

# 宏观经济专题研究

## 收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？

### 核心观点

**收入分配失衡与需求缺口的形成。**现代经济体系中，为维持生产激励，社会总产出分配持续向资本要素倾斜，导致财富与收入日益集中于边际消费倾向较低的高净值群体，而劳动者群体收入份额则相对萎缩。这一结构性失衡引发关键矛盾：高收入群体掌握大量产出份额，但其消费倾向随收入递增而递减；中低收入群体虽具备较高消费意愿，却受限于可支配收入不足。这种系统性错配在宏观层面形成持续扩大的“需求缺口”，对经济稳定构成根本性挑战。

**债务扩张的弥补机制及其局限。**为缓解分配失衡引发的需求不足，经济体往往依赖信用扩张机制，通过居民、政府和净出口（即外国人）三大群体的债务扩张来维持市场出清。当这三类主体的债务扩张受阻时，供需缺口将难以弥合，通缩压力随之显现。

**中国债务周期与供需平衡的演变（1992-2024）。**观察中国三十多年的数据，可见明显的债务轮动特征：1992-2009年，呈现居民债务与净出口轮流扩张模式；2009-2018年，居民杠杆率持续上升，成为支撑需求的主要方式；2020-2024年，出现关键转折，居民杠杆率走平，“居民+政府”杠杆率显著上升，其斜率与2009-2018年相当，表明逆周期调节力度不弱，但仍未能阻止通缩格局形成。

**当前通缩压力的深层成因。**2020-2024年供需缺口难以弥合或源于两方面结构性因素：首先，收入分配持续失衡。2015-2020年中国资本收入占比已重新进入上升通道，考虑到2021-2024年服务业发展放缓削弱居民就业的议价能力，资本收入占比很可能进一步攀升。其次，政府支出结构变化。自2018年起，基建投资和政府消费增速同步放缓，逆周期政策更多依赖减税降费等供给端工具，这类政策在扩大工业品供给的同时，缺乏需求端配合，加剧供需失衡。

**历史经验的启示。**2016-2017年的价格回升经验在当前难以复制。2016-2017年居民杠杆率处于上行通道，且需求缺口相对有限，供给侧结构性改革配合居民加杠杆政策顺利推动价格在较短的时间内回升。而当前居民杠杆率走平且需求缺口过大，因此需要从收入分配改革入手，配合政府支出结构优化，由此缩小需求缺口，后续等待居民重新具备加杠杆能力之后可以更好地推动价格回升。

**风险提示：**海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

### 经济研究·宏观专题

证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

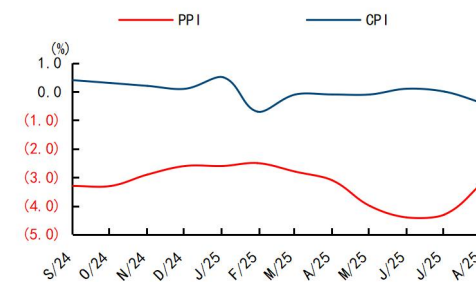
证券分析师：田地  
0755-81982035  
tiandi2@guosen.com.cn  
S0980524090003

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

|            |      |
|------------|------|
| 固定资产投资累计同比 | 0.50 |
| 社零总额当月同比   | 3.40 |
| 出口当月同比     | 4.40 |
| M2         | 8.80 |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《水牛还是价格修复？》——2025-09-25  
《大象转身——房地产视角下的宏观经济》——2025-09-05  
《宏观专题：反内卷不仅仅是去产能》——2025-09-01  
《“新秩序”的萌芽——2025年秋季宏观经济展望》——  
2025-08-28  
《宏观经济专题研究-康波周期嵌套下的产能过剩与内卷化》——  
2025-08-11

## 内容目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？ .....          | 4 |
| 收入分配失衡如何引致需求缺口 .....                | 4 |
| 中国 1992 - 2024 年间的债务周期与供需平衡演变 ..... | 4 |
| 2020 - 2024 年中国供需缺口难以弥合的深层原因 .....  | 6 |
| 风险提示 .....                          | 8 |

## 图表目录

|                                           |   |
|-------------------------------------------|---|
| 图1：经济产出分配示意图 .....                        | 4 |
| 图2：中国居民债务与净出口轮番扩张以平衡供需 .....              | 5 |
| 图3：2020-2024 年中国政府债务与净出口共同扩张亦未能平衡供需 ..... | 6 |
| 图4：2015-2020 年，中国资本收入占比再次进入上升通道 .....     | 6 |
| 图5：2018 年之后，中国政府消费和基础设施投资增速同步放缓 .....     | 7 |

## 收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？

本文构建了一个从收入分配到债务传导，再到通缩形成的分析框架，通过对中国1992-2024年间债务周期与供需平衡演变的实证观察，揭示了当前通缩压力的深层根源。

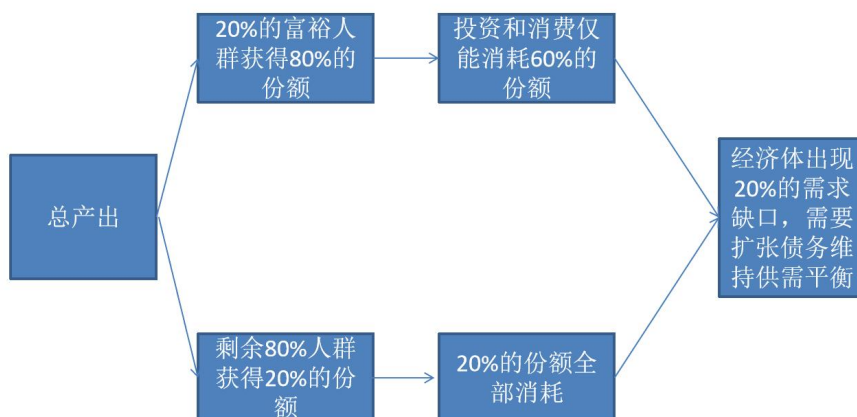
### 收入分配失衡如何引致需求缺口

在现代经济体系中，为维持生产激励，社会总产出分配往往持续向资本要素倾斜，导致财富与收入日益集中于边际消费倾向较低的高净值群体。与此同时，占人口多数的劳动者群体在收入分配中的份额相对萎缩，形成结构性的分配失衡。

这一失衡带来深刻的经济矛盾：高收入群体掌握大量产出份额，但其消费占收入的比重随收入上升而递减，难以充分消化其对应的供给；而中低收入群体虽具备较高消费意愿，却受限于可支配收入不足，消费潜力无法释放。这种由分配结构导致的购买力与供给能力之间的系统性错配，在宏观层面形成持续扩大的“需求缺口”，对经济稳定构成挑战。

为弥补由分配失衡引发的内部需求不足，经济体往往依赖信用扩张——尤其是通过中低收入群体举债，向高收入人群“预支”购买力，暂时维持市场出清。从债务承担主体来看，企业债务多用于产能扩张，而真正支撑终端需求的债务积累主要来自居民、政府与净出口（即外国人）三大群体。若这三类主体的债务扩张受阻，供需缺口将难以弥合，通缩压力随之显现。

图1：经济产出分配示意图



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### 中国1992 - 2024年间的债务周期与供需平衡演变

1992-2009年，中国出现两段居民杠杆率走平时期，该阶段净出口对GDP增长的贡献均显著上升；在两段居民杠杆率走平时期的中间，还有一段居民杠杆率持续上升时期，该阶段净出口对GDP增长的贡献则降至零或负值。以上现象表明1992-2009年中国是通过居民债务与净出口的轮流扩张来平衡供需。

2009–2018 年，中国居民杠杆率进入长达十年的上升通道，净出口贡献降至零或负值，显示居民加杠杆成为支撑需求的主要方式。

2020–2024 年，居民杠杆率上升趋势中断，再次走平，尽管此时净出口的贡献明显抬升，但仍未能阻止通缩格局的形成。

图2：中国居民债务与净出口轮番扩张以平衡供需



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

在引入政府杠杆率后，1992–2009 年期间的“居民+政府”杠杆率曲线形态与居民杠杆率基本一致，表明当时政府部门在债务扩张中并未发挥显著独立作用。然而，2020–2024 年这两条曲线的走势出现明显分化：居民杠杆率趋于走平，而“居民+政府”杠杆率却显著上升，其上升斜率与 2009–2018 年基本相当，说明这一阶段政府实施了力度不弱的逆周期调节政策。尽管如此，由于经济面临的需求缺口过于庞大，即使净出口与“居民+政府”杠杆率同步扩张，仍不足以阻止中国整体步入通缩状态。

与之形成鲜明对比的是 2016–2017 年的情形。当时居民杠杆率处于上升通道，需求缺口相对有限，仅依靠居民部门的加杠杆就有效弥补了需求不足。在这一背景下，供给侧结构性改革配合居民加杠杆的刺激政策，共同推动了 2016–2017 年的价格回升。

图3：2020-2024 年中国政府债务与净出口共同扩张亦未能平衡供需

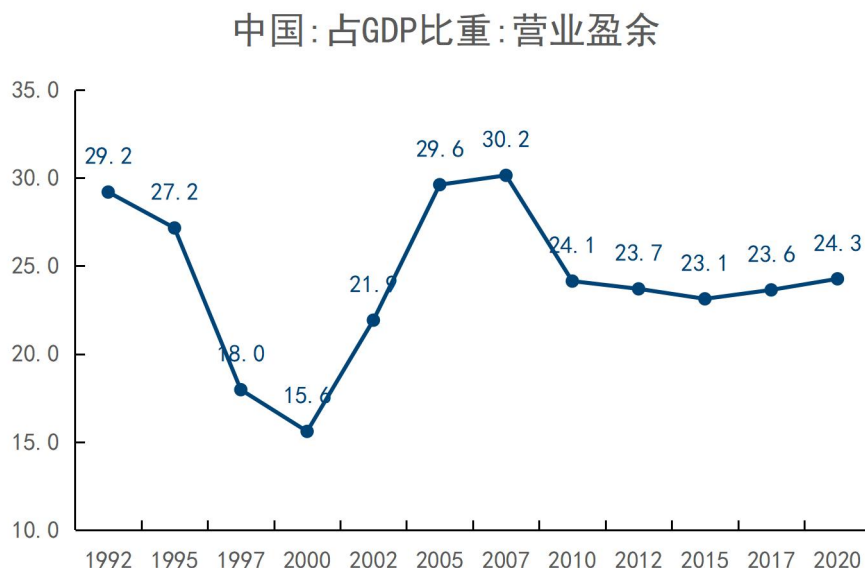


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

## 2020 - 2024 年中国供需缺口难以弥合的深层原因

首先，收入分配结构持续失衡是根本原因。数据显示，2015 - 2020 年中国资本收入占比已重新进入上升通道。尽管 2021 - 2024 年未发布官方数据，但期间服务业发展放缓削弱了居民就业与收入的议价能力，资本收入占比很可能进一步攀升，加剧需求缺口。

图4：2015-2020 年，中国资本收入占比再次进入上升通道

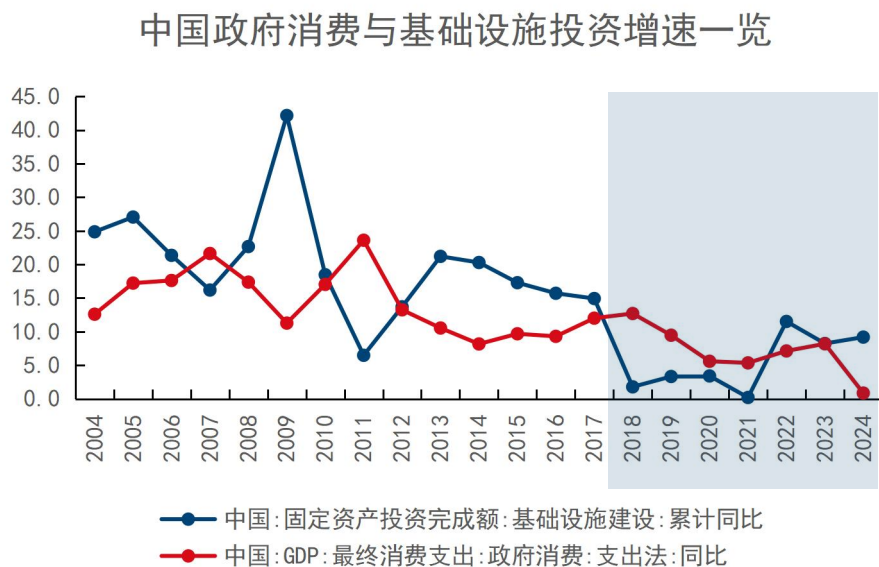


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

其次，政府支出结构发生变化。自 2018 年起，基建投资增速明显放缓，政府消费

亦未见起色。逆周期政策更多依赖减税降费等旨在刺激工业供给的工具，这类政策在扩大工业品供给的同时，若没有需求端有力提振的配合，反而会加剧工业品领域的供需失衡，放大通缩压力。

图5: 2018 年之后，中国政府消费和基础设施投资增速同步放缓



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            |      |                               |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032