



## 宏观研究

**【粤开宏观】从地方调研看宏观经济：  
市场预期、收入分配与微观活力**

2026年02月09日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】如何认识5%与140万亿》

2026-02-02

《【粤开宏观】2025年中国区域经济版图：

东进西稳，南升北降》2026-02-01

《【粤开宏观】美联储新主席沃什将如何

“掌舵”？能否保持独立？》2026-01-31

《【粤开宏观】美联储是否会屈从政治压

力？》2026-01-29

《【粤开宏观】如何明显提高居民消费

率？》2026-01-27

## 摘要

2025年，在广东、江苏、湖南、湖北、云南等省份进行调研后，我们对中国经济的特质有了新的理解：中国经济虽然面临一系列内外部挑战与压力，却依然保持了较强的韧性。如苏州、深圳等地展现出了强劲的科技创新活力，当地地方政府官员也颇具“精气神”、很自信。但部分对美出口占比高、房地产占当地经济比重高的地区，则面临较大压力，正处于艰难转型阶段。这正是中国经济多样性的体现。

全国各地均不同程度地面临房地产市场深度调整带来的土地出让收入下行压力，但各地对新能源、低空经济、生物医药等新质生产力产业均高度重视。与此同时，各地在盘活存量资产资源方面的表现也十分积极，但在这个过程中也担心新增隐债风险和国有资产流失，需要配套的制度如尽职免责制度支持。“调研中的所见所感让我们意识到，这些地方虽有压力却不悲观，虽遇困难仍稳步前行。中国经济韧性的核心，在于每一个企业和每一位居民始终保持对未来美好生活的追求，坚信通过努力能够改变现状。”

我们认为，2025年中国财政经济金融运行可概括为两个“高于预期”和两个“不及预期”，整体表现可圈可点：出口增速超预期、资本市场表现持续优于预期；但消费复苏与房地产市场走势均不及预期，这两大领域仍需进一步加力施策、强化支撑。

风险提示：国内政策超预期、外部冲击超预期。



## 目 录

|   |   |
|---|---|
| 一、在调研中发现了哪些超出预期和不及预期的地方？ .....              | 3 |
| 二、那如何更好地提振消费，让消费成为经济增长的重要动能？ .....          | 4 |
| 三、如何优化收入分配改革？ .....                         | 4 |
| 四、在日常研究和调研中发现有哪些问题是需要重视的？ .....             | 5 |
| 五、当前经济面临一定压力，地方财政收支紧张，对于宏观税负的问题该如何看待？ ..... | 5 |
| 六、2026 年，哪些问题更值得关注？ .....                   | 6 |



## 一、在调研中发现了哪些超出预期和不及预期的地方？

从经济层面来看，有两个“超预期”，分别是出口和资本市场。

**第一个超预期**是出口增长超出预期，这背后离不开中国强大的生产能力和产品竞争力作为支撑。2025年上半年赴外贸大省调研时，有些对美出口占比较高的企业反映，短期订单并未减少——当期订单多为半年前签订，但由于不敢发货，生产的玩具囤积在仓库，不仅仓储成本居高不下，更让企业承受着不确定性带来的煎熬。当然，也有企业提到，正与美国进口商沟通关税成本承担问题，尝试提高产品价格；也有企业谈到就是将价格拆分为商品和服务两部分，因为加征关税主要是针对商品而非服务加征，不过这种方式需要提供很多强有力的证据和美方律师的支持。

下半年再次调研时，有外贸企业表示，关税休战期为积极拓展印度、印尼和非洲等市场提供了契机，虽然印尼、印度市场法治建设有待提高，但人口多、市场规模够大；还有部分企业直接放弃美国市场，转型其他赛道，同时汇率升值带来的汇兑损益对利润的影响也更为凸显，很多企业都谈到了汇率问题。

从两次调研的感受对比来看，企业家对待关税战的态度更加淡定从容，企业家确实是值得相信的群体，他们活力强、反应快。当然这也可能与选择的样本企业存在一定关联。

出口超预期表现的背后，还有两个趋势值得关注。第一个趋势是出口市场呈现多元化特征。一方面，对美国出口占我国出口的比重大幅下降，但对东盟、非洲的出口占比持续上升，2025年中国对非洲出口占比有望达到6%，近年来一直持续攀升，加上对东南亚的出口，有效弥补了对美出口占比下降带来的缺口。

第二个趋势是出口结构实现升级。中国出口正在从过去以服装、鞋袜等中低端消费品为主，逐步转向零部件、机械设备等中高端资本品和中间品，这类产品的出口占比不断提高。这一变化的原因在于，东南亚承接中国产业链转移后，对中国的机械设备存在大量需求，而非洲正推进初步工业化和基础设施建设，同样需要相关产品支撑，两大市场的需求共同推动了中国出口结构的转型。

**第二个超预期**是资本市场表现超出预期，可以总结为“科技驱动资本市场活力提升”。一方面，AI（人工智能）领域的重大突破让市场看到了中国在科技领域的潜力，显著提高了市场风险偏好；另一方面，资本市场制度持续完善，包括中长期资金入市、打击欺诈行为、保护中小投资者权益、推行强制分红等举措，增强了资本市场的吸引力，使其更能反映经济结构的变化。2025年9月，科技电子板块的市值超越银行板块成为第一大板块，这成为资本市场发展的重要亮点，意味着经济结构的新旧动能转换在资本市场得到了充分体现。

当然，2025年经济运行中也存在一些不及预期的情况。比如消费提振方面，取得了效果，但与市场预期存在一定差距；城市间消费分化加大，二线城市消费总体表现好于一线城市，部分一线城市如北京的社零消费同比还是负增长，这除了房地产持续调整、部分行业薪酬下降导致的居民消费能力和意愿不足以外，还与社零按照企业主要经营活动所在地统计有关，以前统计在总部所在地的消费现在分散在实际消费活动发生地了。反而二线城市消费保持较快增长，福州、西安、成都、武汉等城市社零增长超5.0%，是国家以旧换新政策、人才引进政策、城市发展加快等因素共同作用的结果。一部分青年人开始离开一线城市返回老家的省会，二线城市尤其是一些中西部的省会城市人才引进政策力度较大，吸引大量年轻人口和高校毕业生落户，带来新增消费需求。同时随着城市商业能级跃升，国际高端品牌、首店经济加速下沉，大型文旅综合体、顶级赛事演唱会遍布，消费供给持续升级，升级类和服务类消费需求释放。**很多年轻人他不结婚、不**



买房，但是周末会去各个城市听演唱会，所谓的悦己消费、情绪消费，花小几千块钱买开心快乐。

再比如房地产市场，年初市场普遍预期销售、投资等指标的降幅会收窄，但从目前情况来看，稳定房地产市场仍需要各方共同努力。中央经济工作会议也提出，当前形势是供强需弱，要把扩大内需放在第一位，同时强调要着力稳定房地产市场。随着一系列政策落地，消费与房地产领域的问题有望得到明显缓解。

## 二、那如何更好地提振消费，让消费成为经济增长的重要动能？

消费品“以旧换新”等政策在提振消费上取得了较好效果，2026 年将进一步优化。我认为提振消费，关键在于推进收入分配改革，需要破解三大核心问题：一是消费能力，二是消费意愿，三是供给对需求的适配性。

这三者分别对应三大主体和三大改革方向：消费能力与收入分配直接相关，居民只有具备足够收入，才会产生消费行为；消费意愿与公共资源配置尤其是财政支出结构改革紧密相连，若财政能提高医疗、教育、养老等领域的支出规模，降低居民相关负担，居民自然更愿意消费；供给适配性则涉及企业部门的市场准入与产权保护改革，唯有让企业生产出消费者真正需要的高质量产品和服务，才能实现供需良性互动。

## 三、如何优化收入分配改革？

国民收入分配结构的优化是当前的重点课题。在国民收入分配的三大部门（居民、企业、政府）中，居民收入占比为 62%，位居首位，与国际普遍格局一致，但在全球处于中等略偏低水平。这一现状的形成，主要源于两方面原因：一是居民劳动报酬占比中等略偏低，2008 年之前，中国处于供给短缺阶段，资本稀缺而劳动力过剩，资本要素报酬偏高，劳动报酬被压低；2008 年后，随着劳动要素日益稀缺、劳动年龄人口占比见顶回落，劳动报酬水平上升，推动劳动报酬占比逐步提高，但仍有进一步提升的空间；二是居民财产性收入明显偏低，居民财产性收入中 70% 为利息收入，近年来利率持续下行，且资本市场与分红机制仍需进一步完善。

企业部门收入占比偏高，与居民劳动报酬偏低是一体两面的关系。这一现象的出现，主要源于部分国有企业利润上缴力度不足，以及其他企业的分红力度不够，尽管近年来这一情况在不断改善，但仍有提升空间。需进一步加大国有企业利润上缴力度与各类企业的分红力度，否则企业利润将沉淀在内部，难以转化为居民收入。政府部门收入占比为 16%，处于较低水平，而且直接税占比偏低，对国民收入分配结构的影响相对有限。

需要注意的是，这 16% 与广义宏观税负水平并非同一概念——国民收入分配的统计口径与财政统计口径存在差异，宏观税负水平主要从收入端考量，而国民收入分配中统计的政府收入占比，已剔除部分刚性支出。

要解决居民收入分配问题进而提振消费，核心在于增加居民的财产性收入和劳动报酬。具体可通过多方面举措实现：一是做大做强资本市场，并完善强制分红制度，让居民能够通过资本市场获得更多财产性收入；二是加大国有企业利润上缴力度，将上缴资金专项用于民生福利改善，比如提高城乡居民尤其是农民的养老金水平，探索将农村居民养老金提高至农村低保水平附近，约 600 元/月；三是在提高粮食收购价格的同时，为中低收入群体发放补贴，既保障农民收入增长，又避免粮食价格上涨对中低收入群体生活造成影响；四是尝试鼓励企业为居民提高劳动报酬，但在经济下行期，企业面临一定



经营压力，难以独自承担涨薪成本。

因此，可考虑由中央财政通过增发国债的方式，设立“城乡居民增收引导基金”，借鉴财政贴息模式，对主动为职工涨薪的企业给予适当补贴，发挥财政资金的杠杆作用，鼓励涨薪行为在全社会推广，待经济进入良性循环后再逐步退出补贴。可先选择部分城市或省份试点，若效果较好再全面推开，若效果不及预期也不会影响大局。

近年来相关政策多聚焦产业领域，上述政策直接关联公共服务与居民增收，有利于优化政策实施方式。

当前，公共服务改善与民生福利提升、投资于人的意义已超出单纯的公平范畴，成为提升效率的重要途径。在供强需弱、消费不足的格局下，改善公共服务、加大民生福利投入，一方面能缓解居民在医疗、教育、养老、生育等方面的压力，让居民有更多资金用于消费；另一方面，加强教育、培训等人力资本投资，能提升居民创造收入和财富的能力，形成良性循环。这一视角的转变，有助于更好地平衡发展与公共服务的关系，让公共服务既保障公平，又促进效率提升。

#### 四、在日常研究和调研中发现有哪些问题是需要重视的？

预期问题是当前全球性的挑战，中国也需要进一步改善民营经济及社会资本的预期——既要激发企业家活力、稳定其预期，稳定居民部门预期，也要稳定地方政府预期并激发其活力。当然，我们所讲的预期，主要是市场主体的预期。

美国 2025 年经济实际增速虽在 2% 以上，主要依靠 AI 投资浪潮和富人群体消费支撑，但也面临着宏观经济数据与中低收入群体微观感受背离的问题——中低收入群体收入占比下降，消费者信心指数持续走低，这正是大家热议的“K 型增长”。

**稳定和改善预期**，首要的是市场主体对政策力度、改革力度的感知，以及对收入增长、财富保值增值潜力的现实体验。当政策与改革力度能够切实提升居民收入和财富安全感，预期自然会得到改善。

其次是优化政策沟通机制，及时、高效、前瞻性地向市场主体传递政策导向，明确量化指标，比如明确“更加积极的财政政策”与“适度宽松的货币政策”的具体量化标准，让政策更具确定性。政策出台需保持一定前瞻性与力度，做到一次性给足。

第三，宏观调控理念也需进一步优化，从侧重短期宏观数据改善，转向关注微观主体行为与资产负债表调整。例如，在化债工作中，不仅要化解流动性风险，更要激发地方政府的积极性；在消费政策中，不能局限于短期消费指标的改善，更要关注居民消费行为的可持续性和资产负债表的健康状况。这些对于改善预期都至关重要。

第四，市场环境的完善对提振企业预期至关重要，尤其是市场准入的公平放开和强有力的产权保护（包括知识产权保护）。当前中国商品供给过剩但服务供给不足，导致服务消费难以充分释放，文化旅游、医疗、高端养老、家政服务等领域均存在供给质量不高、监管不完善等问题。要解决这些问题，需充分放开服务领域市场准入，允许民营企业与国有企业平等进入；加强事中监管，完善行业标准；对违法违规行为实施严厉惩戒。通过市场准入放开、严格监管与产权保护的结合，充分激发企业的投资与经营积极性。

#### 五、当前经济面临一定压力，地方财政收支紧张，对于宏观税负的问题该如何看待？

宏观税负的高低本身并无绝对的好坏之分，其本质是国民的政治经济选择。以北欧



国家为例，其选择了“从摇篮到坟墓”的公共服务模式，自然对应着较高的税负水平，其宏观税负水平高达 45%—50%，民众对此具有较高接受度，因为这是他们自主选择的发展模式；而如果宏观税负水平较低，政府的公共服务供给能力就会受到限制，医疗、养老等民生保障需更多依赖居民自身承担。过高或过低的宏观税负均不利于经济发展：过高会抑制市场活力，导致企业缺乏研发投入动力、居民消费能力不足；过低则会削弱政府宏观调控能力，一旦经济面临需求不足，政府将难以有效应对，只能依赖发债。

**讨论宏观税负不能脱离支出结构与支出效率。**若税收能高效转化为公共服务，让居民感受到“1 元税收能获得 1.5 元公共福利”，则居民对税负的接受度会显著提升。当前中国大力实施“投资于人”，推动更多公共资金服务于民生。“投资于人”是经济发展阶段演进和财政资金效率最大化的必然要求。随着传统基础设施日趋完善，投资“铁公基”的边际经济回报会自然递减。与此同时，人民群众对衣食住行的基本需求已从“有没有”升级为“好不好”，对更优质的教育、医疗、养老、托育等服务有着强烈期盼，“投资于人”、服务于民生能发挥出更好的作用——既改善了民生福祉，又提高了消费意愿，还增强了人力资本建设。

2025 年，我国在理念与实践上实现了重大突破，将人力资本视为投资，在学前教育等领域启动补贴政策，未来可进一步扩大政策覆盖范围。优化支出结构，提高民生福利支出占比，提升财政资金使用效率，才能让有限的财政资金发挥出更大效用，降低宏观税负带来的“痛感”。无论是用于基建投资还是民生保障，都需注重综合效益与经济社会效益，避免资金浪费。同时，将财政资金更多用于补贴中低收入群体，既能保障社会公平，又能激发消费潜力，形成经济社会良性循环，解决供强需弱问题，提升居民幸福感与获得感。

## 六、2026 年，哪些问题更值得关注？

2026 年将重点关注以下几方面问题：

一是全球经济与地缘政治风险，这一风险将通过贸易、能源供应、市场风险偏好等渠道传导，影响全球经济增长，是当前面临的重要外部挑战；

二是国内收入分配改革能否取得突破性进展，这是解决消费不足、促进经济良性循环的核心；

三是财政收入低增长态势的应对——在供强需弱的格局下，物价偏低导致税收增速放缓，财政收入进入低增长阶段，如何平衡财政收支、保障民生与发展需求至关重要；

四是地方政府积极性与微观主体激励机制优化，这直接关系到经济发展的内生动力。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)