

# “三重背离”下的再平衡

## 2025春季经济展望

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：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

# 2025年主要统计指标预测

|              | 2022    | 2023      | 2024     | 2025F    |
|--------------|---------|-----------|----------|----------|
| GDP增速（实际/名义） | 3.0/4.8 | 5.2/4.6   | 5.0/4.2  | 5.0/5.2  |
| 工业增加值增速      | 3.6     | 4.6       | 5.8      | 5.0      |
| 社会消费品零售总额增速  | -0.2    | 7.2       | 3.5      | 4.5      |
| 固定资产投资增速     | 5.1     | 3.0       | 3.2      | 4.2      |
| 房地产          | -10.0   | -9.6      | -10.6    | -5.1     |
| 基建           | 11.5    | 8.2       | 9.2      | 9.6      |
| 制造业          | 9.1     | 6.5       | 9.2      | 7.8      |
| 出口/进口增速      | 6.9/1.0 | -4.7/-5.5 | 5.9/1.2  | 1.6/1.5  |
| 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      | 4.5      |

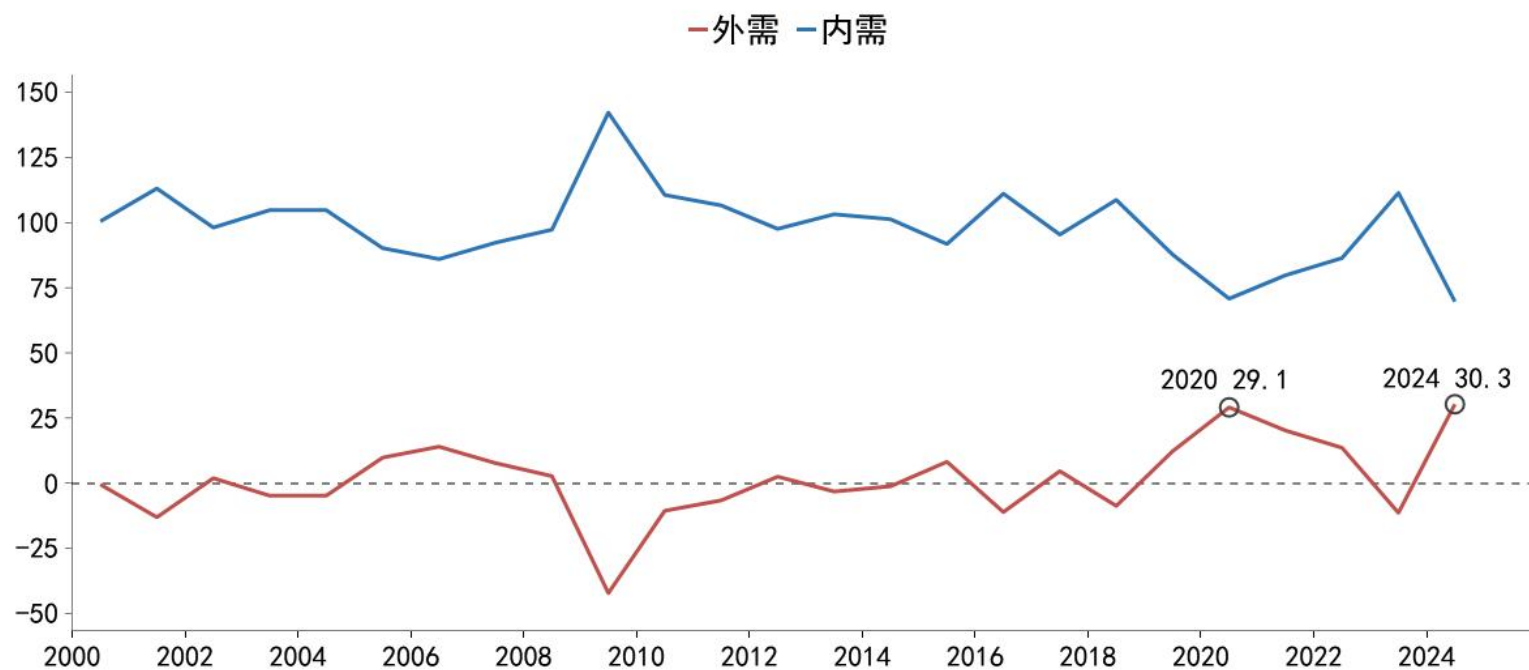
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 测算思路：冲击与应对

- 去年我国实际GDP增长5%，内需（消费+投资）拉动约3.5%，外需（净出口）约1.5%
- 今年外需可能显著走弱，如何维持经济增速在5.0%附近？

图：2024年外需对我国经济增长贡献甚至超过2020年

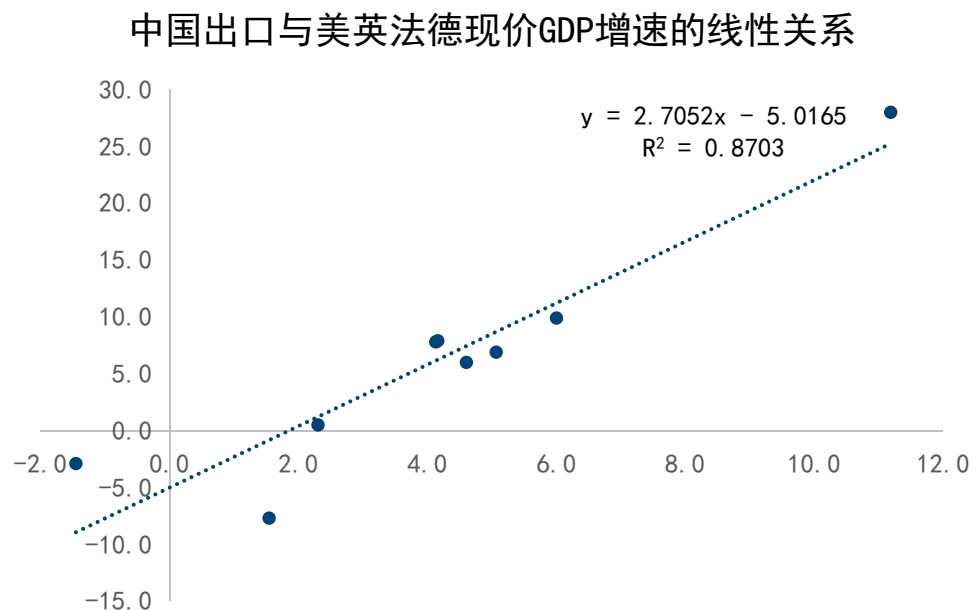
## 中国经济内外需贡献对比



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

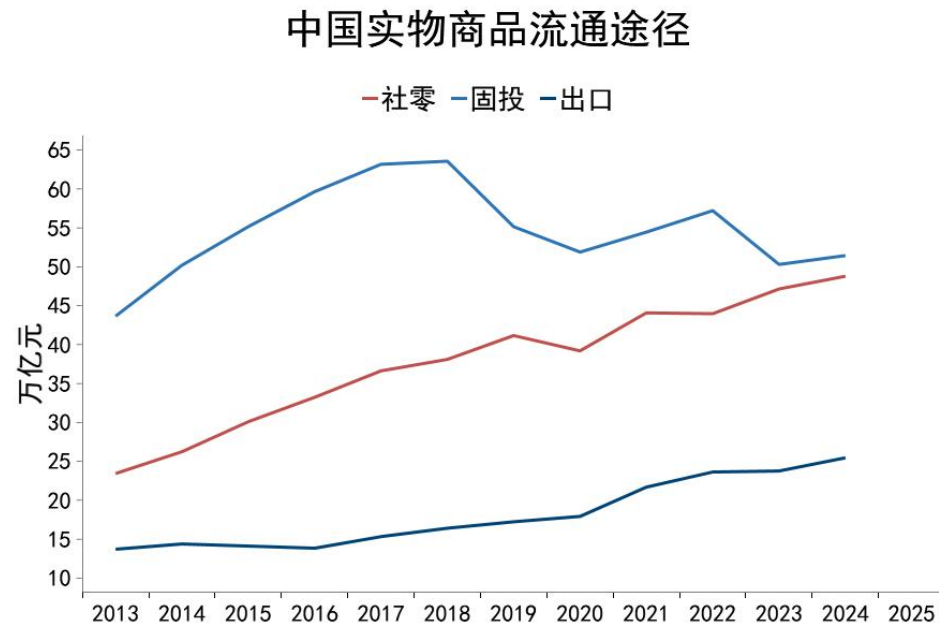
- 简单匡算，冲击情形下我国出口可能回落4.2个百分点，至1.6%附近
  - 发达经济体2025年增长有望企稳，上行0.2个百分点，通胀回落0.6个百分点
    - 下拉我国出口约1.2个百分点
  - 上一轮中美贸易战对我国出口增速的影响约3个百分点
- 按照实物需求比重估算，出口：社零：固投  $\approx 20: 39: 41$ 
  - 换言之出口4.2个百分点左右的下滑大致需要1个百分点左右的内需支撑

图：我国出口与西方主要经济体增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：我国实物“消费”渠道比重



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

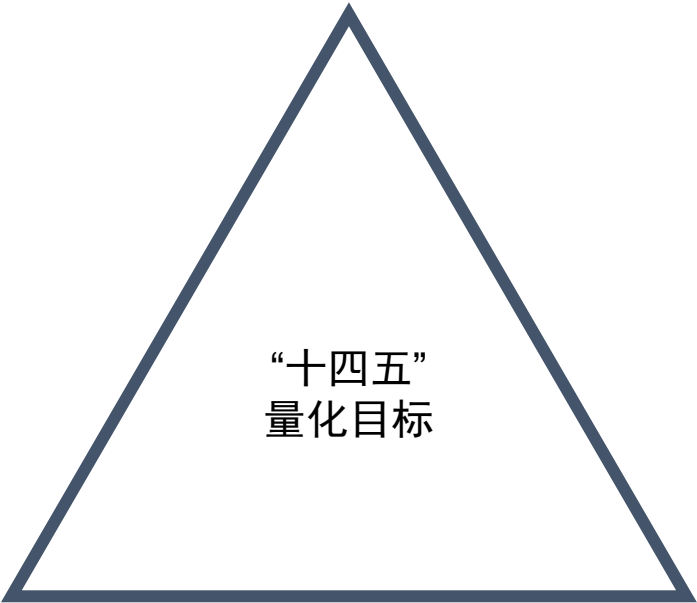
# 2025年主要统计指标预测

|              | 2022    | 2023      | 2024     | 2025F    |
|--------------|---------|-----------|----------|----------|
| GDP增速（实际/名义） | 3.0/4.8 | 5.2/4.6   | 5.0/4.2  | 5.0/5.2  |
| 工业增加值增速      | 3.6     | 4.6       | 5.8      | 5.0      |
| 社会消费品零售总额增速  | -0.2    | 7.2       | 3.5      | 4.5      |
| 固定资产投资增速     | 5.1     | 3.0       | 3.2      | 4.2      |
| 房地产          | -10.0   | -9.6      | -10.6    | -5.1     |
| 基建           | 11.5    | 8.2       | 9.2      | 9.6      |
| 制造业          | 9.1     | 6.5       | 9.2      | 7.8      |
| 出口/进口增速      | 6.9/1.0 | -4.7/-5.5 | 5.9/1.2  | 1.6/1.5  |
| 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      | 4.5      |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

- 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GDP  $\geq 14005$  美元 vs 我国95749人民币  $\approx 13207$  美元

实际GDP增速企稳（5%+）



“十四五”  
量化目标

平减指数转正（0.2%+）

汇率稳中有升（7.2RMB/USD-）

图：中国不变价GDP增速中枢下台阶

## 中国实际GDP增速

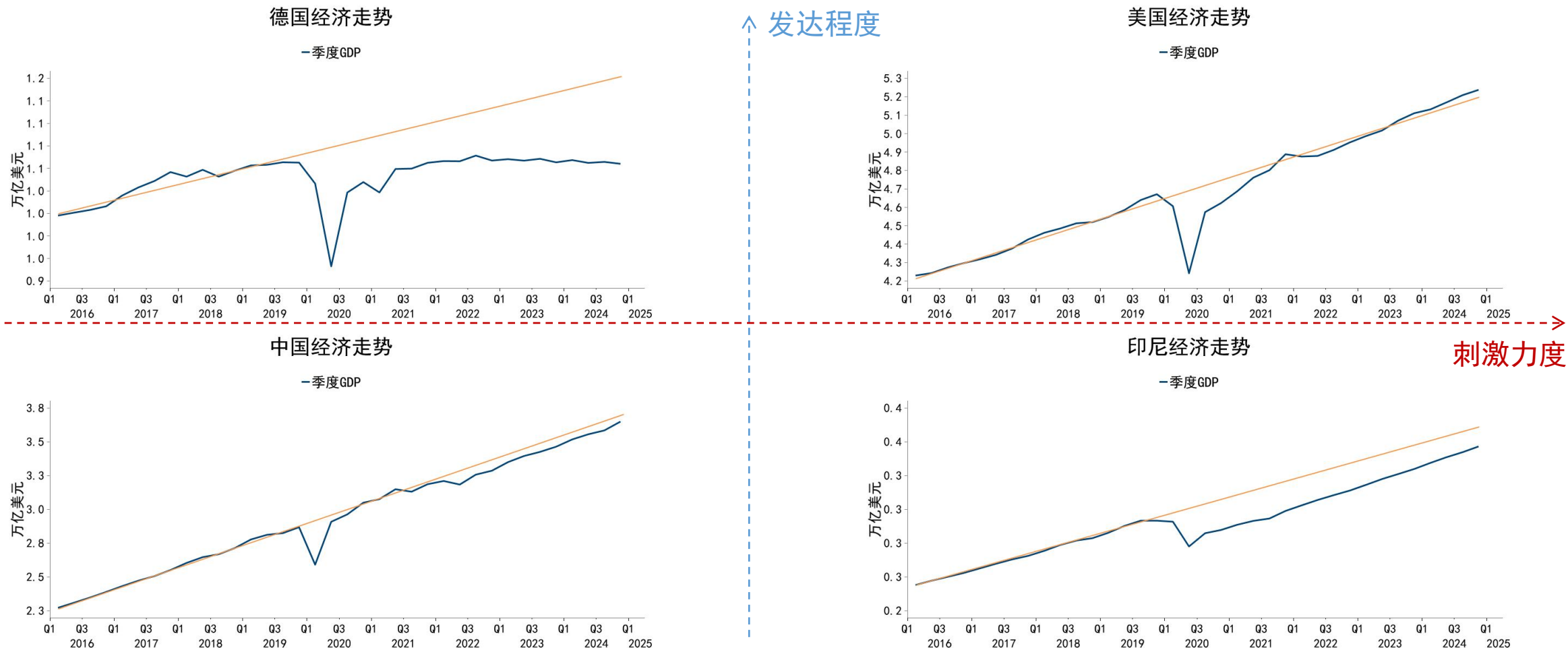


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

## 表观原因：政策定力

- 疫后全球经济体的四种情形：消费（C） vs 资源/生产国（B）；强调控 vs 弱调控

图：四个代表性国家疫情前后经济走势



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

# 内在逻辑：罕见的“三重背离”

# 背离一：第二与第三产业

- 2012-2013年我国第三产业规模和增速逐步超越第二产业
- 然而，2024年以来第三产业与第二产业增速出现倒挂，是2013年后首次

图：2024年我国第二与第三产业增加值增速罕见倒挂

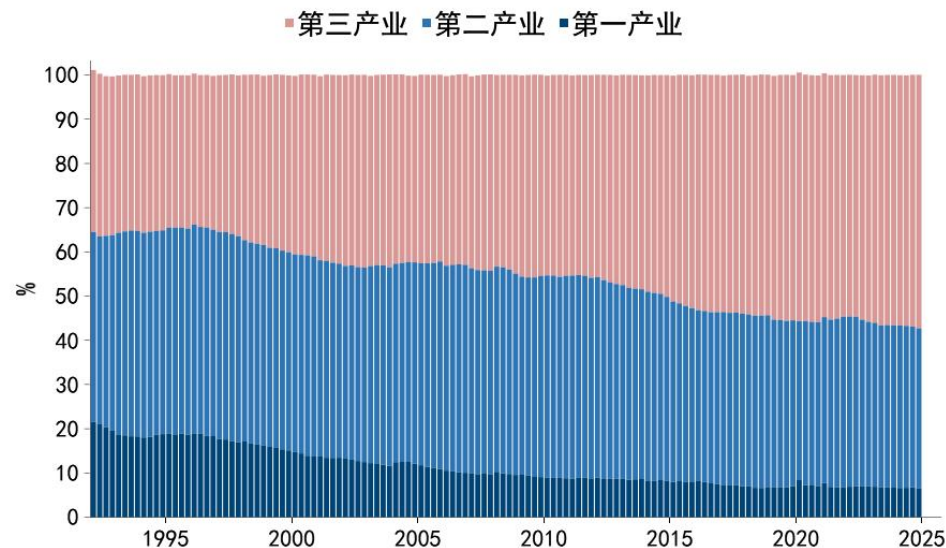
## 中国第二与第三产业增速



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：第三产业在我国经济中占比已接近6成

## 中国经济结构（生产法）

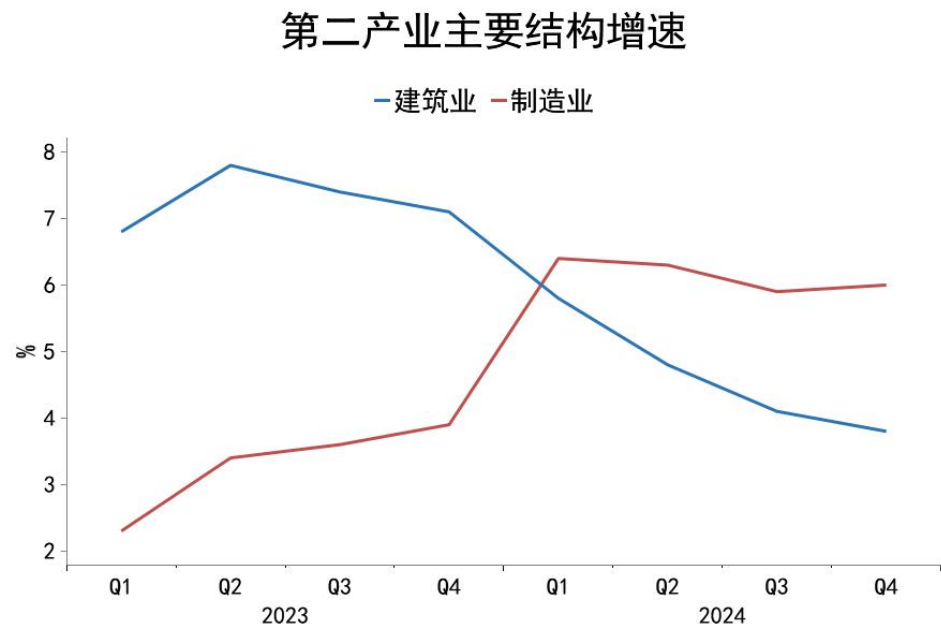


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

# 影响：增长吸纳就业能力下降

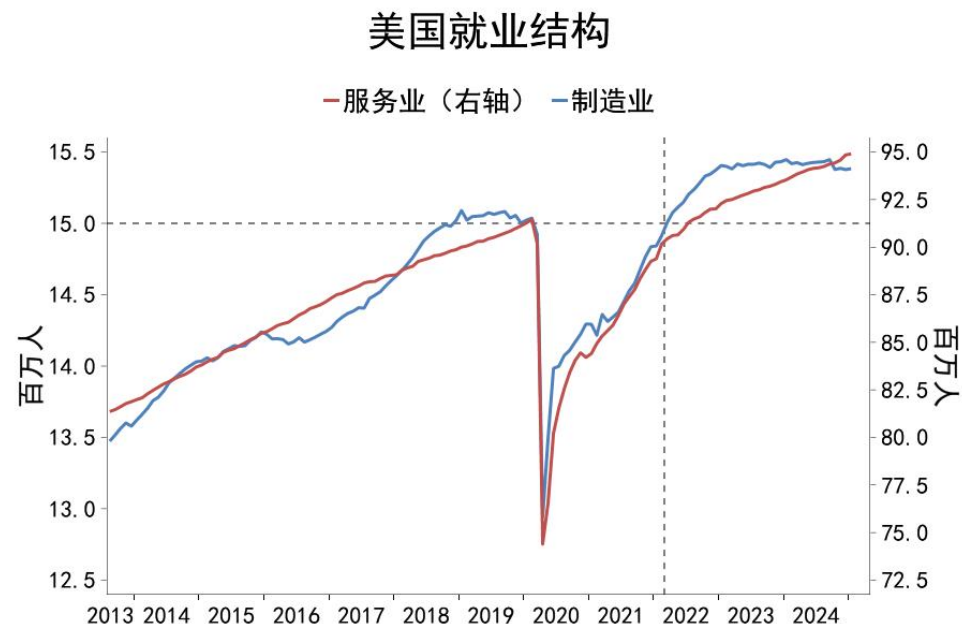
- 当前第二产业动能主要来自制造业
- 疫后海外经验表明，制造业的发展难以全面带动就业
  - 美国就业大致恢复至疫前水平（2022年）至今，制造业新增岗位仅50万，而服务业约为500万
  - 剔除基数，超额创造约200万岗位

图：第二产业动能主要依赖制造业



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：美国疫后相较疫前主要新增岗位来自服务业

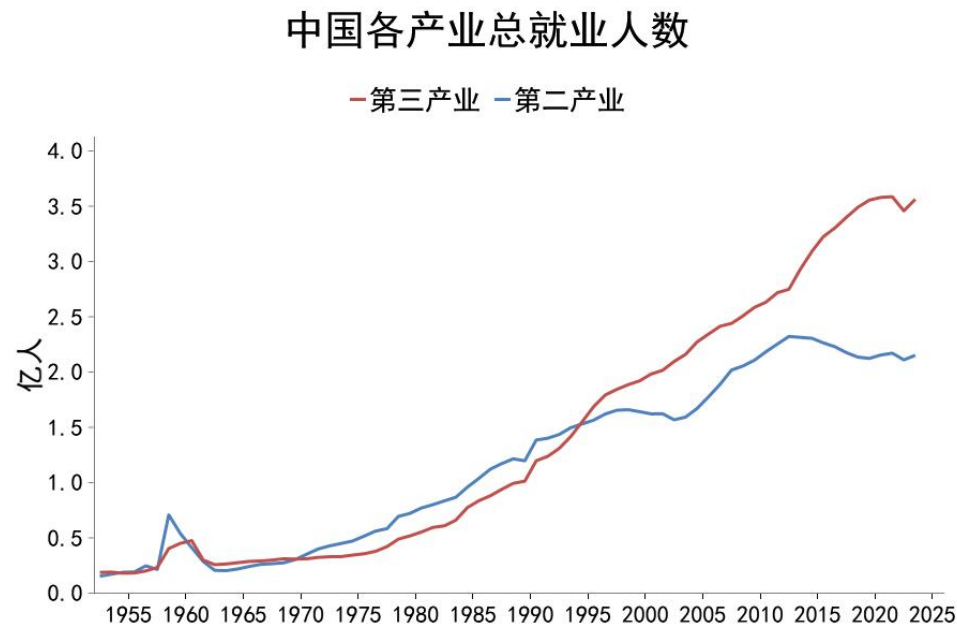


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

# 影响：就业市场紧平衡加剧

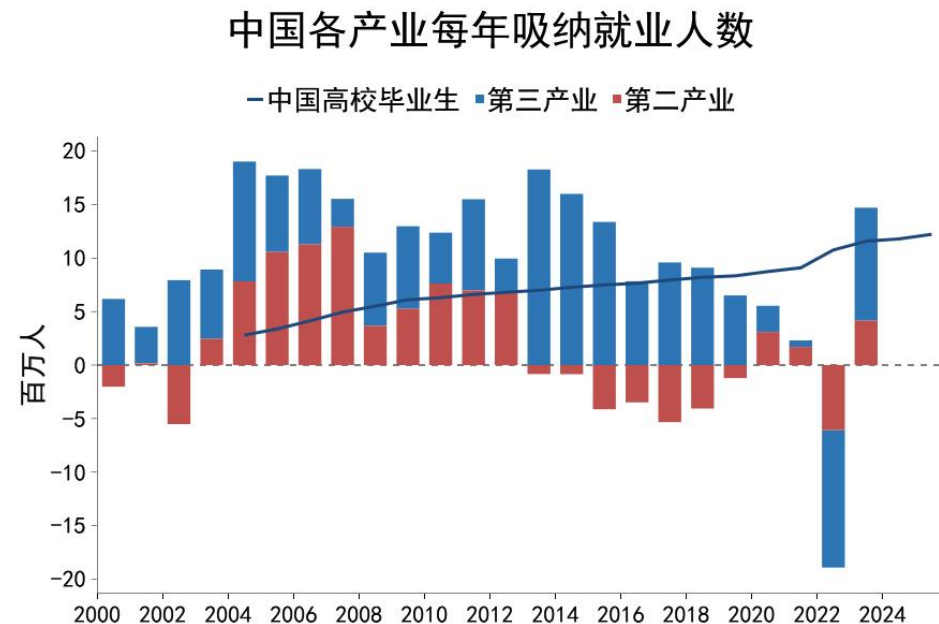
- 从我国的数据看，1995年后服务业取代工业成为吸纳就业的主体
- 疫后我国制造业取得长足发展，但出现“无就业复苏”
- 服务业增长放缓，导致就业市场供过于求，紧平衡加剧
  - 劳动收入和稳定性受到影响

图：我国各产业总就业人数



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

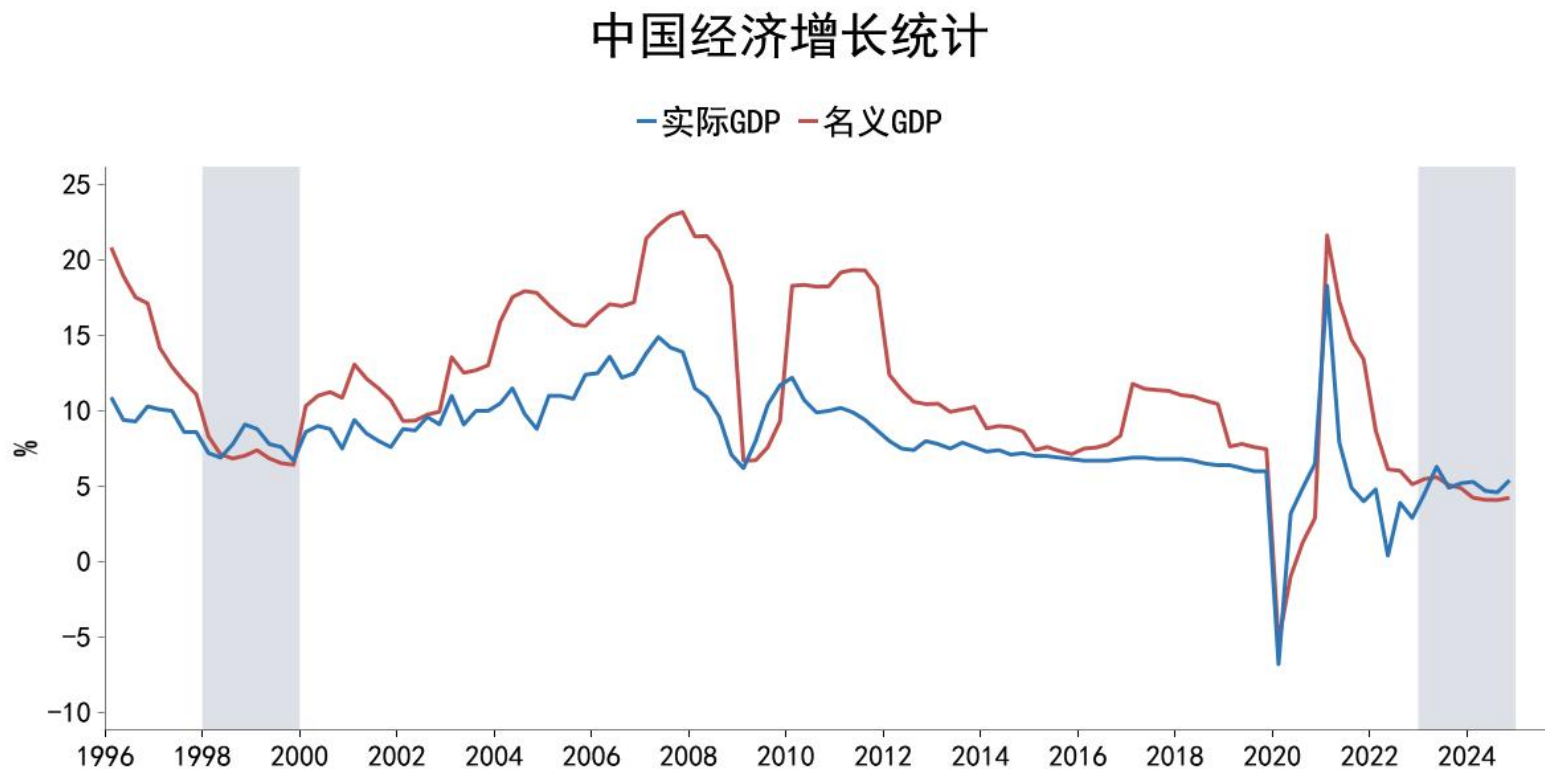


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

## 背离二：名义与实际GDP

- 过去30年中，我国名义与实际GDP增速倒挂的情况较为罕见

图：2023年开始我国名义经济增速开始罕见低于实际GDP增速

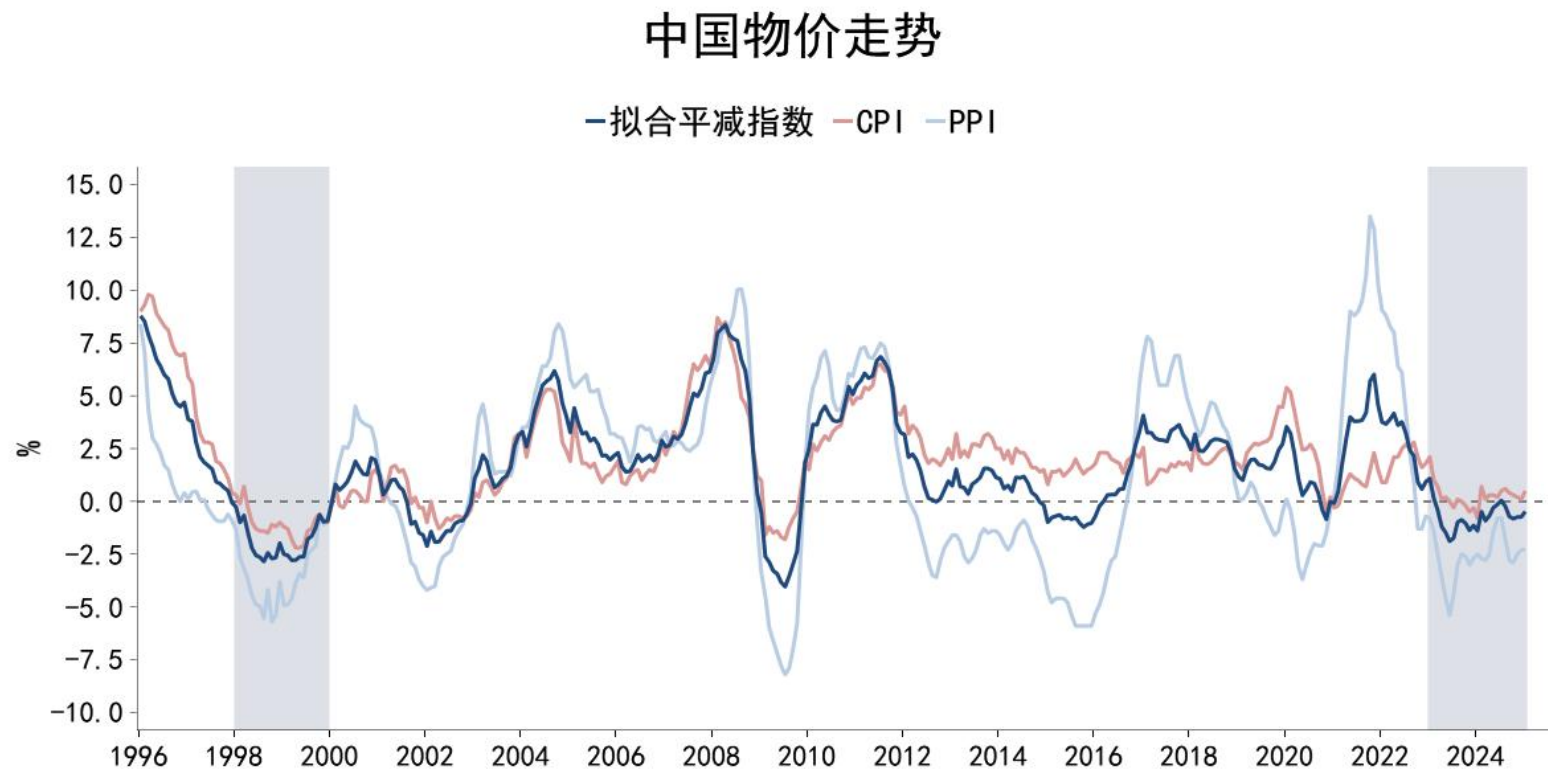


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

## 背离二：名义与实际GDP

- 过去30年中，我国名义与实际GDP增速倒挂的情况较为罕见
  - 核心在于物价持续低迷，特别是CPI表现不强

图：物价持续偏弱是核心因素



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 直接影响在于微观感受与宏观增长出现偏差
  - 居民收入
  - 资产定价
  - 财政税收

图：我国城镇居民可支配收入与实际GDP增速倒挂



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：我国居民财富的重要构成：房与股同步收缩



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

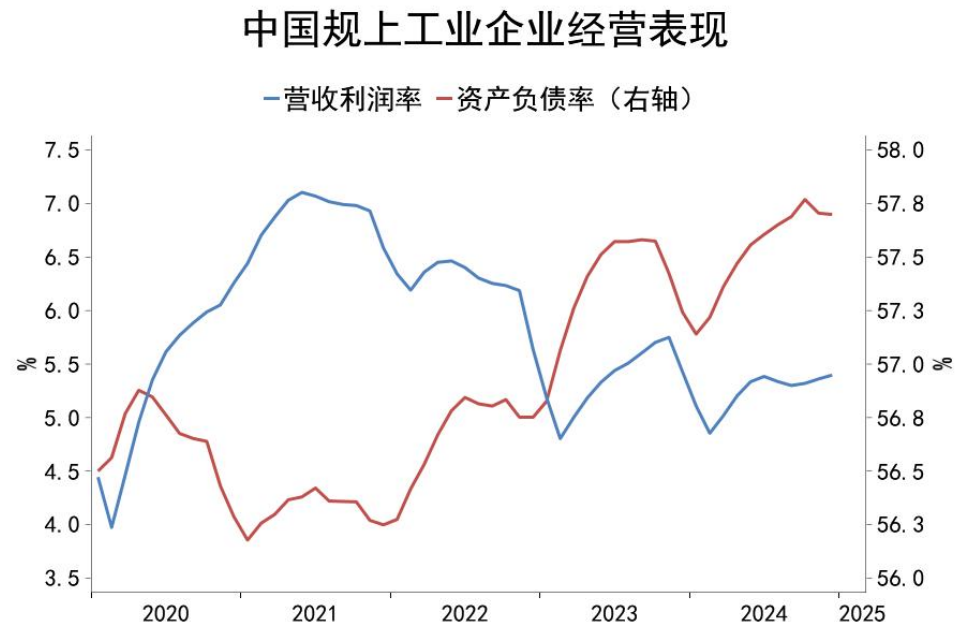
- 近年来，供需失衡背景下，制造业投资与国内消费增速缺口仍在持续拉大
  - 2022年后，工业企业营收利润率和资产负债率承压
  - 本质上，仍是凯恩斯主义下，投资与需求的非市场化配置所造成，寄望于投资带动需求

图：疫后我国制造业投资与消费增速再度倒挂



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：“内卷化”竞争导致企业盈利能力下降，而资产负债表承压

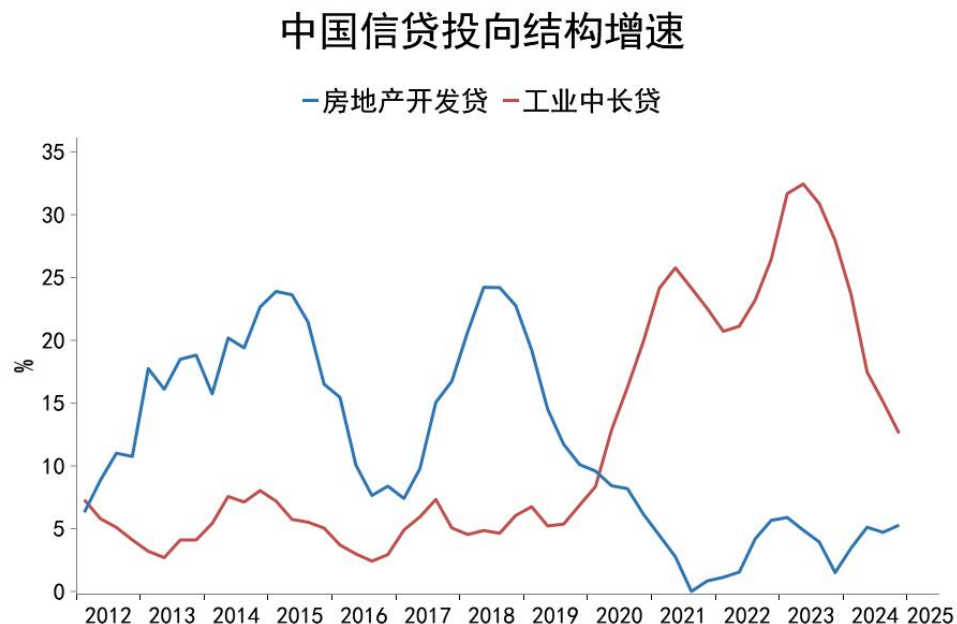


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

# 影响：营收竞争转为利润压力

- 传统基建、地产投资逐步饱和后，制造业投资被视为“新基建”
- 2022年后，外需退潮叠加地产改革，企业每获取1元营收的成本持续上升，“内卷式”竞争加剧
  - 民营企业和国有企业出现分化
  - 大型企业依靠体量和资金优势持续挤出

图：从信贷投向看经济结构转型升级



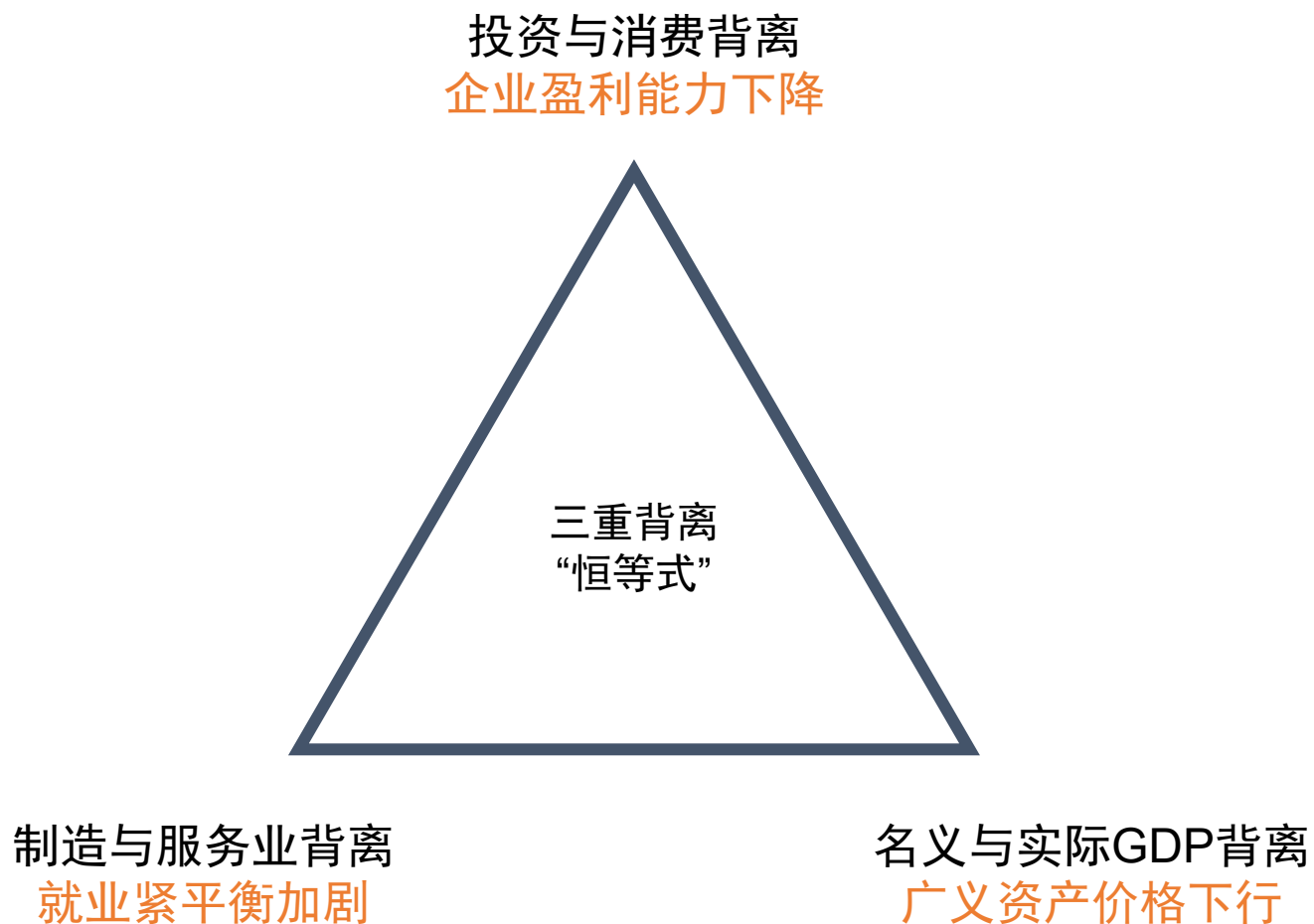
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

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

- 从“恒等式”看，三者其一可以推导出其余两者，但从逻辑关系看，投资与消费的长期背离是主因
  - “三重背离”同时出现，意味着负向循环可能形成，调整的必要性显著上升

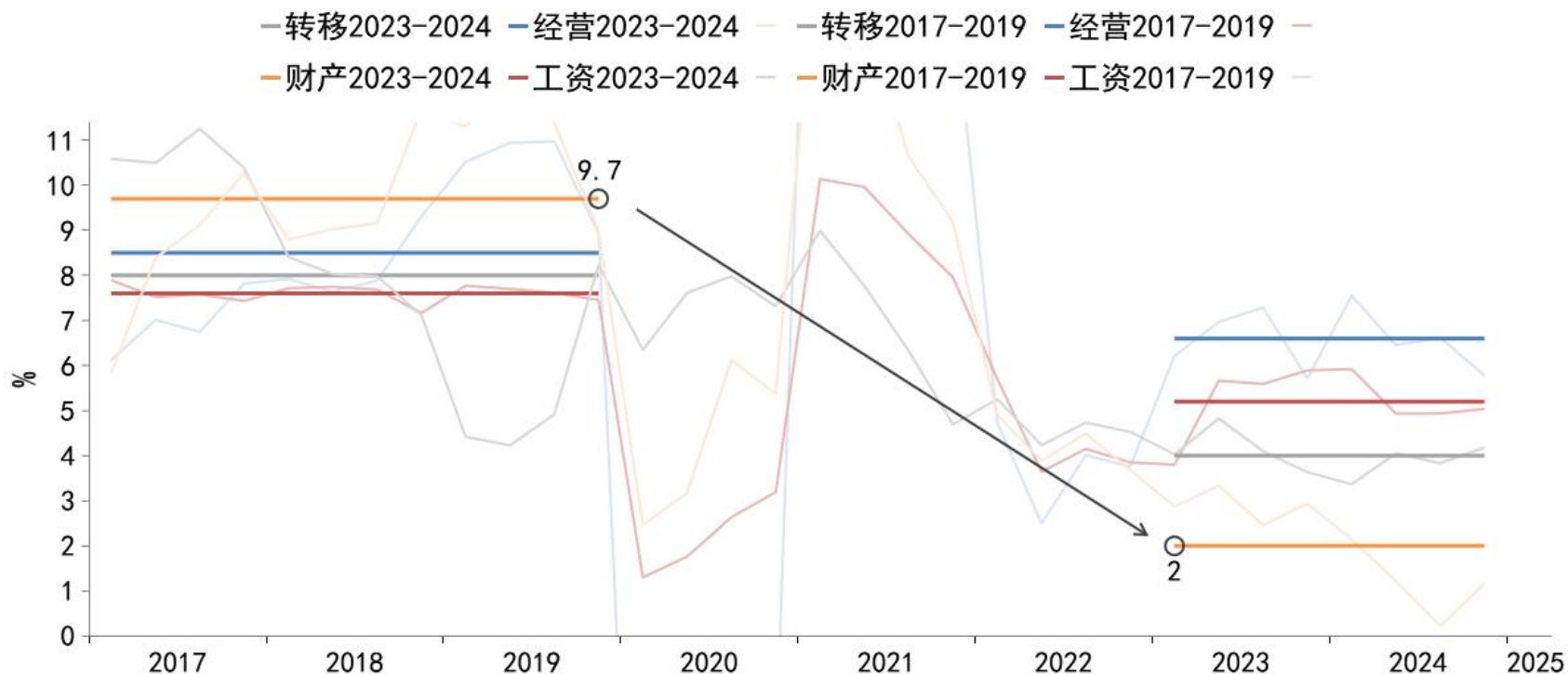


# 如何再平衡：强本开新

- 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

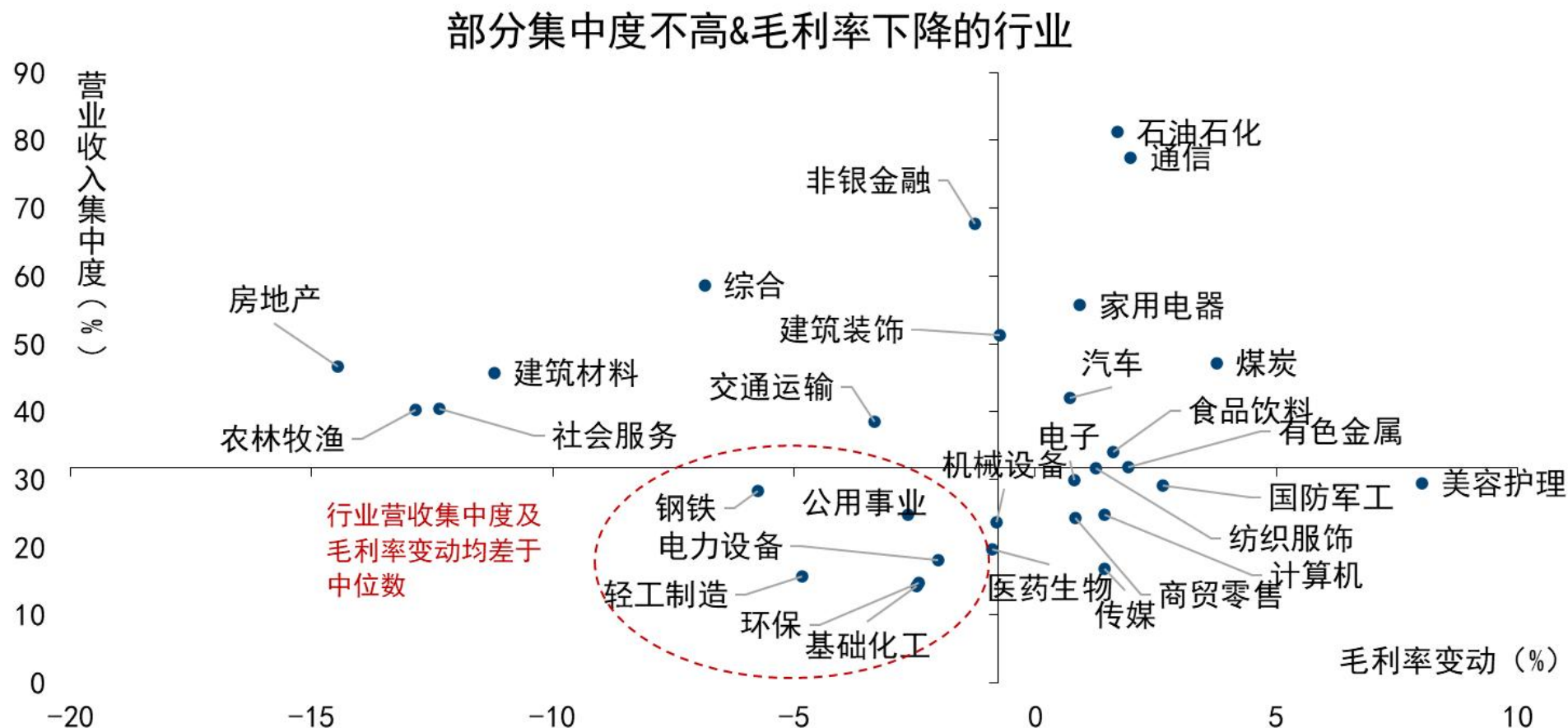
## 中国城镇居民可支配收入增速



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所绘制

- 中期看，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

## 小结：不宜对总量政策预期过高

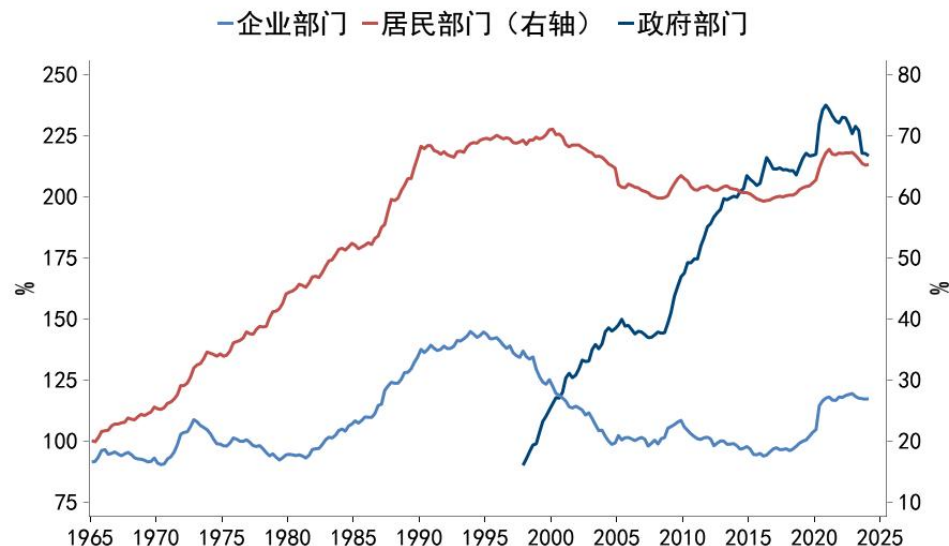
- “内卷竞争格局 + 过宽总量政策”的组合可能带来合成谬误，延缓经济的内生式修正
- 强本开新的政策思路
  - 强本：稳住传统“基本盘”
    - 定向工具支持全局性资产负债表修复
      - 政府 → 化债
      - 企业 → 并购重组
      - 居民 → 修复资产估值，兼顾重点人群（低保/生育/养老）
    - 总量工具作为“止疼药”（4%赤字、5000-6000亿元“两新”、30BP降息等）
    - 通胀回升作为中介指标：股票稳步走强、债市温和回调
  - 春节后，权益市场率先定价了经济“磨底向上”的可能，债券市场随后做出反应
    - 传统产业调整见底，新兴动能点状突破

# 为何美国“资产负债表衰退”罕被提及？

- 2008年次贷危机后，美国同样进入资产价格坍塌引发的持续“去杠杆”
  - 为何无人提及美国“资产负债表衰退”？
  - 学习效应下，政策及时对冲，资产坍塌的时长和幅度明显缩短

图：日本“失去的三十年”伴随漫长而痛苦的去杠杆

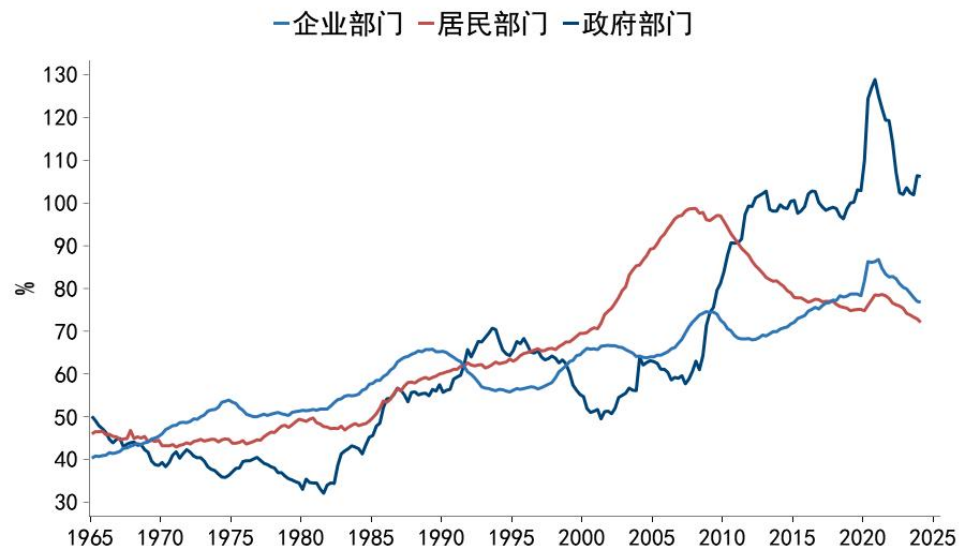
## 日本杠杆率



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图：资产价格重估后，去杠杆似乎难以避免

## 美国杠杆率



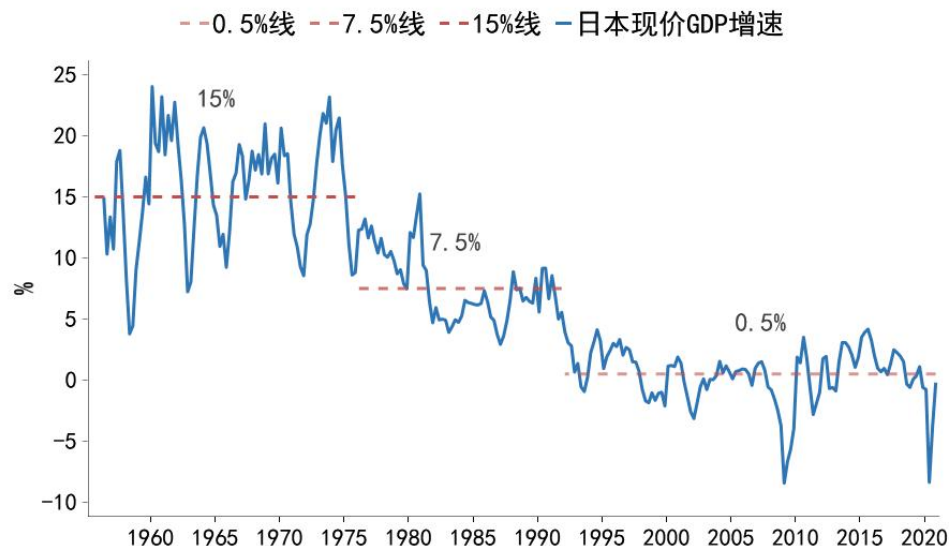
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

# 避免“全要素生产率衰退”或更为关键

- 事实上，日本在“失落的三十年”经历了严重的全要素生产率衰退
- 在无法“做大增量”的情况下，靠“优化存量”去杠杆漫长且痛苦
- 我国转变经济增长模式近乎是“必然选项” → 发展新质生产力

图：1991年资产泡沫破裂后，日本经济增速骤降

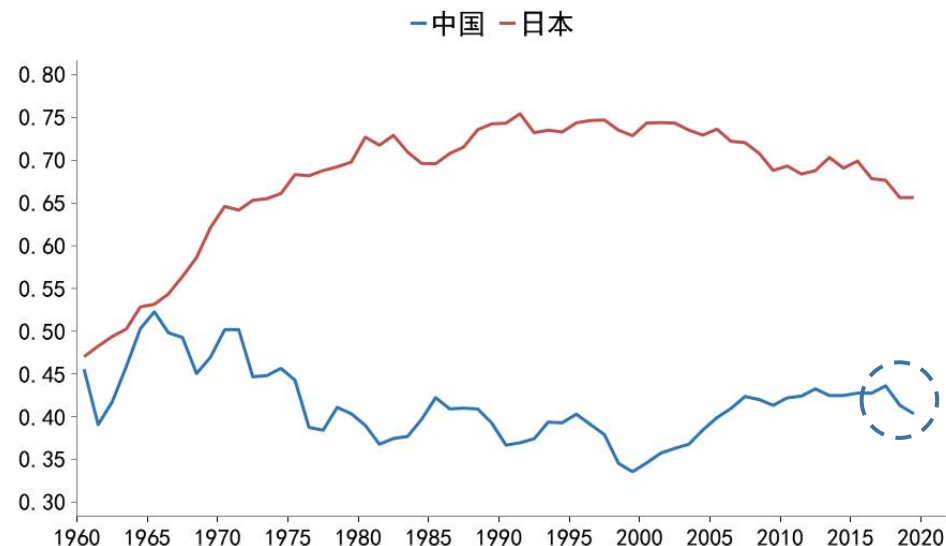
## 日本经济增速台阶



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图：“全要素生产率衰退”是压垮日本经济的“稻草”

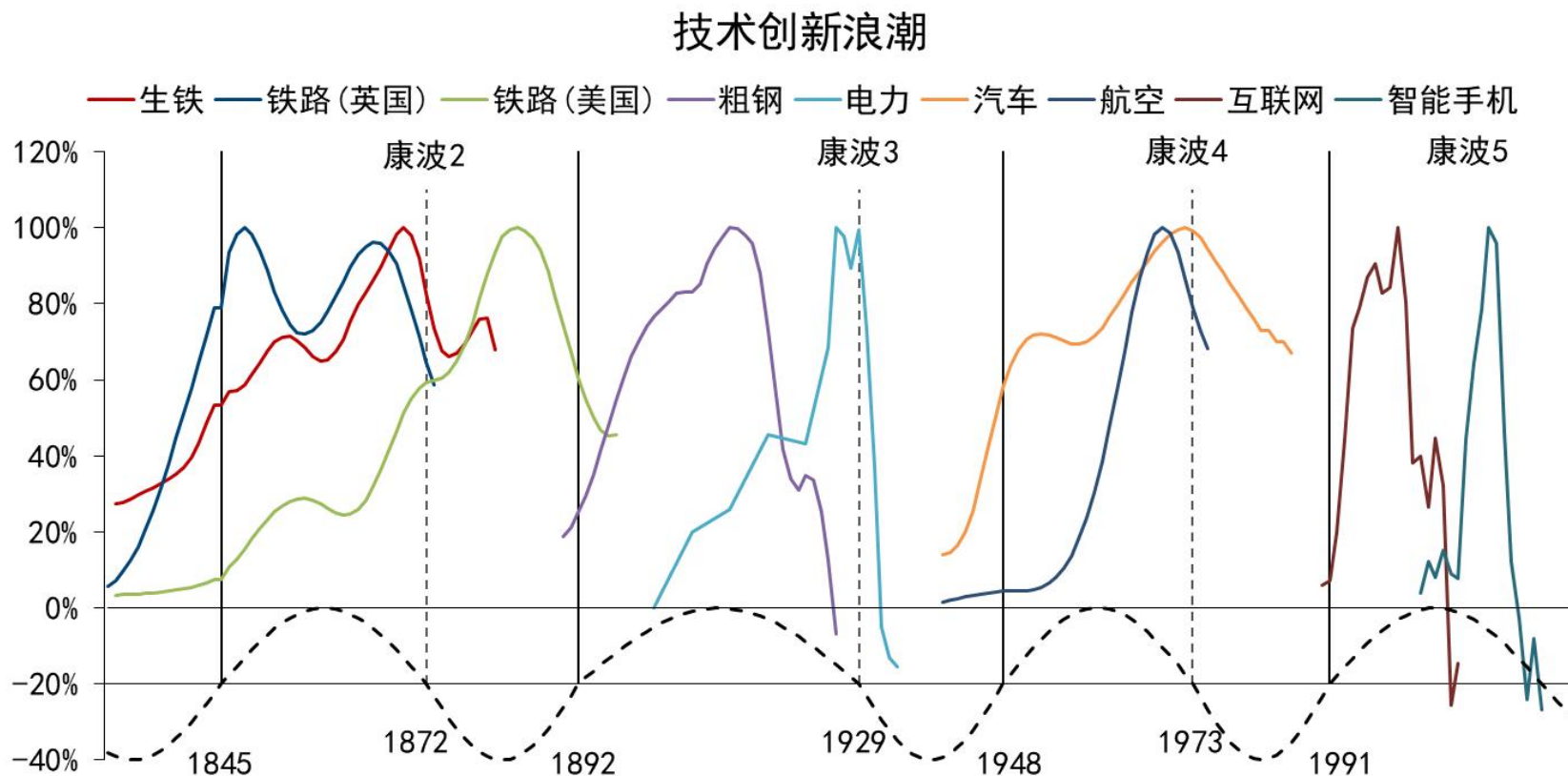
## 现价全要素生产率（美国为1）



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 青黄不接 or 变革前夜？
  - 哪种路径能胜出尚不明朗
  - 这一时期，0→1的突破更为关键

图：重要技术革新浪潮回溯



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

资料来源：OpenAI，多伦多大学，Vector Institute，国信证券经济研究所整理



山姆·奥特曼



伊尔亚·苏茨克维

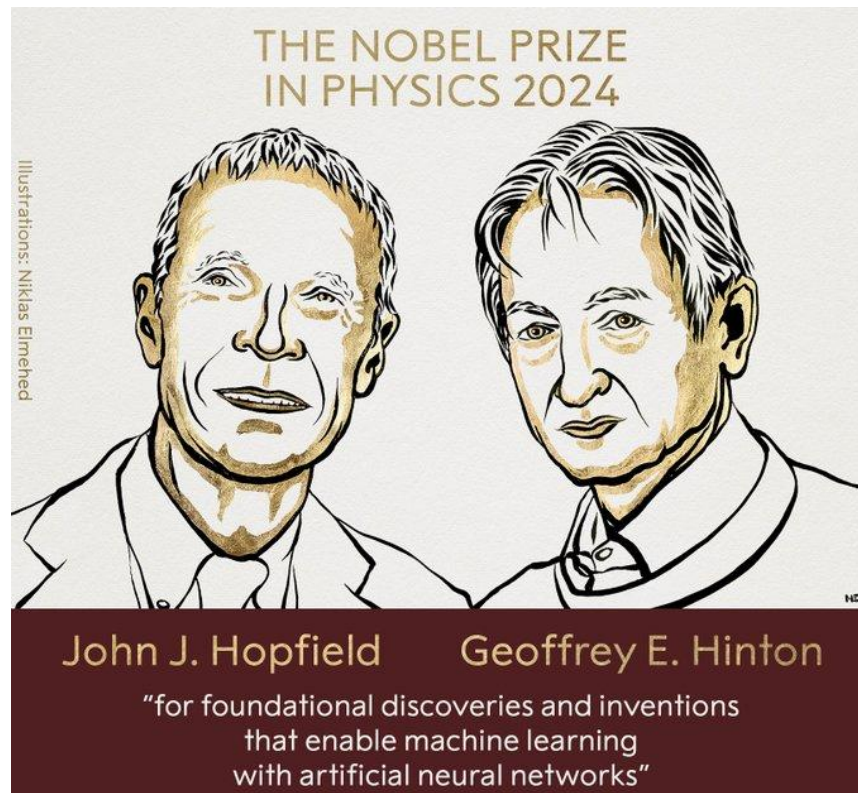


杰佛里·辛顿

资料来源：美国计算机学会，瑞典皇家科学院，国信证券经济研究所整理



2018年图灵奖



2024年诺贝尔物理学奖

| 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