



▲中國今年上半年商品消費勢頭回升，主要集中表現在與消費補貼相關的耐用消費品領域。

經濟觀察家

上半年中國消費市場主要受到「以舊換新」政策的支撐，但鑒於高基數與需求提前釋放的雙重壓力，未來增長可能具有挑戰。展望未來，改善居民消費有必要進一步保障就業，提振居民部門收入和就業預期，並需要在推動房地產市場企穩、結束無效內捲，以及激發服務消費需求方面出台更有利措施。

促消費還有哪些抓手？

江南曉望
張婉、彭助

2025年上半年，商品消費勢頭回升，主要集中表現在與消費補貼相關的耐用消費品領域。上半年商品零售額同比增長5.1%，其中3至5月「以舊換新」補貼集中釋放期間增速達到5.8%，明顯高於2024年的3.2%。相比之下，服務業零售額同比增長5.3%，較2024年增速下滑0.9個百分點。扣除價格因素後，上半年服務零售額實際增長4.9%，商品零售額增長5.5%。

商品零售額增速回升主要得益於消費品「以舊換新」。家電、文化辦公用品、傢具和通訊器材類目表現突出，上半年分別同比增長30.7%、25.4%、22.9%和24.1%。不過，汽車零售額受價格持續下跌影響，僅增長0.8%。扣除「以舊換新」商品消費後，服裝和化妝品等可選商品消費增長相對疲弱，上半年分別增長3.1%和2.9%，低於整體商品零售額增速。

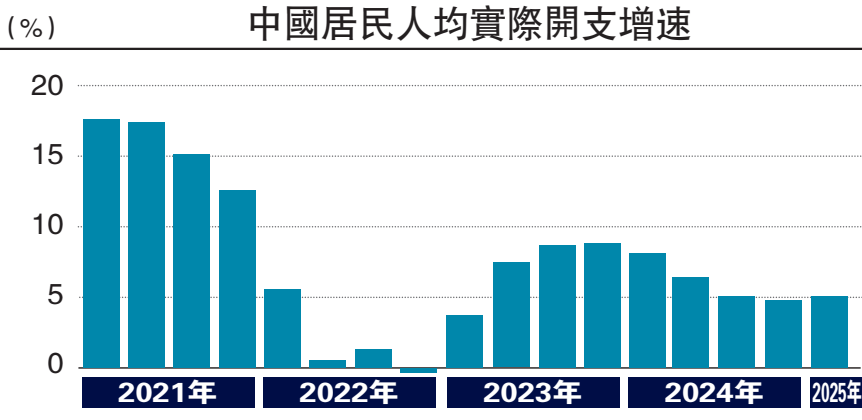
自2024年9月到2025年6月末，「以舊換新」活動已累計補貼3000億元（人民幣，下同）左右；我們測算上述消費補貼的當期財政乘數大致為2.4倍。2025年7月開始，剩餘1380億元的「以舊換新」補貼將在三、四季度均衡投放，預計拉動下半年社會零售額增速1.3個百分點。總體上，雖然下半年社零增速面臨放緩壓力，但「以舊換新」補貼政策的支撐效果仍在；相比之下，明年商品消費將面臨高基數和需求提前釋放的雙重壓力，增長可能更具挑戰。

2023年以來，消費復甦較慢是經濟增長的主要掣肘。消費增速下降既受可支配收入增速放緩的影響，也與居民消費傾向下降有關。2024年和2025年上半年，全國人均可支配名義收入平均增長5.3%，較2019年的8.9%明顯減速。同時，居民平均消費率（消費支出佔可支配收入的比重）也從2019年上半年的67.5%降至2025年同期的65.5%，央行問卷調查顯示中傾向於未來更多消費的佔比為23.3%，較2024年末繼續回落1.6個百分點。

加快實現房價止跌企穩

提振消費的基礎保障就業的穩定和收入持續增長，但除工資收入影響外，當前消費增長還受到房地產持續調整和主要消費品價格低位運行的拖累。扣除價格因素後，實際消費支出增速較疫情前並未顯著惡化，2024年和2025年上半年全國人均消費支出實際增速分別為5.1%和5.3%，僅略低於2019年的5.5%。

房地產市場調整一方面影響居民財產性收入，導致消費意願減弱；另一方面直接造成居住相關支出減少。在收入端，以城鎮居民為例，2025年上半年城鎮居民財產性收入增長1.4%，遠低於2019年的增速9%，而城鎮居民財產性收入佔全部可支配收入的比重達10.1%，而城鎮居民資產中60%左右為房地產資產。從房價來看，6月全國70大中城市二手房價格



同比下跌7%，增速較2019年低13.4個百分點。

在支出端，居住支出下降顯著影響消費傾向（以平均消費率衡量）。2024年，居住支出佔人均可支配收入的比重為15.2%，較2019年下降1.3個百分點，由於房地產調整還同時拖累家電、裝潢等相關消費，估測房地產相關支出減少合計拖累平均消費率較疫情前下降2個百分點左右，這與上半年居民平均消費率較2019年同期下降1.9個百分點的水平相當。如果能加快實現房價止跌企穩，帶動居住支出恢復，預計能提升城鎮居民消費支出名義增速0.7至0.9個百分點。

房價下跌還會影響地方政府財力和支出行為。由於賣地收入下降，地方隱性債務負擔加重，2024年佔我國最終消費30%的政府消費僅實際增長0.9%。儘管2025年上半年地方財政狀況有所改善，但主要來自新一輪地方政府大規模隱性債務置換、中央加大轉移支付和地方政府債券融資的支持，上半年地方政府土地出讓收入依然同比下跌6.5%。

但積極的一面是，扣除房地產相關收支後，居民平均消費率較疫情前僅略有下降，且非居住類消費支出的實際增速已經超過2019年水平，說明居民部門非居住類消費支出的韌性仍在。2024年非居住消費支出佔可支配收入的比重達到53.2%，僅小幅低於2019年的53.7%；2025年上半年該比重為53.1%，與2019年上半年持平。2024年非居住人均消費支出實際增長5.9%，比2018–2019年平均增速還要高1個百分點。2025年上半年，在消費品「以舊換新」帶動下，非居住類消費支出實際增長6.0%，比2019年同期增速高1.8個百分點。其中，食品煙酒支出和教育文化娛樂支出表現尤為亮眼，無論是實際增速還是佔收入比重均已超過2019年同期水平，反映居民「吃喝玩樂」消費意願回升。

此外，部分企業內捲式競爭帶來的消費品價格下行壓力也拉低了部分消費支出名義增速。以佔居民消費支出14%的交通和通訊消費為例，其實際增速在2025年上半年達11.6%，遠超2019年同期8.9%的水平，但交通工具CPI和通訊工具CPI分別同比下降3.7%和增長0.8%，壓制名義增速。

2024年9月政治局會議前後出台了一系列支持房地產政策，包括在需求側，調整全國層面首套房和二套房的首付比例和房貸利率認定，地方政

府因城施策放鬆房屋限購政策。在供給端，加快推進「保交樓」政策落地，保障購房者合法權益，允許地方政府專項債用於收儲，同時擴大優質房源供給。

受益於政策支持，2024年四季度到2025年一季度，商品房銷售面積和銷售額同比跌幅明顯收窄，部分地區二手房銷售增長。但今年5月以來，房地產市場調整壓力回升，商品房銷售面積、銷售額和房地產開發投資的同比跌幅擴大。如果房地產市場調整壓力持續加大也將對下半年消費構成不利影響。

在產業層面，針對過度競爭與產能過剩問題，7月中央財經委員會會議指出，要縱深推進全國統一大市場建設，統一政府行為尺度，治理企業低價無序競爭。煤炭、鋼鐵、水泥、光伏、新能源汽車等行業積極響應，7月相關主要工業品PPI價格同比跌幅較6月有所收窄，同時家電、通訊工具和汽車CPI價格不再環比下跌，家電和通訊工具CPI已恢復同比增長。

財策幣策聯合發力

7月政治局會議提出「培育服務消費新的增長點」、「在保障改善民生中擴大消費需求」，預計服務消費，特別是與民生相關的服務消費將延續較好增長勢頭。在服務消費供給端，投資政策從「投資於物」向「投資於人」轉變，引導社會資本參與，擴大與居民養老、養育、教育、就醫有關的公共服務供給。

8月12日，財政部宣布將通過利息補貼的方式，鼓勵居民個人消費貸款，不僅涉及家用汽車、家居家裝以及電子產品等商品消費，還包括養老生育、教育培訓、文化旅遊、健康醫療等服務消費。貨幣政策也通過再貸款等方式引導金融機構精準支持住宿餐飲、文旅體娛、教育養老等服務領域。

在提振居民消費意願方面，財政政策加強社會保障體系建設，加大對社保與就業支出、教育支出，提高居民養老能力，降低居民養育、教育成本，7月以來宣布了全面上調退休人員養老金、對3歲以下兒童每人每年發放3600元補貼，以及免除公辦幼兒園學前一年兒童保育教育費等措施，預計上述三項新政策將每年新增財政支出約2900億元，參考2024年平均消費率，將拉動居民消費最終支出增長0.34個百分點。（作者張婉與彭助均為中銀國際研究部分析師）

四類群體直接受益消費貸新政

財經萬象
付一夫

日前財政部等三部門聯合發布《個人消費貸款財政貼息政策實施方案》（以下簡稱《方案》），明確對符合條件的個人消費貸款給予財政貼息。這一宏觀調控重要舉措的出台，為消費市場注入新動能，對於促進消費擴容提質、服務經濟發展大局具有積極意義。

個人消費貸款貼息，是指政府通過財政資金，對符合條件的個人消費貸款按一定比例補貼利息，旨在降低借款人實際融資成本，激發居民消費潛力的信貸支持方式。例如，若李先生在2025年10月申請4萬元（人民幣，下同）2年期個人消費貸款用於家居家裝，貸款年利率4.5%，按年貼息1個百分點計算，其每年可獲貼息400元，兩年共獲800元，切實減輕消費負擔。

《方案》立足需求端發力，直接惠及消費者，貼息資金由貸款經辦機構在收取利息時直接扣減，切實提升群眾獲得感。依託此次《方案》，以下四類人群有望直接受益。

第一類：年輕家庭與新婚夫婦

年輕家庭和新婚夫婦通常處於生活的起步階段，面臨着多方面消費需求。例如，在住房改善領域，購置房產後衍生的家居家裝支出構成了重要經濟負擔之一。以100平米住宅為例，基礎裝修成本區間約為10萬至15萬元，中高端裝修20萬至30萬元；而在配套傢具家電採購方面，客廳基礎傢具組合成本約2萬至5萬元，家電設備等費用大約3萬至6萬元。在家庭生育環節，從備產產檢到孩子出生後的養育、月嫂服務等，都是一筆不小的開支。

而在個人消費貸款貼息政策實施後，該群體在上述消費場景中可獲得一定的資金支持。以15萬元家居家裝或生育專項貸款為例，若享受1%年貼息率，每年可減少1500元利息支出。如此便可降低這部分人群的資金使用成本，有效緩解其流動性約束，從而提升其消費支付能力與決策意願。

第二類：中等收入群體

中等收入群體有一定的消費能力，但在面對一些大額消費時，仍會考量。例如，在汽車消費方面，一輛價格在15萬至25萬元價格區間的家用汽車，對於中等收入家庭來說是較為常見的選擇。再如文化旅遊方面，很多中等收入人士對文化旅遊存在較為旺盛需求，渴望藉此來放鬆身心並增長見識。就目前來看，一家三口的一次國內長途旅遊，費用可能在2萬至5萬元；如果參加一些高端或者定制化的文旅線路活

動，費用可能更高。

不僅如此，中等收入群體對人力資本投資的需求也較為強烈，而職業技能培訓、專業資格認證等教育培訓項目的費用通常在數千元至數萬元區間。此時，依託貼息政策，他們便可以降低各方面成本，從而更加從容地實現自己的目標。

第三類：「新市民」群體

所謂「新市民」，是指那些因就業創業、子女教育、家庭團聚等原因遷移至城鎮，且戶籍尚未完全本地化的各類人群。在城鎮化融入過程中，該群體面臨多樣化消費需求。他們同樣有改善生活品質、提升個人技能等消費需求，而各方面支出金額可能同樣不菲。

此時，個人消費貸款貼息政策為他們提供了資金支持的機會，通過申請消費貸款並享受貼息，能夠降低他們的融資成本，使他們更有信心進行相關消費，在提升其生活品質和工作能力的同時，還可以促進他們更好地融入城市當中，為城市經濟發展貢獻力量。

第四類：老年群體

隨着老齡化社會的到來，老年群體的養老需求日益受到關注。而個人消費貸款貼息政策在養老服務領域的應用，可以為老年群體及其家庭帶來顯著的經濟支持與保障效能。

例如，在家庭適老化改造層面，為老年人居住空間配置無障礙設施（包括扶手系統、無障礙通行通道等）及適老輔助設備（如輪椅、助行器械等）的綜合改造成本區間可能在數萬元量級。通過申請消費貸款並享受貼息政策，能有效降低家庭適老化改造的資金成本，提升適老化改造的可及性，助力更多家庭構建安全、舒適的老年居住環境。

再如，在老年健康管理領域，當前老年人群的全周期健康管理服務需求日益凸顯。無論是定期健康體檢、專業化健康管理服務，還是康復治療等項目，均需要持續性的資金投入。個人消費貸貼息政策通過降低金融成本，能夠有效激發老年群體及其家庭在健康管理領域的消費潛力，對提升老年群體健康水平與生活質量具有積極的推動作用。

總而言之，此次個人消費貸貼息政策廣泛覆蓋了各類人群，有助於激發不同群體的消費潛力，促進國內消費市場的繁榮。但從個體角度來看，依然要充分評估自身實際需求和還款能力，合理利用這一政策來改善生活或解決燃眉之急，如此方可實現個人和家庭的健康可持續發展。

（作者為星圖金融研究院消費金融研究中心主任）

供樓負擔回落 刺激入市需求

主樓布陣
布少明

國際顧問機構最新公布的「國際樓價負擔能力報告」，香港已連續十五年蟬聯「全球樓價最難負擔城市」榜首，但其實香港置業負擔已經大幅回落，樓價自高位回落約27%。

根據美聯物業研究中心數據，若以一個實用面積約500平方呎的單位計算，於2021年8月樓價高位、供款20年及七成按揭並以最優惠利率為基礎計算，當時供樓負擔比率為68.6%。

反觀現時樓價已由高位下跌約28%，加上去年9月美國踏入減息周期帶動本港按揭息率下調，以及今年首季居於私人物業的家庭月入中位數比起2021年三季度增加約13%去計算，置業人士現時供樓負擔比率已跌穿五成水平，最新7月份為48.3%，比起2021年高位減少大約20.3個百分點，顯示置業負擔顯著減輕，已非遙不可及。

隨着樓價回穩，銀行業界對按揭業務取態轉趨積極，近期有個別中小型銀行推出低息按揭計劃吸客，亦有大型銀行上調物業網上估價，側面反映銀行業界對樓市前景的樂觀預期。上述跡象表明，香港樓市正逐步回穩，市場正在

重拾動力。

本港資金充裕，為樓市創造上升的條件。金管局最新數據顯示，6月份本港定期存款數字錄約10.13萬億元，較4月時高位的約10.51萬億元減少約3.6%，反映資金已開始由定期存款流出。但本港存款總額仍持續增加，當中活期及儲蓄存款6月合計錄約8.54萬億元，較4月更增加約1萬億元或約13.2%，可見近月資金暫時轉至活期及儲蓄存款，顯示部分投資者正部署將資金投放在其他投資板塊。

供平過租 釋放購買力

假設目前約10萬億元定期存款中有1%流入樓市，即相等於1000億元成交額，若以樓價1000萬元單位計算，已相當於約1萬個置業需求。

樓市利好因素持續湧現，增加買家入市信心，加上美國年內再減息機會增加，相信會吸引更多資金流入物業市場。特別是「供平過租」的優勢擴大，不僅推動置業自住的需求，亦刺激投資需求，為下半年樓市價量提供上升動力。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）

