

# 消費升級驅動內循環 A股短期波動不改結構性牛市格局

——專訪中泰國際首席經濟學家李迅雷

## 提高居民消費率可從四方面發力

證券時報記者:供強需弱是當前我國經濟面臨的主要挑戰之一,從2025年底的中央經濟工作會議到“十五五”規劃綱要,均就提高居民消費率作出系統部署。您如何看待當前我國居民消費率水平?

李迅雷:居民消費率一定程度上反映經濟結構,即宏觀層面上投資、消費、出口三大需求之間的動態平衡關係;又與居民行為有關,即微觀層面上的居民收入水平、消費傾向、信心與預期、社會保障水平等。由此,對於居民消費率的提高,就不宜僅僅停留在讓老百姓多買東西的層面,而要關注到,促進居民消費率明顯提高,是增強國內大循環和經濟發展內生動力的必然要求,也蘊含着不斷提高人民生活品質的發展目標。

目前我國的居民消費率處於怎樣的水平?從橫向對比看,我國居民消費率為40%左右,與美國、韓國等發達經濟體50%—70%的水平有一定距離,說明我國的經濟增長模式仍處於從投資和出口驅動轉向消費驅動的攻堅期;從縱向對比看,我國居民消費率呈現“U形”變化態勢,

從上世紀80年代50%左右水平,波動下行至2010年前後的35%左右水平,再企穩回升至目前的40%左右水平。我國居民消費率有明顯提高的空間,但消費始終是“慢變量”,很難一蹴而就,需要久久為功。

證券時報記者:2026年政府工作報告提出“促進居民消費率明顯提高,擴大有效投資”。您如何理解居民消費率“明顯”提高?投資是否“有效”應如何評判,如何理解投資領域盘活存量和新增投資之間的關係?

李迅雷:統籌促就業、增收入、穩預期,是明顯提高居民消費率的保障和基礎,明顯提高居民消費率可從商品消費、服務消費、消費環境、消費者保護等方面發力。

關於擴大有效投資的“有效”,我認為包括戰略性、精準性、投資效益等多個維度。戰略性方面,“十五五”規劃綱要提出109項重大工程項目,對於中國式現代化建設具有重要意義。精準性方面,要避免再次出現部分領域低水平重複建設、形象工程和政績工程等低效無效投資問題,造成資金資源的損失浪費。投資效益方面,不局限於一時一地的財務回報,要“算大賬”“謀長遠”,通過加強重點領域國家安全能力

建設保障糧食、能源資源、重要產業鏈供應鏈、重大基礎設施安全等,都具有重要的綜合效益。

關於投資領域盘活存量和新增投資,我認為二者是相互促進的。一方面,在盘活存量的過程中也會帶動新增投資。另一方面,新增投資可進一步提升存量資產的質量效益。

證券時報記者:如何看待今年來的消費數據變化?為大力提振消費,您認為今後一個時期哪些政策和體制機制改革需要抓緊落地推進?

李迅雷:今年前2個月,社會消費品零售總額同比增長2.8%,增速比上年12月份加快1.9個百分點。從結構上看,鄉村消費、服務零售、網上消費、文旅等領域增長較快,也是消費增長的潛力所在。

具體到消費政策和改革,可分為兩個維度。一個是直接促進消費行為的政策,比如消費品“以舊換新”。不可否認的是,在高低

消費影響下,耐用品消費增速有所放緩。由此,建議“以舊換新”的補貼範圍可進一步擴大至服務消費、新消費等。另一個是提升消費能力和消費意願的政策,比如有關部門在解讀今年政府工作報告吹風會上提到的“加減乘除”提振消費。



今年以來,深圳樓市回暖信號明顯,特別是成交量有所提升,各區域內性價比高的優質物業更容易獲得購房者的青睞,圖為深圳光明區一個新項目的開盤現場,現場人氣高漲。  
證券時報記者 吳家明/攝



2026年全國消費品以舊換新國家補貼政策共發放2500億元人民幣專項國債資金,分批次投放市場。圖為4月4日,清明假期首日,市民在商場選購家電。  
中新社記者 殷立勤/攝



商務部最新數據顯示,今年以來,截至4月5日,2026年汽車以舊換新已收到補貼152.6萬份,帶動新車銷售額2468億元。圖為1月9日,江西省南昌市某品牌汽車4S店內客流湧動,前來諮詢看車、了解補貼政策的消費者絡繹不絕。  
中新社發 鮑麟生/攝



李迅雷,中泰國際首席經濟學家、中國首席經濟學家論壇副理事長。他從事宏觀經濟、金融與資本市場研究工作三十餘載,發表學術論文及研究報告百餘篇,所主持各類課題曾多次獲獎,被稱為“站在市場前沿的經濟學家”。曾參加國務院總理主持召開的經濟形勢專家和企業家座談會並作專題發言。在中國經濟、金融市場與金融機構、資本市場等方面擁有眾多著述。

證券時報記者 程丹

在傳統增長動力轉換、經濟結構持續优化的背景下,我國居民消費率穩步回升、投資效率不斷改善,資本市場韌性不斷增強,經濟增長正從規模速度型向質量效益型穩步邁進,高質量發展具備堅實基礎與廣闊空間。

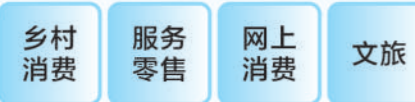
邁入“十五五”開局之年,面對內外環境複雜變化與多重戰略機遇,如何推動居民消費率明顯提高、推動財政政策提質增效、穩定市場預期並把握結構性機遇,直接關係經濟增長韌性與民生福祉的持續改善。圍繞上述問題,近日,證券時報“人民財訊·大觀”欄目特邀中泰國際首席經濟學家李迅雷,就提振消費、財政政策更好發力、債務化解、樓市企穩及大類資產趨勢等話題,進行深度解讀。

## 數說我國消費



這說明我國的經濟增長模式仍處於從投資和出口驅動轉向消費驅動的攻堅期

## 今年前2個月



## 今年3月

我國住房租賃市場出現階段性向好



## 發行特別國債置換地方債

證券時報記者:您認為今年財政政策“提質增效”應從哪些方面破題?

李迅雷:我認為,財政政策的“提質增效”可從統籌資源、優化結構,增強精準性、協同性這些維度來理解。

統籌資源方面,今年全國一般公共預算支出規模將首次達到30萬億元,地方政府專項債券4.4萬億元,當然,還有一些更加廣義的財政資源,比如特別國債、新型政策性金融工具等,如何統籌用好這些資金,對於提質增效至關重要。優化結構方面,政府工作報告明確要求“持續用力優化支出結構,更加注重新增支持振興消費、投資于人、保障民生等方面”,這對於提高財政资金使用效益也是非常關鍵的。精準性方面,政府工作報告要求政府更好“當家理財”,這就要求寶貴的財政資源要“用在刀刃上”。協同性方面,加強財政、金融、就業、產業等政策協同,深入挖掘政策結合點,創新實施工具,持續放大“組合拳”效應。

證券時報記者:您曾建議大規模發行特別國債,切實化解地方債務風險,請問這是出於

怎樣的考慮,這一規模預計需要多大?

李迅雷:現實中,部分地方政府境外發債成本甚至高達7%以上。對此,我建議加大由中央財政發行低成本(如2%左右)特別國債(或叫再融資專項債)置換地方債的力度,切實化解地方債務風險。

這一建議主要出於兩個考慮,一個是為地方降低債務的利息負擔,另一個是為地方緩解化債壓力。2025年地方政府債券支付利息1.48萬億元,這還不包括城投債務的付息支出,地方面臨的債務利息負擔較重。通過中央發行特別國債,能夠幫助地方將寶貴的財政資源更好配置到培育壯大新質生產力、保障和改善民生等領域。

當然,需要強調的是,中央幫助地方化債的前提是避免“道德風險”。中央政府“花錢建機制”推動建立統一的地方政府債務長效監管制度,不新增隱性債務是“鐵的紀律”,對違規舉債、虛假化債等行為要嚴肅追責問責,防止前清後欠。

關於規模,我們可以參考幾個數據。截至2025年末,國債餘額為41.23萬億元,地方政府

債務餘額

為54.82萬億元;2024年末,財政部分3年共計增加6萬億元地方政府債務限額置換地方政府隱性債務,分5年共計新增4萬億元地方政府專項債券用於化債;據各類機構測算的城投有息債務規模在50萬億—70萬億元。如果要切實化解地方債務風險,特別國債至少要在萬億元量級。

## 房價走勢離不開三大關鍵因素

證券時報記者:您之前判斷今年房價可能會回穩,請問這主要是基於哪些考慮得出的判斷?底部調整預計會有為多長,底部調整時期樓市的主要交易特徵是怎樣的?

李迅雷:觀察房地產市場走勢,我認為,租售比是一個非常重要的指標。如果房地產租售比約為2%,相當於50倍市盈率,而合理水平應在30倍左右。租售比偏低意味著房價仍有調整壓力,若租售比明顯低於房貸利率,那麼甚至“買房不如租房”;如果房價已經下跌了一些幅度,租金企穩甚至上行,那麼租售比將有所改善。根據中

指研究院數據,今年3月,我國住房租賃市場出現階段性向好,50城住宅平均租金環比轉漲0.09%,漲幅居近24個月以來高位。租金回升,租售比改善,將有助於房地產市場企穩。

不過,即使實現“止跌回穩”,也不意味著房價短期內能夠顯著回升。討論房價不能脫離大齡化、城鎮化、居民收入這三個關鍵因素。我國人口老齡化率增長速度很快,城鎮化進程放緩,大城市化進程加速,樓市從普漲型演變成結構性牛市,一線城市的豪宅銷售情況良好,但這與整體意義上的房地產市場回升還

有差距。

證券時報記者:2026年政府工作報告提出“持續用力穩樓市”,您認為還能出的穩樓市政策有哪些,其政策效力會如何?

李迅雷:政府工作報告提出“因城施策控增量、去庫存、優供給”,關鍵是因城施策以及提質控量。控增量方面,一些地方提出“建立與商品房去化週期相掛鉤的房地產用地供應機制”“科學安排土地供應”等。去庫存方面,探索多渠道盘活存量商品房,鼓勵收購存量商品房重點用於保障性住房等。優供給方面,有序推動

安全舒適綠色智慧的“好房子”建設,優化保障性住房供給等。

此外,還有一些金融方面的支持性政策,比如一些城市在總額度範圍內對“賣旧買新”的購房人給予一定比例的貸款貼息,這些階段性政策可以一定程度上減輕居民購房壓力,也有助於提高租售比。

## A股短期波動不改結構性牛市格局

證券時報記者:近期受國際局勢影響A股市場迎來調整,這是否會改變您對今年A股將呈現結構性牛市特征的判斷?您認為從估值驅動到盈利驅動的切換需要什麼條件?2026年哪些行業或赛道最有可能率先實現盈利改善?

李迅雷:受中東衝突升級影響,國際金融市場波動明顯,對比之下,A股市場展現了一定韌性。近年來,我國持續推動進口來源多元化、運輸通道多元化、能源結構轉型、戰略物資儲備,再加上我國的製造業優勢和產業鏈韌性,都為我國資本市場穩定運行提供堅實的物質基礎。此外,央行支持資本市場的結構性貨幣政策工具,以及鞏固加強戰略性力量儲備和穩市機制建設,進一步健全中長期資金入市機制,動態完善應对外部輸入性風險的政策工具箱,都為我國資本市場穩定運行提供有力保障。我認為,雖然A股短期受到國際局勢影響而有所波動,但結構性牛市的判斷並未改變。

當然,資本市場平穩運行離不開上市公司利潤的支撐,A股要形成慢牛的基础是企业盈利能够持续增长。从中美比较看,我国上市公司的净资产收益率(ROE)中位数大约不足美股的三分之一,这大致可以解释为何“盈利才是

股市晴雨表”。要让上市公司的盈利能够持续增长,有三种路径。一是要扩大需求,尤其是消费需求;二是要加速优胜劣汰步伐,该退市的退市,从而大幅减少亏损公司数量;三是要加大收购兼并步伐,因为超大企业才有定价权,能提高出厂价,从而提高ROE水平。从这个角度上说,可关注央企通过并购进行资源整合的机会。

此外,从中东冲突影响角度看,如果说油价上行意味着生产成本增加,可考虑从“替代”效应的角度入手,关注相比其他制造业大国的能源成本和供应链韧性上更具比较优势的外向型行业、新能源行业等。从安全溢价的视角看,可关注资源品、关键战略材料和基础设施等。从大国博弈的竞争视角看,可关注硬科技、高端装备、工业母机、进口替代和自主可控等。

證券時報記者:近年來您一直比較看好黃金,近期中東地區衝突反而讓金價下跌,您認為這一價格波動背後的交易邏輯是什麼?您怎麼看金價短期和中長期的走勢?

李迅雷:我從2016年起就推薦黃金。從大邏輯上看,黃金投資主要是因為它具有兩大屬性,即保值屬性和避險屬性,前者是為了應對貨

幣泛濫,後者是為了應對“天有不測風雲”,所謂“盛世珠寶,亂世黃金”。

在百年未有之大變局加速演進的背景之下,避險屬性則是推動黃金上漲的重要原因。同時,我也多次強調過,做投資一定要有一個基本理念,“漲多了會跌,跌多了會漲”,黃金今年短期內漲幅非常明顯,出現一些回調從邏輯上也是能夠理解的。當然,對於中長期走勢,我認為,在全球債務高企、美元信用弱化的大背景下,黃金的戰略性價值並沒有發生變化。

近期中東地區衝突引發的金價下跌,我認為有以下幾方面因素。一是強美元,黃金是以美元計價的資產,美元指數一度突破100,將不利於金價。二是緊縮預期,油價上漲將抬高通脹,期貨市場隱含的美聯儲降息時點已推遲至2027年下半年,黃金作為非生息資產面臨持有成本增加的挑戰。三是流動性,地緣衝突持續推升包括流動性儲備、追加保證金需求等的現金需求,可能抑制避險買盤甚至出售黃金變現。四是部分央行也開始出售黃金,當然,我們也看到了我國央行戰略性配置黃金,目前已連續第17個月增持黃金。

證券時報記者:您如何看待全球通脹格局

的演變可能性,我國會面臨何種程度的輸入型通脹影響?

李迅雷:本次美以伊衝突可能抬高油價中樞水平。短期內,油價大幅上升是霍尔木茲海峽通航危機、部分油氣生產設施受損等引發的供給短缺所導致,當然也包含了一定的恐慌情緒。中長期看,若霍尔木茲海峽摩擦長期化,物流成本、保險費、風險溢價等都將導致油價上行。

石油素有“通脹之母”之稱,石油作為工業生產的原材料、燃料等影響化工、製造、農業、交通等行業成本,也會通過能源消費直接影響居民價格水平。由此,本次美以伊衝突將推升全球通脹水平。當然,衝突走勢的不確定性也很高,如果短期能夠緩解,通脹水平後續會逐步回落;若極端情況下,衝突升級並持續較長時間,全球或面臨經濟衰退,總需求將受到抑制,這也會對價格水平產生不同的影響。

中國是全球最大的原油進口國,上游原材料向中游傳導或較為通暢,但受國家調控政策影響,油價漲幅有所收斂。不過,由於一些行業供大於求的階段性矛盾依然存在,中下游之間成本傳導或存在一定阻滯。