休闲、通讯信息、旅游咨询租赁和交通出行等非餐饮服务保持较快增长，其中2026年1-5月旅游咨询租赁和文体休闲服务零售额均实现两位数增长，反映居民消费继续向旅游、演出、体育和数字服务等体验型、信息型领域延伸。相比之下，餐饮属于渗透率较高的日常消费，更容易受到居民收入预期偏弱、客单价下行和行业价格竞争的约束。

另外，从国际经验来看，“去地产化增长”过程中，服务消费的增长离不开价格的支撑，表现为各国现价服务消费增长比不变价更快。对于我国而言，服务价格中枢在过去几年明显下行，2021-2026年月度同比均值是0.79%，作为对比2015-2019年同比均值是2.28%。

服务价格跟消费复苏是互相影响的，如果缺少外部强刺激，可能难以打破循环。一方面，消费需求偏弱会制约服务价格；另一方面，当前服务价格偏弱也会影响消费复苏，我们在此前2026年1月17日发布的报告《缺失的拼图：经济转型的价格力量》中有详细论述，逻辑链条是：服务消费相对价格下行→服务业发展速度放缓→劳动收入份额提

升受限→影响消费率提升。服务价格和消费需求互相强化，这就要求有针对服务消费的外部强刺激，一举打破负反馈循环。

图9：近两年服务零售增速高于餐饮



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：服务价格中枢下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 耐用品和石油是社零承压的主要来源

4.1. 石油：能源转型背景下，不能代表居民消费需求强弱

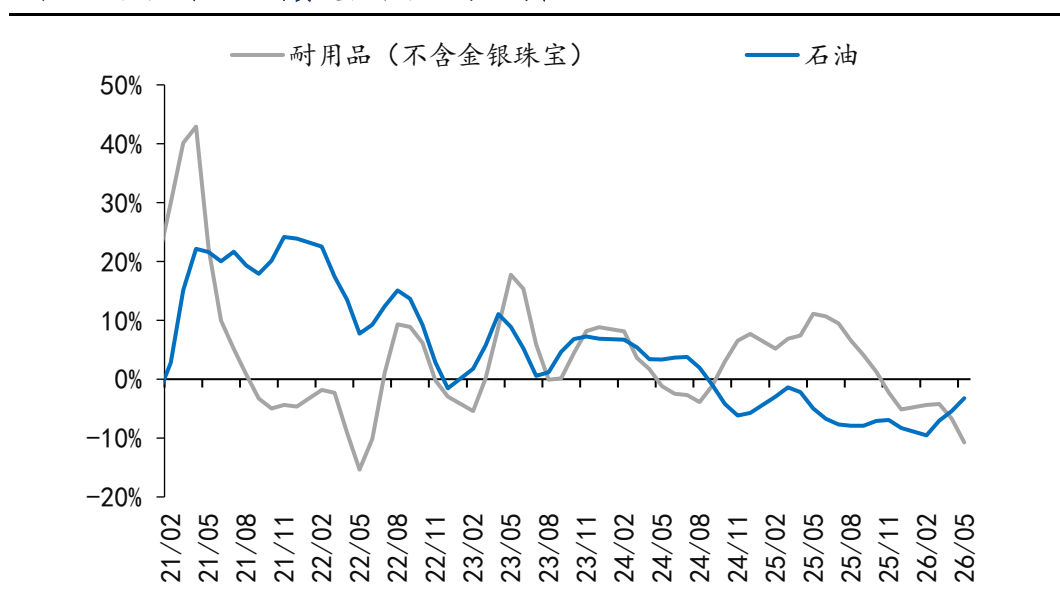
当前消费的压力主要来自于耐用品和石油。

石油消费从 2024 年以来持续负增长。2025 年限额以上石油零售为 2.25 万亿，占总社零 50.1 万亿的 4.5%，如果考虑到限额以下的部分，最终石油消费占比可能在 5%-6% 之间。

石油及制品类社零自 2024 年下半年起已进入负增长通道，且降势延续至今。限额以上单位石油及制品类零售额当月增速自 2024 年 8 月转负后持续下行，11 月降至 -7.1%；2025 年全年累计下降 5.7%，2026 年 1—5 月同比再降 5.8%。尽管 2024 全年名义微增 0.3%，但这仅是上半年正增长的滞后效应，实质上该分项已从 2024 年下半年开始确立趋势性收缩格局。

展望未来，“油转电”趋势下石油消费数量将长期承压，油价波动将主导名义零售额的短期表现。2026 年 5 月新能源汽车新车销量占汽车新车总销量比例已达 56.9%，远超存量 12% 的渗透率，新增流量的快速电动化将持续压低汽柴油零售量中枢。在中期内，石油消费数量大概率仍将下降，名义增速的正负将主要取决于国际油价走势。这也意味着，未来社零中石油消费的强弱并不能代表居民消费需求强弱，更多代表油价变化。

图 11：耐用品和石油消费是社零承压的主要来源



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：同比，3MMA

4.2. 耐用品消费：怎么看需求预支的影响幅度和持续时间？

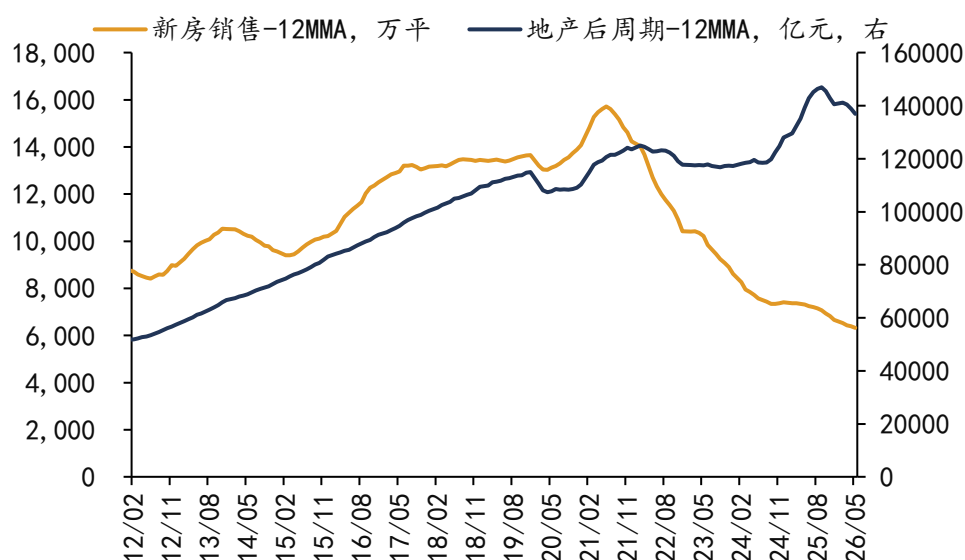
耐用品消费占社零比例接近五分之一。剔除金银珠宝后，2025 年家电、家具、汽车、建材、通讯器具等 5 类耐用品限额以上零售约 7.5 万亿（其中汽车就有 5 万亿），占社零比例约 15%，如果考虑限额以下消费，占比可能达到 18.8% 左右（假设限额以上占 80%）。

对于耐用品消费而言，当前影响最大的有 4 方面因素，分别是：房地产下行、汽车购置税和车船税、基数效应、补贴需求前置，其中基数效应对同比增速的影响在今年下半年后会开始明显减退，我们对其他因素逐个展开讨论。

(1) 房地产下行对地产后周期消费的直接影响没有想象中那么大。从 12 个月移动平均来看,新房销售的最大降幅接近 60%，但是地产后周期消费的最大降幅只有 6.6%，二者降幅差距接近 10 倍。如此大的差距，核心在于新房销售是当期成交的流量指标，而家电、家具和建筑装潢材料消费对应的是住房交付和存量使用需求，并不与当期新房销售一一对应。预售制下，2021 年年中以后销售快速下滑，首先压缩的是未来可交付住房规模，此前累积的期房仍在随后数年陆续竣工交付，将销售冲击分散到更长时期。同时，地产后周期消费还包含二手房装修、存量住房翻新以及家电家具的更新替换需求，真正由新增住房交付直接带动的只是其中一部分。因此，新房销售下降对后周期消费的传导既存在时滞，又受到存量需求的稀释，其降幅自然远小于销售端。

当然，这只是房地产下行对耐用品消费的直接影响，房地产对消费的总影响不止于此，还有通过财富效应、预期等渠道对其他消费的间接影响。

图12：地产后周期消费并未随着新房销售而大幅下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(2) 购车财税优惠正由普惠式支持转向有序退坡，参考历史来看，对政策落地的需求当年有一定影响，即 2026-2027 年。从购置环节看，新能源汽车车辆购置税已由 2025 年的免征转为 2026—2027 年的减半征收，单车减税上限由 3 万元降至 1.5 万元，直接抬升购车一次性支出，因而对价格敏感型需求的影响更为明显。从持有环节看，2027 年起插电式（含增程式）混合动力汽车恢复征收车船税，节能燃油车的车船税减半优惠也将

取消；纯电动和燃料电池乘用车因不属于车船税征税范围，并不受此影响。由于车船税按年征收，普通乘用车年税额通常仅数百元，远低于购置税优惠退坡带来的数千至上万元成本变化，其对汽车需求的短期直接冲击总体小于购置税退坡。政策含义主要在于，插混、增程车型相对于纯电车型的持有成本优势有所削弱。

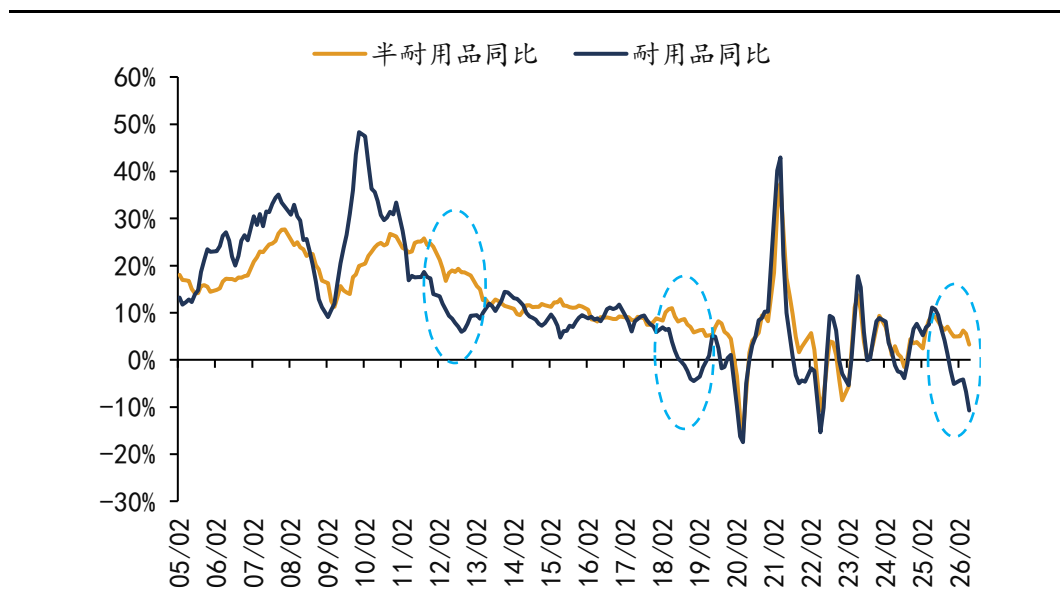
（3）对于耐用品消费节奏前移的尾部效应的持续时间和影响幅度，我们可以从两个角度来看这个问题。

第一个角度是看耐用品和半耐用品的增速分化，最终会如何收敛。耐用品和半耐用品的走势长期较为一致，但 2025 年下半年以来出现分化。从历史经验来看，这种分化会持续 2-2.5 年左右，最终耐用品会向上收敛，靠近半耐用品增速，对应收敛时间在 2027 年 9 月-2028 年 3 月。

历史上有三次耐用品跟非耐用品的分化，原因都是耐用品补贴拉高短期增速，之后出现消费节奏前移的尾部效应导致增速下降。第一次是 2012 年耐用品增速明显下降，主要是因为此前两年的“家电下乡”和“以旧换新”政策预支了需求，2009 年底，耐用品消费增速一度接近 50%，远高于其他品类。第二次是 2018-2019 年耐用品增速低于非耐用品，原因是 2015~2017 年的购置税优惠政策，提前释放了大量汽车消费需求，2016 年年底，耐用品消费增速达到 13.3%，是所有消费品类中增速最高的，2018 年政策退出后，增长相对乏力。第三次就是 2025 年下半年以来，2024 年 9 月到 2025 年 6 月，“以旧换新”政策提前预支了大量耐用消费品需求，致使 2025 年下半年以来需求减少。

但从图 13 中也可以看到，每一次耐用品消费增速偏离半耐用品之后，都是依靠耐用品追上半耐用品，实现二者增速收敛。二者偏离的持续时间基本在 2-2.5 年左右。如 2011 年 4 月-2013 年 9 月，偏离长达 29 个月；而 2017 年 10 月-2019 年 12 月的偏离也持续了 26 个月。

图13：耐用品和半耐用品的增速分化



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：同比，3MMA

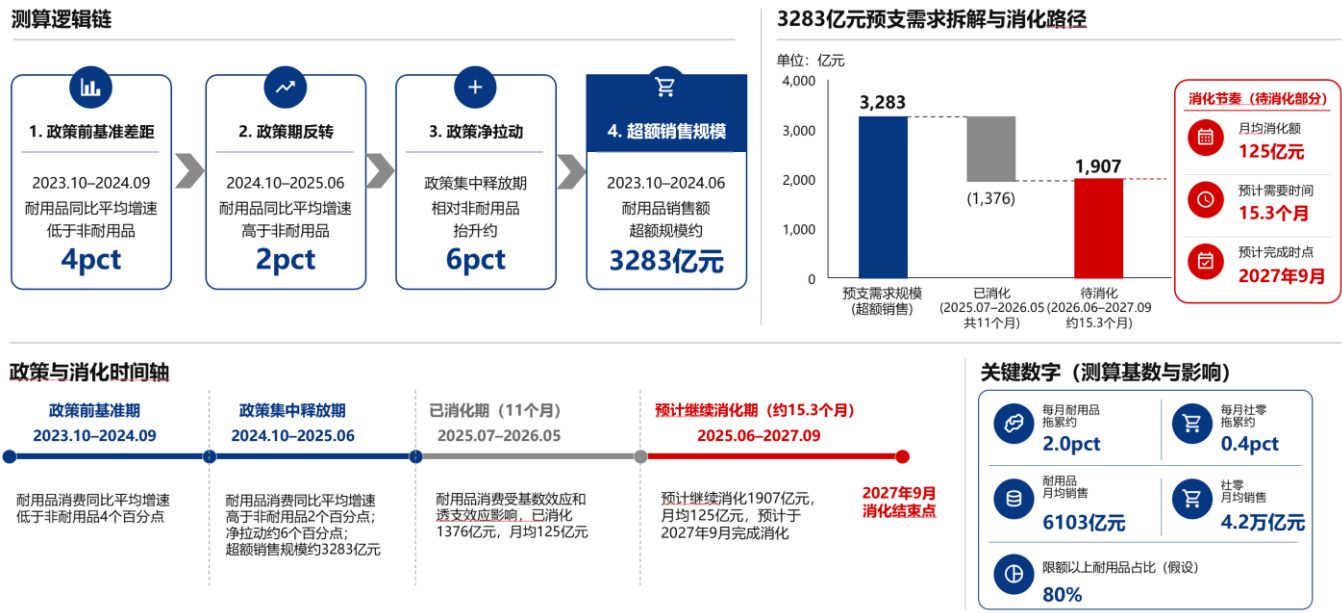
第二个角度是测算补贴政策带来的需求预支有多少，需要多长时间消化预支需求。

补贴政策带来的预支需求约为 3283 亿元。补贴之前 12 个月（2023.10-2024.9），耐用品消费同比平均要比非耐用品低 4 个百分点。补贴启动后，2024 年 10 月-2025 年 6 月是政策集中释放期，耐用品消费同比平均比非耐用品反而高了 2 个百分点。因此，政策启动后耐用品消费同比增速平均提高了 6 个百分点。我们用 2023 年 10 月-2024 年 6 月的耐用品销售额乘以 6%，并进行加总，得到超额销售规模，约 3283 亿元。

我们预计需求预支对社零的影响将持续至 2027 年 9 月，影响每月耐用品消费增速约 2 个点，影响每月社零增速约 0.4 个点。2025 年 7 月后，耐用品消费受到基数效应和预支效应两方面因素影响，我们需要剔除基数效应。补贴之前 12 个月（2023.10-2024.9），耐用品消费的两年平均增速要比非耐用品低 3.3 个百分点。而 2025 年 7 月后，剔除基数后的两年平均增速的额外走弱就来自于消化预支需求。以 2026 年 5 月为例，耐用品两年平均增速为 -1.2%，非耐用品为 6.2%，差距为 -7.4 个点，但政策补贴前差距为 -3.3 个点，因此 5 月的额外走弱为 4.1 个点。近似的，我们可以用 2025 年 5 月耐用品销售额乘以 4.1%，作为 5 月消化预支需求的规模，然后把 2025.7-2026.5 都用这种方式处理并加总，得到过去 11 个月消化预支需求的总规模为 1376 亿元，月均 125 亿元。剩下 1907 亿元预支需求待消化，按照 125 亿元/月的速度，还需要 15.3 个月，持续到 2027 年 9 月左右。进一步，按照过去 12 个月耐用品月均 6103 亿元的销售额，可以算出每个月影响约 2 个点的耐用品增速。按照过去 12 个月 4.2 万亿的社零月均销售额，并假设限额以上耐用品占比 80%，可以算出每个月影响约 0.4 个点的社零增速。

总的来看，房地产周期对耐用品的影响正在减弱，2026-2027 年仍受到汽车税收变化、“以旧换新”补贴预支需求等影响，预计 2027 年四季度后耐用品消费才会明显回升，届时整体消费增速也有望迎来更大幅度改善。

图14：消化预支需求可能会持续到 2027 年 9 月



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

- (1) 国际经验对中国本轮周期的适用性存在风险。样本中的住房制度、居民杠杆、服务业占比和政策反应并不完全相同，可能导致中国当前房地产周期中的消费表现未必完全与国际平均水平趋势一致。
- (2) 出口、就业和油价等消费外变量可能改变社零修复路径。若出口走弱并传导至制造业就业和居民收入，耐用品与服务需求可能同步承压；若国际油价大幅上涨，石油名义零售额又可能抬高社零总量，使总量改善与真实消费需求发生背离，削弱社零增速对消费修复的指示意义。
- (3) 宏观政策力度和节奏变化风险。若服务消费支持、以旧换新接续、收入端补贴或房地产稳定政策超预期，服务价格与耐用品需求可能更早修复；若政策规模不及预期、落地偏慢，或汽车税收优惠退坡影响大于估计，对消费的判断可能需要更加谨慎。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>