

叙事与现实的交织

2025年中期宏观展望

经济研究 · 宏观专题

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

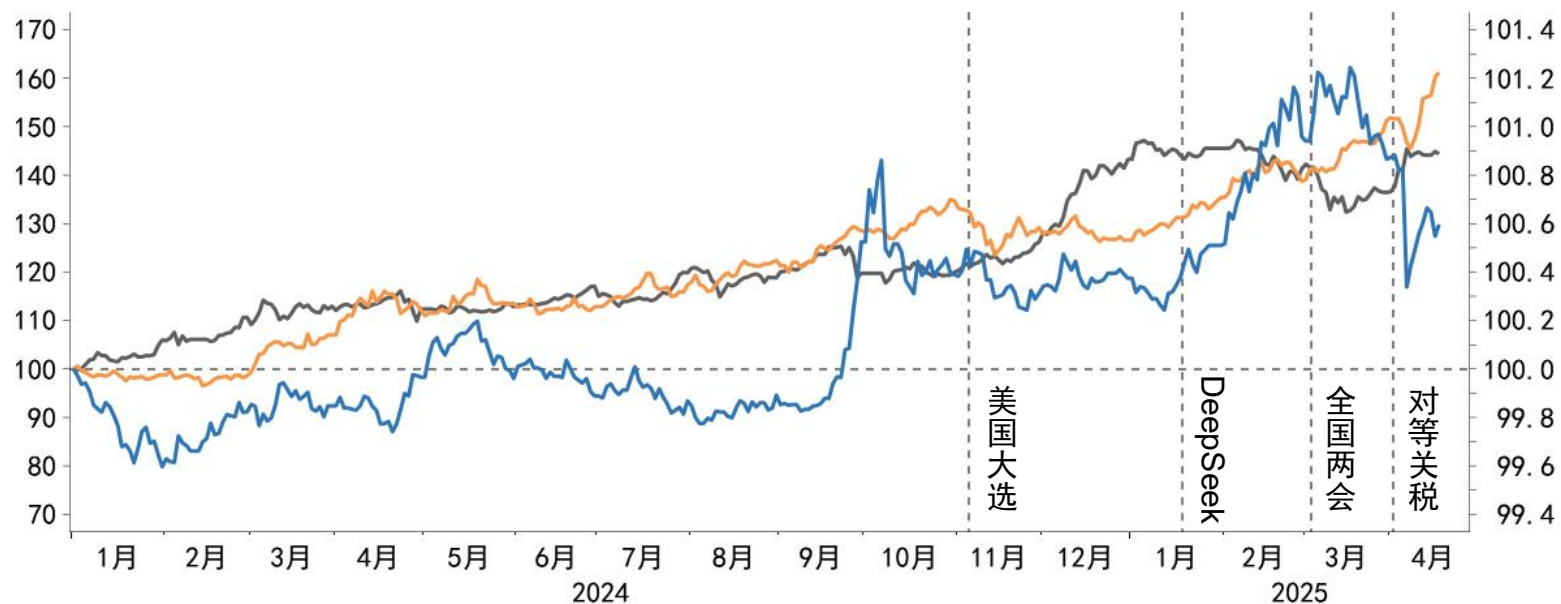
S0980513100001

- 黄金：定价“新秩序”前的真空 → 范式
- 权益：定价中国经济转型升级成功的可能 → 分子
- 固收：定价中国宏观政策“逆周期”的力度 → 分母

图：AI、黄金与关税成为资本市场近期最活跃的定价因子

股债金的不同定价

—恒生科技 —黄金价格 —10年国债（右轴）



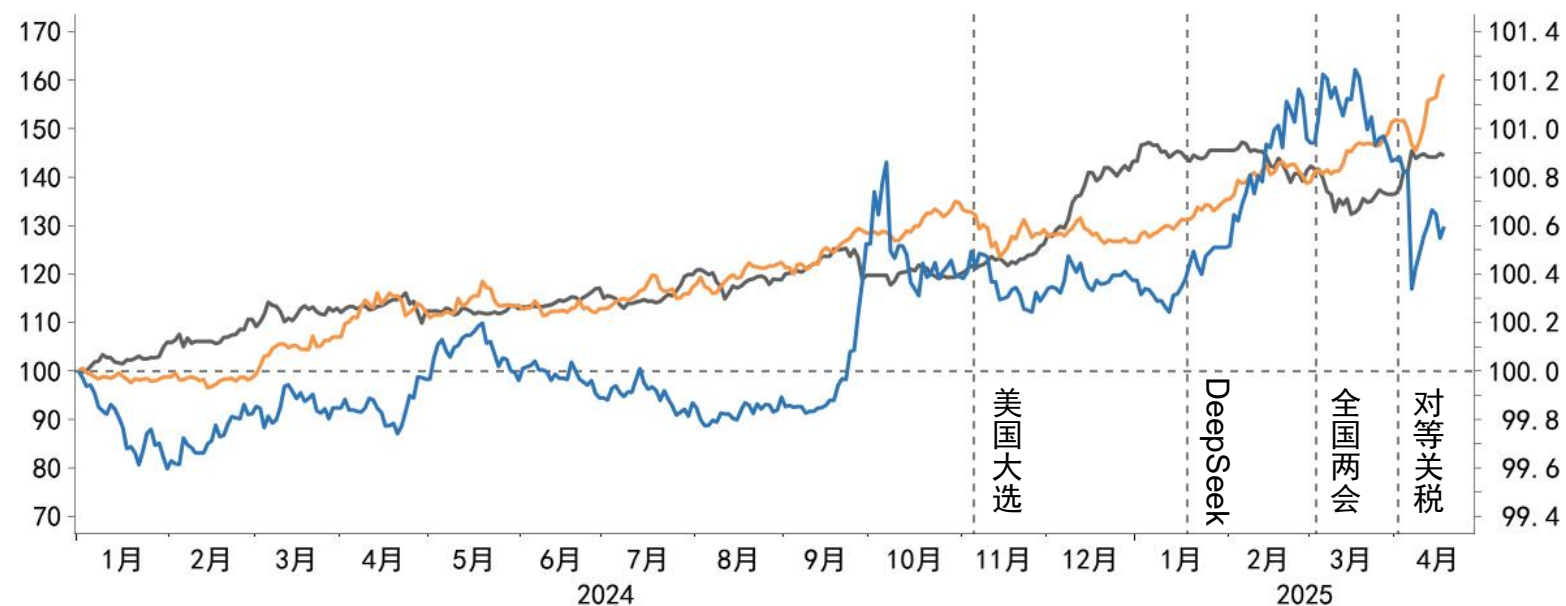
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

$$\text{资产估值} = f_{\text{黄金}}\left(\frac{\text{AI}}{\text{关税}}\right)$$

图：AI、黄金与关税成为资本市场近期最活跃的定价因子

股债金的不同定价

—恒生科技 —黄金价格 —10年国债（右轴）

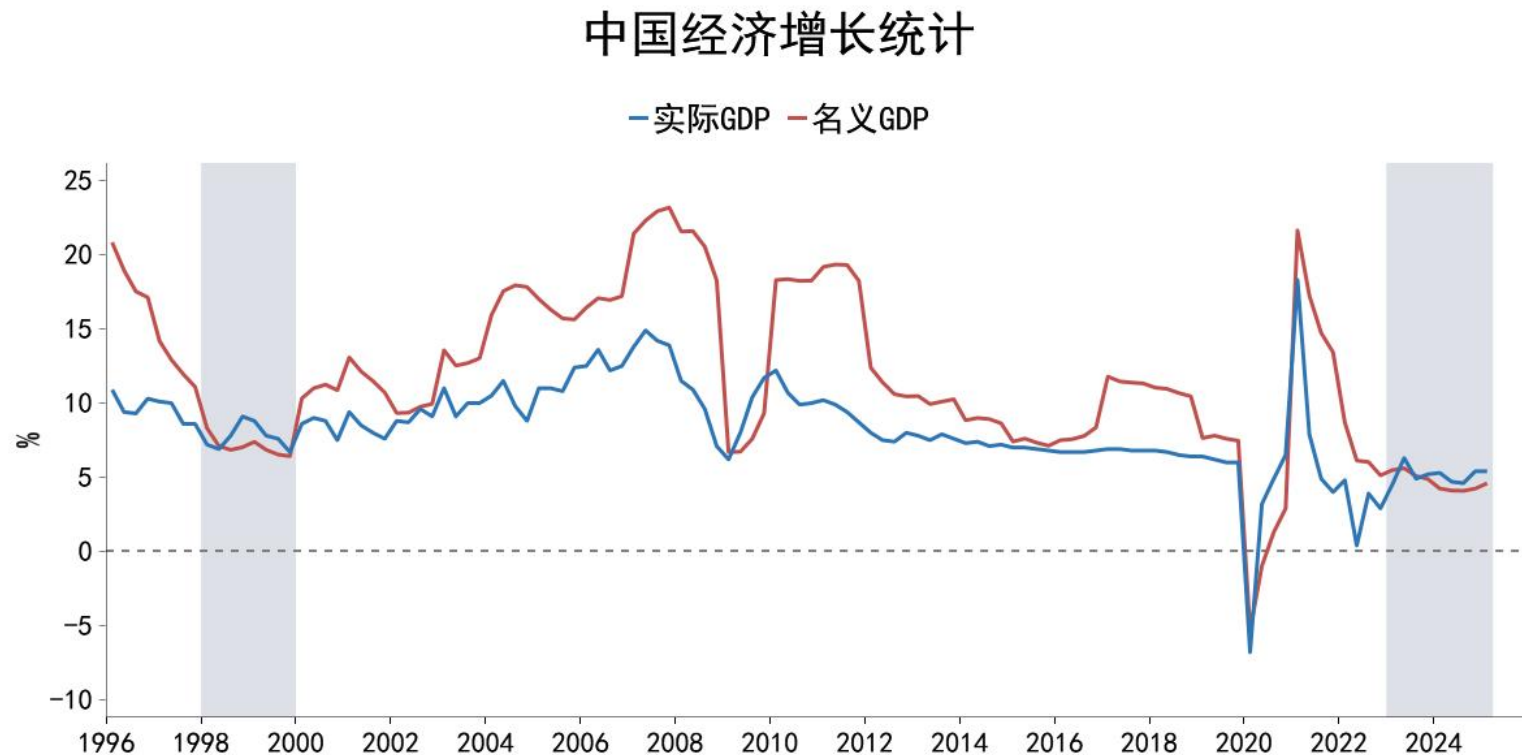


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

框架：从三目标体系说起

- 名义与实际GDP增长罕见倒挂
 - 哪个指标更能反映经济的实际运行情况？
 - 一般情形下，实际GDP考核剔除价格扰动的实际经济活动规模，更为精确

图：2023年开始我国名义经济增速开始罕见低于实际GDP增速

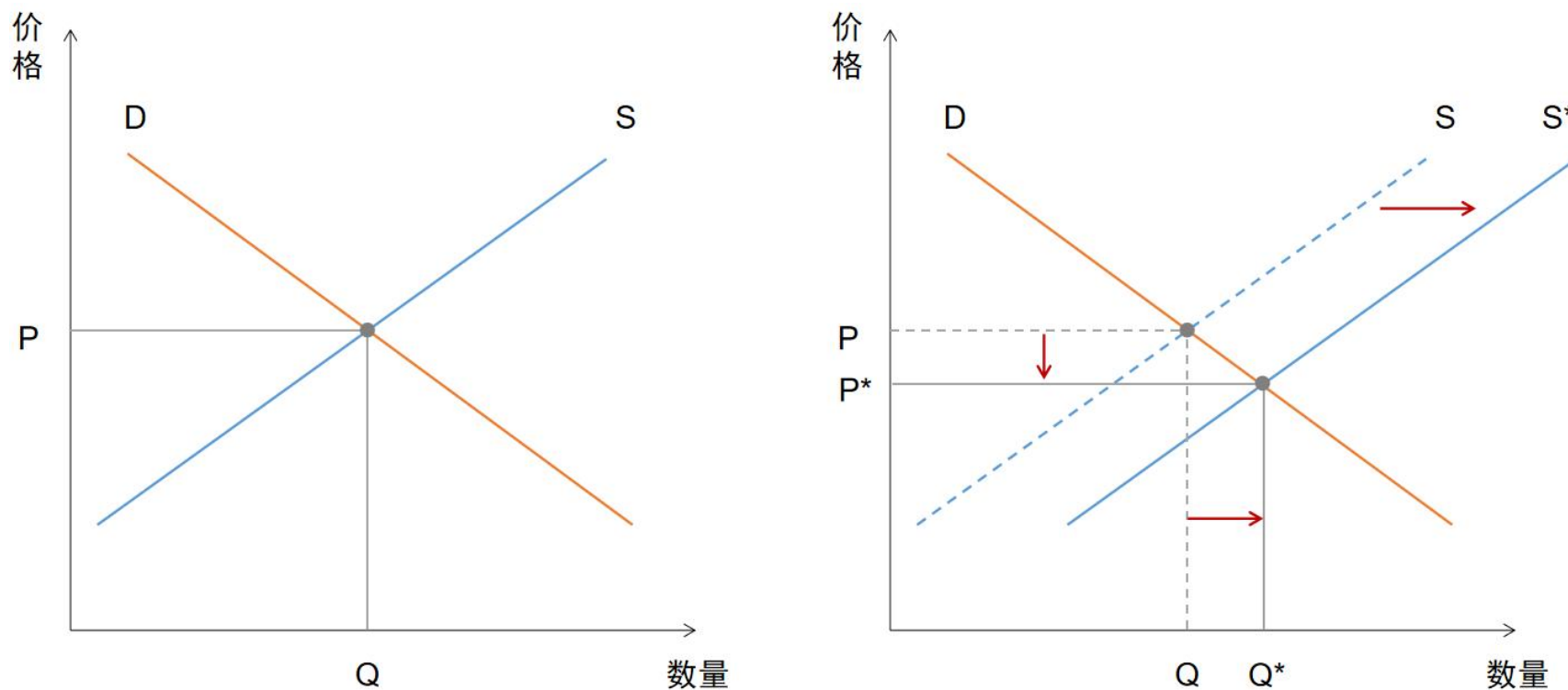


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

名义GDP：“7+2” vs “5-1”

- “体感增速”：居民、企业、政府的交易和计量均以现价为准
- “均衡增速”：生产考核（GDP、税收、就业等）导向下，各方“一门心思抓生产”，失衡产能通过扭曲定价消化
 - 生产法下的实际GDP增速可能带来“统计幻觉”，以及一系列的长期问题

图：“一门心思抓生产”可能带来供需失衡和价格内卷



资料来源：国信证券经济研究所绘制

- 企业竞争简化为“价格内卷”，定价权向低端产品看齐
 - 对产业升级提供反向激励，严重压低全行业利润和劳动者报酬，加剧“工资-价格”的恶性循环
- 负面“二阶效应”：财政收入下降，资产价格下滑
- 结果是经济进一步失衡：内需不足，产能输出，上世纪美国“大萧条”

图：近年我国财政收入承压



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：近年我国主要资产价格承压

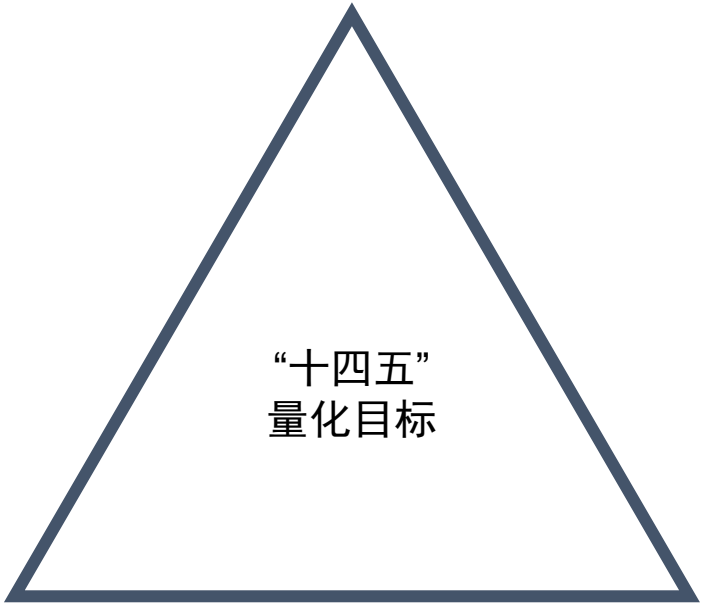


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

理想：微妙的“三均衡”

- 习近平总书记在“十四五”规划的《说明》中强调：“到十四五末达到现行的高收入国家标准……”
- 世界银行“高收入国家”人均现价GDP $\geq$ 14005美元（2024） vs 我国95749人民币 $\approx$ 13207美元（2024）
- 增速诉求外，需权衡内外部两种价格：通胀与汇率

实际GDP增速企稳（5%+）



“十四五”
量化目标

平减指数/物价水平转正（0.1%+）

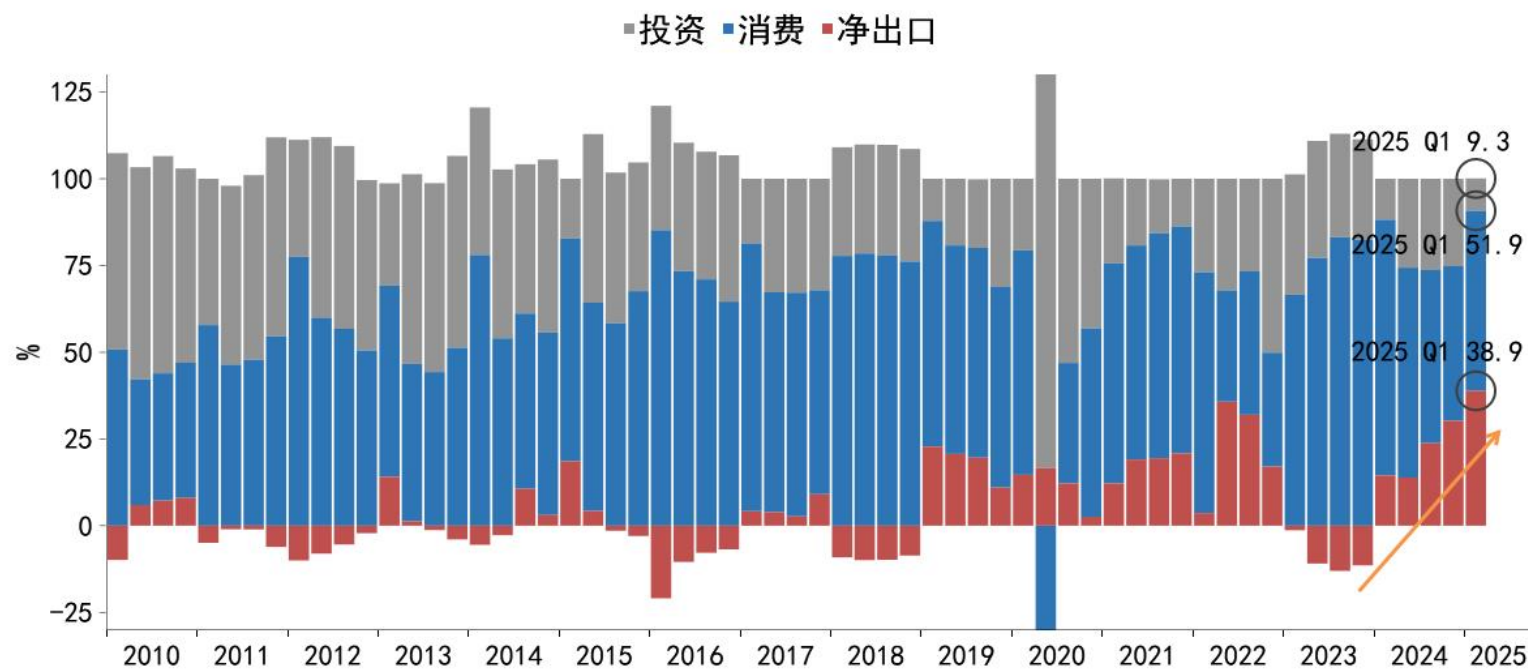
汇率稳中有升（7.2RMB/USD-）

现实：外需持续成为增长主要动能

- 去年底以来的经济企稳，以海外补库+抢出口为核心，内生性依然偏弱
 - 增长结构类似2022年，外生力量重回主导

图：外贸对我国经济拉动持续增加

“三驾马车”对中国经济的拉动

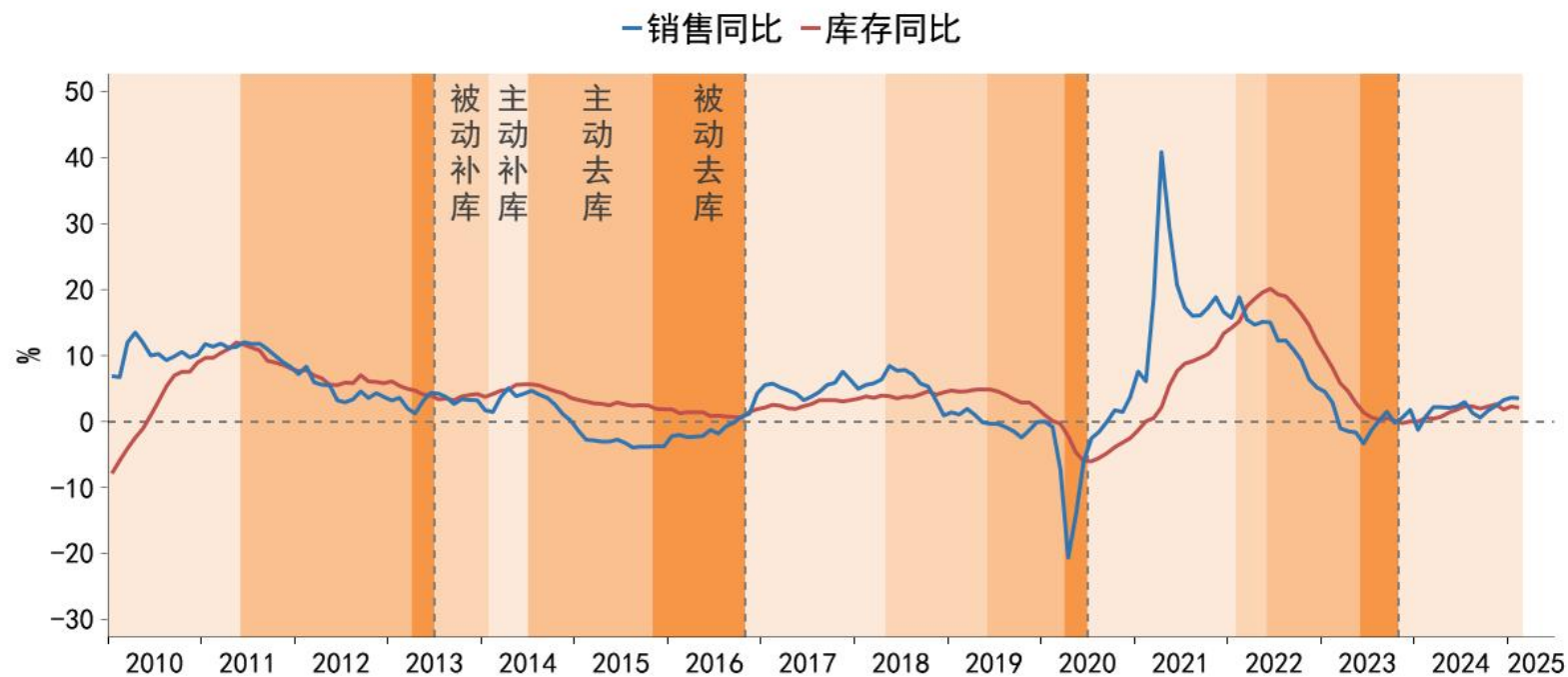


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 美国主动补库周期临近尾声，本轮启动至今已18个月
 - 前四轮依次为20个月，5个月，18个月，19个月，平均15个月
 - 经济危机后，补库斜率高、时间长，反之则更为平缓、短暂

图：美国商业库存周期较为稳定，约为3年半

美国商业库存周期

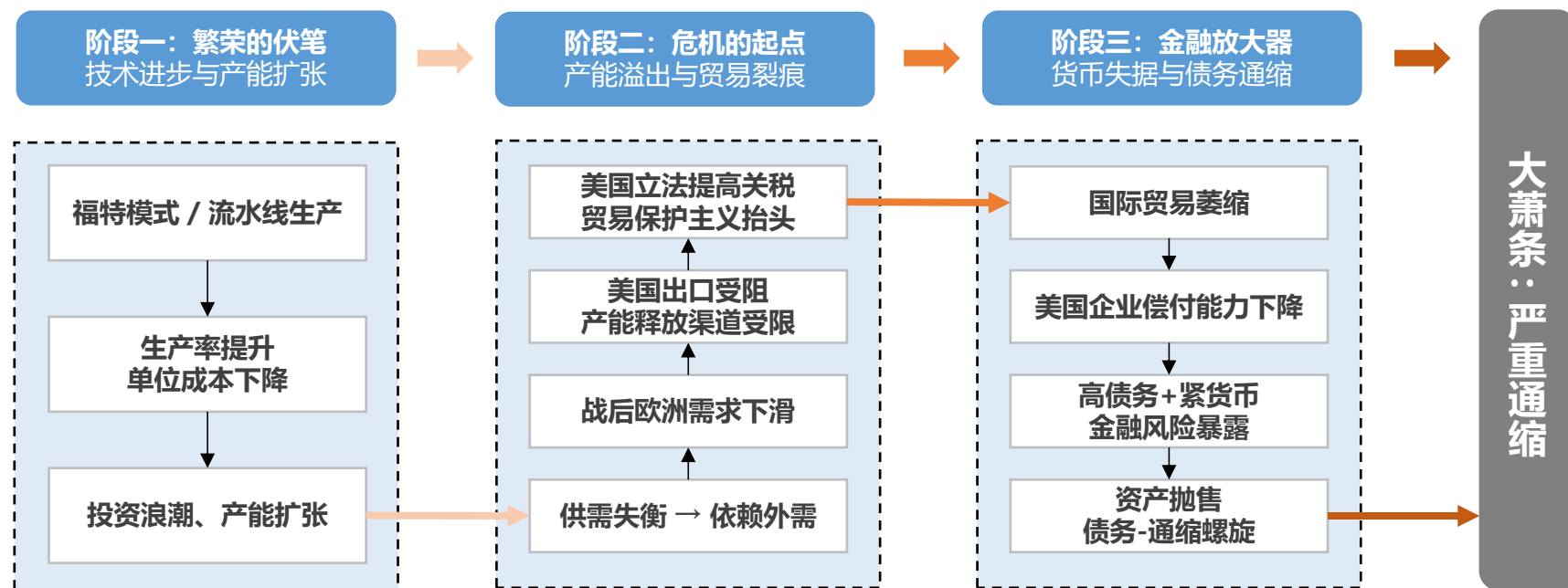


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

“大萧条”：百年回望

“大萧条”的脉络

- “大萧条”对经济学有着特别的涵义
 - 凯恩斯（1936年）据此提出的《就业、利息和货币通论》被视为宏观经济学的起点
 - 伯南克认为“大萧条”是宏观经济研究的“圣杯”
- 时至今日，各方对其起因、演变和影响的讨论仍然持续不绝
 - 总体而言，“大萧条”是产能扩张、贸易争端与货币失控交织形成的系统性崩坏

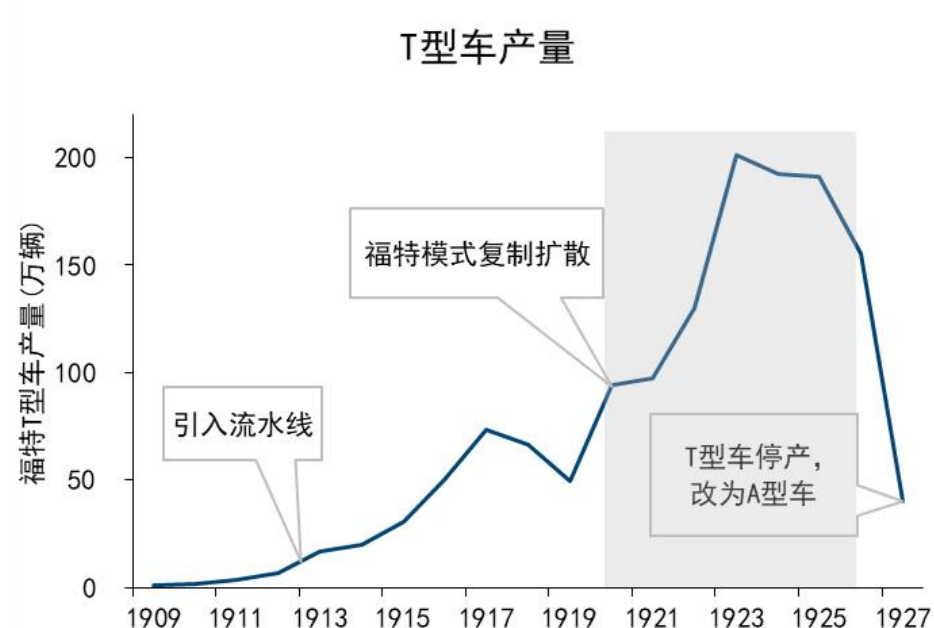


国信证券经济研究所绘制

一、T型车与“咆哮的二十年代”

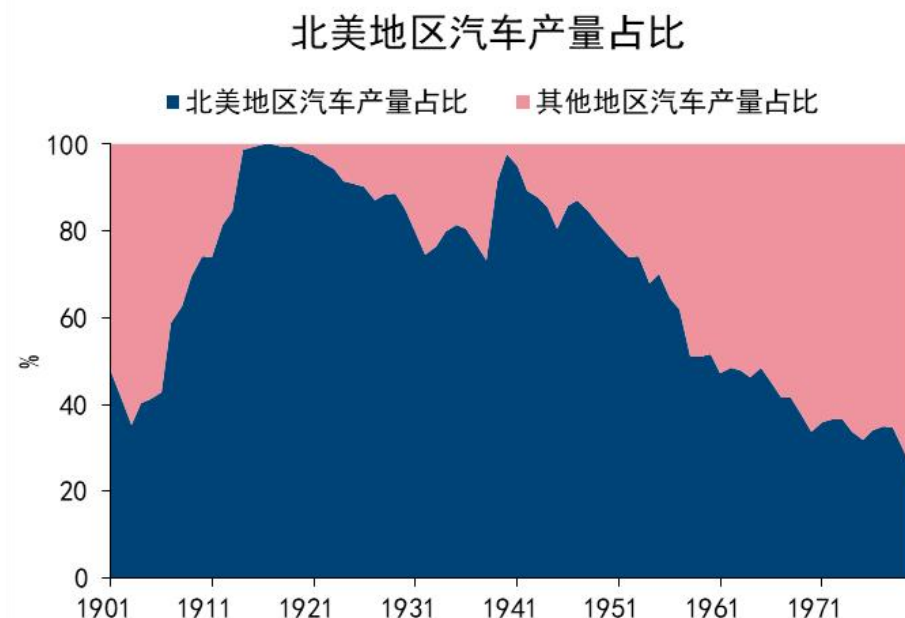
- 一战后，美国迎来了“咆哮的二十年代”，凭借工业体系完好、黄金储备丰富与技术发展优势，悄然站上全球舞台中心
 - 电气和机械化引发美国投资热潮和产能扩张
- 最具标志性的“福特模式”：“标准化+规模化”，流水线大幅压缩制造成本与生产周期
 - T型车：1920年起的三年时间内，产量从100万翻番至200万辆；同时，单位售价从850美元降至260美元
 - 生产效率提升→商业模式颠覆：普通工人只需2个月工资即可贷款购车，高端“黑科技”迅速演变成流行品，产品普及与产能扩张形成正向闭环，以汽车工业为代表的制造业迅速成为美国支柱产业

图：伴随工业流水线的应用，福特T型车产能快速提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：“福特模式”帮助美国在以汽车为代表的制造业获得绝对优势

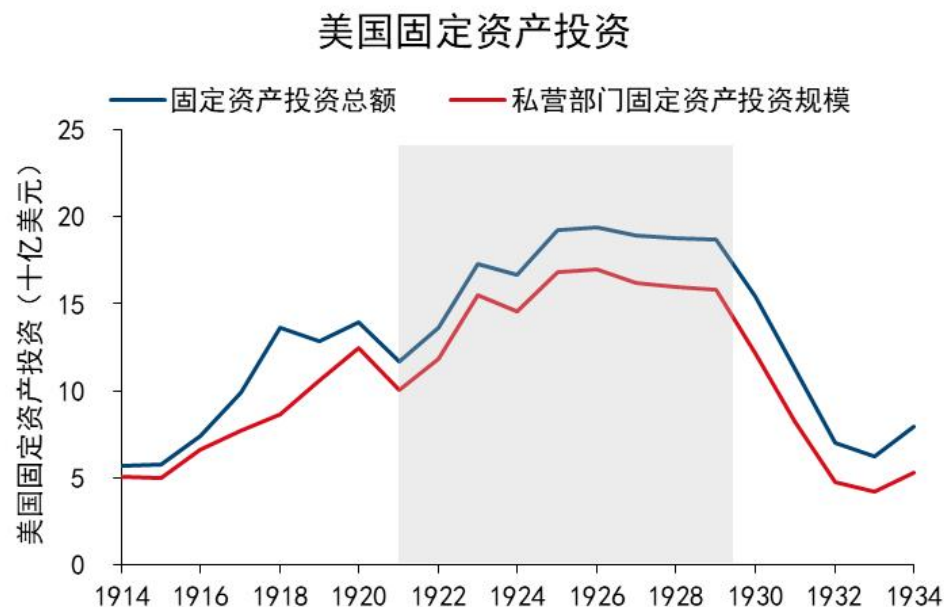


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一、T型车与“咆哮的二十年代”

- “福特模式”使美国成为“车轮上的国家”，深刻改变了美国人的生活方式，带动新一轮投资浪潮
 - 强辐射效应，不仅汽车链条，也催化“新场景”、“新业态”、“新产品”，高速公路、汽车旅馆、快餐店、加油站等
 - 带动就业，拉动其他常规和传统产业需求，全社会信心预期极大提振
- 金融放大器：资本市场成为第二增长引擎
 - 经济活跃、预期乐观，为私人部门的信用扩张与资本投资创造了坚实基础
 - 开启了一轮以风险偏好与流动性宽松为核心的金融加速期

图：“福特模式”引发美国投资浪潮



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：风险偏好和流动性带动“股债双牛”

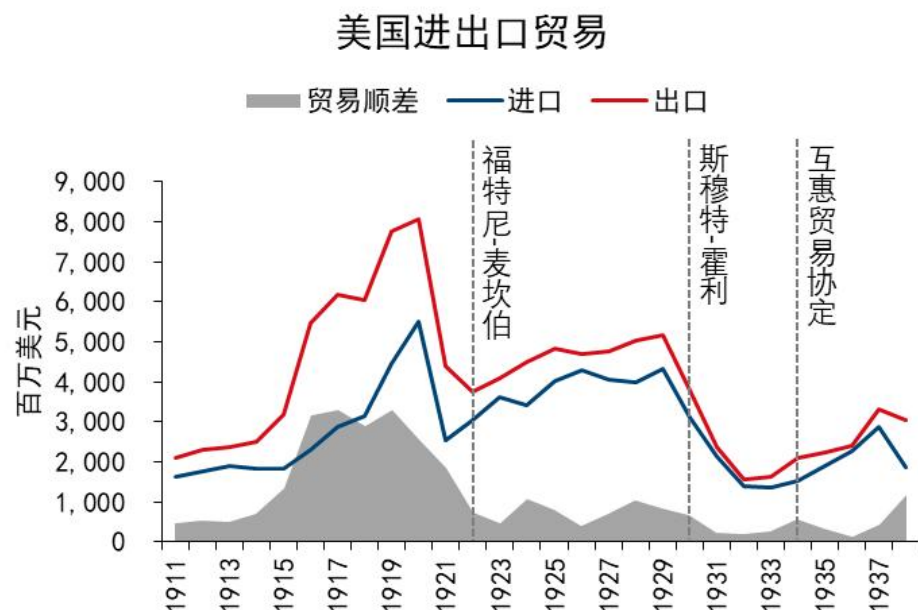


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二、贸易保护：截然不同的两部法案

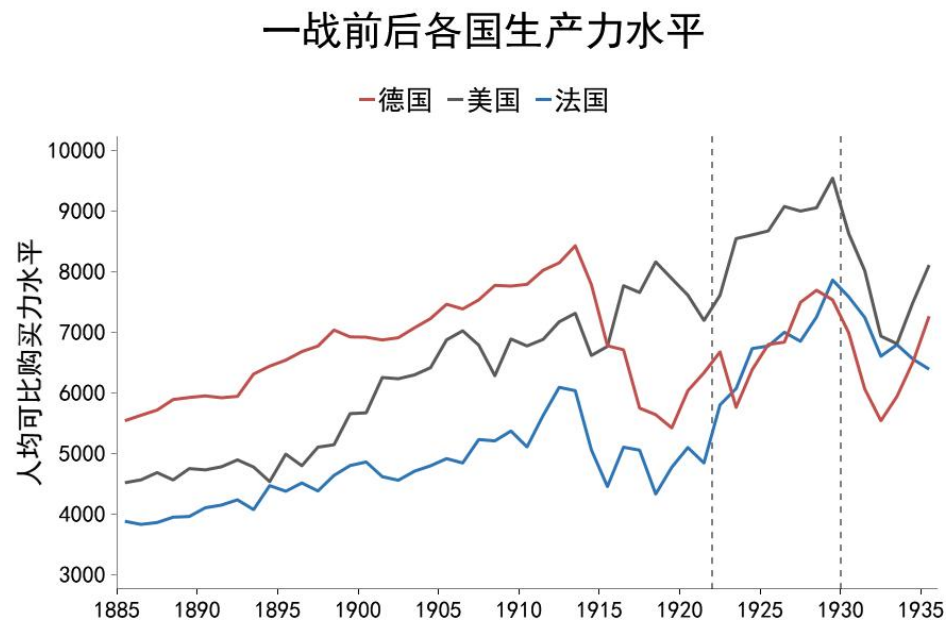
- 随着战事结束和产业体系修复，二十年代初欧洲对美进口需求骤减
 - 战时大幅扩产的农作物价格暴跌，美国农民陷入困境；美国工人微薄的收入增长也难以企及产能扩张
 - 内外需压力下美国开始担忧产能过剩，以柯立芝和胡佛为代表的两届共和党政府登台，转向贸易保护主义
- 1922“福特尼-麦坎伯关税法案”，应税品关税提升至38.5%，平均关税约14.7%
 - 全球经济处于复苏和扩张周期，增长是主旋律
 - “防御性”关税，总目标在于平衡各国成本，而非阻断他国商品进入，因此他国反弹较温和

图：两部贸易保护法案对美国贸易的不同影响



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：战后各国产业逐步修复

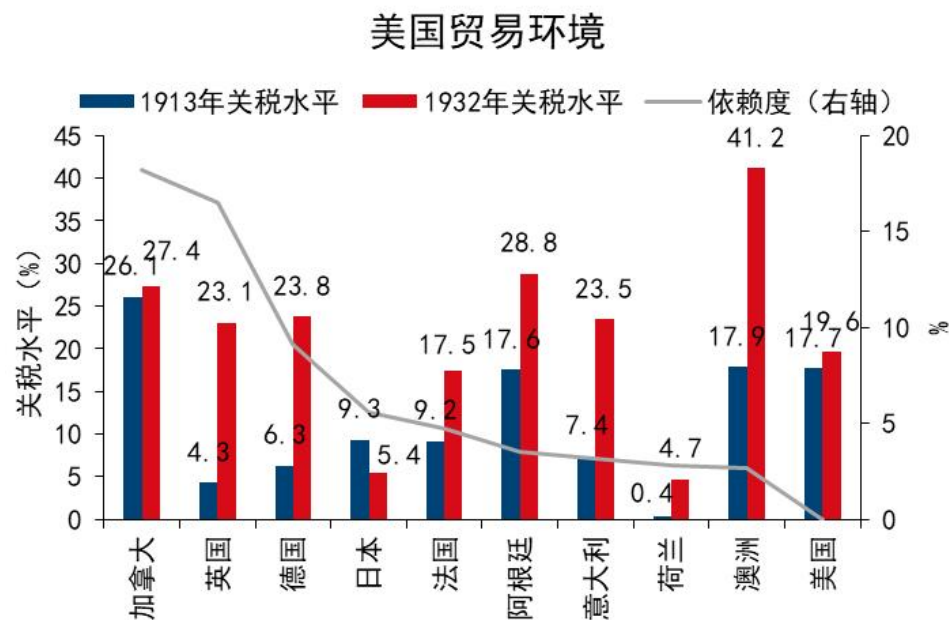


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

二、贸易保护：截然不同的两部法案

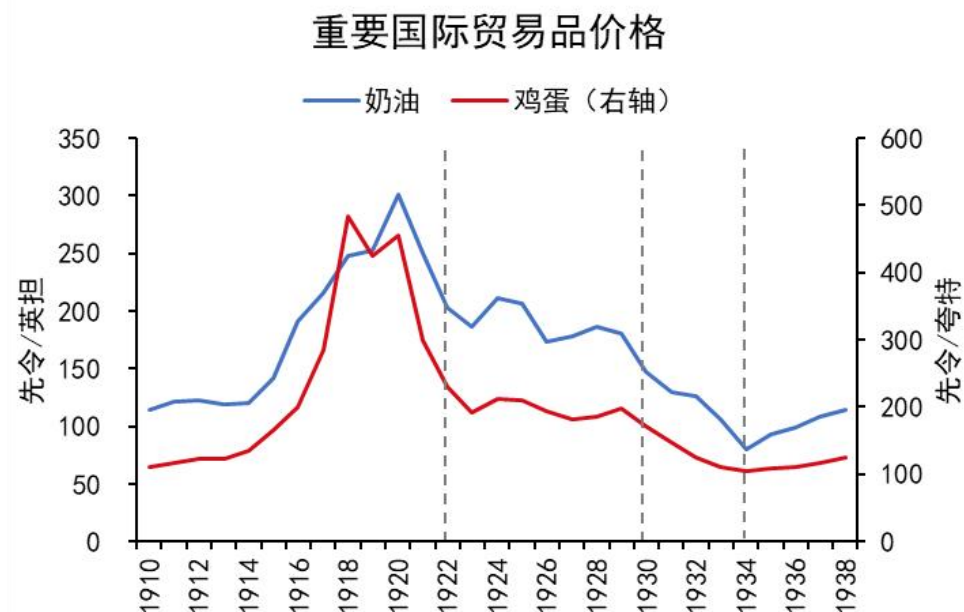
- 首轮关税兼顾“内外均衡”，呵护国内产业的同时，需求扩张也给他国带来机遇，全球贸易循环并未受阻
- 1930“斯穆特-霍立关税法案”，应税品关税提升至59.1%，平均关税约20%
 - 内外需均趋于饱和，美国产能无法释放，进入存量模式
 - “进攻性”关税，初衷是保护农业，但政治交易下，迅速扩张至2万多种商品，意图“只出不进”
 - 他国猛烈报复 + 切断金本位下其他国家支付能力，美国进出口跌幅逾7成
- 更为严峻的是，产能过剩 + 贸易萎缩 = 价格通缩

图：“大萧条”时期前后各国关税变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：国际商品价格与贸易法案

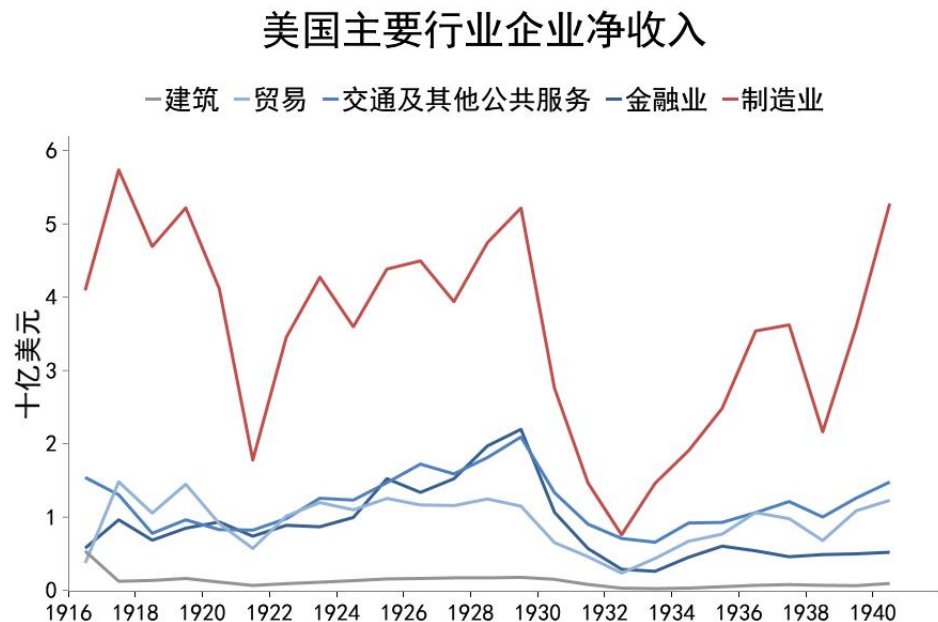


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

三、债务通缩与货币失据

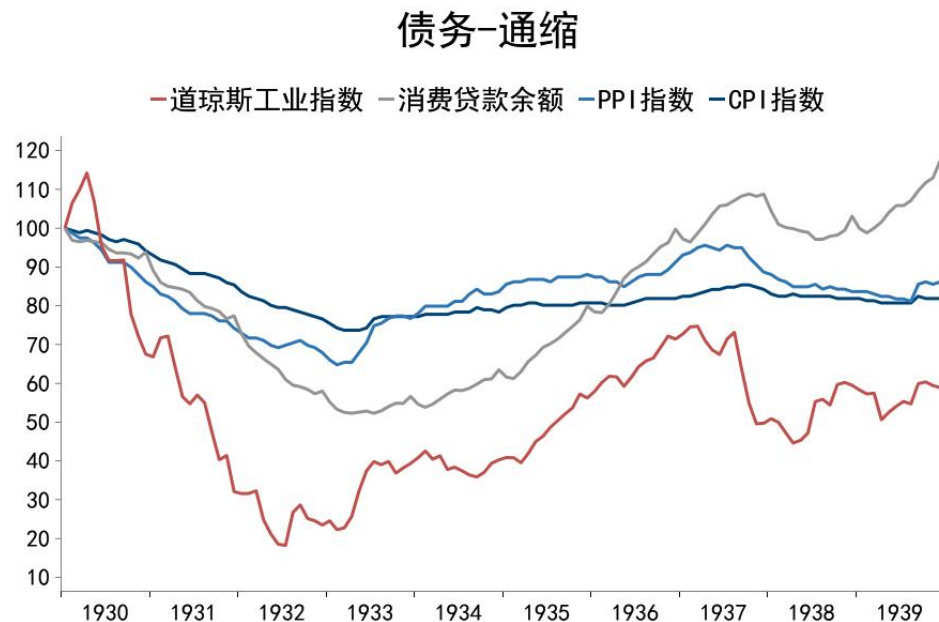
- 本质上，“咆哮的二十年代”是以技术革命为支点的“产能-债务”扩张，战后外需遮盖了美国产需失衡
 - 外需坍塌后，这一循环开始反噬，金融杠杆在这一过程中起到“双向放大”的角色
- “大萧条”发生后，迅速刺破“产能-债务”扩张所形成的“增长幻觉”
 - 费雪“债务-通缩”理论：在高债务杠杆下，一旦预期恶化，将触发“债务人抛售资产清偿 → 信用收缩货币减少 → 价格进一步下跌 → 实际利率与债务负担上升 → 更大范围违约与破产 → 经济活动与就业继续萎缩”负循环
 - 即“债越还越多”，持续挤压社会总需求

图：1929年美国主要行业收入骤减，成为“债务-通缩”螺旋起点



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：“债务-通缩”螺旋指向债务削减慢于价格下行，实际债务“越还越多”

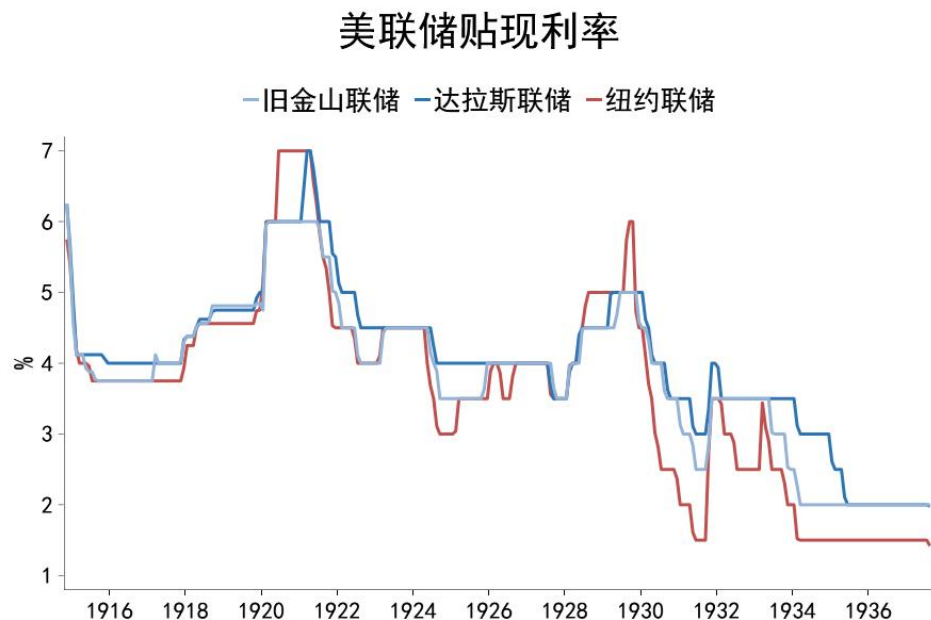


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

三、债务通缩与货币失据

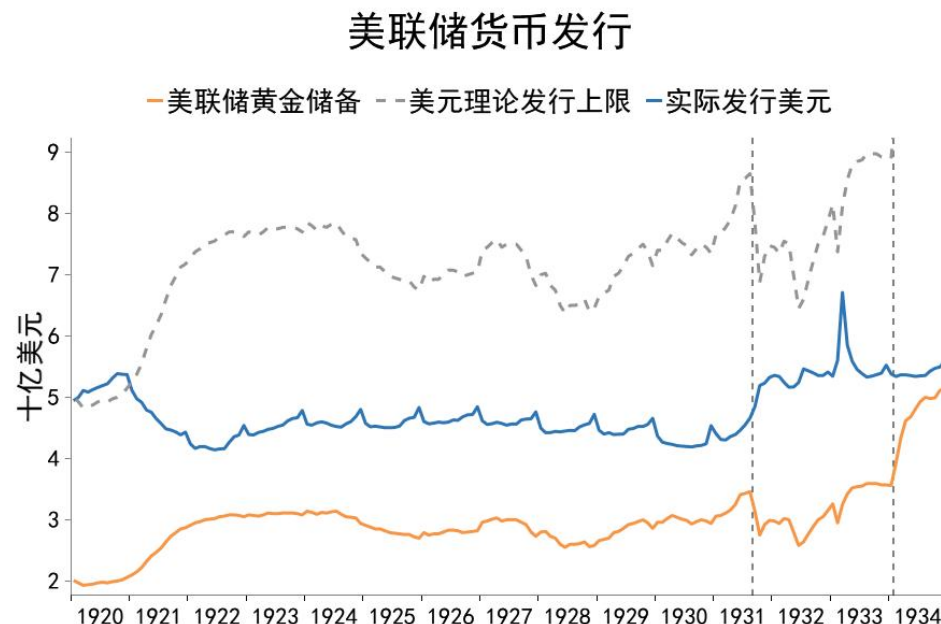
- 同时，年轻的美联储的应对值得商榷，起码有三方面：
 - 1929年为抑制资本市场投机，收紧银根，不但未对证券市场造成影响，反而加速了美国经济的收缩
 - 金融机构因风险暴露和挤兑破产时，未及时履行“最后贷款人”职责，而是任其恶化
 - 仅盯住名义利率，未将通缩和实际利率上行纳入考量
- 尽管黄金并未事实上制约美元发行，但维护“金本位”依然是货币政策核心目标，而非经济增长
 - 1931年英国放弃金本位引发黄金挤兑时，加息防止黄金外流

图：主要联邦储备银行在“大萧条”期间两次加息



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：黄金并未直接制约美联储应对能力

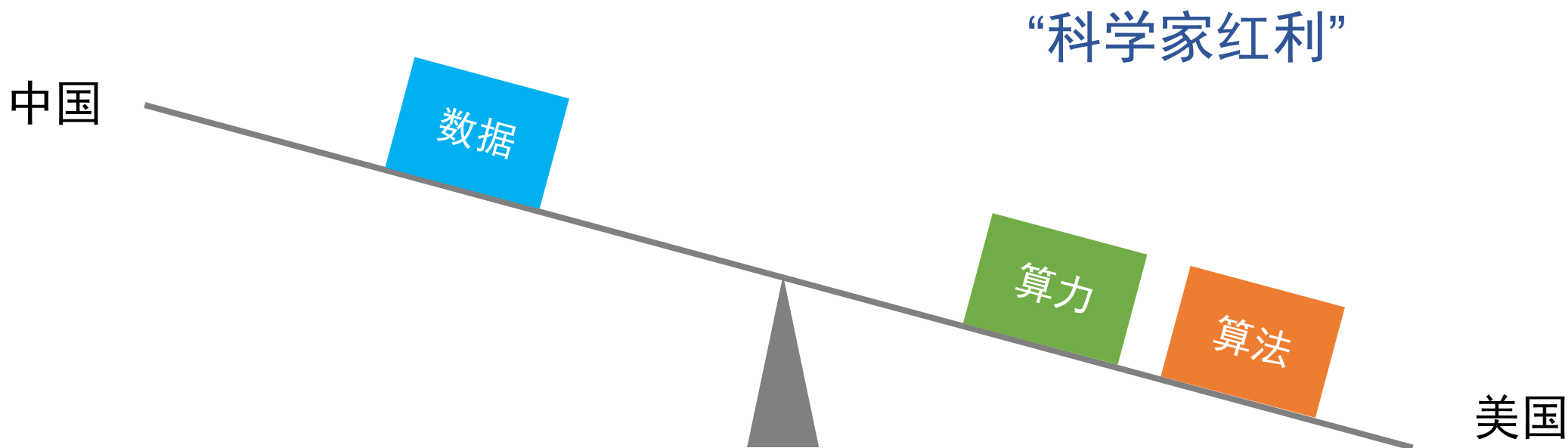


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

AI、关税与黄金：“新秩序”的展开

AI：新时代的“福特模式”？

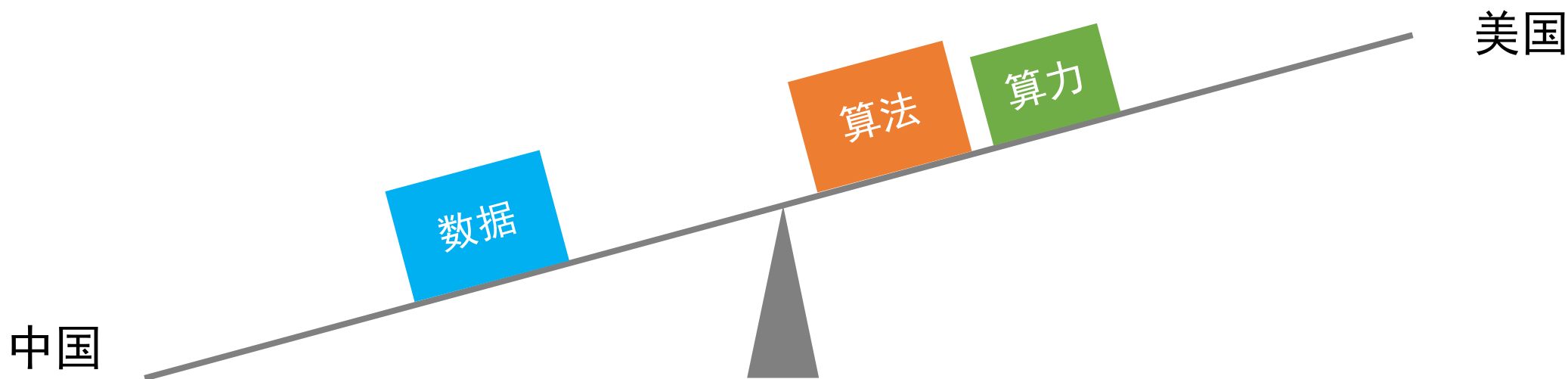
- 2012年多伦多Hinton团队的AlexNet一鸣惊人后，以深度神经网络为基础架构的大模型快速发展，实用性大幅提升
 - 当下，AI已经能在很多场景帮助大幅提升工作效率，甚至在局部领域表现超出人类
- 然而，从AI的核心“三要素”看，我国在算法、算力等方面明显滞后于世界前沿水平
 - DeepSeek等高效率开源大模型的出现颠覆了这一局面



国信证券经济研究所绘制

- 2012年多伦多Hinton团队的AlexNet一鸣惊人后，以神经网络为基础架构的大模型快速发展，实用性大幅提升
 - 当下，AI已经能在很多场景帮助大幅提升工作效率，甚至在局部领域表现超出人类
- 然而，从AI的核心“三要素”看，我国在算法、算力等方面明显滞后于世界前沿水平
 - DeepSeek等高效率开源大模型的出现颠覆了这一局面

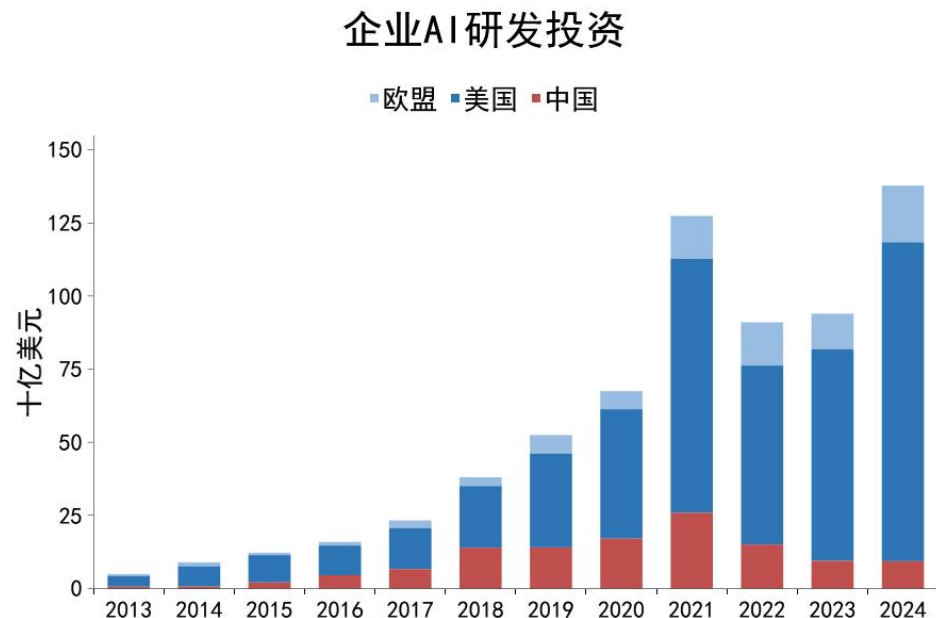
“工程师红利”



国信证券经济研究所绘制

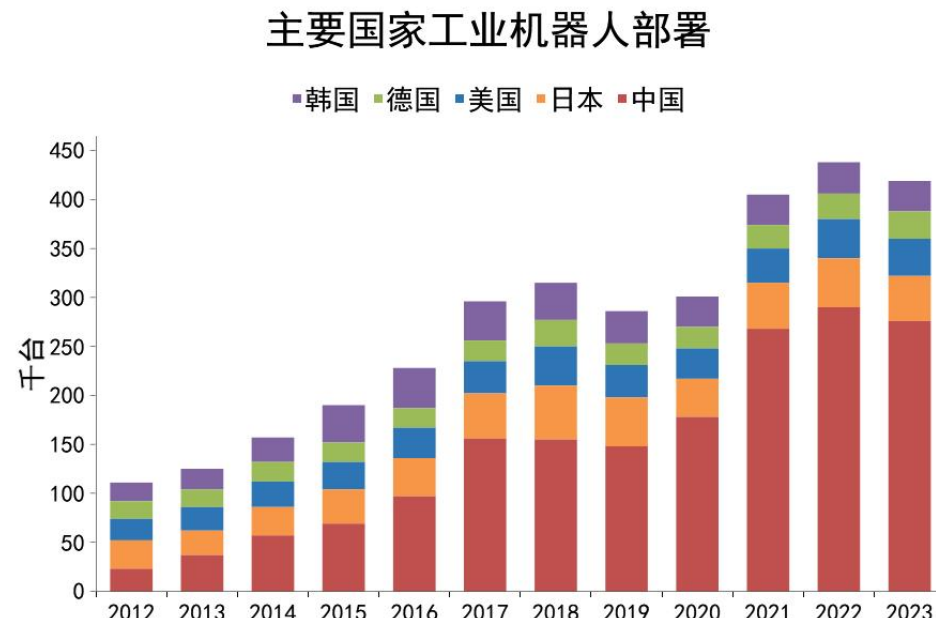
- AI是否会像百年前的“福特模式”一样，带来新世纪“咆哮的二十年代”？
 - 从带动投资，提升生产效能的角度来看，是的
- 但是，“福特模式”更重要的一面在于，创造了巨大的市场空间和数以百万计的工作岗位，而当前：
 - AI更多附着于现有商业和产品体系，通过提升生产效率，改良使用体验等方式赋能，并未创造新的产业体系
 - AI意味着更少的岗位需求，特别是低技能、重复性、非营销岗位
- 因此，“具身人工智能”具有实用/市场价值前，**AI的影响偏“紧缩性”**

图：私人部门AI研发投入飞速上升



资料来源：Stanford、Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：我国工业机器人部署提速



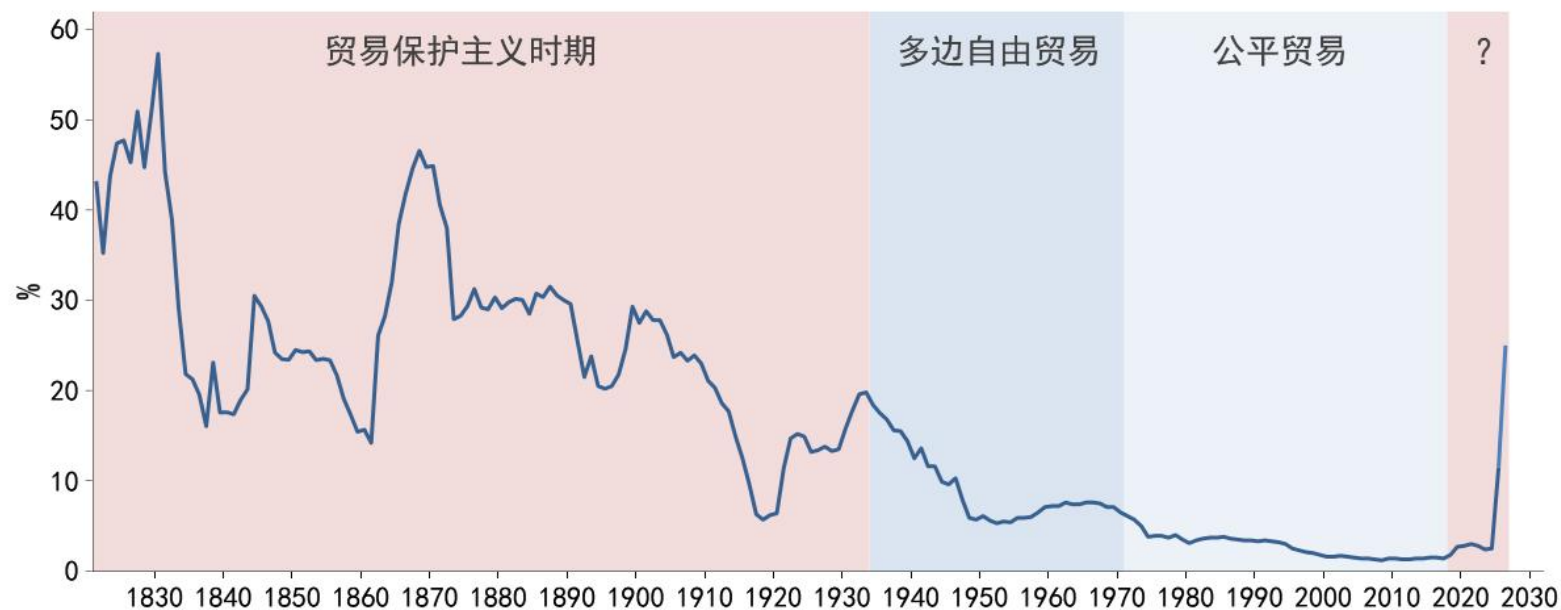
资料来源：Stanford、Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 1776-1930，贸易保护：防止经济殖民+培育本土产业+税收，1789《关税法》
- 1934-1970，自由贸易：立足“世界工厂”，1934《互惠贸易协定》，“布雷顿森林体系”，“马歇尔计划”
- 1971-2017，公平贸易：非关税壁垒，紧抓产业价值链顶端，1974《贸易改革法》，“301条款”

图：两百余年间，美国贸易政策大体可分为三个阶段

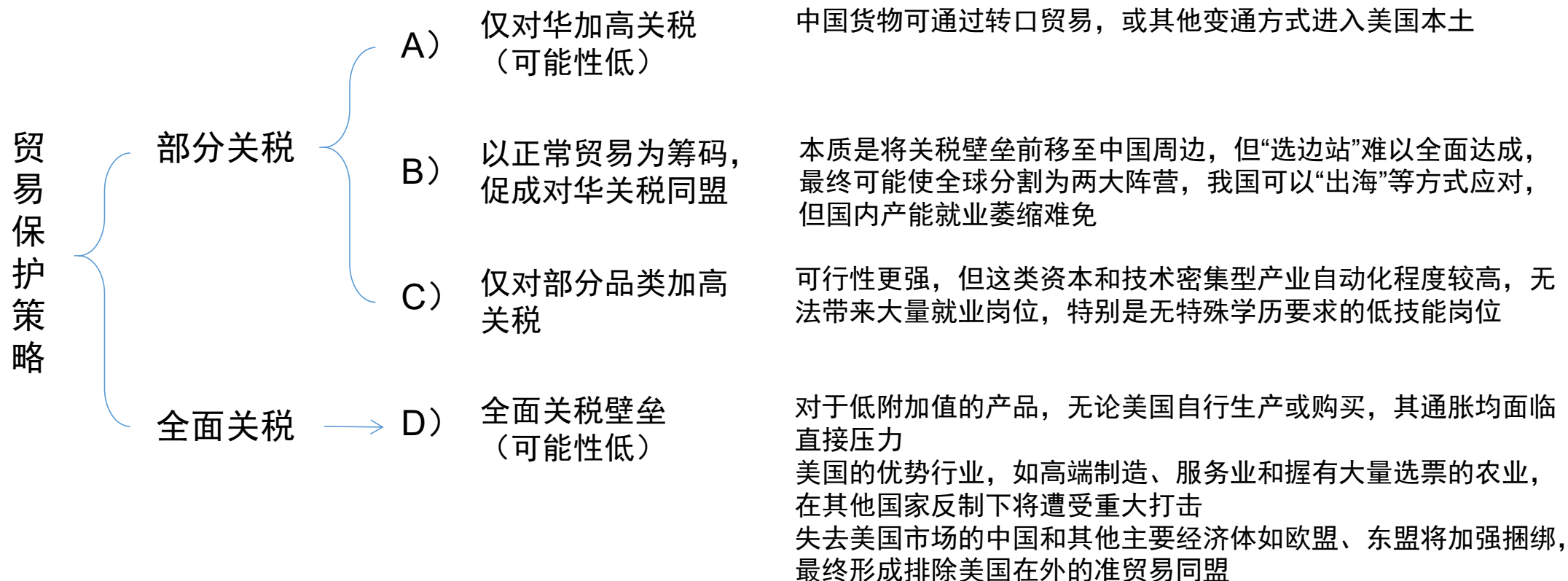
美国贸易立场回溯

= 平均关税水平

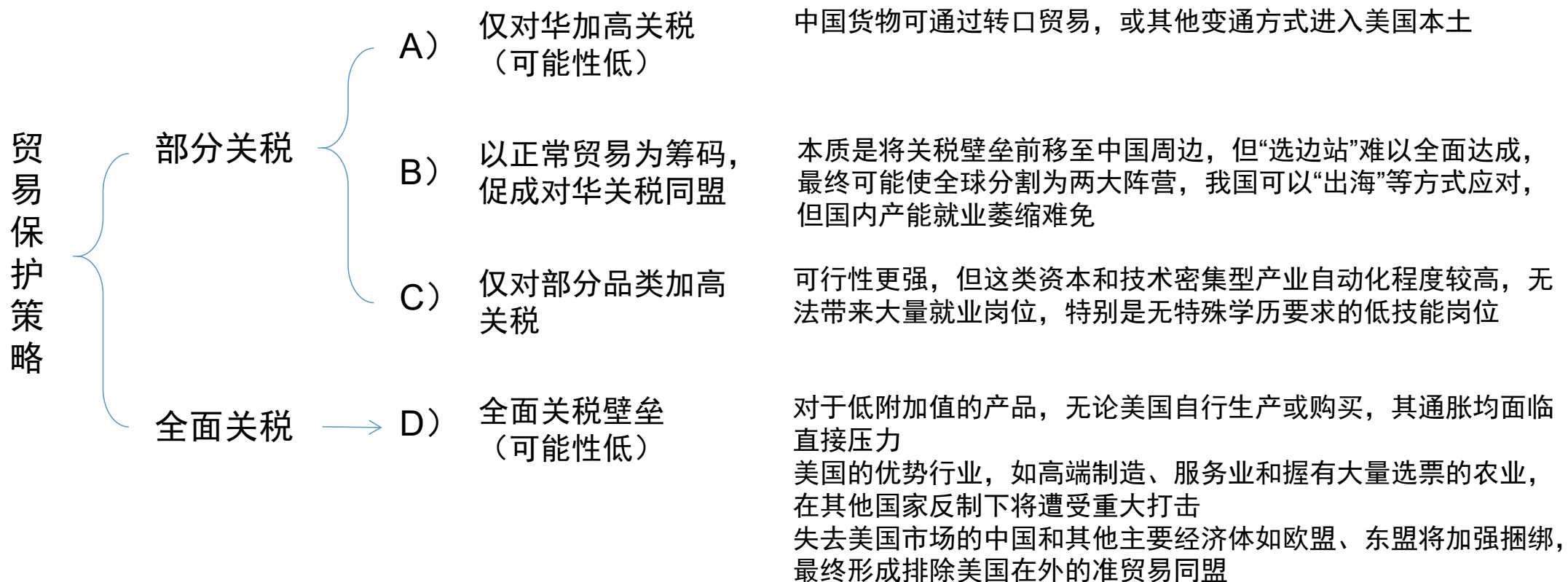


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 2025-，对等关税：落地后，美国关税水平将回升至25%以上，超出1930年“斯穆特-霍立关税法案”时期
 - 中期选举前，特别是今年10月前有较高松动可能，但长期转向保护主义恐难掉头
- 初步推演，美国未来关税策略大概率落入4种情形

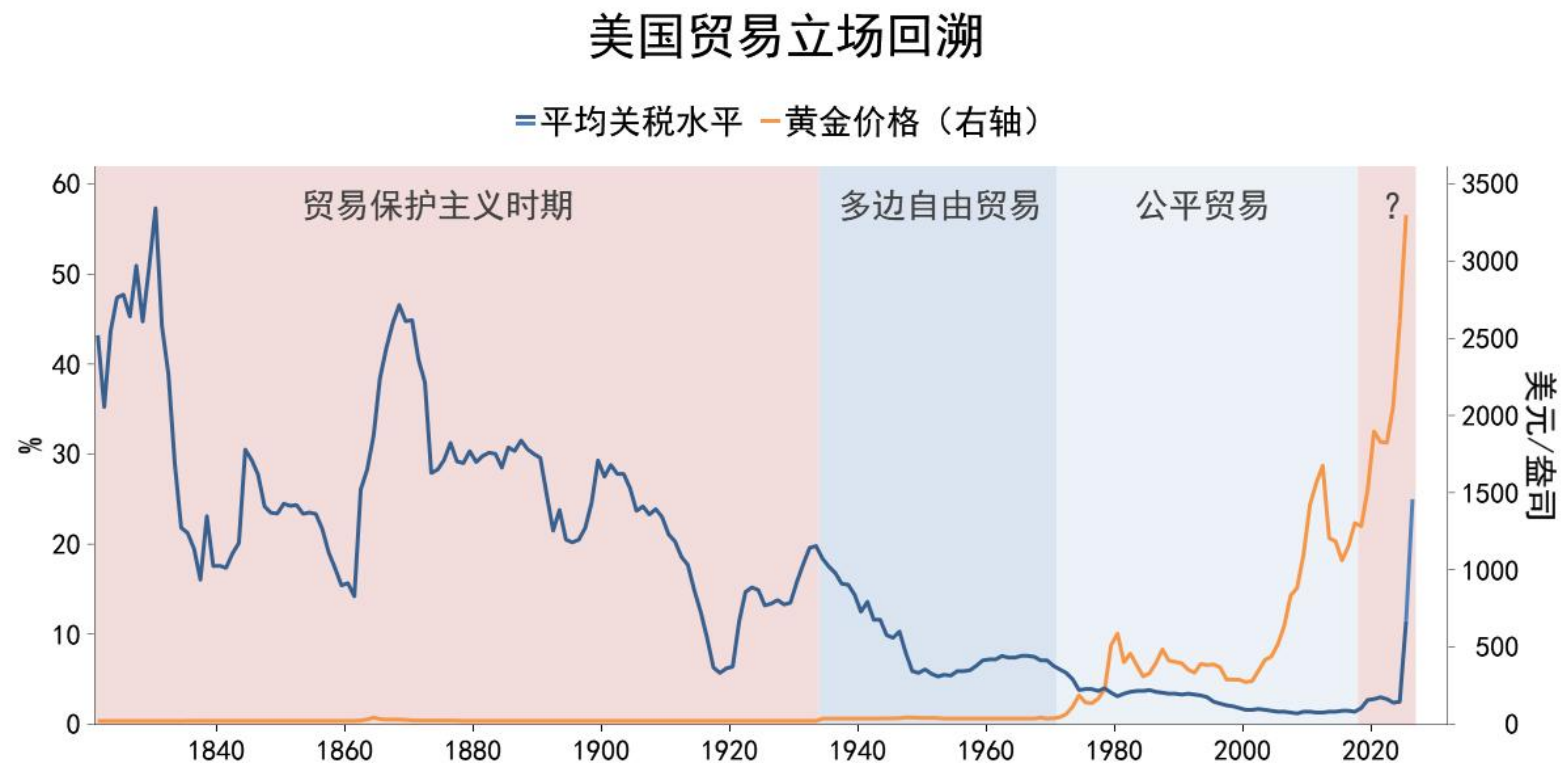


- 相较而言，B与C概率更高，但无论哪种情况，都将造成产能冗余与通缩压力
 - 假设出口减少，产能冗余将增加通缩压力；进口减少，供给不足的将增加通胀压力
 - 以中美为例，当我对美进出口比重约1：5，若贸易中断，通缩压力大于通胀压力，反之亦然
 - 长期看，全球分工割裂后，双边生产体系重复建设，将导致总需求不变（甚至萎缩）的情况下总产能增加



- 美国贸易立场与黄金价格存在显著联系

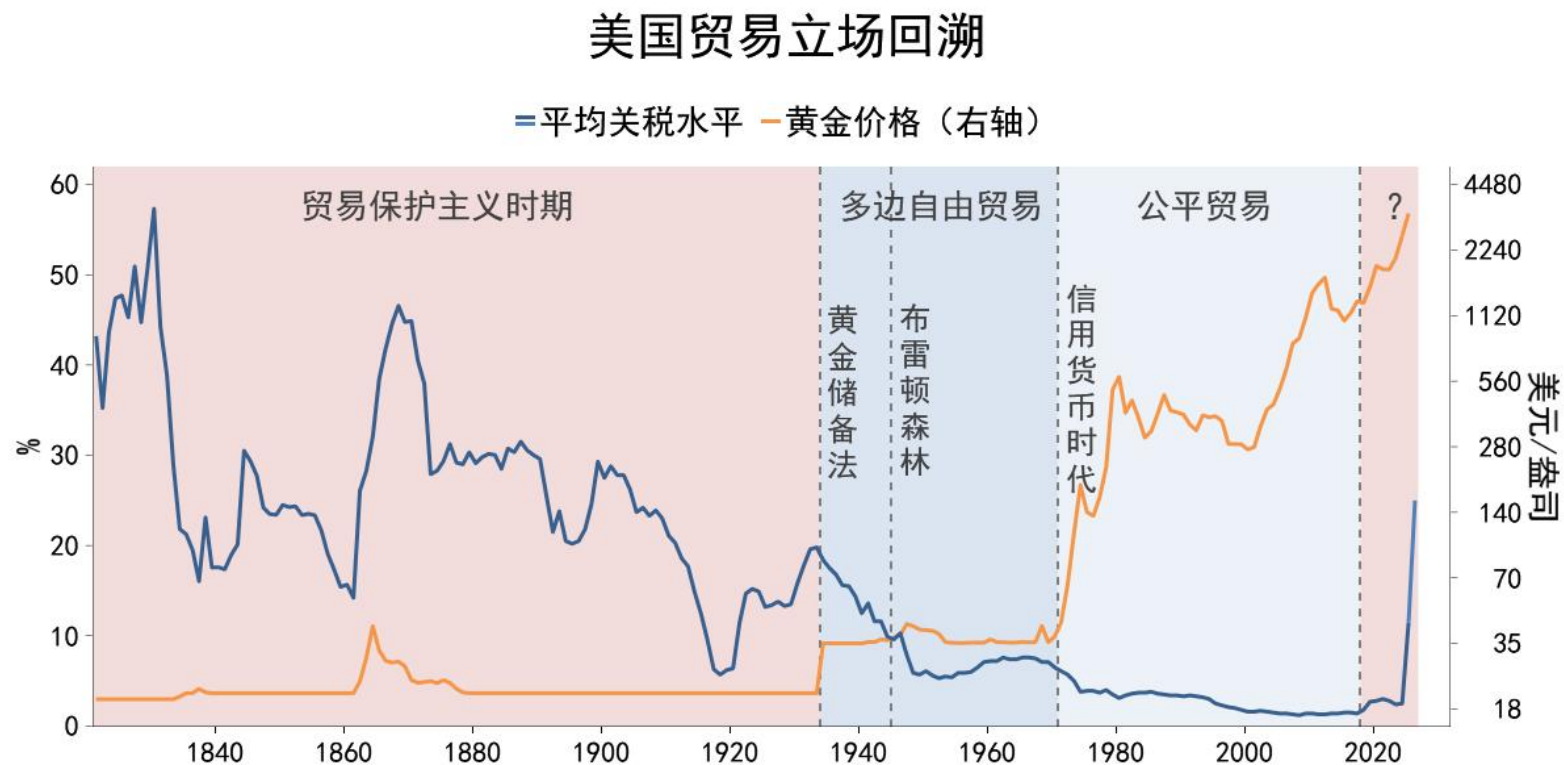
图：美国贸易立场与黄金价格存在某些联系



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 每一次贸易体系调整，都意味着货币秩序重塑
 - 1934年美国拥抱自由贸易，美元由金块本位转为金汇兑本位制，“布雷顿森林体系”进一步明确美元枢纽地位
 - 1971年美国转为通过非关税壁垒，鼓励结构性“公平贸易”，与黄金脱钩进入信用货币体系

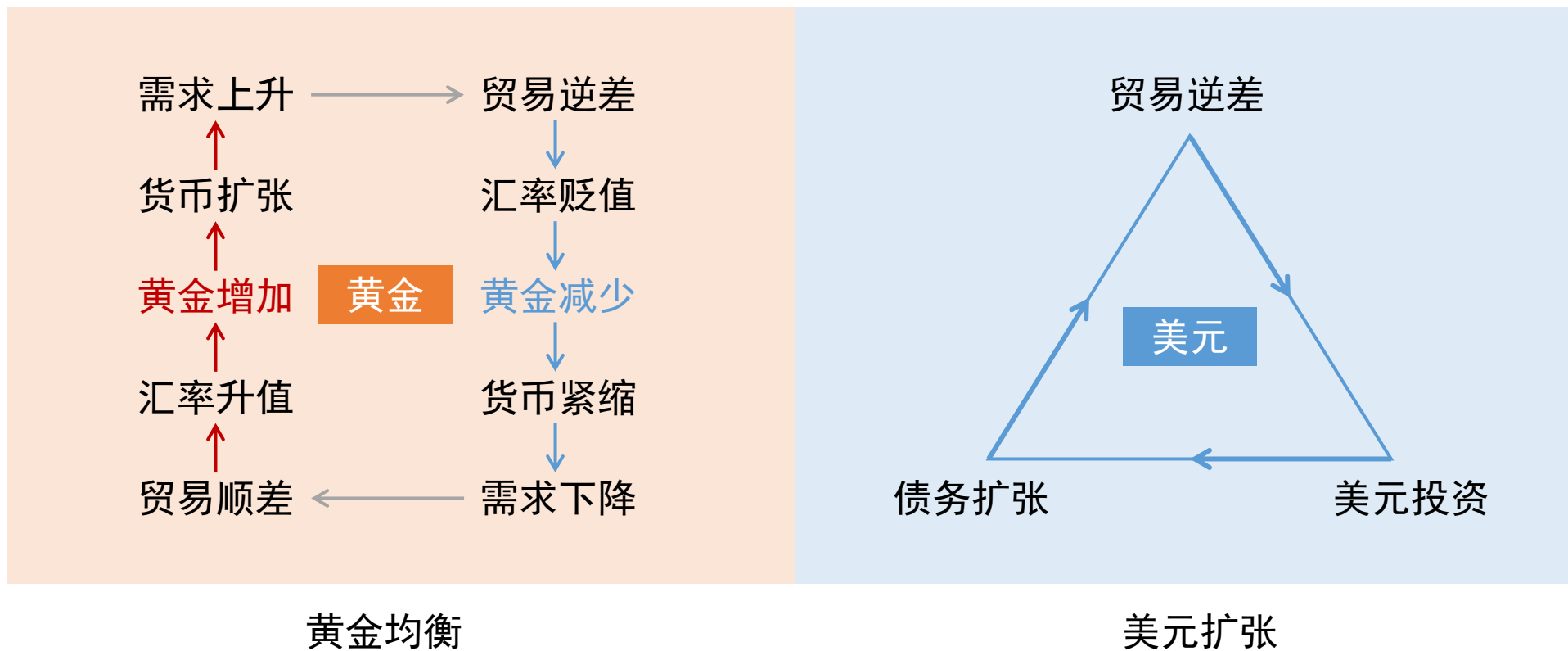
图：对数坐标下的贸易体系与黄金价格



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

黄金：“重商主义”复辟？

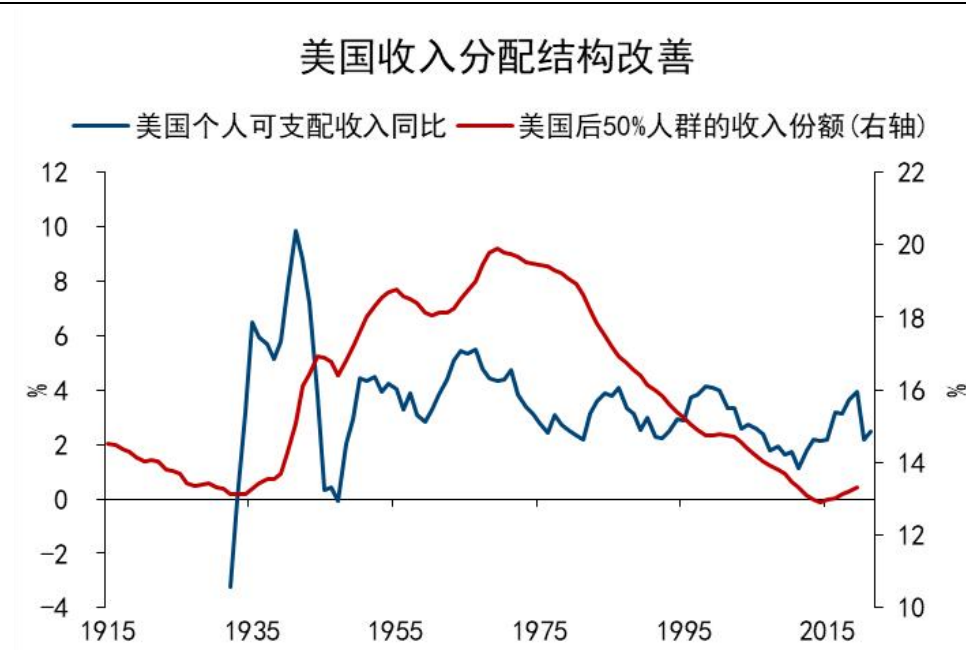
- 金汇兑本位下，各国货币通过存放国货币挂钩黄金，黄金作为跨国支付能力约束贸易，对应重商主义
- 信用体系下，美国通过债务和逆差输出美元，他国顺差赚取美元并转为债权，循环通过逆差不断放大，对应自由贸易
 - 2025年美国重回贸易保护，希望通过减少“双赤字”提振美元币值
 - 本质是重商主义思路，货币体系向“金本位”回调，货币派生约束增加，通缩压力增大



应对：看长做短

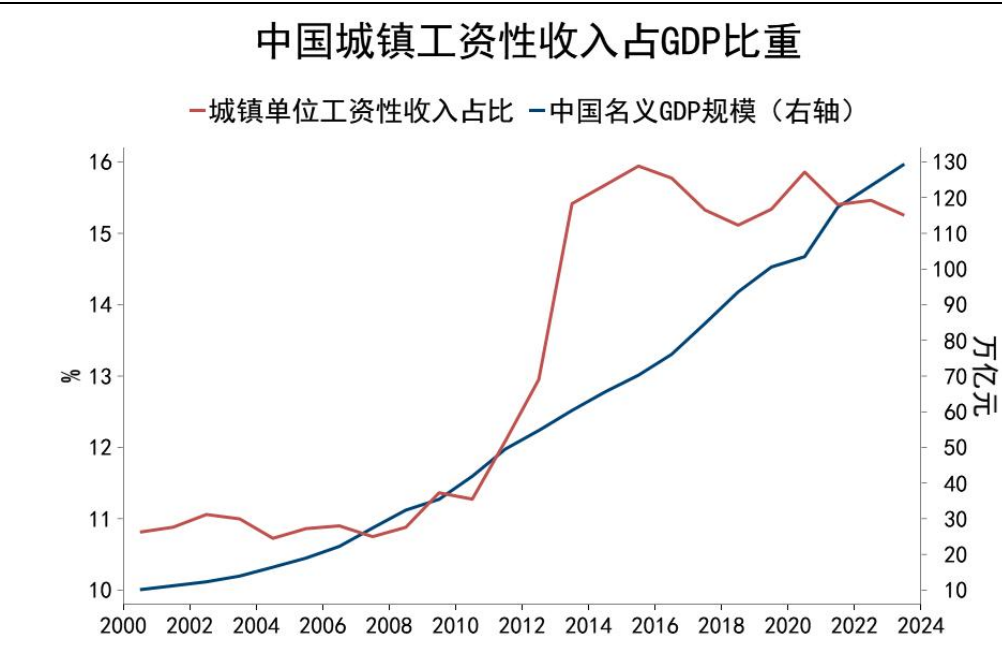
- 本质上，AI、关税与黄金为代表的“新秩序”属于长期变化，应通过长期手段加以应对
- 百年前“大萧条”的本质是美国产需严重失衡，外需坍塌后引发的严重通缩
 - 罗斯福上台后，做出三项关键改革：调整收入分配、纠偏保护主义、巩固金融体系，美国经济逐步企稳
- 长期看，我国扩大内需战略的核心应是收入分配改革
 - 收入分配不是简单的“切蛋糕”，而是带有增量效应

图：1934年后，美国低收入群体收入占比上升均带来全社会收入上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

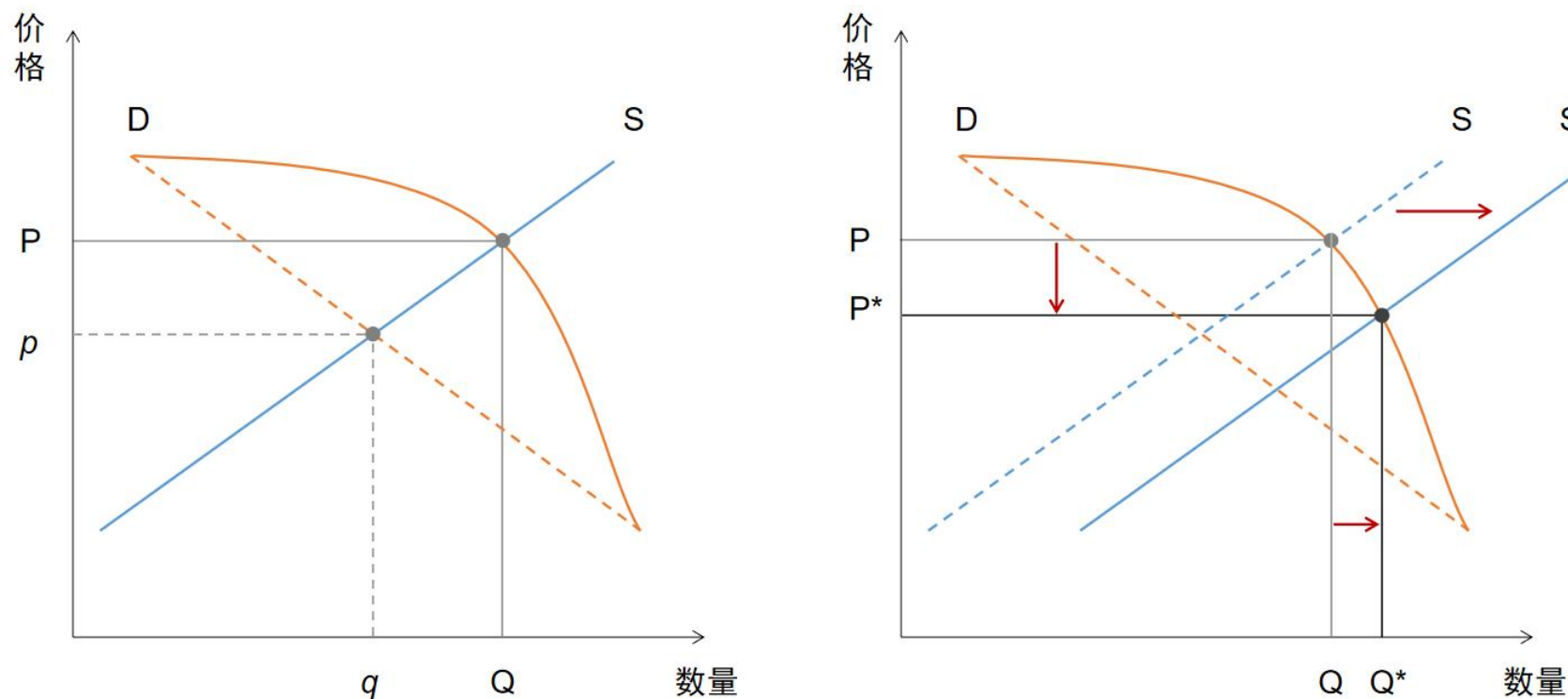
图：我国城镇单位工资性收入占GDP比重仍有提高空间



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 生产和需求并非独立变量，在商品价格处于合意水平时，企业盈利和居民收入改善，总需求增加
 - “凸形需求曲线”
- 生产扩张超出合意水平时，新均衡点的价格下降幅度（ $P-P^*$ ）大于数量增加幅度（ Q^*-Q ），以价换量性价比下降

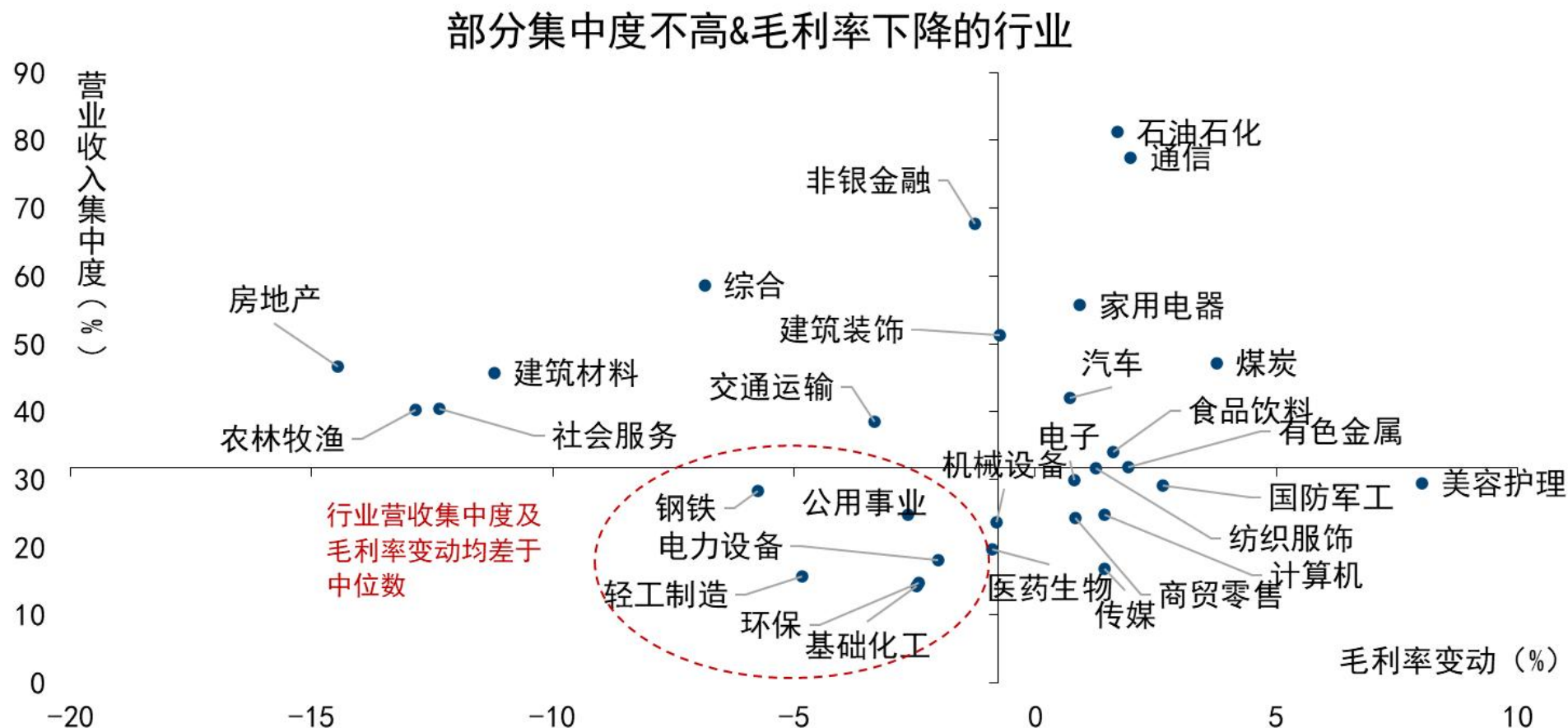
图：在“凸型需求曲线下”，提升产能“以价换量”效能下降



资料来源：国信证券经济研究所绘制

- 中期看，应下决心清理整合低效产能，使企业恢复盈利造血能力，并购重组是重要抓手
 - 行业集中度（TOP3营收）+ 毛利率下滑幅度

图：“低效产能”四象限图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

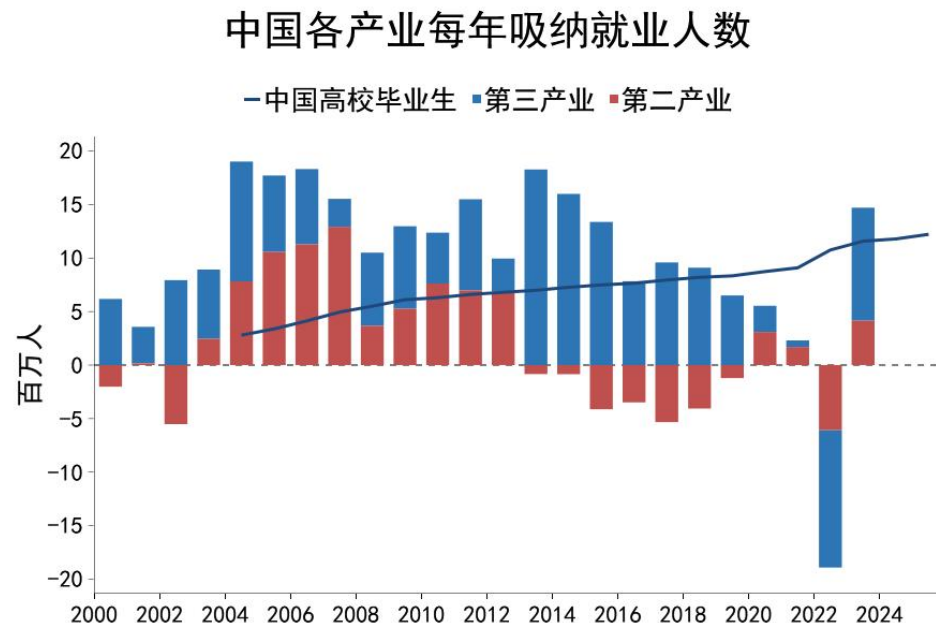
- 两个困难：“央地博弈”+ 缺乏契机和标准，用何种手段引导退出？
- 贸易战是解决问题的重要契机，应将之视为对我经济结构的“压力测试”
 - 关税意味着“价格内卷”优势消失，应改变原有思路，直接“兜民生”而非无差别“保主体”
 - 中办、国办4月2日印发《关于完善价格治理机制的意见》，加强市场监管
 - 大力培育发展服务业，增加服务业就业，真正从“投资于物”转为“投资于人”

图：国有企业单位营收成本已经突破首轮供给侧结构性改革时期



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：各产业每年吸纳就业人数

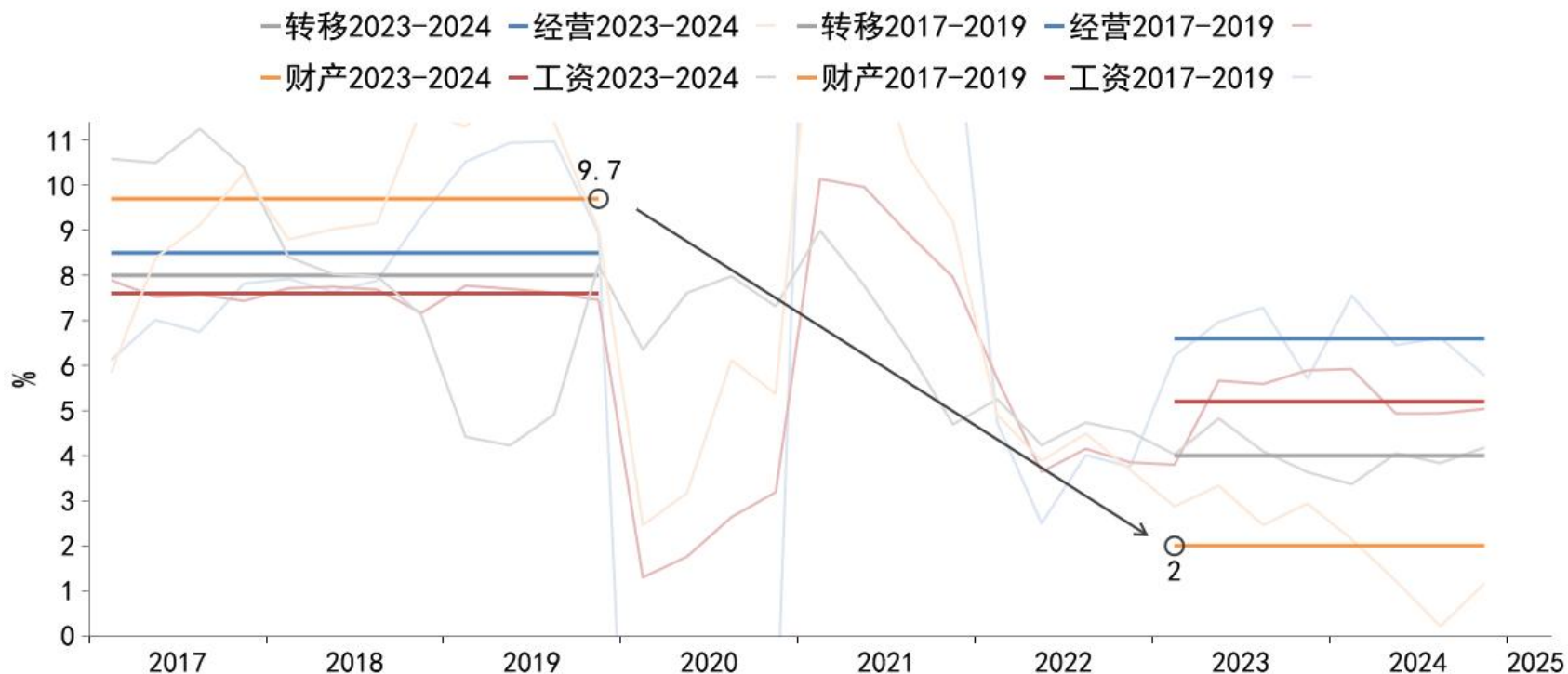


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 近两年，相较疫情前居民收入增速下降最快的类别依次是：
 - 财产性收入（-7.7pct）>转移性收入（-4pct）>工资性收入（-2.4pct）>经营性收入（-1.9pct）
 - 首当其冲是修复资产端，短长结合（9.24新政+系列举措增加长期配置价值）

图：我国城镇居民可支配收入结构变迁

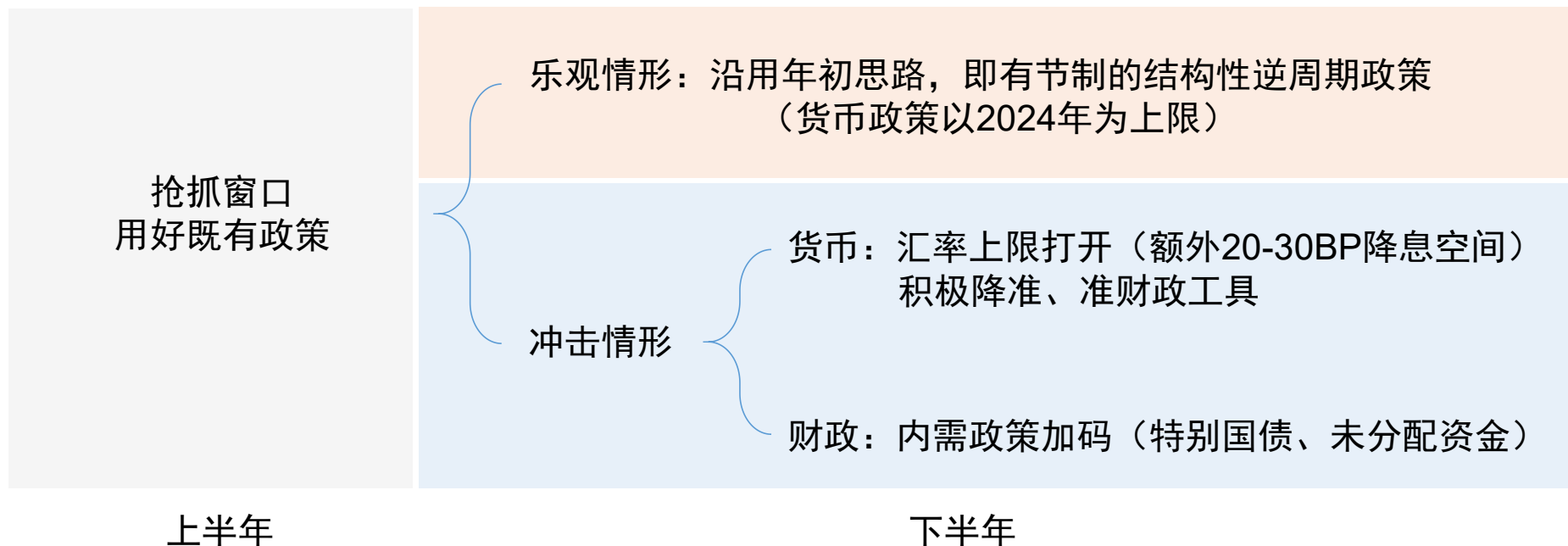
中国城镇居民可支配收入增速



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所绘制

短期：政策分水岭可能在5月后

- 关税影响逐季加深，但贸易战短期仍存在较多变数
 - 短期将着力利用好现有政策
 - 财政前置，持续用力
 - 货币总量操作窗口出现，降准+结构降息
 - 中美会晤决定下半年政策走势：追求“三均衡” vs 回归“强调控”



- 若采取：保持“三均衡”+修复“资产端”策略，中长期利好权益强于固收

主要统计指标预测

	2022	2023	2024	2025F	
GDP增速（实际/名义）	3.0/4.8	5.2/4.6	5.0/4.2	5.0/5.0	← 价格
工业增加值增速	3.6	4.6	5.8	5.0	← 生产
社会消费品零售总额增速	-0.2	7.2	3.5	4.9	← 内需
固定资产投资增速	5.1	3.0	3.2	4.5	
房地产	-10.0	-9.6	-10.6	-5.1	
基建	11.5	8.2	9.2	10.0	
制造业	9.1	6.5	9.2	8.8	
出口/进口增速	6.9/1.0	-4.7/-5.5	5.9/1.2	0.9/0.2	← 外贸
CPI/PPI	2.0/4.1	0.2/-3	0.2/-2.2	0.6/-0.9	
社融增速	9.6	9.5	8.3	8.5	
7天逆回购利率	2.0	1.8	1.5	1.2	
赤字率	2.8	3.0	3.0	4	
新增地方专项债（万亿元）	3.65	3.8	3.9	4.4	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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±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±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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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