



月度中国宏观洞察：四中全会指明“十五五”方向，中美贸易关系再次缓和

二十届四中全会明确“十五五”规划中科技创新和扩大内需是两大关键。四中全会公报的诸多措辞意味着中央对经济增速仍有相当要求。我们预计 2026-2030 年的实际经济增速目标或在 4.5%-5.0% 的区间内，明年经济增速目标或仍设在 5% 左右。正如我们 [9 月洞察报告](#) 所预期的，而后发布的《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》（简称《建议》）则更多体现了经济再平衡。高质量发展的核心在于提升供给质量和扩大需求。从供给端来看，建设现代化产业体系、提高科技自立自强水平、建立全国统一大市场是三大重点所在，其中科技创新是重中之重。从需求端来看，重点放在扩大内需和改善民生上。“投资于人”等提法意味着政策重点或从重供给侧，往需求供给并重的方向发展。尽管从目标优先级的角度来看，供给端的科技创新仍优先于需求端目标。

中美关系：贸易冲突在 10 月升级，随后似乎很快达成共识。10 月中美双方在科技管制、稀土出口和船舶停靠费等问题上再次爆发冲突。特朗普一度威胁将在 11 月 1 日加征中国商品 100% 关税。不过在 10 月 24-27 日的双方第五轮经贸磋商之后，冲突似乎迅速平息。双方达成共识协议的更多具体内容或要等到月底中美两国元首会晤后揭晓。虽然此轮贸易冲突来去匆匆、我们依然认为中美关税税率在今年年内大概率仍会维持现状，但考虑到特朗普上一任期内一波三折的中美谈判以及当前谈判更多聚焦于短期话题，我们认为明年中美关税冲突仍有突然爆发的可能性。此外，中国对美出口 9 月同比跌幅收窄但高频数据显示 10 月情况或恶化。

数据回顾和经济展望：虽然三季度经济增速略超预期，但是 9 月实体经济数据凸显供需不平衡，四季度经济增速或继续放缓。虽然从工业生产来看，供给端 9 月数据有所改善，但以消费品零售和固定资产投资为代表的内需仍全面走弱。从外需的角度来看，尽管出口数据仍具韧性，前景却存在较大下行风险。此外，低迷通胀在“反内卷”帮助下仅边际改善。高频数据显示 10 月经济动能并未显著改善。我们预计四季度经济增速将继续下滑。不过在四季度经济增速达到 4.4% 就可以确保全年经济增速在 5% 以上的情况下，全年实现 5% 左右经济目标的难度并不高。

政策展望：二十届四中全会公报明确了落实为主、边走边看的宏观政策短期方向。财政政策上重点放在 9 月起发布的稳投资措施的落实和 7-8 月促消费政策成效观望。货币政策上或以观望为主：如有需要，今年仍有可能再次降准降息。如果接下来经济运行情况尚可，那么降准降息或被延后到明年一季度。房地产政策短期或以观望此前放松政策成效为主，中期仍有加码空间。

汇率展望：我们维持今年年内人民币兑美元汇率或在 7.1-7.2 的区间内波动，年底点位或更接近 7.2 的基本判断。

投资风险：关税战再升级，中美关系恶化从贸易扩散到其他领域；地缘政治风险；房地产行业迟迟不能企稳；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 10 月 30 日



扫码关注浦银国际研究

月度中国宏观洞察：四中全会指明“十五五”方向，中美贸易关系再次缓和

中美关税冲突在 10 月突然升级，随后似乎很快达成共识

10 月中美双方在科技管制、稀土出口和船舶停靠费等问题上再次爆发冲突。在科技领域，美国商务部工业和安全局（BIS）在 9 月 29 日宣布扩大出口限制名单。新规规定，“实体清单”上的公司拥有 50%或以上股权的子公司将被自动列入名单。这就意味着需要申请出口许可证才能获得美国商品和服务的中国公司范围将明显扩大。此外，美国 BIS 在 10 月 8 日又将 16 家中国企业列入“实体清单”。作为回应，中国在次日（10 月 9 日）宣布加强稀土相关物项出口管制。特朗普在 10 月 10 日宣布自 11 月 1 日起将对中国商品加征 100%的关税，并对全部关键软件实施出口管制。中方在 10 月 14 日决定对韩华海洋株式会社等 5 家美国相关子公司列入反制清单。不过双方的冲突不仅体现在科技管制和稀土出口问题上。在美国 10 月 3 日宣布从 10 月 14 日起对进入美国港口的中国船舶征收额外费用之后，中方亦决定从 10 月 14 日起对美船舶收取船舶特别港务费。此外，特朗普对中国不再进口美国大豆这一事件亦表达了不满，并表示会考虑停止从中国进口食用油作为回应（图表 1）。

尽管如此，双方均未关闭沟通窗口。在 9 月中旬中美第四轮经贸会谈后，特朗普在社交媒体上发文表示他和中国国家主席将在本月底的 APEC 会议上会面。紧随着特朗普的关税威胁，美国副总统万斯表明特朗普愿意和中国进行理性谈判。10 月 13 日，美国财政部长贝森特亦表示双方仍在进行密集的沟通，加征 100%关税不一定会发生，前提是中方撤回稀土管制。而中国商务部在次日（14 日）的发布会上亦肯定了双方仍在进行沟通，解释中方的稀土出口管制措施是由于美方不顾中方劝阻在第四轮会谈后的 20 多天内，密集出台 20 项对华打压措施，并重申中方的立场是美方要停止出台新的限制措施。

情况在 10 月下旬有所转变：10 月 24-27 日中美在马来西亚的第五轮经贸磋商上，就多项贸易问题形成初步共识。据报道，双方讨论的议题包括延长对等关税暂停期、芬太尼、农产品采购、船舶停靠费、TikTok、全球和平计划和出口管制等。美方称，之前威胁的加征 100%关税或不会实施，但不会改变针对中国的出口管制措施（未得中方确认），中方将大量采购大豆并延迟稀土出口管控。我们认为美方收紧出口管制是此轮关税冲突升级的重要导火索，若美方在此问题上不让步，中方或难以答应延迟稀土出口管制。而中方亦表示会扩大双边贸易，这和美方声称的加大采购大豆相适应。在芬太尼问题上，美方透露中方同意在该问题上展开合作，而中方贸易代表[李成钢则表示相信](#)双方已就芬太尼问题达成共识，这或意味着此前美国对中国以芬太尼为由加征的 20%关税有可能被移除。更多细节还需要等到 10 月 30 日的中美两国元首会晤、双方领导人批准后才能公布。

我们依然认为中美关税在今年年内大概率仍会维持现状，但明年关税冲突仍有再起可能。我们相信在月底的中美元首会晤后，中美贸易关系或再次进入一段时间的平静休战期。从目前透露的谈判信息来看，双方谈判的核心依然是短期利益为主——以放松科技管制换取稀土出口。考虑到“卡脖子”的稀土提纯工艺，美方短期内或不得不同意以放松科技管制换取稀土出口。而从中方的角度来看，美国研发稀土工艺的时间将为中国进一步提高半导体产业的自给自足率提供缓冲期。考虑到特朗普上一任期内一波三折的中美谈判以及当前谈判更多聚焦于短期话题，我们认为明年中美关税冲突仍有突然爆发的可能性。不过，从双方的经济体量以及现阶段的贸易联系来看，双方正常贸易往来长期阻断的可能性依然很低。

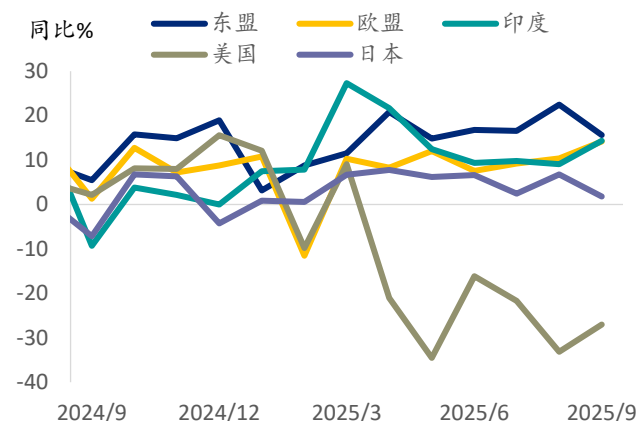
从进出口数据来看，中国对美出口增速9月边际改善，但跌幅仍较大。中国对美国的出口跌幅9月收窄6.1个百分点到-27%（图表2）。自特朗普二次上任后对中国商品加征关税以来，中国对美国的出口增速自今年4月起转负，平均同比增速跌至-26%左右。对美国出口在中国总出口中的占比从2024年的15%下降到了2025年前三季度的11%。从高频数据来看，中国发往美国的集装箱数量10月上半月基本和去年同期持平，下半月开始突然下滑（图表3）。

图表 1：特朗普上任以来中美贸易关系重要事件一览



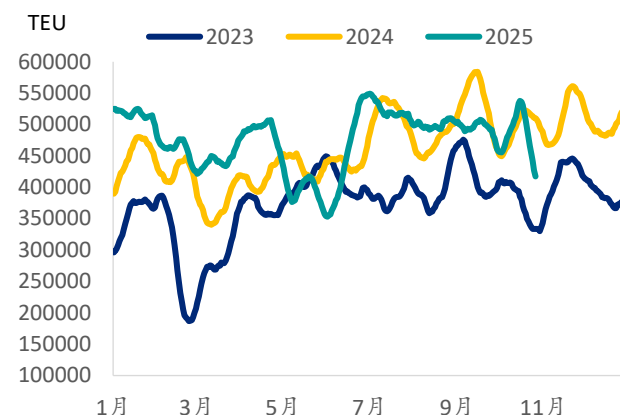
资料来源：新闻整理、浦银国际

图表 2：中国对美国出口同比跌幅 9 月收窄



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 3：从中国出发前往美国的集装箱船 10 月上半月基本和去年同期持平，下半月开始突然下滑



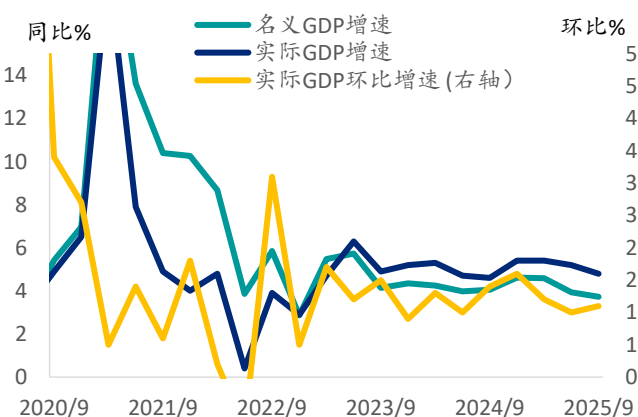
资料来源：Bloomberg，浦银国际

数据回顾：三季度经济增速略超预期，但 9 月实体经济

数据显示内需继续走弱

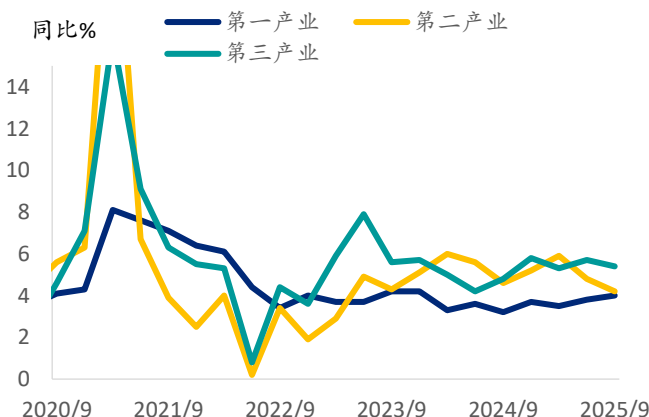
三季度经济增速略微放缓，但继续超预期。三季度实际经济同比增速再下滑 0.4 个百分点到 4.8%，仍略好于市场预期（4.7%）。名义 GDP 增速再下滑 0.2 个百分点到 3.7%。三季度环比经济增速较下修后的二季度经济增速加快 0.1 个百分点到 1.1%，显著好于市场预期的 0.8%（图表 4）。分行业看，第二产业经济同比增速的下滑幅度大于第三产业（图表 5）。按支出法来看，三季度经济增速的下滑主要是因为资本形成贡献的下降（三季度：0.9%，二季度：1.3%），而净出口和最终消费对 GDP 的贡献均持平，分别在 1.2 和 2.7 个百分点（图表 6）。此外，累计城镇居民人均实际可支配收入增速较今年上半年再下滑 0.3 个百分点到 4.4%，跌幅继续大于实际经济增速（图表 7）。

图表 4：三季度实际和名义 GDP 同比经济增速均下滑，但实际 GDP 环比增速略微回升



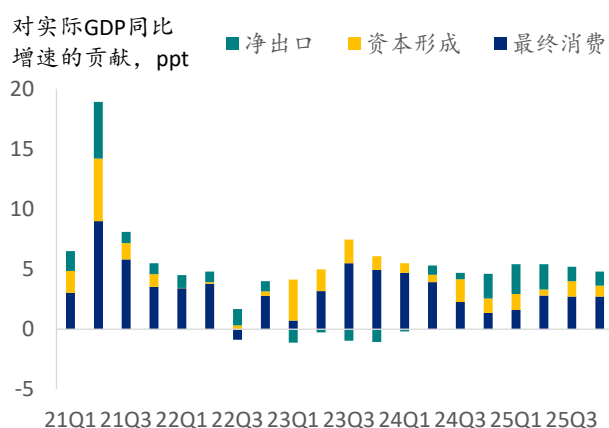
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 5：分行业看，今年第三季度第二产业经济同比增速放缓明显，第三产业增速亦有所下滑



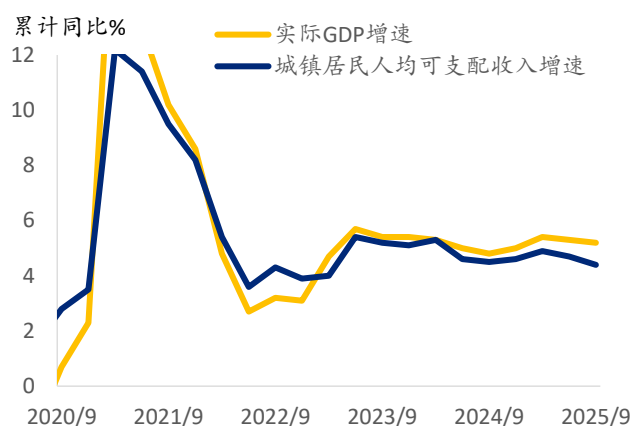
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 6：三季度经济增速放缓主要是因为资本形成贡献的下滑



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 7：累计城镇居民人均可支配收入增速的下滑速度继续大于实际经济增速



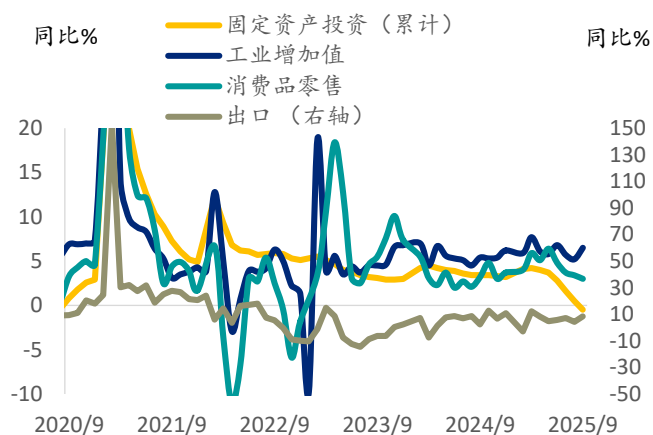
资料来源：同花顺，浦银国际

虽然三季度 GDP 同比增速略好于市场预期，但是 9 月实体经济数据凸显供需不平衡，四季度经济增速或继续放缓。尽管从工业生产来看，供给端数据 9 月有所改善，但内需相关指标仍全面走弱：从消费的角度来看，虽然三季度最终消费对 GDP 的贡献和二季度持平，但是社会消费品零售增速已经从二季度的平均 5.4% 下降到三季度的 3.4%，9 月更是跌至 3.0%（图表 8）。而在四季度，消费还将面临基数升高和可支配收入增速继续下滑的挑战。7 月底公布的育儿补贴和逐步推行免费学前教育等促消费政策成效仍有待观察。

从投资的角度来看，固定资产投资累计同比增速在 9 月已经转负到 -0.5%。我们认为接下来基建投资或是支撑整体固定资产投资的关键所在（图表 9）。9 月底新设的新型政策性金融工具以及 10 月中旬财政部宣布的地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方以及承诺提前下达 2026 年新增地方政府债务限额等操作均有助于基建投资的恢复。然而，这可能存在一定的时滞。此外，仅仅是基建投资增速的恢复是否足以弥补房地产和制造业两大行业投资的放缓也尚待验证。从房地产来看，不论是 9 月硬数据（图表 10）还是 10 月以来的高频数据（图表 11）均显示自 4 月起的房产销售走弱趋势仍在继续，拖累房地产投资跌幅加快扩大。尽管 8-9 月的一系列购房政策有所优化、尤其是在一线城市，但是目前为止成效似乎较为有限。从制造业来看，特朗普 10 月重提加征中国商品关税或让本就走弱的制造业企业的投资信心雪上加霜。

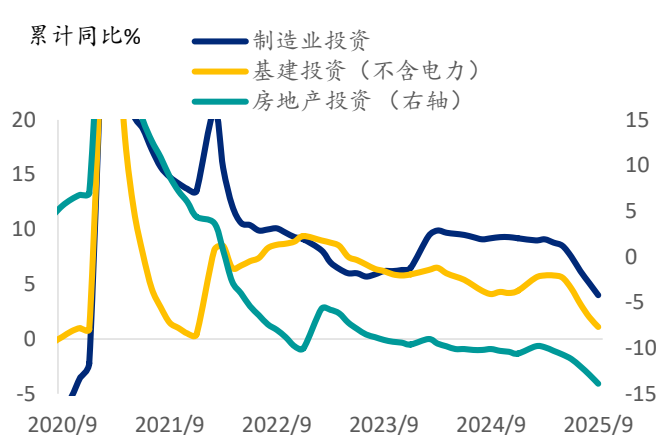
从外需的角度来看，尽管数据仍具韧性，前景却存在较大下行风险。9 月出口增速超预期反弹 3.9 个百分点到 8.3%，商品贸易顺差继续维持在 900 亿美元以上。然而，10 月中美关税冲突突然再起。虽然就第五轮贸易会谈的情况来看，双方或再次达成暂时“休战”，但是中美贸易关系的不确定性或将一直存在，影响中国对美出口。即便美国没有进一步加征进口中国商品关税，中国对美国的出口增速亦可能在现有关税水平上进一步下滑。我们认为对美出口的下降仍将影响整体出口表现，预计中国四季度出口增速或从三季度的 6.6% 明显滑落，甚至在高基数的情况下个别月份出口增速有可能转负。

图表 8: 9 月出口和工业增加值同比增速回升, 消费和投资增速继续下滑



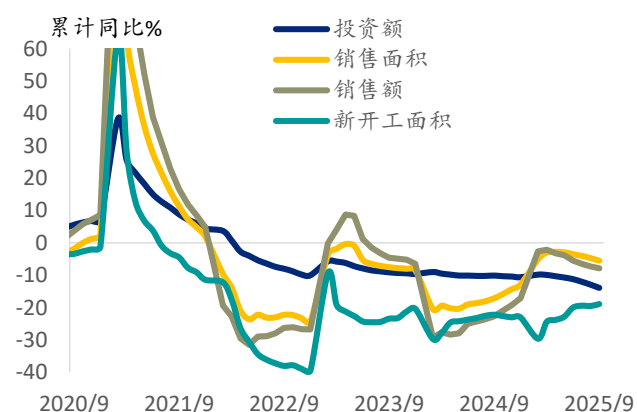
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 9: 固定资产投资三大分项 9 月均继续下滑



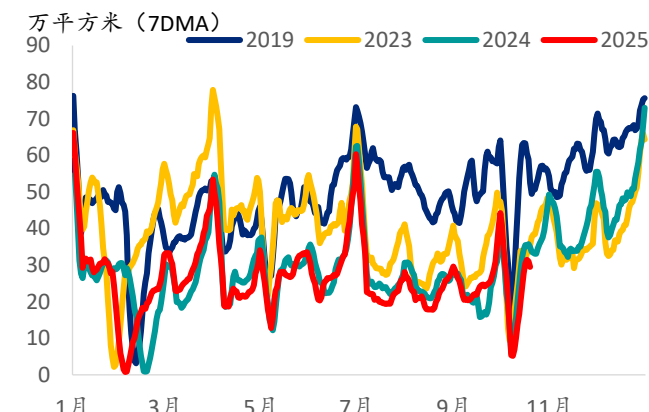
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 10: 9 月房地产投资和销售数据走弱, 新开工跌幅收窄



资料来源: 同花顺、浦银国际

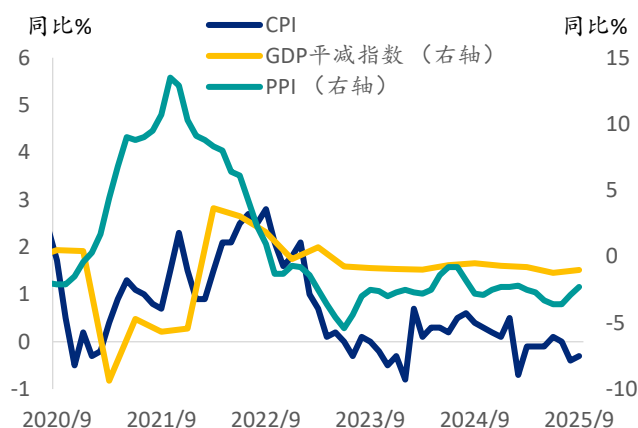
图表 11: 30 大中城市商品房销售 10 月前 27 天较去年同期跌 20.4%, 弱于 9 月的 17.0%正增长



资料来源: 同花顺、浦银国际

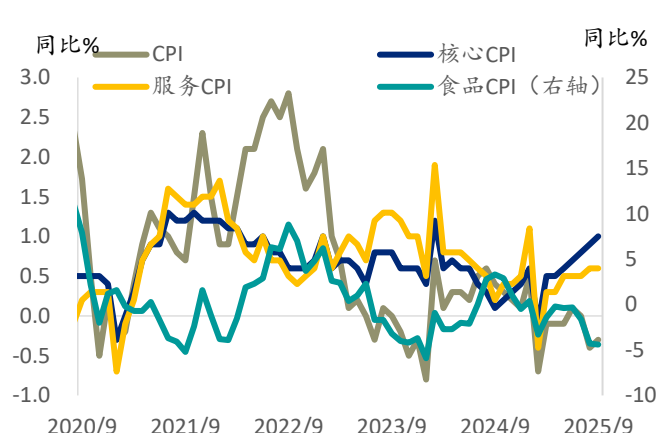
此外, 低迷通胀在“反内卷”帮助下仅边际改善。我们根据实际和名义 GDP 增速推算, 三季度 GDP 平减指数大约在-1%, 负的平减指数已经维持了整整 3 年时间 (图表 12)。从月度数据来看, 9 月 CPI 同比通胀率虽然略有回升, 但仍略逊于市场预期。核心 CPI 连续 5 个月回升 (图表 13), 但这得益于金价上升导致的黄金珠宝价格上涨以及耐用品价格的温和回升, 这些推动因素并不一定能持久。服务 CPI 同比通胀率仍维持在 0.6% 不变。与此同时, “反内卷”继续帮助缓解 PPI 的紧缩程度。从我们制造的 PPI 分行业热力图来看, “反内卷”对上中游行业的价格改善作用要明显强于下游, 下游行业的定价权或仍在需求端 (图表 14)。

图表 12: PPI 的紧缩程度 9 月继续改善, GDP 平减指数从二季度的-1.2%升到三季的-1.0%



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 13: CPI 同比通胀率 9 月略微改善, 核心 CPI 持续 5 个月回升



资料来源: 同花顺、浦银国际

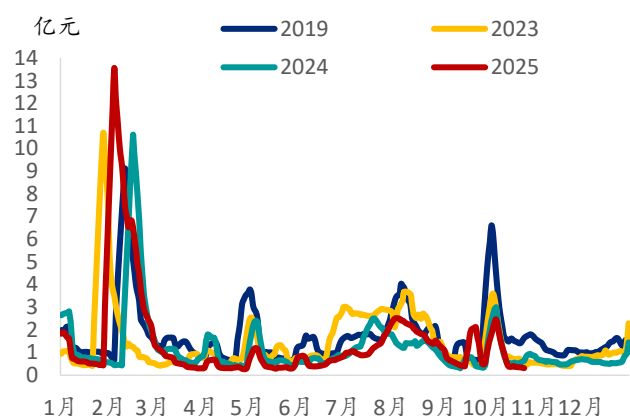
图表 14: PPI 分行业热力图: “反内卷”对上中游行业的价格改善作用要明显强于下游, 下游行业的定价权或仍在需求端

月份	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10
上游												
煤炭开采和洗选业	-0.4	-1.0	-1.6	-1.7	-1.6	-1.5	-1.5	-1.0	-0.5	0.0	0.3	0.5
石油和天然气开采业	0.3	0.1	-0.6	-0.7	-1.3	-1.2	-0.7	-0.3	-0.1	-0.7	-1.5	-2.0
黑色金属矿采选业	2.4	1.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.8	-1.3	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6
有色金属矿采选业	-0.7	-1.4	-1.8	-2.1	-1.7	0.5	1.1	1.1	0.8	1.0	1.1	0.9
非金属矿采选业	-2.1	-2.2	-2.1	-1.8	-0.7	0.2	0.0	0.3	0.4	0.5	0.4	1.0
中游												
化学纤维制造业	-0.9	-1.5	-1.6	-1.5	-1.7	-1.8	-1.5	-1.5	-1.5	-1.6	-1.4	-2.0
橡胶和塑料制品业	-1.7	-1.9	-2.2	-2.0	-0.4	-0.1	0.9	1.2	1.4	1.2	1.0	1.0
非金属矿物制品业	-1.2	-1.5	-1.2	-0.4	1.0	1.2	0.8	0.9	1.3	1.6	1.8	1.5
黑色金属冶炼和压延加工业	2.5	2.6	-0.3	-1.0	-0.7	-0.3	-0.7	-1.0	-1.2	-1.1	-0.8	-0.7
有色金属冶炼和压延加工业	0.0	-0.5	-1.4	-2.1	-2.4	-1.5	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.8	0.0	-0.8	-0.9	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.8	-1.3	-1.9
化学原料和化学制品制造业	-0.3	-0.8	-1.4	-1.2	-1.0	-0.4	-0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.5
金属制品业	1.3	-0.3	-1.7	-1.5	-1.0	-1.1	-1.3	-1.0	-0.8	-0.3	-0.2	-1.2
通用设备制造业	-1.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.1	-1.2	-1.9	-1.5	-1.3	-0.6	-1.1	-0.9
专用设备制造业	1.4	-0.2	0.1	-0.5	-0.6	-0.7	-1.2	-0.7	-2.2	-1.4	-1.8	-2.2
下游												
农副食品加工业	1.4	1.2	0.9	0.3	1.1	0.7	0.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.9	-1.2
食品制造业	0.2	0.5	0.9	0.9	1.2	1.5	1.1	-0.8	-1.3	-0.8	-1.6	-2.0
酒、饮料和精制茶制造业	1.3	0.5	2.3	1.3	0.9	0.1	-0.3	-0.6	-0.9	-1.2	-1.2	-1.2
烟草制品业	0.0	0.1	0.2	0.3	0.0	-0.2	0.3	0.3	0.0	-0.6	-1.0	-1.1
纺织业	-0.5	-0.6	-1.3	-1.1	-1.4	-1.5	-1.5	-1.5	-1.0	-1.2	-1.6	-1.6
纺织服装、服饰业	-1.9	-0.9	-1.0	0.0	-0.6	-0.7	-1.9	-1.2	-0.2	-0.3	-0.4	-1.3
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.9	-1.3	-1.9	-1.6	-1.0	-1.6	-1.1	-0.3	-1.3	1.0	0.2	0.3
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-0.9	-1.2	-1.4	-1.5	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	-2.1	-1.5	-0.1	0.8
家具制造业	-0.1	-1.6	-1.3	-1.6	-1.4	-0.8	-0.2	-0.6	-1.5	-1.8	-1.9	-1.2
造纸和纸制品业	1.5	-0.4	-0.5	-0.4	-0.8	-0.9	-0.3	1.0	1.0	0.6	-0.1	0.3
印刷和记录媒介复制业	0.0	-1.6	-0.8	0.4	-0.4	0.5	-0.3	-0.4	-0.3	0.5	-0.2	-0.3
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.7	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3	1.6	2.2	1.8	1.9	1.9	2.2
医药制造业	-1.7	-2.0	-2.0	-1.6	-2.3	-2.0	-1.4	-0.4	-0.9	1.0	-0.4	-0.9
汽车制造业	0.1	0.6	0.5	1.3	-0.4	-0.8	-1.1	-0.8	-1.0	-2.1	-1.7	-2.2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-1.2	-2.0	-1.8	-1.4	-1.1	-0.6	-0.9	0.8	0.3	0.1	0.5	0.6
电气机械和器材制造业	0.3	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	1.3	1.4	1.7	1.6	1.4	1.4	1.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.6	-0.2	-0.2	0.1	0.3	-0.3	-0.4	1.2	1.3	1.3	0.1	-0.4
仪器仪表制造业	1.5	1.8	1.3	1.0	0.3	-0.1	0.0	-0.3	0.1	-0.4	-1.2	-1.4
废弃资源综合利用业	1.8	1.6	-1.1	-1.6	-1.4	-0.7	-0.6	-0.7	-0.8	-0.4	0.0	-0.5
金属制品、机械和设备修理业	0.0	1.1	1.1	0.7	1.0	1.6	0.8	1.0	2.0	2.4	1.2	1.2

资料来源: 同花顺、浦银国际

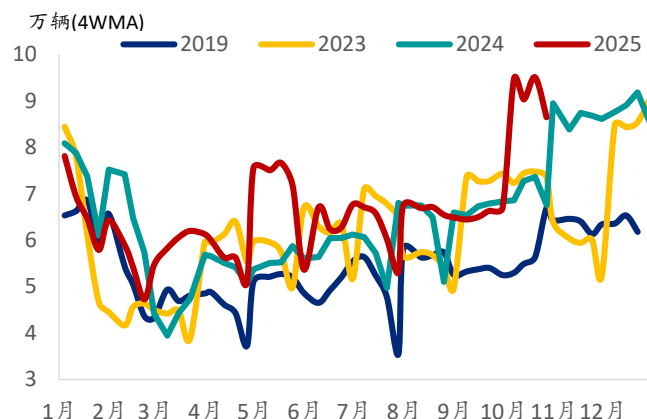
10月大部分高频数据显示经济动能或并无显著改善。服务消费方面，电影票房在10月黄金周较9月淡季走高，但仍弱于去年同期。10月其余时间电影票房亦不及去年同期（图表15）。实物消费方面，高频数据显示10月前三周汽车销量较9月猛增，且远超去年同期，是高频数据中唯一环比和同比均显著改善的数据（图表16）。投资方面，与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青开工率在9月中下旬反弹后，10月再次回落（图表17）。出口方面，中国重点港口货物吞吐量10月继续下滑，但仍好于去年同期（图表18）。

图表 15：电影票房在10月黄金周以及其余10月时间内均弱于去年同期



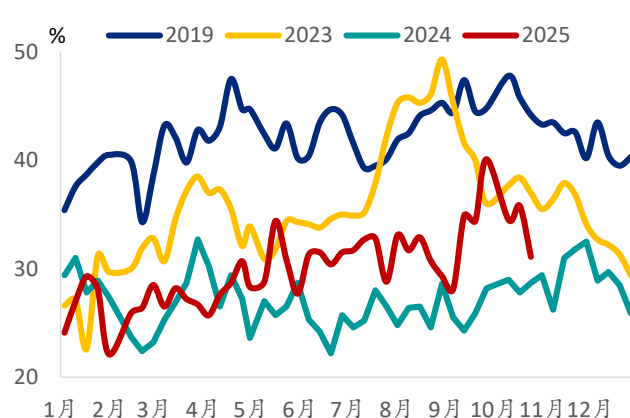
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16：10月前三周乘用车销量猛增，远超去年同期



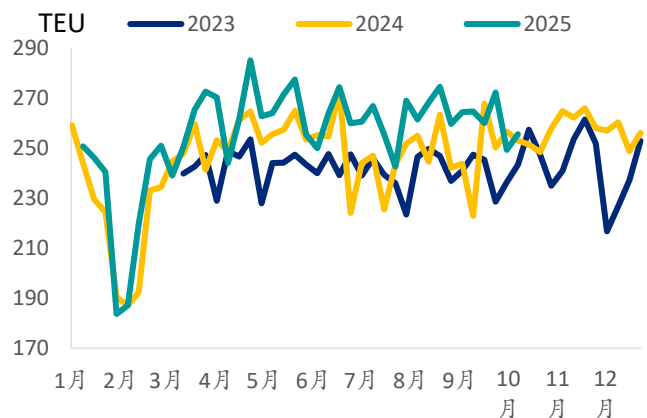
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 17：沥青开工率在9月中下旬反弹后，10月开始回落



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 18：中国重点港口货物吞吐量10月继续回落，但仍好于去年同期



资料来源：同花顺、浦银国际

短期政策展望

二十届四中全会公报明确了落实为主、边走边看的宏观政策短期方向。公报强调要“坚决实现全年经济社会发展目标”。在今年前三季度累计经济增速仍达 5.2%的情况下，我们认为这一目标大致可以实现。在政策上，公报再次强调“五稳”（稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘），并要求“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”等。

考虑到今年经济增速目标基本可以实现，我们认为今年接下来的经济刺激政策将是视经济运行情况而定的、适度的：

财政政策上重点放在落实 9 月起发布的稳投资措施和观望 7-8 月促消费政策的成效。继 7-8 月密集发布一系列促消费政策措施之后（生育补贴、学前教育免费等），9-10 月的政策重点落在稳投资上（图表 19）。9 月底，政府推出新型政策性金融工具稳投资，规模共 5000 亿元。国家开发银行宣布截至 10 月 17 日，国开新型政策性金融工具已经投放 1893.5 亿元、或可拉动项目总投资约 2.8 万亿元。10 月 17 日，财政部宣布从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，比去年同期高出 1000 亿元。财政部同时承诺将继续提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。这些举措均将为提振基建投资提供充足的资金支持。基建投资增速或在年底前触底反弹。

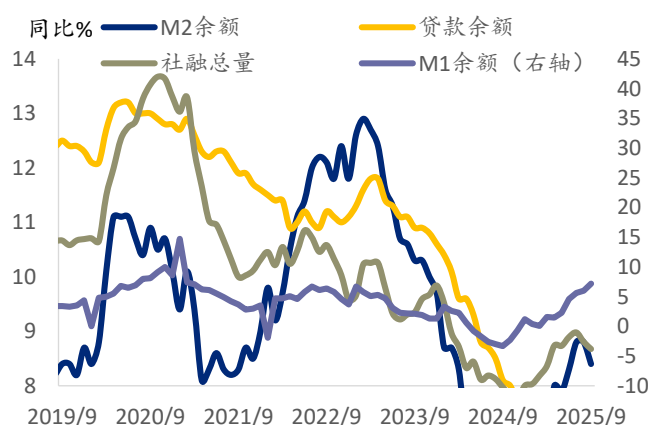
图表 19：今年 7 月起促内需相关政策汇总

	时间	政策	具体内容
稳投资	7 月 19 日	雅鲁藏布江下游水电工程正式开工	该项目总投资为 1.2 万亿元，以长江三峡大约造了 8 年时间作为参照，每年 1,500 亿元的投资就可以提高近 0.3 个百分点的固定资产投资增速。
	8 月 8 日	新藏铁路公司成立	根据路线长度和建造难度来看，这条起自新疆和田，到西藏拉萨的铁路造价或在 3000-4000 亿元之间。
	9 月 29 日	推出新型政策性金融工具	规模共 5000 亿元，将全部用于补充项目资本金。截止到 10 月 17 日国开新型政策性金融工具已经投放 1893.5 亿元。
	10 月 17 日	地方政府债务结存限额下达地方和承诺提前下达 2026 年新增地方债务限额	在前三季度财政收支情况新闻发布会上，财政部宣布将安排 5000 亿元下达地方，比去年高 1000 亿元。财政部同时承诺将继续提前下达 2026 年新增地方政府债务限额。
促消费	7 月 28 日	《育儿补贴制度实施方案》	从 2025 年 1 月 1 日起，3 周岁以下婴幼儿每人每年发放 3,600 元补贴。今年初步安排预算 900 亿元左右，中央总体承担约 90%。
	8 月 5 日	《关于逐步推行免费学前教育的意见》	从今年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费。财政部副部长郭婷婷称仅今年秋季一个学期，就可以减少家庭支出 200 亿元。
	8 月 12 日	《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	9 月 1 日到明年 8 月 31 日之间，5 万元以下的个人消费贷款以及单笔 5 万元以上的汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费可享受财政贴息。年贴息比例为 1%。
	8 月 12 日	《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》	对于经办银行向服务业经营主体发放的贷款，财政部门对经营主体进行贴息，贴息期限不超过 1 年，年贴息比例为 1%，中央和省级财政分别承担贴息资金的 90%、10%。单户享受贴息的贷款规模最高可达 100 万元。

资料来源：新闻整理、浦银国际

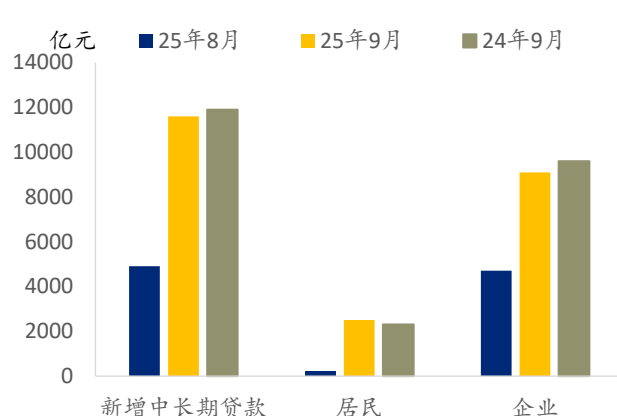
货币政策上或采取边走边看模式。从内部条件来看，9月信贷数据显示信贷需求未见边际改善（图表 20）：9月新增人民币贷款较去年同期少增 3000 亿元，尽管这主要是因为短期贷款的缩减，而中长期贷款亦略微减少 300 亿元（图表 21）。不过市场利率仍维持在较低水平上（图表 22）。从外部条件来看，由于美国政府“关门”，美联储降息预期近期又有所升温。美联储的潜在降息和近期人民币汇率较为稳健的表现，为中国降息创造了更有利的外部政策空间（图表 23）。然而，从 9 月起的政策努力来看，中央政府似乎把稳经济的政策重点更多地放在了财政政策上。再加上今年 5.0% 的经济增速目标大概率可以实现、M1 增速的持续上升和表现优异的股市，我们认为货币政策或以观望为主，如有需要，今年仍有可能再次降准降息（降准 50 个基点、降息 10 个基点）。如果接下来经济运行情况尚可，那么降准降息或被延后到明年一季度。

图表 20：9 月 M2、贷款和社融总量增速均下滑，但 M1 增速持续加快



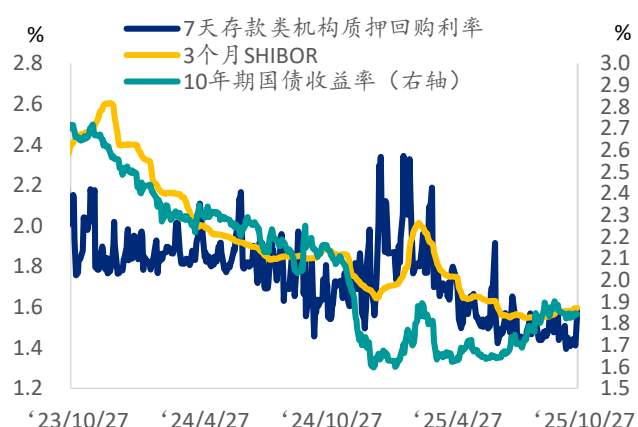
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 21：新增人民币贷款较去年同期下降明显，其中中长期贷款亦略微减少



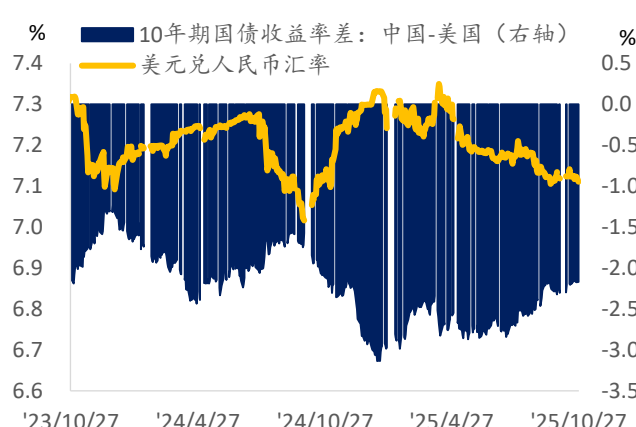
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 22：市场利率仍维持在较低水平上



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 23：中美息差的收窄和稳定的人民币表现打开了降息的外部条件



资料来源：同花顺、浦银国际

房地产政策短期或以观望此前需求端放松政策成效为主，中期仍有加码空间。自从今年8月18日国务院第九次全体会议上，国务院总理李强再次强调“巩固房地产市场止跌回稳态势”之后，我们发现政策行动主要集中于需求端，一线城市纷纷优化了购房政策，而有些低线城市则发布了新的现金补贴或购房券政策。全国层面供给端方面的政策仍较为缺乏。考虑到近期政府对房地产政策着墨不多，我们认为房地产政策短期仍以观望此前需求端放松政策成效为主。中期来看，二十届四中全会公报提出要“推动房地产高质量发展”。相较上届四中全会并未提及房地产行业，这一变化预示着中央在“十五五”期间对房地产高质量发展的重视。而此后发布的《建议》则提供了更多细节，包括“加快构建房地产发展新模式，完善商品房开发、融资、销售等基础制度。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。因城施策增加改善性住房供给。建设安全舒适绿色智慧的‘好房子’，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。建立房屋全生命周期安全管理制度”。我们相信中期房地产支持政策仍必不可少，以房企去库存（增加保障房供应）等为重要抓手。需求端政策也有望进一步放松。

中期政策展望：四中全会为“十五五”规划提供哪些线索？

二十届四中全会公报和而后发布的《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》（简称《建议》）强调了经济发展的重要性、以及显著的经济再平衡要求。我们将“十五五”时期的主要目标归纳为高质量发展和国家安全、社会稳定并重，坚持科技创新、产业升级和深化改革。包含具体数字目标的“十五五”规划纲要全文则要等到明年两会全国人大常委会审议通过后发布。我们总结本次公报和《建议》的要点如下：

经济发展仍是硬道理，需兼顾国家安全。公报中有几处表述体现了经济发展的重要性：1）公报指出，“‘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。”2）在“十五五”时期经济社会发展的主要目标段落，公报进一步提出到二〇三五年实现“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”的具体目标。3）公报提出要“坚持以经济建设为中心，以推动高质量发展为主题，...，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，...，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。”这些提法意味着中央对经济增速仍有相当要求。我们预计2026-2030年的实际经济增速目标或在4.5%-5.0%的区间内，明年两会仍会设置当年具体经济增速目标，从目前来看目标或仍设在5%左右。除了量，公报亦提出了高质量发展以及统筹发展和安全的要求。在粮食、能源资源和重大基础设施安全的基础上，《建议》也提到了重要产业链供应链完全的重要性。

相较公报，《建议》更加凸显了经济再平衡在实现高质量发展上的重要性，其核心在于提升供给质量和扩大需求，这和我们此前[预期](#)较为吻合。具体地说：

（一）在供给端，在公报强调提高科技自立自强水平、建立全国统一大市场的基础上，《建议》将建设现代化产业体系放在首要位置。这三点或是改善供给质量的关键所在。

- 1) **科技创新：**为应对中美科技领域冲突的不断升级，公报提出了“科技自立自强水平大幅提高”以引领发展新质生产力的具体要求。在具体实现途径上，公报强调要“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。要加强原始创新和关键核心技术攻关，...，一体推进教育科技人才发展。”而《建议》中进一步提到“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、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破”。在过去十年，中国制造业的科技创新取得了长足的发展，在光伏和新能源汽车等领域均达到世界领先水平。尽管美国一再对中国半导体行业围追堵截，中国的芯片行业仍然取得了积极进展，自给自足率提升明显。然而，在基础科学和关键核心技术上，中国和美国等科研强国仍有一定差距。在四中全会的号召下，我们相信在《建议》中提及的关键领域的科技创新在“十五五”期间将迎来重大突破。
- 2) **建设现代化产业体系：**供给端政策上《建议》相对公报一大区别就是大力强调建设现代化产业体系，在《建议》中的优先顺序甚至高于科技创新。《建议》分别列举了需要优化提升的传统行业，培育壮大的新兴和未来产业，再加上需要采取超常规措施推动的关键科创产业，《建议》构想了一个完整的产业发展体系（图表 24）。
- 3) **建立全国统一大市场和综合整治“内卷式”竞争：**公报提出要“加快完善要素市场化配置体制机制，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”。而《建议》则将这一要求的具体化——“统一市场基础制度规则，完善产权保护、市场准入、信息披露、社会信用、兼并重组、市场退出等制度，消除要素获取、资质认定、招标投标、政府采购等方面壁垒，规范地方政府经济促进行为，破除地方保护和市场分割”。公报未提及“反内卷”这一行动是否会被弱化，不过《建议》明确提出要“综合整治‘内卷式’竞争”，并提到具体财税上的配合要求——“完善有利于统一大市场建设的统计、财税、考核制度；...；优化生产地和消费地利益分享”。

图表 24：建设现代化产业体系计划蓝图

措 辞	列举行业
优化提升传统产业	矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑
着力打造新兴支柱产业	新能源、新材料、航空航天、低空经济
前瞻布局未来产业	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
加强原始创新和关键核心技术攻关。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、基础软件、先进材料、生物制造

资料来源：同花顺、浦银国际

（二）在需求端，我们认为公报将重心放在扩大内需（促消费）和改善民生方面。

1) 扩大内需和促消费：公报提出要“投资于物和投资于人紧密结合，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”。此外，公报进一步提出“居民消费率明显提高”这一具体要求。这些变化或意味着政策重点或从以前的重供给侧，往需求供给并重的方向发展，尽管从目标优先级排序来看供给侧目标仍优先于需求侧。促消费或是扩大内需最重要内容。我们预计在明年两会后发布的“十五五”规划纲要或对居民消费在实际 GDP 的占比设置具体要求，或为占比五年内提升 3%-5%。在具体行动上，《建议》提到“扩大优质消费品和服务供给，...，统筹促就业、增收入、稳预期，...，合理提高公共服务支出占财政支出比例，...，增加政府资金用于民生保障支出，...，落实带薪错峰休假，...，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”等具体措施。

2) 改善民生：公报提出要“加大保障和改善民生力度”和“加强普惠性、基础性、兜底性民生建设”。《建议》进一步提供了具体建议，包括“提高居民收入在国民收入分配中的比重，...，实施城乡居民增收计划，...，逐步提高城乡居民基础养老金，...，扩大失业、工伤保险覆盖面，提高灵活就业人员、农民工、新就业形态人员参保率”。我们预计帮助降低居民预防性储蓄需求的社保医保改革或在“十五五”时期内取得积极进展，尤其是对于农村居民和农民工群体，低于城镇居民的社保医保待遇导致他们不得不多存钱以应对养老和疾病。此外，“促进高质量充分就业”、“促进人口高质量发展”等表述意味着稳就业、促生育的努力仍会继续。

汇率展望

我们预计今年接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.2 的区间内波动，年底点位或更接近 7.2。10 月以来，人民币不惧美元指数升值和中美关税冲突再起，兑美元汇率基本维持稳定，继续在 7.1-7.15 区间窄幅波动。同期 CFETS 人民币指数略微回升（图表 25）。虽然 9 月实体经济数据大多继续弱于预期，但是中国资本市场持续受到中外投资者的青睐，帮助提振了对人民币的信心。尽管如此，人民币兑美元汇率在绝大部分时间里并未跳出我们预测的汇率下限（在 7.1）。

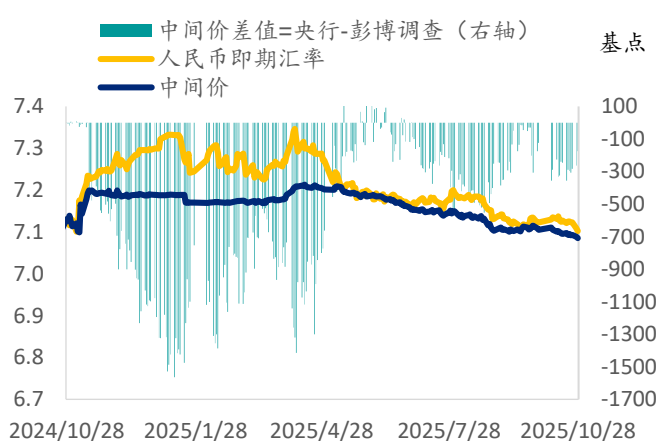
我们依然认为年内人民币或稳中略微贬值。从经济基本面来看，好于预期的三季度出口表现帮助支撑了人民币，然而我们预计出口增速在四季度或因为关税等因素开始走弱。同时我们预计经济增速在四季度将继续下滑。经济走势和出口的潜在走弱或影响人民币表现。从政策意图来看，考虑到关税对出口的压力，央行或并不希望人民币显著升值。

图表 25：10 月人民币兑美元汇率维持基本稳定



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 26：从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，在汇率接近 7.1 时，央行基本退出干预



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 10 月 23 日	二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索
2025 年 10 月 20 日	中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但 9 月实体经济数据显示内需继续走弱
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对中国加征 100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 30 日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025 年 9 月 29 日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025 年 9 月 15 日	中国宏观数据点评：8 月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025 年 9 月 2 日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：7 月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025 年 8 月 15 日	中国宏观数据点评：7 月实体经济数据走弱
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

