

宏观经济信用观察

(二零二五年前三季度)

内需动能仍待提振 全年增长目标可期

主要经济指标情况

指标名称	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3
GDP 当季值(万亿元)	34.2	37.4	31.9	34.2	35.5
GDP 当季同比(%)	4.6	5.4	5.4	5.2	4.8
工业增加值增速(%)	5.8	5.8	6.5	6.4	6.2
固定资产投资增速(%)	3.4	3.2	4.2	2.8	-0.5
房地产投资增速(%)	-10.1	-10.6	-9.9	-11.2	-13.9
基建投资增速(%)	4.1	4.4	5.8	4.6	1.1
制造业投资增速(%)	9.2	9.2	9.1	7.5	4.0
社零增速(%)	3.3	3.5	4.6	5.0	4.5
出口总额增速(%)	4.4	5.8	5.7	5.9	6.1
进口总额增速(%)	2.0	1.0	-6.9	-3.8	-1.1
CPI 涨幅(%)	0.3	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
PPI 涨幅(%)	-2.0	-2.2	-2.3	-2.8	-2.8
调查失业率均值(%)	5.2	5.0	5.3	5.0	5.2
社融存量增速(%)	8.0	8.0	8.4	8.9	8.7
宏观杠杆率变动 (百分点)	2.4	0.4	7.8	2.0	1.9
工业企业利润增速(%)	-3.5	-3.3	0.8	-1.8	3.2

注：1. GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2. 工业增加值、固定资产投资、社零、出口、价格指数、工业企业利润均为累计同比增速，基建投资不含电力；3. 调查失业率为季度均值；4. 社融存量增速为期末值；5. 出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、国家资产负债表研究中心、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。四季度在已出台政策的持续托举下，完成全年目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。
- 宏观信用表现方面，2025 年前三季度，宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。
- 宏观政策环境方面，前三季度宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。

联合资信研究中心

吴 玥 wuyue@lhratings.com

张 振 zhangzhen@lhratings.com

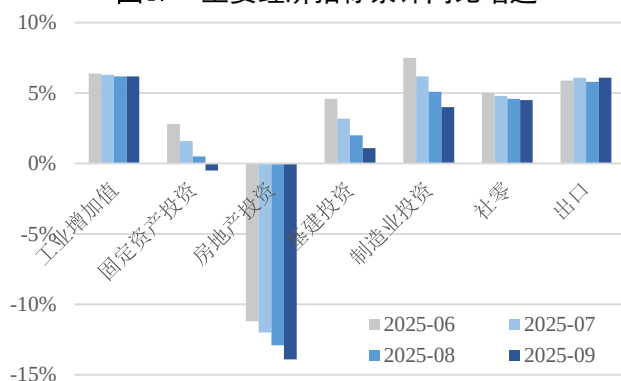
王 妍 wangyan@lhratings.com



一、宏观经济运行

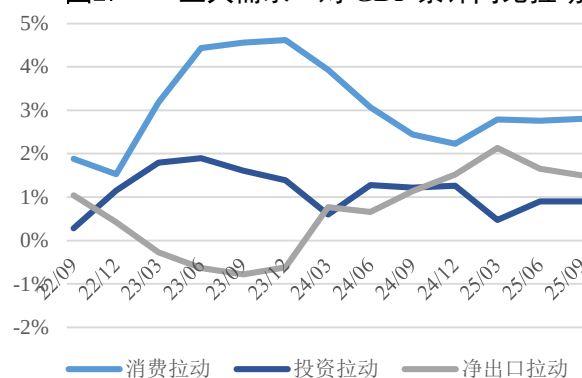
2025 年前三季度，随着消费提振及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育，国民经济运行总体保持平稳。一季度经济开局良好，延续回升向好态势；二季度受政策边际效益递减及工业品价格降幅扩大等因素影响，经济增长动能有所减弱。三季度以来经济供需缺口存在一定程度走阔，生产端整体维持韧性，但内需表现偏弱；外需对经济的支撑虽较一季度有所回落，但得益于出口市场多元化及产品结构优化持续推进，出口贸易仍展现出较强的韧性。

图1. 主要经济指标累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. “三大需求”对 GDP 累计同比拉动



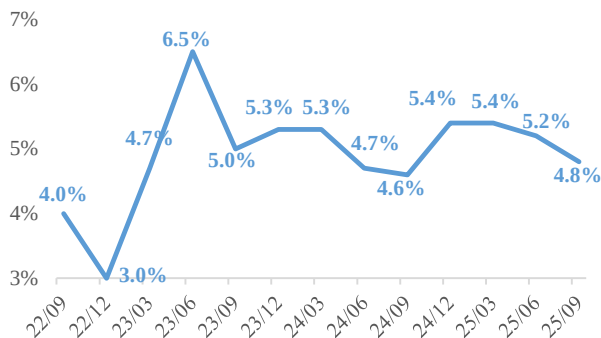
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

展望四季度，前三季度 5.2% 的 GDP 累计增速为完成全年 5% 的增长目标打下了较好基础。尽管面临去年四季度基数较高（5.4%），但在加快推动前期政策落地的托举下，经济有望保持平稳运行，完成全年目标压力相对较小。具体来看，外需不确定性及内需内生动力缺失仍是经济运行压力的来源所在。外需方面，考虑到前期“抢出口”“转出口”已一定程度上透支全年贸易量，以及去年基数较高等客观因素，四季度出口贸易持续稳定发展存在一定压力。内需方面，随着新型政策性金融工具、地方政府债务结存限额等财政资金加快落地，有望对基建投资形成支撑，而促消费、稳地产、扩投资等政策的效果仍需时间观察。价格方面，核心 CPI 有望延续温和回升态势，但整体 CPI 回升空间可能有限；随着国内产能治理与供需调节政策继续推进，PPI 同比降幅有望进一步收窄。

1. 经济增长：供需缺口有所走阔，外需韧性与压力并存

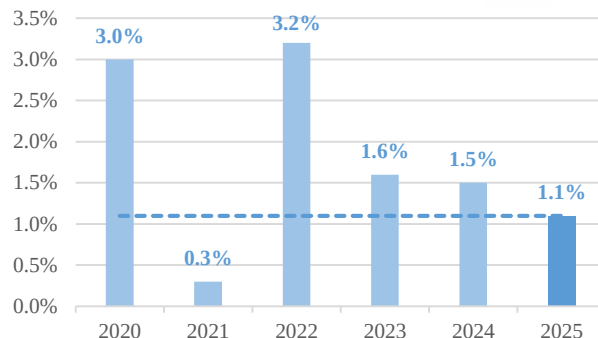
经济增速有所回落，环比动能偏弱。2025 年前三季度，我国 GDP 为 101.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。三季度当季同比增长 4.8%；环比增长 1.1%，显著低于过去两年 1.5% 左右的水平，显示经济复苏的动力减弱。经济增速放缓一方面源于外部环境复杂严峻，“关税”政策不确定性影响下，二、三季度净出口对经济的拉动作用回落；另一方面也反映出国内需求不足的问题尚未缓解，经济增长仍面临根本性压力。

图3. GDP 当季同比增速（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 近年三季度 GDP 环比增速（季调）

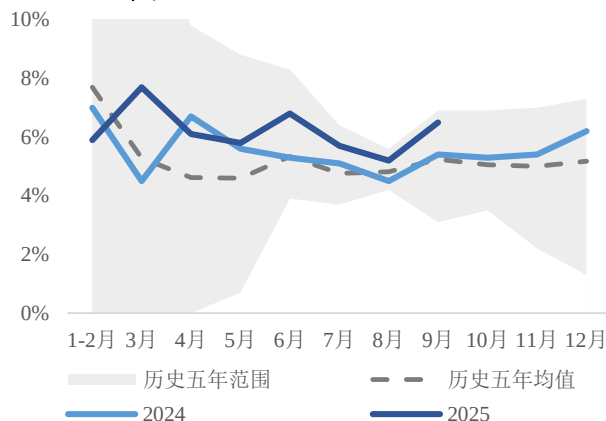


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

生产端，工业生产在结构优化与出口韧性支撑下展现出超预期韧性，服务业则在数字赋能与消费复苏的双轮驱动下保持稳健恢复。工业与服务业的协同发展态势进一步增强，新质生产力的引领作用持续显现。

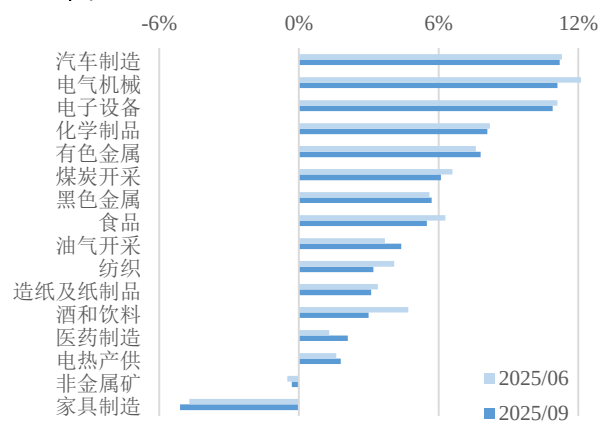
工业生产结构持续优化，制造业升级稳步推进。2025 年前三季度，规模以上工业增加值同比增长 6.2%；9 月工业增加值在基数走高的背景下增速仍有明显提升，主要得益于出口韧性支撑。前三季度，制造业增长 6.8%，持续高于整体工业增速，高端化、智能化、绿色化进程持续推进。行业方面，汽车制造、电气机械、电子设备等行业增长均超过 10%，装备制造业占比持续提升，“压舱石”作用日益凸显；高技术制造业对工业增长的贡献率首次超过四成，创新驱动作用愈发关键。后续出口不确定性仍存，工业生产或面临一定的下行压力，其韧性将更多依赖于产业升级与内需市场的支撑。

图5. 工业增加值当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 主要工业行业增加值累计同比增速¹



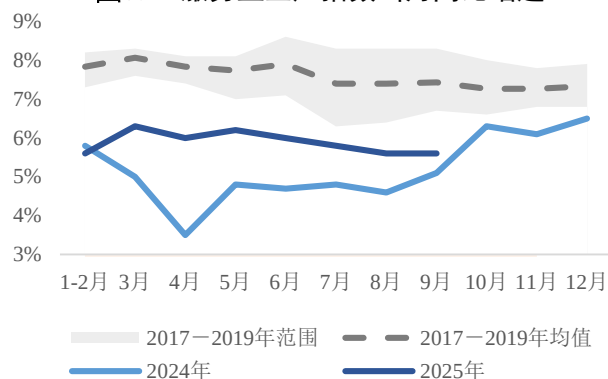
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业生产保持稳健恢复，新动能与传统领域共同驱动增长。2025 年前三季度，服务业生产指数累计同比增长 5.9%，与上半年持平。同期，服务业增加值累计同比增长 5.4%，从主要行业来看，人工智能等

¹图中电子设备全称为计算机、通信和其他电子设备制造业；电气机械为电气机械及器材制造业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；油气开采为石油和天然气开采业；电热产供为电力、热力的生产和供应，下同。

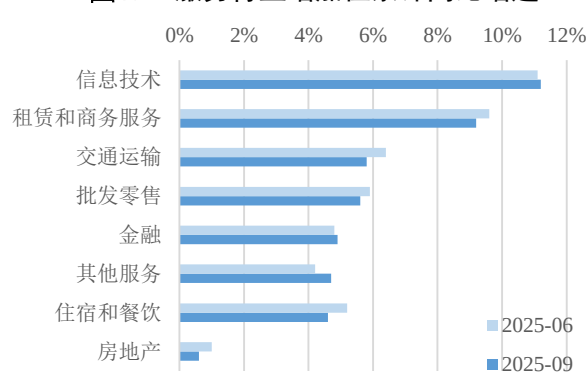
产业生态链加速构建，推动信息技术等现代服务业快速发展；暑期居民旅游和休闲运动需求集中释放，带动交通、住宿、文体娱乐等接触型服务消费保持较快增长。展望未来，随着促消费政策向服务消费领域扩围，服务业将持续发挥吸纳就业和稳定经济的重要作用，其结构优化与质量提升将是长期趋势。

图7. 服务业生产指数当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8. 服务行业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

需求端，内需整体偏弱，固定资产投资同比转负，消费在政策效应逐步递减下回落；出口贸易韧性突显，出口市场多元化及产品结构优化持续推进。

固定资产投资同比转负，增长动能走弱。2025年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）37.15万亿元，同比下降0.5%，为2020年8月以来首次转负。这一拐点背后是房地产投资的深度收缩、基建支撑的显著乏力与制造业动能的整体趋缓三者共同作用的结果。

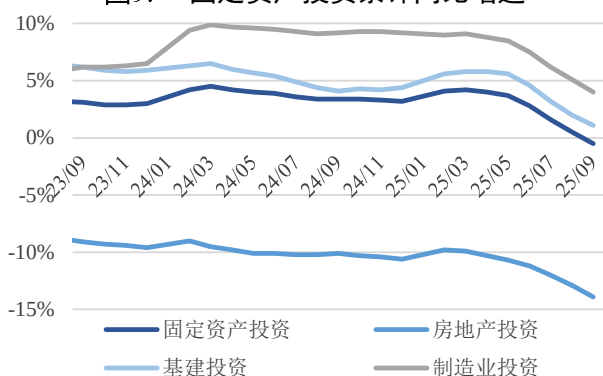
房地产开发投资持续探底，政策托底与承压并行。前三季度房地产开发投资同比下降13.9%，降幅较上半年进一步扩大，继续成为拖累整体投资的核心因素。销售端持续低迷，商品房累计销售金额与销售面积跌幅扩大，新开工、施工等活动受制于房企资金困境与“严控增量”政策导向仍处低位。2025年延续了“推动房地产市场止跌回稳”的政策基调，“保交楼”与城中村改造等政策持续推进，部分城市优质项目展现出一定韧性，但市场整体仍处于库存去化与信心重建的筑底阶段，短期内房地产投资仍将持续承压。

基建投资增速显著放缓，地方化债与项目约束双重压制。前三季度基建投资（不含电力）同比增速回落至1.1%，反映地方化债进程深化对传统基建的抑制效应持续显现。一方面，财政资金使用更多向债务置换与偿还等领域倾斜，直接用于基建项目形成的实物工作量比例可能相应减少；另一方面，公益类项目储备不足、审批趋严，也制约了基建投资的落地空间。四季度，随着5000亿元新型政策性金融工具资金投放完成，叠加新增的2000亿元专项债额度，两项关键资金将重点保障经济大省的项目需求，推动资金快速直达项目，有望在缓解化债对投资资金的挤占，有效支撑基建投资。

² 图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

制造业投资增速放缓，结构升级与外部不确定性并存。前三季度制造业投资同比增长 4.0%，虽仍为投资端主要支撑，但第三季度动能较上半年明显趋缓。结构上呈现鲜明分化：高技术制造业投资保持较高增速，专用设备、汽车、计算机通信等行业成为亮点；然而，受外部关税政策不确定性的影响，部分企业资本开支意愿趋于谨慎，加之大规模设备更新政策边际效应有所减弱，以及企业利润持续承压，共同导致制造业投资整体动力不足。未来，推动制造业投资回暖的关键在于改善企业盈利预期，并形成对高技术领域的可持续政策支持机制。

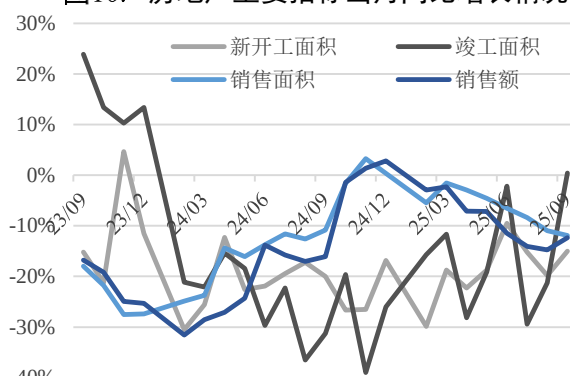
图9. 固定资产投资累计同比增速



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

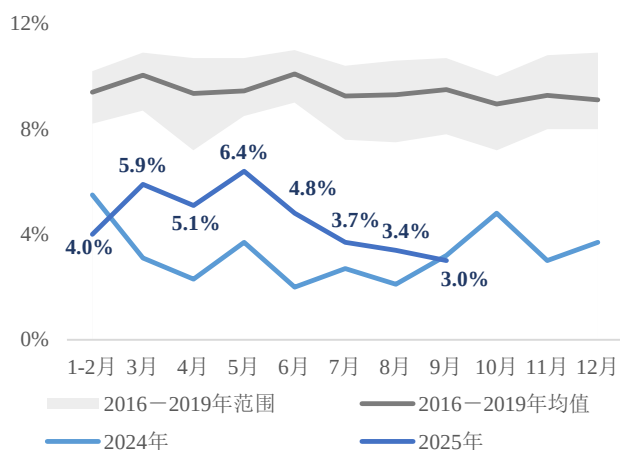
图10. 房地产主要指标当月同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

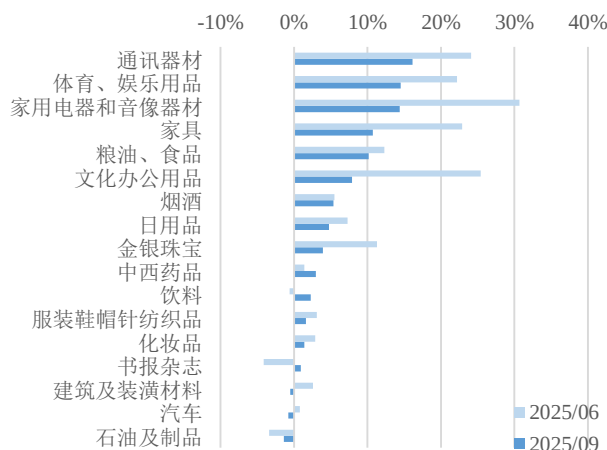
政策效应逐步递减下消费增速回落，复苏基础尚不牢固。2025 年前三季度，社会消费品零售总额 36.59 万亿元，同比增长 4.5%；在中秋节错月、节假日减少及基数高等因素影响下，9 月社零同比增长 3.0%，增速比 8 月份回落 0.4 个百分点。其中，9 月餐饮收入同比增速由 8 月的 2.1% 回落至 0.9%，明显低于整体社零增速，反映居民消费意愿仍偏谨慎，收入预期偏弱、消费信心不足等根本性制约因素未有效改善。主要商品方面，随着“以旧换新”政策边际效益递减，三季度通讯器材、家用电器和音响器材、家具等政策主要支持商品销售额增速明显回落。当前消费复苏仍处于波动修复阶段，仍需要更多针对性政策有效落地激发消费潜力。

图11. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

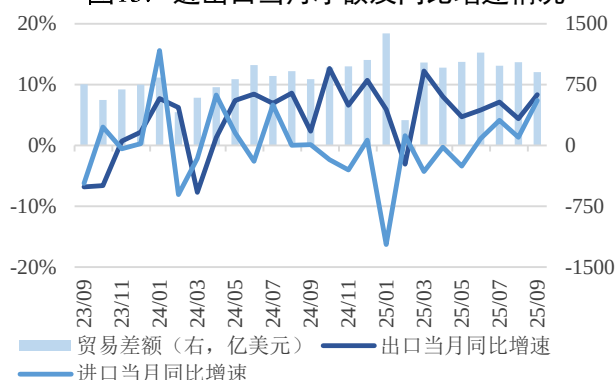
图12. 主要商品零售额累计同比增速情况（%）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

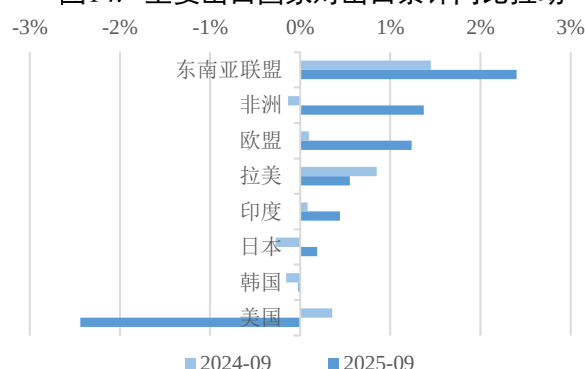
中国出口贸易韧性突显，出口市场多元化及产品结构优化持续推进。2025 年前三季度，货物进出口总额 4.68 万亿美元，同比增长 3.1%。其中，出口 2.78 万亿美元，增长 6.1%；进口 1.90 万亿美元，下降 1.1%。2025 年以来，世界经济面临的不稳定、不确定因素增多，单边主义、保护主义盛行，给外贸运行带来了压力，但通过主动开拓多元市场及持续优化出口结构，中国出口贸易韧性突显，外部环境对整体出口的负面影响低于预期。从主要出口市场对出口累计同比的拉动来看，与去年同期相比，东盟的拉动作用进一步增强，非洲由负转正，欧盟也显著加速。与之形成鲜明对比的是，美国由正向拉动转为最大拖累。出口市场结构变化特征印证了通过深化共建“一带一路”、推动 RCEP 走实等方式拓展新兴市场的战略价值，新兴市场的需求增长有效对冲了传统市场的疲软，形成了“东方不亮西方亮”的格局。出口产品结构方面，以新能源汽车、锂电池、光伏产品为代表的“新三样”出口持续增长，同时工业机器人、风力发电设备等高端制造产品出口也表现亮眼。这表明中国的出口优势正从“价格竞争”转向“技术竞争”和“绿色竞争”，提升了中国出口产品的附加值和技术壁垒，增强了抗风险能力。展望四季度，考虑到前期“抢出口”“转出口”已一定程度上透支全年贸易量，叠加去年基数较高等客观因素，四季度出口贸易持续稳定发展面临一定压力。

图13. 进出口当月净额及同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图14. 主要出口国家对出口累计同比拉动



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

2. 价格与就业：CPI 低位运行，三因素致使 PPI 降幅扩大

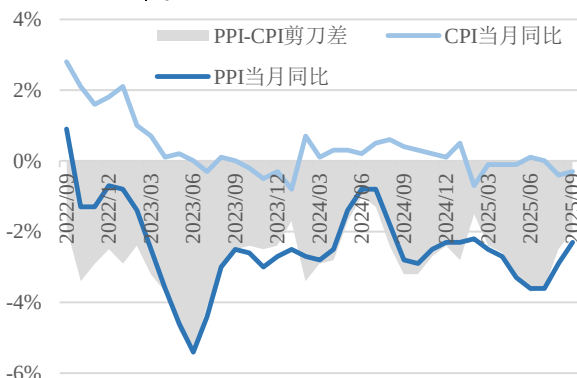
物价水平方面，受制于整体内需疲软，CPI 低位运行，但核心 CPI 已显现稳步回升势头；PPI 通缩压力边际缓和，供需调整与外部环境主导产品价格走势分化。

内需疲软 CPI 低位运行，核心通胀稳步回升。2025 年前三季度，全国居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.1%，与上半年持平，9 月同比降幅小幅收窄至 0.3%。分项来看，价格走势呈现“食品能源偏弱、核心通胀稳步回升”的结构性特征。食品价格降幅有所扩大（-1.8%），其中猪肉价格月度同比自 6 月份起由涨转降，降幅持续扩大。受国际油价下跌影响，能源价格处于低位（-3.3%），降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，其中国内汽油价格受国际油价变动影响下降 7.3%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 持续回升，

自3月起核心CPI月度同比持续回升，9月上涨1.0%，为近19个月最高。服务价格同比上涨0.4%，家政、教育和医疗等必需类服务涨幅较为稳定，旅游出行类服务价格降幅收窄；扣除能源的工业消费品价格涨幅扩大（0.8%），国内金饰品价格受国际金价推动大幅上涨37.2%，但汽车价格仍处下行区间，显示消费修复仍不稳固。展望未来，若后续稳增长、促消费政策持续显效，推动居民收入预期改善，核心CPI有望延续温和回升态势；但整体CPI的修复节奏仍将受制于食品与能源价格的波动，回升空间可能有限。

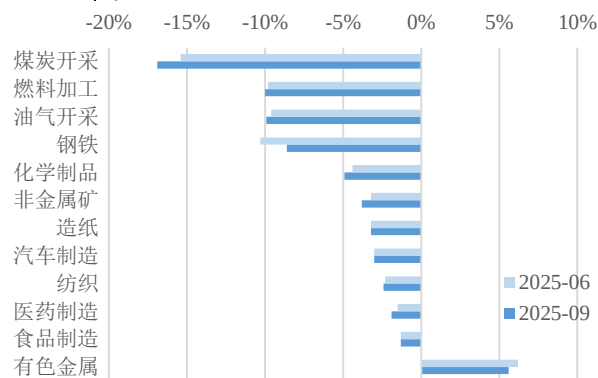
PPI降幅有所收窄，通缩压力边际缓和。2025年前三季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降2.8%，与上半年持平，但其中三季度降幅比二季度收窄0.3个百分点，8、9月PPI环比连续两个月持平，显示工业通缩压力有所缓解。具体看，在国内竞争秩序优化与产能治理推进背景下，黑色金属等行业产品价格同比降幅收窄。外部因素导致相关行业产品价格走势分化。具体看：国际原油价格整体震荡下行，带动国内石油相关价格下降；国际有色金属价格上行带动国内有色金属冶炼和压延加工业价格同比连续9个月上涨；部分出口依赖型行业如纺织业价格仍受外部不确定性压制，反映出内外需协同修复仍待加强。预计下阶段，随着国内产能治理与供需调节政策继续推进，PPI同比降幅有望进一步收窄，然而全球大宗商品价格走势的波动与外需环境的变化，仍是影响工业品价格回升斜率的关键变量。

图15. PPI-CPI剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图16. 主要行业PPI累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

资产价格方面，主要类别资产走势呈现显著分化。A股市场在政策预期与信心修复驱动下走出强劲反弹行情；债券市场则在经济回暖与货币宽松的博弈中呈现震荡格局；人民币汇率在复杂外部环境下彰显韧性，于合理均衡水平上保持基本稳定；而房地产价格仍处于调整寻底阶段，市场信心的恢复仍需时日。

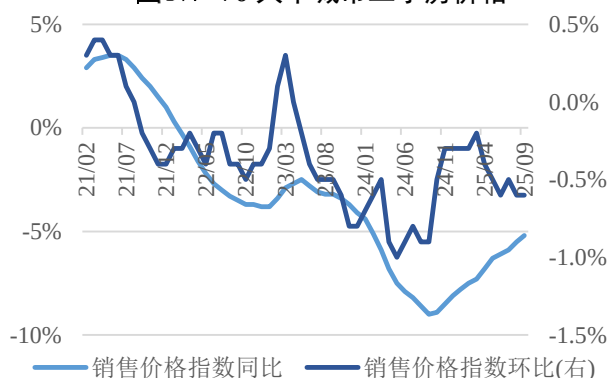
房地产价格延续下行调整态势，政策密集发力但市场信心恢复仍然缓慢。2025年以来，70个大中城市商品住宅销售价格同比降幅继续呈收窄态势，环比降幅有所扩大。展望未来，房价短期内仍将面临供需失衡带来的下行压力，“认房不认贷”等政策效果的持续性有待观察，保障性住房建设等“三大工程”的推进节奏将成为影响市场预期的关键变量，整体市场的企稳回升仍需较长时间。

A股市场情绪显著回暖，主要指数自年内低点反弹强劲，行情从结构分化向全面扩散转变。2025年以来，A股自年内低点强势回升，上证指数自4月7日低点起至9月末已累计上涨超25%，并于10月突破

4000 点，创近 10 年新高；深证成指第三季度累计上涨 29.25%，创 2019 年二季度以来最大季度涨幅。市场情绪逐步修复，行情从结构分化向全面扩散转变。展望未来，市场预计延续震荡上行趋势，科技成长与“反内卷”领域仍是主线，三季度盈利验证与“十五五”政策预期将成为市场信心的关键支撑。

债券市场受经济“开门红”、风险偏好回升及货币政策预期修正影响，十年期国债收益率年内波动加大，整体呈现从低位上行后震荡的格局。十年期国债收益率从 2024 年的单边下行转为 2025 年以来的区间震荡，从年初低点上行至 3 月高点，随后因关税博弈与降准降息政策回落；三季度股债一度同步走高，十年期国债收益率再次上行至年内较高水平。展望未来，经济基本面决定了国债收益率不具备大幅、持续上行的基础，主要下行推动力来自于货币政策宽松预期，而财政政策是否会超预期发力则构成主要上行风险。

图17. 70 大中城市二手房价格



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

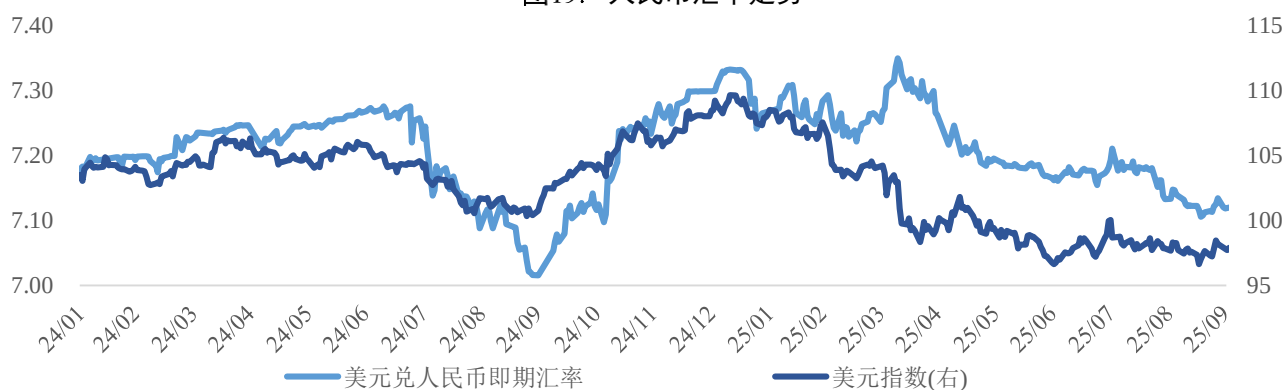
图18. 股市与债市价格



数据来源：中证指数、Wind，联合资信整理

三季度人民币汇率在复杂外部环境下韧性增强，整体在合理均衡水平上保持基本稳定，双向波动特征更为明显。2025 年以来，跨境资本流动总体平稳，外汇市场供求保持基本平衡。三季度，尽管国际形势复杂严峻，主要经济体宏观政策不确定性持续上升，但人民币汇率保持基本稳定，主要在 7.10~7.22 区间内双向波动。预计未来人民币将继续在合理均衡水平上保持基本稳定，走势将受美联储政策路径、中外利差变化以及国内经济修复节奏共同影响。

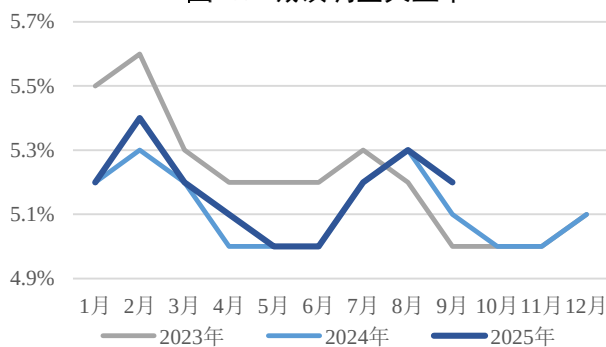
图19. 人民币汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

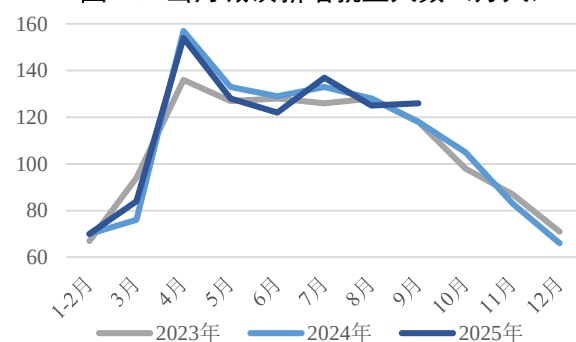
就业形势总体稳定，但结构性矛盾仍存。2025 年前三季度，全国城镇调查失业率均值为 5.2%，其中三季度均值为 5.2%，与上年同期持平。三季度各月失业率呈现季节性波动，受毕业季及暑期天气影响，7、8 月失业率分别升至 5.2%、5.3%；9 月随季节性因素减弱回落至 5.2%。三季度，在暑期文旅消费与稳就业政策带动下，交通运输、住宿餐饮、文体娱乐等服务行业就业人数较二季度和上年同期均有增加，农民工、高校毕业生等重点群体就业也保持基本稳定。短期内就业形势总体稳定，但长期来看就业市场仍面临显著的结构性的压力。一方面，科技进步和产业结构转型带动了劳动市场分化，人工智能、信息技术等新兴产业对高技能人才需求迅速增加，而低技能劳动者面临的就业机会却在逐渐减少；另一方面，经济周期波动影响下的劳动力市场需求的不稳定性也加剧了就业供需错配。展望未来，尽管失业率数据短期可控，但在外部环境复杂、内需动力不足、企业盈利承压的背景下，深层次的技能错配与供需失衡仍是就业市场面临的严峻挑战，亟需更具针对性的政策予以破解。

图20. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图21. 当月城镇新增就业人数（万人）



数据来源：人力资源和社会保障部、Wind，联合资信整理

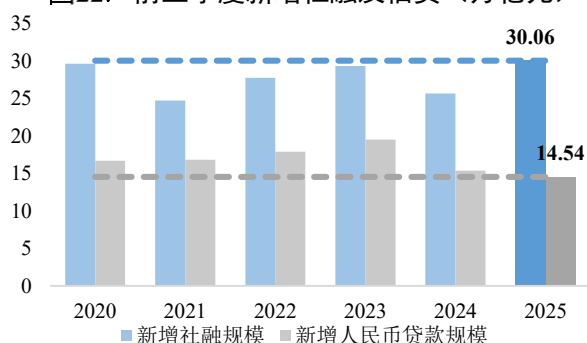
二、宏观信用表现

2025 年前三季度，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、微观主体需求偏弱”的格局。物价持续低位运行拖累名义 GDP 增速继续放缓，宏观杠杆率被动上升。8 月以来工业企业利润虽转为累计正增长，但主要支撑来源于低基数与非经常性损益的贡献，改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

1. 债务与杠杆水平：由政府主导信用扩张，私人部门信用需求偏弱

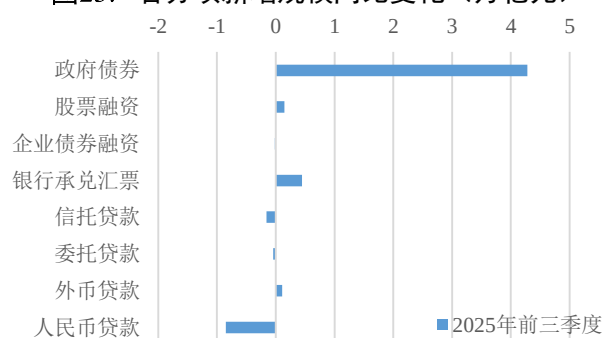
财政发力支撑社融同比多增。2025 年前三季度，社会融资规模增量为 30.09 万亿元，同比多增 4.42 万亿元；截至 9 月末，社融存量同比增长 8.7%，较上年末（8.0%）上行 0.7 个百分点。积极的财政政策提前发力，金融体系强化配合，政府债券融资同比多增较多。前三季度政府债券净融资 11.46 万亿元，同比多增 4.28 万亿元。但由于去年财政融资相对后置，而今年以来财政融资明显前置，导致 9 月政府债净发行同比明显少增。向前看，总体融资需求持续偏弱，经济动能不足，社融增长仍然主要依赖财政政策支撑。

图22. 前三季度新增社融及信贷（万亿元）



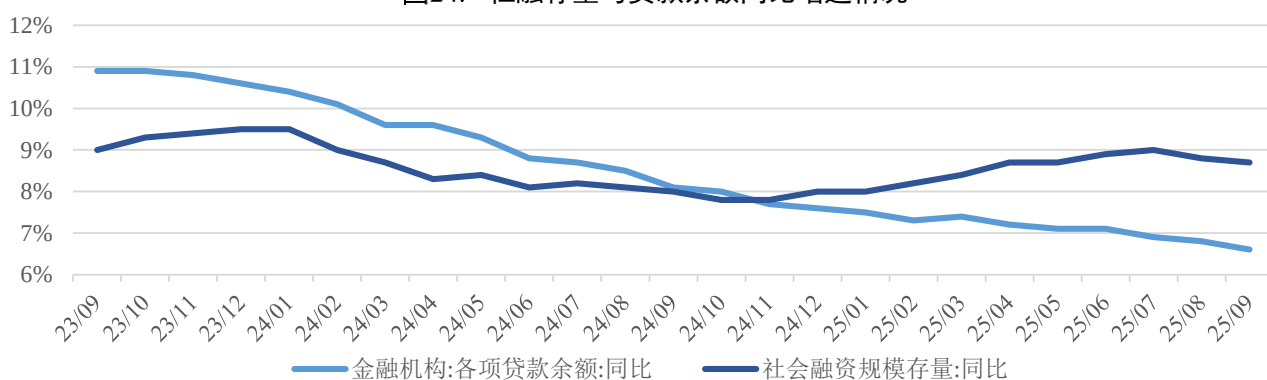
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图23. 各分项新增规模同比变化（万亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

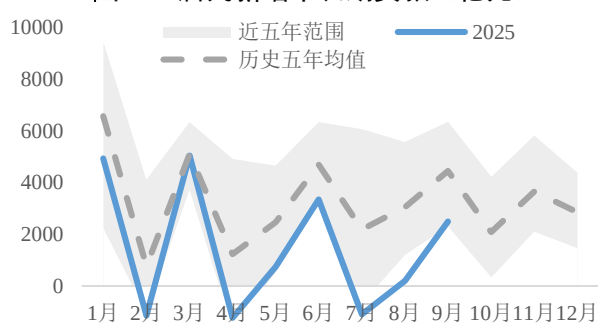
图24. 社融存量与贷款余额同比增速情况



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

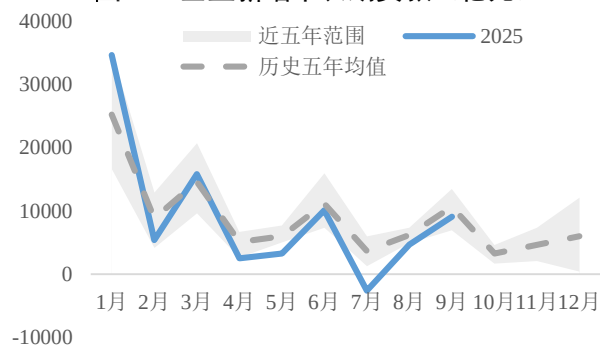
企业和居民信贷需求偏弱。截至2025年9月末，贷款余额同比增长6.6%，较上年末（7.6%）下行1个百分点，人民币贷款增长乏力，私人部门信用扩张趋于放缓，反映出实体经济融资需求整体偏弱。居民部门方面，尽管耐用品“以旧换新”等政策对消费贷款形成一定支撑，但房地产市场持续下行和提前还贷现象增加导致居民中长期贷款显著走弱。企业部门方面，中长期信贷整体依然偏弱，同时短期贷款及票据融资同比多增，表明实体经济主体仍以短期周转需求为主，整体信贷意愿尚未实质性改善。

图25. 居民新增中长期贷款（亿元）



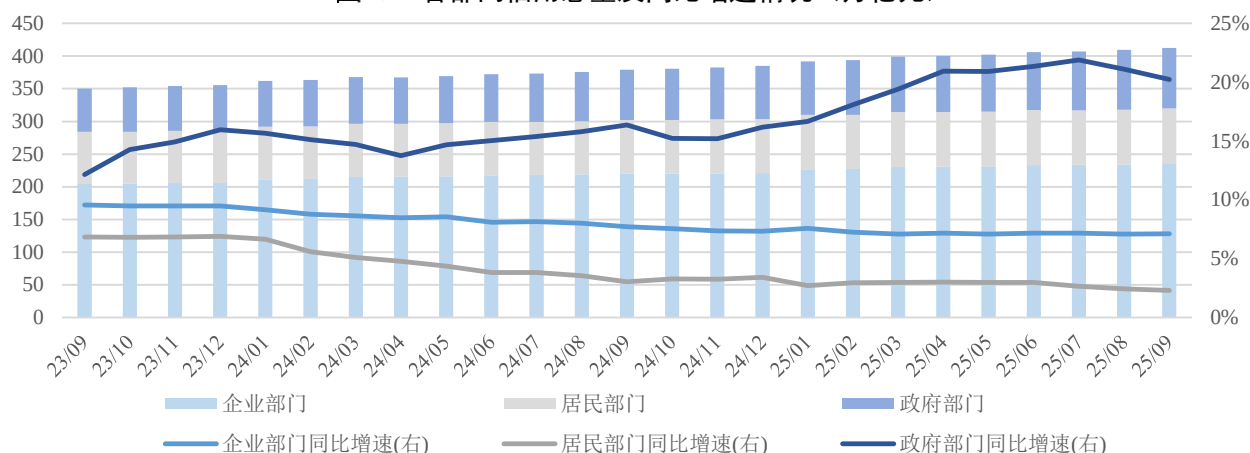
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图26. 企业新增中长期贷款（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

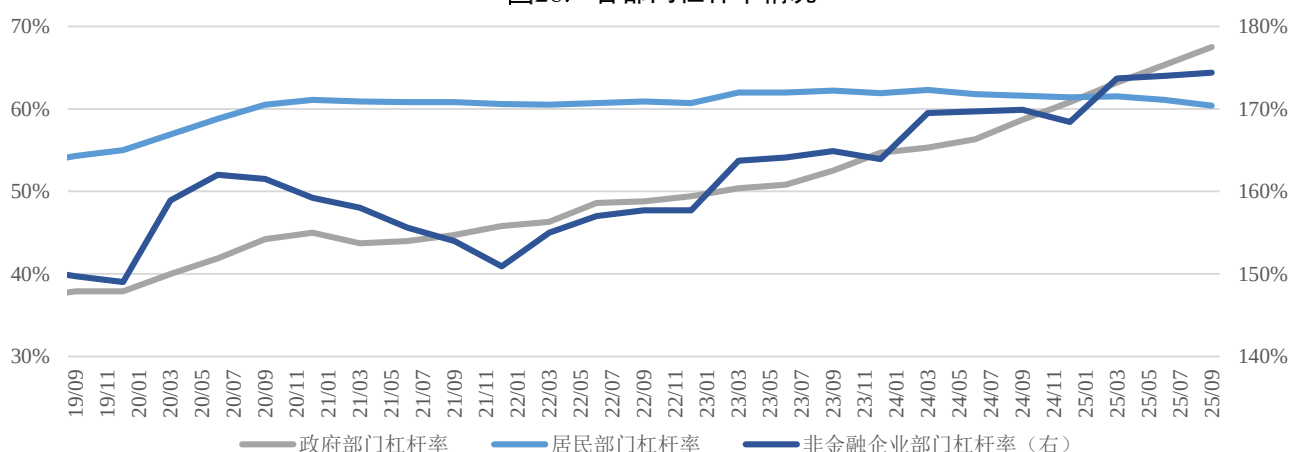
图27. 各部门信用总量及同比增速情况（万亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

宏观杠杆率被动提升，呈现政府部门主动加杠杆、企业杠杆被动上升、居民主动去杠杆的分化态势。物价持续低位运行拖累名义GDP增速继续放缓，宏观杠杆率被动上升，2025年三季度宏观杠杆率上升0.86个百分点。其中，政府部门主动加杠杆，三季度杠杆率上升2.1个百分点，主要源于政府债务增速大幅提升，反映财政政策持续积极、节奏前置，加杠杆幅度已连续五个季度保持在两个百分点以上；企业部门杠杆被动上升，三季度杠杆率微升0.3个百分点，名义GDP增速下行快于企业债务增速放缓，呈现出典型的被动上行特征；居民部门主动去杠杆，三季度杠杆率下降0.6个百分点，源于居民债务增速的回落速度显著快于名义GDP增速的下行，反映出在房地产市场持续低迷背景下，居民主动减少负债、提前还贷的谨慎行为。

图28. 各部门杠杆率情况



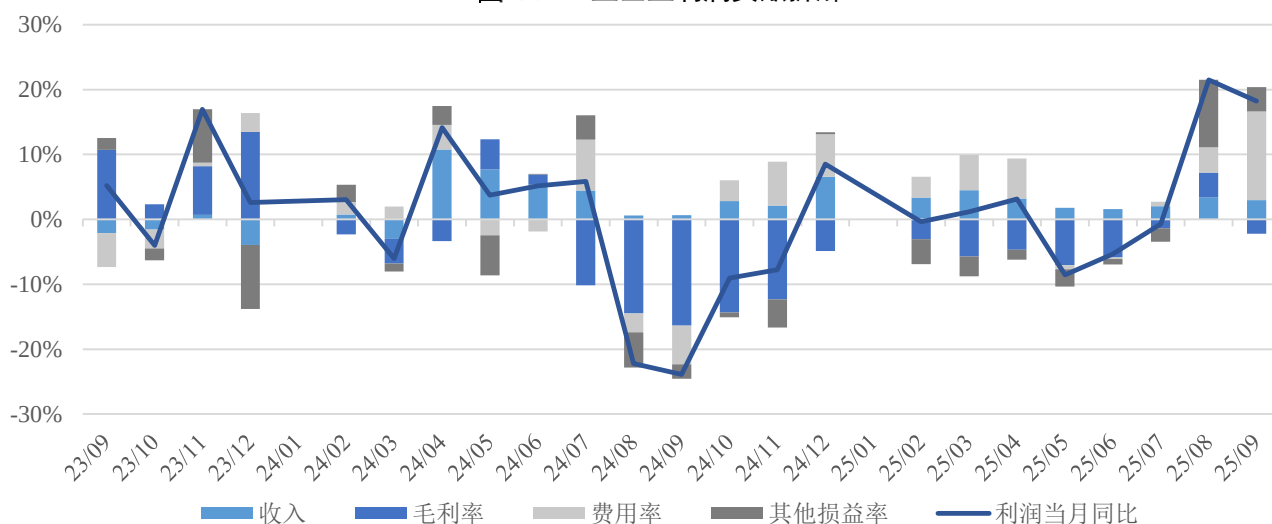
数据来源：国家资产负债表研究中心、Wind，联合资信整理

2. 盈利能力：工企利润转为增长，但改善基础尚不牢固

工业企业盈利初步企稳，但改善基础尚不牢固，增长动力由内外部因素共同驱动。2025年前三季度，

全国规模以上工业企业实现利润总额 5.37 万亿元，同比增速较 1—8 月（0.9%）加快 2.3 个百分点至 3.2%，为 2024 年 8 月以来各月累计最高增速。逐月来看，前 7 个月毛利率和其他损益率是利润同比下降的主要拖累，而 8 月以来在低基数作用下利润增速同比大幅回升：其中 8 月的改善源于“反内卷”带动的收入和毛利率改善，但更多支撑来源于其他损益；而 9 月利润保持较高增长则主要依赖于费用下降的支撑，毛利率的贡献再度转负。未来低基数作用仍将持续，利润总额或将保持增长，然而持续改善的基础尚不牢固，主要体现在三个方面：一是当前利润的改善显著受益于低基数、费用压降与投资收益等其他损益的拉动，而代表企业核心竞争力的毛利率改善幅度相对有限；二是内部需求仍显疲弱，“反内卷”政策虽对工业品价格和收入有一定提振，但尚未根本性扭转需求约束；三是行业间分化依然明显，部分中下游企业仍面临需求不足和成本压力的双重挤压。

图29. 工业企业利润贡献拆解



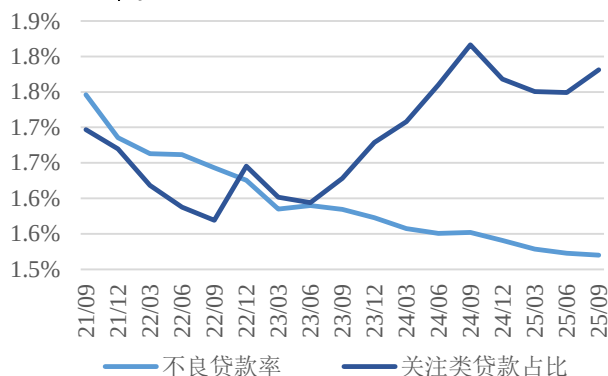
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

3. 信用质量：信用质量总体稳定，三季度等级利差走势分化

商业银行资产质量总体稳定，但潜在压力仍在积累。2025 年前三季度，A 股上市银行信贷资产质量较为稳定，整体不良贷款率延续平稳下降态势，拨备和资本保持在充足水平。但三季度关注类贷款占比有所抬升，信贷资产质量边际压力有所显现。

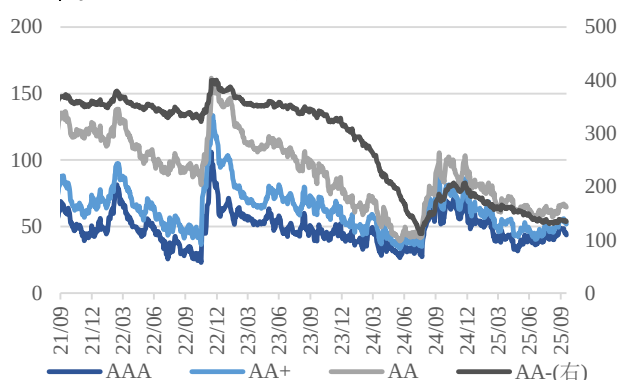
信用利差整体收窄，三季度以来高低等级利差走势分化。2025 年前三季度，各等级产业债信用利差整体呈现收窄的态势，但三季度以来高低等级利差走势出现分化，AAA、AA+及 AA 产业债到期收益率与同期国债收益率利差小幅走阔，而 AA-利差继续收窄。其中，高等级利差主要是在国债收益率上行驱动下的被动走阔；而低等级利差延续收窄则受政策托底和市场风险偏好升高支撑。

图30. 上市银行信贷资产质量情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图31. 三年期各等级产业债信用利差 (BP)



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

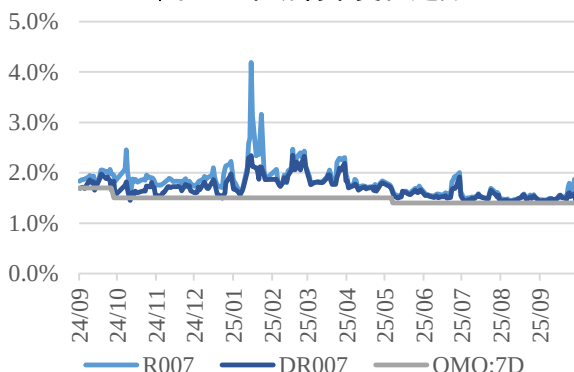
三、宏观政策环境

2025 年前三季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。（更多政策内容请参考上半年宏观报告）

1. 货币政策：适度宽松精准发力，融资成本持续下降

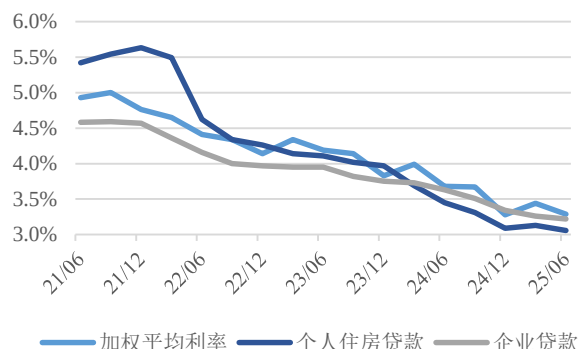
2025 年前三季度，我国货币政策坚持适度宽松基调，持续发力、适时加力，强化逆周期调节，为经济回升向好创造了适宜的货币金融环境。在政策工具使用上，降准降息等一揽子货币政策效果不断显现，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强。2025 年前三季度 M2-M1 剪刀差明显收敛，反映出企业生产经营活跃度提升、个人投资消费需求回暖等积极信号。9 月份，企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约为 3.1%，比上年同期低约 40 个基点；个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约为 3.1%，比上年同期低约 25 个基点。社会融资成本处于历史较低水平，有效支持了实体经济的融资需求。在结构性货币政策方面，央行有效落实好各类结构性货币政策工具，扎实做好金融“五篇大文章”，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。同时，央行还用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。

图32. 市场利率变化趋势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图33. 人民币贷款加权平均利率变化趋势

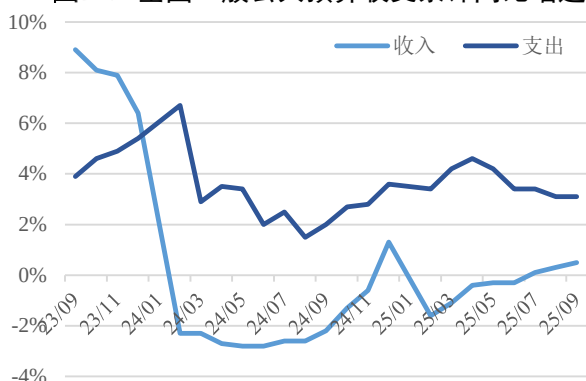


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整

2. 财政政策：积极财政提质加力，重点领域保障有力

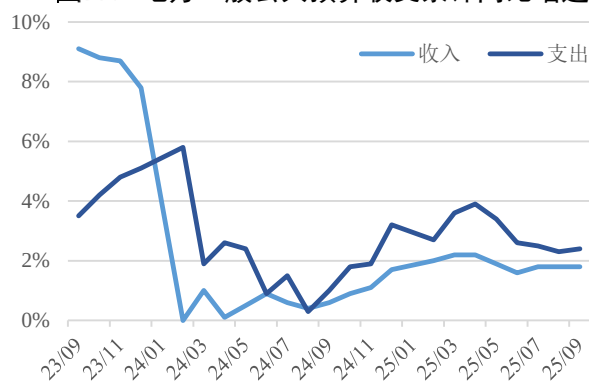
2025 年前三季度，积极财政政策加大支出强度，优化支出结构，收入增幅逐季回升，支出进度加速推进，民生科技等重点领域保障有力，地方政府债券发行提速，有效支撑经济稳中有升发展态势。2025 年前三季度，全国一般公共预算收入 163876 亿元，同比增长 0.5%。分季度看，财政收入增幅逐季回升，一季度下降 1.1%；二季度由降转升，增长 0.6%；三季度增长 2.5%，增幅较上季度明显提高。全国一般公共预算支出 208064 亿元，同比增长 3.1%。其中，中央一般公共预算本级支出 31008 亿元，同比增长 7.3%；地方一般公共预算支出 177056 亿元，同比增长 2.4%。多项支出增幅创近年来较高水平。前三季度，科学技术支出 7105 亿元，增长 6.5%；社会保障和就业支出增长 10%；教育支出增长 5.4%；卫生健康支出增长 4.7%；节能环保支出增长 8.8%；文化旅游体育与传媒支出增长 4%。**地方政府债券发行显著提速，支撑社会融资规模扩张。**今年前三季度，地方政府专项债券、超长期特别国债、中央金融机构注资特别国债等资金共支出 4.21 万亿元，增强经济发展动能，推动经济持续回升向好。政府债券净融资 11.46 万亿元，同比多 4.28 万亿元，政府债券对社会融资规模发挥主要支撑作用，特别是国债和特殊再融资债券发行进度较快，用于支持“两重”“两新”、置换地方政府隐性债务等。近期中央财政采取两项重要措施巩固经济回升向好态势：一是从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，规模较上年增加 1000 亿元，且用途除用于补充地方政府综合财力、化解存量债务、偿还企业账款外，还将安排于“经济大省符合条件的项目建设”；二是提前下达 2026 年新增地方政府债务限额，支持重点项目 2026 年一季度建设资金需求，延续了近几年财政靠前发力的基调。

图34. 全国一般公共预算收支累计同比增速



数据来源：财政部、Wind，联合资信整理

图35. 地方一般公共预算收支累计同比增速



数据来源：财政部、Wind，联合资信整理

3. 纵深推进统一大市场建设破局低价竞争

7月1日，习近平主持召开中央财经委员会第六次会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出；推动海洋经济高质量发展，培育发展海洋科技领军企业和专精特新中小企业，做强做优做大海洋产业，推动海上风电规范有序建设，发展现代化远洋捕捞，发展海洋生物医药、生物制品，打造海洋特色文化和旅游目的地，推动海运业高质量发展。此次会议紧抓商品价格恶性竞争、工业企业利润下滑的宏观经济痛点，对治理低价无序竞争进一步做出工作安排。会议指出纵深推进全国统一大市场建设是治理价格低迷的关键一招。地方过度投资、产业保护妨碍了市场通过竞争让落后产能自然退出的运行机制，因此要通过改革发展理念，因地制宜发展新质生产力，破解价格竞争困局。会议强调在治理中要“依法依规”，这是避免在治理过程中采取“一刀切”，对合规企业的生产经营带来不确定性，不利于呵护正在恢复的企业发展信心。

4. 强化险资长周期考核 提升资本市场投资稳定性

7月11日，财政部发布《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长周期考核的通知》，明确国有商业保险公司全面建立三年以上长周期考核机制，同时，要求国有商业保险公司提高资产负债管理水平，注重稳健经营，增强投资管理能力。长周期考核将有效提升险资入市意愿和波动承受能力，有利于降低短期市场波动对保险等中长期资金投资行为的影响，提升中长期资金权益投资的积极性和稳定性，为资本市场高质量发展注入源头活水，优化市场结构，降低市场波动，更好发挥资本市场“稳定器”“压舱石”作用。

5. 依法治理“内卷式”竞争

7月24日，国家发展改革委、市场监管总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见的公告。其中提到，进一步明确不正当价格行为认定标准，一是完善低价倾销的认定标

准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。二是完善价格串通、哄抬价格、价格歧视等不正当价格行为认定标准。三是公用企事业单位、行业协会等不得利用影响力、行业优势地位等，强制或捆绑销售商品、提供服务并收取价款。四是强化对经营场所经营者价格行为的规范。

6. 七部门推动金融资源构建新型工业化技术攻关护城河

8月5日，中国人民银行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》共包括5个方面18条措施，对照新型工业化重点领域，提出针对性支持举措，优化金融政策工具支持关键技术产品和攻关，多渠道为科技成果转化引入耐心资本，强化产业链重点企业综合金融服务，提升产业科技创新能力和产业链供应链韧性。《意见》明确加强对5G、工业互联网、数据和算力中心等数字基础设施建设的中长期贷款支持，积极运用融资租赁、不动产信托投资基金、资产证券化等方式拓宽数字基础设施建设资金来源。此举标志着中国产业政策与金融工具的融合进入“精准滴灌2.0”阶段，直击新型工业化“技术转化难”与“资本匹配失衡”两大痛点。在全球产业链深度重构背景下，中国以“耐心资本+全周期金融工具”构建技术攻关护城河，政策实现了重大战略突破。构建技术转化资本闭环，完善“链式金融”助力从单点企业到系统韧性，通过金融自主化支撑供应链安全，对抗“技术脱钩”。

7. 贷款贴息靶向破解服务业融资贵难题

8月12日，财政部、民政部等九部门发布《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，其中提出，对于经办银行向服务业经营主体发放的贷款，财政部门按照贷款本金对经营主体进行贴息，贴息期限不超过1年，年贴息比例为1个百分点，中央财政、省级财政分别承担贴息资金的90%、10%。单户享受贴息的贷款规模最高可达100万元。相关政策的出台有助于减轻服务业企业的利息支出负担，有效降低其融资成本，缓解中小微企业融资难、融资贵的问题，进一步激发内需潜力。与此同时，该政策也将激励商业银行加大信贷投放力度，促进银行信贷规模稳步增长，进而改善商业银行的整体盈利水平。

8. 加快筑牢“人工智能+”竞争基石

8月26日，国务院发布关于深入实施“人工智能+”行动的意见。意见包含三个要点：一是强化智能算力统筹，支持人工智能芯片攻坚创新与使能软件生态培育。此举以国家统筹的智能算力体系为基础，突破算力供给与核心技术的双重瓶颈。二是推动智能终端“万物智联”，大力发展智能网联汽车、人工智能手机等新一代智能终端。通过智能网联汽车、人工智能手机等终端，构建“万物智联”的新型产业模版，实现场景、数据与模型的闭环。三是加大人工智能领域金融和财政支持力度，发展壮大长期资本、耐心资本、战略资本。以长期资本、战略资本为纽带，实现财政、金融与产业政策的跨周期协同，形成覆盖基础研究、技术攻关、商业落地的全生命周期资本支持体系。意见不仅强化了人工智能作为国家战略性基础资源的地

位，也为我国在全球科技竞争中奠定了制度与产业的双重基石。

9. 服务消费提质惠民行动助力释放内需潜力

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》提出，实施服务消费提质惠民行动，从加强政策支持、搭建平台载体、扩大对外开放、强化标准引领、优化消费环境等方面提出工作举措。例如，持续深化“购在中国”品牌打造，开展“服务消费季”系列促消费活动，围绕贴近群众生活、需求潜力大、带动作用强的重点领域开展服务消费促进活动，培育服务消费品牌，打造服务消费热点。年初以来，我国已多次发布促进消费政策，支持扩大内需，政策的发布有助于进一步完善我国的消费政策体系，具有系统性强、创新导向明显、民生导向突出等特点，有助于进一步释放服务消费潜力，推动经济结构优化，为我国经济高质量发展注入新动能。

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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，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。