

中国刺激政策：不急于一时

- ◆ 本年度经济增长开局稳健，但外部和国内的不利因素仍构成挑战
- ◆ 政策宽松可能侧重于促进消费和就业，而房地产市场尚未完全企稳
- ◆ 中国将于第四季发布下一个五年规划，政策重心预计将放在推动经济向高质量增长转型

中国数据回顾（2025 年 6 月和第二季）¹

- 第二季**国内生产总值**按年增长提速，升至 5.2%，上半年整体增长 5.3%。这一表现使中国经济更有望实现今年“5%左右”的增长目标，但 6 月份数据显示，一些不利因素仍未消退。
- **固定资产投资**增速 6 月放缓至-0.1%，自 2021 年 11 月以来首次按年收缩。房地产行业放缓继续拖累经济增长，房地产投资按年下降 12.9%；尽管政府债券发行量高企，表明财政支持持续推进，但基础设施投资和制造业投资增速均有所放缓。
- **工业增加值** 6 月按年增长 6.8%，主要受益于中美相互暂停加征关税带来的外部环境阶段性趋稳，以及国内培育新增长动能、推进消费品以旧换新及设备更新的持续政策支持。其中，高技术制造业仍维持领先增势，当月按年增长达 9.7%。
- **社会消费品零售总额** 6 月按年增速从 5 月的 6.4%回落至 4.8%，原因在于部分以旧换新补贴政策到期，抑制了家电及消费电子的采购。但是，尽管部分地方政府表示若干资金已拨付完毕，但近半数以旧换新补贴资金仍待下半年发放。
- **消费价格指数通胀** 6 月按年增长 0.1%，核心消费价格指数稳步回升（按年增长 0.7%）带来积极提振，得益于持续的消费刺激政策对耐用品价格的有力支撑。但生产价格指数按年跌幅扩大至-3.6%，主因油价相对疲软、部分行业产能过剩及终端需求不足，尤以房地产供应链为甚。
- **出口** 6 月按年增长 5.8%，得益于近期中美相互暂停加征关税带来的利好。对美出口降幅收窄至-16.1%，较 5 月-34.5%的低点有所改善。**进口**按年增长 1.1%，为 2 月以来首次出现正增长，财政支持加码带动基建相关建设及设备升级需求，成为关键拉动因素。

¹ 资料来源：万得资讯、汇丰银行

中国刺激政策：不急于一时

中美关税博弈持续占据新闻头条。尽管双边谈判仍在进行，但我们认为中美贸易关系面临双向风险。中国对美出口的贸易加权平均关税依然维持在约 50% 的高位，其中约 20% 在特朗普第二任期前就已实施。

然而，在关税大幅提升的背景下，近期贸易数据仍具韧性，提前出货与贸易结构重组有效抵消了部分冲击。国内经济数据也呈现相对稳健态势。

稳增长政策路径

虽然部分下行风险有所缓和，但**经济增长依旧承压**。外部方面，中美能否在 8 月 14 日（日内瓦会谈达成的 90 天关税暂停期截止日）前达成协议仍存变数。国内方面，今年逾 1,200 万高校毕业生将会加剧就业市场压力，而部分行业仍处于整合阶段。消费持续复苏，但房地产行业的疲弱态势仍未缓解。

我们预计中国将推出已在酝酿中的一系列稳增长举措，但出台“大水漫灌”式强刺激政策可能性较低。鉴于政策制定者倾向以结构性方案破解结构性难题，支持政策预计将聚焦于**提振消费与稳定就业市场**。消费政策既包括耐用品补贴等短期措施，也涵盖扩大社会保障网络、推进养老金制度改革等长期激励手段。

房地产保持支撑

房地产业虽仍受关注，但已非政府首要政策焦点。只要风险可控，恐难出现“大水漫灌”式刺激政策。近期于 7 月 14 日至 15 日召开的中央城市工作会议强调新型城镇化模式，重点推进城中村改造与城市群建设。与此同时，**各地公布政策持续落地**，例如浙江省近期宣布将使用地方政府专项债收购商品房。然而，全国整体疲软态势下或暗藏显著分化——**人口净流入的大型城市显现的复苏势头更为强劲**。

迈向高质量增长

《十五五规划纲要》预计将于 2025 年第四季发布。《纲要》将聚焦推动中国经济向**高质量增长**的长期转型，政策方向有望延续近年重点布局领域，包括前沿科技产业、新型消费模式以及绿色低碳发展。

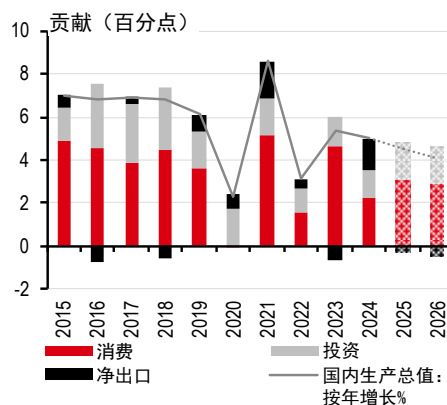
增长压力趋缓但仍存隐忧

政策重心锚定消费与就业支持

房地产刺激措施仍在持续落实

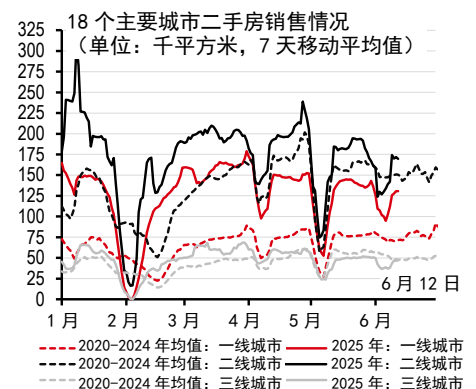
下一个五年计划将聚焦高质量增长

年内经济增长依然承压



资料来源：万得资讯、汇丰银行

一二线城市交易量按年仍保持增长



资料来源：万得资讯、汇丰银行

即将发布的中国主要经济数据

日期	指标	前值
7 月 21 日	1 年期贷款市场报价利率	3.00%
7 月 21 日	5 年期贷款市场报价利率	3.50%
7 月 31 日	国家统计局制造业采购经理人指数	49.7
8 月 1 日	财新制造业采购经理人指数终值	50.4
8 月 5 日	财新服务业采购经理人指数	50.6
8 月 7 日	出口按年增长	5.8%
8 月 7 日	进口按年增长	1.1%
8 月 9 日	生产价格指数 (PPI) 按年增长	-3.6%
8 月 9 日	消费价格指数 (CPI) 按年增长	0.1%
8 月 15 日	社会消费品零售总额按年增长	4.8%

资料来源：LSEG Eikon

A 股主要指数表现*

	目前	年初至今	过去 1 年
上证综指	3,520	5.01%	18.46%
深证综指	2,120	8.15%	30.69%
沪深 300	4,018	2.10%	15.70%

*过往的表现并不代表未来的回报

资料来源：LSEG Eikon。截至 2025 年 7 月 14 日收盘

披露附录

- 1 本报告发布日期为 2025 年 7 月 15 日。
- 2 除非本报告中列明不同日期及 / 或具体时间，否则本报告所载的所有市场数据均截至 2025 年 7 月 15 日收市时间。
- 3 汇丰设有识别及管理与研究业务相关的潜在利益冲突的制度。汇丰分析师及其他从事研究报告编制和发布工作的人员有独立于投资银行业务的汇报线。研究业务与投资银行及自营交易业务之间设有信息隔离墙，以确保机密及 / 或价格敏感信息得到妥善处理。
- 4 您不得出于以下目的使用本文件中的任何信息作为参考：(i) 决定贷款协议、其它财务合约或金融工具项下的应付利息，或其他应付款项，(ii) 决定购买、出售、交易或赎回金融工具的价格，或金融工具的价值，及 / 或 (iii) 衡量金融工具的表现。
- 5 本报告为汇丰环球研究发布的英文报告的中文翻译版本。香港上海汇丰银行有限公司、汇丰银行（中国）有限公司、加拿大汇丰银行和汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

免责声明

本报告由香港上海汇丰银行有限公司(简称「HBAP」，注册地址香港皇后大道中 1 号)编制。HBAP 在香港成立，隶属于汇丰集团。

本报告由汇丰(台湾)商业银行有限公司及 HBAP(合称「发行方」)向其客户分发。本报告仅供一般传阅和资讯参考目的。本报告在编制时并未考虑任何特定客户或用途，亦未考虑任何特定客户的任何投资目标、财务状况或个人情况或需求。HBAP 根据在编制时来自其认为可靠来源的公开信息编制本报告，但未独立验证此类资讯。本报告的内容如有变更恕不另行通知。对于因您使用或依赖本报告，而可能导致您产生、或承受因此造成、导致或与其相关的任何损失、损害或任何形式的其他后果，HBAP 及发行方不承担任何责任。对于本报告的准确性、及时性或完整性，HBAP 及发行方并不作出任何担保、声明或保证。本报告并非投资建议或意见，亦不以销售投资或服务或邀约购买或认购这些投资或服务为目的。您不应使用或依赖本报告作出任何投资决定。HBAP 及发行方对于您的此类使用或依赖不承担任何责任。若对本报告内容有任何问题，您应该咨询您所地区的专业顾问。您不应为任何目的向任何个人或实体复制或进一步分发本报告部分或全部的内容。本报告不得在任何禁止分派本报告的地区分发。

以下条款仅适用于汇丰(台湾)商业银行有限公司向其客户分发时的情况

汇丰(台湾)办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰(台湾)不担保信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

中国内地

在中国内地，本报告由汇丰银行（中国）有限公司（简称“汇丰中国”）及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司向其客户分发，仅用于一般参考目的。本报告并不旨在提供证券和期货投资建议或提供金融信息服务，亦不旨在推广或销售任何理财产品。本报告所载内容和信息均基于现状提供。若对本报告内容有任何问题，您应该咨询您所在辖区的专业顾问。

© 版权香港上海汇丰银行有限公司2025版权所有。

未经香港上海汇丰银行有限公司的事先书面许可，不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统，或以任何电子、机械、影印、记录或其它形式或方式进行传输。

[1261901]