

内需（一）

消费疲弱与居民部门的关系

居民部门的边际消费倾向有提升空间，稳消费应从增加居民收入和调整消费的结构入手。

- 2023年疫情防控转段之后，内需和经济一起经历了波浪式修复的过程，但相较经济增速整体平稳的表现，内需的波动明显较大。内需疲弱表现在三方面经济数据上，一是进出口增速的分化，二是PMI订单指数的分化，三是价格指数疲弱。
- 2023年疫情防控转段之后，社零也经历了波浪式修复的过程。从同比看，2023年12月之后，社零同比增速基本处于波动下行趋势当中；从环比看，环比增速0.3%成为2023年以来社零表现强弱的分界线。结合社零同比和环比走势看，消费走弱的趋势或始于2023年11月。分品类看，餐饮消费增速持续好于商品消费；从同比增速看，2023年到2024年上半年，社零销售增速保持在较高水平的有体育娱乐用品、烟酒、通讯器材和石油制品等。
- 2024年上半年，居民人均消费支出累计同比增长6.8%，这一增速明显高于上半年社零累计同比增速3.7%、限额以上企业商品零售总额累计同比增速2.9%，和上半年居民人均可支配收入累计同比增速5.4%。
- 从居民消费分类增速看，所有分类中，在2023年和2024年上半年连续增速低于整体水平的仅有居住和生活用品及服务两项。就居民部门整体而言，2024年上半年居民新增收入的消费偏好与2023年同期相比，和与2015年-2019年同期平均水平相比，占比上升较多的都是食品烟酒和交通通信，占比下降较多的都是医疗保健和居住。我们认为居民的消费倾向和新增收入消费倾向并未出现显著下降，居民消费偏弱的主要原因或在于两方面，一是居民收入同比多增幅度有所收窄，二是居民新增收入的消费偏好出现结构性变化。
- 2023年居民超额储蓄高增的情况，在2024年上半年出现走弱的趋势。从新增居民存款同比变化的角度看，2024年上半年居民新增存款同比少增2.64万亿元，预计对居民消费支出的影响或在下半年延续。从居民负债余额同比增速和居民存款余额同比增速比较看，2022年3月至今，增速差趋势倒挂已经持续了30个月。从居民部门负债率的角度看，截至2024年8月已经回落至54.03%。从居民新增贷款同比多增的情况看，自2021年4月开始，居民当月新增贷款同比多增开始落入负增长区间，并在2021年-2022年期间延续，随后自2024年2月开始，再度落入负增长区间。分贷款类型看，居民新增贷款同比少增幅度最大的是短贷，其次是经营贷，消费贷和中长贷同比少增的幅度也较大，但从2024年7月的当月数据看，率先实现了新增贷款同比多增。从银行等金融机构资产端结构看，2022年以来居民负债增长相对偏慢，除了受房贷需求减弱的影响，也较大程度上受到经济下行压力和居民收入增长压力的影响，随着经济增长步入新均衡，居民部门加杠杆需求有可能重新回升。
- 稳定居民消费支出，一是要增加居民收入，二是挖掘居民潜在消费发展方向。居民收入构成分为四个部分，分别是工资性收入、经营净收入、财产净收入和转移净收入。增加居民收入方面，一是就业人员平均工资仍有上升空间，二是稳定保障性收入，三是提升金融产品的预期收益率和提升国企分红。居民消费有望从三方面深入挖掘。一是确保交通通信消费平稳释放，二是稳定居住及房地产相关产业链消费触底回升，三是积极培育居民教育文化娱乐等服务性消费新增长点。
- **风险提示：**国内政策不及预期；全球经济周期超预期下行；地缘政治局势复杂化；美国大选的超预期情况及其外溢性影响。

相关研究报告

《货币政策点评》20240924

《策略对话行业》20240923

《宏观和大类资产配置周报》20240922

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

内需弱与消费弱的关系	5
疫情结束后内需的波浪式修复	5
消费走势趋弱始于 2023 年四季度	8
消费弱与居民部门的关系	12
居民部门的消费特点	12
居民收入和就业的特点	17
居民部门的消费潜力	20
超额储蓄增长乏力	20
居民负债的基本情况	22
金融机构未来或偏好个人贷款	24
如何稳定居民消费	26
总量上着力增加居民收入	26
结构上深挖居民潜在需求	28
结论	31
风险提示	34

图表目录

图表 1. 2023 年以来实际当季 GDP 增速与市场预测	5
图表 2. 2024 年三驾马车贡献率与历史同期平均水平对比	5
图表 3. 2023 年以来出口增速与市场预测的差异	6
图表 4. 2023 年以来进口增速与市场预测的差异	6
图表 5. 制造业 PMI 订单类指数走势	7
图表 6. 非制造业 PMI 订单类指数走势	7
图表 7. 2024 年 PMI 订单类指数环比表现与历史同期平均水平的差异	7
图表 8. 2024 年 CPI 环比与历史同期平均水平对比	8
图表 9. 2024 年 PPI 环比与历史同期平均水平对比	8
图表 10. 2024 年 1-8 月 CPI 主要分类环比增速较历史同期平均水平累计增速差异表现	8
图表 11. 社零同比增速与市场预期的波动	9
图表 12. 社零环比增速与历史同期平均水平	9
图表 13. 2023 年以来商品零售和餐饮消费当月同比增速	9
图表 14. 商品销售与餐饮销售收入倍数的历史水平比较	9
图表 15. 商品销售收入环比的季节性特点	10
图表 16. 餐饮销售收入环比的季节性特点	10
图表 17. 2024 年上半年各类限额以上商品销售额结构对比疫情前同期平均水平变化	10
图表 18. 2023 年和 2024 年上半年各类限额以上商品销售额累计同比增速	11
图表 19. 居民人均收入和消费累计同比增速	12
图表 20. 分区域居民人均消费支出当季同比增速变化	12
图表 21. 分品类近期居民消费增速变化	13
图表 22. 2024 年上半年居民消费分品类结构变化情况	13
图表 23. 分品类的不同时期居民消费结构	13
图表 24. 2024 年上半年城镇居民消费结构历史比较	14
图表 25. 2024 年上半年农村居民分品类消费结构历史比较	14
图表 26. 2024 年上半年城乡居民分品类的消费结构对比	14
图表 27. 分区域居民消费倾向变化	15
图表 28. 分区域居民新增收入的消费倾向变化	15
图表 29. 居民新增收入消费结构	15
图表 30. 居民新增收入消费结构相较历史水平的变化	15
图表 31. 城镇居民新增消费偏好结构	16
图表 32. 农村居民新增消费偏好结构	16
图表 33. 城镇居民 2024 年上半年新增消费偏好历史比较	16
图表 34. 农村居民 2024 年上半年新增消费偏好历史比较	16

图表 35. 居民人均可支配收入结构.....	17
图表 36. 居民人均可支配收入分类增速.....	17
图表 37. 分区域居民高收入户和低收入户收入倍数.....	18
图表 38. 2022 年我国人口分布特点（单位：万人）.....	18
图表 39. 就业人口的企业类型分布结构.....	18
图表 40. 城镇居民非私营单位和私营单位平均工资.....	18
图表 41. 城镇居民新增就业和工资相关情况.....	19
图表 42. 2024 年上半年居民新增存款同比少增.....	20
图表 43. 居民存款中定期存款占比不断上升.....	20
图表 44. 2024 年上半年居民新增存款分类情况.....	21
图表 45. 2024 年居民新增存款同比多增情况的历史比较.....	21
图表 46. 居民存款和负债余额同比增速.....	21
图表 47. 居民负债率变化情况.....	21
图表 48. 居民贷款结构变化.....	22
图表 49. 新增居民贷款和新增居民贷款同比多增变化.....	22
图表 50. 2024 年各分类居民贷款同比多增情况.....	22
图表 51. 居民短期贷款与汽车销量同比增速.....	23
图表 52. 居民分类短期贷款同比增速.....	23
图表 53. 居民中长期贷款分类增速.....	24
图表 54. 新增居民房贷和新增居民消费贷变化情况.....	24
图表 55. 存款性公司主要债权结构变化.....	25
图表 56. 2024 年上半年金融机构人民币贷款利率和变化.....	25
图表 57. 2022 年个人贷款不良率的横向比较.....	25
图表 58. 居民人均可支配收入增速与 GDP 增速.....	26
图表 59. 2022 年全国国企劳动生产率和人均工资.....	26
图表 60. 全国社保基金支出结构.....	27
图表 61. 全国社保基金支出增速.....	27
图表 62. 财政社保就业支出占比和增速差.....	27
图表 63. 社保基金支出总量和财政社保就业支出总量.....	27
图表 64. 部分金融产品最新收益率.....	28
图表 65. A 股上市公司分企业类型三年累计分红比例.....	28
图表 66. 按行业分 A 股上市国企三年累计分红比例.....	28
图表 67. 交通通信类零售额增速和居民消费增速.....	29
图表 68. 房地产产业链销售额同比增速和居民消费增速.....	29
图表 69. 居民偏好教育文化娱乐等服务性消费.....	30
图表 70. 旅游消费需求增长较强.....	30

内需弱与消费弱的关系

2023 年疫情防控转段之后，内需和经济一起经历了波浪式修复的过程，但相较经济增速整体平稳的表现，内需的波动明显较大。从社零数据的角度看，消费偏弱的情况始于 2023 年 11 月。

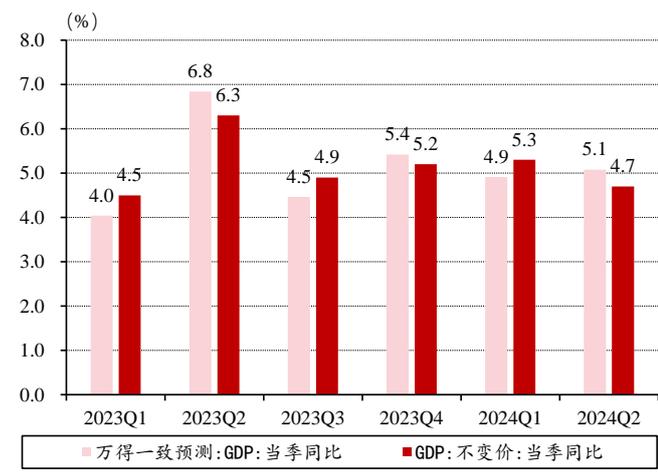
疫情结束后内需的波浪式修复

实际 GDP 增速的波动逐渐减小。2023 年疫情结束后至今，我国实际 GDP 当季同比增速整体呈现波浪式修复的特点，其中 2023 年四个季度实际 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9% 和 5.2%，波动幅度相对较大，主要原因之一是 2022 年基数效应的影响，另一方面则是疫情防控转段之后，国内生产端和需求端在国际经济新形势下寻找新的均衡点的过程。2024 年上半年，随着疫情对供需两端的直接影响和基数效应影响减退，实际 GDP 当季同比增速的波动较 2023 年同期相较明显减小，一季度和二季度分别实现实际同比增速 5.3% 和 4.7%。

但实际 GDP 增速与万得一致预期的增速差未见显著收窄。市场通常借鉴经济增长的历史规律、中短期高频数据、经济的周期性波动等特点来预测经济增速，从 2010 年至今的历史数据看，2010 年-2018 年期间，我国实际 GDP 当季增速表现大多数时间好于市场预期，2019 年开始实际 GDP 当季同比增速开始连续三个季度低于市场预期，2020 年-2022 年疫情期间，受疫情防控的不确定性影响，市场预期的趋势性特征不明显，整体来看，当实际 GDP 增速表现持续好于市场预期时，经济增长动力较强，反之，则是经济增长承压。但 2023 年至今，市场预期与实际 GDP 增速的差异在 -0.5 个百分点至 0.5 个百分点之间波动，我们认为除了表明疫情结束后，国内经济表现出波浪式修复的特点，也表明在外部环境不稳定不确定性较大的背景下，国内经济的波动性有所加大。

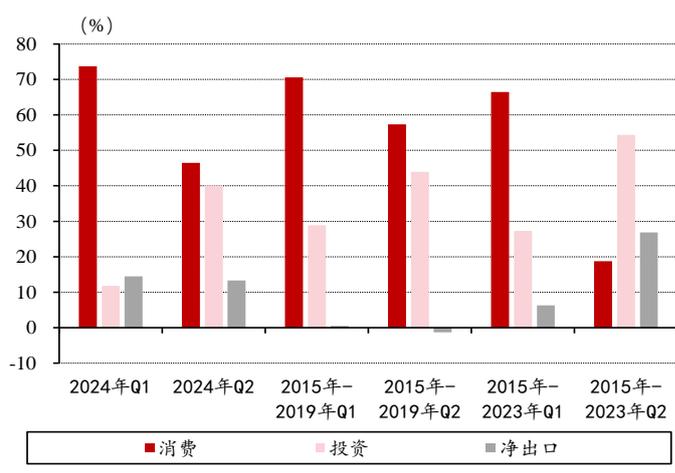
2024 年上半年三驾马车贡献率与历史同期比有较大差异。2024 年一季度投资、消费和净出口对 GDP 当季同比的贡献率分别为 73.7%、11.8% 和 14.5%，二季度与一季度相比，消费贡献率降至 46.5%，投资贡献率升至 40.1%，净出口贡献率 13.3% 相对平稳。与 2015 年-2023 年历史同期平均水平相比，2024 年一季度和二季度的消费贡献率都偏高，而投资的贡献率都偏低；但与疫情前 2015 年-2019 年的历史同期平均水平相比，2024 年上半年净出口表现整体强劲，但一季度投资偏弱，二季度消费偏弱，整体来看，表现出外需较强、内需较弱的特点。

图表 1. 2023 年以来实际当季 GDP 增速与市场预测



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 2024 年三驾马车贡献率与历史同期平均水平对比

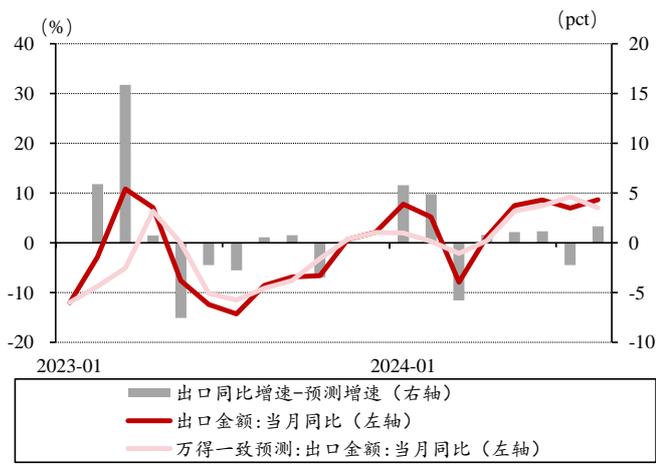


资料来源: Wind, 中银证券

内需疲弱表现在三方面经济数据上，一是进出口增速的分化，二是 PMI 订单指数的分化，三是价格指数疲弱。

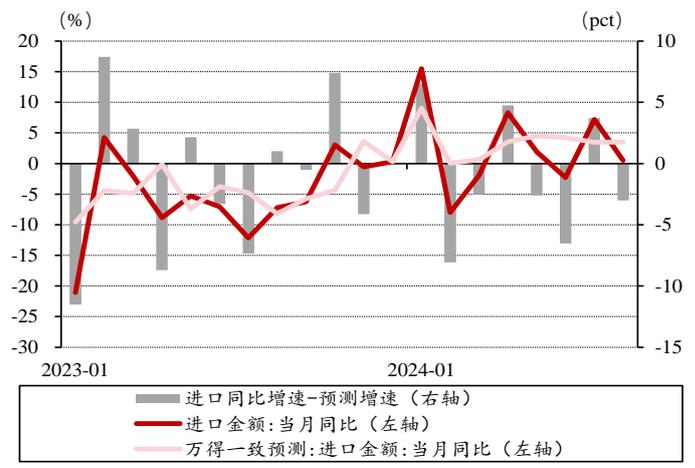
2024 年以来，出口增速整体上高于市场预期，进口增速表现较市场预期偏弱。2024 年 1-8 月我国美元计出口累计同比增长 4.6%，进口累计同比增长 2.5%，出口的增速表现较进口更好。与 2014 年-2019 年月环比增速平均水平比较看，2023 年 12 个月中出口有 7 个月环比表现好于历史同期环比平均增速水平，2024 年前 8 个月中，出口有 5 个月环比表现好于历史同期平均增速水平；进口的环比增速表现明显偏弱，2023 年 12 个月中仅有 4 个月环比表现好于历史同期平均增速水平，而 2024 年 3 月到 7 月期间，进口环比增速持续低于历史同期平均增速水平。与市场一致预期相比，进口的同比增速表现也弱于出口，特别是 2024 年以来，前 7 个月中进口有 4 个月同比增速弱于市场一致预期，出口仅有 2 个月增速较预期偏弱。

图表 3. 2023 年以来出口增速与市场预测的差异



资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 2023 年以来进口增速与市场预测的差异



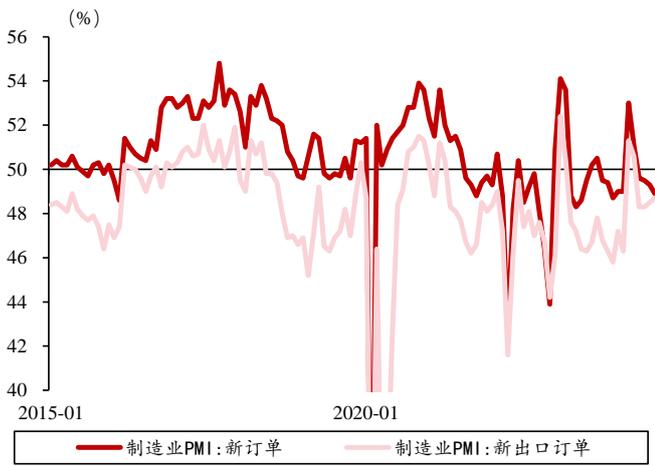
资料来源: Wind, 中银证券

PMI 新订单和新出口订单指数偏弱。新订单指数弱体现在多方面，一是制造业 PMI 新订单指数弱，非制造业 PMI 新订单指数也弱，二是新订单指数弱，新出口订单指数也偏弱，三是与订单指数历史数据比，2024 年 PMI 新订单指数绝对值弱，考虑到季节性规律的 PMI 新订单指数环比变动也偏弱。

从绝对值看，2024 年以来，仅制造业 PMI 新订单指数和新出口订单指数在 3 月和 4 月短暂回升至荣枯线上方，5 月以来，制造业 PMI 新订单指数连续四个月下降，制造业 PMI 新出口订单指数也持续位于荣枯线下方，但略好的情况是 7 月和 8 月指数环比连续两个月小幅上升 0.2 个百分点；非制造业 PMI 订单指数的表现更弱，自 2023 年 5 月开始持续位于荣枯线下方，至 2024 年 8 月已经延续了 16 个月，且从趋势上看，仍在下行趋势之下，非制造业 PMI 新出口订单指数也自 2023 年 5 月以来整体下行且截至 2024 年 8 月仍在荣枯线下方，但在 2024 年 1 月触底之后的 6 个月当中呈现反弹态势，直至 8 月再度环比大幅下行。

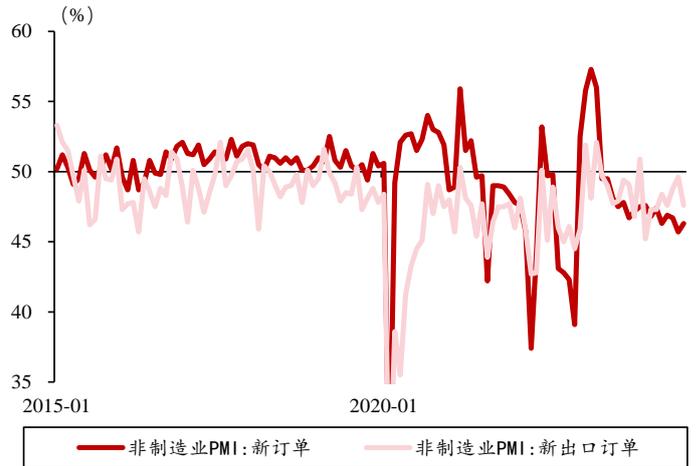
从环比变动的季节性规律比较看，2024 年 4 月-5 月是近期新订单指数环比变化，较 2010 年-2019 年历史同期平均水平波动的分水岭。2024 年 1 月-3 月，制造业 PMI 新订单指数的季节性波动较历史同期平均水平偏强，但非制造业 PMI 新订单指数和两项新出口订单指数的环比波动特点不强；5 月之后，制造业和非制造业 PMI 新订单指数波动整体出现走弱迹象，但是新出口订单指数波动连续两月走强，从订单情况看，外需强于内需的特点有所加强。

图表 5. 制造业 PMI 订单类指数走势



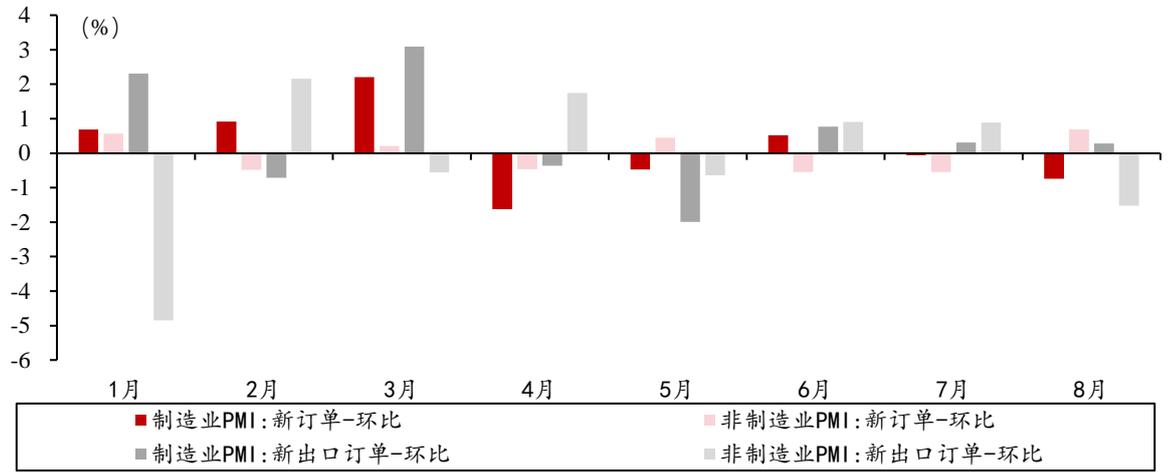
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 非制造业 PMI 订单类指数走势



资料来源: Wind, 中银证券

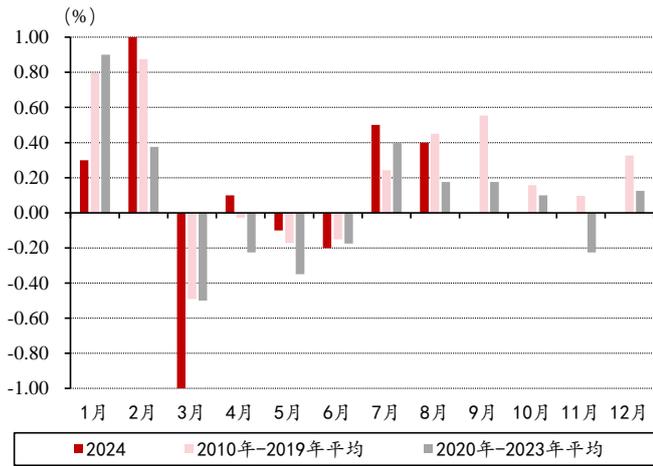
图表 7. 2024 年 PMI 订单类指数环比表现与历史同期平均水平的差异



资料来源: Wind, 中银证券

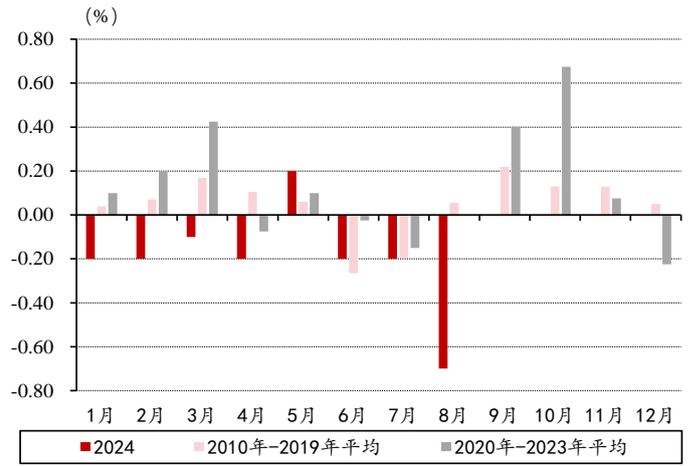
内需走弱在价格上的表现, 是 2024 年以来 CPI 和 PPI 价格环比走势偏弱, 其中工业品价格偏弱的情况较消费品更加明显。从 CPI 环比增速看, 与 2010 年-2019 年同期平均水平相比, 2024 年前 8 个月当中, 有 3 个月环比增速低于历史同期平均水平, 从 PPI 环比增速看, 2024 年前 8 个月中有 6 个月的环比增速是低于历史同期平均水平的。从 CPI 细分来看, 2024 年 1-8 月环比增速与历史同期平均水平相比, 服务、非食品、消费品、核心 CPI 的累计环比增速整体均有不同程度偏低, 从大类分类看, 拖累 CPI 价格表现的分类主要是生活用品及服务、居住、医疗保健和交通通信。

图表 8. 2024 年 CPI 环比与历史同期平均水平对比



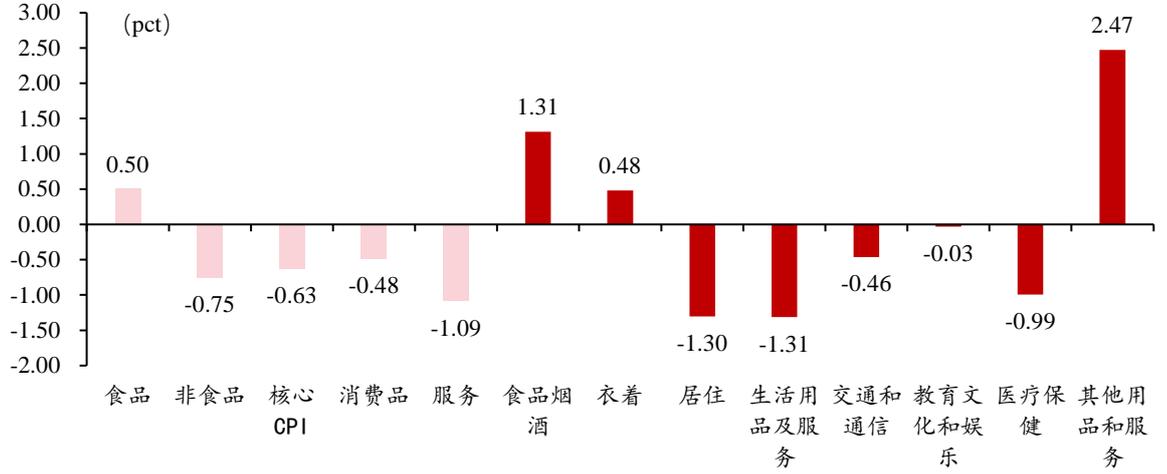
资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 2024 年 PPI 环比与历史同期平均水平对比



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 2024 年 1-8 月 CPI 主要分类环比增速较历史同期平均水平累计增速差异表现



资料来源: Wind, 中银证券

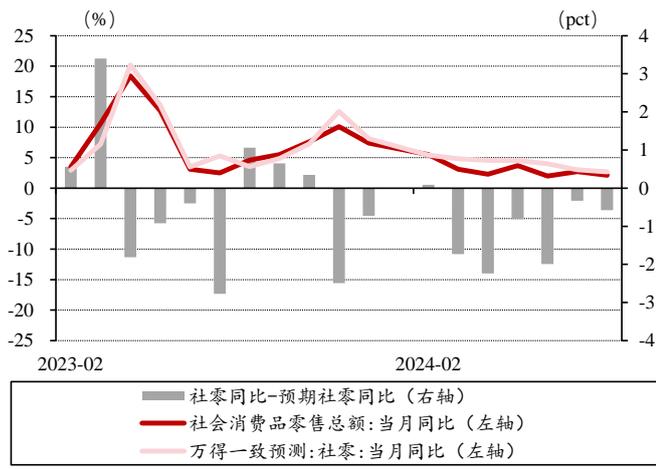
消费走势趋弱始于 2023 年四季度

2023 年疫情防控转段之后, 社零也经历了波浪式修复的过程。2023 年当中, 社零当月同比增速在基数效应的影响下, 出现了两次波动上行: 一次是 2023 年 3 月至 5 月, 同比增速高点达到 18.4%, 一次是从 8 月到 11 月, 相较于第一次同比增速上行, 第二次社零当月同比增速的高点仅为 10.1%, 但上行时间持续了 4 个月。2023 年 12 月之后, 社零同比增速基本处于波动下行趋势当中。对比社零同比增速与万得一致预期预测结果, 可以看到社零数据波浪式修复的过程: 2023 年中有两个时间段社零同比增速表现超出市场预期, 一次是始于 2022 年 12 月, 持续至 2023 年 3 月, 一次是 2023 年 8 月至 10 月。这两次社零同比增速超预期的时间分别对应的是春节假期的消费高峰和暑假至国庆长假的消费高峰期。此后社零同比增速仅在 2024 年 2 月小幅超出市场预期 0.09 个百分点, 并且在此后的六个月中持续低于市场预期。

从环比看, 环比增速 0.3% 成为 2023 年以来社零表现强弱的分界线。2023 年社零环比数据也表现出波浪式修复的特点, 其中 2023 年 1 月-4 月期间, 社零环比增速较 2012 年-2019 年疫情前历史同期平均增速和 2020 年-2022 年疫情期间历史同期平均增速, 都处于偏高水平; 社零环比增速首次回落至 0.3% 下方出现在 2023 年 5 月-7 月期间, 同时 7 月也是除疫情时期之外, 社零环比首次出现负增长的时间; 2023 年 9 月-10 月期间, 社零环比增速虽然较疫情前的历史同期平均水平偏弱, 但增速仍回升到 0.3% 上方; 2023 年 11 月开始, 数据截至 2024 年 8 月, 除了 2024 年 3 月, 社零环比增速持续位于 0.3% 下方, 同时大幅低于疫情前和疫情期间历史同期平均增速水平。

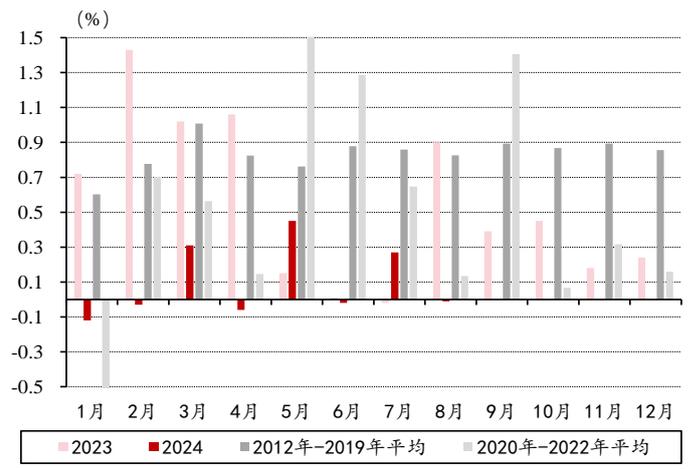
结合社零同比和环比走势看, 消费走弱的趋势或始于 2023 年 11 月。

图表 11. 社零同比增速与市场预期的波动



资料来源: Wind, 中银证券

图表 12. 社零环比增速与历史同期平均水平

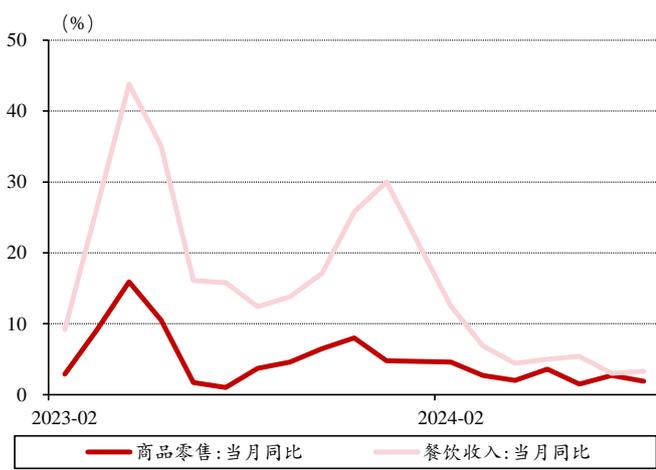


资料来源: Wind, 中银证券

餐饮消费增速持续好于商品消费。受 2022 年疫情期间服务消费基数偏低的影响，2023 年餐饮消费累计同比增速 20.4%，明显高于商品消费累计同比增速 5.8%，从月度数据看，餐饮消费当月同比增速持续高于商品消费当月同比增速，月增速差异在 6.3 个百分点至 27.9 个百分点之间。2024 年至今，社零消费的基数影响明显减小，同时餐饮消费增速回落，与商品消费增速差也明显收窄，但从月度同比增速表现看，2024 年 2 月至 8 月，二者增速差仍在 0.3 个百分点至 7.9 个百分点之间，与疫情前相比，商品消费增速较餐饮消费增速表现偏弱。从计算商品消费与餐饮消费当月社零总额倍数来看，从 2023 年 3 月至 2024 年 7 月，整体下降的趋势也比较明显，8 月商品消费与餐饮消费倍数有所反弹；与 2012 年-2019 年历史同期平均水平相比，2023 年 10 月及之前，商品消费和餐饮消费倍数整体呈现波动的特点，但 2023 年 11 月和 12 月，商品消费和餐饮消费倍数明显低于疫情前历史同期平均水平；2024 年 3 月，商品消费和餐饮消费倍数一度回升至历史同期平均水平上方，但此后连续四个月表现弱于历史同期平均水平。

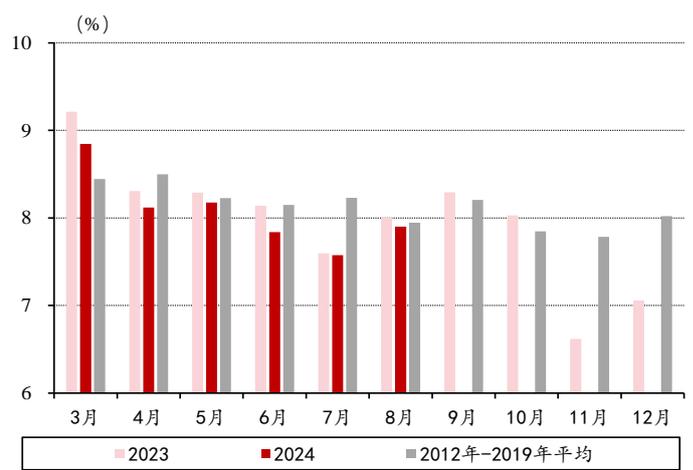
我们认为考虑到 2024 年服务消费的基数影响已经明显减小，因此自 2023 年四季度以来的社零消费走弱，或主要是受商品消费偏弱的影响。

图表 13. 2023 年以来商品零售和餐饮消费当月同比增速



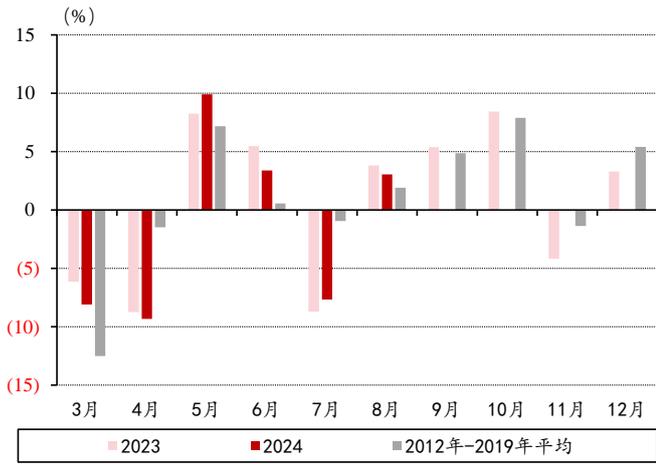
资料来源: Wind, 中银证券

图表 14. 商品销售与餐饮销售收入倍数的历史水平比较



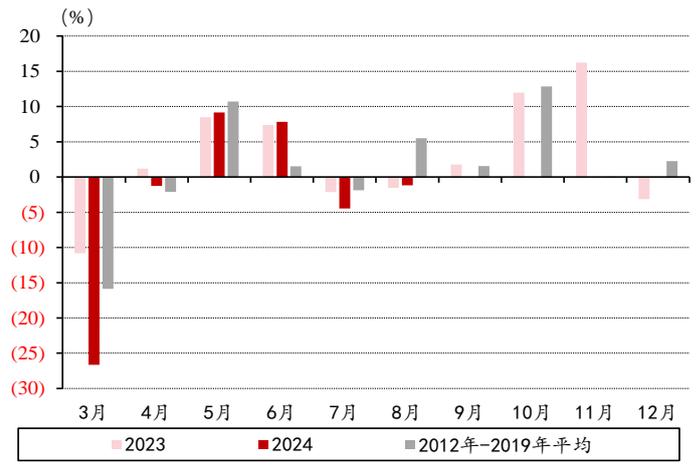
资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 商品销售收入环比的季节性特点



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 餐饮销售收入环比的季节性特点



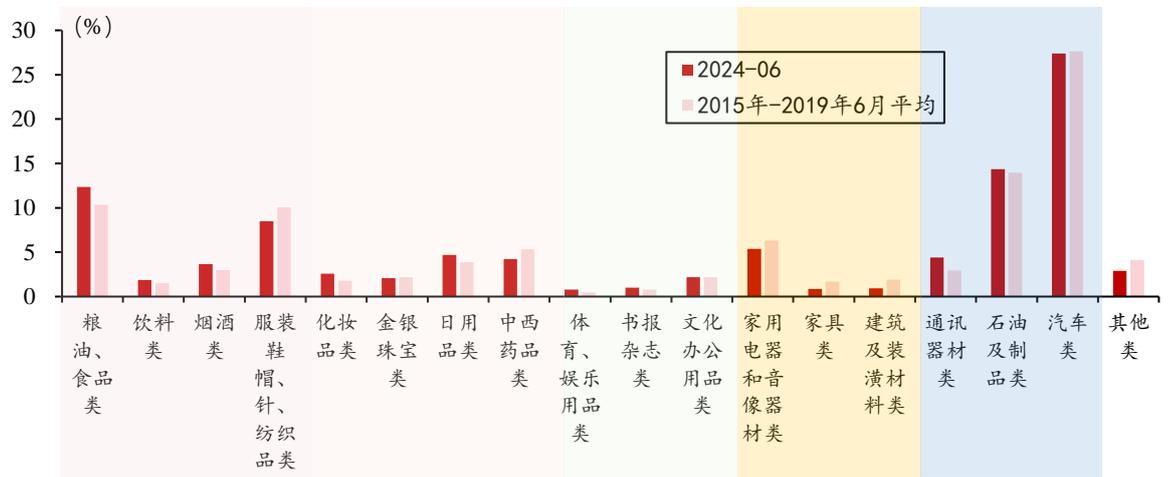
资料来源: Wind, 中银证券

从限额以上企业商品销售额变化情况看,不同品类商品之间消费结构变化差异较大。2024年上半年,消费占比最高的品类依然是交通通信,通讯器材、石油制品和汽车三项累计消费在限额以上企业商品销售额占比46.1%,较2015年-2019年同期平均消费占比上升1.6个百分点,其中汽车上半年价格虽然同比下降幅度较显著,但从消费占比看仍在27.4%的较高水平,较2015年-2019年同期平均消费占比仅小幅下降0.3个百分点;次高的是包括粮油食品、饮料、烟酒和服装鞋帽在内的必需消费品,占比26.3%,较2015年-2019年同期平均消费占比上升1.4个百分点,其中2024年上半年粮油食品类消费占比12.3%,较疫情前同期占比上升2个百分点;2024年上半年包括化妆品、金银珠宝、日用品、中西药品在内的日用品和弹性消费品消费占比13.5%,较2015年-2019年同期平均消费占比小幅上升0.4个百分点。在五个大的消费品类中,包括家用电器、家具、建筑装潢在内的房地产消费品类2024年上半年消费占比仅为7.1%,较疫情前历史同期平均水平大幅下降2.8个百分点。

同时不同商品消费增速变化差异也较大。2023年限额以上商品零售额累计同比增长5.5%,2024年上半年累计同比增速下降至2.9%;从商品类别看,从2023年到2024年上半年,社零销售增速保持在较高水平的有体育娱乐用品、烟酒、通讯器材和石油制品等,2024年上半年消费增速较2023年走高的有粮油食品、通讯器材、家电音响、饮料等,建筑装潢消费增速虽然同比仍在下降但较2023年增速水平大幅上升,消费增速偏低且较2023年明显下滑的有金银珠宝、服装鞋帽和汽车。

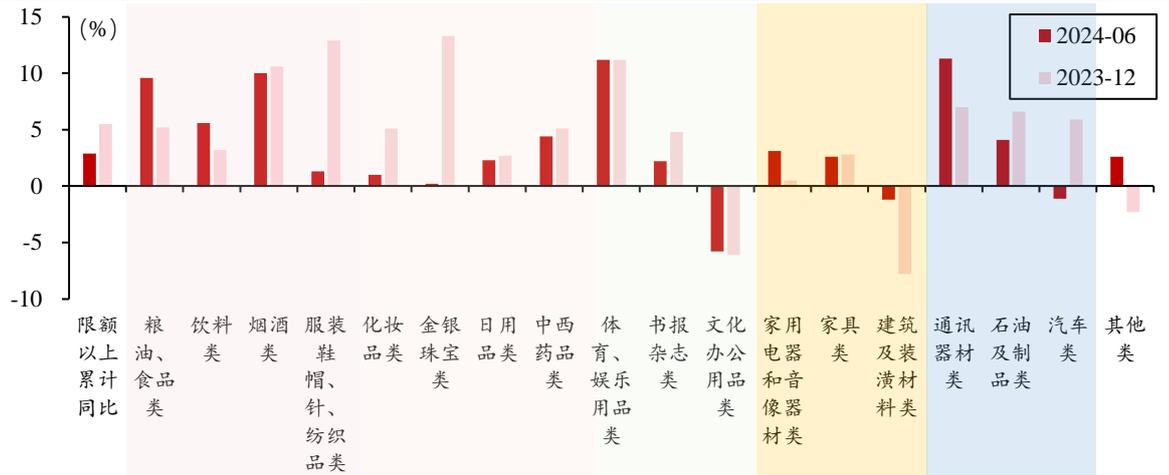
从企业端统计的限额以上商品零售额结构和增速综合来看,2024年必需消费品和交通通信的消费情况整体相对较好,日用品和弹性消费品消费出现增速下滑,文体娱消费表现相对平稳,房地产后周期类消费增速虽然相对疲弱,但在政策和市场的双重影响下已经出现触底迹象。

图表 17. 2024年上半年各类限额以上商品销售额结构对比疫情前同期平均水平变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 2023 年和 2024 年上半年各类限额以上商品销售额累计同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

消费弱与居民部门的关系

居民部门的消费，较大程度上受居民收入掣肘，此外居民 2023 年-2024 年上半年新增消费的结构也较疫情前有较大改变。

居民部门的消费特点

2024 年上半年，居民人均消费支出累计同比增长 6.8%，这一增速明显高于上半年社零累计同比增速 3.7%、限额以上企业商品零售总额累计同比增速 2.9%，和上半年居民人均可支配收入累计同比增速 5.4%。

从累计同比增速看，2020 年-2023 年期间，受到疫情影响和基数效应影响，居民消费增速波动较大，2024 年上半年居民消费的基数效应依然存在，但随着疫情后经济增长逐渐恢复至常态，消费同比增速的波动幅度明显下降。2024 年上半年居民人均消费支出累计同比增速虽然低于 2015 年-2019 年同期平均水平 8.4%，但也显著高于 2020 年-2023 年同期平均水平 5.7%。因此从消费增速的角度看，2024 年上半年居民人均消费支出增速整体韧性较好。

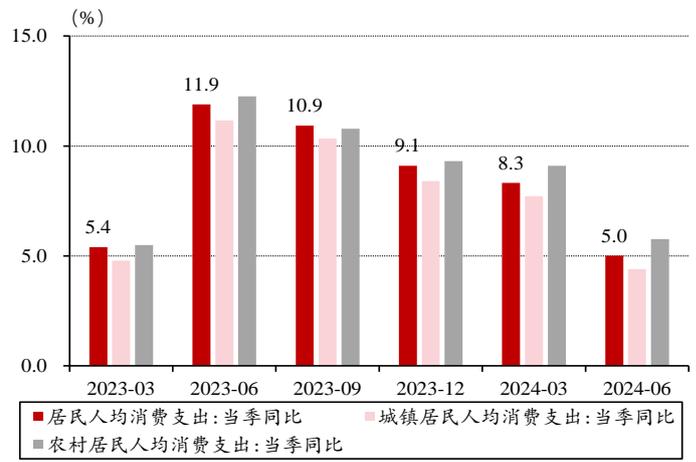
从当季消费增速看，2024 年居民人均消费具备增速下降和城乡增速差走阔两个特点。2023 年居民人均消费支出累计同比增速处于持续上行趋势之下，其中虽然有基数效应的影响，但整体反映出居民消费持续恢复的特点；从当季同比增速来看，2023 年至今居民消费当季同比增速的高点在 2023 年二季度，在低基数影响下达到 11.9%，此后连续四个季度同比增速持续下行，2024 年二季度居民人均消费支出当季同比增速下滑至 5.0%。分区域看，2024 年上半年居民消费依然延续农村消费增速高于城镇的特点，但从消费增速差来看，2024 年一季度和二季度，农村和城镇居民人均消费当季同比增速差均为 1.4 个百分点，这一增速虽然较 2015 年-2022 年平均增速差 3.6 个百分点显著收窄，但较 2023 年四个季度增速差有所走阔。

图表 19. 居民人均收入和消费累计同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 分区域居民人均消费支出当季同比增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

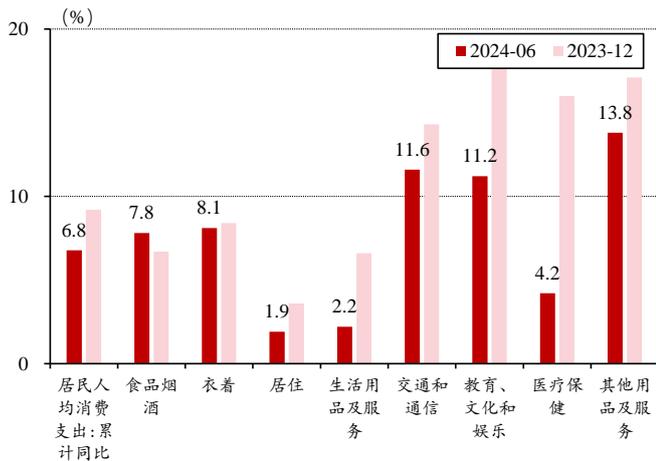
从消费分类增速看，服务类消费整体增速水平相对较高；从消费分类占比结构看，居住相关消费品类占比下降幅度比较明显。

从居民消费分类增速看，2023 年居民人均消费支出同比增长 9.2%，增速偏高的分类主要是 2022 年受疫情影响较大的服务类消费，如教育文化娱乐（17.6%）、其他用品及服务（17.1%）和医疗保健（16.0%）等；2024 年上半年医疗保健消费增速有所回落，但教育文化娱乐消费仍维持了同比 11.2% 的较高增速，此外其他用品及服务 and 交通通信消费也实现了两位数同比高增长。所有分类中，在 2023 年和 2024 年上半年连续增速低于整体水平的仅有居住和生活用品及服务两项。

从居民消费分类结构看，2024年上半年占比最高的是食品烟酒（31.0%）、居住（22.1%）和交通通信（13.4%），与2023年同期相比，占比上升的是交通通信、教育文化娱乐、食品烟酒等，占比下降较多的主要是居住，下降1.1个百分点，其次是医疗保健和生活用品及服务，占比均下降0.2个百分点。与2015年-2019年同期消费结构平均水平相比，2024年上半年食品烟酒和医疗保健消费占比均上升1.0个百分点，是占比上行幅度最大的项目，其次是教育文化娱乐和其他用品及服务，占比均上升0.2个百分点，占比下降的是衣着（下降1.6个百分点）、生活用品及服务（下降0.7个百分点）和交通通信（下降0.1个百分点）。

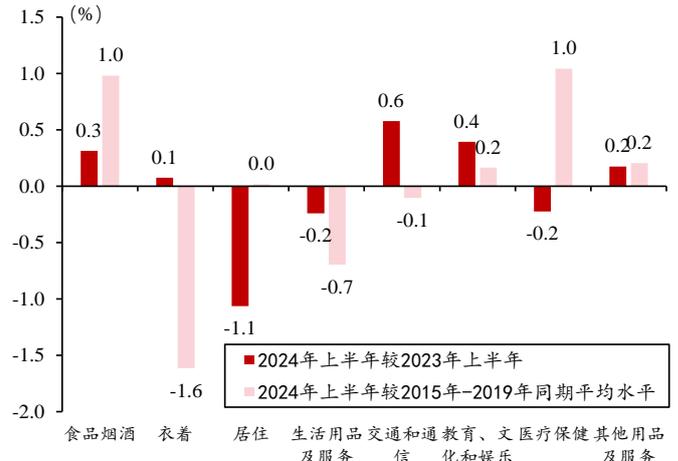
整体来看，居民消费结构变化受两方面因素影响，一是居民的消费偏好，如服务类消费在居民消费中的占比持续上行的趋势，二是价格因素。

图表 21. 分品类近期居民消费增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 2024年上半年居民消费分品类结构变化情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 分品类的不同时期居民消费结构



资料来源: Wind, 中银证券

分区域来看，居民的消费结构变化特征略有不同。

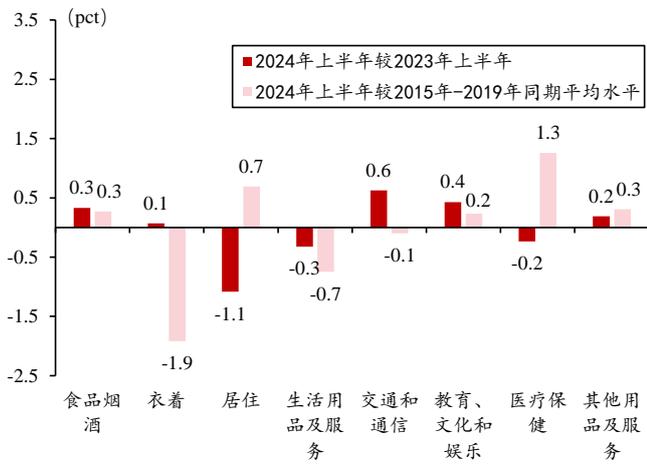
2024年上半年，城镇居民和农村居民的消费结构中，占比最高的三项均为食品烟酒、居住和交通通信，但横向比较来看，城镇居民的消费结构中，食品烟酒和医疗保健的消费占比低于农村居民均超过2个百分点，同时居住消费占比超过农村居民3.7个百分点。

与2023年上半年的消费结构比较看，城镇居民的消费结构中，占比上升较多的分类是交通通信（上升0.6个百分点）、教育文化娱乐（上升0.4个百分点）、食品烟酒（上升0.3个百分点），占比下降较多的分类主要是居住，下降了1.1个百分点；农村居民的消费结构中，占比上升较多的分类也是交通通信（上升0.5个百分点）、教育文化娱乐（上升0.3个百分点）和食品烟酒（上升0.3个百分点），占比下降较多的分类主要也是居住，下降了1.0个百分点。

与 2015 年-2019 年同期平均水平相比，城镇居民的消费结构中，占比上升较多的分类主要是医疗保健，上升了 1.3 个百分点，其次是居住占比上升了 0.7 个百分点，食品烟酒和其他用品及服务消费占比均上升 0.3 个百分点，占比下降的分类主要是衣着和生活用品及服务，分别下降 1.9 个百分点和 0.7 个百分点；农村居民消费结构的变化与城镇居民差异较大，占比上升的分类仅有食品烟酒和医疗保健，分别上升 2.8 个百分点和 0.4 个百分点，占比下降的分类则有居住（下降 1.6 个百分点）、衣着（下降 0.8 个百分点）和生活用品及服务（下降 0.6 个百分点）。

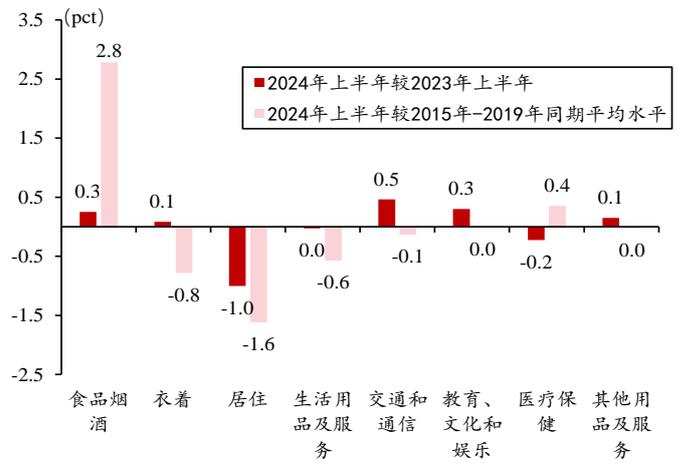
2024 年上半年城镇居民和农村居民的消费结构差异不大，与 2023 年上半年相比，分地区的居民消费结构变化情况也相似，但与 2015 年-2019 年同期平均水平相比，城镇居民和农村居民的消费偏好出现较大差异，其中城镇居民的消费更加偏好居住和服务类，而农村居民的消费结构更加偏好必需消费品。

图表 24. 2024 年上半年城镇居民消费结构历史比较



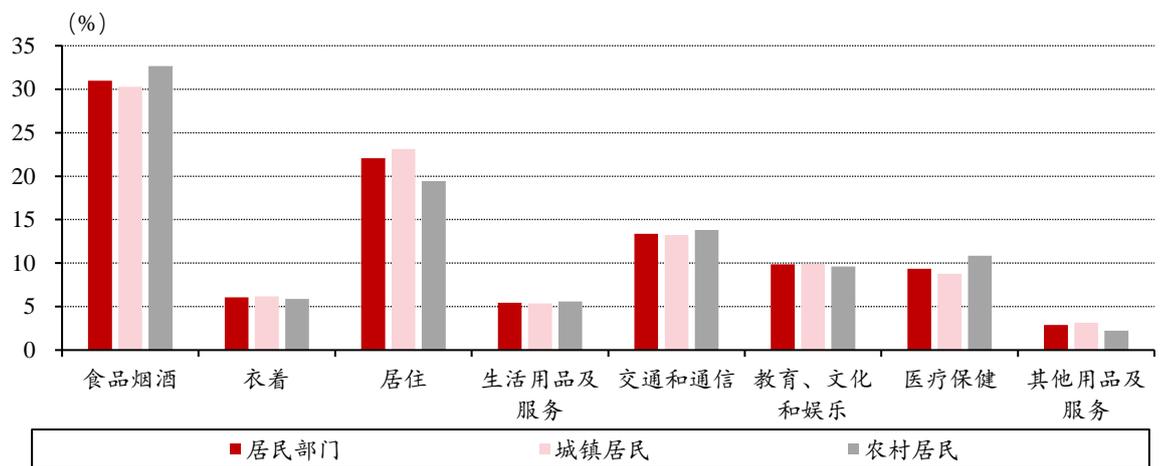
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 2024 年上半年农村居民分品类消费结构历史比较



资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 2024 年上半年城乡居民分品类的消费结构对比



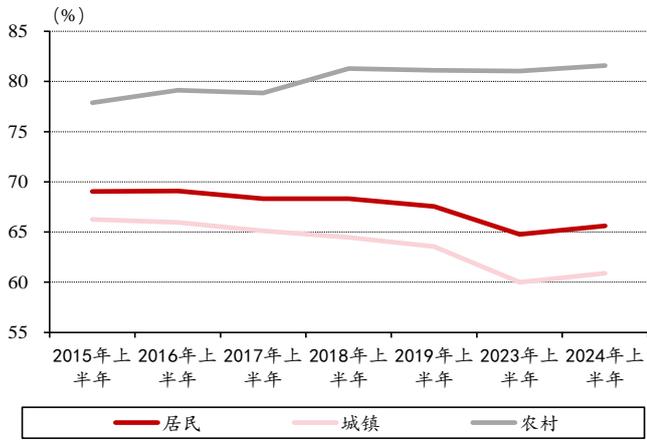
资料来源: Wind, 中银证券

居民消费的收入弹性包括三方面内容，一是计算“居民消费/居民收入”，衡量居民总收入中用于消费的比例，作为居民**消费倾向**，二是计算“较上一年同期新增消费/较上一年同期新增收入”，衡量居民的新增收入中用于消费的比例，作为居民**新增收入的消费倾向**，三是计算在居民的较上一年同期相比的新增消费中，各分类新增消费的情况，衡量居民**新增收入的消费偏好**。

2015年至2024年期间，剔除疫情三年，上半年同期相较，居民整体的消费弹性在疫情之后的2023年上半年和2024年上半年较疫情前明显下降，从67%上方下行至65%左右；其中城镇居民的消费倾向与居民整体走势类似，但农村居民的消费倾向有所不同，在2023年上半年和2024年上半年均位于81%上方，且保持了自2015年以来历史同期的上行趋势。从疫情后的情况看，2023年上半年居民和城镇居民的消费倾向都创下了2015年以来历史同期的最低水平，但包括农村居民在内，三个分类的消费倾向都在2024年上半年实现了较2023年同期上行，一定程度上显示出2024年上半年居民部门消费倾向整体处于修复状态的特点。

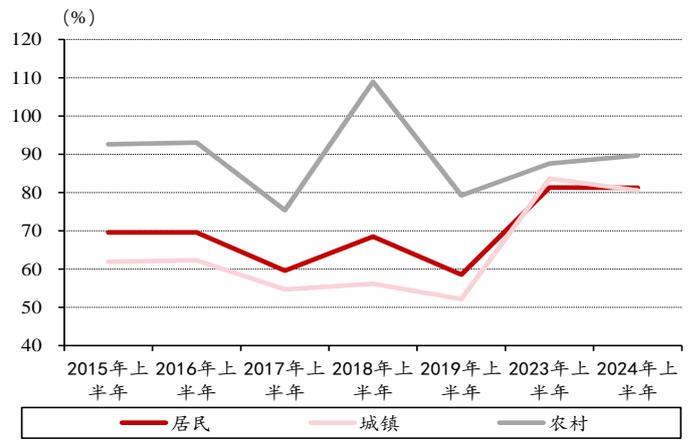
从居民新增收入的消费倾向历史趋势变化看，在2015年之后整体波动比较大，但与消费倾向整体特点不同的是，居民部门和城镇居民在2023年上半年和2024年上半年的新增收入消费倾向，较疫情前出现明显上升，同时期的农村居民新增收入消费倾向则与疫情前相比，没有创下新高。

图表 27. 分区域居民消费倾向变化



资料来源: Wind, 中银证券

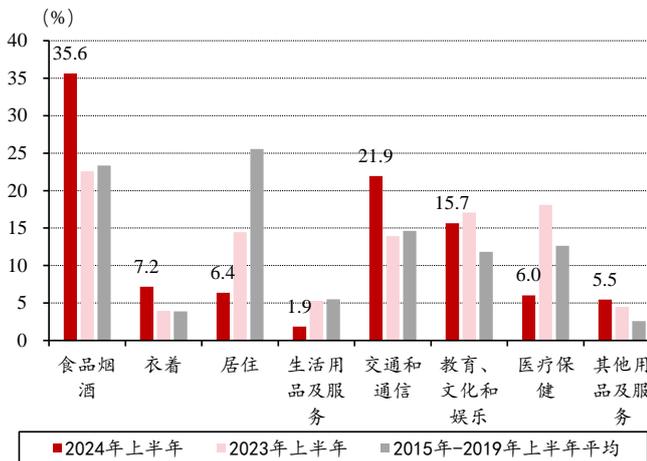
图表 28. 分区域居民新增收入的消费倾向变化



资料来源: Wind, 中银证券

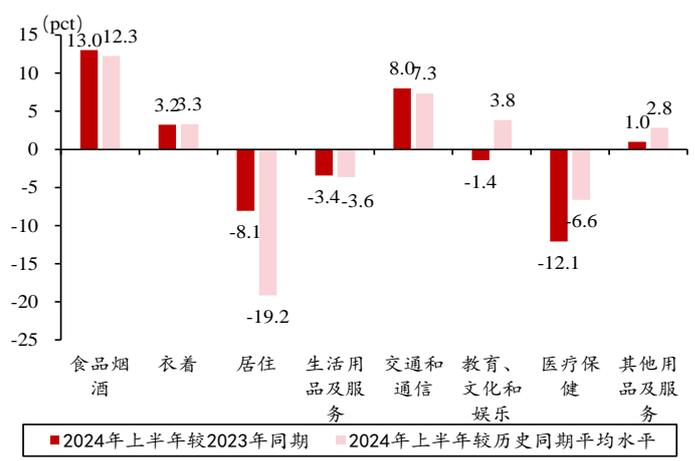
就居民部门整体而言，2024年上半年居民新增收入的消费偏好占比较高的是食品烟酒（35.6%）、交通通信（21.9%）和教育文化娱乐（15.7%），三项消费占居民新增消费的比例达到73.2%，偏好较低的是生活用品及服务（1.9%）、其他用品及服务（5.5%）和医疗保健（6.0%）。与2023年同期相比，和与2015年-2019年同期平均水平相比，新增收入的消费偏好占比上升较多的都是食品烟酒和交通通信，占比下降较多的都是医疗保健和居住。其中值得关注的是两点：一是居住消费在新增收入的消费偏好占比不断下行，2015年-2019年上半年居住的新增消费偏好占比达到25.6%，超过食品烟酒的23.4%，是八个分类中消费偏好最高的分类，但2024年上半年居住的新增消费偏好回落至仅为6.4%，二是2024年上半年教育文化娱乐的新增消费偏好，较2023年上半年下降，但较历史同期平均水平上升。我们认为上述两点消费偏好的变化，均与市场 and 政策影响相关。

图表 29. 居民新增收入消费结构



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 居民新增收入消费结构相较于历史水平的变化

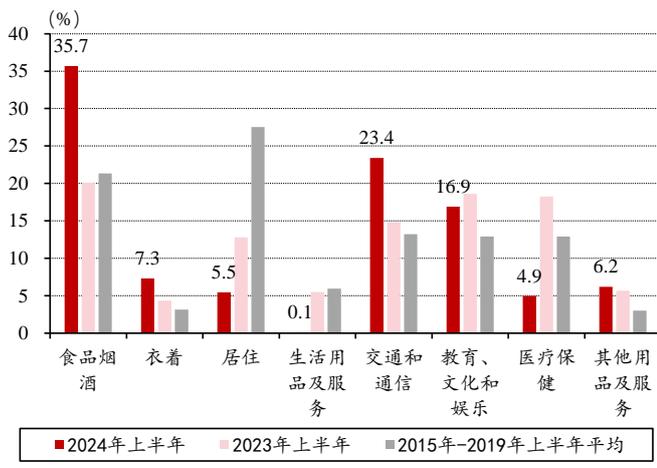


资料来源: Wind, 中银证券

从城乡居民的消费结构对比看，2024年上半年城镇居民和农村居民的消费偏好结构相似，差异主要在于消费偏好比例，但有一项消费偏好结构差异最大，就是生活用品及服务，城镇居民的消费偏好仅为0.1%，远低于农村居民的5.3%。此外，农村居民较城镇居民消费偏好结构更高的分类是医疗保健、居住和食品烟酒，消费偏好结构更低的是交通通信、教育文化娱乐和其他用品及服务。整体来看，虽然农村居民的服务类消费偏好占比上升，但在边际消费倾向上仍普遍低于城镇居民。

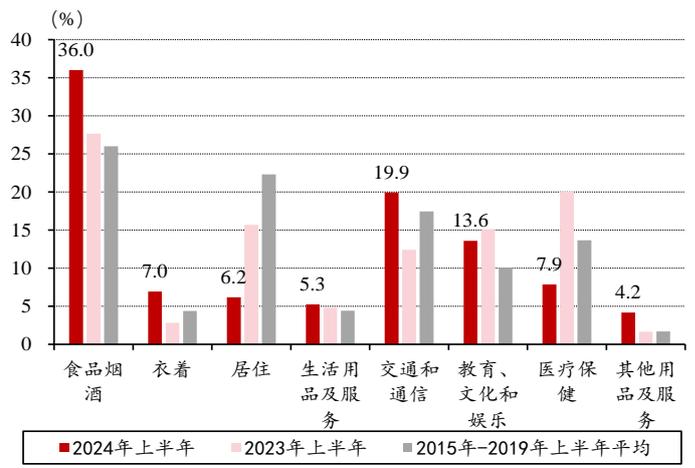
从城乡居民的新增消费倾向历史比较看，新增消费偏好的变化情况也非常相似，与2023年同期和历史同期平均水平相比，新增消费偏好上升较多的都是食品烟酒和交通通信，下降较多的都包括居住和医疗保健；差异较大的项目是生活用品及服务，城镇居民2024年上半年的新增消费偏好较2023年同期和历史同期平均水平都是明显下降的，但农村居民都是小幅上升的，我们认为这一差异可能是受到城乡居民耐用消费品人均保有量差异和今年以来消费品以旧换新政策的影响。

图表 31. 城镇居民新增消费偏好结构



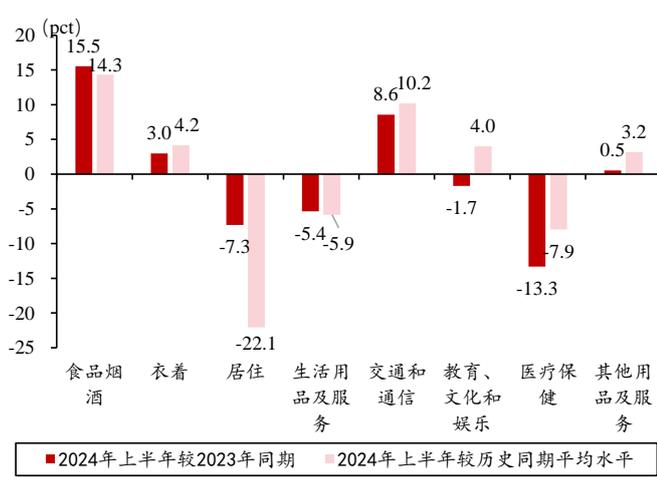
资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 农村居民新增消费偏好结构



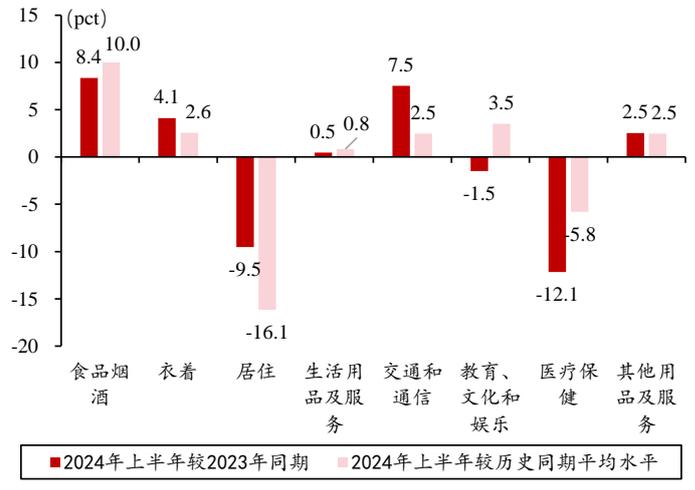
资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 城镇居民 2024 年上半年新增消费偏好历史比较



资料来源: Wind, 中银证券

图表 34. 农村居民 2024 年上半年新增消费偏好历史比较



资料来源: Wind, 中银证券

综合分析，我们认为居民的消费倾向和新增收入消费倾向并未出现显著下降，居民消费偏弱的主要原因或在于两方面，一是居民收入同比多增幅度有所收窄，二是居民新增收入的消费偏好出现结构性变化。

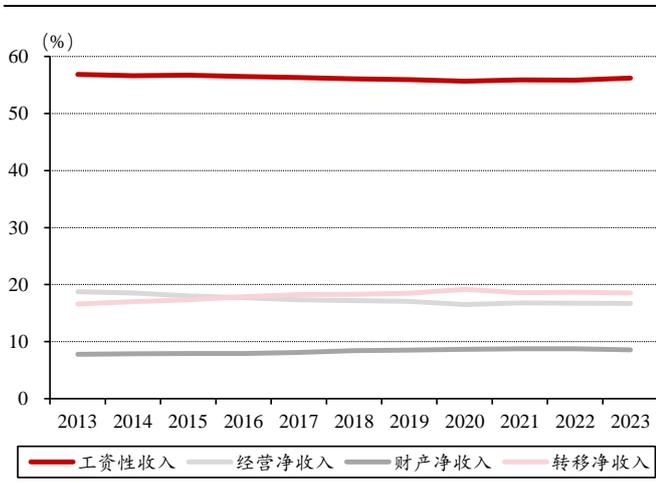
居民收入和就业的特点

居民收入构成分为四个部分，分别是工资性收入、经营净收入、财产净收入和转移净收入。从占比看，2023 年工资性收入占比 56.2%，仍是占比最高的组成部分，虽然较 2013 年的比例小幅下降了 0.7 个百分点，但是较疫情期间占比明显上升；2013 年-2023 年期间，占比持续上升的是转移净收入，2023 年占比已经达到 18.5%；经营净收入 2023 年的占比为 16.7%，2013 年至今整体呈现下降趋势。从增速看，2013 年至今，居民收入的四个组成部分增速整体都在波动下降趋势当中，但在 2019 年及之前，增速波动的情况相对稳定，即经营净收入增速偏低，财产净收入和转移净收入增速相对偏高，工资性收入增速在三者区间范围内，但 2023 年工资性收入增速 7.1%，成为增速最高的分类。

从“居民人均可支配收入”的统计方法看，是将家庭总收入扣除交纳的个人所得税和个人交纳的各项社保支出之后，按照居民家庭人口平均的收入水平。从统计方法可以看出，居民人均收入在统计方面的特点是以家庭为单位，因此部分家庭包括了未成年人和退休人员等非经济活动人口，一定程度上可能拉低居民人均收入水平。这也一定程度上解释了，我国低收入户年收入水平与低保年收入水平相近的矛盾。从 2022 年统计局数据看，城市低保平均标准为 752.3 元/人月，年收入 9027.6 元，农村低保平均标准为 582.1 元/人月，年收入 6985.2 元；同年，我国居民人均可支配收入中 20% 低收入户年收入 8601.1 元，其中城镇居民 20% 低收入户年收入 16970.7 元，农村 20% 低收入户年收入 5024.6 元。低收入户人均可支配收入偏低，一定程度上或是受到家庭单位中非经济活动人口数量的影响，在放开三孩的政策影响下，未来一段时间内居民人均收入多增幅度收窄或将延续，同时需要密切关注居民收入倍数的波动趋势，防止出现贫富差距拉大的情况。

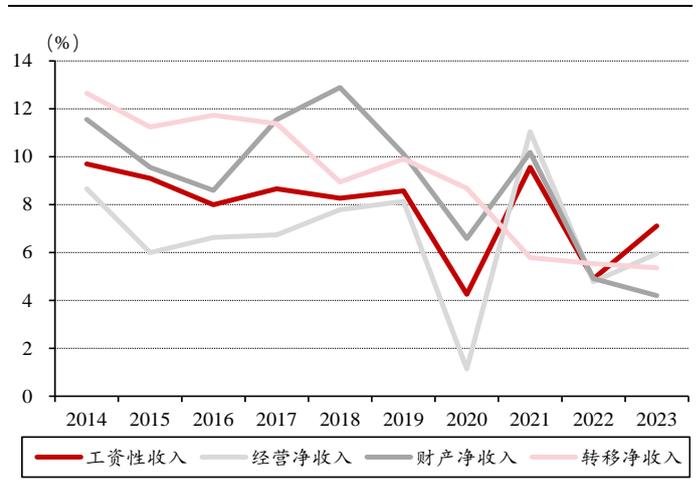
从居民收入增加的角度看，我们认为经济活动人口是重点关注对象。以 2022 年数据为例，我国总人口 141175 万人，其中 0-14 岁人口 23908 万人和中等高等教育在校人口 14537.8 万人，占比分别为 16.9% 和 10.3%，合计占比 27.2%，是我国潜在的新增劳动力和教育人口红利，城乡领取养老保险人数 16464.2 万人，占比 11.7%，低保人数 4032.1 万人，占比 2.9%，为财政兜底的民生支出相关人员，合计占比 14.5%，此外统计局公布的经济活动人口数 76863 万人，占比 54.4%，提高这一部分人员的就业率和劳动收入，是提高居民收入的重点。

图表 35. 居民人均可支配收入结构



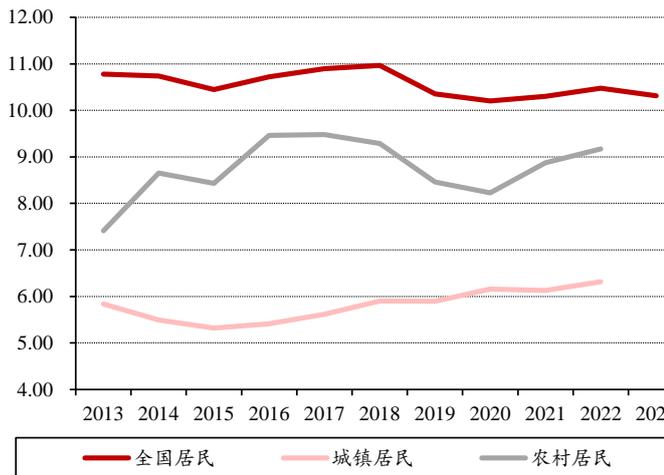
资料来源: Wind, 中银证券

图表 36. 居民人均可支配收入分类增速



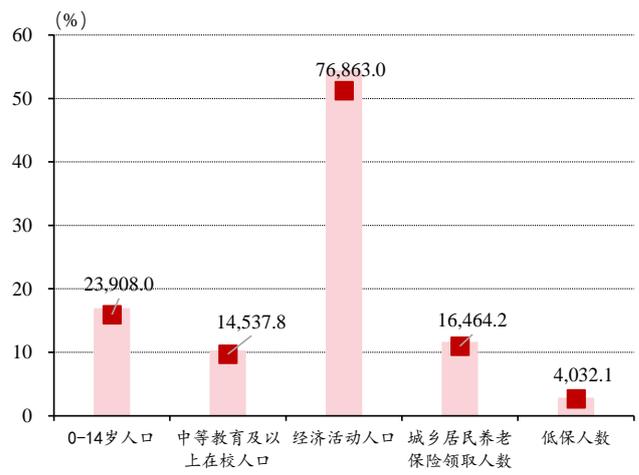
资料来源: Wind, 中银证券

图表 37. 分区域居民高收入户和低收入户收入倍数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 38. 2022 年我国人口分布特点 (单位: 万人)

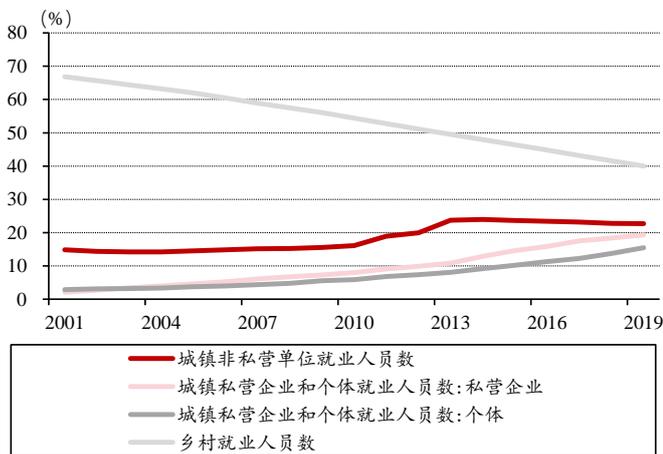


资料来源: Wind, 中银证券

从现有统计数据看,截至 2019 年,我国就业人员数 75447 万人,延续了自 2014 年就业人数达到历史峰值后持续下行的趋势,其中城镇就业人数 45249 万人,高于乡村就业人数 30198 万人;城镇就业人数当中,非私营单位就业人数 17161.78 万人,在全部就业人数比例为 22.7%,私营企业就业人数 14566.65 万人,占比 19.3%,个体就业人数 11691.59 万人,占比 15.5%。横向比较看,乡村就业人数最高,但就业单位相对城镇比较单一,城镇就业人员中,私营单位和个人就业占比最高,截至 2019 年在全部就业中占比达到 34.8%,在城镇就业人员中占比达到 58.03%。但另一方面,城镇私营单位就业人员平均工资水平明显偏低,2022 年,城镇非私营单位在岗职工平均工资为 11.72 万元,私营单位仅有 6.52 万元,并且 2015 年以来,除了 2020 年以外的时间内,非私营单位在岗人员工资增速更高,这就导致了二者收入差距不断拉大,且在 2015 年之后,收入差走阔的斜率明显抬升。

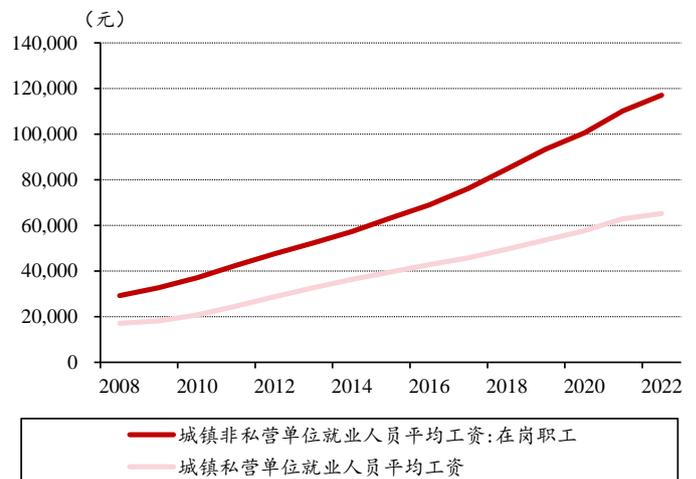
以城镇的行业分类、就业人数、平均工资等数据为例,2019 年-2022 年期间,我国各行业城镇就业人数净下降 461.12 万人,其中就业人数降幅较大的是建筑业、制造业、金融业、农林牧渔业和批发零售业,就业人数上升较多的是卫生社保、租赁商服、信息技术、教育和科研服务。对比就业人数变动和就业人员工资三年复合增速来看,居民人均收入同比增幅收窄的原因或有两个,一是新增就业少增的行业,在过去三年收入的复合增速整体处于中等偏高水平,二是从吸纳城镇劳动力更多的私营单位看,收入复合增速偏高的行业,对应同行业非私营单位的收入增速,相对偏低。考虑到数据截至 2022 年疫情期,可能仍存在疫情因素的影响,需要关注 2023 年疫情防控转段之后,相关数据是否出现边际好转的趋势。但整体来看,居民收入同比增幅收窄,或一定程度上受新增劳动力较多集中在过去三年工资复合增速偏低的行业,以及非私营单位工资倍数更高的行业。

图表 39. 就业人口的企业类型分布结构



资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. 城镇居民非私营单位和私营单位平均工资



资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. 城镇居民新增就业和工资相关情况

	2023年城镇非私营/私营就业人员平均工资倍数	城镇私营单位就业人员平均工资三年复合增速 (单位: %)	城镇非私营单位就业人员平均工资三年复合增速 (单位: %)	2022年较2019年就业人数变化 (单位: 万人)
农林牧渔业	1.42	4.11	14.45	-55.18
采矿业	1.78	11.31	10.09	-26.79
制造业	1.45	8.41	7.66	-93.58
电力、燃气及水的生产和供应业	2.22	7.62	7.27	2.17
建筑业	1.34	3.99	6.09	-435.30
交通运输、仓储和邮政业	1.80	6.95	5.93	-39.30
信息传输、计算机服务和软件业	1.79	13.25	10.96	73.90
批发和零售业	1.95	7.56	9.03	-44.75
住宿和餐饮业	1.13	3.87	2.36	-10.22
金融业	1.58	13.17	9.88	-86.49
房地产业	1.64	1.22	4.07	1.24
租赁和商务服务业	1.63	4.71	6.49	77.91
科学研究、技术服务和地质勘查业	2.08	6.44	7.00	21.49
水利、环境和公共设施管理业	1.45	0.20	3.73	9.14
居民服务和其他服务业	1.38	2.83	2.82	3.78
教育	2.22	1.30	7.23	41.30
卫生、社会保障和社会福利业	1.93	7.54	7.48	108.27
文化、体育和娱乐业	2.14	4.82	4.00	-4.66
公共管理和社会组织	-	-	7.56	-4.04
整体比较	1.77	6.77	7.86	-461.12

资料来源: Wind, 中银证券

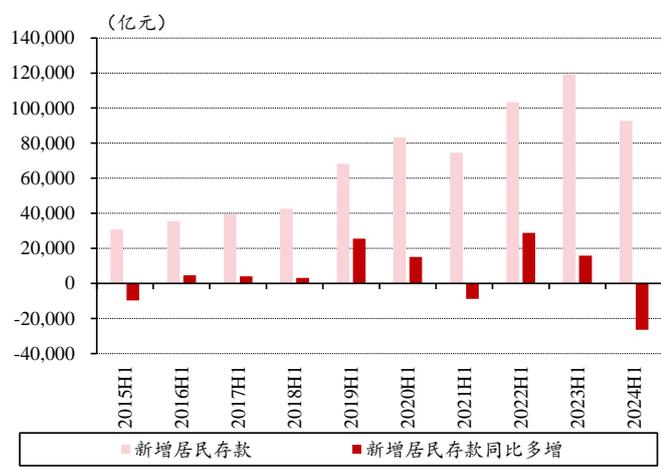
居民部门的消费潜力

虽然 2024 年以来，居民超额储蓄增长放缓，居民加杠杆动力也明显减弱，但从绝对水平看，居民储蓄余额仍在不断增长，同时居民负债的供给端有动力增加居民债权，居民消费仍有较大释放潜力。

超额储蓄增长乏力

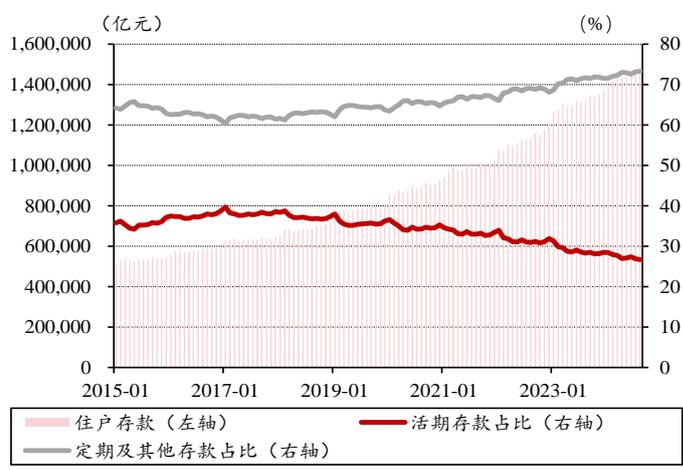
2023 年居民超额储蓄高增的情况，在 2024 年上半年出现走弱的趋势。2024 年上半年，居民新增存款 9.27 万亿元，虽然新增存款水平较 2015 年以来的历史同期相比，整体仍处于较高水平，但明显低于 2022 年同期和 2023 年同期的 10.33 万亿元和 11.91 万亿元。从新增居民存款同比变化的角度看，2024 年上半年居民新增存款同比少增 2.64 万亿元，2015 年以来，历史同期此前仅有 2015 年和 2021 年两次出现新增居民存款同比少增的情况，少增幅度分别为 9700 亿元和 8800 亿元，因此 2024 年上半年居民新增存款同比少增的情况，预计对居民消费支出的影响或在下半年延续。

图表 42. 2024 年上半年居民新增存款同比少增



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 居民存款中定期存款占比不断上升

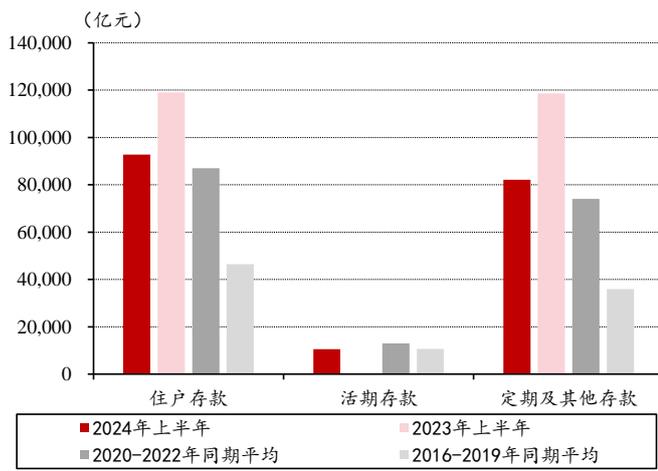


资料来源: Wind, 中银证券

分存款类型看，2024 年上半年居民存款余额 146.26 万亿元，其中活期存款占比 27.4%，定期存款占比 72.6%，从变化趋势看，2017 年之后，居民存款中活期存款占比不断下降，定期存款占比持续上升。从 2024 年上半年数据看，居民部门新增活期存款 1.05 万亿元，新增定期存款 8.22 万亿元，与 2023 年上半年相比，活期存款多增的情况比较明显；但与历史同期数据比较看，定期存款多增的幅度较大。从新增存款同比多增的幅度看，2024 年上半年居民存款同比大幅少增，主要原因在于居民定期存款少增，居民新增活期存款较 2023 年上半年同期是多增的。

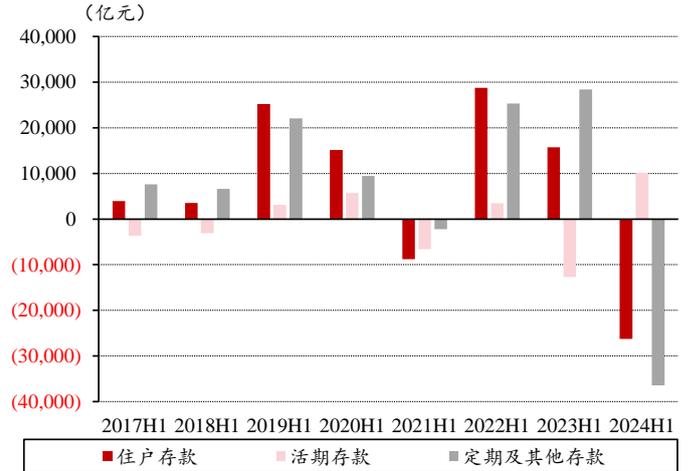
整体来看，2023 年上半年居民新增存款的特点是定期化，而 2024 年上半年居民新增存款出现活期化的现象。

图表 44. 2024 年上半年居民新增存款分类情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 45. 2024 年居民新增存款同比多增情况的历史比较



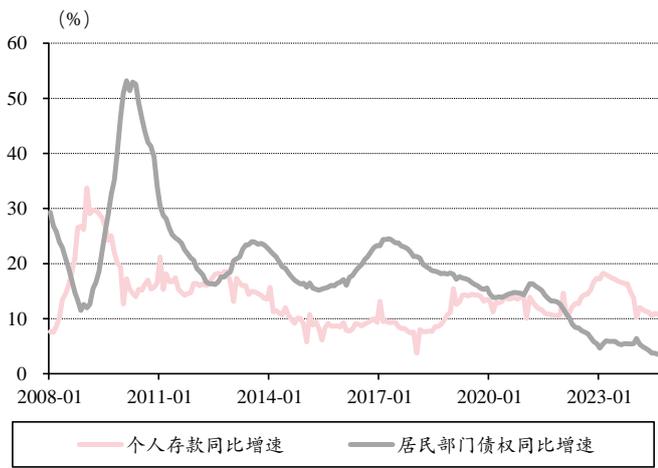
资料来源: Wind, 中银证券

居民有加杠杆空间。2023 年年初以来,居民存款余额同比增速持续下降,从 2023 年 2 月的 18.3% 持续下行至 2024 年 8 月的 10.8%,但相较之下,居民负债增速的下行过程更长。从趋势看,2017 年 4 月居民负债余额同比增速达到 24.5% 的阶段高点之后,此后延续了较长时间的下行过程,特别是在 2021 年 2 月之后,居民负债余额同比增速下行幅度进一步加大,截至 2024 年 8 月,居民负债余额同比增速已经从 16.4% 回落至 3.5%。

从居民负债余额同比增速和居民存款余额同比增速比较看,自 2008 年以来,大致上仅有两个时期,存款增速出现较长时间高于负债增速,一次是在 2008 年 8 月至 2009 年 7 月期间,受次贷危机影响,居民负债增速大幅回落,另一次就是 2022 年 3 月至今,相较前一次仅持续了 12 个月,本次增速差趋势倒挂已经持续了 30 个月。

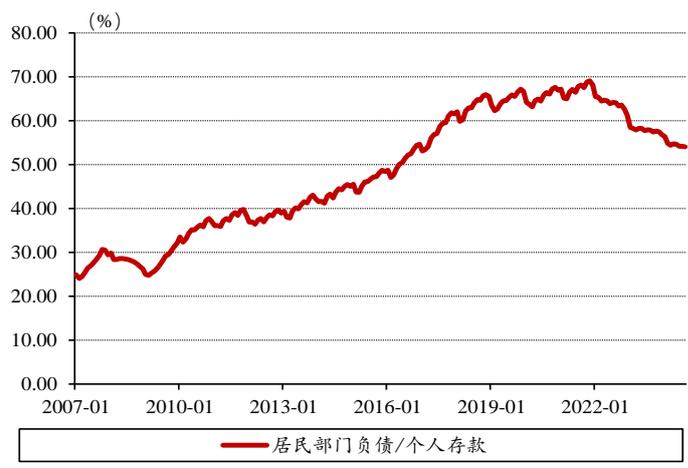
从居民部门负债率的角度看,2018 年-2021 年期间,在居民负债余额同比增速下降和居民存款余额同比增速中枢上移的共同影响下,居民部门负债率上行的斜率较此前明显下降,但在 2021 年 11 月,居民负债率也创下了 69.04% 的历史最高水平;此后居民负债率持续快速下滑,截至 2024 年 8 月已经回落至 54.03%。

图表 46. 居民存款和负债余额同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 47. 居民负债率变化情况



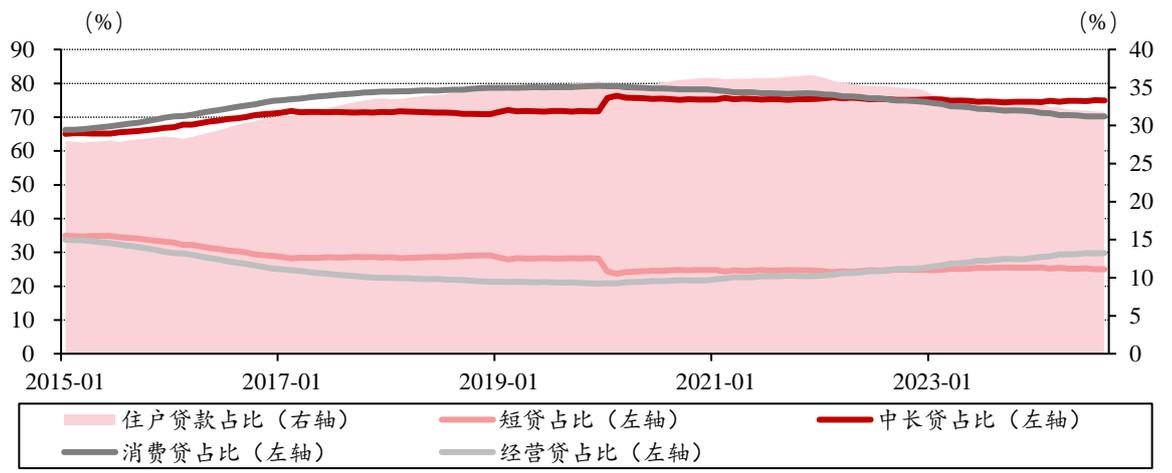
资料来源: Wind, 中银证券

居民负债的基本情况

居民负债分类主要有两种口径，一是按照期限，分为短期贷款和中长期贷款，二是按照用途，分为消费性贷款和经营性贷款。从存款类金融机构人民币境内贷款余额来看，截至2024年7月，居民贷款余额79.69万亿元，在境内贷款余额占比31.83%，其中居民短期贷款余额19.95万亿元，在居民贷款余额中占比25.03%，中长期贷款余额59.74万亿元，占比74.97%，居民消费性贷款余额55.96万亿元，在居民贷款余额中占比70.22%，经营性贷款月23.73万亿元，占比29.78%。从各分类居民贷款余额占比走势看，居民中长期贷款占比整体保持在历史同期较高水平，消费贷占比虽然也较高，但有小幅下行的趋势，整体来看，居民贷款占比在2021年11月到底历史最高点36.62%之后持续下行，一定程度上受到消费贷表现偏弱的影响。

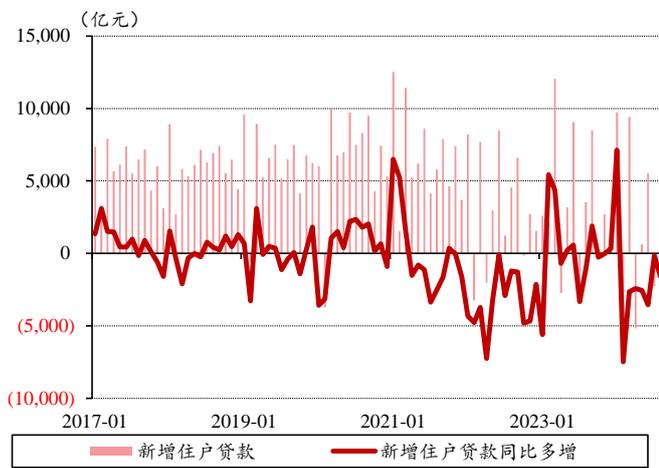
从居民每月新增贷款看，大幅少增的情况最早出现在2022年初，分别是2022年2月少增3248亿元和2022年4月少增2023亿元，此后居民每月新增贷款虽然基本能够保持正增长，但增幅较2021年及之前明显下降，2024年2月居民新增贷款出现2015年以来最大幅度的少增，少增幅度达到5305亿元，2024年4月少增幅度再次达到5159亿元。从居民新增贷款同比多增的情况看，居民贷款走弱的现象更加明显，并且时间也明显前移，自2021年4月开始，居民当月新增贷款同比多增开始落入负增长区间，并在2021年-2022年期间延续，2023年随着经济开始进入疫后修复阶段，居民当月新增贷款同比多增波动回正增长区间，但自2024年2月开始，再度落入负增长区间。分贷款类型看，居民新增贷款同比少增幅度最大的是短贷，其次是经营贷，消费贷和中长贷同比少增的幅度也较大，但从2024年7月的当月数据看，率先实现了新增贷款同比多增。

图表 48. 居民贷款结构变化



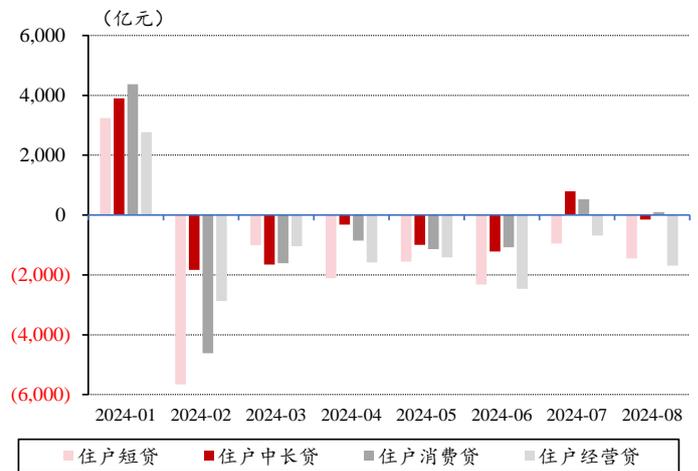
资料来源: Wind, 中银证券

图表 49. 新增居民贷款和新增居民贷款同比多增变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 50. 2024年各分类居民贷款同比多增情况

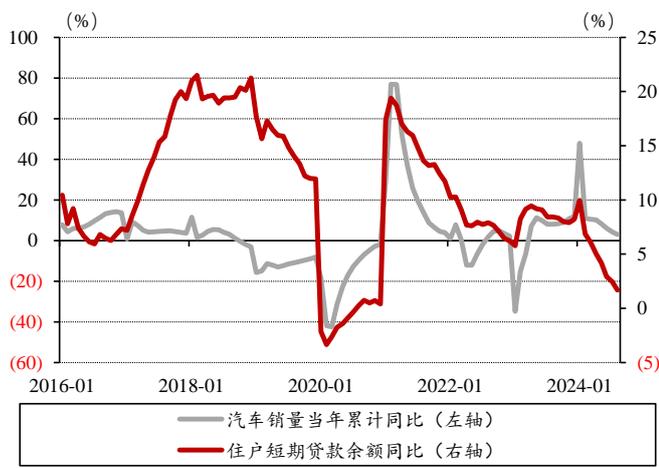


资料来源: Wind, 中银证券

居民短期贷款余额同比增速较长时间以来与汽车销量累计同比增速趋势相似，但期间有两次二者走势差异较大，第一次出现在2017年-2019年期间，居民短期贷款同比增速大幅上升，但汽车销量增速疲弱且持续下行，第二次出现在2014年至今，二者增速虽然都下行，但与前次不同的是，汽车销量增速高，居民短期贷款增速低且落入同比负增长区间。从短贷的构成看，2016年至2017年期间，居民短期经营贷余额同比负增长，2018年之后同比增速持续上行，在2021年2月触及26.96%的增速高点之后开始下降，但截至2024年8月，居民短期经营贷余额同比增速仍处于7.43%的较高水平；相较之下，居民短期消费贷同比增速的波动较大，其对居民短期贷款整体增速造成显著影响的时期有两次，一次是2017年-2018年期间，短期消费贷的占比上升、同比高增，对居民短贷余额增速影响较大，二是在2020年期间，受疫情影响居民短期消费贷同比增速维持在低位，拉低了居民短贷整体增速。2024年3月之后，居民短期消费贷同比再度落入负增长区间，且同比增速持续下行，截至8月已降至-4.43%。

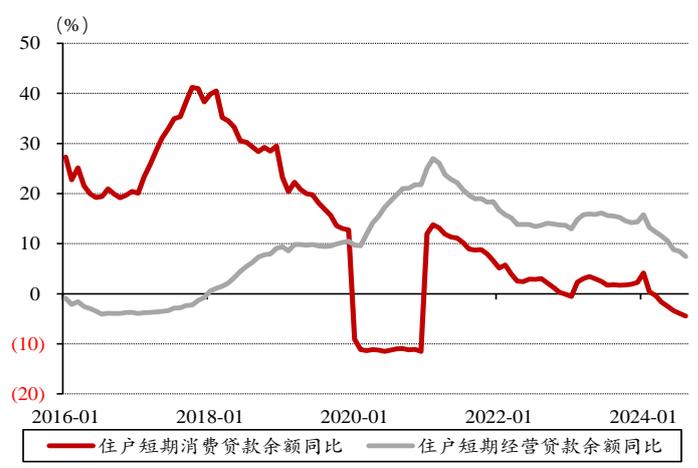
居民中长期贷款余额同比增速自2022年4月结束了两位数的增长，至今基本维持在5%以下的偏低增速水平。从居民中长期贷款分类增速看，经营贷余额同比增速仍在较高水平，增速下行较多的是消费贷。与居民短贷余额结构中消费贷与经营贷占比相对均衡不同的是，居民中长期贷款中，消费贷占比最高水平在2020年2月达到85.92%，此后虽然有所下降，但截至2024年8月仍占比78.50%，因此居民中长期贷款余额的波动，较大程度上受到消费贷的变化影响。2022年3月开始，居民中长期消费贷同比增速落入个位数增长区间，并自2023年1月以来保持在2%下方低速增长，主要是受到个人购房贷款疲弱的影响。从新增个人购房贷款看，2021年居民新增个人购房贷款总额开始出现下行，2022年四季度开始，居民新增个人房贷落入负增长区间，并在2023年二季度之后出现较长时间的净下降。在居民个人房贷余额持续下行的同时，不含个人房贷的居民消费性贷款余额则持续上升，特别是在2023年期间保持强劲的增长，新增余额达到2.52万亿元，2024年居民消费贷增长幅度有所放缓，上半年新增2300亿元。

图表 51. 居民短期贷款与汽车销量同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 52. 居民分类短期贷款同比增速



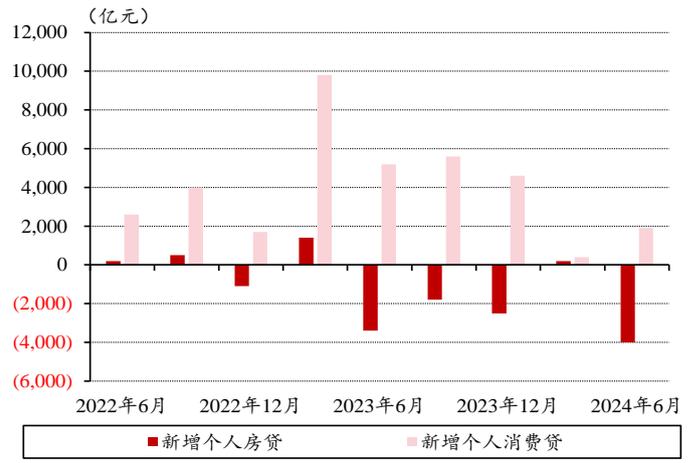
资料来源: Wind, 中银证券

图表 53. 居民中长期贷款分类增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 54. 新增居民房贷和新增居民消费贷变化情况



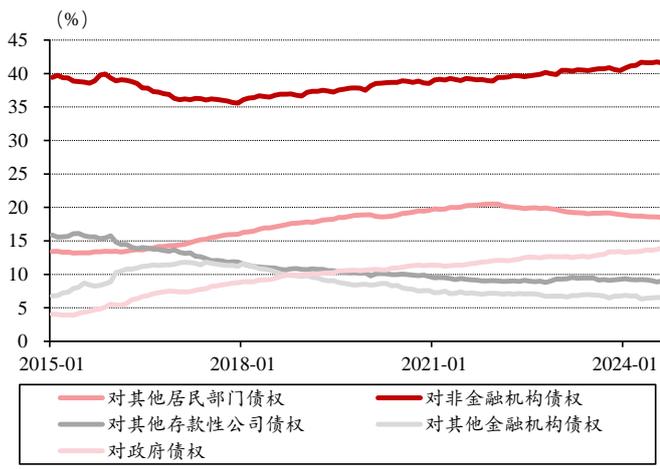
资料来源: Wind, 中银证券

金融机构未来或偏好个人贷款

增加对居民部门债权或是未来的发展方向。从存款性公司资产构成结构看,截至2024年8月,占比最高的是对非金融机构债权,达到41.59%,其次是对居民部门债权18.50%,再次是对政府部门债权13.91%;从趋势看,2018年之后,存款性公司对非金融机构债权和对政府债权的占比都处于上行趋势,但对居民部门债权的占比出现了拐点,在2021年11月达到阶段性高点20.53%之后持续下降。从2024年前8个月存款性公司债权资产余额变化情况看,能够发现较明显的调结构倾向,一方面是对非金融机构债权增量最大、增速最高,对政府债权增速较高,另一方面是对金融类机构的债权余额低增甚至少增,对居民部门债权余额的变化则处于二者之间。从分规模的中资银行一季度对居民部门债权余额变化看,大型银行对居民部门债权新增1.2万亿元,较2023年底增长3.15%,一定程度上表明,目前居民部门债权增长乏力,一方面原因在于居民贷款需求的总量疲弱和结构调整,另一方面也在于不同金融机构的业务发展倾向差异。

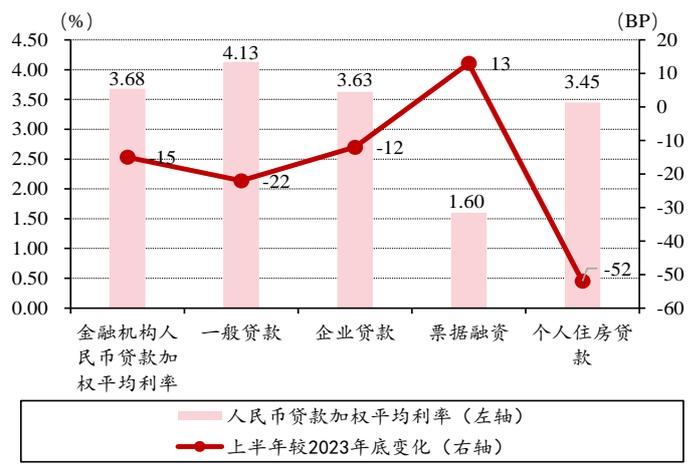
但我们认为居民贷款业务未来仍有较大发展空间,主要原因有三个,一是利率水平不低,二是不良率不高,三是居民贷款在银行资产端的占比有上升空间。以个人住房贷款为例,2024年上半年个人住房贷款利率较2023年底下降了52BP,回落至3.45%,与金融机构人民币贷款加权平均利率相较,利率下降幅度偏大,但利率水平没有大幅偏低;从不良率看,2022年个人房贷不良率0.5%,明显低于商业银行平均不良率1.63%,同时低于商业银行人民币贷款余额最高的五个行业的不良率。从个人其他贷款不良率看,信用卡2022年贷款不良率2.1%,其他个贷2021年贷款不良率1.6%,虽然高于房贷和车贷,但与批零贸易和制造业等行业相比,资产质量相对较好。此外从银行等金融机构资产端结构看,2022年以来居民负债增长相对偏慢,除了受房贷需求减弱的影响,也较大程度上受到经济下行压力和居民收入增长压力的影响,随着经济增长步入新均衡,居民部门加杠杆需求有可能重新回升。

图表 55. 存款性公司主要债权结构变化



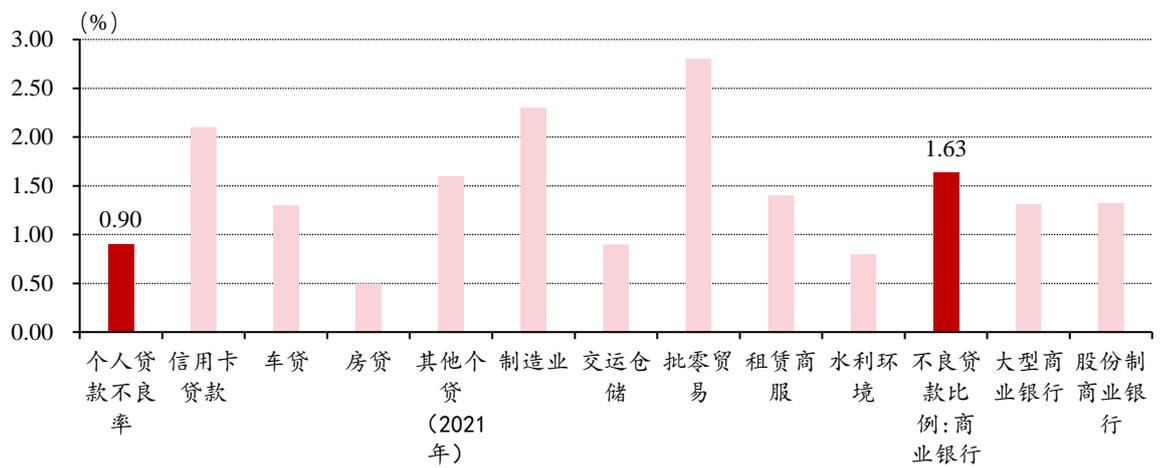
资料来源: Wind, 中银证券

图表 56. 2024 年上半年金融机构人民币贷款利率和变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 57. 2022 年个人贷款不良率的横向比较



资料来源: Wind, 中银证券

如何稳定居民消费

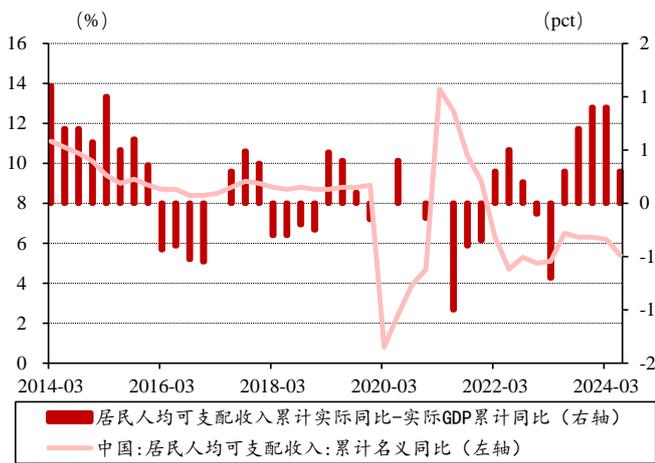
稳定居民消费支出，一是要增加居民收入，二是挖掘居民潜在消费发展方向。

总量上着力增加居民收入

居民人均可支配收入实际增速与实际 GDP 增速基本同步。2014 年至今，居民人均可支配收入同比增速经历了两个发展阶段：疫情前，居民收入增速虽然有下行趋势，但在较长时间内都维持在 8% 以上的较高增速水平；疫情期间和疫情后，居民收入增速先后大幅波动，继而出现较明显的下台阶，2023 年二季度以来，居民收入增速保持在 6% 上方。从居民人均可支配收入累计实际同比增速与实际 GDP 增速差看，剔除 2020 年一季度和 2021 年一季度的异常值后，二者的差异基本维持在 -1.0pct 至 +1.1pct 的区间范围内波动，2014 年一季度至 2024 年一季度的增速差平均值为 0.16pct，增长基本同步。

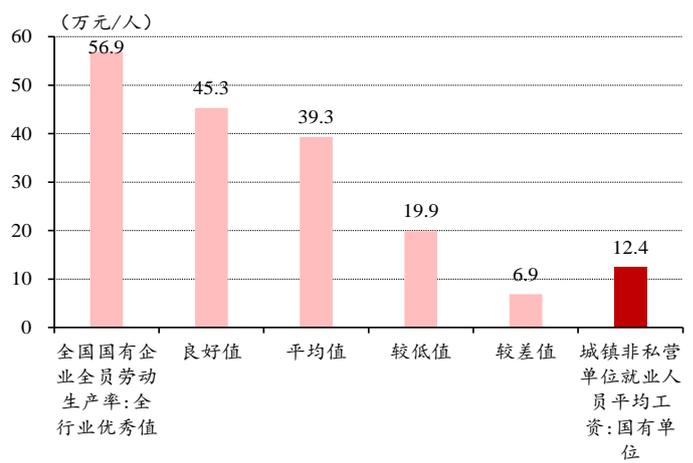
就业人员平均工资仍有上升空间。以 2022 年国企全员劳动生产率为例，优秀企业的全员劳动生产率达到了 56.9 万元/人，较差企业的全员劳动生产率为 6.9 万元/人，二者差距达到 8.25 倍。同时期城镇国有单位就业人员平均工资水平为 12.4 万元/人，在全部国有企业全员劳动生产率分级当中，大幅高于较差值，但也明显低于较低值。

图表 58. 居民人均可支配收入增速与 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

图表 59. 2022 年全国国企劳动生产率和人均工资



资料来源：万得，中银证券

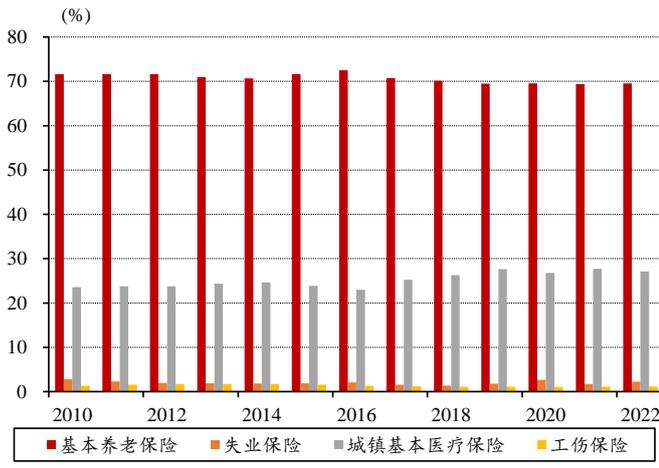
保障性收入的两个主要来源：社保基金与财政支出中的社保就业支出。

2009 年社保支出总额首次突破 1 万亿元，2022 年社保基金支出总额超过 9 万亿元。从社保支出结构看，2022 年基本养老保险支出总额 6.31 万亿元，占比 69.5%，仍是第一大支出项目，但从占比的变化趋势看，1992 年以来基本养老保险支出占比随着社保体系建设完善而持续下降；社保支出占比快速上升的是城镇基本医疗保险，2022 年支出总额达到 2.46 万亿元，占比 27.1%。2019 年之前社保支出整体增速都在 10% 以上，部分年份增速甚至在 20% 以上，但进入 2020 年之后，社保支出增速明显下滑，从社保支出分类增速看，2019 年之前基本养老保险支出增速较高，2020 年之后工伤保险和城镇基本医疗保险支出增速相对上升，失业保险增速则在近五年出现较大幅度波动。

财政支出中的社会保障和就业支出增速偏高且占比持续上升。10 年以来，社会保障和就业支出增速仅在 2012 年低于财政支出整体增速，其他年份都有不同程度的高增速表现，特别是在 2016 年、2017 年和 2020 年等时点，社会保障和就业支出增速超出财政支出整体增速均在 6 个百分点以上。从占比看，社会保障和就业支出占比在财政支出的占比一直保持在 10% 上方并持续上行，2023 年占比已经升至 14.5%。

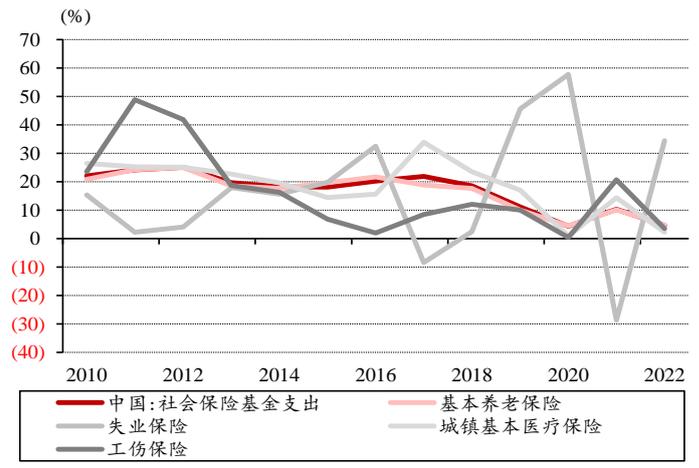
从保障性支出整体来看，存在增速快的特点。2022 年社保支出和财政社保和就业支出整体达到 12.73 万亿元，较 2021 年增长 5.6%，但 2011 年-2019 年期间，保障性支出整体增速一直在两位数区间内，直到 2020 年才出现增速放缓。从结构看，虽然财政支出比例从 2010 年的 60% 已经下降至 2022 年的 40%，但可见保障性支出对财政的依赖程度依然较高。

图表 60. 全国社保基金支出结构



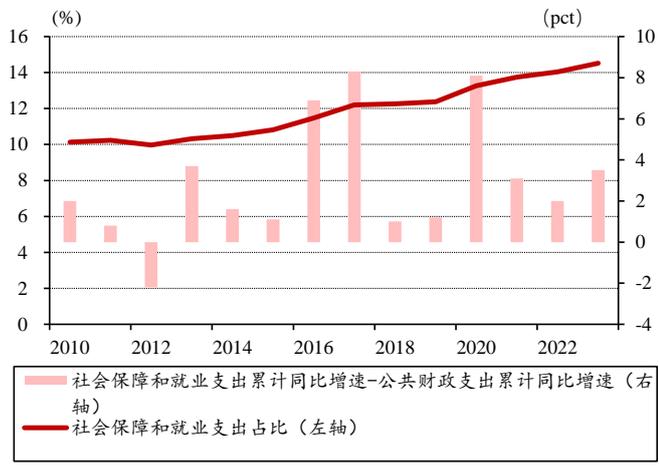
资料来源：万得，中银证券

图表 61. 全国社保基金支出增速



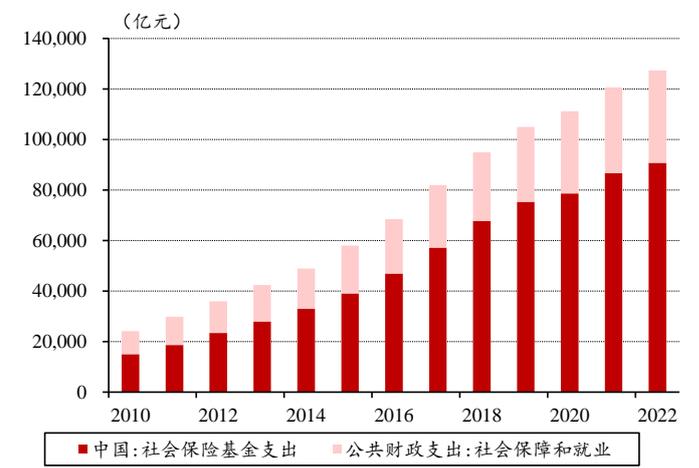
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 财政社保就业支出占比和增速差



资料来源：万得，中银证券

图表 63. 社保基金支出总量和财政社保就业支出总量

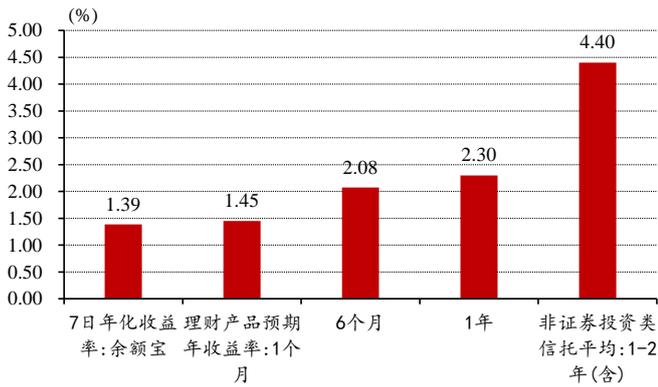


资料来源：万得，中银证券

提升金融产品的预期收益率。金融产品主要对应的是居民财产净收入。从截至9月23日的主要固定收益类投资产品回报率看，货币类产品中余额宝货币基金7天年化收益率1.39%，理财产品方面，1个月期预期收益率1.45%，6个月期预期收益率2.08%，1年期预期收益率2.30%，非证券投资类信托1-2年期收益率4.40%。增加居民财产净收入，一定程度上与提振人民币资产投资回报率相关。

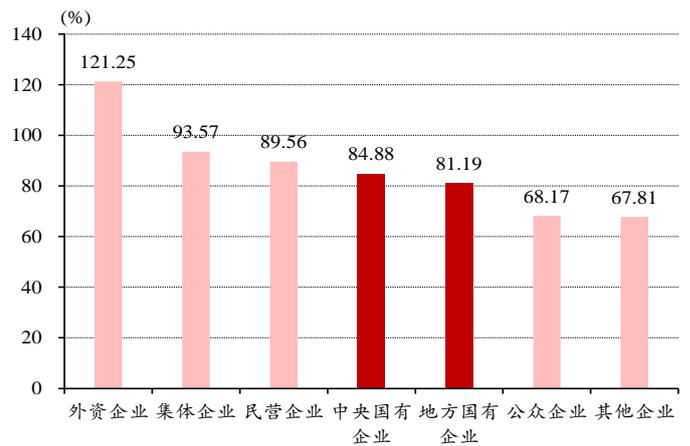
提升国企分红。国企分红既与初次分配有关，也与再分配有关。以A股为例，全部上市公司三年累计分红比例总计87.50%，其中中央国有企业累计分红比例84.88%，地方国有企业累计分红比例81.19%，均低于A股整体；从中央国企和地方国企的行业分类看，总计三年累计分红比例82.41%，所有行业分类中，累计分红比例较高的行业是食品饮料、煤炭和家用电器，累计分红比例较低的是综合、电子和电力设备。国企加大分红，一定程度上有助于提高居民财产性收入。从再分配方面看，完善国有资本收益上缴公共财政制度，有助于加大公共财政支出用于民生保障的力度。

图表 64. 部分金融产品最新收益率



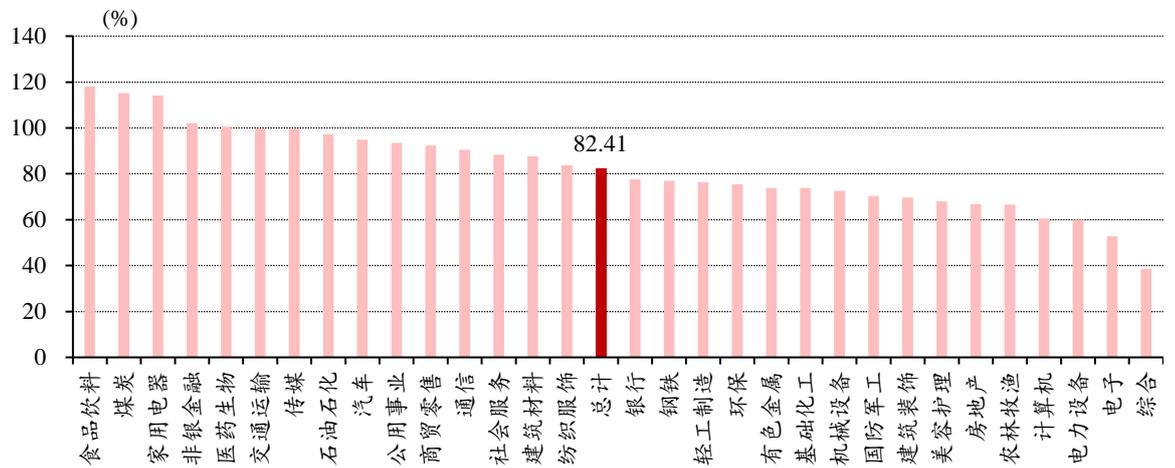
资料来源: 万得, 中银证券

图表 65. A 股上市公司分企业类型三年累计分红比例



资料来源: 万得, 中银证券

图表 66. 按行业分 A 股上市国企三年累计分红比例



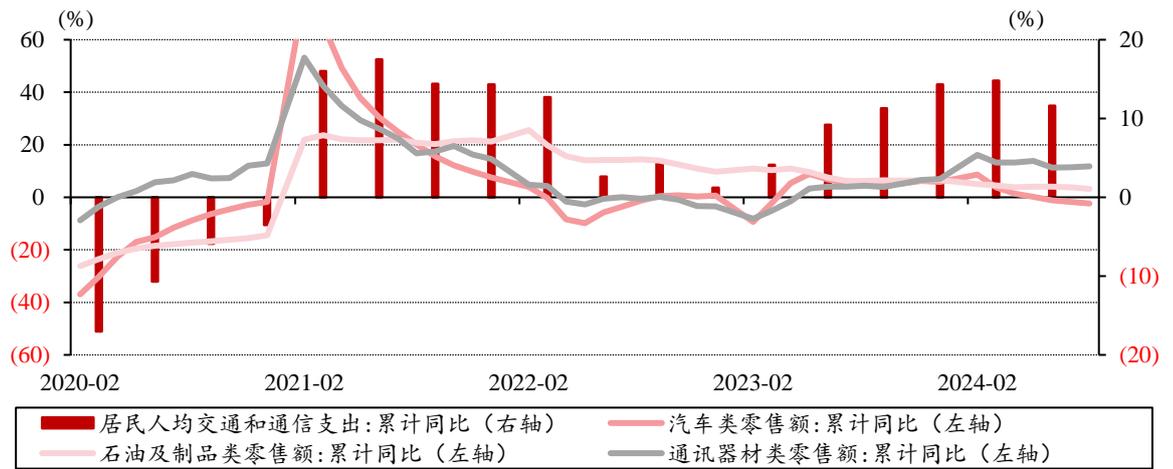
资料来源: 万得, 中银证券

结构上深挖居民潜在需求

结合前述分析, 我们认为居民消费有望从三方面深入挖掘。

一是确保交通通信消费平稳释放。2023 年三季度至 2024 年上半年期间, 居民人均交通通信消费支出同比增速均处于两位数的较高增速水平, 从限额以上社零同比增速看, 2024 年 1-8 月通讯器材消费累计同比增长 11.8%, 处于较高水平, 但汽车受价格等因素影响, 2024 年 1-8 月限额以上汽车类累计零售额同比下降 2.4%。虽然 2024 年汽车消费增速表现偏弱, 但从前述分析看, 居民的交通通信消费在居民人均消费中的占比, 仍处于较明确的上行趋势当中。2024 年国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》(国发〔2024〕7 号), 明确提出开展汽车、家电、家装等消费品以旧换新, 我们预计在政策的支持下, 居民交通通信消费将保持平稳释放。

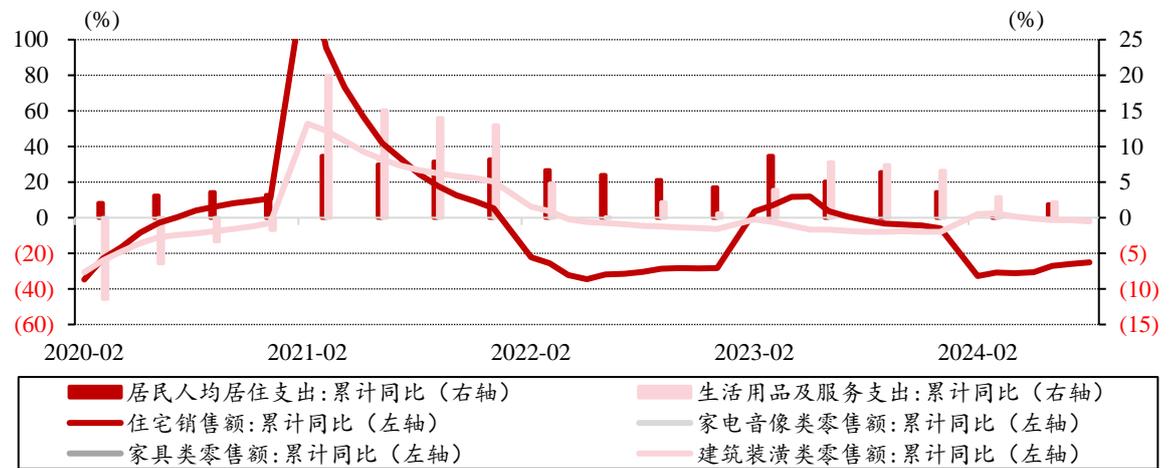
图表 67. 交通通信类零售额增速和居民消费增速



资料来源: 万得, 中银证券

二是稳定居住及房地产相关产业链消费触底回升。截至 2024 年 8 月, 住宅商品房销售额累计同比下降 25.0%, 延续了自 5 月以来的降幅收窄趋势。受居民购房需求疲弱影响, 房地产后周期消费品零售额增速也表现疲弱, 2024 年 1-8 月家电类零售额累计同比增长 2.5%, 家具类零售额累计同比增长 1.3%, 建筑装饰类零售额累计同比下降 2.0%; 居民人均消费方面, 上半年居民居住支出累计同比增长 1.9%, 生活用品及服务消费支出增长 2.2%。考虑到我国城镇化率仍有上升空间, 当前居民购房需求疲弱较大程度上或是受到房地产市场波动的影响, 未来随着房地产市场波动趋稳, 以及人口持续净流入城镇, 居民的房地产产业链消费增速有望整体回正。

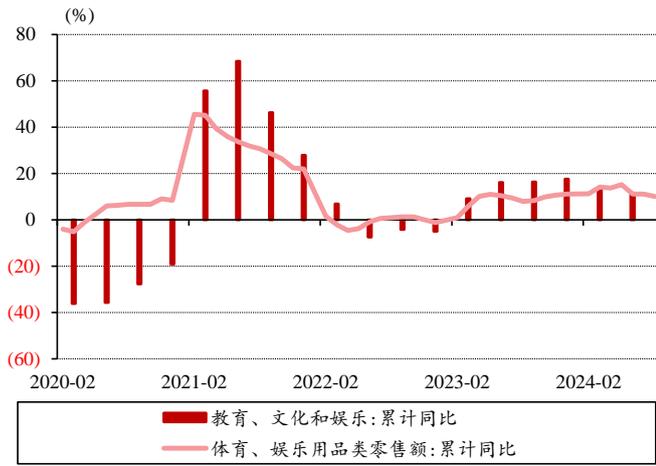
图表 68. 房地产产业链销售额同比增速和居民消费增速



资料来源: 万得, 中银证券

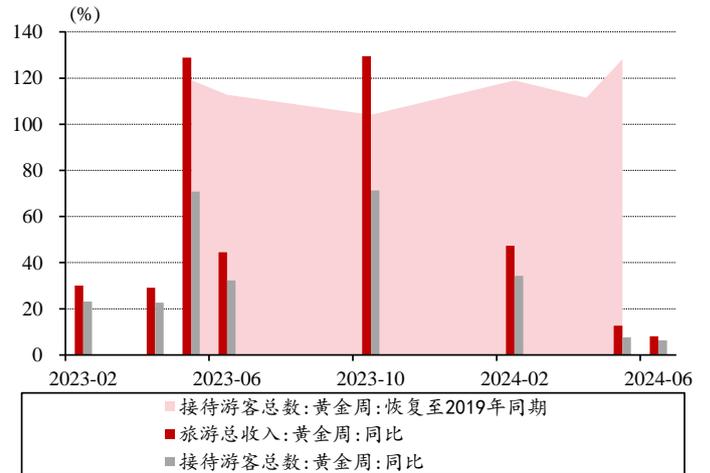
三是积极培育居民教育文化娱乐等服务性消费新增长点。2023 年以来, 我国居民服务性消费表现较好: 从居民人均消费支出看, 2023 年教育文化娱乐支出累计同比增长 17.6%, 2024 年上半年累计同比增长 11.2%; 从限额以上企业体育娱乐用品消费看, 2023 年累计同比增长 11.2%, 2024 年 1-8 月累计同比增长 10.1%, 在 2023 年至 2024 年 8 月期间保持较高增速; 从黄金周出行情况看, 2023 年五一假期以来, 接待游客总数已经稳定恢复至 2019 年同期水平上方, 2024 年五一假期黄金周, 我国旅游人数同比增长 7.6%, 旅游收入同比增长 12.7%, 在 2023 年基础上旅游消费行业继续保持较高增速水平。

图表 69. 居民偏好教育文化娱乐等服务性消费



资料来源: 万得, 中银证券

图表 70. 旅游消费需求增长较强



资料来源: 万得, 中银证券

结论

2023 年疫情防控转段之后，内需和经济一起经历了波浪式修复的过程，但相较经济增速整体平稳的表现，内需的波动明显较大。

2023 年四个季度实际 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%和 5.2%，波动幅度相对较大，2024 年上半年，随着疫情对供需两端的直接影响和基数效应影响减退，实际 GDP 当季同比增速的波动较 2023 年同期相较明显减小，一季度和二季度分别实现实际同比增速 5.3%和 4.7%。但实际 GDP 增速与万得一致预期的增速差未见显著收窄。同时 2024 年上半年三驾马车贡献率与历史同期比有较大差异。与 2015 年-2023 年历史同期平均水平相比，2024 年一季度和二季度消费的贡献率都偏高，而投资的贡献率都偏低；与疫情前 2015 年-2019 年的历史同期平均水平相比，2024 年上半年净出口表现整体强劲，但一季度投资偏弱，二季度消费偏弱，整体来看，表现出外需较强、内需较弱的点。

内需疲弱表现在三方面经济数据上，一是进出口增速的分化，二是 PMI 订单指数的分化，三是价格指数疲弱。

2023 年疫情防控转段之后，社零也经历了波浪式修复的过程。从同比看，2023 年 12 月之后，社零同比增速基本处于波动下行趋势当中；从环比看，环比增速 0.3%成为 2023 年以来社零表现强弱的分界线。结合社零同比和环比走势看，消费走弱的趋势或始于 2023 年 11 月。

分品类看，餐饮消费增速持续好于商品消费。从月度数据看，2023 年餐饮消费当月同比增速持续高于商品消费当月同比增速，月增速差异在 6.3 个百分点至 27.9 个百分点之间。从计算商品消费与餐饮消费当月社零总额倍数来看，2023 年 3 月至 2024 年 7 月，整体下降的趋势也比较明显。我们认为考虑到 2024 年服务消费的基数影响已经明显减小，因此自 2023 年四季度以来的社零消费走弱，或主要是受商品消费偏弱的影响。

从限额以上企业商品销售额结构变化情况看，2024 年上半年，消费占比最高的品类依然是交通通信，通讯器材、石油制品和汽车三项累计消费在限额以上企业商品销售额占比 46.1%。在五个大的消费品类中，包括家用电器、家具、建筑装潢在内的房地产消费品类 2024 年上半年消费占比仅为 7.1%，较疫情前历史同期平均水平大幅下降 2.8 个百分点。从同比增速看，2023 年到 2024 年上半年，社零销售增速保持在较高水平的有体育娱乐用品、烟酒、通讯器材和石油制品等。

2024 年上半年，居民人均消费支出累计同比增长 6.8%，这一增速明显高于上半年社零累计同比增速 3.7%、限额以上企业商品零售总额累计同比增速 2.9%，和上半年居民人均可支配收入累计同比增速 5.4%。从消费分类增速看，服务类消费整体增速水平相对较高；从消费分类占比结构看，居住相关消费品类占比下降幅度比较明显。从居民消费分类增速看，所有分类中，在 2023 年和 2024 年上半年连续增速低于整体水平的仅有居住和生活用品及服务两项。从居民消费分类结构看，2024 年上半年占比最高的是食品烟酒（31.0%）、居住（22.1%）和交通通信（13.4%），与 2023 年同期相比，占比上升的是交通通信、教育文化娱乐、食品烟酒等，占比下降较多的主要是居住，下降 1.1 个百分点，其次是医疗保健和生活用品及服务，占比均下降 0.2 个百分点。

2024 年上半年城镇居民和农村居民的消费结构差异不大，与 2023 年上半年相比，分地区的居民消费结构变化情况也相似，但与 2015 年-2019 年同期平均水平相比，城镇居民和农村居民的消费偏好出现较大差异，其中城镇居民的消费更加偏好居住和服务类，而农村居民的消费结构更加偏好必需消费品。

2015 年至 2024 年期间，剔除疫情三年，上半年同期相较，居民整体的消费弹性在疫情之后的 2023 年上半年和 2024 年上半年较疫情前明显下降，但包括农村居民在内，三个分类的消费倾向都在 2024 年上半年实现了较 2023 年同期上行，一定程度上显示出 2024 年上半年居民部门消费倾向整体处于修复状态的特点。从居民新增收入的消费倾向历史趋势变化看，居民部门和城镇居民在 2023 年上半年和 2024 年上半年较疫情前出现明显上升。

就居民部门整体而言，2024 年上半年居民新增收入的消费偏好与 2023 年同期相比，和与 2015 年-2019 年同期平均水平相比，占比上升较多的都是食品烟酒和交通通信，占比下降较多的都是医疗保健和居住。从城乡居民的消费结构对比看，2024 年上半年城镇居民和农村居民的消费偏好结构相似，差异主要在于消费偏好比例，但有一项消费偏好结构差异最大，就是生活用品及服务，城镇居民的消费偏好仅为 0.1%，远低于农村居民的 5.3%。我们认为这一差异可能是受到城乡居民耐用消费品人均保有量差异和今年以来消费品以旧换新政策的影响。

综合分析，我们认为居民的消费倾向和新增收入消费倾向并未出现显著下降，居民消费偏弱的主要原因或在于两方面，一是居民收入同比多增幅度有所收窄，二是居民新增收入的消费偏好出现结构性变化。

居民收入构成分为四个部分，分别是工资性收入、经营净收入、财产净收入和转移净收入。从“居民人均可支配收入”的统计方法看，是将家庭总收入扣除交纳的个人所得税和个人交纳的各项社保支出之后，按照居民家庭人口平均的收入水平。从统计方法可以看出，居民人均收入在统计方面的特点是以家庭为单位，因此部分家庭包括了未成年人和退休人员等非经济活动人口，一定程度上可能拉低居民人均收入水平。从居民收入增加的角度看，我们认为经济活动人口是重点关注对象。以2022年数据为例，我国0-14岁人口和中等高等教育在校人口占比分别为16.9%和10.3%，合计占比27.2%，是我国潜在的新增劳动力和教育人口红利；城乡领取养老保险人数占比11.7%，低保人数占比2.9%，为财政兜底的民生支出相关人员，合计占比14.5%；统计局公布的经济活动人口占比54.4%，提高这一部分人员的就业率和劳动收入，是提高居民收入的重点。

从现有统计数据看，截至2019年，城镇就业人数当中，非私营单位就业人数占比22.7%，私营企业就业人数占比19.3%，个体就业人数占比15.5%。但另一方面，城镇私营单位就业人员平均工资水平明显偏低，2022年，城镇非私营单位在岗职工平均工资为11.72万元，私营单位仅有6.52万元。以城镇的行业分类、就业人数、平均工资等数据为例，2019年-2022年期间，就业人数上升较多的是卫生社保、租赁商服、信息技术、教育和科研服务。对比就业人数变动和就业人员工资三年复合增速来看，居民人均收入同比增幅收窄的原因或有两个，一是新增就业少增的行业，在过去三年收入的复合增速整体处于中等偏高水平，二是从吸纳城镇劳动力更多的私营单位看，收入复合增速偏高的行业，对应同行业非私营单位的收入增速，相对偏低。

2023年居民超额储蓄高增的情况，在2024年上半年出现走弱的趋势。2024年上半年，居民新增存款9.27万亿元，虽然新增存款水平较2015年以来的历史同期相比，整体仍处于较高水平，但明显低于2022年同期和2023年同期的10.33万亿元和11.91万亿元。从新增居民存款同比变化的角度看，2024年上半年居民新增存款同比少增2.64万亿元，预计对居民消费支出的影响或在下半年延续。分存款类型看，2023年上半年居民新增存款的特点是定期化，而2024年上半年居民新增存款出现活期化的现象。

从居民部门负债率的角度看，在2021年11月，居民负债率也创下了69.04%的历史最高水平；此后居民负债率持续快速下滑，截至2024年8月已经回落至54.03%。从居民负债余额同比增速和居民存款余额同比增速比较看，2022年3月至今，增速差趋势倒挂已经持续了30个月。

居民负债分类主要有两种口径，一是按照期限，分为短期贷款和中长期贷款，二是按照用途，分为消费性贷款和经营性贷款。从各分类居民贷款余额占比走势看，居民中长期贷款占比整体保持在历史同期较高水平，消费贷占比虽然也较高，但有小幅下行的趋势。从居民每月新增贷款看，大幅少增的情况最早出现在2022年初，2024年2月居民新增贷款出现2015年以来最大幅度的少增；从居民新增贷款同比多增的情况看，居民贷款走弱的现象更加明显，并且时间也明显前移，自2021年4月开始，居民当月新增贷款同比多增开始落入负增长区间，并在2021年-2022年期间延续，随后自2024年2月开始，再度落入负增长区间。分贷款类型看，居民新增贷款同比少增幅度最大的是短贷，其次是经营贷，消费贷和中长贷同比少增的幅度也较大，但从2024年7月的当月数据看，率先实现了新增贷款同比多增。

从规模的中资银行一季度对居民部门债权余额变化看，大型银行对居民部门债权新增1.2万亿元，较2023年底增长3.15%，一定程度上表明，目前居民部门债权增长乏力，一方面原因在于居民贷款需求的总量疲弱和结构调整，另一方面也在于不同金融机构的业务发展倾向差异。但我们认为居民贷款业务未来仍有较大发展空间，主要原因有三个，一是利率水平不低，二是不良率不高，三是居民贷款在银行资产端的占比有上升空间。此外从银行等金融机构资产端结构看，2022年以来居民负债增长相对偏慢，除了受房贷需求减弱的影响，也较大程度上受到经济下行压力和居民收入增长压力的影响，随着经济增长步入新均衡，居民部门加杠杆需求有可能重新回升。

稳定居民消费支出，一是要增加居民收入，二是挖掘居民潜在消费发展方向。

增加居民收入方面，一是就业人员平均工资仍有上升空间。以2022年国企全员劳动生产率为例，优秀企业的全员劳动生产率达到了56.9万元/人，较差企业的全员劳动生产率为6.9万元/人，二者差距达到8.25倍。二是稳定保障性收入。保障性收入的两个主要来源：社保基金与财政支出中的社保就业支出。从保障性支出整体来看，存在增速快的特点。2022年社保支出和财政社保和就业支出整体达到12.73万亿元，较2021年增长5.6%，但2011年-2019年期间，保障性支出整体增速一直在两位数区间内，直到2020年才出现增速放缓。从结构看，虽然财政支出比例从2010年的60%已经下降至2022年的40%，但可见保障性支出对财政的依赖程度依然较高。三是提升金融产品的预期收益率和提升国企分红。金融产品主要对应的是居民财产净收入，增加居民财产净收入，一定程度上与提振人民币资产投资回报率相关。国企分红既与初次分配有关，也与再分配有关。国企加大分红，一定程度上有助于提高居民财产性收入。从再分配方面看，完善国有资本收益上缴公共财政制度，有助于加大公共财政支出用于民生保障的力度。

结合前述分析，我们认为居民消费有望从三方面深入挖掘。

一是确保交通通信消费平稳释放。从限额以上社零同比增速看，2024年1-8月通讯器材消费累计同比增长11.8%，汽车受价格等因素影响，2024年1-7月限额以上累计零售额同比下降2.4%。虽然2024年汽车消费增速表现偏弱，但从前述分析看，居民的交通通信消费在居民人均消费中的占比，仍处于较明确的上行趋势当中。2024年国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（国发〔2024〕7号），明确提出开展汽车、家电、家装等消费品以旧换新，我们预计在政策的支持下，居民交通通信消费将保持平稳释放。

二是稳定居住及房地产相关产业链消费触底回升。考虑到我国城镇化率仍有上升空间，当前居民购房需求疲弱较大程度上或是受到房地产市场波动的影响，未来随着房地产市场波动趋稳，以及人口持续净流入城镇，居民的房地产产业链消费增速有望整体回正。

三是积极培育居民教育文化娱乐等服务性消费新增长点。从居民人均消费支出看，2023年教育文化娱乐支出累计同比增长17.6%，2024年上半年累计同比增长11.2%；从限额以上企业体育娱乐用品消费看，2023年累计同比增长11.2%，2024年1-8月累计同比增长10.1%，在2023年至2024年8月期间保持较高增速；从黄金周出行情况看，2023年五一假期以来，接待游客总数已经稳定恢复至2019年同期水平上方，2024年五一假期黄金周，在2023年基础上旅游消费行业继续保持较高增速水平。

风险提示

- (1) 国内政策不及预期。上半年中国 GDP 增长 5%，内需相对疲弱。在全年增长 5% 的目标约束下，市场对下半年稳增长政策存有预期。如政策力度不及预期，届时可能影响市场信心与风险偏好。
- (2) 全球经济周期超预期下行。海外高利率是全球经济走向的重要不确定性因素。目前美国以外的部分发达国家和地区已经开始落地降息，但美联储受制于高通胀尚未开始降息进程。高利率可能通过影响实体经济再融资成本、美元指数持续坚挺、金融机构持有的美元资产价值重估等渠道影响美国经济和金融行业前景，进而存在影响美国和全球经济超预期下行的可能。
- (3) 地缘政治局势复杂化。俄乌冲突和中东地区局势仍未得到显著缓解，可能影响全球经济复苏前景。
- (4) 美国大选的超预期情况及其外溢性影响。目前美国两党已经决出两位候选人，但在最终结果发布之前仍有不确定性。随着美国大选进程推进，市场对美联储降息、美国经济、政策等方面的预期都存在变化的可能，进而对全球经济和资本市场产生外溢性影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371