

宏观经济信用观察

(二零二五年年报)

增长目标顺利实现 结构转型持续深化

主要经济指标情况

指标名称	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4
GDP 当季值(万亿元)	37.4	31.9	34.2	35.5	38.8
GDP 当季同比(%)	5.4	5.4	5.2	4.8	4.5
工业增加值增速(%)	5.8	6.5	6.4	6.2	5.9
固定资产投资增速(%)	3.2	4.2	2.8	-0.5	-3.8
房地产投资增速(%)	-10.6	-9.9	-11.2	-13.9	-17.2
基建投资增速(%)	4.4	5.8	4.6	1.1	-2.2
制造业投资增速(%)	9.2	9.1	7.5	4.0	0.6
社零增速(%)	3.5	4.6	5.0	4.5	3.7
出口总额增速(%)	5.8	5.7	5.9	6.1	5.5
进口总额增速(%)	1.0	-6.9	-3.8	-1.1	0.0
CPI 涨幅(%)	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
PPI 涨幅(%)	-2.2	-2.3	-2.8	-2.8	-2.6
调查失业率均值(%)	5.0	5.3	5.0	5.2	5.1
社融存量增速(%)	8.0	8.4	8.9	8.7	8.3
宏观杠杆率变动(百分点)	0.4	7.8	2.0	1.9	0.1
工业企业利润增速(%)	-3.3	0.8	-1.8	3.2	0.6

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；6. 宏观杠杆率变动为季度环比变动

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 年经济运行总体平稳，主要发展目标顺利实现。随着结构转型持续深化，经济运行呈现出分化特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。展望未来，短期内“供强需弱”格局或将延续，但新旧动能转换与产业升级将持续增强经济内生韧性。政策靠前发力有望支撑经济一季度边际改善，推动“十五五”良好开局。
- 宏观信用表现方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。
- 宏观政策环境方面，2025 年财政政策加大逆周期调节，货币政策适度宽松、灵活高效，着力扩内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，推进全国统一大市场建设，整治“内卷式”竞争。接下来，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。

联合资信研究中心

吴 玥 wuyue@lhratings.com

张 振 zhangzhen@lhratings.com

王 妍 wangyan@lhratings.com

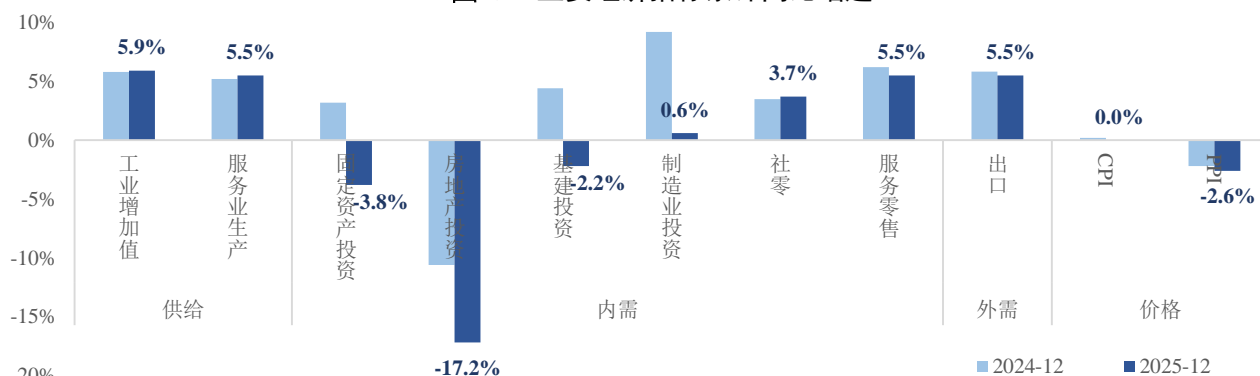


一、宏观经济运行

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。

具体而言，全年经济运行主要呈现出以下六点特征：**一是从供需关系看，供给强于需求、外需强于内需。**2025 年生产供给能力保持较强韧性，工业增加值、服务业生产指数增速较上年有所加快，且高于 GDP 增速（5.0%），而内需恢复整体偏缓，固定资产投资同比转负、社零表现偏弱，同时外需表现相对强劲，全年出口增速高于投资和社零。**二是在量价维度上，数量增长强于价格表现。**实际 GDP、工业增加值等主要数量指标平稳增长，但价格水平持续低位运行，GDP 平减指数累计同比连续 11 个季度为负，名义 GDP 低于实际 GDP 增速。**三是在产业结构层面，新旧动能转换步伐不一。**高端制造、绿色低碳、数字经济等新增长引擎表现活跃、支撑增强，而传统基建、房地产及其上下游等领域依然承压、修复较慢。**四是消费结构方面，服务消费强于商品消费。**以商品消费为代表的社零等指标表现偏弱，以服务消费为代表的服务零售额则保持较快增长，成为 2025 年经济增长的一个亮点。**五是外需结构上，出口向非美市场加速拓展。**市场多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟、印度等非美市场出口加速，有效对冲了美国市场的拖累，外需的稳定性和韧性增强。**六是从经济与资本市场关系来看，基本面与股市走势出现阶段性分化。**全年经济增长呈现前高后低态势，但股票市场在下半年政策预期与资金带动下显著走强，或反映出市场对于经济下行的过度悲观预期得到缓解，对于经济转型成效、特别是新质生产力所代表的新经济竞争力的信心有所增强。

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

展望未来，尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化也不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期

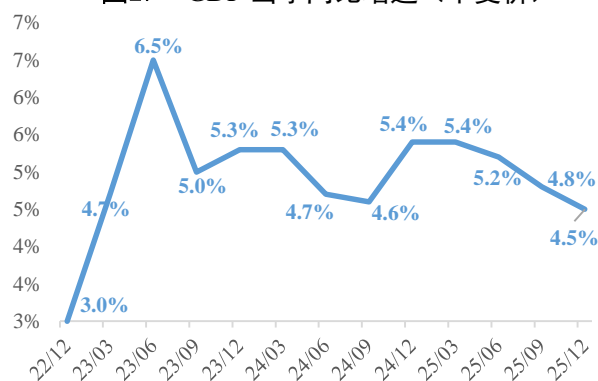
发展提供了坚实支撑。短期而言，2025 年末内需偏弱的惯性或将延续，但中央经济工作会议已明确释放政策靠前发力的信号，预计逆周期调节加码将支撑一季度经济边际改善，实现“十五五”的良好开局。价格方面，在低基数效应与促消费、“反内卷”等政策协同发力的共同作用下，CPI 与 PPI 同比增速有望实现温和回升，全年价格中枢预计将逐步上移。

1. 经济增长：年内走势前高后低，供强需弱格局延续，外需韧性强于内需

在基数效应和政策节奏错位影响下，经济增速前高后低。经初步核算，2025 年国内生产总值（GDP）首次突破 140 万亿元，达到 140.19 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.0%，完成年初预期增长目标。逐季来看，GDP 增速前高后低，四季度当季同比增长 4.5%，较三季度下行 0.3 个百分点，主要受两方面因素影响：一是上年同期基数较高，对同比增速形成压制；二是政策节奏出现阶段性错位，2024 年四季度集中发力，而 2025 年政策整体前置，政策效应逐渐减弱，而 9 月以来的增量政策工具的效果尚未充分显现。

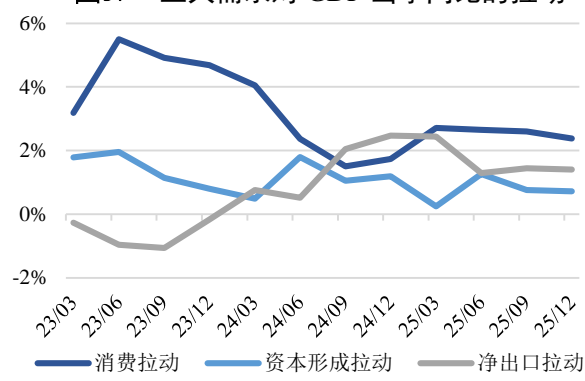
从三大需求对经济增长的贡献来看，2025 年消费继续发挥“主引擎”作用，尽管拉动作用逐季小幅放缓，但全年累计拉动 GDP 增长 2.6 个百分点，贡献率达到 52%，较 2024 年（47%）有所回升；净出口在外部环境变化中展现出较强韧性，虽受关税政策影响，二季度对 GDP 当季同比拉动作用显著下滑，但下半年整体趋于平稳，全年拉动 GDP 增长 1.64 个百分点，贡献率连续两年超过 30%；资本形成总额的拉动作用相对偏弱，全年对 GDP 的贡献率仅为 15.4%，为 2000 年以来首次低于 20%。

图2. 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3. 三大需求对 GDP 当季同比的拉动



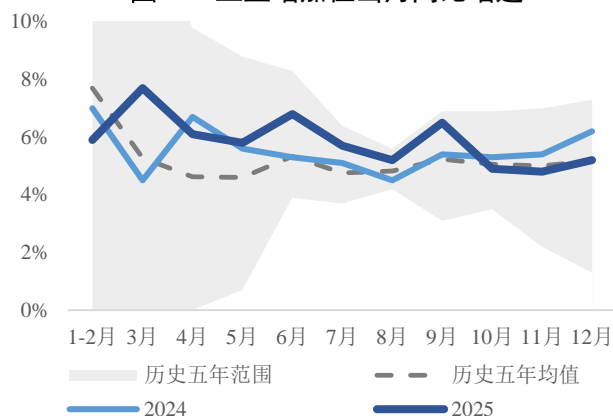
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

生产端总体表现稳健，工业与服务业均实现较快增长，产业升级与结构优化态势持续增强。

工业生产平稳向好，结构向优向新发展。2025 年，规模以上工业增加值同比增长 5.9%，保持较快增长态势，增速较上年加快 0.1 个百分点。其中，制造业增长 6.4%，持续高于整体工业增速。行业方面，装备制造业占全部规上工业比重为 36.8%，较上年提高 2.2 个百分点，产业结构不断优化，其中汽车制造、电子设备、电气机械等行业增加值均实现较快增长；高技术制造、数字产品制造等新动能增长势头强劲，引领工业高质量发展。后续来看，政策将加快推动产业转型升级，同时叠加出口维持韧性、盈利改善等积

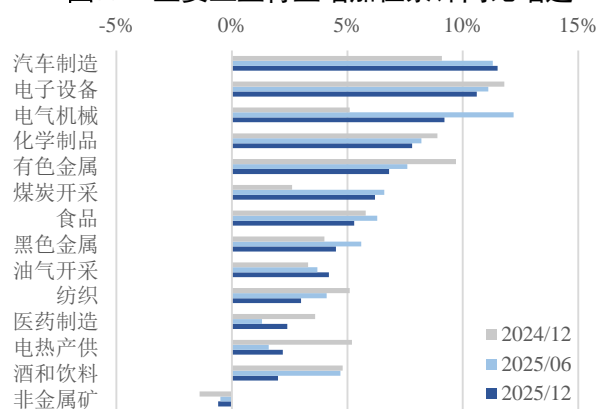
极因素，工业生产有望维持较快增长。

图4. 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

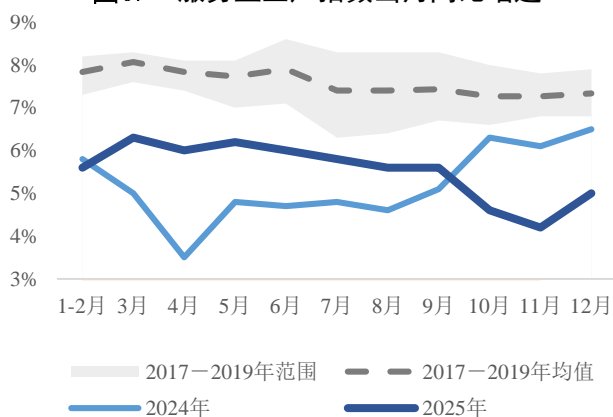
图5. 主要工业行业增加值累计同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

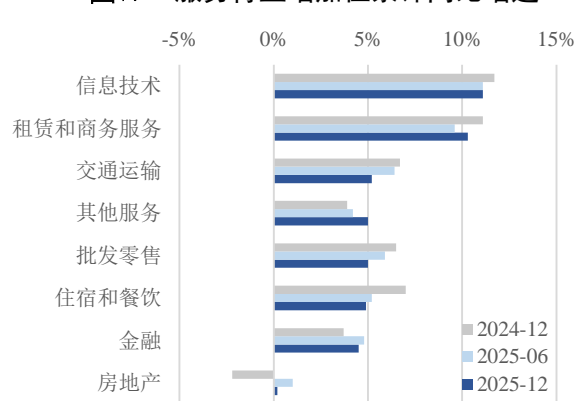
服务业生产保持较快增长，转型升级态势明显。2025年，服务业生产指数累计同比增长5.5%，较上年加快0.3个百分点。同期，服务业增加值累计同比增长5.4%，从主要行业来看，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业增加值比上年分别增长11.1%和10.3%，共拉动服务业增加值增长1.7个百分点，现代服务业发展持续向好。展望未来，在促消费政策进一步向服务领域倾斜和深化的背景下，预计服务业生产有望维持增长韧性。同时，服务业发展重心正从规模扩张转向结构优化与质量提升，这一转型升级将是贯穿经济中长期发展的重要趋势。

图6. 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7. 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

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，酒和饮料为酒、饮料和精制茶制造业，下同。

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。

需求端整体呈现“外需强于内需、服务消费强于商品消费、出口向非美市场加速多元化”的分化特征。固定资产投资受基建与房地产投资下滑拖累同比转负，成为内需主要短板；社零增速随政策效应递减而回落，但服务消费表现相对稳健；出口则在产业升级与市场多元化支撑下彰显韧性，规模与质量实现双提升。

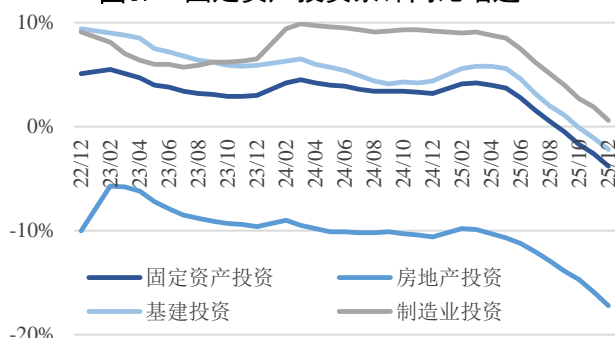
固定资产投资同比转负，成为内需的主要拖累。2025 年，全国固定资产投资（不含农户）48.52 万亿元，同比下降 3.8%。分领域看，2025 年基建和房地产投资均出现下滑，仅制造业投资实现 0.6% 的小幅增长。展望后市，随着政策支持力度加大、企业盈利预期改善以及部分重大项目提前开工，2026 年一季度投资增速有望止跌回稳，基建投资或成为主要支撑力。

制造业投资增速大幅放缓。2025 年制造业投资同比增长 0.6%，虽仍是投资端主要支撑，但增长动能明显趋缓。下半年以来，随着大规模设备更新政策边际效应减弱，叠加外部不确定性增大与企业盈利承压，部分企业资本开支意愿趋于谨慎，导致制造业投资增速明显放缓。展望未来，中美贸易局势阶段性缓和、出口或将维持韧性以及企业盈利预期改善等因素，有望共同推动制造业投资回暖。

基建投资转为负增长。2025 年基建投资（不含电力）同比下降 2.2%，年内节奏体现为前高后低，下半年增速放缓主要反映地方化债进程的深化对传统基建的抑制。四季度落地的财政增量资金形成的实物工作量有限，未对基建投资形成明显支撑，或与全年经济增长基本达成、地方聚焦蓄力“开门红”有关。预计随着部分重大项目提前开工、中央预算内投资计划提前下达等政策效应显现，基建投资有望温和回升。

房地产开发投资持续探底，销售降幅收窄。2025 年房地产开发投资同比下降 17.2%，降幅持续扩大。销售端虽持续处于收缩区间，但全年商品房销售金额与销售面积同比降幅较上年有所收窄，且年底销售月度数据出现小幅回升。销售同比改善同样体现在资金来源上，定金及预收款、个人按揭贷款两项资金来源的降幅同样较上年收窄，而国内贷款和自筹资金降幅仍在扩大，但前两项销售资金的降幅仍大于国内贷款和自筹资金降幅，资金紧张、预期偏弱等因素持续影响房地产投资向上修复。目前，市场整体仍处于库存去化与信心重建的筑底阶段，短期内房地产投资或将继续承压。

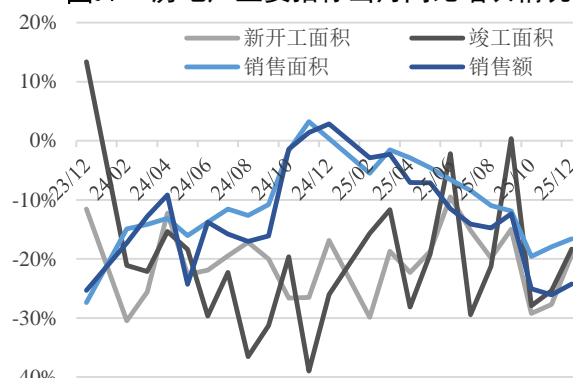
图8. 固定资产投资累计同比增速



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9. 房地产主要指标当月同比增长情况

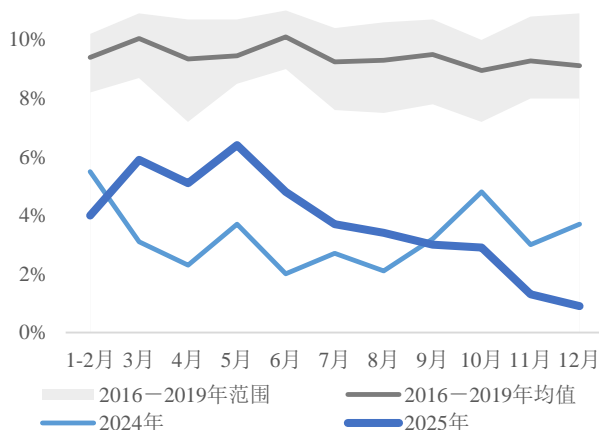


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

社零增速随政策效应逐步递减而回落，复苏基础尚不牢固。2025 年，社会消费品零售总额 50.12 万亿元，同比增长 3.7%。逐月来看，随着“以旧换新”政策边际效益递减，社零当月同比自 6 月起持续回落至

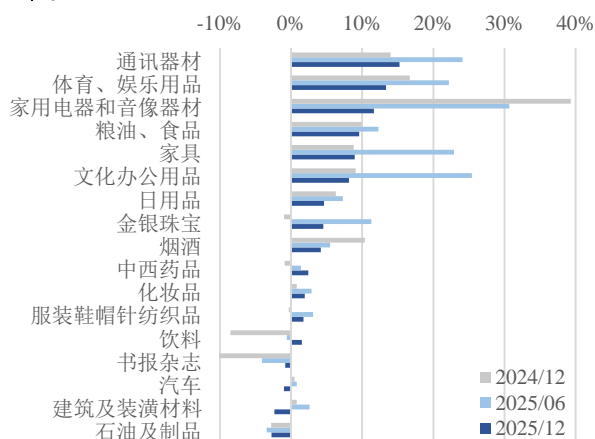
12月的0.9%。服务消费表现相对亮眼，随着扩大服务消费政策持续多点发力，服务零售额同比增长5.5%，增速较前三季度加快0.3个百分点，高于同期商品零售额增速（3.8%）1.7个百分点。主要商品方面，通讯器材、家用电器和音响器材、家具等政策主要支持商品销售额实现较快增长，但较上半年有所回落；建筑及装潢材料、汽车等商品销售额由上半年的同比增长转为下降。当前消费修复动能仍然偏弱，仍需要更多针对性政策托底。

图10. 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

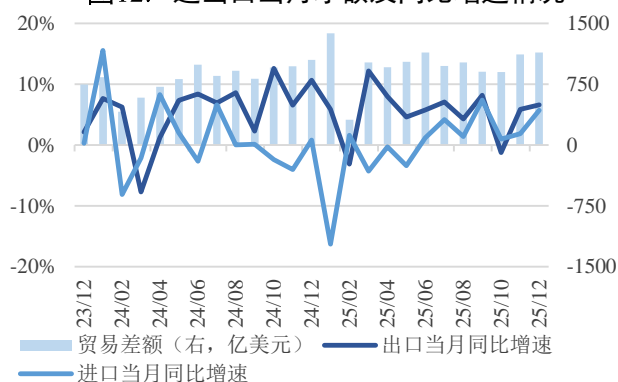
图11. 主要商品零售额累计同比增速情况（%）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

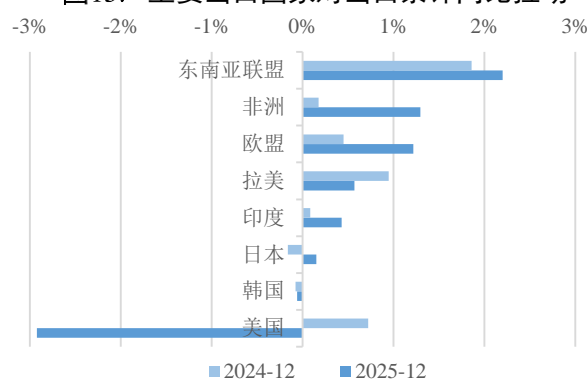
进出口贸易规模再创新高，出口格局优化提质。2025年，中国货物进出口总额6.35万亿美元，同比增长3.2%，创历史新高，继续保持全球货物贸易第一大国地位。其中，出口3.77万亿美元，同比增长5.5%；进口2.58万亿美元，与上年基本持平。2025年以来，在国际环境深刻演变、世界经贸秩序遭遇重大挑战的复杂局面下，中国外贸运行面临较大压力，但仍在完备的产业体系和出口多元化的支撑下彰显出强劲韧性，实现规模与质量双提升，突出表现在三个方面：**一是**创新动能持续释放，高技术产品出口同比增长13.2%，拉动出口增长2.4个百分点；**二是**绿色助推全球低碳转型，以新能源汽车、锂电池、光伏产品为代表的“新三样”以及风力发电机组等绿色产品出口分别增长27.1%和48.7%，实现较快增长；**三是**出口市场多元化成效显著，抗风险能力显著增强，东盟连续3年成为我第一大出口市场，且对出口的拉动作用进一步增强，对非洲、欧盟、印度等市场出口显著加速，有效对冲了美国市场对出口的拖累。展望2026年，全球贸易增长动力不足，外部环境不确定因素较多，但我国出口产业体系完备、市场多元化的基础坚实，有望继续保持一定韧性。

图12. 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13. 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：物价低位运行，主要类别资产走势分化，资本市场信心重塑

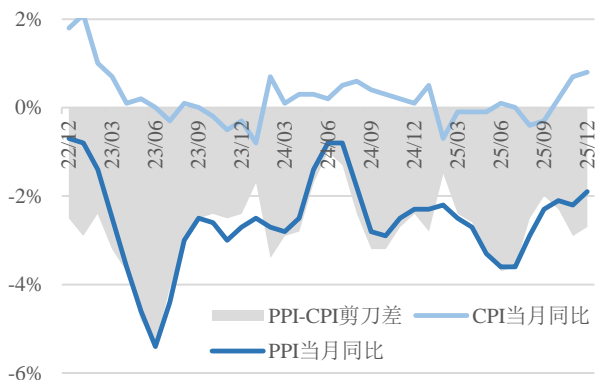
物价水平方面，受制于整体内需疲软，CPI 低位运行，但核心 CPI 已显现稳步回升势头；PPI 通缩压力边际缓和，供需调整与外部环境主导产品价格走势分化。

CPI 低位运行，核心通胀稳步回升。2025 年，全国居民消费价格（CPI）与上年持平。随着各项扩内需促消费政策加力实施，10 月 CPI 同比由负转正并持续回升，12 月当月同比上涨 0.8%，涨幅为 2023 年 3 月以来最高。分项来看，食品和能源价格降幅较大，是拉低 CPI 的主要因素。**食品价格处于低位**（-1.5%），其中鲜菜、猪肉价格均由上年的上涨转为下降。**能源价格降幅扩大**（-3.3%），降幅较上半年扩大 3.2 个百分点，其中受国际原油价格下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降 7.2%、7.8%。扣除食品和能源价格后的**核心 CPI 持续回升**（0.7%），涨幅比上年扩大 0.2 个百分点，自 3 月起核心 CPI 月度同比持续回升，9 月起连续 4 个月涨幅保持在 1%以上，12 月上涨 1.2%。服务价格温和上涨（0.5%），家政、教育和医疗等必需类服务价格上涨，旅游出行类服务价格有所下降；扣除能源的工业消费品价格涨幅较大（1.1%），国内金饰品价格受国际金价推动大幅上涨 43.2%，涨幅比上年扩大 21.1 个百分点，创历史新高，汽车价格降幅有所收窄。展望 2026 年，在促消费、扩大内需等政策的支撑下，CPI 或将温和回升，但回升幅度仍取决于需求实际恢复的情况。

PPI 低位回升，通缩压力边际缓和。2025 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.6%。随着“反内卷”政策落地，8 月以来 PPI 环比止降，10 月起连续 3 个月上涨；同比降幅收窄至 12 月的 1.9%，为 2024 年 9 月以来的最小降幅，显示工业通缩压力边际缓解。从行业来看，重点行业产能治理、企业低价无序竞争综合整治等持续显效，部分行业供需结构改善，8 月以来煤炭行业价格环比在连降 9 个月后转为上涨，带动同比降幅较前 8 个月收窄。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产品价格同比连续 9 个月上涨；部分出口相关行业仍受外部不确定性压制，纺织等行业价格同比下降。预计下阶段，在低基数以及反内卷政策的支撑下，PPI 同比降幅可能会继续收窄，但受下游需求总体不足的限制，

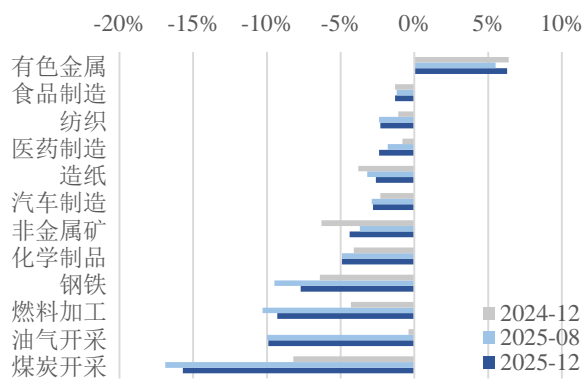
工业品价格总体或仍将延续弱势格局。

图14. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图15. 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股市场在前三季度强势上涨后进入高位震荡与风格切换阶段；债券市场在多重因素博弈下延续震荡格局；人民币汇率在强劲内生动能推动下结束了双向波动，呈现稳中有升、年末显著走强的态势；而房地产价格仍处于下行寻底阶段，市场信心的恢复与价格全面企稳仍需时日。

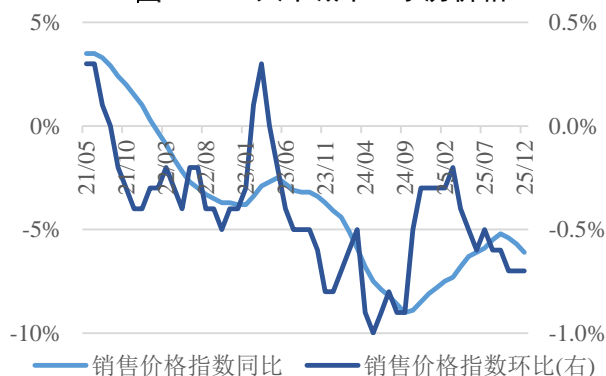
房地产价格仍处于下行寻底通道。2025年，70个大中城市商品住宅销售价格同比降幅收窄后再次扩大，环比降幅呈现扩大态势。展望未来，房价短期走势将继续受供需基本面主导。尽管“认房不认贷”等存量政策对市场情绪有托底作用，但其提振效果的持续性有限；而保障性住房建设等“三大工程”的实质性推进规模与节奏，将成为重塑行业中长期发展模式、影响市场预期。整体来看，市场信心的修复与价格的全面企稳仍需经历一个渐进过程。

2025年，A股市场在前三季度强势上涨后进入高位震荡与风格切换阶段。四季度主要指数表现分化，市场自十年高位回落整理。驱动市场调整的核心因素包括：第一，外部宏观扰动加剧，中美关税局势在10月初升温，对市场情绪特别是科技板块造成冲击；第二，内部存在技术性调整需求，前期涨幅巨大的人工智能软件及硬件板块累积了丰厚获利盘；第三，季节性因素导致部分机构资金在年末转向防御。四季度，市场风格出现显著再平衡，贵金属、银行等板块逆势上涨，而半导体、通信设备等前三季度领涨板块则明显回调。经历整固后，市场于12月中下旬结束调整，随着海外流动性改善及政策预期升温，跨年行情启动。展望未来，市场在消化浮盈和外部扰动后，中长期向好根基未变，但波动中的结构轮动预计将持续。

2025年，债券市场在多重因素博弈下延续震荡格局。十年期国债收益率一季度上升，二季度下降，三季度又一次快速上升，进入四季度之后在1.79%至1.87%的区间内波动上升。市场走势呈现明显的“上有顶、下有底”特征。一方面，国内经济尚处弱复苏阶段，对利率大幅上行形成抑制；另一方面，在“反内卷”政策带动价格水平温和回升、央行强调维持社会融资成本低位运行的背景下，收益率的下行空间也受到约束。驱动市场的主要力量发生转换。三季度显著的“股债跷跷板”效应在四季度有所减弱，债市更多受自身逻辑主导。同时，机构行为趋于复杂，银行、保险等配置盘的需求存在不确定性，而公募基金费率

改革等政策影响也持续扰动市场情绪。展望未来，债券收益率不具备趋势性上行基础，但波动将成为常态。核心矛盾在于“弱基本面”与“低利率约束”之间的平衡。主要上行风险来自财政政策超预期发力与全球风险偏好变化，而下行动力则取决于经济修复斜率与货币政策能否打开新的宽松空间。

图16. 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17. 股市与债市价格

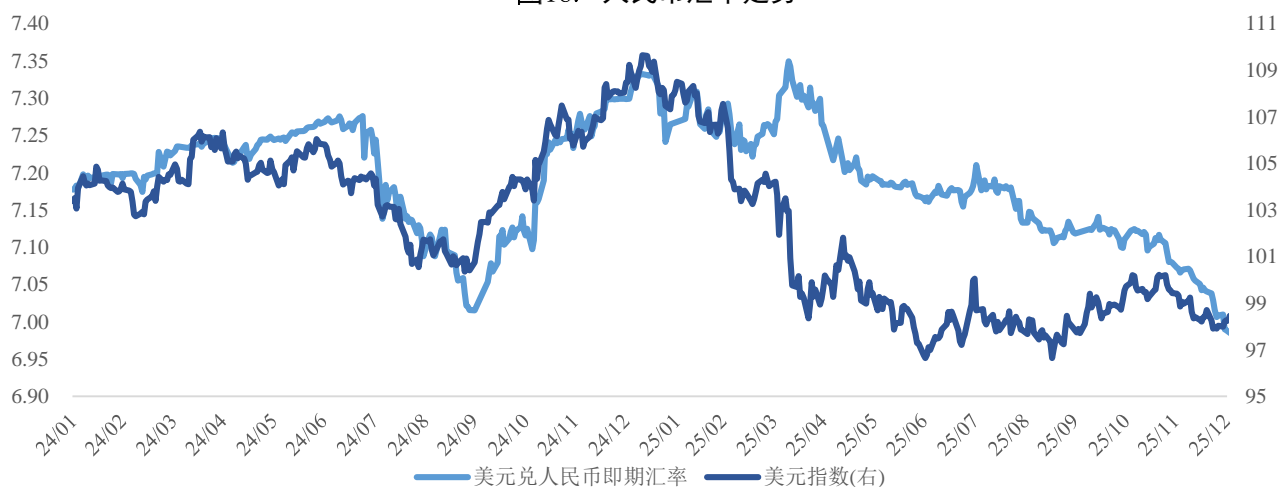


数据来源：中证指数、Wind，联合资信整理

2025年，人民币汇率在强劲内生动能推动下结束了双向波动，呈现稳中有升、年末显著走强的态势。

离岸人民币对美元汇率在12月底时隔近15个月首次升破“7”这一关键心理关口，标志着汇市情绪与预期发生积极转变。支撑本轮升值的核心驱动力明确：首先，外部环境改善，美联储于9月启动降息，美元指数走弱，为人民币创造了有利条件。其次，内部因素形成合力，年底出口企业季节性结汇需求集中释放，提供了扎实的购汇盘支撑。同时，央行通过中间价引导等逆周期调节措施，有效稳定并增强了市场预期。展望未来，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定的基础依然牢固。后续走势将主要取决于三大因素的动态平衡：美联储后续的货币政策路径、中外经济增长的差异对比，以及国内经济基本面修复的持续性与强度。长期来看，人民币汇率弹性将进一步增强，双向波动的特征仍将持续。

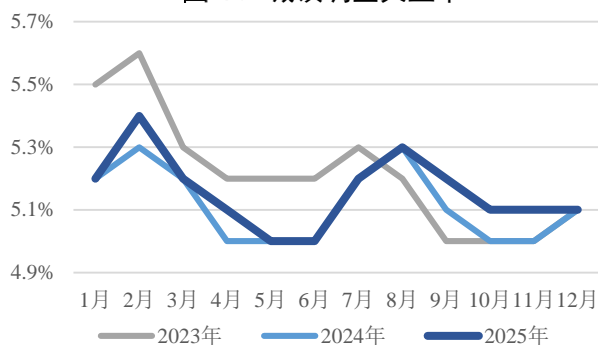
图18. 人民币汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

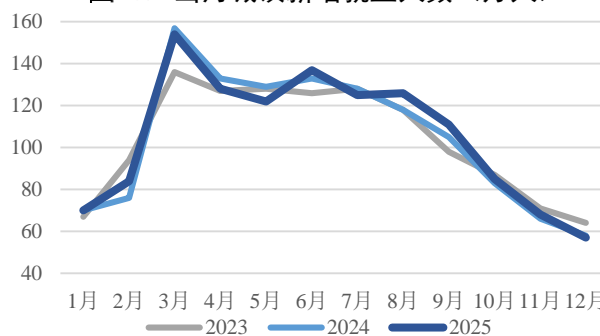
就业市场平稳运行。2025 年就业形势保持基本稳定，全国城镇调查失业率均值为 5.2%，低于 5.5% 左右的预期目标。分季度来看，就业市场呈现“季节性波动、整体趋稳”的特征：一季度受春节假期用工淡季影响，2 月失业率升至全年最高点（5.4%），随着节后复工复产有序推进，3 月失业率回落至 5.2%；二季度劳动力市场活跃度持续提升，失业率回落至全年低位区间；三季度受高校毕业生集中离校求职的季节性压力影响，7、8 月失业率阶段性回升至 5.2%、5.3%，9 月随着企业秋招启动及政策稳岗效应显现，失业率再度回落至 5.2%；进入四季度，就业市场态势趋于稳定，失业率稳定在 5.1% 的较低水平。展望未来，虽然失业率在短期内处于可控区间，但在外部环境复杂多变、国内内需恢复动能有待增强、企业经营压力尚未完全缓解的背景下，技能错配、供需失衡等深层次问题，仍是制约就业市场高质量发展的核心挑战，亟待通过更具针对性的政策举措加以破解。

图19. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图20. 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

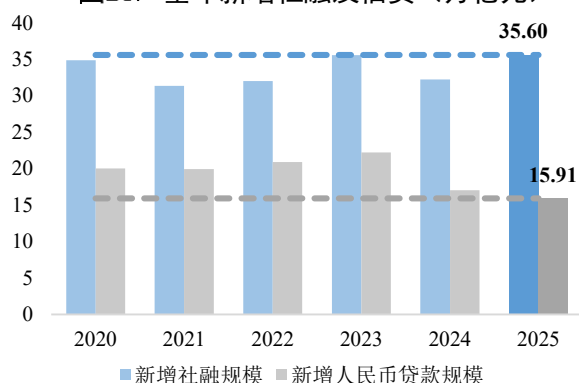
2025 年，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、微观主体需求偏弱”的格局。政府债券推动直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。我国宏观杠杆率在政府主动加杠杆、企业稳杠杆与居民持续去杠杆的共同作用下，总体保持合理水平，金融支持实体经济的质效不断提升。工业企业利润恢复增长，月度支撑动能转换，新动能领域支撑作用显著。未来工业企业利润有望继续保持增长，但持续向好基础仍待夯实。信用质量总体稳定，商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

1. 债务与杠杆水平：政府债券推动直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化

债券等贷款以外的新增融资方式占比超过 50%，金融供给侧结构性改革成效凸显。2025 年，社会融资规模增量为 35.6 万亿元，同比多增 3.34 万亿元；截至 12 月末，社融存量同比增长 8.3%，较上年末（8.0%）上行 0.3 个百分点。2025 年，在社融增速保持稳健的环境下，居民贷款同比少增 2.3 万亿元，政府债券融资同比多增 2.5 万亿元。居民贷款减少、政府债券融资增加成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力。从结构上来看，企业债券融资同比多增 4826 亿元、非金融企业境内股票融资同比多增 1863 亿元，特别是

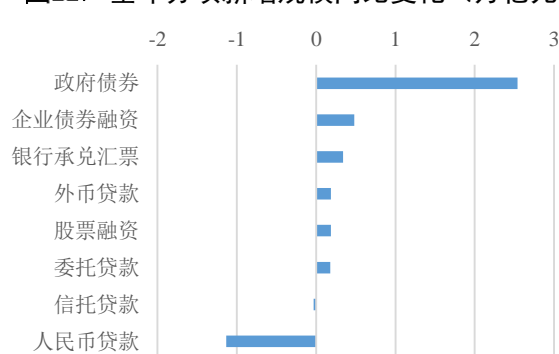
2025 年科创债市场发行达到 2.3 万亿元，“科技金融”不断深化正在成为越来越重要的驱动力。长远来看，直接融资为导向的金融供给侧改革将继续主动引领和加速新旧动能的转换。随着“反内卷”和全国统一大市场建设改革任务的推进，金融风险分担机制将进一步理顺，高成长性、产品市场需求旺盛的企业将获得更多的资金青睐。要进一步发展好直接融资市场，接下来要进一步深化三项改革。**第一，继续完善好隐性债务的清理和退出。**隐性债务事关地方政府这一重要的经济发展引擎，完成隐性债务置换让地方能够轻装再上阵，推动地方融资平台真正实现市场化发展，从以往的依靠土地发展模式转向新经济发展模式。**第二，扩容和升级科创债市场。**科创企业多具备高成长性，固定资产不足，以知识资产为主。要从风险分担机制、产品设计和信用评估方法上采取新举措，让科创债成为快速扩张型科技企业的重要融资渠道。**第三，推动股票市场稳健发展。**股票市场是直接融资体系的核心驱动力，是长期资本、耐心资本的主舞台。2025 年中国股票市场指数取得了重大突破，要继续发挥好国家队在股票市场中对定价权的控制力，维护好金融稳定，为直接融资长远发展奠定基石。

图21. 全年新增社融及信贷（万亿元）



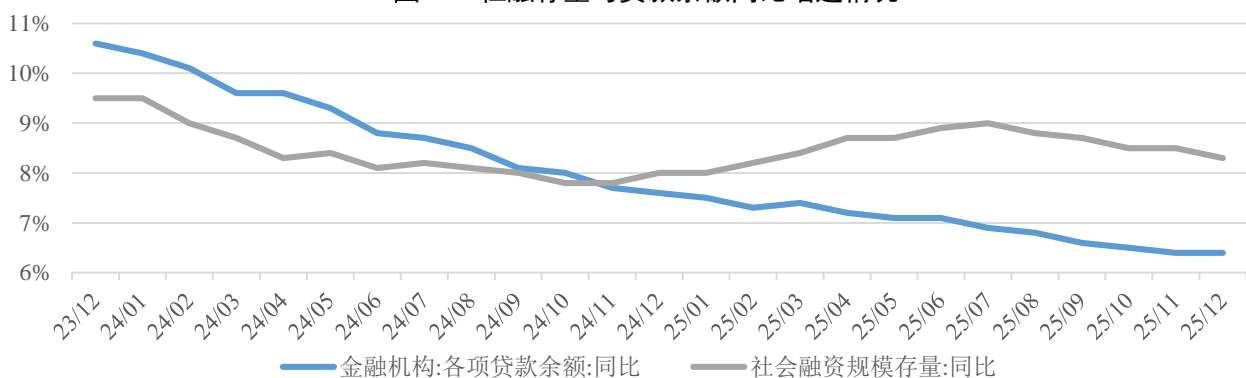
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图22. 全年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23. 社融存量与贷款余额同比增速情况

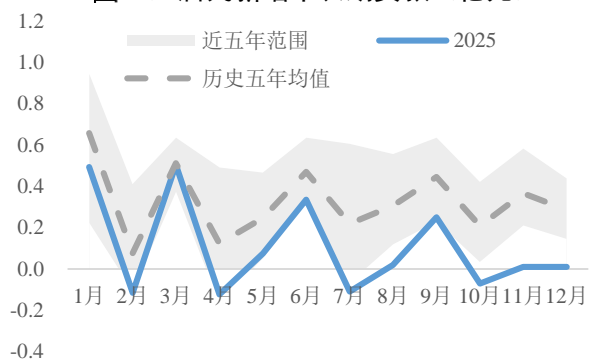


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

居民贷款需求偏弱，企业贷款结构持续优化。截至 2025 年 12 月末，贷款余额同比增长 6.4%，较上年末（7.6%）下行 1.2 个百分点，人民币贷款余额增速明显低于社融存量增速，居民部门信用扩张趋于放缓，是主要拖累因素。不过，从企业贷款结构上来看，2025 年制造业中长期贷款余额同比增长 6.6%，基础设施业中长期贷款余额同比增长 6.9%，不含房地产业的服务业中长期贷款同比增长 9.4%，显示出贷款对经

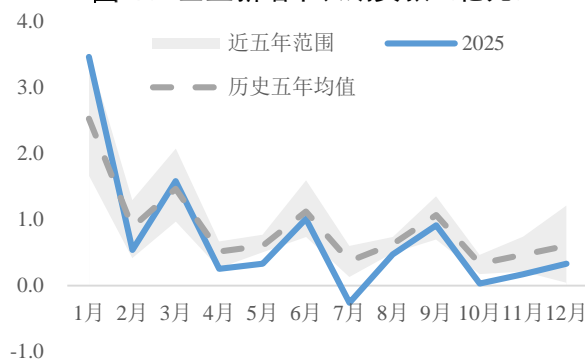
济中长期支持力度增加。自 2024 年以来，央行创设了多项再贷款工具，后续根据经济形势采取了多次的扩容、降息、优化举措。在这些工具支持下，截至 2025 年 11 月，科技贷款余额同比增长 11.5%，绿色贷款余额同比增长 23%，普惠贷款余额同比增长 10.3%，养老产业贷款余额同比增长 60.2%，数字经济产业贷款余额同比增速 14.6%，均高于各项贷款增速。

图24. 居民新增中长期贷款（亿元）



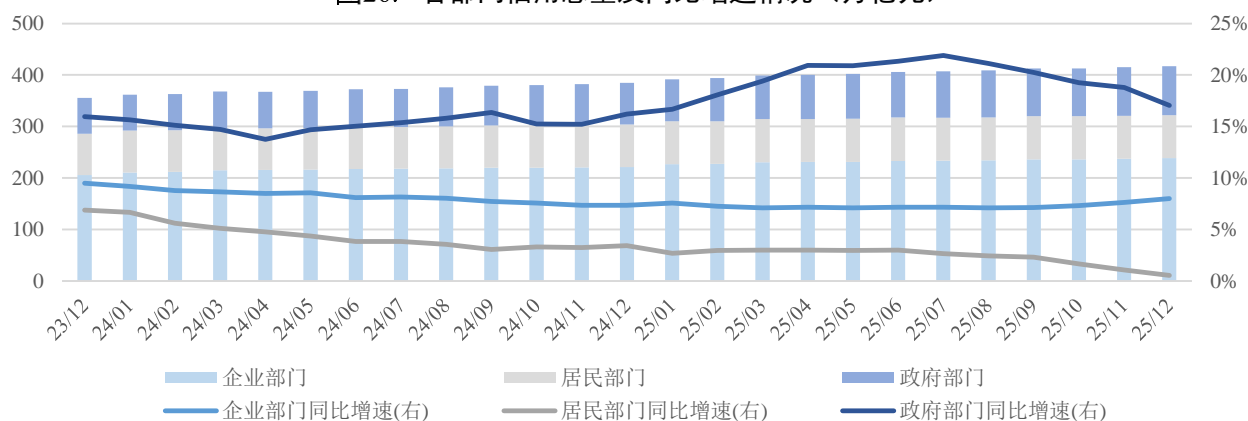
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图25. 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26. 各部门信用总量及同比增速情况（万亿元）

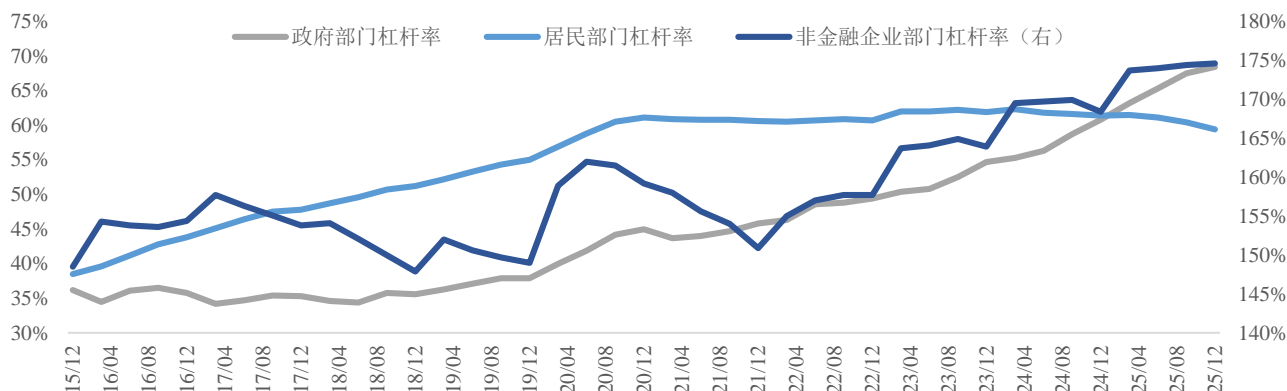


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2025 年，我国宏观杠杆率在政府主动加杠杆、企业稳杠杆与居民持续去杠杆的共同作用下，总体保持合理水平，金融支持实体经济的质效不断提升。从全年整体情况看，宏观杠杆率有所上升，但符合逆周期调节的政策意图。根据国家金融与发展实验室发布最新数据，2025 年末，我国宏观杠杆率为 302.4%，债务扩张趋缓与名义经济增速下降共同作用导致宏观杠杆率被动上升 11.7 个百分点，涨幅超过 2024 年（10.1 个百分点）。其中，**政府部门主动加杠杆**，2025 年杠杆率上升 7.6 个百分点，全年杠杆率增幅最大。这主要反映了财政政策持续发力，地方政府专项债券和超长期特别国债发行规模较大、节奏前置，以支持“两重”项目建设和稳定经济增长。**非金融企业部门稳杠杆**，2025 年杠杆率上升 6.2 个百分点，在高杠杆率基数下其全年增幅保持略有上升或基本稳定。这体现了企业融资需求平稳，债务增长与名义经济增速大体匹配，结构性货币政策工具有效支持了重点领域。**居民部门延续主动去杠杆**，2025 年杠杆率下降 2.0 个百分点，杠杆率呈温和下降态势。这主要受房地产市场调整、居民消费与购房行为更趋谨慎、部分家庭选择提前偿还房贷等因素影响，反映出居民资产负债表的主动调整。综上所述，2025 年我国宏观杠杆率的变动，是宏

观政策主动作为与市场主体行为调整的综合结果，整体风险可控。

图27. 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

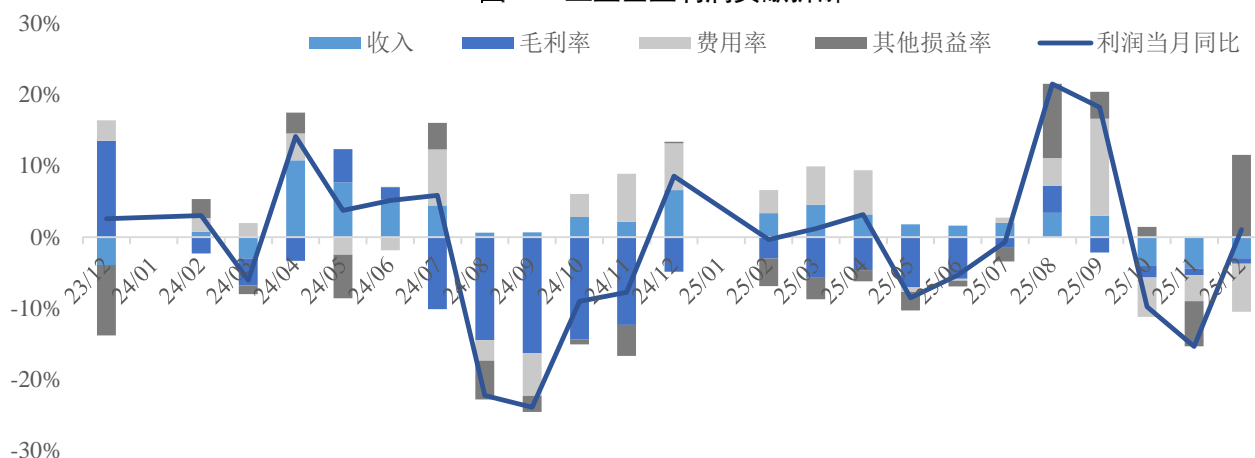
2. 盈利能力：工企利润实现增长，持续向好基础仍需巩固

2025 年工企利润恢复增长，月度支撑动能转换。2025 年，全国规模以上工业企业实现利润总额 7.40 万亿元，同比增长 0.6%，扭转了此前连续三年的下降态势。从月度走势来看，前 7 个月利润主要受到毛利率和其他损益率的双重拖累，增长动力不足；8、9 月在低基数效应下利润同比增速明显回升，其中 8 月的改善主要源于“反内卷”政策带动的收入和毛利率提振，但更大支撑来自其他损益项目，而 9 月的高增长则更多依赖费用下降，毛利率贡献再度转负；10—11 月，毛利率与费用率对利润的贡献均转为负向，利润增长再度承压；12 月在其他损益的支撑下当月利润实现同比增长。

行业结构性亮点显现，新动能领域支撑作用显著。2025 年，规模以上装备制造业利润较上年增长 7.7%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 2.8 个百分点，是对工企利润增长贡献最大的板块；规模以上高技术制造业利润较上年增长 13.3%，高于全部规模以上工业 12.7 个百分点，为工业高质量发展注入持续动力。

利润增长前景向好，但复苏基础仍待夯实。展望未来，工业企业利润有望延续增长态势，但持续向好的基础仍待进一步巩固，主要体现于以下几方面：**一是**2025 年利润的改善更多依托于低基数效应、费用管控与其他损益贡献，而反映核心竞争力的毛利率修复幅度相对有限，利润增长的内生动力仍然偏弱。**二是**内需复苏节奏仍偏缓，“反内卷”政策虽然对价格与收入形成阶段性提振，但尚未从根本上缓解需求端约束，后续需关注扩大内需相关政策的落地效果与实施成效。**三是**企业面临去库存及资金周转等压力，整体运营效率仍然偏弱，但针对企业账款拖欠问题，政策端已出台专项举措发力纾困：12 月召开的中央经济工作会议将“加紧清理拖欠企业账款”列为重点任务；国务院在 2026 年 1 月专项部署，提出通过安排专项债券等措施加大清欠力度，旨在从源头上缓解企业现金流压力。后续相关政策落地有望支撑企业资金周转状况结构性改善，为利润持续复苏提供支撑。

图28. 工业企业利润贡献拆解



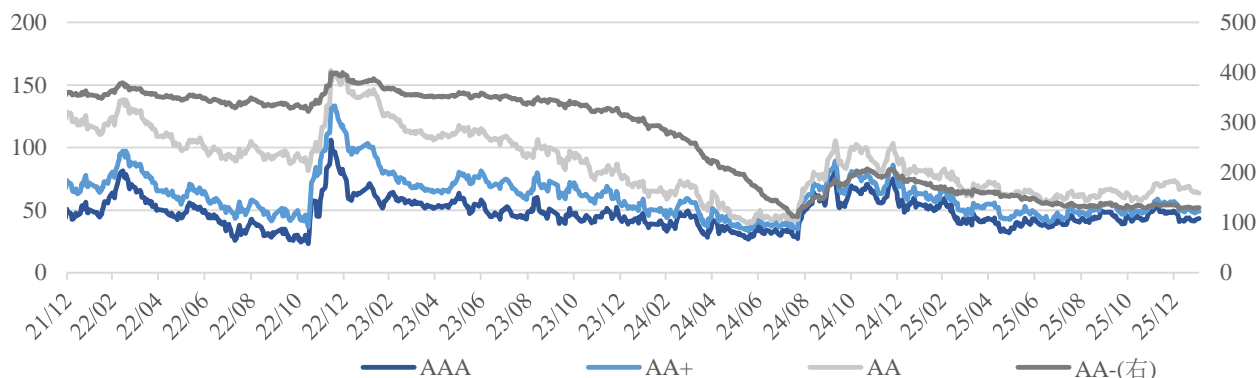
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

3. 信用质量：商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡

2025年，商业银行资产质量总体保持稳定，但结构性压力延续，潜在风险继续在特定领域积累。整体不良贷款率维持在较低水平，拨备覆盖率处于充足区间。然而，资产质量内部分化显著，进入四季度之后，风险特征较前三季度未有根本性转变，主要的结构性压力体现在零售贷款领域。受市场环境等因素影响，个人消费贷款、信用卡透支等零售业务不良率仍呈上升态势，银行业普遍面临零售贷款资产质量下迁的情况。与之相对，对公贷款资产质量持续好转，特别是在房地产等重点领域的风险得到持续出清。此外，部分银行通过加大处置力度，实现了不良率的边际改善。展望未来，商业银行资产质量的演变将主要取决于实体经济特别是居民收入的修复节奏、房地产市场的复苏进度以及相关金融支持政策的落地效果。零售贷款风险的走势仍需密切关注。

2025年，信用利差整体呈现震荡格局，四季度走势较三季度更为复杂。前三季度，信用利差整体收窄，高低等级利差走势分化。进入四季度后，利差在季度初因债市利空因素边际缓解而主动收窄，但临近季末，受超长债供给扰动、重要会议释放货币宽松信号以及年末万科债券展期等事件影响，信用利差转为主动走阔并维持震荡。市场内部结构性分化持续。一方面，在化债政策持续推进的背景下，城投债利差整体处于低位；另一方面，产业债中与居民消费相关的家用电器等行业，由于需求复苏路径尚不稳定，其信用利差仍处于高位。年末房地产领域出现的债券展期事件，略微推升了相关领域的风险溢价。展望未来，信用利差预计将延续低位震荡，但结构性分化可能加剧。市场走势将取决于货币政策宽松的实际力度、潜在信用风险事件的演化以及机构负债端的稳定情况。

图29. 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

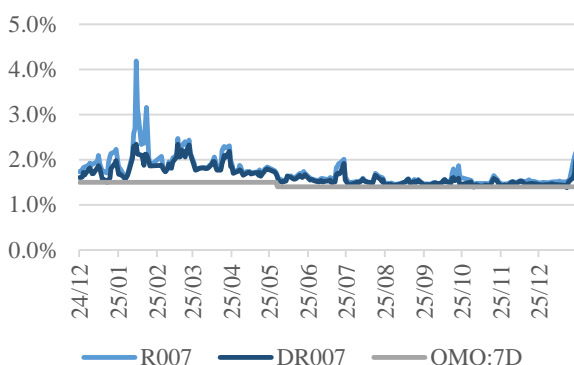
2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，首次实施更加积极的财政政策，并时隔 14 年再次实施适度宽松的货币政策。财政政策加大逆周期调节，大幅增加专项债规模，加快超长期特别国债发行，并安排 2 万亿元置换债券有序化解地方政府隐性债务。货币政策灵活高效，年内通过降准降息、创设结构性工具等一揽子措施，保持流动性充裕，引导社会综合融资成本持续下行。政策着力扩大内需，从供需两侧协同发力提振消费，并推动投资提质增效，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，重点领域风险化解取得积极进展，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成。此外，纵深推进全国统一大市场建设，并综合整治“内卷式”竞争。展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。（更多政策内容请参考三季度宏观报告）

1. 货币政策：适度宽松强化逆周期与跨周期调节，精准发力支持科技创新

2025 年，我国货币政策坚持并有力实施了“适度宽松”的基调，通过强化逆周期与跨周期调节，为经济回升向好和金融市场稳定运行创造了适宜的货币金融环境。在政策操作上，央行于 5 月份推出了包含“数量、价格、结构”三大类的“一揽子”政策措施，包括降准 0.5 个百分点、下调政策利率、调降各类再贷款利率及创设新工具等。政策效果显著：金融总量保持合理增长，2025 年 12 月社会融资规模存量、广义货币供应量（M2）分别同比增长 8.3%和 8.5%。社会综合融资成本持续下降，12 月新发放企业贷款加权平均利率和新发放个人住房贷款加权平均利率都大约在 3.1%左右，自 2018 年下半年以来，分别下降了 2.5 个和 2.6 个百分点，均处于历史低位。M2 与 M1 的增速“剪刀差”明显收窄，反映出资金活化程度提升与经济活力增强。结构性货币政策精准有力，突出支持科技创新、提振消费等重点方向。通过运用并创设科技创新再贷款、服务消费与养老再贷款等工具，扎实做好金融“五篇大文章”。截至 12 月末，科技、

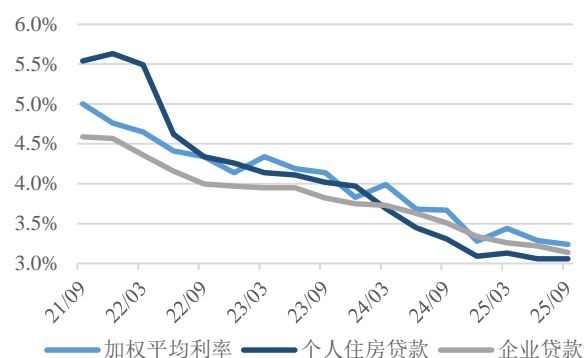
绿色、普惠、养老和数字经济产业等领域的贷款增速均显著高于全部贷款平均增速。同时，优化支持资本市场的货币政策工具，探索常态化安排以维护市场稳定。展望下阶段，货币政策将延续适度宽松取向，把促进物价合理回升作为重要考量。预计将继续保持流动性充裕，推动社会融资成本稳中有降，并进一步发挥好结构性工具的精准导向作用，强化政策传导，以巩固经济回升向好的基础。

图30. 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31. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



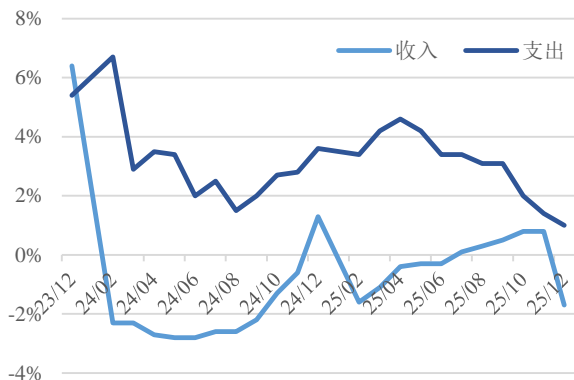
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整

2. 财政政策：收入稳步修复、支出精准有力、国债逆周期驱动增强

2025年，我国实施了更加积极有为的财政政策，通过保持必要支出强度、优化支出结构、加快债券资金使用，为经济持续回升向好提供了有力支撑。全年财政运行总体平稳，呈现出“收入稳步修复、支出精准有力、国债逆周期驱动增强”的特征。财政收入稳步修复，结构亮点显现。2025年，全国一般公共预算收入21.60万亿元，同比下降1.7%。其中，税收收入同比增长0.8%，非税收入同比下降11.3%。全年来看，财政收入当月同比增速逐月回升，10月当月同比增速上升至3.2%，11月和12月同比增速下降主要受2024年基数效应影响，从两年平均增速来看，11月和12月财政收入仍然保持健康状态。国内增值税、消费税、企业所得税等主体税种保持正增长，个人所得税同比增长11.5%。**财政支出保持强度，重点领域保障坚实。**2025年，全国一般公共预算支出28.74万亿元，同比增长1.0%。全年来看，财政支出当月同比增速“前高后低”，这主要受2024年后半年财政政策大幅发力、2025年上半年财政政策接续保持高支出强度有关，2026年财政支出增速或更加平稳。其中，中央一般公共预算本级支出4.30万亿元，同比增长5.7%；地方一般公共预算支出24.44万亿元，同比增长0.2%。支出结构持续优化，社会保障和就业、卫生健康、教育、节能环保等重点领域支出增速均高于总支出增速。特别值得一提的是，全年安排约1000亿元用于发放新中国成立以来首次大范围、普惠式的育儿补贴，已惠及3000多万名婴幼儿，直接体现了“投资于人”的政策导向。**政府债券显著扩张，有效驱动经济增长。**为对冲政府性基金收入下滑的影响，扩大政府债券发行成为财政政策的核心发力点。2025年全年，超长期特别国债、地方政府专项债券、中央金融机构注资特别国债等资金共支出6.19万亿元，同比大幅增长37.6%，有效增强了经济发展动能。大规模政府债券净融资对社会融资规模形成了主要支撑，有力保障了国家重大战略实施和重点领域安全能力建设的资金需求。展

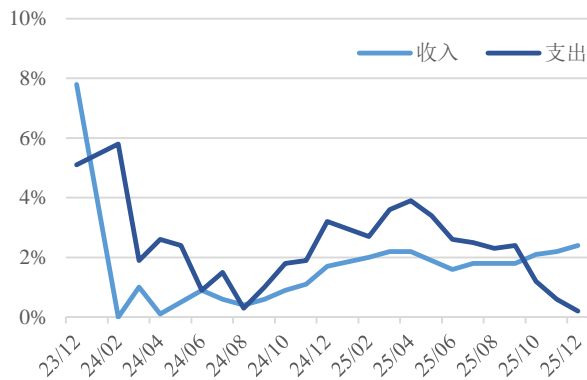
望 2026 年，财政政策预计将延续积极基调，保持必要的支出力度，并进一步将政策重心向提振消费、保障和改善民生等领域倾斜，为“十五五”良好开局奠定基础。

图32. 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33. 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. 开展消费新场景试点 激发消费投资新动能

9月28日，财政部、商务部印发《关于开展消费新业态新模式新场景试点工作的通知》。计划遴选50个左右地市级及以上城市实施两年期政策，通过健全首发经济体系、创新多元化服务消费场景、支持优质消费资源与知名IP跨界联名等方式培育消费新增长点。2025年前8个月大规模消费品以旧换新成效显著，社零总额同比增长4.6%，商品零售额增长4.8%。但短期内再次大规模刺激商品消费的政策空间受限，因此本次政策着力扩大服务消费，开辟刺激消费增长的新空间。本次政策中，“首发经济服务体系”有利于激发消费活力、推动消费升级，“创新多元化服务消费场景”将进一步巩固提升服务消费发展，通过城市试点工作将推动地方转变发展思路、积累新的工作经验，为后续推广奠定基础。评价标准包括统一大市场建设、营商环境、数据治理能力，高标准将有效提高城市未来发展潜力。

4. “十五五”规划三大主线筑牢高质量发展根基

10月20日至23日，党的二十届四中全会顺利召开，会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，对未来五年发展作出顶层设计和战略擘画。根据全会精神，“十五五”期间将围绕筑根基、强科技、扩内需三大战略主线，系统推进高质量发展。具体来看，筑根基方面，全会将“建设现代化产业体系”列于重点任务首位，明确实体经济为发展根基，强调保持制造业合理比重。同时，“十五五”规划更加追求质的提升而非单纯经济总量增长，强调智能化、绿色化、融合化三大发展方向，为制造业升级和科技创新提供了清晰的政策支持框架。未来政策预计沿两个方向协同发力，一方面，纵深推进制造强国、质量强国、航天强国、交通强国与网络强国建设，强化高端制造业的战略支撑；另一方面，统筹传统产业优化、新兴产业培育与未来产业布局，提升服务业发展质效，全面增强国内大循环的韧性与

可靠性。强科技方面，“高水平科技自立自强”在全会公报中单独成章，标志着科技创新已从“发展选项”全面升级为“生存必需”。全会提出聚焦原始创新与关键核心技术攻关，强化教育、科技、人才一体化制度协同，提升国家创新体系整体效能。扩内需方面，全会提出“坚持扩大内需这个战略基点”，把握好拓展增量、提升效益、畅通循环这三个关键，通过增加居民收入、改善消费环境、创新消费场景，激发超大规模市场优势等方式增强国内大循环内生动力和可靠性。

5. 中美关税部分调整释放缓和信号

11月5日，财政部官网发布公告，为落实中美经贸磋商达成的成果共识，自11月10日起，停止实施《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》规定的加征关税措施。调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》规定的加征关税措施，在一年内继续暂停实施24%的对美加征关税税率，保留10%的对美加征关税税率。此举说明中美经贸关系出现了阶段性缓和，贸易摩擦降温，市场情绪修复，是中美两国元首近期经贸磋商的成果。表明中方愿在“平等与相互尊重”基础上推动双边关系稳定发展。但24%的关税暂停不等于取消，其政治象征意义大于经济结构性的改变，一年后是否延续仍存变数。此举为双方争取了谈判窗口，但并未解决中美贸易之间核心技术脱钩、市场准入不平等、产业补贴争议等深层矛盾。

6. 中国、欧盟和巴西发起碳市场开放联盟

11月8日，中国、欧盟和巴西在贝伦气候峰会发起成立“碳排放权交易市场开放联盟”，共包括11个国家和地区，旨在建立一个跨国合作框架，协调各国碳定价机制、排放交易体系及相关政策，实现“互通、透明与可信”的全球合规碳市场网络。联盟将推动碳资产证券化、碳保险、碳基金等创新金融产品的发展，为气候项目提供多元化融资渠道。特别是绿色债券、碳信用期货等产品的发展，将为大规模基础设施投资提供支持。近年来中国绿色债券市场实现快速发展。《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》等一系列支持绿色债券发行的监管政策持续出台落地。良好的发行和融资环境推动产品规模持续扩大。在此背景下，本次联盟的成立有望带动境外发行人进入中国市场发展绿色熊猫债或投资中国绿色债券，激发市场活力，形成良好的国际示范效应，提升国际影响力。

7. 卫星物联网商用试验助力航天强国建设

11月19日，工信部发布《关于组织开展卫星物联网业务商用试验的通知》，通过开展卫星物联网业务商用试验，丰富卫星通信市场供给、激发市场主体活力、提升行业服务能力、建立安全监管体系，形成可复制可推广的经验和模式，支持商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。此举旨在通过构建标准化

的业务准入与监管框架，为商业航天、低空经济等新兴产业注入确定性，有望系统性重塑相关产业链的发展环境。通过设定清晰的申请条件、审批程序与业务经营要求，大幅降低了企业的政策不确定性，为市场主体，特别是民营企业，提供了稳定的投资和研发预期。在低空经济领域，卫星物联网将为无人机、飞行汽车提供全域覆盖的通信保障，补齐其安全运行的关键短板，相关运营企业的业务可行性与投资吸引力增强。在工业、能源、农业、应急等领域，物联网应用将突破地面网络覆盖局限，提升传统行业的数据化、智能化水平，其运营效率和风控能力随之改善。

8. 供需双侧协同发力促消费

11月25日，工业和信息化部、国家发展改革委等六部门联合印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，旨在通过消费升级引领产业升级，增强消费品供需适配性，释放消费潜力。方案的创新性体现在从供给和需求双侧同时发力，构建动态适配机制。在需求侧，政策强调通过大数据分析、消费趋势预测等方式精准识别并创造新需求，尤其关注绿色、智能、健康等消费升级方向。在供给侧，方案推动企业从“生产什么就卖什么”转向“按需定产”乃至“创需智产”，鼓励发展个性化定制、柔性制造、场景化解决方案等新模式。此举旨在从根本上解决部分行业“有需求无有效供给”与“有供给无有效需求”并存的结构性矛盾，提升整个消费品市场的运行效率。

9. 中央政治局会议定调 2026 年经济工作

中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2026 年经济工作，审议《中国共产党领导全面依法治国工作条例》。会议指出，明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。2025 年我国经济虽展现韧性，但房地产和消费恢复低于预期，且 2026 年外需受关税战冲击可能减弱，内需亟待财政政策托底。在此背景下，2026 年政策设计锚定“稳中求进、提质增效”，延续“更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”，既聚焦短期稳增长以对冲房地产调整与外需波动压力，又服务长期结构优化以支撑“十五五”规划开局。财政政策方面，将进一步优化支出结构，资金更精准地投向能够“扩大内需、优化供给”的领域，例如支持消费品以旧换新、城市更新改造，以及科技创新和绿色发展等长远赛道。货币政策方面，在“适度宽松”的总体取向，将更注重与财政政策的协同，确保金融“活水”能有效灌溉实体经济，并着力降低社会融资成本，稳定市场预期。

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。