



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2025年06月25日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告:

《金融全方位改革，提高开放水平》

——2025 年 06 月 18 日

《中美相互关税水平下降，风险偏好有望提升》

——2025 年 05 月 13 日

《降息降准落地，金融全方位发力》

——2025 年 05 月 08 日

提升居民消费与大力发展服务业

——逆全球化思潮抬头我国应对思考

■ 事件

中美经贸磋商机制首次会议后，我们就逆全球化思潮抬头提出一些思考。

■ 主要观点

我国工业产能利用率偏低，工业品价格下跌。

中国工业门类齐全，但是工业产能利用率自 2022 年以来持续低于长期均衡值，截至 2025 年一季度仅为 74.1%，低于 2006-2022 年的 15 年均值水平 77.0%。2023 年至今我国工业品价格也连年下跌，工业企业利润在 2022-2024 年也连续下降，我们认为对于工业从业人员来说则会面临更为激烈的竞争等问题。

国际竞争力提升，出口份额提升，近年来外贸对经济贡献较大。

我们认为中国工业企业在经历国内充分竞争后也具备了国际竞争力。虽然 2018 年特朗普第一次上台就跟中国打贸易战，中国的出口份额反而进一步提高，美国的出口份额有所下降。2017 年至 2024 年，我国的货物出口在世界中的比重由 12.76% 提升至 14.64%，同时期美国占比由 8.72% 下降至 8.45%。而且我国的贸易顺差绝对金额翻了 2 倍以上，从 2017 年的 4196 亿美元提升至 2024 年的 9914 亿美元。另外，净出口对我国 GDP 增长贡献在 2017-2024 年的 8 年中有 6 年是正向拉动，甚至在 2020 年、2024 年对 GDP 的贡献比例达到 30% 左右，为中国入世以来的最高两年。

逆全球化思潮抬头，外贸面临一定的不确定性。

近年来，逆全球化思潮抬头，单边主义、保护主义有所上升，我们认为未来外贸可能会受到影响。例如欧盟对中国新能源汽车展开反补贴调查，我们认为其目的可能是保护本土新能源汽车产业。我们认为 2025 年我国的外贸增速可能在大环境下面临一定的不确定性。

相较于美欧日，我国居民消费占比仍有提升空间。

为了应对这种局面，我们认为我国未来的经济发展可以逐步提高内需尤其是消费在经济中的比重。消费可分为政府消费与居民消费，

我国的政府消费比重并不低，2024 年中国政府消费在 GDP 的比重为 17%，美国、日本、欧盟占比分别为 17%、21%与 22%，可见水平相当。我国居民消费在经济中的比重明显偏低，2023 年我国居民消费占比仅 40%，而美国、欧盟、日本分别为 68%、53%与 54%，这意味着相对它们我国居民消费比重提升空间大。

居民消费占比继续提升有利于在贸易格局重塑赢得主动权。

虽然如今消费已成为中国经济增长的最重要引擎，如果中国居民消费占比提升 15-20%，以 2024 年数据测算我们预估会带来增量消费 20-27 万亿人民币，而 2024 年中国出口全年也才 3.6 万亿美元，两者规模相当。这意味着如果我国消费占比达到美欧日相当的水平，增量消费可以带来巨大的市场规模，我们认为这可以为中国在未来贸易格局重塑赢得主动权。

大力发展服务业是提升居民消费的重要手段之一。

消费也可以分为商品消费与服务消费，我国消费中商品消费与美国商品消费规模相当，差距在于服务消费。2024 年我国商品消费规模为 42.7 万亿人民币，而同期美国为 6.2 万亿美元，折合人民币也是 45 万亿人民币左右。服务消费这块，中国 2024 年为 33.6 万亿人民币，而美国为 13.6 万亿美元，折合人民币 99 万亿人民币左右，是我们的接近三倍。这意味着我国服务消费还有较大的提升空间，我们认为后续我国可以大力发展服务业，为服务消费提供充足供给。

■ 风险提示

中美经贸谈判、中东地缘冲突等外部不确定性仍然存在；

国内经济增长存在下行压力以及通缩风险；

稳增长政策效果不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。