宏观深度报告 20261102

反常识和消费不等式：谁决定消费增速？

2026 年 11 月 02 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

《中选临近，大类资产如何交易？——海外周报 20261102》

2026-11-02

《“抢出口”或对四季度出口形成支撑》

2026-11-01

■ **核心观点：一个反常识的观点是，近年中国消费偏弱可能并非居民“更谨慎”所致，无论微观口径还是宏观口径，居民消费倾向均未明显恶化。**宏观消费倾向 2024 年 64.8%，与 2019 年持平，微观口径 2025 年 68%，虽低于 2019 年，但仍高于 2005-2019 年趋势外推值 65.6%。影响消费增速的是收入增速而非消费意愿。**消费增速≈经济增速+k，其中 k=居民收入比重变化+消费倾向变化。2010 年以来大多 k≥0，因此多数年份，消费不等式都成立：消费增速≥经济增速。**今年社零偏低（前 9 月同比 1.1%）系 PPI 回升压低 k、“以旧换新”透支需求与社零低估服务消费三重因素所致。**随着明年“服务 CPI-PPI”见底回升、下半年耐用品透支消退，加上消费通常在地产之前复苏，明年消费将显著强于今年。**

■ 一、消费是否更谨慎？

■ **（1）横向比较看，中国消费率偏低主要由于消费倾向偏低，而非居民收入比重偏低。**2024 年中国居民消费率 40%，低于 38 国平均 53.7%达 13.7 个点；按“居民消费率=消费倾向×居民收入比重”拆解，我国消费倾向 64.8%、较 38 国平均 90.6%低近 26 个点，而居民可支配收入占 GDP 比重 61.7%略高于 38 国平均 59.3%。这表明我国消费率偏低主因在消费倾向，该差距亦是增长模式与文化长期沉淀的结果。

■ **（2）纵向比较来看，两个口径的消费倾向都没有明显恶化。**宏观消费倾向，最新 2024 年 64.8%，与 2019 年持平；微观消费倾向，2025 年 68%，虽低于 2019 年，但仍高于 2005-2019 年趋势外推值 65.6%，表明微观消费倾向高于趋势水平，并非恶化而是好转。

■ 二、为何消费倾向没有下降？

■ **日本 1990-2003 年、中国 2010-2019 年两个案例表明，消费增速下行与消费倾向上行可以同时存在，消费倾向由老龄化、收入差距缩小、社保完善等结构性因素支撑。**日本名义消费增速从 1990 年 7.9%降至 1998 年-1.0%，消费倾向却从 1991 年 80.5%升至 2003 年 89.5%。中国 2010-2019 年社零同比从 18%降至 8%，宏观口径消费倾向反从 60.9%升至 64.8%。背后共同因素是人口老龄化带来的抚养比上升，对于中国 2010-2019 年，还能看到基尼系数从 0.491 降至 0.462、养老金覆盖率从 55.9%升至 68.9%，即收入差距缩小、社保和公共服务完善。2019 年后，上述因素放缓而未逆转，消费倾向虽不再上升，但也没有下降。

■ 三、消费不等式：“消费增速≥经济增速”大多成立

■ **（1）消费不等式的推导。**由消费=可支配收入×消费倾向，可以推出：消费增速≈经济增速+k，其中 k=居民收入比重变化+消费倾向变化≈居民消费率变动。2010 年后改革推高居民收入比重与消费倾向，k≥0 在多数年份成立，对应：“消费增速≥经济增速”大多成立。要注意的是，这里指的是整体居民消费，而非社零，社零不含餐饮外的服务消费。

■ **（2）“服务 CPI-PPI”可以跟踪 k 的变化。**当 PPI 相对于服务价格上行时，居民消费率趋于下降，即消费增速≤经济增速；当 PPI 相对于服务价格下行时，居民消费率趋于回升，消费增速≥经济增速。

■ **（3）为何今年消费增速偏低？今年社零增速明显偏低并不否定消费不等式，而是 k 短期转负、“以旧换新”透支需求与社零统计缺陷三重因素所致。**今年上半年名义经济增速 5.4%左右，同期社零仅增 1.3%（前 8 个月 1.1%）。一是 PPI 回升使“服务 CPI-PPI”回落，压低 k，消费增速低于经济增速。二是“以旧换新”带来的基数效应和透支效应。三是社零对消费的代表性不足，如 2019-2025 年社零年均增 3.5%，GDP 中居民消费支出年均增 6%；今年 1-9 月社零增 1.1%，含服务的零售总额增 2.5%，其中服务零售增 4.9%、快于商品 3.9 个百分点，仅看社零会系统性低估消费。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **（4）怎么看未来消费增速？我们认为 2026Q4-2027H1 社零读数回升、2027H2 动能回升，2027 年社零和整体消费同比都将显著高于 2026 年。**一是“服务 CPI-PPI”将由下行转入上升周期，涨价对消费的影响会有所减弱。二是参考历史来看，耐用品透支或于 2027 年下半年结束，届时耐用品作为消费的主要短板，其增速回升将带动整体消费进一步改善。三是消费领先于地产，国际经验来看，房地产下行周期消费拐点领先于房价拐点，随着房地产市场离拐点越来越近，消费回升会来得更早一些。
- **风险提示：**（1）耐用品透支的消化期可能长于历史经验。（2）地产筑底时点及国际经验的适用性存在不确定性。（3）收入分配与社保改革节奏放缓，可能使 k 转负、消费不等式失效。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 消费是否更谨慎？ 5
1.1. 跨国比较：消费倾向低，是一种增长模式 5
1.2. 纵向比较看边际变化：消费倾向没有降低 6
2. 为何消费倾向没有下降 9
2.1. 中国 2010-2019 年 9
2.2. 日本 1990-2003 年 11
2.3. 两个案例的启示 14
3. 消费不等式："消费增速≥经济增速"大多成立 15
3.1. 消费不等式的推导 15
3.2. 为何今年消费增速偏低？ 17
3.3. 怎么看未来消费增速？ 18
4. 风险提示 20

图表目录

图 1: 2024 年中国和 38 个国家的居民消费率的比较.....6
图 2: 2024 年中国和 38 个国家消费倾向的比较.....6
图 3: 2024 年中国和 38 个国家居民收入比重的比较.....6
图 4: 微观和宏观消费的口径比较.....7
图 5: 2024 年微观和宏观口径收入、消费数据的比较.....8
图 6: 宏观口径的消费倾向变化.....9
图 7: 微观口径的消费倾向变化.....9
图 8: 2010-2019 年消费增速下降、消费倾向上升.....10
图 9: 2010-2020 年我国总抚养比提高.....10
图 10: 分年龄段的消费倾向.....11
图 11: 收入差距的缩小.....11
图 12: 社保和公共服务的完善.....11
图 13: 日本消费倾向和消费增速.....12
图 14: 日本消费者信心指数.....12
图 15: 日本分年龄段的消费倾向.....13
图 16: 日本人口抚养比.....13
图 17: 日本家庭金融资产占 GDP 比例.....13
图 18: 老龄化和金融资产积累对日本储蓄率的影响.....14
图 19: 2010 年后居民收入比重和消费倾向未明显下降.....15
图 20: 2010 年后消费率大多年份上行.....15
图 21: “服务 CPI-PPI”跟居民消费率变动趋势一致.....16
图 22: “服务 CPI-PPI”提高消费率的经济传导逻辑.....17
图 23: “GDP 居民消费支出同比-社零同比”可衡量社零能否充分代表消费.....18
图 24: 耐用品和半耐用品增速的分化和收敛.....19
图 25: 大多数地产下行周期，消费领先于房价复苏.....19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场对消费增速有诸多疑虑。今年以来，社零同比一度出现负增长，5 月-0.6%，近几个月虽然有所回升，但也大多在 1%上下波动，整体仍处于近年低位。消费增速已成为当前宏观运行中最受关注的变量之一。在这种背景下，未来消费增速能否回升、如果能回升又可以达到什么水平，成为判断后续经济走势的关键。

1. 消费是否更谨慎？

一个流行观点是，中国居民消费更加谨慎，即消费倾向下降，是影响中国消费增长的重要因素，但我们发现这个判断可能是有问题的。无论哪个口径的消费倾向，相比 2019 年，都没有明显下降趋势。而所谓的超额存款，更多也是来自于房地产市场而非消费市场。当然，消费者信心指数有所下降，这代表主观意愿上可能谨慎，但就客观支出行为而言，并没有更加谨慎。这可能意味着，消费者想的跟做的未必一致。

我们可以从横向和纵向两个维度来看消费倾向。

1.1. 跨国比较：消费倾向低，是一种增长模式

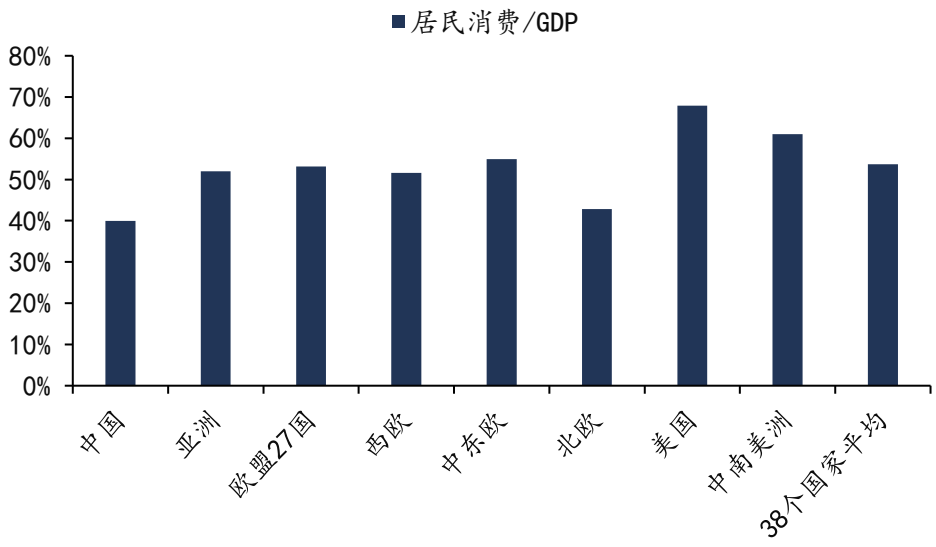
此前我们在《基于 38 个国家的比较：为何我国消费率偏低》中利用 2022 年数据拆解了中国消费率跟各国的比较。

我们将数据更新至 2024 年，结论仍然不变，即**中国消费率偏低，主要原因是消费倾向偏低，而非居民收入比重偏低。**2024 年中国居民消费率为 40%，比 38 个国家的平均水平（53.7%）要低 13.7 个点。按照：居民消费率=消费倾向*居民收入比重，拆解发现中国消费率低主要是消费倾向偏低。2024 年，我国居民消费倾向为 64.8%，而 38 个国家平均为 90.6%。同年，我国居民部门可支配收入占 GDP 比重为 61.7%，略高于 38 个国家平均水平（59.3%）。

国际比较所揭示的消费倾向偏低，是不同增长模式的反映，不能体现边际变化。我国居民消费倾向与国际水平近 26 个点的差距，是既有增长模式、文化等因素长期沉淀的结果，说明我们一向消费谨慎。纵向看，消费率和消费倾向的边际变化才反映趋势，在消费率偏低的基础上，过去几年居民消费是否更加谨慎，需要从时间序列的纵向比较中观察。

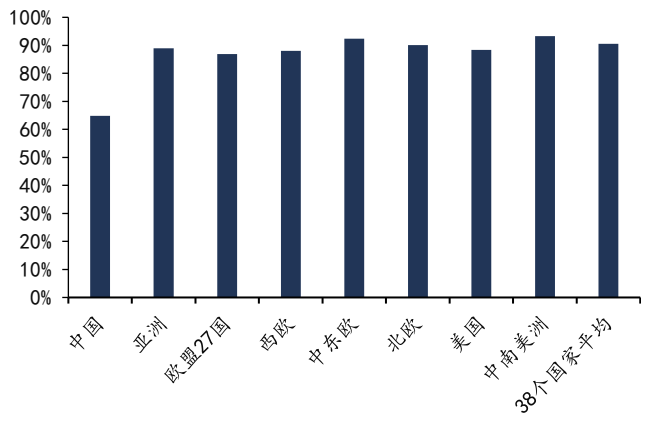
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：2024 年中国和 38 个国家的居民消费率的比较



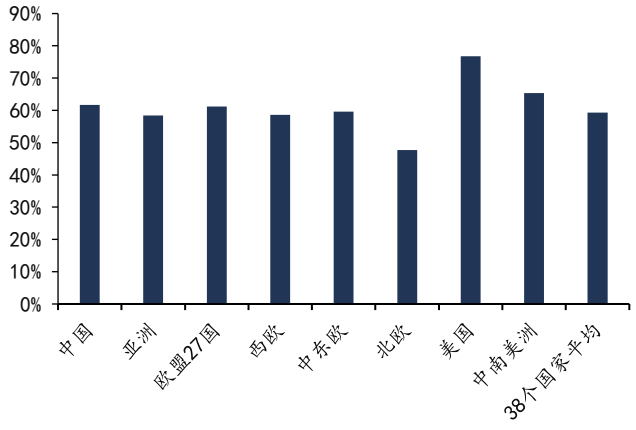
数据来源：OECD，东吴证券研究所

图2：2024 年中国和 38 个国家消费倾向的比较



数据来源：OECD，东吴证券研究所

图3：2024 年中国和 38 个国家居民收入比重的比较



数据来源：OECD，东吴证券研究所

1.2. 纵向比较看边际变化：消费倾向没有降低

纵向来看，我们将最新消费倾向跟 2019 年（外部冲击之前）比较，发现无论是哪个口径的消费倾向，都没有明显下降。

消费倾向有两个口径，一个来自于居民收支调查，我们称之为微观口径；另一个来自于资金流量表，我们称之为宏观口径。两个口径主要有三方面差异：

第一，分子消费端的覆盖不同。宏观口径对消费的核算更完整，比如计入医保报销、保险赔付的医疗费用，以及金融中介和保险服务；住户调查对这些支出的覆盖相对不足。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

二者的差异如图 4。

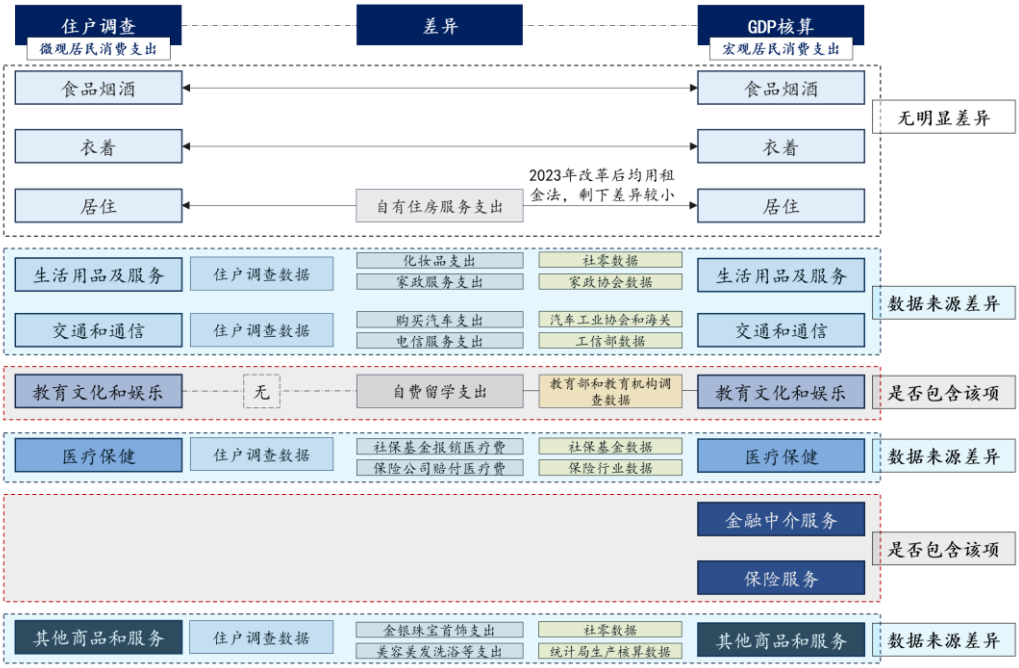
第二，分母收入端的总额与净额口径不同。资金流量表公布的可支配总收入包含固定资产折旧，而住户调查计算经营净收入时会扣除生产性固定资产折旧，因此两者的收入分母并不完全可比。

第三，统计方法不同。宏观核算综合调查、行业和行政资料，按权责发生制记录当期应得收入；住户调查主要依靠家庭记账，工资、利息按实际收到的时间记录，也更容易受到样本代表性和漏报的影响。

用微观住户调查口径来看，2024 年中国居民总收入、总消费分别为 58.2 万亿、39.8 万亿，对应消费倾向是 68.3%。

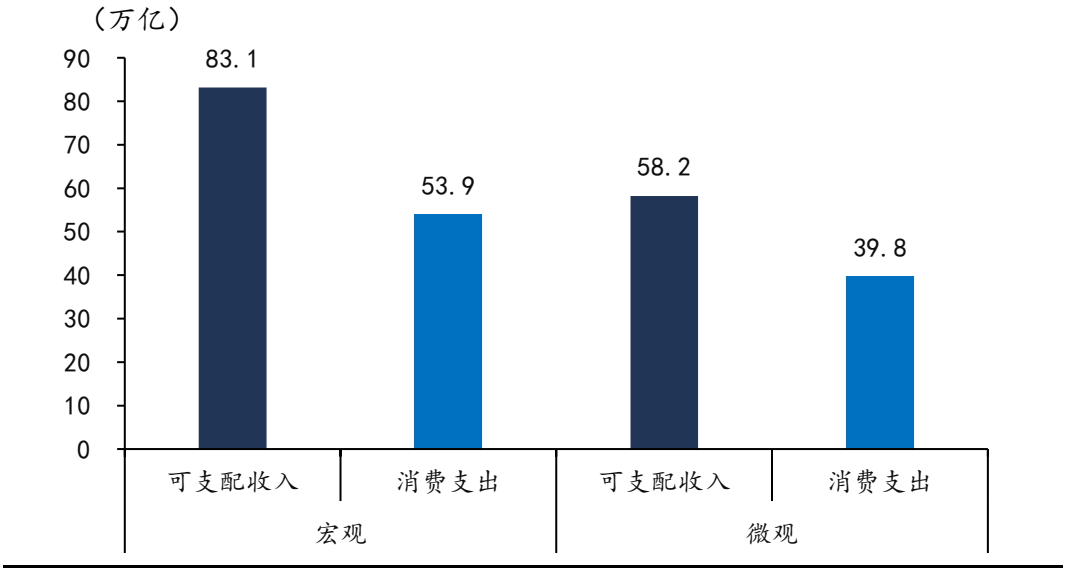
从宏观资金流量表口径来看，2024 年居民部门收入为 83.1 万亿，比微观口径高 24.9 万亿，消费 53.9 万亿，比微观口径高 14.1 万亿，对应消费倾向是 64.8%。这里收入和消费均不包含实物转移。

图4：微观和宏观消费的口径比较



数据来源：许宪春《中国国内生产总值使用核算研究》，东吴证券研究所

图5：2024 年微观和宏观口径收入、消费数据的比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从趋势来看，两个口径的消费倾向都没有明显下降。宏观消费倾向，2024 与 2019 年持平，微观消费倾向，2025 年虽然低于 2019 年，但高于 2005-2019 年趋势水平。

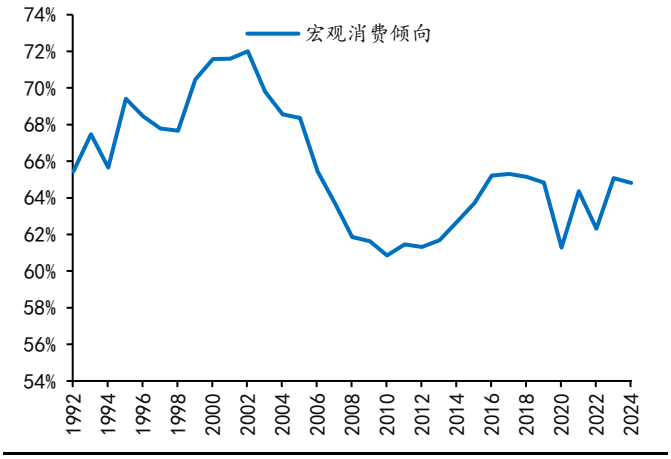
宏观口径的消费倾向，目前最新是 2024 年数据，2024 年为 64.8%，与 2019 年持平。从趋势来看，在 2020 和 2022 年两次大波动后，2020-2024 年整体与 2017-2019 年基本持平。

微观口径的消费倾向，2025 年为 68%，相比 2019 年下降了 2.2 个点，但是微观消费倾向在 2020 年之前就处于持续下降趋势，如果按照 2005-2019 年趋势外推，2025 年应该为 65.6%左右，而当前 68%是高于趋势水平的。这表明，虽然微观消费倾向较 2019 年下降了 2.2 个百分点，但这一下降更多是长期趋势的延续，而非居民消费意愿的边际恶化，2025 年的 68% 实际上仍高于趋势水平（65.6%），说明居民的消费意愿相对于其长期变动路径并未走弱。

另一方面，值得注意的是，2010 年后宏观口径的消费倾向整体呈上升趋势，而微观口径的消费倾向整体呈下降趋势，二者完全相反。从前面图 4 的对比可以看出，宏观口径所包含的信息更加全面，微观口径则有所缺失。因此，我们认为，微观口径所呈现的消费倾向下降趋势并不准确。

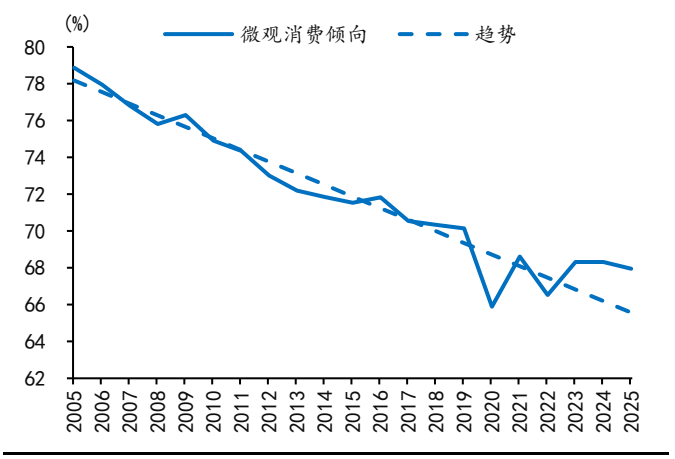
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：宏观口径的消费倾向变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：微观口径的消费倾向变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：我们并不认同微观消费倾向所反映的下降趋势，我们认为图 6 宏观口径的趋势更准确，详情正文已论述。

2. 为何消费倾向没有下降

市场普遍认为，近几年居民消费趋于谨慎，是影响消费增速的主要原因。为何从统计数据来看，消费倾向并没有下降呢？两个案例可以解释这一变化。

2.1. 中国 2010-2019 年

第一个案例是 2010-2019 年的中国，消费增速下降，但消费倾向上升。2010-2019 年，社零同比从 18%左右降至 8%，GDP 中的消费同比从 15.6%降至 8.9%，但宏观口径的消费倾向反而从 60.9%升至 64.8%。

回头看，2010-2019 年我国消费倾向的上升，受到三方面因素带动。一是人口老龄化带来的抚养比提升。我国总抚养比的最低点是 2010 年的 34.2%，此后十年逐步上升，2020 年达到 46%。按照生命周期理论，劳动年龄人口是净储蓄者，退休后消耗储蓄，因而老年人的储蓄率更低、消费倾向更高，如图 10，我们利用 CFPS 数据计算了中国各年龄段消费倾向，跨过三个退休年龄后（50 岁、55 岁、60 岁），消费倾向明显提升。因此，人口老龄化带来的抚养比上升，推动了我国 2010-2019 年消费倾向的提高。

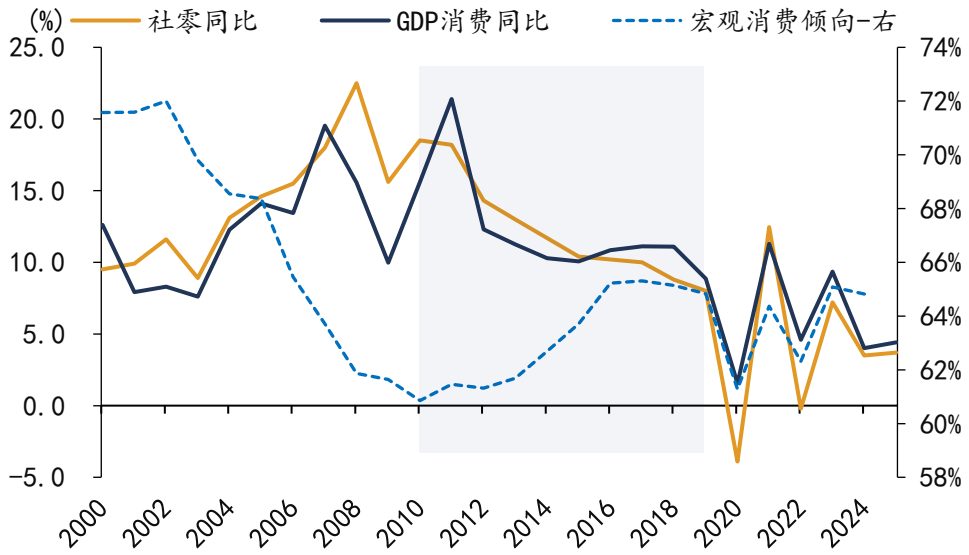
二是收入差距缩小。2010-2019 年中，消费倾向提高最快的是 2010-2015 年，这也大致对应我国基尼系数大幅下行的时间，2008 年我国基尼系数达到最高点 0.491，此后逐步下降，2015 年降至 0.462。

三是社保和公共服务的完善。养老金、医保和公共服务的完善，有助于降低消费的后顾之忧，从而提高消费倾向。以城镇职工养老金覆盖率来衡量，该指标在 2010-2019

请务必阅读正文之后的免责声明部分

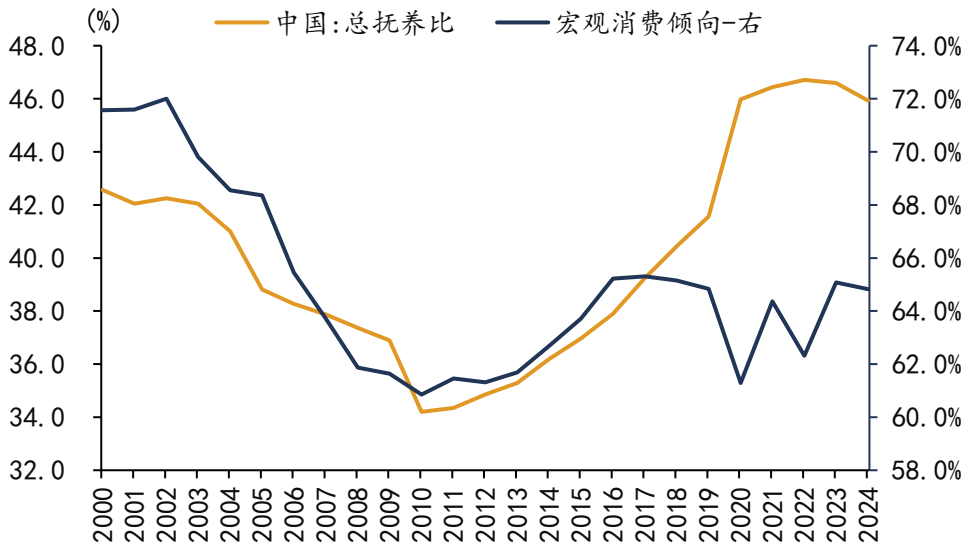
年从 55.9%上升至 68.9%。2025 年 IMF 的一篇文章显示[1]，2014-2016 年新型城镇化试点改革，推动了相关家庭储蓄率下降约 3.7 个点，消费倾向是储蓄的反面，表明类似改革提高了消费倾向。

图8：2010-2019 年消费增速下降、消费倾向上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2010-2020 年我国总抚养比提高

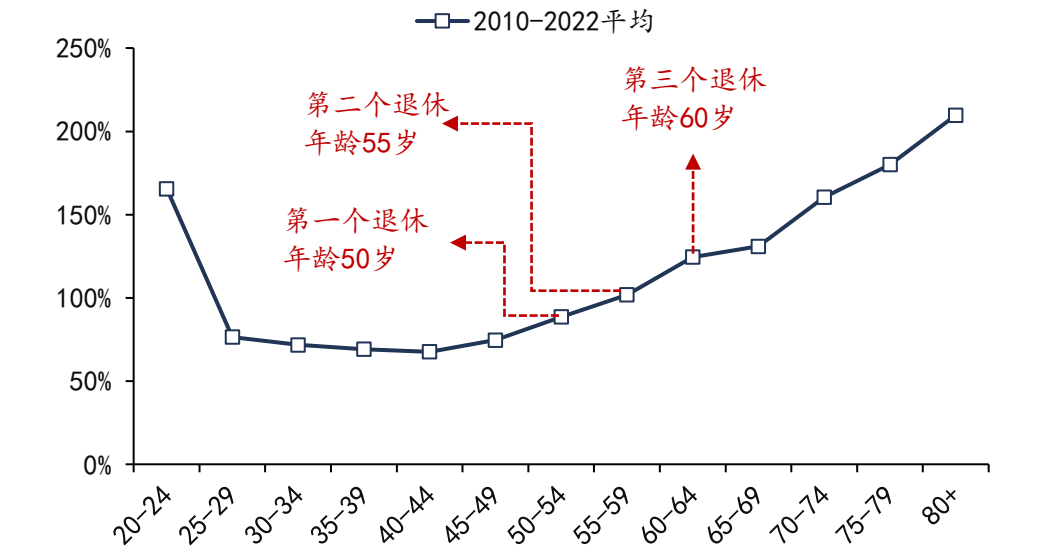


数据来源：Wind，东吴证券研究所

[1] Reforms to Reduce China's High Household Savings

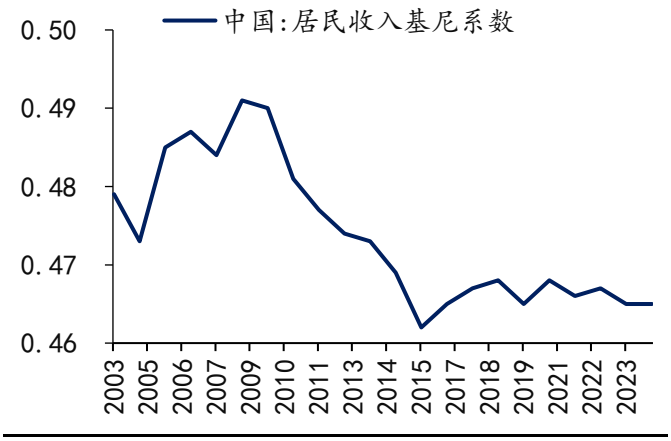
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图10：分年龄段的消费倾向



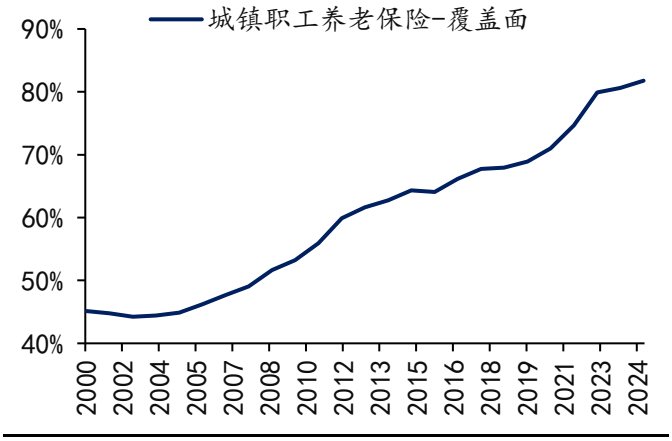
数据来源：CFPS，东吴证券研究所；注：消费倾向=消费支出/可支配收入

图11：收入差距的缩小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：社保和公共服务的完善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 日本 1990-2003 年

第二个案例是 1990 年代-2000 年代的日本，当时日本消费信心和消费增速下降，但消费倾向上升。

从居民部门的名义消费增速来看，日本 1990 年为 7.9%，随后持续下行，1998 年降至-1.0%，随后五年维持在 0 附近，直到 2004 年才重回 1%左右。

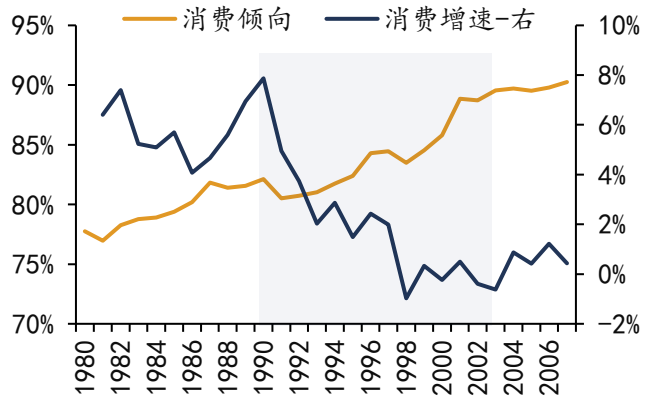
与此同时，日本的消费者信心指数也在不断下行。从 12 个月移动平均来看，1990 年末达到 49.5 的高点，1998 年末降至 40 左右，2003 年末降至 37.1 的低点，2004 年开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

始回升。

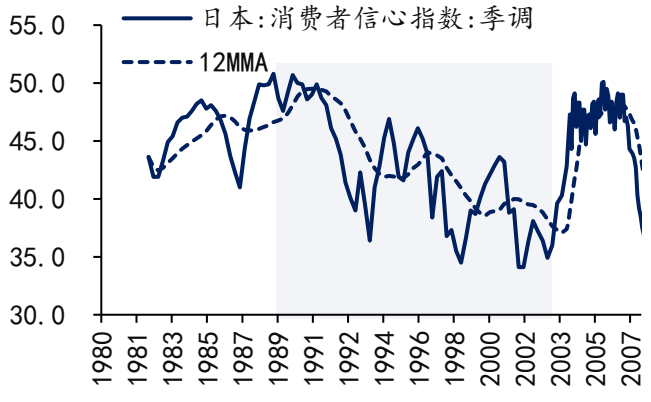
但是，日本居民部门消费倾向的变化完全相反，不降反升。1991 年消费倾向仅为 80.5%，2003 年升至 89.5%。

图13：日本消费倾向和消费增速



数据来源：日本内阁府，东吴证券研究所

图14：日本消费者信心指数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

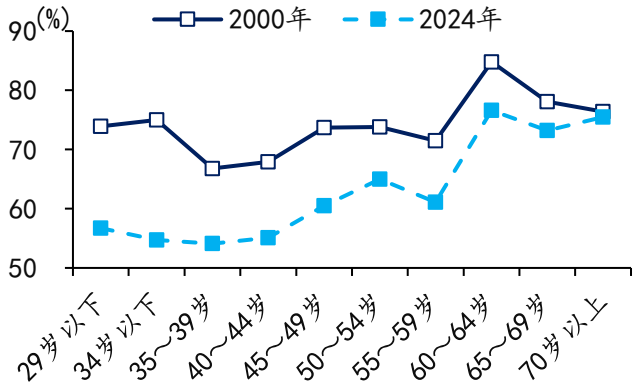
日本居民消费行为更加谨慎，为何消费倾向反而上升？

背后有两方面因素，一是人口老龄化推高消费倾向。如图 15，日本老年人口同样有较高的消费倾向，老龄化率提高有助于提高全社会的消费倾向。按照 2006 年日本内阁府经济和财政报告的计算，1980-2004 年抚养比每上升 1 个百分点，储蓄率降约 1.1 个百分点（消费倾向=1-储蓄率）。

二是金融资产积累有助于抬高消费倾向。日本家庭金融资产占 GDP 比例从 1991 年的 222%升至 2006 年的 308%。金融资产起到了平滑消费的作用，即使收入增速下降，家庭仍可以消耗金融资产维持必要消费，使得消费增速超过收入增速，这带来了消费倾向的抬升（对应储蓄率流量指标的下降）。按照 2006 年日本内阁府经济和财政报告的计算，1980-2004 年家庭金融资产余额占 GDP 比例每上升 1 个百分点，储蓄率降约 0.1 个百分点（消费倾向=1-储蓄率）。

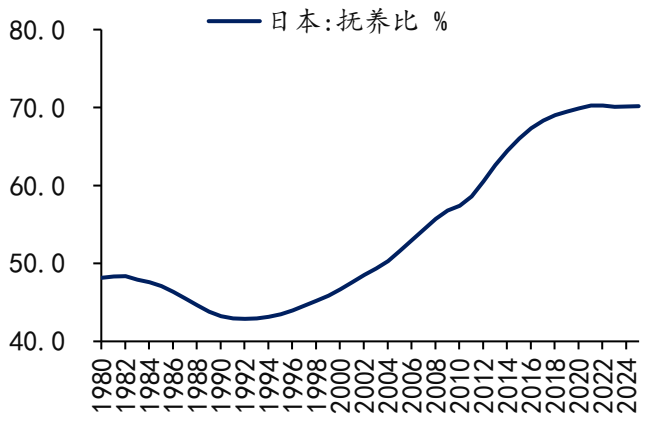
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图15：日本分年龄段的消费倾向



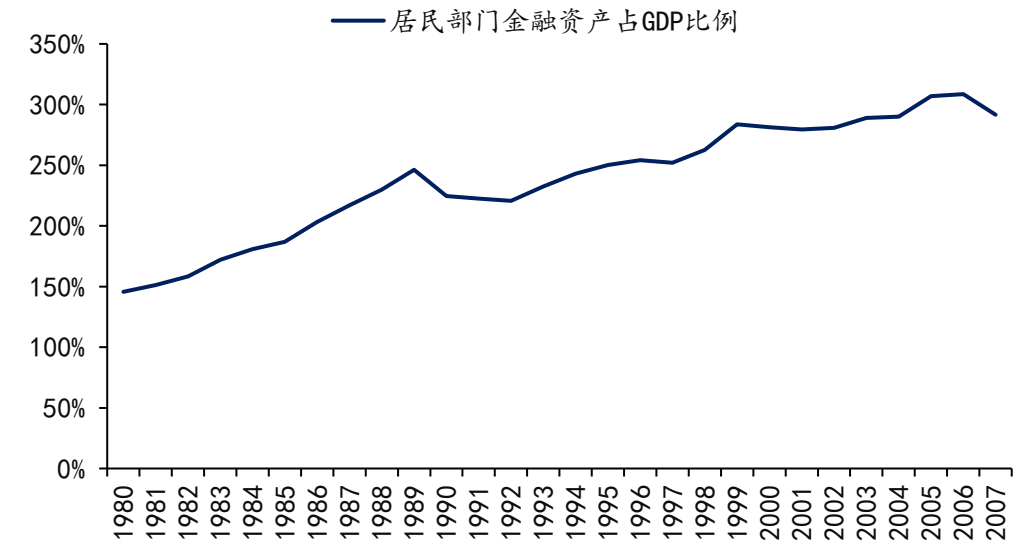
数据来源：日本 FIES 调查，东吴证券研究所；注：消费倾向=消费支出/可支配收入

图16：日本人口抚养比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

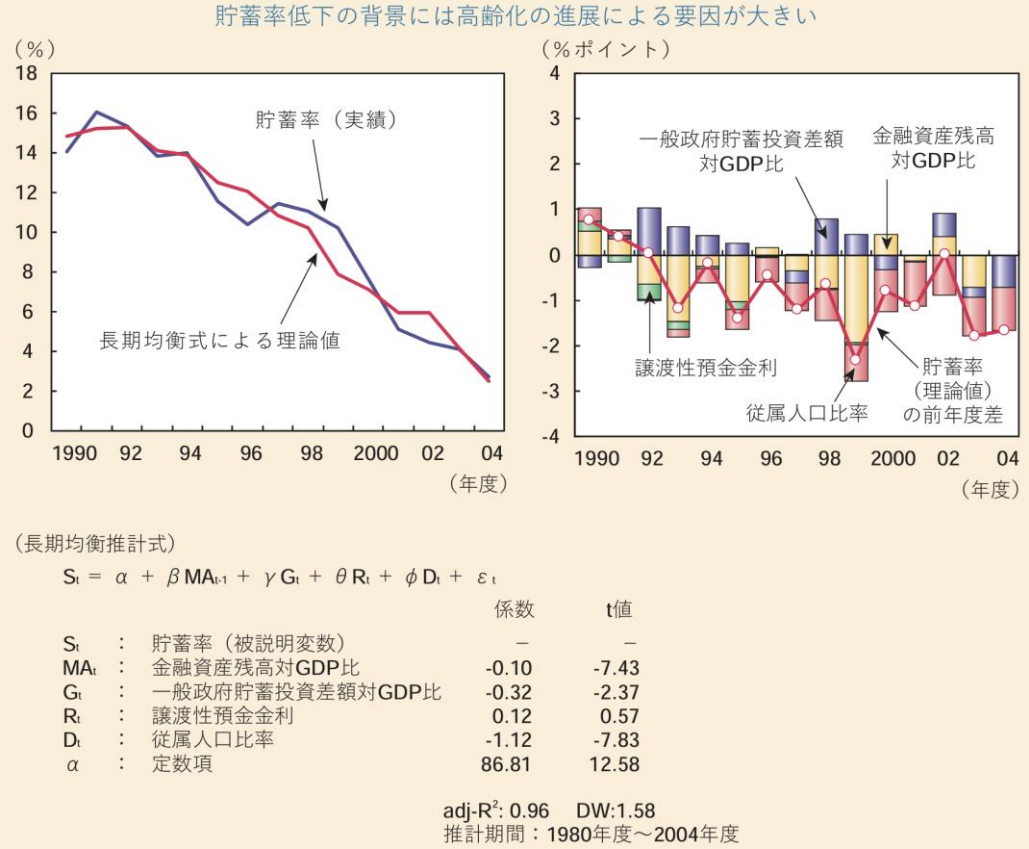
图17：日本家庭金融资产占 GDP 比例



数据来源：日本内阁府，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图18：老龄化和金融资产积累对日本储蓄率的影响



数据来源：2006 年日本内阁府经济和财政报告，东吴证券研究所

2.3. 两个案例的启示

为什么 2019 年后我国消费增速下降，但消费倾向没有明显下降呢？结合两个案例来看，人口和经济改革等结构性因素对消费倾向起到了支撑作用。

从日本的案例来看，消费增速下行可能来自房地产市场下行等周期性原因，但这些因素通常对消费倾向影响不大，影响消费倾向的主要是老龄化等结构性因素，因此消费增速下行跟消费倾向上升可以并存。

从我国 2010-2019 年的案例来看，推动消费倾向上升的三个因素在 2019 年后并没有逆转，只是有所放缓。此前的抚养比、基尼系数、社保完善三个因素共同推动了消费倾向上升，但 2019 年后，抚养比和基尼系数两个指标放缓，社保仍在改善，对消费倾向的推升力度有所减弱，因此宏观消费倾向从上升变为走平。

当然，对这两个案例而言，更重要的启示是，消费增速的趋势由收入增速（或经济增速）决定，消费倾向只影响消费波动的幅度，不改变趋势。对此，我们可以从消费倾向延伸出消费不等式：消费增速≈经济增速+k，当 k≥0 时，消费增速≥经济增速。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 消费不等式：“消费增速≥经济增速”大多成立

3.1. 消费不等式的推导

由于，消费=居民可支配收入*消费倾向，居民可支配收入=GDP*居民收入比重

据此可以得到：

消费增速≈居民可支配收入增速+消费倾向增速

≈GDP 增速+居民收入比重增速+消费倾向增速

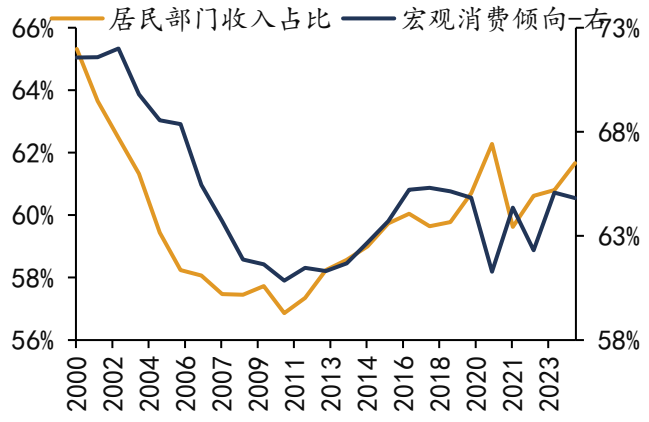
从上面公式可以发现，消费增速≈经济增速+k，其中 k 取决于分配和消费倾向。2010 年后，中国经济的一系列改革，客观上有助于提高居民收入比重和消费倾向，因此过去十几年来大多数时候 k≥0。如图 19，2010 年后，居民收入比重和消费倾向整体是上升或持平的，少有下降。因此，消费增速大多时候都高于经济增速，包括 2023-2025 年。

又因为，居民消费率=居民消费/GDP，当消费增速高于经济增速时，消费率趋于上升。2010 年后，我国居民消费率少有下降，虽然经历了 2020 和 2022 两次波动，但 2023 年（39.57%）开始就已经超过了 2019 年（39.35%）。

换言之，k≥0 是过去十多年来的长期趋势，其背后所蕴含的结构转型，只要不发生逆转，那么我们可以得到一个消费不等式：

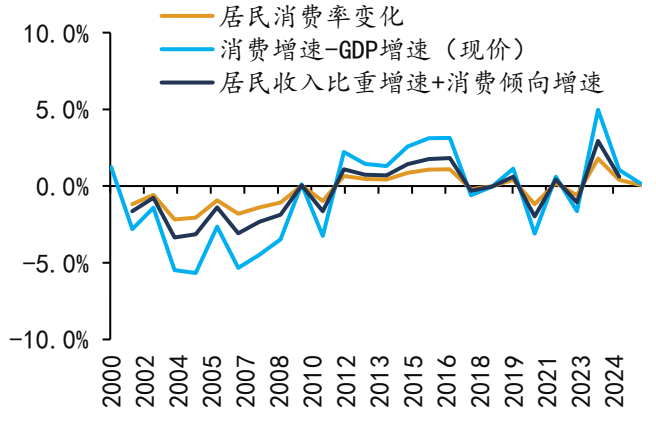
消费增速≥经济增速

图19：2010 年后居民收入比重和消费倾向未明显下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：2010 年后消费率大多年份上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

更进一步，我们发现可以用“服务 CPI-PPI”对消费不等式进行更高频的跟踪。消费不等式中，k=居民收入比重变动+消费倾向变动≈居民消费率变动，这三个都是年度指标，相对低频和滞后。如果需要一个月度指标来实现更高频的跟踪，我们认为可以用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

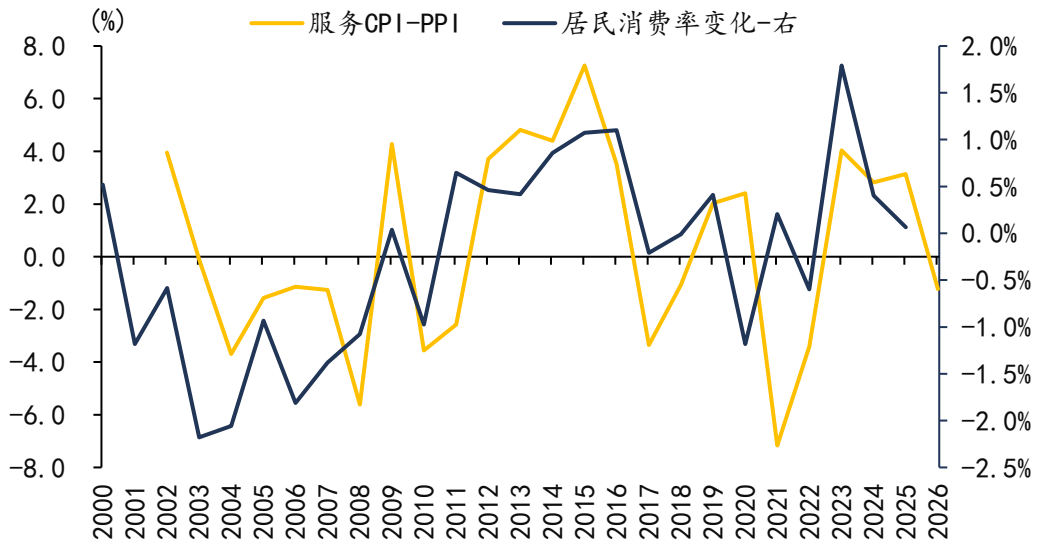
“服务 CPI-PPI”，即服务价格和工业价格之差。从历史经验来看，服务 CPI 和 PPI 的差，跟居民消费率变动趋势基本是一致的，而居民消费率变化也就是消费增速和名义经济增速的差。比如典型的 PPI 回升周期，2016-2017 年，PPI 同比从-1.3%升至 6.3%，同时居民消费同比从 11.5%降至 10.7%，GDP 现价同比从 8.4%提高至 11.3%。

从逻辑上来看，当“服务 CPI-PPI”上行，服务价格相对于工业价格上行，这会从两个层面使得居民消费率上升。

第一个层面是统计层面。从总需求的统计来看，消费、投资、出口中，后两者的名义价值与工业价格有关，消费的名义价值与工业价格和服务价格都有关系，当服务价格相对于工业价格上行时，消费相对于投资、出口而言，名义价值相对上行更多，消费率（即消费占比）会上升。

第二个层面是经济传导。我们在今年 1 月发布的报告《缺失的拼图：经济转型的价格力量》中，对这个过程有详细论述，具体传导逻辑为：工业技术进步→服务与工业相对价格上升→服务业比重提高→劳动收入份额增加→消费率上升。

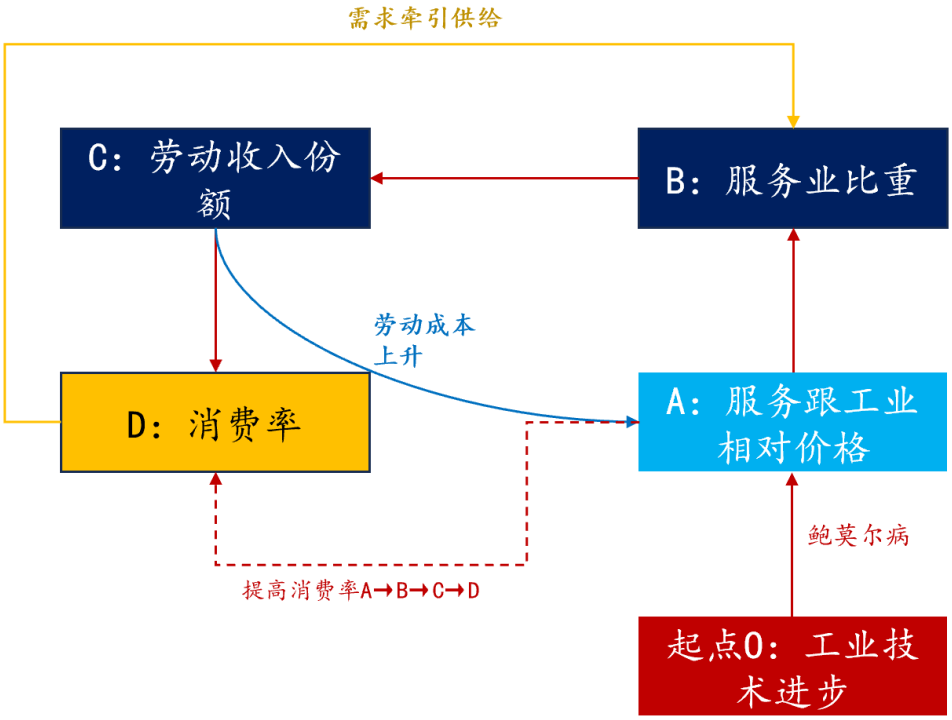
图21：“服务 CPI-PPI”跟居民消费率变动趋势一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2026 年为前 8 个月数据

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图22：“服务 CPI-PPI”提高消费率的经济传导逻辑



数据来源：东吴证券研究所绘制

3.2. 为何今年消费增速偏低？

但就现实感受而言，今年社零增速明显偏低，似乎不符合上述不等式。今年上半年名义经济增速为 5.4%左右，而同期社零仅增长 1.3%（前 8 个月 1.1%）。

最直接的原因，从价格周期来看，今年 PPI 回升，“服务 CPI-PPI”处于回落周期，会压低 k。我们发现 k≥0 在 2010 年后大多数时候成立，但今年可能是少数的例外，原因是 PPI 回升。对此，我们 1 月在前述报告《缺失的拼图：经济转型的价格力量》中已有预测，“25Q3 以来，PPI 增速回升、服务 CPI 维持低位，服务业相对价格可能正启动一轮下行周期，不利于工业到服务、投资到消费的转型。”

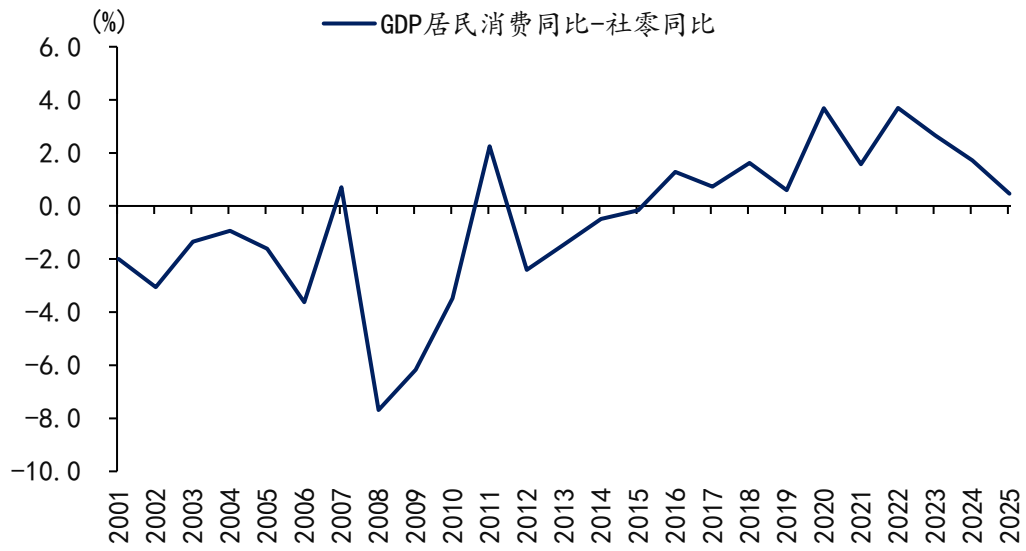
另外，“以旧换新”对今年消费增速的影响也不容忽视。“以旧换新”一方面抬高了去年的社零基数，影响今年同比读数，另一方面将大量耐用品需求在去年上半年集中释放，使得 2026-2027 年的部分需求被预支。

还有一个重要原因是，我国消费统计不完善，社零无法代表全部消费。如果我们看年度的 GDP 里居民消费支出，过去几年明显高于社零增速。2019-2025 年，社零总规模从 40.8 万亿增长至 50.1 万亿，年均增长 3.5%；而 GDP 里居民消费支出从 39.6 万亿增长至 56.1 万亿，年均增长 6%。3.5%和 6%的差异主要来自于服务消费和非市场化消费（如虚拟房租），这两者都没有包含在社零中。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

最近几年，商品消费增速低于服务消费的特点日益明显，仅用社零推测消费，就更加显得不足。如今年 1-9 月，社会消费品零售总额仅增长 1.1%，同期纳入服务的“社会消费商品和服务零售总额”增长 2.5%，其中服务零售额增长 4.9%、商品零售额增长 1.0%，服务快于商品 3.9 个百分点。“GDP 居民消费支出同比-社零同比”自 2016 年以来持续高于 0，表明仅看社零会持续低估消费增速。

图23：“GDP 居民消费支出同比-社零同比”可衡量社零能否充分代表消费



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 怎么看未来消费增速？

我们认为 2026Q4-2027H1 会看到消费（主要是社零同比）读数回升，2027H2 会看到消费动能回升，整体看 2027 年社零同比会显著高于 2026 年。做出这个判断，我们有三个依据。

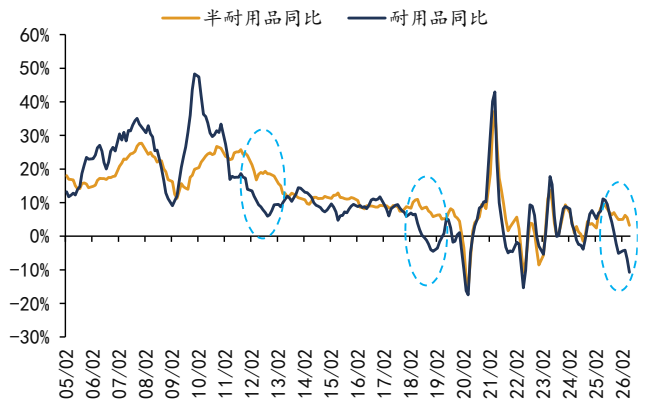
第一个依据是 k 的逆转，“服务 CPI-PPI”将从下行周期转向上升周期。由于油价见顶，PPI 上升周期即将结束，近期将进入新一轮下行周期，“服务 CPI-PPI”将重新回升，从而有助于居民消费率上行，进而使得消费增速超过名义 GDP 增速。当然，明年消费率的上行更多可能来自于名义 GDP 的下行，但成本压力减小，终归是有利于消费的。

第二个依据是从历史经验来看，耐用消费品的透支大概率在 2027 年下半年接近尾声。我们在今年 7 月的报告《通往 60 万亿之路：如何看消费弹性？》中指出，从历史经验来看，前两次耐用品补贴所带来的需求透支持续时间大多在 2-2.5 年。这种透支期限，对应的是耐用品和半耐用品的增速偏离到收敛的时长，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。由此推断，本轮耐用品消费增速回到正常水平，大概率在 2027 年下半年。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

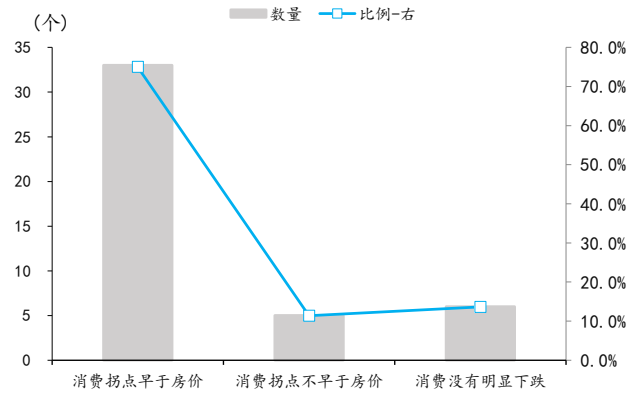
第三个依据是消费领先于地产，而地产可能在接近筑底期。我们在 4 月的报告《从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升》中发现，从国际经验来看，即使较大的房地产深度下行周期，平均持续时间也只有 23.4 个季度。从 2021 年算起，我国这轮地产周期已经可见曙光。另外，在 6 月报告《消费、信贷和投资：如何识别房价拐点——从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升（二）》中，我们发现从国际经验来看，房地产下行期，消费拐点通常领先于房价拐点。因此，站在当前时点，如果我们认为房地产调整正在接近尾声，那么消费的回升可能也不远。

图24：耐用品和半耐用品增速的分化和收敛



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：大多数地产下行周期，消费领先于房价复苏



数据来源：OECD，BIS，IMF，东吴证券研究所；
注：图表展示 48 个深度衰退周期中 44 个有消费数据的样本分布，详见 2026.6.22 报告《消费、信贷和投资：如何识别房价拐点——从全球 190 次衰退看房地产周期如何回升（二）》

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

（1）耐用品透支的消化期可能长于历史经验。以旧换新对需求的透支参照历史两轮补贴 2-2.5 年的经验外推，但本轮经济周期、补贴力度、覆盖品类与居民收入预期均有不同，透支期存在拉长可能；若耐用品与半耐用品增速偏离的收敛时长超过此前的 29 个月和 26 个月，消费恢复正常水平将晚于 2027 年下半年。

（2）地产筑底时点及国际经验的适用性存在不确定性。消费领先于地产的判断来自全球 190 次衰退的统计规律，平均下行周期 23.4 个季度。我国本轮地产下行始于 2021 年，深度、杠杆结构与政策应对与样本差异较大；若调整时长超过均值或政策对冲不足，消费回升节奏将相应后移。

（3）收入分配与社保改革节奏放缓，可能使 k 转负、消费不等式失效。消费不等式的前提是居民收入比重与消费倾向不逆转。2010 年以来抚养比上升、基尼系数下降、养老金覆盖率提高支撑了 k≥0；若这些因素放缓超预期，或收入分配与社保完善进度不及预期，k 可能转负，消费增速将持续低于经济增速，上述判断将不再成立。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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