CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济月度数据分析报告

(2025年10月) (第80期)

供需再平衡进程中的中国宏观经济

主办单位:
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位:
中国人民大学经济研究所

2025年10月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

2025年10月（第80期）

供需再平衡进程中的中国宏观经济

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

供需再平衡进程中的中国宏观经济

2025年10月度数据分析

报告人：王晋斌

2025年10月21日

目录

1.反映市场供求的价格指标

2.反映经济供给侧的主要指标

3.反映经济需求侧的主要指标

4.反映市场销售预期资金回流的指标

5.结构大转型与升级时期平稳增长的挑战

6. 结构大转型和升级时期供需再平衡的政策建议

1.反映市场供求的价格指标：物价（CPI）

（1）CPI和核心CPI

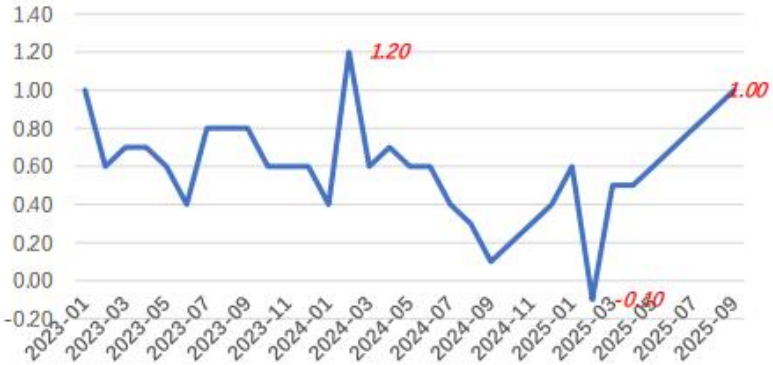
9月份居民消费价格同比下降0.3%，前值-0.4%；环比上涨0.1%，前值持平。

9月份，食品烟酒类价格同比下降2.6%，影响CPI（居民消费价格指数）下降约0.74个百分点。鲜菜价格下降13.7%，蛋类价格下降11.9%，畜肉类价格下降8.4%（其中猪肉价格下降17.0%），粮食价格下降0.7%，水产品价格上涨0.9%。

9月份，全国居民消费价格环比上涨0.1%。其中，城市持平，农村上涨0.2%；食品价格上涨0.7%，非食品价格下降0.1%；消费品价格上涨0.3%，服务价格下降0.3%

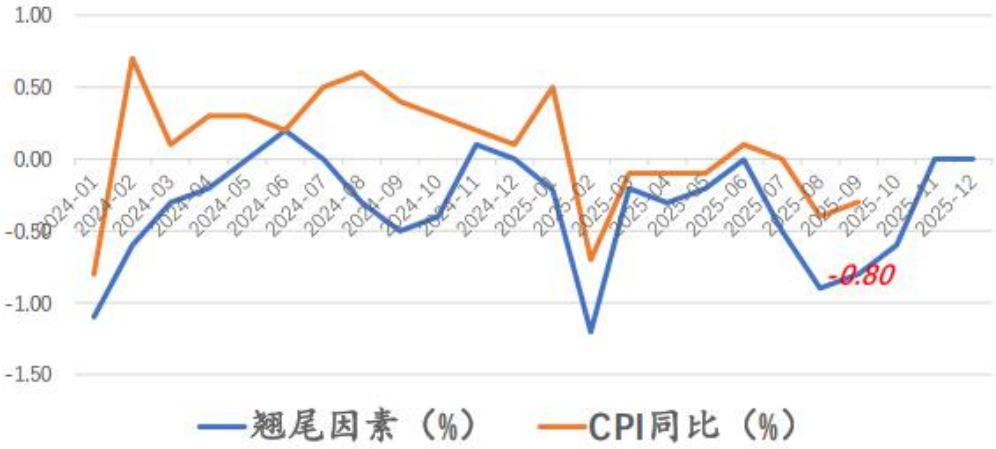
9月份能源价格下降2.7%，影响CPI同比下降约0.20个百分点，环比下降0.8%。

食品、能源和服务价格下行是CPI继续处于低位运行的主因。



9月扣除食品和能源价格核心CPI同比上涨1.0%，涨幅连续第5个月扩大，19个月以来涨幅首次回到1%，核心物价修复呈现持续态势。

1.反映市场供求的价格指标：物价（CPI）



数据来源：WIND

数据来源：WIND

9月CPI-0.3%的同比变动中，翘尾影响约为-0.8个百分点，今年价格变动的新影响约为0.5个百分点。从2025年11月份开始，翘尾因素影响归零，物价处于正向修复进程中。

8月进口价格同比指数98.3，与上月持平。2025年1-8月份，进口价格指数基本维持在100以下（1月和4月分别为100.1和100.8）。综合来看，核心CPI的修复是由内部经济行为推动的。

1.反映市场供求的价格指标：物价（PPI）

2025年9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.3%，降幅比上月收窄0.6个百分点，环比继续持平。工业生产者购进价格同比下降3.1%，降幅比上月收窄0.9个百分点，环比上涨0.1%。1—9月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.8%，工业生产者购进价格下降3.2%。存在行业分化：**采掘工业**价格环比上涨1.2%，主要受益于煤炭等资源品价格的回升；**原材料工业**价格环比持平，该类行业价格尚未明显改善；**加工工业**：价格环比下降0.1%，中下游制造业仍面临一定的价格下行压力；**生活资料**价格环比下降0.2%，其中食品价格环比降0.1%，衣着价格持平，一般日用品价格上涨0.2%，耐用消费品价格下降0.4%，表明终端需求依然偏弱。

同比降幅收窄，环比连续3个月持平，表明工业品价格下行压力有所缓解，价格短期内呈现趋于稳定的态势。国内“反内卷”政策的推进，有助于缓解部分行业的供给过剩问题，推动价格企稳。随着低基数效应的延续和政策效果的逐步显现，预计10月PPI同比降幅将进一步收窄。

1.反映市场供求的价格指标：工资

9月份，随着季节性影响减弱，失业率回落至5.2%，环比下降0.1个百分点。1—9月，全国城镇调查失业率均值为5.2%。

前三季度，全国居民人均工资性收入18659元，比上年同期增长（以下如无特别说明，均为名义增长）5.4%，快于全国居民收入增速0.3个百分点。前三季度，全国居民人均可支配收入32509元。工资性收入占可支配收入的57.4%。工资性收入、经营净收入和转移净收入稳定增长，是支撑居民收入增长的主要因素。从居民存款可以看出收入增长。前三季度，人民币存款增加22.71万亿元，其中住户存款新增12.73万亿元（占新增存款的56.1%），9月单月新增约1.4万亿元。前三个季度，住户贷款增加1.1万亿元（占人民币新增贷款的7.5%）。

就业优先的宏观政策保障了劳动力市场稳健运行，名义工资增速高于名义GDP增速，有利于支撑消费。

1.反映市场供求的价格指标：信用利差

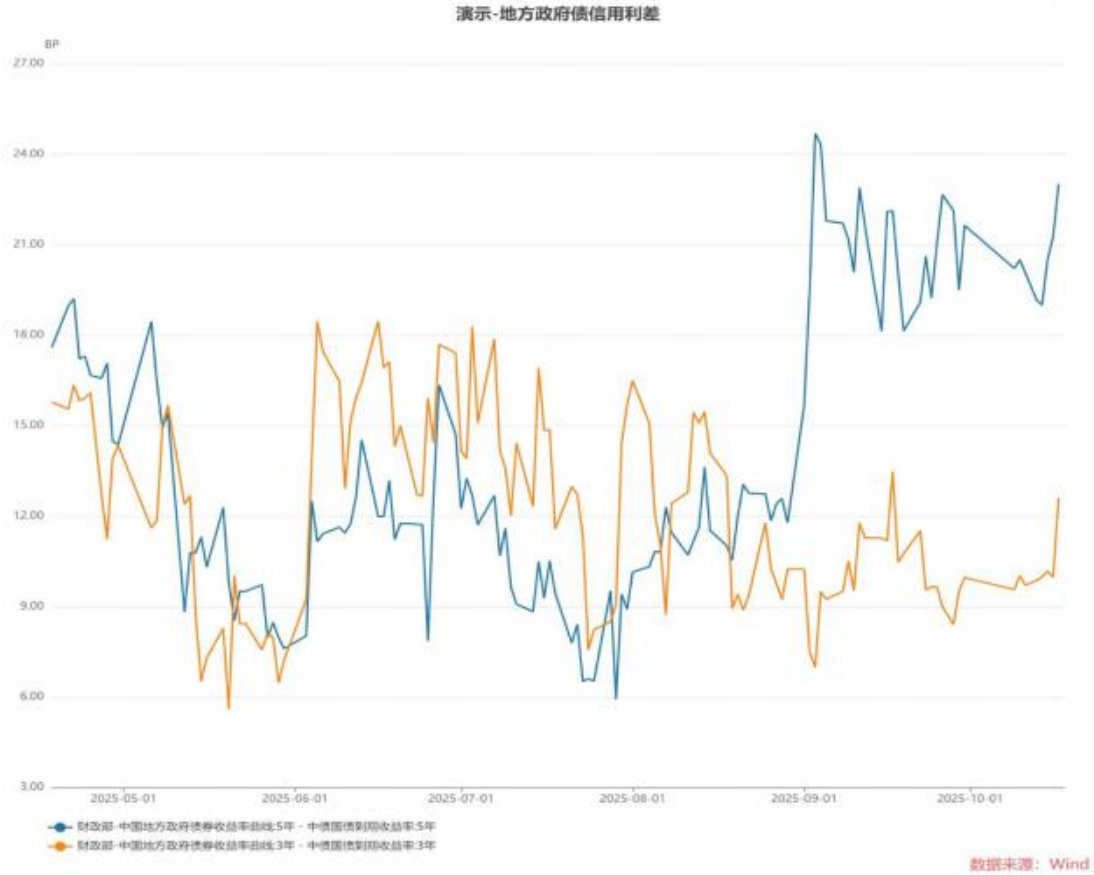
期限	10年期国债收益率(%)	AAA信用债收益率(%)	收益率差(BP)
3年期	1.88	2.02	14
5年期	1.85	2.10	25
7年期	1.86	2.11	25
10年期	1.88	2.10	22

依据WIND数据，2025年9月，10年期国债与AAA级别信用债之间的收益率差（信用利差）呈现波动收窄的趋势，反映了金融市场对产业的风险偏好有所回升，以及信用债估值调整的压力。从整体趋势来看，2025年前三季度信用利差普遍被动收窄，尤其是在3年期和5年期品种上，AAA信用债与国债的利差分别收窄了11BP和59BP。这种收窄主要受到市场对信用风险容忍度上升、流动性宽松政策支持以及低等级债券的估值修复等因素影响。

1.反映市场供求的价格指标：信用利差

2025年9月，地方政府债信用利差整体走阔，反映出市场对地方财政韧性与债务结构的再定价压力，尤其在长端品种与弱资质区域表现显著。9月地方政府债平均发行利差回升至21.71个基点，较8月大幅上行，为2025年以来月度最高水平，较2024年全年均值回升5.74个基点。这一变化与发行利率抬升、市场认购情绪降温同步发生。

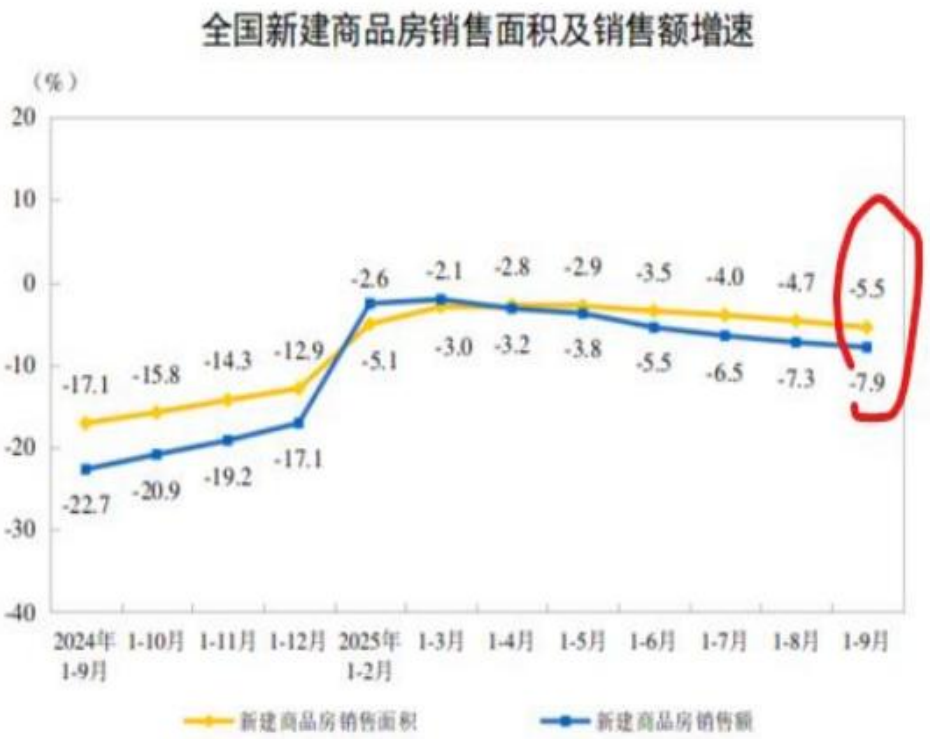
区域分化加剧，高利差省份集中走阔，多个财政承压区域利差显著上升。贵州、内蒙、宁夏等，地方政府债券市场风险偏好下行。但区域性地方政府债市场风险偏好存在分化。



1.反映市场供求的价格指标：房价

1—9月份，新建商品房销售面积65835万平方米，同比下降5.5%；其中住宅销售面积下降5.6%。新建商品房销售额63040亿元，下降7.9%；其中住宅销售额下降7.6%。9月末，商品房待售面积75928万平方米，比8月末减少241万平方米。其中，住宅待售面积减少292万平方米。供大于求基本态势下的去库存是房价下行的力量之一。9月份二手房70个城市全部出现了环比下跌；新房方面只有北京、上海等5个城市轻微上涨。

1—9月份，房地产开发企业房屋施工面积648580万平方米，同比下降9.4%。其中，住宅施工面积452165万平方米，下降9.7%。房屋新开工面积45399万平方米，下降18.9%。其中，住宅新开工面积33273万平方米，下降18.3%。房屋竣工面积31129万平方米，下降15.3%。其中，住宅竣工面积22228万平方米，下降17.1%。



2.反映经济供给侧的主要指标：生产

生产指数为51.9%，比上月上升1.1个百分点，表明制造业生产扩张加快。

新订单指数为49.7%，比上月上升0.2个百分点，表明制造业市场需求景气水平继续改善。

原材料库存指数为48.5%，比上月上升0.5个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅继续收窄。

从业人员指数为48.5%，比上月上升0.6个百分点，表明制造业企业用工景气度改善。

供应商配送时间指数为50.8%，比上月上升0.3个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。

存在分化：从企业规模看，大型企业PMI为51.0%，比上月上升0.2个百分点，高于临界点；中型企业PMI为48.8%，比上月下降0.1个百分点，低于临界点；小型企业PMI为48.2%，比上月上升1.6个百分点，仍低于临界点。新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

表1 中国制造业PMI及构成指数（经季节调整）

单位：%

	PMI	生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2024年9月	49.8	51.2	49.9	47.7	48.2	49.5
2024年10月	50.1	52.0	50.0	48.2	48.4	49.6
2024年11月	50.3	52.4	50.8	48.2	48.2	50.2
2024年12月	50.1	52.1	51.0	48.3	48.1	50.9
2025年1月	49.1	49.8	49.2	47.7	48.1	50.3
2025年2月	50.2	52.5	51.1	47.0	48.6	51.0
2025年3月	50.5	52.6	51.8	47.2	48.2	50.3
2025年4月	49.0	49.8	49.2	47.0	47.9	50.2
2025年5月	49.5	50.7	49.8	47.4	48.1	50.0
2025年6月	49.7	51.0	50.2	48.0	47.9	50.2
2025年7月	49.3	50.5	49.4	47.7	48.0	50.3
2025年8月	49.4	50.8	49.5	48.0	47.9	50.5
2025年9月	49.8	51.9	49.7	48.5	48.5	50.8

2.反映经济供给侧的主要指标：生产

9月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.64%。1—9月份，规模以上工业增加值同比增长6.2%。9月份，规模以上工业企业产品销售率为96.7%，同比上升0.6个百分点，规上工业生产和销售呈现出积极良好的态势。

分经济类型看，9月份，国有控股企业增加值同比增长6.5%；股份制企业增长6.8%，外商及港澳台投资企业增长5.8%；私营企业增长4.6%。

分行业看，9月份，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长。从制造行业来看，通用设备制造业增长9.3%，专用设备制造业增长5.4%，汽车制造业增长16.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长10.3%，电气机械和器材制造业增长7.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.3%。

1—8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46929.7亿元，同比增长0.9%，明显低于增加值5.2%，赚钱效应不够强。

2.反映经济供给侧的主要指标：生产

2025年三季度，全国规模以上工业产能利用率为74.6%，比二季度上升0.6个百分点，比上年同期下降0.5个百分点。分三大门类看，2025年三季度，采矿业产能利用率为72.5%；制造业产能利用率为74.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业产能利用率为74.3%。分主要行业看，2025年三季度，煤炭开采和洗选业产能利用率为68.9%，食品制造业为70.1%，纺织业为77.2%，化学原料和化学制品制造业为72.5%，非金属矿物制品业为62.0%，黑色金属冶炼和压延加工业为80.1%，有色金属冶炼和压延加工业为77.8%，通用设备制造业为78.9%，专用设备制造业为75.5%，汽车制造业为73.3%，电气机械和器材制造业为74.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业为79.0%。能源供给来看，规上工业电力生产平稳增长。9月份，规上工业发电量8262亿千瓦时，同比增长1.5%；日均发电275.4亿千瓦时。1—9月份，规上工业发电量72557亿千瓦时，同比增长1.6%。

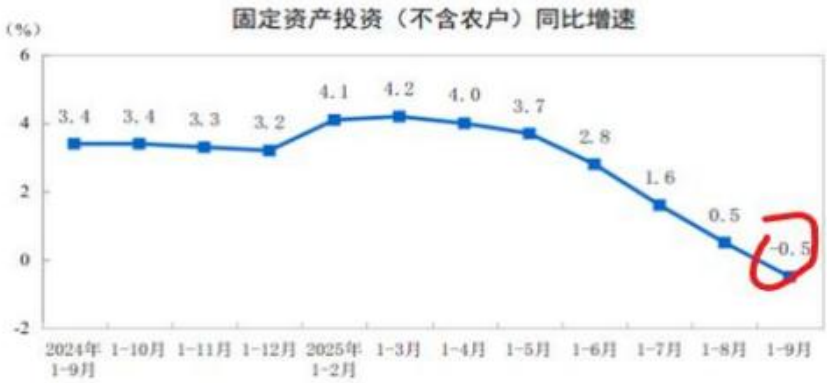
3.反映经济需求侧的主要指标：消费

图1 社会消费品零售总额同比增长速度

9月份，社会消费品零售总额41971亿元，同比增长3.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额37260亿元，增长3.2%。1—9月份，社会消费品零售总额36.6万亿元，增长4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额近33万亿元，增长4.9%。消费同比连续4个月下滑说明消费的动力维持仍然是当下宏观政策需要关注的重点。

通讯器材类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类和体育、娱乐用品类等在提振消费政策的激励下，1-9月出现了20%左右的增长，以旧换新等政策持续性对消费的拉动作用明显。

3.反映经济需求侧的主要指标：投资



1—9月份，全国固定资产投资（不含农户）371535亿元，同比下降0.5%。其中，民间固定资产投资同比下降3.1%。从环比看，9月份固定资产投资（不含农户）下降0.07%。

分产业看，第一产业投资7344亿元（占比1.98%），同比增长4.6%；第二产业投资134063亿元（占比36.1%），增长6.3%；第三产业投资230128亿元（占比61.94%），下降4.3%。

第二产业中，工业投资同比增长6.4%。其中，采矿业投资增长3.7%，制造业投资增长4.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长15.3%。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长1.1%。其中，水上运输业投资增长12.8%，铁路运输业投资增长4.2%，水利管理业投资增长3.0%。

分地区看，东部地区投资同比下降4.5%，中部地区投资增长1.5%，西部地区投资增长1.5%，东北地区投资下降8.4%。

内资企业固定资产投资同比下降0.6%，港澳台企业固定资产投资下降0.3%，外商企业固定资产投资下降12.6%。

3.反映经济需求侧的主要指标：投资

1—9月份，全国房地产开发投资67706亿元（占固定资产投资比例下降至18.2%），同比下降13.9%；其中，住宅投资52046亿元，下降12.9%。

1—9月份，新建商品房销售面积65835万平方米，同比下降5.5%；其中住宅销售面积下降5.6%。新建商品房销售额63040亿元，下降7.9%；其中住宅销售额下降7.6%。

1—9月份，房地产开发企业到位资金72299亿元，同比下降8.4%。其中，国内贷款11294亿元，下降1.4%；利用外资18亿元，下降37.3%；自筹资金26111亿元，下降9.3%；定金及预收款21138亿元，下降10.3%；个人按揭贷款9884亿元，下降10.6%。

9月份，房地产开发景气指数（“国房景气指数”）为92.78，年内新低，东中西部投资、销售面积和销售额均下滑，房地产开发不景气预期尚未扭转。

全国房地产开发投资增速

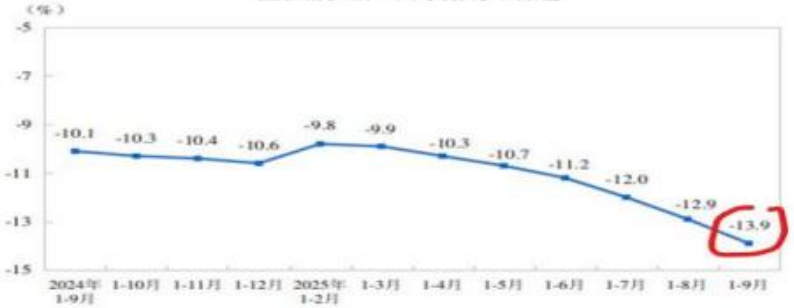


表2　2025年1—9月份东中西部和东北地区房地产开发投资情况

地　区	投资额（亿元）	住　宅	同比增长（%）	住　宅
全国总计	**67706**	**52046**	**-13.9**	**-12.9**
东部地区	39632	29695	-16.2	-14.8
中部地区	13528	10962	-11.8	-12.8
西部地区	13052	10199	-7.3	-5.7
东北地区	1494	1190	-23.4	-22.9

表3　2025年1—9月份东中西部和东北地区房地产销售情况

地　区	新建商品房销售面积		新建商品房销售额	
	绝对数（万平方米）	同比增长（%）	绝对数（亿元）	同比增长（%）
全国总计	**65835**	**-5.5**	**63040**	**-7.9**
东部地区	29640	-8.0	38129	-8.9
中部地区	17244	-2.5	11517	-6.0
西部地区	16474	-4.0	11651	-6.5
东北地区	2477	-5.6	1744	-4.9

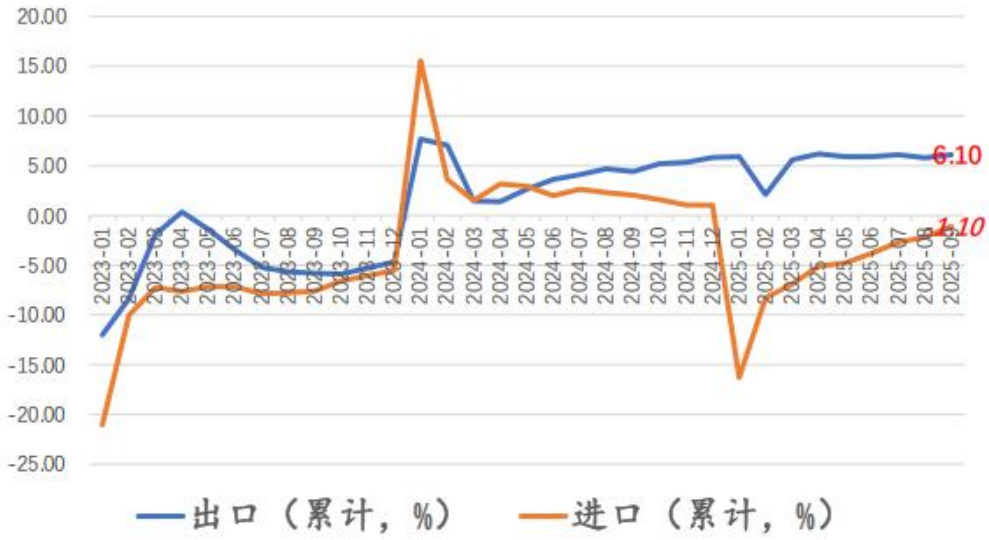
注：表中部分数据因四舍五入，存在总计与分地区合计不等的情况。

3.反映经济需求侧的主要指标：进出口

9月当月进出口4.04万亿元，增长8%。9月份出口同比增长8.3%，出口能够维持较高增长，出口韧性强。9月份进口高达7.4%，增速较上月提升6.2个百分点。

前三季度，我国出口机电产品12.07万亿元，增长9.6%，占出口总值的60.5%，提升了1.4个百分点。其中，出口电子信息、高端装备、仪器仪表等高技术产品分别增长8.1%、22.4%和15.2%。

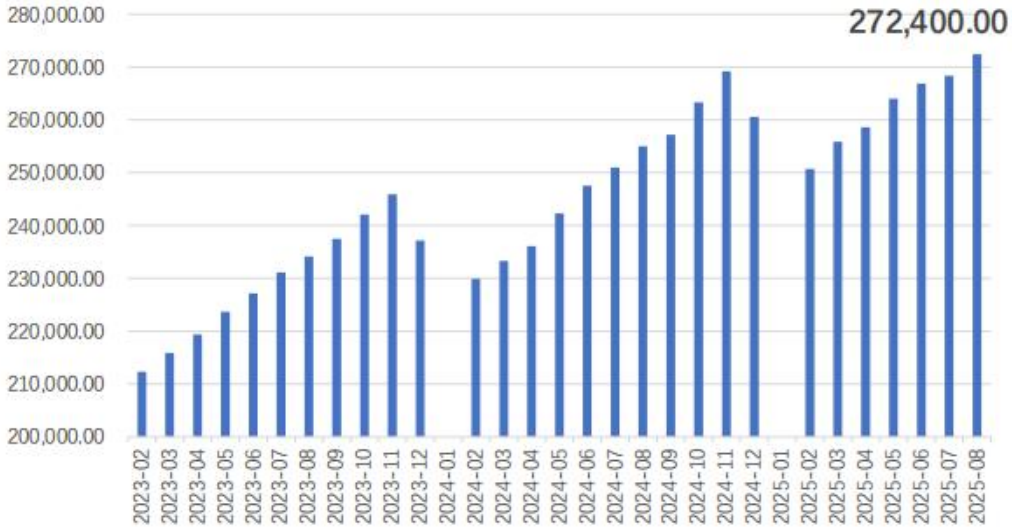
出口需求强于进口需求。外部需求韧性，内部需求不足。前三季度，货物和服务净出口对经济增长贡献率为29.0%，拉动GDP增长1.5个百分点。其中，三季度货物和服务净出口对经济增长贡献率为24.5%，拉动GDP增长1.2个百分点。



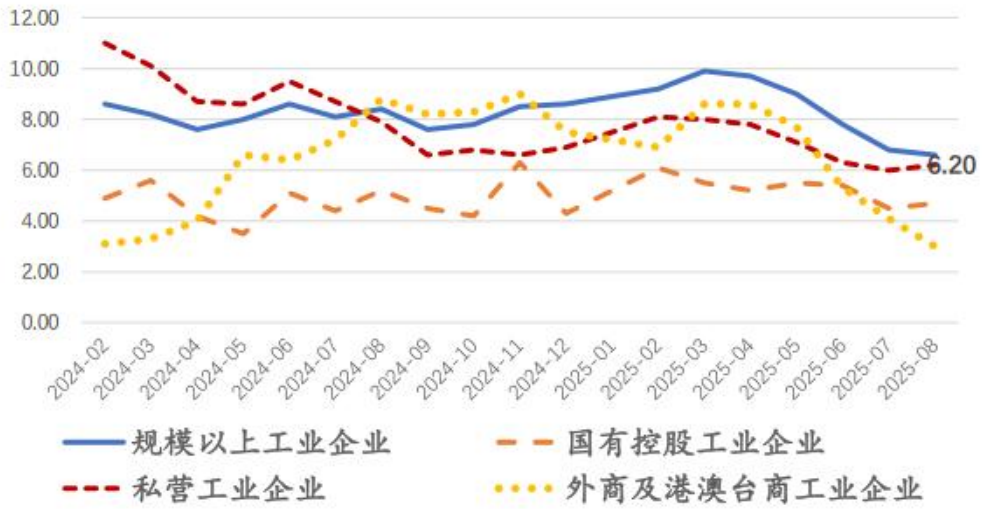
进、出口同比增长率（修正数据，累计同比，%）

数据来源：WIND

4.反映市场销售预期资金回流的指标：应收账款



规模以上工业企业应收账款（亿元）



规模以上工业企业应收账款同比增速（%）

2024-2025年8月，在规模以上工业企业应收账款中，国有控股工业企业、私营工业企业、外伤及港澳台工业企业占比分别为：21.7%、37.6%和22.1%。2025年8月，私营工业企业应收账款达到10.1万亿元。应收账款规模偏大，增速今年以来有所下降，预期资金回流状况有所改善。

5.结构大转型与升级时期平稳增长的挑战

9月份的数据进一步佐证了中国经济处在结构大转型和升级时期，同时要保持总体经济平稳增长。中国经济已经进入供需再平衡的关键期。

1.房地产投资增速的持续下滑（1-9月下滑13.9%）以及在固定投资占比中的下降（1-9月占比18.2%），是民间投资下滑的主要表现，也是整个固定资产投资下滑（1-9月下滑0.5%）的主因。

2.1-9月港澳台企业固定资产投资下降0.3%，外商企业固定资产投资下降12.6%，这与贸易摩擦的不确定性以及地缘政治博弈相关，这对中国高质量的开放形成了扰动和冲击。

3.国内市场**总体供强需弱**，外需（净出口）对经济增长的拉动超预期，显示出口韧性强大。前三季度，货物和服务净出口对经济增长贡献率为29.0%，拉动GDP增长1.5个百分点。其中，三季度货物和服务净出口对经济增长贡献率为24.5%，拉动GDP增长1.2个百分点。贸易摩擦的高度不确定性如引发外需下滑，内外需将面临再平衡压力。

4.产业结构升级和转型是高质量供给的基础，创新引领发展的态势积极向上。**装备制造业占比持续提升，技术创新创造的新“压舱石”的作用逐步凸显。**前三季度，规模以上装备制造业增加值同比增长9.7%，累计增加值占全部规上工业比重达35.9%，已连续31个月超过30%。**制造业高端化、智能化、绿色化进程持续推进。高端化方面，**前三季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长9.6%，对全部规上工业增长的贡献率为24.7%。**智能化方面，**前三季度，规模以上数字产品制造业增加值增长9.7%，高于全部规上工业3.5个百分点；**绿色化方面，**前三季度，新能源汽车、汽车用锂离子动力电池、充电桩等产品产量分别增长29.7%、46.9%、22.2%。

5.促进消费的政策侧重于高质量消费，这与经济创新与高质量发展相匹配，对经济结构大转型与升级有重要作用。要平衡好到边际作用下降与促消费领域的扩张之间的关系。

6. 结构大转型和升级时期供需再平衡的政策建议

1.价格逐步回暖是宏观政策的目标。包括：（1）反内卷政策要有连续性。从供给角度看，反内卷是高质量供给和发展的要求，也是形成良性产业链关系的重要举措。（2）继续实施鼓励消费的政策措施。高质量产品的补贴消费有助于形成高质量的供给，维持消费对GDP贡献率55%左右的水平，平衡供需。（3）坚持就业优先的政策导向，保障工资性收入在可支配收入中的较高占比，持久性收入对于物价健康平稳运行至关重要。（4）房地产止跌回稳的政策继续发力，房地产最终将由市场出清，但相对平缓的出清过程可以避免短期中的不合意震荡和冲击。

2.政策引导并形成风险偏好适度上行。包括：（1）股指保持在可持续的估值位置，平稳或健康提升投资者风险偏好。（2）货币政策四季度可以继续适度降息，推动综合融资成本下行。（3）财政政策可适度提前发力，考虑到三季度GDP增速放缓，继续提前下达2026年新增地方政府债务限额，重点支持国家确定的重大战略项目，同时继续支持各地按规定化解存量隐性债务和解决政府拖欠企业账款。政策看跌期权对于维持和适度提升风险偏好至关重要。

3.创新是中国经济高质量再平衡的抓手。在融资、税收等方面持续支持企业创新，激励企业聚焦主业，久久为功。

4.稳外需释放内需都重要。前三季度外需对GDP贡献率达到29%，三季度达到24.5%，积极达成中美贸易协议，有助于稳定外需对经济拉动的贡献。同时，坚定继续优化营商环境，以有规有效市场、有规有为政府实现既“放得活”又“管得住”，推动全国统一大市场的加快形成，释放国内大市场的潜力。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

聚焦供需再平衡进程中的中国宏观经济，

CMF月度报告发布

10月21日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年10月）（总第80期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦**“供需再平衡进程中的中国宏观经济”**，来自学界、企业界的知名经济学家**毛振华、邢自强、王涵、李康、王晋斌**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院原常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**王晋斌**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下六个方面展开：

一、反映市场供求的价格指标

二、反映经济供给侧的主要指标

三、反映经济需求侧的主要指标

四、反映市场销售预期资金回流的指标

五、结构大转型与升级时期平稳增长的挑战

六、结构大转型和升级时期供需再平衡的政策建议

中国经济处于结构大转型和升级时期，同时需要维持平稳增长。结构大转型和升级背景的平稳增长是新挑战，更是新机遇。新旧动能转换过程中不同市场的价格、供求关系都呈现出结构分化的特征。以创新为主的新动能上行将逐步填补旧动能的下行。政策关键在于精准把握好两种动能之间的此消彼长关系，权衡取舍，立足夯实内需基础，优化外需，持续推动高质量供给与高质量需求彼此相互匹配，实现促转型与稳增长的双重目标。

一、反映市场供求的价格指标

1、CPI 和核心 CPI

9月份居民消费价格同比下降0.3%，环比上涨0.1%。其中9月份下降的原因主要是食品价格、服务价格和能源价格的下降，这是 CPI 处于低位运行的主因，能源价格下降幅度比较大，影响了 CPI 同比下降0.2个百分点，环比下降0.8%。9月份扣除能源和食品的核心 CPI 同比上涨1.0%，这是连续第五个月扩大，也是19个月以来涨幅首次回到1%，**所以核心 CPI 修复呈现持续态势，整体物价处在低位运行的状态。**

如果把物价同比-0.3%的涨幅中，把翘尾因素和新涨价因素进行区分，9月份翘尾影响约-0.8个百分点，如果把翘尾因素去年的影响因素去掉之外，今年价格新变动影响其实是上涨了0.5个百分点，未来可以看到比较重要的现象是，从今年11月份开始翘尾因素将归零，所以从翘尾因素不断减少的状态来看物价处在正向修复进程中。

2015年1-8月进口价格指数基本维持在100以下，只有1月、4月分别为100.1和100.8，即同比涨了0.1%和0.8%，**综合来看，核心 CPI 的修复是由内部经济行为推动的，即便物价还处在低位运行，但总体处在修复状态中。**

2025年9月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.3%，降幅比上月收窄0.6个百分点，环比继续持平。其中不同行业的生产者价格指数变化有一定差异。同比降幅收窄，环比连续3个月持平，表明工业品价格下行压力有所缓解，价格短期内呈现趋于稳定的态势。国内“反内卷”政策的推进，有助于缓解部分行业的供给过剩问题，推动价格企稳。随着低基数效应的延续和政策效果的逐步显现，预计10月 PPI 同比降幅将进一步收窄。

2、工资

从失业率和工资性收入来看，9月份相比8月份失业率回落0.1个百分点，为5.2%，整个失业率处在比较适当的水平。从收入看，前三个季度全国人均可支配收入是32509元，工资性收入占到可支配收入57.4%。工资性收入、经营净收入和转移净收入稳定增长，是支撑居民收入增长的主要因素。就业优先的宏观政策保证了就业市场稳定，同时名义工资收入增速高于名义 GDP 增速，收入是增长的。从存款可以看出，今年前三季度人民币存款22.71万亿元，其中住户存款新增占比为56.1%，9月单月新增住户存款1.4万亿，前三季度住户贷款仅增加1.1万亿元占（占人民币新增贷款的7.5%），居民收入增长，储蓄还在增加，谨慎性储蓄行为比较明显。

3、信用利差

按照万得的数据，9月份十年期国债和 AAA 信用债收益利差呈现一种波动收窄态势，反映了金融市场对产业风险偏好有所上升。尽管融资风险溢价下降可能有其他原因影响，但核心在于市场对信用风险的容忍度提升，这对整个经济是一个积极向好的方面。因为信用风险降低，意味着风险偏好上升，意味着经济活力有一定的上升。与此同时，地方政府债信用利差整体走阔，一方面产业债信用利差走窄，政府信用债利差整体走阔，呈现出一种相反的态势，意味着现在市场对产业信用债风险偏好上升，但对地方政府信用债风险偏好下行。地方债利差走阔主要源于部分财政压力较大地区利差显著抬升，而多数地区利差相对平稳，显示债务负担沉重区域的地方债仍难以获得市场认可，投资者对其信用风险持谨慎态度。整体风险偏好出现分化，产业及地方债市场是有所分化的。

4、房价

9月份二手房70个城市全部出现了环比下跌；新房方面只有北京、上海等5个城市轻微上涨，全国房价呈现下行态势。新建商品房销售面积同比减少5.5%，销售额同比减少7.9%，销售额同比跌幅明显大于销售面积的跌幅，市场力量仍然在出清房地产市场。供大于求基本态势下的去库存是房价下行的力量之一。9月份商品房待售面积接近7.6亿平方米，环比待售面积是减少的，但7.6亿平方米意味着按照销售的速度，去库存化还需要约10个月，考虑到房地产开发施工面积还有64.8亿平方米，其中住宅面积还有45亿平方米，**从这个角度看房地产还将面临较长时间的去库存化，供需关系的平衡还需要一定的时间。**

二、反映经济供给侧的主要指标

9月份生产表现较好，PMI 为51.9%，是今年4月以来的高位，表明制造业生产在扩张。新订单指数为49.7%，比上月上升0.2个百分点，表明制造业市场需求景气水平继续改善。就业人员和库存指数连续多个月在50%以下，供应商配货指数连续多个月在50%以上，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。同时也存在一定的分化，大型企业 PMI 超过50，但中小型企业都低于50%，大型企业生产经营状况优于中型企业和小型企业。

9月份规模以上增加值同比增长6.5%，增速较快。9月份环比是增长的，产销率接近97%，规上工业生产和销售呈现出积极良好的态势。分行业看，9月份，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，表明整个经济态势是保持不错的。但要看到，目前规上工业利润只有8

月份的数据，1-8月份同比增长0.9%，1-8月份规上工业增加值同比增长5.2%，赚钱效益还不够强，利润增幅相对增长来讲要少一些。

2025年三季度，全国规模以上工业产能利用率为74.6%，比二季度上升0.6个百分点，比上年同期下降0.5个百分点，这是比较正常的产能利用率。但也存在行业的分化，计算机、通信和其他电子设备制造业为79.0%，这和支持新兴产业发展、高科技技术产业发展有很大的关系。从能源供给情况看比较平稳，发电量同比增长1.5%。产能利用率整体状况有分化，这与鼓励创新的政策比较吻合。煤炭开采产能利用率不到69%，内卷化以后，这些行业做了一定的调整，减少产能利用率，对上游行业物价恢复，PPI 修复有帮助。高技术行业产能利用率的提升，与整个经济转型升级是匹配的。

三、反映经济需求侧的主要指标

1、消费

9月份，社会消费品零售总额同比增长3.0%，1-9月份同比增长4.5%，从5月份同比增速有所下滑，**消费同比连续4个月下滑说明消费的动力维持仍然是当下宏观政策需要关注的重点。**在消费中也有分化，通讯器材类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类和体育、娱乐用品类等在提振消费政策的激励下，1-9月出现了20%左右的增长，以旧换新等政策持续性对消费的拉动作用明显。

2、投资

1-9月份，全国固定资产投资同比下降0.5%，投资自今年以来持续下滑，同比增速从最初4%左右，一直降到9月份-0.5%。其中民间投资同比下降3.1%，从环比看，9月份固定资产投资比8月略有下降，主要原因是是第三产业。分产业看，第一产业占比不到2%；第二产业占比越36%，增长是6.3%，这和生产供给强劲有直接关系；第三产业投资占比62%，同比下降4.3%。三产下降主要是房地产行业比较深度的下滑所导致的，三产中的基础设施等领域仍保持相对健康增长，但不足以完全抵消地产拖累。分地区来看，东部和东北地区投资均呈下降态势，全国固定资产投资增长主要依靠中部和中西部地区支撑。从整个占比看，东部地区占比40%多，中西部大概55%左右，东北相对比较少为3%左右。目前来讲，中西部占到55%-60%的投资，其增速对整体固定资产投资的增长是极为重要的。外商固定资产投资方面，占比较低且下滑较快，同比下降12.6%，进一步拉低总体投资增速。

民间投资同比下降3%以上，首要拖累在于房地产投资持续下滑。1-9月，房地产固定开发投资在整个投资的占比现在下降到18.2%，这和早期房地产固定资产占整个固定资产投资达到25%-30%相比出现了比较大幅度的下滑。住宅投资下滑12.9%，**房地产投资下行是拉动整个固定资产投资下行的关键因素。**分区域看，东部、中部、西部各省市的房地产投资和销售额均呈负增长。资金来源方面，1—9月个人按揭贷款不足1万亿元，同比下降10.6%，与同期住户贷款增量基本持平，显示购房信贷需求依旧疲弱。整体上，从投资、销售面积、销售额等方面分析，房地产开发不景气的预期尚未得到根本扭转。

3、进出口

今年以来，出口表现持续超预期，展现出强韧性。9月份出口同比增长8.3%，前三季度出口结构中，机电产品占比达60.5%，这与中国大力推进产业结构转型升级密切相关，电子信息、高端装备等类别增幅显著。当前出口需求明显强于进口需求，外需保持韧性，而内需相对不足。1—9月累计进口同比下降1.1%，出口同比增长6.1%，进出口成为拉动 GDP 增长的重要动力，前三季度对 GDP 的拉动率约29%，三季度有所回落，仍达24.5%。

四、反映市场销售预期资金回流的指标

应收账款反映企业之间销售产品的结账水平。2024年-2025年8月，规模以上工业企业应收账款中，国有控股、私营、外商及港澳台企业分别占21.7%、37.6%和22.1%。**2025年8月私营工业企业应收账款略超10万亿元，8月规上工业企业应收账款累计总额达到27.2万亿人民币，创历史新高。**国家出台政策并发行地方债券部分清偿后，同比增速有所回落，但总量仍高。6月以来，私营企业应收账款增速持平略升至6.2%，规模已超10万亿元，显示资金回笼压力依旧，需进一步加大政策力度化解。

五、结构大转型与升级时期平稳增长的挑战

中国经济正处在一个结构大转型和大升级的时期。在信息技术、人工智能等新兴力量加速推动经济结构深刻调整的过程中，传统动能的减弱与新动能的培育之间能否实现有效衔接，成为决定经济能否稳定增长的核心。**当前中国经济已步入供需再平衡的关键期，既要持续推进结构转型升级，又需在转型中保持经济运行在合理区间，实现促转型与稳增长的双重目标。**

挑战一，房地产投资下滑。房地产在投资占比中仍旧达到18.2%，如何从其他方面找到投资空间填补房地产投资的下滑，还是进一步花更大力气加速促进房地产止跌回稳，阻止房地产投资的下滑；还是两者兼顾平衡，这是需要深度思考的问题，也是重大挑战之一。

挑战二，港澳投资企业和外商企业的投资是下滑的。这和贸易摩擦的不确定性、地缘政治博弈直接相关，但这对中国高质量开放会形成扰动和一定的冲击，如何更有效地吸引外资以更高质量的开放稳定外资在中国的固定资产投资也是一个挑战。

挑战三，国内总体需求虚弱。今年 GDP 增速中，净出口拉动力显著，前三季度外贸对 GDP 贡献率达29%，直接拉高增速1.5个百分点，余下的靠内需支撑。若未来全球贸易环境趋紧、外需下滑，外需与内需的再平衡压力将上升，成为经济运行的挑战。

挑战四，如何以高质量供给对冲传统动能下滑。产业结构升级是高质量发展的核心，今年装备制造业占比持续提升，前三季度规模以上装备制造业增加值同比增长9.7%，累计占规上工业比重接近36%，成为新的压舱石。制造业绿色化、高端化、智能化同步推进，在新发展理念下形成转型新动能，以创新为抓手，用高端制造增量抵补房地产等传统行业调整带来的动力缺口。

挑战五，未来促消费政策能否持续引导高质量消费。只有高质量消费才能与高质量发展相匹配，对经济大转型升级发挥关键作用。当前对家电、电子等资本密集型产品给予补贴，能带动销售，但需兼顾政策边际效应递减与促消费范围拓展之间的平衡。短期中，是否进一步扩大“以旧换新”等激励政策的覆盖面，也是新的挑战和尝试。

六、结构大转型和升级时期供需再平衡的政策建议

1、价格逐步回暖是宏观政策的目标

企业利润是名义变量，其利润增长须以价格为前提。价格持续低迷压缩利润，内部盈余随之减少，投资资金缺口被迫转向外部融资，即便外部融资环境改善，资金成本仍高于内源融资。因此，须维持合理价格水平，推动企业利润逐步回升，能更有效降低融资成本、稳定投资预期。为此，

1）反内卷政策要有持续性。从供给角度看，反内卷是高质量发展的要求，也是形成良性产业链关系的重要举措。当前部分龙头企业对上游企业应付账款的拖欠过久，与发展良性产业链关系的基本准则不符。

2）继续实施鼓励消费的举措。补贴消费不仅直接扩大内需，也有助于引导高质量供给的形成。消费对 GDP 的贡献率需维持在55%左右的水平；今年该比率略低于55%，若能在未来将消费拉动 GDP 的比例提升至55%—60%，将显著缓解国内供需失衡，并增强内外需之间的协调性。

3）持续优化劳动力就业市场。保障工资性收入在可支配收入中的较高比重，是居民收入结构稳定的基础。工资性收入作为持久性收入来源，对消费预期的形成和物价水平的平稳运行具有关键作用。

4）房地产止跌回稳持续发力。最终需依靠市场机制实现出清，但相对平稳的出清过程有助于避免短期内的剧烈震荡与系统性冲击。因此，推动房地产市场止跌企稳的相关政策仍需将在未来阶段持续实施。

2、政策引导并实现风险偏好适度上行

1）股指要保持在适度可持续的估值位置，平稳健康的提高投资者的风险偏好。今年以来，股市表现难得的好，虽然上证从3300、3400点到3800、3900上涨了百分之十几，这对提升整个股市的活跃度非常重要。今年证券交易印花税随之大幅增长，显示股市适度健康上行的估值水平对整个投资者心态影响非常大，有利于释放财富效应和企业估值效应，对居民消费和企业投资都有良性作用。

2）货币政策四季度可以继续适度降息，推动综合融资成本下行。要形成企业利润，形成经济良好运行的状态，就是企业要有利润、员工有工资、形成利润-工资-物价机制的良性循环。综合成本下行有助于企业利润上行。地方债务限额需要财政政策适度提前发力，提前下达2026年新增地方政府债务限额。尤其考虑到三季度 GDP 增速放缓，可重点支持国家确定的重大项目，同时支持各地按规定必须要化解存量隐性债务和解决地方政府拖欠企业账款问题。综合施策推动社会风险偏好适度回升，是巩固经济回稳势头的关键。财政货币政策看跌期权对于维持并提升投资者风险偏好至关重要。

3、创新是中国经济高质量再平衡的抓手

创新是不能动摇的，应在融资、税收等领域持续完善支持体系，以更大力度对外高质量开放，引导企业聚焦主业、久久为功，最终构建起长期激励创新的制度环境、社会氛围及相应的权益保障机制。

4、稳外需和释放内需都重要

建设以国内大市场为主体、国内国际双循环的新发展格局，在这个过程中稳外需和释放内需都是重要的。外需方面，积极达成中美贸易协议，有助于稳定外需对经济拉动的贡献；同时需要坚定持续优化营商环境，以有规有效市场、有规有为政府，实现放得活管得住。一切要有规矩，加快立法和规则的制定，使得市场有更清晰、更稳定的预期，推动全国统一大市场的加快形成，释放国内大市场的潜力，**确保中国经济结构在大转型和升级的同时，保持中国经济供需的再平衡和稳定的增长，使得整个经济在未来几年形成结构转型升级状态下的稳定向好的增长态势。**

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“供需再平衡进程中的中国宏观经济”展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛(CMF)联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，**全年 GDP 增速超5%已无悬念，但经济是否真正“探底”仍需观察价格、投资与供需再平衡三大信号。**价格仍在下行缓冲带，未现企稳；固定资产投资首次转负，民间投资-3.1%，投资从“三驾马车”最活跃引擎变为最大短板；工业利润被“内卷”侵蚀，供给端国企低价格敏感导致需求不足时仍在扩产，负循环未打破。房地产已永久失去昔日拉动作用，须承受其持续回落并反向压缩供给，重心转向补位式新动能。

破局抓手清晰：**一是以高科技民企为核心加速新质生产力，**让资本、土地、劳动力向半导体、新能源、AI 等硬科技集中，培育科技企业家与出海型跨国公司；**二是把“企业出海”上升为资本输出战略，**用境外投资带动商品、服务、标准输出，形成海外利润回流与人民币资产新循环。政策需快速为民营资本松绑，给足汇率、融资、外汇风险对冲工具，用大规模资本输出对冲内需缺口，用全球资源整合能力确立中国下一轮竞争优势。

兴业证券首席经济学家**王涵**提到，**三季度环比折年仅4.5%，地产、基建、制造、消费全线走弱，核心矛盾是需求缺口放大。**地产正从流量平衡转向存量消化，三四线城市库存仍高，

需中央加杠杆收储压库存；机电与公用事业投资下滑属“十四五”尾声效应，关键看“十五五”西部水电、欧亚班列等跨境基建能否接棒稳住投资盘。

消费疲软与“内卷”同源，产业升级、全球化受阻导致高效产能无法外溢，只能国内杀价，就业红利集中于高学历群体，中低收入人群支付能力受限，财政补贴一旦退坡消费即回落。**破解之道短期靠股市财富效应与服务业政策做大二次分配，**中期必须打出“高端产业出海+资本输出”组合拳，用中国跨国公司夺取全球高附加值市场，把外卷利润转回国内提升中低收入工资，从而把产能、收入、消费三道缺口一并补齐，否则补贴不可持续，反内卷也无从谈起。

摩根士丹利中国首席经济学家**邢自强**认为，全年托底政策已应出尽出，**四季度 GDP 同比约4.6%—4.7%，全年近5%无虞，但真正的拐点在明年“十五五”开局。**一是农村养老金五年内升至每月1000元，用国资划转社保和财政“投资人而非投项目”来消化约1%GDP 的额外支出，直接夯实社会安全网、释放低端消费；二是中央资产负债表亲自下场收储存量商品房改保障房，1%租金覆盖不了地方财务成本，用国家信用缩短地产去库存周期，并同步完成农民工市民化。两大改革同步落地，才能把“政策、企业、资金”这三大已觉醒的市场信心从预期变成可持续的内需拉力，打破低物价循环。

湘财证券首席经济学家**李康**指出，**供给端已脱胎换骨，需求端却持续拖后腿。**9月出口凭非洲、拉美、东盟、欧盟四极增长8.3%，对冲对美-27%的贸易战冲击，船舶、机电高占比显示供给优势仍在；但 CPI 连续30个月低于1%且9月再降0.3%，消费增速从6.4%腰斩至3.0%，十一电影票房、人均出游支出双降，供需再平衡关键在迅速扩大内需。

破局须出奇招：短期可以考虑利用现金补贴，刺激居民增加消费力度，从而使低收入边际效用最大、中产补家电、高端餐馆稳就业；长期推出“国民收入倍增计划”，把增量重心放在提高青年工资，并用积极的股市政策把股市打造成接棒地产的财富效应发动机，让资本市场反哺实体经济，只有这样才可以打破低物价循环、为“十五五”打开向上空间。

中国经济步入底部缓冲，科技与出海是破局关键

毛振华　中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年10月）（总第80期）上的发言

2025年中国经济整体形势已经明朗，呈现“前高后低”的态势，GDP 增速逐季放缓，一、二季度 GDP 增速均在5%以上，三季度小幅回落至4.8%，但全年实现5%的增长目标压力较小。在这一趋势下，经济经历周期性调整后是否已触及阶段性底部值得关注和思考。价格作为观察经济的一个非常重要的指标，年初，我就判断价格进入缓冲区，特别是资产价格快速下行趋势得到缓解，但缓冲区不代表完全的底部，缓冲过后价格可能触底反弹、缓慢回升，也可能继续下行。对于当前的宏观经济形势也是一样，经济是否筑底需从多角度观察。

一、全年经济形势明朗，或正进入底部缓冲阶段

从生产端看，“反内卷”非常有必要，尽管短期对生产和投资带来一定压制，但供给优化是促进供需再平衡的必由之路。解决供过于求的危机，必须从控制和改善供给与扩大需求两端同时发力。当前工业生产领域“内卷化”竞争态势显著，企业间同质化竞争导致利润空间收窄，进而抑制投资意愿，形成“利润降—投资减—增长弱”的负向循环。从体制结构来看，国有企业在工业领域占比较高，但对市场供需变化的敏感度相对较低，在需求不足的情况下仍可能出现供给持续扩张的现象，进一步加剧供需矛盾。在此背景下，全面推进“反内卷”有助于抑制过剩产能，发挥市场调节作用，优化供给结构。当然，供需再平衡仍需要通过体制机制改革实现，提升供给侧对市场需求的适应性和反应灵敏度，实现资源更高效配置。

从需求端看，投资转负较为罕见，消费平稳、出口韧性态势延续。其一，居民消费仍是经济复苏的薄弱环节，受收入与财富效应制约。尽管政府推出了以旧换新等刺激政策，对今年以来消费的边际回暖提供支撑，但政策效果趋弱，受到两方面因素制约：一是居民收入增长放缓，今年1-9月居民人均可支配收入的中位数同比增长4.5%，创2022年下半年以来新低水平，居民尤其是处于中低收入水平的居民消费能力仍受制约；二是财富效应减弱，虽然近期股市回暖对部分群体消费形成支撑，但房地产价格持续调整显著削弱了整体财富效应，制约

了消费复苏的力度和持续性。9月社零额增速下滑至3%，已连续4个月单月回落，整体变化不大。**其二，固定资产投资首现负增长，民间投资明显收缩。**今年一季度投资表现尚可，特别是基建投资增速达到10%以上高水平，但4月以来，固定资产投资同比增速连续六个月放缓，1-9月同比降至-0.5%，除受新冠疫情影响的特殊时期外，固定资产投资同比增速为负的时期较为罕见。投资已从过去拉动经济增长的“主力军”转变为当前经济的“短板”，这对未来经济走势与政策发力的影响非常大。我们要重点关注民间投资的下滑， 1-9月民间投资增速同比-3.1%，较此前在零值附近徘徊的局面明显恶化，直接拖累整体投资增速转负。**其三，出口表现超预期成亮点，外部风险仍需警惕。**出口成为2025年经济运行的重要亮点，全年表现超预期，为宏观经济稳定提供关键支撑。当前政策层面高度重视出口领域，通过多项举措积极应对外部挑战、巩固出口优势。未来仍坚持底线思维：若经济调整期内出口受逆全球化思潮蔓延、贸易摩擦加剧等因素影响出现较大波动，将对整体经济形势形成显著冲击，因此对出口优势不可掉以轻心，需持续强化出口竞争力，筑牢风险防线。

应对价格低迷问题不能掉以轻心，价格尚未完全止跌企稳。9月，CPI、PPI 分别同比下降0.3%和2.3%，降幅虽略有收窄但仍处于负增长区间。**房价是资产价格的核心，房价的企稳需要供需两端发力。**当前，房地产供过于求的格局基本确立，控制供给、化解库存才能促进房价止跌。房地产市场的深度调整正重塑其在中国经济中的功能定位。自2021年行业出现重大调整以来，房地产市场整体供过于求的态势已基本确立，这意味着房地产行业不宜再承担拉动经济增长的主要责任。这种深刻转变标志着房地产作为投资产品的属性正在持续弱化，“房住不炒”的政策定位已基本实现。长期来看，中国房地产市场将逐步向发达国家模式趋近，居住功能将进一步凸显。在这一转型过程中，宏观政策需要从更多领域寻求突破，着力弥补房地产下行带来的增长缺口。

二、新技术投资领域有望成为新的增长点

“十五五”时期，在统筹安全与发展的基础上维持经济稳定增长是主线，而科技正是实现目标的核心动力。近年来，从“专精特新”中小企业培育到“新质生产力”发展布局，一系列政策持续发力并初显成效，带动科技产业链形成良性循环，展现出强劲的成长韧性。2021年以来，在国家政策的支持下，我国对高技术产业的投资不断加力，高技术产业投资增速维持在7%以上，2024年高技术制造业增加值占 GDP 比重突破6%，数字经济规模占 GDP 比重持续抬升，科技创新对经济增长的贡献不断增强。尽管“十五五”规划相关文件尚未正式公布，

但我认为未来中国的发展重点是在统筹安全与发展的基础上，把国民经济做强做优，把科技创新作为驱动经济与保障安全的关键支撑。科技既是经济增长的新动能，也是国家安全的重要保障；国际竞争尤其是中美博弈的核心领域正集中在科技创新与关键技术掌控上。

中国制造业优势仍存，规模稳居世界前列，为科技发展与产业转型升级奠定独特优势。无论在产能、产量还是全球供给占比上，中国均居世界前列，在多个领域的产业产出已超过全球总量的一半。这一规模仅历史上美国二战后的黄金时期可与之比肩。如此庞大的制造体系为中国的科技产业发展提供了坚实的基础，也为经济转型升级奠定了独特优势。但同时也应注意到，尽管中国在部分高科技产业领域已具世界领先地位，但整体竞争格局仍不平衡。如何在保持制造业优势的同时，进一步推动高科技产业创新，增强经济增长的内生动力，是未来发展的关键命题。面向新形势，中国需要持续加力科技创新，不断提升科技产业竞争力，在全球产业变革中把握主动权，推动中国经济迈向更高质量、更可持续的发展阶段。

三、重视企业和企业家在科技发展与经济增长中的重要作用

新形势下企业承担了很大的责任，是经济增长的活力源泉。企业创新是技术突破的重要载体，对经济增长、产业升级和国际竞争力的提升具有关键意义。值得注意的是，这一轮重大技术进步的推动力量，不再只是传统意义上的科学家或发明家，而是以一批有远见的科技企业家和科技企业为代表的创新群体。特别是一批以 DeepSeek、宇树科技等为代表的民营科技企业，展现出了强大的创新活力和全球视野。当前，民营企业已经成为科技创新的重要力量，也是新质生产力发展的主力军。未来，要进一步加强科技企业家的培育，鼓励更多传统企业家向科技型、创新型企业家转型，把更多资源投入到高科技和战略性新兴产业中，形成更加充满活力的创新生态。

除科技发展外，企业的健康发展也能对经济基本面的改善做出贡献。例如，民间投资在整体投资中占比已经由2018年60%以上回落至50%左右，这一比例近年来受到体制机制等问题影响有所下降，通过改善营商环境，促进企业投资活力，有助于带动整体投资、就业改善，进而促进内循环可持续。

外需仍是我国经济增长的重要驱动，产品“走出去”与产能“走出去”同等重要，这一过程离不开企业的主动作为。当前，中国正处于以商品输出为主向商品输出与资本输出并重转变的阶段，资本输出能力与需求不断提升，输出方式更加多元化。一方面，培育具有中国

特色的跨国公司有助于更多参与全球资源配置。跨国公司伴随着资本输出而崛起，成立有中国特色的跨国公司可推动生产全球化、贸易全球化、金融全球化的深入发展与国际分工的深化，促进全球资源配置的优化和全球的科技合作与进步。另一方面，当下出海已成为中资企业的重要选择之一，企业出海不仅有助于开拓国际市场、分散风险，还能推动中国的资本、技术和品牌走向全球，带动上下游产业链的整体升级。将企业出海上升为国家战略，这既是当前稳增长、拓市场的重要举措，也是提升国家长期竞争力、塑造国际经济新优势的关键路径。

“十五五”规划有望破解低物价循环

邢自强　摩根士丹利中国首席经济学家

以下观点整理自邢自强在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年10月）（总第80期）上的发言

今年三季度的经济增长有所回落，在数据公布前后，国家已陆续出台一系列温和托底政策。例如，决策层已于9月底推出5000亿元金融工具，并于上周新增5000亿元地方债额度，这与此前预测秋季可能推出近一万亿元规模的托底措施相符，表明此类应对经济回落的短期托底政策已基本落地。

考虑到这些政策的边际支持效果，预计四季度 GDP 同比增速将维持在4.6%至4.7%左右，全年增速有望接近5%的目标水平。因此，当前政策重心已转向如何应对明年经济形势、如何实现与长期五年规划的有机衔接。预计在四中全会后，国务院将于明年上半年对“十五五”规划作出详细部署。

一、三大觉醒：政策醒了、企业醒了、资金醒了

值得注意的是，尽管面临外部贸易摩擦与内部经济增长放缓的双重压力，当前市场信心与心态相较于去年底更趋稳健。这一变化反映出自去年9月24日以来，政策醒了、企业醒了与资金醒了三重“觉醒”效应逐步显现，推动了市场信心的系统性修复。

政策醒了，即打破思维定势，明确发展依然是硬任务，是根本基石；企业醒了，即在各种内外部严峻考验之下，企业坚持练内功、重创新、谋出海；资金醒了，即全球对所谓“美元例外论”开始祛魅，推动全球资金多元化配置。国内机构与个人资金亦出现从定存与债券市场向股票市场分流的迹象。

需要补充说明的是，四中全会后，“十五五”阶段出现的新的政策拐点将聚焦于两项重大结构性改革与支持政策。第一，社保体系的夯实和改革，特别是将农村养老金提升至每月约1000元，将长期系统性推动消费上行。第二，中央资产负债表介入房地产，对房地产债务进行重组、减少库存并缩短调整周期。上述两项改革如纳入“十五五”，将有望打破低物价循环。

接下来我们具体阐述市场发生的三大变化，这可以帮助我们理解下一步的政策和五年规划。

第一，政策醒了。去年9月，多位专家围绕低物价循环的危害展开深入研究，在包括中国宏观经济论坛等平台通过就业、收入信心调研及基层财政托底能力评估等社会反馈的情况得出结论：当时已到打破低物价循环、迎来政策拐点的关键节点。此后，一系列促进消费、完善社保、加强财政货币协调、提升资本市场信心的政策陆续出台，打破了原有的思维定势，标志着政策取向的根本转变。企业家与市场主体因此认识到，尽管时代背景变迁，强调安全与发展并重，但政策框架内仍存在清晰可预期的确定性，政策认知边界日益明晰。

第二，企业醒了。中国企业家始终未曾停歇进取步伐。过去五年间，无论是面对国内经济转型、房地产调整、低物价循环的压力，还是面对国际地缘政治剧变等严峻考验，中国企业家始终坚持自救，持续推进创新、拓展海外市场、推动业务多元化与降本增效。这一过程常被概括为“内卷”，但实则这体现了企业家的拼搏精神与顽强生命力。自去年末至今年上半年，市场开始广泛认知到企业努力的价值，产业创新与出海利好消息频传，经历严寒考验的企业实现“凤凰涅槃”。国际与国内投资者对中国企业创新能力和价值的认可度显著提升。

第三，资金醒了。这一变化涵盖全球与国内资产配置两个层面。在全球层面，主权基金、养老金等大型资本在经历特朗普政府2.0时代及美国政策不确定性后，开始寻求资产多元化配置，以对冲过度集中于美元资产的风险。市场对“美国例外论”及“美元资产一支独秀论”逐渐祛魅，中国也因此受益。在国内层面，过去两三年低物价循环导致“资产荒”现象，但自去年9月底以来，市场信心逐步筑底回升，部分保险资金、机构资金乃至个人资金开始对权益资产与风险资产表现出兴趣。此前沉淀于债券市场与定期存款的资金开始转向权益资产和更具流动性的资产。

综上所述，庙堂振作则市井兴然，政策觉醒则商贾图新。中国企业家与投资者一向善于把握机遇，自去年9月24日至今，市场信心在核心驱动因素带动下实现有效纠偏。在此过程中，中国宏观经济论坛作为重要讨论平台，持续汇集并如实传递市场主体反馈，为政策制定提供有益参考。

二、“三个零”：助力中国进一步发展

尽管下一步宏观政策的大幅调整必然审慎。但随着研究与认知的不断深化，政策突破仍可期待。今年，我们提出了“三个零”中国倡议，聚焦构建中国全国统一大市场，旨在化解全球经贸新周期的不确定性与不透明性问题，助力中国进一步发展。具体包括将对外关税降至0、对民营与外资准入限制降至0，将过去地方政府层层加码的产业补贴降至0。

尽管市场参与者普遍认为实施难度较大——因为过去中国习惯供给侧发力，这与“三个零”倡议的改革方向不相符。但近期中国在联合国大会期间主动提出让渡中国作为 WTO 发展中国家待遇，与“三个零”新开放方向异曲同工。这表明在美国走向孤立和保护主义之际，中国正进一步强化开放。

产业政策亦可能迎来重大改革，从过去地方无序竞争、层层加码、重复建设转向“透明化、全国统一、内外一致、国民待遇”—— 例如对新兴行业实施透明的税收、研发抵扣政策，杜绝地方在土地、用电、退税等方面的无序竞争，营造更公平的竞争环境，这也契合当前反内卷的政策本质。

三、长期结构性改革的方向：社保与房地产

尽管政策、企业与资金层面的积极变化正在发生，但打破低物价循环仍面临挑战，需继续关注四中全会后“十五五”规划对明年起实施的支持政策与改革安排。四中全会公报即将发布，根据既往经验，公告内容将提纲挈领，定方向而非具体数字，关键词可能包括科技创新、产业安全与经济再平衡等，亦将涉及民生改善、社保充实与消费提振，但不会涉及具体政策安排与量化指标。

待明年3月“十五五”规划全文发布后，诸多量化指标与实施路径将得以明确，包括消费占 GDP 比重目标、社会保障体系夯实程度、绿色低碳承诺及城镇化支持等关键内容。届时，我们长期呼吁的社保改革路径将更为清晰，例如通过分层统筹改革缩小城乡差距，提升农民与农民工基础养老金水平，中期目标为2030年前实现月养老金1000元等。若配合中央资产负债表介入房地产债务重组，加速库存去化周期，将有助于打破低物价循环，推动经济回归正轨。

诸多智库在讨论中都关注此类社会保障体系改革的财政可持续性问题，例如，改革要要全国统一、分层统筹；逐步提升农村居民和农民工养老水平，未来五年渐进的把月养老金提升到一千元，提升五年后农村居民社保体制的安全感，减少人们的消费顾虑。

当前社保体系在支出与福利端存在两大不足：一是风险共担功能不足，居民社保缴费水平偏低，福利待遇水平有限；二是再分配功能不足，财政补贴在不同群体间分配不均，部分较高收入群体反而获得更多补贴。为弥补这些缺陷，我们认为可通过“小步快跑”的方式在未来几年将农村居民月养老金提高至1000元，这将显著高于当前200余元水平及全国低保标准，从而有效缓解农村居民后顾之忧，激发消费潜力。

就财政可持续性而言，测算显示五年过渡期结束后，农村养老金提升带来的额外支出压力约占 GDP 的1%。为缓解财政压力，促进可持续发展，我们可采取两项关键措施：一是推动更大规模国有资本划转社保，提高国资运营效率与分红率；二是优化财政支出结构，逐步减少对基础设施及工业改造等“物”的投资，转向“人”的投资，即提升农村居民养老金水平。此外，养老体系改革需兼顾三大支柱协同发展，借鉴日本等老龄化国家经验，实现多支柱统筹推进。在“十五五”规划中需要给出非常明确的路径和时间，使得五年后整个社会安全网构建更加齐全、后顾之忧更少、边际消费倾向提升。

房地产领域是过去五年经济下行，尤其是近两三年低物价循环的核心影响因素之一。实现房地产止跌回稳，仍需中央层面资产负债表介入，推动房地产债务重组，收购部分商品房库存转化为保障性住房，以缩短去库存周期，同时改善农民工住房条件，提升其城市生活尊严。该思路在论坛中已讨论多次，但因地方层面难以实现财务平衡而推进缓慢——保障性住房租金回报率仅约1%，无法覆盖地方财务成本。因此，这一任务需由中央资产负债表承担，本质上属于社会保障体系改革范畴。我们已对收储城市范围、价格及资金需求进行测算，并从财政角度评估其可持续性。

总体而言，若“十五五”规划能明确释放上述中长期改革信号，将有助于夯实市场信心。尽管外有贸易摩擦，内有经济增长放缓，但当前市场心态健康稳健，这源自去年9月24日以来持续一年的信心修复。这一修复建立在政策醒了、企业醒了、资金醒了三大觉醒基础之上。

其能否持续夯实，将取决于社会保障体系改革、农村养老金提升、消费促进以及中央层面房地产债务重组与收储等措施的落地实施。一旦推进，有望在未来几年有效破解低物价循环，提振内需。

三季度经济数据解读与政策建议

王涵　兴业证券首席经济学家

以下观点整理自王涵在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年10月）（总第80期）上的发言

三季度数据整体呈现偏弱态势，市场对此已形成共识。三季度 GDP 环比增长1.1%，较二季度的1.0%有所回升；但若将1.1%作折年调整，则约为4.5%，与今年全年及明年维持 GDP 增速达5%左右的增长目标相比，仍存在一定差距。回顾过去两年，2023年及2024年 GDP 环比季度均值约为1.3%，环比约为5.3%。若明年仍需保持约5%的 GDP 增长，则当前政策层面需进一步发力。总体来看，三季度需求端数据相对疲弱，房地产、基建以及制造业投资数据均有所回落，消费亦呈现偏弱态势。

一、投资领域：房地产去库存与基建新周期

房地产市场情况呈现出积极与消极两方面特征。积极方面，从三、四线城市数据观察，房地产按揭压力与二手房租金收入正逐渐趋近。这一趋势意味着，若不计房价升值，仅从租金收入与按揭贷款成本比较，房地产正逐渐趋近于债性资产属性，这使得房地产本身去金融属性的必要性下降了。消极方面，整体房地产库存偏高。由于存量房中品质一般者占比较高，当新增优质住房入市时，对存量房市场仍构成一定压力。当前房地产正从流量逻辑——即年度新增供应与需求之间的矛盾——转向存量去库存问题。基于此，**应当推进地方政府收储政策，包括央行与财政共同投入资源，对部分地方土地、已建成及半建成房屋进行收储，以压低整体库存、收缩房地产规模。**

本季度基础建设投资下降较为明显，尤其是水电燃气等公共事业投资下滑。当前处于“十四五”规划收官阶段，许多政府中长期项目投资已近完成，投资减弱反映项目陆续竣工，因此不必过于担心基建投资的下降。接下来需要重点关注的是“十五五”规划，今年早些时候部分西部水电项目已启动，从中期视角看，气候变化及外部西方尤其是美国绿色领域投入减少，若气候变化加速，相关水力、电力投资则仍有空间。**此外，“一带一路”沿线建设正逐**

步向西延伸，中西部铁路及欧亚班列陆续开通，西部基础设施在“十五五”期间能否加大投入，对中期稳投资具有积极意义。

二、消费动力重构：化解内卷与拓展外需

一方面，反内卷与消费问题需合并讨论。从消费数据可见，随着“两新”消费补贴退坡，三季度消费增速放缓。积极方面，因手机新品发布，通讯器材消费增速有所回升；但整体而言，补贴退坡后消费放缓释放出明确信号：若不能从可持续消费动力入手解决消费问题，而仅依赖补贴政策，其效应往往仅能维持一年，随后将会因基数效应导致增速放缓。因此，消费与反内卷实为一体，核心在于中国产业发展至当前阶段呈现出的若干重要特征，这些特征影响产业与消费发展。随着产业升级，产业结构日益向高科技领域集中，这对人才提出更高要求。尽管过去几十年积累的大量大学毕业生为此提供人才基础，但问题在于，创新驱动行业如人工智能、软件信息等，就业覆盖更集中于高学历、高教育程度人群，这与传统产业如房地产覆盖从高教育工程师至中学毕业生有所不同。产业高端化导致不同教育人群从产业发展中受益差异扩大，进而影响消费能力增长覆盖面。尽管 GDP 持续发展，但消费增长未能同步普及。

另一方面，消费问题亦与经济结构及海外市场瓶颈相关。中国经济过去几十年依赖全球化、城镇化与工业化三大需求支撑制造业投资与工业产能。在全球化方面，我国当前工业化水平已使许多行业产能占全球超50%，整体工业产能占比达全球三分之一。作为世界第一大工业国，中国的工业发展从增量投资转向存量升级，对产能消化的带动效应减弱。城镇化方面，过去三十年带动6亿人进城，推动房地产及基建投资，消化了大量产能；但随着人口结构变化及总量放缓，乐观估计未来二十五年将仅有约1亿人进城，城镇化放缓导致相关建设需求增速下降成为必然。在此背景下，中国经济更依赖海外市场开拓，但2018年后以美国为首的西方推动逆全球化，使城镇化、工业化与全球化三大需求均面临障碍，成为2018年后经济增速中枢下移的主因。

要解决产能利用率问题，一方面可以在短期内寻找一些结构性机会推进反内卷，但此举难以有效消化整体产能。因中国人口占全球17%，工业产能占全球34%，人均工业产能约为全球平均水平的两倍。若通过反内卷产能出清的方式实现供需平衡，需削减近半国内工业产能，这在经济上不可行。另一方面，中国大量产能属全球产业中高效产能，如电池、新能源车、光伏产业等，其竞争力强劲。在全球化市场中，产能过剩本应通过低效产能出清、高效产能

进入以重归平衡。但当前面临的问题在于高端产业的低效产能主要集中在欧美发达国家，且受其保护政策影响难以出清，导致中国企业无法“外卷”而只能“内卷”。**系统性解决反内卷问题需进一步推动全球化，培育中国特色的跨国公司在全球配置资源，此点至关重要。**

若外部环境改善，国内内卷问题可相应缓解，并带动消费能力提升。当前中产与中低收入群体消费潜力差异显著。中国中产消费水平在全球并不算弱，但中低收入人群的支付能力约束了整体消费的释放。若后者收入上升，中产就需承受更高服务业价格，这要求可贸易部门如商品出口部门在全球获取更高附加值产业。例如，若中国汽车能像欧洲高端车一样获得较高的毛利率，相关工人与工程师便能支付更高服务业价格，进而带动中低收入人群收入上升，推动整体消费增长。若因西方保护主义阻碍高端产业升级与海外市场开拓，无法获得相应高毛利，国内消费增长将长期依赖补贴，财政可持续性存疑。因此，消费、反内卷、产业升级与全球化实为有机整体。

三、政策建议

由于短期内开拓外需尚需时间，因此提出以下建议：

第一，在股票市场中，居民财富的增长可在一定程度上对冲产业结构高端化带来的收入二次分配增长放缓。股市上涨能够带动更广泛人群财富增长，进而推动消费。

第二，进一步鼓励服务业相关政策。当前消费政策不宜过度聚焦消费规模增长，而应通过鼓励服务业消费来增强内部二次转移支付，使高端产业发展红利向更广泛人群扩散，以此阶段性缓解外部环境压力。

供给改善与需求隐忧并存

李康　湘财证券首席经济学家

以下观点整理自李康在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年10月）（总第80期）上的发言

当前中国宏观经济运行态势可概括为：供给端大幅改善，需求端亟待加强。回顾“十三五”至“十四五”的十年间，供给侧结构性改革成效显著，从基础设施建设到出口产品竞争力均体现出供给端的巨大潜力。然而，需求端亟待加强，反映出宏观经济存在一定程度的结构性不平衡。**聚焦9月份及前三季度数据，可归纳为以下三点：完成全年经济增长目标具备信心、存在若干亮点、亦存在值得警惕的隐忧。**

一、经济运行态势良好

当前经济运行态势为实现全年增长目标奠定了基础。前三季度我国 GDP 同比增长5.2%，四季度实现 GDP 达到4.4%以上的目标具备很大可能性。因此，从宏观数据走势来看，我们对完成全年计划抱有信心。

9月份进出口数据表现突出，成为宏观经济中的亮点。出口同比增长8.3%，显著高于前期的3.9%；进口同比增长7.4%，较前值提升6.2个百分点。从出口结构看，对非洲出口同比增长56.4%，较前值提升30.6个百分点，相当于实现“半倍增长”；对拉美出口较上月增长17.5%；对欧盟出口虽单月增速3.8%，但同比增长仍达14.2%；东盟作为我国传统出口 “大头”，虽增速相对平缓，但凭借庞大的贸易基数，依旧贡献了稳定的出口增量。尽管由于贸易战及其他一系列因素，我国对美国出口下降27%，但通过对非洲、拉美、欧盟和东盟等市场的拓展，以及有关部门对出口做出的贡献，有效对冲了对美出口下滑的负面影响，诠释出“东方不亮西方亮，黑了南方有北方”的贸易韧性。

出口产品中，机电产品占比达65%，船舶出口亦表现强劲，这也为交通运输部针对美国对我国船舶行业打压采取反制措施提供了逻辑支撑。进口方面大多来自集成电路，在美国制裁前，我们大幅增加了来自于日本和韩国等地区的集成电路进口。可以看出，出口四大支柱，进口三大地区保持稳定的贸易格局对冲了消费下滑带来的压力。在消费指标从6.4%下跌到

3.0%、消费贡献度占 GDP55%左右、消费增速连续五个月放缓的背景下，进出口的强劲表现为经济增长提供了重要支撑。

二、物价低位运行隐忧显现

当前经济运行的隐忧主要体现在物价持续低位运行。9月份 CPI 同比下降0.3%，PPI 同比下降2.3%已连续数月处于负增长区间。尤其在过去30多个月中，CPI 涨幅均未超过1%，显示出一定的通缩压力。需要注意的是，中国经济结构与西方国家存在差异，不能简单类比，但通缩风险仍需高度警惕。有观点担忧经济可能陷入滞胀，尽管我国 GDP 增长有所下降，但目前 GDP 增速仍保持在5%左右区间，根据中央会议和“十五五”规划情况，明年亦有较大概率维持这一增速水平，因此滞胀之说缺乏依据。然而，通缩对经济的损害不容忽视，其影响可能甚于通胀。

三、消费动力不足与政策应对

在“三驾马车”中，消费贡献率虽达55%，但其增速却呈现下滑趋势。若不局限于9月份数据，从“十一”黄金周情况观察，电影票房收入三年来连续下降，仅为18多亿元，与2018年持平；出游人数虽有所增加，但人均消费偏低。这些现象均反映，消费意愿仍然不足，若长期发展下去未来将会制约经济发展。

在政策应对方面，需从多维度着手：

第一，理性看待“反内卷”。 当前反内卷确有必要，但需深入分析内卷产生的根源，避免为反内卷而反内卷。应透过现象看本质，解决核心矛盾，从根本上缓解内卷压力。

第二，创新消费刺激政策。 在 CPI 连续30个月低迷、消费增速从6.4%回落至3.0%的背景下，亟需出台创新性政策举措。我们可借鉴诺贝尔经济学奖得主莫基尔、阿吉翁和霍伊特沿自熊彼特经济学的“创新性破坏”理论，将其应用于中国经济发展实践。**长期而言，**我们可考虑在“十五五”规划或更长时间内研究制定国民收入倍增计划。收入是消费最根本的支撑，消费的不足将引发人们对养老、医疗、就业等方面的担忧。如果未来的收入预期能够支撑当前的消费信心，就能够从根本上提升居民消费能力。**短期来看，**前期的消费券、旅游补贴等政策效果有限，因此，可研究向全体居民发放现金的可行性。按每人1000-2000元标准，

财政支出约1.4-2.8万亿元。我们可以通过发行国债或挖掘存量等方式筹措资金，促进居民消费，而消费增长又将反映在 GDP 和国家经济上。

此举具有多重效益：对低收入群体来说边际效益最大，若每人发放2000元现金，三四口之家就会获得6000-8000元，甚至可以有效解决贫困儿童上学等问题，改善民生；对中等收入群体来说，发放现金能够解刺激家电更换，亦可带动耐用品消费和服务业复苏，促进轻工业发展和产能消化；对于高收入群体来说，即使边际效益较低，但仍可带动高端餐饮等行业的消费，间接解决就业问题。统一发放还可避免贫困线划分可能带来的寻租问题，实现“人人有份”，并有助于摸清人口底数，为政策制定提供依据。

第三，坚持就业优先导向。 在就业政策上，也需引入“创新性破坏”思维。近期有观点建议降低老年人待遇以缩小代际收入差距，但这种存量调整思路值得商榷。老年人过去工资较低，当前待遇有其历史贡献基础，且可通过代际转移支持年轻人渡过难关，有利于社会稳定。因此，我们应更多从增量改革入手，着力提升青年人收入水平，提高全社会的收入水品，而不是降低老年人工资。老人先富，带动年轻人后富，最终实现共同富裕。

第四，完善股票市场政策。 在房地产拉动作用减弱的背景下，我们需寻找新的经济增长支撑点。高科技产业发展成效显著，2023年寒武纪市值超越茅台即是例证。股票市场能否承接房地产的财富效应，值得深入研究。当前存在“怕涨不怕跌”的思维定式，而国际经验表明，健康资本市场有助于反哺实体经济。因此，应当研究制定“积极的股市政策”，打通资本市场与实体经济的良性循环通道，为经济增长注入新动能。

总体而言，应对完成全年经济增长目标抱有充分信心；对进出口等亮点需关注其可持续性；对消费隐忧需出台创新性举措。相信通过得当的政策安排，“十五五”时期中国经济将迎来更加光明的发展前景。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1105
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：