

宏观经济专题研究

支持性的政策在支持什么？

核心观点

1、2023 年以来，中国经济呈现这样一种特征：实际经济增速（GDP）稳定在 5% 附近窄幅波动，但是价格因素呈现一路下行的态势，CPI 持续在 0 附近波动，PPI 更是下探到负值区域，综合性的价格指数—GDP 平减指数从 2023 年开始脱离正增长区域，连续多个季度落在负增区间。

2、对于社会大众而言，实际 GDP 的稳中有升并不是主要看点，我们更多的是受到名义增速的影响。比如名义 GDP、企业营业收入、企业利润、名义工资增长等因素对于老百姓感受经济冷暖的意义更为重要。

3、在一个总需求稳中有升，趋势上行的环境中，刺激生产供给，供需是可以匹配的，价格也不会受到明显的负面冲击，这样形成的结果就是产量增加，价格稳定（甚至有升），那么名义增速（名义 GDP、营收、利润、名义工资）会提升，经济偏暖的感受度会好很多。但是在一个总需求回落的趋势环境中，继续加大生产供应，无疑会造成显著的供需失衡，产能过剩，即便产量稳定有升，但是会对价格产生显著的负向冲击，导致名义增速等因素迅速回落，社会的经济冷暖度感受会明显偏冷。

4、如果一些刺激性、支持性的政策工具是直接作用于终端需求（居民消费需求），效果是好的，因为他在提升需求曲线。但是如果一些刺激性、支持性的政策工具更多的是作用于企业生产端，显然提升的是供给曲线，这反而会增加供大于求的困境，更多的会反映为价格下行，加剧通缩的局面。

5、在总需求趋势变化不同的环境中，如果假设“价格波动性强于产量波动性”、“利率工具对于生产端的刺激强于对于居民需求端的刺激”，那么一些支持性的政策会对最终的“经济冷暖度”产生不同的结果。因此我们有必要甄别一些所谓支持性政策究竟在主要支持什么，凡是直接作用于居民消费端的政策效果会更好，例如居民补贴、消费券等等，凡是更多驱动生产端的政策效果可能会背道而驰。

6、更倾向于将“反内卷”思路理解为主动性的调节压缩供给曲线，从而激发价格的弹性，改善经济的名义增速，从而提升经济回暖的社会感受度。如果我们的政策工具更多的作用于终端消费（真正提升需求曲线），或控制过剩的生产（真正调节供给曲线），那么价格的弹性将有望恢复，社会对于经济的冷暖度将明显改善、提升。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：董德志

021-60933158

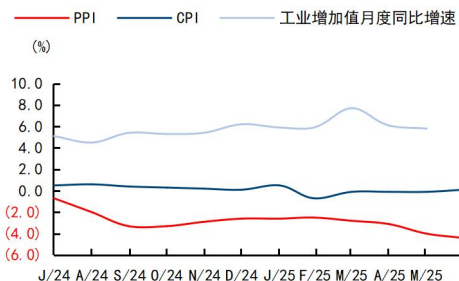
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.70
社零总额当月同比	6.40
出口当月同比	4.80
M2	8.30

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

- 《宏观专题研究-下半年财政政策展望》——2025-07-01
- 《宏观经济专题研究-去美元化下的央行购金行为研究》——2025-06-30
- 《宏观经济专题研究-“投资驱动型增长”正在走向效率悬崖》——2025-06-27
- 《水线下的冰山——“政策克制+需求前置”下的预期差》——2025-06-18
- 《DeepSeek 解读中央政治局经济工作会议——AI 赋能资产配置（十五）》——2025-05-26

内容目录

支持性的政策在支持什么？	4
风险提示	8

图表目录

图1：“利率-消费”散点图	5
图2：“利率-生产”散点图	5
图3：利率、消费与生产的滚动相关性	6
图4：利率与地产的滚动相关性	6

支持性的政策在支持什么？

2023 年以来，中国经济呈现这样一种特征：实际经济增速（GDP）稳定在 5% 附近窄幅波动，但是价格因素呈现一路下行的态势，CPI 持续在 0 附近波动，PPI 更是下探到负值区域，综合性的价格指数—GDP 平减指数从 2023 年开始脱离正增长区域，连续多个季度落在负增区间。如果摆脱上述专业名词，从通俗角度来说，就是产量在稳中有升，但是价格遗产低迷，因此有分析称我们当前宏观的主要特征是通缩。

对于社会大众而言，实际 GDP 的稳中有升并不是主要看点，我们更多的是受到名义增速的影响。比如名义 GDP、企业营业收入、企业利润、名义工资增长等因素对于老百姓感受经济冷暖的意义更为重要。

所以可以说，如何调节价格水平的变化，进而改善名义增长情况，是我们当前经济工作的一个重要环节。

价格是供需结合的产物。首先我们需要强调一个基本假设，就是价格的波动弹性要远高于产量的波动弹性，我想这点在中国的经济运行中是成立的，甚至不需要去检验。

在一个总需求稳中有升，趋势上行的环境中，刺激生产供给，供需是可以匹配的，价格也不会受到明显的负面冲击，这样形成的结果就是产量增加，价格稳定（甚至有升），那么名义增速（名义 GDP、营收、利润、名义工资）会提升，经济偏暖的感受度会好很多。

但是在一个总需求回落的趋势环境中，继续加大生产供应，无疑会造成显著的供需失衡，产能过剩，即便产量稳定有升，但是会对价格产生显著的负向冲击，导致名义增速等因素迅速回落，社会的经济冷暖度感受会明显偏冷。

我们当前的经济感受度不佳，可能更多来体现为第二种情况，且不说中美贸易冲突会引发外需的波折，即便从内需角度来看，当前的需求发展一定是弱于十年前的势头。面对总需求的趋势变化，无疑要采用一些政策工具进行支持或刺激。

当前我们各类政策都是支持性的，但是确实需要更细致的分辨这些支持性的政策究竟支持的是什么。面对经济波动，政府先后出台了一系列工具，例如降准、降息、补贴等等包括货币、财政、产业类的支持性政策。

但是这些政策工具传导的渠道以及主要作用的环节是非常值得关注的。如果一些刺激性、支持性的政策工具是直接作用于终端需求（居民消费需求），效果是好的，因为他在提升需求曲线。但是如果一些刺激性、支持性的政策工具更多的是作用于企业生产端，显然提升的是供给曲线，这反而会加剧供大于求的困境，更多的会反映为价格下行，加剧通缩的局面。

这里我们不妨用社会最为关注或热议的降息降准工具做个案例检验。毫无疑问，降息是属于支持性的货币政策工具，但是这一工具对于经济的传导路径有两种。

其一是传统经济学认为的那样，降息令居民的持币成本提升，从而刺激居民的消费意愿，从这一路径来看，降息会激发居民的终端消费需求，从而提升总需求曲线，这对于经济是有利的。

其二是降息也可以令企业的生产成本下降，提升企业的生产意愿，从而加大生产或扩张产能，这样无疑是会促进产量的提升，但是如果在总需求没有同步放大的背景下，反而会令供需失衡更为加剧，价格水平会显著回落，从而造成了实际产

出稳定，但是价格水平低迷，名义增长放缓，经济冷暖度下降。

所以我们需要甄别研究当前阶段中，降息工具究竟对产出供给的影响更大，还是对终端消费需求的影响更大。

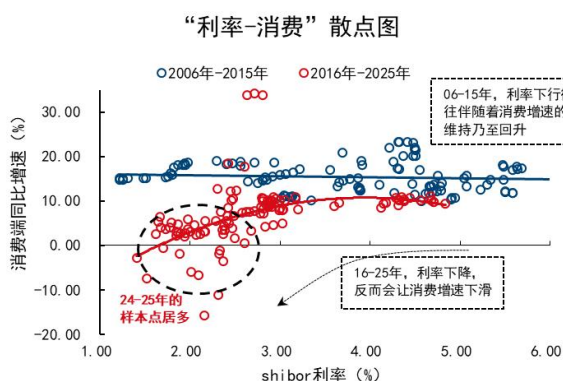
我们采用 3 个月 SHIBOR 利率、工业增加值增速、社会零售品消费增速三类指标进行关系检验，分别考察利率对于生产供应、终端消费需求的影响程度。在这种考察中我们采用了三种分析方式，分别考察了利率-生产、利率-消费前十年和后十年的因果影响性、利率变化与消费/生产端增速的“滚动相关性”、以及利率变化与消费、生产的定性化分析。

在诸多考察后，我们得出的基本结论如下：

1、在需求仍具扩张趋势的早期阶段，企业端供给意愿的上升可与消费端形成良性呼应，即便产量提高，价格也能保持稳定甚至上行，总体呈现“量价齐升”的理想组合，名义增速与盈利空间同步改善。

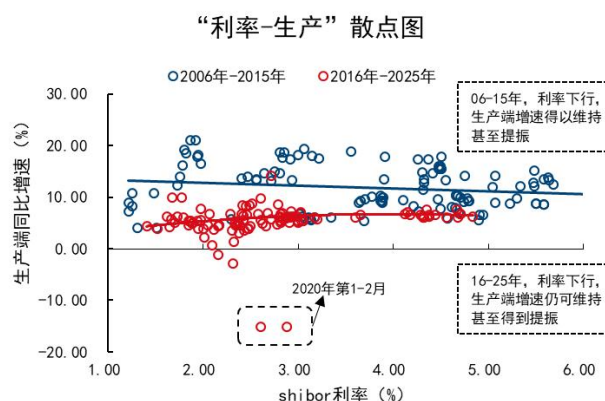
2、一旦进入需求趋缓乃至下滑的阶段，同样的利率宽松反而会放大供需错位，即产出提升而终端吸收不足，价格被动下行，进而削弱企业盈利、压低名义增速。这种情形下，利率刺激的边际效用递减甚至“反噬”总需求，成为价格低迷与预期弱化的诱因之一。

图1：“利率-消费”散点图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

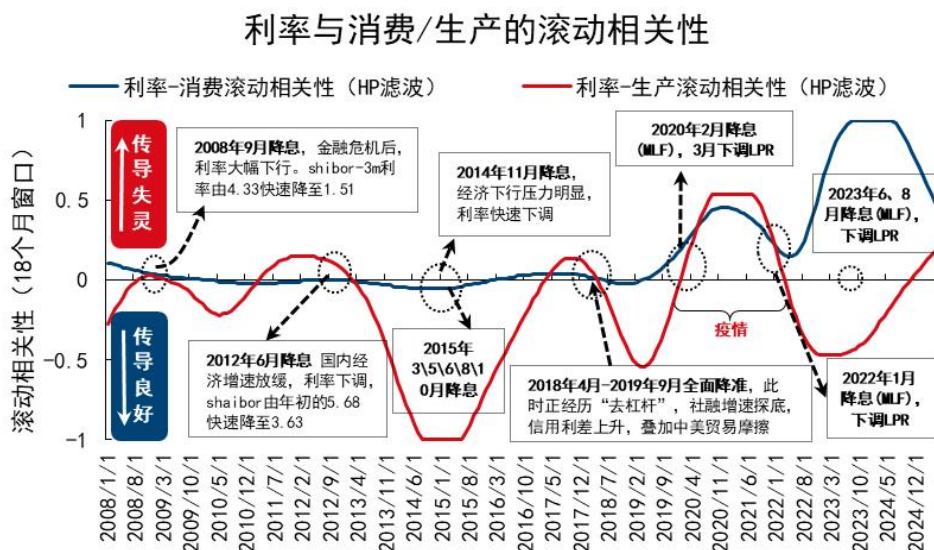
图2：“利率-生产”散点图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3、采用 18 个月的滚动相关性来进行描述，也可以发现利率刺激对于生产与需求之间存在显著的阶段差异化。

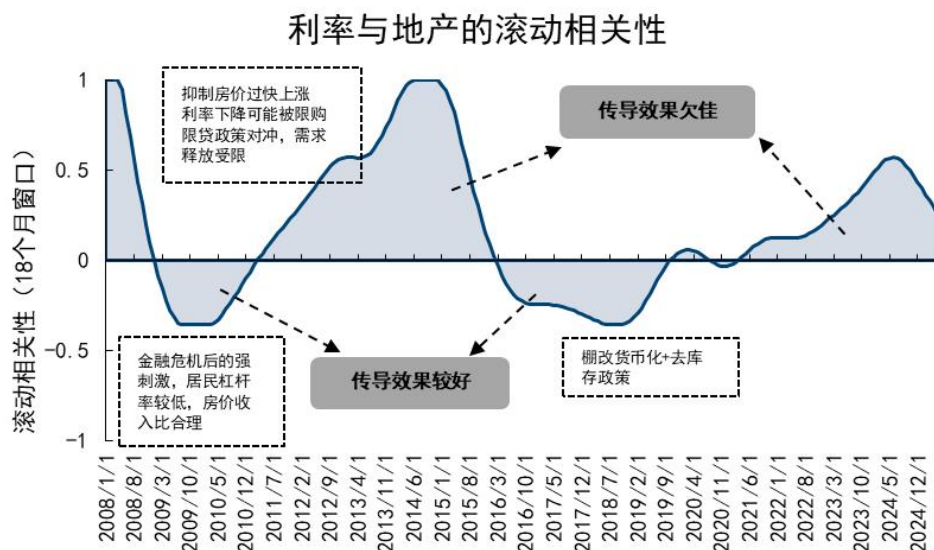
图3：利率、消费与生产的滚动相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

4、即便对于大家最为关注的地产销售需求，利率工具的刺激效应也并不尽如人意。

图4：利率与地产的滚动相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

而具体到为何利率工具对生产供应的影响更强，对于居民的消费需求影响其次，这可能是一个较为复杂的问题，也可能具有历史沿革性。

长期以来，我国的宏观调控主要抓手都是集中在企业环节，特别是国企环节，一些刺激性的政策很容易激发企业的生产意愿，因此扩产是政策激励的直接结果，在以往总需求不弱的背景下，也容易最终导致名义增速的改善、经济偏暖的感受。但是一旦进入到总需求不足的趋势环境中，往往会导致供大于求、通缩感受。

在总需求趋势变化不同的环境中，如果假设“价格波动性强于产量波动性”、“利率工具对于生产端的刺激强于对于居民需求端的刺激”，那么一些支持性的政策会对最终的“经济冷暖度”产生不同的结果。

因此我们有必要甄别一些所谓支持性政策究竟在主要支持什么，凡是直接作用于居民消费端的政策效果会更好，例如居民补贴、消费券等等，凡是更多驱动生产端的政策效果可能会背道而驰。

这里我们必须提及的是7月初中央所提出的“反内卷”政策措施。目前对于“反内卷”的具体内涵市场依然存在争议。但是笔者更倾向于将其思路理解为主动性的调节压缩供给曲线，从而激发价格的弹性，改善经济的名义增速，从而提升经济回暖的社会感受度。如果我们的政策工具更多的作用于终端消费（真正提升需求曲线），或控制过剩的生产（真正调节供给曲线），那么价格的弹性将有望恢复，社会对于经济的冷暖度将明显改善、提升。

风险提示

海外市场动荡，存在不确定性。

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 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 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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