

深入推进改革，提振经济前景



专题：中国的居民储蓄与金融中介

© 2025 年，版权所有，国际复兴开发银行/ 世界银行

地址：1818 H Street NW

Washington DC 20433

电话：202-473-1000

网站：www.worldbank.org

本报告为世界银行员工的成果。本报告所阐述的任何研究成果、诠释和结论未必反映世界银行、其执行董事会及其所代表的政府的观点。

世界银行不保证本报告所包含的数据准确无误。本报告所附地图的疆界、颜色、名称及其他信息，并不表示世界银行对任何领土的法律地位的判断，也不意味着对这些疆界的认可或接受。

权利和许可

本报告的材料具有版权。由于世界银行鼓励传播其知识，本报告允许复制全文或部分章节用于非商业用途，但须明确注明出处。

任何关于权利和许可的问题，包括各项附属权利，请向世界银行集团出版部门咨询，地址：1818 H Street NW, Washington, DC 20433, USA；传真：202-522-2625；邮箱：pubrights@worldbank.org。

封面照片：© metamorworks/Shutterstock

致谢

2025 年 9 月的中国经济简报是由以下人员组成的团队完成：Kevin Chua（项目负责人）、李雨纱（项目联合负责人）、葛君、Elitza Mileva、Katherine Anne Stapleton、周世超、Sailesh Tiwari、Gitanjali Kumar 和刘珍岑。关于中国的居民储蓄与金融中介的专题报告由 Marius Vismantas、Abayomi Alawode、方思琪和于佳航准备。编写团队在此感谢 Mara Warwick、Lalita M. Moorty、Aaditya Mattoo、Habib Rab、Benu Bidani、Francesco Strobbe 和 Ergys Islamaj 提供的指导和意见，感谢陈天舒、余英、周洛伊、张艺格对简报制作和发布所提供的支持，本报告的发现、解读和结论未必反映世界银行执行董事或中国政府的观点。若对简报有任何问题或建议，请与陈天舒联系（tchen@worldbank.org）。

目录

概述 1

I. 近期经济形势 5

政策效应减弱，内需依然低迷 5

在充满不确定性的贸易形势下，对新兴市场的出口支撑了整体出口表现 7

政策支持提振了部分商品价格，但通胀保持低位 9

财政收入走弱和债务上升压缩了地方财政空间 9

尽管货币政策保持宽松，私人部门信贷需求仍继续走弱 11

II. 前景、风险和政策考虑 15

前景和风险 15

政策考虑 16

III. 专题：中国的居民储蓄与金融中介 19

中国的高居民储蓄率对扩大内需具有重要意义 19

居民储蓄在金融体系中的流动情况 20

对内需的影响及金融再平衡的优先事项 23

图

图 1. 尽管三季度经济增长保持稳定，但疲软的劳动力市场抑制了消费需求 6

图 2. 三季度房地产行业再现疲软 7

图 3. 尽管面临贸易政策不确定性，出口增长仍保持稳健 8

图 4. 强劲的经常账户顺差被资本外流抵消 8

图 5. 政策措施对消费者和生产者价格的提振作用有限 9

图 6. 土地出让收入下降和债务上升加大了地方政府财政压力 10

图 7. 政府债券投资推动了信贷增长，但居民和企业部门信贷需求依然疲软 11

图 8. 银行的资本缓冲保持稳定，股市表现强劲 12

图 9. 贫困省份的地方政府面临严峻财政挑战，可能导致地区差距进一步扩大 14

图 10. 贫困将继续减少，但进展速度低于往年 16

图 11. 按国家组别的国内总储蓄率 19

图 12. 国内储蓄构成 19

图 13. 城镇储户的消费、储蓄和投资意愿 20

图 14. 按来源划分的存款流入 22

图 15. 实际存款利率 22

表

表 1. 中国部分经济指标 15

表 2. 居民资产负债表的结构 20

表 3. 部分政策权衡取舍 25

专栏

专栏 1. 地方政府债务与地区收入差异..... 13

缩略语

AI	人工智能
ASEAN	东盟
BNPL	先买后付
Bps	基点
CEU	中国经济简报
COVID-19	2019 年新冠肺炎
CPI	居民消费价格指数
CSI	中国证券指数
EMDEs	新兴市场和发展中经济体
FinTech	金融科技
FYP	国民经济和社会发展五年规划纲要
GDP	国内生产总值
GFP	政府性基金预算
GFC	全球金融危机
HSCEI	恒生中国企业指数
IT	信息技术
LGFVs	地方政府融资平台
mfg	制造业
MSCI China	摩根士丹利资本国际中国指数
MSMEs	微型、小型和中型企业
MoF	财政部
NBS	国家统计局
NBFI	非银行金融中介机构
NIM	净息差
NPL	不良贷款
OECD	经济合作与发展组织
PBC	中国人民银行
PFB	一般公共预算
PPI	生产者价格指数
PPP	购买力平价
Ppt	百分点
PV	光伏
Q2	第二季度
Q3	第三季度

RMB	人民币
sa	季节性调整
SAFE	国家外汇管理局
US/USA	美国
USD	美元
VAT	增值税
WDI	世界发展指标
WTO	世界贸易组织
y/y	与上年同期相比
Ytd	年初迄今
3mma	3 个月度移动平均

概述

2025 年第三季度中国经济保持了增长势头。尽管内需再现疲软迹象，但强韧的出口支撑了增长。三季度实际 GDP 经季节调整后环比增长 1.1%，高于二季度的 1.0%，使得年初迄今的 GDP 同比增速达到 5.2%。尽管贸易政策存在不确定性，但来自发展中国家的需求支撑了出口增长。宽松的政策为内需提供了支撑，但由于劳动力市场疲软以及房地产市场降温带来的财富效应，居民消费依然谨慎。此外，消费品补贴的拉动作用也有所减弱，7—10 月社会消费品零售总额经季调后月度环比仅平均增长 0.06%，低于二季度的 0.2%。房地产市场的下行近几个月来有所加深，而制造业和基础设施投资分别因企业利润压力和地方财政紧缩而放缓。

预计 2025 年经济增长率为 4.9%，2026 年为 4.4%。受劳动力市场疲软和房地产价格进一步调整影响，居民消费支出预计仍将增长乏力。10 月宣布的新增财政刺激措施以及近期部分关税下调后全球贸易政策趋于稳定，预计将对投资有小幅提振作用，但利润增长乏力以及房地产业的持续调整意味着投资难以出现强劲反弹。出口增速预计将从目前的水平下滑，但由于 10 月之后的关税水平低于今年早些时候，这会给出口提供一些支撑。上述预测是基于以下假定：2026 年货币政策将维持适度宽松，财政赤字将略微收窄，当局将在支持经济增长和控制金融风险之间寻求平衡。

中国经济前景	2022	2023	2024	2025 预测值	2026 预测值	2027 预测值
实际 GDP 增长率 (%)	3.1	5.4	5.0	4.9	4.4	4.2
居民消费价格指数 (平均百分比变动)	2.0	0.2	0.2	0.3	1.0	1.5
经常账户余额 (GDP 占比)	2.4	1.4	2.2	2.5	1.3	0.3
广义财政收支 (GDP 占比) *	-6.1	-5.5	-6.5	-8.2	-7.7	-7.0

来源：世界银行。

注：* 世界银行工作人员估算。

上述经济前景的上行和下行风险大致平衡。外部来看，贸易政策依然存在不确定性。国内方面，房地产业可能进一步走弱，而利润空间受压可能导致企业推迟投资，从而进一步削弱劳动力市场并抑制消费。就上行风险而言，如果 2026 年财政支出高于预期（包括加大力度健全社会保障），或者政府采取更果断举措来稳定房地产业，则可能推动经济增长超过基线预测。

面对外部环境的不确定性，中国的政策重点是提振内需，同时努力消除制约经济增长的结构性阻力。除采取短期刺激措施之外，中国还可着手开展改革，解决导致居民消费不足、民间投资疲软和地方政府财政约束等问题的长期因素。要使内需实现更可持续的改善，关

关键在于推进以下改革：（i）健全社会保障体系，降低居民对预防性储蓄的需求；（ii）优化营商环境，激发民间投资活力；（iii）推动房地产行业有序调整，改善市场情绪；以及（iv）增强地方财政的可持续性。这些举措有助于推动经济结构再平衡，为实现更具韧性的长期增长奠定基础。

专题：中国的居民储蓄与金融中介

2023 年，中国居民储蓄仍高达可支配收入的 31%。¹ 分析居民家庭资产负债表构成有助于深入理解消费复苏缓慢的原因。住房是中国居民最主要的资产，2022 年占居民总资产的 47%；其次是银行存款，占比 23%。快速老龄化、社会保障不均衡和收入不平等结构性因素推动了居民的预防性储蓄行为。此外，房价下行（削弱了住房的储值功能）、长期金融产品有限以及对未来收入预期趋于谨慎，都促使居民倾向持有流动性强、风险低的存款，尽管其实际收益率很低。

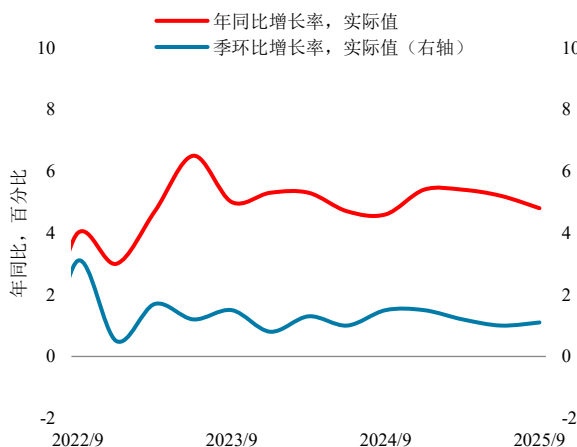
居民资产负债表的这些特征对总需求再平衡有重要影响。一个能调动大量居民存款的金融体系可以为银行提供充裕的低成本资金来源，但同时也可能削弱价格信号，导致资本配置模式可能与生产率增长目标不一致。可以考虑采取以下措施来推动居民资产组合多样化、提升资源配置效率：强化非银行储蓄渠道，如个人养老金、人寿保险和投资基金；提升资本市场的深度和透明度；通过数字化创新拓展负责任的消费金融；以及进一步推进利率市场化。合理安排这些改革的推进顺序，同时通过更广泛的努力来健全社会保障——这有助于降低居民的预防性储蓄需求，推动经济结构再平衡，实现消费驱动型增长。

¹ 基于国家统计局资金流量表数据。

图说中国经济形势

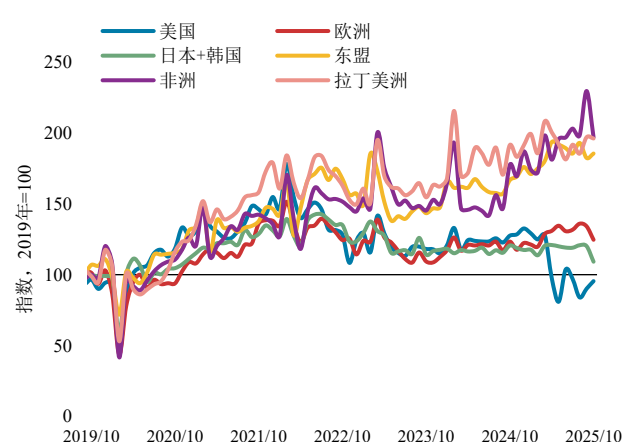
三季度中国保持了增长势头...

A. 实际 GDP 增长



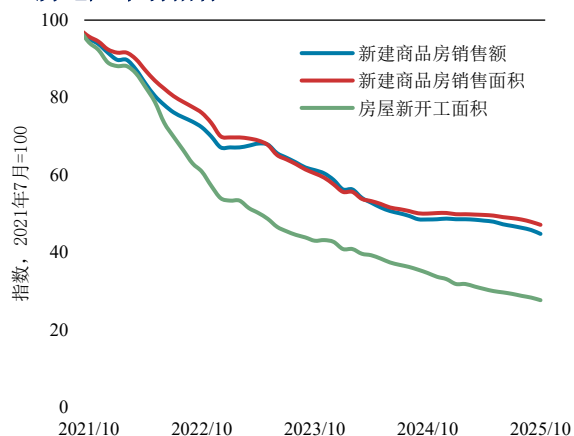
...这得益于强韧的出口。

B. 对不同目的地的出口



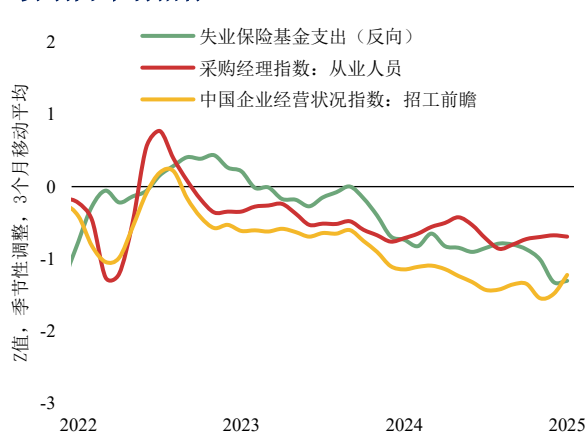
然而内需趋软，这与房地产市场再度疲软...

C. 房地产市场指标



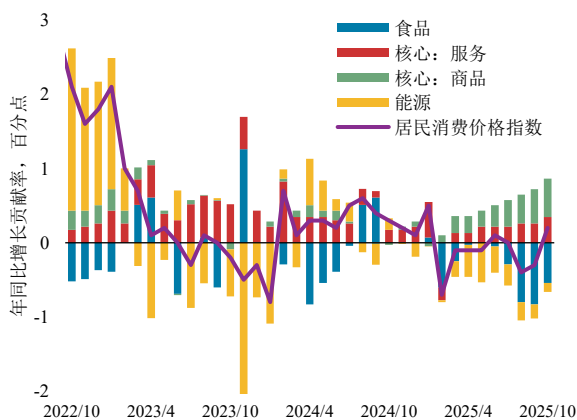
...和劳动力市场乏力有关。

D. 劳动力市场指标



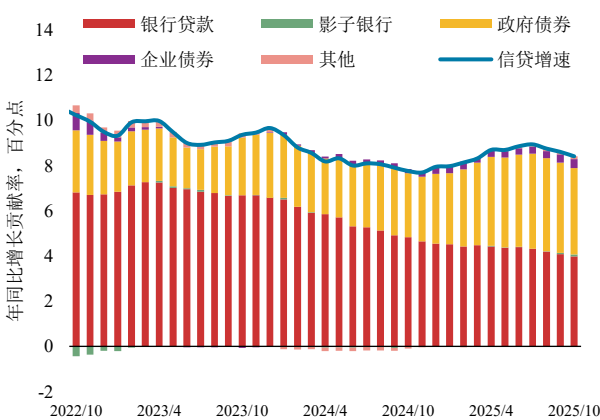
需求不振抑制了居民消费价格...

E. CPI 通胀



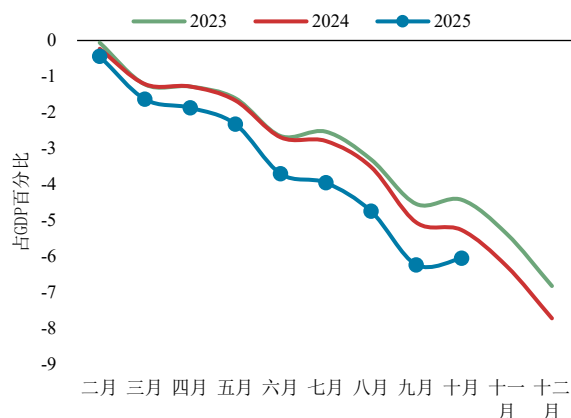
...并制约了私人部门信贷增长...

F. 信贷增长



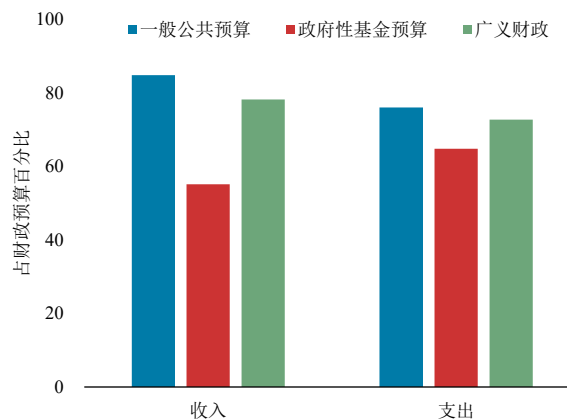
...尽管财政政策保持宽松...

G. 广义财政赤字



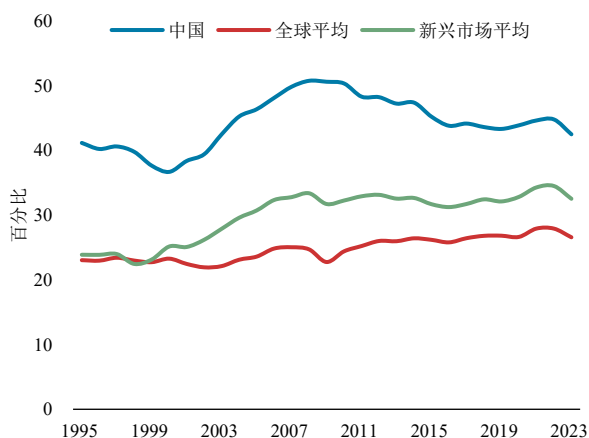
...但地方层面的落实面临障碍。

H. 预算安排和执行情况



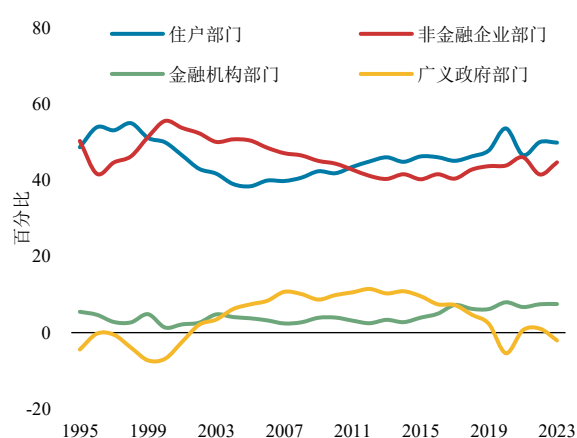
中国的总储蓄率几十年来一直保持高位...

I. 国内总储蓄率



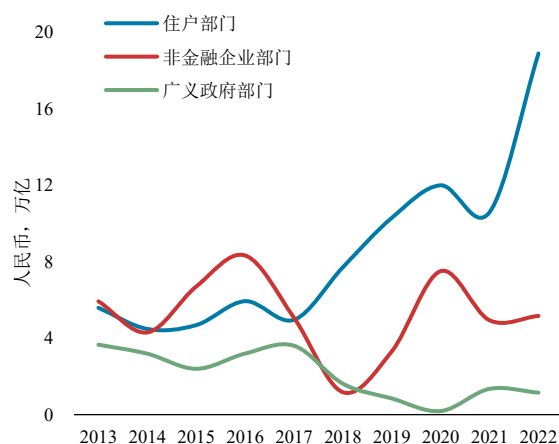
...其中居民储蓄占了很大份额。

J. 国内储蓄构成



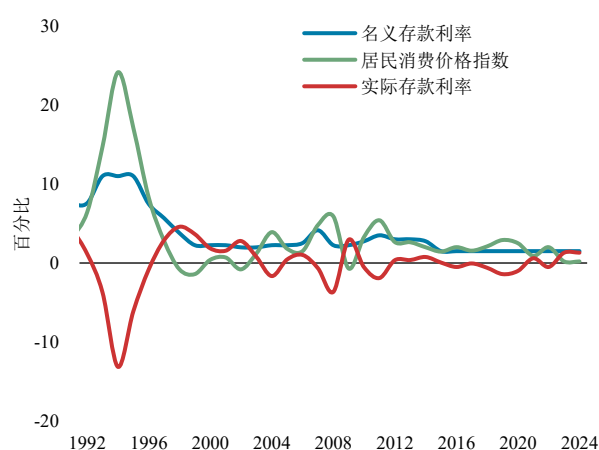
居民继续将存款作为主要储蓄方式...

K. 按来源划分的银行存款



...尽管存款的实际收益率很低甚至有时是负值。

L. 实际存款利率



来源：国家统计局，中国人民银行，Wind 数据库，财政部，CEIC，世界银行工作人员估算。

I. 近期经济形势

政策效应减弱，内需依然低迷

第三季度中国经济保持了稳定的增长势头，尽管国内需求再现走弱迹象，但强韧的出口支撑了增长。三季度实际 GDP 经季节调整后环比增长 1.1%，高于二季度的 1.0%，使得年初迄今的 GDP 同比增速达到 5.2%（图 1A）。尽管贸易政策环境存在不确定性，但得益于旺盛的外部（包括新兴市场）需求，出口继续扩大，在一定程度上抵消了内需疲软的影响。最终消费为三季度的同比增速贡献了 2.7 个百分点（相当于贡献了 56.7% 的增长），与第二季度持平，但这是由于 2024 年第三季度的基数较低（图 1B）。近月来消费品补贴的拉动作用有所减弱，7—10 月社会消费品零售总额经季调后月度环比仅平均增长 0.06%，低于二季度的 0.2%。三季度各行业投资增速均有放缓，投资对经济增长的贡献率从二季度的 1.3 个百分点（贡献了 24.7% 的增长）降至三季度的 0.9 个百分点（贡献了 18.9% 的增长），这主要由于房地产行业下行加深，并且制造业投资和基础设施投资分别因企业利润压力和地方政府财政紧缩而表现疲软。

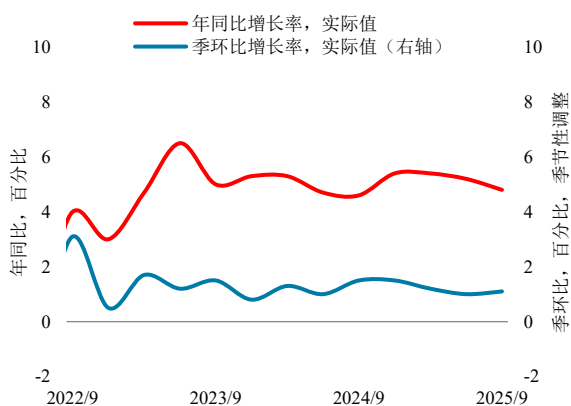
居民消费增长乏力，反映了劳动力市场疲软、房价下行和结构性因素的共同影响。面对偏软的劳动力市场，人们对收入前景保持谨慎，这在很大程度上影响了消费支出（图 1C 和图 1D）。尽管城镇调查失业率一直稳定保持在 5% 左右，但这在一定程度上是由于近年农村人口向城镇的迁移放缓。建筑业和服务业新增就业岗位的增长放缓，影响了缺乏就业保障和社会保障的非正规就业者和农民工的工作机会（世界银行，2025a）。9 月青年失业率达到 17.7%，部分原因是大学毕业生人数快速增长以及高技能服务业部门就业增长放缓（世界银行，2022）。尽管政府最近推出的育儿、养老和学前教育补贴对减少预防性储蓄有所帮助，但在解决导致高预防性储蓄的结构性因素（如社会保障缺口和收入不平等）方面进展仍较缓慢（世界银行，2023a）。

第三季度各行业投资增长均有放缓。房地产投资持续下滑，基础设施支出也有所回落（参见后续章节）。制造业投资在三季度也趋于走弱。² 内需乏力制约了工业企业利润增长，尽管 2025 年前九个月同比平均增长 3.2%，但此前 2024 和 2023 年连续两年利润下降，削弱了企业扩大产能的动力。贸易形势的不确定性，以及政府在钢铁、光伏和电动汽车等行业为遏制价格过度下跌而采取的措施，可能也造就了更为谨慎的投资环境。

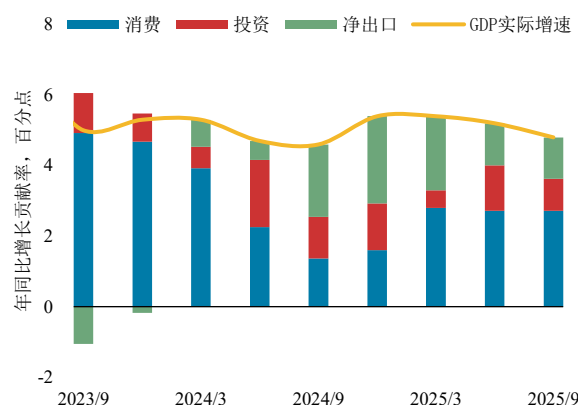
² 以 GDP 平减指数调整后的固定资产投资（FAI）数据显示，2025 年 7—10 月制造业实际固定资产投资同比下降 1.3%，而二季度是增长 8.3%。尽管固定资产投资与国民经济核算中的投资定义有所不同，但 FAI 数据常被用作行业投资的替代指标。

图 1. 尽管三季度经济增长保持稳定，但疲软的劳动力市场抑制了消费需求

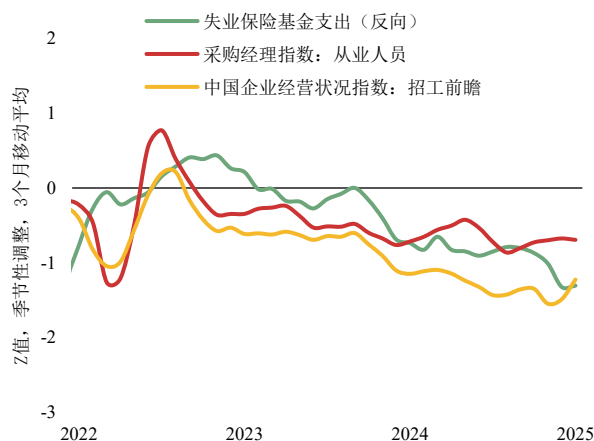
A. 实际 GDP 增长



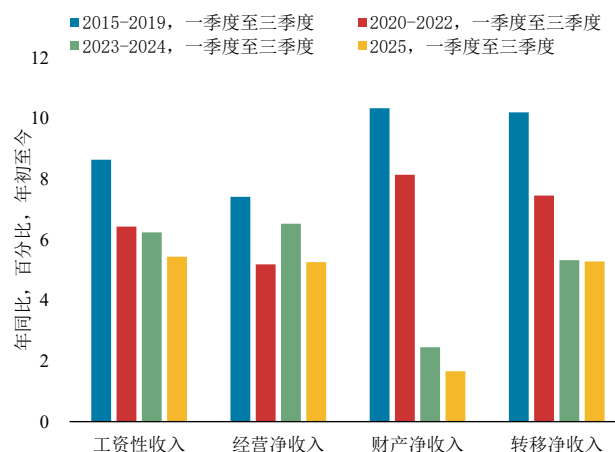
B. 三大需求对 GDP 增长的贡献



C. 劳动力市场指标



D. 人均可支配收入（按来源划分）



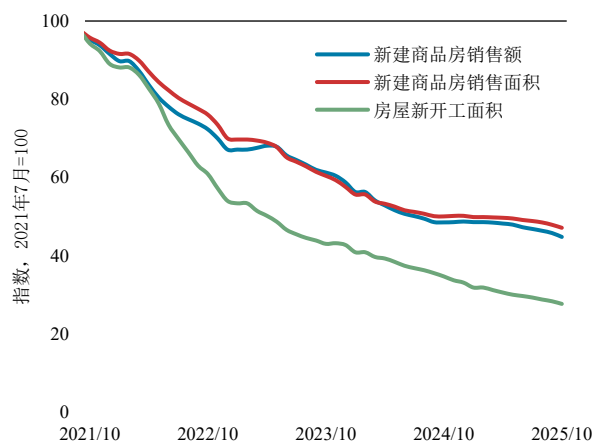
来源：中国国家统计局，中国人民银行，长江商学院，世界银行工作人员估算。

注：图 C 中，从业人员采购经理人指数（PMI）的计算是取制造业和非制造业就业 PMI 的平均值，中国企业经营状况指数由长江商学院编制，招工前瞻指数反映企业对未来六个月招聘的预期。图 D 中的收入增长为名义收入。

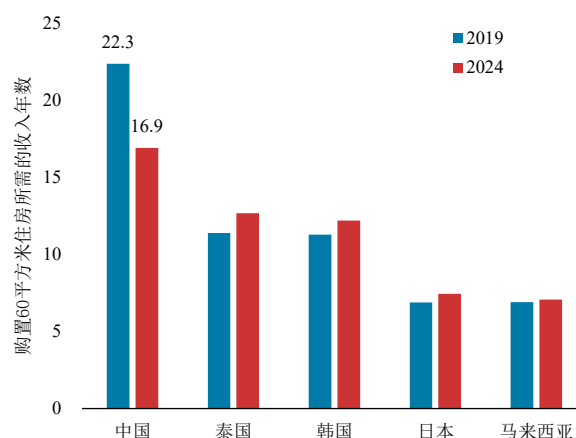
近几个月来，由于消费者信心低迷、稳房市政策的效果减弱，房地产市场再度疲软。尽管 2024 年 9 月推出的下调按揭利率、降低首付比例、放宽购房限制等措施最初发挥了稳定市场的作用，但由于居民对收入前景有所担忧并预期房价进一步下行，这些措施的效果已逐渐减弱。10 月份，全国 70 个城市新建商品房销售面积从 2021 年的峰值下降了 53%（图 2A）。新房价格比 2021 年 7 月的峰值下降 11.9%，二手房价格下降 20.2%。在本轮房地产下行中，房价相对于居民收入已有大幅回调。然而与其他亚洲经济体相比，中国的房价收入比仍然较高，这意味着房价仍有进一步调整的空间（图 2B）。

图 2. 三季度房地产行业再现疲软

A. 房地产市场指标



B. 房价收入比



来源：中国国家统计局，韩国房地产委员会，韩国统计厅，日本统计局，日本土地学会，马来西亚统计局，马来西亚财政部，泰国国家统计局，泰国房地产信息中心，世界银行工作人员估算。

注：图 B 中，我们使用人均可支配收入和每平方米房价来估算房价收入比。马来西亚和泰国仅有每套房屋的交易价格而非每平方米价格，我们假设马来西亚的平均房屋面积为 117 平方米，泰国的平均房屋面积为 98 平方米，以此来估算每平方米价格。

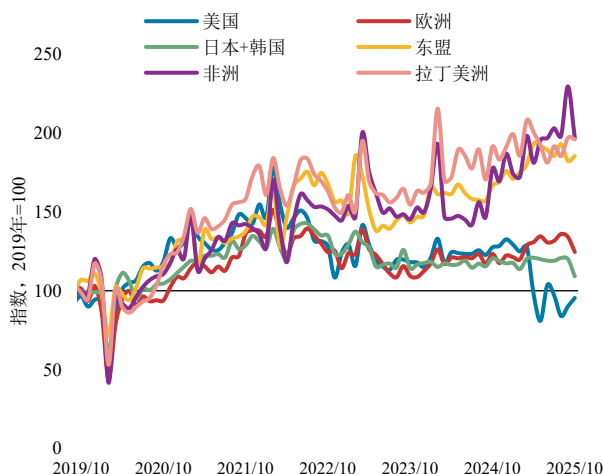
在充满不确定性的贸易形势下，对新兴市场的出口支撑了整体出口表现

中国货物出口仍保持强韧，这主要得益于对发展中国家的出口增长。7—10 月货物出口同比增幅放缓至 4.7%，但总体仍保持稳健。增长主要由对发展中国家出口的增强所推动，这在一定程度上抵消了对美国出口同比下滑 27% 的影响（图 3A）。对东盟和非洲的出口分别同比增长 16% 和 33%。近年中国海外市场份额的增长主要由中等技术制造业产品拉动，包括汽车、通用设备和专用设备。

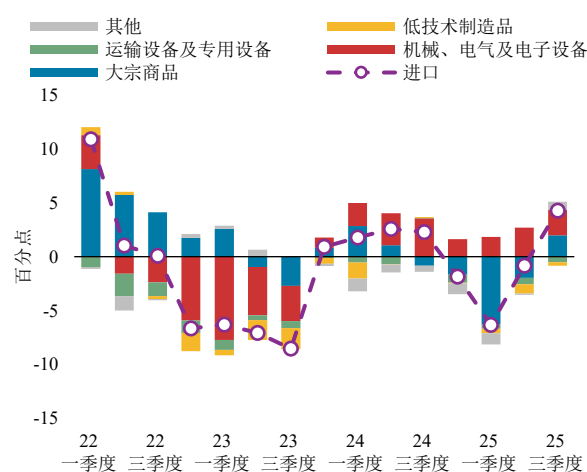
2025 年 7—10 月进口增长加快，主要由对进口投入品和大宗商品的强劲需求所推动。7—10 月货物进口同比增长 3.5%，扭转了二季度同比下降 2.7% 的趋势（图 3B）。大宗商品贡献了近一半的进口增长，这主要得益于对铜、铝、钢材等工业金属的需求有所上升——这些金属是电动汽车、半导体和可再生能源设备等主要出口行业的关键投入品。另外，金价飙升也推动了大宗商品进口值的增长。与此同时，机械、电子和电气设备进口增速加快，反映了由人工智能相关需求驱动的全球科技发展势头和国内设备升级这两方面的影响。随着进口反弹，7—10 月平均月度货物贸易顺差略微收窄至 950 亿美元。

图 3. 尽管面临贸易政策不确定性，出口增长仍保持稳健

A. 对不同目的地的出口



B. 进口增长

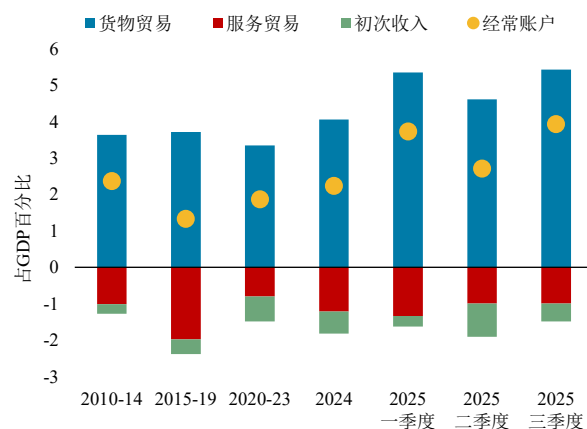


来源：中国海关，Haver Analytics，世界银行工作人员估算。

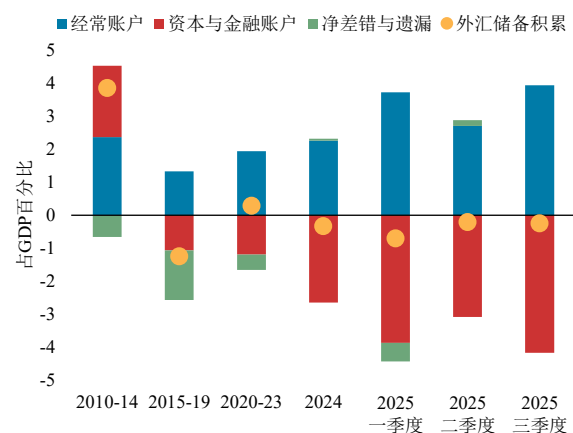
强劲经常账户顺差伴随着资本外流，反映了中国投资者的投资组合多元化，以及外国投资者减持中国债券。由于货物出口强劲而进口相对疲软，2025 年前三季度中国经常账户顺差估计上升至占 GDP 的 3.5%，高于 2024 年的 2.2%。服务贸易逆差略有收窄，主要原因是中国对多国放松签证要求后入境旅游人数增加，同时包括电信和信息技术服务在内的知识密集型服务出口走强（图 4A）。然而，经常账户顺差被资本净流出（主要是海外证券投资和其他投资）所抵消（图 4B）。驱动资本外流的主要因素是内地投资者增持离岸股票，并在债券“南向通”机制扩展至证券公司等非银行金融机构后增加了对离岸债券的投资。与此同时，由于市场预期中国经济增长将会放缓以及中国与其他主要经济体之间出现货币政策分化，境外投资者减持了中国债券。

图 4. 强劲的经常账户顺差被资本外流抵消

A. 经常账户



B. 国际收支



来源：国家外汇管理局，世界银行工作人员估算。

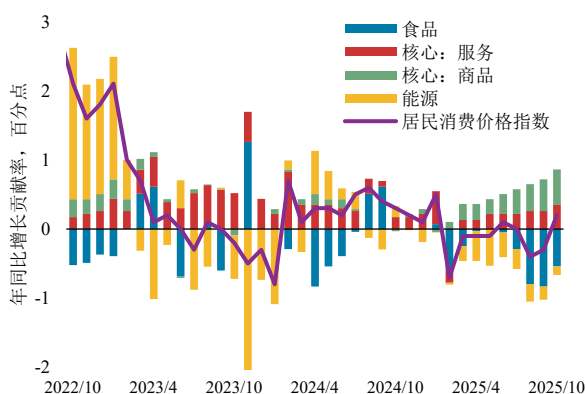
政策支持提振了部分商品价格，但通胀保持低位

2025年消费者价格通胀有所回升，但由于内需不振，总体仍处于很低水平。2025年前十个月总体消费者价格指数（CPI）同比下降0.1%，而2024年是上升0.2%（图 5A），这主要是由于食品和能源价格走低。扣除食品和能源价格后的核心通胀从2024年的0.5%小幅上升至2025年前十个月的0.7%，远低于2%的官方目标。消费品补贴对部分商品类别（如家用电器）的需求和价格有暂时提振，但这种效应在第三季度开始减弱。同时，在接近零通胀的环境下，实际利率仍然偏高，货币政策对需求的刺激作用有限。

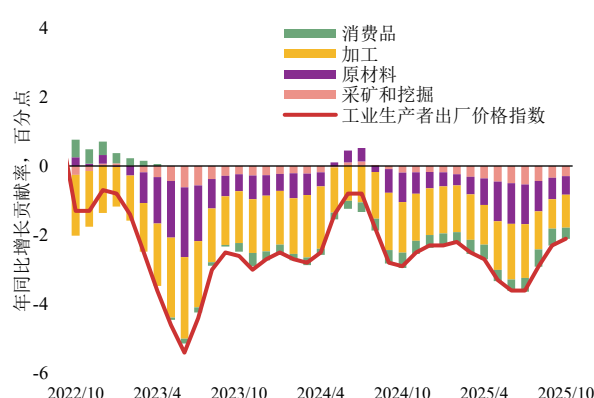
旨在遏制过度价格竞争的政策措施在一定程度上缓解了生产者价格通缩。生产者价格指数（PPI）已连续三年多处于下降区间，2025年前十个月同比下降2.8%（图 5B）。受房地产投资萎缩和全球大宗商品价格下跌影响，煤炭、钢铁和黑色金属等上游行业的通缩仍在持续。不过，在政府指导下，一些企业开始压缩现有产能、推迟新投资项目，使这些上游行业以及太阳能光伏、电池和电动汽车等下游行业的通缩有所放缓。尽管这些行业的通缩压力减轻，但由于国内需求总体偏弱，整体生产者价格通胀仍然受到抑制。

图 5. 政策措施对消费者和生产者价格的提振作用有限

A. 居民消费价格指数



B. 工业生产者出厂价格指数



来源：国家统计局，世界银行工作人员估算。

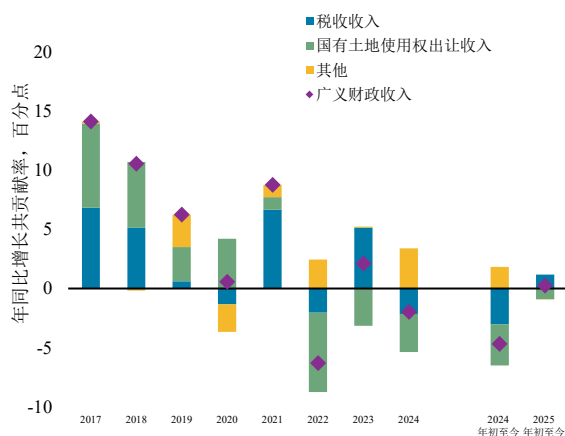
财政收入走弱和债务上升压缩了地方财政空间

由于土地使用权出让收入持续收缩，**2025年财政收入增长依然疲软。**相比于2024年的收缩，2025年广义财政收入有所回升，尽管同比仅增长0.2%，这主要得益于税收收入的温和复苏（图 6A）。税收收入同比增长1.7%，其中增值税随着上半年消费的改善而增加。股市上涨（见下文）带动资本利得相关税收增长，以及扩大互联网平台从业人员的涉税信息申报可能推动了个人所得税的增加。这些增长抵消了土地使用权出让收入的下滑的拖累。

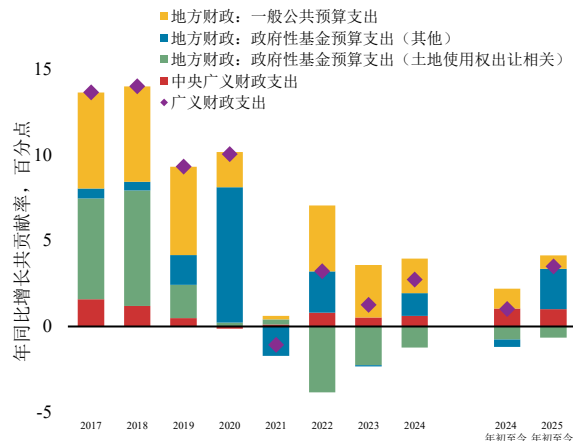
前十个月土地使用权出让收入同比下降 7.4%，延续了多年的收缩态势，制约了地方政府的财政空间。

图 6. 土地出让收入下降和债务上升加大了地方政府财政压力

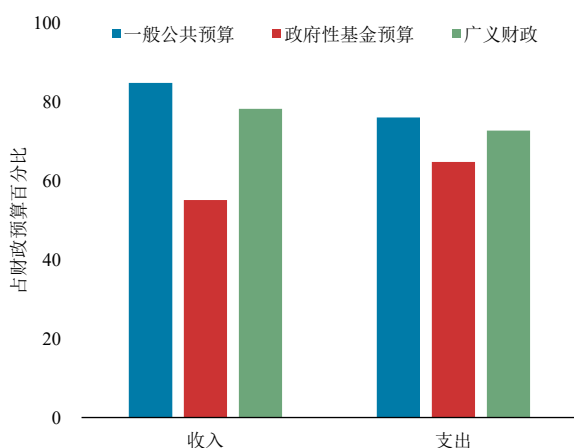
A. 财政收入



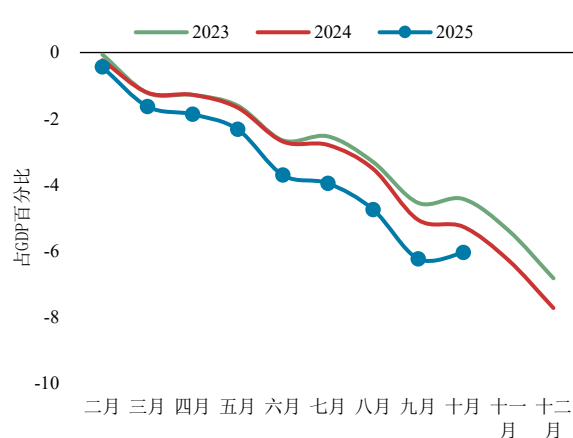
B. 财政支出



C. 预算安排与执行



D. 广义财政赤字



来源：财政部，世界银行工作人员估算。

注：广义财政是指一般公共预算和政府性基金预算的加总。“其他”包括一般公共预算中的行政性收费、罚款及国有资产租赁收入，以及政府性基金预算中的非土地出让收入。图 B 中的支出数据不包括 2025 年 3 月中央政府向国有银行的一次性注资。

今年财政政策较为宽松，预算执行情况好于 2024 年，但部分地方政府仍面临融资约束。扣除中央政府向国有银行的一次性注资后，今年前十个月广义预算支出同比增长 3.5%，显著高于去年同期的 1.0%（图 6B）。今年地方政府性基金预算支出有所改善，不过预算执行仍低于目标，截至 10 月底支出计划仅完成 72.7%（图 6C）。部分地方政府因土地出让收入下降和债务快速增长而面临融资约束。截至 10 月底地方政府预算内债务占 GDP 比重为 38%，虽然仍处于适度水平，但自 2020 年以来这一比例已上升超过 15 个百分点（见专栏 1）。尽管政府债务利率较低（10 年期地方政府债券平均利率为 2.0%），使得偿债

成本尚且可控，但近年持续增长的财政赤字可能已经限制了部分地方政府的支出灵活性。为补充地方财源，财政部 10 月宣布第四季度增加 5000 亿元人民币（GDP 的 0.5%）的地方政府发债额度。由于支出增长快于收入增长，今年前十个月的广义财政赤字占 GDP 比重从一年前的 5.3% 扩大至 6.1%（图 6D）。

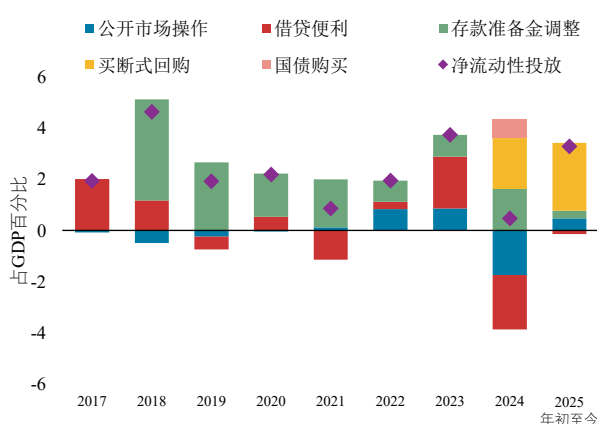
尽管货币政策保持宽松，私人部门信贷需求仍继续走弱

货币政策今年继续提供支持，主要通过流动性投放来实现。前三季度中国人民银行投放的净流动性相当于 GDP 的 3.3%（图 7A）。第三季度主要政策利率和贷款利率保持稳定，1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别维持在 3.0% 和 3.5%，此前这两项利率在二季度均小幅下调了 10 个基点。当局在需求偏弱的情况下决定不大幅降息，这可能是出于对银行净息差收窄以及与主要发达经济体之间利差扩大可能导致资本外流等金融稳定方面的考量。

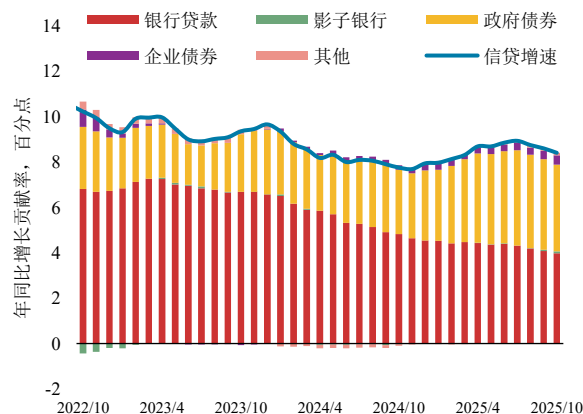
尽管流动性条件宽松，但由于私人部门信贷需求疲软，非金融部门信贷扩张依然低迷。7—10 月非金融部门信贷同比增长 8.7%，略低于第二季度的 8.8%（图 7B）。近一半增长来自政府债券发行，而由于私人部门信贷需求疲软，银行贷款增速放缓至同比增长 6.4%。中长期贷款增幅下降最大，表明投资情绪谨慎。这一状况与利润疲软、贸易不确定性以及政府为防止部分行业价格进一步下跌而限制产能扩张的举措有关。由于购房者信心不足和收入预期低迷，居民部门信贷也受到抑制。在流动性充裕而信贷需求疲软的情况下，银行利润空间受到挤压，进而影响了盈利能力和整体财务表现。

图 7. 政府债券投资推动了信贷增长，但居民和企业部门信贷需求依然疲软

A. 中国人民银行流动性投放



B. 非金融部门信贷增长



来源：中国人民银行，世界银行工作人员估算。

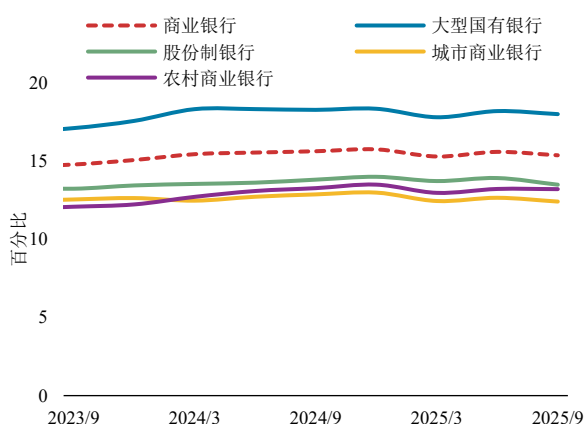
银行业资产质量继续改善，但盈利能力下降。2025 年 9 月，银行体系整体净息差降至 1.42%，较去年同期低 11 个基点。贷款利率在 5 月份贷款市场报价利率（LPR）下调后有所下降，但银行资金成本调整较慢，导致利差收窄、利润空间被压缩。不过，大型国有银行在维持利润率方面仍优于其他类型的银行。同时，受益于股市走强和对理财产品需求增加，银行的非利息收入上升，部分抵消了利息收入的下滑。尽管净息差收窄，银行资产质量仍保持稳定，截至 9 月底，整个银行体系的不良贷款率（NPL）较年初下降 4 个基点至 1.52%。资产质量的改善是普遍性的，其中尤以农村商业银行的改善最为明显，这反映了行业整合以及前期不良资产处置的效果。整个银行体系的拨备覆盖率为 207%，而农村银行提高了 1140 个基点，达到 160%。

2025 年银行业保持了稳健的资本缓冲，整体资本状况与上年同期基本持平。2024 年，财政部宣布向四家大型国有银行注资，夯实其资本基础。然而，由于净息差收窄导致银行盈利能力下降，通过留存收益积累资本的速度放缓，限制了资本状况的进一步改善。最终在总资产继续扩张的情况下，2025 年前三季度银行体系的总体资本充足率基本稳定在 15.4%（图 8A）。

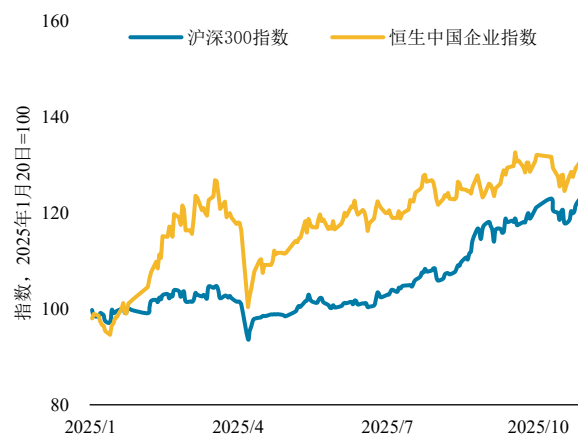
受益于充裕的流动性、相对较低的资产估值以及科技板块的上涨，中国股市在 2025 年表现强劲。2025 年 1 月至 10 月期间，沪深 300 指数和恒生中国企业指分别上涨 21.2% 和 26.7%，主要由科技股推动（图 8B）。股市资金流入也受到低资产估值的支撑——在本轮上涨之前，沪深 300 指数的市盈率（TTM）徘徊在约 13 倍，远低于历史峰值（22 倍以上）。

图 8. 银行的资本缓冲保持稳定，股市表现强劲

A. 资本充足率



B. 股票市场指数



来源：中国人民银行，CEIC。

专栏 1. 地方政府债务与地区收入差异

过去十年间，中国政府债务迅速增长，尤其是地方政府债务增长显著。2024 年政府直接债务（预算内债务）占 GDP 比重为 61%。虽然这个比例低于一些发达经济体，但中国的债务增长速度很快：自 2015 年以来复合年均增长率高达 14%。其中，地方政府直接债务占 GDP 的 35%（占政府直接债务总额的 58%），而且自新冠疫情以来迅速攀升。这种增长主要来自专项债——专项债通常用于支持公共投资项目，而一般债则主要用于经常性支出（图 9A）。除了预算内债务外，中国的预算外债务也增长迅速，2024 年地方政府融资平台（LGFV）债务规模估计已达到 GDP 的 46%（IMF，2025）。预算外债务给政府带来或有负债风险，并可能削弱市场对财政可持续性的信心。

大额财政赤字和地方政府债务快速增长的情况在北部和西部欠发达省份更为突出。相比之下较富裕的东部沿海省市债务比率最低（图 9B）。欠发达地区债务的快速积累反映了它们在过去十年（尤其是新冠疫情以来）的大规模财政赤字（图 9C）。这些高额赤字与多种因素有关，包括为推动地区经济发展而实施大规模公共投资、经常性支出日益上升以及土地使用权出让收入下降导致财政收入减少。

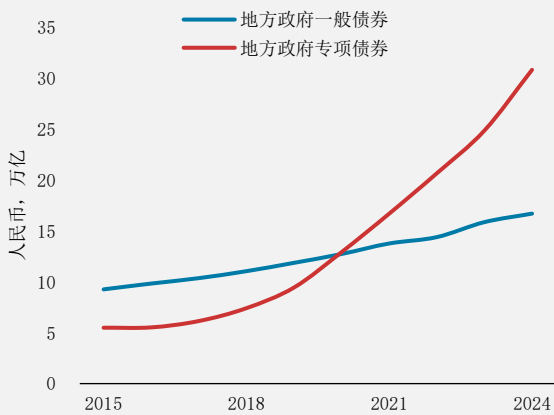
地方政府债务的累积给落后地区的持续发展带来挑战，并可能导致地区收入差距进一步扩大。如果以各地人均 GDP 与北京和上海这两个最富裕城市平均水平的比值来衡量收入追赶速度，这种追赶在 2000 年代曾十分迅速，但在 2010 年代中期趋于停滞，自 2022 年以来甚至出现了倒退。中央政府认定的 12 个债务高风险地区在 2000 年的收入水平就低于其他省份，随后这种差距进一步扩大（图 9D）（新华社，2024）。现在有些省份的利息支出已经超过财政收入的 10%。由于对土地使用权出让收入高度依赖，很多地方政府和融资平台在房地产下行中承受了更大压力，偿付困难在 2024 年进一步加剧。高额债务可能制约经济增长，并导致地区收入差距进一步扩大。

中央已经看到这些风险，采取了多项措施来稳定和重组地方政府债务，但要全面解决这么大规模的问题可能仍需进一步努力。2023 年，中央政府对 12 个债务高风险地区的公共投资和融资平台举债实行了限制（新华社，2024）。2024 年又启动了 10 万亿元人民币的债务置换计划，将预算外债务转换为成本更低的预算内债务。该计划提高了或有负债的透明度，降低了利息支出和再融资风险。然而，这项计划未必能降低地方政府的整体债务负担（包括预算内和预算外债务）。为了进一步修复地方政府资产负债表，缓解高额偿债支出挤压财政空间的风险，可能需要采取更多措施来减少存量债务，包括对不可持续的债务进行重组。政府还采取了多项措施来解决中央—地方财政体制的深层缺陷，包括提高一般性转移支付比例、将消费税征收下划给地方等，不过今后可能还需要

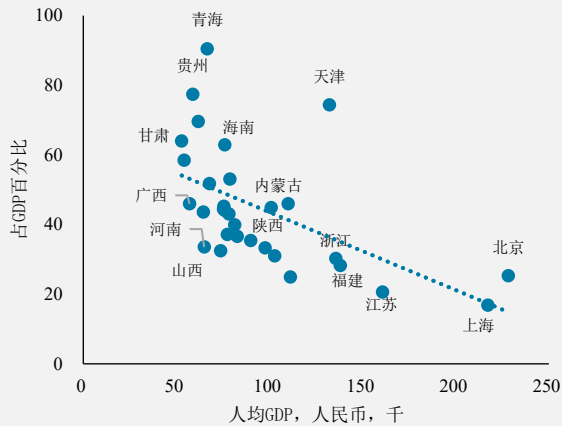
采取进一步措施来扩大地方政府收入，才能充分弥补土地出让收入的大幅下降，并为不断增长的社会支出提供资金。

图 9. 贫困省份的地方政府面临严峻财政挑战，可能导致地区差距进一步扩大

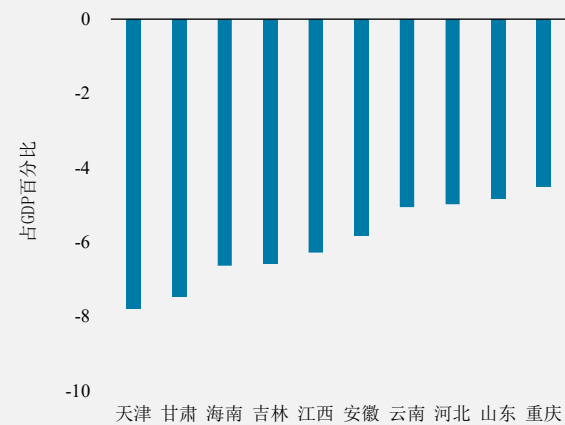
A. 分类型的地方政府债务



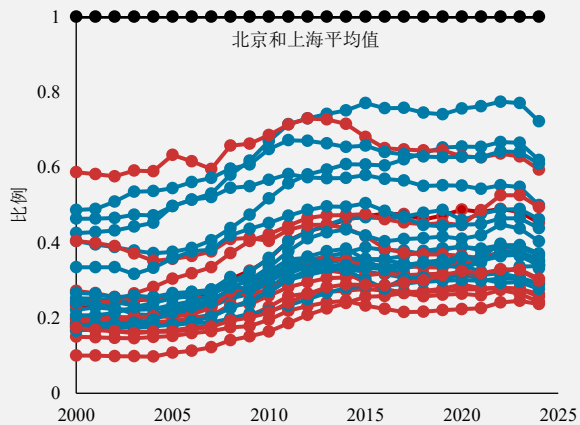
B. 2024 年地方政府债务占 GDP 比重以及人均 GDP 水平



C. 2020—2024 年平均财政赤字规模最大的十个地区



D. 各地人均 GDP 相对北京和上海平均水平的比率（深红色代表 12 个债务高风险地区）



来源：世界银行工作人员根据国家统计局数据和财政部数据所做的估算。
注：地方政府债务为官方公布的一般债与专项债余额之和。人均 GDP 按常住人口而非户籍人口计算。地方财政赤字统计包含了一般公共预算、政府性基金预算以及中央向地方提供的转移支付。图 D 中的 12 个债务高风险地区是在 2023 年由中央政府确定，包括天津、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏和内蒙古。其中，内蒙古已于 2025 年 7 月退出该名单（Chen, 2025）。

II. 前景、风险和政策考虑

前景和风险

预计中国 2025 年 GDP 增速为 4.9%，2026 年为 4.4%（表 1）。受劳动力市场疲软和房地产价格进一步下跌影响，预计消费支出仍将增长乏力。投资预计将因 10 月宣布的额外财政刺激以及近期部分关税下调带来的全球贸易政策趋稳而获得少许提振。然而，企业利润增长乏力以及房地产行业的持续调整可能会限制投资的强劲反弹。出口增速预计将较当前水平略有下降，但由于 10 月之后的关税水平低于今年早些时候，这会给出口提供一些支撑。预计货币政策将保持适度宽松，在支持经济增长的同时兼顾金融稳定目标。广义财政赤字预计仍将保持较大规模，但可能会比今年有所下降（GDP 占比减少 0.5 个百分点）以降低财政风险。

表 1. 中国部分经济指标

除非另有说明，单位为年度百分比变动	2022	2023	2024	2025 预测值	2026 预测值	2027 预测值
实际 GDP 增长率，以不变市场价格计算	3.1	5.4	5.0	4.9	4.4	4.2
居民消费	1.7	9.0	5.2	5.1	4.9	4.8
政府消费	5.3	7.3	1.0	4.5	4.3	4.2
固定资本形成总额	3.4	4.5	3.0	3.3	3.4	3.5
货物和服务出口	-1.9	1.1	11.5	5.4	3.2	1.9
货物和服务进口	-5.1	5.6	4.3	1.1	1.0	0.9
实际 GDP 增长率，以不变要素价格计算	3.1	5.4	5.0	4.9	4.4	4.2
农业	4.2	4.0	3.5	3.4	3.2	3.0
工业	2.3	4.4	5.3	4.7	3.9	3.6
服务业	3.6	6.3	5.0	5.2	4.9	4.7
通货膨胀率（居民消费价格指数）	2.0	0.2	0.2	0.3	1.0	1.5
经常账户余额（GDP 占比）	2.4	1.4	2.2	2.5	1.3	0.3
外商直接投资净值（GDP 占比）	-0.1	-0.8	-0.9	-0.5	-0.2	-0.1
广义财政收支（GDP 占比）*	-6.1	-5.5	-6.5	-8.2	-7.7	-7.0
政府债务（GDP 占比）	49.4	54.7	63.0	70.8	77.7	82.2
基础财政收支（GDP 占比）	-5.1	-4.5	-5.5	-7.3	-6.7	-6.0

来源：世界银行。

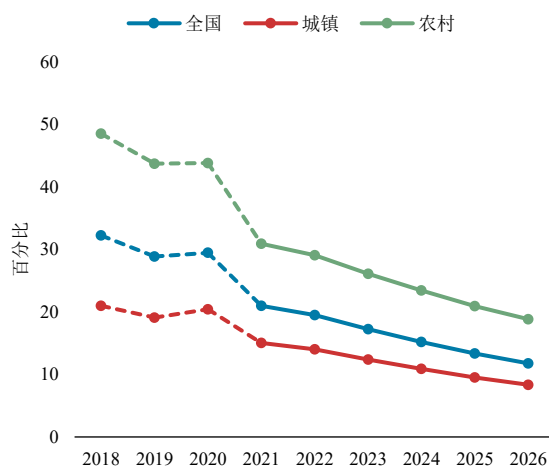
注：* 世界银行工作人员估算。

中国的贫困继续减少，但减贫速度预计将随着经济增长放缓而下降。按照中国的标准，中国已基本消除了极端贫困。然而，如果使用世界银行监测中等偏上收入国家减贫进展的更高标准——每日生活费 8.30 美元（2021 年 PPP），中国 2024 年估计仍有约 15.2% 的人

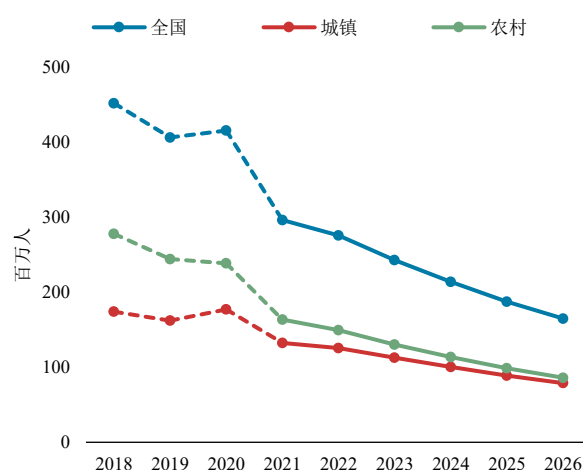
口（2.14 亿人）未达到这一水平。³ 按这个标准衡量，中国的减贫步伐已经放缓：年度脱贫人口从 2024 年的 2900 万下降到 2025 年的 2700 万；而在未来经济增长放缓的背景下，预计 2026 和 2027 年将继续分别下降至 2200 万和 2000 万（图 10A 和图 10B）。

图 10. 贫困将继续减少，但进展速度低于往年

A. 贫困率（每人每天 8.30 美元的贫困线）



B. 贫困人口（每人每天 8.30 美元的贫困线）



来源：世界银行工作人员根据国家统计局数据和世界银行 GDP 预测数据所做的估算。

注：用于计算贫困率的分组数据最后样本年份为 2021 年。预测方法以人均 GDP 增长估算为基础，假定分配效应为中性，GDP 增长向居民人均消费的传导率为 0.85。

经济前景面临的上行和下行风险大致平衡。外部来看，贸易政策不确定性依然存在。国内方面，房地产行业的下行可能加深，而持续通缩和利润空间压缩可能导致企业推迟投资，进一步削弱劳动力市场并抑制消费。就上行风险而言，高于预期的财政支出（包括加大力度健全社会保障）和更果断的稳房市举措有可能推动经济增长超过基线预测。

政策考虑

中国的政策重点是在外部环境不确定的情况下提振内需，同时应对制约经济增长的结构性阻力。中国可以在采取短期刺激措施的同时着手开展改革，解决导致居民消费不足、民间投资疲软和地方政府财政紧张等问题的长期因素。应对这些挑战需要综合运用旨在取得以下成效的多种政策：（i）健全社会保障；（ii）激发民间投资活力；（iii）促进房地产行业调整；（iv）加强地方财政可持续性。这些措施相结合，将推动经济的结构性再平衡，为实现更具韧性的长期增长奠定基础。

³ 2025 年 6 月，世界银行对其用于监测全球贫困状况并比较各国减贫进展的三条全球贫困线进行了更新。此次更新反映了全球生活成本和消费模式的变化，采用 2021 年购买力平价（PPP），并结合了近期很多国家对本国贫困线的修订。新的国际贫困线已调整为每天 3 美元，而针对中等偏下和中等偏上收入国家的贫困线分别调整为每天 4.2 美元和每天 8.3 美元。在采用新标准（每天 8.30 美元，2021 年 PPP）后，中国的贫困率略高于此前世界银行报告使用原贫困线（每天 6.85 美元，2017 年 PPP）计算得出的水平。

首先，更完善的社会保障有助于减少家庭预防性储蓄（参见本期“专题”章节）并刺激消费。扩大失业保险和基本医疗保险覆盖范围可以增强民众抵御财务风险的能力。目前失业保险仅覆盖 47% 的城镇就业人员，主要集中在正规部门，对农民工的保障十分有限。农村流动人口和非正规就业人员的月均养老金仅有 223 元人民币，相当于农村人均收入的 12%；相比之下，参加强制缴费型养老保险的城镇正式职工的养老金替代率有 41%。可以将后者的覆盖范围扩大至农村流动人口以及新就业形态劳动者（如零工），并逐步提高城乡居民基本养老保险（自愿型社会养老保险）对农村居民的待遇水平，这将有助于增强居民信心，降低预防性储蓄需求，并提升边际消费倾向较高家庭的支出。

其次，增强地方政府的财政资源可以为增加社会支出提供空间，并降低财政可持续性风险。对土地使用权出让收入的依赖使很多地方政府容易受到房地产市场下行的冲击。如能提高一般性转移支付，同时赋予地方政府广泛而稳定的税基，则可以建立更加可持续的财政架构。中央可以增加对地方的无条件转移支付并提高其可预测性。加快落实将消费税征收向消费环节后移（将征税权下划给地方）的既定政策有助于将收入留在地方层面。中期来看，可以在房地产市场企稳后开征诸如经常性房产税之类的地方税种，还可以赋予地方政府对共享税种（如增值税或企业所得税）有限征收附加税的权力，这样可以进一步增强其财政自主权和创收能力（世界银行，2025）。更强的收入能力将使地方政府在支出安排上有更大灵活性，可以更好地根据本地优先事项（包括不断上升的社会支出需求）分配资金。

第三，增强企业信心需要为企业创造更好、更加可预测的营商环境。过去十年里，中国在改善营商环境方面取得了进展，缩短了办理各种证照和获得服务所需时间，如营业执照（中国 6 天，中等偏上收入国家平均 28 天）、建筑许可证（中国 42 天，中等偏上收入国家平均 56 天）和电力接通（中国 6 天，中等偏上收入国家平均 49 天）（世界银行，2025b）。然而，一线城市与其他地区之间、不同所有制企业之间的营商环境质量仍然存在差异（Wang, Gang and Li, 2024）。需要确保有关政策在各地得到统一实施，同时限制可能扭曲竞争的行政裁量权，这有助于缩小营商环境差异。中国已经推出了建设全国统一大市场的举措，努力消除地方保护、地区壁垒以及在市场准入、招投标和政府采购方面的不公现象（新华社，2025）。若能有效落实，这些提升监管一致性和促进竞争的措施将提高资源配置效率，并最终提振私营部门的信心与投资。

第四，稳定房地产市场有助于恢复市场信心。允许房价更充分地做出市场化调整有助于减少未售房屋库存。加强破产处置框架的运用可以帮助无生存能力的企业有序退出市场，而债务重组则有助于有生存能力的开发商吸引新资金、完成未完工项目。此外，通过资产管理公司加快资产处置有助于清理开发商的困境资产，使房地产业务占比较高的银行得以修复其资产负债表，并将信贷重新投向经济中更具生产力的投资领域。

即将出台的第十五个五年规划为将上述改革纳入一个统一的高质量发展议程提供了契机。10月四中全会发布的关于制定“十五五”规划的建议已经指出，为了实现中国的增长和发展目标，上文提到的各项挑战——包括增强内需在内——必须得到解决。⁴“建议”还确定了一系列广泛的优先事项，包括产业升级、自主创新、人力资本投资、应对人口结构变化、更均衡的区域发展、共同富裕和绿色转型等。为使经济走上可持续、包容和具有韧性的中期发展轨道，预计将于 2026 年 3 月发布的“十五五”规划需要提出深思熟虑的政策，并谨慎权衡可能相互冲突的目标，例如在支持工业投资的同时力求提高消费在 GDP 中的占比。

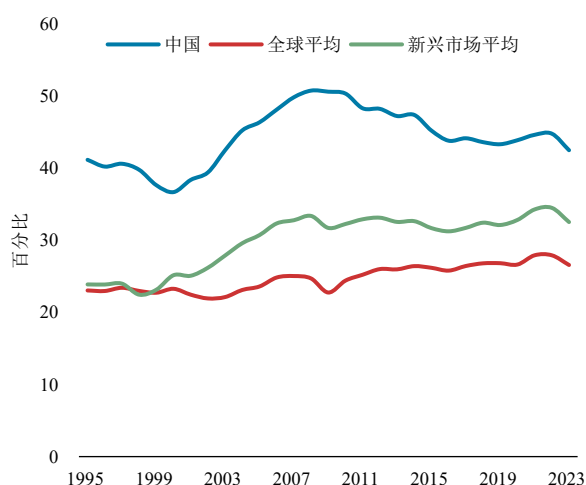
⁴ 参见中华人民共和国国务院（2025）。

III. 专题：中国的居民储蓄与金融中介

中国的高居民储蓄率对扩大内需具有重要意义

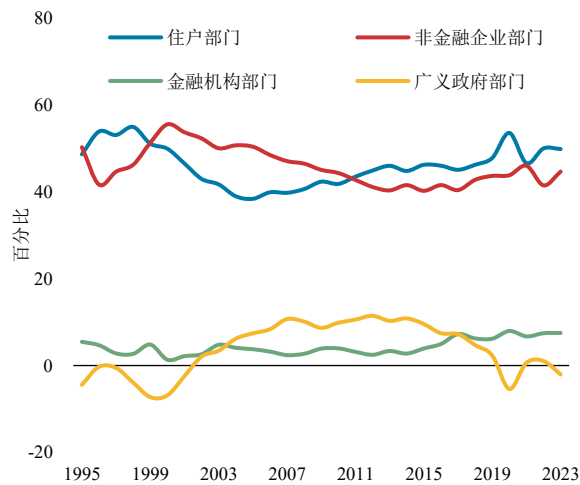
中国的国内总储蓄率多年来一直保持在高位，远高于全球和新兴市场的平均水平。自 1980 年代以来，储蓄率持续超过国内生产总值的 30%，2023 年达到 43%（图 11）。⁵居民储蓄约占国内总储蓄的一半（图 12）⁶，2023 年居民储蓄率占可支配收入的 31.3%，远高于经合组织国家 5.4% 的平均水平。这对宏观经济具有直接影响。高居民储蓄率意味着收入中用于消费的份额较小，这导致了本报告第一部分所述的内需疲软。这一行为的宏观经济决定因素包括人口结构变化、社会保障缺口、收入不平等和房地产市场下行对居民财富和信心的影响，这些内容在本报告前文以及往期《中国经济简报》中均已讨论过。因此，本专题仅对这些决定因素作简要概述，转而聚焦于居民储蓄行为如何塑造金融中介，进而影响消费、投资和资源配置。

图 11. 按国家组别的国内总储蓄率



来源：CEIC，世界银行工作人员计算。

图 12. 国内储蓄构成



来源：CEIC，世界银行工作人员计算。

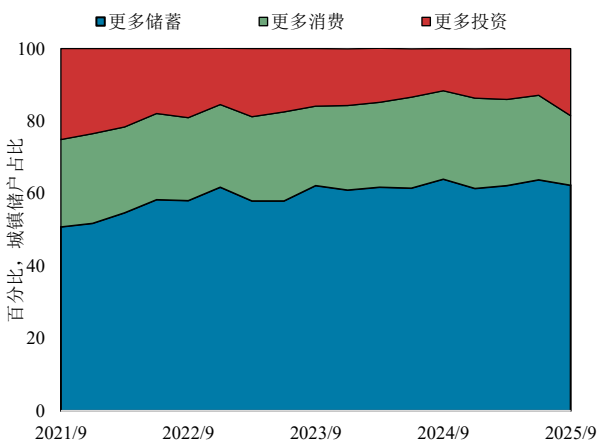
人口结构变化、社会保障体系的限制和收入不平等是中国高居民储蓄率的关键结构性决定因素。中国人口正在快速老龄化，预期寿命不断提高，居民在满足养老和医疗需求方面高度依赖自身资源。养老、医疗和失业保险的覆盖面尽管有所改善，但所提供的保障仍不均衡，尤其是对于流动人口和非正规就业人员。这些缺口加大了居民对养老收入、个人自付医疗和教育费用、购房准备、失业风险及其他冲击的预防性储蓄的依赖。此外，高度的收入不平等进一步提升了总体储蓄水平，因为高收入居民收入中的储蓄占比通常也会更高（世界银行，2023b）。

⁵ 国内总储蓄是指 GDP 扣除最终消费支出后的余额。

⁶ 居民储蓄是指居民可支配收入扣除居民最终消费支出后的余额。

近期的经济状况强化了这些结构性因素，居民储蓄偏好稳步上升表明避险情绪升温。劳动力市场前景趋软、工资增长放慢和房价持续下跌都对居民情绪产生了压力。就业、收入和财富的不确定性上升可能导致了 2020 年以来预防性储蓄的增加。问卷调查显示对储蓄而非消费的持续偏好。中国人民银行 2025 年第二季度和第三季度的“城镇储户问卷调查”显示，分别有 63.8%和 62.3%的受访储户倾向于增加储蓄而非支出或投资（图 13）。这些长期和短期因素共同解释了居民储蓄率居高不下和消费增长受到抑制的原因所在。

图 13. 城镇储户的消费、储蓄和投资意愿



来源：CEIC，中国人民银行，世界银行工作人员计算。

居民储蓄在金融体系中的流动情况

仔细观察居民资产负债表的构成可以发现居民是如何做出储蓄决策的。住房是迄今为止中国居民的主要资产，2022 年占居民总资产的 47%（表 2）。其余为金融资产，其中大部分（2022 年为 23%）以银行存款的形式存在，而非多元化的金融投资组合，保险产品、投资基金和股票的占比较小。每类资产都有其独特的优势和局限性，共同影响着居民如何应对经济不确定性、收入预期变化和金融投资收益率波动。

表 2. 居民资产负债表的结构

（百分比，占比）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
非金融资产	54.2	51.9	51.5	51.7	51.5	54.9	54.9	54.5	52.8	50.8
住房（城镇和农村）	49.8	47.5	47.3	47.6	47.4	50.9	51.2	50.9	49.4	47.4
汽车	3.2	3.3	3.3	3.3	3.4	3.3	3.1	2.9	2.8	2.9
农村居民生产性固定资产	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
金融资产	45.8	48.1	48.5	48.3	48.5	45.1	45.1	45.5	47.2	49.2
现金和存款	22.5	21.9	20.9	20.2	20.2	20.0	20.5	21.4	21.9	24.7
现金	2.0	1.8	1.7	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6
存款	20.5	20.0	19.2	18.5	18.6	18.6	19.2	20.0	20.5	23.1
债券	2.4	2.4	2.4	2.7	2.9	3.1	3.5	3.9	4.3	4.3
股票和投资基金	17.5	20.1	21.2	21.2	21.0	17.6	16.6	15.7	16.5	15.4
股权和股票	12.7	13.9	14.0	14.1	13.5	11.5	10.7	9.9	10.3	9.6
基金	4.8	6.1	7.2	7.1	7.4	6.2	5.9	5.8	6.2	5.8
保险	3.4	3.7	4.0	4.3	4.4	4.4	4.4	4.6	4.6	4.8

来源：CEIC。

住房长期以来一直是中国居民的主要保值手段，但近期房地产行业下行削弱了这一作用。过去，购房需求是由房价上涨、替代投资渠道有限以及对拥有自有住房的强烈偏好等因

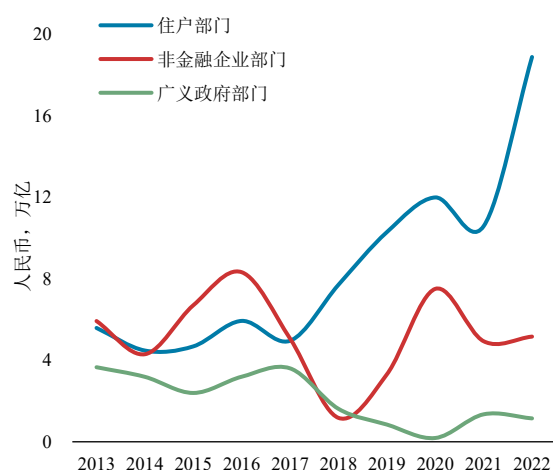
素支撑的。然而，2021 年以来的房价下行削弱了居民资产负债表。销售下滑和租金收益率降低，降低了住房作为财富保值手段的流动性和可靠性。在面临房价下行和未来价格不确定性上升的情况下，许多居民的对策是增加银行存款等流动性储蓄。

银行存款构成了居民财富的第二大支柱——它是一种流动性高且安全的资产，但收益率低。资金流量表数据显示，居民是银行系统的资金净供给方，其存款在银行负债中占据相当大的比重（图 14）。居民存款远超居民贷款。根据中国人民银行的数据，截至 2025 年 9 月，居民存款约为人民币 165 万亿元（占 GDP 的 122%），是个人按揭贷款的 5 倍，零售贷款总额的 2 倍。银行在中国金融市场的主导地位强化了这些模式。银行占金融资产总量的四分之三，居民存款则是一个稳定的、低成本的资金来源。在 2015 年放开利率管制之前，中国的银行存款利率受到浮动上限的限制，导致存款实际收益率很低，有时甚至为负收益率（图 15）。尽管利率市场化取得了进展，但存贷款利率仍然受到主管部门对额度、行业分配、信贷成本和存款成本的指导意见的影响。因此，中国的居民储蓄实际收益率仍然偏低。

其他金融资产，包括保险产品、投资基金和股票，在居民投资组合中占比较小。尽管中国从保费收入来说是全球第二大保险市场，但保险渗透率（定义为保费收入与国内生产总值的比率）相对较低，仅为 4% 左右，而发达经济体平均为 7.8%（Fang 和 Xu，2023）。作为储蓄替代品的寿险产品增长较快，但其渗透率在 2022 年略低于 3%，仍低于同类经济体 4.5% 的平均水平。⁷ 居民持有股票和投资基金规模从 2016 年的人民币 42.4 万亿元（占 GDP 的 57%）增长至 2022 年的 86.7 万亿元（占 GDP 的 72%），但未能跟上存款的增长速度，在居民总资产中的占比在 2022 年下降至 15.4%。居民持有的债券规模较小，增长速度也很慢。

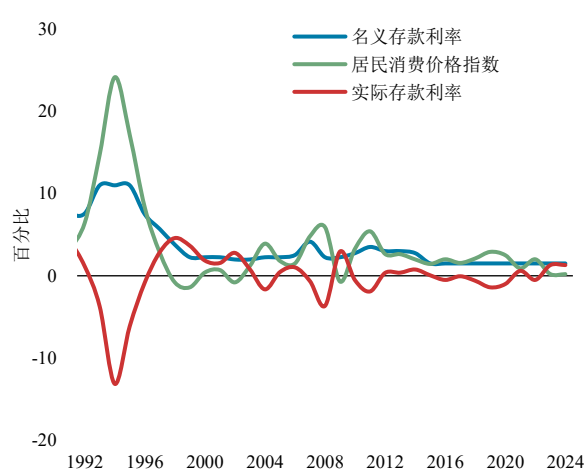
⁷ 用以比较的国家和地区包括：全球最大的保险市场（美国、日本、英国、法国、德国和韩国）；保险保费占 GDP 比例相近的市场（挪威、摩洛哥、印度、卢森堡、塞浦路斯和尼泊尔）；人均 GDP 水平相近的市场（阿根廷、哈萨克斯坦、俄罗斯、圣卢西亚、多米尼加共和国和马来西亚）；以及香港特别行政区、澳门特别行政区、其他高储蓄率的亚洲地区司法管辖区，以及其他大型发展中国家（巴西、南非、墨西哥和土耳其）。

图 14. 按来源划分的存款流入



来源：国家统计局资金流量表，世界银行工作人员估算。

图 15. 实际存款利率



来源：国家统计局资金流量表，世界银行工作人员估算。

国内机构投资者——投资基金、养老基金、保险公司和专业理财顾问等——的参与度相对有限，可能促使居民进行高风险投资。其中包括股票和准银行产品，如理财产品、信托产品或 P2P 借贷产品，而居民在进行此类投资时，可能并未具备足够的金融素养。此外，到 2022 年，散户投资者约有 2.2 亿人，在 A 股总市值中占比三分之一，机构投资者占比 22%。据报道，散户投资者还贡献了约 90% 的股票市场日交易额，这在全球范围内属于极高水平。散户参与股市往往具有顺周期性，集中在股价快速上涨期，而不是作为稳定的长期储蓄策略的一部分。即便如此，从 2000 年至 2018 年，中国居民股市投资的长期平均净实际回报率接近于零（Allen 等，2024）。上述因素共同限制了多样化金融产品作为安全可靠的储蓄工具来替代住房或银行存款的能力。

居民资产负债表构成与金融市场结构相互影响，这种相互依赖对宏观经济再平衡具有重要意义。建立在大量居民存款基础上的金融体系为银行提供了充足的低成本资金，但同时也可能削弱价格信号，导致资本配置模式可能与生产率增长趋势不一致。持续的信贷扩张及其所支持的投资长期以来是推动中国高速增长的关键驱动力。然而，随着中国的资本存量尤其是基础设施和房地产的增长⁸，资本的边际回报率多年来持续下降。资本产出比（为获得单位产出所需要投入的资本量）持续上升，表明存在资源错配和投资生产率下降的问题。资本回报率持续下降与引导低成本信贷流向优先行业⁹的政策相结合，可能会继续压低居民储蓄收益率。

⁸ 参考世界银行-国务院发展研究中心联合研究报告《创新中国：培育中国经济增长新动能》（2019）。

⁹ 低成本信贷通过结构性信贷工具被引导至优先行业，包括先进制造业、与“新质生产力”相关的战略性新兴产业，以及绿色发展领域（世界银行，2025a）。

存款和其他投资的低收益率反过来可能会影响居民储蓄或消费的积极性。根据标准经济理论预测，储蓄的实际收益率低应当会鼓励居民减少储蓄，增加当前消费，因为推迟消费的吸引力降低。然而，有一些证据表明中国居民偏离了这一模式——他们储蓄的目的可能是为退休积累缓冲资产，或者是为应对大额的不时之需，即所谓“目标储蓄假说”。当预期回报下降时，累积储蓄的未来价值也会随之下降，而居民的反应是增加而不是减少储蓄。基于中国省级数据的估算显示，实际利率的上升（下降）与更低（更高）的居民储蓄率具有相关性（Nabar, 2011；Chamon 和 Prasad, 2010）。工资增长放慢、就业前景不确定和房地产价格调整进一步强化了这种行为模式。通过这种方式，即使在实际金融收益率较低的阶段，银行存款依旧占据居民储蓄的较大份额。

对内需的影响及金融再平衡的优先事项

上述居民资产负债表模式对中国的短期消费前景和经济结构调整都具有重要影响。随着房价下行、收入增长放缓和可靠的长期金融工具有限，居民可能更多地依赖银行存款来应对不确定性。如果居民优先考虑流动性和安全性，则较低的利率和充裕的流动性对其消费决策的影响可能仅会产生部分影响。在当前的经济下行期，预防性储蓄动机可能削弱了货币政策刺激需求的传统传导渠道。从更长期来看，动员大量居民存款来为银行提供稳定和低成本的资金，也促成了经济对投资拉动增长的过度依赖。通过政策干预促进居民储蓄选择多样化、扩大消费信贷供给，深化资本市场，并推动金融资产更加市场化配置，将有助于减少居民预防性储蓄，缓解宏观经济失衡。

居民储蓄选择多样化

加强金融体系支持经济结构调整的能力，需要扩大居民可用储蓄工具范围。扩大非银行金融中介机构，包括个人养老金、人寿保险以及共同基金等专业化经营的投资基金，可以为居民提供更多的长期储蓄选择，帮助他们实现储蓄目标，减少预防性储蓄，从而促进消费。

2022 年推出的个人养老金制度作为公共养老金制度的补充，标志着政策上的一次重大转变。¹⁰进一步放宽保险市场准入以及推进金融市场对外开放，预计将提升竞争与创新能力，为居民提供更多应对退休和不时之需的产品。有关部门还可以考虑提高个人养老金缴费上限，并开展公众宣传活动以提高参与率。到 2024 年，参保人数已大幅增加到 6000 万人，但与劳动力规模相比依然偏低。扩大养老金储蓄制度改革，例如简化跨机构、跨省份养老

¹⁰ 中国于 2022 年 11 月在 36 个城市和地区试点推出了第三支柱个人养老金制度。这一自愿参与、政府支持、市场化运作的体系旨在补充现有的基本养老保险和企业年金计划，以应对人口快速老龄化带来的挑战。

金储蓄账户的转移规则、集中统一监管和管理个人储蓄账户和储蓄产品，也将有助于增强居民财务安全。

更深层次、更透明的资本市场可以鼓励居民和机构投资者构建多元化投资组合。尽管这一细分市场还在发展中，但股票和投资基金日益成为居民储蓄的重要渠道。与其他新兴市场相比，中国的股票市场因其估值相对较低和存在增长潜力而具有吸引力。通过改进资本和企业价值的市场化定价机制，提高专业化机构投资者的参与率，可以增强中国股市的吸引力。政策措施，如鼓励国有企业定期分红、对长期储蓄提供税收激励、扩大财富管理服务范围等，可以激励居民将储蓄从存款和房地产转向股票，从而提高收益率，降低储蓄倾向。

通过数字创新扩大消费信贷规模

数字金融和创新金融的进步可以拓宽居民获取信贷资源的渠道，这有助于平滑消费并改善居民储蓄的流动性。中国在数字金融、尤其是移动支付方面处于领先地位，但进一步推广诸如“先买后付”（BNPL）等服务可以刺激居民消费。“先买后付”模式已融入支付宝、微信支付和京东等平台，证据表明能增加消费支出，尤其是在传统信贷覆盖不足的地区。

新的数据来源（如公用事业缴费记录）和人工智能驱动的信用评估（如蚂蚁金服的“310”小额贷款模式和芝麻信用）可以扩大负责任的消费贷款供给。充分发挥金融科技潜力，需要最大化支持性的监管环境、严格的监督和更高的金融素养，以缓冲过度负债和冲动消费等风险。

优化资源配置

利率全面放开是提高资源配置效率的关键。取消政府指导会使银行能够做出更多市场化的贷款决策，将资源引导到最具生产力的投资项目上，并在借款人选择上贯彻更严格的纪律。利率全面放开也会有助于居民更有效地实现储蓄目标，减少过度储蓄、增加消费。与此同时，加强银行内公司治理和基于风险的决策对于改善资源配置至关重要。

管理好政策权衡

对这些改革举措的承诺必须与仔细安排改革举措的先后顺序和严格的监督相匹配，因为需要做出权衡取舍（表 3）。例如，扩大消费金融可能会增加支出，但也可能导致居民债务增加和银行存款减少。拓宽消费信贷渠道需要有安全保障措施配合以防止过度负债。利率放开可能会提高居民的存款收益率，但同时也会使借款人面临更高的贷款成本和更大的

市场波动。银行获得了更大的灵活性，但也会面临融资成本上升和对储户的竞争。扩大居民在资本市场的投资规模可以实现储蓄多元化并可能提高收益率，但也会增加市场波动的风险暴露度，减少银行的存款资金。这些因素凸显了表明了投资者保护的重要性，以及对银行融资成本上升、市场投资资本损失风险增加等金融稳定性影响进行严格监督的必要性。

协调好金融业改革与健全社会保障的更广泛努力（报告第二部分讨论的内容），会有助于推动向消费驱动型增长路径的转变。通过提振信心、储蓄渠道多元化和优化资本配置，金融业改革可以帮助解决高预防性储蓄的一些结构性根源问题，支持中国经济迈向更平衡的发展轨迹。

表 3. 部分政策权衡取舍

政策措施	预期积极影响	需要管理的权衡取舍
为居民提供多元化储蓄选择	为居民提供更多选择来安排其储蓄，获得更高收益，更便于实现储蓄目标，降低储蓄倾向。	居民的风险暴露度增大；银行获得的存款资金可能减少，批发金融市场融资增加，对金融稳定产生潜在影响。
通过数字创新扩大消费信贷规模	消费支出增加；个人贷款、信用卡和按揭贷款需求上升；居民支出增加转化为更高的企业收入、投资和支付给居民的工资。	居民债务总体水平可能上升；居民资产负债表净值下降，及其作为金融部门净资金供给者的作用下降；居民储蓄率下降和“追逐收益”可能导致银行存款规模缩减。
优化资源配置	居民对更多种类的金融产品的可及性提高，金融储蓄收益率上升。	抵押贷款、消费贷款和企业贷款利率上升；居民和企业对利率波动风险的暴露度增大。
	银行可对存贷款利率进行自主定价。	竞争加剧可能导致银行融资成本上升，在其他条件不变的情况下压缩银行利润空间。

参考文献

- Allen, F. and Gu X. 2021. "Shadow Banking in China Compared to Other Countries", The Manchester School, Special Issue Article, Vol. 89: 407–419.
- Allen, F., J. Qian, C. Shan and L. Zhu. 2024. "Dissecting the Long-Term Performance of the Chinese Stock Market," *The Journal of Finance*, vol 79 (2), pp. 993-1054, April.
- Chamon, Marcos D., and Eswar S. Prasad. 2010. "Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising?" *American Economic Journal: Macroeconomics* 2 (1): 93–130.
- Chen, Y. 2025. Inner Mongolia is First to Exit List of Chinese Regions at High Debt Risk. Yicai Global. Retrieved: <https://www.yicaiglobal.com/news/inner-mongolia-is-first-to-exit-list-of-chinese-regions-with-high-debt-risk>, December 5, 2025.
- Fang, H. and Xu, X. 2023. "Chinese Insurance Markets: Developments and Prospects", NBER Working Paper No. 31292, November.
- International Monetary Fund. 2025. Financial Sector Assessment Program: Financial System Stability Assessment for the People's Republic of China. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Nabar, M. 2011. "Targets, Interest Rates, and Household Saving in Urban China", IMF Working Papers, WP/11/23, September
- The State Council of the People's Republic of China. 2025. Full text: Recommendations of the Central Committee of the Communist Party of China for Formulating the 15th Five-Year Plan for National Economic and Social Developments. Retrieved: https://english.www.gov.cn/news/202510/28/content_WS6900adb9c6d00ca5f9a07216.html, November 18, 2025.
- Wang, Xiaolu, Fan Gang, and Aili Li. 2024. "Business Environment Index for China's provinces: A brief version of the 2023 report." *Regaining Growth Momentum after the Pandemic*, 113.
- World Bank. 2022. China Economic Update. Navigating Uncertainty: China's Economy in 2023. December. Washington, DC: World Bank.
- _____. 2023a. China Economic Update: Sustaining Growth through the Recovery and Beyond. June. Washington, DC: World Bank.
- _____. 2023b. China Economic Update: Which Way Forward? Navigating China's Post-Pandemic Growth Path. December. Washington, DC: World Bank.
- _____. 2025a. China Economic Update: Unlocking consumption. June. Washington, DC: World Bank.
- _____. 2025b. Enterprise Surveys: China 2024 Country Profile. Washington, DC: World Bank.
- World Bank and Development Research Center of the State Council 2019. Innovative China: New Drivers of Growth. Washington, DC: World Bank.
- Xinhua. 2024. The list-based mechanism for prefecture-level cities in 19 provinces nationwide has been activated, and debt-resolution policies continue to be strengthened. (全国 19 个省份地级市“名单制”激活 化债政策持续加码). Retrieved: https://www.cnfin.com/zs-lb/detail/20240312/4021258_1.html, December 5, 2025.
- _____. 2025. China unveils guideline for building unified national market, driving demand and openness. Retrieved:

https://english.www.gov.cn/policies/policywatch/202501/07/content_WS677d2d7dc6d0868f4e8ee95a.html
, November 24, 2025.

