

中国经济观察

2025年第四季度



目录



要点综述

2



经济走势

5

- 三季度经济内外需分化，四季度政策聚焦稳需求 6
- 国内政策重心调整，投资将步入新稳态 10
- 服务消费是重要拉动力 22
- “反内卷”成效初显，推动价格企稳 26
- 货币政策将更多依赖结构性工具发力 30
- 全球贸易政策仍存不确定性，中国外贸顶压前行 34
- 人民币汇率震荡上行 40
- 中国香港经济稳步回升 42
- 全球经济阻力仍存 45



政策分析

51

- 研读“十五五”规划《建议》 52
- 工信部陆续出台新一轮十个重点行业稳增长举措 61
- 深入实施“人工智能+”行动，部署智能经济发展路线 66
- 推动城市内涵式发展，建设现代化人民城市 71



附表：主要经济指标

79

要点综述

2025年前三季度，中国经济实际GDP同比增长5.2%，高于去年同期0.4个百分点，完成全年5%左右增长目标的进度良好。但分季度观察，三季度政策重心转向“反内卷”，实际GDP增速达4.8%，较二季度回落0.4个百分点，季调环比降至历史较低水平。一方面，“反内卷”政策推行过程中，多数企业投资动能受限，控制供给的同时也带来投资端需求的收缩，三季度制造业投资增速自2020年三季度以来，首次落入负增长区间。另一方面，前期“两新”政策力度在三季度回落，而房地产需求持续低迷，使得消费、房地产销售也有不同程度放缓。

展望四季度，经济运行存在两方面支撑因素。一是当前中美经贸紧张局势缓和，美国对华平均关税降低10%至31%，对四季度外贸表现以及企业经营预期都有积极作用。二是为防范“反内卷”对内需的压制，近期宏观政策对内需关注度回升。财政方面已完成5000亿元政策性金融工具投放，同时新增5000亿元地方债务额度支持项目建设及债务清偿；货币政策也于近期重启购债操作。在财政与货币政策协同发力下，四季度以投资为代表的内需表现有望迎来修复，全年5%左右的经济增速目标有望顺利实现。

产出方面，前三季度我国规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上半年的6.4%下行0.2个百分点。伴随“抢出口”效应消退以及外贸环境不确定性影响，三季度企业生产进一步放缓。值得注意的是，出口交货值与出口表现出现背离。今年年初，企业为满足“抢出口”需求加快生产，供过于求形成库存。二、三季度出口韧性由库存支撑，对生产带动有限。展望下一阶段，内需回升将带动生产修复。伴随5000亿元政策性金融工具的投放与使用，制造业投资、基建投资需求回升，相关投资所需设备器具、上游建材等产品有望迎来新一轮生产扩张。另外当前中美经贸紧张局势缓和，也将进一步提振企业生产意愿。

消费方面，前三季度社会消费品零售总额累计同比增长4.5%，较上半年放缓0.5个百分点。其中，三季度社零同比增长3.5%，较二季度明显回落1.9个百分点，主要源于以旧换新政策带动作用减弱，叠加居民收入增速持续放缓、消费内生动力依然不足。值得注意的是，服务消费表现维持较强韧性，前三季度服务零售额累计同比增长5.2%，好于商品零售的4.6%。此外，新型消费业态蓬勃发展，数字消费增长强劲，前三季度全国网上零售额同比增长9.8%。展望四季度，在线上“双十一”“双十二”等促销活动与线下中秋国庆等假期消费的共同提振下，消费市场仍有一定支撑。但考虑到去年四季度以旧换新政策效果集中显现，推动消费基数明显升高，而今年以来大部分耐用品消费需求已经释放，四季度社零增速或将面临“政策效应回落+高基数”的双重压力。预计服务消费仍是四季度消费增长的重要拉动力。

投资方面，前三季度固定资产投资同比增速仅为-0.5%，较上半年的2.8%明显放缓。三季度固定资产投资增速大幅走弱至-6.2%，较二季度的2.1%下行8.3个百分点。具体来看，三季度房地产销售表现仍然疲弱，导致房企投资意愿持续受限，房地产投资增速由二季度的-12.1%降至三季度的-19.2%，仍然是固定资产投资增速最大拖累项。地方政府在保民生、控风险压力下，对基建的投资节奏放缓，基建投资增速由二季度的7.6%降至三季度的-5.8%。而制造业企业则受外贸前景不确定性走高、设备更新政策支持力度走弱以及“反内卷”政策加码三重因素共振下，投资意愿大幅收缩，制造业投资增速由二季度的6.7%降至三季度的-1.2%。展望下一阶段，中美经贸局势缓和以及财政推出5000亿元新型政策性金融工具，制造业投资表现有望在四季度迎来修复。在政府的支持引导下，基建投资与房地产投资也将逐步回升，步入新稳态。

出口方面，前三季度出口累计同比达到6.1%，较上半年增速提高0.2个百分点。三季度出口同比增速较二季度提高0.3个百分点至6.5%。在三季度中美关税谈判尚未明朗的情况下，我国积极开拓非美市场取得了明显成效，对非美市场出口同比增长12.6%，拉动总出口增速10.7个百分点，有效对冲了对美出口下滑的拖累。从出口商品来看，得益于全球人工智能投资大幅增长，三季度集成电路出口同比增长31.4%。电动载人汽车出海成绩亮眼，三季度出口增速进一步攀升至51.2%。“新三样”产品合计拉动三季度出口增长1.4个百分点。展望未来，随着10月中美吉隆坡经贸磋商就双方关税政策及管制措施达成多项共识，美国取消10%对华芬太尼关税，同时24%对等关税继续暂停一年，有望推动我国外贸环境边际改善。预计四季度海外传统消费旺季将提振季节性外贸需求，叠加我国在高端装备、新能源等高技术产品的竞争优势，出口总量有望保持一定韧性；但需要警惕基数效应和“抢出口”效应对后续出口的拖累。

财政政策方面，今年公共财政收入增速持续修复，前三季度同比增速分别为-1.1%、0.6%、2.5%，累计同比达0.5%，高于年初预算增速。与收入表现相对，今年公共财政支出节奏前快后慢，前三季度支出增速分别达4.2%、2.6%、2.4%，且前三季度累计支出进度为70.1%，降至2015年以来最低水平。在资金用向上，民生与基建领域支出表现分化，其中三季度民生领域支出增速达7.1%，高于二季度的6.6%，而基建领域支出同比连续三个季度负增长，增速为-4.4%。总体而言，三季度财政支出力度克制，政策重心聚焦保民生、化解隐性债务风险，对基建投资支撑力度不足。展望下一阶段，预计四季度基建投资将迎来修复。一方面，政府对基建投资态度转向积极。财政部专门划出2000亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设，反映在三季度以来基建增速大幅放缓背景下政策的积极调整。另一方面，政策性金融工具将助力基建投资扩容。新增的5000亿元政策性金融工具除了用于支持人工智能、数字经济产业投资，还可用于支持交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域基建项目。

货币政策方面，中国人民银行货币政策委员会2025年第三季度例会通稿强调“落实落细适度宽松的货币政策”，并新增“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”表述。10月27日，央行行长在金融街论坛年会上宣布将恢复公开市场国债买卖操作。随着5000亿元新型政策性金融工具及5000亿元地方政府债务结存限额等增量政策推出，央行在当下窗口重启暂停近10个月的国债买卖，是优化流动性管理、强化财政货币协同的一项关键举措。央行通过国债买卖与买断式逆回购、MLF加量操作等数量型货币政策工具配合，实现短中长期流动性精准投放，有助于支持政府债顺利发行，拓展银行信贷投放能力。预计四季度货币政策延续“适度宽松”基调，但降准降息等总量型工具空间可能有限，更多将以结构性工具为主导。未来结构性货币政策工具将继续聚焦科技创新、绿色发展、小微企业、服务消费与养老、稳定外贸五大领域，通过“额度扩容+利率下调+范围拓展”组合拳，强化对实体经济重点领域和薄弱环节的精准支持，同时推动工具创新与财政、产业政策协同，提升政策传导效能。

国际方面，10月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，在全球政策环境、地缘冲突和贸易摩擦交织的复杂背景下，全球经济仍具韧性，但增速回升幅度有限、结构性阻力仍然明显。IMF将2025年全球经济增速预期调整为3.2%，较7月的预测上调0.2个百分点，但仍低于2024年3.3%的增速。三季度全球经济短期因政策支持、贸易预期回暖等因素有所提振，但中期来看结构性挑战尚未根本改善，全球经济前景中潜藏着下行风险。贸易摩擦和非关税壁垒的不确定性依然较大，未来可能继续影响全球供应链，抑制生产率增长。此外，多数经济体公共债务高企，财政空间受限。若金融条件收紧或长期利率上升，偿债成本上升可能拖累增长。科技领域亦存在变数，若人工智能相关的盈利和生产率增长未达预期，可能引发科技股大幅回调并影响总体财富和消费，或对宏观金融稳定产生冲击。当然，经济前景亦存在上行潜力，如贸易谈判取得突破、结构性改革重获动力或人工智能带来显著生产率提升，将为中期增长注入新的活力。

经济走势

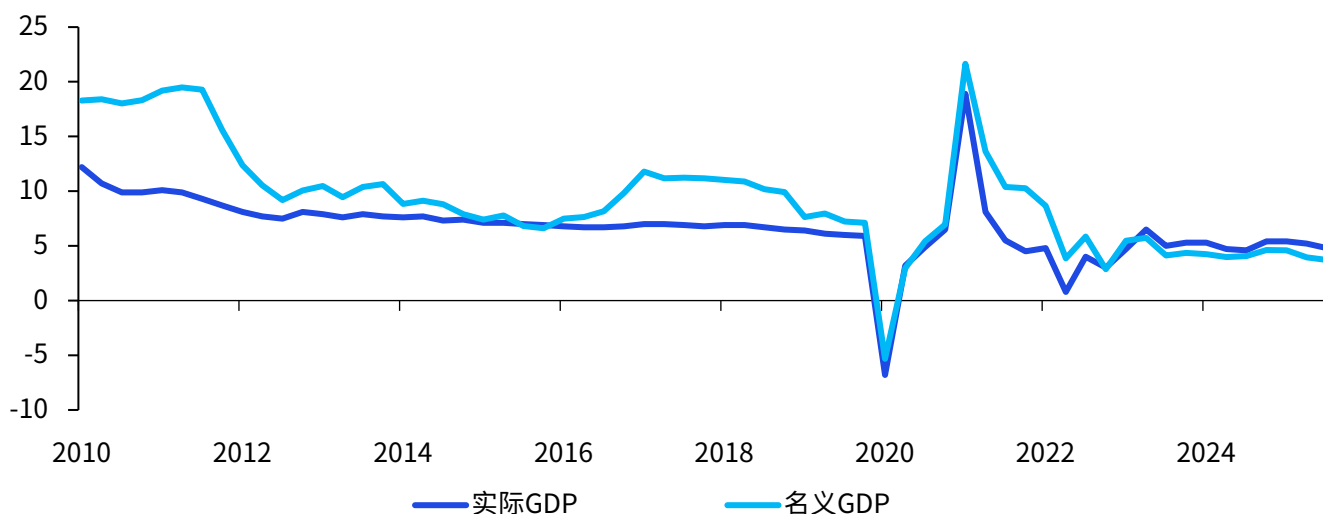
三季度经济内外需分化， 四季度政策聚焦稳需求

2025年前三季度，中国经济实际GDP同比增长5.2%，高于去年同期0.4个百分点，完成全年5%左右增长目标的进度良好（图1）。但分季度观察，今年经济运行节奏呈现明显的“前高后低”特征。上半年在“抢出口”活动、“两新”政策及财政政策前置发力的共同驱动下，经济增速表现亮眼。而三季度以来，政策重心转向“反内卷”，前期扩内需政策力度放缓，三季度实际GDP增速达4.8%，较二季度回落0.4个百分点，季调环比降至历史较低水平。

三季度“反内卷”政策重点在通过限产，改善市场供需格局，引导企业经营预期回升。但在政策推行过程中，多数企业投资动能受到压制，控制供给的同时也带来投资端需求的收缩，三季度制造业投资增速罕见落入负增长区间。另外，前期“两新”政策力度在三季度回落，而房地产需求持续低迷，使得消费、房地产销售也有不同程度放缓。综合来看，三季度政府在稳定供给的同时，国内需求的修复动能显现疲态，供需分化格局虽然改善，但生产回落的幅度仍然超过市场预期。

展望四季度，经济运行存在两方面支撑因素。一是当前中美经贸紧张局势缓和，美国对华平均关税降低10%至31%，对四季度外贸表现以及企业经营预期都有积极作用。二是为防范单边“反内卷”对内需的压制，近期宏观政策对内需关注度回升，财政方面已完成5000亿元政策性金融工具投放，同时新增5000亿元地方债务额度支持项目建设及债务清偿，货币政策也于近期重启购债操作。在财政与货币政策协同发力下，四季度以投资为代表的内需表现有望迎来修复，全年5%左右的经济增速目标有望顺利实现。

图1 GDP增速，当季同比，%

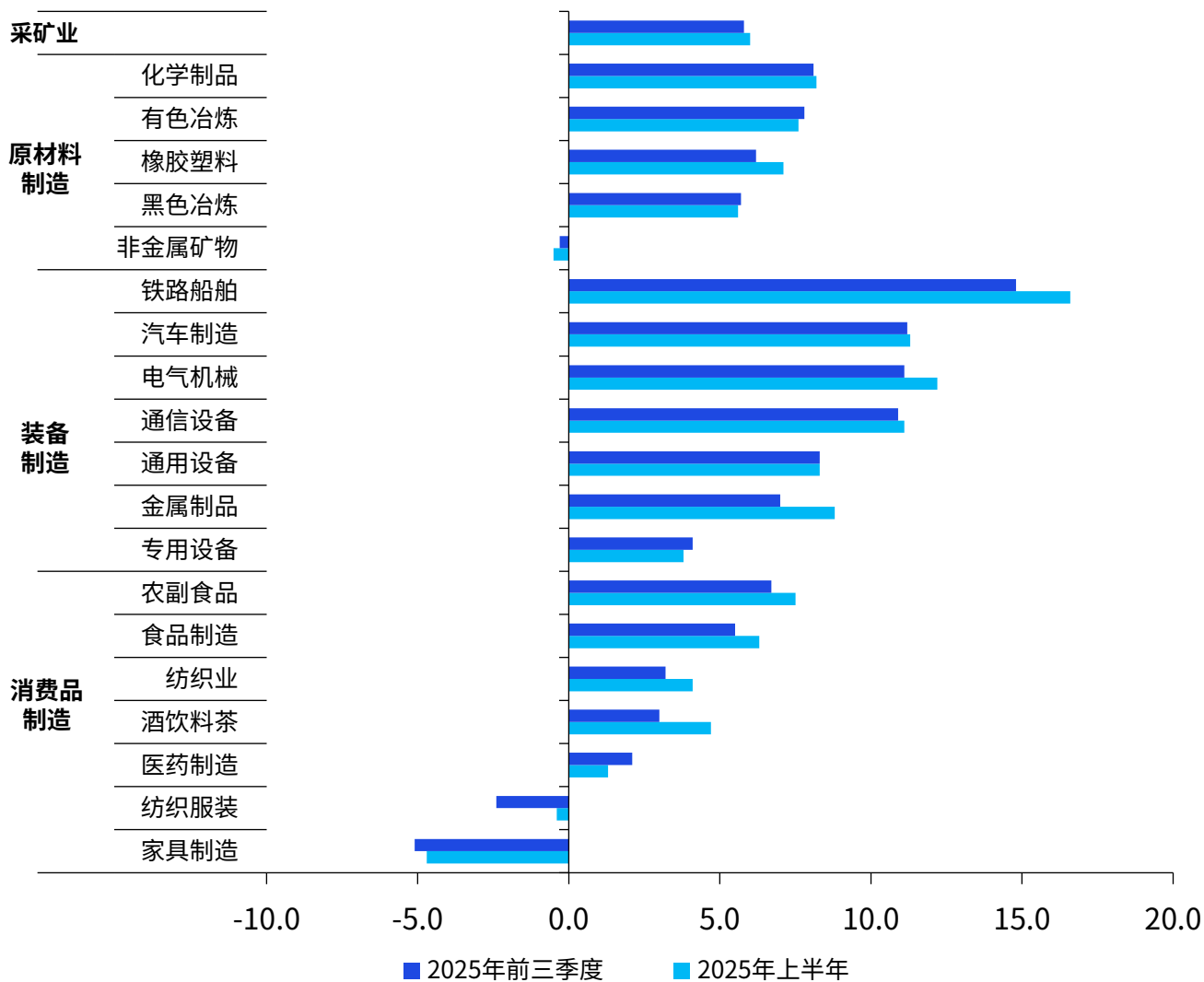


数据来源：Wind，毕马威分析

产出方面，第二产业、第三产业三季度生产活动均较二季度放缓。第二产业增速由4.8%降至4.2%，其中工业生产受部分行业出口回落及“反内卷”政策扰动，而建筑业产值则在基建、房地产投资放缓背景下走弱。第三产业增速由5.7%降至5.4%，受去年高基数扰动，金融业、房地产业产值增速回落明显。另外三季度居民可支配收入增速放缓，商品、服务消费需求走弱，零售批发、餐饮住宿业产值增速也边际回落。

进一步观察规模以上工业企业生产表现，前三季度我国规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上半年的6.4%下行0.2个百分点。伴随“抢出口”提振效应消退以及外贸环境不确定性影响，三季度企业生产进一步放缓。值得注意的是，出口交货值与出口表现出现背离。今年年初，企业为满足“抢出口”需求加快生产，供过于求形成库存。二三季度出口韧性由库存支撑，对生产带动有限。此外，“反内卷”政策的“限产”效果集中体现在采矿业，前三季度采矿业增加值同比增速达5.8%，较上半年的6.0%下行0.2个百分点，其中煤炭开采、黑色金属矿采选、非金属矿采选业产值明显放缓（图2）。

图2 分行业规模以上工业企业增加值增速，累计同比，%

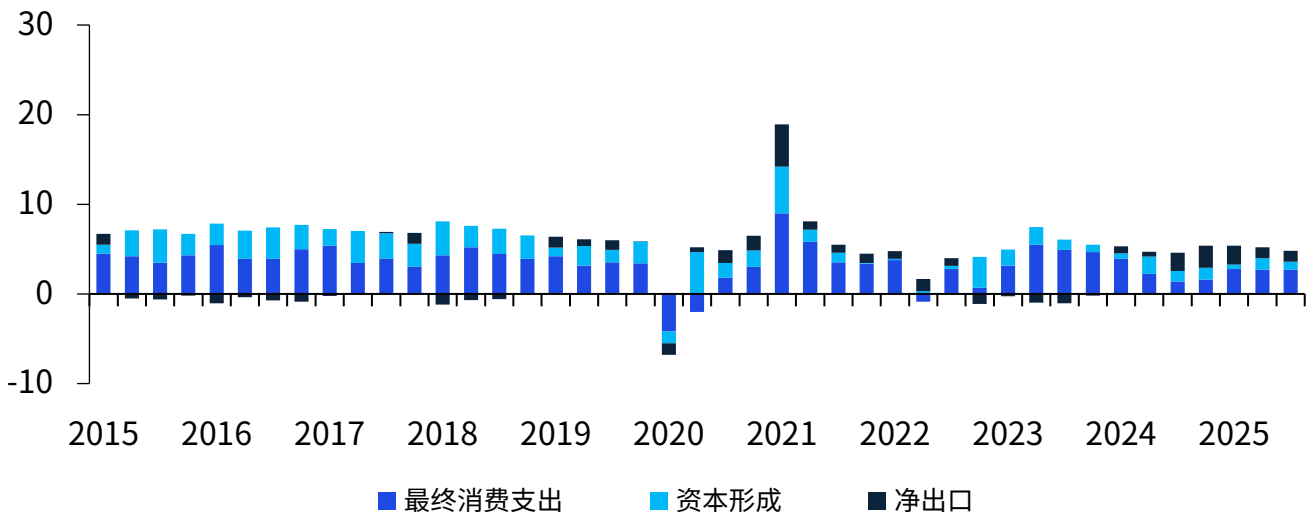


数据来源：Wind，毕马威分析

展望下一阶段，内需回升将带动生产修复。伴随5000亿元政策性金融工具的投放与使用，制造业投资、基建投资需求回升，相关投资所需设备器具、上游建材等产品有望迎来新一轮生产扩张。另外当前中美经贸紧张局势缓和，也将进一步提振企业生产意愿，但仍需注意“抢出口”效应、去年高基数对四季度生产增速带来的下行风险。

从需求端来看，投资需求在三季度明显走弱，而净出口、消费需求相对稳定。固定资本形成对GDP拉动由二季度的1.3降至0.9个百分点，下行0.4个百分点，对GDP同比增速贡献率达18.9%，较二季度的24.7%大幅回落。三大行业投资均出现大幅收缩，房地产市场由于房价持续下行，销售端延续疲软，房企投资意愿仍然受限。而地方政府聚焦偿付隐形债务、保障民生支出，对基建项目资金投入规模收缩。制造业则受“反内卷”政策影响，多数行业控制产能扩张节奏，投资出现放缓。净出口在外贸不确定环境下保持韧性，拉动三季度GDP增速1.2个百分点，与前值持平。最终消费支出在“以旧换新”政策支持放缓下边际走弱，对GDP拉动达2.7个百分点，但仍然是今年以来GDP最主要拉动项（图3）。

图3 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点

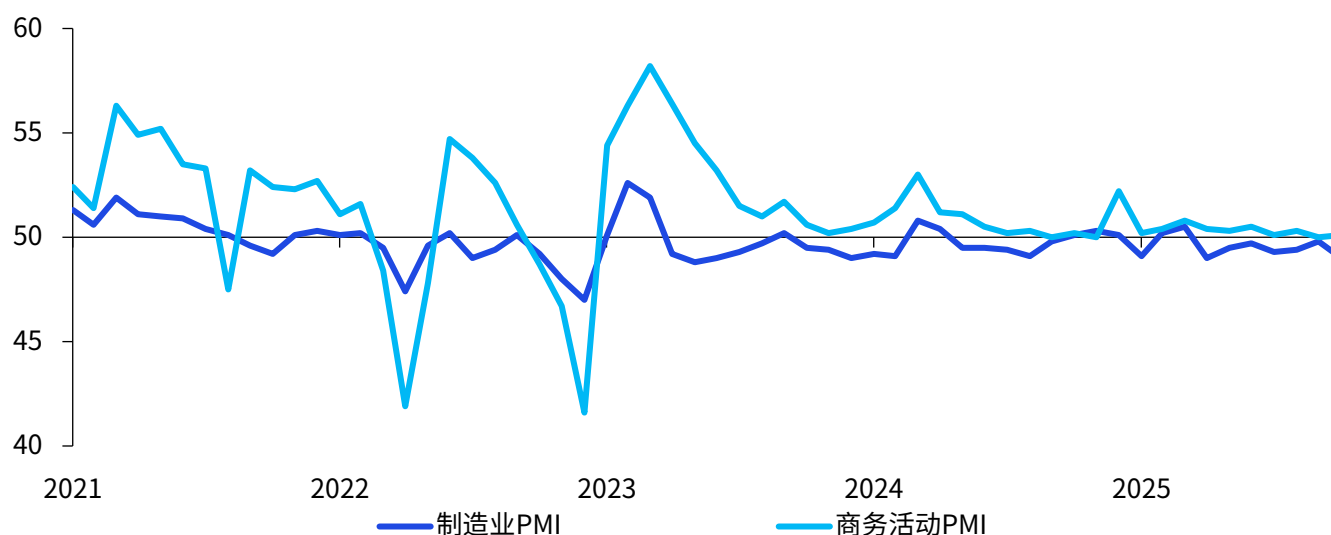


数据来源：Wind，毕马威分析

10月制造业PMI达49.0%，较上月下降0.8个百分点，环比表现低于历史同期水平（图4）。从分项观察，本月新订单指数达48.8%，较前值下行0.9个百分点，自7月以来连续第四个月位于荣枯线以下。本月需求走弱，一方面是“两新”政策力度回落，国内需求仍显不足；另一方面，出口需求低于季节性水平，10月新出口订单指数达45.9%，较上月降低1.9个百分点。需求走弱，叠加中秋国庆假期合并影响，对本月生产表现带来负向拖累，10月生产指数达49.7%，较上月下行2.2个百分点，是今年5月以来首次降至荣枯线以下。值得注意的是，价格指数在经历7月、8月的持续回升后，在9月、10月再度回落，10月出厂价格指数和原材料购进价格指数分别下降0.7个百分点至47.5%和52.5%，或反映前期“反内卷”政策对价格支撑作用持续性有限，未来物价稳定仍需要需求端政策支持。

节假日对非制造业景气度带来支撑，10月非制造业PMI达50.1%，较上月上行0.1个百分点，仍高于临界点。其中服务业PMI上行0.1个百分点达50.2%，高于去年同期，中秋十一假日为服务业运行带来支撑，分行业指数中，居民出行、购物、旅游、文体娱乐以及住宿餐饮消费均有良好表现，运输业也有较大提升。而建筑业PMI达49.1%，较上月下降0.2个百分点，10月30大中城市房地产销售同比表现仍然偏弱，叠加10月政策性金融工具仍在投放，相关基建项目尚未开工，基建、房地产上游开工表现延续疲弱。

图4 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

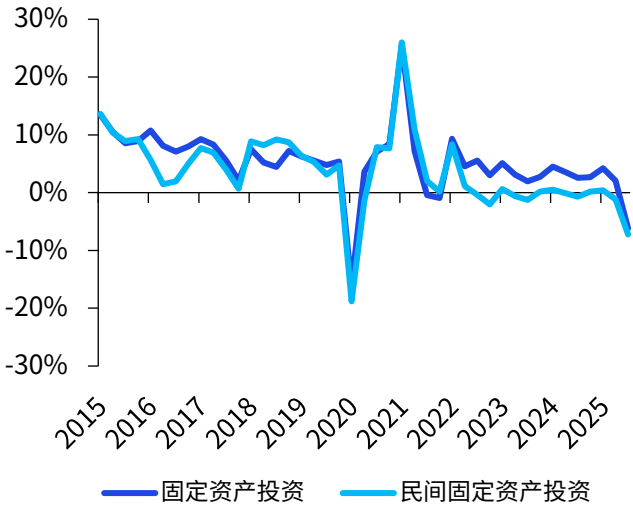
国内政策重心调整， 投资将步入新稳态

今年前三季度固定资产投资同比增速仅为-0.5%，较上半年2.8%明显放缓。三季度固定资产投资增速大幅走弱至-6.2%，较二季度的2.1%下行8.3个百分点（图5）。具体来看，三季度房地产销售表现仍然疲弱，导致房企投资意愿持续受限，房地产投资增速由二季度的-12.1%降至三季度的-19.2%，仍然是固定资产投资增速最大拖累项。地方政府在保民生、控风险压力下，对基建的投资节奏放缓，基建投资增速由二季度的7.6%降至三季度的-5.8%。而制造业企业则受外贸前景不确定性走高、设备更新政策支持力度走弱以及“反内卷”政策加码三重因素共振下，投资意愿大幅收缩，制造业投资增速由二季度的6.7%降至三季度的-1.2%。

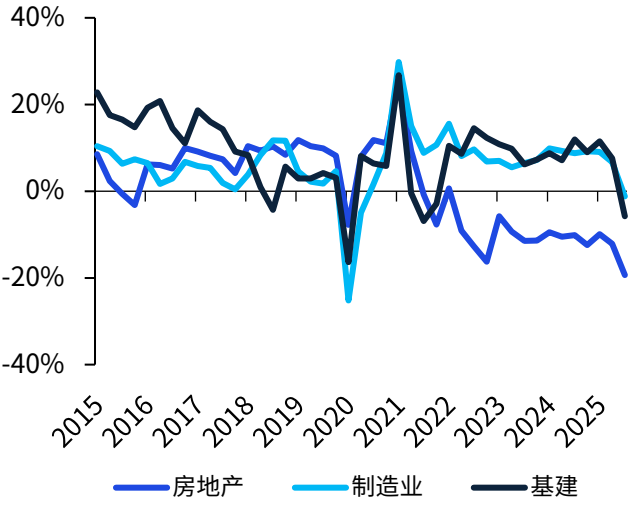
民间固定资产投资前三季度增速达-3.1%，较上半年的-0.6%进一步下行。分行业看，相较房地产与基建，民间制造业投资增速三季度下行幅度较大，前三季度民间制造业投资增速达-3.2%，较上半年的6.7%下行3.5个百分点，或反映民营企业在“反内卷”政策下，投资态度更趋谨慎（图6）。

图5 固定资产投资增速，当季同比，%

图6 固定资产投资分部门增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析



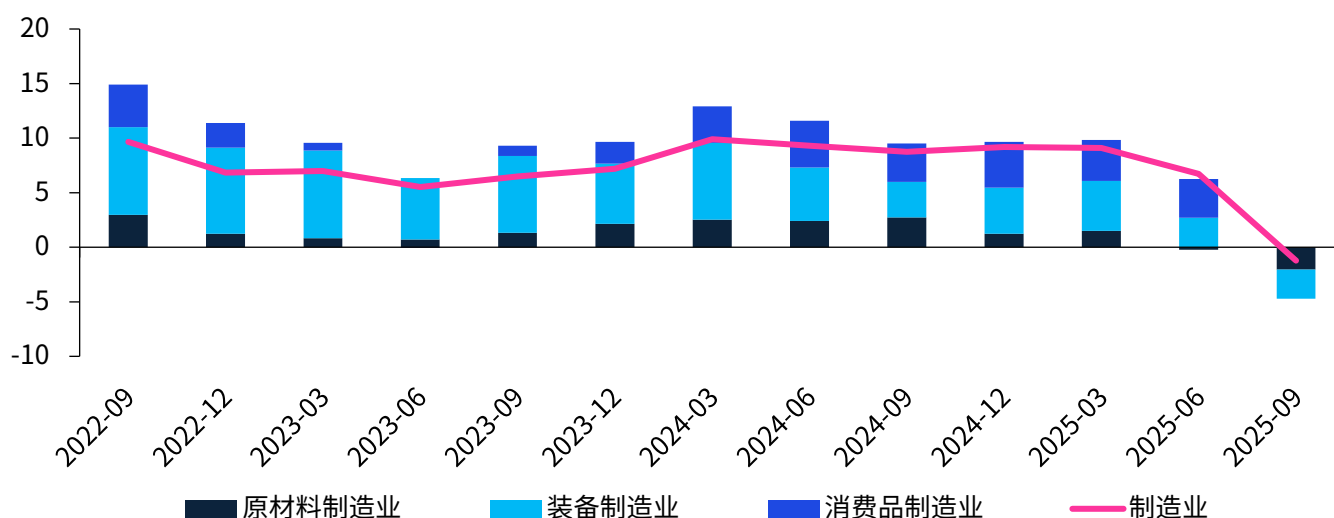
数据来源：Wind，毕马威分析

制造业投资增速回落

2025年前三季度制造业投资同比增长4.0%，增速较上半年回落3.5个百分点，为2021年以来同期最低值。在部分商品外需回落、设备更新政策支持力度走弱以及“反内卷”政策加码三重因素共振下，三季度制造业投资同比增速仅为-1.2%，较二季度的6.7%大幅回落，是2020年三季度以来首次单季负增长。

从结构上看，上游原材料、中游装备和下游消费品制造业投资表现均在三季度放缓。其中，受房地产投资需求走弱影响，原材料制造业拖累投资增速2.1个百分点。而由于设备更新政策支持效应减弱、“反内卷”政策推进，装备制造业拖累总体投资2.7个百分点。消费品制造业对投资拉动作用同样大幅收缩，由二季度的3.6个百分点下行至0，主要是三季度劳动密集产品出口需求大幅回落，服装、玩具等消费行业投资走弱（图7）。

图7 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点



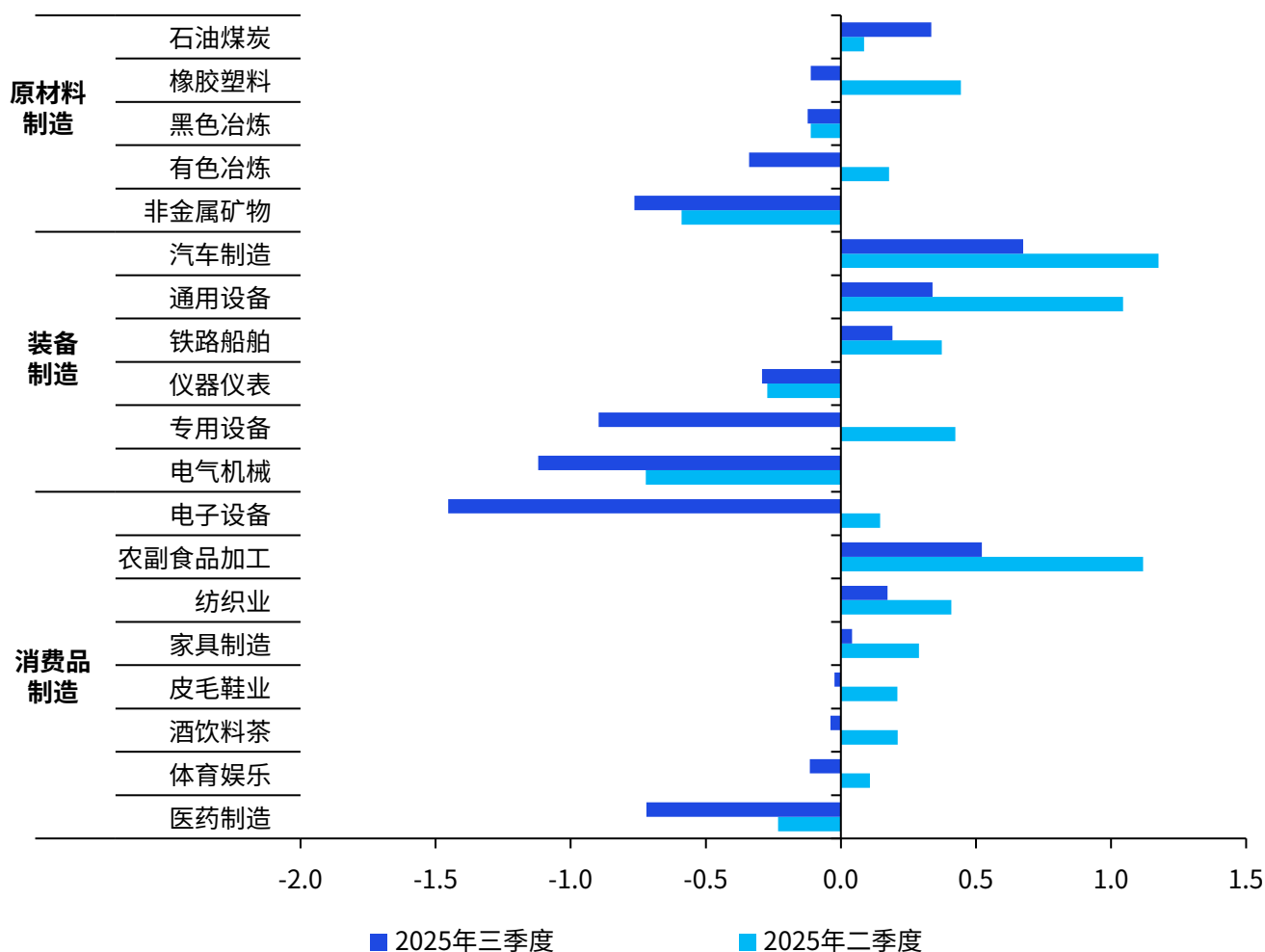
数据来源：Wind，毕马威分析

“反内卷”政策的快节奏推进是制造业投资走弱的原因之一。电气机械、化学原料、非金属矿物是被纳入“反内卷”重点整治的行业，三季度投资增速普遍处于低位，分别为-12.2%、-12.3%、-8.9%。此外，汽车等行业积极响应政策导向，通过行业自律主动降低资本开支，在短期内对汽车制造业投资增速造成压力，使其三季度同比增长14.1%，降至今年以来的最低水平，上述四大行业三季度拖累总体投资2.3个百分点，较三季度回落1.9个百分点。

设备更新政策效果减弱则是制造业投资走弱的原因之二。伴随前期设备更新财政补贴资金使用接近尾声，企业设备更新需求在阶段性集中释放后渐趋平稳，设备工器具购置投资的累计同比增速由一季度的19%回落至三季度的14%。与设备更新密切相关的通用设备、专用设备制造业投资增速三季度均出现显著回落，两大行业合计拖累制造业投资增速0.6个百分点，较二季度下行2.0个百分点。

最后，虽然三季度出口总体增速平稳，但部分产品出口需求回落，对同期投资影响明显，是三季度制造业投资放缓的原因之一。譬如三季度船舶、自动数据处理设备出口增速较二季度放缓，同期运输设备制造、电子设备制造增速明显回落，两者三季度拖累投资增速1.3个百分点，较前值回落1.8个百分点。另外，三季度伴随小额包裹关税的全面加征，使得劳动密集产品出口增速全面放缓，如服装、玩具，分别由二季度的0.8%、0.4%降至-6.2%、-17.9%。由于劳动密集产业利润率偏低，企业承担关税空间有限，相较机电产品，劳动密集产业投资增速回落也更为明显，如纺织服装业、体育娱乐用品制造业拖累三季度投资增速0.2个百分点，较前值回落0.7个百分点（图8）。

图8 细分行业对制造业投资增速拉动，当季值，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

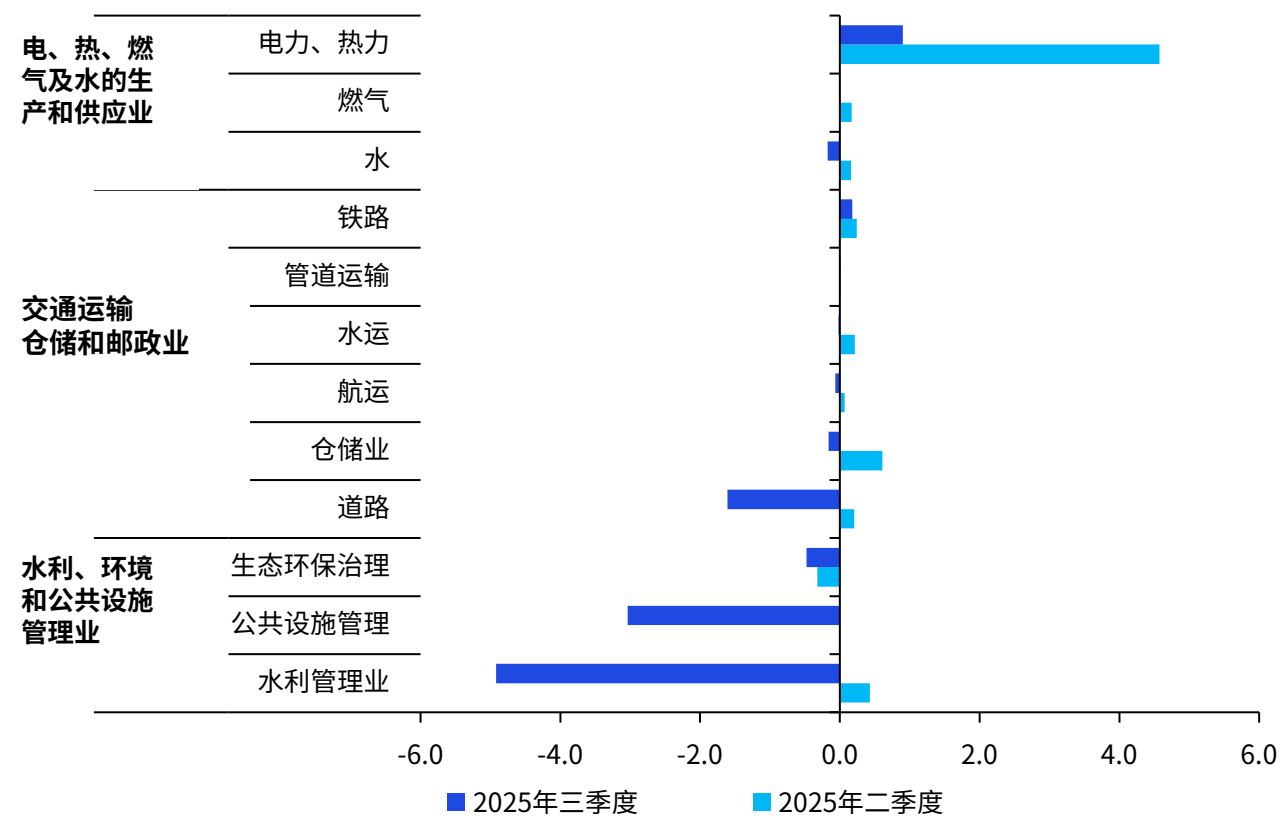
展望下一阶段，制造业投资表现有望在四季度迎来修复。一方面，当前中美经贸局势缓和有望提振企业投资信心。另一方面，近期财政推出5000亿元新型政策性金融工具，有望推升数字经济、人工智能等新兴产业投资需求扩容。伴随经济新动能的加速培育以及基建投资需求的逐步回暖，“反内卷”政策引发的企业观望情绪有望逐渐消退。

财政支出节奏放缓，基建投资走弱

2025年前三季度基建投资增速达3.3%，较上半年的8.9%大幅回落。其中三季度投资同比增速由前值7.6%降至-5.8%，创下2021年三季度以来最低单季增速。高基数是三季度投资增速回落原因之一，2024年第三季度专项债发行较快，水利项目、市政管网项目集中开工，当期基建投资增速由二季度的7.2%上升至11.9%，季度环比达到2021年以来最高值。但剔除基数影响观察，今年三季度基建投资环比为-19.1%，仍然显著低于过去五年（2020-2024）同期均值-9.6%。

从项目层面观察，三季度中央与地方主导基建投资增速均出现快速回落。地方主导的水利、环境公共设施项目在高基数影响下，增速由二季度的0.3%大幅下跌至-12.6%，拖累三季度基建投资增速4.9个百分点。交通运输投资增速虽然在二季度逆势上行，但三季度增速同样转负，由二季度的6.6%降至-4.7%，拖累本期基建投资增速1.7个百分点。中央主导的电力、热力燃气及水的生产和供应业投资维持正增长，但增速也由二季度的21.2%放缓至3.3%，对基建投资拉动作用收缩至0.8个百分点，较二季度下行4.4个百分点（图9）。

图9 分行业对基建投资的拉动，当季值，百分点

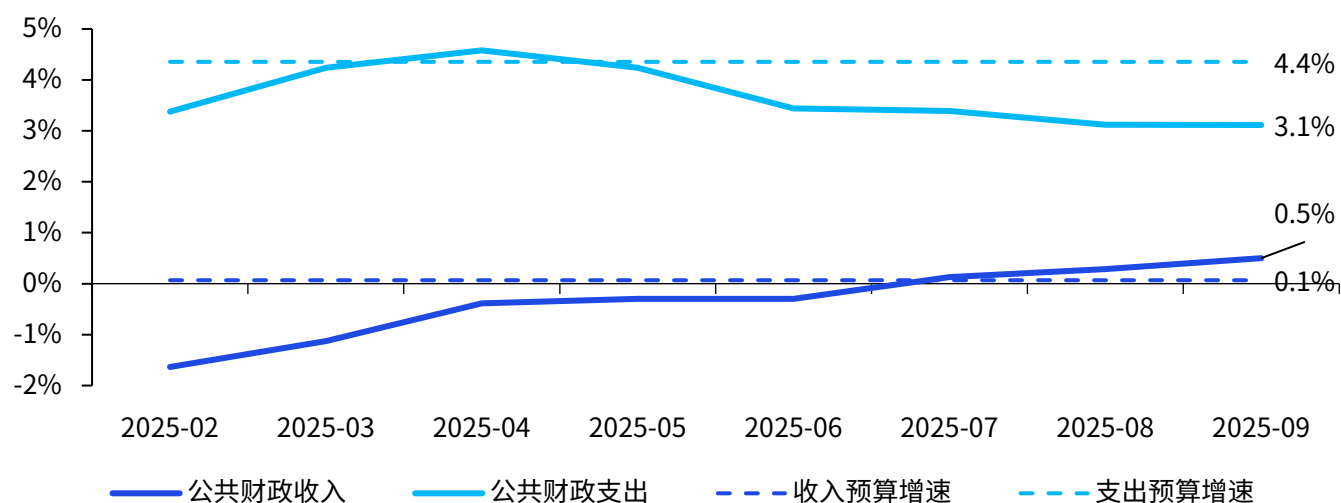


数据来源：Wind，毕马威分析

从资金层面观察，今年公共财政收入增速持续修复，前三季度同比增速分别为-1.1%、0.6%、2.5%，累计同比达0.5%，高于年初预算增速（图10）。其中三季度在工业企业利润回升，资本市场活跃度提高背景下，企业所得税、个人所得税以及证券交易印花税增速快速上行至10.7%、13.4%、226.6%，拉动当期收入增速3.5个百分点，较二季度上行2.2个百分点。

与收入表现相对，今年公共财政支出节奏前快后慢，前三季度支出增速分别达4.2%、2.6%、2.4%，且前三季度累计支出进度为70.1%，降至2015年以来最低水平。在资金用向上，民生与基建领域支出表现分化，其中三季度民生领域支出增速达7.1%，高于二季度的6.6%，而基建领域支出同比连续三个季度负增长，增速达-4.4%。需要注意的是，虽然年初财政预算中，已经显示出今年财政支出重点领域在民生而非基建。但从当前执行情况来看，基建领域资金投放仍低于预期，前三季度基建领域支出进度仅达63%，明显低于去年的67%，也低于历史均值。而民生领域支出进度相当稳定，前三季度支出进度达75%，高于去年的74%。财政对基建领域的投入保持谨慎克制态度。

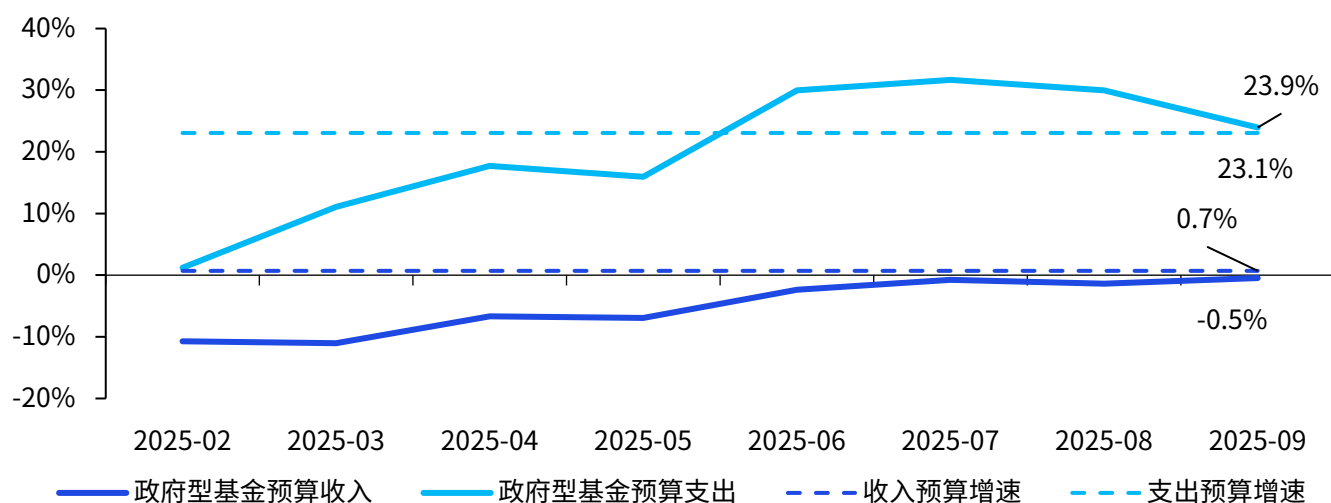
图10 公共财政收入与支出增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

政府性基金方面，前三季度政府性基金收入分别为-11.0%、7.1%、3.0%，其中三季度收入增速放缓，主要是三季度政府土地供应量下行、土地溢价率走弱，土地出让收入收缩导致。债务收入方面，三季度专项债发行1.5万亿元，发行节奏低于历史均值，发行规模较去年同比少增0.6万亿元。由于土地出让收入走弱、专项债发行放缓，政府性基金支出增速相应回落，同比增速由二季度的48.9%下行至15.3%（图11）。

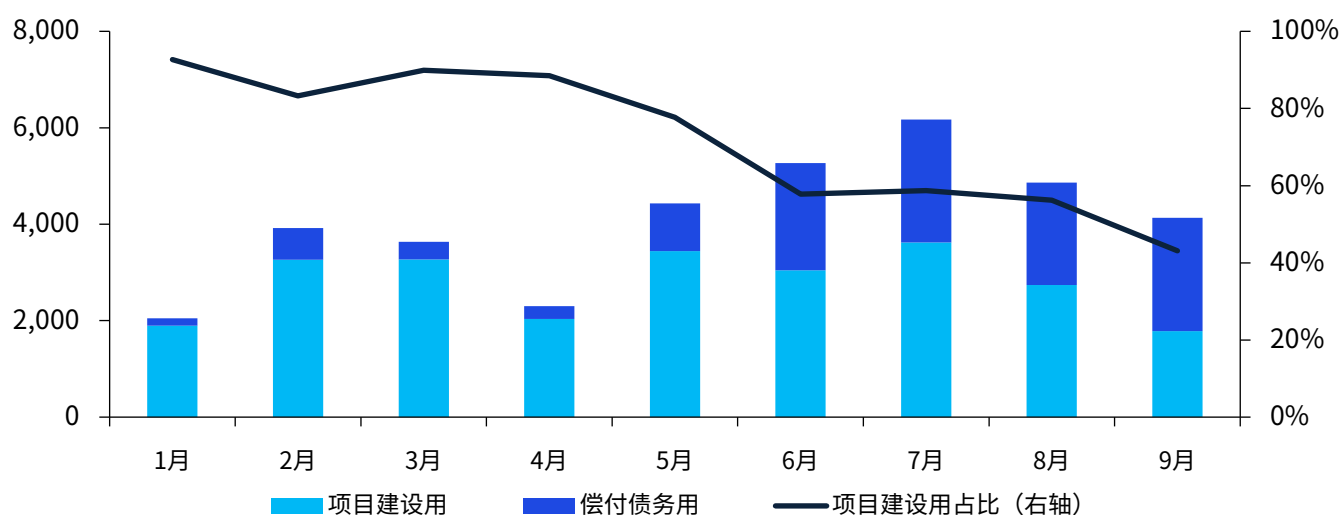
图11 政府性基金收入与支出增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

值得注意的是，三季度专项债不仅发行节奏放缓，且用于基建项目占比明显偏低，地方政府更加聚焦隐性债务置换与化解。自2024年开始往后五年，地方政府每年都有0.8万亿新增专项债额度用于置换存量隐性债务。另外，2024年下半年，财政部还另外安排0.4万亿元地方债务结存限额支持地方债务化解，这部分额度也结转至今年使用。今年6月以后，地方政府加快了上述偿债务专项债的发行，三季度发行占比达46%，高于去年同期的36%。这与今年3月底财政部印发《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》强调“确保清欠工作取得实实在在成效”相关，“加力加快”相较于去年10月印发的《清理拖欠企业账款专项行动方案》有所升级。截至9月末，各省已发行特殊新增专项债（化债用专项债）合计约1.2万亿元，年初额度基本用尽（图12）。

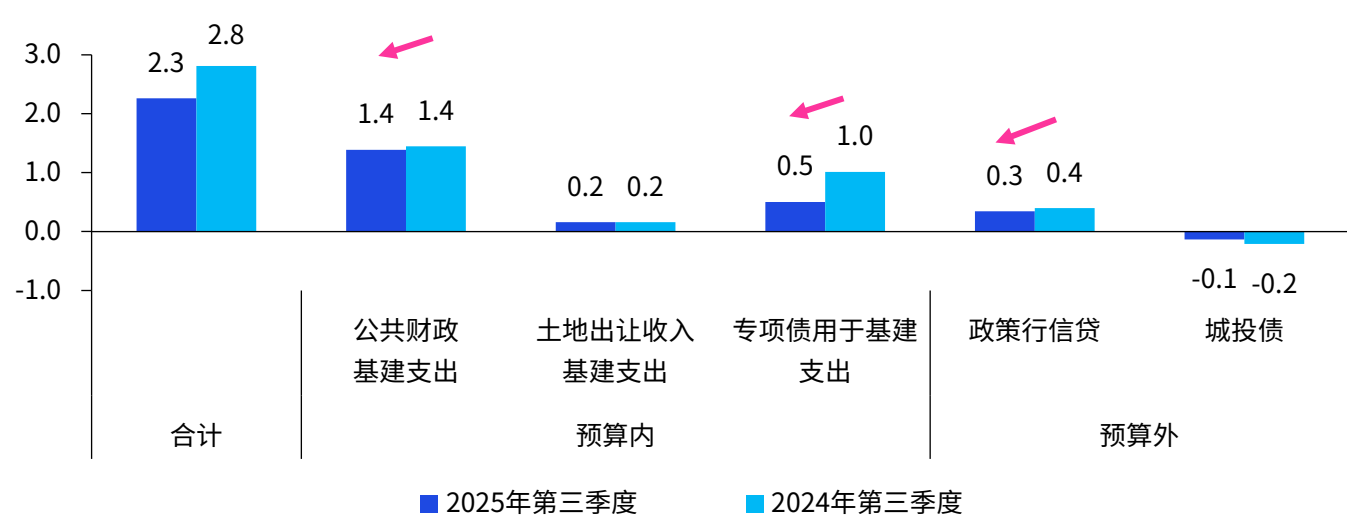
图12 分用途新增专项债月度发行规模以及偿债专项债占比，当月值，亿元，%



数据来源：Wind，毕马威分析

总体而言，三季度财政支出力度克制，政策重心聚焦保民生、化解隐性债务风险，对基建投资支撑力度不足。根据测算，三季度公共财政资金、政府性基金，以及预算外的准财政资金向基建领域投放资金规模达2.3万亿元，较2024年同期少增0.5万亿元，同比下降19.6%，较第二季度的5.2%大幅下行。其中公共财政、专项债资金以及政策行信贷对基建支持力度收缩，对当期基建投资拖累形成显著拖累（图13）。

图13 各季度财政用于基建投资，当季估算值，万亿元



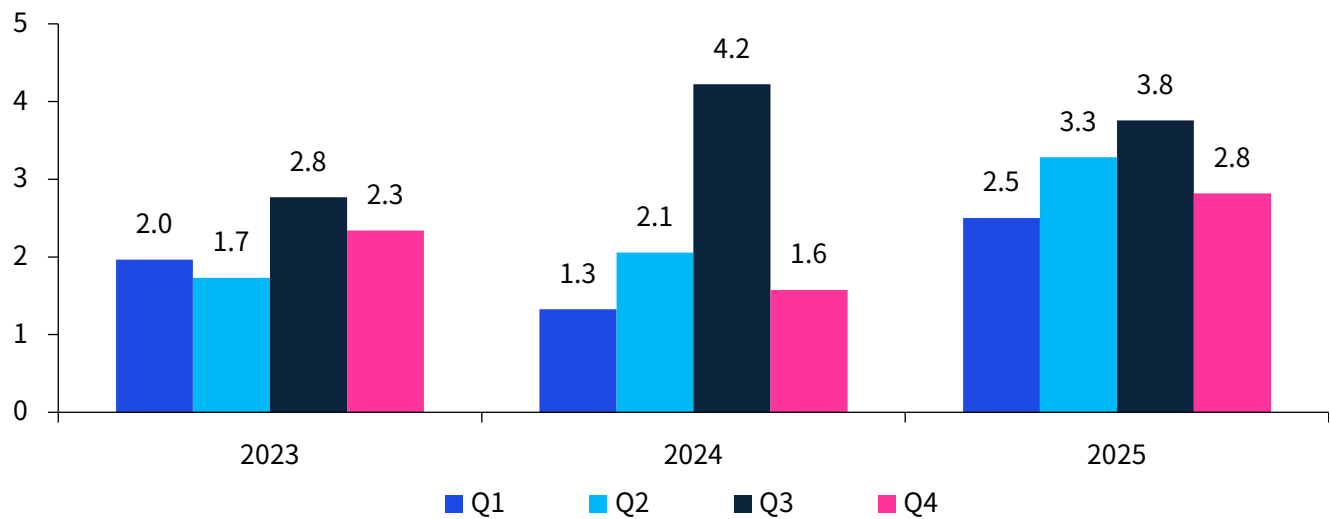
数据来源：Wind，毕马威分析

展望下一阶段，预计四季度基建投资将迎来修复。一方面，政府对基建投资态度转向积极。财政部10月召开新闻发布会，表示结合当前财政经济运行情况，中央财政将从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方，这一数字较去年增加1000亿元。从用途来看，除用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，专门划出2000亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设，反映在三季度以来基建增速大幅放缓背景下政策的积极调整。

另一方面，政策性金融工具将助力基建投资扩容。新增的5000亿元政策性金融工具除了用于支持人工智能、数字经济产业投资，还可用于支持交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域基建项目。四季度政策性金融工具作为项目资本金，有望带动剩余2.8万亿（图14）政府债券作为配套资金加速投放，促进上述领域投资回升。

需要注意的是，四季度基建投资改善程度将取决于项目质量。今年三季度初，发改委曾安排3000亿元支持城市更新等领域基建投资，但三季度实际基建表现大幅低于预期，或反映当前优质项目储备并不充裕。若这一情形延续至四季度，那么政策性金融工具可能更加偏向投资收益较高的新兴产业领域，基建投资修复幅度可能弱于预期。

图14 分季度政府债券发行规模，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

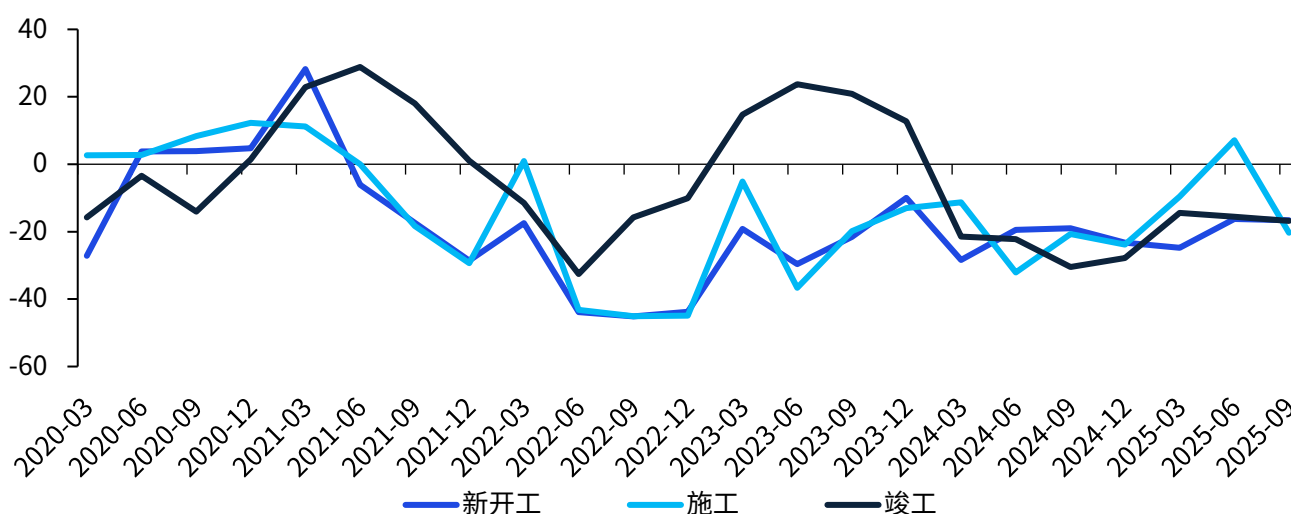


房地产需求再走弱，投资增速继续探底

2025年前三季度房地产投资同比下降13.9%，由于房地产销售在前三季度持续回落，一至三季度投资同比降幅也持续扩大，同比增速由一季度的-9.9%降至-19.3%，继续成为固定资产投资的最大拖累项。

三季度房地产销售表现再度走弱，商品房销售面积同比下降9.8%，较二季度的-4.0%回落5.8个百分点。主要是三季度国内资本市场活跃度较高，居民资本市场投资情绪高涨，对购房需求形成抑制。根据央行三季度城镇储户问卷调查，相较消费与储蓄，三季度倾向于更多投资的储户占比达18.5%（投资指股票、基金、银行理财等金融投资），高于二季度的12.9%，也高于去年同期的11.6%。由于房地产销售表现转冷，三季度房地产新开工、施工、竣工节奏也均有放缓，同比增速分别下行至-16.6%、-20.3%、-16.8%（图15），其中施工面积增速回落幅度较大，由前值7.1%降至-20.3%。

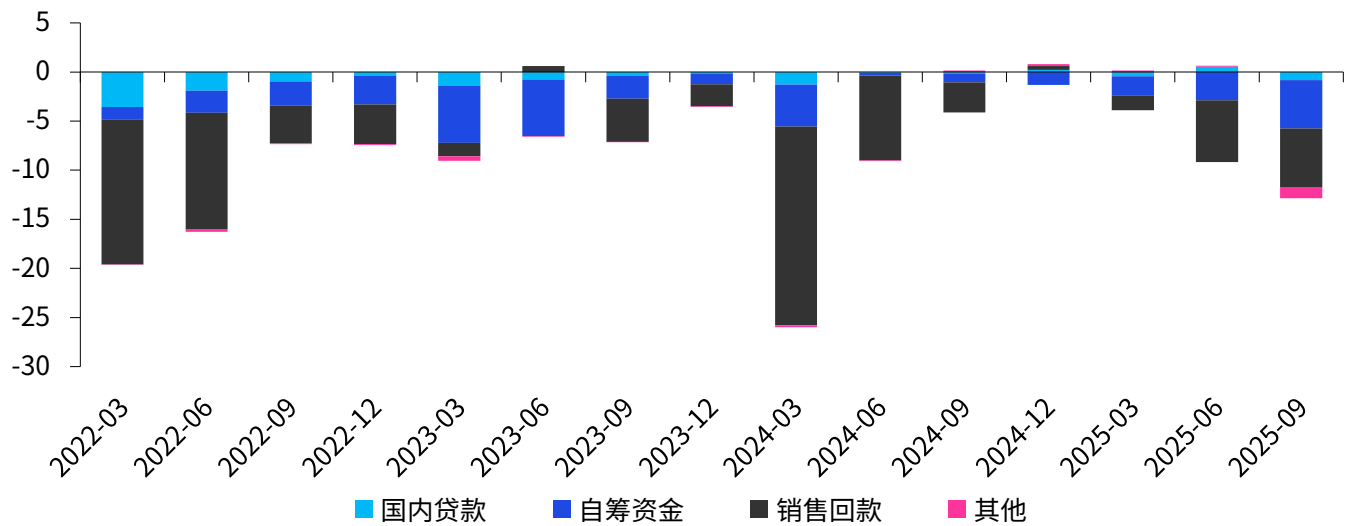
图15 房屋新开工、施工、竣工面积，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从房地产企业开发资金来源来看，包括定金预收款以及个人按揭贷款的销售回款增速持续磨底，三季度增速达-14.0%，与二季度的-13.8%基本持平，是投资资金来源的最大拖累（图16）。另外，三季度房企自筹资金降幅走扩，同比达-12.7%，较二季度的-7.9%下行4.8个百分点，主要是今年三季度房企债务迎来到期高峰，房企债券发行规模低于到期规模，债券融资呈现净流出状态，削弱房企自筹资金对投资的支持作用。

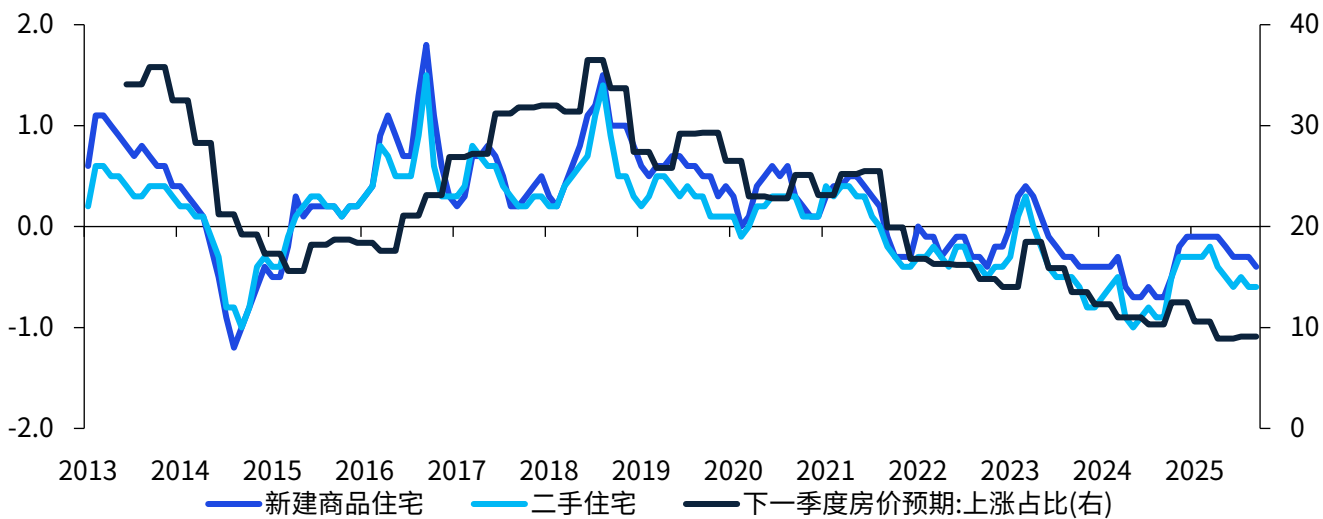
图16 不同资金类别对房地产开发资金来源拉动，当季值，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析
注：销售回款包括定金和预收款、个人按揭贷款

由于房地产需求持续走弱，今年前三季度新房与二手房房价呈现阶梯式回落，且降幅在一季度至三季度逐季递增。其中，一季度商品房、二手房房价指数月均环比下降0.1%、0.3%，而时至三季度，商品房、二手房房价指数月均环比下降0.3%、0.6%，下降斜率更为陡峭。但值得注意的是，三季度央行城镇储户问卷调查显示，对下季度商品房涨价预期的居民占比达到9.1%，较二季度小幅回升。实际房价走弱，但居民预期回升，代表当前房价存在一定超跌情况，也从侧面再次印证了三季度销售的转弱可能与同期较活跃的资本市场表现相关（图17）。

图17 70大中城市住房指数环比及城镇储户房价预期，%

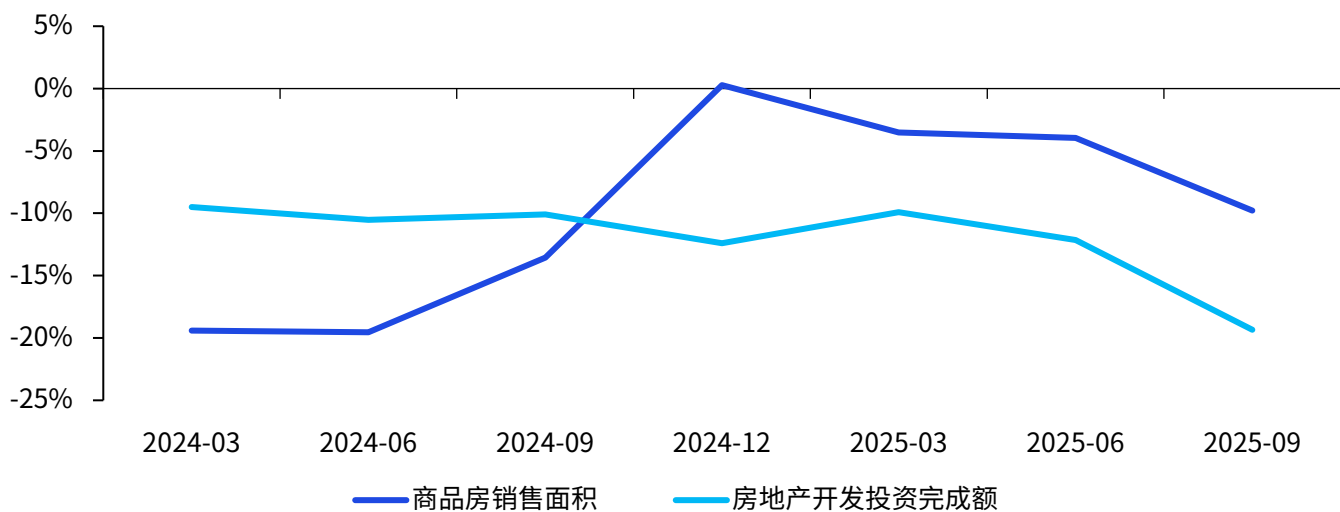


数据来源：Wind，毕马威分析

需要注意的是，“止跌回稳”仍然是当前政策层对下一阶段房地产表现的关键目标。8月18日，国务院第九次全体会议上，李强总理明确“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，而在8月初至9月，北京、上海、深圳先后优化了住房限购政策，以提振市场情绪。我们理解下一阶段，伴随地方房地产政策持续优化，三季度居民抑制的购房需求有望在四季度得到释放，对四季度房价表现形成支撑。

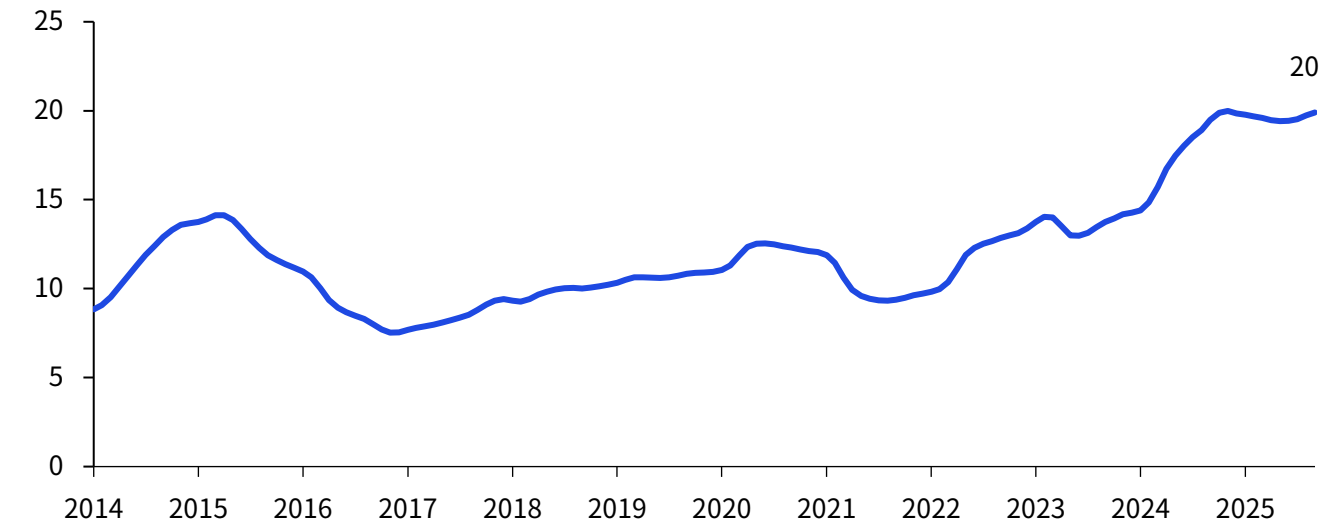
与向好的销售前景不同，未来一段时间，房地产投资回升仍存较大阻力。一是在高库存的背景下，当前房地产销售与投资呈非线性关系，即便后续销售回暖，对投资带动作用仍然有限。观察去年以来房地产销售与投资关系，当销售情况改善时，投资改善并不明显，比如去年房地产的销售面积同比增速由三季度的-13.6%上行至一季度的0.3%，但同期投资增速由-10.1%降至-12.4%（图18），核心原因在于当前房地产库存压力仍然较高。截至9月末十大城市库存比仍处于历史高值，将掣肘未来企业投资意愿（图19）。而销售表现一旦走弱，投资增速将与之同步回落，如今年二、三季度销售增速由-4.0%降至-9.8%，而投资增速相应由-12.1%降至-19.3%。房地产销售与投资的这种非线性关系特征，预示着未来房地产投资表现或将呈现跌易涨难的现象。

图18 商品房销售面积与房地产开发投资完成额增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图19 十大城市商品房存销比，12个月移动平均，月



数据来源：Wind，毕马威分析
注，十大城市包括一线城市4城：北京、上海、广州、深圳；二线城市6城：杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门。

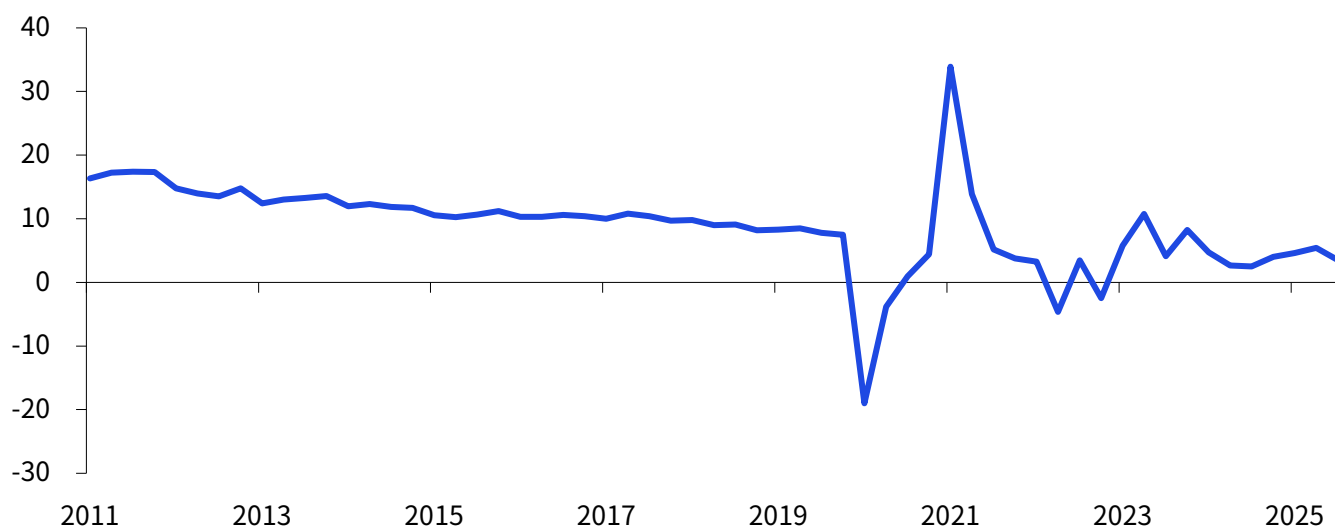
二是地方政府控制土地供给，从源头上也限制了未来房地产投资的空间。一方面房地产库存较高地区，政府主动控制新增土地供应，三季度百城土地供应面积同比达-19%，较二季度-11%的降幅进一步扩大。另一方面，今年部分地方政府为化解房企偿债风险，向房企回购前期出让土地，1-8月地方政府已发行0.3万亿土地储备专项债。伴随房企存量土地规模的缩减，企业短期新开工投资的空间受到限制。

从中长期来看，伴随人口红利退去，老龄化程度加深，城镇化进程放缓，房地产需求的趋势性回落已成为较为一致的社会预期。在7月中旬，中央时隔十年召开中央城市工作会议，进一步明确我国城市发展战略由规模扩张进入高质量“内涵式发展”阶段，标志着房地产行业在发展理念上的重要转变，房地产投资重点将从增量的新建扩张，转至存量的提质升级。在“十五五”规划《建议》稿中，首次将房地产发展纳入“保障和改善民生”的范畴，引导政府加大保障房供给、引导居民提升住房质量。为加大保障性住房供给，预计“十五五”期间中央或加大收储力度，缓解房企库存压力。为提升居民住房品质，政府将引导房企建设安全舒适绿色智慧房屋，以新供给创造房地产新需求。我们认为在这两方面需求支撑下，“十五五”期间房地产投资将步入新稳态。

服务消费是重要拉动力

2025年前三季度，社会消费品零售总额（以下简称“社零”）累计同比增长4.5%，较上半年放缓0.5个百分点。其中，三季度社零同比增长3.5%，较二季度明显回落1.9个百分点（图20），主要源于以旧换新政策带动作用减弱，叠加居民收入增速持续放缓、消费内生动力依然不足。值得注意的是，社零口径外的服务消费表现维持较强韧性，前三季度服务零售额累计同比增长5.2%，仅较上半年小幅下行0.1个百分点。受此支撑，三季度最终消费支出拉动GDP增长2.7个百分点，与二季度基本持平，对GDP的贡献率较二季度进一步提升4.3个百分点至56.6%，继续发挥经济增长的主引擎作用。

图20 社会消费品零售总额，当季同比，%

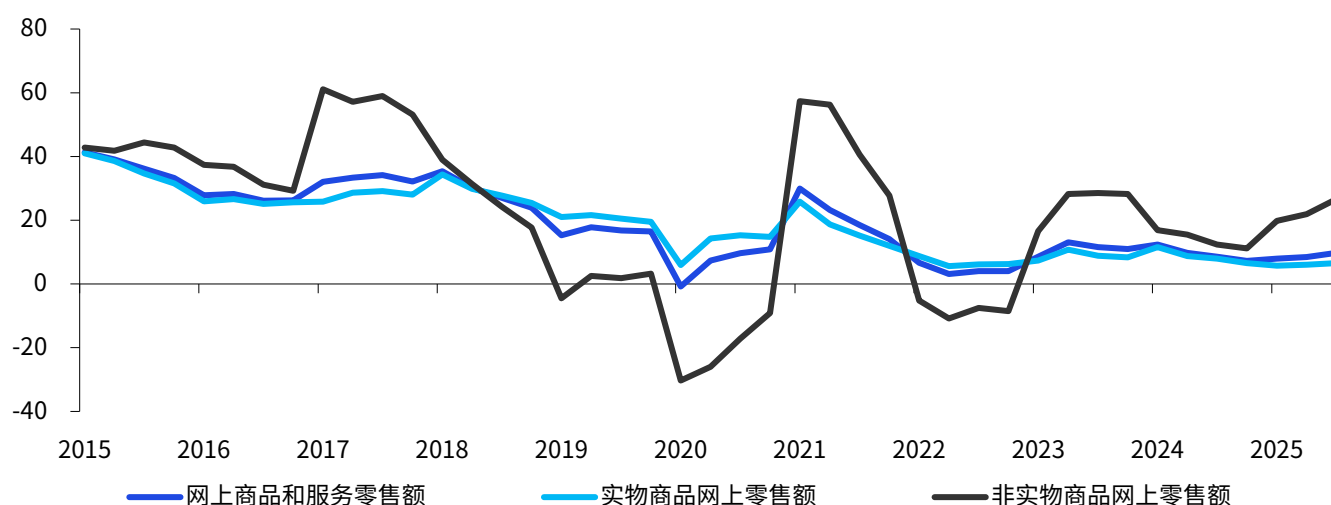


数据来源：Wind，毕马威分析

今年以来，中央及地方层面通过系列举措持续赋能，加快培育壮大服务消费、新型消费等新增长点。6月开始商务部启动“服务消费季”活动，着力打造“旅游+”“美食+”“体育+”“演艺+”等融合消费场景。同时，服务消费领域金融信贷支持和财政贴息政策协同发力，鼓励服务供给创新发展、提质扩容，加速释放服务消费需求。随着地方特色化实践持续涌现、文旅体娱供给更加丰富，统计局数据显示，前三季度文体休闲、旅游咨询租赁、交通出行等服务类零售额均实现两位数增长。

此外，在政策支持、科技赋能和消费需求升级的共同驱动下，以新能源汽车、智能穿戴设备、即时零售、无人便利店、AR/VR沉浸式体验等为代表的新型消费业态蓬勃发展，为满足居民品质化、个性化、体验化消费需求，释放经济发展新活力发挥了重要作用。特别地，数字消费增长强劲，前三季度全国网上零售额同比增长9.8%，其中实物商品、非实物商品（包括服务、虚拟商品等）网上零售额分别同比增长6.5%、26.7%（图21），数字产品、线上服务、互联网电商成为亮点。工业和信息化部数据显示，前三季度全国软件业务收入增长13.0%；商务部数据显示，前三季度在线餐饮、在线旅游、即时电商销售额分别同比增长20.3%、27.3%、24.3%。

图21 网上商品和服务零售额，累计同比，%



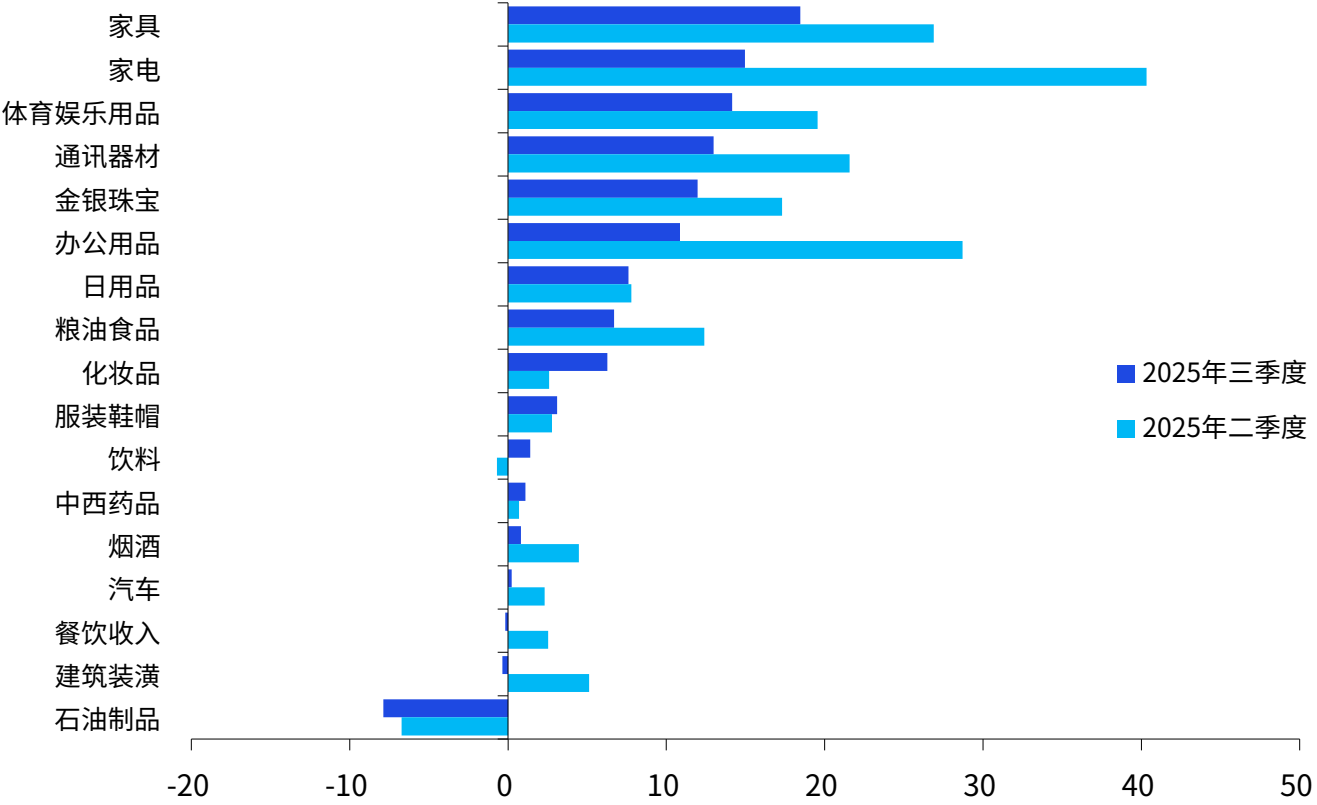
数据来源：Wind，毕马威分析

分消费品类别来看，三季度以旧换新商品消费增速大幅放缓（图22）。汽车、家电、通讯器材、办公用品、家具五大类以旧换新商品零售额（限额以上单位，下同）合计同比增长4.6%，较二季度增速显著回落7.3个百分点，对当期商品零售增长的拉动大幅收窄3个百分点至2%，主要受财政资金供给与地方执行节奏调整的双重影响。

一方面，中央财政对以旧换新的资金支持规模有所缩减，下半年合计安排资金1380亿元，小于上半年的1620亿元及去年下半年的1500亿元，资金总量的减少直接导致政策刺激力度减弱，对消费者和企业的补贴激励效应下降。另一方面，各地方在资金使用上实施更加精细化的执行策略，调整资金投放节奏或设置补贴申领门槛（如采取“抢券”“摇号”等方式），以确保有限资金能够均衡使用至年底，避免前期集中支出导致年末政策断档。这一调整使得三季度以旧换新补贴发放速度较上半年有所放缓，短期内对消费的即时拉动作用受到抑制。

值得注意的是，以旧换新消费之外的商品零售增速从一季度的5.3%持续下滑至三季度的1.3%，表明当前居民消费内生增长动力依然偏弱。此外，餐饮收入同比下降0.2%，为2023年以来首次季度负增长，主要归因于外卖平台补贴加剧行业竞争，以及公务“禁酒令”升级影响政商务消费场景。

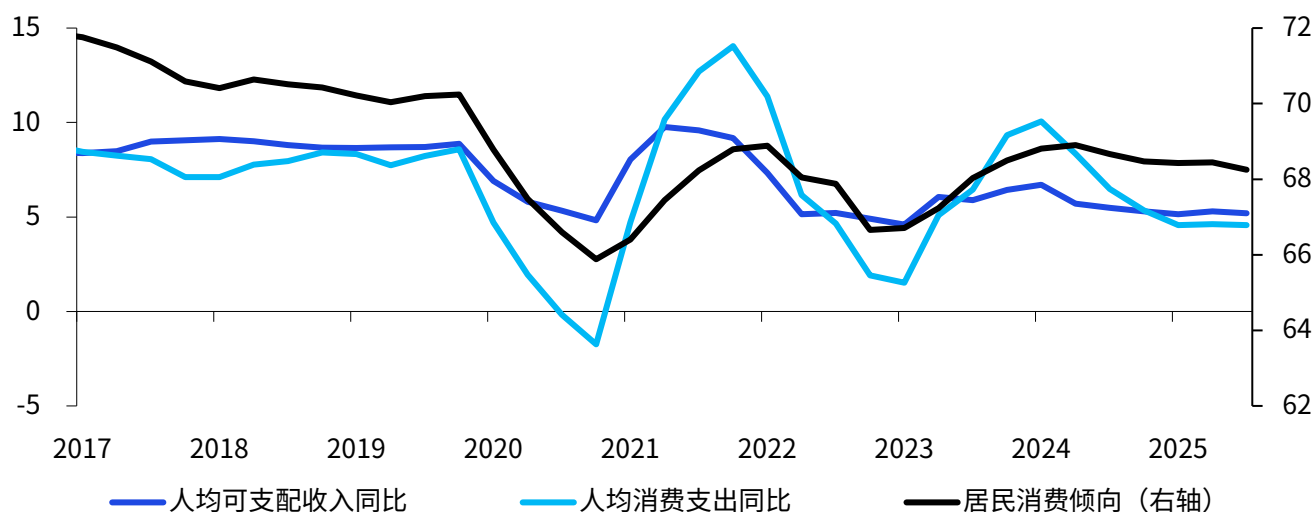
图22 限额以上消费品零售额增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

当前居民收入增长仍面临较大压力，制约消费能力修复，并拖累消费倾向进一步下行（图23）。前三季度居民人均可支配收入名义同比增长5.1%，较上半年增速下行0.2个百分点。一方面，就业市场压力加大导致居民工资性收入增速放缓。前三季度全国城镇调查失业率均值为5.2%，高于去年同期的5.1%，其中16-24岁、25-29岁不含在校生群体及外来农业户籍人口失业率均值分别为16.6%、7.1%、4.9%，均分别高于去年同期的15.6%、6.7%、4.7%。前三季度居民工资性收入增速较上半年放缓0.3个百分点至5.4%，对总收入增速的拉动从上半年的3.3降至3.1个百分点。另一方面，房地产市场持续下行导致居民财富不断缩水。前三季度居民财产净收入增速较上半年明显下行0.8个百分点至1.7%，对总收入增速的拉动收窄0.1个百分点。消费支出方面，前三季度居民人均消费支出名义同比增长4.6%。较上半年放缓0.6个百分点，边际下行幅度大于收入端，主要由于居民对未来就业、收入和房价预期依然较弱。

图23 居民收支增速和消费倾向，4季度移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

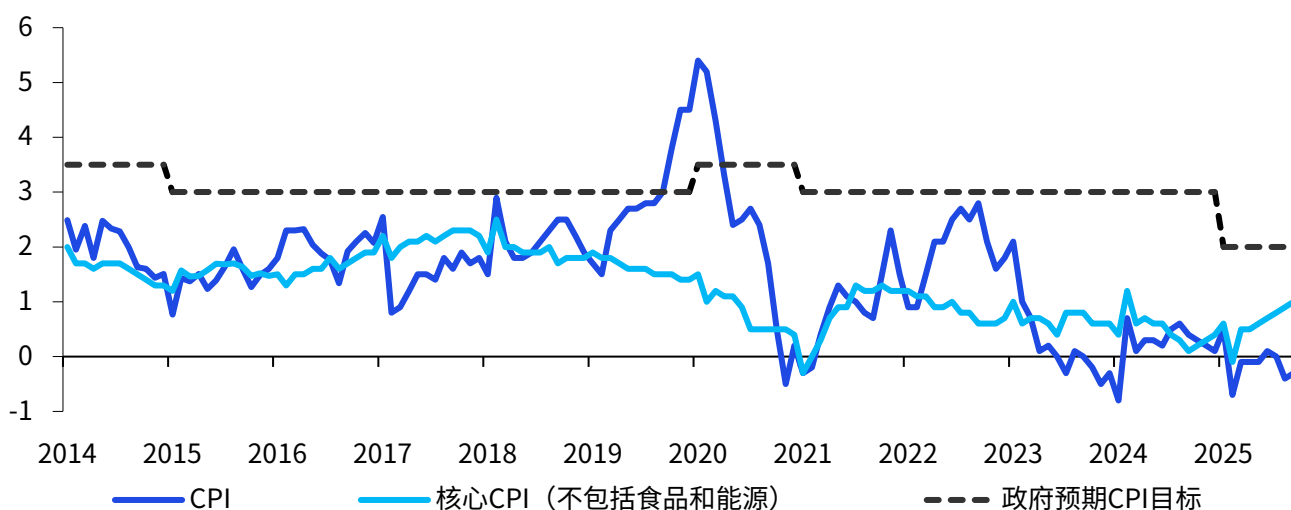
注：居民消费倾向=当季居民人均消费性支出/人均可支配收入

展望四季度，在线上“双十一”“双十二”等促销活动与线下中秋国庆等假期消费的共同提振下，消费市场仍有一定支撑。但考虑到去年四季度以旧换新政策效果集中显现，推动消费基数明显升高，而今年以来政策拉动力已呈减弱趋势，叠加前期大部分耐用品消费需求已经释放，今年四季度社零增速或将面临“政策效应回落+高基数”的双重压力。预计服务消费仍是四季度消费增长的重要拉动力。9月16日，商务部等9部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》的通知，服务消费领域政策接续推出，有助于补充对消费的支持力度。同时，资本市场整体向好有望带动居民财产性收入增速回升。未来在政策持续支持资本市场健康稳定发展的背景下，资本市场的财富效应或将逐步取代房地产市场对消费的传统拉动作用，推动居民消费倾向边际改善。但需要注意的是，“收入—消费”链条的进一步畅通仍有赖于政策在中长期持续发力，通过强化居民就业保障、完善社会保障体系、加大民生改善力度等措施，切实提升居民消费能力与意愿。

“反内卷”成效初显， 推动价格企稳

2025年前三季度CPI累计同比下降0.1%，降幅与上半年及一季度持平，主要受到食品和能源价格的拖累；而核心CPI逐季回升，累计同比增长0.6%，较上半年提高0.2个百分点，显示国内物价水平延续温和修复态势。单月来看，9月CPI同比降幅较上月收窄0.1个百分点至-0.3%，环比季节性上涨0.1%；核心CPI在低基数下同比进一步上行至1.0%，连续五个月回升，并创19个月以来新高，环比持平为0，略低于季节性水平（2021-2024年同期均值）的0.1%（图24）。

图24 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

食品和能源价格是9月CPI同比下降的两个主要拖累项。食品方面，9月食品CPI受中秋节错月等基数因素影响，同比降幅进一步扩大0.1个百分点至-4.4%，拖累整体CPI同比下降约0.8个百分点。主要食品中，鲜菜、鲜果、鸡蛋价格环比均季节性有所上涨，但同比在高基数影响下跌幅依然明显；猪肉由于供给充足，价格进一步走弱，同比跌幅较上月扩大0.9个百分点至-17.0%。能源方面，受全球经济前景走弱和石油供应过剩影响，国际原油价格持续下行（图25），带动国内能源价格同比下降2.7%，影响CPI同比下降约0.2个百分点。

核心CPI持续改善主要得益于金饰品和耐用消费品价格的推动。今年以来，地缘局势和国际贸易政策的不确定性共同推升市场避险情绪，作为传统避险资产的黄金价格因此受到提振并屡创新高，带动国内金饰品和铂金饰品价格分别同比上涨42.1%和33.6%。耐用消费品方面，得益于国内促消费政策持续发力、市场供求关系逐步改善，家用器具价格同比上涨5.5%，创历史新高；通信工具价格同比上涨1.5%，为2023年以来最高水平；交通工具价格尽管仍呈同比下跌趋势，但降幅已收窄至-1.9%，为近31个月最小跌幅，显示汽车市场“以价换量”现象有所改善。此外，服务价格同比涨幅较为稳定，持平于上月的0.6%。其中，医疗服务价格同比涨幅扩大0.3个百分点至1.9%，与各地推进医疗服务价格改革、提高体现医疗技术劳务价值的项目价格有关；而宾馆住宿和飞机票价格受暑期结束叠加中秋节错月影响，分别同比下降1.5%和1.7%。往后看，预计四季度CPI将在低基数作用下呈现低位温和回升态势，但考虑到近期耐用品消费政策刺激力度有所减弱、消费市场表现出现回落，在居民消费内生动力仍显不足的背景下，核心CPI修复空间可能有限，亟待增量政策进一步推动居民需求恢复。

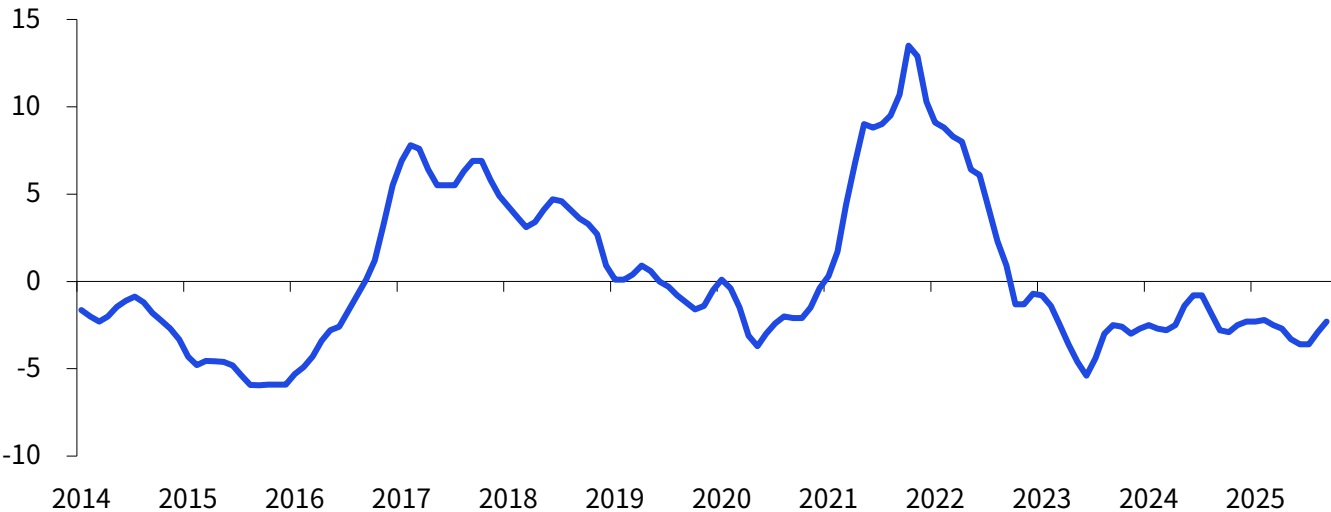
图25 国际原油和黄金期货价格走势



数据来源：Wind，毕马威分析

前三季度PPI累计同比下降2.8%，与上半年基本持平。单月来看，PPI同比已连续36个月下跌。但由于供需结构改善以及原油等大宗商品国际价格回升等，9月降幅较6月收窄1.3个百分点至-2.3%（图26），同时环比连续两个月持平，成为年内工业领域价格止跌企稳的积极信号。

图26 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

三季度以来各行业“反内卷”加速推进，通过遏制无序价格战、推动落后产能退出，从供给端对PPI修复提供两大关键支撑。第一，行业价格企稳回升。政策针对煤炭、钢铁等此前“内卷”严重的行业发力，成效显著。例如煤炭开采和洗选业价格9月同比降幅较8月收窄3.0个百分点，环比上涨2.5%，连续两个月上涨；黑色金属冶炼和压延加工业价格9月同比降幅收窄3.4个百分点，环比上涨0.2%。第二，企业盈利与投资改善。遏制无序“价格战”有助于减少企业间的恶性竞争，修复盈利空间。9月规模以上工业企业利润同比增长21.6%，连续两个月增速加快。高技术制造业带动作用明显，1-9月利润同比增长8.7%；装备制造业的8个行业利润全部实现增长。预计企业盈利改善后，会将更多资源投入研发与生产，形成“价格企稳-盈利修复-技术升级”的良性循环，进一步巩固PPI改善基础。

与此同时，“反内卷”政策带来的影响呈现“上游强、下游弱”的特点。首先，上游生产资料价格率先回暖：9月生产资料PPI同比下降2.4%，降幅收窄0.8个百分点；环比持平，其中采掘工业价格环比上涨1.2%，原材料工业价格止跌持平，主要得益于煤炭、黑色金属等上游行业“反内卷”带来的供需结构优化。其次，9月下游生活资料PPI同比下降1.7%，环比下降0.2%，其中耐用消费品价格同比下降3.9%，刷新2005年以来新低，反映下游行业仍受终端消费需求不足制约，价格企稳需进一步依赖扩内需政策发力。

在“反内卷”推动产业向“高质量竞争”转型的背景下，高端制造与消费升级相关行业价格表现突出。9月飞机制造价格同比上涨1.4%，电子专用材料制造价格上涨1.2%，可穿戴智能设备制造价格上涨0.1%；消费端，品质化需求释放带动工艺美术及礼仪用品制造价格上涨14.7%，运动用球类制造价格上涨4.0%，这些行业成为PPI结构中的“正向力量”，体现产业升级与消费升级的“双轮驱动”效应。

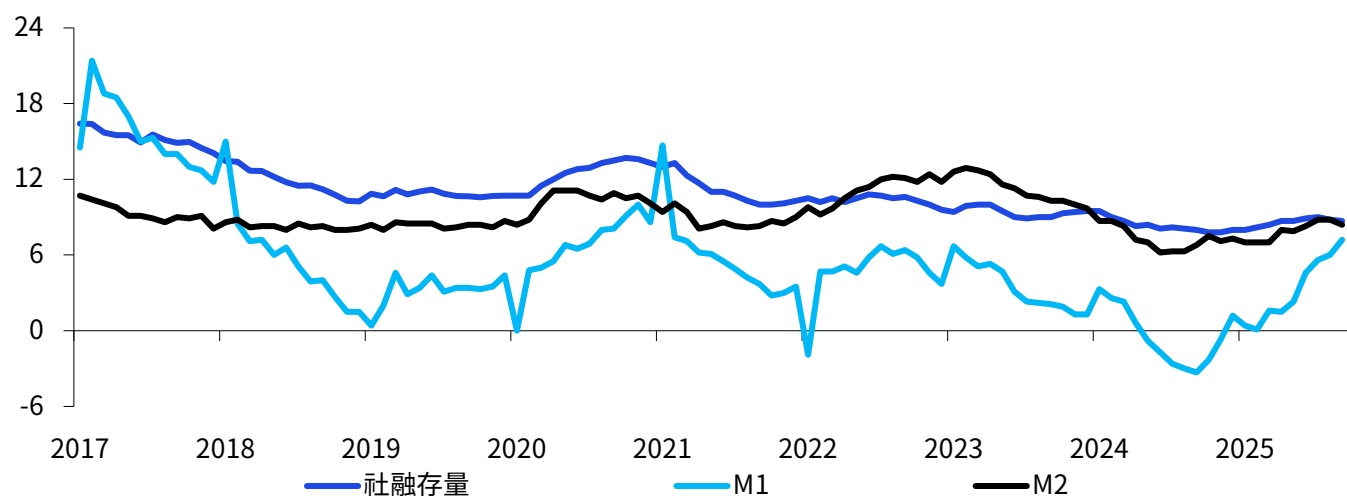
当前，“反内卷”政策仍在持续发力，新修订的《反不正当竞争法》、《价格法》为市场秩序提供法律保障。与此同时，工信部从2025年9月至10月陆续发布了十大重点行业稳增长方案，方案聚焦于工业经济的转型升级与可持续发展，着力打通供需堵点，打破工业生产中的非理性竞争行为，并增强高端产品供给能力。从需求端来看，5000亿元新型政策性金融工具加快落地，有望推动中下游工业品需求逐步改善。伴随着四季度一系列稳增长、扩内需政策与“反内卷”政策形成合力，PPI有望从“止跌企稳”进一步转向“温和回升”，为工业经济平稳运行提供更坚实的价格支撑。



货币政策将更多依赖结构性工具发力

2025年前三季度，社会融资规模累计新增30.0万亿元，创历史同期新高，同比多增4.4万亿元。但季度表现开始出现分化，三季度受政府债券支撑力度减弱及私人部门信贷需求疲软共同拖累，社融增量同比由正转负，少增3402亿元；社融存量增速亦小幅回落至8.7%（图27）。货币供给方面，前三季度M2同比增速为8.4%，略高于上半年的8.3%，显示金融总量平稳增长，流动性保持充裕。M1同比增速为7.2%，较上半年显著提升2.6个百分点，达到2021年3月以来最高水平，一则得益于财政支出力度加大，二则M2与M1的同比增速差距明显收窄，反映居民、企业存款活化程度提升，经济主体交易性需求有所回暖。

图27 社会融资规模存量与M1、M2同比增速，%

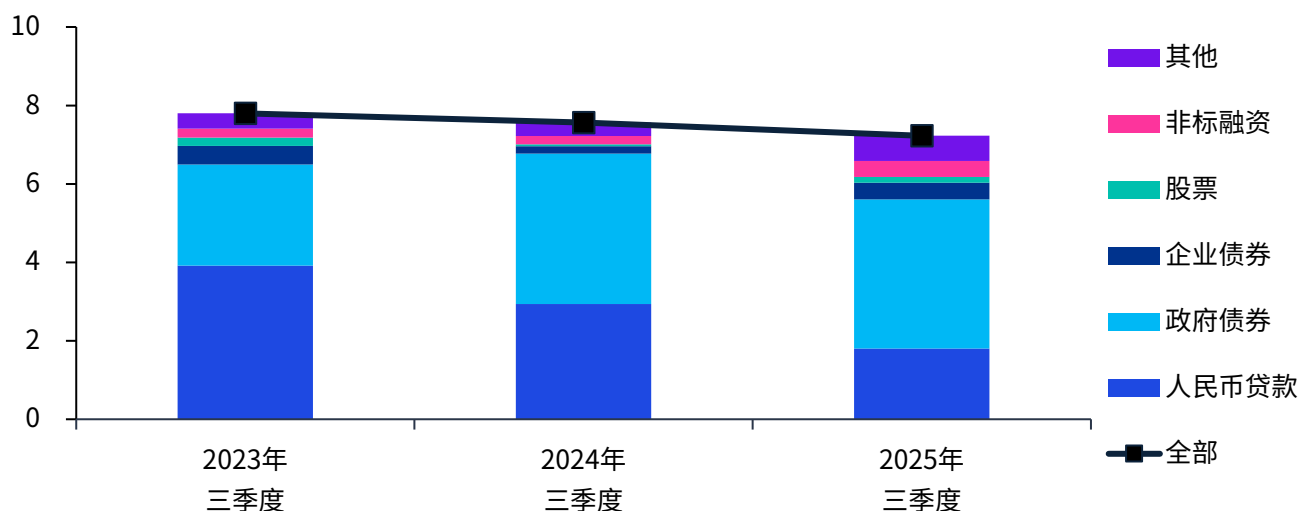


数据来源：Wind，毕马威分析

从社融结构来看，政府债券仍是新增社融的主要来源（图28）。三季度政府债券净融资新增3.8万亿元，占全部社融增量的52.7%。但由于今年政府债发行节奏靠前，当前已进入发行尾声，而去年同期政府债发行放量，导致今年三季度新增政府债融资同比由前两个季度的大幅多增转为少增368亿元，其中8月、9月分别同比少增2505、3464亿元。其次，三季度社融口径下人民币贷款新增1.8万亿元，同比少增1.1万亿元，连续六个月同比少增，反映实体经济有效信贷需求不足的问题依然突出。

其它分项中，自5月央行与证监会联合发布《关于支持发行科创债有关事宜的公告》以来，科创债发行明显提速，叠加去年同期城投债显著收缩形成的低基数效应，三季度企业债券净融资新增4222亿元，同比多增2409亿元，对社融形成一定支撑。此外，三季度表外三项非标融资合计新增4071亿元，同比多增1957亿元，其中未贴现银行承兑汇票为主要支撑项，新增3569亿元，同比多增2681亿元。这一方面可能与外需韧性支持下，制造业PMI生产活动加速扩张，叠加“反内卷”初见成效，PPI连续两个月回升改善企业盈利预期，企业原材料采购及季节性备货需求增加，企业间贸易结算开票量随之上升。另一方面，随着信贷政策导向从规模扩张转向结构优化，并更注重息差稳定，银行票据冲量的意愿明显弱化，出于盈利导向主动收缩表内低收益票据贴现业务，从而推升了未贴现汇票规模。三季度票据融资同比明显少增6507亿元（图28）。

图28 新增社会融资规模结构，当季值，万亿元

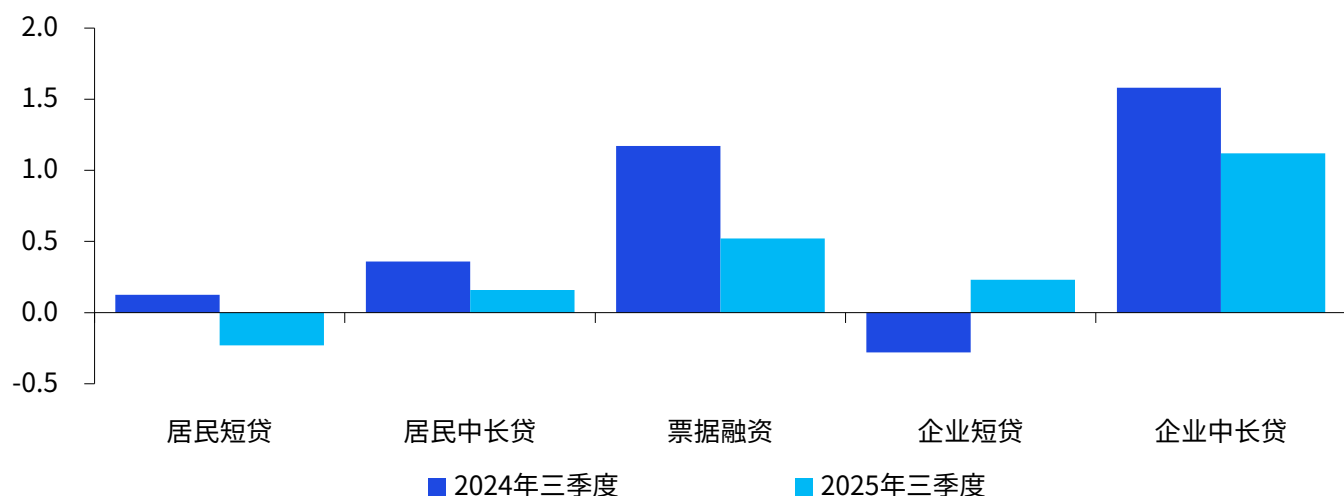


数据来源：Wind，毕马威分析

信贷投放结构方面，伴随制造业生产经营活动预期向好，企业短期贷款需求继续回暖，三季度新增2300亿元，低基数下同比多增5100亿元（图29）。但企业中长期贷款增长仍偏弱，三季度同比少增4600亿元，与同期固定资产投资表现疲软相印证。居民部门来看，居民短贷连续两个季度新增为负，三季度同比少增3561亿元，降幅进一步走扩，反映居民就业增收压力尚未缓解，消费信心和加杠杆意愿仍受抑制。三季度房地产销售市场改善有限，居民中长贷同比少增2000亿元。

截至三季度末，金融机构人民币贷款余额同比增长6.6%，较上半年放缓0.5个百分点。虽然整体信贷增速下行，但政策引导下重点领域和薄弱环节的金融服务质效进一步提升，信贷保持高速增长。三季度末，科技、绿色、普惠、养老、数字经济产业贷款同比分别增长11.8%、22.9%、11.2%、58.2%、12.9%，均明显高于全部贷款增速。特别地，前三季度绿色贷款新增6.5万亿元，占同期全部贷款增量的43.9%，已经成为信贷增长的主力。往后看，随着5000亿元新型政策性金融工具加快投向新兴产业、基础设施等领域，并全部用于补充项目资本金，有望发挥“杠杆”效应，撬动四季度重点领域信贷需求增长并进一步优化信贷结构。

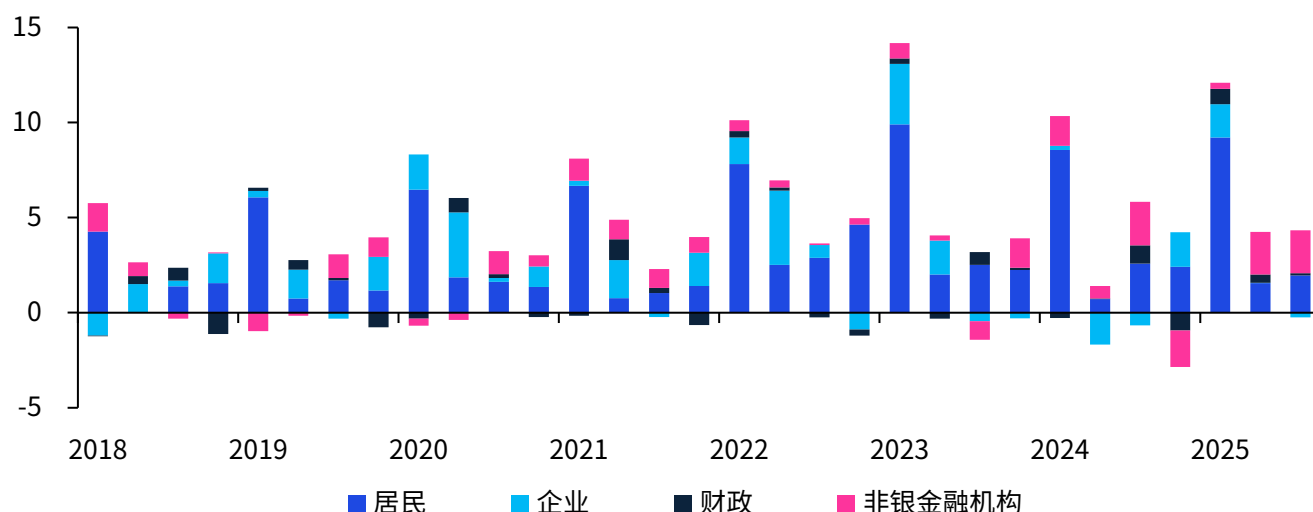
图29 金融机构新增人民币贷款结构，当季值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

存款方面，三季度人民币存款新增4.8万亿元，同比少增0.4万亿。结构上看（图30），居民存款新增2.0万亿，同比少增0.6万亿，主要由于存款利率下行叠加资本市场上涨，推动居民存款流向非银。三季度非银存款新增2.3万亿元，为历史同期次高，仅次于去年同期；由于去年“924”行情启动后居民集中入市形成高基数，非银存款同比小幅少增300亿元。企业存款减少2400亿元，降幅较去年同期收窄4200亿元，显示企业资金面压力有所缓解。一方面，随着地方政府化债工作持续推进，此前被拖欠的工程款等资金逐步回笼至企业账户。另一方面，财政净支出通过政府采购、补贴、转移支付等方式向企业部门注入资金。三季度财政存款新增1200亿元，扣除当期新增政府债券净融资后，减少3.7万亿元，同比多减8114亿元，指向财政资金拨付较为积极。

图30 金融机构新增人民币存款结构，当季值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，中国人民银行货币政策委员会2025年第三季度例会通稿强调“落实落细适度宽松的货币政策”，并新增“抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应”表述。10月27日，央行行长在金融街论坛年会上表示，央行将综合运用多种货币政策工具，提供短期、中期、长期流动性安排，保持社会融资条件相对宽松，同时宣布将恢复公开市场国债买卖操作；此外，央行将继续完善货币政策框架，强化货币政策执行和传导。随着5000亿元新型政策性金融工具及5000亿元地方政府债务结存限额等增量政策推出，央行在当下窗口重启暂停近10个月的国债买卖，是优化流动性管理、强化财政货币协同的一项关键举措。央行通过国债买卖与买断式逆回购、MLF加量操作等数量型货币政策工具配合，实现短中长期流动性精准投放，有助于支持政府债顺利发行，拓展银行信贷投放能力。

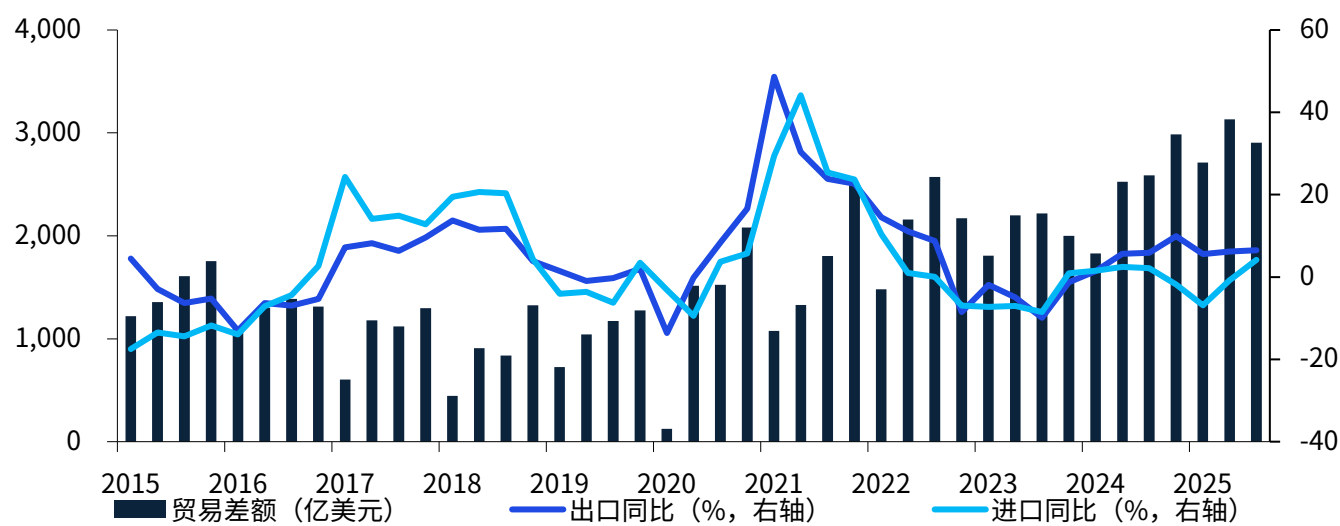
预计四季度货币政策延续“适度宽松”基调，但降准降息等总量型工具空间可能有限，更多将以结构性工具为主导。具体而言，总量型工具使用可能受以下多重因素制约：一是尽管三季度以来主要经济指标有所走弱，但四季度完成全年经济目标的压力不大，短期降准降息的紧迫性较小。二是当前银行净息差持续承压，进一步宽松可能加剧银行盈利压力，制约信贷投放能力。三是前期货币政策效应释放不充分，重点领域风险与结构性矛盾仍存，需强化精准滴灌改善政策传导效率。未来结构性货币政策工具将继续聚焦科技创新、绿色发展、小微企业、服务消费与养老、稳定外贸五大领域，通过“额度扩容+利率下调+范围拓展”组合拳，强化对实体经济重点领域和薄弱环节的精准支持，同时推动工具创新与财政、产业政策协同，提升政策传导效能。

全球贸易政策仍存不确定性， 中国外贸顶压前行

2025年前三季度，我国出口（以美元计价，下同）延续增长态势，累计同比达到6.1%，较上半年增速提高0.2个百分点。分季度来看，三季度出口同比增速较二季度提高0.3个百分点至6.5%（图31）。中美对等关税延期至11月，为企业“抢出口”“抢转口”留下充分时间。此外，我国积极开拓非美市场，升级产业链水平，也对整体出口形成有力支持。单月来看，9月全球PMI处于扩张区间，AI产业发展以及新兴市场投资需求支撑当月出口超预期表现，出口同比增长达8.3%，较前值大幅上行4.0个百分点；环比增长2.2%，较上月加快2.1个百分点。

前三季度我国进口累计同比下降1.1%，低于去年同期3.1个百分点。虽然整体来看进口仍弱于出口，但在过去的三个季度中，进口同比呈现逐步回升的趋势，特别是三季度进口当季同比重新回正，达到4.2%。在国内稳经济政策持续发力下，中国内需逐步回暖。其中，9月进口同比增速较上月提升6.2个百分点至7.4%，环比增速亦显著上行，提升10.4个百分点至8.5%。

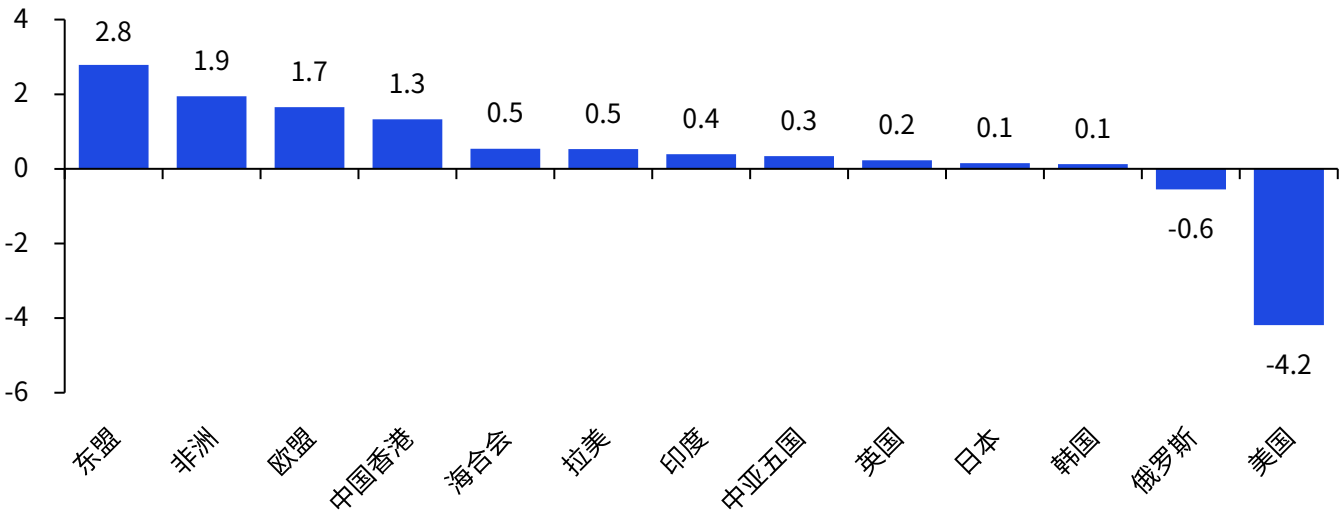
图31 进出口活动，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴方面，在三季度中美关税谈判尚未明朗的情况下，我国积极开拓非美市场取得了明显成效，有效对冲了对美出口下滑的拖累（图32）。三季度对美出口同比增速进一步下降3.4个百分点至-27.3%，拖累整体出口增速4.2个百分点；但对非美市场出口同比增长12.6%，拉动总出口增速10.7个百分点。其中，我国对东盟、中国香港等主要转口贸易伙伴出口继续保持高增速，分别同比增长18.2%、16.0%，分别拉动整体出口增速2.8、1.3个百分点。今年以来，我国加快推进区域产业链布局，与东盟在电子、机械等领域的产业协同不断增强，供应链韧性提升，是推动对东盟出口增长的主要原因之一。此外，“一带一路”沿线国家和地区基础设施建设和消费需求扩大，成为拉动出口增长的新引擎。我国对非洲、海合会、中亚五国、拉丁美洲、印度等新兴出口市场延续上半年的增长态势，其中三季度对非洲出口同比增长更是突破40%，达到41.4%，拉动总出口1.9个百分点。随着全球需求回暖，我国对欧盟、英国、日本、韩国等传统贸易伙伴出口保持稳健增长，合计拉动出口增长2.1个百分点。总体来看，虽然美国市场依然是中国出口的重要市场，但对美出口占我国出口比重在9月当月已降至10.4%。全球经济发展需要中国供应链的深度参与，非美市场的强劲需求有效对冲了美国市场的下行风险，展望未来，中国外贸将继续保持韧性。

图32 2025年三季度主要经济体对出口同比的拉动，百分点



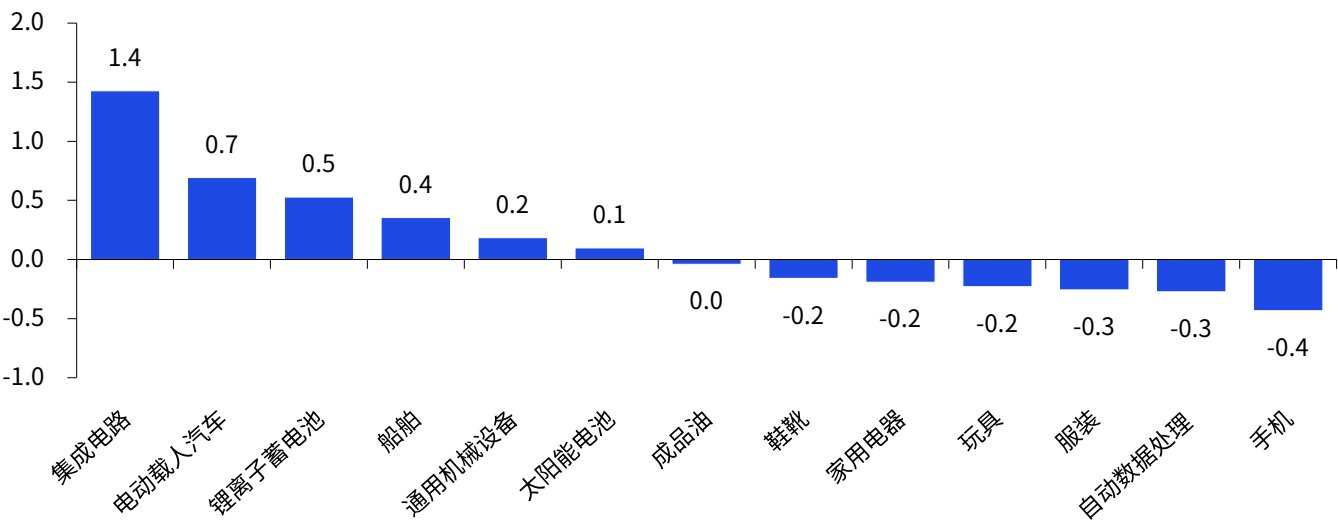
数据来源：Wind，毕马威分析

从主要出口商品来看，得益于全球人工智能投资大幅增长，三季度集成电路出口同比增长31.4%，拉动整体出口增速1.4个百分点。电动载人汽车出海成绩亮眼，出口增速从二季度37.3%的高增速进一步攀升至三季度的51.2%，拉动整体出口0.7个百分点（图33）。由于去年以来欧盟对中国电车施加高额关税，促使中国车企加速全球市场布局。一方面，借道关税仍相对较低的英国作为欧洲市场切入点，三季度对英国、欧洲出口分别同比增长151.7%、19.5%，分别拉动电动载人汽车出口8.7和7个百分点；另一方面，瞄准拉美、中东等电车渗透率较低、需求快速扩张的新兴市场，建立中国品牌认知，抢占市场份额，三季度对拉丁美洲、海湾国家出口分别同比增长73.8%、106%，分别拉动电车出口5.7和6.1个百分点。

除了电动载人汽车以外，“新三样”中的锂电池和太阳能电池延续了二季度的出口态势，其中锂电池出口同比增长29.4%，拉动出口0.5个百分点；而太阳能电池对总出口从二季度的拖累0.2个百分点改善至拉动0.1个百分点。“新三样”在三季度实现总体拉动出口增长1.4个百分点。此外，我国船舶出口持续增长，三季度出口同比增长26.1%，拉动出口0.4个百分点。工信部数据显示，前三季度我国造船三大指标（完工量、新接订单量、手持订单量）市场份额继续保持全球领先，后续船舶出口有望继续保持高景气度。

三季度消费品的出口增速总体走势偏弱，家用电器、电脑、手机分别以-0.2、-0.3、-0.4个百分点成为三季度拖累出口三类耐用消费电子产品；而服装、鞋靴、箱包、家具、玩具等主要的劳动密集型消费品在关税冲击下，对总出口的拖累达0.8个百分点。展望四季度，海外传统消费旺季有望提振季节性外贸需求，叠加我国在高端装备、新能源等高科技产品的竞争优势，出口总量有望保持一定韧性；但需要警惕基数效应和“抢出口”效应对后续出口的拖累。

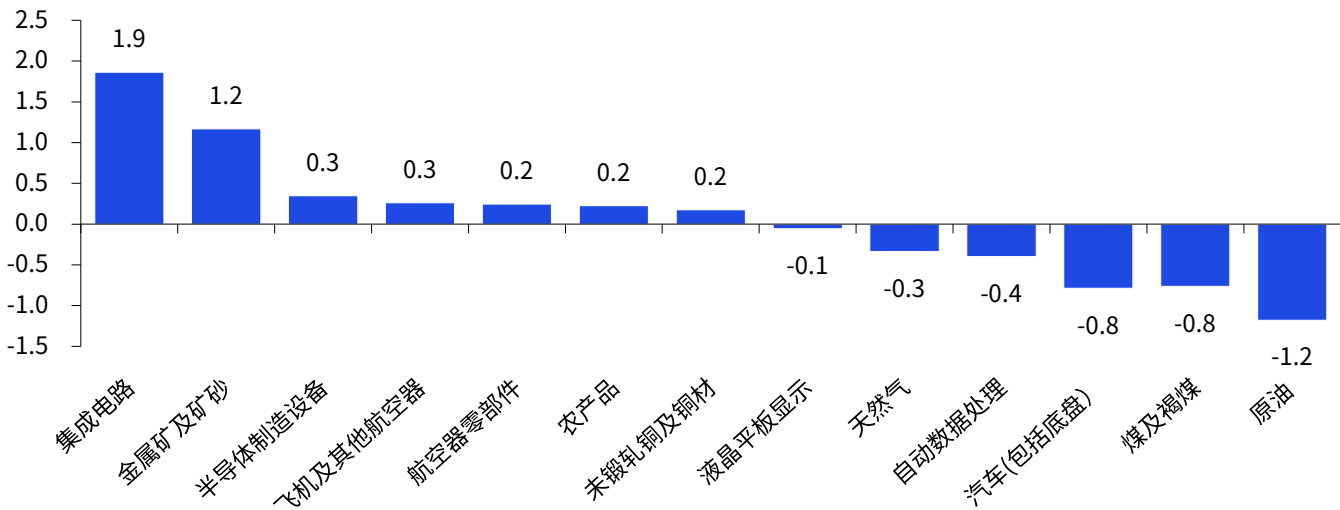
图33 2025年三季度主要类别商品对出口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

进口方面，中国智造转型进程加快，国内人工智能发展对算力需求增加，集成电路产品三季度进口同比增长12.0%，拉动整体进口1.9个百分点（图34）。半导体需求旺盛，同步带动三季度半导体制造设备同比增长21.0%，拉动进口0.3个百分点。另一方面，国内高新技术产品在自主研发以及西方保护主义的内外双重影响下，进口需求减缓，自动数据处理设备及其零部件相较二季度拉动减弱1.4个百分点。三季度矿产受国内原材料补库需求回暖叠加海外突发事件推动企业避险采购，进口明显改善，金属矿及矿砂进口同比增长12.3%，拉动进口增长1.2个百分点。能源方面则受价格压制，天然气、煤及褐煤、原油进口同比分别为-13.0%、-37.6%、-9.5%，合计拖累进口2.3个百分点。随着液晶平板显示模组、汽车（包括底盘）等产品的产能提升以及部件国产化率的提高，国产产品价格下降，使进口产品的竞争力相对减弱，分别拖累进口0.1和0.8个百分点。往后看，出口维持韧性有望支撑原材料和中间品进口需求回升。内需方面，随着新型政策性金融工具等增量政策实施发力，企业生产和投资有望平稳修复，支撑企业补库意愿增强，预计四季度进口有望保持回暖迹象。

图34 2025年三季度主要类别商品对进口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

2025年10月，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》报告，将2025年全球经济增长预期从7月的3.0%上调至3.2%，仍低于2024年的增速3.3%。报告对近期全球关税风暴有所缓解表示肯定，但在整体环境动荡、出口前置效应逐渐消退的情况下，世界经济面临的不确定性还将持续下去，而中美贸易在全球经济走向中发挥着举足轻重的影响力。回顾前三季度，从5月至9月，中美先后进行了4次经贸谈判，取得了不少的共识，但在高科技出口管制、能源和矿产管辖等关系国家发展的核心分歧上仍亟待双方进一步解决。而我国外贸依托多元化的出口市场、向新向优的出口产品、逐步回升的进口运行以及积极活跃的外贸主体顶压前行，成绩来之不易。展望未来，随着10月中美吉隆坡经贸磋商就双方关税政策及管制措施达成多项共识，美国取消10%对华芬太尼税，同时24%对等关税继续暂停一年，有望推动我国外贸环境边际改善。中美贸易摩擦取得阶段性缓冲，也将对全球经济发展注入更多确定性和稳定性。

2025年前三季度，我国实际使用外资金额为5737.5亿元人民币，同比下降10.4%，较上半年降幅减小4.8个百分点（图35），外资缩减规模有所收窄。新设立外商投资企业数量近4.9万家，同比增长16.2%，表明在全球经济格局深刻调整的背景下，外资企业对中国市场的长期信心和持续布局意愿进一步增强。虽然单季度外资金额仍呈同比下降态势，但降幅显著收窄反映出我国稳外资政策成效逐步显现，投资环境持续优化对全球资本的吸引力不断巩固。从行业分布上看，前三季度我国服务业实际使用外资4109.3亿元人民币，占比达71.6%；高技术产业实际使用外资1708.4亿元人民币，占比29.8%。整体来看，我国利用外资结构持续优化，服务业与高技术产业继续保持主导地位。其中高技术产业领域引资亮点纷呈，彰显我国产业升级与创新驱动发展对外资的强大磁吸效应。当前，随着我国深入推进制度型开放，不断完善市场化、法治化、国际化营商环境，跨国公司正加速整合在华业务布局，将中国市场纳入其全球创新网络和供应链体系的核心环节，通过“在中国、为全球”的战略路径共享中国发展机遇。

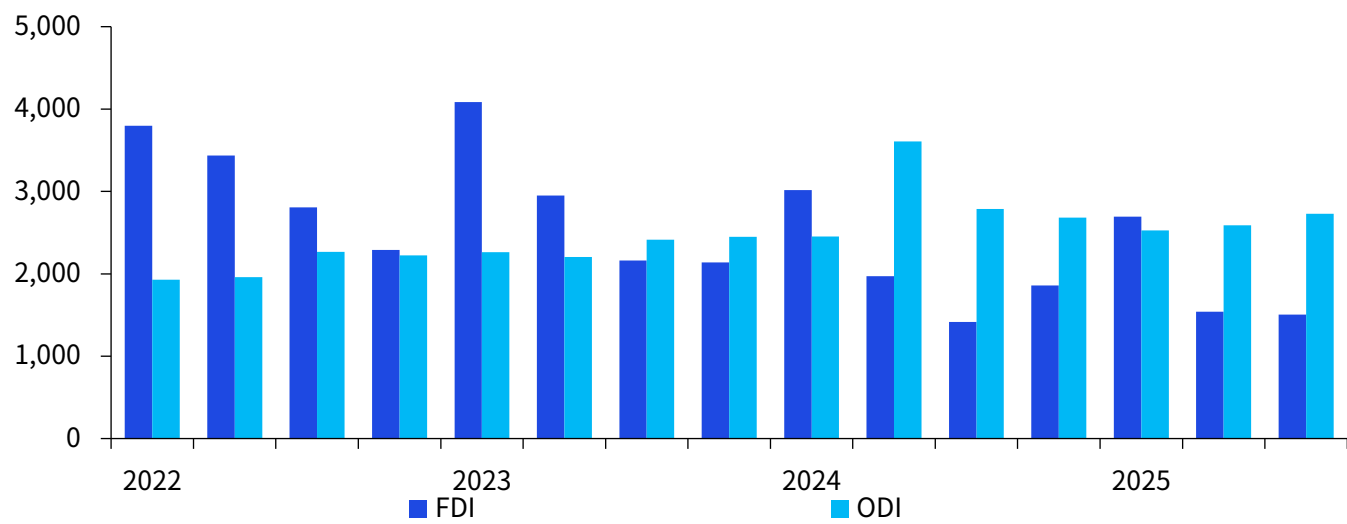
中国美国商会发布的《2025年美国企业在中国白皮书》指出，美国企业认可中国在推动营商环境更加开放方面所采取的政策和努力¹。调查显示，33%的受访企业认为中国的投资环境相比之前有所改善，这一比例比去年上升了5个百分点。同时，近一半受访的企业将中国视为其全球最重要的三大投资目标之一。此外，中国欧盟商会发布的《2025年商业信心调查》报告显示，在全球供应链重构背景下，越来越多的受访企业将其业务回流至中国，充分表明中国供应链仍具竞争力²。同时，53%的受访企业表示，如果能获得更大的市场准入，他们将增加在华投资。总体而言，中国持续在负面壁垒上“做减法”，在准入清单上“做加法”，为外资企业优化营商环境，并与多数外资企业携手维护自由贸易，持续深化合作，共同做大发展蛋糕，为促进贸易投资便利化持续贡献力量。

¹ 《2025年度美国企业在中国白皮书》，中国美国商会，2025年4月，
https://www.amchamchina.org/white_paper/american-business-in-china-white-paper/

² 《2025年度商业信心调查》，中国欧盟商会，2025年5月，
<https://www.europeanchamber.com.cn/en/press-releases/3717>

2025年前三季度，我国全行业对外直接投资9236.8亿元人民币，同比增长4.4%，较上半年增速回升9.5个百分点。其中，对全球151个国家和地区的8995家境外企业进行了非金融类直接投资，累计投资7933.6亿元人民币，同比增长4.8%，较上半年回升5.4个百分点（图35），对外投资合作总体呈现稳健增长态势。同时，前三季度我国对外承包工程业务延续上半年火热状态，其中完成营业额8764亿元人民币，同比增长12.2%；新签合同额13816.2亿元人民币，增长13.2%。与此同时，“一带一路”不断走深走实，发展韧性和潜力巨大。前三季度中国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资2150亿元人民币，同比增长24.7%；承包工程完成营业额7322.5亿元人民币，增长13.4%；新签合同额12178.4亿元人民币，同比增长18.1%；三季度关键指标均实现正增长。在全球经济面临不确定性的环境下，我国对外投资合作的整体韧性和长期向好基本面没有改变。展望四季度，我国将持续提升对外合作水平，对外投资有望保持韧性。一方面，新兴市场对基础设施建设以及重大项目领域的需求将持续利好中国企业扩大对外投资。另一方面，我国还将在数字经济、绿色转型、先进制造等领域，通过“技术赋能+本地化合作”等途径增强共建国家自主发展能力，同时也为中国企业出海提供更多机遇。

图35 我国实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI），亿元人民币，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

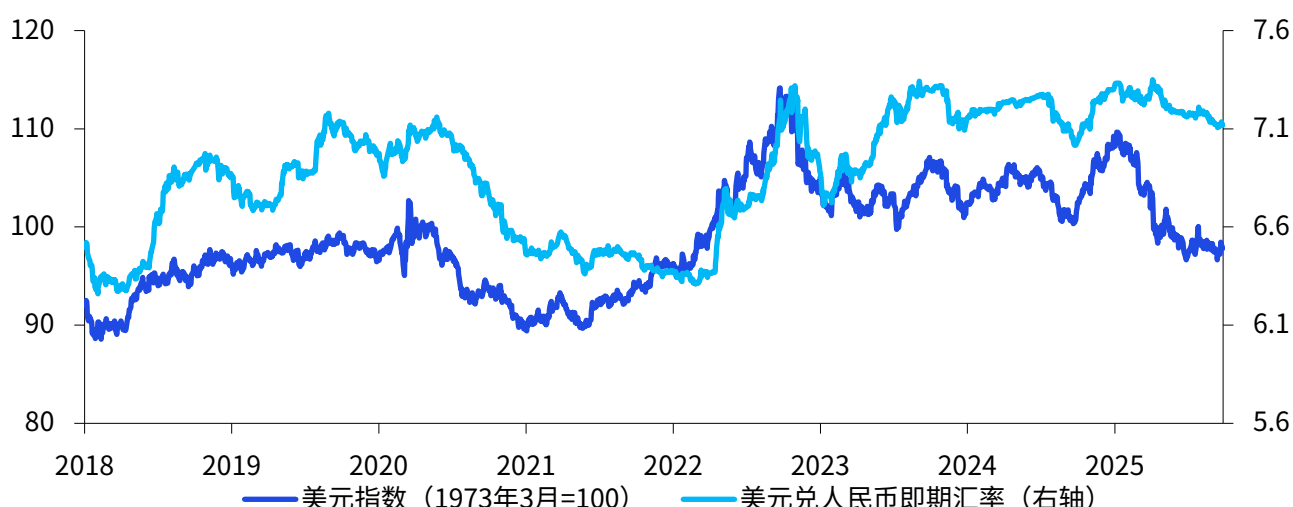
人民币汇率震荡上行

2025年三季度，在外部环境、市场预期以及政策引导的共同作用下，人民币对美元汇率整体呈现先抑后扬、震荡升值的态势。7月初，受国内经济数据出现边际放缓以及中美利差阶段性扩大等因素影响，人民币承压，整体走势偏软。进入8月后，随着内外部因素转向积极，人民币开启了一轮显著升值的行情，并在9月17日触及年内高点，较年初升值2.66%。截至9月末，美元兑人民币的即期汇率为7.12，较6月末升值0.66%（图36）。

推动三季度人民币走强的主要动力来自内外两方面。一方面，外部环境提供了升值空间。特朗普政府政策的不确定性削弱美元信用，加之美国近期非农就业数据不及预期、失业率上升，促使美联储在9月实施降息，导致美元指数走弱，年内跌幅达10.45%，为人民币创造了有利的外部环境。另一方面，国内股市表现强劲激发了外资的“FOMO情绪”（Fears of Missing Out，指“害怕错过”行情的投机心理），资本流入增加，带动结汇需求上升，从而对人民币汇率形成有力支撑。同时，中国央行通过中间价持续释放稳定信号，强化预期管理（图36）。

值得注意的是，在人民币对美元升值的同时，人民币对一篮子货币也保持稳健。三季度CFETS人民币汇率指数从6月末的95.35升至9月30日的96.77，累计涨幅为1.49%（图37）。这一走势表明人民币不仅受益于美元走弱，也反映出国内基本面和政策面的内在支撑，整体汇率韧性增强。

图36 美元指数和人民币即期汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图37 CFETS人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

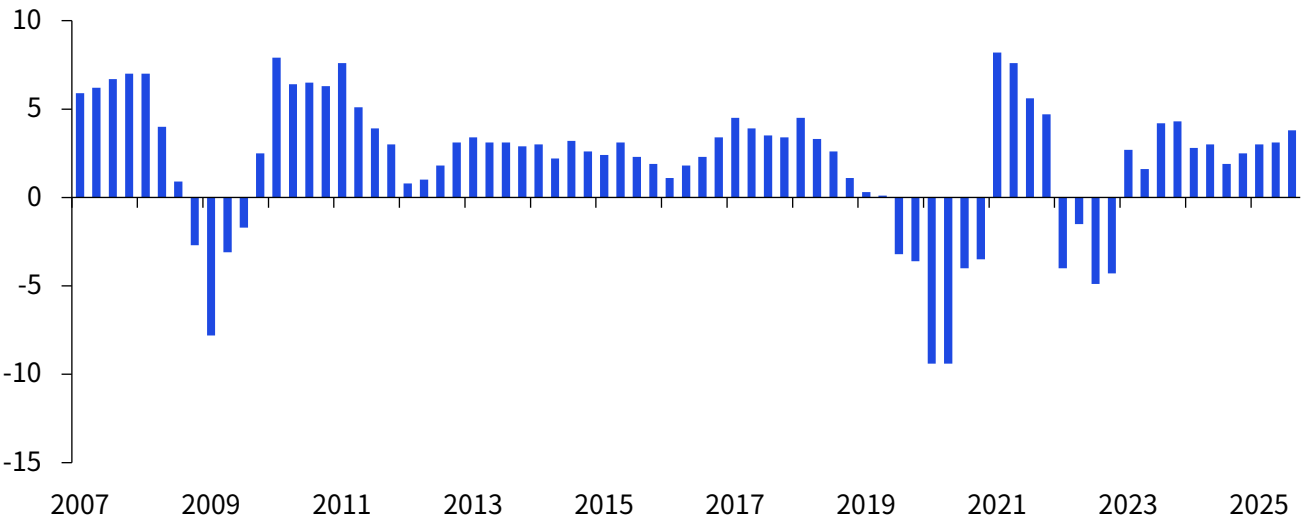
展望四季度，人民币汇率或将延续稳中有升，双向波动的格局。政策层面，9月23日，中国人民银行召开2025年第三季度货币政策委员会，继续强调增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。这预示着央行将审慎平衡汇率稳定与支持实体经济的关系。从外部环境看，市场预期美联储将在10月和12月继续降息，美元指数可能进一步下探，中美利差或继续收窄，从而缓解资本外流压力并增强人民币资产吸引力。同时，中国外贸保持韧性，结汇需求季节性回升，将为人民币汇率提供支撑。从内部支撑看，中国经济结构转型持续深化，消费升级、科技创新和绿色转型不断孕育新的增长动能，为国际收支提供坚实基础。而国内充足的逆周期政策空间亦将有效应对四季度出口领域可能出现的压力。



中国香港经济稳步回升

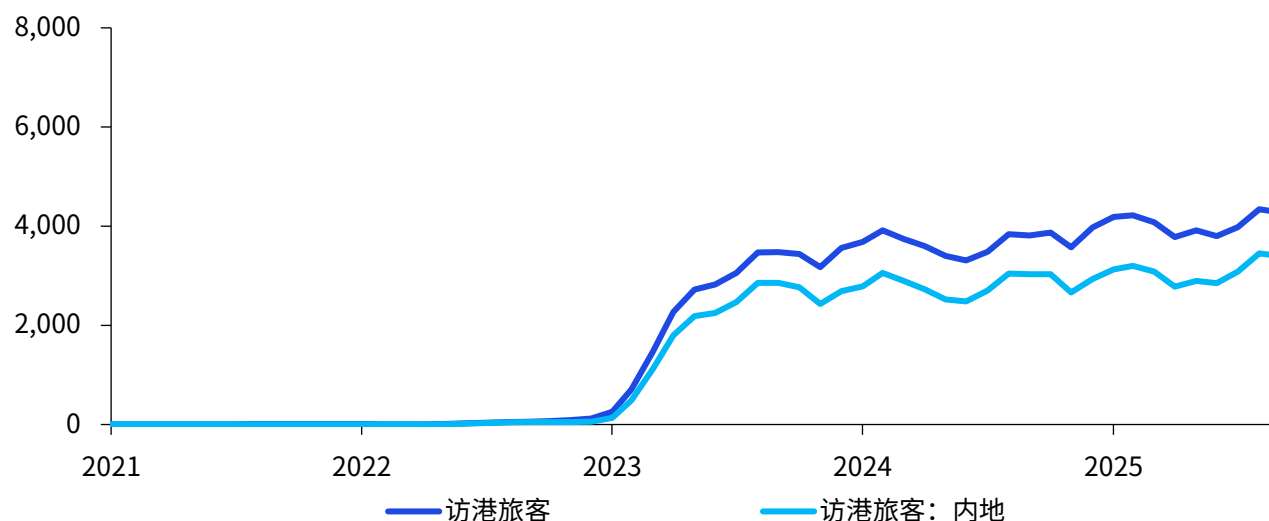
中国香港三季度经济稳步回升，根据香港特区政府统计处的预先估计值，三季度GDP同比增长3.8%，较二季度大幅上涨0.7个百分点，主要由私人消费、投资及出口所拉动（图38）。增长的主要驱动力来源于内外部需求的协同改善。出口方面，受电子相关产品需求及区域贸易活动旺盛所带动，货物出口总额同比增长12.2%，延续了上一季度的高增长势头。服务输出同样保持稳健扩张，同比增长6.1%，主要得益于访港旅游业的持续复苏以及跨境金融活动的活跃。三季度共有1284万人次旅客访港，同比增长12.2%（图39）。内部需求也继续回暖：私人消费开支同比增长2.1%，增速较二季度温和加快0.2个百分点；值得注意的是，三季度本地固定资本形成总额增速显著提升至4.3%，较二季度增加2.4个百分点，反映出在经济前景改善和住宅市场回稳的背景下，企业投资信心有所增强。相比之下，香港特区政府消费开支的增长步伐有所放缓。展望未来，全球经济短期内温和增长，尤其是对电子产品的持续需求，将对香港特区的出口形成支撑。美国降息也将进一步提振香港特区资本市场和消费信心。这些有利因素将支撑香港特区经济的稳健扩张。同时，也需关注外部环境的不确定性所带来的下行风险，特别是持续的贸易摩擦对全球贸易和金融状况的潜在影响。

图38 中国香港特区GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图39 访港旅客数量，当月值，3个月移动平均，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

三季度香港特区就业市场则进一步承压，季调失业率为3.9%，较二季度上涨0.4个百分点。三季度就业不足率为1.6%，较二季度上升0.2个百分点。从劳动力供求数据看，虽然三季度总就业人数较上季度增加1.8万人至367.5万人，但失业人数也较上季度增加2.0万人至15.6万人；就业不足人数较上季度增加0.7万人至6.0万人。这表明在经济前景存在不确定性的背景下，部分企业的招聘意愿趋于谨慎，劳动力市场的吸纳能力暂时减弱。三季度主要经济行业失业率均较上季度有所上升，其中，制造业失业率增幅最大，较上季度上升0.8个百分点，录得3.9%。其次，失业率上升明显的还有零售业和工艺业，均较上季度上涨0.7个百分点，分别录得5.9%和6.9%。展望四季度，部分行业面临经济转型将继续对就业市场带来影响，外部环境的不确定性或影响企业的招聘意愿。但香港特区整体经济继续扩张，将为劳动力市场提供稳定支撑。

对外贸易方面，三季度香港特区出口货值温和扩张，同比上涨15.0%，较上季度提升1.0个百分点。分经济体来看，三季度香港特区对内地和大部分亚洲市场的同比出口货值继续增长，尤其是中国台湾（50.2%）、越南（49.2%）、新加坡（22.0%）、印度（15.8%）以及中国内地（13.7%），或得益于香港特区在区域供应链中的枢纽地位以及部分出口商积极开拓亚洲地区新市场。输往美国及欧盟的出口货值也温和扩张，体现出传统市场的需求也在逐步回暖。从主要出口商品来看，2025年前三季度大部分主要货物出口货值出现上升，尤其是电动机械、仪器和用具及零件出口同比上升15.9%，办公室机器和自动资料处理仪器同比上升30.1%，反映出香港特区出口结构正向高附加值方向优化。展望未来，美国的贸易政策或在短期内继续对国际贸易带来扰动。但全球经济的韧性仍存，以及香港特区政府持续推进多元化市场的贸易合作，将对香港特区外贸继续提供支撑。

资本市场方面，香港特区资本市场前三季度表现卓越。前三季度共有67宗IPO，募资总额达1,829亿港元，同比激增230%。市场的强劲表现主要由A+H股上市（占总募资额的50%）及一宗大型能源及天然资源公司的分拆上市所推动。A+H新上市申请数量在2025年前三季度达到83宗，远超2024全年的5宗。截至9月底，正在处理的IPO申请数量达到创纪录的289宗，体现出市场信心的增强和投资者兴趣的攀升³。在估值修复与市场流动性显著改善的驱动下，上市活动趋于活跃，尤其是A+H股双重上市及针对特专科技公司的第18C章上市机制成为重要推力。展望四季度，香港特区资本市场活跃度预计将持续提升，这主要依托三重因素：首先，A+H上市机制为内地企业提供了更灵活的跨境融资选择；其次，第18C章上市规则吸引更多特专科技公司赴港上市，拓宽了市场行业结构；最后，市场估值回升与流动性增强共同构筑了良性循环，有效提振了发行人与投资者的参与意愿。整体来看，香港特区资本市场正展现出明显的韧性与成长潜力。

香港特区与内地金融互联互通机制持续深化，为两地资本市场的高质量发展提供动能。在股票市场联通方面，沪深港通机制实现显著优化与扩容。交易规模创下历史新高，反映出跨境资本流动活跃度的持续提升。截至2025年9月底，沪股通和深股通的日均成交额达人民币2064亿元，同比大幅上升68%；港股通日均成交额也达到1260亿港元，为2024年同期的两倍以上。除了成交放量，制度创新亦稳步推进。港交所与内地交易所正积极推动将REITs纳入互联互通标的、引入大宗交易机制，并探索将人民币柜台纳入港股通，这些举措有望进一步拓宽跨境投融资渠道，提升香港特区市场的资产定价效率和国际竞争力。在债券市场方面，“债券通”机制在第三季度实现双向开放的重要突破。2025年7月，中国人民银行与香港特区金管局联合宣布将“南向通”参与机构范围扩展至券商、保险、理财及资管等四类非银机构，丰富了境内投资者结构，标志着互联互通从银行主导向全机构类型参与转型。与此同时，“南向通”规模稳步增长。截至8月末，上海清算所托管的相关债券已达971只，托管余额5742.1亿元，分别较四年前（债券通“南向通”于2021年9月上线）增长超26倍和102倍。而“北向通”日均成交额也稳定在459亿元人民币，同比增长3%，显示出境内外资金双向流动的良性态势。总体来看，三季度香港特区与内地金融互联互通呈现出机制更完善、参与更广泛、流动更活跃的特征。这些进展不仅强化了香港特区作为国际金融中心 and 离岸人民币枢纽的功能定位，也推动内地资本市场在安全可控的前提下稳步推进制度型开放。未来，随着更多创新举措的落地与市场结构的深化，两地金融市场有望在服务国家高水平开放战略中发挥更重要的桥梁作用，共同参与塑造具有韧性和深度的亚洲金融新生态。

³ 《中国内地与香港IPO市场：2025年第三季度回顾》，毕马威中国，2025年10月，
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/zh/2025/10/china-hk-ipo-2025-q3-review.pdf>

全球经济阻力仍存

国际方面，10月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，在全球政策环境、地缘冲突和贸易摩擦交织的复杂背景下，全球经济仍具韧性，但增速提升幅度有限、结构性阻力仍然明显。IMF将2025年全球经济增速预期调整为3.2%，虽较7月的预测上调0.2个百分点，但仍低于2024年3.3%的增速。发达经济体方面，IMF预计其2025年增速为1.6%，较7月预测上调。美国、欧元区等经济体在经历了货币政策偏紧与财政支撑力度有限的背景下，增长动能处于温和状态。新兴市场与发展中经济体方面，预计2025年经济增速为4.2%，较7月上调0.1个百分点。受益于美元贬值带来的相对宽松的金融环境，以及国内稳健的政策框架，这些经济体展现出较强经济韧性。报告指出，虽然新兴市场经济体的增长动能强于发达经济体，但相比5.3%的历史均值（2000年至2019年）仍有下行趋势。通货膨胀方面，IMF预计全球总体通胀率将于2025年降至4.2%，于2026年降至3.7%，与7月预测基本一致，但各国表现分化。美国通胀风险偏上行，其他大部分国家通胀率则将处于低位。

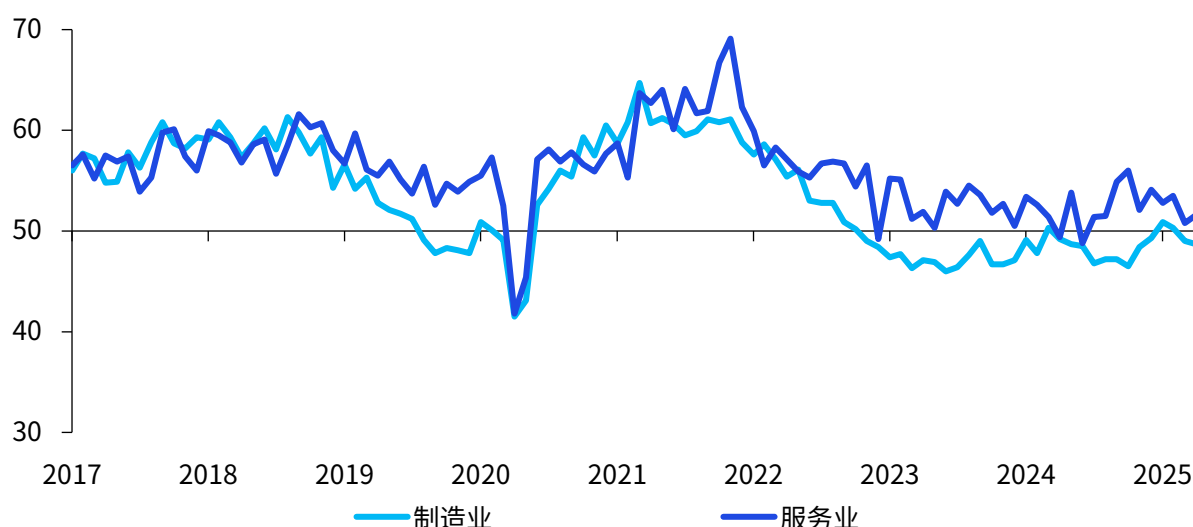
总体而言，2025年三季度全球经济延续了上半年体现出的“韧性但偏弱”的格局：短期因政策支持、贸易预期回暖等因素有所提振，但中期来看结构性挑战尚未根本改善，全球经济前景中潜藏着下行风险。若贸易摩擦、保护主义以及非关税壁垒进一步升级，则可能扰乱全球供应链、抑制生产率增长。地缘政治不确定性同样是扰动因素，可能推高能源及原材料价格、加剧通胀反弹风险。此外，多数经济体公共债务高企，财政空间受限。若金融条件收紧或长期利率上升，偿债成本上升可能拖累增长。科技领域亦存在变数，若人工智能相关的盈利和生产率增长未达预期，可能引发科技股大幅回调并影响总体财富和消费，或对宏观金融稳定产生冲击。在技术变革、人口老龄化、生产率低迷等长期结构阻力作用下，经济增长潜力有被压制的趋势。当然，经济前景亦存在上行潜力，如贸易谈判取得突破、结构性改革重获动力或人工智能带来显著生产率提升，将为中期增长注入新的活力。

美国

根据亚特兰大联邦储备银行于10月27日发布的美国实际GDP增速实时估测模型（Atlanta Fed GDPNow），2025年三季度实际GDP增长率（经季节调整的年化率）为3.9%，与10月17日的预测值相同。该预测值较二季度的3.8%上升一个百分点，体现美国经济活动仍具韧性。2025年三季度美国GDP官方数值仍受美国政府停摆的影响，待美国经济分析局（BEA）后续的正式发布。

实体经济方面，尽管9月PMI数据显示出部分领域增速放缓，但整体仍显示出一定的韧性。服务业PMI为50.0%，较8月扩张步伐有所放缓，但仍处于荣枯线之上，行业保持基本稳定。制造业PMI从8月的48.7%提升至49.1%，生产和就业指数也有所回升，反映出企业的经营预期正在逐步回稳（图40）。

图40 美国ISM制造业和服务业PMI

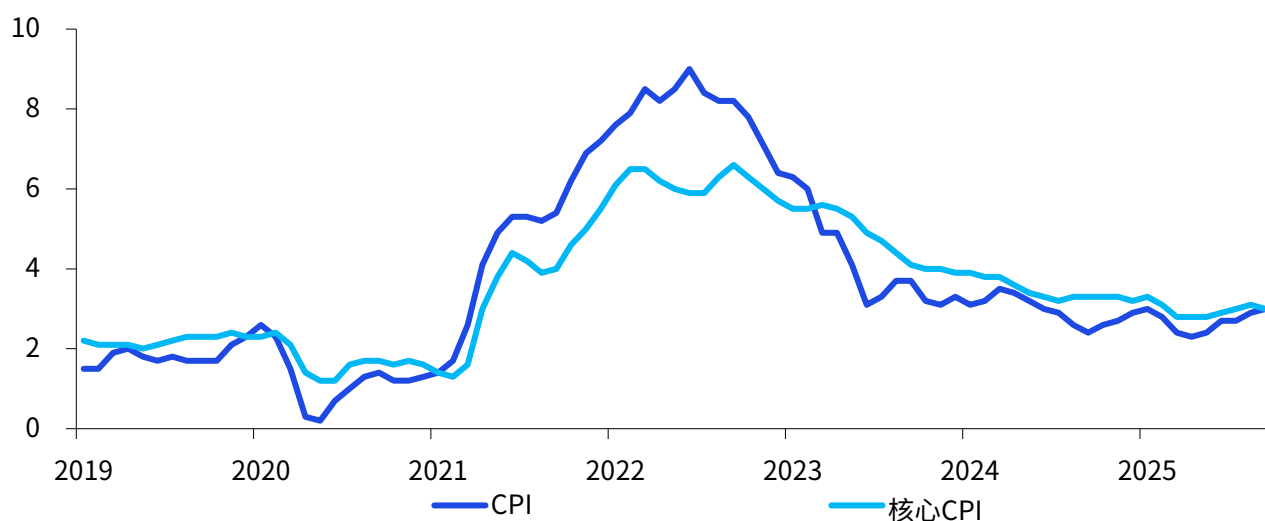


数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，多项指标显示美国三季度通胀压力趋于缓和。9月CPI同比上涨3.0%，较前值2.9%有所回升，但低于市场预期；核心CPI同比上涨3.0%，低于前值3.1%，显示内在通胀动能减弱（图41）。从分项看，部分类别价格出现回调。二手车价格较前值下跌0.9个百分点至5.1%，成为本次跌幅最大分项。食品价格同比涨幅则小幅回落至3.1%，反映出农产品供应相对稳定的背景下，食品通胀压力有所缓解。住房成本在经历前期快速上涨后，本月增速呈现边际放缓迹象，同比由4.0%回落至3.9%，主要受季节性租赁热度降温影响。不过，部分短期因素也带来扰动，能源价格同比上涨2.8%，较8月加快。其中汽油价格较8月回升6.1个百分点，是推动CPI上行的主要因素，主因炼油厂非计划停产及其后续复产进度不一的影响，未来仍可能为整体通胀走势带来不确定性。医药用品价格出现反弹，同比上涨0.7%，或与特朗普计划推行药品新关税促使药商提前调价有关。总体来看，美国9月通胀数据温和回落，但受到短期因素扰动，未来走势仍存不确定性。后续关税传导效应以及美联储降息对价格的影响仍有待观察。

通胀预期方面，鉴于整体上行势头已放缓，美国四季度通胀大幅上行的可能性较低。这一趋势主要得益于以下因素的综合作用：首先，关税政策对价格的传导效应相对可控，实际有效税率上升幅度有限，且进口商与企业共同分担成本，减轻了对终端消费价格的直接冲击；其次，劳动力市场供需趋于平衡，薪资增长放缓，将避免“工资-物价”螺旋上升的风险，住房成本等关键分项也出现边际缓和；此外，中长期通胀预期保持稳定，市场并未形成通胀持续攀升的担忧。展望未来，若关税政策不出现大幅调整，预计美国通胀将在四季度维持在3%左右水平。

图41 美国居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

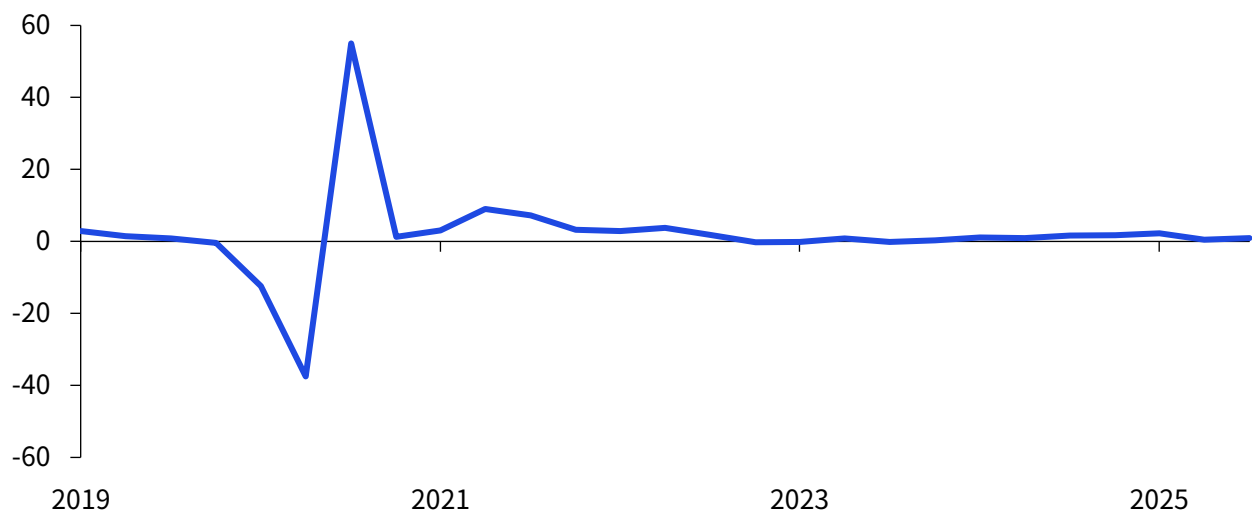
就业方面，近期数据显示，美国就业市场在9月呈现进一步放缓迹象。9月ADP私营部门就业人数减少3.2万人，低于市场预期的增加5万人；8月数据也从5.4万人下修至-0.3万人，进一步印证就业增长动能减弱。同时，美联储在最新发布的全国经济形势调查报告中指出，全美多数地区和行业的劳动力需求普遍疲软。在此背景下，通过降息以支持经济增长的政策理由有所增强。

货币政策方面，10月美联储在议息会议上如期降低联邦基金利率25个基点至3.75%—4.00%。此次降息并非因为经济陷入衰退，而是基于关键数据的转向，旨在预防经济放缓过度。首先，尽管9月官方非农数据因政府停摆缺失，但ADP等替代数据显示劳动力市场显著降温。其次，通胀压力持续缓解，此前市场担忧的关税冲击并未导致通胀高企，为降息提供了空间。第三，经济增长风险增加，10月开始的联邦政府停摆可能对经济造成短期影响，加之全球经济增长乏力，美联储需要采取预防性措施来应对可能加剧的下行风险。美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会上强调，未来的决策将取决于经济数据的表现，特别是劳动力市场和通胀的演变。后续政策将以“走一步看一步”的谨慎模式推进，是否在12月继续降息，将高度依赖于后续出炉的关键经济数据。据芝加哥商品交易所的市场信息显示，截至10月31日，预计12月美联储继续降息25个基点的概率为68.8%。

欧元区

欧元区三季度实际GDP环比折年率达0.9%，高于二季度的0.5%，略高于市场预期（图42）。受航空设备出口较强的短期因素驱动，法国三季度经济表现亮眼，实际GDP环比折年率达2.0%，显著高于市场预期，是三季度欧元区经济走强的关键原因。剔除法国出口短期影响，服务业是三季度经济增长主要推动力，旅游业与人工智能相关服务业表现亮眼，对冲了出口以及制造业持续低迷对经济的拖累。

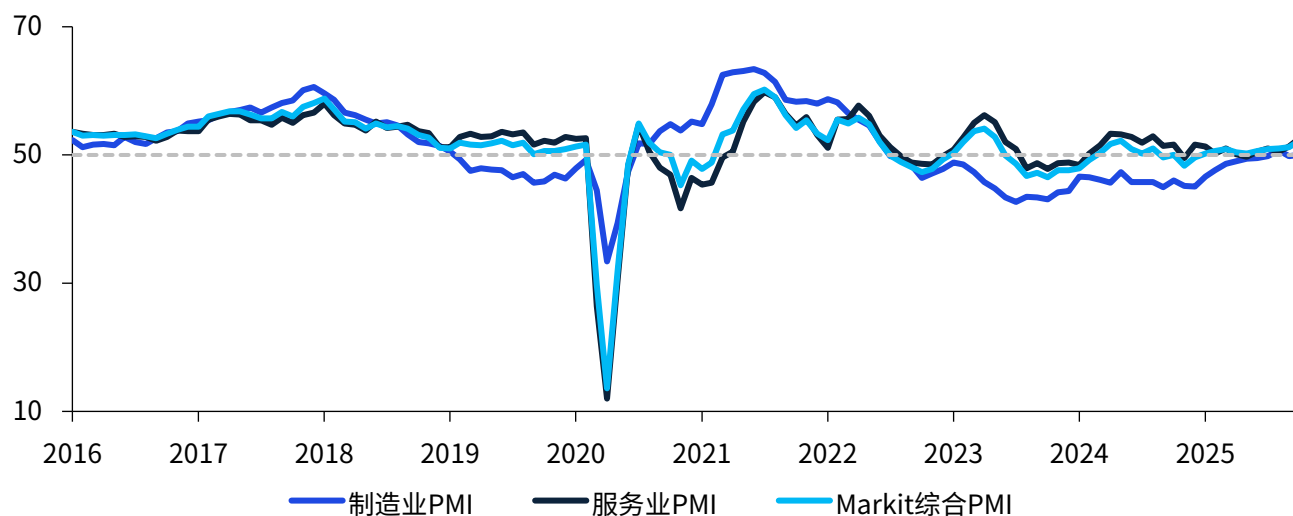
图42 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从最新一期10月PMI数据观察，四季度欧元区经济前景仍然向好。欧元区10月综合采购经理人指数达到52.2%，连续第10个月处于荣枯线上方，且为2024年5月以来最高水平。服务业与制造业表现出明显分化。服务业PMI达52.6%，较前值大幅回升1.3个百分点，处于加速扩张状态。而制造业PMI为50.0%，较前值回升0.2个百分点。外需疲软仍是欧元区制造业复苏的核心障碍。从细分数据观察，10月新订单指数在连续萎缩超过三年后趋于平稳，但外部需求持续疲软，10月出口订单连续第四个月下降。面对较弱的外需，欧元区制造业企业对未来信心不足，企业商业信心指数连续第二个月下滑（图43）。

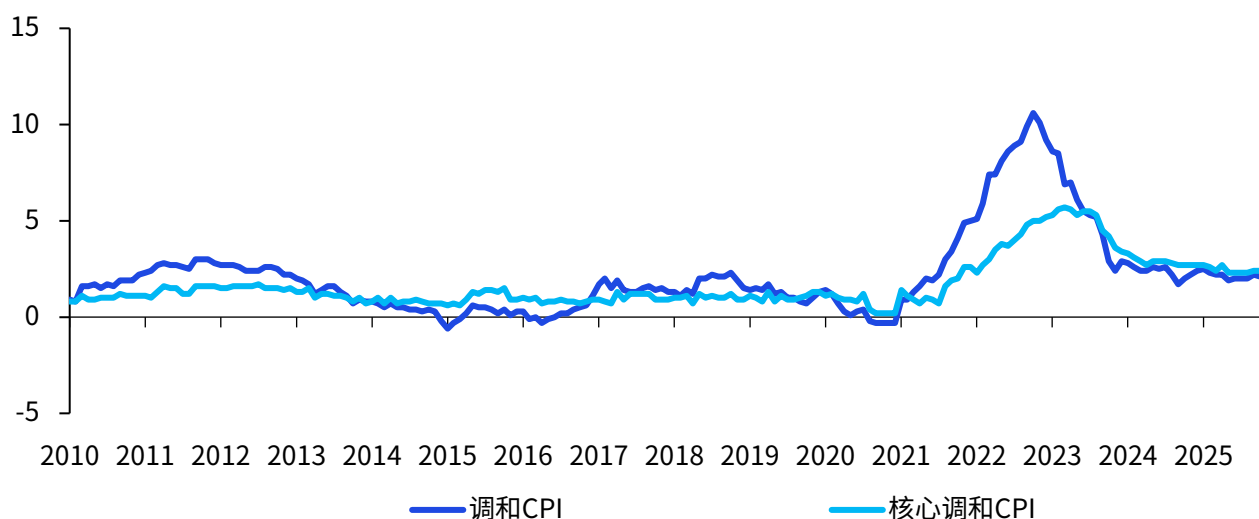
图43 欧元区采购经理指数（PMI）



数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，三季度以来欧元区通胀整体徘徊在2.0%目标附近，其中10月欧元区调和CPI同比达2.1%（图44），较9月的2.2%边际回落，主要由食品和能源价格下行驱动。但剔除波动较大的食品和能源价格后，核心调和CPI则维持在2.4%水平不变，略高于市场预期。商品与服务价格表现分化，服务业价格表现出较强粘性上行至3.4%，而核心商品价格回落至0.6%。展望下一阶段，核心通胀或将继续温和回落。对于服务价格，员工薪酬增速已经从2023年的5.5%放缓至2025年第二季度的3.9%，工资增长放缓将限制服务业价格上涨的空间。对于商品价格，欧元走强将带来输入性通缩压力，同时，美国高额关税下，更多新兴市场商品通过转口贸易方式涌入欧洲，或将加剧物价下行压力。

图44 欧元区调和CPI与核心调和CPI，同比，%



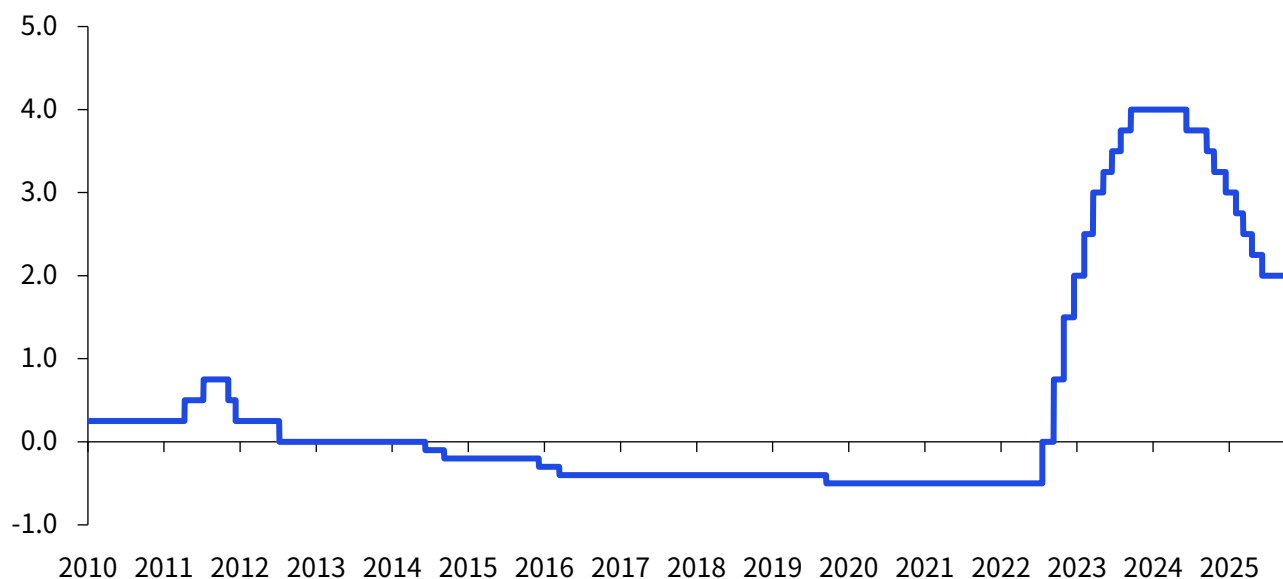
数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，由于强于预期的经济与通胀数据，欧洲央行10月30日决定继续维持欧元区三大关键利率不变，将存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别维持在2.00%、2.15%、2.40%（图45）。这是欧洲央行自今年7月以来第三次按兵不动。本次会议决议重申当前通胀仍然接近2.0%的中期目标，且认为当前强劲的劳动力市场、稳健的私人部门资产负债表，以及此前的降息举措，仍是支撑经济韧性的关键因素。后续将采取数据驱动、逐次会议决策的方式确定利率水平。

欧央行当前对经济增长前景更具有信心，更关注通胀上行风险，降息紧迫性进一步降低。对于未来经济形势，欧央行主席拉加德在新闻发布会上表示，夏季达成的欧美贸易协议、中东停火、当前的中美贸易摩擦缓和都使得未来欧元区经济下行风险得到缓和。而在通胀方面，拉加德提出央行的两个关注重点，一是动荡的全球贸易环境仍将扰乱供应链，二是将继续关注工资和服务业通胀的演变，这两点都可能引发通胀上行风险。

展望下一阶段，短期政策利率或将维持现状，12月降息概率较低。而伴随工资增长放缓向居民消费传导，以及新兴市场商品涌入带来的通缩压力缓慢显现，通胀下行压力或将在明年上半年加大，届时欧央行或将重启降息窗口。预计下一次降息时间或在2026年上半年。伴随外部地缘不确定性减弱，叠加家庭部门当前储蓄水平较高、部分经济体仍处于财政扩张进程中，四季度欧元区经济或将总体维持稳定。

图45 欧元区存款便利利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

政策分析

研读“十五五”规划《建议》

10月20日至23日，党的二十届四中全会在北京召开。会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》。随后10月24日，中共中央举办了新闻发布会，介绍和解读党的二十届四中全会精神。10月28日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》⁴（以下简称《建议》）公布，同时新华社发布了《关于〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议〉的说明》（以下简称《说明》）。两份文件在《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》（以下简称《公报》）基础上释放了更多关于“十五五”规划的信息。

综合《公报》、新闻发布会、《建议》和《说明》，本文从“三大宏观定位”、“三大发展主线”和“三大重点改革”来研读“十五五”规划建议。

“十五五”规划的战略定位

2020年10月，党的十九届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，计划通过“十四五”、“十五五”、“十六五”三个五年规划时段，到2035年基本实现社会主义现代化。“十五五”成为承上启下的关键五年。本次《建议》延续2035年远景目标规划，并指出“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位。

与此同时，“十五五”时期也是完成二十届三中全会改革部署的关键阶段。党的二十届三中全会《决定》部署了300多项改革任务，涵盖经济体制、民生保障、绿色转型等关键领域，同时明确到2029年完成提出的改革任务。可以说“十五五”规划既是发展的规划，也是改革的规划。

“十五五”期间我国宏观环境定位

• 回顾“十四五”——防风险与促发展并举，呵护国内经济动能切换

“十四五”时期，我国经济运行受全球新冠疫情、前沿技术变革、房地产调整三大因素影响。其中，疫情后全球财政扩张支撑起我国外需表现，而技术变革为我国新兴产业发展创造机遇。但伴随国内房地产市场需求见顶，“十四五”时期我国房价持续走弱，社会预期偏低，系统性风险积聚，经济增长承压。

⁴ 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，新华社，2025年10月，<https://www.news.cn/politics/20251028/08920d9f557c432e99459f8f468504db/c.html>

面对上述宏观经济环境，政策兼顾防风险与促发展。一方面加大力度防范化解重点领域风险，包括开展大规模地方债务置换、推动建立房地产融资协调机制、持续充实中小银行资本金。另一方面创造性地提出发展新质生产力。伴随经济新动能的逐步培育，旧动能相关风险的逐步出清，“十四五”期间我国经济结构调整平稳推进，经济实现了在质量效益提升基础上的总量增长，多数“十四五”规划目标提前完成。

• 展望“十五五”——内需尚待提振，外部风险上行，经济转型迎来关键期

“十五五”期间，我国内部需求有待提振，部分新兴产业竞争加剧，经济转型和制度改革仍在缓步推进中。与此同时，世界主要经济体政治极化趋势加剧，保护主义仍将占领高地，全球经济增长前景不容乐观，出口对我国经济支撑作用将有所减弱。另外，中美经贸摩擦已经上升至科技、国际规则等领域，为我国产业链供应链带来不确定性。虽然外部风险上升，但我国经济基础稳固，在超大规模国内市场、完整的产业体系以及丰富人才资源的支撑下，我国消费增长潜力足、科技实力持续提升、产业结构升级前景广阔。《建议》指出我国发展处于战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期。但也强调，经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。这一判断，更加客观、慎重地评估了当前我国所面临的宏观环境和战略定位，对“十五五”规划具有深远的含义。

“十五五”期间经济增速目标定位

• GDP年均增速或落在4.5%—5.0%之间

“十四五”规划建议的说明曾提出“到2035年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的”。基于上述目标，若2025年实际GDP增速达到年初目标设定的5%左右，那么2026—2035年实际GDP年均增速需达到4.4%左右。今年的《建议》中，对未来五年经济增长目标，定性表述为“高质量发展取得显著成效，经济增长保持在合理区间”，在潜在经济增速逐年放缓的假设下，“十五五”期间年均经济增速目标或落在4.5%—5.0%之间。

值得注意的是，在2035年远景目标下，“十四五”规划并未设定量化经济增速目标，而“十五五”规划设定具体目标概率上升，我们认为有三点原因。

一是“十四五”期间疫情对经济增长扰动较大，设定量化增速目标的现实意义较弱。二是相较“十四五”规划，本次《建议》再次提出“以经济建设为中心”，意味着“十五五”时期经济的高质量发展是政府工作的首要重点，量化经济增速目标是应有之义。三是虽然“十五五”期间，国际形势变化带来的不确定因素增多，但《建议》指出，要以历史主动精神克难关、战风险、迎挑战，集中力量办好自己的事。当前我国运筹国际空间、塑造外部环境能力提升，“十五五”期间将更加主动应对外部环境不确定性，总体风险对“十五五”时期经济冲击更为可控，目标增速的达成具备现实可能。

- **或首次设定居民消费率目标**

需要注意的是，关于“十五五”时期经济社会发展主要目标，本次《建议》还首次提出“居民消费率明显提高”这一目标。伴随经济动能转换，近年消费正在逐步成为扩内需的主要抓手，政策对消费支持力度明显增强，譬如今年以来先后加大消费品“以旧换新”政策力度，出台《提振消费专项行动方案》等，年内消费表现也出现回暖。

但与国际水平比较，现阶段中国居民消费率（居民最终消费占GDP比重）仍然偏低。2024年，中国居民消费率为40%，较2024年的美国（68%）低28个百分点。若结合发展阶段，2024年中国人均GDP（约1.3万美元）与1980年的美国相当，当时美国居民消费率为61%，亦较2024年的中国高21个百分点。扩大内需是“十五五”时期的战略基点，而为进一步明确消费对内需的重要性，“十五五”规划或将首次设定“十五五”末期的居民消费率目标。

“十五五”期间经济发展主线

- **主线一：建设现代产业体系，巩固壮大实体经济根基**

相较于“十四五”规划，《建议》把“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基”摆在战略任务的第一条。做强实体经济是“十五五”期间推动高质量发展的重要着力点。

《建议》对制造业、现代服务业、基础设施业均给出“十五五”期间发展指引。其中制造业是现代产业体系建设的重心，也是保持我国完整产业链优势的前提要求。《建议》提出保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。稳定制造业在经济中地位，一方面要求优化提升传统产业，另一方面要求培育壮大新兴产业和未来产业。

对于传统产业，要推动技术改造升级，促进其数智化转型。本次《建议》强调实体经济要坚持智能化、绿色化、融合化的发展方向。发展智能制造、绿色制造、服务型制造。传统产业是当前我国产业体系的“基本盘”，数智化转型将有助于传统产业固本升级。伴随人工智能应用的快速发展，人工智能技术具备与企业研发设计、生产制造、经营管理、市场服务等环节深度融合能力，传统企业数智化转型有望在“十五五”期间加速推进。《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》明确，到2027年要实现人工智能与制造业在内的产业发展融合，政策支持下传统产业有望加大相关领域投资，提升生产效能。

对于新兴产业和未来产业，要借助其开拓市场规模，创造新经济增长点。新兴支柱产业具有高附加值与高成长属性，能够在较短时期内迅速扩大产值规模，成为拉动投资、消费与出口的关键力量。此外，由于研发投入力度较大，技术含量高，新兴支柱产业也是形成新质生产力的重要载体。《建议》提出着力打造新兴支柱产业，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展。特别的，对于航空航天，《建议》首次提出要加快建设“航天强国”，显现当前国家对于航天事业的重视，预计“十五五”期间新兴支柱产业产值将对GDP支撑作用进一步增强。

未来产业是培育经济新动能的重要载体。《建议》提出要前瞻布局未来产业，具体包括量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等领域。这些产业蓄势发力，未来10年将再造一个中国高技术产业。

对于现代服务业，生产性服务业仍将是发展重心。《建议》提出实施服务业扩能提质行动，分领域推进生产性服务业向专业化和价值链高端延伸，提高现代服务业与先进制造业、现代农业融合发展水平等举措。意味着生产性服务业仍是“十五五”期间发展重心。当前，包含金融业、交通运输仓储业、信息技术服务业等行业在内的生产性服务业占我国GDP比重为30%左右，较发达经济体的40%—50%水平仍有提升空间。“十五五”期间，政策将把握好发展生产性服务业同保持制造业合理比重之间的关系，推进生产性服务业持续发挥对制造业、农业赋能作用。

值得注意的是，本次会议将加快建设金融强国写入《建议》中，再次强调要大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。“金融强国”的建设目标首次出现在2023年10月末的中央金融工作会议中，本次《建议》进一步提升了其战略定位。“十五五”时期，无论是五篇大文章，还是资本市场的功能建设都将更好地支持高水平科技自立自强，赋能实体经济的发展，促进现代化产业体系的建设。

对于现代基础设施建设，把握“新型”与“互联互通”两个关键词。一方面，《建议》提出将适度超前建设新型基础设施。当前我国传统基础设施建设经历了2008—2017年间的高速扩容，2018年以来增长趋缓的阶段。伴随未来城镇化进程的放缓，增量基建空间将转向与新质生产力配套的信息基础设施，特别是信息通信网络、全国一体化算力网、重大科技基础设施等建设。另一方面，《建议》提出更好地推动区域基础设施互联互通。基础设施互联互通是建设全国统一大市场的重要支撑，“十五五”期间，跨区域交通网络、物流体系和数据流通等基建项目有望扩容，促进商品、要素和服务的自由流动。

• 主线二：提升创新体系效能，完成新一轮核心技术攻坚

《意见》提出抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇，统筹教育强国、科技强国、人才强国建设，提升国家创新体系整体效能，全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力。在全球科技竞争范式深刻变革的背景下，关键核心技术成为国家战略能力、保障国家安全的重要标志。为提升全国创新效能，打赢新一轮核心技术攻坚战，“十五五”期间将聚焦以下五个重点方向。

一是重视原始创新，提升基础研究占比。当前国际科技竞争日益激烈，并向原始创新和颠覆性创新等基础前沿前移，而这种具有突破性、引领性的创新高度依赖基础研究。截至2024年，我国基础研究投入占研发总经费比例仅为6.9%，尚未完成“十四五”规划设定的“8%以上”的目标，同时低于美国的17%、德

国的12%等发达经济体的水平。为了加强原始创新，全面提升自主创新能力，本次《建议》强调加强基础研究战略性、前瞻性、体系化布局，提高基础研究投入比重，加大长期稳定支持。强化科学研究、技术开发原始创新导向，优化有利于原创性、颠覆性创新的环境，产出更多标志性原创成果。预计“十五五”规划对基础研发支出占比将提出更高目标要求，切实提升我国的自主创新能力。

二是聚焦关键核心技术攻关，强化技术成果转化，保障供应链安全。当前我国在集成电路、工业母机、高端仪器等关键领域与发达经济体仍存在技术代差，但目前我国的技术突破更多集中在改良国外技术，而一些关键核心技术依然存在“卡脖子”的现象，不能满足市场需求。《建议》提出要完善新型举国体制，采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。“十五五”期间技术攻关将更加聚焦市场需求，确保产业链供应链安全。

三是健全人才评价激励机制，培育关键领域顶尖人才。人才是创新的根本，但现阶段我国人才评价与激励机制仍有待完善。在高校、科研院所的科技成果的转化收益分配中，研究人员奖励比例普遍偏低，在一定程度上抑制科研人员创新积极性。《建议》提出以创新能力、质量、实效、贡献为评价导向，深化项目评审、机构评估、人才评价、收入分配改革，畅通高校、科研院所、企业人才交流通道，激发创新创造动力活力。“十五五”时期亟需建立更为灵活的人才激励机制。此外，当前我国在关键技术领域人才仍面临短缺，比如，2025年芯片专业人才缺口已超30万人，AI算法研究岗、应用开发岗人才供需同样存在显著缺口。《建议》提出围绕科技创新、产业发展和国家战略需求协同育人，一体推进教育科技人才发展。

四是推动科技创新和产业创新深度融合。当前，全球科技创新进入前所未有的密集活跃期，国际产业链分工与大国竞争格局正在加速重构。将技术创新成果运用于企业生产，是形成新质生产力的关键一环。但当前我国国家科技成果的转化应用效率与发达经济体相比依然存在一定差距。为更好地促进科技创新和产业创新深度融合，《意见》指出强化科技基础条件自主保障，完善区域创新体系，加快重大科技成果高效转化应用，加强知识产权保护和运用。强化企业科技创新主体地位，培育壮大科技领军企业，营造具有全球竞争力的开放创新生态。“十五五”规划或将设定关键核心技术成果转化率、战略性产品国产化替代率等相关指标。此外，政府将继续提升研发费用加计扣除比例鼓励企业运用创新成果。

五是深入推进数字中国建设。数字经济已经成为中国创新最活跃、增长速度最快、影响最广泛的领域，是培育新质生产力的重要引擎。《意见》指出，建设开放共享安全的全国一体化数据市场，促进实体经济和数字经济深度融合。加快人工智能等数智技术创新，强化算力、算法、数据等高效供给。全面实施“人工智能+”行动，全方位赋能千行百业。在人工智能、大数据等新一代技术发展的影响下，未来数据将成为企业的关键生产要素。发挥数据要素乘数效应、释放数据要素价值将是“十五五”期间数字中国建设的重要引擎。

• 主线三：以扩消费为抓手，强化国内大循环

《建议》提出促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济发展模式。在外需放缓、投资回落的背景下，消费成为“十五五”期间经济增长的关键抓手。根据世界银行数据，2024年我国最终消费占GDP的比重为57%，依然低于全球80%的平均水平，相比全球主要经济体，我国的消费水平仍有较大提升空间。《建议》提出以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。“十五五”期间政策方向将从供给、需求两端平衡发展，共同提升居民消费水平。

供给端：加快补齐服务业消费供给短板。

与发达经济体相比，我国居民人均服务性消费支出占总消费的比重较低，或是当前居民消费率偏低的核心原因，“十五五”时期居民消费率的提升空间主要来自于服务消费。根据国际发展经验，伴随人均收入水平的提高，服务消费占总消费比重将随之上升。当前中国在医疗、公共服务、旅游娱乐等领域消费水平与高收入经济体差异较大，具有较高提升潜力。另外，人口老龄化催生的“银发经济”将为相关生活服务需求提供重要驱动力。2025年9月，多部委联合发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，明确当前国内教育、医疗、托育、养老、文旅、家政服务消费供给质量仍有提升空间，本次《建议》提出促进生活性服务业高品质、多样化、便利化发展。扩大优质消费品和服务供给。以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费。“十五五”期间服务消费供给有望加速扩容，释放居民潜在服务消费需求。

需求端：减少传统消费限制，释放新型消费潜能，把握新型城镇化消费空间。

《建议》提出要深入实施提振消费专项行动。根据今年年初发布的《提振消费专项行动方案》，在需求端，近年推进的大宗消费更新行动有望延续，汽车、住房等消费不合理限制性措施有望进一步解除，而“人工智能+消费”、健康消费、低空经济消费、入境消费、游轮航线旅游需求有望成为“十五五”新的消费增长点。同时《建议》指出坚持城市内涵式发展，大力实施城市更新。这将有力促进投资和消费良性循环。我们理解，伴随以人为本新型城镇化战略，新一轮农业转移人口公共服务需求也将成为新的消费增长点。

“十五五”期间重点改革方向

“十五五”期间正值完成二十届三中全会改革部署的关键阶段。为强化科技创新、培育新质生产力、扩大国内消费营造良好的制度环境，构建全国统一大市场、改善民生制度体系是“十五五”期间改革的重点方向。此外，尽管近年逆全球化浪潮兴起，但经贸全球化仍是我国下一阶段高质量发展的客观要求。这不仅有利于中国企业的全球化布局，也将吸引更多创新、服务型外资企业更好地走进来，“十五五”期间我国将持续扩大高水平对外开放，开创合作共赢新局面。

• 改革方向一：纵深推进全国统一大市场建设

2022年4月10日，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》正式发布，明确以“五统一、一开放”为核心框架，推动构建新发展格局。近年来，我国市场准入负面清单事项已从328项减到目前的106项，4200多件阻碍要素流动的政策举措得到清理。伴随市场壁垒的减少，要素流动更加自由通畅，市场活力得到释放，市场效率不断提升。

但当前全国统一大市场建设仍然存在卡点堵点。一方面，地方政府在招商引资时存在乱象，导致部分产业无视市场需求扩张产能，带来产能过剩。另一方面，一些企业面对有限的市场需求，采取低价策略，带来“内卷式”竞争。上述非理性行为，既不利于企业创新，也不利于构建供需平衡的有效市场，更将对因地制宜发展新质生产力形成阻碍。

在这一背景下，《建议》提出坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点。规范地方政府经济促进行为。综合整治“内卷式”竞争。统一市场监管执法，形成优质优价、良性竞争的市场秩序。完善有利于统一大市场建设的统计、财税、考核制度，优化企业总部和分支机构、生产地和消费地利益分享。

“十五五”期间，为规范地方政府经济促进行为，一方面将加快制定全国统一的地方招商引资行为清单，明确鼓励和禁止的具体行为，加大违规招商引资行为查处和通报力度。另一方面将配套财税、政绩考核制度改革，譬如推进消费税征收环节后移、建立不单独以经济增速为导向的政绩考核制度。为整治企业低价无序竞争乱象，后续政府将强化反不正当竞争执法司法，依法依规查处企业价格垄断、低价倾销、价格欺诈等行为。在上述工作支持下，企业创新积极性有望提升，政府发展产业也将更加结合自身实际，因地制宜发展新质生产力的战略目标亦将有序推进。

• 改革方向二：“投资于人”，将惠民生与促消费紧密结合

《建议》指出在扩大内需这个战略基点上，要坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合。要加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕。2023年5月，习近平总书记在二十届中央财经委员会第一次会议上指出，“把投资于物同投资于人紧密结合起来”。今年年初，《政府工作报告》进一步强调“投资于人”，明确要“推动更多资金资源投资于人、服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民生改善的良性循环”。当前惠民生已经成为促消费的重要一环，我们认为“十五五”时期民生领域改革有以下几点值得关注。

一是促进居民增收减负，增强居民消费能力。对于增收，重点在于稳就业和扩收入。就业是民生之本，也是居民收入的主要来源。《建议》提出，要促进高质量充分就业。完善就业支持和公共服务体系，稳定和扩大高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业，推动灵活就业、新就业形态健康发展。此外，《建议》提出要完善收入分配制度，提高居民收入在国民收入分配中的比重。

推行工资集体协商制度，健全最低工资标准调整机制，加强企业工资分配宏观指导。对于减负，聚焦减轻居民生育负担。今年下半年以来，民生领域增量政策聚焦生育教育领域，譬如发布育儿补贴制度实施方案、逐步推行免费学前教育等。“十五五”期间这一领域政策支持力度有望扩容。《建议》指出优化生育支持政策和激励措施，发挥育儿补贴和个人所得税抵扣政策作用，有效降低家庭生育养育教育成本。深入开展托育服务补助示范试点。

二是扩大社保、教育、住房、基本公共服务覆盖群体，增强居民幸福感，提升居民消费意愿。在社保方面，《建议》指出要提高灵活就业人员、农民工、新就业形态人员参保率；在教育方面，《建议》指出要稳步扩大免费教育范围，探索延长义务教育年限；在住房方面，《建议》指出要优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。“十五五”时期中央政府或将加快收储节奏，优化保障性住房供给。房地产领域是过去几年经济下行，物价低迷的核心影响因素之一。2025年以来，中央支持地方政府使用专项债资金收购存量住房，但由于项目收益偏低，地方政府担忧隐性债务增扩，整体收储节奏偏慢。“十五五”期间，为加快实现房地产市场止跌回稳，中央层面或承担更多收储事权。比如，主动推进房地产企业债务重组，收购部分商品房库存转化为保障性住房，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求、缓解超大特大城市青年住房压力、改善农民工住房条件，让他们更好地融入城市生活。在基本公共服务方面，《建议》指出要推动更多公共服务向基层下沉、向农村覆盖、向边远地区和生活困难群众倾斜，健全与常住人口相匹配的公共资源配置机制。

三是强化财政对民生领域支持。为保障“十五五”期间民生服务供给力度，《建议》提出增加政府资金用于民生保障支出。优化政府投资结构，提高民生类政府投资比重。截至今年9月末，今年公共财政预算用于民生领域支出占比达37.1%，距离发达经济体仍有一定距离，“十五五”期间这一比重或将上行。

• 改革方向三：持续扩大高水平对外开放

近年来全球化进程遭遇逆流，但在9月23日的联合国大会上，中国明确表示，在当前和未来的世贸组织谈判中，将不再寻求任何新的特殊和差别待遇。在美国走向孤立和保护主义之际，中国正进一步强化开放。相比“十四五”规划，本次《建议》将“扩大高水平对外开放”的战略任务顺序大幅提升，体现了我国坚持对外开放基本国策，扩大高水平对外开放的决心。

结合《建议》，我们认为“十五五”期间我国对外开放工作将有几个关键变化。

一是更强调进出口平衡发展。本次《建议》提出，要推动进出口平衡发展。加大力度扩大进口，既满足产业转型升级的需要，也满足人民美好生活的需要。“十五五”时期，伴随国内经济转型，国内大市场的不断建设，外需不再是我国经济增长的单一拉力，“十五五”时期将聚焦扩大开放与提振内需相结合，更讲求出口与进口的平衡增长。而超大规模的市场需求、产业链的高效配套也将持续为跨国公司提供更广阔的发展空间。

二是更加强调制度型开放。近年我国出口产品结构呈现高端化、绿色化的发展趋势，服务贸易和数字贸易也正在成为我国外贸新增长引擎。《建议》指出“十五五”期间，我国将促进外贸提质增效，加快建设贸易强国。优化升级货物贸易、大力发展服务贸易、创新发展数字贸易。不论是高端产品、服务出口，都对规则、标准具有更高敏感性。为打造透明稳定可预期的制度环境，《建议》明确要稳步扩大制度型开放、对接国际高标准经贸规则。我们理解，“十五五”时期，我国将强调制度型开放，加快产权保护、产业补贴、电子商务等领域在规则、规制、管理制度、标准与国际标准的相通相容。

三是进一步健全企业出海服务体系。2018年以来，我国企业掀起出海浪潮，上市企业海外收入占比不断提升。但值得注意的是，当前中国在全球投资份额中占比仍然偏低。对此，本次《建议》指出有效实施对外投资管理，健全海外综合服务体系，促进贸易投资一体化，引导产供应链合理有序跨境布局。政策不仅关注“中国经济”，也关注“中国人经济”。在政策支持下，“十五五”期间企业出海浪潮有望进一步推进，已出海企业海外营收有望进一步提升。

四是进一步扩大经贸“朋友圈”。2018年以后，我国贸易伙伴不断增扩，新兴市场经济体占我国出口份额不断提升，有效对冲了本轮美国对华关税的影响。“十五五”时期，我国将进一步深化与其他国家的经济合作，通过各种多边和区域性机构以及“一带一路”等政策倡议，开创合作共赢新局面。



工信部陆续出台新一轮 十个重点行业稳增长举措

近日，工业和信息化部联合相关部门陆续发布机械、有色金属、石化、化工、建材、钢铁、轻工业、汽车、电力装备、电子信息制造业十个重点行业的新一轮稳增长工作方案⁵，旨在推动重点行业实现质的有效提升和量的合理增长（表1）。

2023年，为应对需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，我国首次推出十大行业稳增长方案，以稳住工业基本盘。今年以来，在宏观政策持续发力带动下，工业经济保持稳健向好态势。国家统计局数据显示，1—9月份全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，增速较去年同期提升0.4个百分点，展现出较强增长韧性⁶。

尽管工业经济总体稳步发展，但受全球经济低迷影响，产业链供应链风险有所加大，部分行业仍面临需求不足、利润承压等挑战。考虑到这十大行业占规模以上工业增加值比重约七成⁷，其稳定发展对巩固工业经济基本盘具有关键作用。新一轮稳增长方案在延续前期政策基础上，更加注重短期预期稳定与中长期结构优化相结合，强调以质的有效提升带动量的合理增长。方案顺应经济发展新趋势，着力通过精准施策优化企业发展环境，为推动高质量发展和深化新型工业化进程提供支撑。

表1 新一轮十个重点行业稳增长工作方案

发布日期	行业	法规名称
2025-09-29	机械	工业和信息化部等六部门关于印发《机械行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联装（2025）205号
2025-09-28	有色金属	工业和信息化部等八部门关于印发《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联原（2025）191号
2025-09-25	石化化工	工业和信息化部等七部门关于印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联原（2025）195号
2025-09-24	建材	工业和信息化部等六部门关于印发《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联原（2025）185号

⁵ 新一轮重点行业稳增长方案出台“稳”字背后释放哪些深意？，国务院，2025年9月，https://www.gov.cn/zhengce/202509/content_7040517.htm
⁶ 2025年9月份规模以上工业增加值增长6.5%，国家统计局，2025年10月，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202510/t20251020_1961611.html
⁷ 工业和信息化部系统谋划新型工业化 巩固十大重点行业稳增长，中国工业和信息化部，2024年7月，https://wap.miit.gov.cn/xbymdz/xwfb/mtbd/twbd/art/2024/art_8aee89c097da4d819b0f21747f15c27f.html

续：表1 新一轮十个重点行业稳增长工作方案

发布日期	行业	法规名称
2025-09-22	钢铁	工业和信息化部等五部门关于印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联原（2025）171号
2025-09-18	轻工业	工业和信息化部等三部门关于印发《轻工业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联消费（2025）176号
2025-09-12	汽车	工业和信息化部等八部门关于印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联通装（2025）200号
2025-09-12	电力装备	工业和信息化部等三部门关于印发《电力装备行业稳增长工作方案（2025—2026年）》的通知—工信部联重装（2025）178号
2025-09-04	电子信息制造	工业和信息化部等两部门关于印发《电子信息制造业2025—2026年稳增长行动方案》的通知—工信部联电子（2025）181号

资料来源：工信部，毕马威分析

与上一轮稳增长方案相比，新一轮方案在多个方面实现了显著提升。新一轮方案在目标设定上强调质效并重。在政策导向上，新方案强调科技创新和产业创新深度融合。要从供需两侧协同发力，在扩大有效需求的同时，着力优化供给结构，并更加突出行业治理机制建设，规范市场竞争秩序。尤其在治理“内卷式”竞争方面，方案提出多种举措防范非理性竞争。此外，人工智能等新技术的引领作用被提升至更加突出的位置，以数字化转型赋能产业升级。

目标量化，质效并重

新一轮稳增长方案在目标设定上突出质效并重，为2025年至2026年的重点行业发展明确了量化指标与质量导向。在具体行业层面：

- 建材行业致力于增强行业在无机非金属材料等产业的科技创新能力，以提升绿色、智能等高附加值产品的有效供给水平，推动产业向高端化、绿色化发展。扩大绿色、无机建材产业规模，推动绿色低碳发展，力争到2026年绿色建材营业收入超过3000亿元，助力“双碳”目标的实现。
- 钢铁行业也将进一步优化产业结构，提升高端装备领域所需钢材的供给能力，将绿色化、数字化转型作为升级关键路径，促进大宗产品的质量升级，同时加大铁矿石、炼焦煤等原材料的稳定供给，争取实现增加值年均增长约4%。

总体来看，新一轮增长方案目标更加清晰，阶段划分明确，并考虑了不同行业的差异性，实施针对性举措。在关注规模增长的同时，更加突出质量效益，将绿色、低碳、安全、品牌和服务等维度纳入综合评价体系，推动行业实现可持续、高质量发展。

整治内卷式竞争，淘汰落后产能

本轮稳增长方案将加强行业治理和规范市场竞争秩序作为核心举措之一，重点围绕“优质产能”替代“无效产能”，明确传递出政策层对治理市场非理性竞争行为的决心。在具体行业层面：

- 电子信息制造业，从产能治理入手，着力破除“内卷式”竞争，强调通过依法治理光伏等产品低价竞争，引导地方有序布局光伏、锂电池产业，并借助行业协会建立自律机制，推动产能有序调整。同时，通过产业转移发展对接活动，完善产业在国内梯度有序转移的协作机制。
- 汽车行业，侧重综合施策，通过加强成本调查、价格监测、产品一致性检查，以及督促重点车企落实支付账期承诺等手段，规范市场竞争秩序，并开展网络乱象治理，精准应对行业当前面临的现实问题。
- 钢铁行业，政策上严格禁止新增产能并实施产量控制，旨在压缩总体规模，同时通过市场竞争机制淘汰落后和低效产能，扶持具备竞争优势的企业发展，以促进行业供需平衡和结构优化，避免因供给能力持续处于高位而导致市场竞争进一步加剧。

从整体来看，本轮稳增长方案所涉及的行业治理要求，均强调以高质量发展为导向，通过强化行业自律、落实监管责任、提升服务能力，构建协同高效、监管有力的治理格局。通过营造良好营商环境促进产业有序发展，最终推动全国统一大市场的建设。

科技创新和产业创新深度融合

本轮十大重点行业稳增长方案强调科技创新与产业创新深度融合，其着力点在于完善创新链条、优化创新生态，为产业升级构筑内在的、持续的技术动能。同时，将生产性服务业嵌入产业创新链条，以高水平的专业服务赋能制造业迈向高端化、智能化、绿色化，凸显出政策从短期稳增长向中长期创新驱动转型的导向。方案在多个维度上推动科技与产业的协同互促：

- 聚焦需求导向，以高端化应用场景牵引技术攻关。例如，有色金属行业面向新一代信息技术、新能源汽车等领域推动超高纯金属、高端稀土材料等攻关；石化化工行业针对集成电路、新能源等需求加快电子化学品、高性能膜材料的研发。体现了“以需定研”、推动技术攻关与市场应用紧密衔接的思路。
- 着力补齐中试、验证等创新链关键环节的短板，通过优化中试项目管理和支持平台建设，为科技成果从实验室走向产业化提供关键支撑。例如，石化化工行业明确优化中试项目审批流程，试验周期原则上不超过两年。
- 创新组织机制与要素支撑，构建产学研用深度融合生态。一方面采用产业链协同攻关等模式激发多元主体参与；另一方面通过首批次保险补偿、产融合作基金、数据要素流通等政策工具分散创新风险。电子信息制造业方案更系统性地提出“一体两翼”（以科技创新与产业创新融合为主体，以人才、资本为支撑）的工作机制，涵盖平台建设、标准制定、知识产权服务等全链条支持，凸显体系化推进思路。

- 引导制造业与生产性服务业的深度融合与生态重构。本轮方案的一个深层亮点，是从产业生态高度，主动引导和培育专业化的生产性服务主体与新兴业态。例如，政策鼓励建材、石化等企业从销售产品向提供“一体化解决方案”转型。通过推动生产性服务深度嵌入制造业的创新链条与价值链中，形成持续创新能力的基础并更高效地转化为产业优势。

综合来看，本轮方案将科技创新融入产业生态优化，通过构建覆盖创新全链条的专业服务支撑体系，赋能产业创新。通过生产性服务业赋能研发设计、供应链管理，构建科技—产业—服务的良性循环导向。未来还需关注技术攻关实效，以及关键生产性服务业态的培育与发展，塑造持久的产业竞争新优势。

深化人工智能

当前，人工智能对各行业的数字化、智能化改造正持续深化，新一轮稳增长举措将人工智能放在了重要的位置。在具体行业推进方面：

- 电子信息制造业在政策引导下，致力于制定人工智能终端智能化分级方法与标准，推动从芯片、算法到智能终端的全链条协同创新。
- 电力装备行业则通过开展智能工厂梯度培育，加快“5G+工业互联网”典型场景的落地推广，提升产业整体智能化水平。
- 轻工业，围绕健康、养老等消费热点培育新的增长点，通过引入生成式人工智能技术优化产品设计与生产流程，打通消费端数据与制造端响应，推动小批量快速反应和个性化定制模式发展，从而增强供需适配性并激发消费潜力。同时，为促进智能家居产业的规范化和互联互通，相关部门正研究制定智能家居互联互通国家标准，将满足养老、育幼等特定需求的产品放在突出位置。
- 汽车行业，着力推动人工智能在研发设计、生产制造、运营管理等多环节的全面渗透。通过分级开展智能工厂的梯度培育与建设工作，带动产业链供应链实现数字化协同转型。同时，构建覆盖全链条的数字化转型场景图谱，培育面向具体场景的数字化解决方案。在关键技术领域，聚焦汽车芯片、人工智能、固态电池等核心环节加快突破，支持大中小企业开展融通创新，持续提升产品性能与用户体验，以高质量供给有效激发和创造新的市场需求。

人工智能不仅在提升运营效率、降低生产成本方面作用显著，也为传统产业注入新的发展动能。一方面，人工智能有助于破解传统产业在转型升级中面临的技术滞后、效率瓶颈等难题；另一方面，传统产业也为人工智能技术落地提供了丰富的应用场景，形成双向促进的良性循环。

供需两端协同发力

本轮稳增长方案在高质量产品的市场循环上强调供需两侧协同发力，致力于通过高质量供给引领新需求，以新场景开拓激发市场潜力，确保创新成果能顺利转化为经济增长动力。

- 在供给侧，政策聚焦于通过优化产业结构来提升韧性。例如，在机械等行业增强供应链韧性以保障安全，强化标准引领以提升质量。电力行业提出要推进技术标准升级与国际化。通过加强标准与品牌建设以创造价值，从而全方位塑造“中国制造”的优质形象。
- 在需求侧，政策注重国内与海外市场的拓展。国内以新应用场景培育增量市场；海外深化与新兴国家的全产业链合作，积极拓展不同领域的海外市场。例如，轻工业行业围绕健康、养老、育幼、家居、文旅等消费热点打造新增长引擎，进一步激发消费潜力。电力装备行业，通过加快“沙戈荒”风电光伏基地、风光水一体化基地及特高压外送通道建设，带动铜、铝等导电材料需求增长，并积极参与全球能源绿色低碳合作，拓展风电、光伏、储能等海外市场。

因此，供需协同发力的路径，核心在于通过优化供给结构和开拓市场需求，为科技创新成果构建畅通的价值实现通道，形成供给与需求相互促进的良性循环。

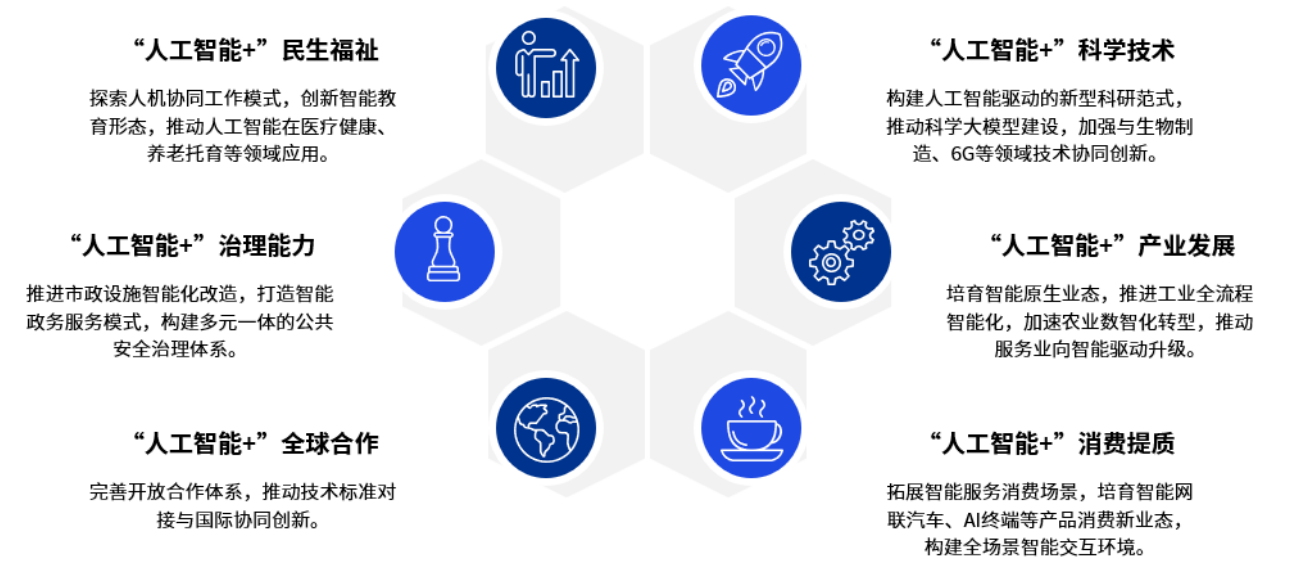
总体来看，新一轮稳增长方案通过质量与结构提升并重、供需协同发力、行业治理强化与人工智能赋能相结合，系统推动重点行业向高端化、智能化、绿色化方向转型，为经济高质量发展夯实基础。

深入实施“人工智能+”行动， 部署智能经济发展路线

2025年7月，中国互联网络信息中心发布第56次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，2024年我国人工智能产业规模突破7000亿元，已连续多年保持20%以上的增长率。此外，截至2025年4月，国内人工智能专利申请量达157.6万件，占全球申请量的39%，位居全球首位⁸。人工智能正加速推动中国经济形态实现从数字经济到智能经济的跃迁，这不仅将成为中国经济增长的新引擎，同时也是培育新质生产力的真实写照。伴随开年以来“DeepSeek”等我国开源人工智能大模型呈现井喷趋势，人工智能产业发展与应用已成为中国式现代化建设的新课题。

2025年8月，国务院颁布了《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》（以下简称《意见》），以推动人工智能与经济社会深度融合为核心，明确了从2027年到2035年的“三步走”发展目标与六大重点行动（图46），构建起系统性推进框架。

图46 《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》六大重点行动



资料来源：国务院，毕马威分析

⁸ 第56次中国互联网络发展状况统计报告，中国互联网络信息中心，2025年7月，
<https://www.cnnic.net.cn/NMediaFile/2025/0730/MAIN175384666507QEK67ZS9DH.pdf>

《意见》颁发后，不少政府部门和地方政府在六大重点行动上积极落实中央布局（表2），依托我国持续优化的政策环境、丰富多元的应用场景、超大规模的市场需求以及日益增强的科研实力，构建更为深入的产业数实融合，为中国经济增长提供新的内生动力。

表2 政府部门及地方政府“人工智能+”相关政策行动

发布时间	涉及领域	标题	主要内容
2025-08-28	产业发展	浙江省住房和城乡建设厅关于公布浙江省“人工智能+建筑业”创新应用案例的通知	积极推广“人工智能+建筑业”创新应用案例，推进人工智能赋能建筑业高质量发展。建筑业企业加大科技创新力度，不断研发和迭代更新人工智能技术产品。
2025-09-01	综合政策	上海市经济信息化委关于贯彻落实国家“人工智能+”行动 组织开展2025年度上海市“人工智能+”行动项目申报工作的通知	聚焦落实国家“人工智能+”行动，以促进产业高质量发展为导向，推进人工智能与科学技术、产业发展、消费提质、民生福祉、治理能力等重点领域深入融合，重点提升模型基础、语料服务、算力供给、行业公共服务等能力。
2025-09-04	产业发展	国家发展改革委 国家能源局关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见	以拓展人工智能与能源领域深度融合应用场景为重要依托，以提升能源领域人工智能创新应用技术水平为主攻方向，以推进智能算力与电力协同发展为必要支撑，以健全能源智能化发展的创新体系为关键保障。
2025-09-22	产业发展	交通运输部等部门关于“人工智能+交通运输”的实施意见	在交通运输领域构建人工智能创新链、产业链、资金链、人才链深度融合的工作机制，大力促进人工智能普及应用，助力实现“人享其行、物畅其流”的美好愿景。
2025-09-23	科学技术	武汉市科技创新局关于征集“人工智能+科学技术”领域创新资源有关信息的通知	抢抓科学智能战略发展机遇，推动人工智能与科学研究的深度融合，积极推动“人工智能+科学技术”领域创新发展。
2025-09-24	全球合作	中国国务院总理 李强《“人工智能+”国际合作倡议》	中方主张秉持人类命运共同体理念，推动人工智能技术与经济社会发展深度融合，加速打造新质生产力，实现高质量发展和高水平安全良性互动，确保包括全球南方在内世界各国人民普遍受益。
2025-09-26	消费提质	上海市经济信息化委关于开展2025年度上海市时尚消费品领域“AI+时尚”应用场景征集的通知	聚焦上海“时尚八品”，通过AI技术的广泛应用促进企业加速模式创新、业务变革与生产协同，全面提升上海时尚消费品产业核心竞争力。
2025-10-10	政务赋能	国家网信办 发改委《政务领域人工智能大模型部署应用指引》	有序推进人工智能大模型技术、产品和服务在政务领域的部署、应用和持续优化，为工作人员提供高效辅助，为公众和企业提供便捷服务，推动政务创新发展，提升治理效能、优化服务管理、辅助科学决策。

资料来源：互联网整理，毕马威分析

习近平总书记在中共中央政治局第三十四次集体学习⁹时强调：“发展数字经济意义重大，是把握新一轮科技革命和产业变革新机遇的战略选择”。从2015年的“互联网+”行动，到2025年的“人工智能+”行动，中国推动数字经济发展已逾10周年。十年间我国数字经济发展重点从通过“互联网+”实现信息传递与流程优化，到“人工智能+”叠加认知能力推动知识应用与创造，从“数据孤岛”到“万物互联”，不仅体现了信息技术应用的深化演进，还体现了技术对经济社会改造能力的升级，我国数字经济正逐步迈向智能经济发展的新阶段。

培育新质生产力，夯实增长根基

《意见》立足于科技革命和产业变革的前沿，系统谋划人工智能作为核心驱动力的战略定位。明确提出推动人工智能驱动的新型科研范式，通过建设科学大模型、升级重大科技基础设施、打造高质量科学数据集，显著提升基础研究的智能化水平，加速“从0到1”的原始创新突破，努力实现在量子科技、生物制造、6G等前沿领域实现技术引领，推动人机协同的新型研发模式，重构科技创新的组织方式与效率边界。

同时，《意见》强调发展智能原生企业与新业态，鼓励将人工智能深度融入企业战略、组织架构与业务流程，推动形成以智能决策、自动优化、自适应学习为特征的新型生产函数。全要素、全流程的智能化跃迁，使数据、算法、算力成为新的关键生产要素，人工智能将催生出大量新型就业岗位和创新主体，为新质生产力的持续涌现提供坚实支撑。

通过设定2027年、2030年和2035年的“三步走”发展目标，《意见》构建了清晰的时间表与路线图，确保人工智能不仅作为技术工具，更作为生产力变革的引擎，深度融入国家现代化进程，为经济长期可持续发展筑牢根基。

赋能产业转型，优化经济结构

《意见》聚焦工业、农业和服务业三大领域，推动人工智能与实体经济深度融合，重塑传统产业竞争力。在工业领域，《意见》提出要推动人工智能在设计、生产、服务、运营等全环节落地，促进工业软件创新与智能制造装备发展，实现工业系统从被动响应到主动感知、智能决策的升级，全面提升产业链协同效率与柔性制造能力。农业方面，加快智能农机、农业无人机和机器人应用，推动育种体系智能化和农业生产管理精细化，提升农业生产的自动化与精准化水平，助力农业现代化转型。而对于服务业，《意见》指出要从数字赋能迈向智能驱动，推动金融、法律、交通、物流等领域广泛应用智能体和新一代智能终端，催生无人服务与人工协同的新服务模式。

通过培育智能原生新业态，《意见》表明要引导产业结构向高附加值、高技术含量方向演进，推动形成以智能经济为核心的增长极，并以打造全方位、多层次的产业赋能为契机，提升全要素生产率，推动我国经济结构由传统要素驱动向创新驱动、智能驱动转变，为构建现代化产业体系提供强劲动力。

⁹ 习近平主持中央政治局第三十四次集体学习，中华人民共和国中央人民政府，2021年10月，https://www.gov.cn/xinwen/2021-10/19/content_5643653.htm

激活内需潜力，拓展增长空间

为着力打通人工智能应用的“最后一公里”，《意见》提出要通过消费提质与民生改善双轮驱动，释放巨大的市场需求。一方面，《意见》提出要大力培育智能产品生态，推动智能网联汽车、AI手机、智能家居、可穿戴设备等新一代终端普及，打造“万物智联”的全场景智能交互环境，激发居民对智能化产品与服务的消费升级需求；另一方面，《意见》表明要积极拓展服务消费新场景，提升文娱、养老、托育、出行等领域的智能化水平，发展陪伴型、提效型智能应用，满足个性化、情感化、体验化消费需求。通过建设智能消费基础设施，降低使用门槛，加快人工智能产品和服务向乡村延伸，推动城乡智能普惠，进一步扩大内需市场覆盖面。

此外《意见》还鼓励发展智能助理等服务新入口，繁荣文化内容创作，增强人工智能在社交陪伴、健康管理等方面的人文温度，使技术真正服务于人民美好生活，通过以用户体验为核心、以场景创新为牵引的消费激活策略拓展经济增长的新空间，推动形成供需更高水平动态平衡的智能经济新格局。

提升治理效能，改善发展环境

《意见》推动人工智能融入社会治理，旨在通过智能化提升行政效率、降低制度成本，为经济发展营造高效稳定的环境。

在社会治理层面，《意见》明确推动市政基础设施智能化改造，探索适应新一代智能终端的城市规划与治理模式，提升城市运行效率；同时加快人工智能向乡村延伸，促进城乡智能普惠。政务领域将打造精准识别需求、全程智能办理的新模式，并在公共资源交易中应用AI提升监管水平。

在安全治理领域，《意见》着力构建涵盖自然人、数字人、智能机器人的多元公共安全治理体系，强化AI在安全生产、防灾减灾、社会治安等领域的应用，提升从监测预警到指挥决策的全流程能力。同时赋能网络空间治理，增强信息识别与风险处置效能。

在生态治理方面，《意见》则依托AI提升空天地海一体化感知和国土空间规划水平，围绕大气、水、土壤等生态环境要素及碳市场建设，发展监测预测、模拟推演等能力，推动形成智能协同的精准治理模式，助力美丽中国建设。

深化开放合作，拓展增长空间

《意见》推崇以开放合作弥合全球智能鸿沟，并将人工智能定位为造福人类的国际公共产品。在技术普惠与能力建设方面，提出打造平权、互信、多元、共赢的开放生态，推动人工智能技术开源可及，加强算力、数据、人才等领域的国际合作。《意见》规划重点帮助全球南方国家加强人工智能能力建设，推动当地发展，同时为中国技术、标准和解决方案开辟广阔市场，一方面助力我国AI企业“走出去”，形成互利共赢格局。另一方面，通过技术外溢与市场联动，为国内经济培育新的增长点。

在全球治理体系构建上，《意见》明确支持联合国发挥主渠道作用，推动形成各国广泛参与的治理框架。通过深化与国际组织、专业机构的交流合作，加强治理规则与技术标准的对接协调，共同研判和应对人工智能的应用风险，确保其发展安全、可靠、可控，同时提升我国在全球科技治理中的话语权。

八大要素筑牢底座，激发智能经济动能

《意见》系统构建了支撑智能经济发展的底层架构，聚焦模型、数据、算力、应用、开源、人才、政策、安全等八大关键要素，全面夯实智能经济的运行根基。通过加强大模型基础理论与架构创新，提升复杂任务处理和交互体验能力，推动人工智能从“可用”向“好用”跃升，为智能原生应用提供强大技术引擎。以应用为导向推进高质量数据集建设，完善数据产权与版权制度，激励数据开放共享，使数据真正成为驱动智能经济的核心生产资料。统筹国家智算资源布局，优化“东数西算”协同，发展普惠化算力云服务，降低企业使用门槛，保障智能经济规模化发展的算力供给。

同时，《意见》提出大力培育开源生态，推动模型、工具、数据集开放共享，加速技术扩散与协同创新；加强全学段人工智能人才培养与产教融合，构建与智能经济需求相匹配的人才梯队。这些举措共同形成了技术、资源、制度协同发力的基础支撑体系，为智能经济从技术创新到产业落地提供了可持续的动能保障。

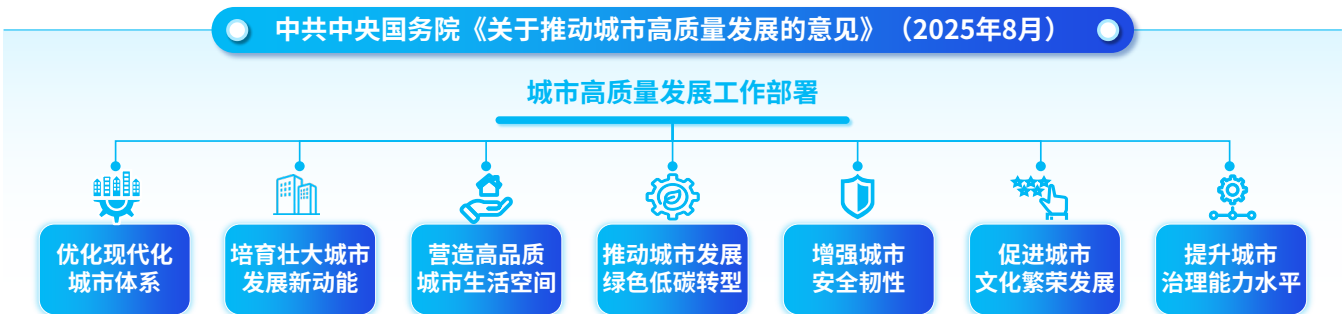


推动城市内涵式发展，建设现代化人民城市

2025年7月，时隔十年，又一次中央城市工作会议在北京举行。会议明确做好城市工作的总体要求、重要原则、重点任务，提出以建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效。

8月，中共中央、国务院《关于推动城市高质量发展的意见》（以下简称“《意见》”）发布，为中国城市在未来十年的发展描绘了清晰的蓝图。《意见》围绕推动城市高质量发展进行了系统部署，涵盖七个方面、二十三项具体工作，涉及规划、建设、治理、运营等各个环节，为各地推进城市工作提供了明确的实施路径和政策框架（图47）。《意见》还设定了时间目标，即到2030年，现代化人民城市建设取得重要进展；到2035年，现代化人民城市基本建成。

图47 城市高质量发展工作部署



资料来源：《关于推动城市高质量发展的意见》，毕马威分析

国务院国资委：做好改革创新大文章，为建设现代化人民城市作出新的更大贡献

在9月11日的理论学习中心组联学会上，国务院国资委主任表示，要深刻把握城市内涵式发展的战略取向，以制定和实施“十五五”规划为抓手，做好改革创新大文章，努力实现企业与城市的协同发展、相互促进；培育壮大城市新质生产力，补齐城市发展短板；要盘活存量资源，优化土地、房屋、设施等存量资源利用方式、提高运营效能，以体制机制创新增强城市发展动力活力。

• 深入理解“城市内涵式发展”与“城市新质生产力”

国务院国资委主任在讲话中提出，要“深刻把握城市内涵式发展的战略取向”，“培育壮大城市新质生产力”。

相较于传统的“外延式”或“粗放式”扩张，城市内涵式发展是一种以优化结构、提升质量和增强效率为核心的城市发展新模式，强调从依赖土地、人口等要素投入和规模扩张，转向依靠科技创新、制度优化和精细化治理，通过挖掘城市内部潜力实现可持续的发展。

走好城市内涵式发展道路，需要做到“五个转变、五个更加”。

图48 城市内涵式发展的“五个转变、五个更加”



资料来源：国务院国资委，毕马威分析

相较于传统生产力，新质生产力强调以科技创新为主导，技术水平更高、质量更佳、效率更优、可持续性更强，是符合新发展理念的先生产力质态，其发展结果也契合现代化人民城市建设目标导向。

城市新质生产力遵循科技助力城市高质量发展的原则，以新一代数智技术、绿色技术和建造技术赋能城市建设、治理运营、公共服务、自然与文化保护、公共安全等各方面。城市新质生产力不仅能够促进技术革命性突破、生产要素创新性配置和产业深度转型升级，也能够推动社会文化创新、提升治理水平、增进民生福祉，在现代化人民城市建设中发挥重要作用。

由此可见，城市新质生产力通过技术创新、产业升级、要素优化和治理革新，推动城市从外延式扩张转向内涵式增长，是实现城市高质量发展的关键力量和核心引擎。

国资央企培育壮大城市新质生产力

基于对《意见》与联学会内容的深入学习，我们提醒国资央企在培育壮大城市新质生产力的工作中把握以下几个关键点。

• 打造梯次化产业布局，培育壮大先进制造业集群

国资央企全面分析城市资源禀赋和产业基础条件，以城市产业规划为指引，从自身主责主业出发，统筹推进传统产业改造升级、新兴产业培育壮大、未来产业前瞻性布局，形成梯次化的产业发展格局。

产业集群与科技园区是城市产业发展的重要载体。国资央企结合自身梯次化产业布局发展要求，充分利用产业链、人才、资金优势，发挥示范引领作用，通过大项目投资、产业链资源整合、吸引上下游创新要素聚集等方式，培育壮大特色优势产业集群、促进产业园区提级扩能，带动城市片区开发，进一步推动城市产业升级和结构调整，增强城市经济发展内生动力，促进城市功能完善与品质提升。

• 针对超大特大城市、中小城市和县城制定差异化策略

针对超大特大城市、中小城市和县城，《意见》明确了不同的发展目标，前者聚焦增强城市综合竞争力，后者则更加关注城市承载能力。在培育城市新质生产力过程中，国资央企可考虑因城施策，制定不同的策略和实施路径。

• 在超大特大城市承担创新引擎、未来产业原创技术策源地的角色

围绕城市核心功能定位、优势产业基础、中长期产业规划方向，聚焦尖端技术与未来产业，重点布局国家科技重大专项攻关前沿领域，通过设立研发中心、牵头承担重大科技任务、建设重大科技基础设施等工作，打造原创技术策源地，实现产业高端化发展。

发挥在产学研中的主导作用，构建“高能级”科创生态，通过牵头组建创新联合体，投资天使母基金、创投基金，放大国有资本的“催化”和“牵引”作用，增强创新体系整体效能，对于周边区域科技、产业发展起到辐射带动作用。

主动开放城市治理、产业升级等技术应用场景，推动技术供给与产业需求精准对接，切实搭建从技术到产品的“桥梁”，促进科技成果快速转化为城市新质生产力，使科技成果更好地服务于城市整体发展目标。

国务院国资委在新闻发布会上披露的信息显示，9月17日，《中央企业中试验证平台对外开放服务手册（2025年版）》发布，开放中试平台134个、服务项目291项，进一步促进了全社会创新主体共同提升科技成果转化效率。

• 在中小城市和县城着力培育特色产业集群，积极参与“共链”行动

围绕本地主导产业，着力培育特色产业集群，积极打造“专精特新”企业，推动域内传统产业转型升级、战略新兴产业蓬勃发展。在集群发展过程中，加强与民营企业合作，促进中小企业融入特色优势产业集群，提高产业链整体的创新力和竞争力。

深入研究超大特大城市、中心城市规划，识别产业链重点配套缺口或外溢环节，找准产业链定位，积极参与“共链行动”，深化与中心城市的产业协作配套，发展供应链管理平台，融入中心城市产业链生态体系。

立足本地实际需求，统筹建设城市数字基础设施平台，强化数据要素的融合与共享，聚焦城市治理、公共服务、环境改善等“小而美”应用场景，采取“小步快跑、迭代升级”的策略，推广数智技术应用并取得实际成效，提升城市治理与公共服务效率，改善人居环境品质。

把培育城市新质生产力融入“十五五”规划，与主业协同发展

国资央企聚焦主责主业、推动“三个集中”，关乎国家战略安全保障、经济基本盘稳固和产业核心竞争力提升，是国企改革的重点任务之一。新闻发布会上，在介绍到国企改革任务取得的积极成效时，国务院国资委领导表示，已重新核定了30家中央企业主业，加快清理退出非主业非优势业务和低效无效资产，目前中央企业主业投资占比和从事主业的子企业数量占比均超过90%。

当前正值国资央企“十五五”规划编制工作的关键时期，明确主责主业的战略定位、发展方向、科技创新、布局优化、保障支撑等将是规划的重点内容。建议国资央企围绕主责主业布局，主动将城市新质生产力培育目标融入“十五五”规划，努力实现主责主业与城市新质生产力、国资央企与现代化人民城市的协同发展，实现多领域、多层次、多维度的深度融合与价值共创。

具体来说，建议国资央企深入研究城市功能定位、产业基础、创新资源，基于自身优势，寻找城市新质生产力培育方向与企业主责主业创新布局的结合点，包括前沿技术、未来场景、绿色低碳、数据要素的融合等领域。比如，高端装备制造行业的国资央企可以对接城市的智能制造转型需求，能源企业对接城市绿色低碳发展规划，通信与科技服务企业对接城市传统产业数字化、智能化转型需求等。

此外，建议国资央企充分利用各类平台，与相关城市管理部门建立常态化的沟通、对接机制，比如成立央地合作专班、积极参与地方企地共建平台等，及时了解“城市所需”，基于比较优势对接“企业所能”，通过精准施策、集中发力，为城市高质量发展注入新动能。

加快城投公司改革转型，提供城市综合运营服务

《意见》在阐述“培育壮大城市发展新动能”的重点举措时，提出要“建立可持续的城市建设运营投融资体系”，内容包括“加快融资平台改革转型，坚决遏制新增地方政府隐性债务”。

• 城投公司转型取得进展

随着中国城镇化进程的不断推进和城镇化率的不断提升，作为传统的城市建设投融资平台的城投公司面临转型压力。一方面，地方政府减少对传统融资平台的依赖，更多采用市场化手段进行融资；另一方面，在地方政府债务监管强化的背景下，城投公司亟需提升投融资与管理运营能力，增强盈利性，从“政府输血”转向“自我造血”，实现可持续发展。

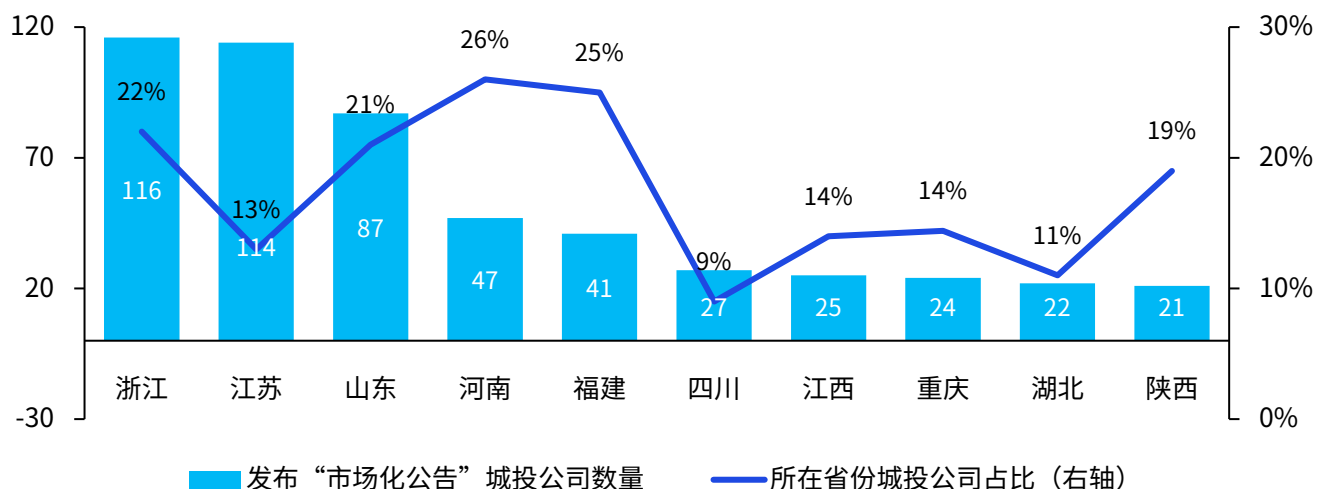
自《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）实施以来，一系列防范和化解地方债务风险的政策文件发布，在政策推动下，城投公司在债务化解、业务结构优化和质效提升等方面取得了显著进展。

2025年9月12日，财政部部长在国新办新闻发布会上表示，自去年四季度以来，国家推出新增地方政府专项债券、增加专项债务限额等一揽子化债举措，有效推动地方政府债务风险逐步收敛，同时加速融资平台退出。截至6月末，超六成的融资平台实现退出，意味着60%以上的融资平台隐性债务已经清零，融资平台改革转型加快推进¹⁰。

万得数据分析显示，截至2025年9月23日，累计有657家城投公司发布“市场化公告”，明确声明其为市场化经营主体。从数量分布看，657家城投公司多位于东部地区，其中浙江、江苏、山东位列前三，合计317家，占比48%；从各省城投公司中发布“市场化公告”的比例看，河南、福建、浙江和山东的占比均超20%（图49）。

¹⁰ 《“十四五”时期，财政支出强度前所未有，助力新质生产力发展 全国财政科技支出增长34%》，人民日报，2025年9月13日
https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202509/content_7040533.htm

图49 发布“市场化公告”的城投公司数量及占比（前十省份 / 直辖市）



数据来源：Wind，毕马威分析

• 城投公司改革转型建议

目前，城市发展正从“大规模增量扩张”阶段转向“以存量提质增效为主”的新发展阶段，城投公司将承担起城市基础设施建设的核心推动者、公共服务的主要提供者和城市可持续发展的重要实践者等多重角色，这对城投公司转型提出了新的要求。

在现代化人们城市建设和发展过程中，城投公司转型的关键在于重新界定“政企关系”，打造可持续的业务发展模式和市场化资本运营体系，切实提升投融资与经营管理水平。具体来说，建议城投公司重点关注以下几方面内容。

明确主业方向，拓展经营性收入来源，打造可持续的商业模式。建议谋求转型的城投公司在现代化人民城市的发展中寻找立足点，明确功能定位、主责主业和市场化业务发展方向，重点关注城市更新、片区开发、外部空间拓展等城市规划机遇；利用在基础设施建设中积累的资源 and 经验，以创新要素引领经营性业务布局，如智慧城市、数字环保、“大物业”管理、智能公交等，优化业务布局和资源配置，向现代化人民城市综合服务运营商转型；对于市场化业务和政策性业务分类施策，辅以相应的分类考核和激励体系，探索社会效益与经济效益“双提升”的发展模式。

投资与运营模式升级。在业务发展中，更关注投资方向、投资回报，不仅实现“以投带引”，促进城市建设和区域产业发展，还要满足投资收益率目标，实现资产持续增值并获取稳定的现金流；转变观念，从“建设思维”转向“运营思维”，从“拥有资产”转向“运营资产”，把项目竣工作为创造资产价值的起点，比如，在城市公共服务中引入数智技术和精细化管理，提升效率与群众

体验；在产业园区综合运营中，提供招商引资、创业孵化、政策咨询、供应链管理、金融与人才等全方位服务，深度参与产业发展；充分挖掘城市运行数据资产价值，通过为政府、企业、市民提供数据服务创造价值等。

打造创新型的市场化资本运营体系。转变依靠政府信用和财政“输血”的传统融资模式，用好用足当前的货币和金融支持政策，依托自身稳定的现金流和良好信用，积极拓宽融资渠道，探索并扩大权益性融资工具的应用，提升企业的自主融资能力。比如，通过产业基金吸引社会资本共同投资，发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）盘活存量资产，运用资产证券化（ABS）将缺乏流动性但能产生稳定现金流的资产转换为可上市交易的证券产品等。

对于已经成为市场化主体的城投公司和市场化转型进程较为滞后的城投公司来说，未来的具体工作各有侧重。

已经成为市场化主体的城投公司面临激烈的市场竞争和严格的经营业绩考核要求，需要强化核心竞争力，平衡市场化业务与政策性业务之间的资源投入；健全公司治理体系，提升运营管理能力，创造稳定的现金流，建立真正市场化的激励和决策机制，充分激活企业转型发展潜能，增强“自我造血”能力，实现可持续的盈利和增长；优化债务结构，加强企业信用体系建设，强化市场化融资能力，降低融资成本。

市场化进程较为滞后的城投公司面临较大的监管和转型压力，迫切需要在满足政策要求的前提下，积极剥离隐性债务，寻找盘活存量资产、开展重组整合的机会；持续深化机制体制改革，厘清“政企关系”，完善公司治理结构，不断提升治理管控效能和市场化决策效率，加快转型进程。

资产焕新激发城市存量资源潜力

《意见》在阐述“培育壮大城市发展新动能”的重点举措时，提出“激活城市存量资源潜力”，具体包括改造存量房屋，加强和规范存量城市基础设施资产管理，提高运行效能，盘活利用存量低效用地等。

在长期发展中，国资央企积累了大量存量资产，包括土地、厂房、仓库、设备等闲置或低效的资源。这些“沉睡资源”是推动场景创新和产业升级、建设现代化人民城市的物质基础和价值引擎。通过资产盘活和改造焕新，挖掘、释放其潜在价值，国资央企可以将存量资产转化为培育城市新质生产力的载体，为城市更新与生活品质提升提供有力支撑。

2025年以来，中央出台多项措施，推动国资央企存量资产盘活工作。5月，国务院发布《关于持续推进城市更新行动的意见》，明确提出支持企业盘活闲置低效存量资产，并强调要更好发挥国有资本带动作用；6月，国务院国资委在“国企改革推进会”上进一步明确，要着力推进“两非”“两资”处置和亏损企业治理，推动资源向主责主业和战略性新兴产业集中。

国资央企围绕主责主业和城市规划重点方向，筛选、分类盘活和处置存量资产，通过存量重组、技术赋能、生态协同等举措，激发资产增量价值，推动结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型的现代化人民城市建设。

存量重组。结合城市发展规划重点任务，针对长期闲置或低效运营的实物资产，通过产权转让、资产置换、存量改扩建、出租出售、招商引资、引入社会资本和专业力量等市场化手段，主动注入创新要素，重组形成城市建设、治理、安全、生活服务等创新应用场景载体，助力城市规划的落地实施。

技术赋能。通过成立自主运营平台、引入专业运营团队等举措，对存量资产进行更新改造、技术赋能、功能升级和精细化运营，提升其使用效率、服务水平和盈利能力，一方面能够激活新场景产业价值、催生新业态，挖掘资产潜在增值空间；另一方面也能够推动周边区域，人居环境改善和人民生活品质提升，实现从单一生产功能区向“产、城、人”深度融合的现代化新城的转变。

生态协同。积极探索多渠道、跨产业与创新生态伙伴合作，唤醒“沉睡资产”价值，共同打造产业集群新标杆，包括共建产业园、创新园、智造中心、重点实验室、孵化中心等，吸引上下游企业入驻，深化产学研融合；探索“产业教授”“科技副总”“校企双聘”等新模式，推动学术界、产业界人才双向流动，对盘活资产进行创新要素赋能；提供资金支持、搭建服务平台，包括设立科创基金、投融资对接、提供法律与人才服务等，为盘活资产创新发展提供有力支撑。



附表：主要经济指标

			2023	2024	2025					
	指标	单位	年度	年度	4月	5月	6月	7月	8月	9月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	129.4	134.9	34.2			35.5		
	实际国内生产总值	同比，%	5.4	5.0	5.2			4.8		
	规模以上工业增加值	同比，%	4.6	5.8	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5
	工业企业利润总额	累计同比，%	-2.3	-3.3	1.4	-1.1	-1.8	-1.7	0.9	3.2
	社会消费品零售总额	同比，%	7.2	3.5	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0
	固定资产投资完成额	累计同比，%	3.0	3.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5
	房屋新开工面积	累计同比，%	-20.4	-23.0	-23.8	-22.8	-20.0	-19.4	-19.5	-18.9
	商品房销售面积	累计同比，%	-8.5	-12.9	-2.8	-2.9	-3.5	-4.0	-4.7	-5.5
	商品房待售面积	累计同比，%	19.0	10.6	4.8	4.2	4.1	3.4	3.1	3.6
	中国制造业采购经理指数	指数	49.9	49.8	49.0	49.5	49.7	49.3	49.4	49.8
对外贸易 及投资	出口金额	同比，%	-4.7	5.8	8.0	4.7	5.8	7.1	4.3	8.3
	进口金额	同比，%	-5.5	1.0	-0.3	-3.4	1.1	4.1	1.2	7.4
	贸易差额	十亿美元	822.1	992.6	95.9	102.9	114.4	97.9	102.3	90.4
	实际使用外资金额（非金融类）	人民币同比，%	-8.0	-27.1	-11.9	-28.5	-24.7	8.8	-3.6	11.2
	对外直接投资（非金融类）	人民币同比，%	16.7	11.7	10.0	-9.7	-13.7	12.6	17.2	12.3
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	7.0	7.1	7.20	7.20	7.18	7.15	7.13	7.11
	人民币实际有效汇率指数	指数	93.8	91.6	87.3	86.8	86.2	86.5	86.8	87.4
	上证综合指数（期末值）	指数	2974.9	3351.8	3279.0	3347.5	3444.4	3573.2	3857.9	3882.8
	货币供应量（M2）	同比，%	9.7	7.3	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4
	社会融资规模存量	同比，%	9.5	8.0	8.7	8.7	8.9	9.0	8.8	8.7
	新增社会融资规模	万亿元	35.6	32.3	1.2	2.3	4.2	1.1	2.6	3.5
	新增人民币贷款	万亿元	22.7	18.1	0.3	0.6	2.2	-0.1	0.6	1.3
	DR007	%	1.94	1.81	1.73	1.60	1.58	1.52	1.48	1.50
价格	居民消费价格指数	同比，%	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3
	工业生产者出厂价格指数	同比，%	197.0	197.8	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3
	原油	美元/桶	77.6	75.8	62.9	60.9	67.7	67.2	64.0	63.6
	螺纹钢	元/吨	4076.4	3800.6	3476	3451	3378	3413	3438	3378
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比，%	-0.9	-4.5	-4.5	-4.1	-3.7	-3.4	-3.0	-2.7

数据来源：Wind，毕马威分析

联系人



江立勤

客户与业务发展主管合伙人

毕马威中国

☎ +86 (10) 85087077

✉ michael.jiang@kpmg.com



蔡伟

经济研究院院长

毕马威中国研究院

☎ +86 (21) 22123687

✉ gary.cai@kpmg.com

研究团队

毕马威中国研究院

曾远、丁宇佳、周恺悦、龙妞、陈剑虹、陈志滨、金灿



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://kpmg.com/cn/zh/home/about/office-locations.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2025 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

二零二五年十一月印刷