

宏观点评 20250922

新一轮稳增长政策可能有哪些？

2025 年 09 月 22 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《如何看待股债收益相关性？——多资产系列报告（一）》

2025-09-21

《基数走高下商品消费和地产销售同比增速或继续承压》

2025-09-21

■ **1、当前经济形势：稳投资、稳消费压力加大，新一轮稳增长政策“箭在弦上”。**第一，投资惯性强、增速回升难度较大，2000 年以来，只有 3 年年底固投累计增速相比 8 月有所回升，分别是 2012、2018、2020 年，除了 2020 年特殊，12 和 18 年回升幅度在 0.4 和 0.6 个点。而今年前 8 个月固投累计增速为 0.5%，促进投资回升，需要财政货币政策协同发力。第二，**四季度消费压力可能加大。**尽管 5 月以来，社零增速边际下行，8 月当月同比已降至 3.4%，但考虑到“以旧换新”补贴大规模落地是从去年 9 月开始，高基数下，四季度消费压力可能加大。第三，**房地产和出口的增速边际下行压力也不可忽视。**

■ 为此，新一轮稳增长政策可能正在酝酿当中，需要关注其推出的节奏、力度和方向。

■ **2、政策的节奏：预计 10 月中下旬是重要窗口。**一方面，很难像去年一样提前到 9 月下旬出政策，当前经济虽然面临一定压力，但从紧迫性来看，仍然不如去年：我们预计今年前三季度累计 GDP 增速为 5.1% 左右，高于去年同期的 4.8%；股市楼市当前的表现也明显好于去年 9 月。

■ 另一方面，去年下半年稳增长的标志性事件是从 7 月三中全会开始的，今年同样的窗口可能是 10 月的四中全会。去年 7 月 15-18 日召开二十届三中全会“分析了当前形势和任务，强调坚定不移实现全年经济社会发展目标¹”，会后，19 日国常会决定“统筹安排超长期特别国债资金，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新²”，为 9 月经济回升奠定基础。

■ **3、政策的方向：我们认为目前在 4 个方面仍有政策空间，**一是靠前使用化债额度，可以腾挪节省更多资金用于稳增长；二是投放新型政策性金融工具，稳定四季度投资增速；三是货币政策降准降息概率上升，进一步降低居民购房和企业投资成本；四是消费政策存在“补资金”的需求跟可能。

■ **（1）财政：靠前使用化债额度，腾挪节省更多资金用于稳增长。**9 月 12 日，财政部部长蓝佛安在发布会指出“提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度³”。

■ **对此，我们有 4 方面理解：**一是从资金规模来看，逻辑上明年的 2.8 万亿化债资金（2 万亿限额+0.8 万亿新增专项债）里有一部分可以提前使用，以前新增专项债提前使用比例的上限可以达到 60%；二是从时机来看，理论上最早可以提前至今年四季度；三是从流程来看，今年提前发行部分地方债，仍在限额内，流程上不必人大审议。今年 3 月全国人大确定的专项债限额为 39.9 万亿，财政部披露截至 7 月专项债余额为 35.5 万亿⁴，限额以下有 4.4 万亿可使用空间。四是从效果来看，提前使用化债额度，主要起到腾挪资金和节省利息两方面效果，可以节省和腾挪资金用于经济建设、民生保障等领域。

■ **（2）新型政策性金融工具：Q4 投资的“稳定器”。**早在 425 政治局会议就提出设立新型政策性金融工具，国家发改委在 9 月 10 日也提出“加快设立投放新型政策性金融工具⁵”。目前市场预计新型政策性金融工具规模将达到 5000 亿左右，投向新基建和传统基建在内的 8 个方向，主要面向将要开工或已开工未完工的项目，用作项目资本金，以尽快实现实物工作量的增长。按照 2022 年下半年的经验来看，政策性金融工具将对四季度基建投资起到一定撬动作用，彼时广义基建累计增速从 22 年 8 月的 10.4% 提升至年底的 11.5%。

■ **（3）货币政策：10 月降准降息概率上升。**三季度以来，部分经济数据承压；同时新增贷款低于预期，今年前 8 个月累计为 13.46 万亿，比去年同期少 10 万亿左右，7 月当月出现了新增为负。因此有必要在四季度落地年内第二次降准降息，协同配合财政政策稳定年内经济增长，但具

体落地还取决于对经济形势的研判，目前来看 10 月降准降息的概率有所上升，有助于降低居民购房和企业投资成本。

- **（4）消费政策：可以调整“两重”资金 or 提前使用明年“两新”资金+扩大范围+服务消费。**5 月以来消费增速的下行，很大程度上可能是“以旧换新”资金的不足，而非需求透支。①如果四季度能对补贴资金进行额外补充，消费增速将有望得到稳定。补充消费资金的来源可以考虑两个方面，一是参考去年 7 月，可以将部分“两重”资金改用于“两新”；二是可以参考今年 1 月，提前使用部分未来的“以旧换新”资金。
- **②除了补充资金外，还可以通过扩大“以旧换新”补贴范围来稳定消费，**可以加上没有纳入补贴的耐用品和半耐用品，比如可以结合今年体育赛事的消费热点，将体育设备纳入“以旧换新”补贴。
- **③支持服务消费发展的新政策。**9 月 16 日，商务部等 9 部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，一些创新型服务消费政策有望在四季度落地；另外，餐饮当月同比增速在逐月回升也将支撑服务消费，部分地区也出台了支持餐饮消费的政策（如浙江绍兴近期开始对部分举办酒席的消费者给予补贴⁶）。
- **4、对政策力度的认识：托底而非强刺激，仍是稳增长兼顾防风险。**我们认为，当前新一轮稳增长政策的思路仍然是托底，而非强刺激，不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步，预计三季度经济增速在 4.7%-4.9%，前三季度累计为 5.1% 左右。假设按三季度增长 4.8% 算，四季度只要高于 4.5%，全年就能达到 5.0% 左右，实现政府工作报告所确定的目标。去年底，新华社发文指出“当前的中国经济，更加注重实现质的有效提升和量的合理增长，而不是简单以 GDP 论英雄”、“经过努力，在 5% 的左一点或是右一点，都可以接受⁷”，也反映出重视高质量发展的态度。
- **风险提示：**政策落地不及预期；政策调整风险；投资和消费等部分领域经济压力加大。

¹ [中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报](#) 中国政府网

² [李强主持召开国务院常务会议 学习贯彻党的二十届三中全会精神 研究加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施 审议通过《退役军人安置条例（草案）》](#) 中国政府网

³ [财政部：超六成融资平台实现退出，2026 年靠前使用化债额度 - 21 经济网](#)

⁴ [2025 年 7 月地方政府债券发行和债务余额情况](#)

⁵ [努力完成全年经济社会发展目标任务——从计划执行报告看下半年经济工作重点](#) 中国政府网

⁶ [办酒席也能拿“国补”了，酒店餐饮福音来了？](#) 腾讯新闻

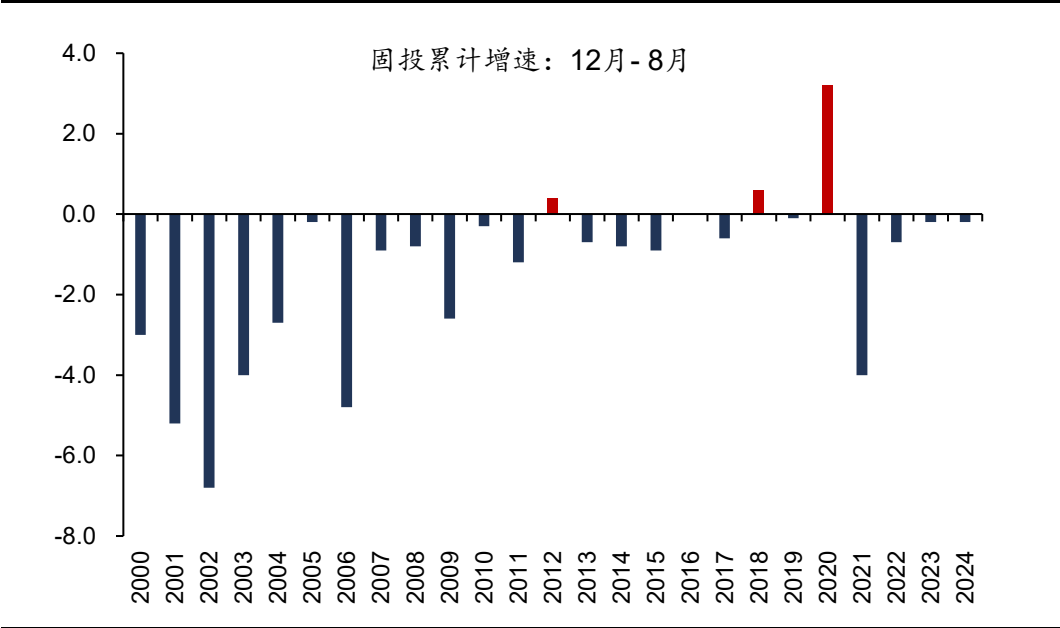
⁷ [新华述评 | 经济增速怎么看——当前中国经济问答之一-新华网](#)

表1: 今年 3-8 月经济数据概览 (当期同比, %)

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业 增加值	服务业 生产	社零	固定资产 投资	房地产 投资	制造业 投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-08	5.2	5.6	3.4	-6.3	-19.4	-1.3	-6.4	4.4	1.3	2025-08	-0.4	-2.9
2025-07	5.7	5.8	3.7	-5.2	-17.2	-0.3	-1.9	7.2	4.1	2025-07	0.0	-3.6
2025-06	6.8	6.0	4.8	0.5	-12.9	5.1	5.3	5.8	1.1	2025-06	0.1	-3.6
2025-05	5.8	6.2	6.4	2.9	-12.0	7.8	9.2	4.7	-3.4	2025-05	-0.1	-3.3
2025-04	6.1	6.0	5.1	3.6	-11.3	8.2	9.6	8.1	-0.3	2025-04	-0.1	-2.7
2025-03	7.7	6.3	5.9	4.3	-10.0	9.2	12.6	12.2	-4.3	2025-03	-0.1	-2.5

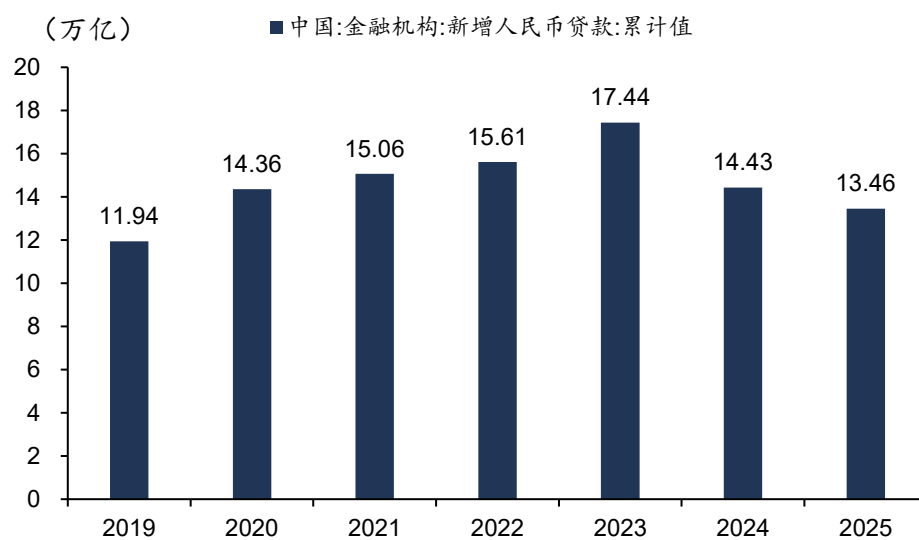
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 历年 8 月和 12 月投资增速的差距 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：今年新增贷款偏低



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：为历年8月累计数据

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>