



▲提振消費是中國當前宏觀政策的重要議題。

經濟觀察家

消費行為取決於消費意願與消費能力，消費能力進一步取決於當前收入與未來收入預期。近年來，中國消費增長動能呈現放緩態勢，其主要癥結或並非居民消費意願不足，而是消費能力受限，這背後是居民收入增長放緩與收入預期轉弱。

提振收入預期信心 釋放消費力

根據國家統計局數據，2001年至2023年，消費對中國經濟增長的平均貢獻率達53.1%，已成為拉動經濟增長的主引擎。但從總量看，消費增長趨勢性放緩。2024年，最終消費支出名義增速降至3.9%，低於同期5%的國內生產總值（GDP）增速，對經濟增長貢獻率回落至44.5%。社零增速中樞2023年起明顯低於2017年至2019年8%到10%的水平，2024年全年僅增長3.5%。2025年，消費仍延續低迷態勢，前期增長主要依賴「以舊換新」補貼驅動的家電傢具、通訊器材，以及受益於國際金價上漲的珠寶等特定品類。6月後，隨著補貼政策退坡，社零同比增速連續六個月下滑。

從結構看，商品消費基本恢復，服務消費復甦滯後。2020年以來，居民商品消費支出增速已基本恢復至2015年至2019年水平，但服務消費仍存在明顯缺口，餐飲、教育、文化和娛樂等服務消費支出增速均呈現不同程度的放緩，近期復甦勢頭再度減弱。價格數據同樣印證需求端的疲軟：2025年全年，教育服務、醫療服務、旅遊等核心服務價格同比漲幅普遍低於上年同期水平。

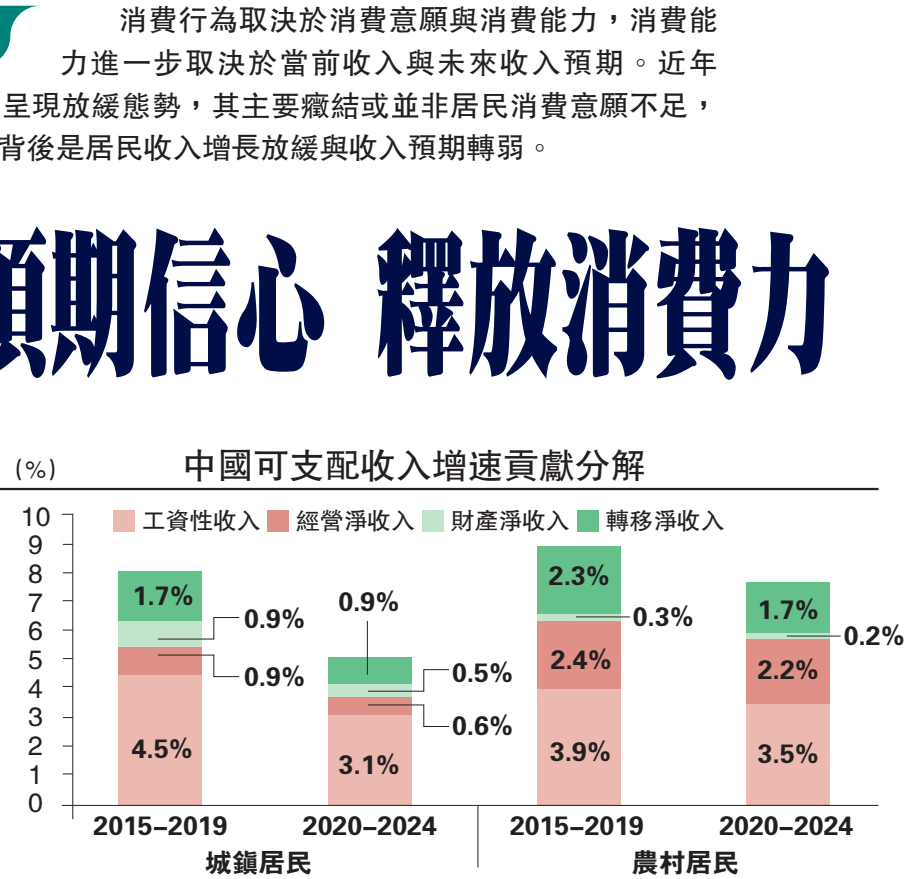
從人群看，消費行為呈現普遍性降級趨勢。日常消費方面，2025年春節、五一、國慶等重要假期出行人次屢創新高，人均消費卻明顯下降，「窮遊」現象突出。高端消費領域同樣表現疲軟。歐睿諮詢數據顯示，中國地區個人奢侈品零售額同比增速從2019年到2021年20%以上的高速增長，放緩至2022年至2025年的低速甚至負增長。

服務消費結構性不足

綜合來看，當前消費市場呈現總量增長乏力，服務消費結構性不足，消費行為普遍降級的特徵。在此背景下，中國持續處於低通脹環境。消費物價指數（CPI）長期在零值上下徘徊，GDP平減指數已連續十個季度為負。2025年前三季度實際GDP增速達5.2%，但名義增速僅有4.1%。名義增長放緩制約企業營收、利潤及居民收入增長，進一步抑制消費復甦動能。

面對這一形勢，提振消費已成為當前宏觀政策的重要議題。2025年初，《提振消費專項行動方案》正式出台；9月，商務部等九部門印發《關於擴大服務消費的若干政策措施》；「十五五」規劃建議更是首次將「居民消費率明顯提高」納入五年發展目標。一系列重磅政策的密集出台，充分彰顯了決策層對擴大內需、釋放消費潛力的明確導向與堅定決心。

當前市場多將消費疲軟歸因於居民消費意願下降、預防性儲蓄上升，或是房價下跌帶來的負向財富效應。但我們分析發現，這些因素解釋力相對有限。儘管居民儲蓄意願強烈，但實際儲蓄率並未顯著提升；在收入增速放緩背景下，食品等日常剛性支出仍需維持，居民的實際消費傾向也未出現明顯下滑。在控制收入、利率、信貸等變量後，房價波動對消費的影響也較為有限。因此，當前居民消費



疲軟的主要癥結不在「消費意願」，而在「消費能力」及其背後的收入與預期承壓。

房價波動影響消費有限

一種觀點將當前消費疲軟歸因於居民「不願消費」，並以近年居民存款規模的上升作為主要依據。但是需要指出，存款不等於儲蓄，儲蓄是未用於消費的收入，而存款只是儲蓄配置的一種方式。

2020年至2022年，因消費場景受限，居民積累了大量「被動儲蓄」。隨著房地產市場深度調整，居民購房支出大幅縮減。在「資產荒」與居民風險偏好下降背景下，這部分延緩的購房支出並未流向風險資產，而主要以存款形式沉澱在銀行體系，導致「居民存款—企業存款」這一傳統的貨幣循環路徑受阻，推動居民存款在居民與非金融企業總存款中的佔比從2021年末的59.5%升至2025年11月的67.3%。可見，近年居民存款規模的攀升，主要是資產配置的「安全」轉移，而非儲蓄絕對水平的系統性上升。

傳統理論認為，房產作為城鎮家庭的核心資產，其價格下跌會通過負向財富效應抑制消費。若資產價格泡沫破裂，甚至可能引發資產負債表衰退，高額債務負擔會進一步加劇消費收縮，這在美國、日本等經濟體的歷史經驗中已得到印證。

當前中國居民部門並未出現典型的資產負債表衰退跡象。居民槓桿率自2020年達到61.1%後趨於平穩，儘管近年住戶新增貸款增速放緩，但整體信貸規模仍處擴張區間，未發生因淨償還而導致絕對收縮，且個人按揭貸款違約率也顯著低於國際可比經濟體在房地產風險暴露期的水平。這表明在政策與流動性支持下，中國家庭部門並未因資產價格波動而觸發大規模「去槓桿」行為，資產負債表整體相對穩健，對消費的直接擠壓較為有限。

中國房地產財富效應存在顯著的地區差異，主要集中在一線城市，在其他多數地區效應微弱，近期甚至呈現反向特徵。2021年下半年地產開始調整以來，北京、上海等對財富效應敏感的城市，其居民信貸與消費增速持續低於全國水平。2024年9月樓市新政後，京滬房價跌幅率先收窄，部分剛性與改善性住房需求入市帶動中長期貸款回暖，但消費復甦依然乏力，短期消費貸增速仍在下滑，房價的邊際企穩未能有效傳導至消費端。

跨城市數據顯示，2023年底至今，房價與消費增速的相關性已由正轉負，呈現「房價跌幅越大，消費增速越高」的特徵。例如廈門、武漢、

溫州等城市，2024年二手房價跌幅超過10%，消費增速卻保持3%至5%的穩健正增長，這一格局在2025年延續。

宜聚焦刺激就業市場

當前消費疲軟的核心癥結指向收入端。根據國家統計局數據，居民人均可支配收入增速從2019年的8.9%放緩至2024年的5.3%，降幅超過同期GDP增速的回落幅度。

首先，作為居民收入主體的工資性收入（2024年佔可支配收入的56%）增長面臨壓力。根據國家統計局數據，2024年城鎮私營與非私營單位就業人員平均工資增速分別為1.7%與2.8%，低於同期4.2%的名義GDP增速。收入端的壓力正向作為消費主力的勞動年齡人口傳導。2015年以來，15歲至59歲人口佔比越高的地區，消費增速相對越低，這一負相關性在近年就業形勢趨緊的背景下更為突出。麥肯錫、北京大學國家發展研究院等調查也顯示，一二線城市、中低收入和青年群體對未來預期較為謹慎。

其次，作為重要收入補充的轉移淨收入（2024年佔比19%）近年增長也有所放緩，從2019年的9.9%回落至2024年的5.3%。這一變化反映了金融地產周期調整下，地方政府土地出讓收入減少，化債壓力上升，形成「財政加速器」效應，制約了地方財政空間，使其在養老保險、就業補助、社會福利等方面支出承壓。但隨着2024年「9·24」政策轉向，財政順周期緊縮態勢得到一定緩解。2025年前三季度財政支出佔GDP比重較上年同期提升1個百分點，同期居民人均轉移淨收入增速也從4.9%回升至5.3%。

中國二次分配的調節效率也仍有提升空間。根據SWIID數據，在轉移支付前，中國堅尼系數（Gini Coefficient）在經濟合作與發展組織（OECD）與金磚國家中處於中等水平；轉移支付後，OECD國家堅尼系數平均由0.47降至0.31，中國從0.48降至0.41，改善幅度相對有限。優化收入分配結構提升社會整體消費傾向仍有較大潛力。

再次，居民的收入預期與就業市場景氣度密切相關。當前，非製造業就業景氣度徘徊在歷史低位，收入增速放緩與就業形勢疲軟制約了居民收入信心的恢復，形成「收入疲弱—信心不足—消費低迷」的負向螺旋。消費不振反過來降低企業用工意願，加劇就業市場壓力，進一步衝擊居民收入與收入預期，持續抑制消費動能的恢復。

（作者為中金公司首席策略分析師）

持續深化改革

去年底召開的中央經濟工作會議，部署了2026年經濟工作八個方面重點任務，需求端聚焦擴大內需、建設強大國內市場；供給端着力科技創新、推進新舊動能轉換；同時，通過深化改革破解供需失衡問題，實現更高水平的供需動態平衡。

從需求端看，擴大內需要統籌提振消費與擴大投資，實行「雙輪驅動」。

提振消費方面，中央經濟工作會議明確提出要深入實施提振消費專項行動。提振消費，一方面要提高居民收入，會議明確提出制定實施城鄉居民增收計劃，令人鼓舞；另一方面，要增強居民消費能力，提高政府公共服務支出佔財政支出的比重，政府加大教育、託育、養老、醫療等公共服務和民生保障支出，就能減輕居民負擔，進而釋放居民消費潛力。

同時要看到，當前中國商品消費相對飽和，服務消費潛力巨大。擴大消費重點要由商品消費轉向服務消費。要放寬准入限制、理順服務價格，吸引更多社會資本進入，在更多細分領域增加優質服務供給，滿足中高收入群體多樣性差異化的服務消費需求。

消費與投資相互促進

消費和投資兩者既相互聯繫，又相互促進。通常而言，消費是慢變量，投資是快變量，後者通過動員可在短期內實現較快增長。在居民消費預期偏弱和社會投資內生動力不足的情況下，要更好發揮政府投資的帶動作用，用好中央預算內投資、超長期特別國債、地方政府專項債券等資金，靠前實施具備條件的「十五五」重大項目。

2026年是「十五五」規劃開局之年，一批重大工程項目將集中推進實施，包括戰略骨幹通道、新型能源體系、重大水利工程、重大科技基礎設施和城市更新改造等，為擴大投資拓展了空間。

同時，要優化政府投資結構，提高民生類項目政府投資比重，加強學前教育、健康養老、文化體育、休閒旅遊等領域補短板投資，推動更多資源「投資於人」，同時加大科技創新、綠色轉型、安全保障等領域投資，實現擴大投資與消費結構升級、人力資本提升良性互動。

從供給端看，加快以科技創新培育發展新動能。中央經濟工作會議特別提到，推進北京（京津冀）、上海（長

破解供需失衡

三角）、粵港澳大灣區國際科技創新中心建設，將北京、上海國際科技中心拓展至京津冀、長三角區域，進一步拓展了科技創新能力建設的空間。

在全球創新集群排名中，粵港澳大灣區位列第一，北京排名第四，上海—蘇州排名第六，三大板塊均處於全球領先梯隊。這三大區域科技創新能力持續提升，將對中國提升在全球創新格局中位勢產生重要影響。

科技創新需更加突出原始創新導向。原始創新就要從源頭做起，加強基礎研究和應用基礎研究。隨着新科技革命下科學研究範式的深刻變革，基礎研究轉化周期明顯縮短，國際科技競爭向基礎前沿前移。要強化科學研究、技術開發原始創新導向，優化有利於原創性、顛覆性創新的環境。

「十五五」時期要加強基礎研究戰略性、前瞻性、體系化布局，加大長期穩定支持，以基礎研究的突破帶動引領性原創成果、戰略性技術產品的重大突破，在更多領域躋身國際國內領先行列。

綜合整治內捲式競爭

從供需平衡看，要通過深化改革實現更高水平的供需動態平衡。

一是推進全國統一大市場建設，綜合整治內捲式競爭。當前市場准入較為便捷，但退出渠道不暢，「進易退難」問題突出，需通過深化改革建立落後過剩產能的有效退出機制。

二是深化財稅體制改革。長期以來，中國在生產環節徵收消費稅，消費地政府難以從中受益，對促進本地消費動力不足。要加快落實二十屆三中全會確定的「推進消費稅徵收環節後移並穩步下劃地方」的改革舉措，激勵地方政府推動擴大消費的積極性，改變地方政府「重投資、輕消費」的行為模式。

三是加快農業轉移人口市民化。這是提振消費、擴大內需的重要抓手。要加快落實「由常住地登記戶口提供基本公共服務制度」，鼓勵常住地政府解決農業轉移人口社會保險、住房保障、隨遷子女教育等基本公共服務問題，建立有效激勵機制提高常住地政府提供基本公共服務的積極性，釋放農業轉移人口的巨大消費潛能。

總之，要將政策支持和改革創新更好結合起來，增強經濟發展內生動力和活力，開啟新一輪增長周期，推動中國經濟這艘巨輪行穩致遠。

（作者為中國國際經濟交流中心副理事長）

港樓價見底 買家信心轉強

2026年新盤市場由西沙項目打響頭炮，首輪收票突破4萬張，成為香港史上最高入票量新盤，第一批單位於即日全數沽清，為新一年樓市揭開亮麗序幕。

樓市暢旺時，最令人印象深刻的一句莫過於「早買早享受、遲買貴幾球」。

半新盤屢現短炒獲利

道理簡單，市場一旦轉勢，樓價只會越來越貴。所謂「早買早享受」，不僅是盡早入住心儀物業，亦可享受資產升值；相反，「遲買貴幾球」則意味同一個單位，在沒有辣招的年代下，短短數月可能已貴上數十萬甚至過百萬元。這種心理落差往往推動買家在回暖初期加快入市，亦是造就西沙新盤熱賣的原因，吸引數以萬計買家入票搶購，平均差不多200人爭1個單位。

筆者在此簡單分享一個「早買早



享受」的真實例子。以西沙SIERRA SEA為例，近期收樓後已出現多宗二手賺錢個案，其中一個面積523方呎的3房單位，投資者於去年以624萬元購入，最近以716萬元轉售。由此可見，相隔短短半年多，新買家需要多付近百萬元才能購入同一個單位。此類「早買早享受」的個案，近期市場上可謂不勝枚舉。

若拉闊時間軸來看，自2003年沙士低位起計，過去十五年間樓價走勢大致呈大漲小回。至2021年，中原城市領先指數（CCL）更攀至歷史高位191.43點，較沙士低位約31點升幅逾5.1倍，相當於平均每年升幅約9.5%。同期香港平均通脹率僅約2%，即使扣除通脹因素，實質樓價年均升幅仍達7%，顯示長期持有物業具備抗通脹功能。

利率環境趨向寬鬆

物業亦能透過收租提供穩定現金流。目前市場上買樓收租普遍可錄得約3厘回報，個別單位更可達4厘至5厘，對投資者而言仍具相當吸引力，進一步推動入市意欲。

樓價於去年第四季觸底回穩，並由「見底回穩」逐步轉向「見底回升」。最新數據顯示，CCL已連升兩周，最新報145.67點，較去年3月低位反彈約8%。若以較保守的平均每周升幅約0.5%推算，指數有望於下月突破150點關口。加上今年美國有機會減息兩至三次，利率環境趨向寬鬆，資金成本持續下降，早買早享受仍是推動買家入市的一大動力。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

◀香港樓價去年第四季觸底回穩，並逐步轉向「見底回升」。