

# 中国经济金融展望报告

2025 年第 4 季度（总第 64 期）

报告日期：2025 年 9 月 25 日

## 要点

- 2025 年三季度以来中国经济增长动能有所转弱，外需超预期增长，内需进一步走弱，新旧动能转换持续。初步预计，三季度 GDP 增长 4.8% 左右，增速较上半年低 0.5 个百分点左右。
- 展望四季度，外部环境仍面临诸多不确定性，美国对等关税政策扰动下中国出口将有所放缓。政策效果减弱叠加内生动力不足，消费增速将小幅放缓。房地产拖累继续加深。预计四季度 GDP 增长 4.5% 左右，全年增长 5% 左右。
- 2025 年大概率能实现年初设定的预期目标，但下半年经济下行压力明显加大。未来宏观政策要更加重视正向激励、改善和稳定预期的作用，更加重视需求特别是消费需求的牵引作用，更加重视宏观政策边际效果变化，充分发挥政策“组合拳”效果，以应对未来的不确定性。

中国经济增速及预测



资料来源：中国银行研究院

## 中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组 长： 陈卫东  
副组长： 周景彤  
王家强  
成 员： 李佩珈  
梁 婧  
杨 娟  
赵廷辰  
范若滢  
梁 斯  
叶银丹  
刘 晨  
吴 丹  
刘佩忠  
程栖云  
王宇嘉  
许天衣（中银理财）

联系人： 范若滢

电 话： 010-66592780

邮 件：

zhgjryjshgfry\_hq@bank-of-china.com



## 增长动能有所转弱，需加大政策力度以应对未来不确定性

——中国银行中国经济金融展望报告（2025 年第 4 季度）

2025 年前三季度，中国经济运行总体平稳，但三季度以来增长动能有所转弱。初步预计，三季度 GDP 增长 4.8% 左右，增速较上半年低 0.5 个百分点左右。展望四季度，外部环境仍面临诸多不确定性，美国对等关税政策扰动下中国出口将有所放缓；政策效果减弱叠加内生动力不足，消费增速将小幅放缓；房地产拖累继续加深。预计四季度 GDP 增长 4.5% 左右，全年增长 5% 左右，大概率能实现年初设定的预期目标。未来宏观政策要更加重视正向激励、改善和稳定预期的作用，更加重视需求特别是消费需求的牵引作用，更加重视宏观政策边际效果变化，充分发挥政策“组合拳”效果，以应对未来的不确定性。财政政策适时加力，确保顺利实现全年增长目标；及时推出更大力度的增量政策，推动房地产市场止跌回稳；消费政策要完善存量政策、推出增量政策；积极探索多维度合作，不断扩大多元化经贸网络；加快破除结构性梗阻，推动工业生产新动能充分涌现。

### 一、2025 年三季度经济形势回顾与四季度展望

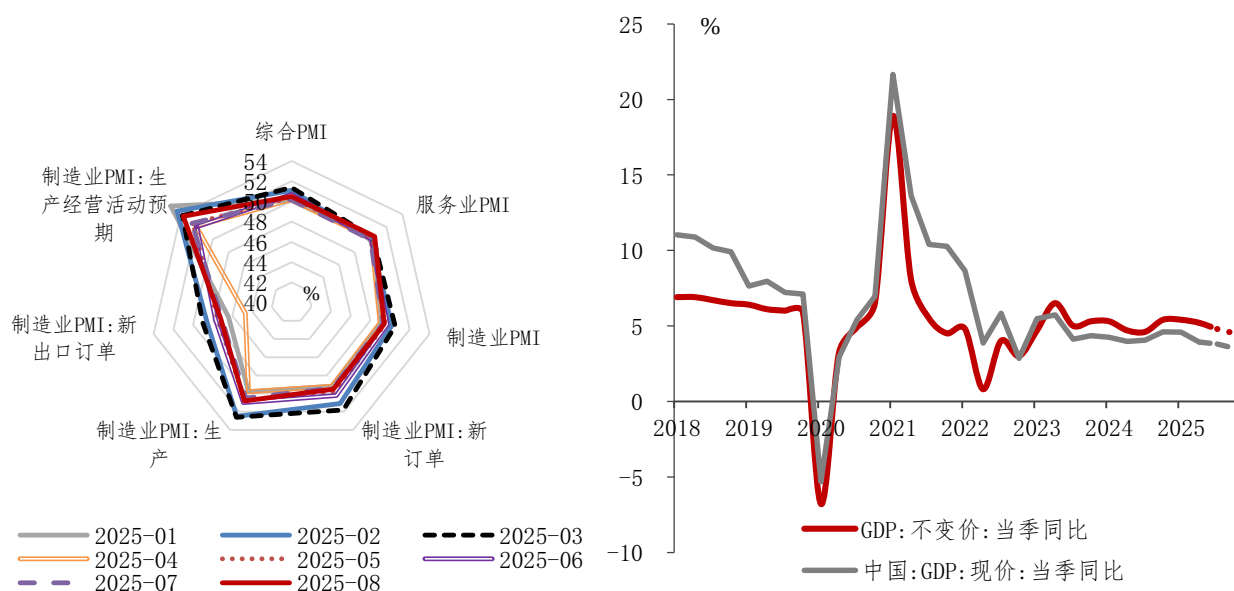
#### （一）2025 年三季度经济形势回顾

2025 年前三季度，国际政经格局剧烈重构，全球经济增长动能走弱，美国对等关税政策调整及其国际博弈对全球经贸发展带来诸多挑战。中国经济顶住了外部压力与挑战、展现了较强的抗风险能力，整体运行平稳，呈现“前高后稳”走势。三季度以来经济增长动能转弱，7、8 月制造业 PMI 指数分别为 49.3% 和 49.4%，已连续 5 个月处于荣枯线以下（图 1），消费、投资、工业等主要经济指标增速较上半年回落。需求方面，外需增长超预期，这主要与订单前置、

出口市场多元化以及中国商品国际竞争力全面持续提升等因素有关；但内需进一步走弱，商品消费较为低迷，固定资产投资增长放缓。产业方面，新旧动能的转换持续，新动能持续发展壮大，工业结构持续升级，服务业保持扩张，对经济增长的贡献率提升。但关税预期扰动、极端天气以及产能治理等对工业生产带来短期冲击，房地产市场调整幅度加深，对经济的拖累进一步加大。综合来看，预计三季度 GDP 增长 4.8% 左右，增速较上半年低 0.5 个百分点左右（图 2）。

图 1：中国 PMI 及主要分项变化

图 2：中国实际和名义 GDP 增速及预测

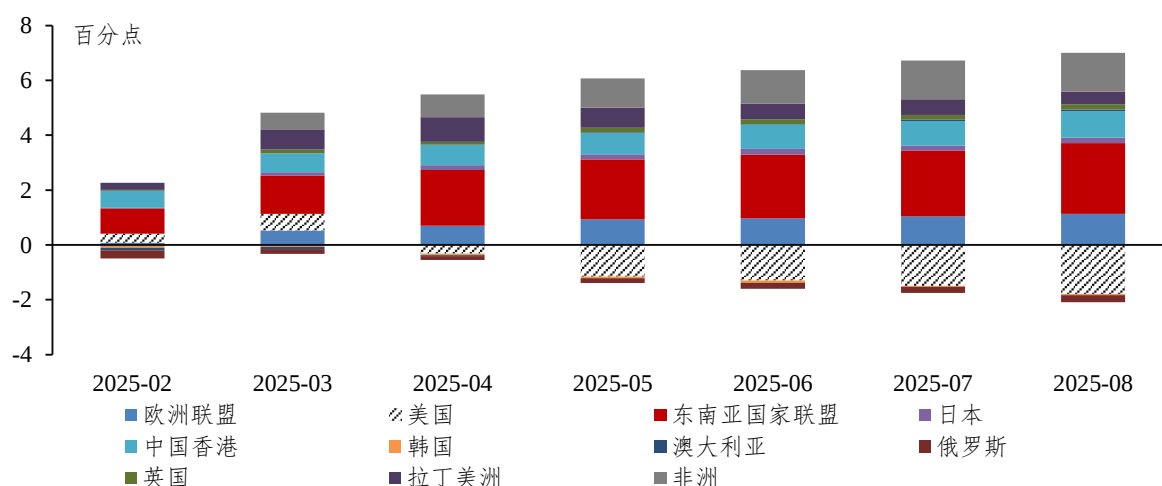


资料来源：Wind，中国银行研究院

### 1. 多元市场格局对冲美国高关税冲击，出口保持较快增长

三季度以来，尽管面临美国关税政策等不利影响，但中国出口总体保持较快增长。1-8 月份，出口金额达到 2.45 万亿美元，累计同比增长 5.9%（美元计价，下同），增速较上年同期加快 1.2 个百分点。其中，受对美出口降幅扩大和高基数影响，8 月出口当月同比增速较前月有所放缓，但对非美市场出口表现依旧亮眼，展现了中国出口多元市场格局下的较强韧性（图 3）。

图 3：主要地区对中国出口增速拉动



资料来源：Wind，中国银行研究院

**高关税影响下对美出口持续下滑。**8月12日，中美发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》，宣布延长为期90天的暂停相互加征关税措施，但当前美国对中国加权平均关税税率达到57.6%<sup>1</sup>，对中国出口造成了较大拖累。1-8月份，中国对美出口累计同比下降15.5%，当月同比降幅连续3个月持续扩大。其中，矿产金属以及劳动密集型产品因价格弹性大而受到了更明显冲击，矿产品、塑料橡胶制品、皮革箱包、鞋帽雨伞等产品对美出口金额分别累计同比下降31.7%、14.1%、19%和18.6%。

**欧盟经济景气度回暖推动中国对欧出口提速。**三季度欧洲经济延续复苏态势，8月欧元区制造业采购经理人指数（PMI）上升至50.7%，为三年来首次重回扩张期间。制造业复苏带动欧洲需求回暖，1-8月中国对欧盟出口累计同比增长7.5%，增速分别较上年同期和上半年加快6.8和0.9个百分点。其中，以金属制品（8.7%）、工程机械（7.9%）为代表的顺周期资本品和交通设备（11.5%）产品出口增长较快。

**对共建“一带一路”等新兴经济体出口支撑作用明显。**1-8月，中国对共建

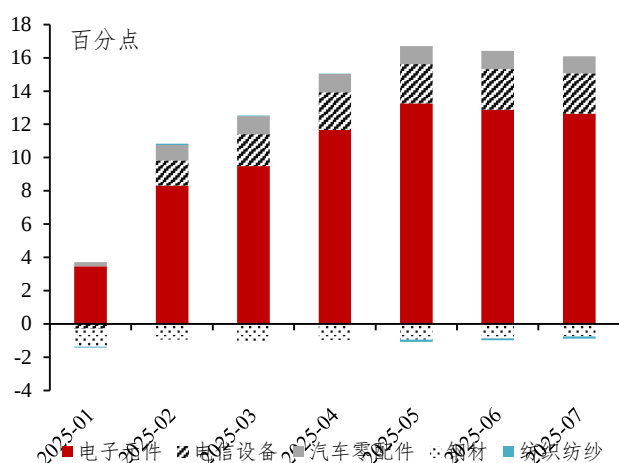
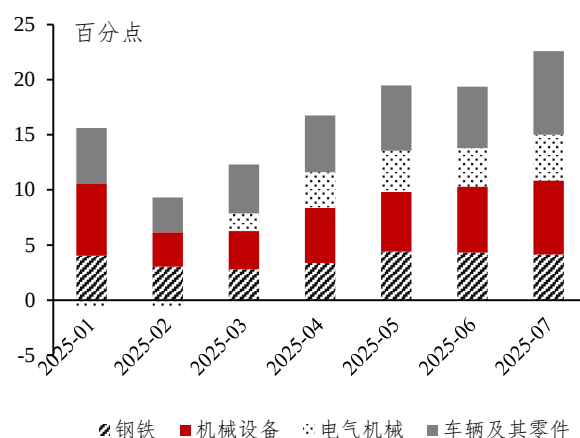
<sup>1</sup> 数据来源为彼得森国际经济研究所，涵盖了截至8月底美国对钢铁、铝、铜以及其制品加征的普遍性关税。

“一带一路”国家地区出口累计同比增长 10.7%，增速较上半年加快 1.1 个百分点，拉动出口总量增长约 5.4 个百分点。受中间品和转口贸易驱动，中国对东盟地区出口累计同比增长 14.6%，增速较上半年加快 1.6 个百分点。以越南为例，1-8 月中国对越南出口累计同比增长 22.1%，其中电信设备、电子元件、汽车零配件等中间品<sup>2</sup>出口增速分别达到 29.6%、48.1%和 23.9%，是拉动出口增长的主要力量（图 4）。得益于非洲国家工业需求增长和中非共建合作关系深化等因素，1-8 月中国对非洲出口累计同比增长 24.7%，增速较上半年加快 3.1 个百分点，其中机械设备、车辆船舶、电气设备（电池和太阳能板等）以及钢铁等是主要出口产品。以中国对非洲主要出口国尼日利亚为例，1-7 月中国对其出口金额累计同比增长 39.8%，其中钢铁、机械设备、电气机械以及车辆等产品出口分别增长 106.2%、53.6%、29.7%和 80.9%（图 5）。

此外，2025 年以来人民币兑美元汇率总体呈现升值态势，而人民币兑其他货币汇率呈现贬值态势。截至 9 月中旬，CFETS 人民币汇率指数较年初贬值 5.1%，人民币对一揽子货币贬值一定程度上推动了对非美经济体出口，对冲了关税政策带来的出口拖累。

---

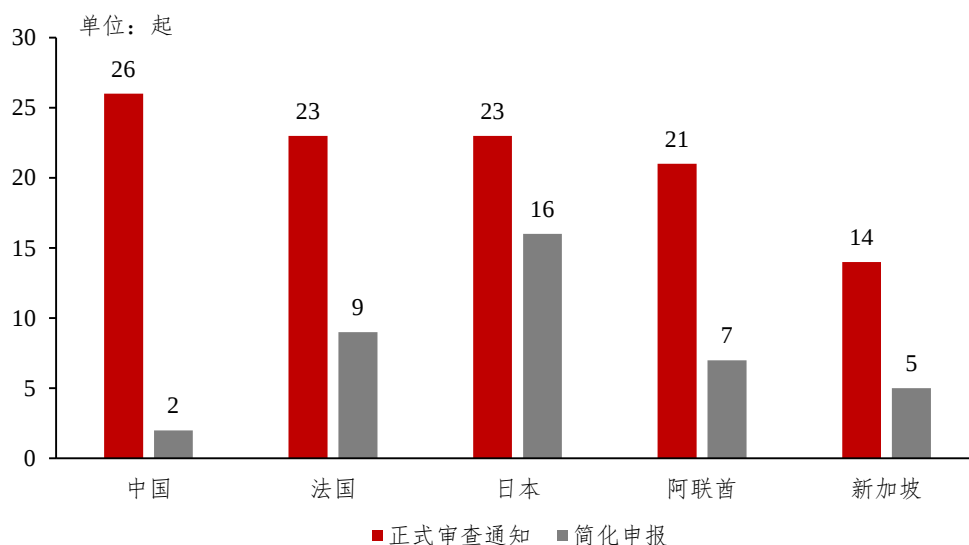
<sup>2</sup> 根据《亚洲经济前景及一体化进程》报告中列举的主要中间产品 SITC 编码归纳整合。

**图 4：中国对越南出口中间品的  
拉动作用**

**图 5：中国对尼日利亚主要出口产品的  
拉动作用**


资料来源：Wind，中国银行研究院

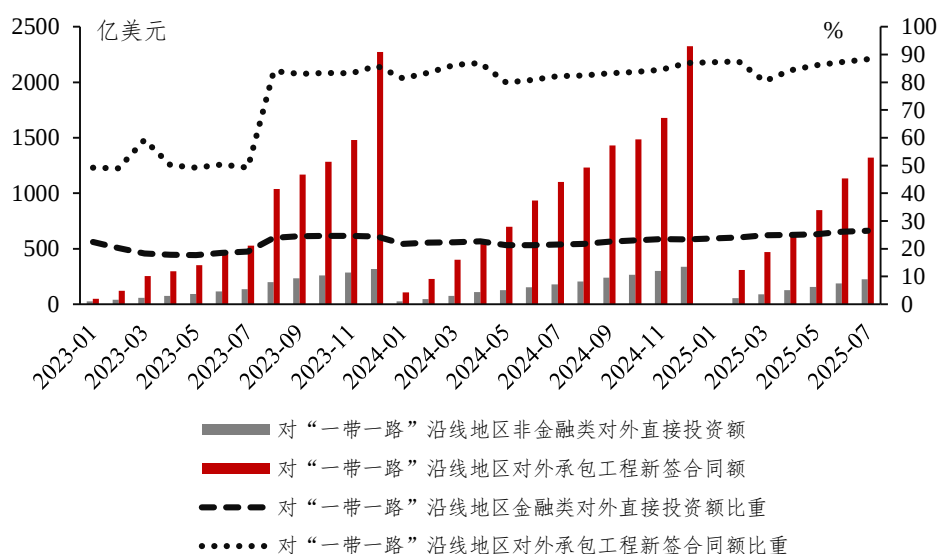
中国对外直接投资增速总体放缓，但对新兴经济体投资势头依然强劲。1-7月，中国全行业对外直接投资为 927.4 亿美元，同比下降 5.4%，其中非金融类对外直接投资金额为 845.3 亿美元，同比增长 1.2%，增速较上年同期放缓 15 个百分点。中国对外投资市场和供应链多元化程度不断提升。近年来，美国持续加强外国直接投资的安全审查力度。2024 年，美国财政部外国投资委员会（CFIUS）共受理 209 起正式审查通知，其中，中国投资提交 26 起，提交数量为各国之首（图 6）。为规避欧美国家安全审查和地缘政治风险，中国对外直接投资正更多地向亚洲、中东和拉美转移。1-7 月，中国对共建“一带一路”国家地区非金融类直接投资 224 亿美元，累计同比增长 23.5%，占全部非金融类直接投资比重由上年末的 23.4% 上升至 26.5%。同时，中国与共建“一带一路”国家地区新签对外承包工程项目合同金额持续增长，带动了对相关国家地区中间品和资本品出口（图 7）。

图 6：2024 年美国 CFIUS 正式审查通知数量前五位国家



资料来源：美国财政部外国投资委员会（CFIUS），中国银行研究院

图 7：中国对共建“一带一路”国家地区对外直接投资情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 2. 内生动力不足叠加政策效果减弱，内需依然较弱

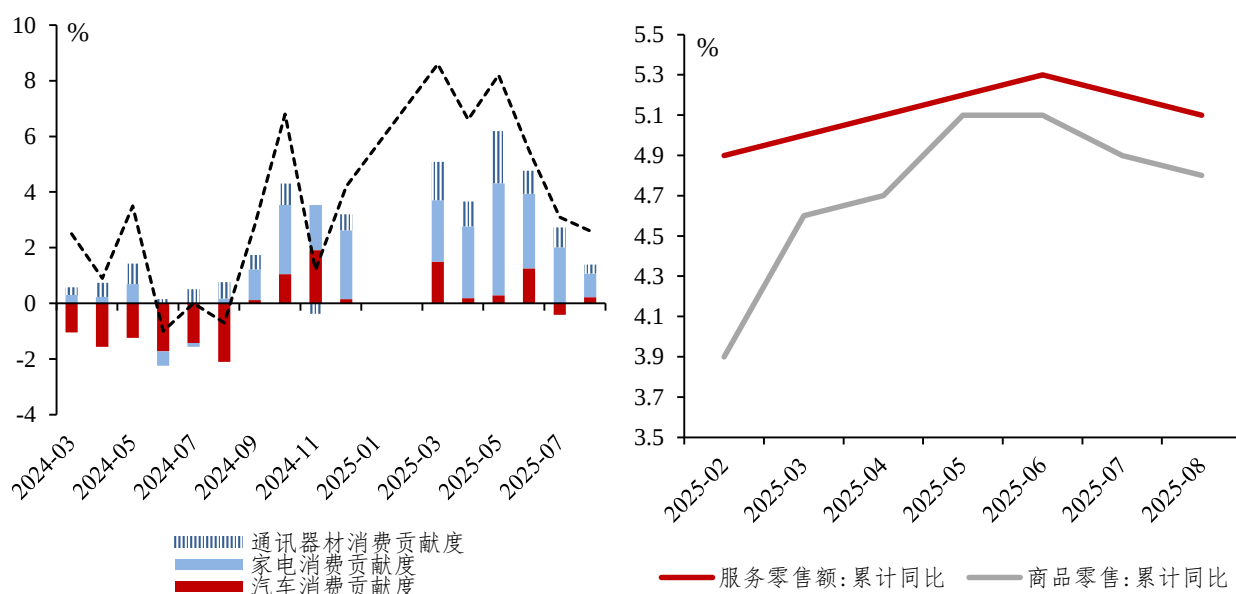
第一，以旧换新政策效果减弱叠加居民消费内生动力不足，导致消费走弱。

1-8 月，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，增速较上半年下降 0.4 个百分点。

其一，以旧换新政策效果减弱是三季度社零增速下滑的主要原因。5、6 月份以

来，一些地区陆续出现以旧换新补贴资金断档的现象<sup>3</sup>。这对市场预期和政策效果带来冲击，导致相关商品销售增速出现明显下滑。1-8 月份，家电、通讯器材销售额同比增速分别为 28.4%、21.1%，较 1-6 月分别下降了 2.3 和 3 个百分点；8 月当月，家电、通讯器材销售额增速分别为 14.3%、7.3%，较 7 月份增速分别下降 14.4 和 7.6 个百分点（图 8）。其二，餐饮消费走弱对社零造成较大拖累。1-8 月，餐饮收入累计同比增长 3.6%，增速较上半年和上年同期分别下降了 0.7 和 3 个百分点。各大外卖平台间的“补贴大战”强化了消费者“低价消费”的消费心理，不仅影响了餐饮的线上价格，也对线下堂食造成了冲击。其三，服务消费表现好于商品消费，是消费增长的重要拉动力。1-8 月，服务零售额同比增长 5.1%，较商品零售增速（4.8%）高 0.3 个百分点（图 9）。2025 年以来，大型体育赛事和文艺演出表现火爆，众多地方通过支持承办足球、马拉松等体育赛事以及大型演唱会，持续拓展消费场景、延长消费链条。例如，江苏省城市足球联赛“苏超”对当地消费产生了显著拉动效应。截至 8 月末，“苏超”前十轮赛事现场观赛达 149 万人次，带动江苏全域多场景消费超 380 亿元。

<sup>3</sup> 例如，5 月 10 日起甘肃省酒泉肃州区辖内所有以旧换新补贴活动暂停；6 月 3 日起重庆市汽车、家电、家装厨卫、电动车以旧换新补贴暂停；6 月份河南省郑州、洛阳、许昌等地陆续暂停汽车置换补贴；6 月 20 日起广西汽车、家电、3C 数码、电动车、家装厨卫以旧换新补贴暂停；等等。

**图 8：家电、通讯器材消费增速及对社零的贡献 图 9：商品与服务零售增速**

资料来源：Wind，中国银行研究院

**第二，固定资产投资增速明显放缓。**二季度以来，固定资产投资增速逐月放缓，7、8 两月的当月增速进一步转负。1-8 月，固定资产投资同比增长 0.5%，增速较 1-6 月和上年同期分别放缓 2.3、2.9 个百分点。其中，制造业投资、基建投资（不含电力，下同）、房地产投资增速分别为 5.1%、2%和-12.9%，分别较 1-6 月下降 2.4、2.6 和 1.7 个百分点，较上年同期下降 4、2.4、2.7 个百分点（图 10）。固定资产投资作为现价指标，其持续、大幅走弱，既有房地产市场下行、地方财政压力较大、需求不足、政策调整等方面的原因，也与物价持续低迷有关。2025 年 1-8 月，PPI 同比累计下降 2.9%，降幅较上年同期扩大 1 个百分点，这对固定资产投资名义增速造成较大拖累。一是政策效果衰减叠加需求走弱，制造业投资增长的外生和内生动力双双减弱。当前大规模设备更新改造政策已实施一年左右，对相关制造业投资的拉动作用有所下降。1-8 月，专用设备制造业投资同比增长 1.6%，增速较 1-6 月和上年同期分别放缓 4.6、11.2 个百分点；设备工器具购置投资保持 14.4%的较高增速，但较 1-6 月和上年同期也分别放缓了 2.9、2.4 个百分点。同时，企业加大力度去库存，扩大投资的动力不足。7 月制造业产成品存货同比增长 2.3%，增速较上年同期和 2025 年 6 月分

别下降 3 和 0.6 个百分点。

二是受地方政府债务压力较大、审批权限收紧影响，基建投资增速放缓。三季度以来，国家发改委已全部下达 2025 年 8000 亿元“两重”建设项目清单（共 1459 个项目），同时，多地加快推动“十五五”重大基础设施项目储备工作，基建项目储备总体充足。基建投资增速明显放缓主要与资金支持不足和项目审批偏慢等因素有关。**资金方面**，截至 9 月 8 日，各地发行新增专项债总规模达到 33822 亿元，已占全年新增总额的 76.9%，但其中用于广义基建的专项债占比约为 43%，低于 2024 年全年水平，表明专项债对基建投资的支撑作用相对不足。这可能是由于债务余额持续升高、年内剩余化债资金不足、城投平台融资渠道受阻等多重因素叠加下，部分地方政府将项目投资资金用于化债。截至 7 月末，全国地方政府债务余额为 52.76 万亿元，较 2024 年末增加 5.22 万亿元（图 11）。截至 8 月 5 日，用于化债的特殊再融资债券已发行 1.88 万亿元，发行进度已达全年 2 万亿元额度的 94.1%。此外，根据监管要求，城投融资平台需在 2027 年 6 月底前完成退出。2025 年以来，城投平台退出工作加快推进，截至 8 月中旬，年内 200 余家城投企业已完成退出，累计超过 4000 余家，这在短期内将对地方政府融资能力造成一定影响。**项目审批方面**，2025 年以来，部分省市的基建审批权被收回，这一政策调整不仅影响审批权被收回省市的基建审批速度，还可能使得其他省市在项目审批方面更加谨慎，导致项目推进速度总体放慢<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 截至 2025 年 7 月，内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、贵州、云南、重庆、天津等 12 个省市的基建审批权被收回，基建项目须上报中央审批。

图 10：固定资产投资及分项增速

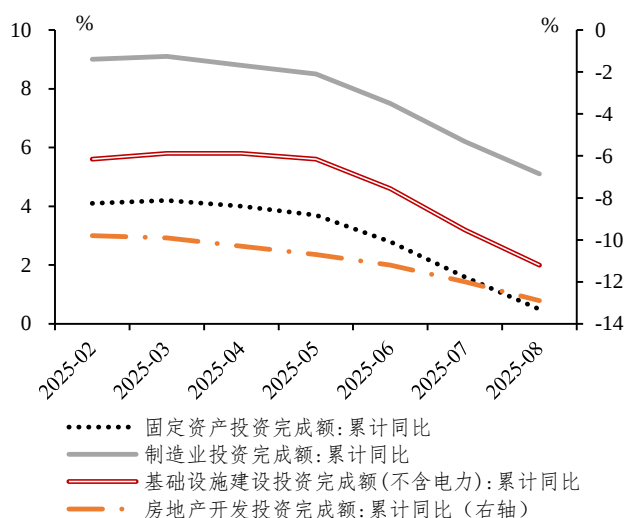
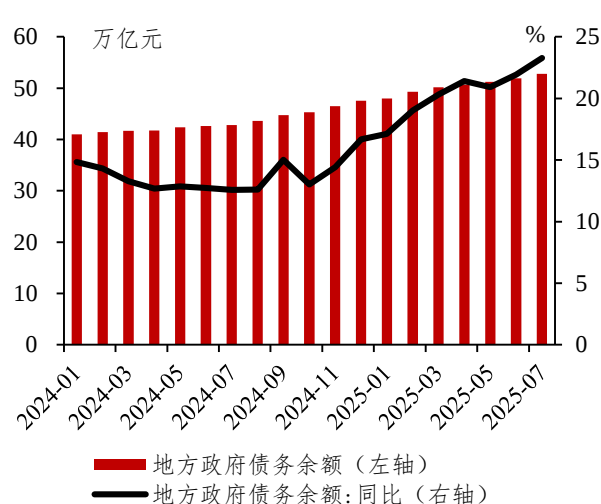


图 11：地方债务余额及增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

### 3. 房地产市场加速下行，供需两端压力进一步凸显

三季度以来，房地产行业主要指标跌幅扩大。1-8月，房地产开发投资、商品房销售面积、施工面积、房企到位资金的跌幅均扩大，分别同比下降12.9%、4.7%、9.3%、8%，降幅分别较上半年扩大1.7、1.2、0.2、1.8个百分点（图12）。房地产市场加速下行主要有两方面的原因。一是当前经济景气下降、房地产市场下行、社会预期走弱之间形成负向螺旋，居民部门持续去杠杆，买房能力和意愿不足。2025年二季度居民部门杠杆率为61.1%，较上年末和上年同期分别下降0.3、0.7个百分点。1-8月，居民新增中长期贷款为1.08万亿，同比少增0.23万亿。二是行业库存、债务等根本性问题未得到有效缓解，市场预期持续走弱。截至8月末，住宅待售面积约4.02亿平方米，同比增长5.4%（图13）。

图 12：商品房销售及到位资金情况

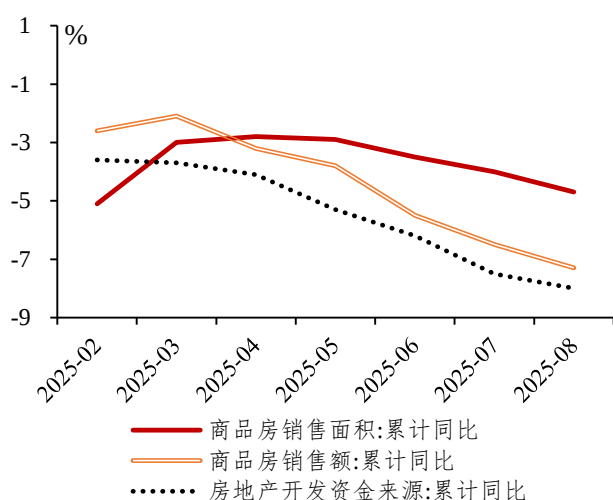
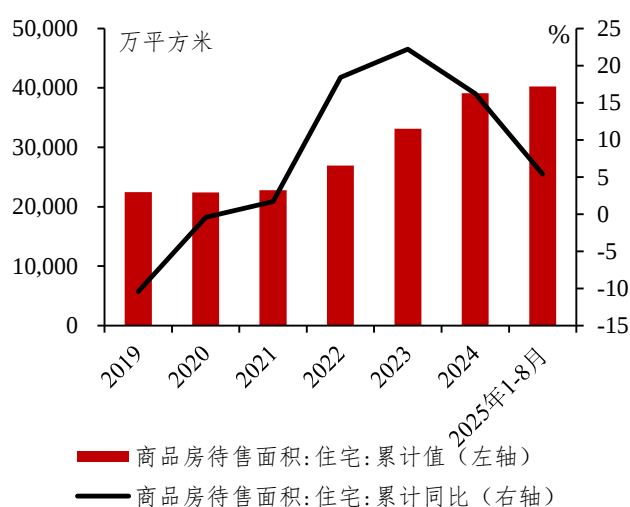


图 13：住宅待售面积及增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

房地产市场供需两端压力仍然较大。需求端，房贷断供率有所上升。克而瑞发布的《2025 年中国城市住房断供率研究》显示，当前全国平均住房断供率为 3.7%，高于 2022 年的 1.6%，在部分三四线城市，断供率甚至超过了 5%。这既有居民就业质量下降等原因，也与房价持续下跌，部分房子市值跌破贷款余额相关。同时，法拍房市场挂拍数量仍处于高位，成交量价齐跌。中指法拍数据库监测显示，2025 年上半年，全国法拍住宅的挂拍数量为 17 万套，与上年同期基本持平；成交 5.1 万套，成交数量同比减少 2.3%；成交均价 8817 元/m<sup>2</sup>，同比下降 7.8%；成交折价率小幅上升。

供给端，房企债务问题依然严峻。一是融资规模总体仍呈收缩态势。克而瑞数据显示，1-7 月，65 家典型房企累计融资总量为 2413.79 亿元，同比减少 26.6%。分融资渠道来看，债券、股权融资渠道收紧。2025 年 1-7 月，65 家典型房企累计发行境内、境外债券分别为 2913.8 亿元、259 亿元，分别同比下降 4.2%、5%，境内外债券均为净偿还；新增债券类融资成本为 3.09%，较 2024 年上升 0.16 个百分点，其中境外债券融资成本为 8.6%，较 2024 年提升 4.4 个百分点，境内债券融资成本为 2.6%，较 2024 年降低 0.28 个百分点（表 1）。上

半年 A 股和港股市场的房企融资案例数量和融资规模均处于历史低位。A 股主要为少量房企的可转债、定增等融资，总融资规模为 100 亿元左右，港股总融资规模约为 20 亿港元。政策支持力度加大，开发贷延续净融资。1-7 月房地产开发资金来源中，国内贷款同比增长 0.1%，增速较上年全年加快 6.2 个百分点（图 14）。截至 6 月末，房地产开发贷余额为 13.81 万亿元，较上年末增加 2500 亿元，同比增长 0.3%（图 15）。二是债务到期高峰来临，债务重组步伐加快。2025 年房企债务到期规模达 5257 亿元，高于 2024 年（4828 亿元），其中三季度是偿债高峰期，到期规模约 1574 亿元。因此，2025 年以来，房企债务重组尤其是境外债务重组步伐明显加快，总体呈现出削债比例提高、展期时长延长、票息率降低等趋势，债转股正逐步成为房企化债主要工具。

表 1：近年来房企境内外债券融资成本情况

| 分类     | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025 年 1-7 月 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 境内债券融资 | 4.28% | 4.09% | 3.50% | 3.46% | 2.91% | 2.63%        |
| 境外债券融资 | 7.46% | 5.97% | 6.61% | 8.04% | 4.18% | 8.60%        |
| 合计     | 5.60% | 4.75% | 3.87% | 3.57% | 2.93% | 3.09%        |

资料来源：克而瑞，中国银行研究院

图 14：房地产国内贷款及增速

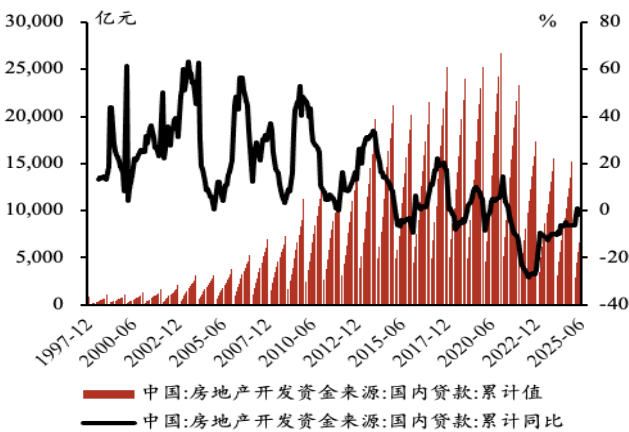
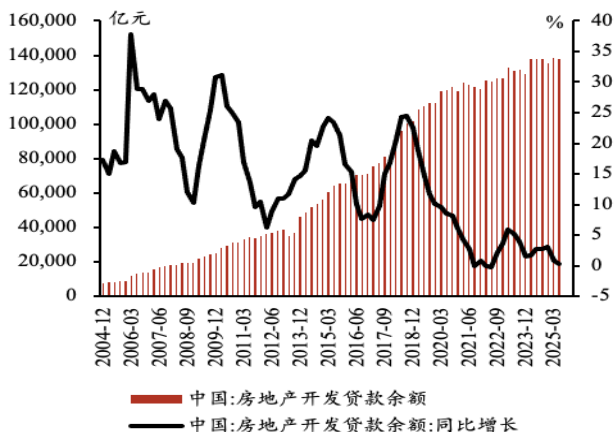


图 15：房地产开发贷款余额及增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 短期扰动增多带动工业生产小幅放缓，服务业对经济增长的贡献率提升

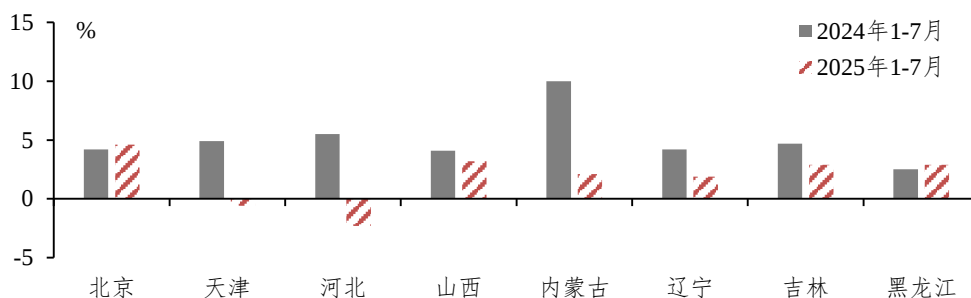
工业方面，三季度以来工业生产面临的扰动因素增多。1-8 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速较上年同期、上半年分别加快 0.4 个百分点、放缓 0.2 个百分点。一是需求走弱，对工业生产拖累持续加深。三季度以来，“供强需弱”矛盾依旧突出。8 月份，规模以上工业企业产销率同比下降 0.1%，已连续 6 个月增速为负。外需方面，出口有所放缓，对中游装备制造业生产造成一定影响。1-8 月份，工业制品出口金额（以美元计）同比增长 6.2%，增速较上年同期回升 1.3 个百分点，但较上半年下降 0.1 个百分点。同时，现阶段工业企业出口仍以消化库存为主，对生产端带动作用不足。1-8 月份，工业企业出口交货值同比增长 3%，增速较上年同期、上半年分别放缓 1.1、1.2 个百分点。受此影响，中游设备制造相关行业生产短期承压。1-8 月份，计算机/通信/其他电子设备、铁路/船舶/航空航天/其他运输设备、通用设备制造业增加值分别同比增长 10.8%、15.6%和 8.1%，增速较上半年分别降低 0.3、1 和 0.2 个百分点。内需方面，受消费疲弱、房地产持续下行等影响，纺织业、酒/饮料/精制茶制造、医药制造、食品制造、家具制造等相关制造业持续低迷，1-8 月份增加值增速分别为 3.4%、3.3%、1.6%、5.4%、-5.1%，较上半年分别放缓 0.7、1.4、0.3、0.9、0.4 个百分点，较上年同期分别放缓 1.8、2.3、0.5、0.4 和 8.5 个百分点。

二是暴雨洪涝、高温热浪和台风登陆等极端天气“超季节性”影响加剧，制约工业生产稳定运行。受雨区北抬<sup>5</sup>、全球气候变暖等影响，7 月以来极端异常天气事件频发。据应急管理部数据，7 月份，全国共出现 10 次区域暴雨过程，较常年偏多 3 次；7 月、8 月全国平均气温较常年同期分别偏高 1.5℃、0.9℃。据交通运输部数据，2025 年 1-7 月，降雨严重的部分北方省份公路货运量同比增速较上年同期明显回落（图 16）。极端天气叠加房地产市场低迷影响，1-8 月份，采矿业增加值同比增长 5.7%，增速较上半年回落 0.3 个百分点；上游原材

<sup>5</sup> 影响中国夏季天气的主要环流系统西太平洋副热带高压较常年同期偏强偏北，这使得位于西太副高北侧的中国主雨带较常年同期偏北。

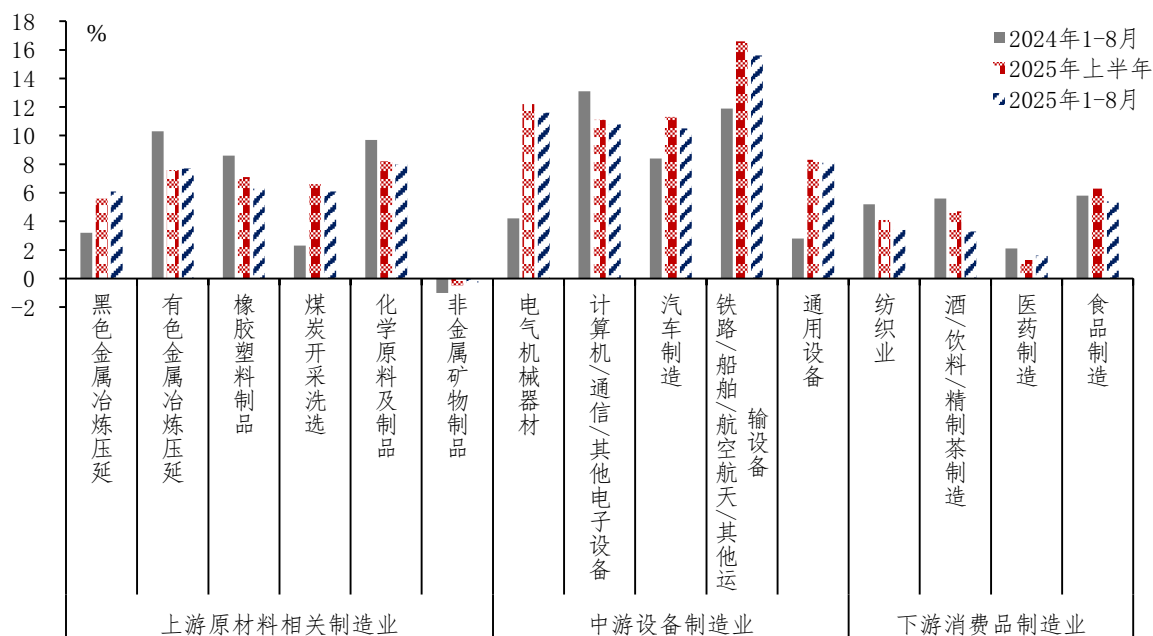
料相关制造业增加值增速较上半年均有所放缓（图 17）。

图 16：北方省份公路货运量变化情况



资料来源：交通运输部，中国银行研究院

图 17：工业主要行业增加值增速情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

三是低价无序竞争治理初见成效，相关工业行业面临调整。7月1日，中央财经委员会第六次会议强调“依法依规治理企业低价无序竞争”，7月30日，中央政治局会议进一步提出“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”，相关政策从中央部署向地方、行业层面延伸，多个行业积极表态维护市场公平竞争环境和秩序。与2015-2016年供给侧结构性改革相比，本轮重点行业产能治理在成因、影响和政策重点等方面均存在明显不同（专栏

1)。随着相关配套政策持续深化，相关行业短期生产面临调整。1-8 月份，化学原料和化学制品（化工相关）、电气机械及器材（光伏和锂电相关）、非金属矿采选业（水泥相关）、汽车（新能源汽车相关）制造业增加值分别同比增长 8%、11.6%、5.2%和 10.5%，增速较上半年分别降低 0.2、0.6、0.7 和 0.8 个百分点。

服务业方面，政策支持和结构优化共同支撑服务业对经济增长的贡献率稳步提升。2025 年上半年，服务业对 GDP 累计同比的贡献率为 60.2%，较上年同期提升 5.8 个百分点。1-8 月份，服务业生产指数同比增长 5.9%，增速与 2025 年上半年持平，较 2024 年同期提高 1 个百分点。一方面，6 月底商务部启动 2025 年“服务消费季”活动，着力推动商旅文体健融合发展，培育“旅游+”“美食+”“体育+”等融合消费场景，叠加暑期出行需求释放，7 月和 8 月铁路运输、航空运输等行业商务活动指数持续位于 60%以上高位景气区间。另一方面，“人工智能+”政策提振产业升级改造需求，市场流动性充裕带动资本市场回暖，现代服务业加快发展。8 月份信息传输软件和信息技术服务业、金融业生产指数分别增长 12.1%、9.2%，分别快于全部服务业生产指数 6.5、3.6 个百分点。

### 专栏 1：本轮低价无序竞争的成因、影响和政策重点

2025 年以来，政策层面围绕低价无序竞争密集发声。2025 年《政府工作报告》明确将“综合整治‘内卷式’竞争”纳入到“建设全国统一大市场”框架内；7 月 1 日中央财经委员会第六次会议指出“依法依规治理企业低价无序竞争”；7 月 30 日中央政治局会议进一步提出“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”。

本轮低价无序竞争的成因主要包括三方面：一是经济增长动能和发展模式转变，需求短期持续走弱。近年来，由于全球经济增速放缓、单边主义和贸易保护主义加剧，外部需求面临较大不确定性。同时，疫情冲击、房地产市场深度调整、外部不确定性加剧等因素相互交织强化，直接侵蚀了国内居民、企业、政府三大部门的资产负债表，并压低市场预期与风险偏好。2024 年，居民人均消费支出、企业投资和广义财政支出增速，分别较疫情

前（2019 年）降低 3.3、2.2 和 6.8 个百分点。需求放缓，导致企业为了生存不得不采取各类低价竞争手段。二是新一轮技术革命背景下，供给端扩张趋势不断加快。新兴技术发展初期存在多重技术路线竞争，资本为规避风险往往采取多点布局策略，导致资源分散和重复建设。当前，以新能源汽车、光伏等为代表的新兴产业大多正从扩张期向稳定期过渡，市场份额向头部企业集中，产业集中度提升间接增加中小企业面临的淘汰压力，诱发低价无序竞争。此外，企业为迎合资本追求快速回报与安全边界的偏好，也更倾向于将资源更多投向短期见效的“微创新”而非原始创新，生产规模短期内能够快速扩张。三是以财政资金补贴为主的招商引资政策和产业培育扶持政策一定程度上加剧市场失灵。招商引资一直是地方政府“促投资”“拼经济”的核心抓手，房地产市场深度调整下，地方政府财政收支平衡压力上升，部分地方为在有限的市场与资源约束中吸引企业、培育产业，竞相打造“政策洼地”，推出税费减免、补贴倾斜、用地优惠等非普惠性政策。这不仅诱发各地低水平重复建设，也导致市场出清机制失灵。据审计署数据，2022 年度重点审计地区中，55 个地区存在违规或变相返还税收或土地出让金等 225.08 亿元。据戴德梁行数据，全国主要城市产业园空置率徘徊在 30%-50%，部分非核心区域、定位不清晰的产业园区空置率甚至超过了 50%。

当前，低价无序竞争已经成为制约经济高质量发展的重点问题。一是形成“工业品价格下跌-工业企业利润下滑-投资意愿不足”的负向循环，对宏观经济造成拖累。2019 年四季度至 2025 年二季度，中国工业产能利用率从 77.5%降至 74%。PPI 自 2022 年 10 月起陷入负增长，截至 2025 年 8 月已持续 35 个月。价格下跌叠加需求回落，企业利润下滑。2025 年 1-7 月，工业企业利润同比下降 1.7%，工业企业利润率下滑至 5.15%，创 2001 年以来新低。这导致企业投资和居民收入增速放缓、消费能力和意愿降低等问题，加大经济下行压力。二是无序同质竞争制约产业结构优化升级。地方政府层面，部分区域缺乏对本地产业基础的科学评估，盲目跟风引入新能源、智能制造等热门产业，导致招商方向与区域资源禀赋脱节，陷入“政策比拼”的恶性竞争局面。企业层面，非理性竞争导致行业整体利润空间持续压缩，头部企业利用议价权压低上游采购价、延长账期，挤压了中小微企业生存空间，抑制社会创新活力。同时，企业为回避高风险、压缩成本，自主创新意愿降低。据中国汽车质量网数据显示，2024 年新能源车型“三电系统”故障投诉同比增长 27%，因研发周期缩短导致的设计缺陷占比达 43%。三是相较于 2015-2016 年供给侧结构性改革阶段，本轮面临宏观环境剧变、有效需求不足、覆盖行业更广等新挑战。2015-2016 年供给侧结构性改革时期，房地产经历去库存后进入上行周期，基建投资保持约 15%-20%的较高增速，全球经济复苏支撑外需回暖，需求具有较强韧性。但是当前，全球政经格局不确定性加剧，国内经济增长新旧动能加速转换，房地产处于深度调整的下行周期，需求不足问题更为突出。同时，2015-2016 年供给侧结构性改革主要集中在煤炭、钢铁、水泥、有色等上中游原材料行业，本次低价无序竞争涉及行业更广，不仅涵盖了上游原材料制造业，也包括电气机械、计算机电子设备等中游装备制造业和汽车、食品、纺织等下游消费

品制造业，同时向“新三样”、平台经济等新领域扩散。

区别于上一轮供给侧结构性改革以“三去一降一补”为抓手，本轮低价无序竞争治理的政策重点旨在构建高水平市场经济体制，加快建设全国统一大市场，畅通国内大循环。具体来看：一是供给端侧重市场主导、民企为主的治理路径。1月7日，国家发改委明文禁止地方政府通过土地、税费优惠引致同质化招商。7月中央财经委员会第六次会议进一步提出了全国统一大市场建设“五统一、一开放”的基本要求。6月27日，新修订的《反不正当竞争法》被表决通过，强调禁止低价倾销、产能置换，并通过产能置换指标交易，进一步强化了法制化与市场化的深度结合。此外，由于本轮供需失衡的新兴行业以民企为主，难以直接采用行政手段去产能。一方面，通过监管和法律手段规范市场竞争。7月18日，国家市场监督管理总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业进一步规范促销行为、理性参与竞争。另一方面，注重发挥行业协会的自律机制。7月以来，光伏、磷酸铁锂等行业相继发布自律公约。二是扩大有效需求、促进供需匹配。消费方面，推出“新能源汽车下乡补贴”“家电以旧换新”“育儿补贴”等相关政策，提振消费需求。投资方面，7月19日，雅鲁藏布江下游水电开发工程正式开工，项目规划总投资1.2万亿元；8月5日，《关于金融支持新型工业化的指导意见》出台，强调“强化产业政策和金融政策协同，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争”；9月12日，国家发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027年）》，提出2027年，全国新型储能装机规模达到1.8亿千瓦（即180吉瓦）以上，带动项目直接投资约2500亿元。三是注重长效治理机制构建和完善。近年来，全国统一大市场建设不断向纵深推进。2024年12月，《全国统一大市场建设指引（试行）》印发，明确各地不得突破国家规定的红线底线违规实施财政、税费、价格、土地、资源环境等方面的招商引资优惠政策。2025年7月30日，中央政治局会议首次将“规范地方招商引资行为”列为重点任务。近期，国家发改委等部门密集发声，强调制定全国统一的地方招商引资行为清单，加大违规招商引资行为查处和通报力度，引导各地优化调整招商引资考核机制，实事求是确定招商引资数量指标考核权重。

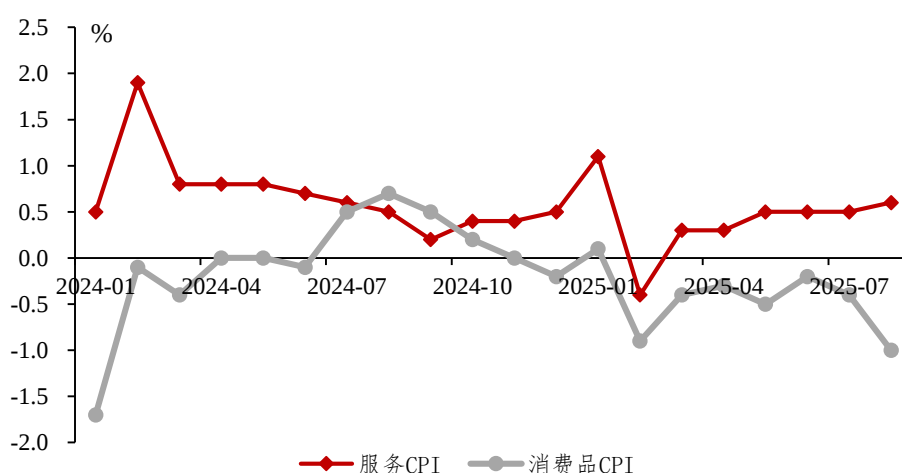
## 5. 物价持续低水平运行，但核心CPI持续改善，部分行业供需优化带动PPI降幅收窄

三季度物价水平整体仍偏弱。1-8月，CPI累计同比下降0.1%，降幅与上半年持平，涨幅较上年同期下降0.3个百分点；PPI累计同比下降2.9%，降幅较上半年、上年同期分别扩大0.1、1个百分点。

**CPI结构走势分化，食品价格拖累明显，但核心CPI同比涨幅连月扩大。**

一方面，在上年同期高基数以及餐饮行业景气度下降的影响下，食品价格同比表现偏弱。8月食品价格同比下降4.3%，降幅比上月继续扩大2.7个百分点，是拖累CPI同比表现（-0.4%）的重要因素。其中，猪肉价格跌幅较大，8月同比下降16.1%。截至2025年7月中国能繁母猪存栏量为4042万头，相当于正常保有量的103.6%，9月生猪出栏量环比增加1.3%，日均出栏计划提升4.8%，市场供应偏多，而餐饮行业景气下滑、猪肉市场需求减少，导致猪肉价格持续下跌。另一方面，扩内需、促消费政策带动核心CPI整体回暖。剔除食品和能源的核心CPI同比涨幅连续4个月扩大，8月核心CPI同比上涨0.9%。核心CPI的持续改善主要源于以下两方面因素：一是促消费政策叠加暑期旅游出行旺季影响，居民服务消费需求稳步释放，带动服务价格涨幅逐渐扩大，8月同比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。二是以旧换新叠加治理汽车行业无序“价格战”等政策发力显效，对相关商品价格形成支撑。家用器具价格环比连续2个月上涨，交通工具价格连续2个月企稳。然而，与服务价格相比，消费品价格修复力度仍然不及预期。消费品价格同比涨幅与服务价格同比涨幅之间的差距继续走阔（图18），这也反映出了当前居民消费结构变化趋势，必需消费品需求较为疲软，服务、升级类消费需求较好。

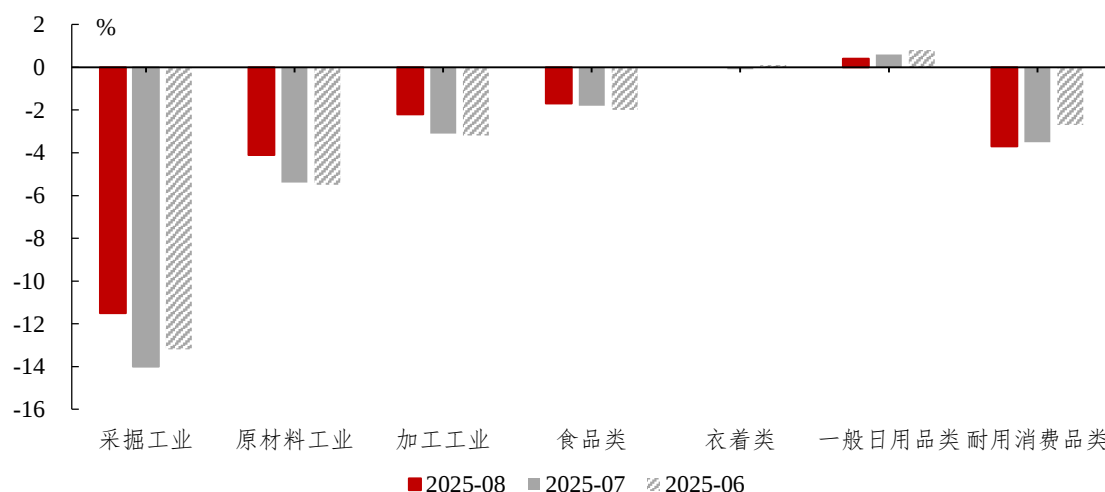
图 18：消费品 CPI 与服务 CPI 同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

综合治理低价无序竞争的力度加大，相关行业供需结构改善带动三季度 **PPI 降幅收窄**。8 月 PPI 环比持平，结束连续 8 个月下行态势；同比降幅收窄至 2.9%，是 2025 年 3 月以来首次收窄。部分工业领域产能加速调整、竞争秩序优化，例如，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、电力热力生产和供应业、光伏设备及元器件制造、新能源车整车制造等行业价格企稳回升。值得注意的是，尽管当前供给端产能治理对上游生产资料价格回升具有一定推动作用，但需求端对 PPI 的支撑依然偏弱。房地产、基建投资增速走弱，相关建材及原材料需求放缓。全球贸易不确定性仍然存在，关税水平上升，出口占比高的行业如通信电子、汽车和通用设备等价格继续回落，“以价换量”特征明显。由于生活资料的需求价格弹性大，产能治理对下游产品价格的改善作用较小，在需求疲弱的影响下一般日用品、耐用消费品 PPI 同比回落，与上中游行业价格变化趋势相背离（图 19）。

图 19：6-8 月 PPI 分类别同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）2025 年四季度经济形势展望

展望四季度，外部环境仍面临较大不确定性，中美关税谈判将面临新一轮博弈，关税政策扰动下中国出口将有所放缓。以旧换新政策效果将有所减弱，

叠加居民消费内生动力较难明显回升，消费增速将小幅放缓。房地产拖累继续加深，房地产投资降幅可能继续扩大。加之上年同期基数较高，总体预计四季度 GDP 增长 4.5% 左右，全年增长 5% 左右。

## 1. 关税政策扰动下出口将有所放缓，新兴经济体仍将是应对外贸不确定的重要支撑

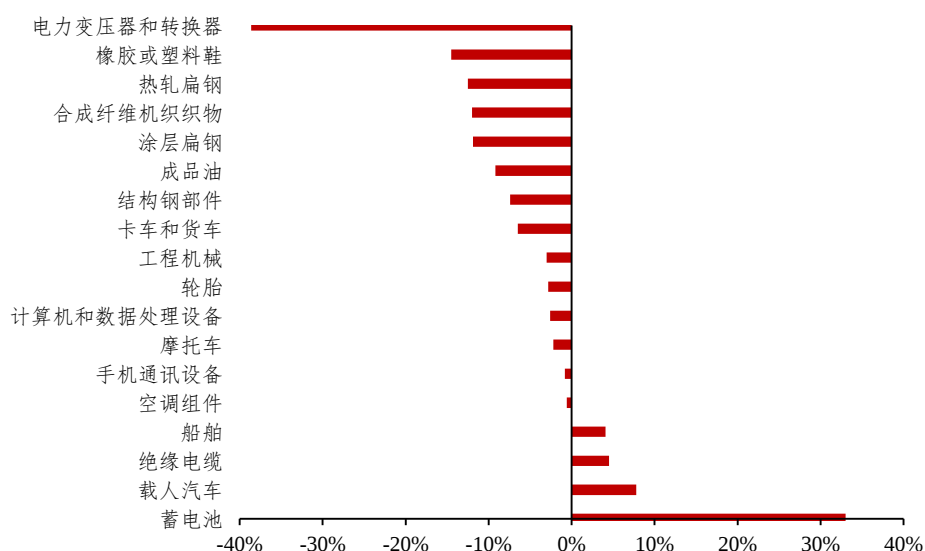
展望四季度，中国出口增长面临一定压力。7 月 31 日，特朗普政府根据与各国贸易谈判结果调整并于 8 月 7 日开始执行新的“对等关税”税率<sup>6</sup>，对全球加权平均关税税率由 4 月的 11% 左右大幅上涨至 20% 左右。此外，特朗普政府将此前美越谈判提及的转运关税扩展至所有经济体，针对通过第三地转运方式规避关税的商品额外征收 40% 的转运关税，并设立“禁止减免处罚”规定封堵企业通过正常商业或法律途径进行申辩的渠道，这将扰乱全球供应链运行并提高企业全球化经营风险。随着美国经济下行压力加大叠加前期进口前置导致部分需求透支，预计中国对美出口同比降幅或将进一步扩大，并且通过东盟、拉美国家转口贸易的支撑作用也将有所减弱。同时，上年底受关税政策预期影响，部分订单“抢出口”推高了四季度增长基数。

但需要看到，中国对新兴经济体市场出口仍将是抵御贸易不确定性的重要支撑。一是中国对非洲等共建“一带一路”国家地区出口仍有广阔空间。根据国际货币基金组织（IMF）预测，2025 年非洲 GDP 增速将达到 4.2%，明显高于全球同期的平均增速。一方面，非洲城市化、工业化进程中对工程机械、电力设备、汽车船舶、钢材等资本品以及生活用品需求量巨大，中国相关产品竞争力较强。另一方面，中国出口产品的价格竞争力持续提升。中国产业规模化带来的成本优势将持续迎合非洲市场对商品价格敏感度较高的特征。2025 年 1-7 月，中国出口到非洲的 18 类主要商品中有 14 类价格下降，其中电力变压器、

<sup>6</sup> 美国根据贸易逆差情况调整对其他经济体被加征的关税税率，大致分为 40%、35%、30%、25%、20%、15%、10% 等多个档位。

橡胶塑料鞋靴、热压扁钢、纺织物等产品价格分别下降 38.6%、14.5%、12.5% 和 12%（图 20）。与此同时，美国取消了非洲 30 多个国家产品免税政策，而中国则将取消所有与其有外交关系的非洲国家的进口关税，这将进一步打开中非非洲双边合作的市场空间。二是区域贸易协定红利将持续释放。中国-东盟自贸区 3.0 版<sup>7</sup>谈判已宣布全面完成，并将在年内签署升级版自贸协定。中国-东盟自贸区 3.0 框架下，中国与东盟将促进绿色标准对接与合作，推动绿色供应链互联互通，进一步推动新能源汽车、清洁能源等绿色贸易发展，共同探索绿色贸易商机。在数字经济领域，中国与东盟将大力推动数字基础设施建设，推广移动电子支付，加快跨境电商发展，推动数字商业模式创新。未来，东盟本土产业发展和转型需求将随着合作深化而持续释放，为中国对东盟出口提供稳健动力。综合预计，四季度中国出口增长 1% 左右，全年出口增长 4.5% 左右。

图 20：2025 年 1-7 月中国对非洲主要出口产品价格变化



资料来源：彭博，中国银行研究院

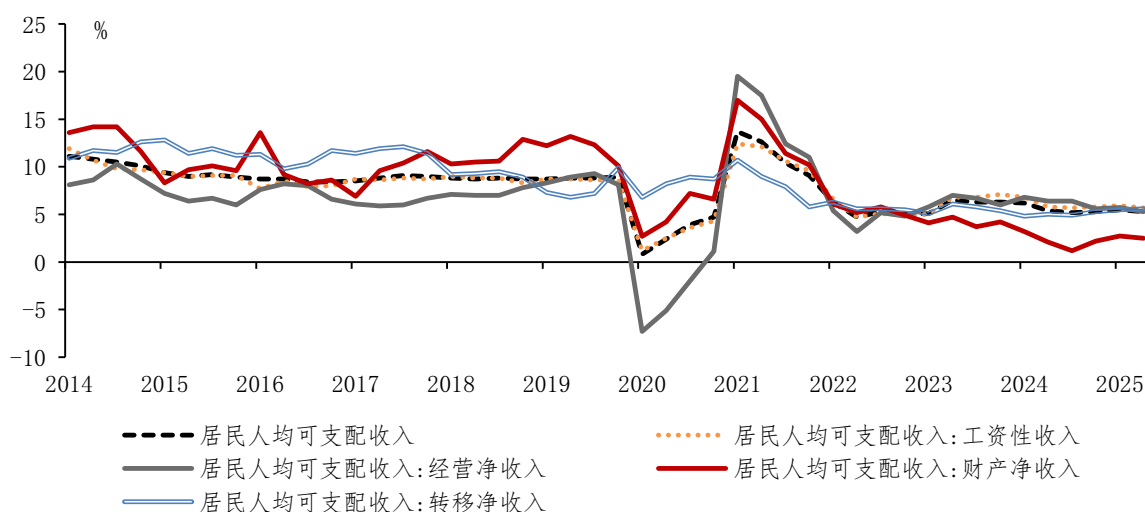
## 2. 消费增速或将小幅放缓，服务消费表现仍将好于商品消费

<sup>7</sup> 中国-东盟自贸区 3.0 版包含数字经济、绿色经济、供应链互联互通、标准技术法规与合格评定程序、海关程序与贸易便利化、卫生与植物卫生措施、竞争和消费者保护、中小微企业、经济技术合作等 9 个新增章节，这将有利于双方在新形势下推进更宽领域、更深层次的区域经济一体化，将有力促进双方产供应链深度建设和融合。

四季度，预计消费整体表现难有明显回暖，增速或将小幅放缓。一是以旧换新政策效果将有所减弱。2025 年下半年用于消费品以旧换新的资金规模为 1380 亿元，低于上半年的 1620 亿元和 2024 年的 1500 亿元，财政配套资金规模减少。家电、手机等耐用品消费具有更换周期长的特征，考虑到以旧换新政策已经实施了一年多时间，前期政策会透支一部分需求。此外，2024 年政策效果的显现主要集中在四季度，推升了四季度相关商品消费的基数。因此，以旧换新政策相关产品消费同比增速或将进入到下行区间，对整体消费的支撑作用减弱。二是居民消费内生动力难有明显回升。考虑到房地产市场依然处于深度调整阶段，居民收入、就业压力依然较大，居民扩大消费的意愿仍不明显。前 8 个月，居民累计新增贷款较上年下降 7290 亿元。值得关注的是，在资本市场整体走强的带动下，居民财产净收入增速自 2024 年四季度以来企稳回升（图 21）。2025 年 7 月份居民存款减少 1.11 万亿元，创下近十年来最大单月降幅，8 月虽增加 1100 亿元，但比上年同期仍少增了 6000 亿元；7、8 月非银金融机构存款则激增 2.14、1.18 万亿元，居民存款与非银存款间“此消彼长”的现象表明资金正从传统银行储蓄向资本市场转移。未来在政策持续支持资本市场健康稳定发展的背景下，居民财产收入有望进一步改善，进而推动居民消费能力和意愿的增强。而目前仍处于“资本市场回暖-居民财产收入增长-居民消费改善”这一传导链条的前端。三是服务消费潜力将进一步释放。中国消费结构正加快从商品消费主导向服务消费主导转变，文化体育娱乐消费表现出强劲的增长态势和巨大的增长空间。例如，近年来中国演唱会市场表现火爆。根据中国演出行业协会数据，演唱会对地方消费的拉动比例为 1:4.8，即演唱会门票花费 1 元，同期周边消费为 4.8 元。宏观政策对服务消费的支持力度也在不断加大，例如，5 月份创设新型货币政策工具服务消费与养老再贷款，9 月份实施服务消费贷款贴息政策。未来，随着居民生活水平的持续提高以及政策效果的显现，服务消费潜力有望进一步释放。近期，社会各界关于预制菜的讨论较多，部分居民对

预制菜的抗拒情绪较重，需要警惕相关事件对餐饮消费的负面影响。综合预计四季度社会消费品零售总额增长 3.6% 左右，全年增长 4.3% 左右。

**图 21：居民财产净收入增速企稳回升**



资料来源：Wind，中国银行研究院

### 3. 房地产市场继续调整，投资平稳增长需政策加力

**第一，房地产投资降幅可能继续扩大。**本轮房地产市场下行的时间和深度都已远超过去几轮楼市波动，叠加当前经济下行压力加大、居民对房地产市场的预期变化，政策想要打破房地产市场下行、社会预期走弱和经济下行之间的向下螺旋具有较大难度。同时，在过去几年的救市过程中，放松限购、降低房贷利率、降低首付比例、支持房企融资等传统房地产支持政策已推出多轮，政策空间和政策效果都已较为有限。在不推出大力度增量支持政策的情况下，预计四季度房地产市场将延续下行趋势，房地产开发投资降幅将进一步扩大，对投资和经济的拖累可能继续加深。

**第二，基建投资企稳需政策加大支持保障力度。**三季度以来，专项债发行明显加快，7月1日至9月8日，全国发行新增专项债 12216 亿元，高于一、二季度发行规模（分别为 9602、12004 亿元）。但当前化债仍是地方政府第一要务，若不及时加强专项债资金用途监测、确保资金用于基建领域，同时加快

推动项目开工，四季度专项债增量资金对基建投资增长的支撑作用可能不及预期。

**第三，制造业投资增长动能可能继续减弱。**一方面，随着消费增速放缓、出口回落可能性加大，需求端对制造业投资的拉动作用将进一步减弱。另一方面，大规模设备更新改造政策效果继续减弱，叠加四季度大规模设备更新政策受益行业的投资基数将明显抬升，预计装备制造、专用设备制造、设备工器具购置等投资增速可能继续放缓，制造业投资保持较高增速存在难度。综合预计，在政策不及时加力的情况下，2025 年全年固定资产投资同比下降 1%左右。

#### **4. 工业和服务业高质量发展基础持续巩固，将在波动中保持平稳增长**

展望四季度，通过优存量、扩增量，工业有望继续保持平稳运行。一方面，**政策托举巩固工业经济基本盘。**近期，有色金属、石化、建材等十大重点行业新一轮稳增长行动方案将陆续出台，工信部强调本轮行动重点聚焦“发挥工业大省引领作用”和“产业链自主可控”等，将为下一步细分行业产业规模、区域布局、技术攻关提供支持。例如，9月4日，《电子信息制造业 2025 - 2026 年稳增长行动方案》出台，明确“2025-2026 年，规模以上电子信息制造业增加值年均增速约 7%”“推动电子整机高端化，提升产品供给水平”。同时，**人工智能与实体经济融合发展将加快推进。**8月26日，《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》印发，强调“推进工业全要素智能化发展”“加快人工智能在设计、中试、生产、服务、运营全环节落地应用”。1-7 月份，中国工业机器人产量同比增长 32.9%，增速较上年同期大幅提高 25 个百分点；7 月份，ABB、发那科、库卡和雅马哈四家全球工业机器人巨头在中国总出货量同比增长 12%，高于上半年 5%的水平；据工信部数据，截至上半年，国内 AI 手机、AI 电脑、AI 眼镜等人工智能终端已超百款。未来，工业数字化、智能化加快推动，将对整体生产效率、工业品品类和质量形成明显促进作用。

另一方面，重点行业产能治理加快落地见效，支撑主要行业盈利水平稳步修复。1-7 月份，规模以上工业企业实现利润总额同比下降 1.7%，降幅较上半年收窄 0.1 个百分点。细分行业来看，本轮产能治理领域相关行业利润增幅较上半年均出现改善迹象。1-7 月份，钢铁、水泥、化工等传统领域利润较上半年有所改善；新能源汽车、光伏、锂电、有色等新兴领域利润保持较快增长（表 2）。未来，随着供给端综合整治工作初见成效，配合需求侧惠民生、促消费相关举措稳步推进，工业企业盈利能力有望持续回升。考虑到以旧换新政策拉动作用可能放缓、出口放缓，综合预计四季度工业同比增长 5%左右，全年增长 5.7%左右。

表 2：6 月以来本轮产能治理重点行业利润增速有所改善（%）

| 低价无序竞争治理涉及行业 | 对应行业分类       | 2024 年 1-7 月 | 2025 年 1-5 月 | 2025 年 1-6 月 | 2025 年 1-7 月 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 钢铁           | 黑色金属矿采选业     | 48.10        | -45.60       | -36.20       | -33.70       |
|              | 黑色金属冶炼和压延加工业 | -158.10      | -446.70      | 1,369.20     | 5,175.40     |
| 水泥           | 非金属矿采选业      | -5.60        | 0.40         | -0.60        | 1.60         |
|              | 非金属矿物制品业     | -48.80       | 0.60         | -5.40        | -5.60        |
| 化工           | 化学原料和化学制品制造业 | 4.80         | -4.70        | -9.00        | -8.00        |
| 新能源汽车        | 汽车制造业        | 6.70         | -11.90       | 3.60         | 0.90         |
| 光伏、锂电        | 电气机械和器材制造业   | -8.10        | 11.60        | 13.00        | 11.70        |
| 有色           | 有色金属矿采选业     | 13.70        | 41.70        | 40.20        | 39.10        |
|              | 有色金属冶炼和压延加工业 | 79.30        | 9.80         | 7.80         | 6.90         |

资料来源：中国银行研究院

服务业将在结构分化中趋缓。一方面，四季度消费承压下，零售、餐饮等行业增速或放缓。受消费市场疲软、行业竞争加剧和电商平台新业态冲击影响，以零售、餐饮为代表的线下企业经营持续承压。2025 年上半年，永辉超市关闭了 227 家亏损门店，高于上年全年（232 家）；全国餐饮相关企业注吊销数量同

比增长超过 180%。头部品牌将通过数字化提效、供应链优化、社区店布局以降低成本、提升供应效率，中小商户聚焦单品与差异化以谋求粘性客户。据美团《2024 即时零售白皮书》，近七成消费者表示在购买生鲜和日用品时更倾向即时零售模式<sup>8</sup>，高频使用人群的平均月下单次数已超过 10 次；另据美团数据，社区餐饮存活率比商圈店高 43%，某杭州面馆通过“早餐豆浆+午市简餐+晚市小酒馆”的全时段运营，经营效益提升 200%。总体来看，四季度零售、餐饮等行业整体增速将有所放缓，将从规模扩张转向结构调整。

另一方面，现代服务业发展潜力有望持续释放。新质生产力加快培育将加大对生产性服务业的需求。1-5 月份，研究和试验发展、多式联运和运输代理业、商务服务业企业营业收入同比分别增长 11.4%、11.3%和 10.7%，预计未来顺应制造业高质量发展需要，相关服务业仍然保持较快增长。绿色化、数字化带动交通运输、金融等相关服务行业加快转型发展。例如，绿色物流涉及运输、仓储、包装、配送以及信息管理等各个环节，将创造较大的绿色减排空间。另据 IBM 调查数据，中国已将 AI 技术广泛应用于 IT 开发、运营、销售、客服等服务业细分领域，有望推动行业效率提升。此外，人口结构转变也将推动健康管理、养老服务、智能家居等服务消费需求加快释放。综合预计，四季度服务业同比增长 4.9%左右，全年增长 5.2%左右。

## 5. 物价涨幅有望筑底回升

CPI 预计将低位温和回升。一是猪肉价格降幅趋稳，食品价格可能小幅回升。生猪供应的政策性调控力度加大，四季度猪肉供给过剩压力有望缓解。农业农村部于 2025 年 7 月 23 日召开推动生猪产业高质量发展座谈会，明确了适当调减能繁母猪存栏、控制肥猪出栏体重、减少二次育肥和严控新增产能等调

<sup>8</sup> 即使零售模式围绕“近场、即时”的需求，建立了分布式末端履约网络，主要包括前置仓和店仓一体模式。前置仓模式是在社区附近建立微型仓库，以优化库存和分拣效率；店仓一体模式则通过数字化改造实体商超、便利店、夫妻老店、药店等现有零售终端，让线下门店兼具线上履约能力。

控方向；9月16日农业农村部畜牧兽医局联合国家发展改革委价格司继续召开生猪产能调控企业座谈会推进生猪行业产能调控。但由于前期能繁母猪存栏量维持高位<sup>9</sup>，经过10个月的生产周期传导，可能推高2025年四季度的生猪出栏量，产能去化效果显现仍需时间。整体预计四季度生猪供应量可能保持稳定，叠加节假日消费及年货备货等季节性需求增加，猪肉价格降幅预计趋于平稳。

**二是消费品和服务价格持续改善，有望推动核心CPI同比继续回升。**需求刺激政策和国内市场竞争秩序持续优化有助于工业消费品价格温和回升，四季度节假日旅游出行需求释放可能支撑服务价格继续回暖。但目前居民消费的内生动能仍然偏弱，物价回升空间较为有限，整体或仍处于低位。总体预计CPI四季度同比上涨0.4%左右，全年与上年持平。

**PPI降幅有望继续收窄，但年内同比涨幅回正的概率较小。**供给端重点行业产能治理对于PPI的持续改善效果还有待观察。尽管钢铁、煤炭等上游传统行业通过缩减产能对相关工业品价格形成了一定支撑，但中下游行业受终端需求制约，价格修复仍显乏力。尤其是受房地产市场持续低迷和基建投资增速不及预期的影响，水泥、玻璃等建筑材料需求疲弱，继续对PPI形成拖累。二季度中国工业产能利用率为74%，同比和环比分别下降0.9个百分点和0.1个百分点，整体供需格局依然呈现供强需弱，未来还需进一步提振需求，形成消费和生产的正向循环。此外，输入性因素也对PPI回升形成制约。OPEC+增产、全球经济增速放缓，国际原油、有色金属等大宗商品价格下行影响国内相关行业产品价格。综合预计四季度PPI同比下降1.4%左右，全年下降2.4%左右。

## 二、2025年三季度金融形势回顾与四季度展望

2025年三季度，为助力实体经济回升向好，人民银行继续实施逆周期调节，货币金融环境总体适度宽松。信贷社融合理增长、货币市场利率低位运行，股

<sup>9</sup> 2024年4季度末能繁母猪存栏达4078万头，高于正常保有量4.6%。

票市场交投活跃并创十年新高，债券发行规模持续增长，人民币汇率波动走升，金融对实体经济的支持力度持续加大。但受居民借贷意愿疲弱、房地产市场持续调整、城投平台公司集中偿还存量中长期贷款等影响，居民部门加杠杆动力不足，企业中长期贷款增长不及预期、企业债券同比少增。展望四季度，随着政策持续发力，M2、社融等主要金融数据有望回暖，但不同主体、不同行业资金需求延续分化态势。货币市场利率仍有下探可能性，股市高位运行，债券收益率低位震荡，人民币汇率继续稳中有升。

### （一）经济主体资金需求意愿有所下降，金融数据表现分化

2025 年三季度，中国经济景气度有所下行，实体经济资金需求意愿走弱。前 8 个月社融累计新增 26.56 万亿元，同比多增 4.66 万亿元（图 22）。金融数据主要呈现如下特征：一是**新增信贷同比少增**。前 8 个月新增人民币贷款共计 12.93 万亿元，同比少增 4851 亿元。一方面，三季度以来经济景气度下行，经济主体资金需求意愿下降，导致信贷同比少增。如居民部门前 8 个月短期、中长期贷款分别同比少增 5049 亿元、2300 亿元，显示居民部门消费动力偏弱，加杠杆动力不足。另一方面，随着地方政府债务置换持续推进，城投平台公司集中偿还存量中长期贷款，导致新增中长期贷款规模下降。前 8 个月，企业部门新增中长期贷款 7.38 万亿元，同比少增 1.32 万亿元。二是**债券融资保持多增**。前 8 个月政府债券净融资共计 10.27 万亿元，同比多增 4.63 万亿元，企业债券净融资 1.56 万亿元，同比少增 2214 亿元。在债务置换提速、专项债试点自审自发及地方投资需求增大等因素综合带动下，地方债发行规模持续保持高增长。虽然企业债券净融资同比少增，但受 5 月份以来科创债发行提速等因素带动，企业债发行规模开始增大。如 7-8 月企业债券净融资 4091 亿元，同比多增 352 亿元。三是**股票融资同比多增**。前 8 个月股票融资新增 2669 亿元，同比多增 1093 亿元。2025 年以来，A 股走势整体向好，8 月份上证指数一度创下近 10 年新高，带动股票融资规模攀升。四是**重点领域和薄弱环节信贷保持较快增长**。

2025 年二季度末，工业、制造业、绿色、普惠、涉农领域信贷余额增速分别为 10.7%、8.7%、14.4%、12.3% 和 7.4%，保持中高速增长，均高于全部贷款增速（7.1%）。房地产贷款同比增速回升至 0.4%，比上年末上升 0.6 个百分点。其中个人购房贷款同比增速回升至 -0.1%，比上年末上升 1.2 个百分点（图 23）。针对房地产市场的支持性政策在稳定预期、提振需求等方面取得一定效果，信贷需求有所转暖。

图 22：新增社会融资规模

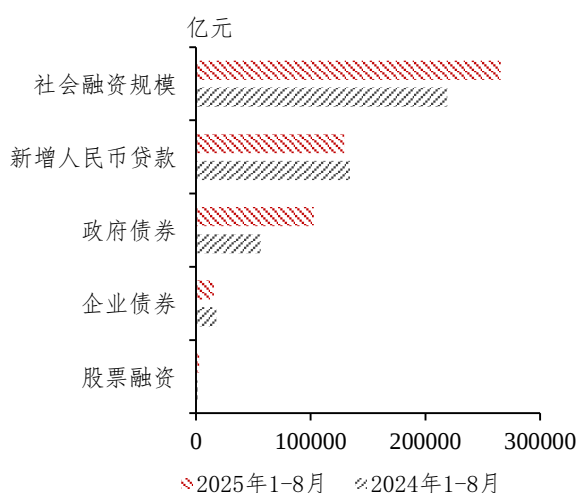
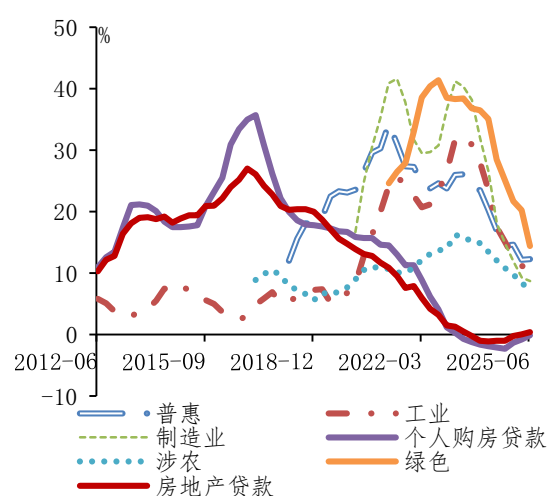


图 23：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望四季度，随着政策持续发力，主要金融数据有望回暖，但预计将延续分化态势。一是融资总量稳步扩张。四季度对全年及“十四五”经济目标完成至关重要，加之“十五五”规划将出台，预计增量政策将同步推出，基建、房地产等重要领域有望迎来更多利好，将带动融资总量保持稳定增长，但信贷出现大幅多增可能性较小。二是重点领域和薄弱环节资金投放维持中高速增长。在结构性货币政策工具带动下，金融机构将持续加大对科创、绿色、养老等领域的支持力度，预计相关领域信贷增速有望保持中高速增长，且将继续高于全部贷款增速。随着北京、上海等地房地产政策持续放松，预计房地产贷款增速有望稳步回暖。三是政府债券融资将继续保持高位。财政政策将持续强化逆周期调节，

加之地方投资需求提速等因素带动下，四季度政府债券发行规模预计将继续保持在较高水平，全年将创下历史新高。

## （二）货币市场利率稳中有降，流动性保持合理充裕

一是政策利率保持稳定，货币市场利率进一步下行。三季度 7 天逆回购政策利率保持为 1.4%，央行主要通过公开市场操作灵活调节流动性，推动货币市场从上半年的紧平衡状态走向合理充裕，同业拆借月度加权利率、债券质押式回购月度加权利率在 1.4%-1.5% 区间运行（图 24）。二是存款利率持续下行，银行负债成本压力有所缓解。多家中小银行宣布下调人民币存款利率，降幅达 10 到 20 个基点。2025 年 5 月国有大行下调人民币存款利率，三季度中小行降息是对前期国有大行降低存款利率的跟进，也是应对净息差下行压力的需要，旨在缓解负债端成本压力。三是企业贷款利率继续下降，尤其是科技贷款利率明显降低。截至 2025 年 6 月末，企业贷款加权利率降至 3.22%，较上年同期降低 41 个基点。其中，科技贷款下降尤其明显，根据央行《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》，6 月新发放科技贷款加权平均利率为 2.90%，较年初和上年同期分别低 21 个基点和 44 个基点（图 25）。近几年在政策支持下，商业银行着力优化科技金融机制体制，科技贷款利率明显下行，有效降低科技型企业融资成本。

图 24：货币市场流动性合理充裕

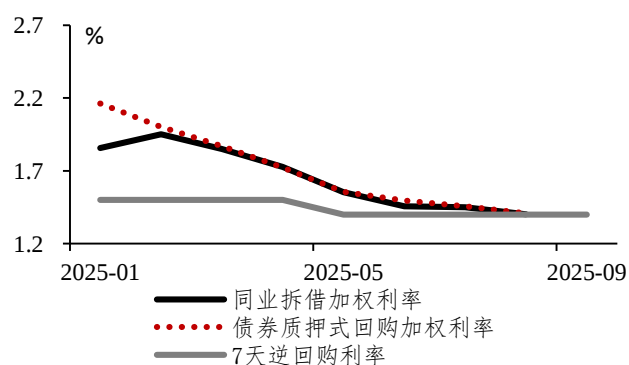
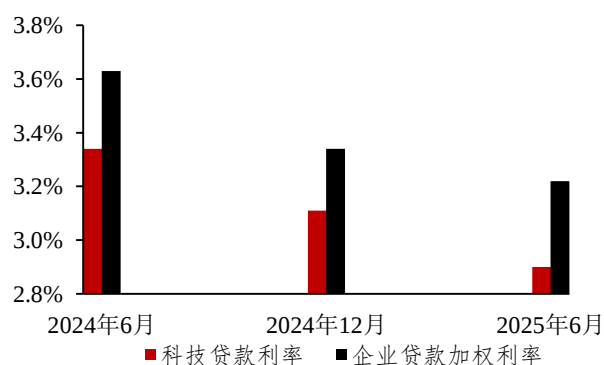


图 25：科技贷款利率较快下降



资料来源：Wind，中国银行研究院

预计四季度利率水平将继续稳中有降。一是货币市场利率保持低位。当前经济复苏基础仍需巩固，外部环境存在不确定性，7月政治局会议要求“落实落细更加积极的财政政策和适度宽松货币政策”，预计四季度货币市场利率仍将保持低位，为实体经济融资提供适宜的货币环境。二是消费贷款利率在 3% 偏低区间运行。9月1日个人消费贷款财政贴息政策正式落地，多家银行已开始上线专属贴息专区、推出叠加优惠措施，除政策规定 1% 的财政贴息外，一些金融机构还出台差异化优惠。预计四季度，“国补+行补”的政策效果将传导至整个消费贷款领域，带动消费贷行业利率进一步下行，不过消费贷利率“内卷式竞争”不仅影响正常市场竞争秩序，也加大了银行净息差收窄压力。为遏制“利率战”导致的无序竞争，2025年4月起，监管部门通过窗口指导将消费贷利率下限统一至 3%，这有利于缓解银行净息差收窄压力。三是存款利率进一步下调，继续缓解银行负债成本。四季度更多银行或将加入存款利率下调行列，尤其是调降相对较高的中长期存款利率。监管部门或将持续矫正“存款定期化”“手工补息”等现象，提升货币政策传导效率、引导银行降低负债成本。

### （三）上证指数创十年新高，后市或将维持高位震荡

2025年三季度以来，A股市场改变二季度“震荡盘升”运行态势，进入量价齐升新阶段，上证综指在8月下旬突破 3800 点，创下近十年新高。截至 9月18日，上证指数相比二季度末和年初分别上涨 11.2% 和 14.3%。市场活跃度显著提升，8月下旬沪深两市连续 16 个交易日成交额突破 2 万亿元（图 26）。从结构上看，科技板块受产业政策、订单放量和技术突破驱动而表现强势，截至 9月18日，中证通信设备指数、算力主题指数第三季度分别上涨 82.3% 和 76.4%。

本轮 A 股行情驱动因素包括：一是增量资金尤其是机构资金持续入市。机构方面，随着保险资金入市比例上限放宽<sup>10</sup>，险资加大权益类资产布局，据金融

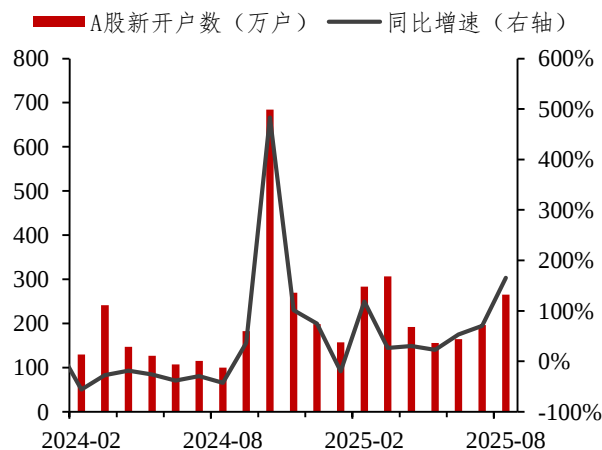
<sup>10</sup> 4月7日，国家金融监督管理总局印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，上调保险资金权益类资产配置比例上限，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%。同时提高投资创业投资基金的集中度

监管总局数据，2025 上半年，保险公司股票投资余额达 3.07 万亿元，较年初增长 26.38%。股票私募基金发行火热，据中基协数据，7 月新备案私募证券投资基金规模达 792.81 亿元，同比增长 407.07%，其中股票策略产品占比高达 68.34%。散户方面加速进场，据上交所数据，2025 年 7-8 月 A 股新开户数达 461.39 万户，相比 5-6 月增长 44.09%，同比增长 114.53%（图 27）。二是科技和周期产业预期共振，景气度向好带动估值修复行情。2025 年上半年，A 股盈利增速位于前三的大类行业为信息技术、材料和通信服务，归母净利润分别同比增长 28.56%、24.18%和 10.74%，其中钢铁、非金属材料、计算机、有色和半导体等板块增长靠前，净利润增速均超 30%（表 3）。

图 26：上证指数走势及成交额



图 27：近两年 A 股新开户数



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望四季度，A 股或将维持高位向上，但也需警惕震荡风险。一是增量资金入市仍有空间。其一，9 月美联储降息新周期开启，叠加人民币汇率表现强势，有望驱动国际资本流入中国 A 股。截至 9 月 18 日，北向资金三季度日均成交额 2650.3 亿元，较上季度环比增长 74.6%，外资参与活跃度明显提升。其二，国内利率水平持续下行，权益资产的配置性价比凸显。截至 9 月 18 日，沪

比例，放宽税延养老比例监管要求。

深 300 相对 10 年期国债的股权风险溢价率<sup>11</sup>仍有 5.3%，有望吸引居民财富和机构资金在再平衡时进一步增加股权资产配置。其三，政策端持续推动中长期资金入市。7 月 11 日，财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，拉长保险公司关键指标考核周期，打通险资入市的痛点，引导其长期稳健投资。二是上市公司基本面有望结构性改善，关注科技、周期等板块机会。一方面，“十五五”规划与产业政策持续催化，以人工智能为主线的科技制造企业业绩有望加速兑现。大模型迭代推动算力需求攀升，预计 2025 年中国智能算力规模增长超 40%，服务器、光模块等板块显著受益；人形机器人产业化提速，2025 年国内销量预计同比增长 125%，整机与核心零部件领域优势突出。另一方面，随着低价无序竞争治理等政策逐步落地，PPI 价格有望止跌回稳。8 月中国大宗商品价格指数已连续 4 个月环比上升，钢铁、化工、有色等顺周期板块盈利有望迎来反转。不过，需警惕前期上涨过快及内外部不确定性增加带来的调整风险。截至 9 月 18 日，A 股整体动态市盈率已升至历史五年的 89%分位数水平，部分资金可能获利出场；美国贸易政策不确定性带来全球连锁反应、总需求提振有限和经济内生动能不足等风险因素也可能加大 A 股震荡压力。

<sup>11</sup> 股权风险溢价率是指股票相对于无风险资产的超额收益率，通常使用市盈率倒数与政府债收益率之差衡量，在此计算公式为： $1/\text{沪深 300 市盈率 (TTM)} - 10 \text{ 年期国债收益率}$ 。

表 3：A 股各板块 2025 年三季度涨跌幅和上半年盈利情况  
(数据截至 9 月 18 日)

| 中证一级行业 | 2025 三季度板块涨跌幅 | 2025 上半年归母净利润增速 |
|--------|---------------|-----------------|
| 能源     | 3.1%          | -18.72%         |
| 材料     | 23.5%         | 24.2%           |
| 工业     | 17.8%         | 1.4%            |
| 可选消费   | 12.9%         | 1.5%            |
| 日常消费   | 8.97%         | 10.1%           |
| 医药卫生   | 18.5%         | -2.1%           |
| 金融     | -0.3%         | 4.2%            |
| 信息技术   | 31.0%         | 28.6%           |
| 通信服务   | 35.5%         | 10.7%           |
| 公用事业   | 4.2%          | 0.7%            |
| 房地产    | 18.0%         | -409.6%         |

资料来源：Wind，中国银行研究院

（四）债券收益率将低位运行，发行规模保持增长

2025 年三季度，债券市场运行呈现如下特征：第一，债市收益率震荡上行。稳增长政策演绎带来的风险偏好提升、进而引发权益市场走强带来股债跷跷板效应，债券市场持续调整，尤其是长端收益率显著震荡上行。截至 9 月 18 日，10 年期国债收益率和 1 年期国债收益率分别为 1.85%和 1.39%，比六月末分别上升近 20 个基点和 5 个基点（图 28）。第二，债券发行规模持续增长。财政政策持续发力，利率债发行规模延续增长，科创债市场持续扩容。截至 9 月 18 日，债券发行规模共计 1920.68 万亿元，同比增长 14.12%。其中，国债、地方政府债、同业存单、金融债、公司债发行额分别同比增长 1.09%、19.88%、18.12%、36.21%、13.67%（图 29）。科创债政策效应显著，市场延续五月新政以来的发行热情。2025 年 5 月 7 日至 9 月 18 日共发行 934 只科技创新债券，发行额超过 1 万亿元，其中 7 月以来发行的债券只数占比达 58.67%。第三，人民币国际债券市场持续扩容。熊猫债、点心债等主要人民币国际债券存量均创新高。截至 2025 年 9 月 18 日，熊猫债、点心债总存量分别为 3901.45 亿元与 1.69 万亿

元，分别同比增长 28.2%和 12.0%。

展望四季度，债券收益率将维持区间震荡，发行规模保持增长，科创债等创新产品保持发展。一是**债券收益率将维持区间震荡**。8月制造业 PMI 收缩放缓，但仍处于荣枯线之下，经济尚处于弱复苏阶段，短期经济弱复苏抑制利率上行。但是，低价无序竞争治理政策推动企业利润提高，带动工资和土地等要素价格提高，传导到需求上，或带来债券利率上行。债券市场或维持区间震荡，预期 10 年期国债收益率将在 2%以下低位波动。同时，若权益上涨趋缓或回调，债券市场或阶段性走强。二是**主要券种发行将保持平稳增长**。支持增长的因素是多方面的：一般国债、超长期一般国债、储蓄国债、超长期特别国债年底前均有发行安排，财政部提前下放了下年度新增地方政府债务限额，中央金融机构注资特别国债尚有 1000 亿元按计划将于年底前发行，而且四季度可能推出增发特别国债进一步强化稳增长效能。同时，随着科创债市场规模扩大和流动性改善，科创债的发行规模将持续增长。三是**人民币国际债券将延续扩容趋势**。债券市场短期变化与国内外利率水平差异紧密相关，2025 年 9 月 18 日，中国 10 年期国债到期收益率较美国 10 年期国债收益率低 2.26%，相对较低的利率水平使得人民币国际债券具有显著的融资成本优势。即使美联储决定年底前降息，也将是渐进式降息，短期内美国政策利率仍将处于高位水平，国内外利差仍将推动人民币国际债券发行。

图 28：利率变动

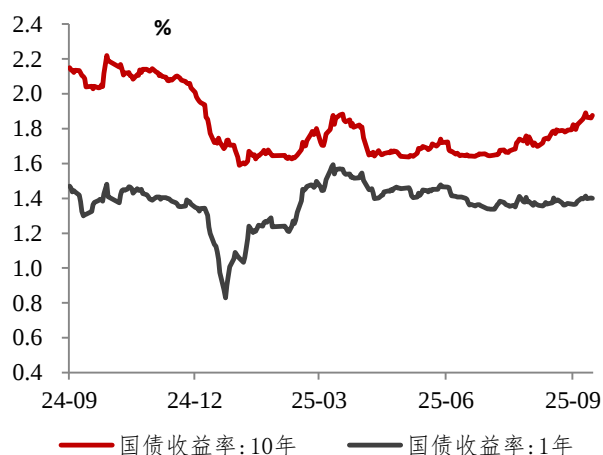
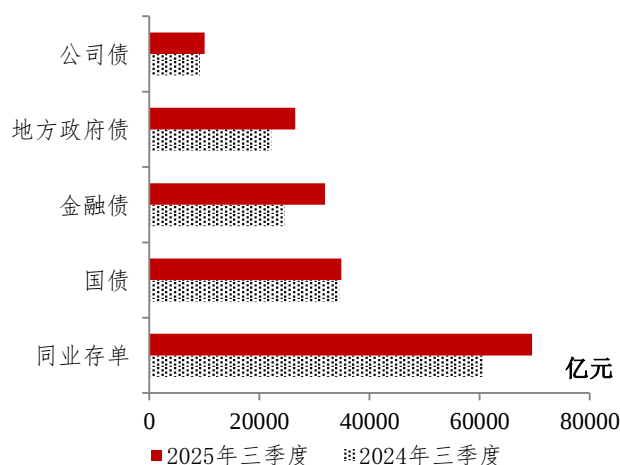


图 29：债券发行规模



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 专栏 2：科创债市场新特征简析

2025 年以来，中央多部门密集出台科技创新债券相关政策，拓宽发行主体和募集资金使用范围，简化信息披露和注册发行安排，完善多方面配套支持机制，创新风险分担和信用增进机制。上述政策显著推动债券市场“科创板”发展，新政落地四个月以来，科创债市场呈现以下特征：

一是发行规模显著增长。根据万得数据，2025 年 5 月 7 日到 9 月 7 日新发科技创新债券共有 843 只，发行额 10443.01 亿元；而 2024 年同期科技创新公司债券和科创票据合计仅发行 447 只，发行额 4498.24 亿元。

二是发行主体多元化，金融机构发行占比较高。新政支持商业银行、证券公司、金融资产投资公司等金融机构发行科技创新债券，落地 4 个月，新发行科创债中金融债的发行额占比达 19.34%。

三是科创债 ETF 成为重要投资主体。新政鼓励创设科技创新债券指数以及与相关指数挂钩的产品，4 个月已批准两批、合计 24 只科创债 ETF。根据万得数据，截至 9 月 9 日，科创板概念基金合计 441 只，基金规模合计达 5341.16 亿元。

展望未来，科创债存量规模将持续增大，发行主体中民营企业的占比将不断提升，科创债 ETF 与各类资管机构、社保基金、企业年金、保险资金、养老金等长期资本的投资力度将进一步加大。伴随科技债市场持续快速发展，更多优质资本将进入科技创新领域，支撑中国高水平科技自立自强和科技强国建设。

### （五）人民币汇率波动中走升，将有望保持稳中有升态势

2025 年三季度，人民币对美元汇率在波动中走升。尤其 8 月下旬以来，在乐观情绪和外资流入下，人民币对美元汇率呈现较快升值态势，并创下年内新高。截至 9 月 18 日，人民币对美元即期汇率为 7.1079，较年初升值 2.6% 左右。同时人民币中间价升至近 7.1，释放了顺周期推动人民币升值的信号。近期人民币汇率快速上涨受内外因素共振驱动。一是美元指数走弱。2025 年以来，受特朗普政府阴晴不定的关税政策、“大而美”法案以及特朗普频繁批评美联储货币政策等影响，市场对于美元的信心有所下降，年内美元指数下跌幅度已经超过 10%。截至 9 月 16 日，美元指数为 97.53 点（图 30）。二是美联储降息政策落地。美国 8 月非农就业增长大幅不及预期，失业率升至 4.3%，创近 4 年来新高；叠加通胀压力缓解，美联储已于 9 月 17 日将联邦基金利率下调 25 个基点，这将推动中美利率进一步收窄。当前，美国 10 年期国债收益率不断走低跌至 4%，中美利差进一步收窄至 2.1 左右，近三个月已收窄 60bp 以上（图 31）。三是资本流入增加。近期国内权益市场的表现亮眼，A 股牛市激发了外资“FOMO 情绪”<sup>12</sup>，吸引了外资流入，股市上涨带来短期结汇需求增加，推动人民币汇率走升。截至 6 月末，境外投资者持有 A 股达到 3.07 万亿元，相比上年年底的 2.31 万亿元增长 8%。

展望四季度，人民币汇率仍将以稳为主，且有望继续升值。一是美元指数仍面临下行压力。未来美联储还将在 10 月和 12 月连续降息，美元指数继续承受下行压力，或将进一步走跌至 96 点关口以下。美债收益率或进一步走低，中美利差有望再度缩窄，减少资本外流压力，增强人民币资产吸引力。二是结汇需求支撑人民币汇率保持强势。近期贸易项下外汇净流入规模已在稳步扩大，为汇率提供了真实的需求侧支撑，且四季度通常是出口商集中结汇的旺季，这

<sup>12</sup> FOMO 情绪：Fear of Missing Out，一种害怕错过的心理。

将带来稳定的外汇流入。7月银行结汇和售汇规模环比分别增长12%和16%，结售汇顺差228亿美元，企业、个人等主体结汇率环比小幅上升。三是国内经济基本面平稳运行，支持人民币汇率走强。2025年上半年中国GDP同比增长5.3%，在全球主要经济体中保持前列。下一步中国经济基本面持续平稳运行，为国际收支与资本市场提供坚实支撑。以及资本市场情绪回暖吸引外资流入，均有利于巩固市场信心、推升结汇需求。但仍需关注多重风险的演变。目前俄乌局势仍在复杂演变，以及特朗普关税言论不确定性强，将进一步助推避险情绪，或将对市场情绪带来持续扰动。此外，8月美国联邦政府债务规模已突破37万亿美元，利息负担沉重，市场避险需求有继续升温迹象，或加剧市场震荡格局。

图 30：人民币汇率与美元指数

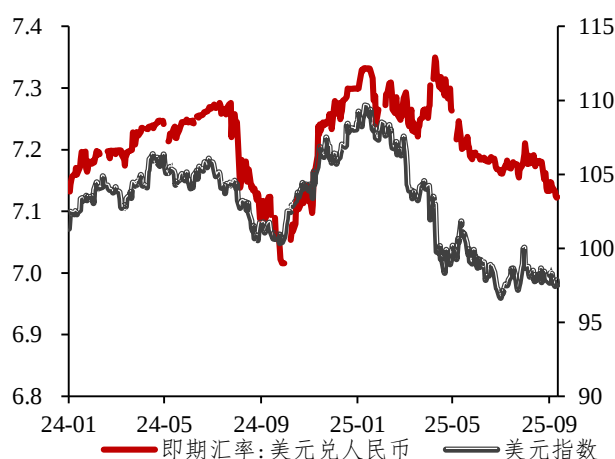
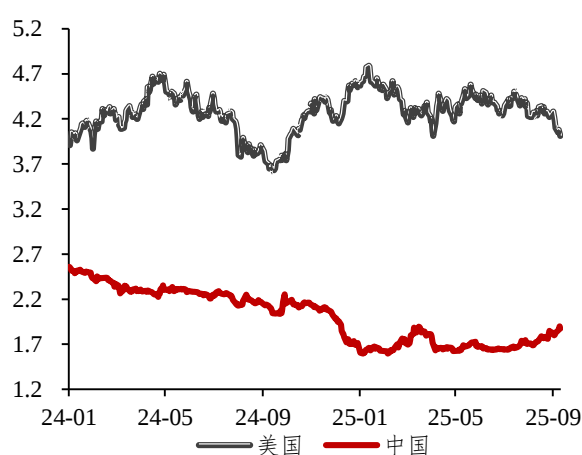


图 31：中美 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 4：2025 年中国经济金融主要指标及预测（%）

| 指 标            | 2022<br>(R) | 2023<br>(R) | 2024<br>(R) | 2025<br>(F) |           |           |           |           |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                |             |             |             | Q1<br>(R)   | Q2<br>(E) | Q3<br>(F) | Q4<br>(F) | 全年<br>(F) |
| GDP            | 3.1         | 5.4         | 5.0         | 5.4         | 5.2       | 4.8       | 4.5       | 5.0       |
| 规模以上工业增加值      | 3.6         | 4.6         | 5.8         | 6.5         | 6.2       | 5.3       | 5.0       | 5.7       |
| 服务业增加值         | 3.5         | 6.3         | 5.0         | 5.3         | 5.7       | 5.1       | 4.9       | 5.2       |
| 固定资产投资额（累计）    | 5.1         | 3.0         | 3.2         | 4.2         | 2.8       | 0.0       | -1.0      | -1.0      |
| 房地产开发投资额（累计）   | -10.0       | -9.6        | -10.6       | -9.9        | -11.2     | -14.0     | -16.0     | -16.0     |
| 社会消费品零售总额      | -0.2        | 7.2         | 3.5         | 4.6         | 5.4       | 3.7       | 3.6       | 4.3       |
| 出口             | 5.6         | -4.7        | 5.8         | 5.6         | 6.2       | 6.0       | 1.0       | 4.5       |
| 进口             | 0.7         | -5.5        | 1.0         | -6.9        | -0.9      | 1.3       | 1.2       | -1.3      |
| 居民消费价格指数（CPI）  | 2.0         | 0.2         | 0.2         | -0.1        | -0.0      | -0.3      | 0.4       | 0.0       |
| 工业品出厂价格指数（PPI） | 4.1         | -3.0        | -2.2        | -2.3        | -3.2      | -2.8      | -1.4      | -2.4      |
| 广义货币（M2，期末）    | 11.8        | 9.7         | 7.3         | 7.0         | 8.3       | 8.4       | 8.5       | 8.5       |
| 社会融资规模（存量，期末）  | 9.6         | 9.5         | 8.0         | 8.4         | 8.9       | 8.7       | 8.6       | 8.6       |
| 1 年期 LPR       | 3.65        | 3.45        | 3.1         | 3.1         | 3.0       | 2.9       | 2.9       | 2.9       |
| 人民币兑美元即期汇率（期末） | 6.95        | 7.09        | 7.19        | 7.25        | 7.17      | 7.05      | 7.0       | 7.0       |

资料来源：中国银行研究院

### 三、宏观政策建议

2025 年大概率能实现年初设定的预期目标，但下半年经济下行压力明显加大。在此情况下，宏观政策要及时跟上，避免经济过快下行，要更加重视正向激励、改善和稳定预期的作用，更加重视需求特别是消费需求的牵引作用，更加重视宏观政策边际效果变化，充分发挥政策“组合拳”效果，推动内需稳定增长，以内需增长的确定性来应对各种外部不确定性，为“十四五”完美收官和“十五五”开局打下良好基础。

### （一）财政政策适时加力，确保顺利实现全年增长目标

下半年，在外部不确定性较大、经济下行压力加大背景下，财政政策要更好地发挥托底作用，前瞻储备有力有效的增量政策，视情况及时推出，确保顺利实现全年增长目标。

**第一，加大财政对民生消费领域的支持力度，为扩大内需奠定基础。**一是推出新“两保”政策，即社保和医保政策。逐步将农村居民养老金水平从当前的 200 元左右/月提高至城市低保户水平（约 600-700 元/月）；完善居民医保筹资动态调整机制，对农村低收入家庭、老人等弱势群体实施更加优惠的缴费标准，对连续参保达到一定年限的农村居民，提供一定的医疗福利或者保费返还等，提高农村居民参保积极性。二是加大中央财政对养老、托育、医疗等领域的投入力度。支持公共设施、住宅等进行适老化改造，建立社区养老服务体系，加快基层医疗服务人员、养老护理员等人才培养；加快构建普惠托育体系，加强托育服务标准化和人才培养等。三是优化个人所得税征收方案。加大婴幼儿照护、赡养老人、子女教育等专项扣除额度，加快探索建立以家庭为单位的个人所得税综合缴纳方案。

**第二，提高财政支出能力和效率，更好地发挥财政稳经济作用。**一是全面重检当前财政支出结构，优化资金配置、提高使用效率。及时监测各科目资金使用情况，对支出进度相对缓慢的项目，及时按程序调整资金用途。全面重检、评估当前减税降费、产业补贴等领域的财政支出情况，对于必要性不强的减税、补贴等政策，尽快推动政策有序退出。腾挪出来的财政资金可用于增加“两新”等资金使用效果较好的领域，从而提高存量财政资金使用效率。二是及时跟进化债进展，必要时提前下拨化债资金。针对债务重点省份，及时评估其化债进展及财政状况，对于财政仍然难以维系的省份，考虑提前下拨后期化债资金。同时，加强对专项债、特别国债等资金使用的监测，防止资金流向化债领域，

确保资金层面对基建投资的支撑力度。三是提前谋划推动“十五五”时期重大项目，助力投资增速企稳。在加快推动“十四五”时期各类项目顺利收关的同时，积极谋划“十五五”时期重大项目，对于前期论证已经较为充分的项目，建议加快下达资金及时开工。

## （二）金融政策将协同发力，助力经济任务圆满完成

一是加大流动性供给，为实体经济提供有力资金支持。2025 年货币政策基调转为“适度宽松”，但 2025 年以来降准 1 次、降息 1 次，仍有发力空间。在经济仍存下行压力背景下，市场对政策力度仍有较高期待，建议后续货币政策调控可根据国内外经济运行情况进行灵活调整，不设定特定的政策窗口期。考虑到当前大型银行法定存款准备金率仍处于 7.5% 的高位，可择时择机通过降准释放长期流动性，在维持流动性合理充裕的同时对冲美联储降息的影响。密切关注财政支出、政府投资节奏等，结合国债、地方债等发行情况，引导金融机构加大信贷投放力度，配合基建、消费、房地产等政策推进，推动经济持续回升向好。

二是做好结构性工具“引流”功能，强化支持重点领域发展。结构性货币政策工具能够有效引导资金流向，对产业结构优化升级意义重大。5 月人民银行通过“新增、扩量、降价”等方式进一步强化对结构性货币政策工具的使用，但整体看仍有优化空间。建议未来在继续提升结构性工具额度的同时，可继续下调结构性货币政策工具利率，增强对金融机构吸引力，引导金融机构持续加大对科技创新、绿色发展、普惠小微、养老、消费等重点领域和薄弱环节的支持。同时，持续完善对“五篇大文章”等领域的激励机制，设置针对相关领域的专项考核要求，更好提升金融机构积极性，推动经济高质量发展。

三是持续加强政策协调配合，推动物价水平温和上涨。近年来，物价持续低迷既源于社会有效需求走弱影响，导致消费市场活力不足、投资动能减弱，

也与企业为抢占市场份额盲目扩大规模，采取低价竞争策略有关。一方面，金融政策应继续密切配合财政政策发力，如持续支持以旧换新等政策推进，激发内需潜力。同时，通过资金支持、战略咨询等为企业技术创新、品牌培育、市场拓展提供长期低成本资金和咨询服务，引导企业理性竞争、良性发展，以高质量供给激活市场需求，促进供需动态平衡，助力物价温和回升。

### （三）消费政策要完善存量政策、推出增量政策

**第一，优化以旧换新政策，持续释放政策效果。**建议将补贴时间延长至 2026 年甚至 2027 年。用补贴商品种类接续的办法，一定程度上拉高整体政策财政乘数，平滑政策带来的消费增长波动。建议增加以下补贴品类：升级类家电，如空气净化器、加湿器、投影仪等；适老化产品，如报警器、护理床、智能摄像头等；母婴产品，如吸奶器、奶瓶、电子手表等。手机以旧换新单机销售价格标准可放宽至 6000 元以上，汽车以旧换新补贴可适当放宽旧车年限至 3 年。谋划新一轮旧房装修补贴政策作为消费品以旧换新政策的接续储备政策。居民重新装修房屋的周期一般为 10 年左右。而中国上一轮房屋销售高峰期是 2016 年，刚好已过去 10 年左右的时间。未来中国大量城市有望迎来一轮旧房装修高峰期。同时，城市更新将是未来房地产市场的主要增量之一，也将带来较大的旧房装修需求。

**第二，持续挖掘服务消费、新消费潜力。**当前中国经济正处于向服务消费和服务业快速发展转变的重要阶段，要适应这一转变趋势，完善商品与服务供给，更加重视年轻消费群体在消费理念、消费行为等方面的变化，鼓励并引导企业进行产品创新。增加与消费直接相关、可以满足未来消费需求的基础设施投资，包括养老院建设、托儿所建设等。积极发挥行业协会作用，制定更高的标准和规范。打造差异化、个性化旅游产品和服务，支持地方举办演唱会、音乐会、文艺演出、体育赛事等活动。

#### （四）积极探索多维度合作，不断扩大多元化经贸网络

一是根据新兴经济体发展新需求积极优化出口和对外投资策略。面对美国保护主义和对立措施，中国需要持续拓展多元市场布局，不断深化同共建“一带一路”国家地区以及“全球南方”国家的经贸合作。当前，部分非洲国家逐渐强调本地化制造能力建设，继续依赖单一的产品出口或工程承包或难以满足其合作需求，可适当地推动单一项目建设和产品出口模式向产能出海发展，推动企业在非洲的运营从销售终端向制造端、服务端延伸，以更好契合非洲国家推动本地工业化和能力建设的现实需求。

二是扩大与贸易伙伴货币互换规模，探索数字人民币跨境支付应用。拓展货币互换战略伙伴网络，加大与“一带一路”沿线国家，特别是一些外汇储备不足国家的货币互换规模，延长双边互换协议期限，对经济波动较大的国家地区设置“弹性额度”，允许在外汇剧烈波动时临时追加互换规模。重点聚焦资源型国家，与能源、矿产、大宗商品出口国签订“资源-人民币互换协议”，允许互换资金直接用于双边商品和资源品贸易。对使用人民币结算的进出口企业给予关税减让，优先提供出口信用保险额度。在与“一带一路”共建国家合作基础上，探索数字人民币在能源贸易、电商消费等领域的跨境应用场景，根据各国情况组建跨境支付网络，开展数字人民币的跨境应用实验的双边合作。

三是加强海外物流仓储基础设施共建合作。针对基础设施相对薄弱的国家地区，可以助力相关国家地区的运输基础设施建设，如港口、航空、铁路等，实现进出口货物运输网络无缝衔接，减少跨境物流的时间成本。支持企业加强海外仓建设，探索多元化的海外仓建设方式，规模较大的企业可以独立建仓，资金相对匮乏的中小型跨境电商企业可以选择公共海外仓，或者与当地政府以及第三方物流企业合作共建海外仓。拓展“海外仓+本地化配送”服务，在东南亚、中东等新兴市场兴建分拨中心，降低跨境物流成本。

### （五）及时推出更大力度的增量政策，推动房地产市场止跌回稳

**第一，优化供需两端政策，促进房地产市场平衡。**一是尽快全面放开购房限制性政策，加大居民购房支持力度。尽快推动包括北京、上海等一线城市在内的所有城市全面取消购房限制性措施。对低收入家庭、多孩家庭等实施房贷利率贴息等支持性政策，促进有效住房需求释放。规范房产经纪服务，鼓励按照成交价格越高、服务费率越低的原则实行分档定价。二是考虑设立房地产平准基金，由中央财政出资作为基金初始资本金，其余由各类金融机构及民间资本等参股。平准基金可在房地产下行期低价收购市场上的过量住房作为保障性租赁住房等，在房地产上行期可视情况出售一定数量的住房。三是把握好新房供给节奏，缓解对二手房市场的冲击。当前，在市场供过于求的背景下，新房项目推出对周边二手房市场的量价都造成较大打击。建议地方政府把握好新房供给节奏，维护好新房和二手房市场之间的平衡。鼓励和引导开发商在拿地后设计与周边二手房互补的产品。例如，在周边以刚需小户型二手房为主的地块，规划改善型的大户型、科技住宅、低密度社区等，满足置换客群需求，与二手房市场形成梯度消费，而非直接竞争。

**第二，推出二手房以旧换新政策，分批推动二手房原拆原建，为房企创造更多业务机会。**二手房原拆原建不仅将为房企提供新的、可持续的业务增长点，也将拉动建材、装修、家具等上下游行业增长。一是以政府补贴+居民出资的方式分批推动城市老旧小区原拆原建，通过提高面积奖励比例、提供车位租售价格优惠等措施提高居民参与积极性。二是由国企或政府主导成立“住房更新平台”，负责评估旧房价值、对接房企资源、提供过渡安置服务、管理资金账户等，并确保置换过程公平透明、保障重建资金安全、确保项目施工质量和交付期限。三是探索建立相关机制解决老旧小区产权分散、业主意见难统一的核心难题。例如，在绝大多数业主同意后即可启动重建，并对少数异议业主提供合理的补偿或置换方案。四是加大财税金融政策对二手房更新的支持力度。设立

二手房以旧换新专项基金，由政府出资引导，吸引社会资本参与，为前期资金投入大的重建项目提供启动资金或过桥贷款。同时，对房企参与二手房重建项目产生的利润，给予一定年限的所得税减免。

**第三，大力支持房企债务重组，加快推动房地产债务化解。**一是减免债务重组过程中的相关税费。减免债务重组过程中可能产生的印花税等相关税费，并对咨询、评估、会计、法务等机构在参与房企债务重组过程中获得的收入，适当减免所得税，以鼓励其降低资产评估、重组咨询、审计等费用。二是在必要时为四大 AMC 和部分地方 AMC 注入资本金，提高其参与房企债务重组的能力。同时，鼓励金融机构之间加强合作并建立风险分担机制。鼓励商业银行与保险公司、担保公司等金融机构合作，共同参与房企债务重组项目，通过风险分担机制，降低商业银行单一机构的风险暴露。三是提供房企债务重组专项再贷款，专门用于支持房企债务重组等相关工作，为商业银行提供充足的资金支持。四是出台相关尽职免责机制，鼓励商业银行在合规前提下积极参与房企债务重组，减少银行因担心责任追究而不愿参与的顾虑。五是加快完善相关金融监管措施，为资产代币化等金融创新探索提供良好的监管环境，同时平衡好金融创新和风险防控。

## **（六）加快破除结构性梗阻，推动工业生产新动能充分涌现**

一方面，优化场景建设，推动人工智能与制造业融合效率持续提升。支持覆盖产品“研发、设计、制造、销售和服务”全生命周期的制造领域人工智能应用场景创造，以场景创造驱动技术系统迭代升级。依托国家新一代人工智能创新发展试验区、国家人工智能创新应用先导区等，开发场景创造关键技术系统，在智能机器人、智能汽车、智能音箱、可穿戴设备、虚拟现实等领域，支持创新主体联合开发工业大脑、机器人协助制造、机器视觉工业检测、设备互联管理等标杆示范应用场景，提升场景创造能力。提升相关行业大样本数据库

质量和开放共享水平，为场景创造提供数据支持。

另一方面，因地制宜优化产业政策。注重产业导入的关联关系，打造新型链式招商模式。从区位优势 and 要素禀赋出发，结合产业集群式或链式发展特征，推动各地缺链主引链主、缺配套引配套，借助精准招商打造区域特色产业链和产业集群。省级政府牵头开展招商引流工作的统筹规划。针对同一省份城市可建立实施招商项目“首谈制”，由省级投促部门根据招商项目线索确定项目首谈区，由市级、县级投促部门实质性推进项目，若无实质性进展则进行二次分配，避免产生“招商抢资”“互挖墙脚”等现象。此外，为中小企业提供税收减免、低息贷款等支持，帮助其平稳渡过转型期，为行业保留多元发展活力与创新潜力，形成大中小企业各展所长、协同共生的生态。

## 四、专题研究

### 专题一：从中美对比看人工智能赋能产业发展的现状、趋势与相关

当前，以大模型为代表的人工智能技术加速演进。习近平总书记多次强调，“人工智能是引领这一轮科技革命和产业变革的战略性技术”“发展人工智能，将为中国构建现代化经济体系、实现高质量发展提供重要支撑”。中美两国作为全球人工智能发展的主要引领者，在大模型领域的竞争已从技术层面延伸至基础设施、产业生态、标准体系与治理规则的全面竞争。本专题通过对比中美大模型的发展现状与差异，系统梳理两国在技术研发、生态构建与应用实践中的竞争格局，为中国人工智能高质量发展提出针对性政策建议。

#### （一）中美大模型技术发展现状分析

斯坦福大学人工智能研究所发布的《2025 年人工智能指数报告》显示，中国以 DeepSeek 为代表的开源模型正逐步缩小与海外头部模型的性能差距，中美顶级 AI 大模型主要基准的性能测试差异已经由 2023 年的 17.5% 大幅缩至 2024

年的 0.3%。从 2025 年以来的模型迭代情况来看，中国在模型数量、专利申请量和应用落地速度方面具备优势，但在基础模型的迭代速度上略有落后；美国在顶尖模型的产出和商业化能力上仍保持领先地位。从技术路线来看，中国通过政策引导和生态共建推动开源模型发展，美国则依托模型垄断和高付费意愿维持闭源优势。

## 1. 美国：推理需求全面爆发，商业化闭环逐渐跑通

从供给端来看，当前美国人工智能产业发展仍处于领先地位。随着模型参数规模的饱和式增长，预训练投资的边际效用递减，单纯依靠扩大模型规模来提升性能的策略变得不可持续。头部模型厂商更加注重模型优化和推理效率提升，传导至算力芯片需求上，美国 AI 企业正从采购 GPU 向 ASIC 芯片<sup>13</sup>快速过渡。2025 年，美国科技巨头已开始大规模部署专为 AI 推理设计的 ASIC 芯片，这类芯片在特定任务上的能效比 GPU 高出 5-10 倍。

从需求端来看，智能体 (Agent) 应用<sup>14</sup>通过沉淀用户数据反哺大模型性能，叠加模型推理成本显著下滑，应用端的需求吞吐量实现快速增长。在 API 调用方面，谷歌大模型 Gemini 每月处理的 Token<sup>15</sup>量已从 2024 年 4 月的 9.7 万亿增长至目前的 1000 万亿，增幅达 100 倍。在产品活跃度方面，ChatGPT 的日活用户持续上升，网页端日活用户稳定在约 2 亿，同比增长 135.7%；移动端日活用户达到 1.84 亿，同比增长 328.6%。此外，Grok、Perplexity、Claude 等头部 AI 产品的日活用户也均呈现稳步增长态势。

在赋能产业发展方面，美国大模型正广泛渗透到金融、医疗等传统行业。根据麦肯锡 2024 年调研，美国已有约 49% 的企业称 AI 为企业实现了降本，其

<sup>13</sup> ASIC 芯片是 Application - Specific Integrated Circuit（应用型专用集成电路）的缩写，是为特定需求而专门定制的芯片，在批量生产时，与通用集成电路相比，具有体积更小、功耗更低、可靠性提高、性能提升、保密性增强、成本降低等优点。

<sup>14</sup> 智能体 (Agent) 产品是基于人工智能技术，能够自主执行任务、做出决策并与环境交互的软件或系统。

<sup>15</sup> Token 是模型处理文本的基本单位。

中金融行业渗透率最高，已达 78%。在医疗行业，OpenAI 的 GPT-4 在复杂医学问诊的测试中表现甚至优于医生与 AI 协作小组；此外，2023 年美国食品药品监督管理局（FDA）共批准了 223 款 AI 医疗设备，较 2015 年增长近 40 倍。在原生应用方面，美国大模型应用的渗透率已迎来关键拐点，现象级 AI 应用如 ChatGPT 用户使用粘性正显著提高。截至 2025 年 4 月，凭借现象级的“吉卜力”照片风格转化功能，ChatGPT 月活跃用户接近 9 亿，预计年内将突破 10 亿。

## 2. 中国：AI 应用多点开花，商业化潜力仍待释放

从供给端来看，算力芯片的短缺限制国产大模型的研发推进，国内头部大模型产品仍处于 L2<sup>16</sup>水平，但从产业现状和科技战略的角度来看，中美大模型的性能差距并不明显，当前仅在商业化场景和节奏上存在结构性差异。由于技术积累、产业生态和政策环境不同，中美大模型产业形成了差异化的技术路径：即美国以 OpenAI、Gemini 的闭源主导，国内以 DeepSeek、Qwen、Kimi2 的开源模型主导，但以中国为代表的开源模型性能与美国主流模型的差距逐步缩小。

从需求端来看，尽管 Deepseek R1 自发布以来浏览器端口的流量绝对值持续下滑，但从国内部署接入 Deepseek 大模型的第三方平台来看，百度、阿里、腾讯等大模型的调用量均保持快速增长，自 R1 发布以来已增长 20 倍。从 Deepseek 模型开发节奏来看，由于其定位于基础模型研究，或收缩算力资源优先发展基础大模型，对商业化产品投入及迭代相对较缓。

### （二）中美人工智能技术赋能产业发展的趋势

当前，人工智能技术赋能产业主要围绕以下路径展开：端侧消费电子（AI 手机、眼镜等），AI 原生与超级应用（如 C 端的豆包、Kimi 等）及垂类场景赋

<sup>16</sup> L2 级别大模型具有一定的推理和决策能力，能在用户设定的任务框架内执行逻辑推理和决策，但通常一次只能处理一个相对简单的任务步骤，任务规划较为线性。

能（如 B 端的 Paas、Saas 公司）。其中，Agent 能力将成为未来人工智能交互入口的核心竞争力，各应用场景都将围绕大模型能力共同为用户提供无感的 AI 产品及服务体验，形成“硬件-软件-平台”的协同生态。

### 1. 端侧硬件：形态重构、交互方式与生态重塑

端侧硬件是人工智能应用的关键物理载体，AI 技术正驱动消费电子（智能手机、智能眼镜、个人电脑、玩具），汽车，机器人等多类设备实现形态重构、交互方式与生态重塑。从硬件性能来看，中美两国在 AI 芯片领域存在一定的技术差距。在高端 AI 芯片领域，美国占据绝对优势，英伟达的 GPU、苹果的 A 系列芯片、高通的骁龙系列在算力和能效比上均领先于中国；在消费级芯片领域，中国在主控、通信、存储等芯片方面具备竞争优势，例如恒玄科技、乐鑫科技等公司在智能眼镜、耳机、玩具等广泛的消费场景中具备较强的产品竞争力。

### 2. AI 原生与超级应用：面向 C 端的软件商业模式

当前全球 AI 软件市场呈现出两种商业模式并行发展的态势，一种是 AI Native（原生应用）模式，另一种是 SAAS+AI（人工智能技术与软件即服务融合）模式。AI Native 模式将 AI 功能直接封装为独立产品或服务，通过技术颠覆重构传统产品，例如辅助编程、生成式 AI 工具等，其核心目标在于解决行业痛点、挖掘潜在需求。例如 OpenAI 的 ChatGPT 系列、Anthropic 的 Claude 以及快手“可灵”、豆包“即梦”等音视频生成工具，均通过大模型技术重构了相关领域传统软件（PS、AE 等）产品形态。而 SAAS+AI 模式则更侧重于利用 AI 技术赋能传统 SAAS 业务，以优化效率与用户（客户）体验为目标。在市场空间方面，AI 原生应用的颠覆性潜力与其技术门槛并存，增量市场空间广阔。例如 AI 工具若能实现自动化创作，可能直接替代传统设计软件和办公软件，但需突破用户对 AI 生成内容的信任度及技术成熟度的瓶颈。相比之下，SAAS+AI

模式凭借稳健的场景优化能力，在企业客户中更容易被接受，例如通过智能客服替代人工流程降低人力成本，但其对增量市场的开拓能力较弱。

在 AI 原生应用层面，中美两国的商业模式显著不同。美国以 OpenAI 为代表的闭源模式，通过高价 API 和分层订阅制实现商业化，企业定制服务年费高达百万美元。而中国以通义千问为代表的开源模式，则采取极低的 API 定价策略，成本仅为美国的 1/30，通过 200 多款开源模型序列和 MCP 协议构建开放生态，形成“开源+协议+生态”的灵活变现路径。在 SAAS+AI 应用层面，中美企业均通过 AI 技术重构流量价值。抖音、Meta 等平台利用 AI 推荐算法显著提升用户点击率和停留时间，推动月活和广告业务增长。总体来看，中美科技巨头普遍采用“独立 AI 产品+超级应用生态”双轮驱动战略。而美国更侧重前沿技术的直接变现，中国则依托超级应用的高频流量入口，优先抢占 AI 时代生态位。

### 3. 垂类应用场景：面向 B 端订阅付费与行业解决方案

通用大模型较单一任务模型具备更强大的泛化能力，在文本总结、对话问答、逻辑推理等普适性场景下表现更佳，更适合广大 C 端用户，但处理特定领域任务相对较弱，在 B 端场景应用价值不足。随着《“人工智能+”行动方案》的深入实施，各部委相继出台了针对制造业、能源等多个重点行业的专项政策，旨在推动人工智能技术在垂直领域的深度融合与创新应用。AI 垂类应用场景赋能的核心路径是实现“垂直模型、行业数据、行业工作流”的深度耦合，在利用通用模型对接私有数据库的基础上，推动企业所在垂直领域模型和私有模型的微调部署。

具体而言，垂类场景应用的落地过程首先基于通用大模型，通过微调等技术手段提升模型能力，利用具体行业或场景的专业语料库对模型进行持续迭代。在此过程中，需要将场景“Know-how”融入模型能力，以增强特定领域的应用

效果。例如在制造业领域，人工智能正在推动制造业从传统的经验驱动向智能化、数据驱动的模式转变。从路径差异来看，中美在智能制造领域均积极推动 AI 的应用，但赋能路径有所不同，中国更注重制造业的规模化升级与应用落地，美国则倾向于通过技术突破带动高端制造的创新。在中国，华为与上汽集团合作推动“智能制造工厂”项目，利用华为云的 AI 平台实现生产全流程的数据采集与实时分析。制造工程通过机器视觉对零部件质量进行检测，并借助算法优化生产线调度，实现生产效率显著提升、产品不良率下降。在美国，通用电气（GE）的 Predix 工业互联网平台通过人工智能与大数据分析对工业设备进行预测性维护，能够在故障发生前识别风险，减少停机时间，并帮助企业降低运维成本。该平台在航空发动机、燃气轮机等高端装备领域广泛应用，使 GE 在高端制造环节保持竞争优势。

### （三）中国人工智能技术赋能产业发展的政策建议

人工智能大模型作为新一轮科技革命和产业变革的核心驱动力，既是技术创新的前沿，也是全球竞争的战略高地。当前，中国正处于加快培育新质生产力、全面推进高质量发展的关键阶段。2025 年国务院印发的《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》明确提出，要以科技、产业、民生、治理等领域为重点，推动人工智能与经济社会各行业深度融合，构建人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济与智能社会新形态。在此背景下，中国人工智能发展亟需构建“国家引领、产业共建、企业突破”的协同发展体系，形成上下贯通、协同联动的发展合力。

#### 1. 国家层面

国家应发挥战略统筹作用，聚焦关键短板与制度供给，打造安全可控、高效协同的基础支撑体系，确保中国在大模型时代掌握发展主动权。一是加快算力基础设施布局与芯片自主化进程，推进国产 GPU、ASIC、NPU 等专用芯片的

研发与产业化，降低对国外高端芯片的依赖风险；依托“东数西算”工程，在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等重点区域布局超大规模智能计算中心，推动形成“云一边一端”协同的全国一体化智算网络。二是推进数据资源制度化建设与高质量供给，建立跨行业、跨区域的数据共享机制，在医疗健康、金融服务、工业制造、交通物流等高价值领域依法合规推动数据流通使用；完善数据确权、授权与交易制度，探索数据资产入表机制，推动数据要素市场化配置。三是积极参与全球治理与标准规则制定，在联合国、G20等多边框架下主动参与人工智能伦理、算法透明度、生成内容标识、模型安全评估等国际规则对话，提出中国方案；支持国内开源社区主导制定大模型接口协议、模型格式、微调工具链等通用标准，提升中国在全球开源生态中的话语权。

## 2. 产业层面

产业是连接技术创新与应用落地的关键纽带，应充分发挥中国应用场景丰富、产业链完整的优势，通过开源协作和场景驱动，加速大模型技术扩散与商业化进程。一是完善开源生态体系，鼓励头部企业、科研机构与开源社区共建共享大模型平台，推动基础模型能力开放，降低中小企业接入门槛；同时加强知识产权保护与合规引导，明确训练数据版权边界与模型衍生作品归属，营造健康可持续的开源环境。二是加快智能体（Agent）场景落地，聚焦教育个性化辅导、政务服务问答、医疗辅助诊断、工业流程自动化等高频刚需领域，遴选一批示范项目，形成可复制推广的最佳实践；由行业协会牵头制定智能体功能分级、交互协议、安全测试等标准，避免碎片化发展，促进上下游协同创新，培育 AI 原生新业态。

## 3. 企业层面

企业作为技术创新和市场开拓的主体，应在国家政策引导和产业生态支持下，结合自身定位，探索可持续的商业模式和发展路径。一是面向 C 端市场，

构建一站式智能服务体系，将智能体功能深度嵌入社交、电商、办公、出行等“国民级”应用中，提供写作助手、会议纪要生成、购物推荐、行程规划等轻量化服务；同时优化端侧推理能力，相关厂商可着力提升在手机、PC 等终端实现低延迟、离线可用的智能服务水平，兼顾性能与隐私保护。二是面向 B/G 端市场，企业应着重强化“模型+行业 Know-how”融合能力，提供定制化解决方案。在金融、制造、能源、政务等领域组建复合型团队，将大模型与专业知识图谱、业务规则引擎相结合，提升解决方案的专业性和准确性；推广私有化部署与混合云架构，满足政企客户对数据安全、合规审计的严格要求。

综上所述，中美人工智能领域的竞争并非以 OpenAI 和 DeepSeek 为代表的模型性能比拼，而是开源与闭源技术生态路线的竞争。从需求端来看，无论是在面向企业还是面向个人用户的 AI 应用领域，美国市场的付费能力要优于中国、待替换的劳动力成本高于中国。从供给端来看，算力芯片等“卡脖子”因素也对中国发展人工智能产业形成掣肘。因此供需端的差异和特点决定了中国产业及公司需要探索一条符合国情的大模型技术及商业化路径——共建价格普惠、技术平权的开源生态。

## 专题二：消费金融新机遇、新挑战与新路径

消费金融作为多层次金融服务体系的重要环节，不仅能平滑居民消费周期，释放居民消费潜力，还能通过引导资源流向特定产业领域，促进消费升级和产业联动。2025 年，消费金融行业迎来新一轮政策红利。其中，最具标志性和影响力的是《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》（简称“消费贷贴息方案”）和《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》（简称“服务业主体贴息方案”）在 9 月份的正式落地，这将极大地降低居民借贷成本，激发消费意愿。

## （一）消费金融新机遇

### 1. 政策红利释放，消费金融稳步增长

2022 年以来，受房地产市场调整等影响，中国消费金融行业的发展环境深刻变化，消费信贷结束了此前大规模增加局面，年度新增广义消费贷规模由此前的约 5 万亿元下降至不足 2 万亿元，2024 年更降至 7423 亿元人民币（表 5），这也使得年度新增广义消费贷占年度新增贷款的比重由 2016 年高点时期的 48.2% 下降至 4.1%。2025 年，消费信贷开始恢复，但受多种因素影响，狭义消费信贷（不包含个人住房抵押贷款）增长不及预期。截至 2025 年 8 月末，中国广义消费贷余额（含个人住房抵押贷款）为 58.65 万亿元，同比增长 1.5%，相比上年同期提高 0.7 个百分点（主要与 2024 年 9 月以来居民对房地产市场的消费增加有关）。从新增角度看，2025 年上半年，新增个人住房抵押贷款 600 亿元，改变了 2023 和 2024 年连续两年负增长局面，这也带动广义消费贷款新增 2206 亿元。但 2025 年三季度以来，新增广义消费贷款规模由升转降，前 8 个月广义消费贷减少 334 亿元，狭义消费贷（不含个人住房抵押贷款）降幅可能更大，可能在 1134 亿元<sup>17</sup>。

<sup>17</sup> 新增狭义消费贷等于新增广义消费贷减去新增个人住房抵押贷款，但央行公布的个人住房抵押贷款余额仅截至 2025 年 6 月，故前 8 个月新增个人住房抵押款为作者估算数。

表 5：历年新增广义消费贷和狭义消费贷

| 年份        | 年度新增广义消费贷（亿元） | 新增个人住房贷款（亿元） | 年度新增狭义消费贷（亿元） | 年度新增贷款（亿元） | 年度新增广义消费贷占新增贷款比重 | 年度新增狭义消费贷占新增贷款比重 |
|-----------|---------------|--------------|---------------|------------|------------------|------------------|
| 2015      | 35858         | 25000        | 10858         | 117200     | 30.6%            | 9.3%             |
| 2016      | 60968         | 49000        | 11968         | 126500     | 48.2%            | 9.5%             |
| 2017      | 64711         | 39000        | 25711         | 135300     | 47.8%            | 19.0%            |
| 2018      | 62715         | 39000        | 23715         | 161700     | 38.8%            | 14.7%            |
| 2019      | 61759         | 44000        | 17759         | 168100     | 36.7%            | 10.6%            |
| 2020      | 55949         | 43000        | 12949         | 196300     | 28.5%            | 6.6%             |
| 2021      | 53183         | 38000        | 15183         | 199500     | 26.7%            | 7.6%             |
| 2022      | 11523         | 5000         | 6523          | 213100     | 5.4%             | 3.1%             |
| 2023      | 19091         | -6300        | 25391         | 227500     | 8.4%             | 11.2%            |
| 2024      | 7423          | -4900        | 12323         | 180900     | 4.1%             | 6.8%             |
| 2025年上半年  | 2206          | 600          | 1606          |            |                  |                  |
| 2025年前8个月 | -334          | 800          | -1134         |            |                  |                  |
| 2025年全年预测 | 3000          | 1200         | 1800          |            |                  |                  |

资料来源：Wind，中国银行研究院

“消费贷贴息方案”是中央财政首次对个人消费贷款进行贴息，覆盖单笔 5 万元以下的日常消费，贴息比例为 1 个百分点，单笔 5 万元以内的贷款贴息上限为 1000 元，每位居民在单家银行最高可享受 3000 元贴息，这将直接降低居民借贷成本。预计，随着消费贷贴息政策的落地和实施，未来广义消费贷余额增速有望改变三季度持续放缓局面并在年底前稳定在 1.6%左右，相比 2024 年末提高 0.32 个百分点，全年新增广义和狭义消费贷分别约为为 3000 亿元和 1800 亿元。

2. 下沉市场消费意愿强、动力足

中国以三、四线城市、县镇与农村地区为代表的下沉市场拥有巨大的消费潜力，是消费金融未来的重要增长点。中国拥有 1800 多个县级行政单位，全国超过一半的人口常住其中。近年来，农村地区居民收入快于城市地区，消费意愿、消费能力都好于头部城市。2025 年上半年，中国农村地区居民人均可支配收入和消费支出分别同比增长 6.2%和 5.8%，高于城镇居民的 4.7%和 4.6%。预计未来十年，以县域地区为代表的下沉市场消费增速将快于一、二线城市，特别是耐用品消费、线上线下融合发展、特色乡村旅游等方面发展潜力巨大，这

也为金融机构加快消费金融业务的县域布局带来新机遇。

### 3. 服务消费需求潜力大

国际经验表明，当人均 GDP 达 1.5 万美元时，服务消费占比将突破 50%。2024 年，中国人均服务性消费支出占居民人均消费支出的比重约为 46.1%，明显低于日本的 60%和美国的 70%，未来服务消费占消费的比重将进一步上升。这一趋势正在加速演进，2025 年上半年，服务消费同比增长 5.3%，快于商品零售额增速。预计到 2030 年中国服务型消费占比将达到 55%~60%，到 2035 年有望达到 65%左右。但相比巨大的需求，养老用品、养老护理等服务消费领域供给不足成为制约服务消费扩大的掣肘因素。当前，政府正在采取有效措施，以促进服务消费供给扩大。例如，2025 年 5 月，人民银行设立 5000 亿元服务消费与养老再贷款，此次又出台了“服务业主体贴息方案”，有利于提升服务供给能力，大量中小型服务性经营主体将因此受益。“服务业主体贴息方案”明确对餐饮住宿、健康、养老等 8 类服务业经营主体提供贷款贴息，年贴息比例 1%，单户最高贴息金额 1 万元，以贷款 100 万元为例，企业可节省利息 1 万元。

### 4. 技术变革重塑消费新形态，带来增长新动能

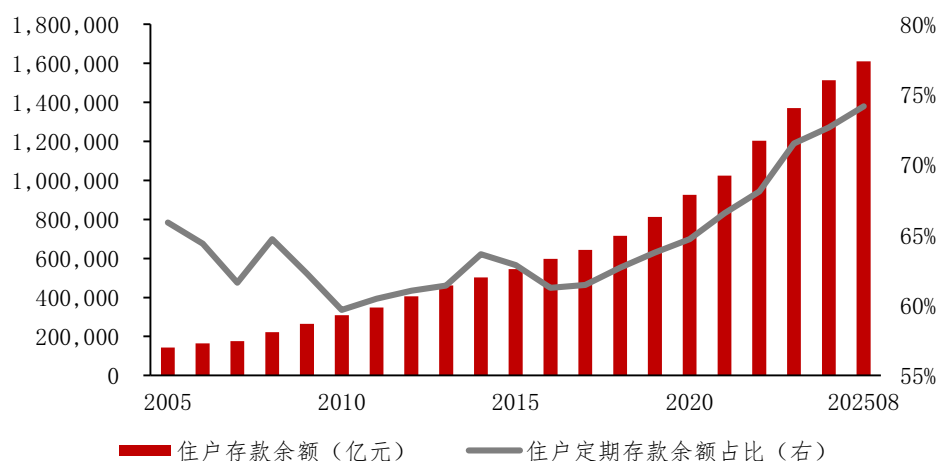
随着互联网、大数据、人工智能、5G 等新技术的快速发展，居民消费方式深度变化，线上购物、直播带货等消费新形式和零售新业态不断出现。2024 年，居民网上零售额占比从 2005 年的 10.8%提升至 26.8%。“电数宝”电商大数据库显示，2024 年直播电商行业交易规模约为 5.3 万亿元，中国电商渗透率约为 32.11%，超过全球电商渗透率。消费新形式、新业态的不断涌现，既打破传统消费场景限制，推动服务业与制造业深度融合，还深刻改变消费金融的运行逻辑，场景、生态、流量、数据成为消费金融机构制胜关键。

## （二）消费金融新挑战

### 1. 居民借贷意愿疲弱、预防性储蓄动机较强

通常而言，居民消费信贷与居民收入存在正相关关系。2025 年上半年，居民可支配收入(中位数)实际增速降至 4.0%，为除疫情三年期间外的较低水平。收入不确定性加剧下，居民更倾向于减少借贷和增加储蓄。1-8 月，居民部门累计新增贷款 7100 亿元，相比上年同期少增 7454 亿元，这主要与居民部门短期贷款大幅减少和居民部门经营性贷款大幅少增有关（2025 年 1-8 月，居民短期贷款减少 3341 亿元，而上年同期是增长 1384 亿元；居民经营性贷款新增 7443 亿元，相比上年同期少增 8815 亿元）。另一方面，居民储蓄意愿提高，存款定期化现象加剧。2025 年前 8 个月，居民新增储蓄存款 9.77 万亿元，相比上年同期多增 1182.8 亿元。截至 2025 年 8 月末，住户（居民）定期存款占居民存款余额的比重达到 74.2%，为历史最高值（图 32）。

图 32：住户定期存款及占比



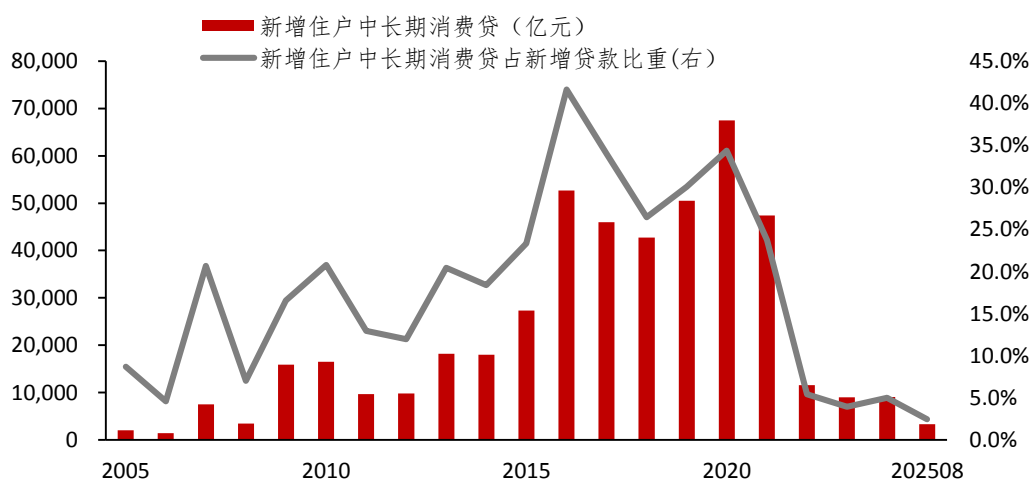
资料来源：Wind，中国银行研究院

### 2. 中长期消费信贷恢复不及预期

以居民住房抵押贷款为代表的中长期消费贷是构成居民消费金融的重要内

容。2004-2024 年期间，中长期消费贷占居民消费贷比重平均在 84%以上。2025 年以来，中国房地产市场在政策强刺激下逐步“止跌回稳”，居民中长期消费信贷也同步回升。2025 年前 8 个月，居民中长期消费信贷余额（含居民住房抵押贷款）为 48.83 万亿元，同比增长 2.1%，相比上年同期提高 0.6 个百分点。但诸多现象表明，当前房地产市场“止跌回稳”的基础尚不牢固，新增中长期消费贷恢复或将不及预期。特别是考虑到房地产供求格局根本变化，年度新增中长期消费信贷占年度新增贷款的比重或将由过去二十年（2005-2021 年）年均 20%的占比下降至个位数水平。2025 年前 8 个月，新增住户中长期消费贷款 3305 亿元，占新增贷款的比重仅为 2.46%，而最高年份（2016 年）新增住户中长期消费贷占新增贷款比重达到 41.6%（图 33）。

**图 33：新增住户中长期消费贷及占新增贷款比重**



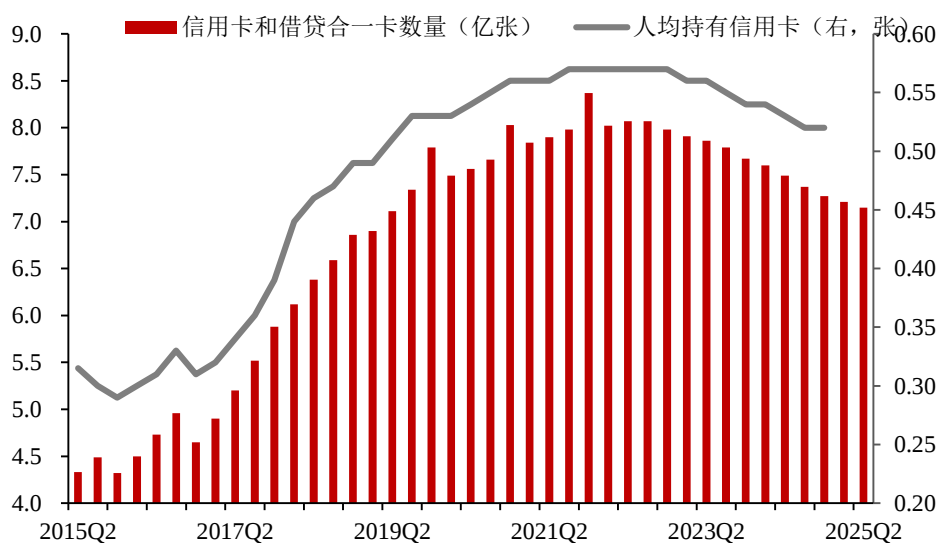
资料来源：wind，中国银行研究院

### 3. 信用卡业务发展环境深刻变化

近年来，越来越多机构进入消费金融领域。除了传统银行之间的竞争，新兴金融科技公司也大力拓展消费金融业务，推出了各种类似信用卡功能的产品和服务，信用卡业务发展环境深刻变化。一方面，银行信用卡发卡量持续下降，部分机构已着手关闭或重组信用卡分中心。人民银行《2025 年第二季度支付体

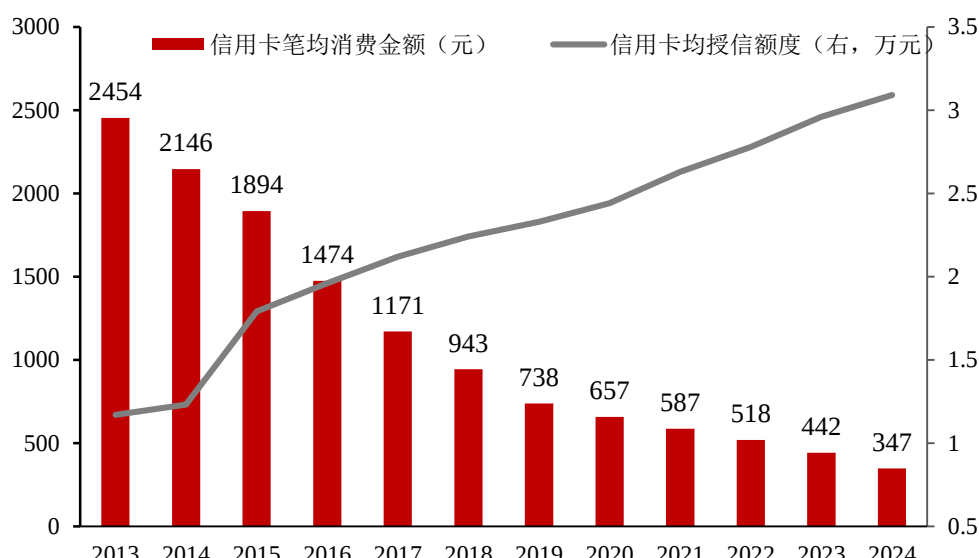
系运行总体情况》数据显示，截至 2025 年二季度末，全国共开立信用卡和借贷合一卡 7.15 亿张，相比 2021 年末最高点时期减少约 1.2 亿张，该指标已连续十一个季度环比负增长，人均持有信用卡也由 2021 年末的 0.57 张/人下降至 2024 年的 0.52 张/人（图 34）。另一方面，信用卡的平均消费金额明显下降，不良率上升。2024 年末，信用卡授信额度上升至 3.09 万亿元的历史最高值，但笔均消费金额从 2013 年最高点时期的 2454 元/人下降至 341 元/人，这表明居民借贷意愿不足是当前消费信贷增长不及预期的主要原因（图 35）。央行数据显示，2024 年信用卡逾期半年未偿信贷余额为 1239.64 亿元，占信用卡应偿信贷余额比重为 1.43%，为 2018 年以来的历史最高值。

**图 34：信用卡发卡数量及人均持有信用卡张数**



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 35：信用卡笔均消费金额及授信总额度



资料来源：Wind，中国银行研究院

#### 4. 消费贷利率出现无序竞争新现象

受消费需求回落、市场竞争加剧、利率上限严格控制、LPR 利率下行等多重因素影响，当前各类消费贷利率已普遍下行，价格无序竞争成为新现象。融 360 数据显示，2025 年 2 月，全国线上消费贷平均最低可执行利率为 2.91%，同比下降 28BP，一些机构消费贷利率甚至低至 2.6% 以下<sup>18</sup>。在 2023 年，消费贷利率普遍在 3.5% 左右。消费贷利率无序竞争加大银行净息差收窄压力。不过，为遏制“利率战”导致的无序竞争，2025 年 4 月起，监管部门已通过窗口指导将消费贷利率下限统一至 3%。

#### （三）消费金融发展新路径

未来，金融促消费的核心在于紧密配合国家政策，在精准滴灌重点消费领域和新消费群体的同时，把握居民消费结构升级新趋势、新需求，为居民消费增长提供更加便捷、精准、优惠的金融支持。一是积极响应国家消费刺激政策，

<sup>18</sup> 根据新闻报道，2025 年一季度，招商银行“闪电贷”年化利率降至 2.58%；宁波银行消费贷产品叠加优惠券后利率可低至 2.49%，北京银行“消费京 e 贷”向部分客户发放年利率 2.5% 的固定利率券。

落实个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息政策，从需求端和供给端双向发力，统筹增强消费能力和扩大有效供给。二是创设以旧换新专项贷款，推动“以旧换新”政策落地扩围。结合“大规模设备更新和消费品以旧换新”等国家部署，提供“政策 + 金融 + 场景”的融合服务，将政策红利转化为消费动力。三是把握结构性货币政策机遇，加大对服务消费、养老、住房等领域的支持力度。围绕居民教育、医疗、旅游等服务消费特点，创新推出纯信用、无担保、期限灵活、额度适中、费率合理的消费金融产品；聚焦新市民和下沉市场需求，持续提升消费金融覆盖面。结合下沉市场当地的文化、习俗和消费特点，为下沉市场定制消费金融产品。全力推动住房消费恢复。更大力度地支持刚性和改善性住房需求，特别是加大对新市民、青年人群体的住房支持力度。落实好存量房贷利率下调的要求，帮助居民降低购房负担。四是推动信用卡业务从“跑马圈地”到“精耕细作”转变。明确市场定位，强化场景融入，打造差异化竞争优势。五是加强风险防范，促进消费信贷长期稳健发展。加强贷款用途的审核和监管，利用金融科技手段确保资金用于真实消费；警惕部分消费者利用贴息政策“骗补”“套补”等行为，始终引导居民理性消费、审慎借贷。

---

### 免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

---



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040