

内需偏弱下的经济修复与政策应对

报告要点

平减指数出现较长期负增长，通缩螺旋持续强化，且与过去两次有所不同。

2023 年二季度以来，GDP 平减指数连续 9 个季度负增长，包含 2025 年二季度，已经达到三年时间。超过了亚洲金融危机时期的 6 个季度以及全球金融危机冲击下的 3 个季度。我们认为尽管三轮平减指数为负的现象在表面上相似，其背后的成因、机制与表现形式却存在实质性差异。1998 年和 2008 年是由外部冲击诱发、通过快速政策刺激予以对冲的短期收缩，而本轮则是缺乏外部冲击背景下持续时间偏长、结构特征较为复杂的一轮名义价格收缩周期。我们认为不仅表征出物价下行的表层问题，更预示着经济运行内部机制面临深度调整的转折期。

内需偏弱并非周期性，而是结构性。本轮通缩不是单纯的“需求不足”，而是由房地产、债务和财政相互咬合、反复放大的链式反应：房价下跌和销量转弱削弱了居民财富效应与企业利润，资产负债表恶化进一步压低银行风险偏好与信贷派生；土地财政退潮令专项债从“增量投资”转为“缺口填补”，公共投资乘数下降；名义增速与物价随之走弱，通缩预期被固化。正因如此，政策效果显得见效偏慢。我们认为应当按照“托住名义—修复传导—再造预期”的顺序推进，而非寄望单一工具的快速反转。

国际经验丰富，但无法照搬使用。日本掉入通缩的核心在于资产负债表收缩与通缩预期固化相互强化，政策失误在于出清迟缓、紧缩过早、沟通不足，导致“名义—利润—信用”链条螺旋下行；真正的转机来自宽松货币与政策协调叠加工资粘性重建，当工资与服务价格形成温和上行的名义锚、长端利率稳定在可承受区间，企业和居民的长期决策才发生转向。我们认为我国无法直接复制负利率和硬性 YCC，但可以在现有框架下对标“收益率曲线管理+结构性工具+收入粘性”。欧元区走出通缩边缘依赖三方面：央行以明确承诺压低期限溢价，银行通过定向长期资金和不良出清修复信用传导，财政规则适度放松并提供公共投资托底。真正起决定作用的并非负利率和资产购买本身，而是“锚定预期+修复传导+财政协同”的组合，我们认为中国可借鉴这一机制组合，在现有制度环境下形成适合自身的名义修复路径。

短期内再通胀压力较大，突破口在于财政托底、货币疏导、改革固本。当前宏观数据显示财富效应减弱、信用派生低迷、财政逆周期工具偏弱，导致名义增长修复缓慢，通缩预期仍具黏性。国际经验显示，日本与欧洲的关键启示在于，单靠价格拉动或极端工具无法奏效，唯有财政、货币与结构性改革的协同才能重建“名义—利润—信用”链条。我们认为，财政端应通过更高赤字率和超长期国债托住公共投资与服务供给，并让专项债回到“撬动增量”的正轨；货币端以收益率曲线引导和结构性再贷款、再贴现等工具修复传导，缩短“宽货币—弱信用”的时滞；改革端则要在房地产保障化、设备更新、消费品以旧换新、稳岗与收入链条培育上形成中期支点，逐步建立工资与服务价格的温和粘性。整体来看，2026—2028 年是再通胀的关键窗口，若政策能够保持连续性，则有望逐步实现从托底到修复、再到稳定的名义扩张。

风险提示： 1、美国关税依然存在不确定性；
2、宏观刺激政策偏弱。

宏观研究

日期： 2025.09.26

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

相关研究

- 《关税战后的全球新秩序》(2025/7/17)
- 《地方债务压力何时出清？财政还需加码多少才能稳增长》(2025/6/23)
- 《俄乌冲突的推演及影响》(2025/3/17)
- 《房地产深度报告（二）：土地财政退潮—经济增长模式的转折点与地产的未来》(2024/9/20)
- 《房地产深度报告（一）：我国历史上的七次深度调整》(2024/9/19)

内容目录

一、通缩困境及历史	3
1.1 平减指数出现较长期负增长，通缩螺旋持续强化	3
1.2 本次通缩较历史经验更为复杂	4
1.3 本轮通缩的特征与传导	6
二、内需不足的结构性成因	7
2.1 地产、债务与财政交织	7
2.2 外需走弱与关税的双重挤压	10
三、国际比较：日本、欧元区的经验	12
3.1 日本：超长期调整的启示	12
3.2 欧元区：依靠金融、货币政策走出通缩	15
四、再通胀的突破口——财政托底、货币疏导、改革固本	17
4.1 通缩之局难以速胜	17
4.2 海外经验的启示：全面修复链条是修复资产负债表的关键	17
4.3 迈出通缩：更大力度的政策迫在眉睫	18
风险提示	20

图表目录

图表 1：GDP 平减指数连续 9 个季度负增长	3
图表 2：CPI 与 PPI 同比增速长期低位波动	4
图表 3：出口同比增速受外部冲击影响两次大幅回落	5
图表 4：名义价格传导路径	6
图表 5：三条通道对于总需求的传导路径	7
图表 6：地产数据自 9.26 会议以来有所回暖，但依然不稳	8
图表 7：不同用途的土地均价，工业与商业、居住用地价格分离	9
图表 8：债务进程	9
图表 9：地方财政对土地出让金依赖度	9
图表 10：国内外产业政策梳理	11
图表 11：自 90 年代中期开始，日本 CPI 长期处在 0 以下	12
图表 12：GDP 平减指数连续 15 年负增长	12
图表 13：日本 10 年期国债基准收益率自 2000 年初以来持续维持低位	14
图表 14：欧元区物价水平	15
图表 15：欧元区利率水平	16

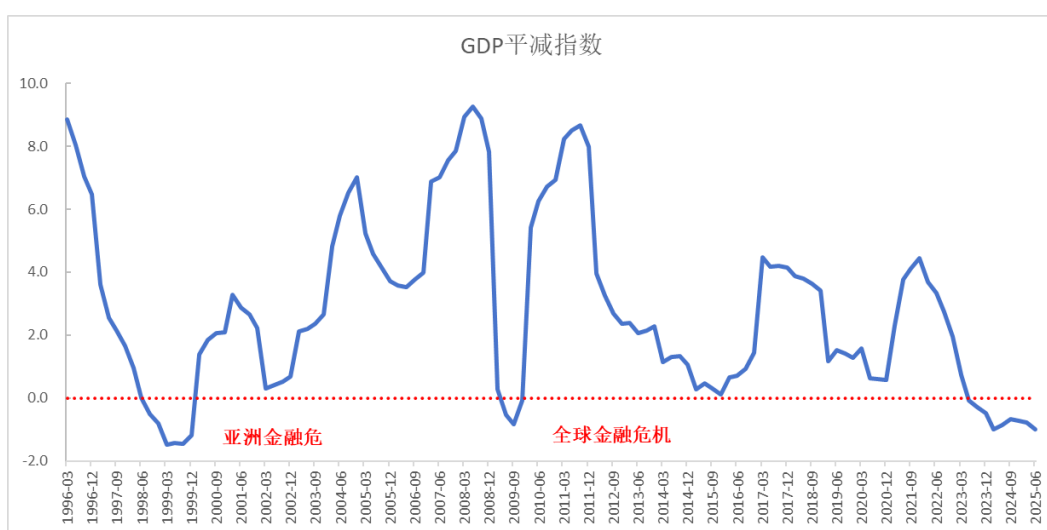
一、通缩困境及历史

1.1 平减指数出现较长期负增长，通缩螺旋持续强化

2023 年二季度以来，GDP 平减指数连续 9 个季度负增长，包含 2025 年二季度，已经达到三年时间。超过了亚洲金融危机时期的 6 个季度以及全球金融危机冲击下的 3 个季度。从更长的历史角度观察，自改革开放以来，也仅出现了三次平减指数负增长的情况，此次持续时间最长，意味着经济增长面临着一定的压力，同时从持续下行的趋势来看，潜在压力还在延续，我们认为这是近年来政策持续偏稳的主要原因。

整体来看，数据表明以现价 GDP 与不变价 GDP 之比反映的总体价格水平正在回落，经济总量的名义扩张已显著放缓，实体经济的价格环境正从温和通胀向持续下行转变，通缩压力在宏观层面(平减指数)已经较为明显地体现。

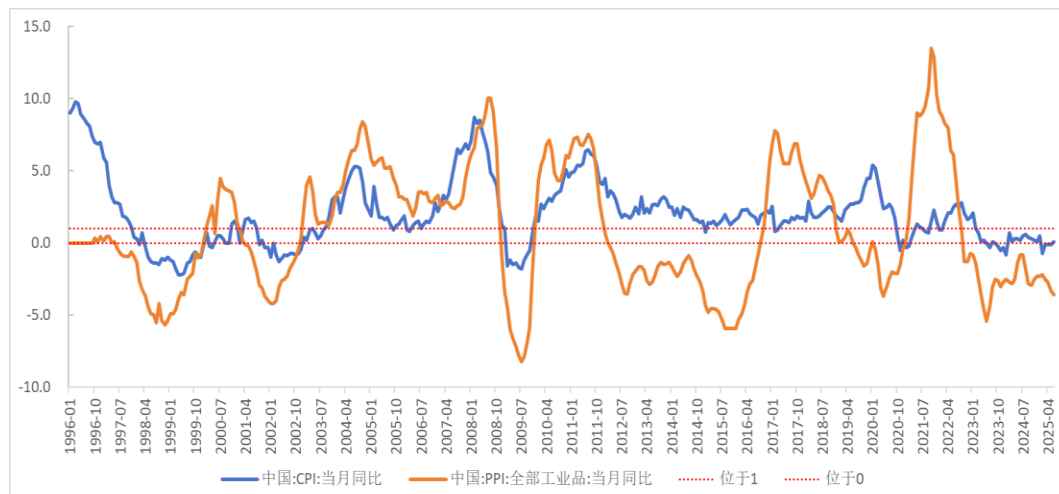
图表 1：GDP 平减指数连续 9 个季度负增长



资料来源：Wind，五矿证券研究所

从更为具体的价格指数来看，PPI（工业品出厂价格指数）与 CPI（居民消费价格指数）同比增速的走势进一步明确了通缩正在进行之中。PPI 自 2022 年四季度开始转负，连续两年处于 0%至-6%区间，呈现典型的工业领域深度通缩特征。由于 PPI 覆盖中上游生产端，其负增长反映出企业面临原材料价格、出口订单、产能利用率等多重压力，且工业链条中利润空间正在压缩，企业对新增投资和补库存的意愿被显著抑制。

图表 2: CPI 与 PPI 同比增速长期低位波动



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

相比之下, CPI 虽然尚未跌入明显负区间, 但整体维持在 0% 左右的微弱波动区间, 核心 CPI (剔除食品和能源) 更显示出居民终端消费需求的持续疲软。在一个较好的通胀环境中, CPI 通常维持在 2% 左右, 而目前 CPI 的持续低位运行表明消费端缺乏强有力的增长动能, 居民的收入预期与消费能力并未出现实质性修复。

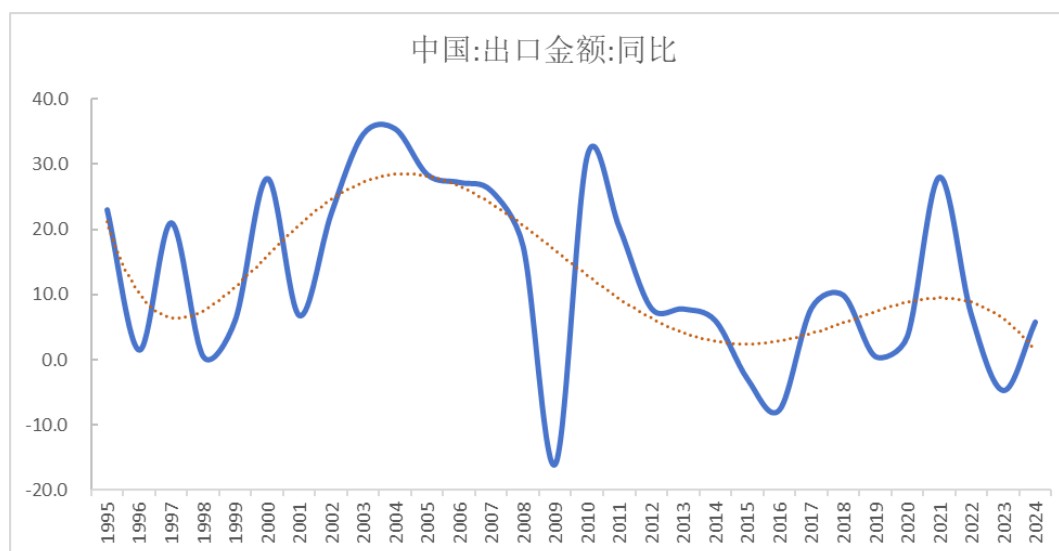
从整体物价系统来看, 当 PPI 长期处于负增长、CPI 低位震荡且 GDP 平减指数陷入负区间时, 充分说明经济整体面临总需求不足、价格水平普遍下行的系统性局面。这不仅压缩了企业利润、削弱了投资动力, 也使得债务的实际负担上升, 形成“实际利率上升—融资需求下降—价格持续下跌”的负反馈机制。企业部门的价格预期趋于悲观, 居民的消费倾向持续降低, 构成通缩周期内部的自我强化, 形成了通缩螺旋。

综合来看, 当前经济所面临典型的结构性通缩状态。这种通缩非单纯的货币现象, 而是由投资预期下行、产业链利润压缩、消费信心不足等多重结构性矛盾所交织形成。其核心特征包括: 物价普遍疲软、信贷派生弱、政策刺激温和偏弱。这种“低温型、钝性化”的通缩, 比起传统意义上的剧烈紧缩更具延续性和复杂性。若不能有效打破价格下行预期与总需求疲软之间的负反馈循环, 通缩可能会进一步钝化经济体系的活力, 压制企业投资与居民消费。

1.2 本次通缩较历史经验更为复杂

本轮通缩情况的复杂程度远超前两次。单从国民经济平减指数的负增长表现来看, 其持续时间、经济背景与政策环境均与 1998 年和 2008 年显著不同。改革开放以来, 平减指数转负的情况仅发生过三次, 第一次是 1998 年亚洲金融危机, 第二次是 2008 年全球金融危机, 第三次即当前这轮, 自 2023 年二季度起已持续 9 个季度, 并延续至 2025 年二季度, 累计时间超过三年, 是历史上持续时间最长的一次, 远超前两轮的 6 个季度和 3 个季度。

图表 3：出口同比增速受外部冲击影响两次大幅回落



资料来源：Wind，五矿证券研究所

1998 年和 2008 年的通缩都发生在**全球性外部冲击背景下**。亚洲金融危机期间，东亚国家汇率连番暴跌，资本大量外逃，中国出于维护区域稳定的考量，坚定维持人民币汇率不变，尽管有效稳定了本国金融市场，但也承受了出口竞争力下降与外需收缩的双重压力。彼时中国经济高度依赖外贸拉动，价格体系下行主要来自于外需收缩后传导至生产与投资的萎缩，平减指数在 1998 年和 1999 年连续为负。

2008 年全球金融危机则是在美国次贷危机蔓延为全球金融动荡的大背景下爆发的，中国虽未直接暴露于次贷资产，但外需大幅萎缩、出口订单骤降，对中国制造业形成巨大冲击。这两轮通缩的共性在于：**具备突发性、外源性与金融传染特征，属于典型的“输入型冲击”，且在政策迅速应对下持续时间有限。**

在本轮平减指数为负的前一年至今，**全球主要经济体并未展现出衰退迹象**。相反，外部环境是通胀性的，大宗商品价格上涨，给中国带来的是输入性通胀而非通缩压力。在缺乏外部重大经济冲击的前提下，名义 GDP 增速却连续多个季度低于实际 GDP 增速，反映出中国经济在**价格层面系统性下行的趋势已形成**。从数据看，2023 年平减指数为-0.09%，2025 年二季度进一步下滑至-1%。我们认为这意味着物价整体水平在下降，更反映出经济系统中的价格信号、企业收入与财政收入同步收缩，名义变量普遍承压。

另一个关键区别在于**经济结构与政策约束环境的不同**。在 1998 年和 2008 年，中国经济仍处于加速工业化与城镇化阶段，政府债务率相对较低，货币与财政政策空间充裕，且出口与基建投资仍可迅速放量，形成较强的逆周期对冲能力。而在当前这轮通缩中，房地产、基建和外贸这三大传统动能的边际拉动效应明显下降，财政约束明显上升，货币流动性虽然充足，但实体响应乏力。政策虽然依然具备应对能力，但在目标框架与操作方式上更趋审慎，未出现类似 1998 年“8000 亿国债”、2008 年“四万亿刺激”那样的集中政策回应。这意味着本轮通缩发生在一个**转型期经济的“新常态”背景下**，其形成与持续并非危机后的自然反弹周期，而更接近一个复杂、缓慢且具有黏性的系统性过程。

此外，当前的价格体系下行呈现出更明显的**广谱性与系统性特征**。PPI 自 2022 年中期转负，至 2025 年已持续三年。CPI 尽管未转为负值，但长期维持在 0% 左右波动，核心 CPI 同样表现疲弱，说明消费端价格也处于低位徘徊状态。而相比之下，1998 年和 2008 年时，虽然 PPI 或 CPI 局部回落，但价格体系整体尚未失去上行惯性，名义收入与财政收入增速保持正增长，价格变量对经济预期的负面反馈尚未系统性显现。

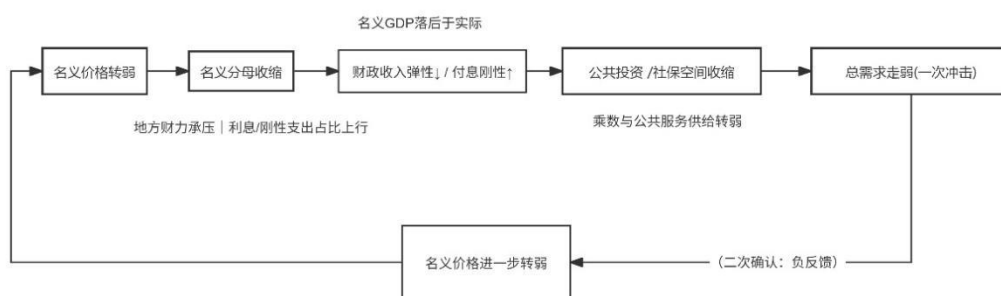
因此，我们认为尽管三轮平减指数为负的现象在表面上相似，其背后的成因、机制与表现形式却存在实质性差异。1998年和2008年是由外部冲击诱发、通过快速政策刺激予以对冲的短期收缩，而当前这轮则是**缺乏外部冲击背景下持续时间最长、结构特征较为复杂的一轮名义价格收缩周期**。我们认为不仅表征出物价下行的表层问题，更预示着经济运行内部机制面临深度调整的转折期。

1.3 本轮通缩的特征与传导

本轮通缩与过去不同，并非外部冲击或短期价格回调，而是名义层面的持续走弱沿着“利润—投资—就业—消费—信用—财政”的多重通道同步传导，呈现出由内需结构性疲弱主导的黏性特征，并偏离传统“外部冲击—价格周期—快速修复”的路径，对实体经济的影响更为长久。

在名义层面，平减指数转负意味着名义GDP增速落后于实际增速，名义收入、名义利润与名义财政收入同步承压，带来明显的“分母效应”。地方财政的收入弹性下降、利息支出与刚性支出占比抬升，公共投资与社保支出空间被动收缩；这会反向压制总需求，从而对通缩形成“二次确认”。财政端虽然地方专项债发债速度出现较为积极的抬升，但是其中有较多聚集在以旧换新，置换旧债务，无法对经济增长带来显著提振作用。

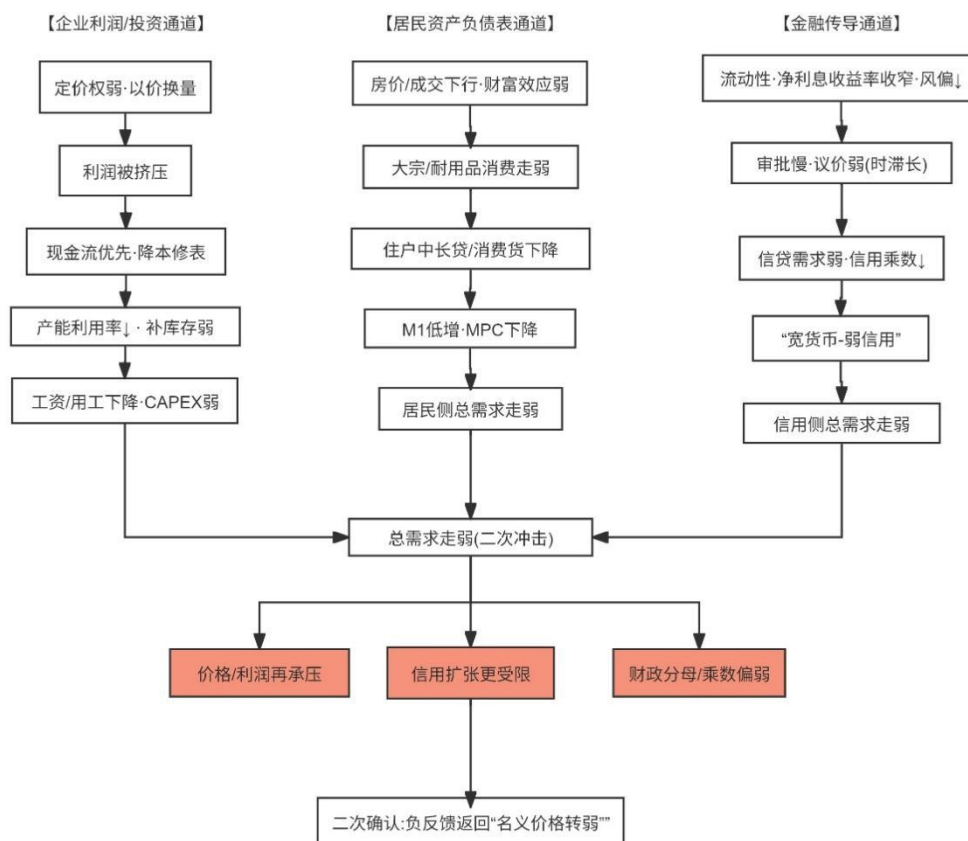
图表 4：名义价格传导路径



资料来源：五矿证券研究所

当前经济运行中，劳动收入与就业端承压，名义工资增速放缓、岗位净增不足，灵活就业扩张与工时缩短使劳动报酬占比下降，青年失业率高企进一步推高预防性储蓄、压低消费倾向，形成“收入—消费—收入”的低乘数循环。在居民资产负债表上，房价与成交下行削弱财富效应，贷款需求疲弱、存款与理财回表创新高，反映风险厌恶上升与货币宽松传导钝化。资本形成方面，地产投资负增长拖累总投资，制造业虽有亮点但整体谨慎，企业中长期贷款与民间投资不振，实际利率被动抬升，抑制资本开支。金融传导上则表现为“量在、价弱、需冷”：流动性充裕但贷款需求低迷，信用乘数下降，金融机构在净息差收窄和风险偏好下降下更趋审慎，信用扩张受限并对通缩形成顺周期反馈。

图表 5：三条通道对于总需求的传导路径



资料来源：五矿证券研究所

总体来看，微观层面，通缩正在把名义层面的温度下降，转化为企业盈利、居民收入与财政信用的多维冷却，改变经济运行方式。我们认为与 1998 年和 2008 年不同，本轮通缩并不是由外部危机触发，而是由内部需求结构与预期机制主导，因而更具黏性与路径依赖。

二、内需不足的结构成因

2024 年的中央经济工作会议明确指出了当前经济运行的困难和挑战主要在于国内需求不足。在重点任务中将提振内需放在首位，明确提出“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。风险方面，会议提到了“稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击”。我们认为，从风险角度看，地产、债务导致的居民财富，金融传导停滞的问题正在逐步降温，而外部需求放缓与贸易摩擦则抬升了价格外溢，高质量发展所推动的产业结构变迁导致了内生增长与价格竞争，共同构成了通缩的四条主线。这四条主线并非孤立，而是在名义增长、利润、投资、就业与预期之间相互交织，形成对价格水平与通胀预期的持续压制。

2.1 地产、债务与财政交织

从经济内部运行观察，本轮通缩并非单点“需求不足”的表象问题，而是一条由房地产、债务与财政彼此胶合、反复放大的链式反应：房地产泡沫在长期积累后进入破裂与出清阶段—房价下跌与销量转弱—开发商、居民与地方平台的资产负债表同步恶化—银行风险偏好下移、信用派生收缩—土地财政模式被迫退潮—专项债从“增量投资抓手”转为“缺口填补”—财政乘数与项目效率同步走低、难以像过去那样大水漫灌—名义增速与物价全面降温，通缩预期随之固化。这条“名义冷却链”既解释了为何价格指数长时间低迷，也回答了“为什么政策在推出后见效更慢”的现实困境：当财富效应、信用偏好与财政分母同时收缩，再强的单

一工具也难以迅速扭转名义路径，我们认为政策可围绕“托住名义—修复传导—再造预期”依次推进。

首先是地产价格，房价下跌首先削弱居民的资产端。按揭的名义刚性又在负债端形成对现金流的持续占用，二者叠加压低了家庭在耐用与可选消费上的边际倾向；财富效应减弱还通过预期作用于就业与收入，使“谨慎消费—高储蓄”成为常态。企业端亦难独善其身：房地产链条收缩带来中上游产能利用率下降、订单能见度变差，利润空间在“以价换量”的竞争中持续挤压，资本开支从扩张转向维持与微调。银行作为中介节点，对房地产相关敞口的风控趋严、对平台与弱势企业的授信更加审慎，导致“宽货币—弱信用”的错位加剧，M1与中长期贷款的派生效率显著下降。最终，房地产价格的回调被展现为消费—投资—信用的齐降，把名义增速与价格走势一起往下拖。

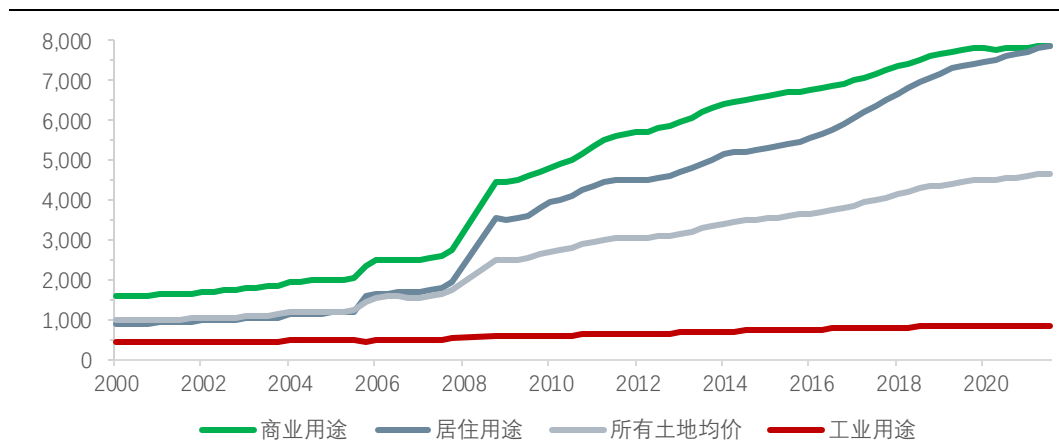
图表 6：地产数据自 9.26 会议以来有所回暖，但依然不稳



资料来源：Wind，五矿证券研究所

土地财政的退潮则把这种“冷却”传导到财政层面。过去十余年，居住用地的较高溢价在事实上补贴了工业用地与城市建设，形成跨用途的隐性再分配；当住宅地价与出让收入趋势性回落，地方财政的“分母”缩小，“分子”端的交付与续建支出又具备刚性，专项债不得不从“撬动增量”的抓手，转而承担“填补缺口”的准预算功能。既有项目续建、置换与再融资的占比上升，新增有效投资的空间被压缩，财政乘数自然随之走低。更具现实约束的是资产与负债的匹配：优质可抵押资产稀缺、土地收入不稳，令再融资与发债成本的覆盖难度上升，专项债发行节奏因项目储备与现金流可得性放缓，这意味着“财政发力—落地到实体需求”的时间常数被动拉长。在这种结构下，即便名义利率下了一个台阶，总需求侧也很难出现过去那种“全年一次性提速”的迅速反弹。

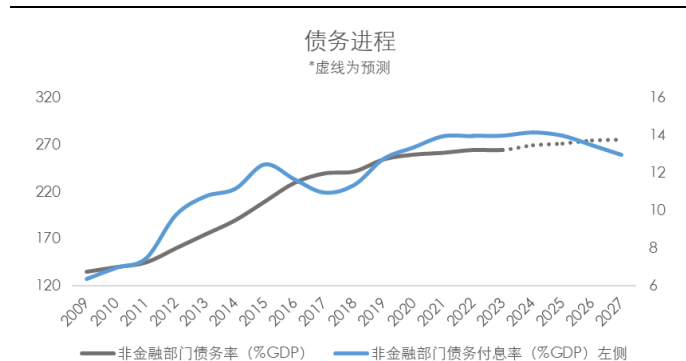
图表 7：不同用途的土地均价，工业与商业、居住用地价格分离



资料来源：Wind，五矿证券研究所

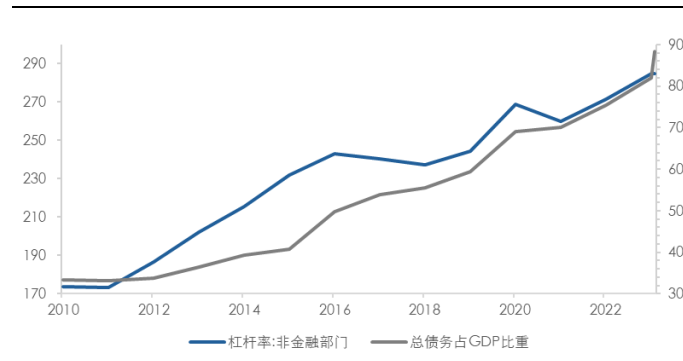
债务约束在名义偏冷环境中呈现出“利息—分母”的双重压力。名义增速回落与平减指数转负，削弱了通过“分母扩大”缓解债务的自然出清机制。随之而来的是，利息支出在财政与平台现金流中的占比上升，对公共投资与经营性支出形成更强挤出。若低息置换、期限拉长的进度落后于收入和地价的修复，偿付压力无法缓解，投资节奏被迫后延，“偿付—投资”的两难将拉长。与此相伴的，是“单位产出所需信贷强度”的抬升：当价格低迷、利润稀薄、风险偏好下降，1元名义GDP往往要以更高倍数的社会融资来“堆”出来，信用效率的边际递减就会把通缩与债务问题“捆绑”在一起。从数据观察，2024年中国新增的5.4万亿元名义GDP，是通过32.2万亿元社会融资实现的——即每实现1元GDP，需投入约5.9元信贷资金，处在除2020年以外的历史高位。这意味着，当广义财政融资增长开始减速，借新还旧的边际效用下降，经济对债务的依赖加深，价格水平可能进一步陷入“债-缩”的下行格局。结果就是实际利率在名义偏冷中被动抬升，投资回报与融资成本的剪刀差拉大，信用需求再收缩，形成债务与通缩的耦合。

图表 8：债务进程



资料来源：Wind，五矿证券研究所测算

图表 9：地方财政对土地出让金依赖度



资料来源：Wind，五矿证券研究所

从经济发展规律观察，三者并不是同时发生，而是顺序相连，形成一个不断自我强化的循环。房价下跌会削弱居民财富效应，降低消费意愿，同时也压低信贷扩张的积极性；信贷收缩反过来又限制了房地产开发贷款和按揭贷款的派生，使房地产业的现金流和销售回款更加迟缓。与此同时，土地财政收入减少导致地方政府用于逆周期调节的财政工具变得更慢、更弱、更不平衡，专项债更多用于偿还旧债而不是形成新的有效投资，公共投资在短期内难以发挥强劲的乘数效应。债务偿付压力与名义经济增长放缓之间的差距，迫使更多资金用于维持流动性和再融资，减少了新增投资和消费的空间。几项路径叠加在一起，构成了一个长期的名义收缩机制，从而导致价格水平、企业利润和居民收入在较长时间内都保持低迷且恢复乏力的状态。

在这种结构约束下，近两年政策选择了“先稳信用链、再稳价格预期、后修复名义路径”的顺序：以保交楼、白名单融资、存量房贷利率下调、保障性住房再贷款与地方收储托住交付和现金流，以因城施策为原则校准需求侧约束，辅以再融资置换、期限拉长与结构性工具缓解地方与平台的付息压力。我们认为短期之所以见效慢，并非力度不足，而是因为政策针对的是信用链与资产负债表的底层缺口，这类修复天然需要时间平滑、靠持续的名义回暖与风险偏好修复来配合。与此同时，“以低效率投资来硬拉名义”的老路空间也明显变窄：项目筛选从“大基建”转向城市更新、保障性住房、公共服务、绿色与数字基础设施，增量资金更强调资本金约束与现金流可持续，意味着当下的财政扩张更偏结构化与定向化，其乘数与扩散效应会逊于过去的“粗放型刺激”。从中期看，这种以效率与可持续为导向的修复路径更有利于稳定名义增长的底盘、提升财政资金的边际产出，并为再通胀提供更稳固、可验证的制度性支撑。

2.2 外需走弱与关税的双重挤压

外部政策趋紧与外需不确定性放大了内需不足。全球需求降速与库存调整使出量承压；针对中国政策重点产业（光伏、新能源汽车、动力电池、部分钢铝与关键零部件等）的关税、反补贴和本地化规则密集上行，压低了出口价格，抬高了合规成本并切割可达市场；利润与现金流收缩首先削弱企业端的技改与扩产，其后经用工与工资渠道压低居民可支配收入与预期，最终固化为消费端的谨慎与企业端的保守投资。整体来看，外需一关税的外部冲击在“价—量—利润—投资—就业—收入—预期”的环上连续传递，最后传导为国内的内需偏弱与价格偏冷。

从结构视角看，近期外部政策的上行集中在了中国近十年来产业政策重点推进的赛道。以《中国制造 2025》确立的十大重点领域为框架，新能源整车与零部件、动力电池材料与系统、光伏全链条、高端装备与部分关键材料在国内形成了规模化与成本优势，也因此成为欧美关税、反补贴与本地化政策的主要针对对象。电动汽车在若干市场面对额外的关税与更高强度的本地化要求；光伏组件在欧盟与北美市场不仅承受调查与加征，更需要满足更复杂的溯源、碳排与合规标准；钢铝与部分基础材料在碳边境调节机制（CBAM）价格化落地后面临系统性成本抬升。这些措施的共同效果不是简单抬高价格、抑制需求，而是推动市场结构发生“再切割”：部分订单向第三地分流，部分产能“走出去”本地化配套，留在国内的边际产能能在同质化竞争中更容易走向价格战，从而把“外需变量”转译成更广谱的国内价格与利润压力。

图表 10：国内外产业政策梳理

领域	中国产业政策/文件（简称+要点）	海外限制/措施（简称+要点）
制造业升级（总纲）	《中国制造 2025》（国发〔2015〕28 号）方向性纲领	—
新能源汽车（整车/供给侧）	“双积分”并行管理办法（2017 制定，后续修订；积分比例 2019–2023 为 10–18%）	美 301 关税：对 EV 100%（2024）、部分电池/零部件 25%（2024/2025 起）；半导体材料等提高税率
充换电/电网互动	充电基础设施指导意见（国办发〔2015〕73 号）；高质量充电体系（国办发〔2023〕19 号）；车网互动实施意见（发改能源〔2023〕1721 号）	美国《通胀削减法》税抵条款配套：FEOC 限制（电池组件 2024 起、关键矿物 2025 起）
动力电池回收	《动力蓄电池回收利用管理暂行办法》（2018）及溯源管理配套	—（与回收直接对应的境外措施少，更多通过 FEOC/关税侧面影响）
光伏	电价机制改革：发改价格〔2019〕761 号（标杆价改指导价、竞价）；“领跑者”计划/基地（2015–2017 系列文）	欧盟对中国产 BEV 反补贴关税（2024/2754，五年）；FSR 对光伏项目采购延伸执法；CBAM（2026 起证书）
风电	《“十四五”可再生能源发展规划》（2022）	欧盟 FSR 对中资风机在欧项目展开执法（2024 起多国）
集成电路	《国家集成电路产业发展推进纲要》（2014）；《促进集成电路和软件产业高质量发展若干政策》（国发〔2020〕8 号，含税收优惠）	美国出口管制：BIS “10·7” 规则（2022）及 2023 年升级；301 关税对晶圆/硅料等加征
钢铁/基础材料/高耗能	《钢铁行业产能置换实施办法》（2021 修订）；《工业领域碳达峰实施方案》（2022）；《“十四五”原材料工业发展规划》（2021）	欧盟 CBAM（钢铁、铝、水泥、化肥等，自 2026 起购证；2023–2025 过渡期）
关键矿产/稀土/原材料	《“十四五”原材料工业发展规划》（涵盖锂/镍/稀土等保供与绿色发展）	美 301 对“关键矿物”25%（部分 2024/2026 生效）；FEOC 规则约束关键矿物来源

资料来源：中国政府网，USTR，欧盟委员会，Wind，五矿证券研究所

从周期视角看，2022 年以来主要经济体货币政策快速紧缩、全球商品贸易动能下台阶，出口企业维持订单更多依赖“以价换量”，外贸环节的单位价值与毛利同步承压，传导到中上游形成更持久的 PPI 负增与利润压缩。利润端的受挤压直接改变了企业行为：资本开支从扩张转为维护，研发与技改节奏趋缓，新增岗位与薪酬增幅谨慎，居民端可支配收入与就业预期因此同步走弱，从而在耐用与可选消费上延续“延后—降配—少购”的偏好。价格层面的弱化与收入—就业层面的弱化相互强化，使总需求的名义分母难以回温，通缩预期更易黏住。

需要强调的是，外需与规则冲击之所以能够“穿透”为内需不足，并非只有外贸企业受损那么直接，而是通过三条内生通道相互回授。一是**利润—投资—就业通道**：出口链条利润收缩，企业**削减扩产与技改预算**，吸纳就业的轻工、家电、一般机械与零部件环节招聘趋谨慎，居民工资与就业预期走弱，消费的边际倾向下降。其二是**预期—储蓄通道**：企业与居民在“关税—合规—地缘”叠加不确定下倾向于“持现—去杠杆”，居民提高预防性储蓄、延迟消费，企业把“现金流安全”置于扩张之上，信用需求减弱。其三是**外迁—国内挤出通道**：为规避壁垒而加速海外本地化确可“保份额”，但在短期内挤出国内投资与岗位，拖慢本土名义修复的速度。这三条通道叠加到上一节的“地产—债务—财政交织”，共同构成“名义冷却链”的外部分支：外需越疲、规则越严，国内利润与现金流越弱，进而抬升债务真实负担与财政

对冲难度，结果是内需更弱、价格更冷。

从内外两个方向观察，基准情景下，房地产价格在 2026 年逐步止跌，交易恢复由存量改善性需求率先带动；地方债务的付息压力自 2027 年起显著缓解，专项债的填补性功能弱化，增量投资在总量中的占比提高，资金使用效率同步改善，财政逆周期的力度与节奏有望增强；关税方面，虽然对美出口大幅下滑，但出口总量维持平稳，截至二季度对宏观经济依然是正拉动作用。

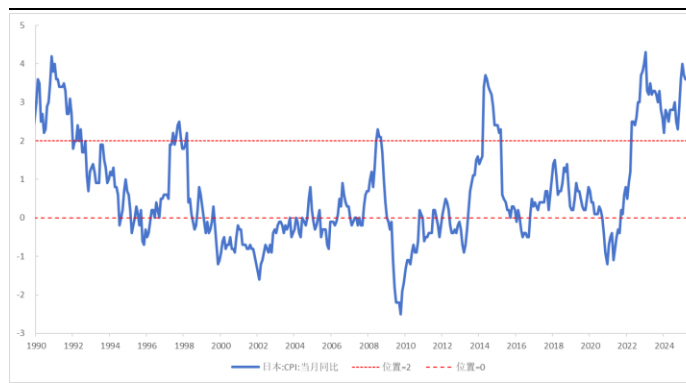
三、国际比较：日本、欧元区的经验

3.1 日本：超长期调整的启示

日本在 90 年代泡沫经济破裂后，陷入了长达 30 年的低通胀时代，也伴随着经济的长期衰退。日本掉入通缩的核心，是资产负债表收缩与通缩预期固化相互强化；政策的关键失误在于出清迟缓、紧缩过早、沟通不足，导致“名义—利润—信用”链条长期偏冷。真正的转机来自极度宽松的货币环境与更可预期的政策协调叠加工资粘性重建：当工资—服务项形成温和上行的“名义锚”，长端利率被稳定在可承受区间，企业与居民的久期决策才发生方向性改变。对中国而言，负利率/硬性 YCC 不具备可复制性，但“收益率曲线管理 + 结构性工具 + 收入粘性”这三项可以在现有框架内对标实施。

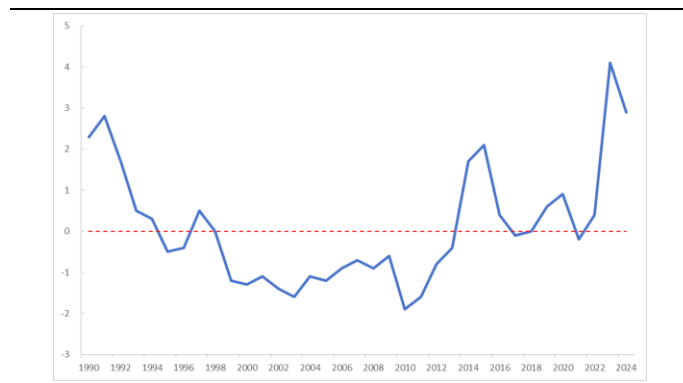
日本通缩并非一次性冲击，而是一段“温和但持久”的名义收缩史。从价格指数观察，消费者物价从 1990 年代末陆续落入零下区间，GDP 平减指数更早于 1990 年代中后期开始回落，并在 1999-2013 年连续 15 年负增长，名义 GDP 扩张长期弱于实质增速，名义分母偏冷的状态在财政、企业与居民三个部门间相互传导。通缩的形成与延宕有其内在逻辑：资产负债表修复、潜在增速回落与通缩预期黏性在较长时期内叠加，使得常规降息的边际效应迅速递减，货币当局不得不从“利率”转向“量”和“曲线”的非常规工具，并最终把是否“走出通缩”的判据，落在工资—物价的可持续联动上。

图表 11：自 90 年代中期开始，日本 CPI 长期处在 0 以下



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 12：GDP 平减指数连续 15 年负增长



资料来源：Wind，五矿证券研究所

日本通缩的起点可从两个维度把握。价格层面，CPI 在 1998 年前后多次转负，随后十余年反复徘徊于零上下；名义层面，GDP 平减指数自 1995 年前后转入下行，长期压制名义收入与财政弹性。若以“通缩阶段”粗略划分：1998—2005 年与 2009—2012 年为负通胀显性期，中间虽有阶段性抬头但难以稳定在正值区间。2013 年出现重要分水岭：央行将 2% 通胀目标制度化，并以“量化与质化宽松”（QQE）配套扩表，试图通过强承诺重锚通胀预期；2016 年再叠加负利率（NIRP）与收益率曲线控制（YCC），从“量”走向“价”的曲线锚定，意在稳定融资条件、压低实际利率、缩短政策传导链条。疫情后阶段，输入性成本与汇率因素将总体通胀抬至目标上方，但当局始终以“可持续、稳定的 2%”为观察标准，即是否形成工资—物价的内生联动。直至 2024 年 3 月，日本央行判断达标“在望”，宣布结束负利率与 YCC 框架，恢复以短端政策利率为主的常规操作，同时保留一定规模的国债购买以

平滑市场波动，进入“有条件正常化”的新阶段。

从成因机制看，日本通缩之“黏性”源自三个互相强化的结构性约束。其一是多年资产负债表修复的“后遗症”。泡沫破裂后银行与企业同步去杠杆，信用供给与信用需求两端都更审慎，名义增长缺乏信用扩张的配合，常规降息对投资与消费的拉动效果随之钝化。其二是潜在增速下行带来的“零利率下限”约束。生产率放缓与老龄化抬升储蓄倾向，使均衡实际利率下降，贴现结构更“偏低”，名义利率很快触及下限，传统利率政策难以有效向实体传导。其三是通缩预期的内生固化。**企业的定价权弱化与居民的延迟消费倾向，使“价格—收入—需求”的正反馈链路难以形成，企业更倾向维持现金流与谨慎扩产，居民更偏好预防性储蓄，市场对未来名义增长的信念缺位，通缩因而呈“低温、钝性、长周期”的面貌。**

与中国当前的情况相比，两者既有相似之处，也存在重要差异。相似之处在于，房地产与债务约束同样导致资产负债表修复周期拉长，居民与企业风险偏好下降，消费与投资回升乏力，信用派生效率偏低。不同之处在于，中国的潜在增速依然显著高于日本九十年代之后的水平，人口红利虽在减退，但产业升级与新兴行业仍具备一定的增长动能，实际利率的下限约束并未完全锁死；同时，通缩预期尚处于形成和强化阶段，并未像日本那样长期固化。由此可见，日本的“药方”中，宽货币与结构性改革的方向具有可借鉴性，但负利率和刚性YCC则并不适用，中国需要在托住名义与稳定预期的同时，利用较高潜在增速和政策空间加快修复链条。

在政策工具箱的演化上，日本经历了从ZIRP/QE到QQE，再到NIRP+YCC的三次迭代。1999年开始的零利率与2001—2006年的早期量化宽松，更多是“以量换信心”的探索，但在银行与企业尚未完成资产负债表修复、价格预期仍偏下的环境中，乘数有限。2013年起的QQE则在制度上完成“承诺升级”：以2%通胀目标为锚，通过加倍扩表（JGB与ETF等）强化公众预期，降低实际利率、支撑资产价格，配合财政与公司治理层面的渐进改革，使通胀与产出缺口的方向得到修正。2016年的负利率与YCC，将超常规宽松从“货币量”转向“收益率曲线”的“价—量—预期”综合管理：短端利率降至负值，长端以10年期围绕0%的收益率目标（后改为弹性区间）稳定住房与企业长期融资成本；2022—2023年进一步将曲线操作“去刚性”，把上限由“硬锚0.5%”转为“1.0%左右的参考”，兼顾抑制市场扭曲与维持宽松金融条件。此后在通胀抬升、工资改善出现苗头的背景下，于2024年3月宣布结束负利率与YCC，但并未转向紧缩，而是将短端政策利率重新确立为主锚，同时保留国债购买的“安全垫”，以可逆、渐进的方式推进政策正常化。

政策失误的要点在于三方面：一是出清与修复推进慢，其中出清是银行端资产与企业端产能出清。银行端不良认定与资本补充滞后，使“宽货币—弱信用”的结构长期化；二是紧缩过早、节律失衡。重点在于银行资本与企业与居民资产负债表修复，在工资与核心通胀尚未形成粘性前就撤走支持，把仍在边缘的名义修复打回原点；三是预期管理不足，早期缺乏清晰、可验证的名义路径沟通，市场将低通胀内生化为“应当如此”的判断。真正的转机来自两条主线的同时落地：其一，货币政策进入极度宽松并辅以前瞻沟通与资产购买，把长端利率维持在低位且波动可预期，企业久期决策与按揭利率不确定性显著下降；其二，工资链条站稳，春斗（春季劳资谈判）与政策协同使工资增速持续转正并传导至服务价格，核心CPI“抬底”，从而为企业的加价率、利润率与资本开支提供可持续的名义支撑；公司治理改革（分红/回购、ROE导向）提高资本效率，进一步稳固了这条修复链。

图表 13：日本 10 年期国债基准收益率自 2000 年初以来持续维持低位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

是否“走出通缩”，在日本经验中并不以单一价格指标短期跃升为准，而以三条线能否“同向且可持续”为评估标准，特别是CPI与平减指数在过去三十年中受政策影响出现脉冲后回落现象。**第一条是工资线。**2013—2023年，日本虽多次刺激，但名义工资增幅长期低迷，实际工资更频繁为负，难以形成内生需求扩张。直至2024年“春斗”名义加薪幅度显著上行，覆盖面逐步扩大，工资—物价联动的“链条”开始具备雏形。然而，从结构上看，大企业快、中小企业慢，服务业粘性强、制造业外溢多，全面而持续的工资改善仍需时间，以免再度出现“价格上行—工资滞后—实际工资转负—需求回落”的波动。**第二条是预期线。**QQE与YCC在技术上降低了实际利率，更关键的是在“叙事”层面重锚社会对2%目标的信念；退出节奏之所以极其谨慎，正因为“不让预期再度滑落到零附近”比短期抑波更重要。**第三条是政策线。**货币政策正常化若过急，可能削弱仍在形成中的工资与服务价格粘性；若完全不退，则金融机构利润压缩、市场功能扭曲等副作用积累。日本的选择是在工资与通胀的“内生链条”有望稳定前，保留“再校准”的空间，以防名义变量再度下行。

整体来看，日本从通缩走向“有条件正常化”并非依赖单一政策工具，而是宏观政策与社会预期的持续螺旋推动，即“预期再锚—工具再造—工资再平衡—谨慎退出”的组合过程。2013年将2%目标制度化并配套QQE，打开了名义变量抬升的窗口；2016年的NIRP+YCC把宽松的着力点从“量”拓展到“曲线”，在压低实际利率的同时提高政策传导的稳定性；疫情后阶段，在工资上行与服务通胀粘性逐步加固的条件下，2024年3月宣布结束负利率与YCC，以“短端为锚+购债平滑”的方式进入正常化通道。此种路径的关键不在“是否达成某个单点目标”，而在于能否稳定名义收入路径并形成工资—物价的可持续联动，从而将通缩从“趋势现象”压回“阶段事件”。就分析框架而言，我们认为日本经验提示，衡量“脱离通缩”需要三条线同时满足：工资覆盖更广且持续高于通胀、公众通胀预期稳定在目标附近、金融条件在不扭曲市场的前提下维持对实体的支持；任何一条线的反复，都可能引发政策再校准甚至重回非常规工具的必要。

对中国的映射需明确边界与重点。负利率与硬性YCC不可复制，在开放经济与汇率约束下也不具备可持续性；可复制的是机制而非工具。第一，可在不盯死点位的前提下实行收益率曲线引导（非YCC）：用国债与政策性金融债的期限与节奏配置、配合结构性工具与前瞻沟通，管理期限溢价、稳定长端融资成本，使企业WACC处于可投资区间，同时保留曲线的市场弹性。第二，继续依托结构性货币工具实现资金“穿透到场景”：以再贷款/再贴现等低成本、长久期资金对接保障性住房与城市更新、设备更新与技改等能形成现金流与就业的项目，并通过净息差与资本约束的配套安排缩短“宽货币—弱信用”的时滞。第三，在不采用负利率的前提下，推动工资/收入粘性的可持续形成：稳岗与技能提升、最低工资的有序路径、针对性个税与社保边际优化、公共服务扩容共同作用于服务项，使核心通胀锚定在正区间，为名义路径提供“底部粘性”。第四，金融处置提速与规范化化债同步推进：以低息置换、期限拉长、

预算内化与信息披露降低综合付息率，提高信用派生效率，避免“高息非标一再融资压力—信用收缩”的循环。第五，完善资本市场稳定器：提高分红与回购的稳定占比，引导养老金与险资等长期资金的制度化配置，用可分配现金流锚定风险溢价、改善直接融资条件，反向支持设备更新与城市更新等高乘数场景。

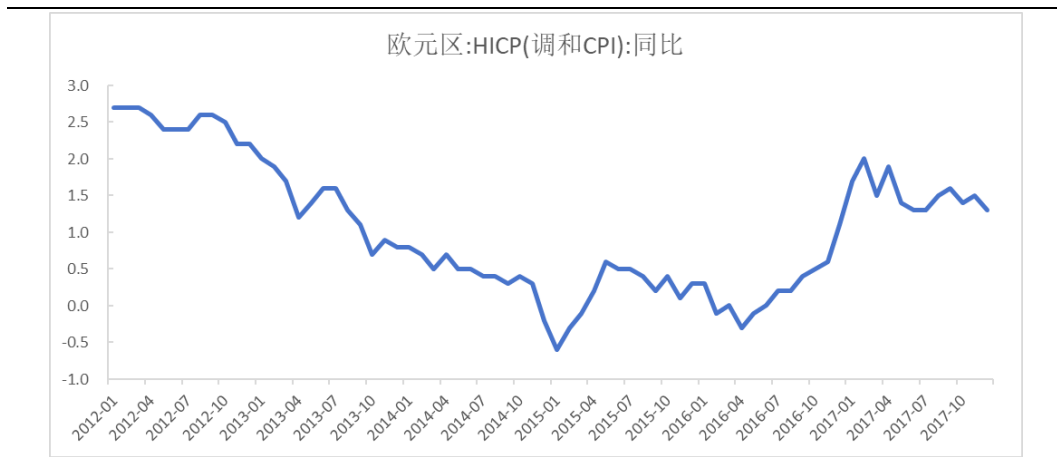
3.2 欧元区：依靠金融、货币政策走出通缩

欧元区在欧债危机爆发后也陷入多年通缩。欧元区走出通缩边缘，依靠的是三个协同：第一，央行以明确、可验证的承诺压低并稳定期限溢价，重建长端融资成本的可预期性；第二，银行体系通过定向长期资金与不良出清修复信用传导，把“宽货币”变成“可用信用”；第三，财政规则在关键阶段适度放松并引入有限的共同性工具，托住需求分母与公共投资。其间确实使用了负利率与大规模资产购买，但真正起决定作用的是“锚定预期+修复传导+财政协同”的机制组合。对中国而言，不复制负利率与硬性盯点（YCC），但完全可以在既有框架下，对标“收益率曲线引导（非 YCC）+结构性工具穿透+银行与不良加速处置+有节律的财政支持”，并以工资与服务项的温和粘性作为名义修复的锚。

在欧元区，长期低通胀的根源在“主权—银行”负反馈与跨国信用碎片化：外围主权风险溢价抬升银行融资成本，货币传导在成员国间割裂；叠加 2011 年前后的偏早收紧，使名义修复屡被打断，企业加价率与投资回报率长期受压，低通胀预期因而内生。我们认为与中国相比，相似之处在于资产负债表修复与“宽货币—弱信用”的传导掣肘，均使短端利率难以有效压低实体资本成本；但不同在于，欧元区的碎片化主要是跨主权利差与银行负债成本所致，而中国更偏向区域与部门分层（地产、平台、民企融资）；欧元区潜在增速与通胀预期已长期低位锚定，而中国潜在增速仍高、通缩预期处于形成阶段，政策逆转空间更大。因此，对中国的启示不是复制负利率或硬盯点 YCC，而是在既有框架下，强化“收益率曲线引导（非 YCC）—结构性工具穿透—不良与资本修复—有节律的财政托底”的组合，并以工资与服务项的温和粘性作为名义修复的锚。

欧元区并未经历日本式的长期通缩，但在 2013—2016 年间明显陷入“低通胀—通缩边缘”的状态：通胀长期在 0 附近徘徊，2015 年前后多个月份 HICP 同比为负，年均水平也几近零，价格预期和信贷传导同步偏弱。政策当局采取了先负利率、后大规模资产购买（APP/PSPP/CSPP），并以定向长期再融资（TLTRO）打通银行—实体的信用纽带的路径，目标是稳定名义收入路径与通胀预期，避免“价格—预期—信用”的负反馈固化。到 2016 年下半年—2017 年，欧元区通胀从负值边缘回到正区间，并在 2017—2018 年维持在约 1.7%—1.9% 的低位通胀附近，通缩尾部风险显著下降，退出“通缩边缘”的阶段性目标完成。

图表 14：欧元区物价水平

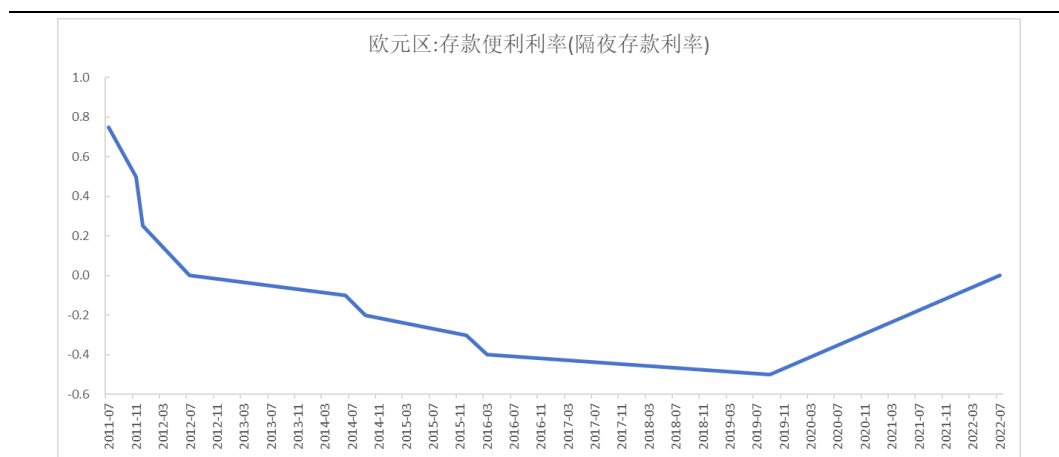


资料来源：Wind，五矿证券研究所

与日本不同，欧元区走出通缩边缘的政策响应更快且更成体系：2014 年 6 月起欧洲央行率

先实施负利率,将存款便利利率依次降至-0.10%、-0.20%、-0.30%并于2016年3月至-0.40%,以极低短端利率锚定整条曲线,并通过对超额准备金的定价激励商业银行把流动性转化为对企业与居民的贷款;2015年1月启动资产购买计划(APP),以每月600亿欧元的公共部门购买(PSPP)并联合ABSPP、CBPP3扩表、压低期限溢价与信用利差,2016年3月进一步将净购规模增至800亿欧元/月并新增企业购债(CSPP),直接改善非金融企业融资可得性与定价;同年推出的定向长期再融资(TLTRO II)则把银行获得的长期、固定利率资金与其对实体部门的净放贷挂钩,达标者资金成本可低至存款便利利率,从“资金成本—放贷条款—配额”三端同步修复传导链条;配合前瞻指引与“承诺型沟通”,上述组合拳把名义预期固化在市场曲线与主体行为中。结果是,随着外部商品价格趋稳与内生信用修复,通胀自2016年起重返正区间,2017—2018年维持在约1.7%—1.9%,银行贷款条件与利率明显改善、贷款增速回升,通缩尾部风险阶段性解除。

图表 15: 欧元区利率水平



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

对照欧元区“通缩边缘—退出”的全过程,可以提炼出三条经验。**第一,以可交易资产与信用利差为抓手的量价组合。**当“短端已近零下限”的情境下,简单降息难以激活名义变量,用资产购买压期限溢价、用企业债购买(CSPP)直达信用价差、再辅以定向再融资(TLTRO)将银行成本与实体放贷行为绑定,才能把“金融宽松”落到“实体信用”上。**第二,预期管理与政策承诺的“制度化”。**APP启动公告中对购买节奏与“直至通胀路径可持续维修”的条件式承诺,以及后续多轮再校准(扩大规模、扩面到企业债),使市场在更长久期上“接受”低利率与低溢价,从而帮助长期利率与信用利差稳态下移。**第三,副作用可控与传导稳定的兼顾。**负利率并非不可持续,但需要配套机制(如 tiering)对银行盈利进行“对冲”,以免传导链条在政策走深时出现“边际受损”。上述三点,决定了欧元区能够将通缩从“趋势风险”压回“阶段事件”,并在未依赖强财政扩张的情况下,使通胀风险平衡回到目标附近的“区间思维”。

我们认为,对于中国而言,负利率与硬性YCC并不适用,但“收益率曲线引导(非YCC)”完全可在现有框架内实施:通过国债与政策性金融债的期限与节奏配置、前瞻沟通与工具续作,稳定长端成本与期限溢价,给企业的WACC与居民按揭以可预期的轨道。在传导侧,应以结构性工具的穿透为核心,把低成本、长久期资金与银行端的净息差/资本对冲配套起来,持续对接保障性住房与城市更新、设备更新与技改等能形成现金流与就业的场景,加速把“宽货币”转化为“可用信用”。在金融基础设施上,加快不良处置与地方平台的规范化再融资,减少“区域性碎片化”的金融条件差异,避免信用扩张在薄弱环节失真。财政上不追求一次性强刺激,而是在预算约束内形成可验证的总量强度与清单化投向,保护公共服务与高乘数投资的节奏,使名义分母与政策乘数有稳定来源。最后,以工资与收入粘性作为名义修复的“内生锚”,通过稳岗机制、最低工资有序路径、技能补贴与适度的税费边际优化,托住服务项的价格底部,把核心CPI锚在正增长区间,与利率与信用传导形成相互印证。

整体来看，日本与欧元区“掉进通缩”的共性在于资产负债表收缩与通缩预期固化相互强化，政策节律失衡（名义尚未站稳即整固或收紧）、银行体系传导受阻与潜在增速下行，使“量到价”的转换链条长期低效；而“走出通缩”的共性，则是通过可信的前瞻沟通与强力度宽松把期限溢价长期压低、把长端融资成本稳定在可预期区间，同时以定向工具修复“宽货币—弱信用”的断点，并在工资与服务项上形成温和粘性，让核心通胀回到正增长常态。我们认为对中国的借鉴在于复制其机制而非工具外观：不走负利率与硬性盯点（YCC），而是在既有框架下实施“长端利率引导与期限溢价管理（非 YCC）+结构性再贷款等穿透性工具+银行与不良的规范化处置与再融资+有节律、可验证强度的财政支持+工资/收入粘性培育”，以“信用畅通—预期锚定—名义转正”为主线，推动价格由结果性回升而非点位式推升；同时避免日本/欧洲早期的过早退出与节律错配，以规则化沟通与 KPI 验证（价格正增长、利润与投资回报率转正、贷款利率与审批时滞下行）确保修复不被打断。

四、再通胀的突破口——财政托底、货币疏导、改革固本

4.1 通缩之局难以速胜

从目前房地产、债务、地方财政的交织关系来看，短期（一年内）经济完全脱离通缩，即平减指数转正，PPI 同比增速转正以及 CPI 稳步回升趋势确定的可能性较低。在过去的深度报告中，我们对房地产给出了 2026 年跌幅收窄止跌，2027 年债务逐步出清的结论。基于这两项结论，我们认为走出通缩的整体节奏为：**2026 年止跌（平减指数筑底阶段），2027 年减压（债务与财政负担缓释阶段），2028 年出清（风险显著化解阶段）。**

当前难点在于“地产—债务—财政”交织下的名义冷却链仍未反转：价格体系呈“量增价减”，名义 GDP 增速弱于实际，企业加价率与利润被动收缩；信用派生偏弱，住户中长期贷款、M1 派生效率低迷；财政端专项债更多“对表缺口”，公共投资乘数与扩散效应下降，地方综合付息压力对新增投资形成挤出。这一组变量决定了在一年内同时满足“价格预期回到中性、利润链条修复、信用乘数回升”的条件并不充分。

我们认为造成不确定性的核心是三类时滞：其一，资产负债表修复时滞。住房端要以“保交楼—收储—再贷款—因城施策”先稳交付与现金流，再经“库存去化—预期转中性—交易修复”形成闭环，难以在一年内完成。其二，财政与债务时滞。土地财政退潮使“分母”缩小，专项债偏“对表”导致新增有效投资占比不足；同时，“低息置换+期限拉长”的综合付息率下行需要时间才能在“付息率—债务率—名义分母”上体现拐点。其三，外需与规则时滞。全球贸易仍低速波动，关税/反补贴等政策进入有价阶段压低“价—利”，即便出口保持平稳，利润修复通常滞后于数量。

据此，我们维持并量化前述时间路径：2026 年“止跌”——住房价格跌幅收窄并边际止跌，价格预期由单边下行回到中性，住户中长期贷款与成交同步改善，价格读数脱底但总体处于较低区间；2027 年“减压”——在置换降息与期限拉长的累计作用、叠加名义分母回暖下，地方综合付息率见顶回落，专项债“增量投资/对表缺口”结构改善、财政乘数回升，利润与信用链条同步修复；2028 年“出清”——在“地产止跌—债务减压—外需拖累由强负转温负”的共振中，价格与利润进入低位且可持续区间，通缩从趋势性风险回到阶段性事件。节奏的上偏/下偏取决于三点：财政强度是否“可验证且提效”、住房端信用链修复是否快于预期、外部规则不确定性是否下降；反之，若专项债持续“对表”、化债慢于名义回暖、外部规则再上行，则节奏可能后延。

4.2 海外经验的启示：全面修复链条是修复资产负债表的关键

日本与欧元区的经验表明，走出通缩（或低通胀）并不取决于价格指标的短期跳升，强行拉

动价格，减少供给，只会加深通缩。走出通缩取决于是否以清晰的名义路径稳定社会预期，并把政策意图有效穿透到利润、信用与就业，最终在工资—服务价格—预期的链条上形成可持续的自发运转。只有全面修复流动性传导，才能彻底改善资产负债表。这一点与我国当前“稳信用—托分母—修传导”的顺序高度契合：若没有名义锚定，传导修复就难以自证有效；若没有传导修复，再强的沟通也难以触达企业现金流与居民收入。

可直接吸收的做法主要在“锚、拳、准”三个方面。其一是把“名义路径的斜率转正”上升为沟通中的核心目标，在季度评估中强调平减指数与核心CPI的弱增长，并将工资增速与服务项价格的温和粘性纳入与价格同权的验收口径，避免对单点读数的过度反应。其二是在总量宽松的背景下，用一套传导修复的组合拳缩短“宽货币—弱信用”的时滞：结构性再贷款/再贴现与政策性金融协同，期限更长、规模更稳定，并用放贷增量、利率让利、投向合规作约束；长端利率可通过国债发行节奏、政金债期限搭配及前瞻沟通共同引导，从而实现收益率曲线的平滑管理。降低期限溢价与单位产出所需信贷强度；银行端配套定向降准、利差补贴、考核权重优化等“利润对冲”，保证传导可持续。其三是把关键抓手做成条件式承诺：保交楼/收储/再贷款的覆盖与节奏、专项债从“对表缺口”回归“撬动增量”的比例阈值、低息置换与期限拉长的年度目标，与数据触发器一一对应，减少市场对力度与时点的不确定。

日本、欧洲的政策并不能全面照搬。日本的收益率曲线控制依托极低通胀与“债务内生性”结构，欧元区的TLTRO与量化工具建立在统一货币但主权分散的制度环境之中；目前我国策略为软目标、强沟通的曲线管理思路，以财政—政策性金融—结构性工具的期限搭配为主，不将刚性利率/利差作为操作目标，以降低汇率与跨境流动的副作用。定向长期资金可以借鉴TLTRO的激励逻辑，但需统一绩效口径与信息披露，并对保障性住房、城市更新、公共服务、绿色/数字基础设施、设备更新与技改等投向设置可穿透的使用与考核规则，使“名义托底”与“效率提升”同步实现。至于“收入链条”的粘性，海外更多依赖劳资协商与财政补贴的制度安排，我国则应通过就业稳岗、最低工资与个税/社保的边际优化、公共服务扩容培育服务项的温和粘性，避免一次性刺激带来的波动与扭曲。

在具体方向上，不宜照搬的做法主要集中在深度负利率、无限量国债购买、一次性现金直达、超国家财政转移。在开放度更高且需兼顾汇率与跨境流动稳定的环境中，深度负利率与“无限量”购债会放大外部失衡与金融副作用；一次性现金直达与超国家财政转移与我国现有制度安排与可持续性要求不匹配，也不利于形成稳定的价格—工资粘性。对应的替代方案，应当是有产出、可考核、可持续的需求与投资抓手，例如设备更新与“以旧换新”二期、保障性住房与城市更新、公共服务能力扩容，以及与上述投向相匹配的政策性金融支持与结构性工具。

4.3 迈出通缩：更大力度的政策迫在眉睫

从上文的国际经验看，欧洲方面，从“短端极低利率+购债+定向长期融资”到通胀回到缓慢正增长并维持稳定大约需要六至八个季度；日本因出清与沟通节律偏慢、工资粘性站稳更晚，时程明显更长。对中国而言，当前约束比日本当年轻、财政与产业工具更为多元，只要上述链条不再“走走停停”，而是按季兑现并可量化跟踪，从地产、债务风险出清的时间看，我们对再通胀的预期在2028年前后，**两年的窗口具备可验证性**：曲线利差与审批—放款时滞的改善通常当季可见，交付与库存向保障房转换对耐用品消费的带动滞后一到两个季度，设备更新对工业利润与可贸易品PPI的传导滞后两到三个季度，服务项与工资粘性的抬底滞后三到四个季度。

我们认为，破除通缩螺旋分为三个阶段：**1) 破除信贷流动性危机。2) 拉动资产价格。3) 推动需求回暖**。对应的政策阶段为2022年开始对房地产及相关资产提供流动性，在随后年份加码对地方债务的化解工作，通过展期、以旧换新等方法，为债务带来空间。其次，资产价格方面，从规模和流动性观察，拉动难度：**股票>地产>债务**。中央会议多次提到“活跃资本市场

场，提振投资者信心”、“大力引导中长期资金入市”。2024年9.24推出的5000亿再贷款工具，成为了点燃连锁反应的第一片火花。股票价格从3000点以下抬升至目前的3800点左右。随后，地产方面，“推动房地产市场止跌回稳”，房地产价格受预期、土地财政交织影响，回暖速度不及股票。同时，政策也还未对地产提供类似5000亿再贷款的无限购买工具，政策依然处在试探、等待出清的阶段。第三，对内需的拉动主要通过“两新、两重”推进，从消费和投资两条道路同步推进。从2025年以来的社零数据观察，“以旧换新”起到了较为突出的作用，1-6月累计同比增速达到5%，远高于2024年的3.7%。

具体的政策方面，财政要先行、并且更宽松。目标是托住名义增速，将经济增速维持在5%左右，且维持平减指数处在0以上，同时提高资金效率。我们认为可以有以下几种思路：一是保持可验证的强度与连续性，用赤字和超长期特别国债稳定公共投资与基本公共服务；二是让专项债回到“撬动增量”的正轨，项目以现金流覆盖、就业吸纳和乘数为硬约束，财政资金与政策性金融同步到位，避免“还旧不生新”；三是把化债与名义修复对齐推进，通过低息置换和期限拉长降低综合付息率，为有效投资腾出空间。是否到位，看两组简单指标：资金到位率与“增量类”占比是否上行；地方综合付息率与平台利差是否见顶回落。

货币要以稳定中长期利率、打通传导为主；在合适窗口小幅降息配合。通过收益率曲线引导（非YCC）管理期限溢价与利率区间，稳定中长端融资成本的可预期性，而非将单一利率固定在某一数值。通过国债与政策性金融债的期限与发行节奏、工具续作和前瞻沟通，稳定中长期利率在与名义修复相匹配的区间，降低企业加权融资成本和居民按揭的不确定性；同时用再贷款、再贴现等低成本、长久期资金直达保障房、城市更新、设备更新与技改等场景，缩短“宽货币—弱信用”的时滞。是否需要进一步降息，取决于三件事：通胀是否仍在“低正”、汇率与跨境流动是否平稳、银行净息差与存款重定价是否可承受。成效以结果检验：贷款加权利率与审批—放款时滞同步下降，住户与企业中长期贷款回升，M1与信用派生效率改善。

通过结构性改革，把阶段性的名义修复固定为可持续扩张，使工资与服务价格形成温和上行的底部，利润与信用链条稳定向上。房地产端，把“保交付—收储—保障房再贷款—因城施策”常态化，形成商品房向保障房的稳定转换，先修复家庭与银行现金流，尽快终结“等待期权”；产业和需求侧，以“大规模设备更新+消费品以旧换新”形成中期支点，明确标准、贴息和资本金配套，把订单更多导向附加值更高的环节，提高“量到价、量到利”的转化率；收入链条通过稳岗、最低工资有序上调、技能提升与税费边际优化，培育服务项与工资的温和粘性，把核心CPI锚在“低水平正增长”；资本市场以分红回购和“长钱入市”降低股权风险溢价、提高直接融资占比，反向改善设备更新与城市更新的融资闭环。是否起效，可以观察四个指标：交付兑现率与去库存月数持续改善、保障房转换量稳定释放；设备投资与耐用品销量进入趋势修复并传导到工业利润与可贸易品PPI；名义工资与服务CPI连续处于正增长区间；直接融资占比上行、股权风险溢价下行。

我们认为，要全面迈出通缩，需要在全链条上同时发力。政策组合应当由**更积极的财政牵头**、在经济下行时**一揽子对冲**应对外部不确定性、以及**持续加码的结构性政策**三部分构成，并按季度评估、连续推进。财政方面，在债务与地产约束并存的背景下，至少**5%的赤字率**有助于托住名义增速并稳定预期，对未来几年把GDP增速维持在**5%以上**具有关键作用；同时，资金要更多投向现金流可覆盖、就业有扩散、乘数更高的项目，避免“还旧不生新”。货币方面，以**收益率曲线引导（非YCC）和结构性工具为主**，稳定中长期融资成本的可预期性；在**通胀温和、汇率与跨境流动平稳、银行净息差可承受的窗口期**内，小步降息可作为配合，目标是缩短“宽货币—弱信用”的时滞。结构性政策方面，应保持对化债、房地产、消费回升与**高质量投资**的持续力度：常态化推进“保交付—收储—保障房再贷款—因城施策”，做强“设备更新+以旧换新”，并以分红回购与“长钱入市”提升直融占比、降低股权风险溢价，形成从价格到利润、信用与就业的闭环。过去三年表明，一揽子政策往往呈**约一季度的脉冲效应**；在不改变上述主线的前提下，应在需要时**阶段性加力、滚动接续**，以确保全年稳增长目标不被动摇。

风险提示

- 1、美国关税依然存在不确定性；
- 2、宏观刺激政策偏弱。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.		Ratings	Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010