

# 2025 年第三季 中国宏观经济报告

旭日集团研究与发展部  
2025 年 11 月

# 报告重点

## 一、宏观经济及金融运作概况

### 1. 经济增长：

- 2025年前三季 **GDP 同比增长 5.2%**(三季：+4.8%；上半年：+5.3%)，三季 GDP 环比+1.1%；名义增速(+3.7%)仍低于实际增速(+4.8%)，但**倒挂差(1.1个百分点)**较二季度(1.3%)**收窄，通缩压力略舒缓**。
- 2025年前三季，**第三产业**(以服务为主)**增速最快**(+5.4%)，但增幅略放缓(上半年：+5.5%)，**第二产业**(+4.9%)**增速放缓幅度较大**(上半年：+5.3%)。
- **前三季消费**对经济增长**贡献率**(占 53.5%)**续上升**(上半年：占 52.0%)，位居“三驾马车”之首；**货物和服务净出口**(占 29.0%)**贡献率**虽受关税等因素影响**回落**(上半年：占 31.2%)，但增长**展现较强韧性**。但第三季的**资本形成总额(投资)**对经济增长贡献率(占 18.9%)较二季度显著**回落 5.8 个百分点**，显示**投资需求趋弱**。
- 超六成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.1%)居首；**广东增长 4.1%**，**增幅低于全国**，其中，**固定资产投资(-14.1%)**跌幅扩大，**房地产投资持续疲弱**。
- 部分国际机构和投行**上调中国经济增长预期至 4.8%-4.9%**，认为**财政扩张、国内消费回升及外贸提前布局**使中国经济在近几个季度的表现好于预期，但**房地产行业下行、贸易局势不确定性、通缩陷阱风险**仍然较高，因此**预计四季度经济增长放缓**。

### 2. 工业制造：

- 2025年前三季**工业增加值+6.2%**(上半年：+6.4%)；惟**纺织服饰业增加值仍跌 2.4%**；2025年前三季**工业企业利润+3.2%**(上半年：**-1.8%**)，呈现**加快恢复态势**，连续两个月(8月、9月)增速超过 20%；惟**纺织服饰业利润同比仍跌 16.2%**。经济“供强需弱”矛盾依旧突出，加上出口放缓压力加大和基数抬升，**Q4 工业生产增速大概率续稳中有降，Q4 工业利润或再度承压**。
- 2025年前三季**工业生产者出厂价格(PPI)-2.8%**(上半年：**-2.8%**)，但**9月(-2.3%)、10月(-2.1%)PPI 跌幅续收窄**、环比续持平，国内“反内卷”政策虽有望利好行业供需关系和价格企稳回升，但**预期回升空间有限**，四季度 PPI 降幅或收窄至**-2.3%**左右。而 9 月**耐用消费品(-3.9%) PPI 价格同比降幅为 2005 年以来最大**，表明与终端消费更近的下游行业面临更大的价格下行压力。

### 3. 居民消费：

- 2025年前三季 **CPI-0.1%**(上半年：**-0.1%**，9月：**-0.3%**、10月：**+0.2%**)，但**核心 CPI**(9月+1.0%，10月：**+1.2%**)**涨幅连续第 6 个月扩大，9 月更是近 19 个月以来涨幅升到 1%以上**；料四季核心 CPI 续温和上涨(**+1.2 至+1.3%**左右)。。
- 2025年前三季**社零+4.5%**(上半年：**+5.0%**)，其中 9 月增速(+3.0%)**连续 4 个月放缓**，「以旧换新」政策带动效果持续减弱，预计**全年社零增速或放缓至 4%**；

惟前三季**服饰销售增速加快**(+3.1%，增速较1-8月加快0.2个百分点)；**网上「穿类」商品增速亦扩大**(+2.8%，增速较1-8月加快0.4个百分点)。

#### 4. 投资：

- 2025年前三季全国**固投同比-0.5%**(上半年：+2.8%)，**增速是近五年首次转负**，民间固投增速亦持续为负(-3.1%)，累计同比增速亦已连续4个月负值，**民营企业“不敢投、不愿投”现象再次加剧**；房地产投资仍为主要拖累，扣除房地产开发投资，1-9月全国**固投增长3.0%**，较前值**回落1.2个百分点**。
- 2025年前三季**广义基建投资**(+3.3%)及**制造业投资**(+4.0%)增速放缓，但预计**大型工程启动将令基建投资增速小幅回升**。**纺织服饰业投资**增长(+14.8%)较整体固投增长高。但9月制造业投资**降1.9%**，降幅较8月份扩大0.6个百分点，反内卷、关税摩擦以及内需疲弱共同对制造业投资端形成抑制。
- 2025年前三季，**全国房地产开发投资同比-13.9%**(上半年：-11.2%)，**降幅持续扩大**。**新建商品房销售面积同比-5.5%**，降幅较1-8月扩大0.8个百分点；**新建商品房销售额-7.9%**，降幅较1-8月扩大0.6个百分点。2025年前三季**百强房企业绩同比-11.8%**。**整体成交低迷**，居民的收入与就业预期未扭转，市场信心仍然不足，料下行趋势短期难扭转。业界对增量政策存在一定预期。

#### 5. 贸易：

- 按美元计，2025年前三季**进出口同比+3.1%**；其中，**出口及进口分别+6.1%**(上半年：+5.9%)及**-1.1%**。9月出口绝对规模创年内新高(+8.3%)，较上月(+4.3%)加快。2025年前三季**东盟(+14.3%)、欧盟(+8.2%)、美国(-16.9%)**仍为前三大贸易出口伙伴。对共建「一带一路」**国家出口同比+11.4%**，东盟占「一带一路」出口达32.1%，其中越南占比最高。
- 展望后续，**非美市场多元化布局为出口提供长期支撑**(9月对巴西(+15.8%)、印度(+14.4%)、非洲(+56.4%)、澳大利亚(+10.7%)出口增速均呈双位数增长态势)，中美磋商结果亦**为未来一定时期中美贸易提供了相对稳定的预期**；不过，由于去年四季高基数，**9月多个主要国家或地区除欧盟外，出口增速均见回落**，料全年增速亦将回落，下降幅度相对温和。

#### 6. 金融运作：

- 2025年9月末，**社融存量+8.7%**(上半年末：+8.9%)，其中，**政府发债占比**(占21.2%)**继续上升**；**人民币贷款余额增6.6%**，增幅仍处低位，连续3个月位于7%以下；**住户新增贷款占比**(7.5%)**继续缩减**，显示居民融资需求(尤其是消费需求)继续趋弱。不过，展望全年，此前部分被压制的**中长贷需求或有望恢复**，迭加零售信贷需求改善，预计全年**社融增速保持在7%-8%左右**。
- 2025年前三季末**M2(+8.4%)，M1(+7.2%)**；**M2-M1剪刀差为1.2个百分点，创2021年2月以来的最小差距**，资金活化程度增加。预计**9月M1增速或为年内高点，四季度或出现一定回落**，具体程度需关注财政靠前发力的力度和居民预期和企业信心修复情况。

- 9月末，外汇储备规模升至3.34万亿美元；人民币汇率为1美元兑7.1055元人民币，预期**短期内人民币还会处于偏强运行状态**，后续人民币汇率仍将以**稳**为主。

## 二、财税运作概况

### 1. 一般公共预算收入增速回升，并高于年度预算目标

2025年前三季，全国一般公共预算**收入同比+0.5%**，高于+0.1%的预算目标。其中，税收同比+0.7%，非税收入同比**-0.4%**。

### 2. 社保、教育、科技、文体传媒、卫生、节能及债息支出增速高于财政支出均速

2025年前三季，全国一般公共预算**支出同比+3.1%**，低于+4.4%的全年目标。

# 摘要

## 一、宏观经济及金融运行概况

### (1) 整体经济：

- 前三季 GDP 同比实际增 5.2%，其中，第三季 GDP 增 4.8%，同比增速回落，但环比增速略升，名义 GDP 增速(+3.7%)和实际 GDP 同比增速续倒挂但差距收窄；料全年可达 5%增长目标
- 第三产业增速及对经济增长贡献率续居首位，第二产业增长放缓幅度较大(前三季：+4.9%、上半年：+5.3%)；
- 消费贡献率续居“三驾马车”之首，净出口展现较强韧性，但投资需求趋弱
- 超六成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.1%)居首，广东增长 4.1%；
- 部分国际机构和银行上调中国 GDP 增长预测，但预测增速多在 5%以内。

项目	24 年 全年	25 年 上半年	25 年 前三季	备注
国内生产总值(实质增长)	+5.0%	+5.3% (Q2： +5.2%)	+5.2% (Q3： +4.8%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Q3 名义 GDP 同比增长 3.7%，较 Q2 回落 0.2 个百分点，与实际 GDP 增速(+4.8%)之差 Q2 收窄 0.2 个百分点；</li> <li>➤ Q3 国内生产总值环比增长 1.1%，环比增速连续 13 个季度为正，且较 Q2 上升 0.1 个百分点；</li> <li>➤ 前三季度，第二、三产业增速均较上半年回落，第三产业增速(+5.4%)仍居三个产业之首，对经济增长贡献率(占 60.7%)续居首位；</li> <li>➤ Q3 消费对 GDP 增速拉动(占 56.6%)作用最大，其次是净出口(占 24.5%)，最后是投资(占 18.9%)。投资对经济增长贡献率较二季度显著回落 5.8 个百分点，显示投资需求趋弱。</li> <li>➤ 21 个省市 GDP 增速高于或等于全国增速，其中西藏(+7.1%)领跑全国，广东仅增长 4.1%，浙江增速(+5.7%)位居 TOP5 经济大省之首。</li> </ul>

部分国际机构和国际投行上调中国 GDP 增长预测：

经济预测		国际货币基金组织(IMF)	经合组织(OECD)	世界银行 (World Bank)
全球	2025年	3.0%-->3.2%	2.9%-->3.2%	2.7%-->2.3%
	2026年	3.1%-->3.1%	2.9%-->2.9%	2.7%-->2.4%
中国	2025年	4.8%	4.7%-->4.9%	4.0%-->4.8%
	2026年	4.2%	4.3%-->4.4%	4.0%-->4.2%

因第三季度数据显示中国经济增长好于预期，部分国际银行预计今年中国经济增长将更为强劲，并上调经济增长预期，但对中国经济增速预测多在5%以下：**高盛（4.8%→4.9%）**，并称中国政府5%左右的增长目标“基本有望实现”；**渣打银行（4.8%→4.9%）**，**英国巴克莱银行（4.5%→4.8%）**。

## (2) 工业制造：

- 9月工业生产增速回升，但**纺织服饰业增加值仍跌**，料Q4工业生产增速降
- 9月规上工业企业利润增逾20%，但**纺织服饰利润续跌**，Q4工业利润或再度承压
- 9月、10月PPI跌幅续收窄、环比续持平，料四季度PPI跌幅续收窄

项目	24年全年	25年上半年	25年前三季	备注
规模以上工业增加值 (实质增长)	+5.8%	+6.4%	+6.2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 9月规上工业增加值增长<b>6.5%</b>，较上月回升1.3个百分点，<b>扭转增速连续2个月下降态势</b>，季调环比增长0.64%，高于过去十年平均水平（+0.57%），较8月提升0.27个百分点；</li> <li>➢ <b>9月纺织服饰业增加值-5.5%</b>，跌幅较8月收窄1.6个百分点，但仍较整体规上工业增加值<b>低</b>；</li> <li>➢ 「财信研究」表示，经济“供强需弱”矛盾依旧突出，加上出口放缓压力加大和基数抬升，<b>工业生产增速大概率继续稳中有降</b>。</li> </ul>
规模以上工业企业利润	-3.3%	-1.8%	+3.2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 9月规上工业利润<b>同比增长21.6%</b>，连续两个月增速超过20%，较8月加快1.2个百分点，<b>低基数叠加生产显著上行是利润改善的主要原因</b>；</li> <li>➢ 1-9月纺织服饰业利润总额<b>降16.2%</b>，降幅较1-8月收窄1.7个百分点；</li> <li>➢ 1-9月制造业内部利润增速呈现“<b>上游原材料制造业（+98.2%）&gt;中游装备制造业（+25.6%）&gt;下游消费品行业（+2.8%）</b>”的特点；</li> <li>➢ 「民生证券」指出，四季度随着低基数效应带来的利好逐步消除，<b>工业利润增速放缓压力不小</b>。</li> </ul>
工业生产者出厂价	-2.2%	-2.8%	-2.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 9、10月PPI为<b>-2.3%及-2.1%</b>，降幅连续3个月收窄，且9月较8月收窄0.6</li> </ul>

格 (PPI)				<p>个百分点，其中 9 月耐用消费品（-3.9%）价格同比降幅刷新 2005 年以来新低，表明与终端消费更近的下游行业面临更大的价格下行压力；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 9 月衣着生产者出厂价格同比下降 0.3%，而 8 月则同比持平；</li> <li>➢ 「财信研究」表示，低基数、反内卷与促消费政策有望推升四季度通胀中枢水平，但受外部需求放缓、关税冲击，国内地产、就业压力叠加影响，PPI 回升空间有限，基准情景下，预计四季度 PPI 降幅收窄至-2.3%左右。</li> </ul>
---------	--	--	--	--

### (3) 居民消费：

- 9 月 CPI 跌 0.3%，但 10 月 CPI 升 0.2%，而核心 CPI 亦分别回升至 1% 及 1.2%，料 Q4 核心 CPI 续温和上涨，但回升高度不宜高估；
- 9 月社零增速四连降，服饰销售增速加快(尤其线上)，料全年社零增 4%。

项目	24 年全年	25 年上半年	25 年前三季	备注
居民消费价格 (CPI)	+0.2%	-0.1%	-0.1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 9 月 CPI 降 0.3%，连续 2 个月负值，但降幅较上月收窄 0.1 个百分点，核心商品（非能源的工业消费品）和黄金价格上涨提供主要支撑；10 月 CPI 同比上涨 0.2%；</li> <li>➢ 9、10 月核心 CPI 同比上涨 1.0% 及 1.2%，涨幅连续第 6 个月扩大，9 月是近 19 个月以来涨幅首次回到 1%；</li> <li>➢ 「财信研究」预期：受居民就业承压以及房地产市场低迷等因素叠加影响，核心 CPI 回升高度不宜高估，预计四季度中枢在 1.2-1.3% 左右。</li> </ul>
社会消费品零售总额	+3.5%	+5.0%	+4.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 9 月社零增长 3.0%，增速连续 4 个月放缓，连续 3 个月低于 4%，较 8 月回落 0.4 个百分点，呈现“旺季不旺”的特点；环比增速再度转负（-0.18%），低于过去十年的平均环比增速（+0.94%）；</li> <li>➢ 9 月商品零售（+3.3%）增速低于服务消费（+5.2%）。餐饮收入（+0.9%）增速</li> </ul>

				<p>显着回落，较 1-8 月降 1.2 个百分点，限额以上单位餐饮收入增速下滑 2.6 个百分点至 -1.6%，为 2023 年以来最低；</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9 月家电 (+3.3%)、文化办公用品 (+6.2%) 的社零增速分别较上月回落 11.0 和 8.0 个百分点；家具类 (+16.2%) 社零增速仍位居行业首位，但较 8 月亦回落 2.4 个百分点，商品补贴对以旧换新的支撑作用延续减弱；</li> <li>➤ 「财信研究」表示：以旧换新政策的拉动作用大概率继续减弱，内外需放缓将导致“就业-收入-消费”不畅，居民“多储蓄、少消费”行为模式短期难改，消费意愿提升动力偏弱，预计全年社零约增长 4% 左右。</li> </ul>
--	--	--	--	--

#### (4) 投资：

- 首 9 个月固投增速近五年首次转负，民间固投增速持续为负；但料政策可支撑投资回稳；
- 广义和狭义基建投资增速继续回落，料大型工程启动将令基建投资增速小幅回升；
- 制造业投资增速显着放缓，料设备更新政策效应减弱，后续仍延续回落态势
- 房地产开发投资降幅扩大，累计销售同比降幅亦扩，料下行趋势短期暂难扭转
- 9 月百强房企各梯队销售门槛值均降至近年最低水平，政策加力预期升；

项目	24 年全年	25 年上半年	25 年前三季度	备注
全国固投	+3.2%	+2.8%	-0.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 1—9 月份，全国固投下降 0.5%，累计同比增速连续 6 个月下降，且五年来首次转负，创疫情封锁期外历史新低。</li> <li>➤ 9 月固投跌 7.1%，降幅与上月相同；环比下降 0.07%，为年内第八个月环比下降，投资端动能持续走弱；</li> <li>➤ 扣除房地产开发投资，1-9 月全国固投增长 3.0%，较前值回落 1.2 个百分点；</li> <li>➤ 9 月广义和狭义基建投资连续三个月同比下降，其中，广义基建投资 (-8.0%) 降幅扩大 1.6 个百分点，狭义基建投资 (-4.7%) 降幅收窄 1.2 个百分点；</li> </ul>

				<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9月制造业投资<b>降1.9%</b>，降幅较8月份扩大0.6个百分点，反内卷、关税摩擦以及内需疲弱共同对投资端形成抑制；</li> <li>➤ 「财信研究」表示，在政策性金融工具和5000亿结存限额等增量政策有望加快落地，以及反内卷政策带动价格温和回升的共同支撑下，预计固投增速有望逐步企稳，但出口下行、地产寻底等多重拖累，<b>预计全年固投约增长0.5%</b>。</li> </ul>
民间固投	-0.1%	-0.6%	<b>-3.1%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 1-9月民间固定资产投资<b>累计同比增速连续4个月为负</b>，且降幅持续扩大，较1-8月扩大0.8个百分点，对整体投资的拖累作用加深。<b>扣除房地产开发投资，1-9月其他民间投资同比增长2.1%</b>。</li> </ul>
房地产开发投资	-10.6%	-11.2%	<b>-13.9%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9月房地产开发投资<b>同比下降21.3%</b>，降幅较上月扩大1.8个百分点，持续拖累固定资产投资整体增长；</li> </ul>
房地产销售	商品房销售面积： -12.9%	商品房销售面积： -3.5%	商品房销售面积： <b>-5.5%</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 1-9月房地产销售均价降幅较1-8月略有收窄，<b>其中9月降幅(-1.4%)较8月收窄2.4个百分点</b>，但<b>整体成交仍然低迷，累计销售同比降幅进一步扩大</b>；</li> <li>➤ 1-9月房地产销售面积累计同比降幅较1-8月扩大0.8个百分点；</li> <li>➤ 「中银证券」指出，影响居民购房能力及购房意愿的收入与就业预期尚未根本性扭转，市场信心仍然不足，叠加去年四季度销售的基数相对较高，全年地产市场压力很难缓解，预计2025年商品房销售面积<b>同比下降9%</b>，销售金额<b>同比下降12%</b>，销售均价<b>同比下降3%</b>。</li> <li>➤ 《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》预示<b>未来5年房地产行业将全面转向注重品质与安全的高质量阶段</b>。</li> </ul>
	商品房销售均价： -4.8%	商品房销售均价： -2.1%	商品房销售均价： <b>-2.5%</b>	

#### (5) 贸易：

- 9月进出口增速双双回升，但对主要出口国家增速回落，仅欧盟在9月份的出口增速回升；
- 非美市场多元化布局与产业链升级提供有力支撑；

● 料四季度出口同比增速略回落。

项目	24年 全年	25年 上半年	25年 前三季	备注
进出口 (按美元计)	+3.8% (出口: +5.9%; 进口: +1.1%)	+1.8% (出口: +5.9%; 进口: - 3.8%)	+3.1% (出口: +6.1%; 进口: - 1.1%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9月出口绝对规模创年内新高，<b>同比增长8.3%，为年内次高增速</b>，较上月提高4.0个百分点，环比增速亦由上月的+0.1%升至本月的+2.2%；</li> <li>➤ 9月对美国出口<b>降27%</b>，连续6个月同比负增长，降幅收窄6.1个百分点，对欧盟(+14.2%)、韩国(+7%)出口同比增速上升，但对东盟(+15.6%)、日本(+1.8%)出口同比增速有回落；</li> <li>➤ 9月机电产品出口仍有韧性，但劳动密集型产品出口承压，<b>玩具、鞋靴、箱包等出口降幅均在10%以上，家电出口降幅亦接近10%</b>；</li> <li>➤ 1-9月中国对“一带一路”共建国家出口<b>同比增长11.4%</b>，增速较1-8月加快0.7个百分点。出口规模排在前三位的国家依次是越南、韩国和马来西亚，越南继续保持“一带一路”最大出口国地位；</li> <li>➤ 中美通过吉隆坡磋商后，<b>美方将取消针对中国商品（包括香港和澳门商品）加征的10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品（包括香港和澳门商品）加征的24%对等关税将继续暂停一年</b>，为未来一定时期中美贸易提供了相对稳定的预期。</li> <li>➤ 「渤海证券」表示，尽管四季度高基数带来压力，预计出口增速整体下降幅度会相对温和，假设四季度出口环比增速为过去五年平均水平，则四季度出口同比增速将回落至4.1%，<b>全年出口增速预计为5.6%</b>。</li> </ul>

(6) 金融运行：

- 9月社融增速连续2个月回落，人民币贷款和政府债券融资同比大幅少增，预计**2025年社会融资增速仍将保持在7%-8%左右。**；
- 9月末人民币贷款余额增速**连续3个月回落**，住户短期贷款和企业中长期贷款同比少增，主要是(国企)使用专项债券来偿还存量贷款，但同时反映居民消费需求

依然不足；

- 9月末M2增速高位略回、M1增速连续5个月回升，M2-M1剪刀差创2021年2月以来的最小差距，资金活化程度增加；
- 外汇储备“两连增”，料人民币汇率短期走势偏强，中长期以稳为主。

项目	24年 12月末	25年 6月末	25年 9月末	备注
社会融资规模 存量	+8.0%	+8.9%	+8.7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9月末社会融资规模存量(+8.7%)增速连续2个月回落，较上月下降0.1个百分点，但增幅仍处年内高位；</li> <li>➤ 前三季度，人民币贷款仍是社融主要支撑，但占比续回落，政府债券占比升但后续增长或将乏力，债券融资占比续回落。</li> <li>➤ 「中信建投」表示，此前部分被压制的中长贷需求或有望恢复，叠加企业短贷需求边际改善的趋势，预计全年对公贷款增量至少能保持相对稳定，叠加消费贷、经营贷贴息政策或零售信贷需求改善，预计2025年社会融资增速仍将保持在7%-8%左右。</li> </ul>
人民币贷款余额	+7.6%	+7.1%	+6.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9月末，人民币贷款余额增速较上月回落0.1个百分点，增幅连续3个月7%以下。</li> <li>➤ 前三季度，人民币贷款同比少增1.27万亿元，其中企(事)业单位贷款同比少增0.02万亿元，主要受中长期贷款拖累；企(事)业单位新增贷款占全部新增贷款比重高达91.1%，占比较上半年进一步提高1.5个百分点；</li> <li>➤ 「东方金诚」指出，隐性债务置换对企业中长期贷款的下拉作用明显减弱。从居民贷款来看，低基数下中长期贷款略有改善，传统“金九”销售旺季以及近期北上深等一线城市相继调整住房限购政策带动商品房销量边际改善，支撑居民中长贷同比小幅多增，但居民短期贷款明显偏弱，反映消费需求依然不足。</li> </ul>
广义货币(M2)余额	+7.3%	+8.3%	+8.4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9月末广义货币(M2)余额，增速较上月回落0.4个百分点，主因非银存款同比明显</li> </ul>

				少增，但当月 M2 增速继续明显高于名义 GDP 增速，仍处较快增长水平。
狭义货币 (M1) 余额	-1.4%	+4.6%	+7.2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9 月末狭义货币 (M1) 余额<b>同比增长 7.2%</b>，增速连续 5 个月回升，较 8 月上升 1.2 个百分点，且年内首次突破 7%。</li> <li>➤ 9 月末 <b>M2 与 M1 的同比增速之差由 8 月末的 2.8 个百分点收窄至 1.2 个百分点</b>，创 2021 年 2 月以来的最小差距，资金活化程度增加；</li> <li>➤ 「中信建投」指出，去年 9 月末一揽子金融政策出台后，财政、货币政策两端协同发力，资金活跃度明显提高，带动 M1 开始明显回升，叠加去年同期因“挤水分”而产生的低基数效应将开始减弱，<b>料 9 月 M1 增速或为年内高点，Q4 或出现回落。</b></li> </ul>
外汇储备规模 (按月)	-1.94%	+0.98%	+0.5%	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 9 月末，我国外汇储备规模较 8 月末增加 165 亿美元，升幅为 0.5%，<b>环比增速连续 2 个月上升；</b></li> <li>➤ 「东方金诚」表示，<b>短期内人民币还会处于偏强运行状态，后续人民币汇率仍将以稳为主</b>，总体上会延续与美元反向波动、波幅相对较小的运行格局，快速升值或大幅贬值的风险不大。</li> </ul>

## 二、财税运行概况及政策动态

### 1. 一般公共预算收入增速回升，非税收入同比出现下降

前三季度，全国一般公共预算收入**同比增长 0.5%**，较 1-8 月提高 0.2 个百分点，其中一季度**下降 1.1%**，二季度增长 0.6%，三季度增长 2.5%。**全国税收收入同比增长 0.7%**，虽继续低于全年“+3.7%”的预算目标，但增速较 1-8 月加快 0.68 个百分点；非税收入 31,212 亿元，**同比下降 0.4%**，仍高于全年“-14.7%”的预算目标，但较 1-8 月同比增速（+1.5%）明显回落。

### 2. 社保、教育、科技、文体传媒、卫生、节能及债息支出增速高于财政支出均速

前三季度，全国一般公共预算支出**同比增长 3.1%**，增速与 1-8 月持平，较全年目标（+4.4%）**低 1.3 个百分点**，其中**社会保障和就业、教育、科学技术、文化旅游体育与传媒、卫生健康、节能环保及债务付息支出明显高于财政支出平均增速**，城乡社区、农林水增速为负。

3. 自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。

<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5242161/content.html>

4. 对按照育儿补贴制度规定发放的育儿补贴免征个人所得税。

<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5242425/content.html>

### 三、政策动态

➤ **宏观政策**(10 月 14 日李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会)：**要加力提效实施逆周期调节，持续用力扩大内需、做强国内大循环，着力扩大有效投资**，进一步激发市场活力，多措并举营造一流产业生态，综合治理行业无序、非理性竞争，**促进上下游、大中小企业深化合作**，加快科技成果转化，发展创业投资基金，**着力构建创新生态圈**。

党的二十届四中全会进一步强调，**宏观政策要持续发力、适时加力，落实好企业帮扶政策，深入实施提振消费专项行动**，兜牢基层“三保”底线，积极稳妥化解地方政府债务风险。

2. **货币政策**(9 月 23 日央行货币政策委员会 2025 年第三季度例会)：

- **落实落细适度宽松的货币政策**，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价处于合理水平。
- 加强货币政策调控，**提高前瞻性、针对性、有效性**，把握好政策实施的力度和节奏，充分释放政策效应。
- 保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，**使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配**。
- 强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，**推动社会综合融资成本下降**。
- 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，**防范资金空转**。
- 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**。
- 加力支持**科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸**等，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。
- **加大存量商品房和存量土地盘活力度**，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

3. **财政政策**(9 月 10 日，财政部受国务院委托在第十四届全国人民代表大会常务委员会第十七次会议报告)：

- 把做强国内大循环摆到更加突出的位置，**持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策**；
- 不断完善政策工具箱，**保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性**，在稳就业、稳企业、稳市场、稳预期上持续下功夫；
- 用好用足更加积极的财政政策，继续实施好提振消费专项行动，**落实落细个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息政策**，积极发挥专项债券、超长期特别国债等作用，加强财政与金融协同配合，将更多公共服务纳入投资支持范围，积极鼓励民间投资发展；
- 深化落实各项财税改革举措，努力在**财政资源和预算统筹、零基预算改革、完善财政转移支付体系、消费税改革、清理规范税收优惠政策**等方面取得积极进展。

# 一、宏观经济

## (一) 整体经济

### 1. 前三季度 GDP 同比增 5.2%，第三产业增速及对经济增长贡献续居首位

#### (1) 三季度 GDP 同比实际增 4.8%，「名实倒挂」持续，料全年可达 5% 增长目标

前三季度国内生产总值 1,015,036 亿元，同比增长 5.2% (2024 年同期: +4.8%)，增速较上半年回落 0.1 个百分点。其中，三季度 GDP 同比实际增长 4.8% (2024 年同期: +4.6%)，增幅较二季度回落 0.4 个百分点，主因面临关税扰动、前期政策力度退坡、效果减弱以及“反内卷”治理短期阵痛等多重影响。

三季度名义 GDP 同比增长 3.7%，与实际增长倒挂差 1.1%，但较二季度的倒挂差 (1.3%) 收窄。「中银证券」表示，前三季度 GDP 平减指数累计同比下降 1.08%，较上半年平减指数累计同比下降 0.08 个百分点，年内名义 GDP 同比增速和实际 GDP 同比增速的倒挂仍将继续，但在 CPI 和 PPI 同比增速见底回升的趋势下，GDP 平减指数累计同比降幅预计将收窄。

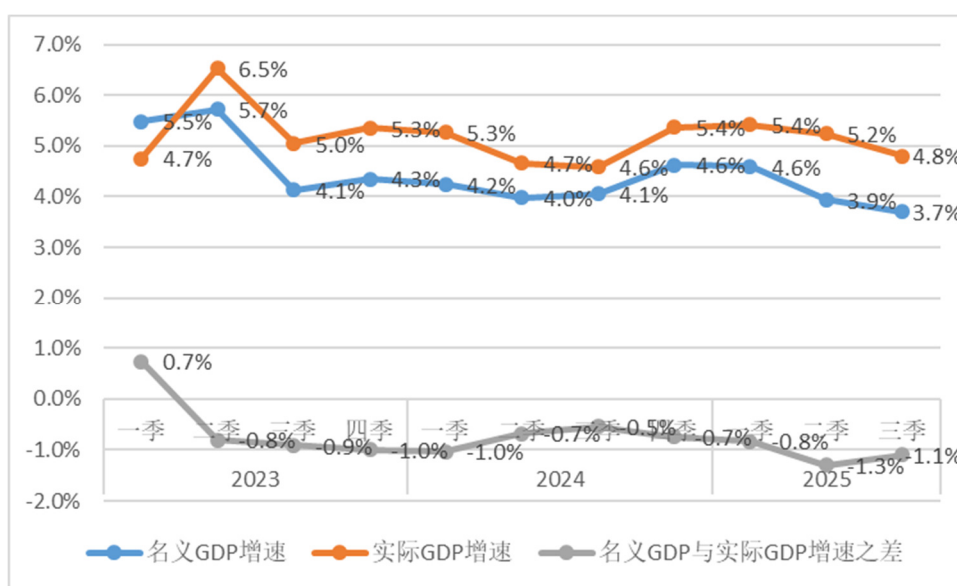


图 1 国内生产总值增长速度 (季度同比%)

从环比看，三季度国内生产总值增长 1.1% (2024 年同期: +1.5%)，环比增速连续 13 个季度为正，且连续 7 个季度在 1.0% 以上，且增幅较二季度上升 0.1 个百分点。

「财信研究」表示，面对高基数、关税不确定性、政策效力递减及地产寻底等多重约束，四季度经济下行压力加大，但近期财政已官宣部分增量政策，加上存量政策空间较足，预计四季度 GDP 增长 4.6%，全年约增长 5.0%。

## (2) 第三产业增速及对经济增长贡献率续居首位，第二产业增长放缓幅度较大

分产业看，前三季度，仅有第一产业增速较上半年上升，第二、三产业增速均较上半年回落，**第三产业增速(+5.4%)仍居三个产业之首**，增速分别高出第一和第二产业1.6和0.5个百分点，且较去年同期高出0.7个百分点；**第三产业对经济增长贡献率(占60.7%)续居首位**，分别高出第一产业(占4.7%)和第二产业(占34.6%)贡献率56.0和26.1个百分点。

表1 三产业增加值增速

分产业	第一产业增加值	第二产业增加值	第三产业增加值	整体经济增长
	(以渔农业为主)	(以工业为主)	(以服务业为主)	
2024年第一季	+3.3%	+6.0%	+5.0%	+5.3%
2024年上半年	+3.5%	+5.8%	+4.6%	+5.0%
2024年前三季	+3.4%	+5.4%	+4.7%	+4.8%
2024年	+3.5%	+5.3%	+5.0%	+5.0%
2025年第一季	+3.5%	+5.9%	+5.3%	+5.4%
2025年上半年	+3.7%	+5.3%	+5.5%	+5.3%
2025年前三季	+3.8%	+4.9%	+5.4%	+5.2%

## 2. 消费贡献率续居“三驾马车”之首，净出口展现较强韧性，但投资需求趋弱

前三季度，**最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口贡献率分别为53.5%、17.5%、29.0%**，**内需(消费及投资)对经济增长贡献率为71%**(2024年同期：+76.2%)，较上半年提高2.2个百分点，其中最终消费支出和投资贡献率分别提高1.5和0.7个百分点。

其中，三季度，**消费对GDP增速拉动作用最大，其次是净出口，最后是投资**。最终消费支出(占56.6%)和净出口(占24.5%)对经济增长贡献率分别较二季度回升4.3和1.5个百分点，外贸展现出强大韧性，但资本形成总额(占18.9%)对经济增长贡献率较二季度显著**回落5.8个百分点**，显示投资需求趋弱。

表2 三大需求对GDP增长的贡献度

	经济增长构成	最终消费支出	资本形成总额	货物和服务净出口
2024年第三季	经济增长贡献率	29.8%	25.6%	44.6%
	拉动经济增长(百分点)	1.4	1.2	2.0
2024年第四季	经济增长贡献率	29.7%	24.5%	45.8%
	拉动经济增长(百分点)	1.6	1.3	2.5
2024年	经济增长贡献率	44.5%	25.2%	30.3%
	拉动经济增长(百分点)	2.2	1.3	1.5
2025年一季度	经济增长贡献率	51.7%	8.7%	39.5%
	拉动经济增长(百分点)	2.8	0.5	2.1
2025年第二季	经济增长贡献率	52.3%	24.7%	23.0%
	拉动经济增长(百分点)	2.7	1.3	1.2

2025年第三季	经济增长贡献率	<b>56.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>24.5%</b>
	拉动经济增长(百分点)	2.7	0.9	1.2

### 3. 超六成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏（+7.1%）居首，广东增长 4.1%

前三季度，31 个公布 GDP 的省市中，21 个省市 GDP 增速高于或等于全国增速，其中**西藏以 7.1% 的增速领跑全国**。TOP5 经济大省中，**仍仅有广东增速显著低于全国水平**，其余四省增速介于 5.4~5.7%，其中**浙江同比增长 5.7%**，增速位居 TOP5 经济大省之首。

前三季度，广东实现地区生产总值 105,176.98 亿元（+4.1%），其中规模以上工业增加值（+3.5%）、服务业增加值（+4.9%）增速较上半年均有回升，但仍显著低于全国水平，社会消费品零售总额（+2.8%）增速较上半年和 1-8 月均回落，固定资产投资（-14.1%）降幅较上半年和 1-8 月进一步扩大，其中房地产开发投资（-20.6%）降幅多于全国 6.7 个百分点，显示房地产市场疲弱态势。

前三季度，广东外贸进出口 7.02 万亿元，**同比增长 3.8%**（全国：+4%），占全国外贸总值 20.9%。其中，出口（+1.4%）增速远低于进口（+8.2%），亦远低于全国出口增长（+7.1%）。

表 3 全国各地省市 GDP 情况

各省/市	2024 年前三季度		2024 年全年		2025 年前三季度	
	GDP (亿元)	增长 (%)	GDP (亿元)	增长 (%)	GDP (亿元)	增长 (%)
广东省	99,939.18	3.4	141,633.8	3.5	105,176.98	4.1
江苏省	97,744.3	5.7	137,008.0	5.8	102,811	5.4
山东省	71,981	5.6	98,566.0	5.7	77,115	5.6
浙江省	62,618	5.4	90,131.0	5.5	68,495	5.7
河南省	47,881.96	5	63,590.0	5.1	48,867.57	5.6
四川省	45,441.82	5.3	64,697.0	5.7	49,322.2	5.5
湖北省	41,655.01	5.7	60,013.0	5.8	44,875.62	6.0
福建省	40,191.92	5.5	57,761.0	5.5	42,339.86	5.2
湖南省	37,898.74	4.5	53,231.0	4.8	40,240.56	5.4
安徽省	37,257	5.4	50,625.0	5.8	39,770	5.4
上海市	34,389.18	4.7	53,926.7	5.0	40,721.17	5.5
北京市	33,462	5.1	49,843.1	5.2	38,415.9	5.6
河北省	32,904	5	47,526.9	5.4	35,547.6	5.5
陕西省	24,781.13	4.6	35,538.8	5.3	25,771.37	5.3
江西省	24,149.8	4.7	34,202.5	5.1	25,680.2	5.4
重庆市	23,244.31	6	32,193.2	5.7	24,449.36	5.3
辽宁省	22,549.9	4.9	32,612.7	5.1	24,283.9	4.3
云南省	22,110.03	3	31,534.1	3.3	23,518.47	4.3
广西省	20,351.72	3.6	28,649.4	4.2	21,487.03	5.3
内蒙古	17,875.5	5.8	26,314.6	5.8	18,471.9	4.5

山西省	17,532.53	1.8	25,494.7	2.3	17,806.53	4.0
贵州省	16,052.9	5.2	22,667.1	5.3	17,352.04	4.9
新疆	14,547.67	5.5	20,534.1	6.1	15,568.23	5.5
天津市	12,673.87	4.7	18,024.3	5.1	13,416.08	4.7
黑龙江省	10,777.8	2.3	16,476.9	3.2	11,489.0	4.8
吉林省	10,116.13	4.1	14,361.2	4.3	10,832	5.3
甘肃省	9,126.3	6	13,002.9	5.8	9,970.2	6.1
海南省	5,583.55	3.2	7,935.7	3.7	5,686.64	3.9
宁夏	3,860.43	4.9	5,503.0	5.4	4,028.89	5.8
青海省	2,741.19	2.5	3,950.8	2.7	2,866.40	3.7
<b>西藏</b>	1,785.74	6.2	2,764.9	6.3	2070.06	<b>7.1</b>

数据来源:国家统计局、各省市统计局官网等

#### 4. 部分国际机构和投行上调中国 GDP 增长预测，但预测增速多在 5%以内

10月14日，国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望报告》对中国今年经济增速 4.8% 的预测维持不变，并指出得益于财政扩张、国内消费回升以及外贸提前布局，中国经济在近几个季度的表现好于预期，有力抵消了贸易不确定性和关税上升带来的压力。不过，房地产泡沫破裂四年之后，房地产行业仍未站稳脚。由于房地产投资继续萎缩、总体信贷需求仍然疲软、经济有可能陷入债务通缩陷阱，金融稳定风险处于高位且仍在不断上升。另外，制造业出口虽提振了经济增长，但预期出口高增长难在今年后续时间维持。

9月23日，经合组织(OECD)发表《经合组织经济展望，2025年9月中期报告》将 2025 年中国经济增速预期上调至 4.9%，并指出中国需深化结构性改革以应对通缩(预测 2025 年 CPI -0.2%)和房地产调整压力。

10月7日，世界银行(World Bank)发布的《东亚与太平洋经济更新》报告，调高 2025 年中国经济增长至 4.8%，认为东亚国家(包括中国)依靠财政措施支持，以及较为宽松的金融条件达到整体经济增长。不过，报告指出中国的公共债务上升可能导致财政刺激减少，而结构性问题(老龄化、户籍制度限制了农村人口向城市流动等)导致经济减速仍将继续。另外，预计中国出口增长将会放缓，因中国仍是面临最高美国关税税率的国家；今后更严格的原产地规则将大大限制「转运」出口；不过，中国将继续努力建立多元化贸易伙伴关系，这些行动可能成本很高，但在当下不确定的贸易环境中却是必要的。

表 4 国际机构对全球及中国经济增速预测

经济预测		国际货币基金组织(IMF)	经合组织(OECD)	世界银行(World Bank)
全球	2025年	3.0%-->3.2%	2.9%-->3.2%	2.7%-->2.3%
	2026年	3.1%-->3.1%	2.9%-->2.9%	2.7%-->2.4%
中国	2025年	4.8%	4.7%-->4.9%	4.0%-->4.8%
	2026年	4.2%	4.3%-->4.4%	4.0%-->4.2%

因第三季度数据显示中国经济增长好于预期，部分国际银行预计今年中国经济增长将更为强劲，并上调经济增长预期，但对中国经济增速预测多在 5% 以下：**高盛（4.8%→4.9%）**，并称中国政府 5% 左右的增长目标“基本有望实现”；**渣打银行（4.8%→4.9%）**，**英国巴克莱银行（4.5%→4.8%）**亦上调中国经济增长预测。

## （二）工业生产

### 1. 9 月工业生产增速回升，但纺织服饰业增加值仍跌，料 Q4 工业生产增速降

1—9 月份，**规模以上工业增加值同比增长 6.2%**（2024 年同期：+5.8%），增速与 1-8 月持平，较去年全年加快 0.4 个百分点。三大门类中，**制造业（+6.8%）增速依然最快**，高于整体规模以上工业 0.6 个百分点，增速与 1-8 月持平。分行业看，41 个工业大类行业中 37 个行业增加值同比增长，**增长面为 90.2%**。但其中，**纺织服饰业同比跌 2.4%**（2024 年同期：+0.4%），跌幅较 1-8 月**加大 0.4 个百分点**。

9 月份，**规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%**（2024 年同期：+5.4%），增幅较上月回升 1.3 个百分点，季调环比增长 0.64%，高于过去十年平均水平（+0.57%），增幅较 8 月提升 0.27 个百分点，除受中秋假期错位较去年同期多了一个工作日影响外，主因来自外需扰动和“反内卷”治理对工业企业生产预期的抑制边际缓和，生产旺季进一步引动了企业的补库行为。三大门类中，采矿业（+6.4%）和制造业（+7.3%）增速分别较上月加快 1.3 和 1.6 个百分点，**尤其高技术制造业（+10.3%）增速迅猛**，高出制造业增速 3.0 个百分点，较 8 月进一步加快 1.0 个百分点。

分行业看，9 月 41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持增长，**增长面为 87.8%**。**纺织服饰业同比下跌 5.5%**（2024 年同期：+1.3%），跌幅较 8 月收窄 1.6 个百分点，但仍增长表现仍较整体规上工业差。

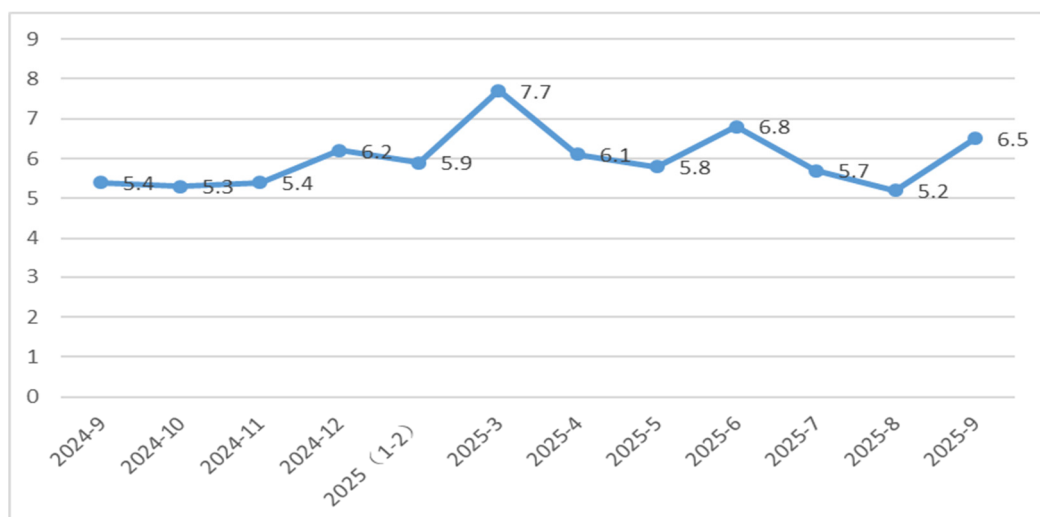


图 2 规模以上工业增加值同比增速

「财信研究」表示，新质生产力稳步发展、新型政策性金融工具、5000 亿地方政府债务结存限额等政策发力显效，有望继续对工业生产形成支撑，但经济“供强需弱”矛盾依旧突出，加上出口放缓压力加大和基数抬升，**工业生产增速大概率继续稳中有降**。

## 2. 9月规上工业企业利润增逾20%，但纺织服饰利润续跌，Q4工业利润或再度承压

1—9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额53,732.0亿元，**同比增长3.2%**（2024年同期：**-3.5%**），**为去年8月份以来各月累计最高增速**，累计同比增速连续2个月为正，较1—8月加快2.3个百分点，**呈现加快恢复态势**。分门类看，制造业(+9.9%)和电力、热力、燃气及水生产和供应业(+10.3%)累计同比增速分别较1—8月加快2.5和0.9个百分点，采矿业则**同比下降29.3%**，但降幅较1—8月收窄1.3个百分点。

分行业看，41个工业大类行业中有23个行业利润同比增长，**增长面超过五成**，26个行业利润增速较1—8月份加快或降幅收窄、由降转增，**回升面超过六成**。结构上看，高技术制造业(+8.7%)和装备制造业(+9.4%)成为利润增长主要支撑，分别拉动整体利润增长1.6和3.4个百分点，制造业内部利润增速呈现“**上游原材料制造业(+98.2%)>中游装备制造业(+25.6%)>下游消费品行业(+2.8%)**”的特点。从企业类型看，不同规模类型企业利润均有改善，**私营和外资企业利润明显加快<sup>①</sup>**。不过，**纺织服饰业利润总额同比仍下降16.2%**（2024年同期：**-2.6%**），降幅较1—8月收窄1.7个百分点。

9月份，规模以上工业企业利润**同比增长21.6%**（2024年同期：**-27.1%**），连续两个月增速超过20%，较8月加快1.2个百分点，**低基数叠加生产显着上行是利润改善的主要原因**。从量、价、利润率三要素来看，**9月生产的超预期上行是利润改善的主因**，PPI和利润率亦延续回升。从利润结构来看，制造业、公用事业利润表现好于采矿业。

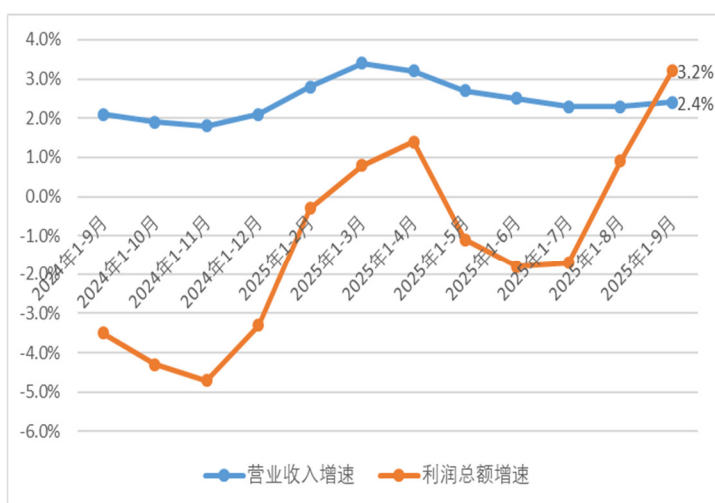


图3 规上工业企业累计营业收入与利润总额同比增速

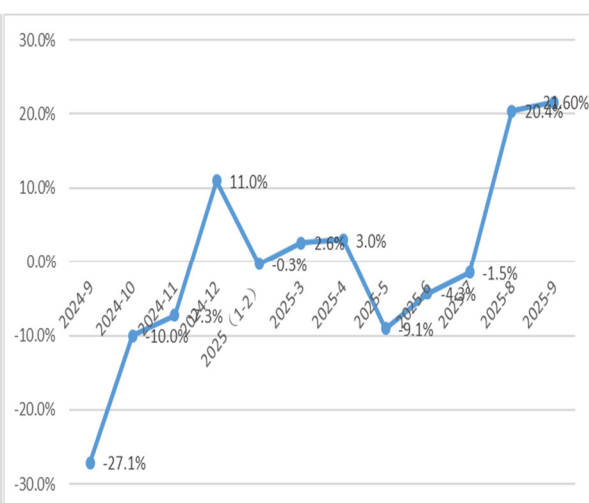


图5 规上工业企业各月利润总额同比增速

<sup>①</sup> 1—9月份，大中小型企业利润同比增长2.5%、5.3%、2.7%；私营和外资企业利润分别增长5.1%、4.9%，较1—8月份加快1.8个、4.0个百分点。

1-9月，规模以上工业企业营业收入利润率为**5.26%**（2024年同期：**+5.27%**），较1-8月提高0.02个百分点。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为**85.56元**，同比增加0.18元，较1-8月**下降0.02元**。

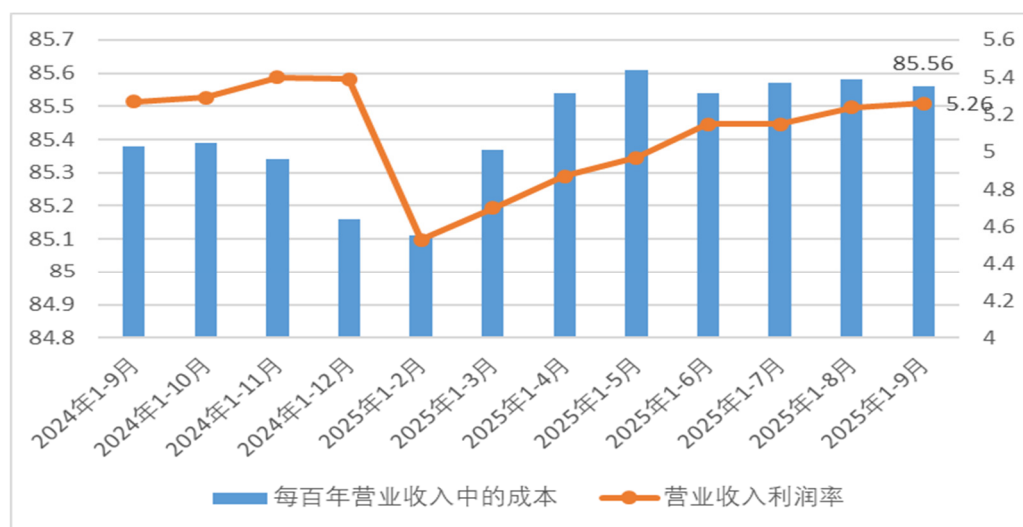


图4 规模以上工业企业各月累计利润率与每百元营业收入中的成本

展望后市，「民生证券」指出，剔除低基数影响后，9月工业企业利润增速边际放缓<sup>①</sup>，四季度随着低基数效应带来的利好逐步消除，工业企业利润增速放缓的压力不小。「中国银河」表示，工业企业利润能否延续回升态势，仍需关注外部需求波动及成本压力反复可能带来的不确定性，重点观察内需扩张相关政策节奏以及外需与地缘风险。

### （三）9月、10月PPI跌幅续收窄、环比续持平，料四季度PPI跌幅续收窄

1—9月平均，工业生产者出厂价格比上年同期**下降2.8%**（2024年同期：**-2.0%**），降幅较1-8月收窄0.1个百分点。其中，衣着生产者出厂价格同比**下降0.1%**（2024年同期：**+0.0%**），降幅与1-8月持平。工业生产者购进价格同比**下降3.2%**（2024年同期：**-2.1%**），降幅较1—8月收窄0.1个百分点。

表5 2025年9月工业生产者价格主要数据

	2025年9月		2025年1-9月
	环比涨跌幅（%）	同比涨跌幅（%）	同比涨跌幅（%）
<b>一、工业生产者出厂价格(PPI)</b>	0.0	-2.3	-2.8
衣着	0.0	-0.3	-0.1
<b>二、工业生产者购进价格</b>	0.1	-3.1	-3.2
纺织原料类	-0.1	-1.7	-2.1
<b>三、工业生产者主要行业出厂价格</b>			
纺织业	-0.2	-2.4	-2.4
纺织服装、服饰业	0.0	-0.6	-0.2

<sup>①</sup> 若用两年平均复合增速来剔除掉基数效应的影响，工业企业利润增速从8月的-0.5%降至9月的-5.8%。

9 月份，**全国工业生产者出厂价格同比下降 2.3%**（2024 年同期：**-2.8%**），降幅连续 2 个月收窄，且较 8 月收窄 0.6 个百分点，**环比延续持平**（2024 年同期：**-0.6%**），主要因去年同期低基数影响，反内卷和促消费对部分工业品价格亦形成一定支撑，但国内需求依然不足，国内主导商品价格整体表现偏弱，同时，受国际贸易环境不确定性影响，部分出口占比较大的行业价格亦继续承压。

从大类来看，**生产资料价格同比下降 2.4%**，降幅较上月收窄 0.8 个百分点，环比持平，变幅较上月**回落 0.1 个百分点**；其中采掘工业（**-9.0%**）、原材料工业（**-2.9%**）、加工工业（**-1.7%**）降幅均有收窄<sup>①</sup>；生活资料价格与上月跌幅相同（**-1.7%**），环比**下跌 0.2%**，且跌幅较上月扩大 0.1 个百分点，但细分项目价格出现分化，仅有一般日用品（**+0.7%**）涨幅较上月回升 0.3 个百分点<sup>②</sup>，耐用消费品（**-3.9%**）价格同比降幅再度加大，刷新 2005 年以来新低，表明距离终端消费更近的**下游行业面临更大的价格下行压力**。

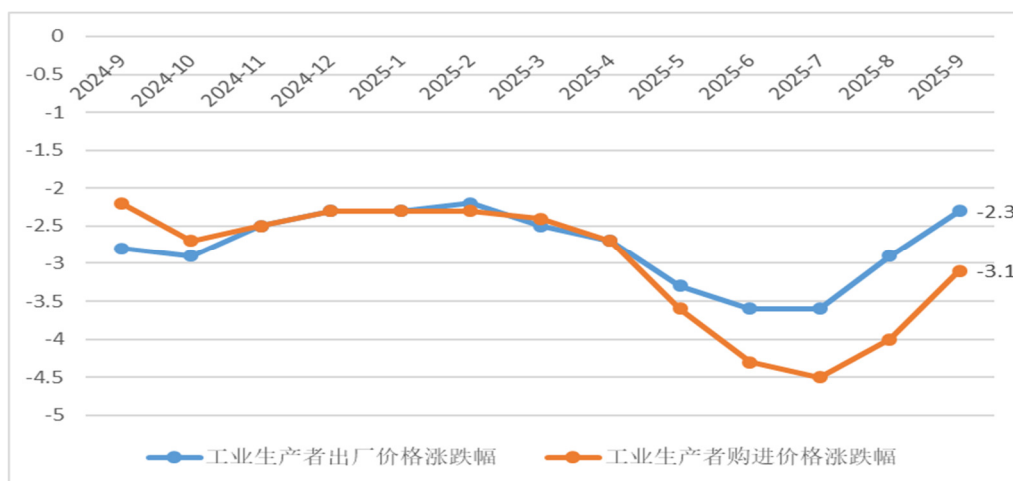


图 6 工业生产者出厂价格(PPI)和购进价格涨跌幅(%)

「兴业研究」指出，7 月以来生产资料价格同比跌幅已连续 3 个月收窄，而生活资料价格仍面临下行压力，两者走势分歧表明上游价格修复好于下游，**价格修复动力仍主要来自供给端**。衣着生产者出厂价格**同比下降 0.3%**（8 月：**+0.0%**；2024 年同期：**-0.3%**）。

展望四季度 PPI 走势，「东方金诚」指出，在国内房地产市场实现趋势性止跌回稳、居民消费信心回升之前，PPI 仍将面临一定下行压力，反内卷很难从根本上扭转这一趋势。「财信研究」亦表示，低基数、反内卷与促消费政策有望推升四季度通胀中枢水平，但受外部需求放缓、关税冲击，国内地产、就业压力叠加影响，PPI 回升空间有限，基准情景下，**预计四季度 PPI 降幅收窄至 -2.3% 左右**。

2025 年 10 月，PPI 同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点。

① 同比跌幅分别收窄 2.5、1.2 和 0.5 个百分点。9 月环比变幅：采掘工业（**+1.2%**）、原材料工业（**+0.0%**）、加工工业（**-0.1%**）。

② 衣着（**-0.3%**）价格同比由上月持平转为下降，食品价格（**-1.7%**）降幅与上月持平，耐用消费品（**-3.9%**）降幅较上月扩大 0.2 个百分点。

#### (四) 9月CPI仍跌0.3%，但核心CPI回升至1%，料Q4核心CPI续温和上涨

1—9月平均，**全国居民消费价格比上年同期下降0.1%**（2024年同期： $+0.3%$ ），降幅与1—8月持平，继续显著低于“2%左右”的年度目标。「东方金诚」表示，**当前国内物价水平稳中偏弱**，物价走势的一个重要支撑点在于，以旧换新政策发力下，近期**汽车、家电、手机等商品价格**同比上行势头较为明显。

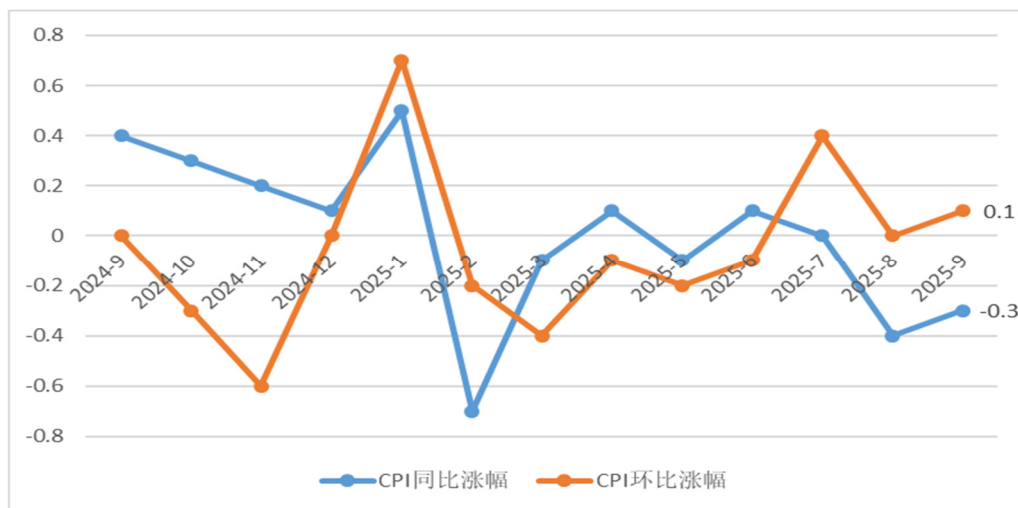


图7 全国居民消费价格涨跌幅(%)

9月份，**全国居民消费价格同比下降0.3%**（2024年同期： $+0.4%$ ），连续2个月负增长，但降幅较上月收窄0.1个百分点，**核心商品和黄金价格上涨提供主要支撑**。从结构来看，**食品价格(-4.4%)**同比已连续八个月为负，是9月CPI同比负增长的主要拖累，主因国内食品供给充足且居民需求偏弱，而非食品价格( $+0.7%$ )连续4个月回升，主因低基数<sup>①</sup>、黄金和核心商品价格上涨；**CPI环比上涨0.1%**（8月： $0.0%$ ），主要受食品价格( $+0.7%$ )推动，服务价格则**下降0.3%**。受秋装换季上新影响，**服装价格环比上涨0.8%**。

**核心CPI**（扣除食品和能源价格）**同比上涨1.0%**，涨幅连续第5个月扩大，**为近19个月以来涨幅首次回升到1%**，其中扣除能源的工业消费品价格同比涨幅持续扩大，金饰品和铂金饰品价格大幅上涨，家用器具、家庭日用杂品和通信工具价格涨幅均有扩大。

「财信研究」表示，预计基数效应将逐步由“高基数压制”转变为“低基数支撑”，有助于食品价格和CPI同比回升。受益于反内卷政策带动市场竞争秩序优化，以及一系列促消费、保民生政策落地显效，未来核心CPI有望继续温和回升，但受居民就业承压以及房地产市场低迷等因素叠加影响，**核心CPI回升高度不宜高估，预计四季度中枢在1.2-1.3%左右**。

<sup>①</sup> 2024年9月份非食品价格**同比下降0.2%**，较前值**回落0.4个百分点**，基数较低。

2025年10月，CPI同比上涨0.2%，连跌2个月后回复正值。核心CPI同比上涨1.2%，较上月加快0.2个百分点。

### **(五) 9月社零增速四连降，服饰销售增速加快(尤其在线)，料全年社零增4%**

1—9月，社会消费品零售总额365,877亿元，**同比增长4.5%**（2024年同期：+3.3%），增速较1-8月**回落0.1个百分点**。「北京大学国民经济研究中心」指出，“国补”政策微调，促消费政策效应未完全释放，叠加收入增速依然低位前行，收入、就业预期并未明显改变<sup>①</sup>，整体消费额增速仍底部徘徊。

1—9月，商品零售额324,888亿元，**同比增长4.6%**（2024年同期：+3.0%），增速较1-8月**回落0.2个百分点**，较服务零售额（+5.2%）增速**低0.6个百分点**。实物商品网上零售额91,528亿元，**同比增长6.5%**（2024年同期：+7.9%），增速较1-8月加快0.1个百分点。当中，**穿类商品同比增长2.8%**，增速较1-8月加快0.4个百分点。

1-9月「**限额以上服装、鞋帽、针纺织品类**」**同比增长3.1%**（2024年同期：+0.2%），增速较1-8月加快0.2个百分点。限额以上零售业单位中「**便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店**」分别**同比增长6.4%、4.4%、0.9%、4.8%和1.5%**，增幅分别较1-8月**回落0.2、0.5、0.3、0.4和0.2个百分点**。

9月份，社会消费品零售总额41,971亿元，**同比增长3.0%**（2024年同期：+3.2%），**增速连续4个月放缓，连续3个月低于4%**，较8月**回落0.4个百分点**，呈现“旺季不旺”的特点；环比增速再度转负（**-0.18%**），低于过去十年的平均环比增速（+0.94%），或主因9月节假日错期和“以旧换新”政策效果边际减弱。

9月商品零售（+3.3%）增速低于服务消费（+5.2%）。餐饮收入（+0.9%）增速显著回落，较1-8月**下降1.2个百分点**，其中，限额以上单位餐饮收入增速**下滑2.6个百分点至-1.6%**，为2023年以来的最低水平。「中诚信」指出，除京东、美团等平台企业的竞争发放补贴影响外，居民可支配收入增速持续下滑引致的消费降级或是主要原因<sup>②</sup>。

从结构来看，限额以上单位16个商品类别中，13类同比保持正增长，**可选消费整体仍强于必选，结构分化延续**。其中，家电（+3.3%）、文化办公用品（+6.2%）的社零增速分别较上月**回落11.0和8.0个百分点**，增速首次回落至10%以下；家具类（+16.2%）增速仍位居行业首位，但较8月亦**回落2.4个百分点**，显示**以旧换新覆盖领域的消费延续下降，商品补贴对以旧换新的支撑作用持续减弱**。受益于股市

<sup>①</sup> 2025年前三季度，全国居民人均可支配收入同比增长5.1%，较上半年**下降0.2个百分点**，较一季度**下降0.4个百分点**，低于2019年同期3.7个百分点，依然位于历史低位。

<sup>②</sup> 今年1-9月居民人均可支配收入累计同比增长5.1%，较上半年继续下滑0.2个百分点，较2023年6月高点累计下滑近1.4个百分点。

回暖带来的财富效应，9月汽车类(+1.6%)较上月加快0.8个百分点。另外，**服装、鞋帽、针纺织品类(+4.7%)**增速亦较上月加快1.6个百分点。

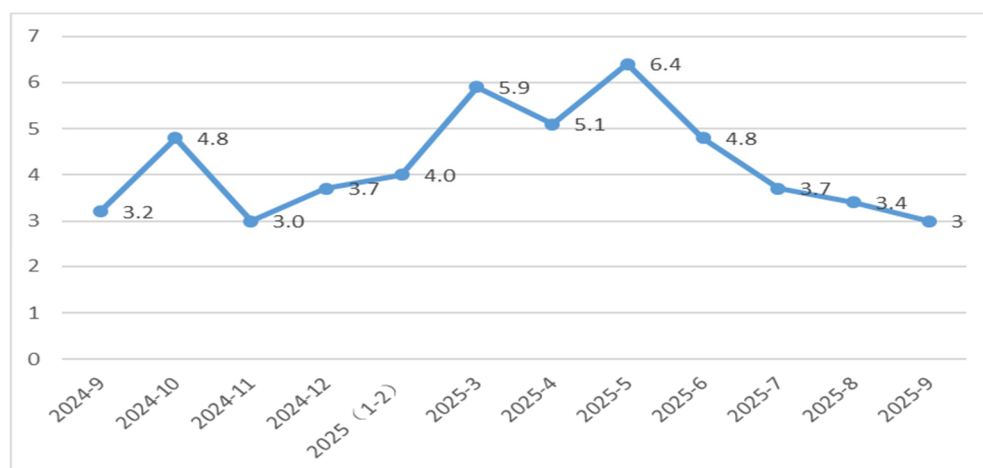


图8 社会消费品零售总额同比增长(%)

展望后市，「财信研究」表示，近期密集出台的育儿补贴、免除幼儿园大班保育教育费、个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息等多重促消费、惠民生政策，以及股市回暖带来的财富效应，将对未来消费恢复形成重要助力，但受高基数、乘数效用边际下降等多重因素影响，以旧换新政策的拉动作用大概率继续减弱，内外需放缓将导致“就业-收入-消费”不畅，居民“多储蓄、少消费”行为模式短期难改，消费意愿提升动力偏弱，**预计全年社零约增长4%左右。**

## (六) 固定资产投资

### 1. 固投增速近五年首次转负，民间固投持续为负，但料政策可支撑投资回稳

1—9月份，全国固定资产投资(不含农户)371,535亿元，**同比下降0.5%**(2024年同期：+3.4%)，**累计同比增速连续6个月下降，且五年来首次转负**，由1-8月(+0.5%)升转跌，**创疫情封锁期外历史新低**。扣除房地产开发投资，1-9月全国固定资产投资同比增长3.0%，较前值**回落1.2个百分点**。纺织服饰业固投同比升14.8%，但升幅较1-8月**回落5.3个百分点**。

1-9月民间固定资产投资**同比下降3.1%**(2024年同期：**-0.2%**)，**累计同比增速连续4个月为负**，且降幅持续扩大，较1-8月扩大0.8个百分点，对整体投资的拖累作用加深，民营企业“不敢投、不愿投”现象未有缓解。**扣除房地产开发投资，1-9月其他民间投资同比增长2.1%。**

9月固定资产投资**同比下降7.1%**，降幅与上月相同；固定资产投资**环比下降0.07%**，为年内第八个月环比下降，**投资端动能持续走弱。**

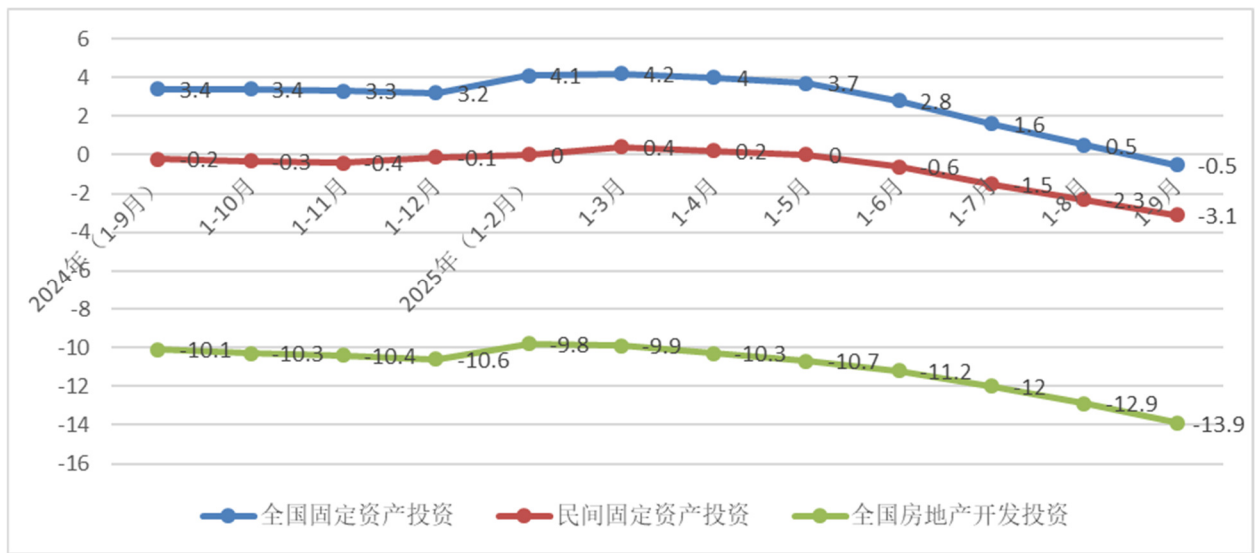


图 9 固定资产投资同比增速 (%)

表 6 固定资产投资构成表

指标	2024 年前三季度	2024 年全年	2025 年前三季度
	同比增长 (%)	同比增长 (%)	同比增长 (%)
固定投资 (不含农户)	3.4	3.2	-0.5
国有控股	6.1	5.7	1.0
民间投资	-0.2	-0.1	-3.1
分行业			
制造业	9.2	9.2	4.0
纺织服饰业	16.3	18.0	14.8

注：(1)此表中速度均为未扣除价格因素的名义增速。(2)此表中部分数据因四舍五入的原因，存在总计与分项合计不等的情况。

展望年内，「财信研究」表示，在政策性金融工具和 5000 亿结存限额等增量政策有望加快落地，以及反内卷政策带动价格温和回升的共同支撑下，预计固定资产投资增速有望逐步企稳，但出口下行、地产寻底等多重拖累难改，**预计全年固投约增长 0.5%**。

## 2. 广义和狭义基建投资增速续回落，料大型工程启动将令基建投资增速小幅回升

1-9 月广义和狭义基建投资分别同比增长 **3.3%**（2024 年同期：+9.3%）和 **1.1%**（2024 年同期：+4.1%），增幅分别较 1-8 月回落 **2.1** 和 **0.9** 个百分点，高基数、政府债券支撑减弱以及项目制约<sup>①</sup>为主要拖累因素。

9 月份，**广义和狭义基建投资均连续三个月同比下降**。其中，广义基建投资**同比下降 8.0%**（前值：**-6.4%**），降幅扩大 1.6 个百分点；狭义基建投资**同比下降 4.7%**（前值：**-5.9%**），降幅收窄 1.2 个百分点。

展望后市，「西南证券」指出，四季度，随着雅鲁藏布江下游水电工程等战略性工程全面开工，同时财政部明确将盘活使用地方债结存限额用于化债和扩大投资，

<sup>①</sup> 1-9 月份电力热力燃气及水的生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、水利和公共设施管理业投资增速，分别较 1-8 月份回落 3.5、1.1 和 2.2 个百分点。

后续基建投资增速或有所回升，但由于去年四季度基数走高，**全年广义基建投资增速或小幅回升至 5%左右。**

### 3. 制造业投资增速显着放缓，料设备更新政策效应减弱，后续仍延续回落态势

1-9 月制造业投资同比增长 **4.0%**（2024 年同期：+9.2%），较 1-8 月回落 **1.1 个百分点**，累计同比增速连续 6 个月下降，且连续 4 个月下滑大于 1 个百分点。其中，**设备更新<sup>①</sup>成为拉动固定资产投资正增长的唯一项目。**

9 月制造业投资**同比下降 1.9%**（前值：-1.3%；2024 年同期：+9.7%），降幅较 8 月份扩大 0.6 个百分点。

展望后市，「财信研究」表示，设备更新政策效应减弱，决定制造业投资增速大概率延续回落态势，但随着基建需求回暖、反内卷引发的观望情绪消退，叠加国内产业升级和供应链安全的中长期支撑，**四季度制造业投资有望回归前期增速缓降趋势，预计 2025 年制造业投资约增长 3.5%左右。**

### 4. 房地产开发投资降幅扩大，累计销售同比降幅亦扩，料下行趋势短期暂难扭转

1—9 月份，全国房地产开发投资 67,706 亿元，**同比下降 13.9%**（2024 年同期：**-10.1%**），累计同比降幅连续 7 个月扩大，较 1-8 月扩大 1.0 个百分点，且**跌幅为 2020 年 2 月以来最大**，房地产投资持续寻底。

9 月房地产开发投资**同比下降 21.3%**（上月：**-19.9%**；2024 年同期：**-9.4%**），降幅较上月扩大 1.4 个百分点，房地产行业对固定资产投资造成持续拖累。

1-9 月，房地产销售均价降幅（**-2.5%**）较 1-8 月略收窄，**其中 9 月降幅（-1.4%）较 8 月收窄 2.4 个百分点。**受低基数以及一线城市新政影响，单月商品房销售同比降幅虽收窄，但**整体成交仍然低迷，累计销售同比降幅进一步扩大。**

「中银证券」指出，影响居民购房能力及购房意愿的收入与就业预期尚未根本性扭转，市场信心仍然不足，叠加去年四季度销售的基数相对较高，全年地产市场压力很难缓解，预计 2025 年商品房销售面积**同比下降 9%**，销售金额**同比下降 12%**，销售均价**同比下降 3%**。

表 7 全国新建商品房销售情况

	时间	新建商品房	同比	备注
销售面积	2025 年前三季度	65,835 万平方米	-5.5% (2024 年同期： -17.1%)	累计同比降幅较 1-8 月扩大 0.8 个百分点

<sup>①</sup> 1-9 月设备工器具购置投资同比增长 14%（前值：+14.4%），而建筑安装工程和其他费用分别同比下降 4.1%（前值：-2.2）和 0.2%（前值：-0.9）。

	其中：9月	8531 万平方米	-11.9%	降幅较8月扩大0.9个百分点，销售面积处于2009年以来同期最低水平
销售额	2025年前三季度	63,040 亿元	-7.9% (2024年同期： -22.7%)	累计同比降幅较1-8月扩大0.6个百分点
	其中：9月	8025 亿元	-12.4%	降幅较上月收窄2.4个百分点
销售均价 (推算)	2025年前三季度	-	-2.5% (2024年同期： -6.8%)	降幅较1-8月收窄0.2个百分点
	其中：9月	-	-1.4%	降幅较8月收窄2.4个百分点

注：销售均价数据来自「中银证券」

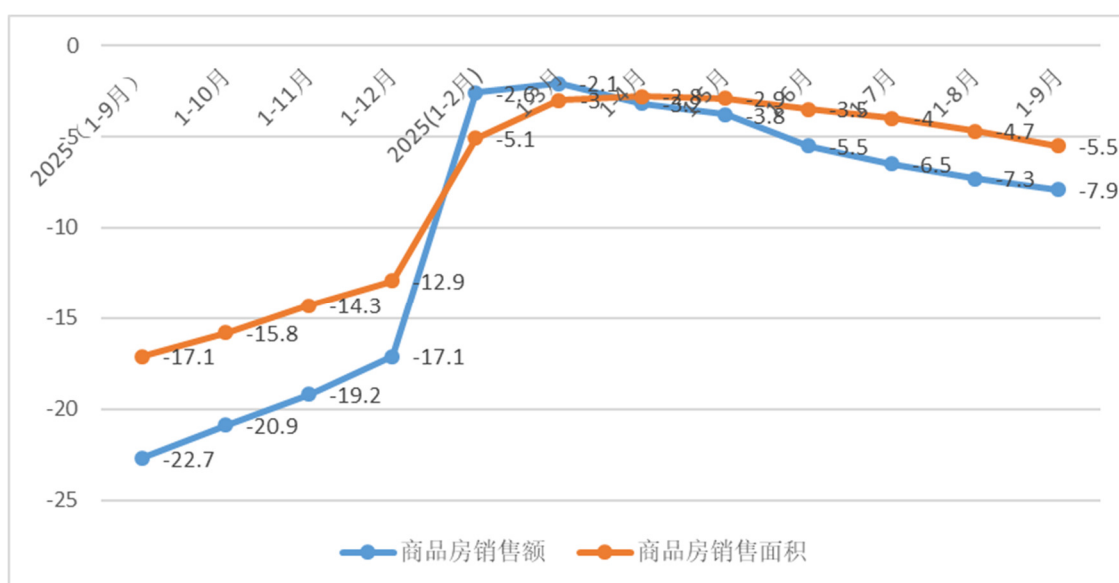


图10 商品房销售面积和销售额增速(%)

《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》将“推动房地产高质量发展”置于“加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕”框架下，显示房地产的民生属性进一步被强化，预示规模化扩张阶段已经结束，未来5年房地产行业将全面转向注重品质与安全的高质量阶段。

### (七) 9月百强房企各梯队销售门槛值均降至近年最低水平，政策加力预期升

根据「克而瑞」资料，1-9月百强房企实现销售操盘金额23,236.6亿元，**同比降低11.8%**（2024年同期：**-36.6%**），降幅较1-8月收窄1.3个百分点。

9月，TOP100房企实现销售操盘金额2527.8亿元，**同比增长0.4%**（2024年同期：**-37.7%**），环比增长22.1%，其中72家百强房企单月业绩环比增长，其中45家企业单月业绩环比增幅大于30%，TOP10房企中有7家的销售操盘金额环比亦增长。**虽然9月业绩同比变动止跌回升，但单月业绩规模整体仍处于历史较低水平。**

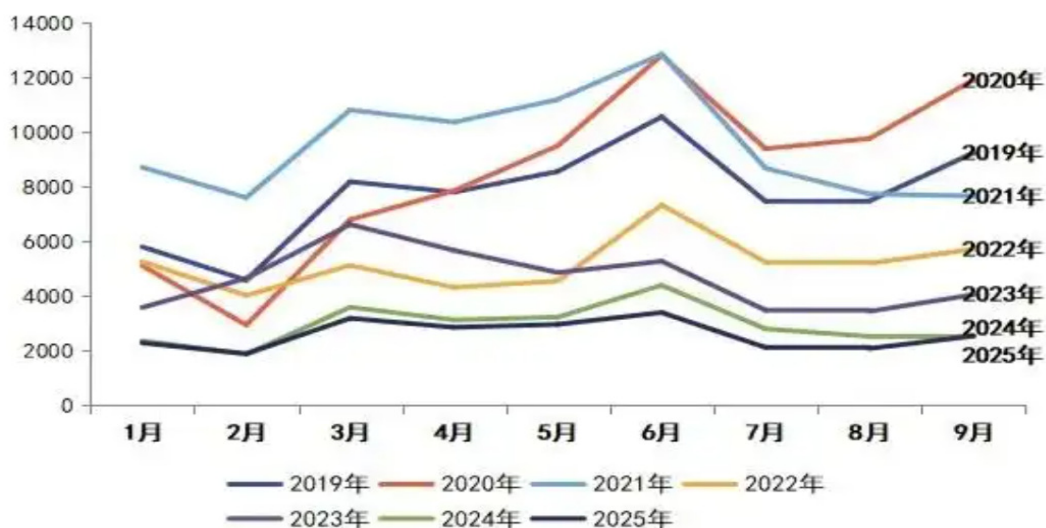


图 11 2019-2025 年百强房企单月业绩走势图（数据来源：CRIC）

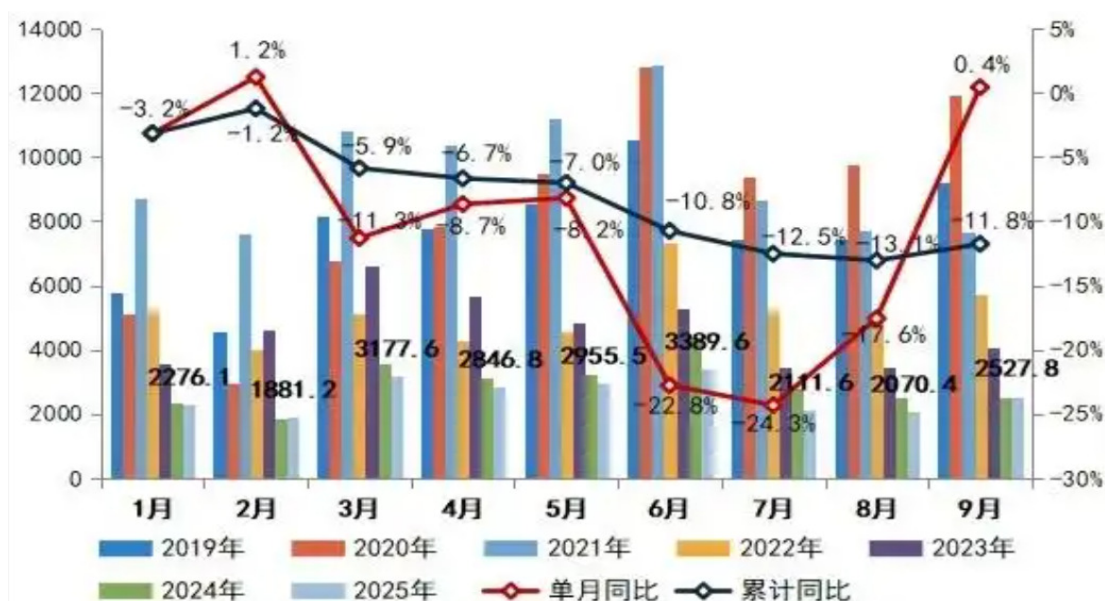


图 12 2019-2025 年百强房企单月操盘销售规模及同比变动（数据来源：CRIC）

1-9 月，百强房企各梯队的操盘销售金额均在降低，TOP21-30 和 TOP31-50 两个梯队房企的累计销售规模分别同比降低 7.5%和 9.1%。

9 月百强房企各梯队销售门槛较去年同期进一步降低，且门槛值均降至近年最低水平。其中，TOP10 房企销售操盘金额门槛同比降低 2.3%至 625.2 亿元，TOP30 和 TOP50 房企门槛分别同比降低 8.9%至 162.4 亿元和 96.9 亿元，TOP100 房企的销售操盘金额门槛则降低 19.4%至 40.2 亿元。

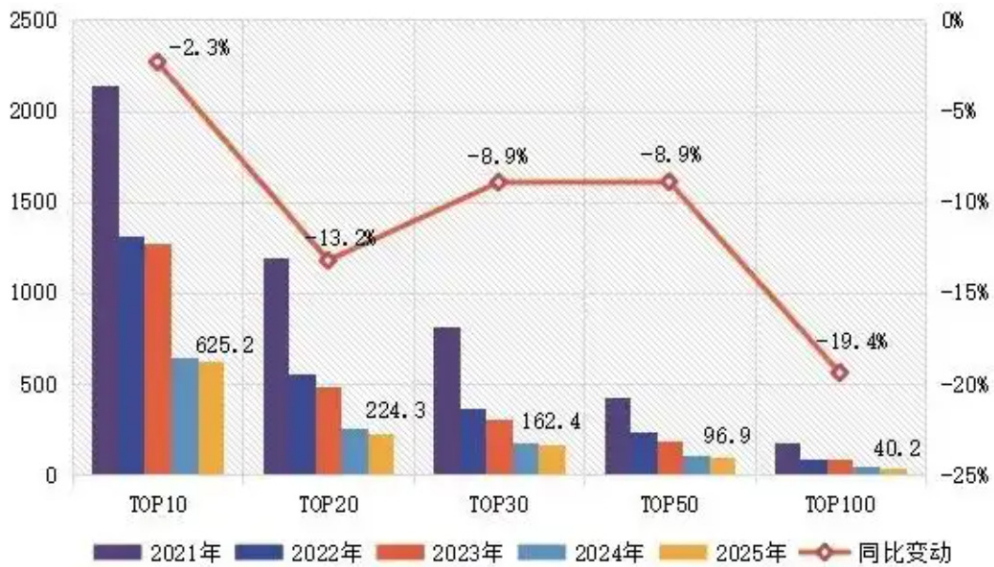


图 13 百强房企销售金额入榜门槛及变动（数据来源：CRIC）

展望楼市走势，「克尔瑞」指出，**城市间、项目间分化还将持续加剧，核心一二线城市市场热度或将延续高位波动**，因其购买力基础相对雄厚，市场热度变化与新盘供应量和品质密切相关，但高端市场亦存在热度转降迹象，并非所有高端住宅都可实现热销，内部亦存在一定的分化行情，**只有具备核心区位、优质配套、产品力佳的复合优势类项目才能保持高热**。关于政策层面，「中指院」表示，四季度宏观政策加力的必要性有所提升，房地产政策将继续聚焦“止跌回稳”目标，推动已出台各项政策加快落实，同时，增量政策也存在一定预期。

### （八）9月进出口增速回升，但出口主要国家增速回落，料Q4出口增速回落

1-9月份，中国进出口总值46,841.89亿美元，**同比增长3.1%**（2024年同期：+3.5%），增速较1-8月加快0.7个百分点。其中9月进出口总值5,666.83亿美元，**同比增长7.9%**（2024年同期：+1.4%），增速连续7个月为正，且较8月提高4.8个百分点。

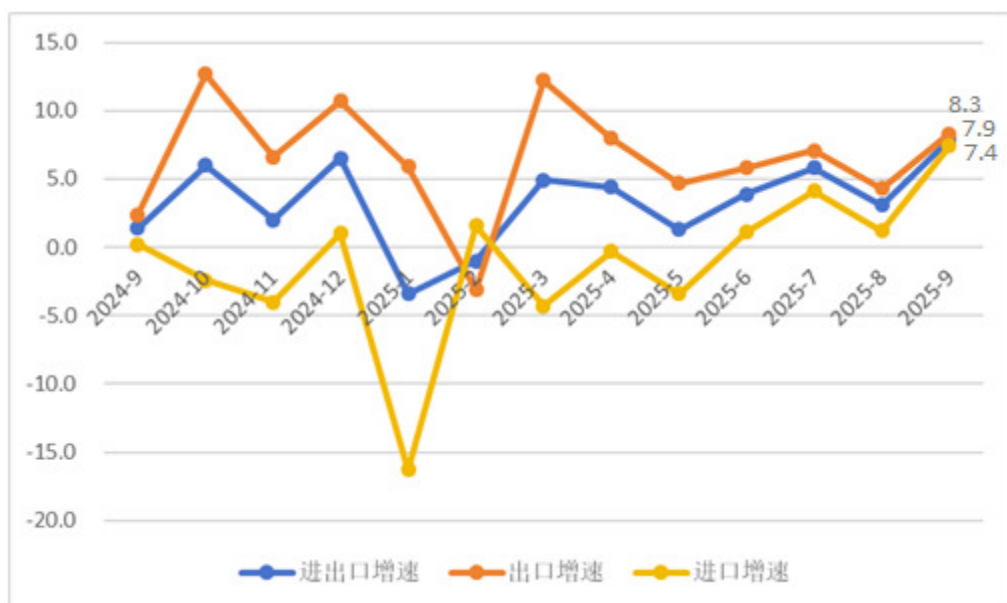


图 14 进出口同比增速（美元计）

1-9 月份，出口总值 27,796.37 亿美元，**同比增长 6.1%**（2024 年同期：+4.5%），增速较 1-8 月加快 0.3 个百分点。9 月出口总值 3,285.65 亿美元，绝对规模创年内新高，**同比增长 8.3%**（8 月：+4.3%；2024 年同期：+2.4%），**为年内次高增速**，较上月提高 4.0 个百分点，主因非美经济体需求旺盛、产能出海以及同比低基数效应。分个别国家或地区看：

**表 7 2025 年 1-9 月中国与主要贸易伙伴的双边贸易**

单位：千美元	欧盟	美国	东盟	日本	俄罗斯	一带一路
<b>双边贸易总值</b>	614,198,035 (+4.3%)	425,816,051 <b>(-15.6%)</b>	776,784,663 (+8.6%)	235,856,459 (+5.0%)	163,621,096 <b>(-9.4%)</b>	2,420,849,217 (+5.2%)
<b>出口</b>	417,043,536 (+8.2%)	317,224,475 <b>(-16.9%)</b>	487,592,041 (+14.7%)	116,474,412 (+4.4%)	73,566,380 <b>(-11.3%)</b>	1,403,591,035 (+11.4%)
<b>进口</b>	197,154,499 <b>(-3.2%)</b>	108,591,577 <b>(-11.6%)</b>	289,192,621 <b>(-0.4%)</b>	119,382,047 (+5.6%)	90,054,716 <b>(-7.7%)</b>	1,017,258,182 <b>(-2.3%)</b>

1-9 月份，中国与“一带一路”共建国家（截至 2025 年 9 月底共 156 个国家）贸易总额达 24,208.49 亿美元，**同比增长 5.2%**（2024 年同期：+4.4%），增速较 1-8 月加快 0.8 个百分点。其中，出口 14,035.91 亿美元，**同比增长 11.4%**（2024 年同期：+5.2%），增速较 1-8 月加快 0.7 个百分点。“一带一路”贸易在中国对外贸易中的占比达到 51.7%（2024 年同期：50.6%）。东盟仍是最大贸易伙伴地位，贸易总额占比“一带一路”整体达 32.1%（其中出口占比 34.7%）。从具体国家情况看，**出口排在前三位的国家依次是越南、韩国和马来西亚**，越南继续保持“一带一路”最大出口国地位。

**表 8 2025 年前三季度出口额前三名“一带一路”国家**

国家	出口额（亿美元）	同比增速（%）	占“一带一路”出口额比重
越南	1443.37	22.3	10.3
韩国	1074.88	<b>-0.3</b>	7.7
马来西亚	764.88	5.2	5.5

9 月对巴西（+15.8%）、印度（+14.4%）、非洲（+56.4%）、澳大利亚（+10.7%）出口增速均呈双位数增长态势，显示中国制造业产业链加快全球化布局。但从主要出口国别看，多个出口国家或地区的增速均见回落，仅欧盟在 9 月份的出口增速回升：

出口 (同比增长)	1-9 月	对比 1-8 月	9 月	对比 8 月

东盟	+14.7%	增幅回落 0.1 个百分点	+15.6%	增速回落 6.7 个百分点
欧盟	+8.2%	增幅回落 3.2 个百分点	+14.2%	增速上升 3.8 个百分点
日本	+4.4%	增幅回落 0.3 个百分点	+1.8%	增速回落 4.9 个百分点
美国	-16.9%	跌幅扩大 1.4 个百分点	-27% (连续 6 个月 同比负增长)	降幅收窄 6.1 个百分点
俄罗斯	-11.3%	跌幅扩大 1.6 个百分点	-21.1%	降幅扩大 6.1 个百分点

分产品看，机电产品出口仍有韧性，但劳动密集型产品出口承压。9 月份机电产品出口同比增长 12.7%，较 8 月份回升 5.1 个百分点，连续 7 个月成为我国出口增速的核心支撑。但劳动密集型商品出口依然同比下降较多，如玩具、鞋靴、箱包等出口降幅均在 10% 以上，家电出口降幅亦接近 10%。

1-9 月份，进口总值 19,045.53 亿美元，同比下降 1.1%（2024 年同期：+2.1%），降幅较 1-8 月收窄 1.1 个百分点。其中，9 月进口总值 2,381.18 亿美元，增速由 8 月的 1.2% 升至 9 月的 7.4%（2024 年同期：+0.2%），增速连续 4 个月为正。

展望后市，海关总署表示，四季度稳定外贸发展仍需付出艰苦努力，但非美市场多元化布局与产业链升级提供长期支撑，叠加全球经济边际回暖。而且，中美经贸团队通过吉隆坡磋商后，美方将取消针对中国商品（包括香港和澳门商品）加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品（包括香港和澳门商品）加征的 24% 对等关税将继续暂停一年，为未来一定时期中美贸易提供了相对稳定的预期。

「渤海证券」表示，尽管四季度高基数带来压力，预计出口增速整体下降幅度会相对温和，假设四季度出口环比增速为过去五年平均水平，则四季度出口同比增速将回落至 4.1%，全年出口同比增速预计为 5.6%。

## 二、金融运行分析

### (一) 社会融资

#### 1. 9月社融增速续回落，主因人民币贷款和政府债券融资少增

9月末社会融资规模存量为437.08万亿元，同比增长8.7%（2024年同期：+8%），增速连续2个月回落，较上月下降0.1个百分点，但增幅整体仍处高位，体现了适度宽松的货币政策取向。

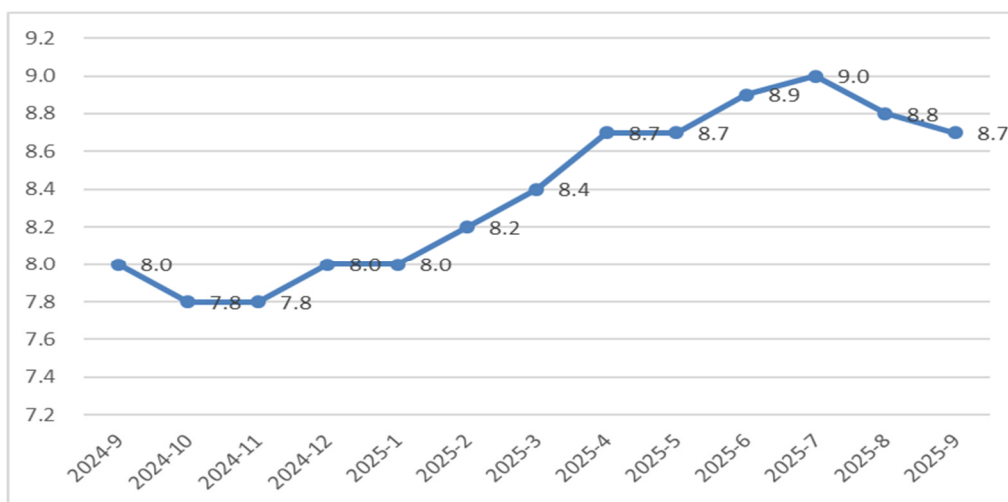


图 16 社会融资存量同比增速

前三季度社会融资规模增量累计为30.09万亿元，同比多增4.42万亿元（2024年同期：-3.68万亿元）。其中9月新增社融3.53万亿元，同比少增2339亿元（2024年同期：-3692亿元），主要受人民币贷款和政府债券融资同比大幅少增影响<sup>①</sup>。前三季度社融呈现以下特点：

- **人民币贷款仍是主要支撑<sup>②</sup>，但占比继续回落：**人民币贷款存量及增量占比继续双双回落，尤其增量占比大幅降至50%以下。9月新增信贷（社融口径）仍偏弱，连续3个月同比少增。
- **非金融企业股票融资占比小幅变化，债券融资占比继续回落<sup>③</sup>：**非金融企业境内股票融资存量占比略回落，增量占比回升；企业债券融资存量及增量占比均回落，但回落幅度较上半年收窄。9月企业债券融资和股票融资同比均有多增<sup>④</sup>，显示直接融资边际改善，有效缓解了表内信贷与政府债收缩压力。
- **政府债券占比上升<sup>⑤</sup>，但后续增长或将乏力：**政府债券存量及增量（尤其增量）占比显著上升，但增量占比升幅较上半年回落。9月政府债券融资同比连续2个月少增，主因去年同期政府债券放量发行带动基数偏高，加之今年政府债券发

<sup>①</sup> 9月新增信贷（社融口径）1.61万亿元，同比少增3661亿元，亦明显弱于历史同期季节性；政府债净融资1.19万亿元，高基数下政府债净融资同比少增3464亿元。

<sup>②</sup> 前三季度，对实体经济发放的人民币贷款增加14.54万亿元，同比少增8512亿元。

<sup>③</sup> 前三季度，非金融企业境内股票融资3168亿元，同比多1463亿元，企业债券净融资1.57万亿元，同比少151亿元。

<sup>④</sup> 其中债券融资同比多增2062亿元，股票融资同比多增371亿元。

<sup>⑤</sup> 前三季度，政府债券净融资11.46万亿元，同比多增4.28万亿元，贡献社融增量的96.8%。

行最高峰已过。「兴业证券」指出，今年政府债发行节奏整体靠前，后续随着去年同期基数抬升，政府债同比可能延续拖累社融增长。

➤ **表外融资继续呈现分化<sup>①</sup>，各构成项目占比有升有降：**委托贷款和信托贷款存量及增量占比均双双回落，未贴现银行承兑汇票存量占比持平、增量占比上升，其中9月末未贴现银行承兑汇票连续2个月同比多增。

**表9 社会融资规模构成**

社会融资规模		存量			增量		
		截止 2025 年 9 月底		截止 2024 年 9 月底	2025 年 1-9 月		2024 年 1-9 月
		比重 (%)	比重变化的百分点	比重 (%)	比重 (%)	比重变化的百分点	比重 (%)
表内融资	人民币贷款	61.1	-1.3	62.4	48.3	-11.7	60.0
	外币贷款	0.3	-0.1	0.4	-0.3	+0.5	-0.8
表外融资	委托贷款	2.6	-0.2	2.8	-0.2	-0.3	0.1
	信托贷款	1.0	-0.1	1.1	0.7	-0.7	1.4
	未贴现的银行承兑汇票	0.6	0.0	0.6	1.0	+1.6	-0.6
直接融资	企业债券	7.7	-0.3	8	5.2	-1.0	6.2
	政府债券	21.2	+2.1	19.1	38.1	+10.1	28.0
	非金融企业境内股票	2.8	-0.1	2.9	1.1	+0.4	0.7

注：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。

注：（1）增量=期末贷款余额-上期末贷款余额。

（2）2018年7月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映。2018年9月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，地方政府专项债券按照债权债务在托管机构登记日统计。

（3）2019年9月起，人民银行进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标。

（4）2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。将政府债券纳入社会融资规模统计后，社会融资规模可以更好地支持货币政策和财政政策的协调。

（5）社会融资规模是指实体经济（即非金融企业和个人）从金融体系获得的资金量。其中，增量指标是指一定时期内（每月、每季或每年）获得的资金总额。从指构成看，社会融资规模存量统计由四个部分九项指标构成：其中第四项的其他融资，包括投资性房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款。而此部份存量与增量统计略有不同，差异是：存量统计中不包括保险公司赔偿，而增量统计中包括。主要原因是赔偿是指一定时期内因履行赔偿义务而发生的金额，它没有存量或余额的概念。

（5）自2023年1月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。表中数据均按可比口径计算。

### 3. 9月末人民币贷款余额增速续回落，住户短期贷款和企业中长期贷款同比少增

9月末，人民币贷款余额270.39万亿元，同比增长6.6%（2024年同期：+8.1%），增速较上月回落0.1个百分点，连续3个月位于7%以下，显示信贷需求仍未见明显改善。

<sup>①</sup> 前三季度，委托贷款减少572亿元，同比多减417亿元；信托贷款增加2004亿元，同比少增1558亿元；未贴现的银行承兑汇票增加3011亿元，同比多增4487亿元。

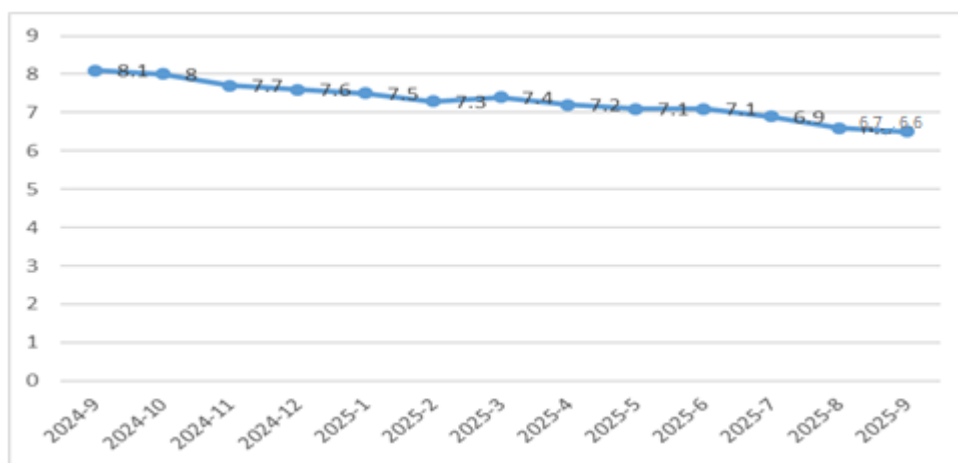


图17 人民币贷款余额同比增速(%)

前三季度，人民币贷款增加 14.75 万亿元，同比少增 1.27 万亿元。分部门看，住户贷款增加 1.1 万亿元，同比少增 0.84 万亿元，主要受短期贷款拖累，中长期贷款同比亦少增；企（事）业单位贷款增加 13.44 万亿元，同比少增 0.02 万亿元，主要受中长期贷款拖累。企（事）业单位新增贷款占全部新增贷款比重高达 91.1%（2024 年同期：+84.0%），占比较上半年进一步提高 1.5 个百分点；住户新增贷款占全部新增贷款比重为 7.5%（2024 年同期：+12.1%），较上半年回落 4.6 个百分点，显示居民融资需求继续趋弱。

表10 人民币贷款统计

单位：万亿人民币

		人民币贷款增量	其中，住户贷款增量			其中，企（事）业贷款增量		
			全部	短期	中长期	全部*	短期	中长期
2025年1-9月	金额	14.75 (-1.27)	1.1 (-0.84)	-0.23 (-0.63)	1.33 (-0.21)	13.44 (-0.02)	4.53 (+1.7)	8.29 (-1.37)
	同比	-7.9%	-43.3%	-157.5%	-13.6%	-0.1%	+60.1%	-14.2%
其中：9月份	金额	1.29 (-0.30)	0.39 (-0.10)	0.14 (-0.13)	0.25 (+0.03)	1.22 (-0.26)	0.71 (+0.26)	0.90 (-0.06)
	同比	-19.0%	-20.7%	-47.4%	+11.5%	-17.8%	+57.7%	-6.2%

\*注：企（事）业贷款除短期及中长期贷款外，还包括票据融资、融资租赁及各项垫款

9月新增人民币贷款 1.29 万亿元，同比少增 0.30 万亿元。从企业贷款来看，短期贷款明显冲量，显示企业短期经营性融资需求改善，但中长期贷款同比少增，主要是专项债置换存量贷款导致。不过，「东方金诚」指出，近两个月少增幅度较 7 月明显收敛，显示随今年置换债发行收尾，隐性债务置换对企业中长期贷款的下拉作用明显减弱。从居民贷款来看，低基数下中长期贷款略有改善，传统“金九”销售旺季以及近期北上深等一线城市相继调整住房限购政策带动商品房销量边际改善，支撑居民中长贷同比小幅多增，但居民短期贷款明显偏弱，反映消费需求依然不足。

「中信建投」表示，展望全年，此前部分被压制的中长贷需求或有望恢复，叠加企业短贷需求边际改善的趋势，预计全年对公贷款增量至少能保持相对稳定，叠加消费贷、经营贷贴息政策或零售信贷需求改善，预计 2025 年社会融资增速仍将

保持在 7%-8%左右。

## (二) 9 月末 M2 增速回落、M1 增速续升，M2-M1 剪刀差创 2021 年 2 月后新低

9 月末，广义货币(M2)余额 335.38 万亿元，**同比增长 8.4%**（2024 年同期：+6.8%），增速较上月**回落 0.4 个百分点**，主因非银存款同比明显少增。但 9 月 M2 增速继续明显高于名义 GDP 增速(Q3 名义 GDP 增长 3.7%)，仍处较快增长水平。

狭义货币(M1)余额 113.15 万亿元，**同比增长 7.2%**（2024 年同期：**-3.3%**），增速连续 5 个月回升，较 8 月上升 1.2 个百分点，且年内首次突破 7%。

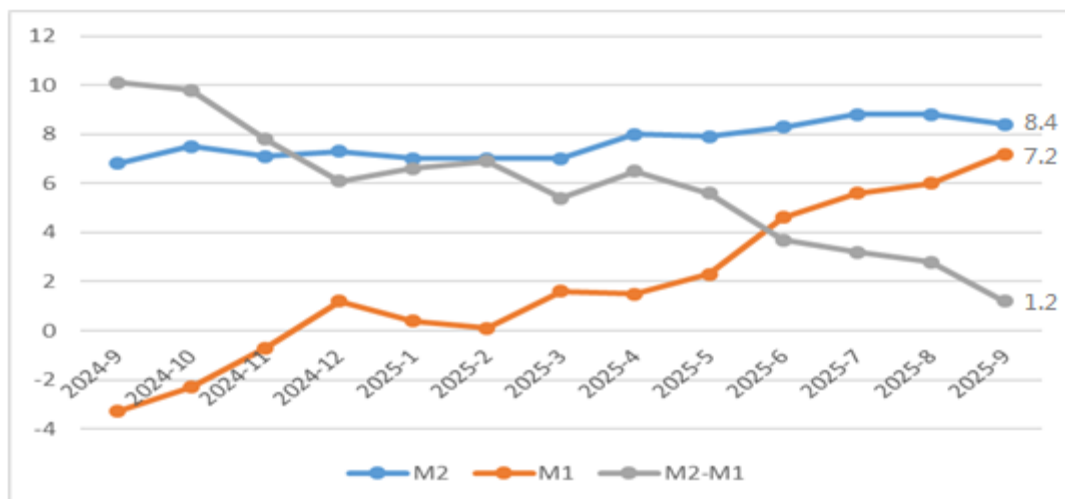


图 18 货币供给增速图

9 月末 M2 与 M1 的同比增速之差由 8 月末的 2.8 个百分点收窄至 1.2 个百分点，创 2021 年 2 月以来的最低水平，资金活化程度增加。

「中信建投」指出，展望未来，2024 年 9 月末一揽子金融政策出台后，财政、货币政策两端协同发力，资金活跃度明显提高，带动 M1 开始明显回升，叠加去年同期因“挤水分”而产生的低基数效应将开始减弱，**预计 9 月 M1 增速或为年内高点，四季度出现一定回落**，具体程度需关注财政靠前发力的力度和居民预期和企业信心修复情况。

## (三) 外汇储备“两连增”，料人民币汇率短期走势偏强，中长期以稳为主

9 月末，我国外汇储备规模为 33,387 亿美元（2024 年同期：3.32 万亿美元），较 8 月末增加 165 亿美元，升幅为 0.5%，**环比增速连续 2 个月上升**。因美元指数小幅震荡，全球金融资产价格总体上涨，汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模上升。

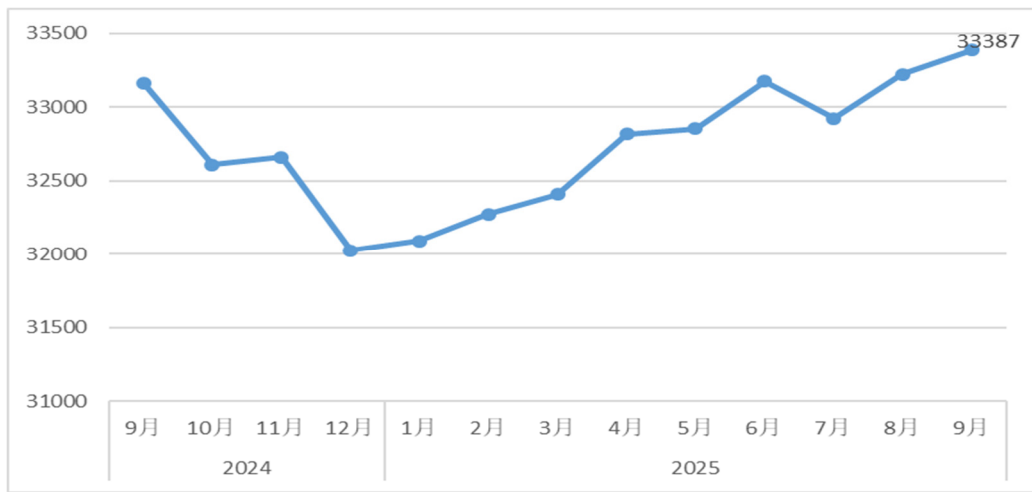


图 19 外汇储备规模变化图(亿美元)

9月末，人民币汇率为1美元兑7.1055元人民币。**10月以来，人民币汇率迎来强势表现**，尤其是10月15日人民币汇率中间价自2024年10月下旬以来首次升至7.10关口上方。央行货币政策司负责人日前表示，我国宏观经济基本盘稳固，国际收支有望保持自主均衡，中长期**保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定**。展望四季度，「中国银行」9月25日发布的《2025年四季度经济金融展望报告》表示，**人民币汇率仍将以稳为主，且有望继续升值**，具体来看，美元指数仍面临下行压力，结汇需求支撑人民币汇率保持强势，而且国内经济基本面平稳运行，支持人民币汇率走强。「东方金诚」亦表示，**短期内人民币还会处于偏强运行状态，后续人民币汇率仍将以稳为主**，总体上会延续与美元反向波动、波幅相对较小的运行格局，快速升值或大幅贬值的风险不大。

### 三、财税政策及运行

#### (一) 一般公共预算收入及支出分析

##### 1. 一般公共预算收入增速回升，非税收入同比下降

前三季度，全国一般公共预算收入 163,876 亿元，**同比增长 0.5%**（2024 年同期：**-2.2%**），高于“**+0.1%**”的预算目标，增速较 1-8 月提高 0.2 个百分点。其中，中央一般公共预算收入 70,837 亿元，**同比下降 1.2%**（2024 年同期：**-5.5%**），降幅较 1-8 月收窄 0.5 个百分点；地方一般公共预算本级收入 93,039 亿元，**同比增长 1.8%**（2024 年同期：**+0.6%**），增速与 1-8 月持平。分季度看，财政收入增速逐季加快，财政收入增幅逐季回升，其中一季度**下降 1.1%**，二季度增长 0.6%，三季度增长 2.5%。

其中，全国税收收入 132,664 亿元，**同比增长 0.7%**（2024 年同期：**-5.3%**），虽继续低于全年“**+3.7%**”的预算目标，但增速较 1-8 月加快 0.68 个百分点；非税收入 31,212 亿元，**同比下降 0.4%**（2024 年同期：**+13.5%**），仍高于全年“**-14.7%**”的预算目标，但较 1-8 月同比增速（**+1.5%**）明显回落。

表 11 2025 年前三季度一般公共预算收入同比增速

全国一般公共预算收入	税收	中央一般公共预算收入	地方一般公共预算收入
+0.5%	+0.7%	<b>-1.2%</b>	+1.8%

9 月一般公共预算收入 15,678 亿元，**同比增长 2.6%**（2024 年同期：**+2.5%**），较 8 月（**+2.0%**）加快 0.6 个百分点；其中，当月税收收入实现 11,579 亿元，**同比增长 8.7%**（2024 年同期：**-5.0%**），增速较 8 月加快 5.3 个百分点；非税收入 4,099 亿元，**同比下降 11.4%**（2024 年同期：**+25.2%**），降幅较 8 月**扩大 7.6 个百分点**。

##### 2. 社保、教育、科技、文体传媒、卫生、节能及债息支出增速高于财政支出均速

前三季度，全国一般公共预算支出 208,064 亿元，**同比增长 3.1%**（2024 年同期：**+2%**），增速与 1-8 月持平，低于全年目标（**+4.4%**）。其中，中央一般公共预算本级支出**同比增长 7.3%**（2024 年同期：**+8.4%**），增速较 1-8 月**回落 0.7 个百分点**；地方一般公共预算支出**同比增长 2.4%**（2024 年同期：**+1.0%**），增速较 1-8 月加快 0.1 个百分点。「国信证券」表示，如要完成全年目标（**+4.4%**），四季度一般公共预算支出单季增速需达到约 7.4%。

9 月，一般公共预算支出**同比增长 3.1%**（2024 年同期：**+5.2%**），较 8 月（**+0.8%**）加快 2.3 个百分点。其中，中央一般公共预算支出**同比增长 3.2%**（2024 年同期：**+4.4%**），增速较 8 月加快 0.3 个百分点，地方一般公共预算支出**同比增长 3.1%**（2024 年同期：**+5.3%**），增速较 8 月加快 2.7 个百分点。

从财政支出结构看，前三季度，**社会保障和就业、教育、科学技术、文化旅游体育与传媒、卫生健康、节能环保及债务付息**支出明显高于财政支出平均增速，**城乡社区、农林水**增速为负。

**表 12 2025 年 1-9 月主要支出增长情况统计表**

支出项目	1-9 月份	
	金额（亿元）	增幅（%）
社会保障和就业	34,928	10
教育	31,599	5.4
科学技术	7,105	6.5
文化旅游体育与传媒	2,652	4
卫生健康	15,712	4.7
城乡社区	14,218	-5.8
交通运输	8,470	1.8
农林水	16,082	-9
节能环保	3,928	8.8
债务付息	9,819	6

## （二）财税政策动态

### 1. 新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税

根据《财政部 税务总局关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2025 年第 4 号）规定，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税<sup>①</sup>。

网址：<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5242161/content.html>

### 2. 对按照育儿补贴制度规定发放的育儿补贴免征个人所得税

根据《财政部 税务总局关于育儿补贴有关个人所得税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2025 年第 6 号）规定，对按照育儿补贴制度规定发放的育儿补贴免征个人所得税。

网址：<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5242425/content.html>

<sup>①</sup> 对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

## 四、宏观经济政策

### （一）宏观政策走向

10月14日，李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会指出：

- **要加力提效实施逆周期调节**，总量政策持续发力，用足用好政策资源，以改革办法打通堵点卡点，增强发展动能。
- **要持续用力扩大内需、做强国内大循环**，统筹用好各类促消费举措，着力扩大有效投资，进一步激发市场活力，增加优质供给，不断形成扩内需的新增长点。
- **要多措并举营造一流产业生态**，综合治理行业无序、非理性竞争，**促进上下游、大中小企业深化合作**，加快科技成果转化，发展创业投资基金，**着力构建创新生态圈**。

党的二十届四中全会进一步强调，**坚决实现全年经济社会发展目标**，要继续精准落实党中央决策部署，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘，巩固拓展经济回升向好势头。**宏观政策要持续发力、适时加力，落实好企业帮扶政策，深入实施提振消费专项行动**，兜牢基层“三保”底线，积极稳妥化解地方政府债务风险。

### （二）货币政策走向

9月23日召开的央行货币政策委员会2025年第三季度例会提出下阶段货币政策主要思路：

- **落实落细适度宽松的货币政策**，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价处于合理水平。
- 加强货币政策调控，**提高前瞻性、针对性、有效性**，把握好政策实施的力度和节奏，充分释放政策效应。
- 保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度，**使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配**。
- 强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，**推动社会综合融资成本下降**。
- 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，**防范资金空转**。
- 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**。
- 加力支持**科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸**等，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。
- **加大存量商品房和存量土地盘活力度**，巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

### (三) 财政政策走向

9月10日，财政部受国务院委托在第十四届全国人民代表大会常务委员会第十七次会议报告今年以来预算执行情况，对下一步财政重点工作做出如下安排：

- 把做强国内大循环摆到更加突出的位置，**持续发力、适时加力实施更加积极有为的宏观政策**。
- 不断完善政策工具箱，**保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性**，在稳就业、稳企业、稳市场、稳预期上持续下功夫，以高质量发展的确定性应对各种不确定性，增强我国生存力、竞争力、发展力、持续力。
- 用好用足更加积极的财政政策，继续实施好提振消费专项行动，**落实落细个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息政策**，积极发挥专项债券、超长期特别国债等作用，加强财政与金融协同配合，将更多公共服务纳入投资支持范围，积极鼓励民间投资发展。
- 深化落实各项财税改革举措，努力在**财政资源和预算统筹、零基预算改革、完善财政转移支付体系、消费税改革、清理规范税收优惠政策**等方面取得积极进展。

(完)