

宏观经济专题研究

“投资驱动型增长”正在走向效率悬崖

核心观点

增长引擎的动态平衡原理。经济增长的根本动力源于投资与消费的动态平衡。投资直接创造新供给，拉动增长；消费则代表需求，是企业利润的源泉，并通过支撑利润间接拉动投资和增长。从分配角度看，GDP分为资本收入和非资本收入（劳动报酬+税收）。资本收入集中在少数人手中，人均占有量大但边际消费倾向低，是投资/供给的主要来源；非资本收入人群人均占有量小但边际消费倾向高，构成消费/需求的主力。这导致投资与消费天然存在此消彼长的张力，其背后是资本与非资本收入分配的博弈。若分配过度向资本倾斜，短期内虽刺激投资，但会压制消费需求，消费疲软进而侵蚀企业利润，最终反噬投资本身。因此，**可持续增长依赖于投资与消费比例的协调平衡，而非一味扩大投资。**

中国投资效率衰减的实证链条。关键的会计恒等式（资本收入占比 = 资本回报率 r * (资本存量 K / GDP)）揭示了核心关系：在资本收入占比稳定的平衡状态下，资本回报率（ r ）与资本产出比（ K /GDP）呈反比。其中， K /GDP是衡量投资效率的关键指标：其上升意味着资本存量增速快于GDP增速，投资效率下降（边际产出减少）；下降则意味着效率提升。

中国数据清晰呈现了投资效率持续衰减的链条：自2009年次贷危机后，中国的**资本产出比（ K /GDP）持续上升**，表明资本存量的增长速度**长期超越**GDP增速，投资效率不断下滑。与此同时，2010-2020年间中国的资本收入占比却保持相对稳定。根据恒等式（资本收入占比 = r * K /GDP），在占比不变而 K /GDP持续上升的情况下，必然意味着**资本回报率（ r ）同步且持续地下降**。这种投资效率下降与资本回报率下滑并存的现象，主因并非生产端要素受限（因为劳动要素充足、技术等无形要素易复制），而是**消费需求（尤其是服务消费）增长跟不上供给扩张的步伐**，导致产能利用率不足。具体表现为：大量投资（尤其占固定资产投资70%的、与服务生产强相关的建筑安装工程）形成的资本因需求不足而闲置，无法有效转化为GDP，推高 K /GDP；同时，需求不足直接削弱了企业盈利能力，压低资本回报率（ r ）。因此， K /GDP上升与 r 下降是同一问题——**消费需求不足**——在投资效率和资本回报两个层面的体现。需警惕的是，资本回报率存在一个由风险溢价决定的下边界，一旦跌破，市场化投资将停滞，“投资驱动型增长”将面临“效率悬崖”。

结构困局破解与增长路径重构。破解当前因投资效率衰减和消费需求不足导致的结构性困局，关键在于扭转“重投资、轻消费”的路径依赖，核心策略是**激活并扩大国内消费需求，特别是提升居民服务消费占比**。消费的实质性回暖不仅能直接拉动增长，更能通过改善企业盈利预期，有效撬动更广泛、更有效的投资，形成“消费带动投资”的良性循环，这是最核心、最可持续的稳增长路径。同时，必须改革投资评估体系，将“**资本存量/GDP**”和“**产能利用率**”作为核心效能指标，严格规避无效投资和资本堆积。综上所述，中国要实现可持续增长、跨越“效率悬崖”，须将增长引擎从单一的“投资驱动”模式，切换至“**消费引领-投资响应**”的双轮协同模式，确保投资服务于有效需求，恢复增长引擎的动态平衡。

风险提示：模型失效与尾部风险，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观专题

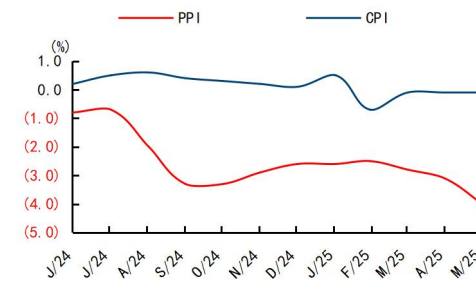
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：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	7.90

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
《AI、关税与黄金的启示——2025 年中期宏观展望》——2025-05-20
《宏观经济专题研究-对美出口损失背景下的中国 GDP 增速预测》——2025-05-12
《叙事与现实的交织——2025 中期宏观展望》——2025-04-20

内容目录

“投资驱动型增长”正在走向效率悬崖	4
增长引擎的动态平衡原理	4
中国投资效率衰减的实证链条	4
结构困局破解与增长路径重构	7
风险提示	8

图表目录

图 1： 2009 年起中国的资本存量与 GDP 比值持续上升	5
图 2： 2010-2020 年中国的资本收入占比变化不大	5
图 3： 2010-2024 年中国 A 股非金融企业净资产收益率走势一览	5
图 4： 资本投入与产出示意图	6
图 5： 中国固定资产投资完成额中建筑安装工程占比超 70%	7
图 6： 中国居民消费中服务消费占比明显偏低	7

“投资驱动型增长”正在走向效率悬崖

增长引擎的动态平衡原理

投资和消费一起构成经济增长的引擎。投资带来新增的供给，是拉动经济增长的直接力量；消费代表需求，是企业利润的来源，没有消费就没有企业利润，也就没有投资，即消费通过贡献利润来拉动投资，从而间接拉动经济增长。

由于出口不会在未来给本地带来新增的供给，因此在分析过程中可将出口看作消费，在此背景下，总需求就只有投资和消费两部分。

从分配的角度看，每年产出（GDP）可划分为资本收入和非资本收入，其中资本收入指资本获得的收益，非资本收入包括劳动报酬和政府税收两部分。

会计恒等式：GDP=资本收入+非资本收入

从所在人群人均占有的绝对量来看，一般来说资本收入的人均占有绝对量非常大（因为人数少），所以所属人群边际消费倾向低，资本收入构成投资或供给的主要来源；非资本收入的人均占有绝对量比较小，所属人群边际消费倾向高，因此非资本收入构成消费或需求的主要来源。在此背景下，投资与消费就形成此消彼长的关系，背后反映了资本收入和非资本收入的变化。当经济分配过多地向资本收入倾斜时，虽短期刺激投资，但将压制消费需求，而消费疲软反噬企业利润，最终导致投资萎缩。因此，**经济增长是投资和消费动态平衡的结果，一味地增加投资并一定有利于经济增长，反而可能会遭遇效率悬崖，经济增长的可持续性高度依赖消费和投资二者比例协调。**

会计恒等式：GDP=资本收入+非资本收入=资本存量（K）*资本回报率（r）+非资本收入

变形：资本收入占比=资本回报率*（资本存量/GDP）

上述会计恒等式基于劳资分配理论，可用于考量资本收入占比、资本回报率、资本存量与 GDP 比值之间的勾稽关系。

一般情况下，资本收入和非资本收入占比保持不变是一种平衡的经济分配状态，此时资本收入和非资本收入的增速均持平整体 GDP 增速。

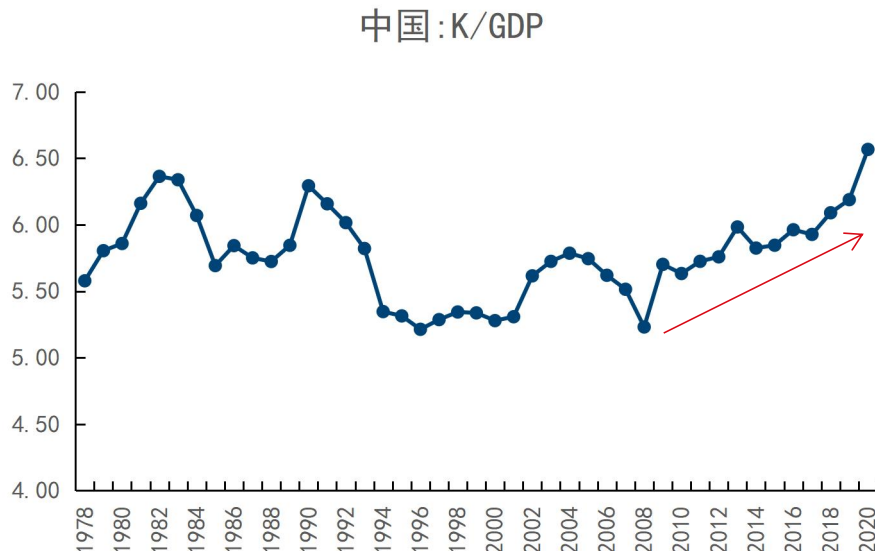
如果资本收入占比保持不变，那么资本回报率和“资本存量/GDP”两个因子就构成反比例关系：一个升高，另一个就相应降低。

资本存量与 GDP 比值很好地反映了投资效率的高低。若该比值升高，则意味着资本存量增速高于 GDP 增速，表明新增投资的效率下降，即边际投资带来的产出减少；若该比值回落，则意味着资本存量增速低于 GDP 增速，表明新增投资的效率上升，即边际投资带来的产出增加。

中国投资效率衰减的实证链条

从中国的数据来看，2009 年起中国的资本存量与 GDP 比值持续上升，表明次贷危机之后，中国资本存量的增速持续超过 GDP 增速，投资效率不断下降。

图1：2009 年起中国的资本存量与 GDP 比值持续上升



资料来源：WIND，国家资产负债表研究中心，国信证券经济研究所整理（注：资本存量=非金融资产合计值）

我们观察到，2010–2020 年中国的资本收入占比变化并不大，这意味着 2010 年以来中国的资本回报率出现了持续的回落，且资本回报率回落与投资效率下降同步发生。

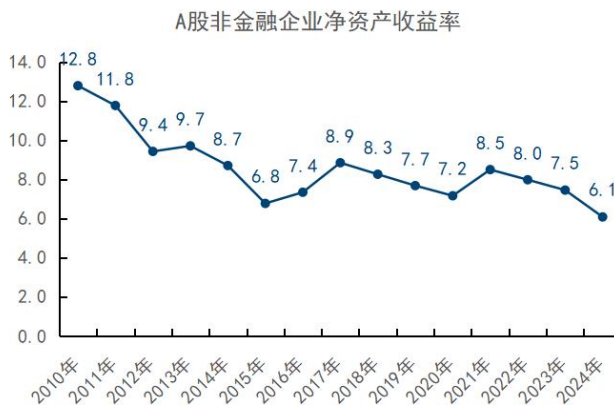
由于企业经营本身具有不确定性，这些不确定性带来的风险绝大部分由资方承担，导致资方必须在自由市场要求的回报上，额外增加一项风险溢价，因此资本回报率的下降是存在下边界的，且下边界要大于零。一旦资本回报率向下击穿下边界，则市场化的经济主体将不会继续投资，此时“投资驱动型增长”模式就会迎来效率悬崖。

图2：2010–2020 年中国的资本收入占比变化不大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：2010–2024 年中国 A 股非金融企业净资产收益率走势一览

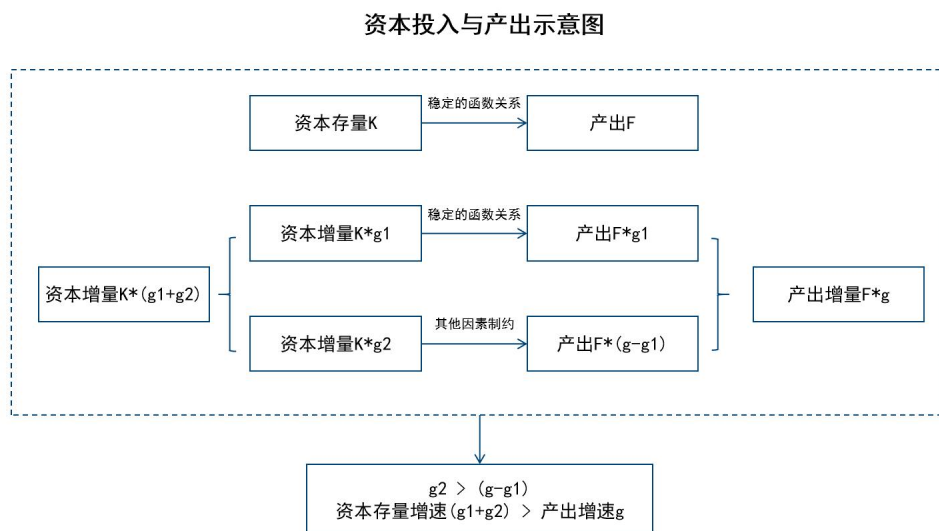


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

从生产的角度看，如果不考虑资本以外的生产要素（包括劳动等有形要素以及技术进步、组织创新、制度优化等无形要素），则资本与产出之间应当存在稳定的函数关系：资本存量 K 对应着产出 F 。随着资本存量增加，产出也相应增加。在资本以外的生产要素不构成约束时，新增的资本与新增产出可以维持稳定的函数

关系。当资本继续增加至资本以外的生产要素构成约束时，新增资本与新增产出的稳定函数关系被打破，此时新增资本对应的新增产出少于维持稳定函数关系状态下的情形。

图4：资本投入与产出示意图



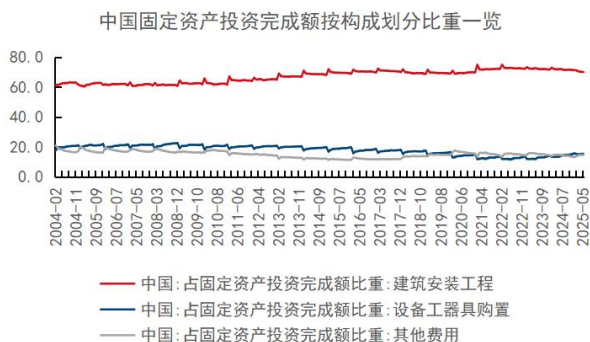
资料来源：国信证券经济研究所整理

考虑到中国劳动要素较为充裕，而技术进步、组织创新、制度优化等无形要素非常容易复制，因此从生产的角度看，不太可能存在资本要素增加但其他生产要素无法增加导致生产效率下降的情形。现实中投资效率逐渐下降的现象应当和消费需求跟不上供给的扩张步伐、导致产能利用率偏低有关，即投资效率下降不是因为生产能力下降，而是因为生产多了卖不出去所以选择少生产。

前文提及的“资本存量/GDP”因子之所以持续上升，在于资本存量增长速度较快，但消费需求的增长却较慢，在此情况下，部分投资投入变成闲置资本，未能创造GDP，由此“资本存量/GDP”因子持续上升；考虑到消费代表需求，是企业利润的来源，因此消费需求不足也推动资本回报率因子持续回落。即“资本存量/GDP”因子上升与资本回报率因子回落背后的共同影响因素均是消费需求不足，是一枚硬币的两面。

从中国固定资产投资完成额构成来看，与服务业生产更相关的建筑安装工程比重高达 70%，而与工业生产更相关的设备工器具购置比重仅有 15%，即大部分资本投入与服务业生产关系密切。但与此对应的是，中国居民的服务消费占比却明显偏低，这或许是中国资本闲置的关键影响因素。

图5: 中国固定资产投资完成额中建筑安装工程占比超 70%



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国居民消费中服务消费占比明显偏低



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

结构困局破解与增长路径重构

因此, 破解当前增长陷阱需扭转“重投资轻消费”的路径依赖, 激活并扩大国内消费需求——尤其是扩大服务消费占比是当前稳增长最核心、最可持续的路径。消费的实质性回暖不仅能直接拉动经济增长, 更能有效改善企业投资回报率预期, 从而撬动更广泛、更有效的投资, 形成“消费带动投资”的良性循环。在此过程中, 将“资本存量/GDP”与“产能利用率”纳入投资效能评估体系, 规避无效资本堆积亦是关键的一环。

整体来看, 唯有将增长引擎从单轮投资驱动, 切换至“消费引领-投资响应”的双轮协同模式, 才能跨越效率悬崖, 实现可持续增长。

风险提示

模型失效与尾部风险，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 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