

峰回路转

——2025 年宏观经济年中展望

中山证券研究所宏观经济组

研究员：唐晋荣

SAC 编号：S0290517120002

邮箱：tangjr@zsq.com

电话：0755-82570575

◎内容提要

- ◆全球地缘热点问题方面，特朗普调停受挫后的俄乌冲突可能未来仍会持续胶着。近期以色列与伊朗的冲突呈加剧态势。伊以冲突再度升级，暂时也难改其区域内冲突加剧的事件性质，需密切观察直接冲突方的后续博弈进程，以及后续是否会把美国再度卷入中东乱局之中。
- ◆全球经济增长前景方面，特朗普政府 4 月份发起的关税战，对全球经济可能造成较大负面影响。IMF 预计美国自身会遭受重大不利影响，与美国经贸关系紧密的中国经济增速相对而言也会受到明显不利影响。
- ◆展望下半年外部环境走势，需要关注特朗普关税政策的后续走势及中美经贸谈判进展。具体到中美经贸谈判，自 4 月上旬特朗普挑起关税战以来，前期的中美日内瓦经贸谈判成果有些超预期，近期的中美伦敦谈判也进一步推动双方短期矛盾的缓和，预计后续中美经贸谈判仍会有一些边际利好出现。美联储的降息进程是需要重点关注的另一条主线，可能是影响下半年全球资本市场表现的重要因素，预计美联储会选择稳妥保守的降息策略。
- ◆2025 年前 5 个月宏观经济有五大特征：第一，一季度 GDP 增速实现了“开门红”：但有财政提前发力、抢出口等因素影响。第二，外贸-制造业投资-工业生产的传导链条表现相对好：外需是主要拉动力量，但需考虑后续的外部关税冲击。第三，地产投资、民间投资，以及社消累计增速相对仍弱：表明内需整体较弱。第四，稳增长抓手——基建投资：在有限地积极发力。第五，后续政策是否以及如何发力，是当前各界关注的焦点。
- ◆从资本市场走势看，上半年市场对国内宏观经济的关注点已经历三次主线切换。从 5 月份高频宏观经济数据发布以来的市场关注热点来看，后续各界均在转向重新审视国内因素对下半年宏观经济的影响。
- ◆制约下半年国内经济修复的主要因素之一是居民消费驱动的内需偏弱。今年以来的住户部门的行为可能不利于后续的消费恢复。另外一个重要因素是随着前期政策刺激效应退潮，房地产市场有再度转弱的迹象。
- ◆4 月份的政治局会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。我们预计未来一段时间这一基调仍将持续。
- ◆从宏观经济政策的空间来看，以各界均非常关注的财政政策为例，与经济规模体量（美国）或社会经济金融结构相对类似（日本）比较，中国的政策空间仍较大。站在当前展望下半年，后续一方面需要看外部环境如何演变，另一方面，也需继续观察国内宏观政策如何做出有效的应对。

风险提示：外部环境显著恶化、宏观经济政策力度不及预期。

目 录

一、2025 年中外部环境初判	3
二、上半年中国宏观经济走势分析	6
（一）上半年宏观经济复盘：抢出口和财政前置发力，内需仍偏弱	6
（二）下半年宏观经济看点：如何托内需及房地产	7
三、2025 年中宏观经济政策走势初判：稳中求进	11

一、2025 年中外部环境初判

全球地缘冲突热点问题方面，特朗普调停受挫后的俄乌冲突可能未来仍会持续胶着。前期特朗普信心满满地介入俄乌冲突，试图快速实现停火乃至通过和平谈判解决争端，但由于其对相关各方的施压力度差异明显，以及直接冲突的双方仍处于激烈角力的状态，导致俄乌双方的谈判条件差距非常大，目前特朗普的快速调停计划已经明显受挫。从冲突双方的战场格局来看，俄罗斯地面战场形势相对占优，但乌克兰凭借无人机等非传统、非对称方式，在一定程度上缓解了地面战场格局的失衡。与此同时，两边的直接谈判也仍在继续，但估计短期难以看到明显的从停火走向谈判进而和平解决双方关切问题的可能性。

中东地缘冲突方面，前期白热化的巴以冲突稍有降温，但近期以色列与伊朗的冲突呈加剧态势。考虑到全球主要大国都有各自更关切的问题，都应没有太多积极性参与到冲突双方进而将区域冲突大幅扩散升级为大国间的直接冲突。即使北京时间 6 月 22 日美国直接派出轰炸机对伊朗的三处核设施进行攻击，伊以冲突再度升级，暂时也难改其区域内冲突加剧的事件性质，需密切观察直接冲突方之间的博弈进程。未来这一冲突较大概率会回到该地区过去多年类似的、但更复杂的冲突状态——地区核心矛盾和历史宿怨纷争仍将持续存在，后续进入一段相对更混乱但区域整体并不失控的状态。由于该区域对全球大宗商品尤其是原油供应有极大的影响，一旦该区域的动荡加剧，会通过能源产品、贸易通道等途径对全球产生影响。

从全球地缘冲突走势对中国的影响来看，只要目前处于焦点的区域冲突不进一步蔓延扩大到其他区域，地缘冲突因素对全球经济的冲击可能不会太大。特朗普调停俄乌受阻，对其国际声誉有负面影响。近日直接参与伊以冲突，会让美国有再度卷入中东乱局之中的风险。从大国地缘博弈的角度看，俄乌、伊以等问题进一步胶着化，在一定程度上可能会分散美国的对外注意力，进而对其拟推进的相关对外议题产生扰动。另一方面，这种格局也有利于中国充分发挥自身影响力对这些地缘冲突的缓解提供外交积极作为的空间。

全球经济增长前景方面，特朗普政府 4 月份发起的关税战，对全球经济可能造成较大负面影响。如图表 1-1 所示，1 月份时 IMF 发布的世界经济展望预计，2025 年全球经济增速相比 2024 年略有上升（从 24 年的 3.2% 增速水平小幅上升到 2025 年的 3.3%）。但 4 月份特朗普政府发起的关税战，对全球经济产生明显负向冲击，2025 年下半年全球经济可能因此明显承压（图表 1-2）。

如图表 1-1 和 1-2 所示，4 月中旬 IMF 发布的《世界经济展望》将 2025 年的全球经济增速下调为 2.8%，其中，发达经济体的增速从 1 月份预测的 1.9% 下调至 1.4%，主要是作为关税战发起国的美国遭受的短期冲击最为严重，其 GDP 增速从 2024 年的 2.8% 回落到 1.8%（1 月份时 IMF 对美国的经济增速预期值为 2.7%）。新兴市场和发展中经济体增速预

测值从 1 月份的 4.2%下调到 4 月份的 3.7%，其中，与美国经贸关系紧密的中国经济，增速预期值相对而言也会受到的明显不利影响。

图表 1-1 2025 年 1 月 IMF 最新预测

(实际GDP, 年百分数变化)	2024	2025	2026
全球产出	3.2	3.3	3.3
发达经济体	1.7	1.9	1.8
美国	2.8	2.7	2.1
欧元区	0.8	1.0	1.4
德国	-0.2	0.3	1.1
法国	1.1	0.8	1.1
意大利	0.6	0.7	0.9
西班牙	3.1	2.3	1.8
日本	-0.2	1.1	0.8
英国	0.9	1.6	1.5
加拿大	1.3	2.0	2.0
其他发达经济体	2.0	2.1	2.3
新兴市场和发展中经济体	4.2	4.2	4.3
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.2	5.1	5.1
中国	4.8	4.6	4.5
印度	6.5	6.5	6.5
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.2	2.2	2.4
俄罗斯	3.8	1.4	1.2
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.5	2.7
巴西	3.7	2.2	2.2

资料来源：IMF，World Economic Outlook。

图表 1-2 2025 年 4 月 IMF 最新预测

(实际GDP, 年百分数变化)	2024	2025	2026
全球产出	3.3	2.8	3.0
发达经济体	1.8	1.4	1.5
美国	2.8	1.8	1.7
欧元区	0.9	0.8	1.2
德国	-0.2	0.0	0.9
法国	1.1	0.6	1.0
意大利	0.7	0.4	0.8
西班牙	3.2	2.5	1.8
日本	0.1	0.6	0.6
英国	1.1	1.1	1.4
加拿大	1.5	1.4	1.6
其他发达经济体	2.2	1.8	2.0
新兴市场和发展中经济体	4.3	3.7	3.9
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.3	4.5	4.6
中国	5.0	4.0	4.0
印度	6.5	6.2	6.3
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.4	2.1	2.1
俄罗斯	4.1	1.5	0.9
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.0	2.4
巴西	3.4	2.0	2.0

资料来源：IMF，World Economic Outlook。

展望下半年外部环境走势，一方面，需要关注特朗普关税政策的后续走势及中美经贸谈判进展。考虑到其政策议题间存在诸多内在矛盾之处，特朗普 1 月底正式连任后同时对内外部进行任性施压的做法，已经对其国内支持率产生不利影响，且已经面临跨境资本质疑和美国金融市场剧烈波动的硬约束限制，其后续如何根据现实压力调整对外的关税政策及相关国内政策议题的推进策略，仍值得关注。**客观来看，特朗普政府的议题之间的矛盾冲突包括：**1.解决结构问题需要内外部配合 vs 对内对外强硬施压；2.加征关税可能推高物价 vs 控通胀降利率以减轻债务负担；3.控制政府债务及维持美元信用 vs 对内减税对外强行施压；4.地缘冲突加剧需要盟友支持 vs 与盟友关系紧张；5.制造业回流本土 vs 友岸/近岸外包；6.不同情境下内阁成员们争夺决策影响力。

具体到中美经贸谈判，自 4 月上旬特朗普挑起关税战以来，前期的中美日内瓦经贸谈判成果有些超预期，近期的中美伦敦谈判，也进一步推动双方短期矛盾的缓和。这既有中国一方综合实力进一步提升（产业链完备性和中高端制造业实力、芯片产业加速追赶、AI 产业技术明显突破、稀有金属产业优势、存量结构性风险问题有所缓释等）的因素，也有如前所述的美国特朗普政府政策议题存在较多内在矛盾，连任伊始即在各个方面全面出击进行极限施压，导致近期内外反弹较大，国内各方不满因素增多，其近期在多个政策议题上都不得不对内外妥协让步。

预计后续中美经贸谈判仍会有一些边际利好出现。首先，需要关注《日内瓦经贸会谈联合声明》里的表述：“认识到可持续的、长期的、互利的双边经贸关系的重要性”。表明特朗普本人对刻板的意识形态无太多执念，这也意味着未来两边还有博弈缓和空间。因而，后续仍有可能在一些领域达成阶段性协议进而形成新的边际利好，这也有望成为未来市场阶段性的利好催化因素。其次，从上述声明的具体措施看，双方均有 24% 的关税属于 90 天内暂停实施的，未来双方进一步在某些问题上达成协议后，有较大概率让美国进一步调降一定幅度的关税。另外，近期的阶段性的利好一方面有助于降低市场对中美冲突失控的担忧，另一方面，也确实有助于相关行业和企业通过一定程度地参与全球贸易而改善基本面，进而对市场情绪产生积极影响。

另一方面，美联储的降息进程是需要重点关注的另一条主线，可能是影响下半年全球资本市场表现的重要因素。从图表 1-3 的 5 月核心 CPI 及其分项数据可以看出，当前推高美国核心通胀率的主要因素是住宅和其他商品与服务这两个分项，指向的是美国建筑、房地产，以及国内服务业供给不足问题，相比之下，目前与进口关联度较高的制造业产品分项如服装及各类消费电子产品价格同比增速都显著为负值，因而，目前来看，关税到消费端的传导效应还尚未完全显现。

站在当前时点看，美国物价走势仍有一些不确定性，预计美联储仍会选择稳妥保守的降息推进策略。整体来看，如图表 1-3 所示，5 月美国的核心通胀率 2.8% 仍偏高，加之近期中东伊以冲突等地缘冲击可能对全球能源价格有助推作用、前期特朗普政府的关税战通过进口商品涨价因素传导效应尚未完全体现，国内住宅和服务消费供需改善难以一蹴而就，

另外，以鲍威尔为主席的美联储，大概率仍会选择稳妥保守的降息推进策略，需要在前述因素的影响进一步反映到高频经济数据层面，并看到通胀走势明显可控后，才会再度开启调降基准利率的进程。

图表 1-3 2025 年美国核心通胀及其主要分项同比增速走势（单位：%）

时间	核心CPI: 同比	CPI:住宅: 同比	CPI:服装: 同比	CPI:交通 运输: 同比	CPI:医疗保 健: 同比	CPI:娱乐: 同比	CPI:教育与 通信: 同比	CPI:其他 商品与服务: 同比	CPI:信息技 术、硬件和 服务: 同比	CPI:计算机、外 围设备和智能居 家助手: 同比
2024-01	3.90	4.60	0.10	1.60	1.10	2.80	0.00	5.70	-1.10	-2.10
2024-02	3.80	4.60	0.00	2.70	1.40	2.10	0.40	4.70	-0.40	-2.70
2024-03	3.80	4.70	0.40	4.00	2.20	1.80	0.20	4.70	-0.80	-3.80
2024-04	3.60	4.60	1.30	3.50	2.60	1.50	0.40	4.30	-0.30	-1.60
2024-05	3.40	4.60	0.80	2.90	3.10	1.30	0.50	3.80	-1.00	-2.20
2024-06	3.30	4.40	0.80	1.30	3.30	1.30	0.70	4.20	-1.60	-4.20
2024-07	3.20	4.40	0.20	1.00	3.20	1.40	0.90	4.20	-0.90	-2.40
2024-08	3.20	4.40	0.30	-1.00	3.00	1.60	1.00	3.90	-1.30	-2.00
2024-09	3.30	4.10	1.80	-1.10	3.30	0.70	0.90	3.50	-2.50	-4.70
2024-10	3.30	4.20	0.30	-0.10	3.30	1.00	0.80	3.30	-2.90	-5.40
2024-11	3.30	4.10	1.10	0.50	3.10	1.50	0.70	3.40	-3.50	-5.50
2024-12	3.20	4.10	1.20	1.60	2.80	1.10	0.60	3.30	-3.60	-5.10
2025-01	3.30	3.90	0.40	3.20	2.60	1.60	0.50	2.40	-4.00	-6.00
2025-02	3.10	3.90	0.60	1.70	2.90	1.80	0.30	3.30	-4.20	-6.00
2025-03	2.80	3.70	0.30	-0.90	2.60	1.90	0.50	3.80	-3.80	-5.40
2025-04	2.80	4.00	-0.70	-1.50	2.70	1.60	0.20	3.60	-4.60	-5.60
2025-05	2.80	4.00	-0.90	-1.30	2.50	1.80	0.30	3.80	-4.00	-3.50

资料来源：Wind。

二、上半年中国宏观经济走势分析

（一）上半年宏观经济复盘：抢出口和财政前置发力，内需仍偏弱

将 2025 年前 5 个月与 2024 年前 5 个月、经济未受疫情冲击前的 2019 年前 5 个月进行比较。从图表 2-1 的十个主要高频指标可以看出，2025 年前 5 个月宏观经济有五大特征：第一，一季度 GDP 增速实现了“开门红”：但有财政提前发力、抢出口等因素影响，且与疫情前同期的增速相比显著回落。第二，外贸-制造业投资-工业生产的传导链条表现相对好：外需是主要拉动力量，但需考虑后续的外部关税冲击。第三，地产投资、民间投资，以及社消累计增速相对仍弱：表明内需整体较弱。第四，稳增长抓手——基建投资：在有限地积极发力。第五，后续政策是否以及如何发力，是当前各界关注的焦点。

图表 2-1 2025 前 5 个月主要宏观经济指标累计同比增速

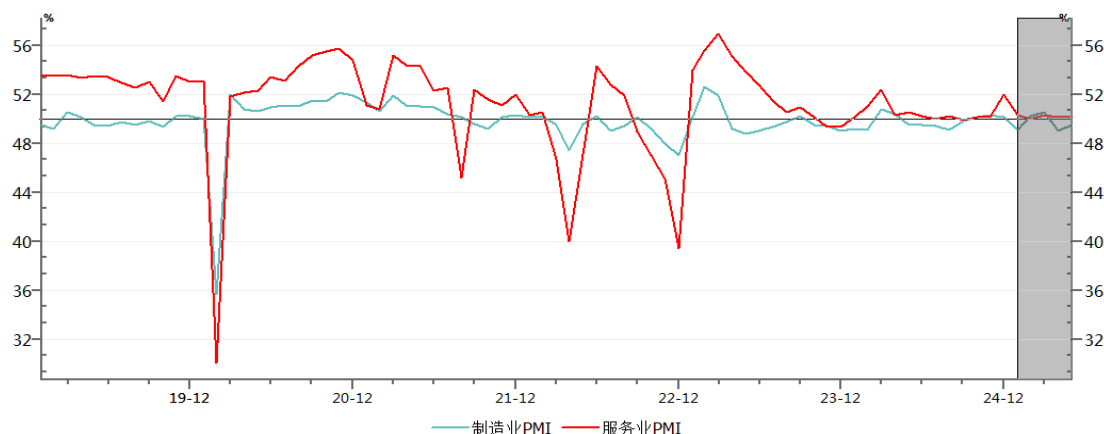
时间	GDP:不变价	工业增加值	固定资产投资	房地产开发 投资	制造业 投资	基建投资	民间投资	进出口	出口	社消零售
2019-05	6.40	6.00	5.60	11.20	2.70	2.60	5.30	-1.28	0.49	8.10
2024-05	5.30	6.20	4.00	-10.10	9.60	6.68	0.10	2.82	2.66	4.10
2025-05	5.40	6.30	3.70	-10.70	8.50	10.42	0.00	1.30	6.00	5.00

资料来源：Wind。其中，表格中的 GDP 累计同比增速均为该年度 1 季度数据。

展望下半年宏观经济走势，可以预见，随着抢出口效应弱化、财政提前发力的效果弱修复进程后续可能遭受不利影响。从月度 PMI 指数看（图表 2-2），制造业 PMI 从 3 月的 50.5 回落到 4 月的 49，5 月份小幅回反弹到 49.5，依旧处于收缩区间；服务业 PMI 从 3 月的 50.3

回落到4月的50.1，5月份小幅回升到50.2，表明制造业已经处在收缩区间，服务业景气度略有提升但整体仍偏慢，表明经济总体修复动能趋缓迹象，考虑到外贸冲击将逐步显现，后续的经济修复动能可能还会遭受一定不利冲击。

图表 2-2 5月官方制造业和服务业 PMI 指数走势情况



资料来源：Wind。

近日陆续发布的5月国内宏观经济数据整体符合预期，经济基本面修复力度转弱的迹象再度显现，但高频数据好坏参半让各界产生宏观经济好像不差的观感。根据国家统计局的公开数据，规上工业增速5.8%，较4月份增速6.1%有所回落；以美元计价的出口增速4.8%，较4月的8.1%明显下滑；同时，多项数据显示前期的房地产刺激政策退潮后，房地产市场有再度转向量价齐降的趋势。但社消数据的强劲有点超预期，5月份社消单月6.4%的同比增速，明显超过4月的同比增速值5.1%。与其说单月社消数据是回升利好，不如说是一种数据脉冲性扰动，因为其高度依靠国补等刺激。而从近日多地因前期国补下拨资金用完后暂停实施补贴，以及目前的政策动向看，暂时未看到后续政策要进一步加力支持国补的迹象，因而，一旦前期的地产支持政策、国补等政策因素无法对宏观经济系统形成良性循环，进而也很难改变宏观基本面走势。另外，统计局公布的5月就业情况小幅改善（城镇调查失业率从4月的5.1%小幅回落到5.0%，16-24岁青年人失业率从4月的15.8%回落至5月的14.9%）。高频数据增速好坏参半的情况，更容易让各界产生宏观经济好像不差的观感。

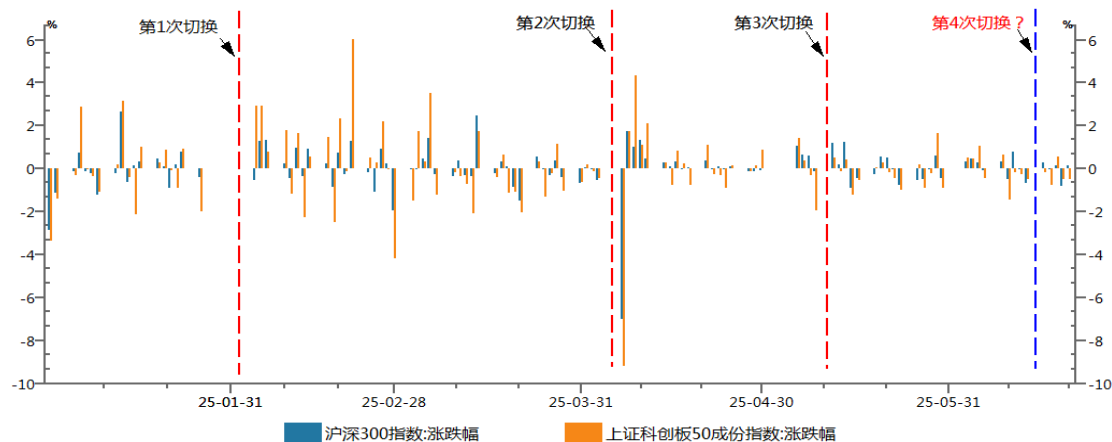
需观察近期的高频数据如何反馈影响后续的宏观经济政策走向。5月好坏参半的高频数据，是否会让政策继续保持定力，导致政策托经济的紧迫性和政策规模力度都打一定折扣，这是后续观察宏观经济政策走势时需要关注的问题。

（二）下半年宏观经济看点：如何托内需及房地产

从资本市场走势看，上半年市场对国内宏观经济的关注点已经历三次主线切换：如图表2-3所示，第一次主线切换发生在春节假期结束后：市场关注DeepSeek等科技新叙事，取代地产等存量结构问题的旧叙事；第二次主线切换发生在4月上旬：特朗普宣布对外大幅提高关税，中国实施反制，市场转向担忧贸易战白热化；第三次主线切换发生在5月上

中旬：中美日内瓦经贸会谈后，市场转而预期关税战风险会阶段性降温可控。在每一次市场关注主线发生明显切换前，股市中代表性板块的涨跌幅和波动幅度等，均存在明显的变化。

图表 2-3 A 股市场投资者角度的上半年宏观经济三次转向

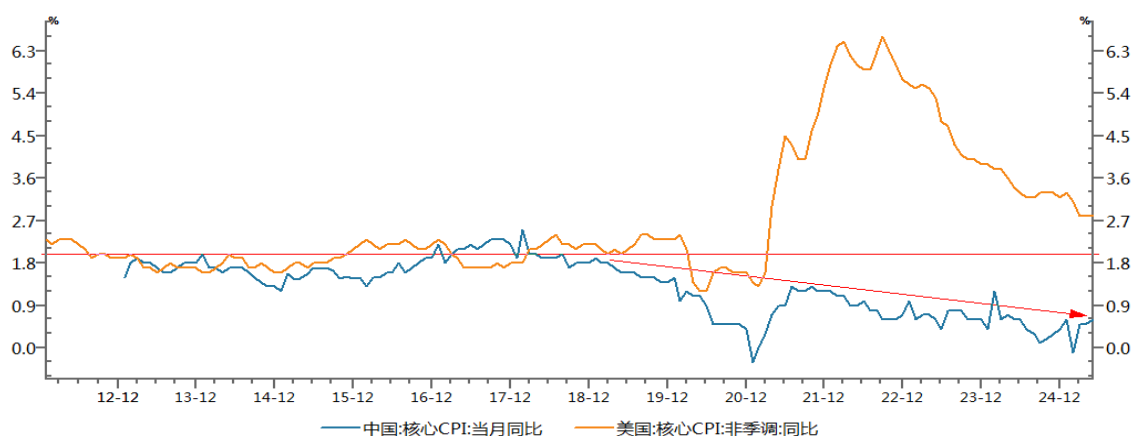


资料来源：Wind。

从 5 月份高频宏观经济数据发布以来的市场关注热点来看，后续各界均在转向重新审视国内因素对下半年宏观经济的影响。随着日内瓦经贸会谈、中美高层通话以及中美伦敦经贸磋商等一系列双边互动活动开展以后，各界对短期内的外部环境因素如中美经贸矛盾激化、关税战再度升温的担忧有所下降，国内因素对宏观经济走势的影响成为现阶段的主要矛盾。因而，后续各界对中国宏观经济的关注点是否正在发生第四次主线切换（图表 2-3 最右侧所示），值得密切关注。从各界关注的结构性制约因素对短期增长的影响看，居民消费和房地产市场是两个重要方面。需观察后续的政策举措能多大程度上托住当前宏观经济的两个重要方面：内需消费及房地产。

制约下半年国内经济修复的主要因素之一是居民消费驱动的内需偏弱。从图表 2-4 可以看出，相对于美国 5 月核心 CPI 率仍高达 2.8% 所揭示的美国内需仍偏热的特征而言，5 月中国的核心 CPI 为 0.6，仍然维持在显著偏离适意通胀率水平（2% 左右）的趋势性走弱的路径上，市场力量自发驱动的内需尤其是居民部门消费不振，是制约当前国内宏观经济修复、上市公司企业盈利水平的主要因素。

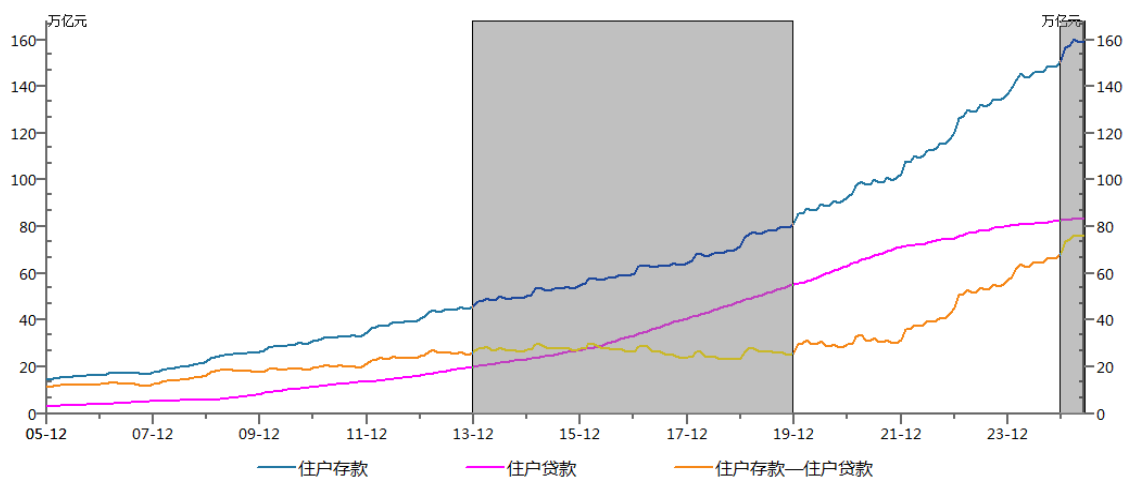
图表 2-4 中美物价走势分化揭示的宏观经济问题



资料来源：Wind。

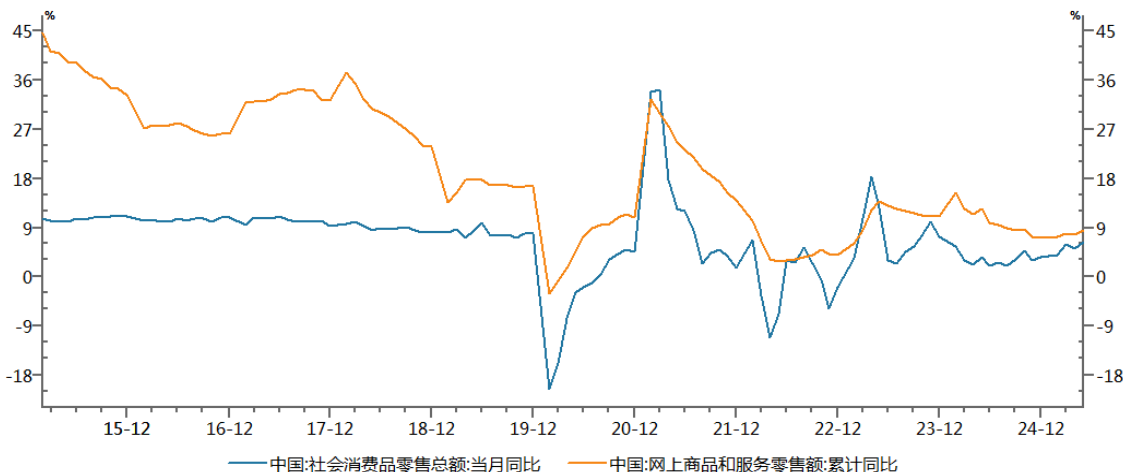
具体看今年以来住户部门储蓄贷款行为模式，与过去几年的特征类似，且可以简要总结为在更积极地存款和更谨慎地借贷，这种行为特征可能不利于后续的消费恢复。分析图表 2-5 可以看出如下两个特征：第一，住户部门的主动存款行为在进一步强化：2024 年底净储蓄总额为 68.42 万亿元，其中，2024 年全年净储蓄增加 11.52 万亿元，今年前 5 个月即增加 7.73 万亿元，比去年前 5 个月的 6.23 万亿元多 1.5 万亿元。第二，由于净储蓄等于总储蓄减去总贷款，进一步分析净储蓄增加的来源，可以发现存款更积极仍是主要原因。从数据看，今年前 5 个月，存款增加 8.30 万亿（去年同期增 7.13 万亿），贷款增加 0.57 万亿（去年同期增 0.90 万亿），可以看出，1.5 万亿元的净储蓄增加金额中，存款端净增加了 1.17 万亿元，贷款端的净减少贡献了 0.33 万亿元。住户部门的这种行为特征，也与国内内需消费不振的现状现成相互印证（图表 2-6）。因而，如何让居民家庭部门有更强的消费和投资积极性，是后续国内稳增长政策需要着重考虑的。

图表 2-5 住户部门存贷款金额走势情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind。

图表 2-6 社消零售总额同比增速走势

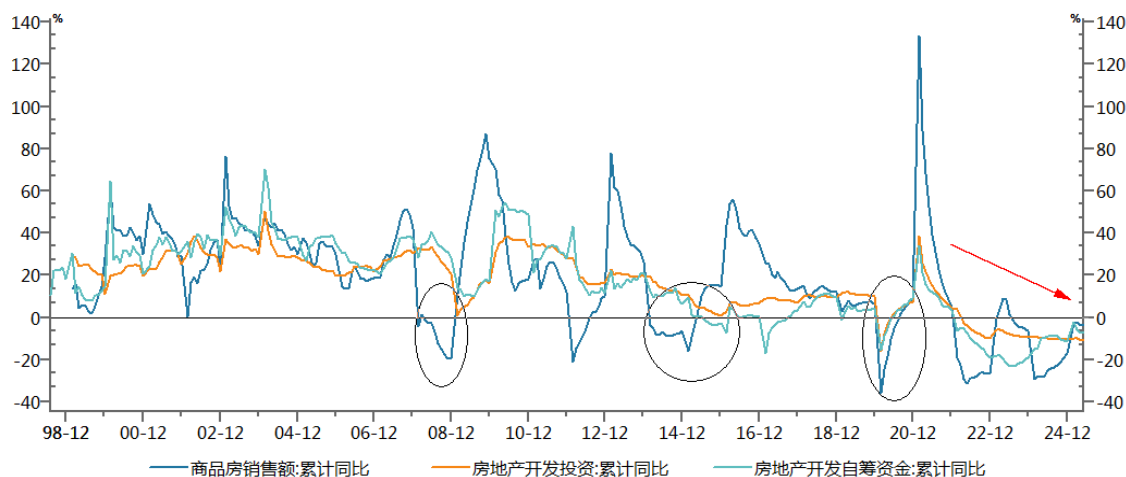


资料来源：Wind。

制约下半年国内经济修复的另外一个重要因素是随着前期政策刺激效应退潮，房地产市场有再度转弱的迹象。如图表 2-7 所示，去年以来自上而下推出很多稳地产的利好政策，但今年 1-5 月的房地产开发投资、销售及开发自筹资金的累计同比增速在去年同期累计同比增速大幅负增长（去年 1-5 月房地产开发投资增速-10.1%，销售额增速-27.90%，自筹资金增速-9.8%）的基础上，今年仍未回到正值增速水平。同时，随着前期刺激政策的效应减退，5 月份的数据又有再度掉头往下的迹象。如图表 2-8 所示，70 个大中城市新建住宅及二手住宅的环比增速再度掉头下滑，且下跌城市数量较 4 月也有所增加。

考虑到房地产在 GDP 的占比较高、对上下游产业的带动大、有直接影响居民部门的财富效应，下半年如何通过政策支持激活市场化主体力量尤其是刚需群体的购买力稳住房地产，或者至少一定程度地降低其对经济的负面影响，是后续的稳增长政策需要重点考虑的。

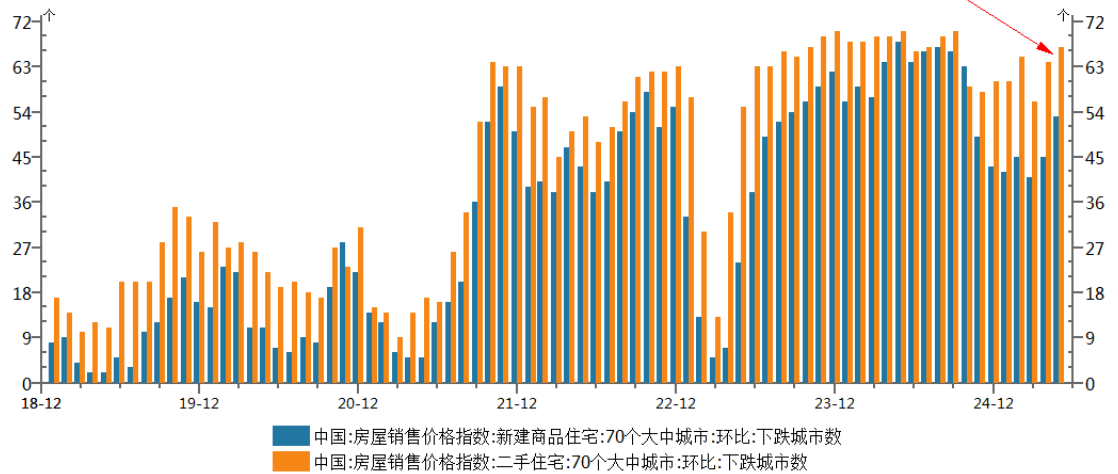
图表 2-7 1-5 月房地产开发投资、销售及开发自筹资金累计同比增速情况



资料来源：Wind。

图表 2-8 70 个大中城市住宅销售价格环比增速及下跌个数情况





资料来源：Wind。

三、2025 年中宏观经济政策走势初判：稳中求进

2025 年 4 月的政治局会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。当前外部环境依然复杂多变，我们预计四月份政治局会议的政策基调仍将持续一段时间。

从宏观经济政策的空间来看，以各界均非常关注的财政政策为例，与经济规模体量（美国）或社会经济金融结构相对类似（日本）比较，中国的政策空间仍较大。如图表 3-1 所示，如果以三国中的最高值为加杠杆上限，中国的非金融企业部门的债务杠杆率最高，相比其他两国已无进一步加杠杆的空间；考虑到中国的发展阶段，在教育医疗养老等社会公共保障力度弱于美日等发达国家，居民部门整体加杠杆的空间已不大；尽管由于房地产下滑导致土地出让金收入大幅下滑，近年政府部门收支压力明显加大（图表 3-2），但相对于美日等政府债务率而言，中国的政府部门债务空间相对较大。因而，从这个角度看，通过政府部门加杠杆稳增长的政策空间仍然是存在的。

图表 3-1 中美日三国非金融部门杠杆率走势情况

时间	非金融企业部门 (%GDP)		
	美国	中国	日本
2019-12	78.40	125.50	103.60
2022-12	79.20	129.30	119.80
2023-12	75.90	134.70	117.50
2024-12	73.80	138.10	116.30

时间	政府部门 (%GDP)		
	美国	中国	日本
2019-12	99.50	59.60	203.40
2022-12	110.30	75.40	226.90
2023-12	112.40	82.00	219.50
2024-12	114.10	88.40	212.50

时间	居民部门 (%GDP)		
	美国	中国	日本
2019-12	74.60	54.40	62.30
2022-12	74.50	60.10	67.50
2023-12	71.80	60.50	65.30
2024-12	69.20	60.00	65.10

资料来源：Wind。

图表 3-2 财政收支压力及土地出让金收入走势情况



资料来源：Wind，2025 年的土地使用权出让收入为前 5 月的数据。

如前所述，年初以来各界对中国宏观经济的关注已经经历三次主线切换，目前各界似乎再度转向关注国内因素对宏观经济的约束。从前 5 个月的经济数据整体表现看，前期在外部冲击影响下，国内宏观经济政策也相应及时做出应对。但时至今日，中国经济动能依然偏弱，主要由于家庭住户部门及房地产这两大结构性问题的趋势特征暂时难以被扭转。

站在当前展望下半年，积极的宏观政策对于下半年的经济快速修复至关重要。后续一方面需要看外部环境如何演变，另一方面，也需继续观察国内的宏观政策如何做出有效的应对。从经济系统自发力量来看，下半年如要看到经济更快速地修复，需要稳增长政策有更加积极的举措——包括更新的稳增长思路、更大的规模力度等等。但除非内外部环境出现新的不利变化，这种转变才可能发生。另外，需要注意的是，目前市场仍对下半年稳增长政策的再发力有一定预期。一旦下半年中美经贸谈判进展比目前市场基准预期的情形要好，以及外部环境风险超预期缓解后，不排除国内宏观经济政策应对的思路会转向更有定力，届时可能对市场的政策支持预期产生边际不利影响。这也可能会在一定程度上对冲掉外部环境转变的积极影响。

风险提示： 外部环境显著恶化、宏观经济政策力度不及预期。

分析师介绍：

唐晋荣：经济学博士，中山证券研究所宏观首席分析师。

投资评级的说明**一 行业评级标准**

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

一 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应被视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★ 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，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本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，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。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。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。