

光期研究 见微知著

2025四季度宏观策略报告

于洁

2025年9月



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

宏观：经济再平衡的结构性改革

要 点

投资方面，无论是房地产收储需要中央通过国债资金注入来解决收储难点，还是基建资金面临逆风，都指向了固定资产投资增速的止跌回升需要中央加大财政杠杆。投资行业无一例外对资金尤其依赖，资金方面各有隐忧。基建方面，截至9月14日，新增专项债投向土地储备领域的比例为14.3%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，基建的资金面临“逆风”，增速可能持续下滑。制造业方面，“反内卷”不简单等同于去产能，因为新兴行业近几年新增的是先进产能，所以新兴行业“反内卷”更多是限制资本开支、限制产能扩张，制造业投资增速会相应放缓。房地产投资跌幅继续扩大，刺激需求端政策效果不及预期，收储进展加快。7月10日，国家发改委城市和小城镇改革发展中心在会议中提出“允许人口流入城市利用超长期特别国债、地方政府专项债等资金，加大闲置存量土地回收和存量商品房收购力度，持续扩大农业转移人口保障性住房供给”。这一政策将为土地与现房收储提供至关重要的资金渠道。

消费方面，中国正在经历从投资转向消费的经济再平衡，政府的考核方式可能从之前的GDP转向提高消费在GDP当中的占比，10月的四中全会以及明年两会审议《十五五规划》或能窥得相关信号。中国消费市场历来存在结构性问题亟需改善，未来政策的出台可能涉及社会保障体系的改革，降低预防性储蓄，释放消费潜力。

释放消费潜力的前提是通胀温和回升。通胀的回暖带动企业盈利改善，企业盈利改善提高工资增加居民收入，进而实现消费复苏。物价稳定是央行的货币政策目标，央行一季度货币政策报告专栏提到，价格调控思路上，要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争。疏通货币政策传导，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。考虑到央行的表态和“反内卷”政策预期的升温，未来通胀将处于企稳回升的格局。从领先指标M1来看，M1领先核心CPI同比12个月，领先PPI同比9个月。下半年通胀将处于“弱现实和强预期”，数据上的回升可能等到明年上半年。

目 录

- 一、投资：中央财政有望加大杠杆
- 二、消费：经济再平衡的结构性改革
- 三、通胀：稳预期促消费的重要抓手

宏观经济数据总览

图表：宏观经济数据总览

宏观指标	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
GDP (%) 当季						5.40			5.40			4.60	
工业增加值 (%) 当月	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50
社零 (%) 当月	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00		3.50	3.00	4.80	3.20	2.10
固定资产投资 (%) 累计	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40
制造业投资 (%) 累计	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10
基建投资 (%) 累计	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40
房地产投资 (%) 累计	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20
出口 (%) 当月	4.40	7.20	5.80	4.80	8.10	12.40	-3.00		10.70	6.70	12.70	2.40	8.70
CPI (%) 当月	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60
PPI (%) 当月	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80
社融 (%)	8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	8.10
人民币贷款 (%)	6.60	6.80	7.00	7.00	7.10	7.20	7.10	7.20	7.20	7.40	7.70	7.80	8.10
M1 (%)	6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30	-3.00
M2 (%)	8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80	6.30

资料来源：Wind, 光大期货研究所

目 录

- 一、投资：中央财政有望加大杠杆
- 二、消费：政府评估机制改革在即
- 三、通胀：稳预期促消费的重要抓手

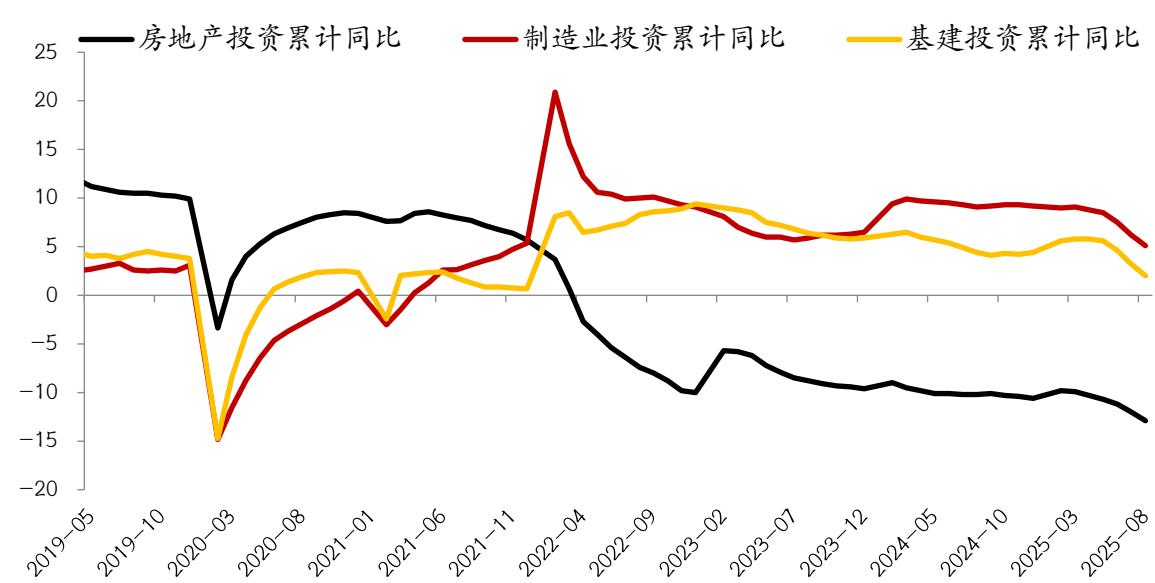
投资：中央财政有望加大杠杆

图表：固定资产投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

图表：固定资产投资完成额分项同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

无论是房地产收储需要中央通过国债资金注入来解决收储难点，还是基建资金面临逆风，都指向了固定资产投资增速的止跌回升需要中央加大财政杠杆。

房地产：下行惯性大，政策逐渐加码

图表：今年以来房地产政策出台情况

时间	政策名称	主要内容
2025/4/15	中共中央政治局常委、国务院总理李强在北京调研	(a) 收购存量商品房用作保障性住房，是促进房地产市场止跌回稳、保障和改善民生的重要抓手，要落实好各项相关政策，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新措施；(b) 深入推进城市更新，加力实施城中村和危旧房改造，通过多种方式盘活存量、优化增量；(c) 调整完善相关政策，支持居民刚性和改善性住房需求；(d) 进一步释放市场潜力，着力推动“好房子”建设，加快构建房地产发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
2025/4/18	国常会	面对复杂严峻的外部环境，要深入贯彻中央经济工作会议部署，加力落实《政府工作报告》明确的政策措施，加大逆周期调节力度，着力促消费扩内需，持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。
2025/4/25	中央政治局会议	加力实施城市更新，推进城中村和危旧房改造。加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
2025/5/6	央行	(a) 降低准备金率 0.5pct；(b) 下调政策利率 0.1 个百分点，即公开市场 7 天期逆回购操作利率从目前的 1.5% 调降至 1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点；(c) 5 年以下/以上首套公积金贷款利率下调 0.25pct 至 2.1%/2.6%，二套下调 0.25pct 至 2.525% 和 3.075%；(d) PSL、保障性住房再贷款等结构性货币政策工具利率下调 0.25 个百分点。
2025/6/13	国常会	(a) 构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度；(b) 要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持；(c) 要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。
2025/8/19	国常会	强调要采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求。
2025/8/28	国务院	《关于推动城市高质量发展的意见》公布：(a) 系统推进“好房子”和完整社区建设，更好满足群众刚性和多样化改善性住房需求；(b) 稳步推进城中村和危旧房改造，支持老旧住房自主更新、原拆原建，持续推动城镇老旧小区改造。

资料来源：政府网站，中国房地产报，光大期货研究所

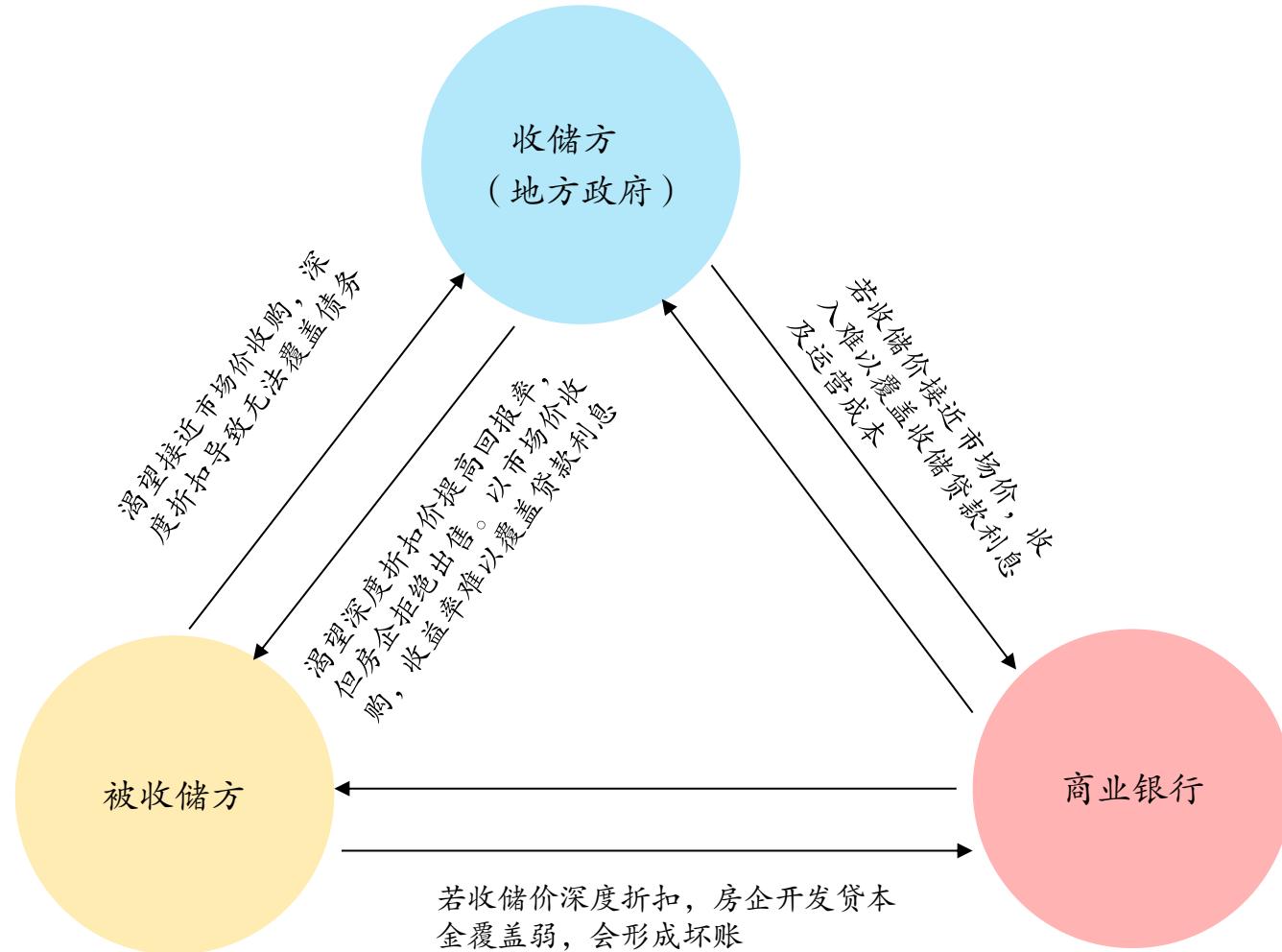
刺激需求端政策效果不及预期，收储进展加快

图表：收储相关政府表态

时间	主要内容
2024/04/30	中央政治局会议：统筹研究消化存量房和优化增量住房政策
2024/05/17	全国切实做好保交房工作视频会议：国务院副总理何立峰指出，商品房库存较多城市，政府可以高定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房 国务院政策例行吹风会：央行表示城市政府可组织地方国企以合理价格收购存量商品住房作保房，央行将设立3000亿元保障性住房再贷款支持，再贷款比例60%
2024/06/20	住建部：推动县级以上城市开展收购存量商品房用作保障性住房工作
2024/07/30	中央政治局会议：坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障房
2024/09/24	国新办新闻发布会-央行：保障房再贷款央行资金支持比例由60%提高至100%
2024/10/12	国新办新闻发布会-财政部：专项债及保障性住房工程补助资金支持收储件保障房
2025/03/05	政府工作报告：在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权；拓宽保障性住房再贷款使用范围
2025/05/07	央行：保障性住房再贷款贴息利率下调0.25pct，由1.75%降至1.5%

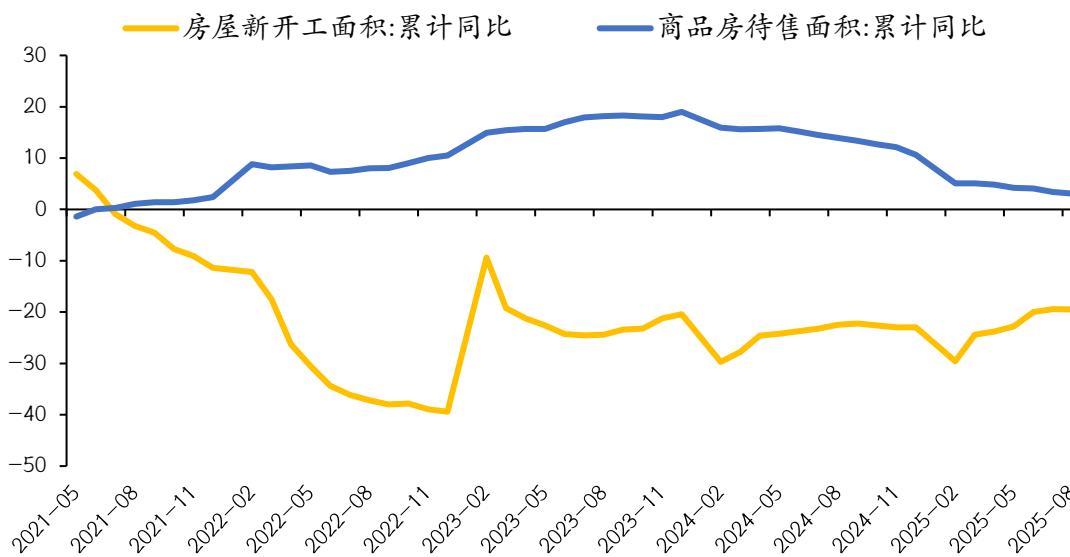
资料来源：政府网站，中国房地产报，光大期货研究所

收储方、被收储方、商业银行之间的不可能三角，中央财政资金是破局关键



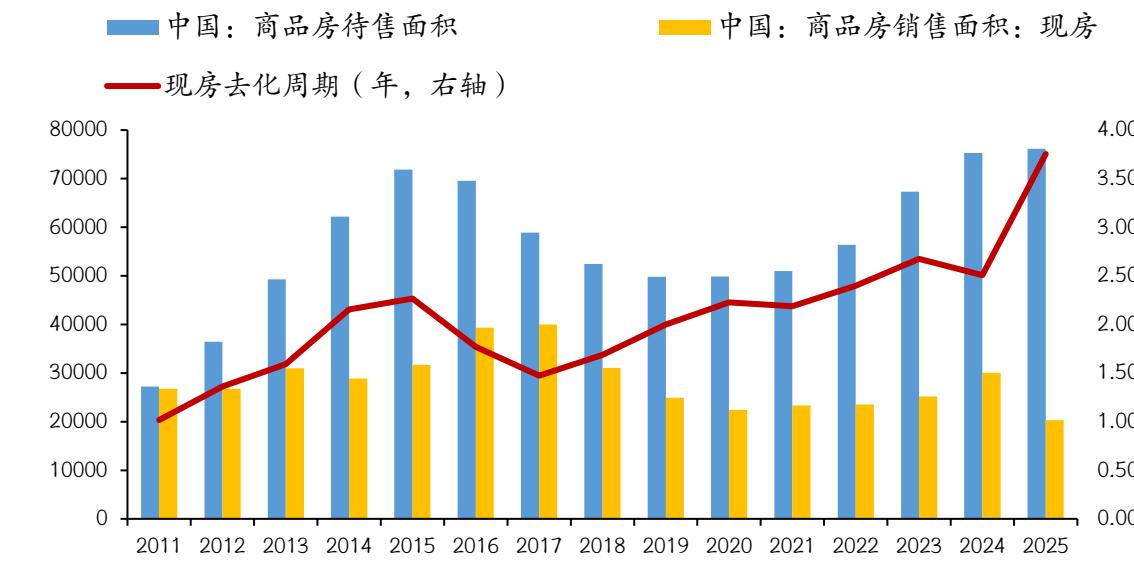
中央通过国债资金注入是解决收储难点的重要方式

图表：房地产新开工面积和待售面积同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

图表：中国现房去化周期（单位：万平方米，年）

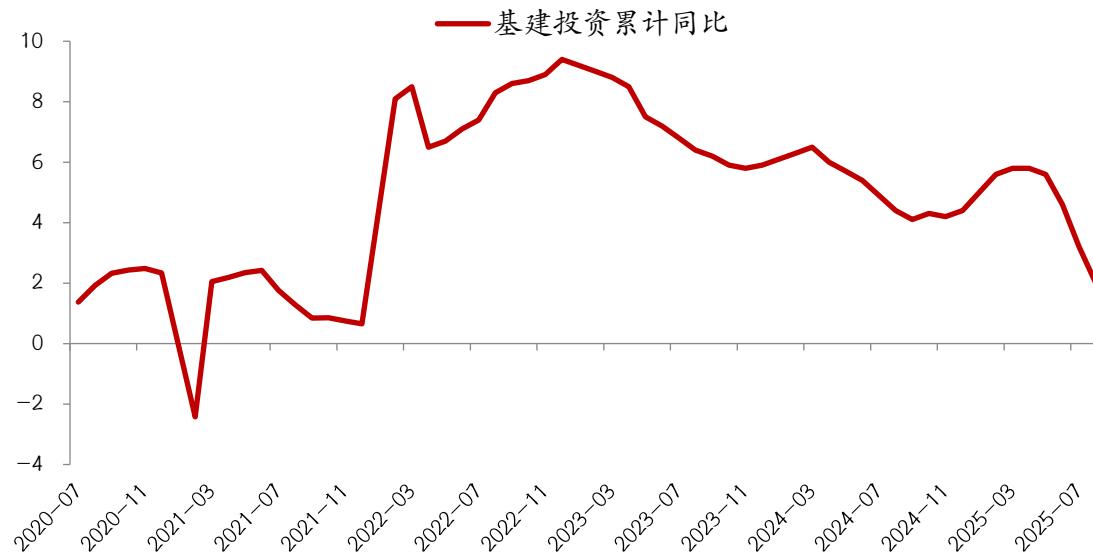


资料来源：Wind, 光大期货研究所

今年7月10日，国家发改委城市和小城镇改革发展中心在会议中提出“允许人口流入城市利用超长期特别国债、地方政府专项债等资金，加大闲置存量土地回收和存量商品房收购力度，持续扩大农业转移人口保障性住房供给”。这一政策的落实，将为土地与现房收储工作提供至关重要的资金渠道。

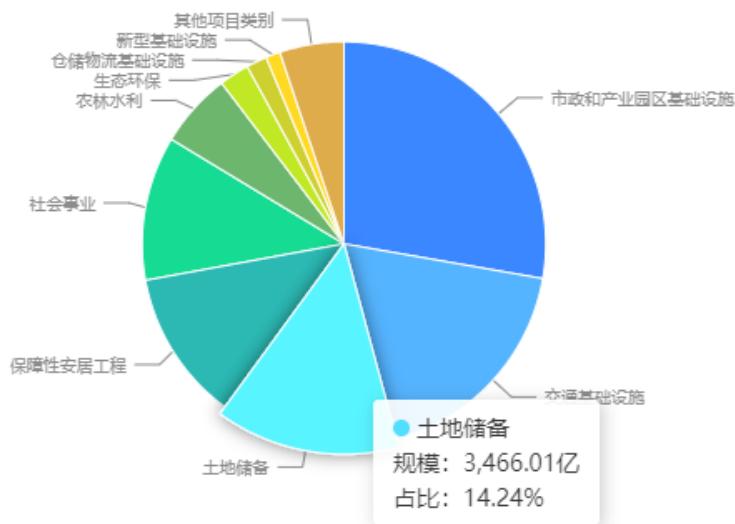
基建：资金面临逆风，增速持续下滑

图表：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

图表：专项债资金用途分布（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

基建投资增速持续下滑。截至9月14日，新增专项债投向土地储备领域的比例为14.3%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，则今年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。基建的资金面临“逆风”，增速可能持续下滑。

基建资金仍然面临中央政府加杠杆、地方政府去杠杆

项目	中央财政事权	中央与地方共同财政事权	地方财政事权
公路	(1) 国道。中央承担国家高速公路建设资本金中相应支出，承担普通国道建设、养护和管理中由中央负责事项的相应支出。(2) 界河桥梁。(3) 边境口岸汽车出入境运输管理。	(1) 国家级口岸公路。 (2) 国家区域性公路应急装备物资储备。上述公路领域事项由中央和地方共同承担支出责任。	(1) 国道。地方负责筹集国家高速公路建设中除中央财政出资以外的其余资金，承担普通国道建设、养护、管理、运营中除中央支出以外的其余支出。(2) 省道、农村公路、道路运输站场。(3) 道路运输管理。
铁路	(1) 宏观管理。中央承担全国铁路的专项规划、政策决定、监督评价、路网统一调度和管理等职责。 (2) 由中央决策的铁路公益性运输。	中央(含中央企业)与地方共同承担干线铁路的组织实施职责，包括建设、养护、管理、运营等具体执行事项，其中干线铁路的运营管理由中央企业负责实施。中央(含中央企业)与地方共同承担支出责任。	(1) 城际铁路、市域(郊)铁路、支线铁路、铁路专用线。 (2) 由地方决策的铁路公益性运输。上述铁路领域事项由地方承担支出责任。
水路	(1) 长江干线航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项由中央实施。(2) 西江航运干线。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项视改革进展情况，逐步由中央实施；在改革到位之前，按照现行管理体制执行。(3) 国境、国际通航河流航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理(包括航运管理)、运营等具体执行事项由中央实施或委托地方实施。(4) 中央管理水域水上安全监管和应急救助打捞。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，具体执行事项由中央实施。上述水路领域事项由中央承担支出责任。	(1) 京杭运河及其他内河高等级航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施。(2) 沿海港口公共基础设施。中央承担沿海港口的专项规划、政策决定、监督评价职责，沿海港口公共基础设施的建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施。(3) 重大海上溢油应急处置和海(水)上搜救。中央承担政策决定、监督评价等职责，具体执行事项由中央与地方共同实施。发挥地方政府组织能力强、贴近基层、获取信息便利的优势，强化地方政府在重大海上溢油应急处置和海(水)上搜救方面的相关职责。(4) 水运绿色发展。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，具体执行事项由地方实施。上述水路领域事项由中央与地方共同承担支出责任。	(1) 其他内河航道、内河港口公共锚地、陆岛交通码头。地方承担专项规划、政策决定、监督评价职责，并承担建设、养护、管理、运营等具体事项的执行实施。(2) 客运码头安全检测设施、农村水上客渡运管理。地方承担专项规划、政策决定、监督评价职责，并承担建设、养护、管理、运营等具体事项的执行实施。(3) 地方管理水域的水上安全监管和搜寻救助。地方承担具体事项的执行实施。上述水路领域事项由地方承担支出责任。

资料来源：中国政府网站，光大期货研究所

但基建的结构上有探讨的价值。化债背景下，中央为建设和支出主体，或通过特别国债支出的领域的基建设可能会偏强。反之，地方政府为建设和支出主体的基建设可能会偏弱。展望2025年，基建投资结构的分化能否持续？鉴于2024年的财政政策未能实际解决地方政府债务的问题，未来基建资金仍然面临中央政府加杠杆、地方政府去杠杆，投资结构上也将延续分化。根据《国务院关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》(国发〔2016〕49号)，可以看出，**铁路和水路由中央政府主导支出责任**。基建交通运输分项中道路运输业投资完成额占比七成左右，铁路运输业占比15%左右，水路运输业占比5%左右。

预估全年基建增长2.6%左右

图表：基建主要分项相关情况（单位：%）

项目	2025年1-8月投资完成额同比（%）	预估2025年同比（%）	主要相关的大宗商品
交通运输、仓储和邮政业	2.7	3.0	-
道路	-3.3	-2.0	沥青、螺纹
铁路	4.5	7.0	钢轨、螺纹、铜、铝
水路	15.9	20.0	螺纹
水利、环境和公共设施管理业	-0.2	2.0	-
水利	7.4	10.0	螺纹、PVC、PE
公共设施管理业	-6.7	-5.0	螺纹、PE、PVC
基建	2.0	2.6	-

资料来源：Wind，光大期货研究所

水利建设投资用途主要是防洪工程、水资源工程、水土保持及生态工程、专项工程。水利投资是事关国计民生的重点改造领域。水利投资除了水电外投资收益微小，主要是中央政府资金参与投资。公共设施管理业通常是市政基建，主要由地方政府财政来负责支出和建设。

综上，对2025年基建及主要分项预估如下：道路/铁路/水路同比分别为-2.0%/7.0%/20.0%，水利/公共设施管理业同比分别为10.0%/-5.0%，预估基建整体增速2.6%左右。

制造业：“反内卷”限制产能扩张，投资增速放缓

图表：制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

图表：制造业中长期贷款余额同比和制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

“反内卷”不简单等同于去产能，因为新兴行业近几年新增的是先进产能，所以新兴行业“反内卷”更多是限制资本开支、限制产能扩张，制造业投资增速会相应放缓。

目 录

- 一、投资：中央财政有望加大杠杆
- 二、消费：经济再平衡的结构性改革
- 三、通胀：稳预期促消费的重要抓手

消费：经济再平衡的结构性改革

图表：今年以来消费政策出台情况

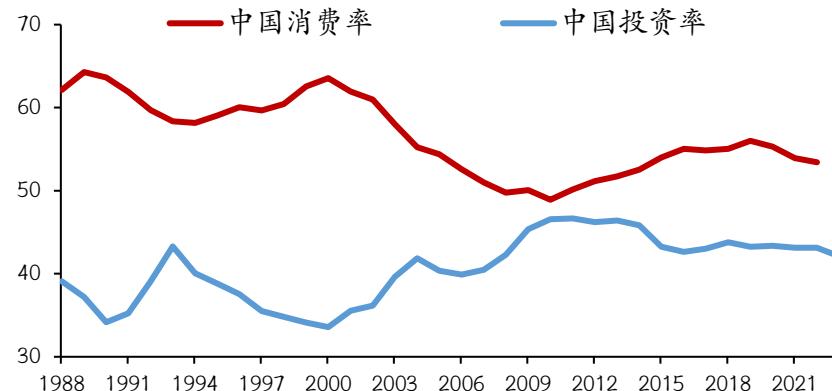
时间	政策名称	主要内容
2025.9.16	商务部等9部门联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》	提出5方面19条具体任务措施，包括培育服务消费促进平台，实施服务消费提质惠民行动，开展“服务消费季”活动；开展消费新业态新模式新场景建设，促进商旅文体健融合发展；丰富高品质服务供给，提升文化娱乐、体育、家政、养老、托育等服务供给水平；激发服务消费新增量，吸引更多境外人员入境消费，扩展数字服务消费；支持优质消费资源与知名IP跨界合作；因地制宜延长热门文博场馆、景区营业时间，优化预约方式，鼓励推行免预约，更好满足人民群众多样化服务消费需求等。
2025.6.24	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。
2025.3.16	《提振消费专项行动方案》	为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。
2025.1.13	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	发挥文化赋能、旅游带动作用，深化“文旅+百业”、“百业+文旅”，提升产品供给能力，丰富消费业态和场景，更好满足人民群众多样化、多层次、多方面的精神文化需求，增强人民群众文化获得感、幸福感，着力把文化旅游业培育成为支柱产业。
2025.1.8	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	根据《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策。
2025.1.7	《中共中央国务院关于深化养老服务改革发展的意见》	加快健全养老服务网络，优化居家为基础、社区为依托、机构为专业支撑、医养相结合的养老服务供给格局，强化以失能老年人照护为重点的基本养老服务，健全分级分类、普惠可及、覆盖城乡、持续发展的养老服务体系，加强老年健康促进，推动养老服务扩容提质，进一步激发养老事业和养老产业发展活力，更好满足老年人多层次多样化养老服务需求。

资料来源：政府网站，光大期货研究所

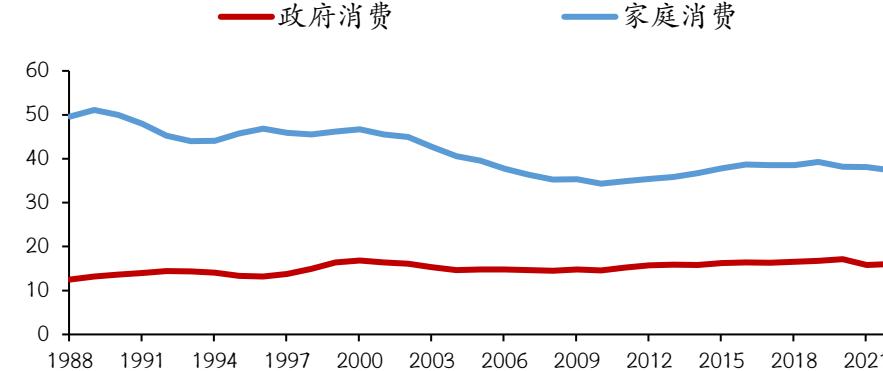
中国正在经历从投资转向消费的经济再平衡，政府的考核方式可能从之前的GDP转向提高消费在GDP当中的占比，10月的四中全会以及明年两会审议《十五五规划》或能窥得相关信号。中国消费市场历来存在结构性问题亟需改善，未来政策的出台可能涉及社会保障体系的改革，降低预防性储蓄，释放消费潜力。

提高消费率涉及整个社会体系保障的改革

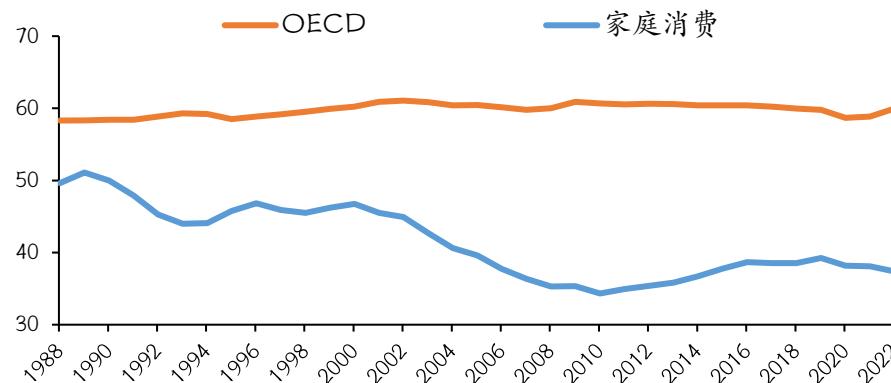
图表：中国消费率和投资率（单位：%）



图表：中国政府消费率和家庭消费率（单位：%）



图表：OECD家庭消费率和中国家庭消费率（单位：%）

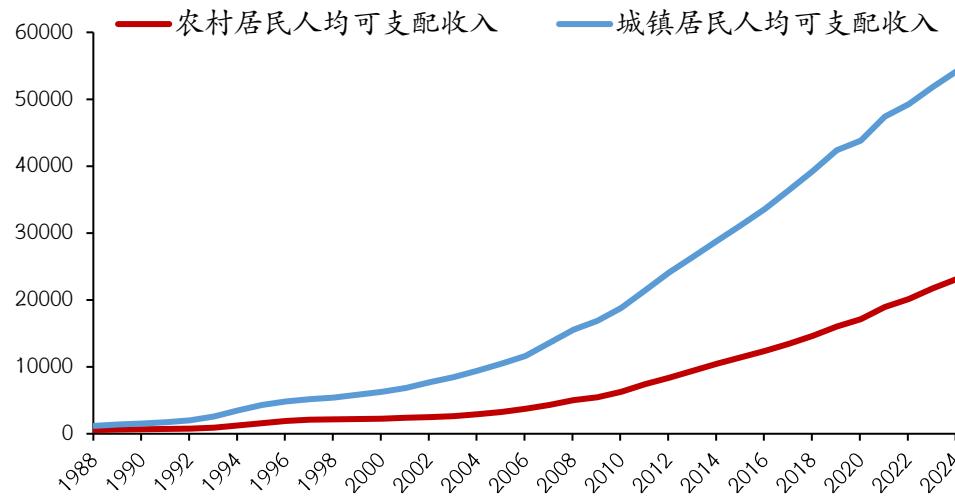


资料来源：iFinD，光大期货研究所

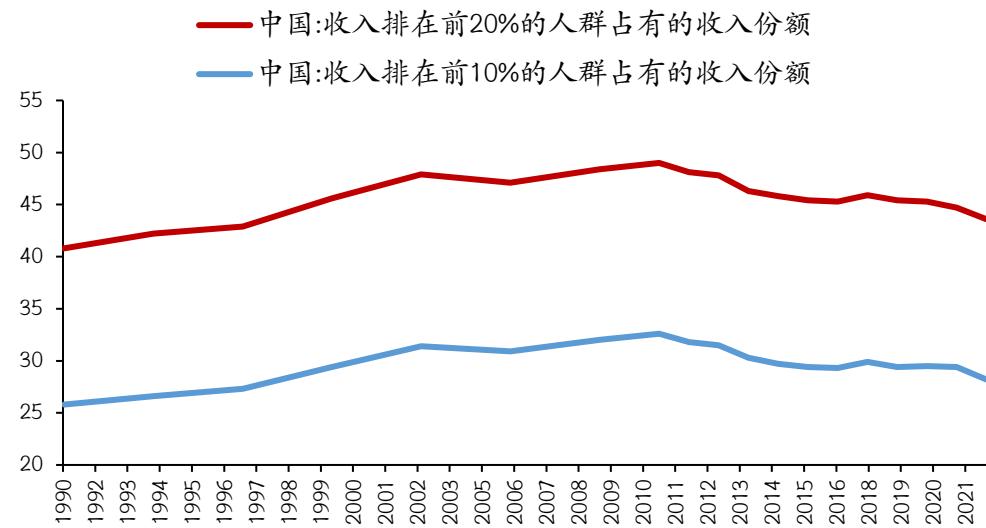
从整体消费率（最终消费支出占GDP的比重）来看，中国消费率长期高于投资率，2023年中国消费率54%，投资率42%。但是消费分为政府消费和家庭消费，中国政府消费率长期在15%左右，2023年家庭消费率37%，通常情况下说的“中国消费率偏低”，指的是家庭消费率低。从1988年至今，中国家庭消费率从50%左右下滑至40%以下，经合组织成员国平均家庭消费率接近60%，中国相较之下低20个百分点左右。

提高消费率涉及整个社会体系保障的改革

图表：人均可支配收入（单位：元）



图表：不同人群占有的收入份额（单位：%）



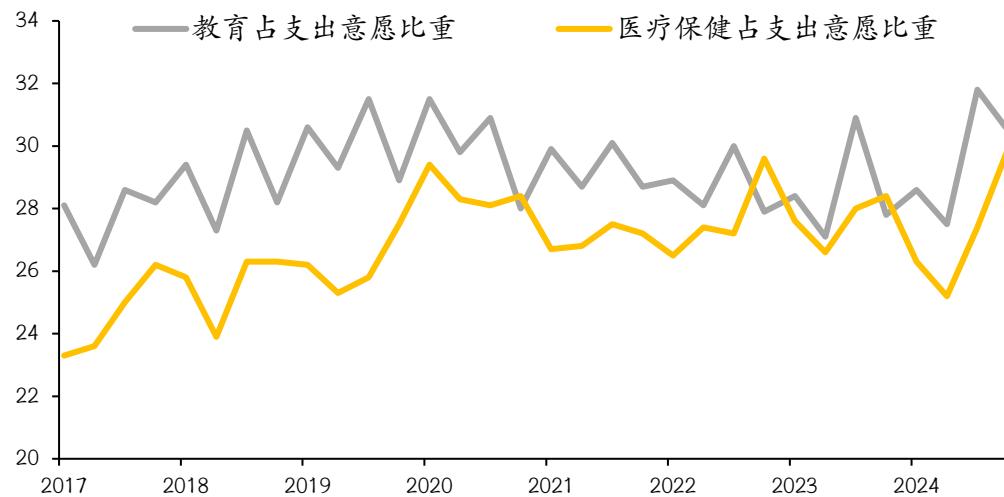
资料来源：Wind, 光大期货研究所

决定家庭消费的主要有两个因素，消费能力和边际消费倾向。消费能力主要由居民可支配收入决定，居民可支配收入指居民可用于最终消费支出和储蓄的总和，包含四项，分别为：工资性收入、经营性净收入、财产性净收入和转移性净收入。中国的收入结构呈现明显分化，一是收入分布的两极分化，二是结构层面城乡收入差距较大。2010年以来，中国社会收入差距有所缩小但仍处于较高水平，2021年中国收入排在前20%的人群占有的收入份额为43.6%，相较于2010年的49%有所回落但绝对水平仍较高。

结构层面，城乡差距确实存在。近年来，政府通过一系列政策，如脱贫攻坚、乡村振兴、社保改革等，有效推动了农村居民收入增长，缩小了城乡收入差距，但绝对水平来看，城镇居民人均可支配收入仍是农村居民的两倍以上。高收入群体的边际消费倾向较低，而低收入群体的消费倾向较高但消费能力有限，这种结构导致总体消费倾向被拉低。

提高消费率涉及整个社会体系保障的改革

图表：人均可支配收入（单位：元）



图表：不同人群占有的收入份额（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

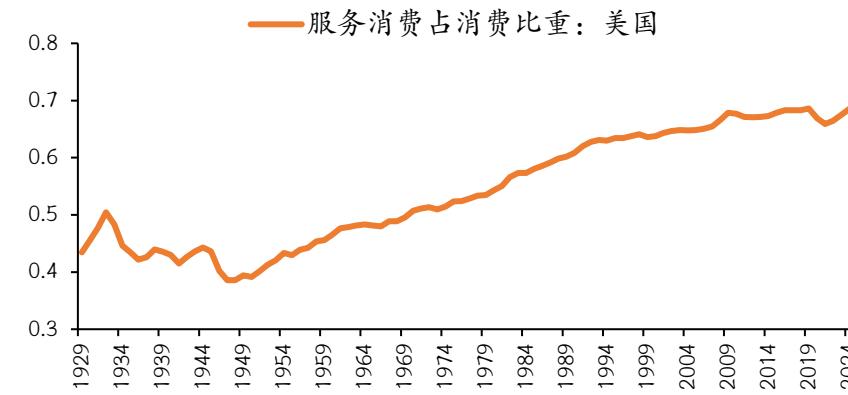
消费支出分为食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健以及其他用品及服务八大类。社会保障体系的不完善使得居民在教育、医疗、养老等方面的负担较重，从而抑制了其他消费领域的支出。此外，面对这些方面支出的不确定性，居民倾向于增加储蓄以应对未来可能的风险，导致居民预防性储蓄动机较强。

提高消费率涉及整个社会体系保障的改革

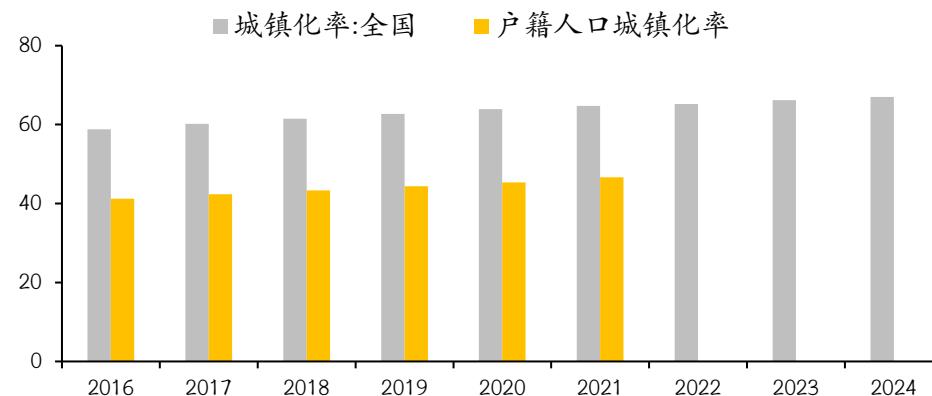
图表：中国消费率和投资率（单位：%）



图表：中国政府消费率和家庭消费率（单位：%）



图表：OECD家庭消费率和中国家庭消费率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

除了消费率偏低，消费的结构也存在短板。相比较发达国家，中国服务消费在消费中的占比偏低。原因主要有以下几项：1.受传统观念影响，中国家庭更重视住房、汽车等“有形资产”消费。2.服务业发展滞后，部分服务业领域（如医疗、教育、金融）存在准入限制、供给质量不足导致有效供给短缺。3.城乡二元结构导致的消费场景差异。城市的商业设施、物流网络发达，刺激了消费便利性；农村基础设施落后，限制了消费选择和渠道。中国的城镇化在过去几十年里增长迅速，从改革开放初期的约20%增长到现在的67%，但是中国的城镇化存在户籍制度限制、城乡差距、城市基础设施压力等问题，制约了服务消费。

《提振消费专项行动》针对性解决消费矛盾问题

方向	举措	部分具体要求
城乡居民增收促进行动	<ul style="list-style-type: none"> (一) 促进工资性收入合理增长。 (二) 拓宽财产性收入渠道。 (三) 多措并举促进农民增收。 (四) 扎实解决拖欠账款问题。 	<p>实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划。延续实施失业保险稳岗返还政策。结合形势变化加大就业支持力度，促进重点群体就业。健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准。</p> <p>多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快打通商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金等中长期资金入市堵点。</p> <p>健全种粮农民收益保障机制和土地增值收益分配机制，探索通过出租、入股、合作等方式盘活利用农户合法拥有的住房。</p> <p>加快推进落实偿还拖欠企业账款工作，压实地方政府属地责任，对拖欠企业特别是中小微企业账款“应付快付、应付尽付”。</p>
消费能力保障支持行动	<ul style="list-style-type: none"> (五) 加大生育养育保障力度。 (六) 强化教育支撑。 (七) 提高医疗养老保障能力。 (八) 保障重点群体基本生活。 	<p>研究建立育儿补贴制度。指导有条件的地方将参加职工基本医疗保险的灵活就业人员、农民工、新就业形态人员纳入生育保险。</p> <p>扩大学龄人口净流入城镇的教育资源供给。2025年提高部分学生资助补助标准，扩大政策覆盖面，延续实施国家助学贷款免息及本金延期偿还政策。</p> <p>健全基本养老保险待遇合理调整机制，2025年提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金。全面实施个人养老金制度。推动取消灵活就业人员在就业地参加基本养老、医疗保险的户籍限制，扩大职业伤害保障试点。</p> <p>加强低收入人口动态监测和分层分类救助帮扶，推动健全基本生活救助制度，提高专项救助水平，强化产业就业等开发式帮扶。加强完全失能老年人照护服务支持。鼓励有条件的地方结合实际向困难群众发放救助金或增发一次性生活补贴。向符合条件的失业人员及时足额发放失业保险金等。</p>
服务消费提质惠民行动	<ul style="list-style-type: none"> (九) 优化“一老一小”服务供给。 (十) 促进生活服务消费。 (十一) 扩大文体旅游消费。 (十二) 推动冰雪消费。 (十三) 发展入境消费。 (十四) 稳步推进服务业扩大开放。 	<p>推进全社会适老化改造，支持地方试点探索、整体推进多层建筑加装电梯和发展老年助餐服务。积极发展抗衰老、银发旅游等产业，释放银发消费市场潜力。</p> <p>加强服务能力建设，支持服务消费场景创新、业态融合、产业集聚。提升餐饮服务品质，支持地方发展特色餐饮。加大家政服务培训力度，鼓励更多高等学校、职业学校开设家政相关专业。</p> <p>深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合，创新多元化消费场景。支持旅游景区景点、文博单位拓展服务项目，合理延长经营时间，扩大接待规模。支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。</p> <p>启动实施冰雪旅游提升计划，组织开展冰雪消费季等促消费活动，建设一批冰雪主题高品质旅游景区、度假区。</p> <p>有序扩大单方面免签国家范围，优化完善区域性入境免签政策。推出更多优质入境旅游线路和服务。支持在具备条件的城市口岸开设免税店。</p> <p>扩大电信、医疗、教育等领域开放试点。聚焦居民消费升级需求，推动医疗健康、文化娱乐等优质生活性服务进口。</p>
大宗消费升级升级行动	<ul style="list-style-type: none"> (十五) 加大消费品以旧换新支持力度。 (十六) 更好满足住房消费需求。 (十七) 延伸汽车消费链条。 	<p>用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新。</p> <p>持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房。落实促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策。适时降低住房公积金贷款利率。扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员缴存试点工作。</p> <p>开展汽车流通消费改革试点。</p>

《提振消费专项行动》针对性解决消费矛盾问题

方向	举措	部分具体要求
消费品质提升行动	(十八) 强化消费品牌引领。 (十九) 支持新型消费加快发展。 (二十) 提高内外贸一体化水平。	聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，分类制定提升服务品质政策，打造更多中国服务品牌。深入实施数字消费提升行动，大力培育品质电商。开展“人工智能+”行动，促进“人工智能+消费”。促进内外贸标准认证等制度衔接融合。支持外贸产品拓内销，开展外贸优品中华行活动，引导外贸代工企业加快培育自主品牌。
消费环境改善提升行动	(二十一) 保障休息休假权益。 (二十二) 营造放心消费环境。 (二十三) 完善城乡消费设施。	严格落实带薪年休假制度，将带薪年休假执行情况作为工会维护职工权益的重要内容。鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假。实施优化消费环境三年行动，进一步完善质量标准、信用约束、综合治理、消费维权等制度。深入实施县域商业建设行动和“千集万店”改造提升，加强县级物流配送中心和乡村终端物流配送设施建设。
限制措施清理优化行动	(二十四) 有序减少消费限制。 (二十五) 持续优化营商环境。	各地区各有关部门要结合实际，及时清理对消费的不合理限制，不得搞“一刀切”和层层加码。完善市场准入负面清单管理模式，以环保、卫生、安保、质检、消防等领域为重点，深入清理整治各类市场准入壁垒，营造稳定公平透明可预期的市场环境。
完善支持政策	(二十六) 加强促消费政策协同联动。 (二十七) 强化投资对消费的支撑作用。 (二十八) 发挥财政政策引导带动作用。 (二十九) 强化信贷支持。 (三十) 完善消费配套保障措施。	改革完善促进消费体制机制，健全和用好宏观政策取向一致性评估工作机制，加强财税、金融、产业、投资等政策与消费政策的协同，促进同向发力、形成合力，构建更加有利于促消费的政策体系。 中央预算内投资等加力支持教育医疗、技能培训、养老托育、文旅体育等领域项目建设，补齐公共服务短板。支持符合条件的消费、文化旅游等领域项目发行基础设施不动产投资信托基金（REITs）。 运用财政补贴、贷款贴息等政策工具，突出重点、精准施策，将促消费同惠民生、补短板结合起来，扩大消费需求，提升消费能力，更好发挥消费在畅通国民经济循环、拉动经济增长中的积极作用。 鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率。支持金融机构按照市场化法治化原则优化个人消费贷款偿还方式，有序开展续贷工作。2025年对符合条件的个人消费贷款和消费领域的服务业经营主体贷款给予财政贴息。 鼓励各级工会将经费用于节日慰问品、职工健身、文化体育等消费领域。

整体来看，中国的消费率偏低既有总需求不足的问题，也有供给无法满足多样化、差异化消费需求新模式导致的问题。针对以上制约消费的难点，3月16日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动》发布，提出大力提振消费，全方位扩大国内需求，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。值得注意的是，与以往仅刺激需求的政策不同，《提振消费专项行动》供需两端协同发力破解消费难题，以供给侧结构性改革破解消费供给结构性不足。

城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动针对性解决消费能力和消费倾向的问题，增收方面，提高工资、财产性收入和农民收入，扩大消费基础。减负方面，减少教育、医疗、养老等支出压力，释放消费潜力。同时，保障措施稳定了消费信心，特别是对低收入群体的支持，有助于维持社会整体消费水平。

消费的供给侧改革

图表：各地发展冰雪经济“冷资源”释放“热消费”



资料来源：新闻联播

服务消费提质惠民行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动，这些行动属于优化消费的供给侧改革。消费的供给侧改革本身可以拉动投资需求，比如启动实施冰雪旅游提升计划，建设一批冰雪主题高品质旅游景区、度假区。2024年11月，国务院印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》（以下简称《若干意见》），明确至2027年及2030年冰雪经济总规模分别达到1.2万亿及1.5万亿元人民币。《若干意见》提出要完善基础设施和配套服务，加强冰雪场地设施建设；鼓励各地因地制宜、因时制宜，利用公园、步道、城市广场等公共用地，建设群众身边的冰雪场地；推出一批冰雪旅游和冰雪运动体验基地。

《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》加强基础金融服务

方向	举措	部分具体要求
支持增强消费能力，培育消费需求	(一) 夯实宏观经济基础，稳定消费预期。 (二) 支持居民就业增收，增强消费信心。 (三) 支持优化保障体系，提升消费意愿。	实施好货币政策，加强逆周期和跨周期调节，综合运用准备金、再贷款再贴现、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性充裕，持续推动社会综合融资成本下降。实施好财政政策，更好发挥消费在畅通国民经济循环、拉动经济增长中的积极作用。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。深入实施创业担保贷款政策，鼓励因地制宜适当放宽创业担保贷款申请条件，简化审批流程，促进符合条件的个人和企业创业增收。创新适应家庭财富管理需求的金融产品，规范居民投资理财业务，提高居民财产性收入。鼓励金融机构研发符合参加人养老需求、具有长期限特征且具有一定收益率的个人养老金专属产品，促进养老财富储备和稳健增值。扩大商业健康保险覆盖面，提升服务保障水平。
着力提升金融机构专业化服务能力，扩大消费领域金融供给	(四) 发挥信贷支持主渠道作用。 (五) 强化结构性货币政策工具激励。 (六) 加大债券市场融资支持力度。 (七) 积极发展股权融资。 (八) 拓展多元化消费融资渠道。	鼓励金融机构建立健全内部组织架构和专业团队，提供精准、高效、便捷的消费领域金融服务。 鼓励引导金融机构针对批发零售、住宿餐饮、文体娱乐、旅游、教育、居民服务等服务消费重点领域的各类经营主体发放贷款，支持其提升服务消费供给质效。设立服务消费与养老再贷款，额度5000亿元，对21家全国性金融机构以及5家属于系统重要性金融机构的城市商业银行发放的服务消费重点领域贷款，可按照贷款本金的100%申请再贷款。 支持符合条件的文化、旅游、教育等服务消费领域企业发行债券。 支持生产、渠道、终端等消费产业链上符合条件的优质企业通过发行上市、“新三板”挂牌等方式融资。 引导消费金融公司提升自主获客和自主风控能力，合理确定贷款综合利率水平。
加大消费重点领域金融支持，助力挖掘释放消费潜力	(九) 推动扩大商品消费。 (十) 支持发展服务消费。 (十一) 助力培育新型消费。	加大对报废机动车回收拆解、废旧家电回收及家电以旧换新、家装厨卫“焕新”、生活必需品保供相关企业信贷支持力度。积极开展汽车贷款业务。强化金融支持外贸企业拓内销力度，完善内贸险服务，扩大外贸优品消费。 坚持促消费与惠民生相结合，加大对服务消费重点领域信贷支持力度，结合服务消费具体场景和特点，提供个性化、差异化金融产品和服务。 探索金融支持数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费的有效渠道和方式。

《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》加强基础金融服务

方向	举措	部分具体要求
强化消费基础设施和流通体系的金融支持，促进提升消费供给效能	(十二) 支持消费基础设施建设。 (十三) 支持商贸流通体系建设。	围绕文旅体育设施、赛事演艺场馆、医疗养老设施、通信基站、充电装备、适老改造等消费基础设施建设重点领域，探索创新适应资金需求特点的金融产品和融资模式。 鼓励金融机构加大对交通、物流、仓储、供应链等商贸流通项目信贷支持力度，支持骨干市场设施、冷链物流基地、乡镇商贸中心、商场超市、集贸市场等改造升级，加快推进数字化商品流通建设，降低综合物流成本和终端消费成本。
加强基础金融服务，助力优化消费环境	(十四) 持续优化支付服务。 (十五) 健全消费领域信用体系建设。 (十六) 加强金融消费者权益保护。	支持金融机构聚焦“食、住、行、游、购、娱、医”等重点消费场景，持续推进支付便利化建设，有效提升现金、银行卡、移动支付、数字人民币等各类支付方式的兼容性，为消费者提供更高效、便捷的支付体验。 依托全国信用信息共享平台加强消费领域信用信息归集共享，支持征信机构依法依规深化对消费领域信用信息的共享应用，精准识别各类商户、消费者信用状况，打造满足消费领域金融服务需求的专业化信用产品和服务，以信用建设推进信用贷款投放。 建立健全金融消费者权益保护机制，将金融消费者权益保护贯穿于金融业务全流程、各环节，强化金融产品和服务信息披露，规范产品营销宣传和销售行为。

至于6月24日六部门联合印发的《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，是《提振消费专项行动》里“加强基础金融服务，助力优化消费环境”要求的进一步加力扩围，引导金融机构从消费供给和需求两端强化金融服务，满足各类主体多样化融资需求，推动扩大高质量消费供给，助力释放消费增长潜能。

消费政策的重心未来或将进一步向服务消费领域倾斜

图表：社零分项同比增速（单位：%）

	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
粮油、食品类	5.80	8.60	8.70	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10
饮料类	2.80	2.70	-4.40	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70
烟酒类	-2.30	2.70	-0.70	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10
服装鞋帽针纺织品类	3.10	1.80	1.90	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60
化妆品类	5.10	4.50	-2.30	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10
金银珠宝类	16.80	8.20	6.10	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00
日用品类	7.70	8.20	7.80	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30
家用电器和音像器材类	14.30	28.70	32.40	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40
中西药品类	0.90	0.10	-0.70	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30
文化办公用品类	14.20	13.80	24.40	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90
家具类	18.60	20.60	28.70	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70
通讯器材类	7.30	14.90	13.90	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80
石油及制品类	-8.00	-8.30	-7.30	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40
建筑及装潢材料类	-0.70	-0.50	1.00	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70
汽车类	0.80	-1.50	4.60	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30

资料来源：Wind，光大期货研究所

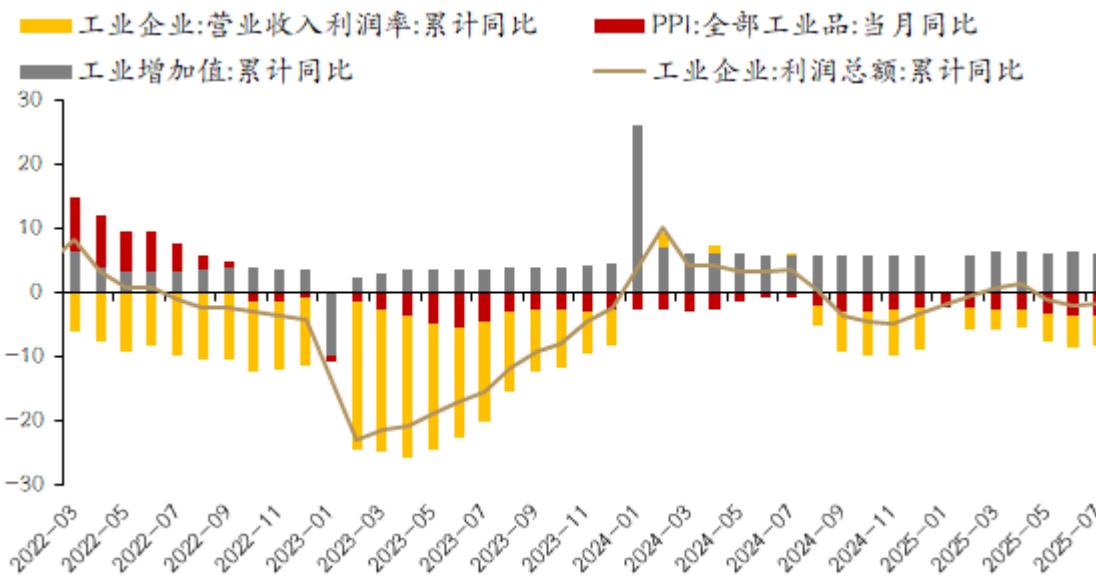
值得注意的是，《意见》提到“强化结构性货币政策工具激励，加大对服务消费重点领域信贷支持，发展债券、股权等多元化融资渠道”，消费政策的重心未来或将进一步向服务消费领域倾斜。以旧换新政策对消费的支撑边际减退，服务消费频次较商品消费更高，补贴的透支效应相对较小，消费政策的重心未来或将进一步向服务消费领域倾斜。

目 录

- 一、投资：中央财政有望加大杠杆
- 二、消费：经济再平衡的结构性改革
- 三、通胀：稳预期促消费的重要抓手

三、通胀：稳预期促消费的重要抓手

图表：PPI和工业企业利润同比（单位：%）



图表：工业企业利润和全国居民人均可支配收入同比（单位：%）

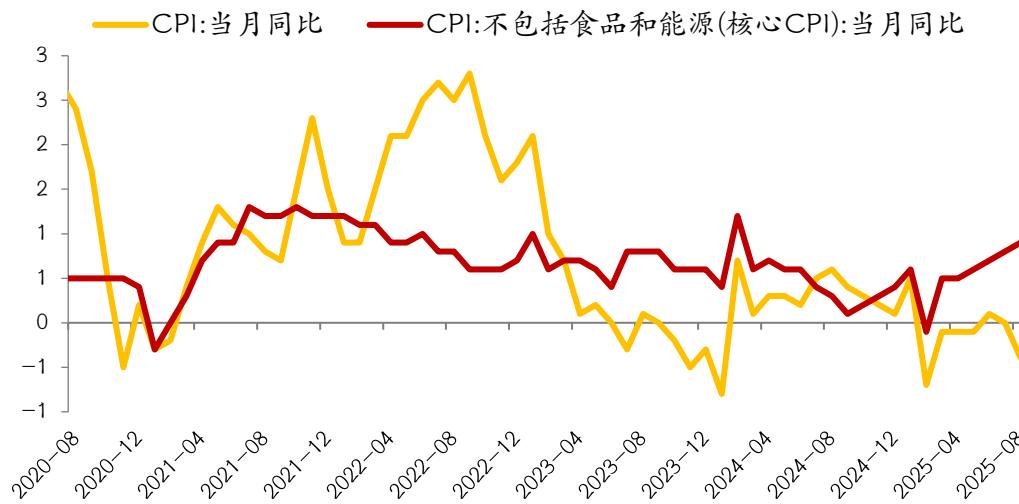


资料来源：Wind, 光大期货研究所

释放消费潜力的前提是通胀温和回升。通胀的回暖带动企业盈利改善，企业盈利改善提高工资增加居民收入，进而实现消费复苏。

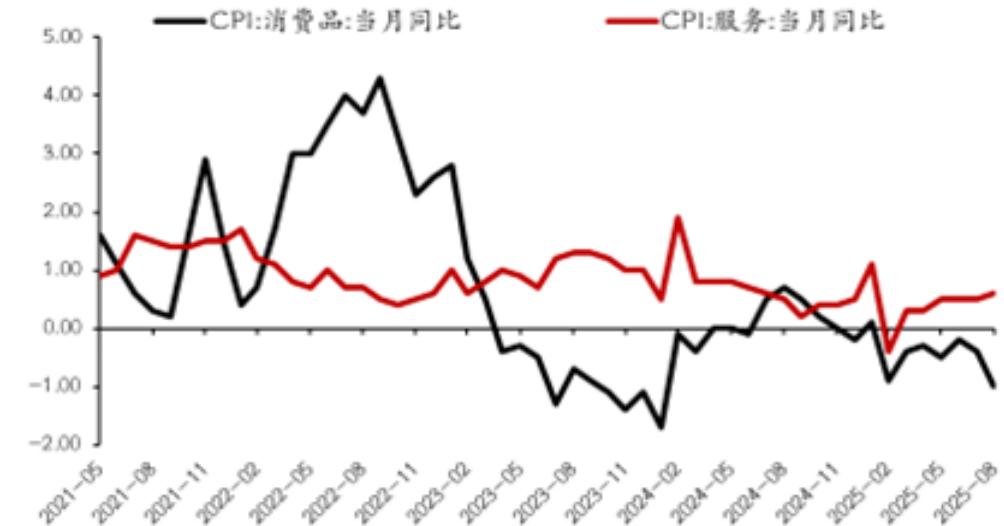
核心CPI连续上涨，服务消费成为新引擎

图表：CPI和核心CPI同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

图表：CPI消费品和服务同比（单位：%）

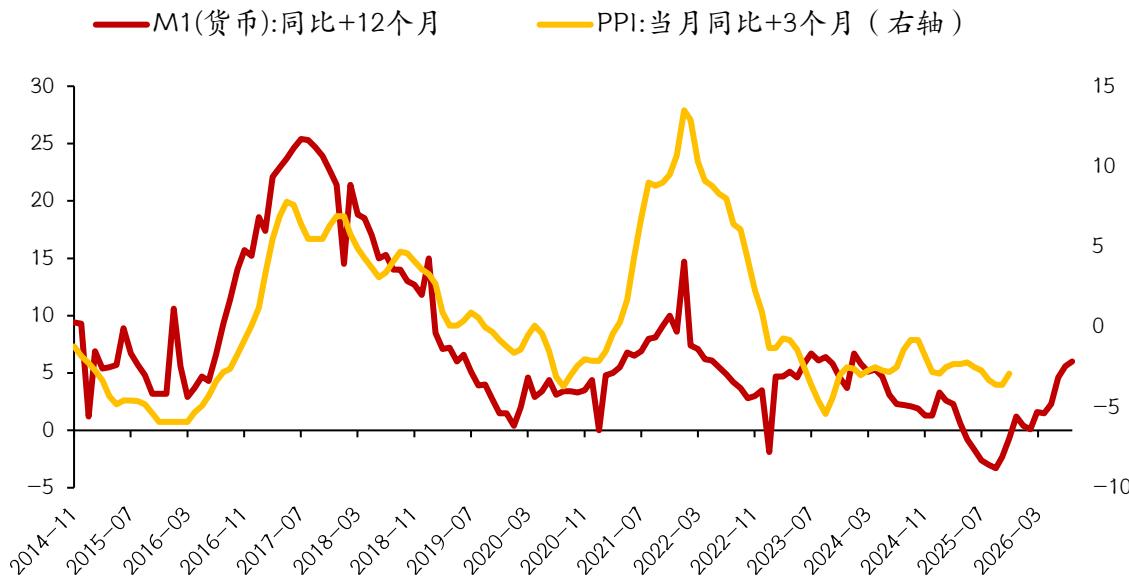


资料来源：Wind, 光大期货研究所

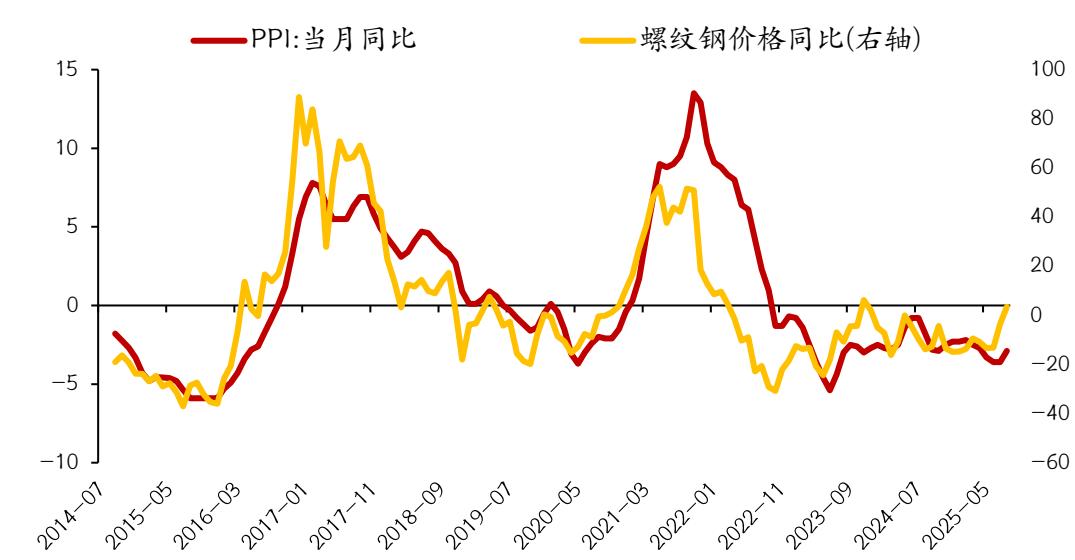
CPI有两大分化值得关注，第一是核心CPI和CPI的分化。核心CPI同比涨幅连续第4个月扩大，本月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。核心CPI的上涨是由服务消费和商品消费共同带动，但是二者目前走势也在分化。以旧换新政策对消费的拉动确实非常明显，但是对消费的支撑边际减退。服务消费频次较商品消费更高，补贴的透支效应相对较小，消费政策的重心边际向服务消费领域倾斜。服务消费的上涨的幅度比商品消费更高，服务价格同比涨幅自3月份起逐步扩大，本月上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI同比上涨约0.23个百分点。

下半年通胀将处于“弱现实和强预期”

图表：PPI和M1同比（单位：%）



图表：PPI和螺纹钢价格同比（单位：%）



资料来源：Wind, 光大期货研究所

物价稳定是央行的货币政策目标，央行一季度货币政策报告专栏提到，价格调控思路上，要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争。疏通货币政策传导，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。考虑到央行的表态和“反内卷”政策预期的升温，未来通胀将处于企稳回升的格局。从领先指标M1来看，M1领先核心CPI同比12个月，领先PPI同比9个月。下半年通胀将处于“弱现实和强预期”，数据上的回升可能等到明年上半年。

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，历任混沌天成期货宏观分析师，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。