

2024年12月05日

# 中国扩大内需的路径选择

宏观研究团队

——2025年宏观展望

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

潘伟楨（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

### ● 国内面临需求不足的问题

**1、房地产下行拖累经济。**广义房地产占经济比重从2020年的34.7%降至2023年的28.0%左右。测算2022、2023年房地产对GDP的拖累约为-1.92%、-1.45%，预计2024、2025年分别为-1.84%、-0.84%。对于房价财富效应系数，复盘1970年以来全球26次较大的房地产泡沫破裂来看，房价跌幅与居民消费支出增速降幅的弹性系数： $Y=0.1984*X$ 。若按统计局口径2021年7月至2024年9月我国二手房价下跌15.3%，则拖累居民消费支出增速3.1%、平均每年约1.0%。

**2、物价偏低拖累企业盈利和居民收入。**截至2024年Q3，GDP平减指数同比已连续6个季度为负，PPI同比已连续24个月处于负区间，核心CPI环比已连续7个月弱于季节性；企业端多数行业以价换量；居民工时拉长、时薪放缓。

**3、全社会杠杆率被动上行。**宏观杠杆率加速上行，名义GDP处在下滑区间；居民存贷差加速扩大；资金活性降至历史低位。

### ● 历史上三次走出物价低迷的途径对比

上世纪90年代以来，我国GDP平减指数连续为负的现象共发生过4次，分别为1998-1999年、2009年、2015年以及2023年至今。将固定资产投资、房地产投资、出口与社零四大指标分别与GDP平减指数进行匹配，通过其与物价的走向关系判断推动经济回升的主导因素。复盘发现，外需回暖在过去几轮物价回升过程中发挥显著作用；地产投资是弥补外需缺口的核心因子；在面临较为严重的需求不足问题时，将看到央行的大幅降准降息与财政的明显积极转向。

### ● 中国扩大内需的路径选择

**1、海外环境：**海外降息周期开启，2025年或将持续进行。2024全球大选结束，国际政治环境或趋于稳定。特朗普或优先兑现减税、移民、加大能源供给以降低通胀等竞选承诺，关税议题或相对靠后。预计2025年出口同比有所回落，但可能仍小幅正增长。

**2、国内政策：**2025年大概率宽财政宽货币。常规货币政策可操作空间较大，降准降息幅度可能超过2024年，对地产、资本市场的结构性支持有望加深。同时新货币政策框架重心在于疏通利率传导，优化公开市场操作，调控手段向重价轻量转型。财政赤字率或提高至4%-5%，专项债、超长期特别国债扩容扩围，财政资金投向进一步向消费、民生和地产倾斜；安排一次性大规模化债额度。广义财政赤字率有望显著增长至9%-10%。

**3、扩大内需的路径选择：长期看好消费，消费将迎新时代。**

**(1)2025年往后地产有望止跌企稳，这是消费回升的前提。**海外国家金融危机/地产出清时居民偿债比率收敛于11%-13%，我国在924货币政策加码后该指标已改善至10.9%，指向已突破地产需求政策的有效性边界，叠加政府端货币化安置+收储贡献增量需求，预计2025年新房销售增速-3%、二手房销售增速+5%。

**(2)股票财富效应拉动消费。**标普500当季收益率超过5%、10%、15%时，对应美国居民消费增速提高0.3、0.45、0.3个百分点，剔除经济增长影响后仍成立。

**(3)重视民生和社会保障、扩张服务业有利于提高居民收入，解决就业。**对于服务业：一则服务业劳动者报酬率更高，服务业扩张有利于收入分配更多倾向于居民；二则服务业在吸纳就业方面优势明显；三则服务消费跨期挤出效应不明显。

**(4)消费品以旧换新效果显著。**测算边际拉动倍数约2.5-3.2倍，若2025年有3000亿消费品以旧换新补贴，则额外拉动消费4000多亿元，社零增速约4.5%。

**(5)第二次城镇化是“人口”的城镇化，主要拉动居民消费、住房消费和公共消费（服务）。**假设2024-2029年户籍人口和常住人口城镇化率的轧差收窄2-4个百分点，则年均拉动经济5242-10483亿元、占2023年GDP 0.4%-0.8%。

### ● 资产配置

1、国内资产配置：股好于债，行业配置先是科技+顺周期，然后是内需偏消费。

2、海外资产配置：不确定性提升。短期美股>美元>黄金>美债>原油。

● **风险提示：**国内政策不及预期，美国经济超预期衰退。

## 相关研究报告

《央企助力稳增长稳投资—宏观周报》-2024.12.1

《经济改善延续性或未充分定价—兼评11月PMI数据》-2024.12.1

《汽车接棒家电，预计11月社零进一步修复—10月企业利润数据点评》-2024.11.27

## 目 录

1、国内面临需求不足的问题 .....	5
1.1、起因：四维度拆解房地产对经济拖累 .....	5
1.2、表现：价格和资产负债层面的现状剖析 .....	7
1.2.1、价格指标连续走低 .....	7
1.2.2、物价偏低拖累企业盈利和居民收入 .....	8
1.2.3、资产负债表层面的表现：杠杆率被动上行 .....	13
2、历史上三次走出物价低迷的途径对比 .....	15
3、中国扩大内需的路径选择 .....	18
3.1、全球环境：降息周期开启，政治环境趋稳，我国政策空间加大 .....	18
3.2、国内政策：宽财政宽货币以稳增长和提物价 .....	23
3.2.1、货币：创造宽松环境的同时完善新调控框架 .....	23
3.2.2、财政：广义财政扩张，大规模化债，资金也有望向消费与民生倾斜 .....	26
3.3、路径选择——长期看好消费，消费将迎新时代 .....	30
3.3.1、消费因素 1：消费企稳的一大前提或在于地产 .....	30
3.3.2、消费因素 2：重视股市慢牛财富效应 .....	32
3.3.3、消费因素 3：服务业扩张有利于提高居民收入、解决就业 .....	33
3.3.4、消费因素 4：消费品以旧换新政策效果显著 .....	34
3.3.5、消费因素 5：新二次城镇化更多利好消费 .....	35
4、资产配置建议 .....	39
4.1、全球大类资产：不确定性显著提升 .....	39
4.2、国内资产：股好于债，行业配置先科技+顺周期，然后内需偏消费 .....	41
5、风险提示 .....	42

## 图表目录

图 1：2023 年地产链占 GDP 比重或不足三成 .....	5
图 2：新质生产力板块部分抵消地产下行的拖累 .....	5
图 3：房地产对经济的直接、间接影响及测算逻辑 .....	5
图 4：2022、2024 年房地产对 GDP 拖累较重，预计 2025 年或收窄至-0.84% .....	6
图 5：房价与消费关系的文献梳理 .....	6
图 6：地产下行阶段，房价财富效应约为 0.2 .....	7
图 7：2023 年 Q2 至 2024 年 Q3，GDP 平减指数同比连续 6 个季度为负 .....	7
图 8：截至 2024 年 9 月，PPI 同比连续 24 个月为负 .....	8
图 9：截至 2024 年 9 月，核心 CPI 环比连续 7 个月弱于季节性 .....	8
图 10：预计 2025 年下半年 PPI 同比转正 .....	8
图 11：预计 2025 年 CPI-PPI 同比剪刀差前高后低 .....	8
图 12：利润三因子拆解来看，2024 年工业企业呈现“以价换量”特征 .....	9
图 13：采矿业价好于量，但上游加工以价换量 .....	9
图 14：中游深度以价换量 .....	9
图 15：下游消费浅幅以价换量 .....	10
图 16：中游负 PPI 持续时间较长 .....	10
图 17：中游深度以价换量 .....	10

图 18: 设备更新提振制造业投资增速 .....	11
图 19: “两新”加快生效, 工业企业产销率改善 .....	11
图 20: 失业基金支出与失业率小幅背离 .....	12
图 21: 居民工时拉长、时薪增速放缓 .....	12
图 22: 美团财报显示, 外卖人均收入下降 .....	12
图 23: 博尔捷招股说明书显示, 骑手单件佣金下滑 .....	12
图 24: 滴滴财报显示, 司机年均收入下降 .....	12
图 25: 滴滴客单价连续 4 个季度负增长 .....	12
图 26: 医生供给增加、收入下滑 .....	13
图 27: 公务员或已降薪 .....	13
图 28: 看准网显示, 部分行业招聘平均工资下降 .....	13
图 29: 宏观杠杆率和名义经济增速出现背离 .....	14
图 30: 企业部门贷款增速下滑 .....	14
图 31: 居民消费贷款快速收缩 .....	14
图 32: 中央政府杠杆率扩张有限 .....	15
图 33: 近 3 年居民存贷差加速上行 .....	15
图 34: M1 同比降至历史低位 .....	15
图 35: 物价低迷时, 总投资常与 GDP 平减指数相反 .....	17
图 36: 地产拐点往往领先或同步于 GDP 平减指数拐点 .....	17
图 37: 1998-1999 与 2009 年, 社零拐点领先于物价拐点 .....	17
图 38: 外需波动是国内物价波动的重要原因 .....	17
图 39: 欧美通胀均经历了大幅下行 .....	19
图 40: 美国民众通胀预期较为稳定 .....	19
图 41: 9 月点阵图显示 2025 年将降息至 3.25% 左右 .....	20
图 42: CME 市场预期 2025 年将降息 75bp .....	20
图 43: 欧央行在 2024 年已降息 75bp .....	20
图 44: OIS 利率预期欧央行或将继续降息 .....	20
图 45: 银行结汇率 2022 年以来大多低于售汇率 .....	21
图 46: 人民币汇率经历了一定贬值压力 .....	21
图 47: 我国对美出口比重持续下降 .....	22
图 48: 从韩国、越南出口走向看, 全球经贸周期已进入下行阶段 .....	23
图 49: 从最新数据看, 美国需求仍具较强韧性 .....	23
图 50: 与名义利率不同, 实际利率并未降至历史低点 .....	24
图 51: 央行构筑调控更加精细化的利率走廊 .....	24
图 52: 预测 2025 年社融增速改善后趋于平稳 .....	25
图 53: M2 同比可能回升至 8-9% .....	25
图 54: 利率的传导效率仍有待完善 .....	25
图 55: 测算 M1 口径调整后曲线形态 .....	25
图 56: 2025 年广义赤字率可能显著提升 .....	27
图 57: 2015-2018 年置换债券发行后国债收益率表现 .....	29
图 58: 近期央行对资金面较为呵护 .....	29
图 59: 上轮特殊再融资债主要在四季度发行 .....	29
图 60: 地方已发行约 1.1 万亿特殊再融资专项债 .....	29
表 1: IMF 对全球经济预测 (%) .....	40

---

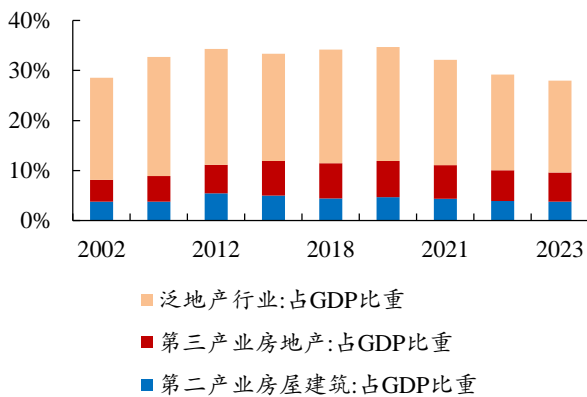
表 2: OECD 对全球经济预测 (%) .....	41
表 3: 2025 年经济数据预测 .....	42

## 1、国内面临需求不足的问题

### 1.1、起因：四维度拆解房地产对经济拖累

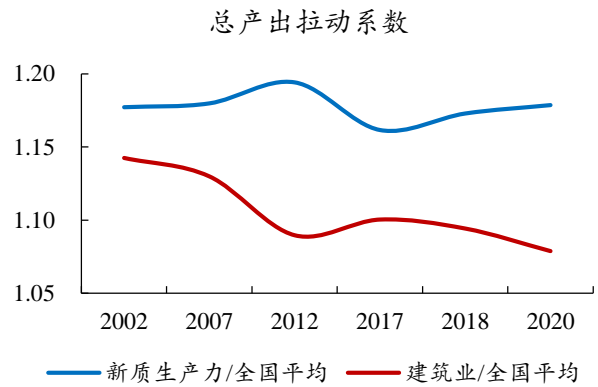
三年疫情叠加地产缓步下行，对我国宏观经济运行、供需结构、微观主体预期产生了多方面的影响。从投入产出表来看，2020年狭义房地产（第二产业房屋建筑+第三产业房地产）占GDP比重约11.9%，估算2023年或下降2.3个百分点至9.6%；广义房地产（狭义房地产+相关链条）则从2020年的34.7%降至2023年的不足三成，估算2023年占GDP比重约为28.0%。好的方面在于，新质生产力扩张部分抵消了地产下行的拖累。建筑业对总产出拉动系数从2012年的3.4倍下滑至2020年的3.0倍，而新质生产力稳定保持在3.3倍，展现出了较强的韧性。

图1：2023年地产链占GDP比重或不足三成



数据来源：统计局、Wind、开源证券研究所

图2：新质生产力板块部分抵消地产下行的拖累



数据来源：统计局、Wind、开源证券研究所

我们从4条传导链详细拆解了房地产对经济的直接和间接影响：一则拖累建安投资及地产开工链（钢铁、非金属矿物制品等）；二则土地购置费下滑，政府性基金减收而间接影响基建；三则商品房销售需求下行，拖累第三产业房地产和地产后周期消费品；四则房价下行带来的财富效应抑制居民消费支出。测算来看，2022、2023年房地产对GDP的拖累约为-1.92%、-1.45%，预计2024、2025年分别为-1.84%、-0.84%，2025年往后或有望迎来房地产市场的止跌企稳。具体来看，房地产拖累的因子贡献逐年变化，2022、2023年主要由建安投资、商品房销售贡献，2024年则房价财富效应的拖累明显增大。

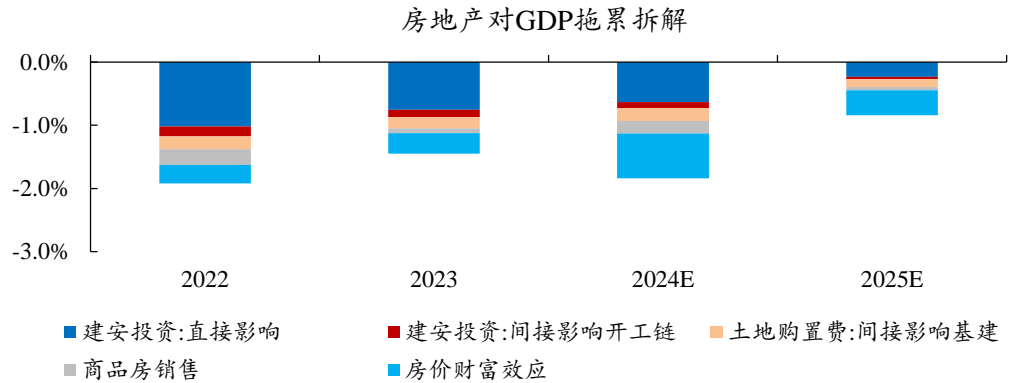
图3：房地产对经济的直接、间接影响及测算逻辑

传导链条	直接影响 GDP	间接影响 GDP	
房地产	建安投资	第二产业房屋建筑	影响地产开工链（钢铁、非金属制品等），可用投入产出表“房屋建筑”的影响力系数进行估算
	土地购置费	不计入 GDP	减少政府性基金收入而影响基建等支出
	商品房销售	第三产业房地产	影响后周期消费（建材、家具、家电等），由于历史数据拟合效果不佳，且可能与房价对消费的财富效应存在重复，因此暂不计算
	房价		财富效应影响居民消费支出，可通过学术论文和全球复盘规律进行交叉测算

资料来源：统计局、Wind、开源证券研究所



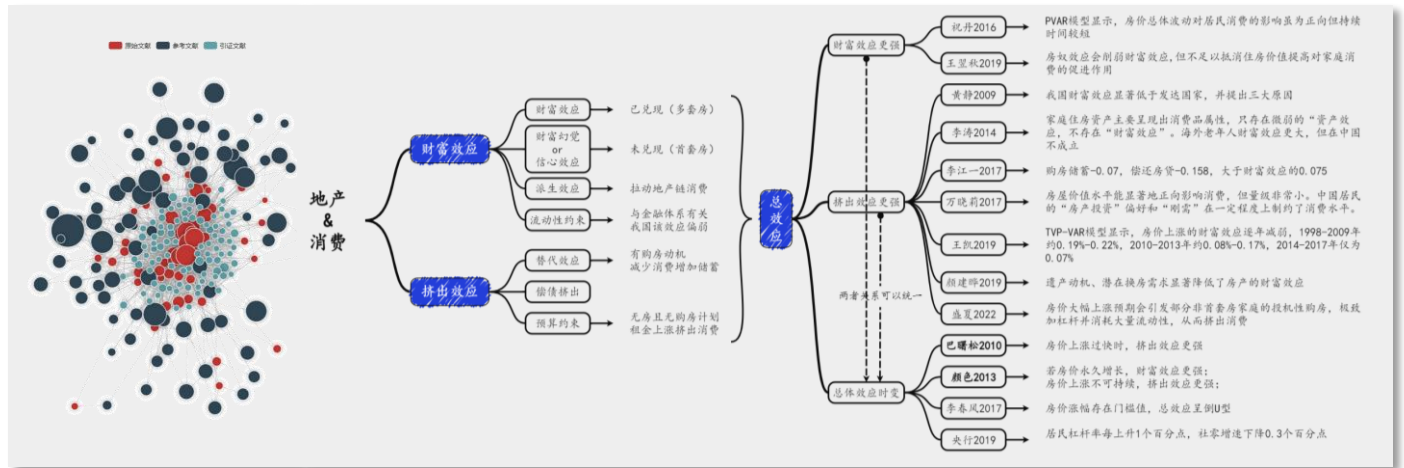
图4：2022、2024 年房地产对 GDP 拖累较重， 预计 2025 年或收窄至-0.84%



数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

其中，房价财富效应系数具体如何？我们从学术论文和全球复盘规律两个维度作进一步探讨。首先从 72 篇高引学术论文来看，多数认为房价与消费的关系具有时变性，可初步归结为 4 个阶段：财富效应→挤出效应→负财富效应→负挤出效应。黄静（2009）和王凯（2019）认为房价上涨带来的财富效应逐年下降，前者测算我国财富效应约 0.08-0.12，低于 OECD 国家的 0.11-0.17；后者基于 TVP-VAR 测算，1998-2009 年约 0.19-0.22、2010-2013 年约 0.08-0.17、2014-2017 年为 0.07。因此，学术论文指向我国房价财富效应约 0.07-0.12。

图5：房价与消费关系的文献梳理

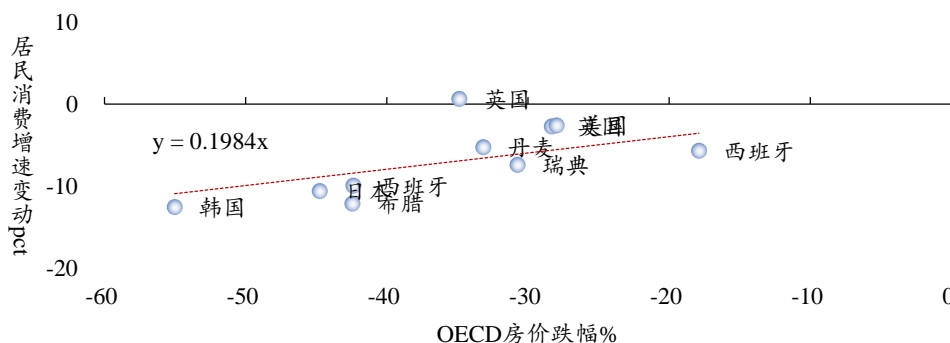


数据来源：知网、黄静《房地产财富与消费：来自于家庭微观调查数据的证据》、王凯《我国房价上涨对居民消费的影响：财富效应还是挤出效应？》等、开源证券研究所

从全球复盘来看，1970 年以来主要有 18 个国家发生了 26 次较大的房地产泡沫破裂，我们基于期间房价跌幅与居民消费支出增速降幅，计算了两者的弹性系数： $Y=0.1984 * X$ ，即房地产出清阶段的房价财富效应约为 0.2，这一水平略高于学术文献的测算，考虑到风险厌恶会导致房价效应的非对称性（即下跌阶段的财富效应大于上涨阶段），0.2 同样具有合理性。具体我国而言，若按统计局口径则 2021 年 7 月

至 2024 年 9 月我国二手房价下跌 15.3%，则拖累居民消费支出增速 3.1%、平均每年约 1.0%。

图6：地产下行阶段，房价财富效应约为 0.2



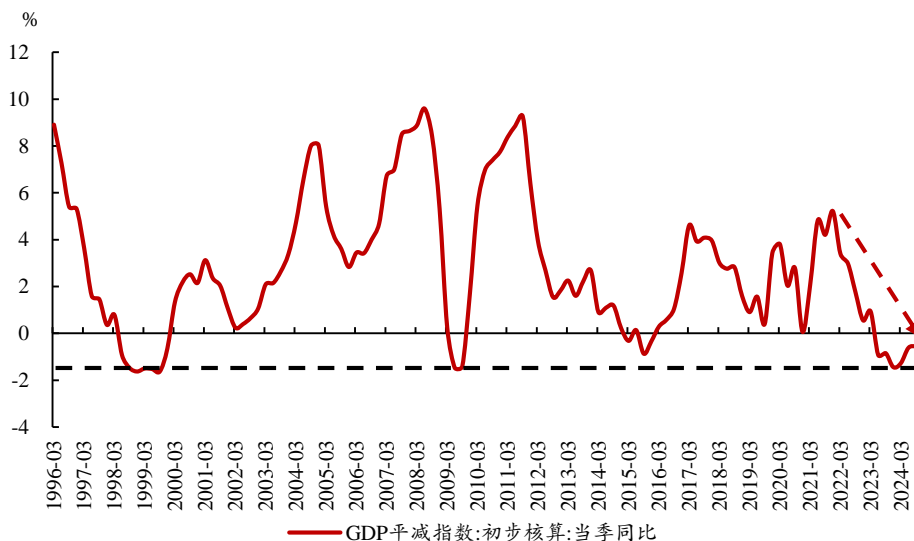
数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

## 1.2、表现：价格和资产负债层面的现状剖析

### 1.2.1、价格指数连续走低

首先从表象上看，各项价格指数表现偏低：GDP平减指数自 2022 年起同比进入下行通道；2023 年 Q2 至 2024 年 Q3，GDP 平减指数同比已连续 6 个季度为负，持续时间为近二十年来最长，同比最大降幅与金融危机后的 2009 年 Q2 接近。

图7：2023 年 Q2 至 2024 年 Q3，GDP 平减指数同比连续 6 个季度为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到 CPI 与 PPI 而言：PPI 同比自 2022 年 10 月起由正转负，截至 2024 年 9

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/248065107016007005>