

# 繁荣起点周年再续，合力厚植沃土方兴

——元瞻经纬总量月报（2025 年 9 月）

## 报告要点：

### ● 本期观察：怎么看“924”一周年？

2024 年 9 月 24 日至 2025 年 9 月 19 日，A 股主要指数在全球市场中涨幅位居前列。同时，万得全 A 波动率处于近 15 年历史低位，市场整体风险收益性价比显著提升。正值“924”一周年之际，上证指数创下十年新高，我们认为这是“三重共振”的成果——资本市场投融资综合改革深化、国内基本面与预期改善、外部风险边际缓和，更反映出投资者对中国宏观前景的信心增强。与此同时，中国在人工智能、人形机器人等新兴科技领域正展现出快速崛起的潜力与世界级的竞争力，科技创新叙事与“反内卷”逻辑正在成为市场两条重要主线。

**资本市场投融资综合改革系统提升了“长钱长投”的制度环境。**首先，监管系统性约束和规范了上市公司分红行为，推动从“融资市”到“投资市”的转变。其次，随着中长期资金入市和公募基金改革推进，资本市场生态持续改善，以投资者利益为核心的同时为市场注入了可观的增量资金。

**更加积极有为的宏观政策有效改善基本面及市场预期。**当前基本面的改善主要源于三个方向的合力：一是“卸包袱”，即化解地方债务等历史存量风险。二是“促循环”，即着力畅通国民经济内循环。三是“谋发展”，即加快培育新质生产力，推动建设现代化产业体系。

**外部的不确定性和风险已有放缓的趋势。**自四月“对等关税”事件以来，中美在关税与非关税壁垒上的摩擦呈现前者降温，后者拉锯的状态。中美目前避免了双方因报复性互征关税而走向贸易全面脱钩的风险。

### ● 本期总量跟踪：促内需与反内卷促进供需逐步平衡，基本面回暖

**工业与生产篇：**政策层面对“反内卷”的关注度提升，“反内卷”成为打破物价下行螺旋重要政策抓手。8 月工业生产数据释放出生产趋弱和价格水平“抬头”两重信号，初步显现出价格水平向好的趋势；从中长期维度来看，制造业固投增速的下行或可在中长期与“反内卷”共振，推动 PPI 环比改善。

**消费篇：**在“两新”政策对相关商品的拉动下，8 月限额以上家具类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类、汽车类商品零售额分别同比增长 18.6%、14.3%、14.2%、7.3%、0.8%。消费者信心实现逐步修复。

**财政篇：**全国一般公共预算收入 8 月当月同比增长 2.03%，全国一般公共预算支出 8 月当月同比增长 0.82%。整体看，证券交易印花税增速表现亮眼，财政支出依旧聚焦于“人”。

**进出口篇：**以美元计价，8 月全国进出口总额（以美元计价）当月同比增长 3.1%，出口总额当月同比增长 4.4%，进口总额当月同比增长 1.3%。主要出口贸易伙伴中，整体上呈现对美出口弱，对非美出口依旧偏强的格局。主要出口商品中，整体上呈现消费品出口偏弱，部分机电产品出口表现较强的局面。

**金融与外汇篇：**8 月国内金融数据整体呈现“社融、信贷趋弱，M1 高增、M2 持平”的特点，实体经济融资需求仍待修复。汇率方面，银行结售汇差额收窄，人民币升值预期边际减弱。

### ● 风险提示

内外需超预期下滑；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期；政策理解偏差。

## 相关研究报告

1.《迈向繁荣新起点，本轮行情下的三条投资线索》

## 报告作者

分析师 汤静文  
执业证书编号 S0020524060001  
邮箱 tangjingwen@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

分析师 朱定豪  
执业证书编号 S0020521120002  
邮箱 zhudinghao@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

分析师 黄轩轶  
执业证书编号 S0020524120001  
邮箱 huangxuanyuan@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

联系人 陈兆祥  
邮箱 chenzhaoxiang@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

联系人 喻炜易  
邮箱 yuwei@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188



|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 12: 外资对中国市场的配置尚未回到高点 .....           | 11 |
| 图 13: 中国研发支出总额已仅次于美国 .....             | 11 |
| 图 14: 美国对华出口征收的实际税率提升已超过 30% .....     | 12 |
| 图 15: 我国对美出口依赖度已逐步下降 .....             | 12 |
| 图 16: CPI&PPI 连续多月持续低位徘徊 .....         | 13 |
| 图 17: 部分新兴产业深陷低价竞争泥潭 .....             | 13 |
| 图 18: 8 月工业生产小幅走弱 .....                | 16 |
| 图 19: 8 月 PPI 现“抬头”趋势 .....            | 16 |
| 图 20: 政策对相关商品的刺激作用 .....               | 17 |
| 图 21: 下达资金对消费的刺激作用 .....               | 18 |
| 图 22: 工资性收入: 当季值 (元) .....             | 19 |
| 图 23: 财产净收入同比增速 .....                  | 19 |
| 图 24: 农村居民可支配收入增速持续高于居民人均可支配收入增速 ..... | 19 |
| 图 25: 消费者信心逐步修复 .....                  | 20 |
| 图 26: 全国一般公共预算收入当月同比季节性表现 .....        | 20 |
| 图 27: 全国一般公共预算收入完成时序进度 .....           | 20 |
| 图 28: 税收收入与非税收入当月同比增速 .....            | 21 |
| 图 29: 8 月沪深交易所整体成交额同比增速超 250% .....    | 21 |
| 图 30: 7 月与 8 月税收主要税种同比增速 .....         | 21 |
| 图 31: 全国一般公共预算支出当月同比季节性表现 .....        | 22 |
| 图 32: 全国一般公共预算支出完成时序进度 .....           | 22 |
| 图 33: 7 月与 8 月全国一般公共预算支出主要项目同比增速 ..... | 22 |
| 图 34: 今年政府性基金支出强度较高 .....              | 23 |
| 图 35: 地方土地出让收入增速尚未回正 .....             | 23 |
| 图 36: 进出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 .....     | 23 |
| 图 37: 贸易顺差持续保持高位 .....                 | 23 |
| 图 38: 进口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 .....      | 24 |
| 图 39: 出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 .....      | 24 |
| 图 40: 人民币新增贷款 .....                    | 26 |
| 图 41: M1 与 M2 .....                    | 27 |
| 图 42: 人民币汇率与美元指数 .....                 | 27 |
| 图 43: 中美利差有所收窄 .....                   | 28 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 44：银行代客结售汇 .....                            | 28 |
| 表 1：公募基金费率三阶段改革详情 .....                       | 9  |
| 表 2：多地在财政预算调整方案中披露专项债额度用于偿还企业拖欠账款 ....        | 10 |
| 表 3：美国从中国进口的主要商品（按 HS4 编码统计）实际征收关税税率同比变化..... | 12 |
| 表 4：“反内卷”政策沿革 .....                           | 14 |
| 表 5：相关商品换新量及销售额 2024 年与 2025 年对比.....         | 18 |
| 表 6：主要出口目的地：出口金额（单位：亿美元）与整体出口份额变化 ....        | 24 |
| 表 7：主要出口商品金额（美元计价）同比增速（单位：%） .....            | 25 |
| 表 8：8 月社融分项及同比增减（亿元） .....                    | 26 |

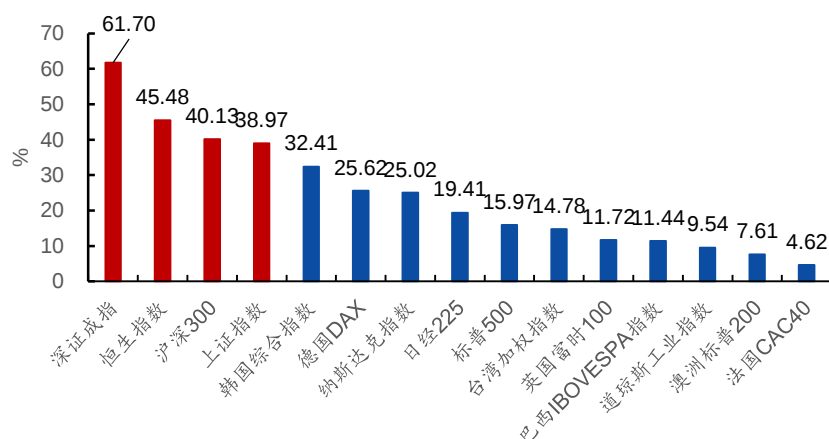
## 1. 本期观察：怎么看“924”一周年

2024年10月，我们在报告《迈向繁荣新起点，本轮行情下的三条投资线索》提出，在九月政治局会议的决策部署下，以“924一行一局一会”释放的政策组合拳有力支撑了基本面和流动性改善。正视内需是本轮行情反转的底层逻辑，以提升全要素生产率为核心的新质生产力相关产业政策是国家中长期战略主线，亦是结构性的投资机遇，市场风险偏好的修正，驱动了国内股债资产配置的再平衡。

正值“924”一周年之际，上证指数创下十年来新高，我们认为这是“三重共振”的成果——资本市场投融资综合改革深化、国内基本面与预期改善、外部风险边际缓和，更反映出投资者对中国宏观前景的信心持续增强。进一步拆解来看，在新“国九条”总体框架指引下，监管通过市值管理与中长期资金入市等举措，持续推动上市公司质量提升，优化“长钱长投”的制度环境。中央在宏观政策上协同与财政发力，有效托底内需，产业政策持续聚焦科技创新，“反内卷”持续优化供需结构。与此同时，外部不确定性在4月后呈现边际放缓的趋势。这些因素共同修复了国内外投资者对中国资本市场的预期。

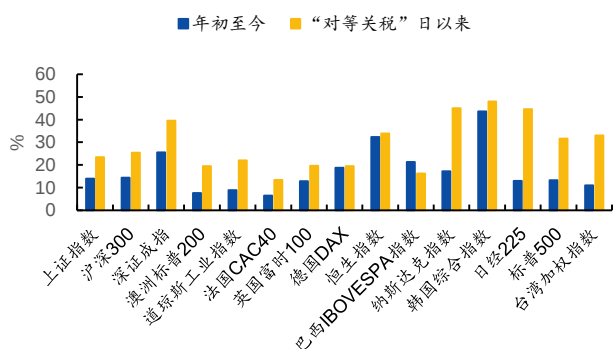
自2024年9月24日至2025年9月19日收盘，A股主要指数在全球市场中涨幅位居前列，深证成指、沪深300、上证指数分别累计上涨61.7%、40.13%、38.97%。同时，万得全A的波动率处于近15年的历史低位，其中，在今年指数向上攀升的7月中旬至8月中旬，滚动20个交易日的年化波动率一度降至个位数，处于2010年以来的5%以下分位区间。市场整体的风险收益性价比显著提升，不仅增强了投资吸引力，也一定程度上推动了国内居民超额存款向非银存款的转移，形成居民股市财富效应改善与资金入市比例提高的正向循环。

图1：24年9月24日以来，A股主要指数涨跌幅位居全球主要市场前列



资料来源：Wind，国元证券研究所；截止至2025年9月19日

图 2：“对等关税”事件冲击下，市场强势反弹



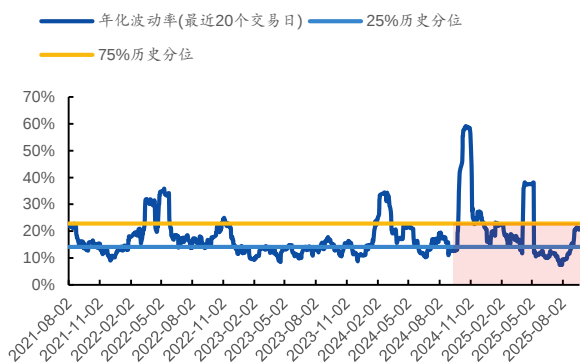
资料来源：Wind，国元证券研究所；至今截止至 2025 年 9 月 19 日；“对等关税”事件冲击选取 2025 年 4 月 7 日收盘价开始计算。

图 3：市场成交额较去年 9 月有明显的抬升



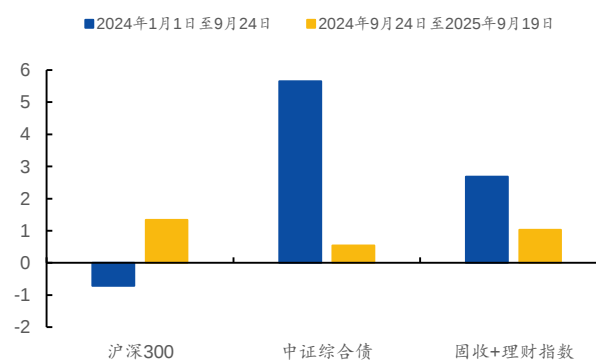
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：“924”以来，市场大部分时间处于低波动状态



资料来源：Wind，国元证券研究所；注：对数收益率；年化按 252 个交易日计算。

图 5：权益市场的夏普比率进一步改善，配置价值提升

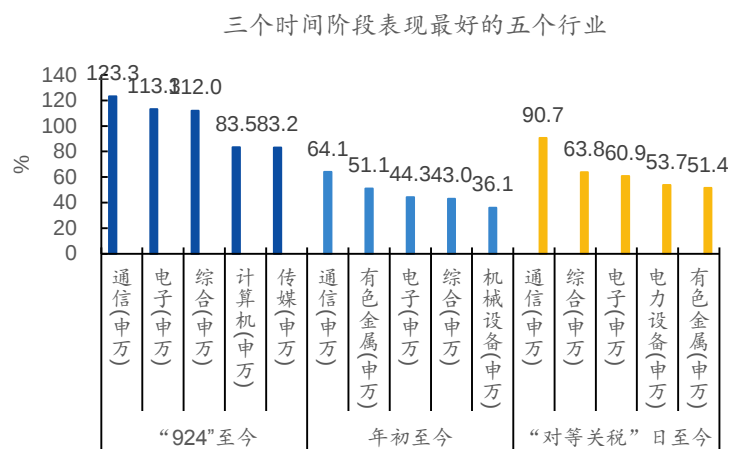


资料来源：Wind，国元证券研究所

市场行情主线方面，春节前后，一批中国企业不断展示前沿技术与创新产品，中国在人工智能、人形机器人等新兴科技领域正展现出快速崛起的潜力与世界级的竞争力，相关产业也逐步成为市场关注的主线和叙事，资本市场的含“科”量逐步提高。正如证监会在 9 月 22 日在国新办举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会上所指出的，目前 A 股科技板块市值占比超过 1/4，市值前 50 名公司中科技企业提升至 24 家。

科技创新叙事与“反内卷”逻辑正在成为市场两条重要主线。我们发现自 2024 年 9 月 24 日以来，随后延续到今年以来，再到近期“对等关税”事件冲击后的市场演绎，表现最突出的行业基本都与硬科技密切相关。例如，人工智能与人形机器人产业链相关的通信、电子与机械行业，相对宽基指数呈现出明显的超额收益。同时，在“反内卷”逻辑下，电力设备与有色金属行业也表现相对强势。这些板块不仅在产业逻辑上契合当前政策导向和全球科技竞争格局，也承载了市场对部分产业结构供需平衡的期待。

图 6：通信、电子等科技相关行业在过去一年中表现亮眼



资料来源：Wind, 国元证券研究所；截止至 2025 年 9 月 19 日

### 1.1 资本市场投融资综合改革系统提升了“长钱长投”的制度环境

从资本市场深化改革看，自去年 4 月新“国九条”发布以来，“1+N”政策体系在强化监管、稳定预期方面显著改善了市场生态。尤其是在投资端，一方面通过健全市值管理、提升上市公司质量，引导企业加大分红和回购力度，增强资本市场的整体吸引力；另一方面，围绕中长期资金入市和公募基金改革的“长钱长投”制度建设不断完善，在平抑市场波动的同时，为市场注入了可观的增量资金。

**首先，监管系统性约束和规范了上市公司分红行为，推动从“融资市”到“投资市”的转变。**自 2023 年以来，证监会多次对上市公司分红回购作出政策和制度性引导，并联合央行创新设立“股票回购增持再贷款”货币工具，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。

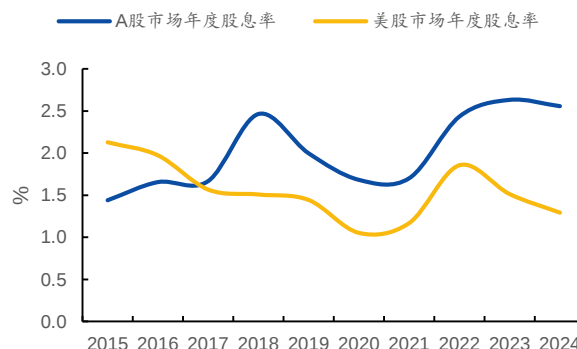
政策时间线方面，2023 年 12 月，证监会修订《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》，进一步强化现金分红导向，提升分红水平，并对长期不分红的公司增加披露约束。进入 2024 年，监管举措持续加码。3 月，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，对分红采取强约束措施，要求“要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束”，并鼓励一年多次分红，督促提高股息率。同年 11 月，证监会出台《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，鼓励上市公司合规运用并购重组、分红、回购等方式，推动公司质量与投资价值的匹配。从成果上看，根据证监会披露，2024 年全市场分红达到 2.4 万亿元，分红金额创历史新高，市场的分红回购已远超 IPO、再融资和减持的总规模，我们能看到 A 股市场正在由融资导向转向投资者回报导向。

图 7：2024 年 A 股累计现金分红规模创下历史新高



资料来源：Wind，国元证券研究所

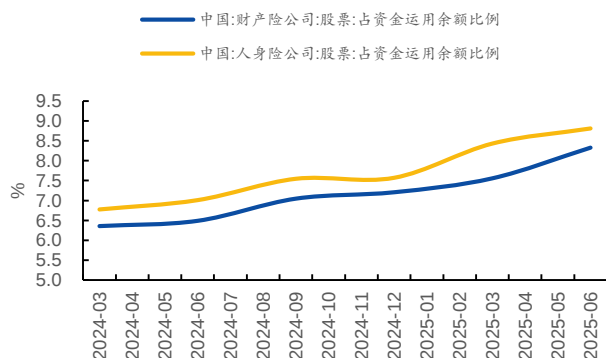
图 8：A 股的股息率与美股相比有一定的竞争力



资料来源：Wind，国元证券研究所

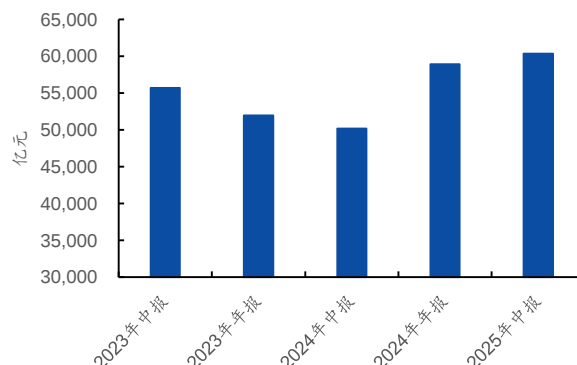
其次，随着中长期资金入市和公募基金改革推进，资本市场生态持续改善，以投资者利益为核心的同时为市场注入了可观的增量资金。2024 年 9 月政治局会议之后，中央金融办和证监会联合印发了《关于推动中长期资金入市的指导意见》(以下简称《指导意见》)，今年 1 月，中央金融办、中国证监会等六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，确定了包括保险、公募、养老金等在内的各类中长期资金提高投资 A 股实际规模、比例的具体指标要求。我们观察到，在半年之内，财产险和人身险公司股票投资占资金运用余额的比例分别较 2024 年提升了 1.12pct 和 1.24pct，股票余额合计增加约 6400 亿元。即便考虑股价上涨对余额的被动抬升因素，整体新增规模仍然相当可观。公募基金方面，根据 Wind 数据统计，2024 年中报披露显示，公募基金配置 A 股资产的总市值约为 5 万亿元，至 2025 年中报，该数值已突破 6 万亿元。综上所述，各类中长期资金正成为 A 股市场的“压舱石”。

图 9：保险公司配置股票的比例稳步提升



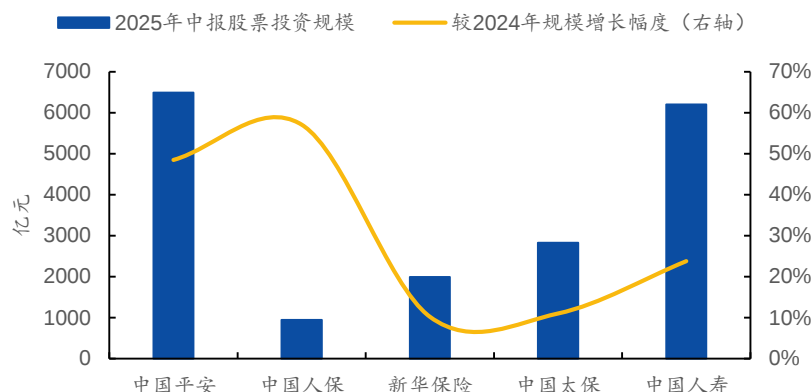
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：公募基金配置 A 股市值总额已突破 6 万亿元



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：五大上市保险公司股票投资规模均有较大幅度的增长



资料来源：Wind, 国元证券研究所

此外，随着公募基金三阶段费率改革全面落地，每年为投资者系统性让利约 500 亿元，我们认为这将进一步优化居民投资成本结构、提升持有体验，并强化长期资金配置意愿。

表 1：公募基金费率三阶段改革详情

| 主要阶段     | 时间         | 主要改革内容                                                                       | 为投资者让利预估 |
|----------|------------|------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 阶段一：管理费用 | 2023 年 7 月 | 主要降低主动权益类公募基金产品的管理费、托管费率                                                     | 约 140 亿元 |
| 阶段二：交易费用 | 2024 年 7 月 | 主要调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限，被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过 0.26%，其他类型则不得超过 0.52% | 约 68 亿元  |
| 阶段三：销售费用 | 2025 年 9 月 | 主要调降认购费、申购费等销售环节费率                                                           | 约 300 亿元 |

资料来源：证券时报，中国基金报，国元证券研究所整理

## 1.2 更加积极有为的宏观政策有效改善基本面及市场预期

在 7 月政治局学习体会的报告《持续加力，落实落细，奋力实现圆满收官》中我们曾判断，中央对上半年经济运行总体乐观，其基本面基础在于五点：一是实际经济增速超预期；二是内需的“稳定锚”作用日益凸显；三是高技术产业引领工业增长；四是地方债务化解取得显著进展；五是财政更加“投资于人”。

进一步对上述积极变化进行解读，我们认为，当前基本面的改善主要源于三个方向的合力：

一是“卸包袱”，即化解地方债务等历史存量风险。根据财政部在国新办举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会上的说明，化债是手段，发展是目的。地方化债本身是卸掉地方的历史包袱，可以腾挪出更多的资源来发展地方经济和保障民生。从化债阶段性的成果来看，根据财政部的介绍，在债务置换方面，2024 年 11 月人大常委会批准一次性增加的 6 万亿专项债务限额，目前已累计发行 4 万亿，基本已提前完成本年度置换债务的时序进度；在利息成本方面，各地置换后的利息成本降低超 2.5 个百分点，节约债务利息支出超过 4500 亿元。在隐性债务出清方面，截至 2025 年 6 月底，60% 以上的融资平台隐性债务已经清零。此外我们看到，以往

用来置换地方债务的地方“特殊新增专项债”用途进一步扩围，新增偿还拖欠企业账款等用途，目前已有云南省、湖南省、河北晋州市等多地的预算调整方案披露了专项债务用于解决拖欠企业账款。我们认为，这不仅有助于改善地方政府与企业之间的资金链关系，缓解企业流动性压力，也体现了地方债务化解政策在支持实体经济和优化营商环境方面的导向。

**表 2：多地在财政预算调整方案中披露专项债额度用于偿还企业拖欠账款**

| 地方政府   | 时间         | 披露文件                                                   | 主要内容                                                                                                                        |
|--------|------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 湖南省    | 2025 年 5 月 | 《关于 2025 年省级预算调整方案（草案）的报告》                             | 同时，按政策切出部分额度，根据各地符合条件的存量政府投资项目债务等因素测算分配，支持市县相关项目收尾， <b>清偿拖欠账款</b> ，防范化解风险。                                                  |
| 云南省    | 2025 年 5 月 | 《云南省人民代表大会财政经济委员会关于云南省 2025 年省本级财政专项预算调整方案（草案）的审查结果报告》 | 2025 年，财政部下达我省新增债务额度 1172 亿元，其中一般债务额度……；专项债务额度 955 亿元，包含用于项目建设的 230 亿元、 <b>用于解决地方政府拖欠企业账款的 356 亿元</b> 、用于补充政府性基金财力的 369 亿元。 |
| 河北省晋州市 | 2025 年 8 月 | 《晋州市人民政府关于 2025 年预算调整方案（草案）的报告》                        | 2. 专项债券 37600 万元，安排如下：……（7） <b>晋州市拖欠企业账款项目 10800 万元</b> 。                                                                   |
| 山东省威海市 | 2025 年 8 月 | 《关于 2025 年上半年威海市地方政府债券分配使用意见及市级预算调整方案草案的报告》            | 分配给市本级的 80800 万元新增债券中，全部为专项债券，纳入政府性基金预算管理。根据项目进展情况，拟安排如下：……（十三）化解市级存量项目工程款 800 万元。 <b>专项用于偿还市直机关事业单位工程类拖欠账款</b> 。           |

资料来源：湖南省财政厅，云南省人大，晋州市政府，威海市财政局，国元证券研究所整理

**二是“促循环”，即着力畅通国民经济内循环。**我们认为，这里的内循环主要有两个大方向。

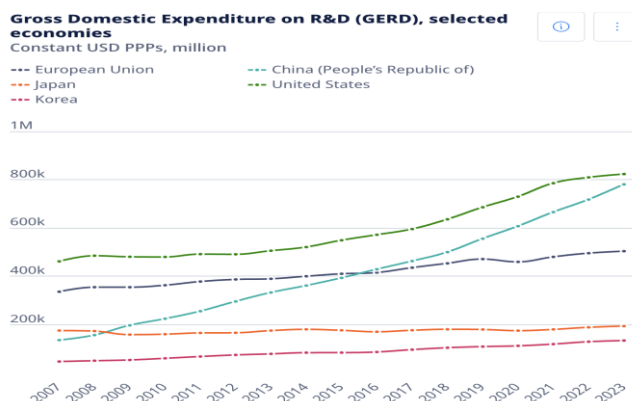
**首先是物价方面，着力构建健康的供需平衡循环。**以全国统一大市场为顶层设计，打破地方保护和市场壁垒，优化要素配置效率，从而稳定供需关系，破除企业和行业在无序低价竞争中对物价回升的压制。同时，以全方位扩大内需与“投资于人”的财政政策来夯实社会保障与消费基础，增强居民消费能力和意愿，从而保障了生产、分配、流通、消费各环节的顺畅流转，防止出现“生产过剩—需求不足—价格下行—企业利润下滑—投资收缩”的负向循环，确保经济在稳定价格环境下持续增长。**其次是资金面的循环**，这里同样有两个维度，即一外一内。一方面，对外持续改革开放，吸引长期资本流入。正如我们在陆家嘴论坛的学习报告中曾阐述，在当前逆全球化、美元作为全球主导货币被工具化与武器化、传统贸易体系面临冲击的复杂背景下，我国坚定不移地通过制度型开放，不仅是提升人民币国际化地位的必由之路，更在于有效分散外部风险，增强金融与贸易体系的韧性。通过在规则、标准、监管等制度层面的深度开放，构建一个更加稳定、多元的外部合作网络，以争取更多志同道合的国际伙伴，近期出口数据在“对等关税”背景下所表现出的韧性，也可以部分印证成效。另一方面，在对内的资金循环中，提升金融服务实体经济的水平，确保资金能够有效、精准地流向最需要的领域。具体表现为：优化融资结构，提高直接融资比重，通过资本市场改革（如近期证监会所释放的科创板、创业板、北交所改革信号）增强对科技企业的包容性和适配性；引导资金“脱虚向实”，防范资金空转与过度投机，充分运用结构性货币政策工具（如 4 月政治局会议所提及的政策性金融工具），将更多金融资源配置至先进制造业和高技术产业等关键领域，更好支撑新质生产力的发展。

图 12：外资对中国市场的配置尚未回到高点



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：中国研发支出总额已仅次于美国



资料来源：OECD 主要科学技术指标数据库，国元证券研究所；截止 2025 年 3 月

三是“谋发展”，即加快培育新质生产力，推动建设现代化产业体系。总的来说，推动科技创新的内涵是在于通过与产业创新的深度融合，加快推动科技成果转化为现实生产力，从而提高全要素生产率，带动经济增长。科技部在 9 月 18 日国新办举行的“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会上阐述科创与产业创新的融合具体体现在三个层面。首先，产业结构持续高端化。规上高技术制造业规模不断壮大，其增加值较“十三五”末增长 42%，“三新”经济增加值占 GDP 比重达 18%，人工智能、生物科技等前沿领域正形成新的增长点。其次，企业创新主体地位强化。企业研发投入占比超 77%，入围全球工业研发投入 2000 强的中国大陆企业数增至 524 家。同时，高新技术企业数量已突破 50 万家，较 2020 年增长 83%。最后，重大科技成果加速涌现并转化为产业优势。“天宫”探空、“嫦娥六号”探月、“海斗一号”探海等实现重大突破。C919 商飞、新能源汽车、5G 通信、北斗导航等技术已大规模应用并形成全球竞争力。同时，在第四代核电、特高压输电、清洁能源等领域也确立了世界领先地位。

### 1.3 外部的不确定性和风险已有放缓的趋势

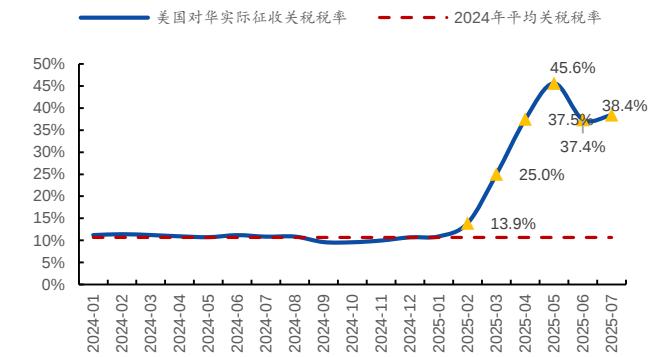
9 月 14 日-15 日，中美代表团在西班牙马德里举行了自 5 月日内瓦、8 月斯德哥尔摩以来的第三轮经贸会谈。根据新华社的通稿，此次会谈中美双方围绕 TikTok 及中方有关关切问题进行了坦诚、深入交流，就以合作方式妥善解决 TikTok 相关问题，减少投资障碍，促进有关经贸合作等达成了基本框架共识。特朗普也随后在自己的社交媒体平台（Truth Social）上进一步表达了对本次会谈及后续领导人在峰会接洽的乐观看法。

整体上从时间线上看，自四月“对等关税”事件以来，中美在关税与非关税壁垒上的摩擦呈现前者降温，后者拉锯的状态。我们认为，中美目前避免了双方因报复性互征关税而走向贸易全面脱钩的风险，但长期来看，特定行业领域战略脱钩的风险依然较大。即使考虑到取消和暂停的关税，目前美国对华进口商品所征收的关税水平，仍然远远高于 2024 年。

从出口角度看，上半年美国对华实际进口税率提升幅度较大的商品，不仅包括钢铁及汽车零部件，也集中在家具（同比+14.03%）、衣物（同比+16.04%）、玩具（同比+13.69%）等劳动密集型产业商品。关税压力或直接影响相关行业的就业稳定。因此，4 月政治局会议将“稳就业”置于“四稳”之首，体现了对相关产业链冲击的前瞻性

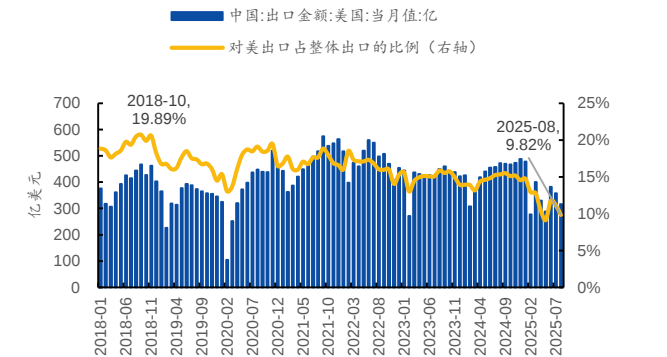
考量与政策上的未雨绸缪。

图 14：美国对华出口征收的实际税率提升已超过 30%



资料来源：US Census，国元证券研究所；注：美国普查局进出口关税数据为 T+2 月份发布，信息有效性截至 9 月 20 日。计算方式：征收关税金额/进口货物价值 \*100%

图 15：我国对美出口依赖度已逐步下降



资料来源：Wind，国元证券研究所

表 3：美国从中国进口的主要商品（按 HS4 编码统计）实际征收关税税率同比变化

| HS4 货品<br>章节编码 | 名称                           | 2024 年进口额（亿美元） | 自中国进口占同类进口的比重 | 2024 年 1-6<br>月平均税率 | 2025 年 1-6 月平<br>均税率 | 变化     |
|----------------|------------------------------|----------------|---------------|---------------------|----------------------|--------|
| 85             | 电机及其零件；录音机和重放机、电视机及其零件       | 1270.58        | 26.15%        | 7.53%               | 21.38%               | 13.86% |
| 84             | 核反应堆、锅炉、机器、机械器具及其零件          | 851.30         | 16.03%        | 9.19%               | 24.15%               | 14.96% |
| 95             | 玩具、娱乐用品及体育用品；其零件和附件          | 320.41         | 73.81%        | 1.98%               | 15.68%               | 13.69% |
| 39             | 塑料及其制品                       | 215.25         | 27.51%        | 13.81%              | 28.90%               | 15.09% |
| 94             | 家具；床上用品、床垫、床垫支撑物、坐垫及类似填充用品   | 209.36         | 28.82%        | 19.09%              | 33.12%               | 14.03% |
| 87             | 除铁路或有轨电车外的车辆及其零件和附件          | 179.89         | 4.60%         | 21.98%              | 44.07%               | 22.09% |
| 73             | 铁或钢制各类制品                     | 131.74         | 25.02%        | 18.28%              | 41.55%               | 23.27% |
| 90             | 光学、照相、精密、医疗或外科用等仪器及器械；其零件和附件 | 123.38         | 9.88%         | 9.07%               | 26.19%               | 17.12% |
| 99             | 其他未列明货物                      | 116.08         | 9.07%         | 0.00%               | 0.00%                | 0.00%  |
| 61             | 针织或钩编的衣着及衣着附件                | 106.34         | 22.45%        | 23.40%              | 39.45%               | 16.04% |
| 全部进口商品         |                              | 4626.39        | 13.77%        | 11.10%              | 25.22%               | 14.11% |

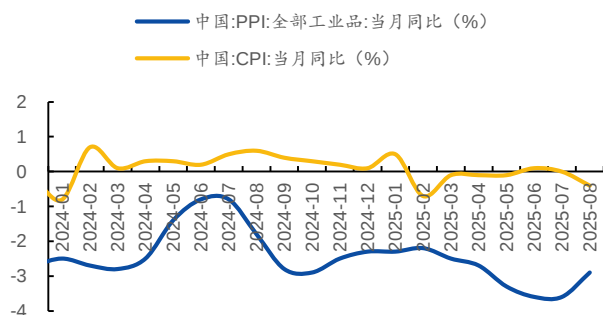
资料来源：Trade Map，US Census，国元证券研究所；注：美国进口平均税率计算方式为：计算征收关税/货物海关价值

## 2. 本期总量跟踪

### 2.1 工业与生产篇：“反内卷”成为打破物价下行螺旋重要抓手

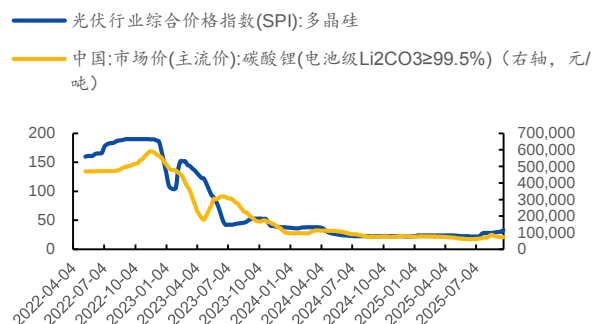
我国工业生产能力增势稳健，但供需结构性失衡矛盾凸显，部分行业“内卷”严重。2025年7月政治局会议指出，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。2024年9月至今，我国在发展环境面临深刻复杂变化、不确定难预料因素增多的情况下，工业生产保持稳健增长，规模以上工业增加值当月同比增速始终保持在5%-7%的区间（剔除春节影响），工业生产整体表现出较强韧性。但与此同时，我国工业生产仍面临多重挑战：首先，CPI&PPI持续低位徘徊，凸显了有效需求不足背景下的供需结构性失衡问题；其次，部分新兴行业由于先前产能高速扩张，也出现了同质化低价竞争问题，即“内卷”，这种过度竞争非但不能推动产业整体的高效发展，反而会造成市场失灵、社会资源配置效率下降，与我国发展以科技创新为引领的新质生产力理念背道而驰。“反内卷”政策的提出正是基于我国经济转型期的这一困局，成为打破物价下行螺旋的重要抓手。

图 16: CPI&PPI 连续多月持续低位徘徊



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 17: 部分新兴产业深陷低价竞争泥潭



资料来源: Wind, 国元证券研究所

#### 2.1.1 “反内卷”政策发展沿革与政策定位

2024年7月政治局会议以来，政策层面对“反内卷”关注度提升。2024年7月，中共中央政治局会议首提防止“内卷式”恶性竞争，显示出政策层面对非理性竞争和资源错配问题的重视。随后，同年中央经济工作会议进一步强调“综合治理内卷式竞争，规范地方政府和企业行为”，为后续治理确立了方向。2025年3月，习近平总书记在十四届全国人大三次会议开幕当日参加江苏代表团审议时指出，要深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争，紧接着“综合整治内卷式竞争”又出现在了2025年政府工作报告的“十大任务”中。2025年5月，中央财经委要求“依法依规治理企业低价无序竞争”和“推动落后产能有序退出”。2025年7月18日，工信部在新闻发布会上表示推动重点行业“调结构、优供给、淘汰落后产能”，并即将发布新一轮十大重点行业稳增长方案，“反内卷”政策在产业维度的落地时点临近。2025年7月，国家发展改革委与市场监管总局联合发布《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》，并向社会公开征求意见，为市场竞争秩序的优化和长效治理机制的形成提供了制度性保障。

**表 4：“反内卷”政策沿革**

| 时间          | 政策/会议                   | 发布单位          | 内容                                                               |
|-------------|-------------------------|---------------|------------------------------------------------------------------|
| 2024 年 7 月  | 中央政治局会议                 | 中共中央政治局       | 要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道                      |
| 2024 年 12 月 | 中央经济工作会议                | 中共中央和国务院联合召开  | 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业                    |
| 2025 年 3 月  | 政府工作报告                  | 国务院           | 加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争 |
| 2025 年 6 月  | 《保障中小企业款项支付条例》          | 国务院           | 1、明确付款期限红线<br>2、禁止变相拖延手段                                         |
| 2025 年 6 月  | 《反不正当竞争法》               | 全国人民代表大会常务委员会 | 要求地方政府落实公平竞争审查，清理诱导低效竞争的政策壁垒                                     |
| 2025 年 7 月  | 中央财经委员会第六次会议            | 中央财经委员会       | 纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出       |
| 2025 年 7 月  | 国新办新闻发布会                | 工信部           | 实施新一轮钢铁，有色金属，石化，建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构，优供给，淘汰落后产能          |
| 2025 年 7 月  | 《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》 | 国家发改委、市场监管总局  | 进一步明确不正当价格行为认定标准                                                 |
| 2025 年 7 月  | 中央政治局会议                 | 中共中央政治局       | 推进重点行业产能治理                                                       |

资料来源：人民政府网，国家市场监督管理总局，新华社，司法部，国新办，Wind，国元证券研究所整理

2025 年 7 月，中共中央政治局会议提出“纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为”。会议中虽未直接提及“反内卷”，但将其相关内容“重点行业产能治理”和“规范地方招商引资行为”折叠入“全国统一大市场建设”的话题中进行表述，这体现了本轮“反内卷”并非短期运动式的去产能治理，而是长期、多维、高站位的，相较上一轮（2015-2017 年）供给侧改革的“去产能”，本轮的“反内卷”不论在涉及行业、影响主体还有政策目标均存在显著区别，这也使得本轮“反内卷”的治理路径与以往具有一定差异。

**首先，不仅是传统行业，新兴行业同样出现供需结构性矛盾。**2025 年 7 月，《求是》杂志在刊文《深刻认识和综合整治“内卷式”竞争》中指出，“与过去恶性竞争主要集中在钢铁、水泥、轻工产品等传统产业不同，当前一个突出现象是，光伏、锂电池、新能源汽车、电商平台等新兴行业也深陷其中”。上一轮供给侧改革，过剩产能主要集中在上游煤炭、水泥、钢铁等领域，以国有企业为主；而本轮“反内卷”则不仅包括上游行业，制造业新兴产业和下游消费领域也均有涉及，民企占比高，结构更为复杂。

**其次，不仅关注“量”的治理，更关注“质”的提升。**2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议指出“推进经济结构性改革，要针对突出问题、抓住关键点。要促

进过剩产能有效化解，促进产业优化重组”，2015 年的去产能更关注过剩产能化解这一“量”的层面问题；而 2025 年 7 月 1 日中央财经委第六次会议指出“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，可见本轮反内卷则更侧重于解决行业发展中以“低价无序竞争”为主要表现的“质”的问题。

**基于行业分布、企业属性及治理目标的差异，本轮“反内卷”在行业层面的治理不宜完全采用行政管制为主导的出清手段。**针对新兴行业的“内卷”，需注重“质”的提升，要以技术标准升级为指引，给予企业一定的发展空间，推动企业发展资源增配研发，从而提高企业核心竞争力，促进新兴行业健康发展；而针对民企成分高、集中度低的行业，则需更多依赖行业自律凝聚共识，规范市场行为，遏制恶性竞争、零和博弈。

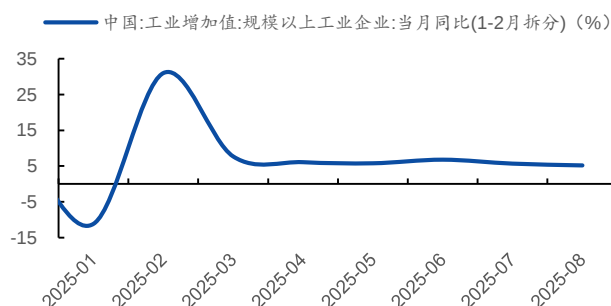
**“内卷式竞争”深层原因在于我国不健全的要素流动机制，传统视角下的产能治理模式重点聚焦企业端，能治标却难治本。**我们很难按图索骥的复刻上一轮供给侧改革式的“去产能”：首先，当前国内需求环境与上一轮供给侧改革时有显著区别，传统视角下的产能治理范式，容易带来供给收紧向需求收紧的传导，引发次生需求坍塌；其次，传统视角下的产能治理范式，忽视了我们要素市场流通机制上的不健全，这一机制的完善，则需拉高站位、拓宽视野，从多维度来纵深推进全国统一大市场建设，这意味着本轮“反内卷”治理层面不仅限于产业，还包括对地方政府行为的规范，因此不仅需要区分行业精准施策，还需要进一步补齐完善法规制度、规范政府行为尺度和优化干部政绩考核评价体系。

“反内卷”不仅关乎我国产业高质量发展新格局的构建，更关乎全国统一大市场的建设，为我国赢得国际竞争的主动权。纵深推进全国统一大市场建设，基本要求是“五统一、一开放”，落实这些基本要求，当前最急迫的是聚焦重点难点，下决心清除顽瘴痼疾。当下，“内卷式”竞争已成为纵深推进全国统一大市场建设的主要症结所在。

### **2.1.2 近期工业生产走弱，PPI 抬头，“反内卷”或成效初现**

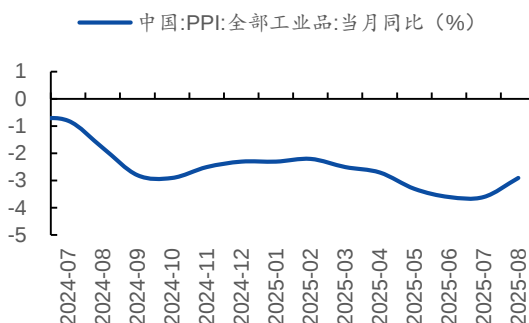
**8 月工业生产小幅走弱，PPI 环比止跌。**8 月工业增加值当月同比+5.2%，7 月前值 5.7%，下行 0.5pct。分结构来看，8 月电力、燃气及水的生产和供应业和制造业当月同比增速降幅较大，分别降至+2.4%/+5.7%，较 7 月前值分别下行-0.9/-0.5pct。8 月 PPI “抬头”。2025 年 8 月，PPI 当月同比-2.9%，前值-3.6%，环比转为持平，前月 -0.2%，是自 2024 年 11 月以来 PPI 首次实现环比止跌。8 月工业生产数据呈现出生产趋弱和价格水平“抬头”两重信号，初步显现出价格企稳的趋势，这或将意味着“反内卷”政策的成效开始展露。

图 18：8 月工业生产小幅走弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 19：8 月 PPI 现“抬头”趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

自 2025 年 3 月以来，固定资产投资累计同比增速持续下行。1-8 月，我国固定资产投资累计同比增速降至 0.5%，较年初 1-3 月固定资产投资累计同比增速 4.2%，下降了 3.7pct。分项结构来看，1-8 月，房地产开发投资完成额累计增速-12.9%，持续探底；制造业和基建投资累计同比增速，也均自 3 月以来持续下行。

**制造业投资增速的回落：从短期来看，主要受去年同期高基数效应和今年财政支出节奏变化影响。**2024 年 2 月，习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议强调，“要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，而后国务院、国家发展改革委陆续印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》等政策文件。自 2024 年以来，制造业投资在“两新”政策支持下已连续多月维持高增。根据国家信息中心援引的统计数据，从投资贡献度来看，设备工器具购置投资对全部投资增长的贡献率达到 67.6%，成为拉动固定资产投资增长的核心动力，这表明“两新”政策在促进投资流向设备更新和消费品市场方面发挥了重要作用。

从中长期来看，制造业投资能转化为工业生产的供给能力，因而制造业固投增速的下行或可在中长期与“反内卷”共振，转化为工业生产结构优化进程中的一环，成为推动 PPI 环比改善的重要力量，而 PPI 形成确定性趋势的止跌回正则须供求两端双向发力配合。

## 2.2 消费篇：“两新”政策拉动相关商品高增，居民消费能力与信心改善

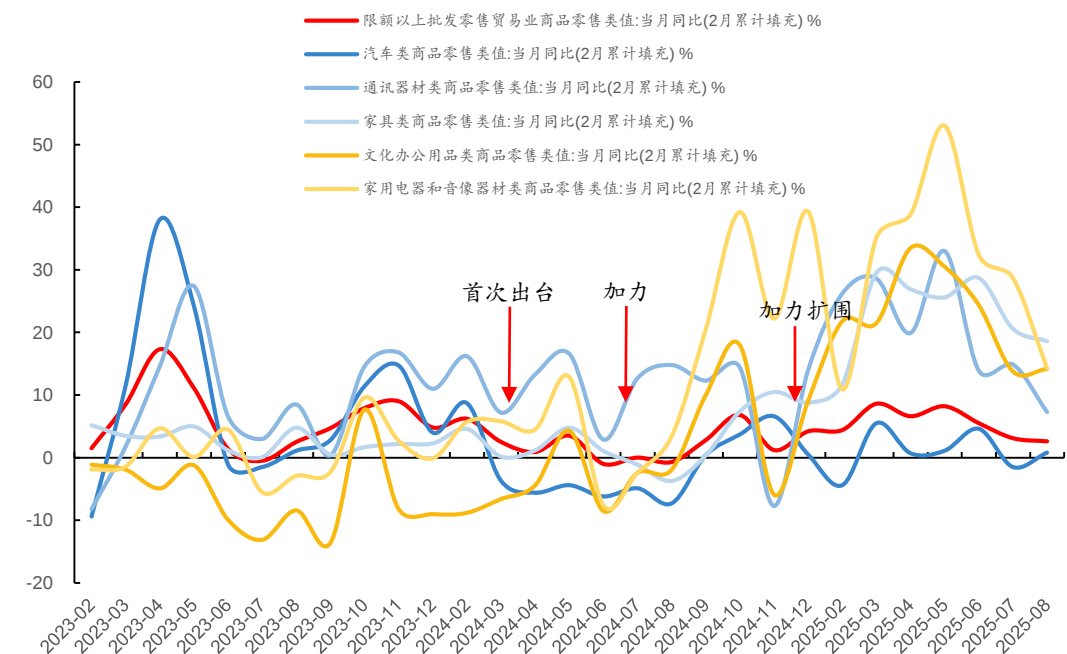
2024 年以来，中央出台一系列政策“组合拳”，通过“两新”政策等补贴性政策直接地、快速地刺激消费增长，通过《提振消费专项行动方案》及一系列配套政策从根本上提升居民消费能力、消费意愿并改善消费环境，从而间接地、着眼长远地改善消费所依赖的“基本面”，并收获明显成效。

### 2.2.1 政策对消费的直接影

**“两新”政策的出台对相关商品零售额增速起到了较大的拉动作用。**“两新”政策首次出台（2024 年 3 月）前，只有汽车类、通讯器材类商品零售额增速稳定高于限额以上单位商品零售额增速。随着“两新”政策的出台及加力扩围，家用电器和音响器材类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类等大部分以旧换新品类增速自今年起开始稳定大幅超过限额以上单位商品零售额增速。8 月，限额以上家具类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类、汽车类商品零售额分别同比增长 18.6%、

14.3%、14.2%、7.3%、0.8%，限额以上单位商品零售额同比增速为 2.6%。

图 20：政策对相关商品的刺激作用



资料来源：iFind，国元证券研究所

“两新”政策的加力扩围进一步加速了有关商品的消费。2025 年 1 月，“两新”政策开始加力扩围。根据商务部公布的数据，在总量方面，2024 年全年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元；2025 年，截至 8 月 14 日，消费品以旧换新带动相关商品销售额超 1.9 万亿元，若假设接下来以旧换新带动相关商品销售额的速度不变，则预计 2025 年全年可实现带动 3.07 万亿元的相关商品销售额。在具体品类方面，若按同样的方法测算，2025 年汽车预计以旧换新 1179 万辆，2024 年为 680 万辆；2025 年家电预计换新 17765.5 万台，2024 年为 5600 万台；2025 年家装厨卫预计换新 13929.5 万件，2024 年为 6000 万件；2025 年电动自行车预计换新 1571.2 万辆，2024 年为 138 万辆。

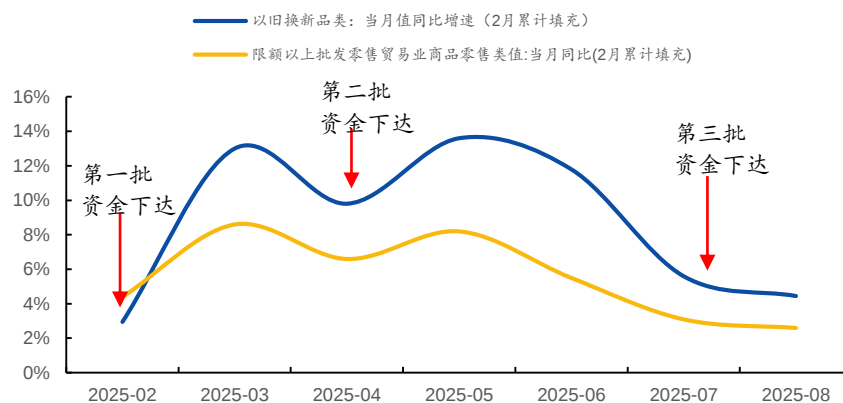
表 5：相关商品换新量及销售额 2024 年与 2025 年对比

| 品类            | 2024 年换新量表述原文                               | 2025 年换新量表述原文                               | 预计 2025 年全年换新量（按当前速度测算） |
|---------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------|
| 汽车            | 2024 年全国汽车以旧换新超过 680 万辆                     | 截至 8 月 14 日，汽车以旧换新超 730 万辆                  | 1179 万辆                 |
| 家电            | 2024 年超 3600 万名消费者购买 8 大类家电以旧换新产品超过 5600 万台 | 截至 8 月 14 日，家电以旧换新超 1.1 亿台                  | 17765.5 万台              |
| 家装厨卫          | 2024 年家装厨卫“焕新”补贴产品约 6000 万件                 | 截至 5 月 31 日，家装厨卫“焕新”5762.6 万单               | 13929.5 万单              |
| 电动自行车         | 2024 年电动自行车以旧换新超过 138 万辆                    | 截至 5 月 31 日，电动自行车以旧换新 650 万辆                | 1571.2 万辆               |
| 以旧换新带动相关产品销售额 | 2024 年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元            | 截至 8 月 14 日，2025 年消费品以旧换新带动相关商品销售额超 1.9 万亿元 | 3.07 万亿                 |

资料来源：中国政府网，央视网，商务部，国元证券研究所

下达资金对商品零售额有非常直观的刺激作用。2025 年 1 月、4 月、7 月，中央分别下达 810 亿、810 亿、690 亿超长期特别国债资金用于支持地方实施消费品以旧换新政策，第四批 690 亿元资金将于 10 月份下达。从效果上看，前两批资金的下达均大幅提升了以旧换新品类及限额以上单位商品零售额增速，且增速会随着资金的消耗或补贴力度的降低逐步回落，直到下一批资金下达。

图 21：下达资金对消费的刺激作用

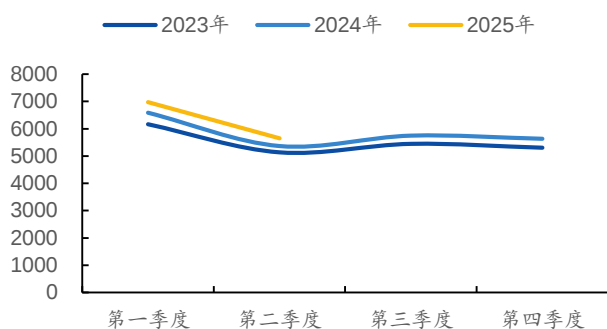


资料来源：iFind，国元证券研究所

### 2.2.2 政策对消费的间接影响

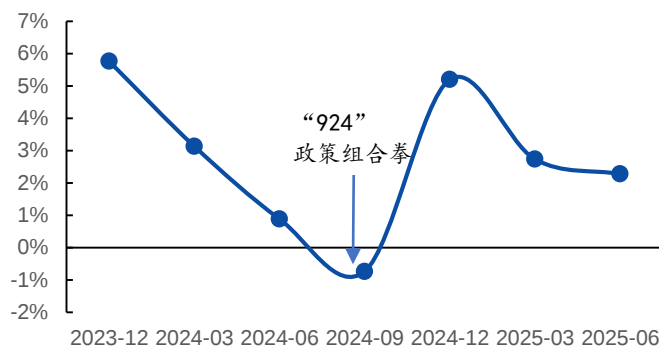
消费能力方面，城乡居民收入获得合理增长。工资性收入增速上升，2025 年二季度工资性收入当季值为 5652.21 元，同比增速 5.4%，相比 2024 年二季度的同比增速上涨 1 个百分点。“924”一揽子增量政策推动经济整体回升，居民财产净收入当季度同比增速由负转正，2025 年二季度财产净收入当季值同比增速为 2.3%。农村居民可支配收入增速持续高于居民人均可支配收入增速。

图 22：工资性收入：当季值（元）



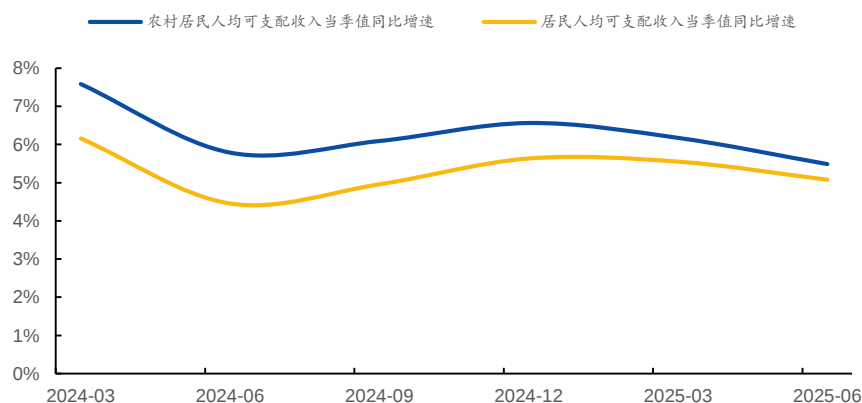
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 23：财产净收入同比增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

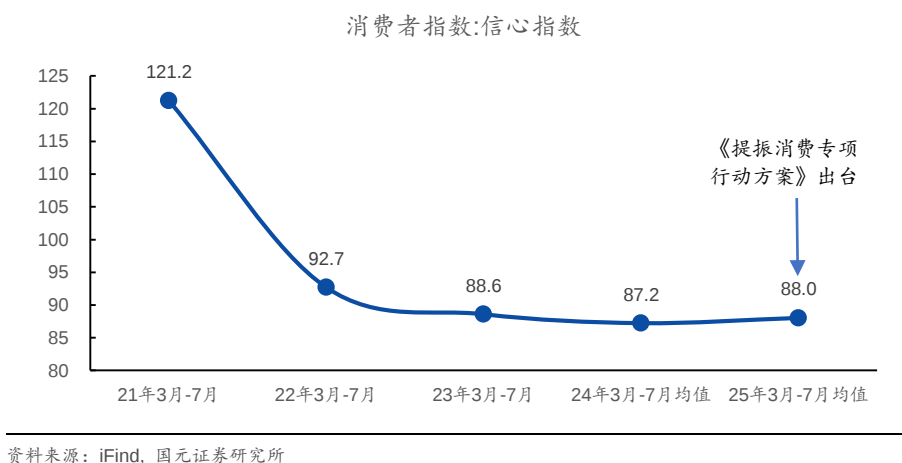
图 24：农村居民可支配收入增速持续高于居民人均可支配收入增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

消费意愿方面，消费者信心实现逐步修复。2025 年 3 月，为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》。方案出台后，消费者信心指数从 3 月份的 87.5 上升至 7 月份的 89，3-7 月均值为 88.0。若按历年 3-7 月份的消费者信心均值来看，《提振消费专项行动方案》出台后，消费者信心指数在该时间段的均值实现连续 5 年来首次止跌。

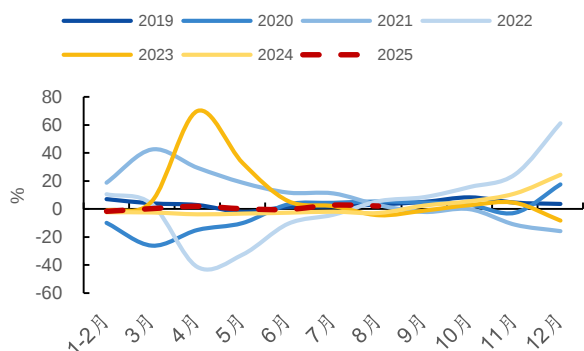
图 25：消费者信心逐步修复



## 2.3 财政篇：证券交易印花税增速表现亮眼，财政支出依旧聚焦于“人”

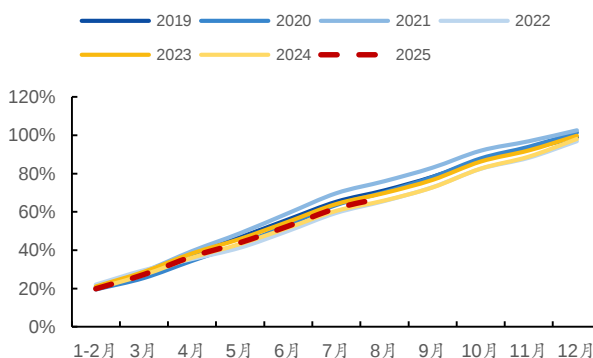
整体来看，全国一般公共预算收入 8 月当月同比增长 2.03%，较上月 2.65% 增速略有下滑；累计同比增长 0.3%，较上月 0.1% 有所提升，稍快于全年 0.1% 的增长目标。从时序进度上看，预算完成度为 67.41%，快于 2022 与 2024 年同期进度，慢于 2019 至 2021 年同期进度，慢于 2019-2024 年 69.83% 的平均时序进度。

图 26：全国一般公共预算收入当月同比季节性表现



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 27：全国一般公共预算收入完成时序进度



资料来源：Wind, 国元证券研究所

从 8 月的税收收入的具体结构看，有以下几个特征：

一是国内增值税同比增长 4.42%，较 7 月增速（4.32%）加快 0.1pct，反映出“反内卷”政策持续推进下，企业端的价格压力与收入表现有所好转。

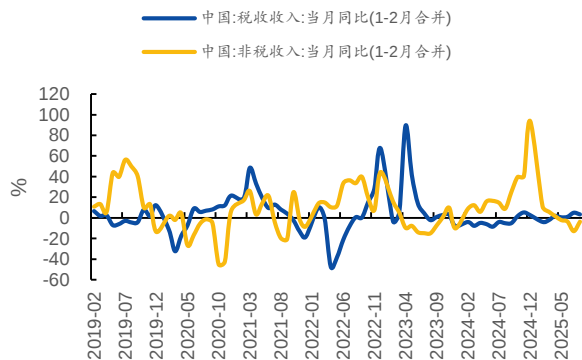
二是国内消费税同比增长 0.92%，较 7 月增速（5.38%）有一定的下滑；进口环节增值税和消费税增速同样也较 7 月增速（-5.87%）进一步下滑，为 -11.18%。与 8 月的社零和进口增速相结合分析，一定程度可以看出整体消费的增长有所退坡。

三是企业所得税和个人所得税分别同比增长 33.38% 和 9.69%，企业所得税已连续 6 个月同比正增长，个人所得税连续 5 个月实现较快的增速。受益于宏观经济整体运

行的稳健，我们观察到企业和居民的现金流均有所改善。

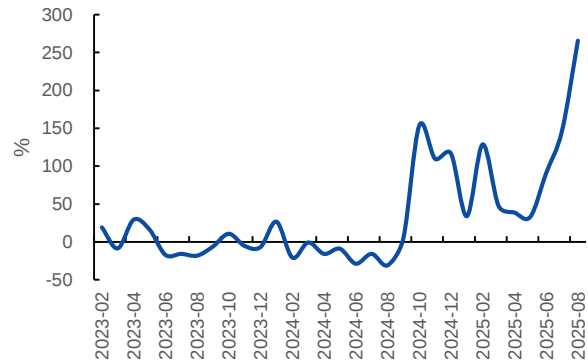
四是印花税当月同比持续维持高增，8月同比增长152.21%；其中，证券交易印花税在A股市场今年整体表现较好的背景下，连续10个月保持高于30%的增速，8月同比增速为225.97%，一定程度反映今年资本市场的活跃。

图 28：税收收入与非税收入当月同比增速



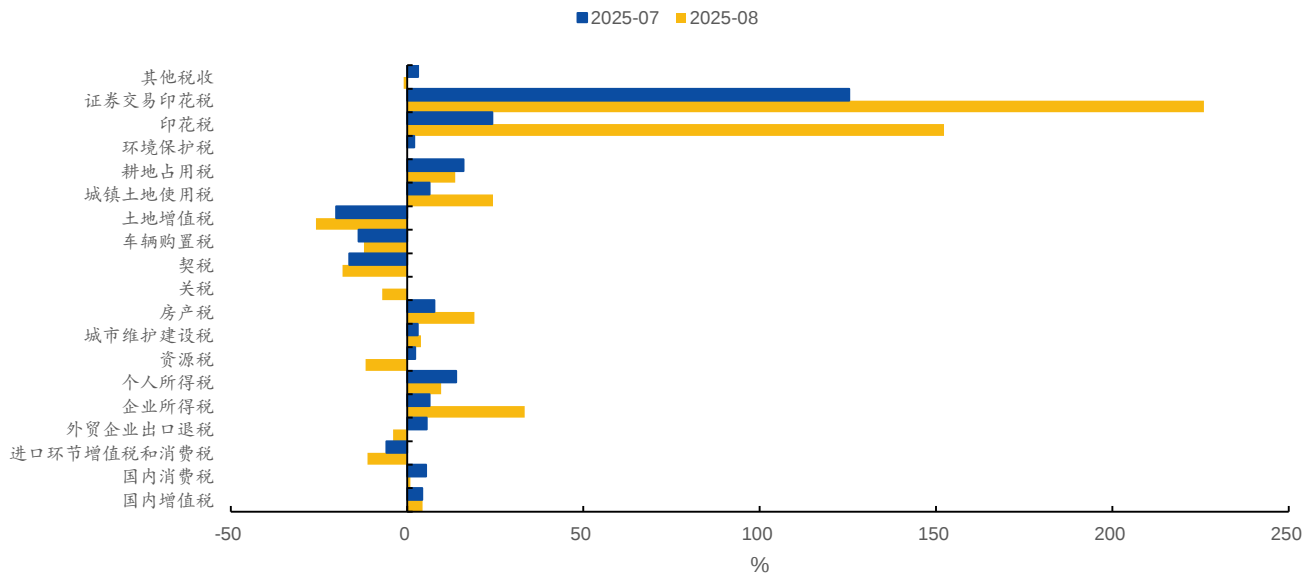
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 29：8月沪深交易所整体成交额同比增速超250%



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 30：7月与8月税收主要税种同比增速



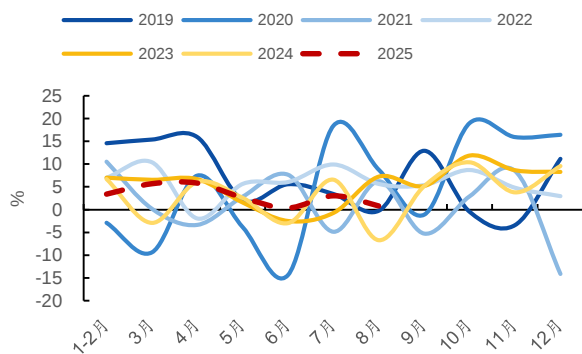
资料来源：Wind, 国元证券研究所

整体来看，全国一般公共预算支出8月当月同比增长0.82%，较上月3.04%增速略有下滑；累计同比增长3.1%，较7月3.4%增速微降，慢于全年4.4%的增长目标。从时序进度上看，预算完成度为60.38%，慢于2019-2024年61.87%的平均时序进度。

具体支出项目来看，财政依旧“投资于”。民生类项目支出增速较快，如卫生健康

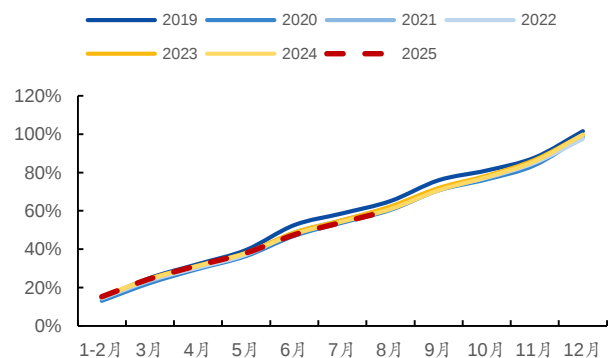
(2.49%)，社会保障和就业 (10.9%)，教育 (3.98%)；社区、基建类项目中，交通运输 8 月同比增速 (18.14%) 自 5 月份以来首次转正。

图 31：全国一般公共预算支出当月同比季节性表现



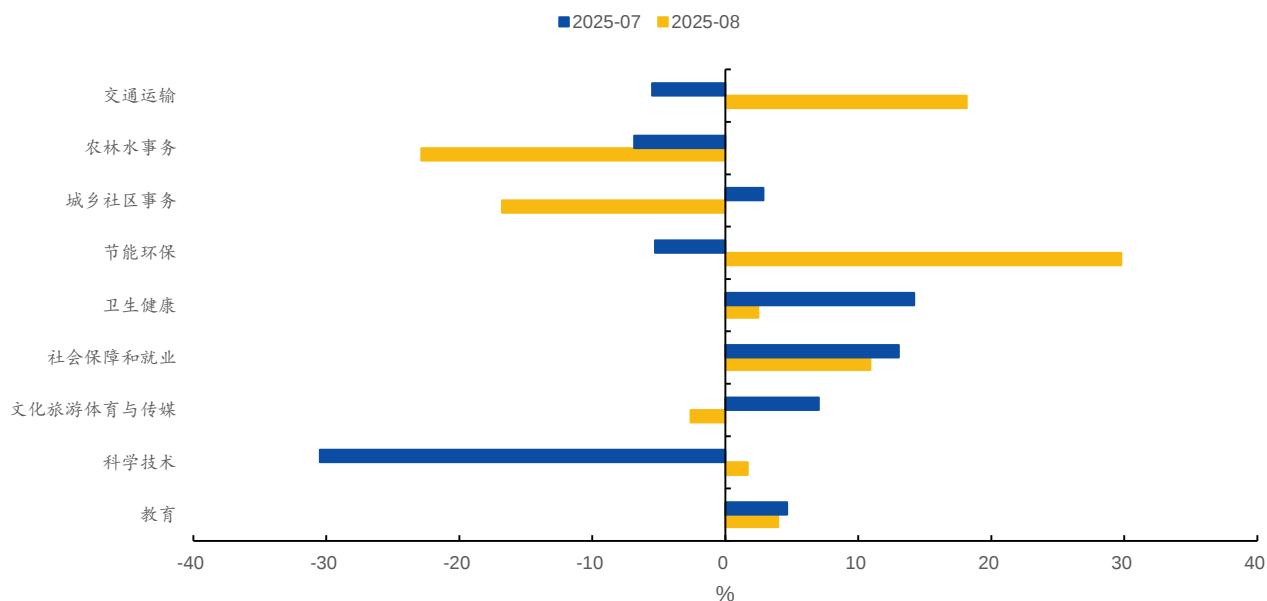
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 32：全国一般公共预算支出完成时序进度



资料来源：Wind，国元证券研究所

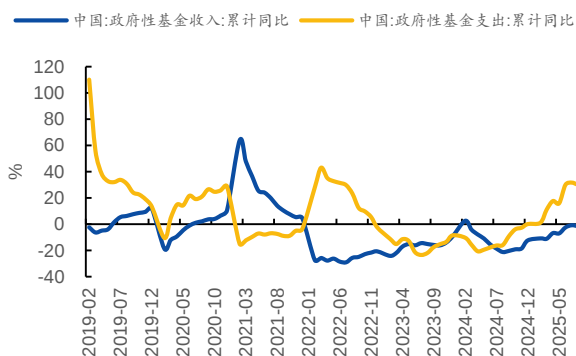
图 33：7 月与 8 月全国一般公共预算支出主要项目同比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

全国政府性基金收入方面，1-8 月累计同比增速为-1.4%，主要受国有土地使用权受让收入累计增速的拖累(-4.7%)。全国政府性基金支出方面，1-8 月累计增速为 30%，保持较高增速，今年地方专项债的前置发力也为支出强度提供保障。截止 8 月底，地方新增专项债券合计 32,641 亿元，较去年同期多出 6927 亿元，时序完成进度快出 8.25 个百分点。

图 34：今年政府性基金支出强度较高



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：地方土地出让收入增速尚未回正



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2.4 进出口篇：出口依旧保持韧性，对非美地区出口保持高增

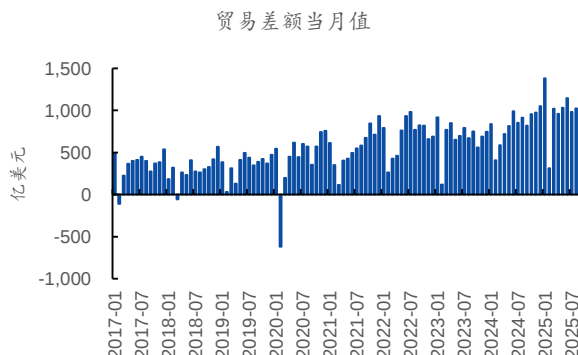
进出口总额方面，8月全国进出口总额（以美元计价）当月同比增长3.1%（前值5.9%），环比增长-0.7%（前值1.8%），1-8月累计同比增长2.5%，较前值（2.4%）加快0.1个百分点，我们认为当月同比增速的回落主要是由于去年同期的基数效应影响。

图 36：进出口总额（美元计价）当月同比与环比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 37：贸易顺差持续保持高位

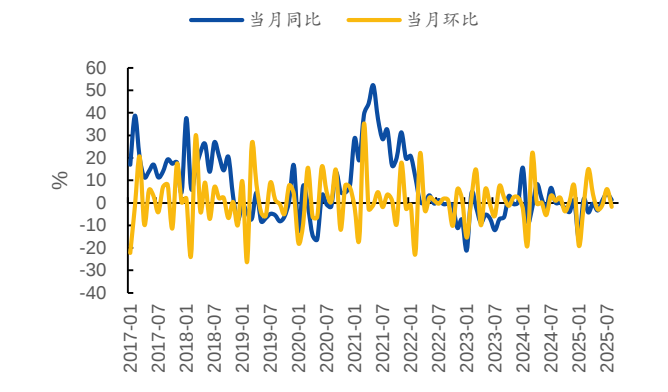


资料来源：Wind，国元证券研究所

进口方面，8月全国进口总额（以美元计价）当月同比增长1.3%（前值4.1%），环比下降1.8%（前值+6.1%），1-8月累计同比下降-2.2%，较7月前值（-2.7%）回升0.5个百分点。

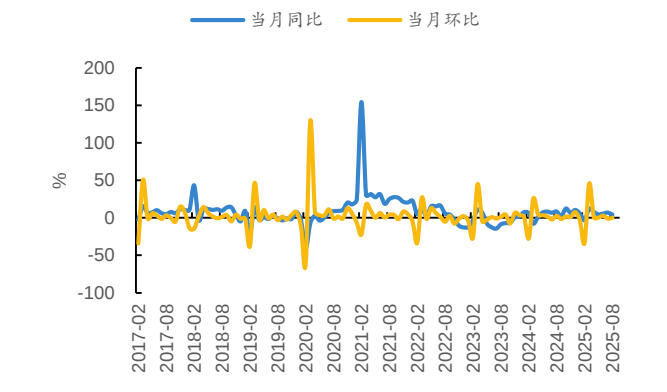
出口方面，8月全国出口总额（以美元计价）当月同比增长4.4%（前值7.1%），环比增长0.1%（前值-1.1%），1-8月累计同比增长5.9%，较7月前值（6.1%）回落0.2个百分点。

图 38：进口总额（美元计价）当月同比与环比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 39：出口总额（美元计价）当月同比与环比增速



资料来源：Wind，国元证券研究所

8 月主要出口贸易伙伴中，整体上呈现对美出口弱，对非美出口依旧偏强的格局。对美国出口同比下降最多(-33.12%)，出口份额也从去年同期的 15.33% 降至 9.82%，主要是由于在 5 月后三轮中美经贸会谈没有进一步的降低双边的关税税率，较高的税率极大的影响了对美的出口表现。此外，对欧盟、东盟、非洲三个主要地区的出口增速依旧保持较高增长，8 月同比增速分别为 10.38%、22.51%、25.86%，对整体出口拉动贡献较大。

表 6：主要出口目的地：出口金额（单位：亿美元）与整体出口份额变化

| 出口目的地 |       | 2025-08  | 2025-07  | 今年累计      | 最新月份同比  | 最新月份环比  | 今年累计同比  | 最新月份出口份额 | 最新月份出口份额同比变化 |
|-------|-------|----------|----------|-----------|---------|---------|---------|----------|--------------|
| 总值    |       | 3,218.10 | 3,216.15 | 24,517.95 | 4.40%   | 0.06%   | 5.90%   | /        | /            |
| 欧洲    | 欧盟    | 516.90   | 500.00   | 3,690.41  | 10.38%  | 3.38%   | 7.50%   | 16.06%   | 0.87%        |
|       | 其中：德国 | 109.14   | 104.42   | 780.53    | 7.54%   | 4.52%   | 10.50%  | 3.39%    | 0.10%        |
|       | 法国    | 47.35    | 44.14    | 320.21    | 8.26%   | 7.27%   | 7.40%   | 1.47%    | 0.05%        |
|       | 意大利   | 47.07    | 46.89    | 330.87    | 17.94%  | 0.39%   | 6.50%   | 1.46%    | 0.17%        |
|       | 荷兰    | 85.37    | 84.86    | 621.14    | 5.45%   | 0.60%   | 2.10%   | 2.65%    | 0.03%        |
|       | 英国    | 77.79    | 74.63    | 555.93    | 10.16%  | 4.23%   | 8.20%   | 2.42%    | 0.13%        |
| 美洲    | 美国    | 316.04   | 358.27   | 2,829.55  | -33.12% | -11.79% | -15.50% | 9.82%    | -5.51%       |
| 东南亚   | 东盟    | 571.22   | 546.26   | 4,340.65  | 22.51%  | 4.57%   | 14.60%  | 17.75%   | 2.62%        |
|       | 其中：越南 | 176.04   | 170.90   | 1,276.50  | 30.97%  | 3.01%   | 22.10%  | 5.47%    | 1.11%        |
|       | 马来西亚  | 86.48    | 80.34    | 684.19    | 13.03%  | 7.64%   | 6.10%   | 2.69%    | 0.21%        |
|       | 泰国    | 84.94    | 86.63    | 677.20    | 25.01%  | 1.95%   | 22.90%  | 2.64%    | 0.44%        |
|       | 新加坡   | 79.05    | 60.81    | 550.88    | 33.04%  | 30.01%  | 6.00%   | 2.46%    | 0.53%        |
|       | 印度尼西亚 | 72.41    | 70.41    | 548.38    | 12.31%  | 2.85%   | 14.50%  | 2.25%    | 0.16%        |
|       | 菲律宾   | 44.94    | 47.97    | 373.39    | 6.15%   | -6.32%  | 7.50%   | 1.40%    | 0.02%        |
| 亚太    | 日本    | 128.44   | 124.77   | 1,029.92  | 6.74%   | 2.95%   | 4.70%   | 3.99%    | 0.09%        |
|       | 韩国    | 120.67   | 123.57   | 952.82    | -1.44%  | -2.34%  | -1.20%  | 3.75%    | -0.22%       |
|       | 中国香港  | 271.86   | 269.93   | 2,042.93  | 17.24%  | 0.72%   | 11.60%  | 8.45%    | 0.93%        |
|       | 中国台湾  | 75.15    | 82.30    | 548.18    | 17.46%  | -8.68%  | 11.10%  | 2.34%    | 0.26%        |
|       | 澳大利亚  | 66.09    | 64.16    | 473.54    | 10.08%  | 3.01%   | 3.40%   | 2.05%    | 0.11%        |
| 非洲    | 非洲    | 185.98   | 191.62   | 1,407.99  | 25.86%  | -2.94%  | 24.70%  | 5.78%    | 0.99%        |
| 金砖国家  | 俄罗斯   | 85.47    | 90.81    | 647.76    | -16.73% | -5.88%  | -9.70%  | 2.66%    | -0.67%       |
|       | 南非    | 22.29    | 18.52    | 144.90    | 10.69%  | 20.38%  | 1.40%   | 0.69%    | 0.04%        |
|       | 印度    | 124.67   | 121.01   | 898.43    | 9.98%   | 3.03%   | 12.80%  | 3.87%    | 0.17%        |
|       | 巴西    | 64.59    | 63.58    | 468.63    | -18.43% | 1.58%   | -3.40%  | 2.01%    | -0.56%       |

资料来源：Wind，国元证券研究所

8 月主要出口商品中，整体上呈现消费品出口偏弱，部分机电产品出口表现较强的局面。集成电路、汽车（含底盘）、船舶、液晶平板显示模组产品出口金额呈现高增，

分别增长 33%、17.4%、4.8%、35.3%和 13.8%；高新技术产品 8 月同比增长 9%，保持今年以来持续高增长的状态。由于对美出口持续走弱，玩具、家具、鞋靴等消费品出口表现较差，8 月出口金额同比分别下降 20.9%、3.2%、17.1%。

**表 7：主要出口商品金额（美元计价）同比增速（单位：%）**

| 类别       | 商品名称(如有)      | 2025-08 | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 |
|----------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 农产品      |               | -3.80   | 1.60    | -6.20   | -1.80   | 3.10    | 10.50   | 3.10    | 2.90    |
| 能源及工业资源品 | 成品油           | 2.90    | 0.00    | -12.00  | -25.80  | -1.40   | -19.90  | -19.80  | -29.40  |
|          | 稀土            | 34.70   | -17.60  | -46.90  | -48.30  | -34.40  | -24.90  | -24.60  | 19.20   |
|          | 肥料            | 67.50   | 134.50  | 59.30   | -4.40   | -10.80  | 26.40   | 99.20   | 21.20   |
|          | 未锻轧铝及铝材       | -6.50   | -6.00   | -18.10  | -0.10   | 7.10    | 5.10    | -3.60   | -6.80   |
|          | 钢材            | -6.80   | 12.30   | -1.40   | 2.00    | 1.50    | -6.40   | -3.30   | -4.30   |
| 消费品      | 塑料制品          | 0.80    | 3.30    | 2.30    | -1.70   | -0.60   | 8.20    | -22.50  | 0.90    |
|          | 箱包及类似容器       | -14.90  | -9.90   | -7.00   | -10.00  | -8.50   | -1.60   | -37.50  | -8.80   |
|          | 服装及衣着附件       | -10.00  | -0.50   | 1.10    | 3.00    | -0.50   | 9.30    | -28.40  | 7.60    |
|          | 鞋靴            | -17.10  | -7.60   | -4.00   | -5.50   | 0.30    | 10.00   | -37.80  | -6.20   |
|          | 家具及其零件        | -3.20   | 3.00    | 0.60    | -9.40   | -7.20   | 8.20    | -29.40  | -7.20   |
|          | 玩具            | -20.90  | -3.20   | 8.40    | -0.60   | -5.90   | 6.40    | -26.40  | -1.70   |
| 机电产品     | 机电产品          | 7.70    | 8.10    | 8.50    | 7.30    | 10.50   | 14.00   | -1.20   | 8.10    |
|          | 通用机械设备        | 4.30    | 5.30    | 1.50    | 5.60    | 17.10   | 25.30   | -24.90  | 19.50   |
|          | 自动数据处理设备及其零部件 | -2.90   | -9.60   | -2.60   | -3.80   | -1.60   | 0.90    | 9.50    | 11.30   |
|          | 手机            | -18.90  | -21.80  | -8.80   | -22.80  | -20.90  | 9.40    | 10.70   | -12.80  |
|          | 家用电器          | -6.60   | -3.80   | -9.00   | -8.80   | -2.70   | 12.90   | 0.10    | 10.90   |
|          | 音视频设备及其零件     | 4.20    | 7.60    | 7.80    | 0.60    | 12.60   | 13.00   | -6.30   | 2.90    |
|          | 集成电路          | 33.00   | 29.40   | 24.50   | 33.70   | 21.30   | 8.50    | 21.60   | 4.00    |
|          | 汽车包括底盘        | 17.40   | 18.50   | 23.00   | 13.70   | 4.40    | 1.60    | -3.70   | 7.80    |
|          | 汽车零配件         | 4.80    | 4.00    | 0.10    | 7.10    | 6.90    | 12.60   | -7.20   | 6.50    |
|          | 船舶            | 35.30   | -1.40   | 23.70   | 44.00   | 35.50   | 1.90    | -35.00  | 19.70   |
|          | 液晶平板显示模组      | 13.80   | 1.80    | 8.20    | 6.30    | 16.20   | 13.20   | 17.50   | -2.90   |
|          | 医疗仪器及器械       | 6.10    | 12.30   | 5.20    | 2.80    | 8.50    | 9.90    | -7.30   | 13.00   |
|          | 灯具照明装置及其零件    | -17.00  | -5.50   | 1.30    | -7.20   | -2.30   | 24.30   | -40.60  | -9.20   |
| 高新技术产品   |               | 9.00    | 4.30    | 7.30    | 5.00    | 6.90    | 7.90    | 8.50    | 2.90    |

资料来源：Wind，海关总署，国元证券研究所

## 2.5 金融篇：M2-M1 剪刀差收窄，实体部门融资需求在持续边际改善

央行公布了 8 月国内金融数据，整体呈现“社融、信贷趋弱，M1 高增、M2 持平”的特点，实体经济融资需求仍待修复。

8 月新增社融约 2.57 万亿元，同比少增 4655 亿元，季度性回落。社融存量增速为 8.8%，较上月降 0.2 个百分点，前 8 个月新增社融累计为 26.56 万亿，同比多增 4.66 万亿。从结构看，拉动项是未贴现银行承兑汇票（多增 1322 亿元）、外币贷款（多

增 523 亿元) 和股票融资 (多增 326 亿元), 拖累项来自人民币贷款 (少增 4158 亿元)、政府 (少增 2442 亿元) 和企业债券 (少增 357 亿元)。外部关税战缓解、人民币资产吸引力提升, 叠加国内企业出海需求, 为外币贷款连续 5 个月改善创造了条件。由于高基数的原因, 政府债券融资放缓, 拖累社融整体表现, 预计该趋势会延续多月。

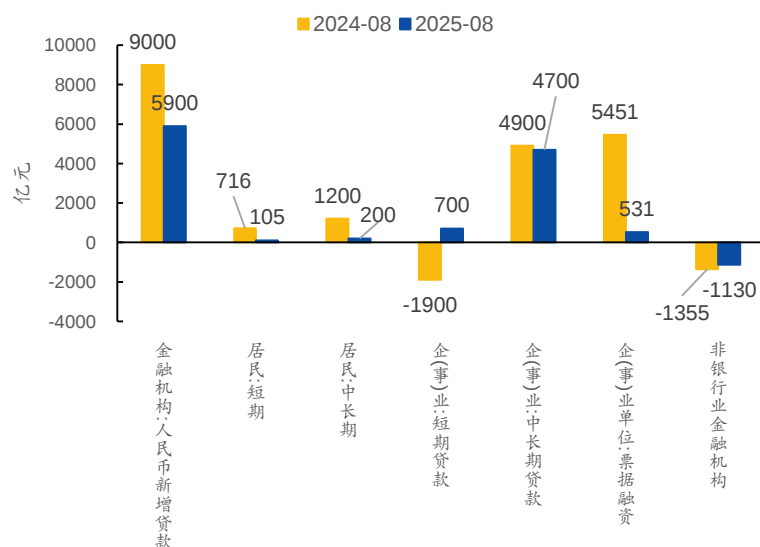
表 8: 8 月社融分项及同比增减 (亿元)

| 社会融资规模增量 |      |           | 8 月值  | 同比    |
|----------|------|-----------|-------|-------|
|          |      |           | 25668 | -4655 |
| 间接融资     | 表内融资 | 人民币贷款     | 6253  | -4158 |
|          |      | 外币贷款      | -90   | 523   |
|          | 表外融资 | 委托贷款      | -166  | -191  |
|          |      | 信托贷款      | 350   | -134  |
|          |      | 未贴现银行承兑汇票 | 1974  | 1322  |
|          |      |           |       |       |
| 直接融资     | 企业债券 | 1343      | -357  |       |
|          | 政府债券 | 13658     | -2442 |       |
|          | 股票融资 | 457       | 326   |       |

资料来源: iFind, 国元证券研究所

8 月信贷, 居民和企业部门双弱。金融机构新增人民币贷款 5900 亿元, 同比少增 3100 亿元。居民短贷和中长贷同比均少增, 分别为 611 亿元和 1000 亿元。这可能与地产销售走弱有关。企业部门主要受票据融资和中长贷拖累, 分别同比少增 4920 亿元和 200 亿元。企业短贷是亮点, 同比多增 2600 亿元, 可能受益于“反内卷”对预期价格的提振, 有部分补库行为。

图 40: 人民币新增贷款

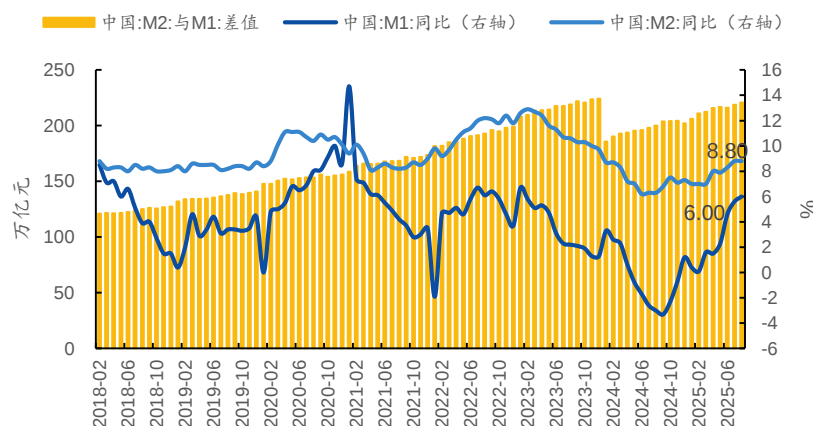


资料来源: iFind, 国元证券研究所

8 月 M1 同比增速 6.0% (前值 5.6%), 连续多月走强。前值较低、人民币汇率升值、财政持续发力以及化债加速企业现金流改善等都可能是驱动因素。M2 同比增速 8.8%

（持平），保持回升态势，非银机构（新增 1.18 万亿元）和企业部门（新增 2997 亿元）是主要贡献项。M2-M1 剪刀差从 3.2% 持续收窄至 2.8%，这一变化反映出实体部门的融资需求，在持续边际改善。

图 41: M1 与 M2

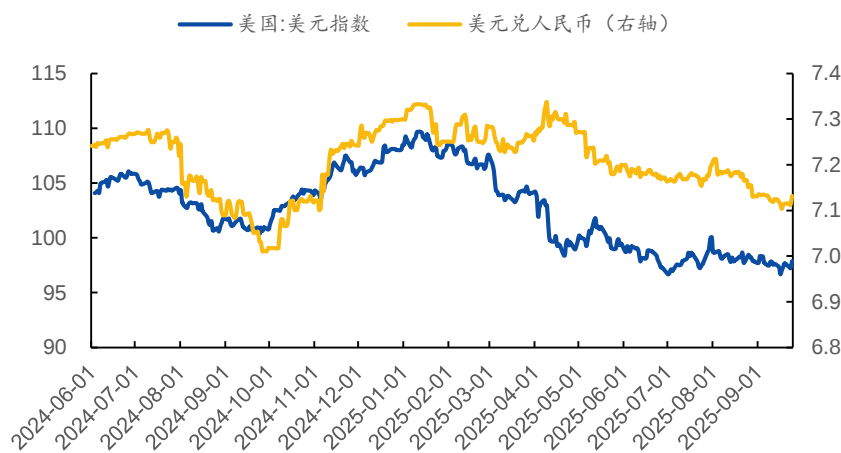


资料来源：IFind，国元证券研究所

## 2.6 外汇篇：美元重启降息周期，人民币汇率将围绕 7.10 双向波动

年初至今，美元兑人民币汇率呈贬值态势，截止 9 月 24 日，美元指数下跌 9.81% 至 97.85。虽然在 4 月初美元兑人民币离岸价曾触及 7.35 左右的高位，但是“对等关税”降温后，人民币又迎来连续多月的走强。截止 9 月 24 日，美元兑人民币离岸价回落至 7.14。我们认为支撑本轮人民币走强的原因主要是跨境资金回流 A 股、美元重启降息周期以及中美关系边际改善。

图 42: 人民币汇率与美元指数

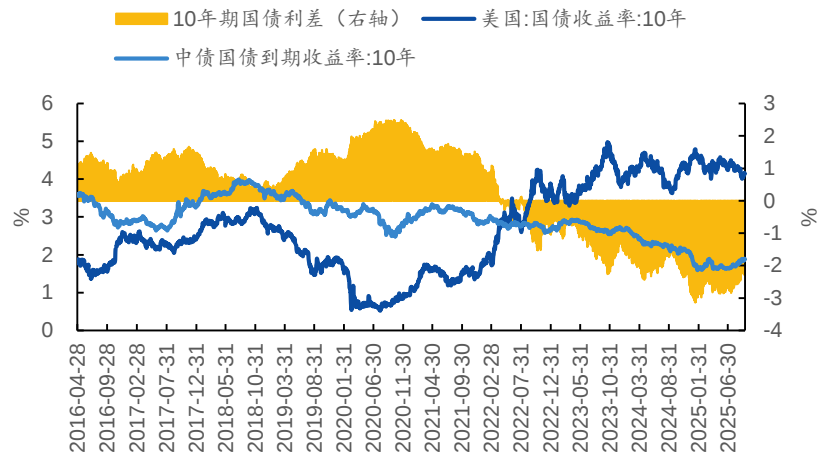


资料来源：IFind，国元证券研究所

中美 10 年期利差快速收敛。从年初的 292BP 收敛至 8 月末的 239BP。一方面，由

于人民币资产吸引力提升，外资持续流入。另一方面，美联储降息 25bp 推动美元指数下行，为非美货币创造了进一步升值条件。我们预计，后续一段时间人民币汇率将围绕 7.10 双向波动。

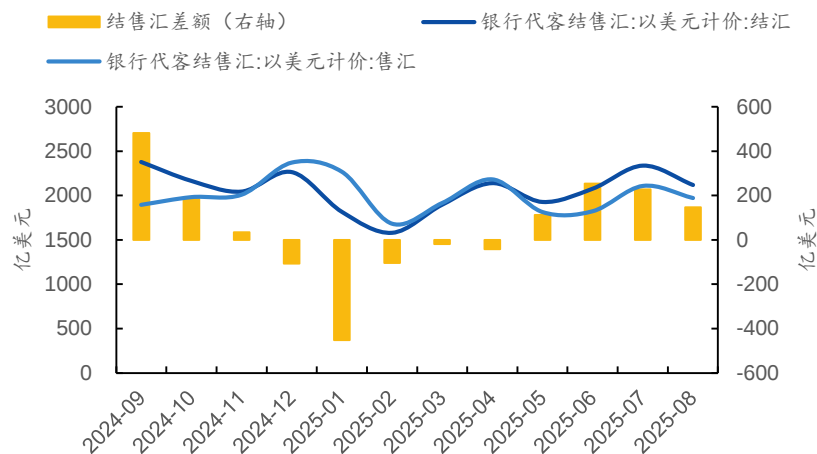
图 43：中美利差有所收窄



资料来源：IFind，国元证券研究所

银行结售汇差额收窄，人民币升值预期边际减弱。6-8 月，银行结售汇的顺差逐步收窄，由 253.28 亿美元减少至 146.48 亿美元，支撑人民币汇率升值动力逐步减弱。其中，银行代客结汇下行较银行代客售汇下降更快，表明市场主体购汇意愿相对更强。从结售汇差额的变化可以看出，近期人民币持续升值并非经济基本面主导，更多是在美元指数下行过程中被动升值，以及风险偏好提升带来的支撑。

图 44：银行代客结售汇



资料来源：IFind，国元证券研究所

### 3.风险提示

内外需超预期下滑；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期；政策理解偏差。

## 投资评级说明

| (1) 公司评级定义 |                        | (2) 行业评级定义 |                          |
|------------|------------------------|------------|--------------------------|
| 买入         | 股价涨幅优于基准指数 15%以上       | 推荐         | 行业指数表现优于基准指数 10%以上       |
| 增持         | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 | 中性         | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 持有         | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间  | 回避         | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上       |
| 卖出         | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上        |            |                          |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

| 合肥                                | 上海                                   | 北京                                    |
|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 | 地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 |
| 邮编：230000                         | 邮编：200135                            | 邮编：100027                             |