

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT
PLAN

“924”一周年经济回顾与展望 ——如何重塑增长和提振就业

联合资信 研究中心 | 张振 王妍 吴玥

回顾“924”政策实施一周年，中国经济在复杂多变的国内外环境下展现出较强韧性。宏观调控政策在稳定增长、提振价格方面发挥了积极作用，但也暴露出传统政策工具效力下降、结构性矛盾突出等新挑战。未来中国经济发展需要根据经济动能对5.0%增长目标进行再评估，重构增长模式，将就业优先置于政策核心位置，在一揽子宏观政策基础上做出明确调整，专注于结构性改革。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



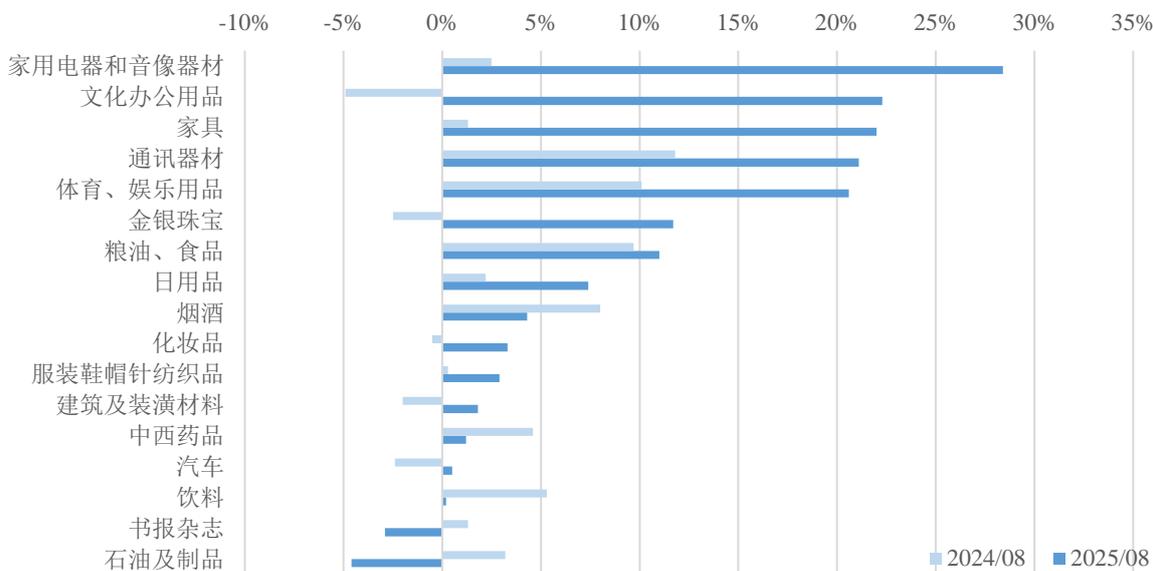
2024年9月24日，中国人民银行等三部门在国新办发布会上宣布了一揽子宏观调控政策（以下简称“924”政策）。这些措施旨在应对当时经济面临的挑战，释放了强化政策协同、着力推动全年经济增长目标实现的积极信号。一年过去，我们有必要全面评估此阶段政策的宏观效果，展望经济动能对5.0%左右经济增速的支撑作用。四季度经济增长是衔接2026年经济增长目标的重要阶段，需做好重塑增长和提振就业方面的政策衔接，避免经济出现较大起伏。

一、“924”宏观政策效果回顾

自2024年“924”政策发布以来，中国经济总体呈现“消费复苏、投资承压、外贸韧性、金融趋稳”的特征。一周年来，以“两新”政策为核心的消费与投资刺激措施有效提振内需，社会消费品零售总额实现稳健增长；“两重”政策对固定资产投资拉动效应有限，房地产持续低迷仍是主要拖累；对外贸易在市场多元化战略下展现出超预期韧性，出口结构持续优化；货币政策维持适度宽松，有力支撑资本市场稳定，人工智能等新质生产力领域不仅成为制造业增长新引擎，也为股市估值注入活力。当前经济脉冲虽逐步回落，但政策组合为推动结构转型与实现年度增长目标提供了关键支撑。

（一）消费刺激拉动社零快速增长

“两新”政策对商品零售市场的刺激效果显著。2025年8月，社会消费品零售总额累计同比增长4.6%，较2024年8月提高1.2个百分点。考虑到低通胀，4.6%增速与5.0%的经济增长目标基本匹配。以旧换新政策效果持续显现，现金补贴推动耐用消费品销售额阶梯式、波浪形高速增长。2025年8月限额以上汽车、家用电器和音像器材、文化办公用品、通讯器材商品零售额分别累计同比增长0.5%、28.4%、22.3%、21.1%，分别较2024年8月提高2.9、25.9、27.2、9.3个百分点。餐饮券等定向消费刺激政策有效激发了特定领域的消费活力，成为稳增长的重要力量。2025年8月餐饮消费累计同比增长3.6%，继续保持稳定增长态势。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1 商品零售额累计同比增速

（二）“两重”政策拉动效果有限

“两重”政策对整体投资的拉动能力相对有限。2025年8月，全国固定资产投资累计同比增长0.5%，较2024年8月降低2.9个百分点。其中，基础设施投资累计同比增长5.4%，制造业投资累计同比增长5.1%，分别较2024年8月下降2.5个、4个百分点；房地产开发投资累计同比下降12.9%，成为投资的主要拖累因素，较2024年8月降低2.7个百分点。尽管投资政策支持力度加大，但房地产市场的调整仍在继续，固定资产投资的内生动能仍然疲软。综合来看，随着经济结构调整，财政政策实施重点向化债及消费刺激领域倾斜，而在投资领域的杠杆效应已经明显不足。

（三）对外贸易韧性超出预期

对外贸易持续展现出巨大韧性。2025年8月货物进出口总额累计同比增长2.5%，较2024年8月下降1.2个百分点。其中，出口累计同比增长5.9%，较2024年8月提高1.2个百分点；进口累计同比下降2.2%，较2024年8月下降4.5个百分点。稳外贸政策和“抢出口”动力为出口提供了支撑。8月，机电产品出口累计同比增长9.2%，占出口总额的比重为60.2%；对共建“一带一路”国家进出口累计同比增长5.4%，民营企业进出口累计同比增长7.4%，占进出口总额的比重为57.1%。对外贸易展现出的韧性，一方面，受益于窗口期使得高额关税尚未彻底落地，为企业出口留足缓冲时间；一方面，更为内在的是中国出口企业成功实现了市场多元化，提升了在全球供应链中

的竞争力。

（四）资本市场实现稳定发展

货币政策适度宽松有力支撑了股市与债市稳定。2024年8月至今，央行降低存款准备金率1个百分点，下调7天期逆回购利率0.3个百分点至1.4%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行。适时停止公开市场国债购买，创设新货币政策工具支持资本市场发展，稳定投资者预期。2025年9月23日，上证指数收于3821.83点，较2024年同期增长39%，市盈率16.4；创业板指数收于3114.55点，较2024年同期增长103%，市盈率43.6；十年期国债收益率收于1.877%，较2024年同期下降0.16个百分点。

人工智能引领的制造业增加值高速增长，同时活跃了股市估值，带来了巨大的资金需求，有效逆转了利率风险在债券市场的积累。8月份，装备制造业增加值同比增长8.1%，高技术制造业增加值同比增长9.3%，分别快于全部规模以上工业增加值2.9和4.1个百分点；新能源汽车、工业机器人等产品产量同比分别增长22.7%、14.4%。Deepseek出现拉近了中美之间的技术差距，自此中国相关软件、硬件资产估值都迎来大幅抬升。9月23日，人工智能指数（884201）较2024年同期同比增长116%，有效支撑了资本市场估值。

二、经济增长动能展望

中国经济正在经历深刻的结构性转型，传统增长动能减弱与新动能培育之间存在时间差，决定了当前经济增长的特点和就业市场的结构性特征。准确把握新旧动能转换趋势，对于制定有效的就业重振策略至关重要。

（一）房地产调整的持续影响

房地产行业深度调整继续拖累经济增长。2025年8月，房地产开发投资累计同比下降12.9%，成为投资的主要拖累因素。与房地产相关的土地开发、城市施工建设不仅继续拖累基建投资增速回落，而且对财政资金带来较大支出压力。由于缺乏盈利模式及配套激励机制，城市更新和房地产收储等调控政策效果不尽理想。关于直接成立“国家商品房储备公司”、新一轮大规模城市更新的政策讨论一直存在。应该看到，即便是由国家财政注资、并采用市场化发债融资的运营模式，其本质仍是国家信用的延伸，构成了一种隐性债务。短期盈利空间狭窄进一步制约了有限的财政空间发力。

房地产政策效力有限。尽管政策层面降低了存量房贷利率，并将全国层面的二套

房最低首付比例由 25% 下调到 15%，但房地产市场的复苏仍然乏力。这主要是因为房地产市场已经进入中长期新通道，人口结构变化和商品房库存去化周期长已经根本性改变了市场预期。

（二）人工智能投资的拉动与局限

股市估值整体分化明显，一方面，人工智能引领的投资全面拉升了股市估值，GPU、CPU、光模块等 AI 企业市值明显上涨，互联网数据、互联网金融等企业市值受其带动也明显改善；另一方面，传统行业市值增长乏力。

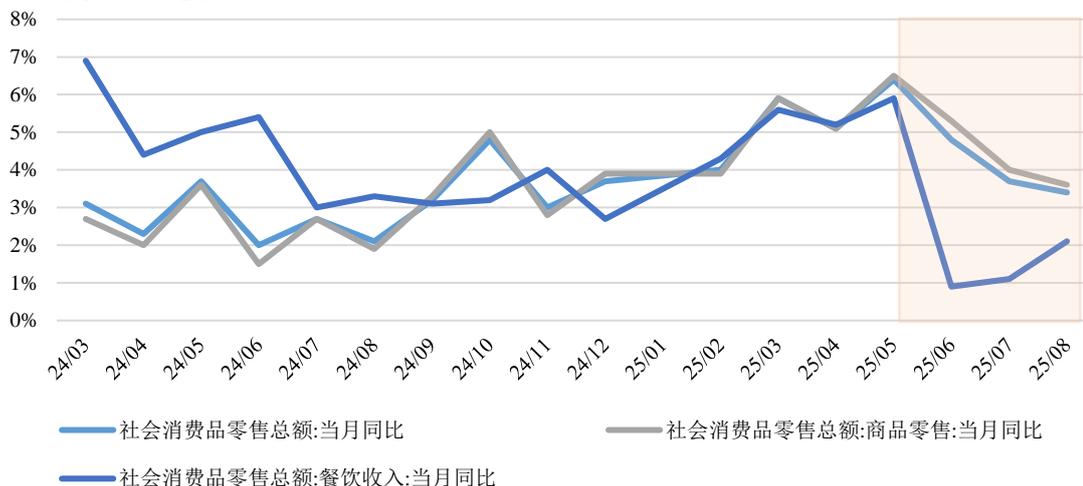
资金成本与股市风险平衡对货币政策提出更高要求。人工智能等新经济领域的发展需要大量资金支持，抬高了资金的市场成本。虽然十年期国债收益率还没有上升至限制性水平，但切实提高了债券融资成本，特别是财政大规模再融资成本。如何平衡支持财政政策与维持金融市场稳定，成为货币政策面临的新挑战。（参见后续关于利率水平与风险平衡的详细报告）

投资拉动就业的效能下降。人工智能引领的制造业的就业创造力度明显减弱，难以独自支撑拉动居民收入预期回暖。尽管高技术制造业投资保持高速增长，但其就业密度相对较低，甚至有较大的就业替代效应，对整体就业的拉动效应不如传统的劳动密集型产业。2025 年 1 至 8 月城镇调查失业率平均为 5.18%，较 2024 年同期均值增加 0.03 个百分点；16 至 24 岁城镇调查失业率平均为 16.43%，较 2024 年同期均值提高 1.03 个百分点。如果没有劳动力市场改善带来的内需支撑，人工智能创业板高估值面临较大的可持续性增长压力，估值或有大幅调整的风险。从产业结构来说，也需要更加多元的企业结构支撑股市的长期牛市。

（三）消费刺激的需求透支效应

耐用消费品刺激政策面临需求透支效应挑战。消费刺激政策初期效果显著，但随着时间推移，政策效应逐渐减弱。2025 年 6 月以来，社会消费品零售总额当月同比增速逐步回落，边际来看需要通过综合方式继续提振消费，从而匹配中长期内保持 5.0% 左右经济增速的内需增长水平。为此，要进一步释放服务消费增长潜力。2025 年 8 月，服务零售额累计同比增长 5.1%，增速高于商品消费，但相较于主要经济体而言，服务消费总体规模仍有很大提升空间。文体休闲服务类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额较快增长，表明服务消费有望成为消费增长的新引擎。2025 年 9 月，商务部等九部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，该文件协调多个部门，减少服务消费的限制性措施，内容具体详细，易于落地见效。短期内在宏观数据中或

许无法显现此举的调控效果，但随着更多“苏超”球赛、演唱会、IP产品等新业态、新模式、新产品的出现，将惠及更多消费者，同时亦能创造大量工作岗位。服务消费的供给水平提高将提升中国经济动能的多元化发展，会有越来越多的中小企业脱颖而出，形成更加广泛发展氛围。



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 社会消费品零售总额当月同比增速

（四）出口韧性的结构性基础

高水平对外开放和稳外贸政策助力出口企业展现出强大竞争力。虽然在全球关税冲突不确定有所降低的大环境下，抢出口的支撑动力将逐步减弱，但全球降息周期为中国出口提供新机遇。一方面，关税对经济的限制性因素将被全球降息有所中和，因此发达经济体总需求有望保持韧性。一方面，新兴市场的增长亦将加速。伴随金融和外汇环境的宽松，新兴市场的企业投资有望恢复增长，这将为中国出口带来新动能。中国出口企业将继续通过技术创新和市场多元化，建立了更为稳定的国际市场份额。

三、政策路径选择：从“规模刺激”到“就业优先”

“924”政策一周年以来，中国经济增长基本面和预期已经发生根本性改观，科技估值甚至出现了泡沫迹象，但消费、就业的增长动能仍然没有完全恢复。中国未来需要通过重构增长模式和实施就业优先战略，实现经济高质量发展。这需要超越传统的宏观调控框架，进行一系列深层次的结构性改革和政策创新。

（一）经济增长目标的重新评估

需要重新评估 5.0%增长目标。在此轮宏观政策调控力度退坡，经济脉冲回落之

后，经济形势较去年“924”以来明显好转，但中国需要基于新的经济结构重新评估5.0%的中长期经济增长目标。房地产拉动投资和就业的传统增长模式下难以通过政策刺激恢复，从销售和投资角度来看，新经济动能需时间培育。因此，需要接受由此带来的经济增速在中期内适度放缓，更加关注中长期内的增长质量和可持续性。

2024年房地产销售额达9.7万亿元，占GDP的7.2%，直接关联钢铁、水泥、家居等多个上下游产业。从2024年销售额简单来看，9.7万亿元相当于8个京东集团或者9个中国移动的销售额。截至2025年9月23日，中国移动在上交所市值1.7万亿元，市盈率16，未来数年要顺利完成新旧动能交接，中国就需要9个1.7万亿元市值的新经济企业。考虑到高利润、高增长，新经济企业甚至远超9个1.7万亿元市值空间。从目前资本市场恢复情况来看，股市正在朝着新模式下的经济结构突飞猛进。接下来新经济企业市场营收和利润需要追赶市场估值，在新经济企业销售额和房地产销售额衔接的过程中经济总增速可能出现一定疲软，有一定的风险释放过程。

固定资产投资一直是中国经济重要的增长引擎。原有格局下，服务业投资占比在15%左右，剩下的房地产投资、基建投资、制造业投资各占三分之一。若计入与房地产挂钩的轨道交通、市政设施、教育等基础投资，房地产投资可能占比更高。新形势下，要弥补房地产投资的回落，除了在科技进步拉动下的制造业投资之外，服务业投资将成为最主要的增长力量。对于服务业而言，除了金融、软件服务之外，衣食住行相关服务业投资都有扩大空间。因此，需要系统性的解除限制这些投资空间的阻碍，从产品、时间、空间上释放潜力。例如，中小产权房改革试点和扩大服务业相结合。试点放开中心城市及周边城镇的自有土地建设权，允许居民自主更新房屋，进行养老、餐饮、住宿等服务业工作。从事居民小区的养老餐饮送货上门服务就是值得进一步放开的新模式。进一步扩大职业培训服务业准入，随着人工智能等技术快速发展，为满足企业的不断更新的用人需求，可以进一步放开企业创办技术型学校的职业培训准入。

（二）财政政策应以保障就业为优先项

保障就业应成为财政政策接下来的核心目标。当前经济宏观数据“韧性”与微观感受“偏冷”并存，通胀始终无法回暖，市场扩张的预期并没有形成。这主要是因为经济增长的就业创造效力下降。除了人工智能的创造性破坏之外，这一轮调控表明“两重”“两新”在创造就业方向上效力下降，财政政策需要更加精准地聚焦以人为主的支出方向。

创设更多财政工具用于支持新增就业。设立“就业导向”的专项基金，扩大见习计划覆盖范围至所有毕业三年内未稳定就业的青年，为企业提供每人每月不低于当地

最低工资标准一定比例的补贴，换取企业提供较长时间的见习岗位。税收优惠直接与“新增就业”和“人力资本投资”挂钩，中小企业当年新招聘员工超过一定比例，其为新员工支付的薪酬总额可作为额外成本，在企业所得税税前按照一定比例加计扣除。实施“阶段性、行业性社保费减免”，对吸纳就业主力军的服务业和新兴产业，实施一定期限的养老保险、失业保险单位缴纳部分减征，减免部分由中央财政转移支付给社保基金进行兜底。

完成社会养老保障并轨与国资划拨社保的战略调整，以及强化“一老一小”的财政支持。通过财政政策的精准设计，将资金从“刺激性支出”转变为“人力资本投资”，从而推动人口流动、创造新岗位、提升劳动生产率，最终实现就业总量扩大和质量提升。社保养老“多轨制”客观造成导致劳动力市场分割，并轨实现制度统一、规则公平，消除了职业转换的养老后顾之忧。这能促进人才在不同职业、不同地区间更自由地流动，提升劳动力资源配置效率。国资划拨充实社保基金，将极大增强了社保体系的可持续性和公众信心。稳定民众消费，刺激企业扩大再生产、维持和新增就业岗位，从而保住就业基本盘，实现通过稳定宏观预期来稳定就业。对“一老一小”的投入，将解除家庭的照料负担，并将其转化为市场化、专业化的就业机会。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。