

2025 年一季 中国宏观经济报告

旭日集团研究与发展部
2025 年 5 月

报告重点

一、宏观经济及金融运作概况

1. 经济增长:2025 年一季国内生产总值同比增长 **5.4%**(2024 全年: +5.0%), 环比 +1.2%; 但首季 GDP 名义增速(+4.6%) 低于实际增速(+5.4%), 反映物价仍偏低; 2025 年一季**第二产业**(以工业为主) **增速最快**(+5.9%), 且增幅扩大(2024 全年: +5.3%), 第三产业(+5.3%) 增速较 2024 全年(+5.0%) 加快。**消费**对经济增长**贡献率**(51.7%) **回升**(2024 全年: 44.5%), 位居“三驾马车”之首。一季度货物和服务净出口(39.5%) **贡献率仍处高位**, 较 2024 全年提高 9.2 个百分点。**广东 GDP 增速**(+4.1%) **低于全国水平**, 但**外贸**(进出口+4.2%) **表现好于全国**。**IMF 下调今年中国经济预测值至 4.0%**, 主因在**贸易紧张局势升级**和**政策不确定性**加剧的背景下, 中国受近期贸易措施影响最大。(注: 但有关预测**仍未**考虑 5 月 12 日中美双方达成降低加征关税的共识)

2. 工业制造: 2025 年一季**工业增加值**+**6.5%**(2024 全年: +5.8%); 3 月工业生产增速(+7.7%) 创近四年新高, 4 月+6.1; 纺织业增速(+5.7%) 稍回落, 4 月+2.9%; 2025 年一季**工业企业利润**+**0.8%**(2024 全年: **-3.3%**), 3 月工业利润(+2.6%) 回升, 单月利润改善态势明显; 2025 年一季**工业生产者出厂价格(PPI)****-2.3%**(2024 全年: **-2.2%**), 而 3 月及 4 月 PPI 同比分别是**-2.5%**及**-2.7%**, **跌幅加大**。料关税战的影响可能会进一步加剧, 企业盈利修复进度可能放缓, 并继续对 PPI 造成压力。

3. 居民消费: 2025 年一季 **CPI****-0.1%**(2024 全年: +0.2%), 显著低于“2%左右”的年度目标。3 月及 4 月 CPI 同比皆**跌 0.1%**, 料二季度 CPI 继续低位徘徊。

2025 年一季**社零**+**4.6%**(2024 全年: +3.5%), 其中 3、4 月分析增长 5.9%及 5.1%, 促消费政策持续发力, 但消费修复力度或仍偏温和, 不宜过度高估, 预计全年社零约增长 5%。2025 年一季「**限额以上服装、鞋帽、针纺织品类**」同比**增长 3.4%**, 增速仍较社零总额增速低 1.2 个百分点; **网上穿类商品**同比**-0.1%**, 降幅较 1-12 月收窄 0.5 个百分点。

4. 投资: 2025 年一季**全国固投**同比+**4.2%**(2024 全年: +3.2%), 其中, **民间固投**(+0.4%) 累计同比增速自 2024 年 8 月以来首次转正, 表明**民营企业“不敢投、不愿投”现象有所缓解**; 2025 年一季**广义基建投资**(+11.5%) 及**制造业投资**(+9.1%) **延续韧性**, 但今年海外贸易政策不确定性上升, 或令**制造业投资在高位增速缓降**。**纺织业投资**增长(+13.5%) 整体固投增长较高。

2025 年 1-4 月份, **全国房地产开发投资**同比**下降 10.3%**, 降幅比 1-3 月扩大 0.4 个百分点。新建商品房销售面积同比**下降 2.8%**, 降幅比 1-3 月份收窄 0.2 个百分

点；**新建商品房销售额下降3.2%**，降幅比1-3月扩大1.1个百分点。2025年一季**百强房企业绩同比-5.9%**。2025年**楼市各项支持性政策有望加快落实**，包括加快构建房地产发展新模式，加大高质量住房供给，优化存量商品房收购政策；**核心城市楼市有望保持修复，但整体止跌回稳仍需时间完成。**

5. 贸易：按美元计，2025年一季**进出口同比+0.2%**；其中，**出口及进口分别+5.8%及-7%**。3月出口同比+12.4%，创历史同期最高规模，4月+8.1%。2025年一季**东盟(+8.1%)、欧盟(+3.7%)、美国(+4.5%)仍为前三大贸易国**。对共建「一带一路」**国家出口同比+6.1%**，东盟占「一带一路」出口达32.4%，其中越南占比最高。**随着关税影响逐渐显现，二季度中国对美出口或下滑**，中国对非美国国家的出口不确定性也将加大，尤其是一轮抢出口弱化之后，中国出口数据大概率走弱。

6. 金融运作：2025年一季末，**社融存量+8.4%**(2024全年末：+8%)，4月末增8.7%，其中，截至一季末，**政府债券融资存量(占20.1%，+1.9个百分点)及增量(占25.5%，+14.9个百分点)占比均大幅上升**，尤其**增量占比升幅显著；人民币贷款余额增7.4%**(4月：+7.2%)，增幅仍处低位，**企(事)业单位贷款短期贷款是主要支撑，而中长期贷款同比出现少增**，表明企业仍偏向于短期融资，亦体现企业融资扩张需求仍有待增强。

2025年一季末**M2(+7%)，M1(+1.6%)，M2-M1剪刀差为5.4%**，创2024年2月以来新低，但**4月末M2-M1剪刀回升至6.5%**，表明市场生产消费投资意愿下降，定期存款增加，企业生产活动放缓，**新订单和需求增长动力仍不足**。外汇储备持续位于3.2万亿美元以上，中银研究院发布的《2025年二季度经济金融展望报告》指出，关税可能加剧美国通胀反弹风险，增加美联储货币政策不确定性，会影响人民币兑美元汇率稳定，但目前**外资重估中国资产，其流入将为维护国际收支平衡和汇率稳定提供支撑，二季度人民币汇率能够基本稳定在合理均衡水平。**

二、财税运作概况

1. 一般公共预算收入增长边际好转，但低于年度预算目标

2025年一季，全国一般公共预算**收入同比-1.1%**，低于+0.1%的预算目标。其中，**税收同比-3.5%**，非税收入同比+8.8%。

2. 社会保障和就业、教育、节能环保及债务付息等支出增速高于平均

2025年一季，全国一般公共预算**支出同比+4.2%**，接近+4.4%的全年目标。

摘要

一、宏观经济及金融运行概况

i. Q1 的 GDP 名义增速(+4.6%) 低于实际增速(+5.4%)，反映物价仍偏低；但三产增速加快；消费贡献率居“三驾马车”之首，投资及净出口贡献率较去年 Q4 回落；近七成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.9%) 增速居首；贸易紧张局势下，IMF、世界银行等国际机构下调中国经济预测值至 4.0%。

| 项目 | 24 年 第一 季度 | 24 年 全年 | 25 年 第一 季度 | 备注 |
|------------------|------------------|------------|------------------|---|
| 国内生产总值 (实质增长) | +5.3% | +5.0% | +5.4% | <ul style="list-style-type: none"> ➤ Q1 经济名义同比增速(+4.6%) 低于实际同比增速(+5.4%)，主因当前物价明显偏低。Q1 的 GDP 环比增长 1.2%，环比增速连续 11 个季度增长，且连续五个季度在 1.0% 以上，但较去年四季度回落 0.4 个百分点。 ➤ 第二产业增速(+5.9%) 继续领跑，三产增速(+5.3%) 亦加快，较去年一季度和全年均高出 0.3 个百分点，且对经济增长贡献率(59.1%) 最高。 ➤ 消费贡献率居“三驾马车”之首，内需(消费及投资)对经济增长贡献率为 60.4%，较去年四季度提高 6.2 个百分点。 ➤ 近七成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.9%) 居首，广东增速(+4.1%) 低于全国水平。 |

IMF、世界银行等国际机构下调中国经济预测值至 4.0%，主因贸易紧张局势升级和政策不确定性加剧。(注：但以下预测仍未考虑 5 月 12 日中美双方达成降低加徵关税的共识)

| 经济预测 | | 国际货币基金组织 (IMF) | 经合组织(OECD) | 世界银行 (World Bank) |
|------|-------|-----------------------|-------------|-----------------------|
| 全球 | 2025年 | 3.3%-->2.8% | 3.3%-->3.1% | 2.7%-->2.7% |
| | 2026年 | 3.3%-->3% | 3.3%-->3.0% | 2.7% |
| 中国 | 2025年 | 4.6%-->4.0% | 4.7% | 4.5%-->4.0% |
| | 2026年 | 4.5%-->4.0% | 4.4% | 4.0% |

注：(1) 世界银行对中国 2025 年经济增速预测来自世界银行集团最新的《2025 年区域经济更新》，对全球及中国 2026 年经济增速预测值未有更新；(2) 经合组织(OECD) 对中国经济增速预测值未有更新。

ii. 工业制造：3 月工业生产增速续升，利润增速转正；但受贸易战冲击后续或将回落；3 月 PPI 同比、环比跌幅均扩大，短期内仍有下行压力。

| 项目 | 24 年第一 季度 | 24 年全年 | 25 年第一 季度 | 备注 |
|-----------------------------|--------------|--------|--------------|---|
| 规模以上工业 增加值 (实质 增长) | +6.1% | +5.8% | +6.5% | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 3、4 月份，规模以上工业增加值同比增长分别是 7.7%及 6.1%，3 月增速创 2021 年 7 月以来新高，亦较 1—2 月份加快 1.8 个百分点。 ➤ 3 月工业三大门类增加值增速均加快，其中，制造业增加值同比增长 7.9%，增速较 1-2 月加快 1.0 个百分点。 ➤ 3、4 月份，纺织业同比分析增长 5.7%及 2.9%，3 月增幅较 1-2 月回落 1.3 个百分点，较全部规上工业增加值增速低 2.0 个百分点。 |
| 规模以上工业 企业利 润 | +4.3% | -3.3% | +0.8% | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 3 月份，规模以上工业企业利润增速由 1-2 月下降 0.3%反弹至增长 2.6%，单月利润改善态势明显。3 月工业企业利润有所回升，主要受益于“量”的改善，PPI 贡献为负。 ➤ 「申银万国」表示，国际大宗价格回落有助于缓解成本压力，但中下游刚性成本仍高，叠加关税扰动，企业盈利修复进度可能放缓。 |
| 工业生 产者出 厂价格 (PPI) | -2.7% | -2.2% | -2.3% | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 3、4 月，全国工业生产者出厂价格同比分别降 2.5%及 2.7%，降幅连续 8 个月超 2%，且 3 月降幅较 2 月扩大 0.3 个百分点，其中，3 月生产资料价格是主要拖累。 ➤ 3、4 月衣着生产者出厂价格分别同比降 0.3%及 0.1%，3 月跌幅较 2 月扩大 0.1 个百分点。 ➤ 「东方金诚」指出：展望未来，短期内中美关税战将继续对工业品价格造成压力，故预测，5 月 PPI 同比可能跌 3.5% 左右，且关税战的影响可能会进一步加剧。 |

iii. 居民消费：3 月社零增速显著回升，促消费政策持续发力，料消费温和修复，但增速不宜过度高估；3 月 CPI 同比降幅收窄、环比降幅扩大、核心 CPI 转正，料 2 季 CPI 继续低位徘徊。

| 项目 | 24年第一 季度 | 24年全年 | 25年第一 季度 | 备注 |
|-----------------|-------------|-------|-------------|---|
| 居民消费价格 (CPI) | +0.0% | +0.2% | -0.1% | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 3、4月，全国居民消费价格同比下降均是0.1%，同比涨幅连续3个月为负，但降幅较2月收窄0.6个百分点。 ➤ 3月份，核心CPI同比由上月下降0.1%转为上涨0.5%，其中服务价格上涨是重要支撑力量。4月衣着价格上涨1.3%，也与3月持平。 ➤ 关税战影响下，外部经贸环境变数骤然加大，部分出口转内销需求可能会对物价形成一定下行压力，“两新”政策效果亦或边际减弱，但全方位扩大内需、促消费等新一轮增量政策仍会对物价形成一定支撑，料二季度CPI续处低位。 |
| 社会消费品零售总额 | +4.7% | +3.5% | +4.6% | <ul style="list-style-type: none"> ➤ 3、4月，社会消费品零售总额同比分别增长5.9%及5.1%，3月增速较1-2月加快1.9个百分点，创2024年以来单月增速新高，低基数及消费品以旧换新政策加力扩围共同提振社零增速。 ➤ 4月份，服装零售总额同比增长2.2%（3月：+3.6%），增幅比1-3月回落1.2个百分点。 ➤ 1—3月份，商品零售额同比增长4.6%，增速较1-2月加快0.7个百分点。其中，穿类商品同比下降0.1%，降幅较1-2月收窄0.5个百分点。 ➤ 受以旧换新政策影响，3月汽车（+5.5%）、家电（+35.1%）、家具（+29.5%）、通讯器材（+28.6%）零售额同比增速显着加快。 ➤ 「财信研究」表示，随着宏观政策着力点转向促消费、稳楼市股市，预计刺激效果和财富效应将会显现，但受外部不利影响加深，消费修复力度或仍偏温和，预计全年社零约增长5%。 |

iv. 投资：固投增速平稳，民间固投边际好转；但“基建及制造业增速维持高增长、地产降幅扩大”的分化特征仍在，料出口下行压力加大等原因或导致制造业投资增速高位缓降，政策持续发力下，地产投资跌幅有望收窄；百强房企销售续跌，各梯队销售门槛下移，但料核心城市有望保持修复

| 项目 | 24年第一 季度 | 24年全 年 | 25年第一 季度 | 备注 |
|-----------------|------------------------|----------------------------|-----------------------|--|
| 全国固 投 | +4.5% | +3.2% | +4.2% | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4.0%，增幅比 1-3 月回落 0.2 个百分点。其中，纺织业固定资产投资同比增长 14.7%，增幅比 1-3 月加快 1.2 个百分点。 ➢ 1-4 月广义基建投资同比增加 10.9%，增速较 1-3 月减慢 0.6 个百分点；狭义基建投资同比增加 5.8%，增速与 1-3 月持平。 ➢ 「财信研究」表示，面对特朗普关税冲击和国内地产消费回升偏慢形势，既定财政政策尽快落地见效已成必然，加上一揽子扩内需增量政策加力扩容可期、隐性债务化解亦将持续增强地方投资建设积极性，预计 2025 年广义基建投资增速有望增长 10%左右，托底作用显著。 ➢ 3 月份，制造业投资同比增长 9.2%，较 1-2 月高出 0.2 个百分点，持平于去年全年水平（+9.2%），增速仍处在近 10 年增速中枢之上。「财信研究」表示，出口下行、价格盈利偏弱以及部分行业产能过剩压力或将对制造业投资构成下行压力，但国内新质生产力加快发展、一揽子扩内需政策加快落地将对投资增速形成一定支撑，预计 2025 年制造业投资增速或缓降至 8%左右。 |
| 民间固 投 | +0.5% | -0.1% | +0.4% | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 1-4 月份，民间固定资产投资同比增长 0.2%，增幅虽比 1-3 月回落 0.2 个百分点。但 1—3 月份累计同比增速自 2024 年 8 月以来首次转正，民营企业“不敢投、不愿投”现象有所缓解。 |
| 房地产 开发投 资 | -9.5% | -10.6% | -9.9% | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 3 月份，房地产开发投资同比下降 10.0%，降幅较 1-2 月扩大 0.2 个百分点，但较去年全年（-10.6%）收窄 0.6 个百分点。 ➢ 1-4 月份，全国房地产开发投资同比下降 10.3%，降幅比 1-3 月扩大 0.4 个百分点。 ➢ 「财信研究」表示，在稳地产政策持续用力的作用下，房地产需求端有望继续趋于好转，但去库存是一个过程，尤其在家庭、企业、政府三张资产负债表受损，预期扭转需要时间的综合背景下，房地产市场止跌回稳也是一个过程。 |
| 房地产 销售 | 商品房销 售面积： -19.4% | 商品房 销售面 积：- 12.9% | 商品房销 售面积： -3.0% | <ul style="list-style-type: none"> ➢ 1—3 月份房地产销售均价涨幅（+0.9%）较 1-2 月明显回落，其中 3 月增速由 1-2 月的+2.6%转为-1.1%。 ➢ 1-4 月份，新建商品房销售面积同比下降 2.8%，降幅比 1—3 月份收窄 0.2 个百分点；新建商品房销售 |

| | | | | |
|--|--------------------|-------------------|-------------------|---|
| | 商品房销售均价： -10.2% | 商品房销售均价： -4.8% | 商品房销售均价： +0.9% | <p>额下降 3.2%，降幅比 1-3 月扩大 1.1 个百分点。</p> <p>➤ 据「克而瑞」数据，1-3 月份，百强房企销售操盘金额同比降低 5.9%。其中，3 月，TOP100 房企销售操盘金额同比降低 11.4%，环比增长 68.8%，单月业绩规模保持在历史低位。房地产市场整体保持低位运行，延续止跌回稳态势。</p> <p>➤ 「中指院」指出，4 月末中共中央政治局会议定调后，楼市各项支持性政策有望加快落实，预计在房地产供需两端政策持续发力、优质住房供给增加带动下，核心城市楼市有望保持修复。</p> |
|--|--------------------|-------------------|-------------------|---|

v. 贸易：3 月出口增幅显着回升，但料二季度出口受关税影响大概率走弱

| 项目 | 24 年第一季度 | 24 年全年 | 25 年第一季度 | 备注 |
|---------------|--|--|--|--|
| 进出口 (按美元计) | +1.5% (出口： +1.5%；进 口： +1.5%) | +3.8% (出口： +5.9%；进 口： +1.1%) | +0.2% (出口： +5.8%；进 口： -7.0%) | <p>➤ 3 月出口总值创历史同期最高规模，同比增速由 2 月的-3.0%升至本月的 12.4%，创去年 11 月以来新高，环比增速由 2 月的-33.8%升至本月的 46.0%，受外需韧性较强、抢出口及低基数效应共同支撑。</p> <p>➤ 一季度，东盟、欧盟、美国仍为前三大贸易国，对东盟出口增速(+8.1%)分别高出美国(+4.5%)和欧盟(+3.7%) 3.6 和 4.4 个百分点。3 月对美国出口同比上涨 9.1% (前值-9.8%)，对欧盟出口同比上涨 10.3% (前值-11.6%)，对东盟出口同比增长 11.6% (前值+8.8%)，尤其对泰国(+27.8%)、印尼(24.6%)、越南(18.9%)和菲律宾(9.3%)等国出口增速较高。</p> <p>➤ 一季度，中国与“一带一路”共建国家(截至 2025 年 3 月底共 155 个国家)同比增长 1.1%，增速较去年全年回落 4.0 个百分点。其中，出口同比增长 6.1%，增速较去年全年回落 2.2 个百分点，出口排在前三位的国家依次是越南、韩国和泰国。</p> <p>➤ 4 月份，进出口同比增长 4.6%，增幅较上月回落 0.4 个百分点。其中，出口同比增长 8.1%，增幅较上月回落 4.3 个百分点。进口同比减少 0.2%，降幅较上月收窄 4.1 个百分点。</p> |

| | | | | |
|--|--|--|--|--|
| | | | | <ul style="list-style-type: none"> 「中信证券」指出，受美加征关税影响，二季度中国对美出口或下滑，中国对非美国国家的出口不确定性也将加大，尤其是一轮抢出口弱化之后，中国出口数据大概率走弱。 |
|--|--|--|--|--|

vi. 人民币贷款增速仍处低位，企业中长期贷款仍待增强，但料二季度政府债券融资规模仍处较高水平，信贷、社融增速将稳中回升；4月M2增速升、M1增速稍降，M2-M1剪刀差扩大，新订单需求仍不足；外汇储备续位于3.2万亿美元以上，外资重估中国资产，料二季度人民币汇率维持稳定

| 项目 | 24年3月末 | 24年12月末 | 25年3月 | 备注 |
|------------|--------|---------|-------|---|
| 社会融资规模存量 | +8.7% | +8.0% | +8.4% | <ul style="list-style-type: none"> 3、4月末社会融资规模存量同比增长8.4%及8.7%，3月增速较2月末提高0.2个百分点，连续3个月回升，同时3月末融资呈以下特点：人民币贷款仍是主要支撑，但占比继续回落；非金融企业股票融资占比相对稳定，发债量显著减少；政府发债占比大幅上升，为社融最大支撑项；表外融资整体占比回落。 「财信研究」指出，受益于财政加力、需求回暖，预计社融增速有望步入温和回升通道，2025年约增长8-9%。 |
| 人民币贷款余额 | +9.6% | +7.6% | +7.4% | <ul style="list-style-type: none"> 3、4月末，人民币贷款余额同比分别增长7.4%及7.2%，3月增速较2月提高0.1个百分点，整体仍处历史低位。 一季度，人民币贷款同比多增0.32万亿元，主要是企（事）业单位贷款同比多增0.89万亿元，其中短期贷款是主要支撑，中长期贷款同比出现少增。 |
| 广义货币(M2)余额 | +8.3% | +7.3% | +7.0% | <ul style="list-style-type: none"> 3、4月末，广义货币(M2)余额同比增长7%及8%，主要是当月用于化债的地方政府债券大规模发行，加之企业短期贷款多增，直接推动企业活期存款多增。 |
| 狭义货币(M1)余额 | +2.3% | -1.4% | +1.6% | <ul style="list-style-type: none"> 3、4月末，狭义货币(M1)余额同比增长1.6%及1.5%，3月增速较2月末提高1.5个百分点，创2024年4 |

| | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--|
| | | | | <p>月以来新高。「东方金诚」表示，当前 M1 增速仍然明显偏低，后期还需在推动房地产市场止跌回稳，提振居民消费信心和企业投资信心等方面持续加力。</p> <p>➤ 4 月末，M2-M1 剪刀差为 6.5%，「长城证券」表示，M2-M1 剪刀差扩大，市场生产消费投资意愿下降，定期存款增加，企业生产活动放缓，新订单和需求增长动力仍不足。</p> |
| 外汇储备规模 (按月) | +0.62% | -1.94% | +0.42% | <p>➤ 3 月末，我国外汇储备规模为 32,407 亿美元，连续 16 个月位居 3.2 万亿美元以上，较 2 月末上升 134 亿美元。</p> <p>➤ 「南华期货」表示，特朗普关税政策或继续对汇率市场形成扰动，或阶段性给美元带来一定的支撑，但美元指数没有太多上行力量，预计二季度美元兑人民币即期汇率走势大概率主要运行在 7 上方，但难突破 7.5。</p> |

二、财税运行概况及政策动态

1. 一般公共预算收入增长边际好转，但低于年度预算目标

一季度，全国一般公共预算收入 60,189 亿元，**同比下降 1.1%**（2024 年同期：**-2.3%**），**低于“+0.1%”的预算目标**，降幅较 1-2 月收窄 0.5 个百分点，完成全年预算进度的 27.4%，略低于过去五年同期平均水平（28.0%）。全国税收收入 47,450 亿元，**同比下降 3.5%**，低于全年“**+3.7%**”的预算目标，降幅较 1-2 月收窄 0.4 个百分点；非税收入 12,739 亿元，同比增长 8.8%，高于全年“**-14.7%**”的预算目标，增速较 1-2 月**回落 2.2 个百分点**。

3 月一般公共预算收入 16,333.0 亿元，**同比增长 0.3%**，较 1-2 月（**-1.6%**）**边际好转，主要受税收收入降幅收窄拉动**。

2. 社会保障和就业、教育、节能环保及债务付息等支出增速高于平均

一季度，全国一般公共预算支出**同比增长 4.2%**，接近 4.4% 的全年目标，增速较 1-2 月加快 0.8 个百分点，完成全年进度约 25%，快于近五年平均水平，显示财政支出端稳增长力度有所加大。**社会保障和就业、教育、节能环保及债务付息支出明显高于财政支出平均增速**，城乡社区、农林水、交通运输支出增速为负。

三、政策动态

1. 宏观政策：提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，提升宏观政策实施效能，

加紧实施更加积极有为的宏观政策，强化政策取向一致性。

2. 货币政策：

- **用好用足适度宽松的货币政策。**
- **加强逆周期调节，加大货币财政政策协同配合**，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。
- **适时降准降息**，保持流动性充裕，加力支持实体经济。
- 引导金融机构**加大货币信贷投放力度**，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
- **强化央行政策利率引导**，完善市场化利率形成传导机制，推动社会综合融资成本下降。
- 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，**防范资金空转**。
- 增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险，**保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定**。
- 创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，**支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等**。
- 加大存量商品房和存量土地盘活力度，**推动房地产市场止跌回稳**，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

3. 财政政策

- 统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保**财政政策持续用力、更加给力**。**赤字率拟按 4%左右安排**、比上年提高 1 个百分点，**赤字规模 5.66 万亿元**、比上年增加 1.6 万亿元。拟发行**超长期特别国债 1.3 万亿元**、比上年增加 3000 亿元。拟发行**特别国债 5000 亿元**，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于**投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款**等。2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元
- **用好用足更加积极的财政政策**。
- 加快**地方政府专项债券、超长期特别国债**等发行使用。兜牢基层“三保”底线。
- 围绕增加地方自主财力，适当扩大地方税收管理权限，深化地方附加税改革研究，**加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方**。
- **优化增值税留抵退税政策，稳步推进规范税收优惠政策工作**。

一、宏观经济

(一) Q1 的 GDP 名义增速(+4.6%) 低于实际增速(+5.4%)，反映物价仍偏低；但三产增速加快；消费贡献率居“三驾马车”之首，投资及净出口贡献率较去年 Q4 回落；近七成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏(+7.9%) 增速居首；贸易紧张局势下，IMF、世界银行等国际机构下调中国经济预测值至 4.0%。

1. Q1 的 GDP 名义增速低于实际增速，反映物价仍偏低；但三产增速加快

i. 一季度 GDP 同比增速(+5.4%)，但环比增速较去年 Q4 回落

一季度，国内生产总值(GDP) 318,758 亿元，同比增长 5.4% (2024 年同期: +5.3%)，高于“5%左右”的年度增长目标，增幅与去年四季度持平，主要受出口需求强劲及政策协同发力、市场信心边际改善等因素影响等带动。但一季度名义 GDP 增速为 4.6%，明显低于 5.4% 的实际 GDP 增速，主因当前物价明显偏低^①。

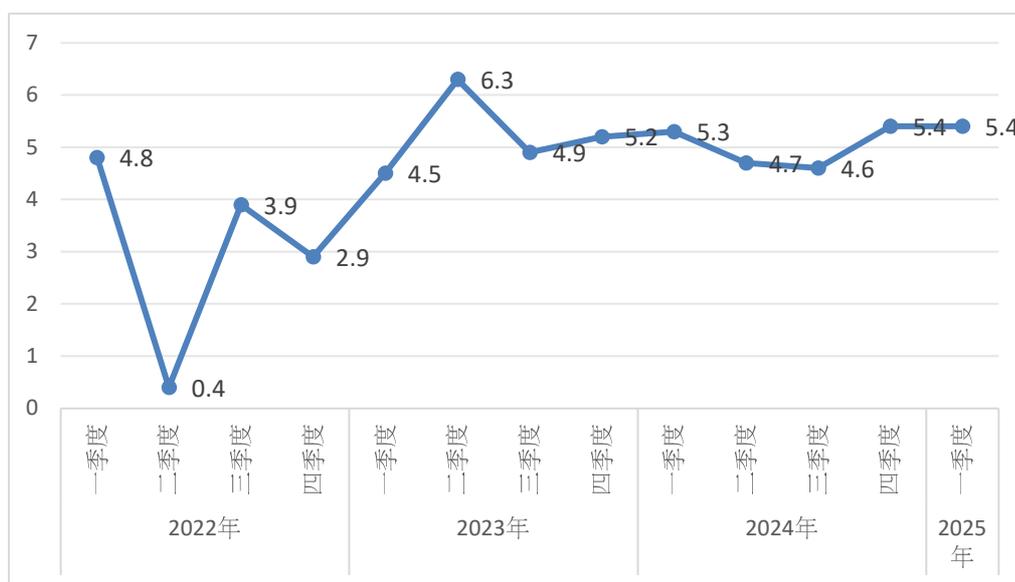


图1 国内生产总值增长速度(季度同比%)

从环比看，一季度国内生产总值增长 1.2% (2024 年同期: +1.3%)，环比增速连续 11 个季度增长，且连续五个季度在 1.0% 以上，但增幅较去年四季度回落 0.4 个百分点。「财信研究」表示，一季度经济回升更多依赖于政策托举效应和外需支撑，内需恢复基础尚不稳固、部分领域脆弱性较高，特朗普关税冲击将在二季度加快显现，预计二季度 GDP 同比增长 4.9% 左右，全年约增长 4.8%。

ii. 二产增速继续领跑，三产增速亦加快且对经济增长贡献率居首

分产业看，一季度，第二产业增速(+5.9%) 续居首位，分别高出第一产业和第三产业 2.4 和 0.6 个百分点，且较去年全年高出 0.6 个百分点；第三产业增速(+5.3%) 较去年一季度和全年均高出 0.3 个百分点，对经济增长贡献率为 59.1%，居三大产业

^① 一季度 GDP 平减指数同比同比下降 0.8%。

产业之首，分别高出第一和第二产业经济增长贡献率56.5和20.8个百分点。

表1 三产业增加值增速

| 分产业 | 第一产业增加值 | 第二产业增加值 | 第三产业增加值 | 整体经济增长 |
|----------|----------|--------------|----------|--------|
| | (以渔农业为主) | (以工业为主) | (以服务业为主) | |
| 2024年第一季 | +3.3% | +6.0% | +5.0% | +5.3% |
| 2024年上半年 | +3.5% | +5.8% | +4.6% | +5.0% |
| 2024年前三季 | +3.4% | +5.4% | +4.7% | +4.8% |
| 2024年 | +3.5% | +5.3% | +5.0% | +5.0% |
| 2025年第一季 | +3.5% | +5.9% | +5.3% | +5.4% |

2. 消费贡献率居“三驾马车”之首，投资及净出口贡献率较去年Q4回落

一季度，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口贡献率分别为51.7%、8.7%、39.5%，内需(消费及投资)对经济增长贡献率为60.4%(2024年同期:+85.5%)，较去年四季度提高6.2个百分点。其中，最终消费贡献率位居“三驾马车”首位，高出去年第四季度22个百分点，但较去年同期下降22.4个百分点；资本形成总额贡献率显著回落，分别较去年同期和四季度下降2.7个百分点、15.8个百分点；货物和服务净出口贡献率仍处高位，较去年同期提高25个百分点，但较去年第四季度回落6.3个百分点，贸易战影响尚未充分显现，外需保持较强韧性。「东方金诚」指出，预计接下来扩内需会显著加力，二季度内需对经济增长贡献率会进一步提高。

表2 三大需求对GDP增长的贡献度

| | 经济增长构成 | 最终消费支出 | 资本形成总额 | 货物和服务净出口 |
|----------|-------------|--------------|-------------|--------------|
| 2024年第一季 | 经济增长贡献率 | 74.1% | 11.4% | 14.5% |
| | 拉动经济增长(百分点) | 3.9 | 0.6 | 0.8 |
| 2024年第二季 | 经济增长贡献率 | 47.9% | 40.6% | 11.5% |
| | 拉动经济增长(百分点) | 2.3 | 1.9 | 0.5 |
| 2024年第三季 | 经济增长贡献率 | 29.8% | 25.6% | 44.6% |
| | 拉动经济增长(百分点) | 1.4 | 1.2 | 2.0 |
| 2024年第四季 | 经济增长贡献率 | 29.7% | 24.5% | 45.8% |
| | 拉动经济增长(百分点) | 1.6 | 1.3 | 2.5 |
| 2024年 | 经济增长贡献率 | 44.5% | 25.2% | 30.3% |
| | 拉动经济增长(百分点) | 2.2 | 1.3 | 1.5 |
| 2025年一季度 | 经济增长贡献率 | 51.7% | 8.7% | 39.5% |
| | 拉动经济增长(百分点) | 2.8 | 0.5 | 2.1 |

3. 近七成省市GDP增速高/等于全国，西藏(+7.9%)居首，广东增长4.1%

一季度，31个省市中，21个省市GDP增速高于或等于全国增速，其中西藏以7.9%的增速领跑全国。TOP5经济大省中，仅有广东增速低于全国水平，其余四省增速均在5.4%以上，其中山东和浙江均同比增长6.0%，增速位居TOP5经济大省之首。

一季度，广东实现地区生产总值 33,525.51 亿元（+4.1%），其中，规模以上工业增加值（+3.9%）、社会消费品零售总额（+2.5%）增速虽显著低于全国水平，但较 1-2 月增速加快，固定资产投资继续为负（-6.2%），但降幅较 1-2 月收窄 2.2 个百分点，表明经济延续回升向好态势，但国内有效需求依旧偏弱，经济持续回升向好基础仍需巩固。

一季度广东外贸表现好于全国，进出口 2.14 万亿元，同比增长 4.2%，增速高于全国 2.9 个百分点，进出口、出口、进口规模均创历史同期新高，贡献全国增量的 65.2%。

表 3 全国各地省市 GDP 情况

| 各省/市 | 2024 年一季度 | | 2024 年全年 | | 2025 年一季度 | |
|------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|------------|
| | GDP (亿元) | 增长 (%) | GDP (亿元) | 增长 (%) | GDP (亿元) | 增长 (%) |
| 广东省 | 31,510.66 | 4.4 | 141,633.8 | 3.5 | 33,525.5 | 4.1 |
| 江苏省 | 31,020.4 | 6.2 | 137,008.0 | 5.8 | 33,088.6 | 5.9 |
| 山东省 | 21,652 | 6.0 | 98,566.0 | 5.7 | 23,466.0 | 6.0 |
| 浙江省 | 20,137 | 6.1 | 90,131.0 | 5.5 | 22,300.0 | 6.0 |
| 河南省 | 14,765.34 | 4.7 | 63,590.0 | 5.1 | 14,945.6 | 5.9 |
| 四川省 | 14,142.6 | 6.1 | 64,697.0 | 5.7 | 15,246.9 | 5.5 |
| 湖北省 | 12,433.48 | 6.1 | 60,013.0 | 5.8 | 13,543.5 | 6.3 |
| 福建省 | 11,938.44 | 4.8 | 57,761.0 | 5.5 | 13,232.4 | 5.7 |
| 湖南省 | 10,454 | 5.6 | 53,231.0 | 4.8 | 12,702.4 | 5.4 |
| 安徽省 | 11,098.46 | 5.0 | 50,625.0 | 5.8 | 12,265.0 | 6.2 |
| 上海市 | 12,375.18 | 5.8 | 53,926.7 | 5.0 | 12,735.1 | 5.1 |
| 北京市 | 11,293.6 | 5.2 | 49,843.1 | 5.2 | 12,159.9 | 5.5 |
| 河北省 | 10,581.4 | 6.0 | 47,526.9 | 5.4 | 11,246.7 | 5.7 |
| 陕西省 | 6,961.2 | 5.4 | 35,538.8 | 5.3 | 8,235.7 | 5.6 |
| 江西省 | 7,898.55 | 4.2 | 34,202.5 | 5.1 | 7,927.1 | 5.7 |
| 重庆市 | 7,351.3 | 4.0 | 32,193.2 | 5.7 | 7,574.8 | 4.3 |
| 辽宁省 | 7,232.03 | 6.2 | 32,612.7 | 5.1 | 7,606.9 | 5.2 |
| 云南省 | 3,890.08 | 5.3 | 31,534.1 | 3.3 | 7,491.0 | 4.3 |
| 广西省 | 6,344.3 | 3.1 | 28,649.4 | 4.2 | 6,833.9 | 5.8 |
| 内蒙古 | 5,604 | 5.9 | 26,314.6 | 5.8 | 5,816.0 | 5.4 |
| 山西省 | 5,399.56 | 1.2 | 25,494.7 | 2.3 | 5,611.3 | 4.5 |
| 贵州省 | 7,001.86 | 4.6 | 22,667.1 | 5.3 | 5,598.5 | 5.3 |
| 新疆 | 5,178.81 | 5.5 | 20,534.1 | 6.1 | 4,729.1 | 5.6 |
| 天津市 | 2,936.19 | 6.5 | 18,024.3 | 5.1 | 4,194.3 | 5.8 |
| 黑龙江省 | 3,067.2 | 5.6 | 16,476.9 | 3.2 | 3,401.7 | 4.9 |
| 吉林省 | 4,413.21 | 5.6 | 14,361.2 | 4.3 | 3,182.0 | 5.5 |
| 甘肃省 | 2,825.4 | 5.9 | 13,002.9 | 5.8 | 3,118.7 | 6.2 |
| 海南省 | 1,836.98 | 3.3 | 7,935.7 | 3.7 | 1,904.2 | 4.0 |
| 宁夏 | 1,240.4 | 5.8 | 5,503.0 | 5.4 | 1,310.2 | 6.0 |
| 青海省 | 911.95 | 3.6 | 3,950.8 | 2.7 | 963.6 | 4.6 |
| 西藏 | 604.31 | 5.1 | 2,764.9 | 6.3 | 717.2 | 7.9 |

4. IMF、世界银行等国际机构下调中国经济预测值至 4.0%

国际货币基金组织（IMF）4月22日发布最新一期《世界经济展望报告》，预测中国**今年经济增长4%，较1月预测下调0.6个百分点**，主因在贸易紧张局势升级和政策不确定性加剧的背景下，**中国受近期贸易措施影响最大^①**。

世界银行集团最新发布的《2025年区域经济更新》指出，由于贸易限制、政策不确定性、全球经济放缓和房地产行业疲软，**中国经济增速将降至4.0%**。

3月25日发布的博鳌亚洲论坛旗舰报告《亚洲经济前景及一体化进程2025年度报告》指出，2025年中国经济仍将相对强劲，足以对东亚经济增长做出有力支撑，**预计中国2025年实际GDP增长率为5%**。

表4 国际机构对全球及中国经济增速预测

| 经济预测 | | 国际货币基金组织 (IMF) | 经合组织 (OECD) | 世界银行 (World Bank) |
|------|-------|----------------|-------------|-----------------------|
| 全球 | 2025年 | 3.3%-->2.8% | 3.3%-->3.1% | 2.7%-->2.7% |
| | 2026年 | 3.3%-->3% | 3.3%-->3.0% | 2.7% |
| 中国 | 2025年 | 4.6%-->4.0% | 4.5%-->4.7% | 4.5%-->4.0% |
| | 2026年 | 4.5%-->4.0% | 4.4% | 4.0% |

注：（1）世界银行对中国2025年经济增速预测来自世界银行集团最新的《2025年区域经济更新》，对全球及中国2026年经济增速预测值未有更新；（2）经合组织（OECD）对中国经济增速预测值未有更新。

（注：上述预测仍未考虑5月12日中美双方达成降低加征关税的共识）

（二）3月工业生产增速续升，利润增速转正；但受贸易战冲击后续增速或将回落

1.3月工业生产增速创近四年新高，纺织业增速稍回落

1—3月份，规模以上工业增加值同比增长**6.5%**（2024年同期：+6.1%），增速较1—2月提高0.6个百分点，较上年全年加快0.7个百分点。

分行业看，41个大类行业中38个行业增加值同比增长，**增长面为92.7%**（2024年同期：+90.2%），其中24个行业增速较1—2月份加快，**回升面近六成**。**装备制造业增加值同比增长10.9%**，其中铁路船舶航空航天(+20.0%)、电气机械(+12.4%)、汽车(+11.8%)和电子行业(+11.5%)增加值均保持两位数增长。**纺织业同比增长6.5%**（2024年同期：+4.9%），较1—2月**回落0.5个百分点**。

3月份，规模以上工业增加值同比增长**7.7%**（2024年同期：+4.5%），**增速创2021年7月以来新高**，较1—2月份加快1.8个百分点，除低基数因素外，主因年初“两新”政策加码，基建投资提速，拉动国内工业品和消费品需求及生产，同时，

^① 但本期报告是根据截至2025年4月4日的**可得信息**（包括4月2日的关税措施和各方的初步反应）提供的一份“参考预测”，而不是通常的基线预测。

外需韧性较强以及“抢出口”效应对工业生产形成较强支撑。当月**工业三大门类增加值增速均有所加快**，其中，**制造业增加值同比增长7.9%**，增速较1-2月加快1.0个百分点；**高技术制造业增加值同比增长10.7%**，较1-2月上升1.6个百分点。

分行业看，3月份，41个大类行业中有39个行业增加值保持同比增长，**增长面95.1%**。**纺织业同比增长5.7%**（2024年同期：+2.5%），较1-2月**回落1.3个百分点**，较全部规上工业增加值增速**低2.0个百分点**。

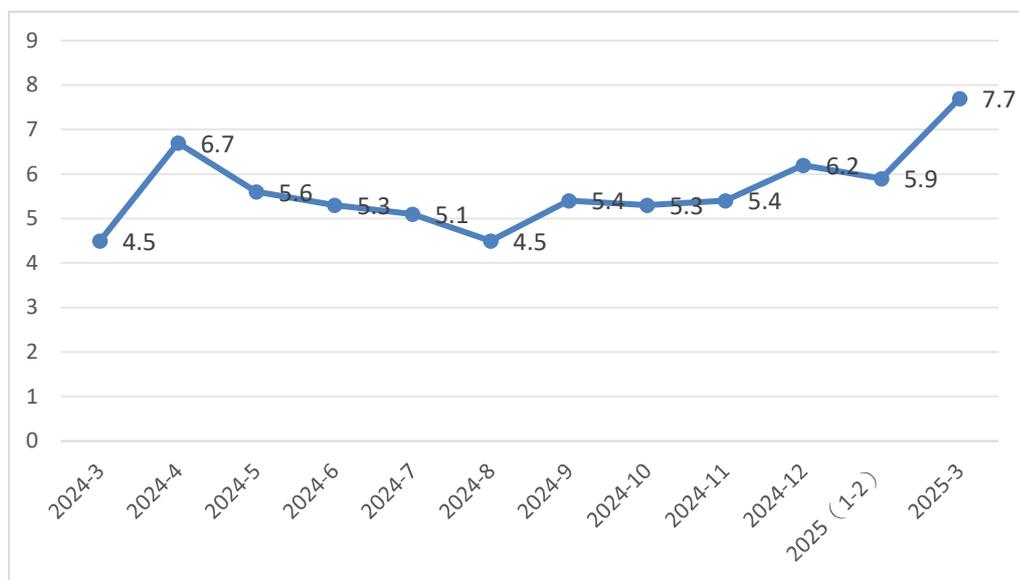


图2 规模以上工业增加值同比增速

「财信研究」表示，各类政策进一步发力显效继续对工业生产形成一定支撑，但全球贸易体系面临重创，外部环境变化带来的短期不利影响可能显著加深，加上规上工业企业产销率再创历史同期新低，反映出经济“供强需弱”矛盾依旧突出，预计工业生产增速将有所回落。

4月份，规模以上工业增加值同比增长6.1%，增幅比1-3月回落0.4个百分点。其中，纺织业工业增加值同比增长2.9%增幅比上月回落3.6个百分点。

2.3月工业利润增速转正，“量”是主要支撑，但受关税战扰动盈利修复可能放缓

1—3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额15,093.6亿元，**同比增长0.8%**（2024年同期：+4.3%），累计同比增速**近6个月以来首次回正**，扭转了自去年三季度以来持续下降态势。

从大类行业看，**制造业（+7.6%）成利润增速回正的主要支撑**，利润增速较1-2月加快2.8个百分点，其中，高技术制造业利润由1—2月份**同比下降5.8%**转为**增长3.5%**，当中的智能消费设备制造（+63.7%）、电子工业专用设备制造（+59.9%）、电子器件制造（+55.3%）等行业利润更呈现高速增长。而采矿业（-25.5%）降幅较1-2月扩大0.3个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业（+5.4%）增速较1-2月**回落8.1个百分点**。

受“两新”政策带动，专用设备（+14.2%）、通用设备（+9.5%）、可穿戴智能设备制造（+78.8%）、助动车制造（+65.8%）、家用厨房电器具制造（+21.7%）等行业利润保持较快增长。**纺织业同比增长7.1%**，增速较1-2月提高1.4个百分点。

3月份，规模以上工业企业利润增速由1-2月的**下降0.3%**反弹至**增长2.6%**（2024年同期：**-3.5%**），单月利润改善态势明显。「申银万国」指出，从量、价角度看，3月工业企业利润回升，**主要受益于“量”的改善，PPI贡献为负。**

从行业来看，3月上、中、下游行业利润增速分别为**-6.8%、10.3%、-7.4%**，**中游行业利润增速整体最快。**「中信建投」表示，工业企业利润好转主要受益于“两新”政策以及“抢出口效应”。

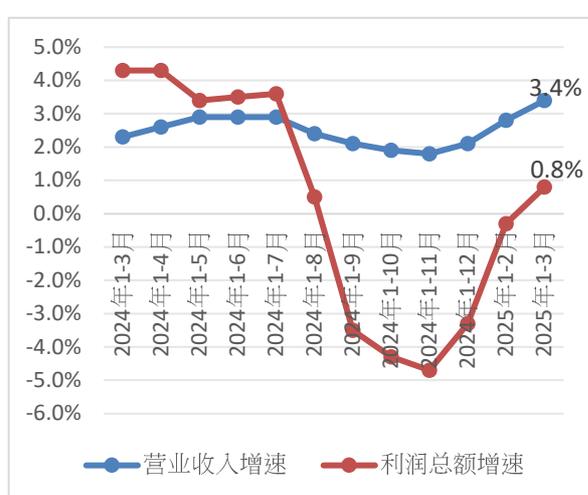


图3 规上工业企业累计营业收入与利润总额同比增速

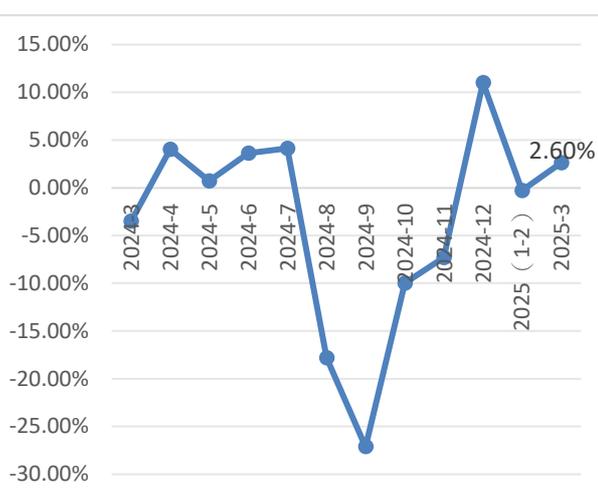


图5 规上工业企业各月利润总额增速

从累计上看，一季度，规模以上工业企业营业收入利润率为**4.70%**（2024年同期：**+4.86%**），较1-2月提高0.17个百分点。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为**85.37元**，同比增加0.17元，较1-2月增加0.26元。



图4 规模以上工业企业各月累计利润率与每百元营业收入中的成本

「申银万国」表示，国际大宗价格回落有助于缓解成本压力，但中下游刚性成本仍高，叠加关税扰动，**企业盈利修复进度可能放缓**。

（三）3月PPI同比、环比跌幅均扩大，短期内仍有下行压力

一季度，工业生产者出厂价格**同比下降2.3%**（2024年同期：**-2.7%**），降幅较1-2月扩大0.1个百分点，但较上年四季度收窄0.2个百分点。其中，**衣着生产者出厂价格同比下降0.2%**（2024年同期：**+0.3%**），降幅与1-2月持平。

一季度工业生产者购进价格**同比下降2.3%**（2024年同期：**-3.4%**），降幅与1-2持平。

表5 2025年3月工业生产者价格主要数据

| | 2025年3月 | | 2025年1-3月 |
|------------------|----------|----------|-----------|
| | 环比涨跌幅（%） | 同比涨跌幅（%） | 同比涨跌幅（%） |
| 一、工业生产者出厂价格(PPI) | -0.4 | -2.5 | -2.3 |
| 衣着 | -0.1 | -0.3 | -0.2 |
| 二、工业生产者购进价格 | -0.2 | -2.4 | -2.3 |
| 纺织原料类 | -0.1 | -2.0 | -1.7 |
| 三、工业生产者主要行业出厂价格 | | | |
| 纺织业 | 0.0 | -2.3 | -2.0 |
| 纺织服装、服饰业 | -0.3 | -0.5 | -0.2 |

3月份，**全国工业生产者出厂价格同比下降2.5%**（2024年同期：**-2.8%**），降幅连续7个月超2%，且较2月扩大0.3个百分点。其中，**生产资料价格是主要拖累，同比下降2.8%**，降幅较上月扩大0.3个百分点；生活资料**同比下降1.5%**，降幅亦较上月扩大0.3个百分点，**除日用品PPI同比上涨外，其他分项PPI均同比下跌，尤其耐用消费品（-3.4%）对生活资料价格形成明显拖累**，或主要受汽车价格战影响。**衣着生产者出厂价格同比下降0.3%**（2024年同期：**+0.3%**），跌幅较2月扩大0.1个百分点。

3月PPI**环比下降0.4%**，降幅较上月扩大0.3个百分点，其中生产资料价格**环比下降0.4%**，降幅扩大0.2个百分点；生活资料价格则由上月持平转为**下降0.4%**，其中一般日用品和耐用品价格环比由正转负，显示**终端消费需求不足对PPI表现有所拖累**。衣着生产者出厂价格**环比下降0.1%**（2024年同期：**+0.0%**），跌幅较上月收窄0.1个百分点。



图6 工业生产者出厂价格(PPI)和购进价格涨跌幅(%)

4月份，全国工业生产者出厂价格同比**下降2.7%**，工业生产者购进价格同比**下降2.7%**，降幅比上月分别扩大0.2、0.3个百分点。其中，衣着价格**下降0.1%**，较上月收窄0.2个百分点；纺织原料类价格**下降2.3%**，较上月扩大0.3个百分点。

东方金诚指出：4月PPI与去年同期相比降幅进一步扩大。根据制造业采购经理人指数(PMI)显示，原材料购进价格和出厂价格均有显著下行。这一方面受到美国政府加征对等关税的影响，另一方面则受到国内房地产市场持续调整的影响，进而导致工业品市场需求疲弱。展望未来，**短期内中美关税战将继续对工业品价格造成压力**，故预测，5月PPI去年同期相比可能降至-3.5%左右，且**关税战的影响可能会进一步加剧**。

(四) CPI同比降幅收窄、环比降幅扩大、核心CPI转正，料第二季CPI续处低位

1—3月平均，全国居民消费价格**同比下降0.1%**(2024年同期：持平)，降幅与1—2月持平，但显著低于“2%左右”的年度目标，反映当前有效需求依然相对不足，政策有待进一步发力。其中，**食品价格(-1.5%)是拉低CPI主要因素**；衣着**同比上涨1.2%**(2024年同期：+1.6%)，涨幅较1—2月提高0.1个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比**上涨0.3%**，保持温和上涨。

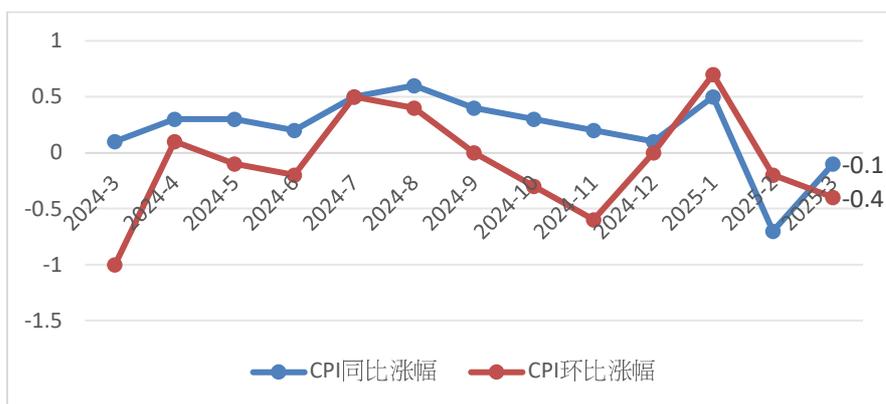


图7 全国居民消费价格涨跌幅(%)

3 月份，**全国居民消费价格同比下降 0.1%**（2024 年同期：+0.1%），同比涨幅连续 2 个月为负，但降幅较上月收窄 0.6 个百分点，除基数效应外，主因“以旧换新”政策效应叠加春节错月影响消退；CPI **环比下降 0.4%**（2024 年同期：**-1.0%**），环比涨幅连续 2 个月为负，且降幅较上月扩大 0.2 个百分点，食品价格下降是主要来源^①。

3 月份，核心 CPI 同比**由上月下降 0.1% 转为上涨 0.5%**，其中**服务价格**上涨是重要支撑力量^②。但「东方金诚」表示，3 月核心 CPI 仍处于“0 时代”，加上后续“以旧换新”政策效应可能边际减弱，未来核心 CPI 回升高度不宜高估。

今后一定时期，在美国发起的关税战、贸易战影响下，外部经贸环境变数骤然加大，**部分出口转内销需求可能会对物价形成一定下行压力**，“两新”政策效果或边际减弱，但全方位扩大内需、促消费等新一轮增量政策仍会对物价形成一定支撑，**料二季度 CPI 继续低位徘徊**。

4 月份，全国居民消费价格同比**下降 0.1%**，连续 3 个月为负，降幅与上月持平。其中，衣着价格上涨 1.3%，也与上月持平。

（五）3 月社零增速回升，促消费政策持续发力，料消费温和修复，但不宜高估

1—3 月份，社会消费品零售总额 124,671 亿元，**同比增长 4.6%**（2024 年同期：+4.7%），增速较 1-2 月份提高 0.6 个百分点。从环比看，1、2、3 月份社会消费品零售总额季调**环比增长分别为 0.57%、0.62% 和 0.58%**，增速比较平稳。「**限额以上服装、鞋帽、针纺织品类**」**同比增长 3.4%**（2024 年同期：+2.5%），增速较 1-2 月加快 0.1 个百分点，但仍较社零总额增速**低 1.2 个百分点**。「**限额以上零售业单位中便利店、超市、百货店、专业店**」**同比分别增长 9.9%、4.6%、1.2%、6.7%**，分别较 1-2 月份加快 0.1、0.6、0.8 和 1.3 个百分点，品牌专卖店零售额则由 1-2 月份的**-0.8%**升为 0.4%。

1—3 月份，商品零售额 110,644 亿元，**同比增长 4.6%**（2024 年同期：+4.0%），增速较 1-2 月加快 0.7 个百分点。实物商品**网上零售额 29,948 亿元，同比增长 5.7%**（2024 年同期：+11.6 %），增速较 1-2 月加快 0.7 个百分点。当中，**穿类商品同比下降 0.1%**，降幅较 1-2 月收窄 0.5 个百分点。

3 月份，社会消费品零售总额 40,940 亿元，**同比增长 5.9%**（2024 年同期：+3.1%），增速连续 4 个月回升，较 1-2 月加快 1.9 个百分点，**创 2024 年以来单月增速新高**，除低基数影响外，主因促消费政策持续发力，尤其是消费品以旧换新政

^① 3 月份天气转暖，部分鲜活食品大量上市，食品供应总体充足，导致食品价格下跌，占 CPI 总降幅六成。猪肉 CPI 环比下降 4.4%，较上月的-1.9%降幅扩大，略高于季节性。

^② 3 月服务价格同比由 2 月下降 0.4% 转为上涨 0.3%，对 CPI 的影响由上月下拉 0.15 个百分点转为上拉 0.13 个百分点。

策加力扩围，对商品消费起到明显提振作用。**3月商品零售(+5.9%)和餐饮收入(+5.6%)增速均有所加快**，分别较1-2月加快2.0和1.3个百分点。

从社零结构看，与1-2月相比，受以旧换新政策影响，**汽车(+5.5%)、家电(+35.1%)、家具(+29.5%)、通讯器材(+28.6%)**零售额同比增速显著加快；食品(+13.8%)、日用品(+8.8%)等必需品零售额增速稳中有升；金银珠宝(+10.6%)零售额增速受价格上涨拉动明显加快；服装(+3.6%)、体育娱乐用品(+26.2%)零售额增速也出现小幅提速；石油制品(-1.9%)、化妆品(+1.1%)、中西药品(+1.4%)、建筑装潢材料(-0.1%)零售额增速有不同程度放缓。

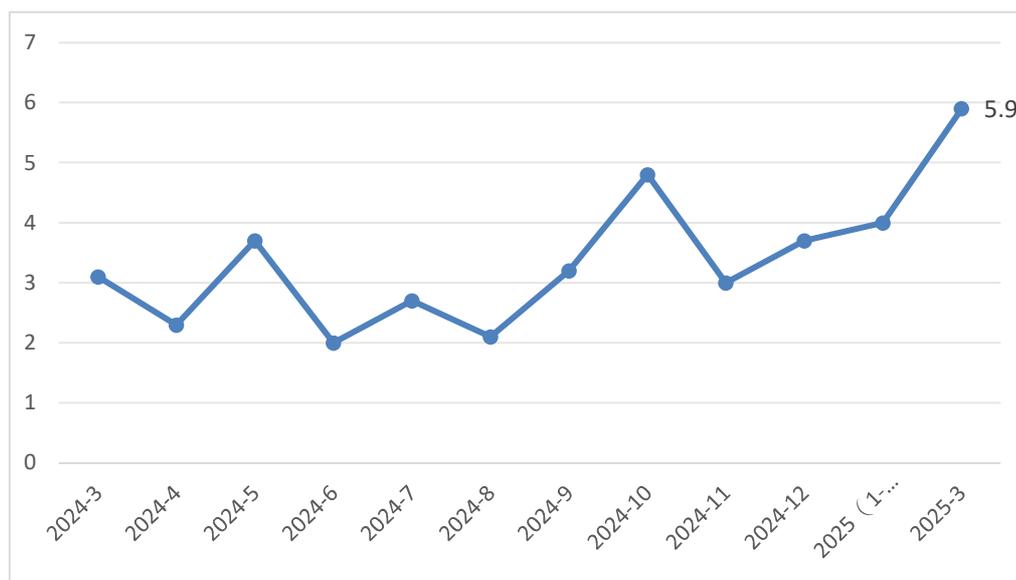


图8 社会消费品零售总额同比增长(%)

4月份，社会消费品零售总额37174亿元，同比增长5.1%，增幅比1-3月扩大0.5个百分点。其中，服装零售总额同比增长2.2%，增幅比1-3月**回落1.2个百分点**。

展望后市，「财信研究」表示，随着宏观政策着力点转向促消费、稳楼市股市，尤其出台《提振消费专项行动方案》，预计刺激效果和财富效应将会显现，但受外部不利影响加深，部分企业生产经营困难增加、盈利能力下降，预计民间投资与居民谨慎预期扭转需要更多的时间，“就业-收入-消费”循环畅通和居民“多储蓄、少负债、少消费”的行为模式扭转均难以一蹴而就，**消费修复力度或仍偏温和，不宜过度高估，预计全年社零约增长5%。**

(六) 固投增速平稳，民间固投边际好转；但“基建及制造业增速维持高增长、地产降幅扩大”的分化特征仍在，料出口下行压力加大等原因或导致制造业投资增速高位缓降，政策持续发力下，地产投资跌幅有望收窄；百强房企销售续跌，各梯队销售门槛下移，但料核心城市有望保持修复

1. 固投增速平稳，民间固投边际好转

1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）103,174 亿元，**同比增长 4.2%**（2024 年同期：+4.5%），增速比 1—2 月份加快 0.1 个百分点，累计同比增速自 2025 年以来持续位居 4% 以上，显示年初投资动能增强。

3 月，**全国固投同比增长 4.3%**（2024 年同期：+4.7%），高于 1-2 月（+4.1%）及去年全年水平（+3.2%），但固定资产投资季调**环比增长 0.15%**，环比涨幅**下降 0.4 个百分点**，增长动能边际转弱。

1—3 月份，**民间固定资产投资同比增长 0.4%**（2024 年同期：+0.5%），增速较 1-2 月加快 0.4 个百分点，累计同比增速自 2024 年 8 月以来首次转正，表明**民营企业“不敢投、不愿投”现象有所缓解**。

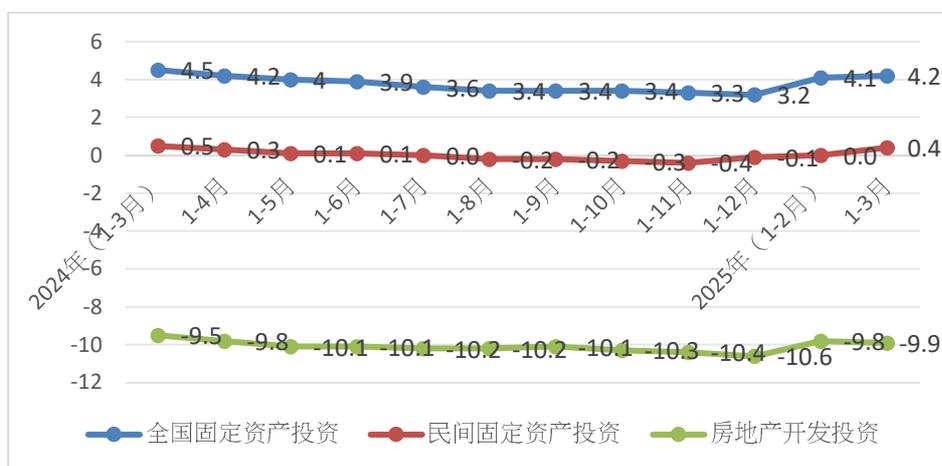


图 9 固定资产投资同比增速 (%)

表 6 固定资产投资构成表

| 指 标 | 2024 年一季度 | 2024 年全年 | 2025 年一季度 |
|---------------------|-----------|-------------|------------|
| | 同比增长 (%) | 同比增长 (%) | 同比增长 (%) |
| 固定资产投资（不含农户） | 4.5 | 3.2 | 4.2 |
| 国有控股 | 7.8 | 5.7 | 6.5 |
| 民间投资 | 0.5 | -0.1 | 0.4 |
| 分行业 | | | |
| 制造业 | 9.9 | 9.2 | 9.1 |
| 纺织业 | 12.4 | 15.6 | 13.5 |

注：（1）此表中速度均为未扣除价格因素的名义增速。

（2）此表中部分数据因四舍五入的原因，存在总计与分项合计不等的情况。

1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147024 亿元，同比增长 4.0%，增幅比 1-3 月回落 0.2 个百分点。其中，民间固定资产投资同比增长 0.2%，增幅比 1-3 月回落 0.2 个百分点；纺织业固定资产投资同比增长 14.7%，增幅比 1-3 月加快 1.2 个百分点。

2. 广义和狭义基建投资增速维持高增长，料 2025 年基建投资托底作用显著

1-3 月份，广义基建投资（+11.5%），同比增速较 1-2 月提高 1.6 个百分点，其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业（+26.0%）投资增速最快，较 1-2 月提高 0.6 个百分点。狭义基建投资（+5.8%）同比增速较 1-2 月提高 0.2 个百分点^①，广义基建投资增速明显快于狭义基建。

3 月份，广义基建投资（+12.6%）同比增速较 1-2 月加快 2.6 个百分点，狭义基建投资（+5.9%）同比增速较 1-2 月加快 0.3 个百分点，基建投资延续发力。「诺安基金」表示，基建投资的亮眼表现或主要与“开年各地积极推进重大项目开工，全力冲刺开门红效应”有关。

展望全年基建投资走势，「财信研究」指出，面对特朗普关税冲击和国内地产消费回升偏慢形势，既定财政政策尽快落地见效已成必然，加上一揽子扩内需增量政策加力扩容可期、隐性债务化解亦将持续增强地方投资建设积极性，预计 2025 年广义基建投资增速有望增长 10%左右，托底作用显著。

1-4 月份，广义基建投资同比增加 10.9%，增速较 1-3 月减慢 0.6 个百分点；狭义基建投资同比增加 5.8%，增速较 1-3 月持平。

3. 制造业投资增速继续保持高增长，料出口下行等原因将导致投资增速高位缓降

1-3 月份，制造业投资同比增长 9.1%（2024 年同期：+9.9%），较 1-2 月加快 0.1 个百分点，比全部投资高 4.9 个百分点，继续保持高增长状态，出口、基建需求以及两新政策效应^②是主要支撑，其中高技术制造业投资中，航空、航天器及设备制造业（+30.3%）、计算机及办公设备制造业（+28.5%）投资保持高速增长。

3 月份，制造业投资同比增长 9.2%（2024 年同期：+10.3%），较 1-2 月高出 0.2 个百分点，持平于去年全年水平（+9.2%），增速仍处在近 10 年增速中枢之上。

4 月以来海外贸易政策不确定性上升，出口下行风险凸显，或对制造业投资带来不小压力。「财信研究」表示，出口下行、价格盈利偏弱以及部分行业产能过剩压力或将对制造业投资构成下行压力，但国内新质生产力加快发展、一揽子扩内需政策加快落地将对投资增速形成一定支撑，预计 2025 年制造业投资增速或缓降至 8%左右。

4. 房地产开发投资降幅扩，政策持续发力，料全年开发投资及销售降幅有望收窄

^① 基建投资有狭义和广义两种口径。狭义基建投资指“基础设施建设投资（不含电力）”，由国家统计局定期公布；广义基建投资包括交通运输仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业、电力热力燃气及水的生产和供应业三个行业，规模和增速主要通过三行业加总计算。两种基建投资口径的主要区别在于：1）狭义口径不包括电力热力燃气及水的生产和供应业；2）狭义口径未包括交通运输、仓储和邮政业中的仓储业；3）狭义基建将信息传输软件和信息技术服务业中的电信广播电视卫星传输服务、互联网和相关服务两个行业纳入统计。

^② 一季度，设备工器具购置投资同比增长 19.0%，增速比 1—2 月份加快 1.0 个百分点，比全部投资高 14.8 个百分点。

1—3 月份，全国房地产开发投资 19,904 亿元，**同比下降 9.9%**（2024 年同期：**-9.5%**），累计同比增速持续为负，降幅较 1-2 月扩大 0.1 个百分点。

3 月份，**房地产开发投资同比下降 10.0%**（2024 年同期：**-10.1%**），降幅较 1-2 月扩大 0.2 个百分点，但较去年全年（**-10.6%**）收窄 0.6 个百分点。

稳地产政策持续发力，房地产销售边际好转，**销售面积和销售额降幅继续收窄**，房地产市场整体处于筑底调整阶段，去库存仍是未来主要任务^①。1-3 月，房地产销售均价涨幅(+0.9%)较 1-2 月明显回落，**其中 3 月增速由 1-2 月的 2.6% 转为 -1.1%**。

表 7 全国新建商品房销售情况

| | 时间 | 新建商品房 | 同比 | 备注 |
|--------------|-----------|-------------|--|--|
| 销售面积 | 2025 年一季度 | 21,869 万平方米 | -3.0% (2024 年同期： -19.4%) | 累计同比降幅连续 11 个月收窄，较 1-2 月收窄 2.1 个百分点； |
| | 其中：3 月 | - | -1.6% | 降幅较 1-2 月收窄 3.5 个百分点 |
| 销售额 | 2025 年一季度 | 20,798 亿元 | -2.1% (2024 年同期： -27.6%) | 累计同比降幅连续 10 个月收窄，降幅较 1-2 月收窄 0.5 个百分点。 |
| | 其中：3 月 | - | -2.3% | 降幅较 1-2 月收窄 0.3 个百分点 |
| 销售均价 (推算) | 2025 年一季度 | - | +0.9% (2024 年同期： -10.2%) | 涨幅较 1-2 月 回落 1.7 个百分点 。 |
| | 其中：3 月 | - | -1.1% | 增速较 1-2 月 回落 3.7 个百分点 |

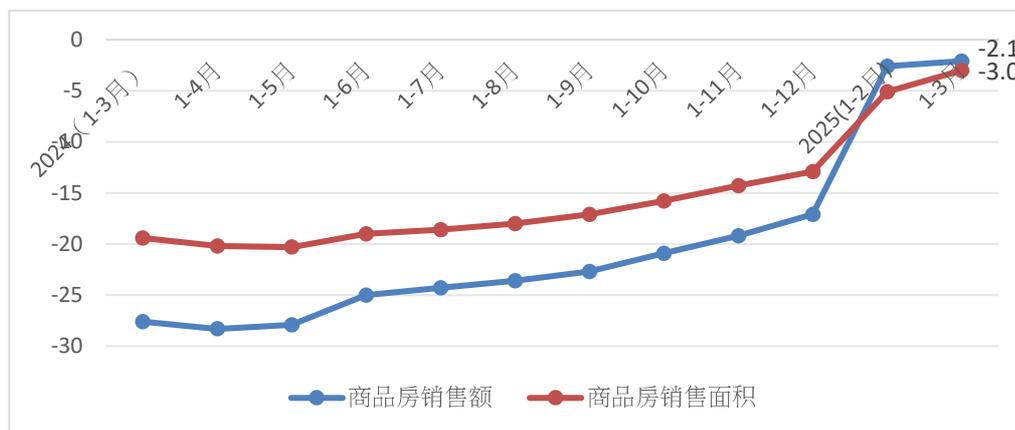


图 10 商品房销售面积和销售额增速(%)

1-4 月份，全国房地产开发投资 27730 亿元，**同比下降 10.3%**，降幅比 1-3 月扩大 0.4 个百分点。新建商品房销售面积同比**下降 2.8%**，降幅比 1—3 月份收窄 0.2 个百分点；新建商品房销售额**下降 3.2%**，降幅比 1-3 月扩大 1.1 个百分点。

4 月 25 日召开的中央政治局会议提出，加快构建房地产发展新模式，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**。「财信研

^① 3 月存销比为 8.5 倍，较 2 月份下降 0.4 倍，仍处于有数据记录以来的高位水平；3 月待售面积同比增长 5.1%，与 2 月份增速持平。

究」预计，在稳地产政策持续用力的作用下，房地产需求端有望继续趋于好转，但去库存是一个过程，尤其在家庭、企业、政府三张资产负债表受损，预期扭转需要时间的综合背景下，**房地产市场止跌回稳也是一个过程。**

（七）百强房企销售续跌，各梯队销售门槛下移，但料核心城市有望保持修复

根据「克而瑞」资料，1-3 月份，百强房企实现销售操盘金额 7,333 亿元，**同比降低 5.9%**（2024 年同期：**-47.5%**）。3 月，TOP100 房企实现销售操盘金额 3,175.7 亿元，**同比降低 11.4%**（2024 年同期：**-45.8%**），环比增长 68.8%，**单月业绩规模保持在历史低位。房地产市场整体保持低位运行，延续止跌回稳态势。**

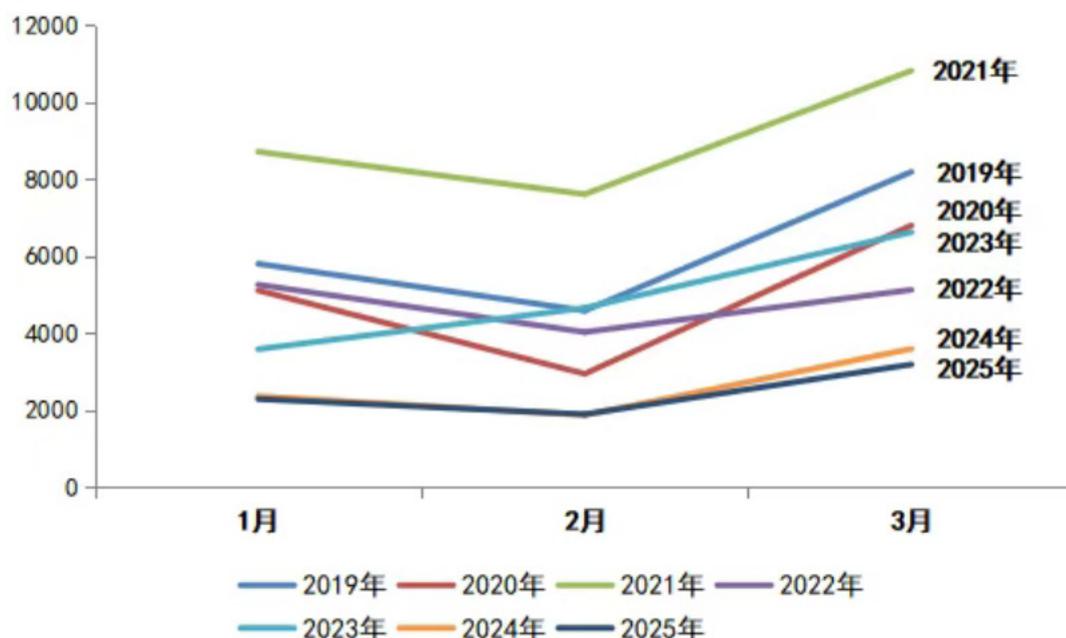


图 11 2019-2025 年百强房企单月业绩走势图 (数据来源: CRIC)

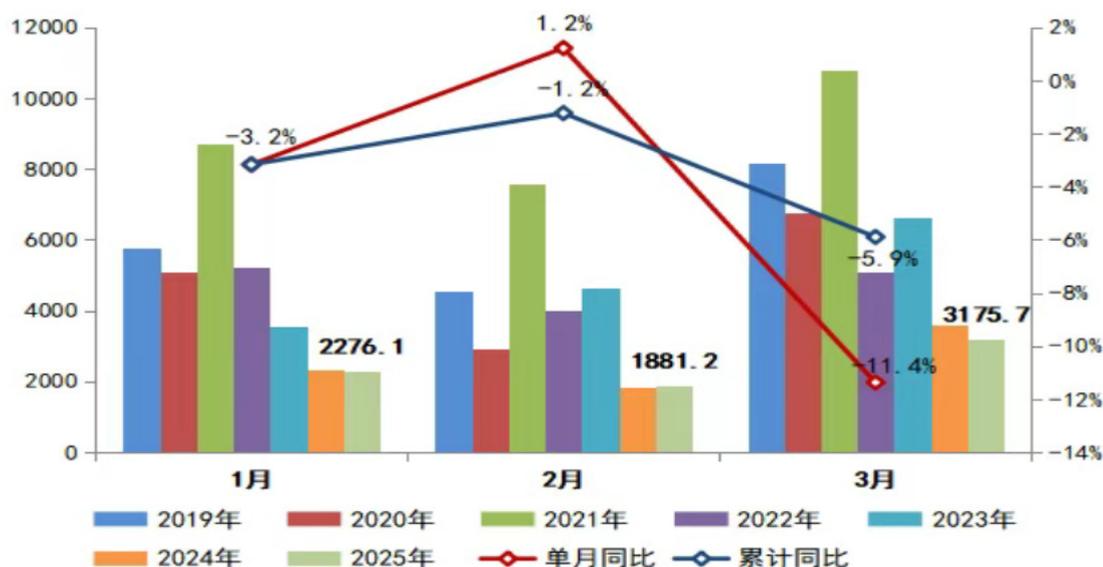


图 12 2019-2025 年百强房企单月操盘销售规模及同比变动 (数据来源: CRIC)

3 月，百强房企各梯队销售门槛下移。其中，TOP20 和 TOP30 房企销售操盘金额门槛分别同比降低 4.3% 和 2% 至 90 亿元和 53.4 亿元，TOP50 和 TOP100 房企门槛

分别同比降低 5.7%和 4.3%至 30.9 亿元和 12.4 亿元。

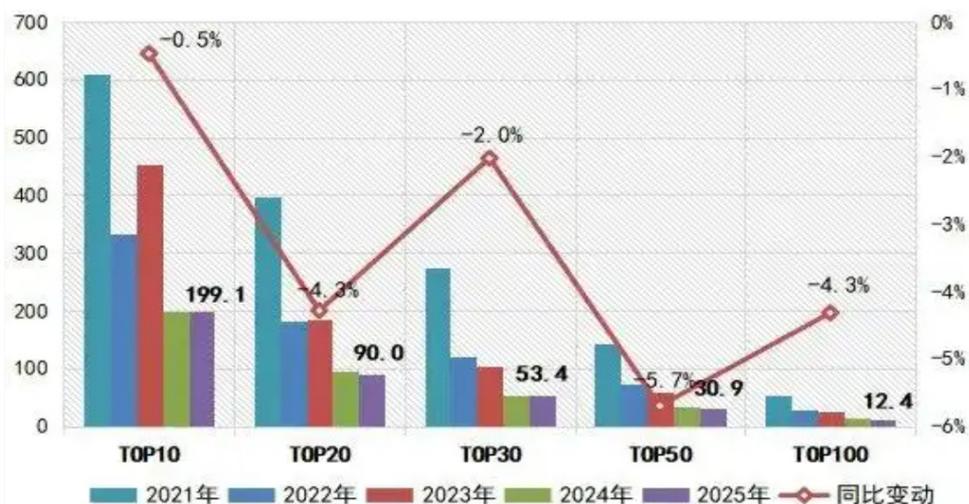


图 13 百强房企销售金额入榜门槛及变动 (数据来源: CRIC)

展望楼市走势，「中指院」指出，4 月末中共中央政治局会议定调后，**楼市各项支持性政策有望加快落实**。需求端，城中村和危旧房改造有望加快，配合货币化安置政策，将对促进需求释放起到积极作用；更多城市或通过降低购房门槛、加大购房补贴力度等方式激发住房消费潜力。供应端，存量商品房收购政策的支持力度有望加大；同时，多地已发布“好房子”建设标准，通过优质供给促进市场回稳，预计在房地产供需两端政策持续发力、优质住房供给增加带动下，**核心城市楼市有望保持修复**。

(八) 3 月出口增幅显着回升，但料二季度出口受关税影响大概率走弱

一季度，中国进出口总值 14,343.67 亿美元，同比增速由 1-2 月的 -2.4% 升至 0.2% (2024 年同期: +1.5%)。其中 3 月进出口总值 5,251.81 亿美元，同比增速由 2 月的 -1.0% 升至本月的 5.0% (2024 年同期: -5.2%)，**实现年内首次转正**，环比增速亦由 2 月的 -22.0% 升至本月的 31.8%。

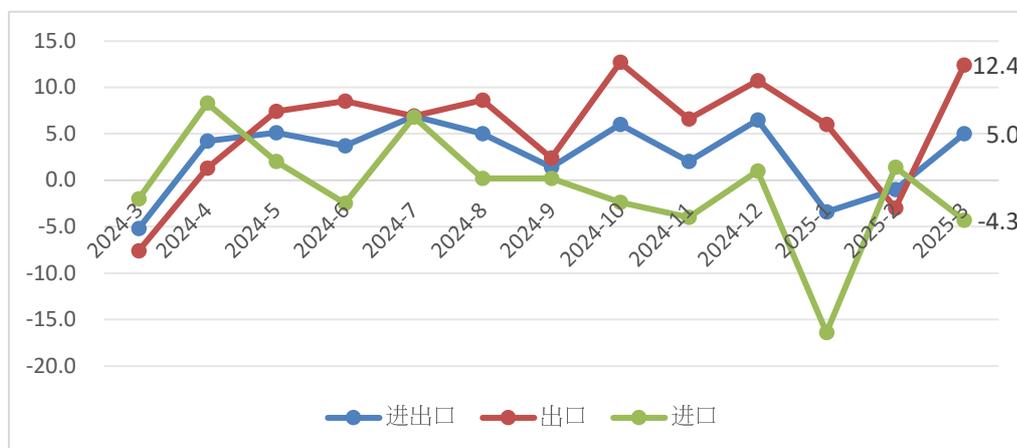


图 14 进出口同比增速 (美元计)

一季度，出口总值 8,536.67 美元，**同比增长 5.8%** (2024 年同期: +1.5%)，增速较 1-2 月加快 3.6 个百分点。分产品出口看，箱包及类似容器、鞋靴出口额分

别**同比下降 14.3%、11.2%**；机电产品同比增长 7.6%，占据出口主导地位。「北京大学国民经济研究中心」指出，1-3 月**传统优势产业出口额继续下滑，高技术产业则相对继续上行**。分地区看，一季度，**东盟、欧盟、美国仍为前三大贸易国**。其中，对东盟出口增速（+8.1%）分别高出美国（+4.5%）和欧盟（+3.7%）3.6 和 4.4 个百分点。

3 月出口总值 3,139.12 亿美元，**创历史同期最高规模，同比增速由 2 月的-3.0%升至本月的 12.4%**（2024 年同期：**-7.6%**），增幅创去年 11 月以来新高，环比增速由 2 月的**-33.8%**升至本月的 46.0%，**外需韧性较强、抢出口及低基数效应^①**共同推动本月出口额增速上涨。

分国别看，对美国出口同比上涨 9.1%（前值**-9.8%**）；对欧盟出口同比上涨 10.3%（前值**-11.6%**），对东盟出口同比增长 11.6%（前值 8.8%），**尤其对泰国（+27.8%）、印尼（24.6%）、越南（18.9%）和菲律宾（9.3%）等国出口增速较高**。新兴贸易伙伴中，**对非洲出口同比大幅增长 37%**，对俄罗斯出口同比增长 1.9%。

分产品来看，劳动密集型产品、机械设备、高新技术产品等出口均保持较高同比增速，**上游原材料出口维持负增长**。劳动密集型产品方面，**仅有箱包出口同比增速为负（-2.7%）**，塑料制品（+7.3%）、**纺织品（+16.1%）、服装（+8.8%）、鞋靴（+9.5%）、家具（+7.2%）、玩具（+5.1%）均保持正增长**。「光大证券」表示，出口拉动率方面，**机电产品、高新技术产品是拉动出口的主要分项**，分别拉动出口增长 7.94 和 1.89 个百分点，劳动密集型产品对出口的拉动率亦转正。

表 7 2025 年 1-3 月中国与主要贸易伙伴的双边贸易

| 单位：千美元 | 欧盟 | 美国 | 东盟 | 日本 | 俄罗斯 | 一带一路 |
|---------------|------------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------------------|
| 双边贸易总值 | 180,524,855 (+0.2%) | 154,584,659 (+2.9%) | 237,827,271 (+6.0%) | 72,469,916 (-0.6%) | 53,212,792 (-6.6%) | 733,023,239.2 (+1.1%) |
| 出口 | 122,093,957 (+3.7%) | 115,615,946 (+4.5%) | 146,146,554 (+8.1%) | 37,942,364 (+2.8%) | 22,725,074 (-6.3%) | 416,283,634.1 (+6.1%) |
| 进口 | 58,430,898 (-6.3%) | 38,968,713 (-1.4%) | 91,680,716 (+2.8%) | 34,527,552 (-4.1%) | 30,487,718 (-6.7%) | 316,739,605.1 (-4.7%) |

一季度，中国与**“一带一路”共建国家**（截至 2025 年 3 月底共 155 个国家）^②贸易总额达 7,330.23 亿美元，**同比增长 1.1%**，增速较去年全年回落**4.0 个百分点**。其中，**出口 4,162.84 亿美元，同比增长 6.1%**，增速较去年全年**回落 2.2 个百分点**。

“一带一路”贸易在中国对外贸易中的占比达到 51.1%（2024 年同期：50.6%），较去年全年提高 0.8 个百分点。**东盟是最大贸易伙伴地位**，贸易总额占比“一带一路”整体达 32.4%（其中出口占比 35.1%），较去年全年提高 0.7 个百分点。从具体国家

① 过去十年出口复合增速为 8.1%，去年 3 月同比增速为-7.6%。

② 较 9 月底新增的国家为巴西(11 月 20 日加入)，考虑到数据可比性，相关分析一并考虑巴西。

情况看，出口排在前三位的国家依次是越南、韩国和泰国，越南继续保持“一带一路”最大出口国地位。对新加入“一带一路”的巴西出口同比下降2.0%。

表 8 2025 年一季度出口额前三名“一带一路”国家

| 国家 | 出口额（亿美元） | 同比增速（%） | 占“一带一路”出口额比重 |
|----|----------|---------|--------------|
| 越南 | 425.45 | 16.5 | 10.2 |
| 韩国 | 334.92 | -1.7 | 8.0 |
| 泰国 | 236.10 | 17.9 | 5.7 |

一季度，进口总值 5,807.0 亿美元，**同比下降 7.0%**（2024 年同期：+1.6%），降幅较 1-2 月收窄 1.4 个百分点。其中，3 月进口总值 2,112.69 亿美元，增速由 2 月的 1.4% 降至本月的 **-4.3%**（2024 年同期：**-2.0%**），主要受国际大宗商品价格下跌，以及 1-2 月日历天数和工作日天数少于上年同期等多重因素影响

国际货币基金组织（IMF）表示，美国发起的关税战不仅直接推高了商品成本、降低了整体生产率，还导致全球供应链中断和企业投资意愿下降，贸易紧张局势的迅速升级，以及极高水平的政策不确定性，预计将对全球经济活动造成重大冲击。受此影响，**全球贸易增长预计将在 2025 年下降 1.5 个百分点至 1.7%**。

「中信证券」指出，美加征关将对我国出口产生显著冲击，二季度中国对美出口或下滑，中国对非美国国家的出口不确定性也将加大，尤其是一轮抢出口弱化之后，**中国出口数据大概率走弱**。

4 月份，进出口总额 5352 亿美元，同比增长 4.6%，增幅较上月回落 0.4 个百分点。其中，出口总值 3157 亿美元，同比增长 8.1%，增幅较上月回落 4.3 个百分点。进口总值 2195 亿美元，同比**减少 0.2%**，降幅较上月收窄 4.1 个百分点。

二、金融运行分析

(一)人民币贷款增速仍处低位，企业中长期贷款仍待增强，但料二季度政府债券融资规模仍处较高水平，信贷、社融增速将稳中回升

1. 人民币贷款仍是主流但占比续跌，政府债占比显著升，料社融增速温和回升
3月末社会融资规模存量为422.96万亿元，同比增长8.4%（2024年同期：+8.7%），增速较2月末提高0.2个百分点，连续2个月回升。

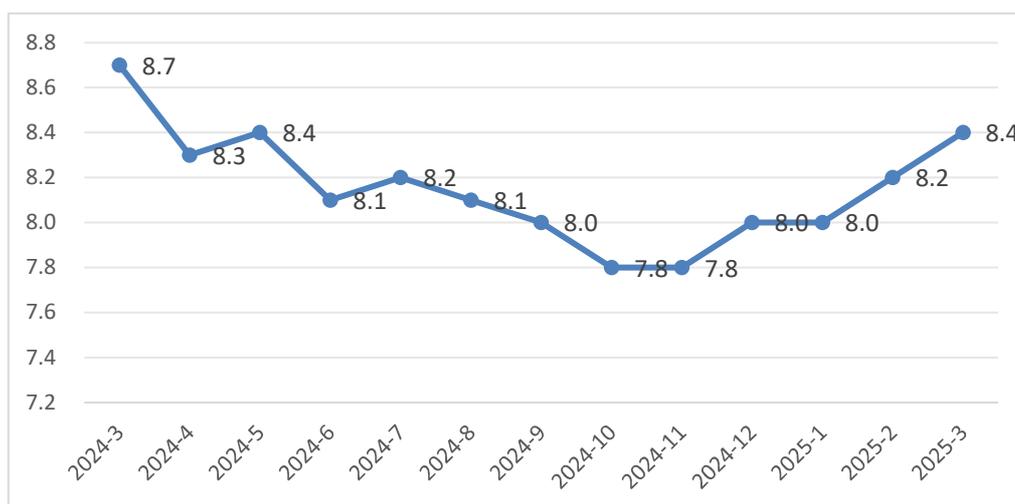


图 16 社会融资存量同比增速

一季度，社会融资规模增量累计为15.18万亿元，同比多增2.37万亿元（2024年同期：-1.61万亿元）。其中，3月新增社融5.89万亿元，同比多增1.06万亿元，较2月多增3.66万亿元，为2024年2月以来次高水平^①，创历史同期新高。一季度社融呈现以下特点：

- **人民币贷款仍是主要支撑^②，但占比继续回落：**人民币贷款存量及增量占比双双回落，尤其增量占比降幅更大。但一季度人民币贷款同比仍多增5862亿元，其中3月同比多增5314亿元，多增幅度为2023年4月以来最高；
- **非金融企业股票融资占比相对稳定，发债量显著减少：**非金融企业境内股票融资存量占比略有回落，增量占比保持稳定；企业债券融资存量及增量占比均有回落，尤其增量占比回落较多^③，主要原因是债市调整带动企业债券发行利率明显上行，阶段性抑制企业债券融资需求，部分债券融资需求可能转向银行信贷。
- **政府发债占比大幅上升^④，为社融最大支撑项：**政府债券存量及增量占比均大幅上升，尤其增量占比升幅显著。财政政策持续前置发力，国债、地方债发行规模远超去年同期，叠加二季度应对关税冲击的专项债、特别国债发行提速，预计政府债仍将是后续社融增长的“稳定器”。

^① 2025年1月新增社融7.05万亿元，为2024年2月以来最高水平。

^② 一季度，对实体经济发放的人民币贷款增加9.7万亿元，其中3月人民币贷款增加3.82万亿元。

^③ 一季度，企业债券净融资5251亿元，同比少增4729亿元。

^④ 一季度，政府债券净融资3.87万亿元，同比多增2.52万亿元。

➤ **表外融资有增有减^①，但整体占比回落：**信托贷款及未贴现银行承兑汇票均同比减少增，仅有委托贷款同比多增 1050 亿元。

表 9 社会融资规模构成

| 社会融资规模 | | 存量 | | | 增量 | | |
|--------|------------|----------------|----------|----------------|--------------|----------|--------------|
| | | 截止 2025 年 3 月底 | | 截止 2024 年 3 月底 | 2025 年 1-3 月 | | 2024 年 1-3 月 |
| | | 比重 (%) | 比重变化的百分点 | 比重 (%) | 比重 (%) | 比重变化的百分点 | 比重 (%) |
| 表内融资 | 人民币贷款 | 62 | -0.7 | 62.7 | 63.9 | -7.3 | 71.2 |
| | 外币贷款 | 0.3 | -0.2 | 0.5 | -0.6 | -1.8 | 1.2 |
| 表外融资 | 委托贷款 | 2.7 | -0.2 | 2.9 | 0.04 | +0.84 | -0.8 |
| | 信托贷款 | 1 | -0.1 | 1.1 | 0.4 | -1.1 | 1.5 |
| | 未贴现的银行承兑汇票 | 0.6 | -0.2 | 0.8 | 3.5 | -0.8 | 4.3 |
| 直接融资 | 企业债券 | 7.7 | -0.5 | 8.2 | 3.5 | -4.3 | 7.8 |
| | 政府债券 | 20.1 | +1.9 | 18.2 | 25.5 | +14.9 | 10.6 |
| | 非金融企业境内股票 | 2.8 | -0.1 | 2.9 | 0.6 | 0.0 | 0.6 |

注：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。

注：（1）增量=期末贷款余额-上期末贷款余额。

（2）2018 年 7 月起，人民银行完善社会融资规模统计方法，将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计，在“其他融资”项下反映。2018 年 9 月起，人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，地方政府专项债券按照债权债务在托管机构登记日统计。为保持数据可比性，2023 年 1-12 月比重按 2024 年 1-12 月公布比重差异推算。

（3）2019 年 9 月起，人民银行进一步完善“社会融资规模”中的“企业债券”统计，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标。

（4）2019 年 12 月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。将政府债券纳入社会融资规模统计后，社会融资规模可以更好地支持货币政策和财政政策的协调。

（5）社会融资规模是指实体经济（即非金融企业和个人）从金融体系获得的资金量。其中，增量指标是指一定时期内（每月、每季或每年）获得的资金总额。从指构成看，社会融资规模存量统计由四个部分九项指标构成：其中第四项的其他融资，包括投资性房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款。而此部份存量与增量统计略有不同，差异是：存量统计中不包括保险公司赔偿，而增量统计中包括。主要原因是赔偿是指一定时期内因履行赔偿义务而发生的金额，它没有存量或余额的概念。

（5）自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。表中数据均按可比口径计算。

4 月末，社会融资规模存量为 424.0 万亿元，同比增长 8.7%，增幅较上月末扩大 0.3 个百分点。社会融资规模增量累计为 16.34 万亿元，比上年同期多 3.61 万亿元。

「财信研究」指出，受益于财政加力、需求回暖，预计社融增速有望步入温和回升通道，2025 年约增长 8-9%。

2. 3 月末人民币贷款余额增速仍处低位，企（事）业中长期贷款仍待增强

3 月末，人民币贷款余额 265.41 万亿元，同比增长 7.4%（2024 年同期：+9.6%），

^① 一季度，委托贷款增加 55 亿元，同比多增 1050 亿元；信托贷款增加 531 亿元，同比少增 1452 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 5300 亿元，同比少增 202 亿元。

较2月提高0.1个百分点，**扭转2024年5月以来增速持续下滑态势**，但增幅仍处低位。

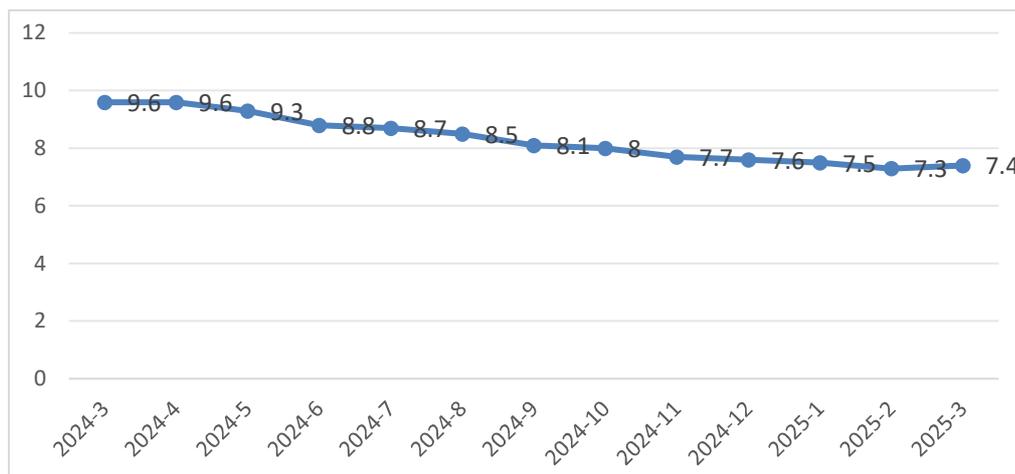


图17 人民币贷款余额同比增速(%)

一季度，人民币贷款增加9.78万亿元，**同比多增0.32万亿元**。分部门看，住户贷款**同比少增0.29万亿元**，**主要受短期贷款拖累**，中长期贷款亦有一定下降；企（事）业单位贷款同比多增0.89万亿元，其中**短期贷款是主要支撑**，中长期贷款同比出现少增。企（事）业单位新增贷款占全部新增贷款比重达88.5%（2024年同期：+82.1%），仍占主体地位，且较去年全年提高9.3个百分点；住户新增贷款占全部新增贷款比重为10.6%（2024年同期：+14.1%），较去年全年**回落4.4个百分点**，反映居民融资需求仍弱。

表10 人民币贷款统计

单位：万亿人民币

| | 人民币贷款增量 | 其中，住户贷款增量 | | | 其中，企（事）业贷款增量 | | | |
|-----------|---------|------------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| | | 全部 | 短期 | 中长期 | 全部* | 短期 | 中长期 | |
| 2025年1-3月 | 金额 | 9.78 | 1.04 | 0.16 | 0.88 | 8.66 | 3.51 | 5.58 |
| | 同比 | 0.32 (+3.4%) | -0.29 (-21.8%) | -0.20 (-55.6%) | -0.09 (-9.4%) | 0.89 (+11.5%) | 0.54 (+18.2%) | -0.62 (-10.0%) |
| 其中：3月份 | 金额 | 3.64 | 0.99 | 0.48 | 0.51 | 2.84 | 1.44 | 1.58 |
| | 同比 | 0.55 (+17.8%) | 0.05 (+5.3%) | -0.01 (-2.0%) | 0.06 (+13.3%) | 0.49 (+20.9%) | 0.46 (+46.9%) | -0.02 (-1.3%) |

*注：企（事）业贷款除短期及中长期贷款外，还包括票据融资、融资租赁及各项垫款

3月新增人民币贷款3.64万亿元，**为历史同期次高水平**，同比多增0.55万亿元，住户、企（事）业单位贷款均同比多增，其中企（事）业单位贷款是核心拉动项。居民贷款同比多增主要贡献项来自于中长期贷款，或受政策面支持居民中长期消费贷和经营贷投放，共同支撑居民中长期贷款恢复同比多增。**企（事）业单位贷款同比多增主要受短期贷款支撑**，而中长期贷款同比出现少增，表明企业仍偏向于短期融资，亦体现企业融资扩张需求仍有待增强。

展望未来，「东方金诚」表示，美国“对等关税”落地，外部波动骤然加大，

会加快国内宏观政策对冲步伐，加之财政稳增长也将在促消费、扩投资方向进一步加力，政府债券融资规模还将处于较高水平，进而会**推动二季度信贷、社融持续提速**。

4月末，人民币贷款余额 265.7 万亿元，同比增长 7.2%，增幅比上月回落 0.2 个百分点。

(二) 4月 M2 增速升、M1 增速稍降，M2-M1 剪刀差扩大，新订单需求仍不足

3月末，广义货币(M2)余额 326.06 万亿元，**同比增长 7%**(2024 年同期: +8.3%)，**增速连续 2 个月持平**。

3月末，狭义货币(M1)余额 113.49 万亿元，**同比增长 1.6%**(2024 年同期: +2.3%)，较 2 月末提高 1.5 个百分点，**创 2024 年 4 月以来新高**。3 月末 M1 增速上行，主要是当月用于化债的地方政府债券大规模发行，加之企业短期贷款多增，直接推动企业活期存款多增。但「东方金诚」表示，当前 M1 增速仍然明显偏低，后期还需在**推动房地产市场止跌回稳，提振居民消费信心和企业投资信心等方面持续加力**。

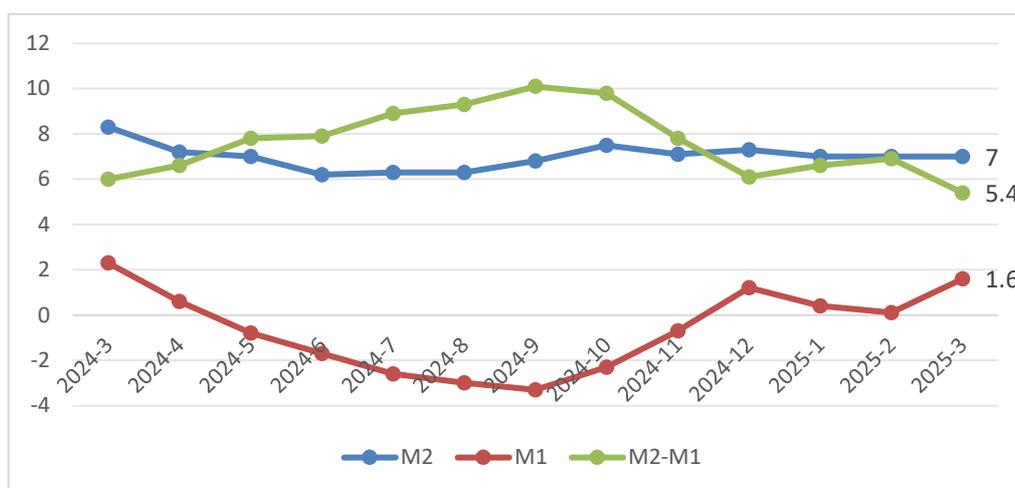


图 18 货币供给增速图

3月末，**M2-M1 剪刀差为 5.4%**，创 2024 年 2 月以来新低，较上月回落 1.5 个百分点；但 4 月末，广义货币(M2)余额 325.17 万亿元，同比增长 8%，增幅比上月末扩大 1 个百分点。狭义货币(M1)余额 109.14 万亿元，同比增长 1.5%，增幅比上月末回落 0.1 个百分点。M2-M1 剪刀差为 6.5%，较上月末再扩大 1.1 个百分点。

「长城证券」理解，商品房成交量减少，4 月 30 大中城市商品房成交面积同比大幅下滑至 -12.1%，企业经营活跃度下降。M2 同比由上月的 7% 升至 8%，在去年同期整治违规手工补息导致的低基数背景下，财政政策发力，今年 4 月 M2 增速大幅提高。**M2-M1 剪刀差扩大至 6.5%**，市场生产消费投资意愿下降，定期存款增加，

企业生产活动放缓，新订单和需求增长动力仍不足。

（三）外汇储备续于3.2万亿美元以上，外资重估中国资产，料Q2人民币汇率稳定

3月末，我国外汇储备规模为32,407亿美元，连续16个月位居3.2万亿美元以上，较2月末上升134亿美元，升幅为0.42%。受美元指数下跌，全球金融资产价格总体下跌，汇率折算和资产价格变化等因素促使当月外汇储备规模上升。

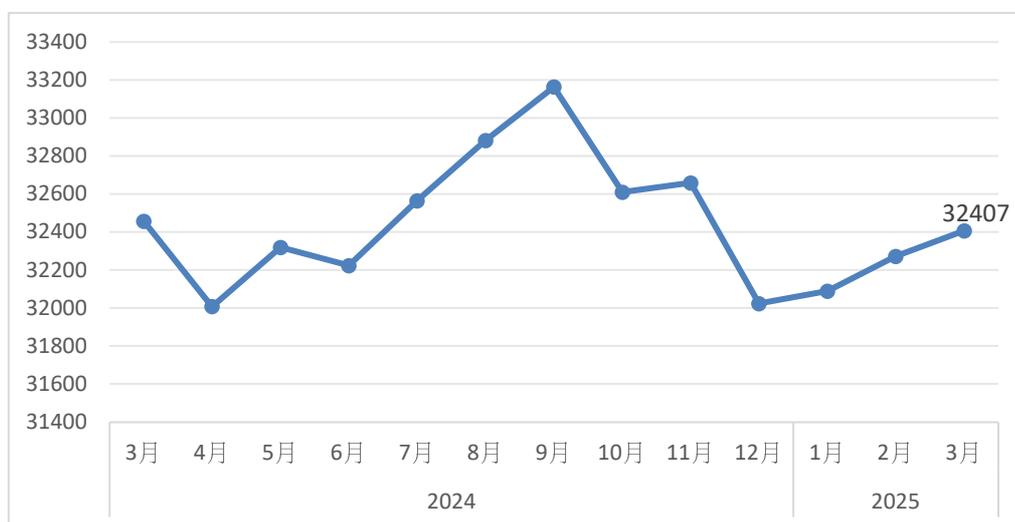


图 19 外汇储备规模变化图(亿美元)

4月30日，人民币对美元中间价报7.2014元，较前一交易日上调15个基点。展望二季度人民币汇率变化，中银研究院发布的《2025年二季度经济金融展望报告》指出，关税可能加剧美国通胀反弹风险，增加美联储货币政策不确定性，会影响人民币兑美元汇率稳定，但目前外资重估中国资产，其流入将为维护国际收支平衡和汇率稳定提供支撑，二季度人民币汇率能够基本稳定在合理均衡水平。「南华期货」表示，特朗普关税政策的推进或继续对汇率市场形成扰动，或阶段性给美元带来一定的支撑，但美元指数没有太多上行力量，预计二季度美元兑人民币即期汇率走势大概率主要运行在7上方，但难突破7.5。

三、财税政策及运行

(一) 一般公共预算收入及支出分析

1. 一般公共预算收入增长边际好转，但低于年度预算目标

一季度，全国一般公共预算收入 60,189 亿元，**同比下降 1.1%**（2024 年同期：**-2.3%**），**低于“+0.1%”的预算目标**，降幅较 1-2 月收窄 0.5 个百分点，完成全年预算进度的 27.4%，略低于过去五年同期平均水平（28.0%）。其中，中央一般公共预算收入**同比下降 5.7%**（2024 年同期：**-6.5%**），降幅较 1-2 月收窄 0.1 个百分点；地方一般公共预算本级收入**同比增长 2.2%**（2024 年同期：**+1.0%**），增速较 1-2 月扩大 0.2 个百分点。

其中，全国税收收入 47,450 亿元，**同比下降 3.5%**（2024 年同期：**-4.9%**），低于全年**“+3.7%”**的预算目标，降幅较 1-2 月收窄 0.4 个百分点；非税收入 12,739 亿元，**同比增长 8.8%**（2024 年同期：**+10.1%**），高于全年**“-14.7%”**的预算目标，增速较 1-2 月**回落 2.2 个百分点**。

表 11 2025 年一季度一般公共预算收入同比增速

| 全国一般公共预算收入 | 税收 | 中央一般公共预算收入 | 地方一般公共预算收入 |
|------------|-------|------------|------------|
| -1.1% | -3.5% | -5.7% | +2.2% |

3 月一般公共预算收入 16,333.0 亿元，**同比增长 0.3%**（2024 年同期：**-2.4%**），较 1-2 月（**-1.6%**）**边际好转**，主要受税收收入降幅收窄拉动；其中，当月税收收入实现 11,101.0 亿元，**同比下降 2.2%**（2024 年同期：**-7.7%**），降幅较 1-2 月收窄 1.7 个百分点；非税收入 5,232.0 亿元，**同比增长 5.9%**（2024 年同期：**+12.2%**），增速较 1-2 月**回落 5.1 个百分点**。

2. 社会保障和就业、教育、节能环保及债务付息等支出增速高于平均

一季度，全国一般公共预算支出 72,815 亿元，**同比增长 4.2%**（2024 年同期：**+2.9%**），**接近+4.4%的全年目标**，增速较 1-2 月加快 0.8 个百分点，完成全年进度约 25%，快于近五年平均水平，**显示财政支出端稳增长力度有所加大**。其中，中央一般公共预算本级支出**同比增长 8.9%**（2024 年同期：**+10.5%**），较 1-2 月加快 0.3 个百分点；地方一般公共预算支出 64,098 亿元，**同比增长 3.6%**（2024 年同期：**+1.9%**），较 1-2 月加快 0.9 个百分点。

3 月，一般公共预算支出**同比增长 5.7%**（2024 年同期：**-2.9%**），较 1-2 月（**+3.4%**）**进一步提速**。其中，中央本级支出同比增长 9.4%，增速较 1-2 月加快 0.8 个百分点，地方一般公共预算支出同比增长 5.2%，增速较 1-2 月加快 2.5 个百分点。

从财政支出结构看，一季度，**社会保障和就业、教育、节能环保及债务付息**支出明显高于财政支出平均增速，**城乡社区、农林水、交通运输**支出增速为负。

表 12 2025 年 1-3 月主要支出增长情况统计表

| 支出项目 | 1-3 月份 | |
|----------------|--------|-------|
| | 金额（亿元） | 增幅（%） |
| 社会保障和就业 | 13,570 | 7.9 |
| 教育 | 11,249 | 7.8 |
| 科学技术 | 2,001 | 3.3 |
| 文化旅游体育与传媒 | 844 | 3.9 |
| 卫生健康 | 5,848 | 2.2 |
| 城乡社区 | 5,384 | -4.1 |
| 交通运输 | 3,069 | -1.8 |
| 农林水 | 4,882 | -5.8 |
| 节能环保 | 1,302 | 6.5 |
| 债务付息 | 2,856 | 18 |

（二）财税政策动态

1. 失业保险稳岗惠民政策

根据《人力资源社会保障部 财政部 税务总局关于延续实施失业保险稳岗惠民政策措施的通知》（人社部发〔2025〕18号）^①规定，参保企业足额缴纳失业保险费 12 个月以上，上年度**未裁员**或裁员率不高于上年度全国城镇调查失业率控制目标，30 人（含）以下的参保企业裁员率不高于参保职工总数 20%的，可以申请失业保险稳岗返还。**大型企业按不超过企业及其职工上年度实际缴纳失业保险费的 30%返还，中小微企业按不超过 60%返还。**稳岗返还资金可用于职工生活补助、缴纳社会保险费、转岗培训、技能提升培训等稳定就业岗位以及降低生产经营成本支出。

^① <https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c100013/c5239959/content.html>

四、宏观经济政策

（一）宏观政策走向：加紧实施更加积极有为宏观政策，强化政策取向一致性。

2025 年政府工作报告提出：坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，根据形势变化动态调整政策，**提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性**。注重目标引领，把握政策取向，讲求时机力度，强化系统思维，**提升宏观政策实施效能**。

4 月 25 日召开的中共中央政治局会议进一步指出，统筹**国内经济工作和国际经贸斗争**，着力**稳就业、稳企业、稳市场、稳预期**，**加紧实施更加积极有为的宏观政策**，**用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**。**强化政策取向一致性**。

（二）货币政策走向

根据 4 月 25 日召开的中共中央政治局会议、2025 年政府工作报告及央行货币政策委员会 2025 年第一季度例会精神，2025 年货币政策要点包括：

- **用好用足适度宽松的货币政策**。
- **加强逆周期调节，加大货币财政政策协同配合**，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。
- **适时降准降息**，保持流动性充裕，加力支持实体经济。
- 引导金融机构**加大货币信贷投放力度**，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。
- **强化央行政策利率引导**，完善市场化利率形成传导机制，推动社会综合融资成本下降。
- 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，**防范资金空转**。
- 增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险，**保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定**。
- 创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，**支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等**。
- 加大存量商品房和存量土地盘活力度，**推动房地产市场止跌回稳**，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

5 月 7 日，中国人民银行宣布加大宏观调控强度，推出一揽子货币政策措施，主要有三大类共十项措施：

- **降低存款准备金率 0.5 个百分点**，预计将向市场提供长期流动性约 1 万亿元。
- 完善存款准备金制度，**阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5% 调降为 0%**。
- **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。

(注：5月20日，人民银行公布，分别将1年期及5年期以上的贷款市场报价利率（LPR），两者均下调0.1厘，分别降至3厘及3.5厘。)

- 下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，都从目前的1.75%降至1.5%，这些工具利率是中央银行向商业银行提供再贷款资金的利率。抵押补充贷款（PSL）利率从目前的2.25%降至2%。抵押补充贷款是由中央银行向政策性银行提供资金的一个工具。
- **降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点**，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限利率同步调整。
- 增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的5000亿元增加至8000亿元。这项再贷款工具本来就存在，这次额度增加3000亿元，总额度达到8000亿元，持续支持“两新”政策实施，也就是大规模设备更新和消费品以旧换新，我们简称为“两新”。
- 设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，**引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持**。
- 增加支农支小再贷款额度3000亿元，与调降再贷款利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。
- 优化两项支持资本市场的货币政策工具，将5000亿元证券基金保险公司互换便利和3000亿元股票回购增持再贷款，这两个工具的额度合并使用，总额度8000亿元。
- 创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长周期的科创债券融资提供支持。

（三）财政政策走向

根据4月25日召开的中共中央政治局会议、2025年政府工作报告及《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》精神，2025年财政政策要点包括：

- 统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保**财政政策持续用力、更加给力**。**赤字率拟按4%左右安排**、比上年提高1个百分点，**赤字规模5.66万亿元**、比上年增加1.6万亿元。拟发行**超长期特别国债1.3万亿元**、比上年增加3000亿元。**拟发行特别国债5000亿元**，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于**投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款**等。2025年合计新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元
- **用好用足更加积极的财政政策**。
- 加快**地方政府专项债券、超长期特别国债**等发行使用。兜牢基层“三保”底线。
- 围绕增加地方自主财力，适当扩大地方税收管理权限，深化地方附加税改革研究，**加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方**。
- **优化增值税留抵退税政策**，稳步推进规范税收优惠政策工作。

(完)