

2025 年第二季 中国宏观经济报告

旭日集团研究与发展部
2025 年 8 月

报告重点

一、宏观经济及金融运作概况

1. 经济增长:2025 年上半年 GDP 同比增长 **5.3%**(一季: +5.4%; 二季: +5.2%), 二季 GDP 环比+1.1%; 但**名义增速(+3.9%)**显著低于**实际增速(+5.2%)**, 反映**物价下行压力增加**; 2025 年上半年**第三产业**(以服务为主)**增速最快(+5.5%)**, 且增幅扩大(一季: +5.3%), 第二产业(+5.3%)增速放缓(一季: +5.9%)。消费对经济增长**贡献率(52%)略回升**(一季: 51.7%), 位居“三驾马车”之首; 货物和服务净出口(31.2%)**贡献率**受关税等因素影响**回落**(一季: 39.5%)。广东 GDP 增速(+4.2%)**低于全国**, 固定资产投资(**-9.7%**)增速持续为负。国际货币基金组织(IMF)及多家**外资机构**虽上调中国经济**增长预期至 4.7%-5.1%**, 认为**财政措施及关税暂缓**增强经济动能, 但贸易紧张局势不确定性仍然较高, 仍**预示下半年经济增长放缓**。

2. 工业制造: 2025 年上半年**工业增加值+6.4%**(一季: +6.5%); 6 月工业生产增速(+6.8%)增速扭转连续 2 个月下滑态势, 达年内次高水平; 纺织业增速(+2.5%)低于整体; 2025 年上半年**工业企业利润-1.8%**(一季: +0.8%), 但外商及港澳台投资企业利润录增长(+2.5%), 1-6 月纺织服饰业利润同比**下跌 10.0%**, 降幅较 1-5 月收窄 8.4 个百分点。2025 年上半年工业生产者出厂价格(PPI)**-2.8%**(一季: -2.3%), 6 月降幅(**-3.6%**)连续 4 个月扩大且持续 2 个月超 3%。不过, 国内“反内卷”政策有望利好行业供需关系和价格企稳回升, 预计**短期内 PPI 仍将延续下跌, 但跌幅或小幅收窄**(7 月 PPI: **-3.6%**)。

3. 居民消费: 2025 年上半年 **CPI-0.1%**(一季: **-0.1%**), 仍显著低于“2%左右”的年度目标; 但 6 月 CPI(+0.1%)由负(5 月: **-0.1%**)转正, 且**核心 CPI 同比上涨 0.7%**, 创近 14 个月以来新高; 料下半年 CPI 涨幅**短期内大概率继续在 0 附近徘徊**(7 月 CPI: 0%)。

2025 年上半年**社零+5.0%**(一季: +4.6%), 其中 6 月增速(+4.8%)较 5 月回落 1.6 个百分点, 且环比**下降 0.16%**, 为 2024 年 5 月以来首次环比负增长, 「以旧换新」政策带动效果或有减弱, 预计下半年**社零增速或放缓至 4%**。2025 年上半年「限额以上**服装、鞋帽、针纺织品类**」同比增长 **3.1%**, 增速仍较社零总额增速低 1.9 个百分点; **网上穿类商品同比+1.4%**, 增幅较 1-5 月加快 0.2 个百分点。

4. 投资: 2025 年上半年全国**固投同比+2.8%**(一季: +4.2%), 其中, 民间固投(**-0.6%**)同比增速连续 3 个月下滑, 并且年内首次转负, 民营企业“**不敢投、不愿投**”现象再次加剧; 2025 年上半年**广义基建投资(+8.9%)及制造业投资(+7.5%)**增速放缓, 但预计年内**仍将对经济发挥托底作用**。**纺织业投资增长(+14.5%)**整体固投增长较高。

2025 年上半年, 全国房地产开发投资同比**下降 11.2%**(一季: **-9.9%**), 降幅连续 4

个月扩大。新建商品房销售面积同比**下降 3.5%**，降幅较 1-5 月扩大 0.6 个百分点；新建商品房**销售额下降 5.5%**，降幅较 1-5 月扩大 1.7 个百分点。2025 年上半年百强房企业绩同比**-10.8%**。2024 年 9 月的政策红利逐步消退，未来政策进一步加力的必要性提升，否则房地产销售偏弱的态势或仍将延续。。

5. 贸易：按美元计，2025 年上半年**进出口同比+1.8%**；其中，**出口及进口分别 +5.9%**(一季：+5.8%)及**-3.8%**。6 月出口增速(+5.9%)较上月(+4.7%)加快。2025 年上半年**东盟(+13%)、欧盟(+6.6%)、美国(-10.9%)**仍为前三大贸易出口伙伴。对共建「一带一路」国家出口同比**+9.6%**，东盟占「一带一路」出口达 35.3%，其中越南占比最高。上半年集中“抢出口”和“抢转口”可能透支部分下半年需求，以及中美磋商过程曲折，对出口影响滞后 3-4 个月，预计下半年**尤其四季度国内出口将逐步承压**，增速面临下行至负值区间的可能。

6. 金融运作：2025 年 6 月末，**社融存量+8.9%**(一季末：+8.4%)，其中，政府发债占比(占 20.6%)继续上升，仍为社融最大支撑项；**人民币贷款余额增 7.1%**，增幅仍处低位，连续 8 个月位居 8%以下；**住户新增贷款占比(9.1%)缩减至 2007 年以来最低水平**，较一季度**回落 1.5 个百分点**，反映居民融资需求趋弱。预计后续政府债券对社融的支撑空间可能有限，且信贷的改善或难持续，后续若无强有力的增量政策支持，预计**社融增速进一步上行的空间预计有限**，**下半年可能存在冲高回落的压力**(7 月末社融存量：+9%；人民币贷款余额：+6.8%)。

2025 年上半年末 **M2(+8.3%)**，**M1(+4.6%)**，**M2-M1 剪刀差为 3.7%**，续 2 个月回落，为年内最低水平，表明**资金活化程度明显提高**。预计下半年 **M1 增速的持续回升性有待进一步观察**，因下半年关税冲击力度、房地产恢复情况以及政策接续情况都是决定 M1 走势的关键变量(7 月 M2：+8.8%、M1：+5.6%、M2-M1：3.2%)。

6 月末，我国外汇储备规模年内首次迈上 3.3 万亿美元台阶，连续 19 个月位居 3.2 万亿美元以上，环比增速连续 6 个月为正。而今年上半年，**人民币兑美元汇率升值 1.9%**，上半年人民币兑美元汇率在 7.15 至 7.35 之间双向浮动。「民生银行」预期下半年美元兑人民币汇率大部分时间或将保持在 7.1~7.3 区间内双向波动，当前市场对人民币没有明显升值或者贬值的单边预期。

二、财税运作概况

1. 一般公共预算收入增长边际回落，但低于年度预算目标

2025 年上半年，全国一般公共预算收入同比**-0.3%**，低于+0.1%的预算目标。其中，税收同比**-1.2%**，非税收入同比+3.7%。

2. 社保就业、教育、科技、文体传媒、卫生健康、节能环保及债息支出增速较高

2025 年上半年，全国一般公共预算支出同比**+3.4%**，低于+4.4%的全年目标。

摘要

一、宏观经济及金融运行概况

(1) 整体经济：

- 二季度 GDP 同比实际增长 5.2%，同比及环比增速均较一季度略有回落；
- 第二产业增长缓；第三产业增速及对经济增长贡献回升；
- 消费贡献率续居“三驾马车”之首，但净出口贡献率显着回落；
- 超七成省市 GDP 增速高/等于全国，但广东仅增长 4.2%；
- IMF 等多家外资机构虽上调中国经济增长预期，但仍预示下半年经济增长放缓

项目	24 年全年	25 年上半年	备注
国内生产总值(实质增长)	+5.0%	+5.3% (Q2 : +5.2%)	➤ Q2 名义 GDP 增长 (+3.9%) 回落至 2023 年以来最低位，增幅较一季度回落 0.7 个百分点，且显着低于实际 GDP 增速 (+5.2%)，GDP 平减指数同比增速创 2009 年四季度以来新低； ➤ Q2 的 GDP 环比增速 (+1.1%) 连续 12 个季度为正，且连续六个季度在 1.0% 以上，但增幅较一季度回落 0.1 个百分点。 ➤ 上半年第三产业增速 (+5.5%) 居首，较一季度和去年全年分别高出 0.2 和 0.5 个百分点；第三产业对经济增长贡献 (+60.2%) 续居首。 ➤ 上半年，内需贡献(+68.8%)较一季度回升 8.4 个百分点，消费贡献 (+52.0%) 续居首。 ➤ 超七成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏 (+7.2%) 居首，广东增速 (+4.2%) 低于全国。 ➤ 「华创证券」指出，二季度名义增速 (+3.9%) 中，量的贡献率为 132%，价的贡献率为 -30.6%^①，量价分配不均衡程度处于高位。

多家外资机构上调中国经济增长预期：-

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	2.8%-->3.0%	3.1%-->2.9%	2.7%-->2.3%
	2026年	3.0%-->3.0%	3.0%-->2.9%	2.7%-->2.4%
中国	2025年	4.0%-->4.8%	4.7%	4.5%
	2026年	4.0%-->4.2%	4.4%-->4.3%	4.0%

^① 量的贡献率以实际增速/名义增速计算，价的贡献率以平减指数/名义增速。

高盛（4.6%—>4.7%）、摩根士丹利（4.5%—>4.8%）、瑞银（4.0%—>4.7%）、澳新银行（4.2%—>5.1%）亦上调 2025 年中国经济增速预测，认为中国经济发展动能持续增强，向好态势有望延续。但综合而言，各国际机构的全年预测，仍低于今年上半年的 GDP 增长(+5.3%)，预示他们认为下半年经济增长放缓。

(2) 工业制造：

- 6 月工业生产增速反弹，纺织业增速加快但仍显着低于规上工业增速；
- 规上利润降幅收窄，纺织利润降幅扩大，料下半年规上利润增速低位徘徊；
- PPI 同比跌幅扩、环比跌幅稳，料短期内续跌但跌幅或小幅收窄

项目	24 年全年	25 年上 半年	备注
规模以 上工业 增加值 (实质 增长)	+5.8%	+6.4%	➤ 6 月规上工业增加值同比增 6.8%，增速扭转连续 2 个月下滑态势，较上月提高 1.0 个百分点，为年内次高水平，季调后环比增长 0.5%。 ➤ 6 月纺织业同比增长 2.5%，增速较 5 月加快 1.9 个百分点。 ➤ 「财信研究」预期：下半年内外需放缓压力均加大，经济“供强需弱”矛盾依旧突出，加上中央加强综合整治“内卷式”竞争，工业生产增速大概率趋于放缓。
规模以 上工业 企业利 润	-3.3%	-1.8%	➤ 6 月规模以上工业企业利润同比下降 4.3%，增速连续 2 个月为负，但降幅较上月收窄 4.8 个百分点，制造业(+1.4%)利润改善，尤其装备制造业(+9.6%)受益于两新政策支撑作用突出。 ➤ 但 1-6 月纺织业利润同比下跌 8.1%，降幅较 1-5 月扩大 6.3 个百分点。 ➤ 从“量”、“价”、“利润率”三因素来看，价格仍是利润主要拖累，外商及港澳台投资企业利润增长亮眼，“传统行业利润挤压，新兴行业强势崛起”的特征显现。 ➤ 预计规上工业企业利润增速仍将低位震荡。
工业生 产者出 厂价格 (PPI)	-2.2%	-2.8%	➤ 6 月 PPI 同比下降 3.6%，降幅连续 4 个月扩大且连续 2 个月超 3%，较上月扩大 0.3 个百分点，其中生产资料价格(-4.4%)仍是主要拖累。 ➤ 6 月衣着价格同比涨 0.1%，涨幅较上月高 0.1 个百分点。 ➤ 「东方金诚」表示，7 月以来国际油价总体上涨，对国内 PPI 边际走势将产生一定正向拉动，国

			内“反内卷”持续推进有望利好相关行业供需关系改善和价格企稳回升，预计短期内 PPI 仍将延续下跌，但跌幅或小幅收窄。 ➤ 7 月 PPI 同比下降 3.6%，环比下降 0.2%。
--	--	--	--

- (3) 居民消费：
- 6 月社零增速减，「以旧换新」拉动力减，料下半年社零温和增长 4~5%；
 - 6 月 CPI 由负转正，核心 CPI 创 14 个月新高，料 CPI 大概率在 0 徘徊

项目	24 年全年	25 年上半年	备注
居民消费价格 (CPI)	+0.2%	-0.1%	➤ 6 月全国居民消费价格同比上涨 0.1%，结束了连续 4 个月的负增长（5 月：-0.1%）。 ➤ 6 月核心 CPI同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，创近 14 个月以来新高，但仍处于“0”时代。 ➤ 「财信研究」预期：下半年外部经贸环境依然复杂严峻，潜在的“出口转内销”或带来新的物价下行压力，料 CPI 涨幅短期内大概率继续在 0 附近徘徊。 ➤ 7 月 CPI 同比持平，环比上涨 0.4%。
社会消费品零售总额	+3.5%	+5.0%	➤ 6 月社会消费品零售总额同比增长 4.8%，增速较 5 月回落 1.6 个百分点；环比下降 0.16%，创历史同期最差表现，为 2024 年 5 月以来首次环比负增长。 ➤ 6 月商品零售（+5.3%）和餐饮收入（+0.9%）增速均有放缓，分别较 1-5 月回落 1.2 和 5.0 个百分点。 ➤ 6 月限额以上单位家用电器类（+32.4%）、文化办公用品类（+24.4%）、通信器材类（+13.8%）、建筑装潢类（+1.0%）增速普遍较上月有所放缓，「以旧换新」政策带动效果减弱。 ➤ 「财信研究」表示，受高基数和乘数效用边际趋弱拖累，下半年「以旧换新」政策的拉动作用大概率减弱；居民“多储蓄、少消费”行为模式短期难改，消费意愿提升动力偏弱，预计下半年社零增速或放缓至 4%，全年社零约增长 4-5%。

(4) 投资：

- 固投增速持续回落，民间固投增速转负；
- 广义和狭义基建投资增速回落，预计年内基建投资仍将发挥托底作用；
- 制造业投资续居高位但增速持续放缓，预计出口下行等原因将导致投资缓降；
- 房地产开发投资及销售降幅均扩大，预计三季度房地产销售及投资仍将承压

项目	24 年全年	25 年上半年	备注
全国固投	+3.2%	+2.8%	➤ 6 月固投同比增长 0.5%，增速较 5 月回落 2.4 个百分点，环比下降 0.12%，增速较 5 月回落 0.45 个百分点，投资端动能明显走弱。 ➤ 扣除房地产开发投资，1-6 月全国固投增长 6.6%，显示房地产开发投资是主要拖累。 ➤ 6 月广义基建投资（+5.3%）增速较 5 月回落 3.9 个百分点，狭义基建投资（+2.0%）增速较 5 月回落 3.1 个百分点，均创年内最低增速。 ➤ 「财信研究」指出，存量政策对基建投资的支撑作用趋于减弱，城投和土地市场低迷制约短期难改，年内基建投资大概率继续发挥托底作用，预计今年广义基建投资增长 9% 左右。 ➤ 1-6 月份制造业投资同比增长 7.5%，较 1-5 月回落 1.0 个百分点，累计同比增速连续三个月回落。其中 6 月制造业投资增速加速放缓，当月同比增速为 5.1%，为 2023 年 8 月以来最低值，较 5 月份回落 2.7 个百分点。而纺织业投资同比增长 14.5%，较 1-5 月回落 0.6 个百分点。 ➤ 「财信研究」表示，关税带来的出口下行压力显现、以及部分行业产能过剩加剧，将对制造业投资构成下行压力，但国内产业升级和供应链安全诉求提供了长期持续性支撑，预计 2025 年制造业投资增速缓降至 7% 左右。
民间固投	-0.1%	-0.6%	➤ 1—6 月份，民间固投同比增速连续 3 个月下滑，并且年内首次转负，较 1—5 月回落 0.6 个百分点，变幅创 2023 年 10 月份以来最低。
房地产开发投资	-10.6%	-11.2%	➤ 6 月房地产开发投资同比降 12.9%，跌幅较 5 月扩大 0.9 个百分点，为 2023 年以来单月最大跌幅。 ➤ 「招商银行」表示，三季度房地产销售或仍承压，7 月新房成交继续收缩，销售回款对房企资金形成压力，投资或难显着改善。
房地产销售	商品房	商品房销	➤ 1-6 月房地产销售均价降幅（-2.1%）较 1-5 月进一步扩大，其中 6 月降幅（-5.6%）较 5 月扩大 2.8 个百分点。

销售面积： -12.9%	售面积： -3.5%	➤ 1-6 月，新建商品房销售面积同比下降 3.5%，降幅比 1—5 月扩大 0.6 个百分点；新建商品房销售额同比下降 5.5%，降幅比 1-5 月扩大 1.7 个百分点。 ➤ 据「克而瑞」数据，1-6 月，百强房企累计实现销售操盘金额同比下降 10.8%，降幅较 1-5 月扩大 3.7 个百分点。其中 6 月单月销售操盘金额同比下降 22.8%，降幅较 5 月扩大 14.2 个百分点
商品房销售均价： -4.8%	商品房销售均价： -2.1%	➤ 「中指院」预计下半年各级政府将全力推动已出台政策落地见效（包括进一步完善与落实专项债收购存量闲置土地、收购存量商品房政策，加大城中村改造房票安置力度等。）

(5) 贸易：6 月出口同比止跌回升延续韧性，但料下半年增速大概率放缓

项目	24 年全年	25 年上半年	备注
进出口 (按美元计)	+3.8% (出口： +5.9%；进口： +1.1%)	+1.8% (出口： +5.9%；进口： -3.8%)	➤ 6 月出口总值创同期历史新高和年内新高，同比增速由 5 月的 4.7%升至本月的 5.9%，扭转出口增速连续 2 个月下跌态势，环比增速亦由上月的 0.2%升至本月的 3.0%。 ➤ 6 月对美出口降幅收窄，拖累效应明显减弱，对东盟及日本出口增速加快，但对欧盟、俄罗斯出口增速回落。 ➤ 6 月机电产品 (+8.2%) 对整体出口增长贡献率超过八成，劳动密集型产品出口同比 0%，出口均边际改善；家具 (+0.6%)、玩具 (+8.1%) 回升幅度较大，箱包及类似容器 (-7.1%)、鞋靴 (-4.0%) 出口额续降。 ➤ 1-6 月，中国对“一带一路”共建国家出口同比增长 9.6%，增速较一季度加快 3.5 个百分点。出口前三为越南、韩国和马来西亚。 ➤ 「东方金诚」表示，综合考虑中美经贸对话磋商还会经历一个复杂曲折的过程，以及“关税战”对出口的影响往往有 3 至 4 个月的滞后期，料后期出口增速面临下行至负值区间的可能。

(6) 金融运行：

- 社融增量连续 2 个月升，主要是**政府债贡献升**，**人民币贷款是主流但占比跌**；
- 6 月末人民币贷款余额增速仍处低位，**住户贷款占比续回落**；

- M2、M1 增速双双提升，**M2-M1 剪刀差降至年内最低**；
- 外汇储备 “六连升” 至 3.3 万亿美元^①，料人民币没有明显升值或贬值预期

项目	24 年 12 月 末	25 年 6 月 末	备注
社会融 资规模 存量	+8.0%	+8.9%	➤ 6 月末社会融资规模存量增速创 2024 年 3 月以来新高，较上月提高 0.2 个百分点。 ➤ 上半年社融存量中，政府发债占比(占 20.6%)继续上升(比上年同期提升 2.1 个百分点)。 ➤ 「兴业证券」指出，6 月社融增速进一步上行，且结构改善，但后续金融数据的隐忧仍存。一方面数据的改善更多可能是来自银行的季末冲量；另一方面，预计后续政府债券对社融的支撑空间可能有限，社融增速进一步上行的空间预计有限，下半年可能存在冲高回落的压力。 ➤ 7 月末社会融资规模存量同比增长 9%。1-7 月社会融资规模增量同比多增 5.12 万亿元。
人民币 贷款余 额	+7.6%	+7.1%	➤ 6月末，人民币贷款余额增速与上月持平，连续 8 个月位居 8% 以下。 ➤ 上半年，人民币贷款同比少增 0.35 万亿元，其中企（事）业单位贷款同比多增 0.57 万亿元，短期贷款是主要支撑。 ➤ 企（事）业单位新增贷款占全部新增贷款比重达 89.6%，而住户新增贷款占全部新增贷款比重创 2007 年以来最低水平。 ➤ 「东方金诚」预计，下半年人行会续降息，激发内生性融资需求。 ➤ 7 月末，人民币贷款余额同比增长 6.8%；1-7 月人民币贷款同比少增 0.07 亿元。
广义货 币 (M2) 余额	+7.3%	+8.3%	➤ 6 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 8.3%，增速创 2024 年 4 月以来新高，较上月提高 0.4 个百分点，主要受去年低基数、政府债券靠前发行以及信贷平稳增长增加派生货币影响。 ➤ 7 月末，广义货币 (M2) 同比增长 8.8%。
狭义货 币 (M1) 余额	-1.4%	+4.6%	➤ 狭义货币 (M1) 余额同比增长 4.6%增速连续 2 个月回升，且创年内新高，较上月提高 2.3 个百分点。 ➤ 6 月末，M2 与 M1 增速负剪刀差较上月收窄 1.9

^① 2024 年 9 月外汇储备达到 33164 亿美元。

			个百分点至3.7%，连续2个月回落，为年内最低水平，表明资金活化程度明显提高，宽货币向宽信用传导有所改善、有利于畅通经济循环。 ➤ 但「国务院发展研究中心金融研究所宏观金融研究室」预计下半年M1增速的持续回升性有待进一步观察。虽然2024年的低基数续对M1形成支撑，但下半年关税冲击、房地产恢复以及政策接续情况都是决定M1走势的关键变量。 ➤ 7月末，狭义货币(M1)余额同比增长5.6%。
外汇储备规模 (按月)	-1.94%	+0.98%	➤ 6月末，我国外汇储备规模年内首次迈上3.3万亿美元台阶，连续19个月位居3.2万亿美元以上，环比增速连续6个月为正。 ➤ 今年上半年，人民币兑美元汇率升值1.9%，上半年人民币兑美元汇率在7.15至7.35之间双向浮动。「民生银行」预期下半年美元兑人民币汇率大部分时间或将保持在7.1~7.3区间内双向波动，当前市场对人民币没有明显升值或者贬值的单边预期。

二、财税运行概况及政策动态

1. 一般公共预算收入增长回落，但税收收入 “三连增”，非税收入增速回落
- 上半年，全国一般公共预算收入**同比下降0.3%**，继续低于“+0.1%”的预算目标，降幅与1-5月持平。其中，全国税收收入**同比下降1.2%**，仍低于全年“+3.7%”的预算目标，但降幅较1-5月收窄0.4个百分点，且从4月起月度税收收入连续3个月同比保持增长；非税收入同比增长3.7%，高于全年“-14.7%”的预算目标，增速较1-5月**回落2.5个百分点**，其中5、6月份分别**下降2.2%、3.7%**。
2. 社保就业、教育、科技、文体传媒、卫生健康、节能环保及债息支出增速较高
- 上半年，全国一般公共预算支出**同比增长3.4%**，增速较全年目标(+4.4%)**低1.0个百分点**，较1-5月**回落0.8个百分点**。其中，城乡社区(-4.2%)、农林水(-7.8%)、交通运输(-3.1%)支出增速为负。
3. 境外投资者以中国境内居民企业分配的利润，在2025年1月1日至2028年12月31日期间用于境内直接投资符合条件的，可按照投资额的10%抵免境外投资者当年的应纳税额，当年不足抵免的准予向以后结转。
4. 超豪华小汽车消费税政策：超豪华小汽车征收范围由原征收范围为每辆零售价格130万元（不含增值税）及以上的乘用车和中轻型商用客车，调整为“每辆零售价格90万元（不含增值税）及以上的各种动力类型（含纯电动、燃料电池等动力类

型)的乘用车和中轻型商用客车”。

三、政策动态

1. 宏观政策(7月16日的国务院常务会议)：做强国内大循环，提高政策精准度和可操作性，汇聚政策落实合力。

2. 货币政策(6月30日的货币政策委员会2025年第二季度例会)：

- **适度宽松的货币政策；**
- **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；。
- **加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性；**
- **保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度；**
- **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；**
- **稳定市场预期，防范汇率超调风险**，保持人民币汇率在合理均衡水平上稳定；
- **加力支持科技创新、提振消费**，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持；
- **加大存量商品房和存量土地盘活力度**，助力构建房地产发展新模式。

3. 财政政策(2025年上半年财政收支情况新闻发布会)：

- **加快预算执行进度**，提高资金使用效益，推动经济持续回升向好；
- **继续加大投入力度**，进一步**提高财政资金安排的“民生含量”**；
- **加快出台提振消费增量政策举措**，引导地方提升消费环境，优化消费供给；
- **持续抓好包括置换政策在内的一系列增量化债支持政策的落实落地；**
- **按计划如期完成1.3万亿元超长期特别国债发行任务。**

4. 中共中央政治局会议

2025年7月中共中央政治局会议对经济形势分析与下半年部署：

- **总体基调**：坚持稳中求进工作总基调，保持经济运行在合理区间，加强政策协调性(财政、货币、就业、产业等政策整合发力)。
- **风险防控**：积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，推进地方融资平台出清；防范化解金融风险，平衡去杠杆力度与节奏。
- **财政政策发力方向**：扩大内需与结构调整并重，设立900亿元育儿补贴补助资金(中央财政承担90%)；加强政府投资基金监管，防止同质化竞争和对社会资本的挤出效应。
- **深化改革与开放**：推动共建“一带一路”纵深发展，落实放宽市场准入举措；深化供给侧结构性改革，重点补基础设施短板，降低企业成本。
- **民生保障**：突出稳就业，确保教育、社保等基本民生支出；强化乡村振兴与脱贫攻坚衔接。
- **资本市场与货币环境**：增强国内资本市场吸引力，巩固回稳向好势头；保持流动性合理充裕。

一、宏观经济

(一) 整体经济

1. 二季 GDP 同比增 5.2%，第二产业增长缓；第三产业增速及对经济增长贡献回升

(1) 二季度 GDP 同比实际增长 5.2%，同比及环比增速均较一季度略有回落

上半年，国内生产总值 660,536 亿元，同比增长 5.3%（2024 年同期：+5.0%），继续高于“5%左右”的年度增长目标，增幅较一季度回落 0.1 个百分点，全年实现经济增长目标压力减轻。

但二季度名义 GDP 同比增长 3.9%，名义增速较一季度下滑 0.7 个百分点，回落至 2023 年以来最低位，且显著低于实际 GDP 增速（+5.2%），表明物价下行压力增加^①。「华创证券」指出，二季度名义增速（+3.9%）中，量的贡献率为 132%，价的贡献率为 -30.6%^②，量价分配不均衡程度处于高位。

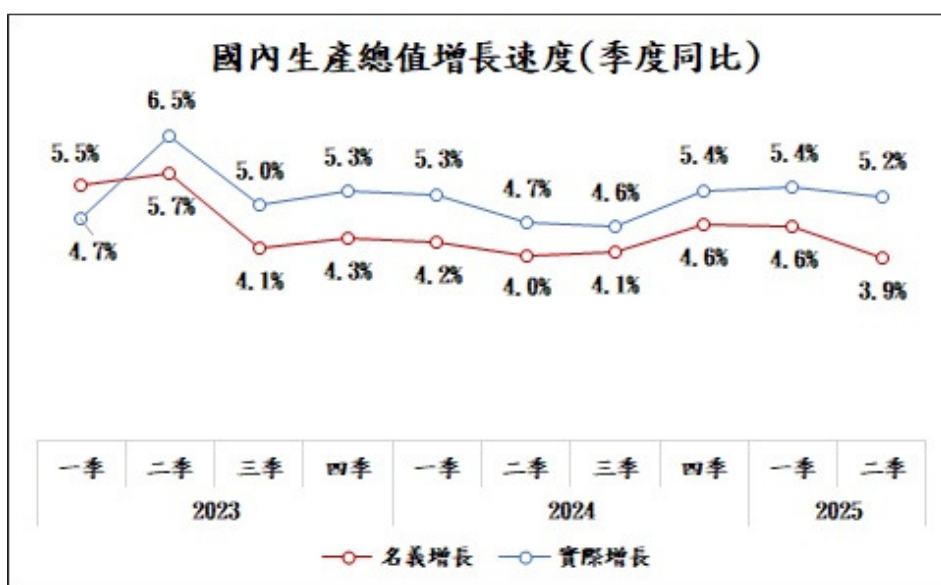


图 1 国内生产总值增长速度（季度同比%）

从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%（2024 年：+0.7%），环比增速连续 12 个季度为正，且连续六个季度在 1.0% 以上，但较一季度回落 0.1 个百分点。

(2) 第二产业增速放缓，第三产业增速及对经济增长贡献率均居首位

分产业看，上半年，第二产业增速（+5.3%）较一季度回落 0.6 个百分点，第三产业增速（+5.5%）跃居居首（2024 年同期：+4.6%），分别高出第一产业和第二产业 1.8 和 0.2 个百分点，且较一季度和去年全年分别高出 0.2 和 0.5 个百分点；第三产业对经济增长贡献率（+60.2%）续居首位，分别高出第一产业（+3.6%）和第二产业

^① 二季度 GDP 平减指数同比跌幅由 0.8% 扩大至 1.2%，同比增速创 2009 年四季度以来新低。

^② 量的贡献率以实际增速/名义增速计算，价的贡献率以平减指数/名义增速。

(+36.2%) 贡献率56.6和24个百分点^①。

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%
2025年上半年	+3.7%	+5.3%	+5.5%	+5.3%

2. 内需贡献率回升，消费贡献率续居“三驾马车”之首，但净出口贡献显着回落
上半年，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 52.0%、16.8%、31.2%，内需（消费及投资）对经济增长贡献率为 68.8%（2024 年同期：+86.9%），较一季度提高 8.4 个百分点，最终消费支出是增长主动力。

其中，二季度，最终消费支出（+52.3%）、资本形成总额（+24.7%）对经济增长贡献率分别较一季度回升 0.6 和 16 个百分点，内需贡献率显着提升；受关税等因素影响，净出口贡献率较一季度显着回落 16.5 个百分点，但仍较去年同期高出 11.5 个百分点，外贸展现出较强韧性。

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
2025年第二季	经济增长贡献率	52.3%	24.7%	23.0%
	拉动经济增长(百分点)	2.7	1.3	1.2

3. 超七成省市 GDP 增速高/等于全国，西藏（+7.2%）居首，广东增长 4.2%
上半年，31 个省市中，22 个省市 GDP 增速高于或等于全国增速，其中西藏以 7.2%的增速领跑全国。TOP5 经济大省中，仅有广东增速显着低于全国水

^① 其中，第三产业二季度对经济增长贡献率（+61.2%）高出一季度 2.1 个百分点。

平，其余四省增速介于 5.6~5.8%以上，其中**浙江同比增长 5.8%**，增速位居 TOP5 经济大省之首。

上半年，广东实现地区生产总值 68,725.40 亿元（+4.2%），其中规模以上工业生产增加值（+4.0%）、社会消费品零售总额（+3.5%）增速虽较一季度加快，但**仍显着低于全国水平**，固定资产投资（**-9.7%**）增速持续为负，且降幅较 1-5 月扩大 0.8 个百分点，其中**制造业投资、房地产开发投资仍是主要拖累**，基础设施投资增速亦出现回落^①。

上半年，广东货物贸易进出口 4.55 万亿元人民币，**同比增长 4%**，增速高于全国 1.1 个百分点，**进出口、出口（+1.1%）、进口（+9.5%）规模均创历史同期新高**，贡献全国增量的 65.2%。

各省/市	2024 年上半年		2024 年全年		2025 年上半年	
	GDP（亿元）	增长（%）	GDP（亿元）	增长（%）	GDP（亿元）	增长（%）
广东省	65,242.5	3.9	141,633.8	3.5	68,725.40	4.2
江苏省	63,326.3	5.8	137,008.0	5.8	66,967.8	5.7
山东省	46,676.7	5.8	98,566.0	5.7	50,046	5.6
浙江省	40,920	5.6	90,131.0	5.5	45,004	5.8
河南省	31,231.44	4.9	63,590.0	5.1	31,683.80	5.7
四川省	29,463.3	5.4	64,697.0	5.7	31,918.2	5.6
湖北省	27,346.45	5.8	60,013.0	5.8	29642.61	6.2
福建省	26,380.48	5.6	57,761.0	5.5	27,996.57	5.7
湖南省	24,545.2	4.5	53,231.0	4.8	26166.50	5.6
安徽省	23,967	5.3	50,625.0	5.8	25,723	5.6
上海市	22,345.59	4.8	53,926.7	5.0	26,222.15	5.1
北京市	21,791.3	5.4	49,843.1	5.2	25,029.2	5.5
河北省	21,510.1	5.0	47,526.9	5.4	22,965.9	5.4
陕西省	16,257.47	4.3	35,538.8	5.3	16,828.01	5.5
江西省	15,638	4.5	34,202.5	5.1	16,719.6	5.6
重庆市	15,138.24	6.1	32,193.2	5.7	15,929.58	5.0
辽宁省	14,547	5.0	32,612.7	5.1	15,707.9	4.7
云南省	14,573	3.5	31,534.1	3.3	15,537.44	4.4
广西省	13,115.57	3.6	28,649.4	4.2	13,850.95	5.5
内蒙古	11,683	6.2	26,314.6	5.8	12077.6	5.4
山西省	11,186.55	1.9	25,494.7	2.3	11,463.7	3.8
贵州省	10,738.32	5.3	22,667.1	5.3	11,452.42	5.3
新疆	9,211.4	5.4	20,534.1	6.1	9846.48	5.7
天津市	8,191.12	4.9	18,024.3	5.1	8,706.60	5.3
黑龙江省	6,636.2	1.5	16,476.9	3.2	7087.7	5.1
吉林省	6,335.46	5.7	14,361.2	4.3	6,823.28	5.7

^① 上半年，制造业投资（**-8.3%**）、房地产开发投资（**-16.3%**）持续负增长，但降幅分别较 1-5 月收窄 1.9 和 0.4 个百分点，基础设施投资（+2.1%）增速较 1-5 月**回落 2.4 个百分点**。

甘肃省	5,902.7	5.8	13,002.9	5.8	6,468.8	6.3
海南省	3,605.56	3.1	7,935.7	3.7	3,701.85	4.2
宁夏	2,541.67	5.1	5,503.0	5.4	2,650.90	5.8
青海省	1,805.75	1.0	3,950.8	2.7	1,875.68	4.0
西藏	1,189.45	6.1	2,764.9	6.3	1,382.72	7.2

数据来源:国家统计局、各省市统计局官网等

4. IMF 等多家机构机构虽上调中国 GDP 增长预测，但仍预示下半年经济增长放缓

7 月 29 日，国际货币基金组织(IMF)发布《7 月世界经济展望更新报告》，**调高中国 2025 年 GDP 至 4.8%，较之前调升 0.8 个百分点。**IMF 认为中国增长主要由强劲的出口推动，尤其是对美国以外地区的出口；中美之间的关税暂时缓和亦促进了贸易活动。另外，中国的财政措施支持了国内消费，增强了经济动能。不过，IMF 警告称，**中美之间的关税暂停是暂时的，可能很快到期，重新引发贸易紧张局势。全球政策不确定性仍然较高，关税政策若发生逆转，可能对中国出口和投资环境造成负面影响。**

6 月 10 日，世界银行发布最新一期《全球经济展望》报告，对今年中国经济增速预测仍**维持在 4.5%不变**，并表示中国经济增长亦受出口增速预期下降影响而放缓，尤其是在关税增加效应显现后。

6 月 3 日，经济合作与发展组织（OECD）发布《OECD 经济展望》预测 **2025 年中国经济录得 4.7%的增长**，预期增速保持稳定，同时表示**未来房地产调整持续，内需依赖政策刺激，出口受关税冲击。**

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	2.8%-->3.0%	3.1%-->2.9%	2.7%-->2.3%
	2026年	3.0%-->3.0%	3.0%-->2.9%	2.7%-->2.4%
中 国	2025年	4.0%-->4.8%	4.7%	4.5%
	2026年	4.0%-->4.2%	4.4%-->4.3%	4.0%

此外，中国披露上半年经济数据后，高盛（4.6%-->4.7%）、摩根士丹利（4.5%-->4.8%）、瑞银（4.0%-->4.7%）、澳新银行（4.2%-->5.1%）等**多家外资机构纷纷上调 2025 年中国经济增速预测**，认为中国经济发展动能持续增强，向好态势有望延续。但综合而言，各国际机构的全年预测，仍低于今年上半年的 GDP 增长(+5.3%)，预示他们认为下半年经济增长放缓。

(二) 工业生产

1. 6月工业生产增速反弹，纺织业增速加快但仍显著低于规上工业增速

1—6月份，规模以上工业增加值同比增长**6.4%**（2024年同期：+6.0%），增速较1—5月提高0.1个百分点，较去年全年加快0.6个百分点，其中一、二季度分别增长6.5%、6.3%。三大门类中，**制造业（+7.0%）增速最快**，较上月加快0.1个百分点。分行业看，41个工业大类行业中，38个行业增加值同比增长，**增长面为92.7%**。其中，汽车（+11.3%）、电子（+11.1%）等行业呈现两位数增长。**纺织业同比增长4.1%**（2024年同期：+5.3%），较1—5月**回落0.3个百分点**。

6月份，规模以上工业增加值同比增长**6.8%**（2024年同期：+5.3%），增速扭转连续2个月下滑态势，较上月提高1.0个百分点，为年内次高水平，季调后环比增长0.5%，或是工业稳增长政策推动以及抢出口（转口）、“两新”政策持续发力的结果。三大门类中，采矿业（+6.1%）和制造业（+7.4%）增速较上月均加快，尤其高技术制造业（+9.7%）增速迅猛，高出制造业增速2.3个百分点。

分行业看，6月份，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，**增长面87.8%**。**纺织业同比增长2.5%**（2024年同期：+5.1%），增速较5月加快1.9个百分点，但仍较整体规上工业增加值**低4.3个百分点**。

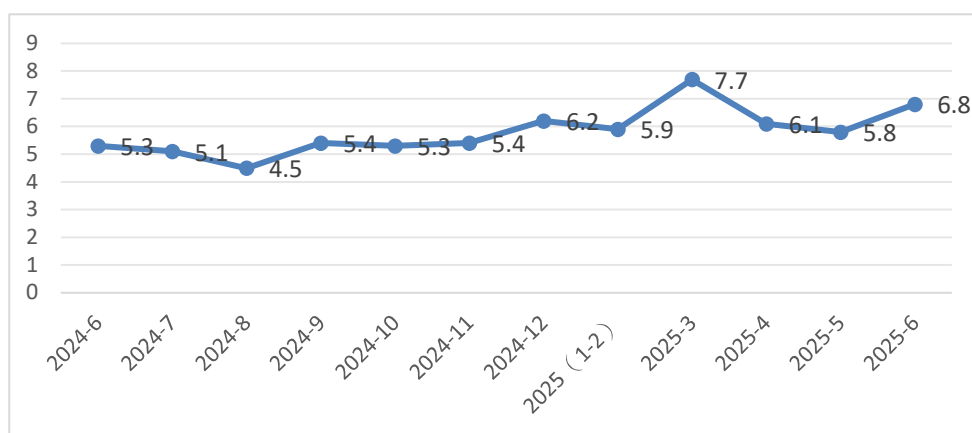


图2 规模以上工业增加值同比增长

「财信研究」表示，各类政策显效和新质生产力发展有望继续对工业生产形成一定支撑，但下半年内外需放缓压力均加大，经济“供强需弱”矛盾依旧突出，加上中央加强综合整治“内卷式”竞争，**工业生产增速大概率趋于放缓**。

2. 6月规上利润降幅收窄，纺织利润降幅扩大，料下半年规上利润增速低位徘徊

1—6月份，全国规模以上工业企业实现利润总额34,365.0亿元，**同比下降1.8%**（2024年同期：+3.5%），累计同比增速连续2个月为负，降幅较1—5月扩大0.7个百分点，从“量”、“价”、“利润率”三因素来看，**价格仍是主要拖累**；但**内外资企业间的“冷暖”差异显著**，**外商及港澳台投资企业利润增长亮眼**，增幅由1—5月的0.3%跃升至1—6月的2.5%。私营企业利润增速虽回落，但仍保持正增长；国有企业股

份制企业利润则降幅扩大^①。

分行业看，采矿业利润同比大幅**下降30.3%**，降幅较1-5月扩大1.3个百分点，其中煤炭开采、天然气分别**同比下降53%、11.5%**，石油煤炭加工业同比增亏，表明**上游资源行业深度承压拖累整体表现**；**制造业利润同比增长4.5%**，是工业利润主要支撑，但增速较1-5月**回落0.9个百分点**。**纺织业**利润同比**下跌8.1%**，降幅较1-5月扩大6.3个百分点；**纺织服饰业**利润同比**下跌10.0%**，降幅较1-5月收窄8.4个百分点。

6月份，规模以上工业企业利润**同比下降4.3%**（2024年同期：+3.6%），连续2个月为负，但降幅较上月收窄4.8个百分点。制造业改善明显，利润由5月份**下降4.1%**转为增长1.4%，尤其**装备制造业（+9.6%）**受益于两新政策支撑作用突出，汽车行业（+96.8%）、电子专用材料制造（+68.1%）、锂离子电池制造（+72.8%）、智能消费设备制造（+40.9%）等高端装备制造保持较高增速。

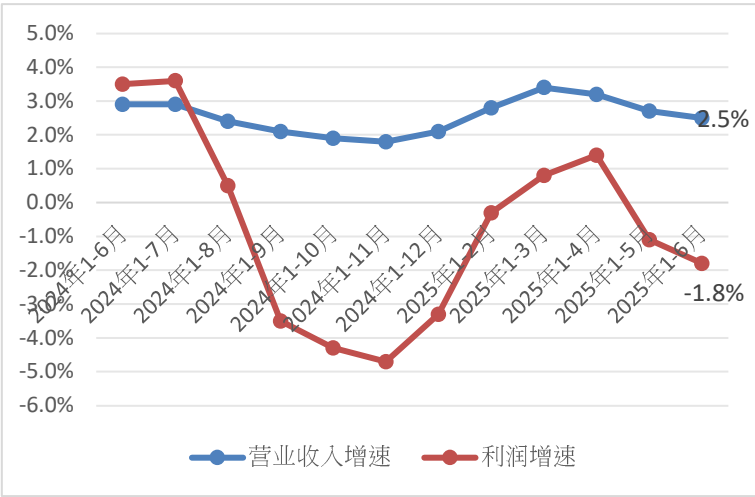


图3 规上工业企业累计营业收入与利润总额同比增速

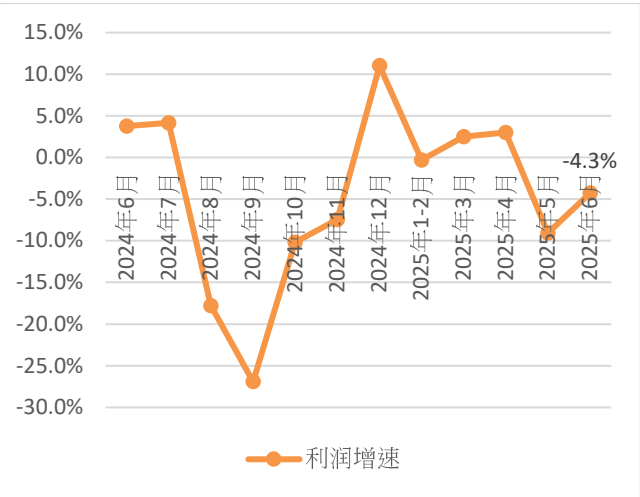
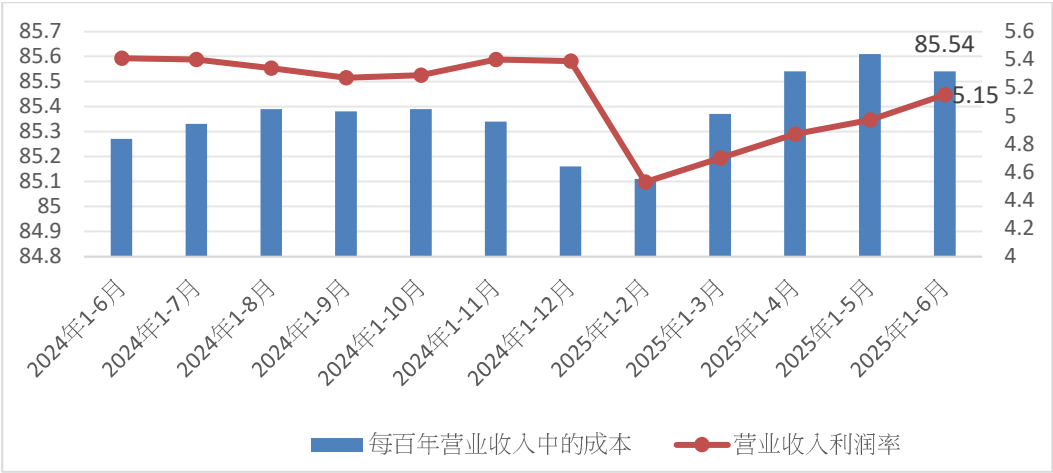


图5 规上工业企业各月利润总额增速

1-6月，规模以上工业企业营业收入利润率为**5.15%**（2024年同期：+5.41%），较1-5月提高0.18个百分点。规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为85.54元，同比增加0.26元，较1-5月**下降0.07元**。



① 国有控股企业利润降幅从1-5月的7.4%扩大至1-6月的7.6%；股份制企业利润降幅从1-5月的1.5%显著扩大至1-6月的3.1%；私营企业利润增速从1-5月的增长3.4%回落至1-6月只增长1.7%

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

前瞻来看，短期内工业生产增速大概率放缓，**预计规模以上工业企业利润增速仍将低位震荡。**

(三) 6 月 PPI 同比跌幅扩、环比跌幅稳，料短期内续跌但跌幅或小幅收窄

1—6 月，工业生产者出厂价格同比**下降 2.8%**（2024 年同期：**-2.1%**），降幅较 1-5 月扩大 0.2 个百分点，其中，**衣着生产者出厂价格同比下降 0.1%**（2024 年同期：**+0.2%**），降幅与 1-5 月持平。工业生产者购进价格同比**下降 2.9%**（2024 年同期：**-2.6%**），降幅较 1—5 月扩大 0.3 个百分点。除因国际原油价格下跌向国内 PPI 传导外，主因工业品需求不足。

表 5 2025 年 6 月工业生产者价格主要数据

	2025 年 6 月		2025 年 1-6 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	-3.6	-2.8
衣着	0.0	0.1	-0.1
二、工业生产者购进价格	-0.7	-4.3	-2.9
纺织原料类	-0.1	-2.4	-2.1
三、工业生产者主要行业出厂价格			
纺织业	-0.2	-2.5	-2.3
纺织服装、服饰业	0.0	-0.1	-0.2

6 月份，全国工业生产者出厂价格**同比下降 3.6%**（2024 年同期：**-0.8%**），降幅连续 4 个月扩大且连续 2 个月超 3%，较上月扩大 0.3 个百分点，主因国内投资需求偏弱以及出口预期转差对中上游行业价格产生较大下行压力^①。生产资料价格（**-4.4%**）仍是主要拖累，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，其中采掘工业（**-13.2%**）、原材料工业（**-5.5%**）、加工工业（**-3.2%**）同比跌幅均有扩大；生活资料价格（**-1.4%**）降幅与上月持平，食品类价格（**-2.0%**）同比跌幅明显扩大，但衣着、一般日用品、耐用消费品价格同比回升。**衣着价格同比上涨 0.1%**（2024 年同期：**+0.0%**），涨幅较上月提高 0.1 个百分点。

6 月份，**全国工业生产者出厂价格环比下降 0.4%**（2024 年同期：**-0.2%**），自 3 月起 PPI 已**连续 4 个月环比下跌 0.4%**，需求不足、供需失衡是工业品价格持续低迷主要原因。其中，生产资料价格**环比下降 0.6%**，降幅与上月持平，主要是采掘工业、原材料工业 PPI 环比跌幅收窄；生活资料价格**环比下降 0.1%**（5 月：**+0.0%**），主要受食品价格季节性下跌以及提振消费政策效果边际减弱影响^②，其中**衣着价格持平**（2024 年同期：**-0.1%**），涨幅较上月**回落 0.2 个百分点**。

^① 「渤海证券」指出，6 月 PPI 表现偏弱的主要原因有三：一是国内部分原材料制造业（如黑色金属、非金属相关行业等）价格季节性下行；二是绿电增加带动煤炭等相关行业价格下降；三是一些出口占比较高的行业（如计算机通信和其他电子设备制造业等）价格承压。
^② 6 月食品类价格**环比下跌 0.3%**，跌幅较上月扩大 0.2 个百分点，耐用消费品价格**环比下跌 0.1%**（5 月：**+0.1%**），均对当月生活资料价格环比起到下拉作用。

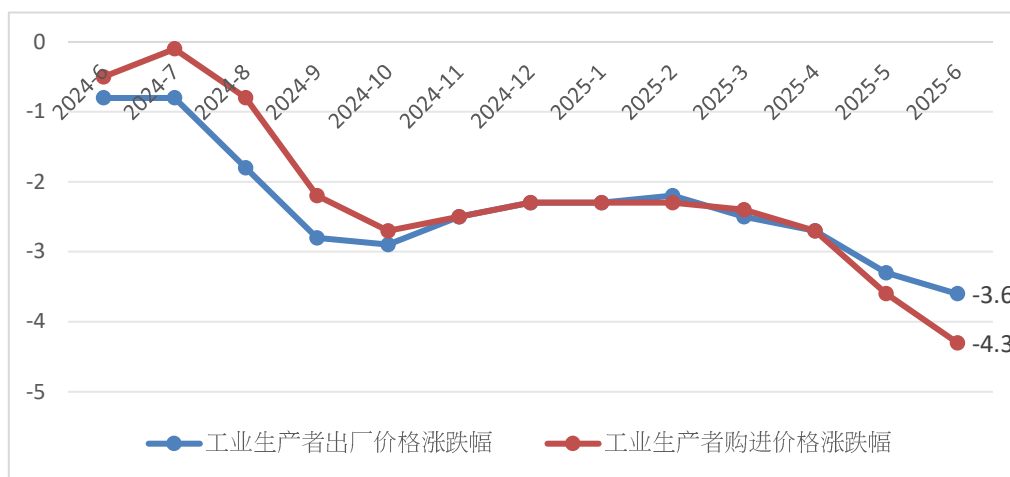


图6 工业生产者出厂价格(PPI)和购进价格涨跌幅(%)

7月1日召开的中央财经委员会第六次会议强调“依法依规治理企业低价无序竞争”、“推动落后产能有序退出”。「东方金诚」表示，内需偏弱以及房地产投资收缩将继续拖累国内钢材、水泥等工业品价格。但国内“反内卷”持续推进有望利好相关行业供需关系改善和价格企稳回升。预计**短期内 PPI 仍将延续下跌，但跌幅或小幅收窄。**

7月份，全国工业生产者出厂价格(PPI)同比**下降 3.6%**(2024年同期：**-0.8%**)，降幅比上月持平。PPI 环比**下降 0.2%**(2024年同期：**-0.2%**)，降幅比上月收窄 0.2个百分点。

(四) 6月CPI由负转正，核心CPI创14个月新高，料CPI大概率在0徘徊

1—6月平均，全国居民消费价格比上年同期**下降 0.1%**(2024年同期：**+0.1%**)，降幅与1—5月持平，仍显著低于“2%左右”的年度目标，表明当前国内物价水平稳中偏弱，消费需求不足是主要原因。其中，食品价格跌幅(**-0.9%**)较1—5月收窄 0.1个百分点，主因高温、降雨较常年同期偏多导致鲜菜价格同比边际上行影响6月止跌转涨。**衣着价格同比上涨 1.3%**(2024年同期：**+1.6%**)，涨幅与1—5月持平。**汽车、家电等**商品价格同比降幅均不同程度收窄。扣除食品和能源价格的**核心 CPI 同比上涨 0.4%**，继续保持温和上涨。

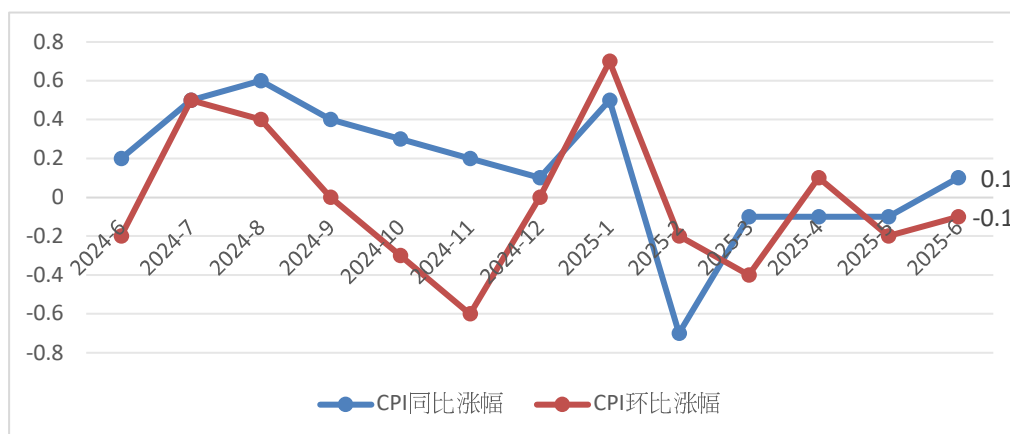


图 7 全国居民消费价格涨跌幅(%)

6 月份，**全国居民消费价格同比上涨 0.1%**（2024 年同期：+0.2%），结束了连续 4 个月的负增长（5 月：**-0.1%**），蔬菜价格降幅收窄，原油、黄金等国际大宗商品价格上涨以及「以旧换新」政策效应增强，是 CPI 增长由负转正的主要原因；CPI **环比下降 0.1%**（2024 年同期：**-0.2%**），连续 2 个月下跌，但跌幅比上月收窄 0.1 个百分点，其中食品价格（**-0.4%**）环比降幅扩大（5 月：**-0.2%**），非食品价格（+0.0%）环比由降转至持平（5 月：**-0.2%**）。**核心 CPI 同比上涨 0.7%**，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，**创近 14 个月以来新高**，但仍处于“0”时代。

「财信研究」表示，受益于稳地产、促消费政策加力显效，未来核心 CPI 有望呈现低位回升态势，但受「以旧换新」政策效应减弱、居民就业承压以及房地产市场低迷等因素叠加影响，**核心 CPI 回升高度有限**。下半年外部经贸环境依然复杂严峻，特朗普宣布 8 月 1 日起对多国征收新关税，并对所有进口到美国的铜征收 50% 的关税，潜在的“出口转内销”或带来新的物价下行压力，推动原油价格上涨的地缘政治风险短期亦有缓和，叠加当前房地产市场仍处于调整状态，**CPI 涨幅短期内大概率继续在 0 附近徘徊**。

7 月份，全国居民消费价格(CPI)同比持平（2024 年同期：+0.5%），变幅较上月减慢 0.1 个百分点。CPI 环比上涨 0.4%（2024 年同期：+0.5%），由上月负值（**-0.1%**）转正。

（五）6 月社零增速减，「以旧换新」拉动力减，料下半年社零温和增长 4~5%

1—6 月份，社会消费品零售总额 245,458 亿元，**同比增长 5.0%**（2024 年同期：+3.7%），增速与 1—5 月持平，较去年全年提高 1.5 个百分点。二季度社会消费品零售总额增长 5.4%，增速比一季度加快 0.8 个百分点，是自 2024 年三季度以来季度增速持续回升。

1-6 月「限额以上服装、鞋帽、针纺织品类」同比增长 3.1%（2024 年同期：+1.3 %），增速较 1-5 月**回落 0.2 个百分点**。限额以上零售业单位中「便利店、超市、百货店」分别同比增长 7.5%、5.4%、1.2%，增幅分别较 1-5 月**回落 1.0、0.3 和 0.1 个百分点**，「专业店、品牌专卖店」分别同比增长 6.4%、2.4%，增幅分别较 1-5 月加快 0.1 和 0.6 个百分点。

1—6 月份，商品零售额 217,978 亿元，**同比增长 5.1%**（2024 年同期：+3.2%），增速与 1-5 月持平，但低于服务零售额（+5.3%）增速 0.2 个百分点。实物商品**网上**零售额 61,191 亿元，**同比增长 6.0%**（2024 年同期：+8.8%），增速较 1-5 月**回落 0.3 个百分点**。当中，**穿类商品同比增长 1.4%**，增速较 1-5 月加快 0.2 个百分点。

6 月份，社会消费品零售总额 42,287 亿元，**同比增长 4.8%**（2024 年同期：+2.0%），增速较 5 月**回落 1.6 个百分点**；环比下降 0.16%，为 2024 年 5 月以来**首次环比负增长**。6 月商品零售（+5.3%）和餐饮收入（+0.9%）增速均放缓，分别较 1-5 月**回落 1.2 和 5.0 个百分点**。

从社零结构看，6 月限额以上**体育娱乐用品类（+9.5%）、金银珠宝类（+6.1%）、烟酒类（-0.7%）**商品零售额增速均较上月**回落 10 个百分点以上**，或因“6.18”促销前置透支部分需求拖累升级类商品增速^①；**限额以上单位家用电器类（+32.4%）、文化办公用品类（+24.4%）、通信器材类（+13.8%）、建筑装潢类（+1.0%）**增速普遍较上月放缓，表明「以旧换新」政策带动效果或有减弱。不过，「诚通证券」指出，6 月消费数据回落主要受“618”促销等影响逐步消退拖累，但 7 月新一批「以旧换新」资金陆续到位，料**消费仍将稳步增长**。

6 月汽车零售额同比增速继续加快 3.5 个百分点至 4.6%，汽车行业无序“价格战”得到一定整治。受京东、美团等外卖平台开启低价补贴大战、集中整治违规吃喝等因素影响，6 月份餐饮收入增速较上月大幅**回落 5 个百分点**至 0.9%。

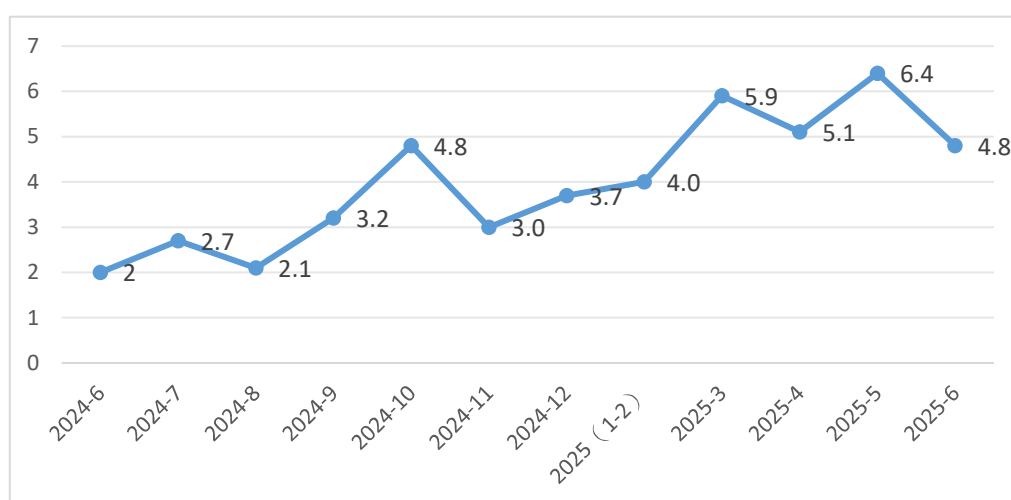


图 8 社会消费品零售总额同比增长(%)

展望后市，「财信研究」表示，受高基数和边际效果减弱拖累，下半年「以旧换新」政策的拉动作用大概率减弱；随着内外需放缓压力加大，“就业-收入-消费”循环待畅通；居民“多储蓄、少消费”行为模式短期难改，消费意愿提升动力偏弱，**预计下半年社零增速或放缓至 4%，全年社零约增长 4~5%。**

^① 2025 年“618”的活动时间大幅提前，京东、淘宝 5 月 13 日开启抢先购预售阶段。虽然活动整体覆盖到 6 月 20 日，但核心促销时段集中在 5 月旬至 6 月初，6 月主要进行收尾促销，导致 5 月份或透支了部分消费，使得 6 月份消费动能不足。

(六) 固定资产投资

1. 固投增速持续回落，民间固投增速转负

1—6 月份，全国固定资产投资（不含农户）248,654 亿元，**同比增长 2.8%**（2024 年同期：+3.9%），累计同比增速连续 3 个月下降，**创 2020 年 12 月以来新低**，较 1-5 月**回落 0.9 个百分点**。扣除房地产开发投资，1-6 月全国固定资产投资增长 6.6%，显示房地产开发投资对固投增速拖累显著。

1-6 月民间固定资产投资**同比下降 0.6%**（2024 年同期：+0.1%），累计同比增速连续 3 个月下滑，并且**年内首次转负**（1—5 月：0%），创 2023 年 10 月份以来最低增速，民营企业“不敢投、不愿投”现象进一步加剧。但扣除房地产开发投资，1-6 月其他民间投资同比增长 5.1%。

6 月份，固定资产投资**同比增长 0.5%**^①（2024 年同期：+3.6%），增速较 5 月**回落 2.4 个百分点**，主要受“两重”“两新”项目、资金下发节奏以及房地产市场拖累的影响；环比**下降 0.12%**（5 月：+0.57%），投资端动能明显走弱。其中，民间投资跌幅从 5 月的**-0.5%**，**扩大至 -2.2%**，非民间投资增速从 5 月+7.7%降至+3.6%，民间和国有投资同步回落。

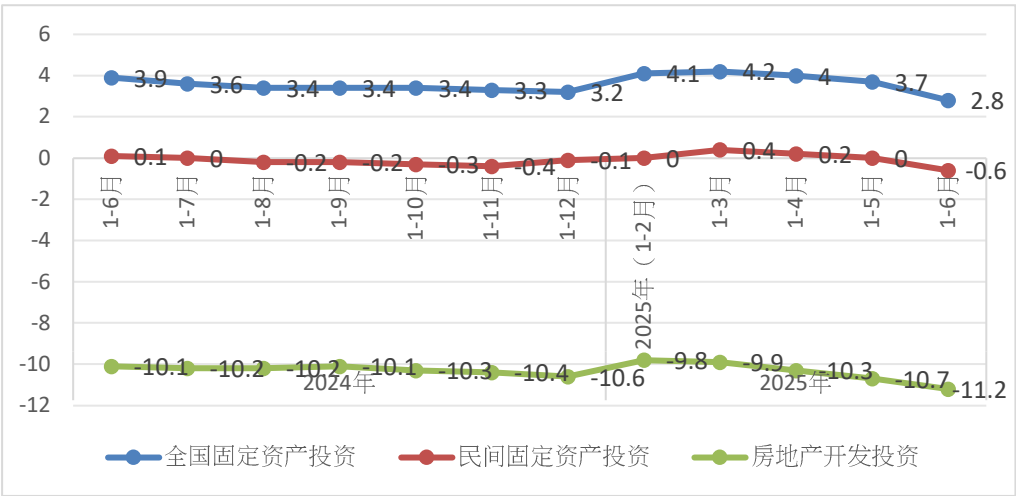


图 9 固定资产投资同比增速 (%)

表 6 固定资产投资构成表

指 标	2024 年上半年	2024 年全年	2025 年上半年
	同比增长 (%)	同比增长 (%)	同比增长 (%)
固定投资（不含农户）	3.9	3.2	2.8
国有控股	6.8	5.7	5.0
民间投资	0.1	-0.1	-0.6
分行业			
制造业	9.5	9.2	7.5
纺织业	14.3	15.6	14.5

① 按照 2017 年累计额与之后的增速外推，若直接基于 2025 年的固投累计额与累计增速估算，6 月为-0.1%。

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。

2. 广义和狭义基建投资增速回落，预计年内基建投资仍将发挥托底作用

1-6 月份，广义和狭义基建投资分别同比增长 8.9%（2024 年同期：+7.7%）和 4.6%（2024 年同期：+5.4%），分别较 1-5 月回落 1.5 和 1.0 个百分点，主要受高温多雨天气扰动和地方财政发力放缓影响，广义口径基建投资增速回落更多主因高基数影响。

6 月份，基建投资明显放缓。广义基建投资同比增长 5.3%，较 5 月回落 3.9 个百分点，录得 2025 年最大幅度回落，主要来自电力、水利投资放缓^①；狭义基建投资同比增长 2.0%，增速较 5 月回落 3.1 个百分点，主要受公共设施管理业（市政工程）增速继续回落拖累，广义和狭义基建均为年内最低增速。

展望后市，「财信研究」指出，新型政策性金融工具较快落地，有望撬动银行配套信贷资金，加上化债对地方基建的约束缓解，支持基建投资维持高增长；但存量政策对基建投资的支撑作用趋于减弱，城投和土地市场低迷制约短期难改，年内基建投资大概率继续发挥托底作用，基准情景下，预计 2025 年广义基建投资增长 9% 左右。

3. 制造业投资续居高位但增速持续放缓，预计出口下行等原因将导致投资缓降

1-6 月份制造业投资同比增长 7.5%（2024 年同期：+9.5%），较 1-5 月回落 1.0 个百分点，比整体投资高出 4.7 个百分点，但累计同比增速连续三个月回落。

6 月制造业投资增速加速放缓，当月同比增速为 5.1%（2024 年同期：+9.4%），为 2023 年 8 月以来最低值，较 5 月份回落 2.7 个百分点，主因基数走高、基建和地产需求走弱以及价格低迷拖累企业盈利和预期。

展望后市，「财信研究」表示，关税带来的出口下行压力显现、国内地产需求持续低迷以及部分行业产能过剩加剧，将对制造业投资构成下行压力，但国内产业升级和供应链安全诉求提供了长期持续性支撑，预计 2025 年制造业投资增速缓降至 7% 左右。

4. 房地产开发投资及销售降幅均扩大，预计三季度房地产销售及投资仍将承压

1—6 月份，全国房地产开发投资 46,658 亿元，同比下降 11.2%（2024 年同期：-10.1%），累计同比降幅连续 4 个月扩大，较 1—5 月扩大 0.5 个百分点，延续深度调整态势。

^① 6 月电热水力投资当月同比较上月回落 8.9 个百分点至 17.0%，当月同比为 2023 年 12 月以来的最低值，水利环境投资当月同比自 2024 年 5 月以来首次由正转负，较上月回落 8.9 个百分点至 -5.2%。

6 月份，房地产开发投资**同比下降 12.9%**（2024 年同期：**-10.1%**），跌幅较 5 月扩大 0.9 个百分点，持平 2023 年以来单月最大跌幅，反映房企投资意愿不高，**止跌回稳态势待巩固**。

1-6 月，房地产销售均价降幅（**-2.1%**）较 1-5 月进一步扩大，其中**6 月降幅（-5.6%）较 5 月扩大 2.8 个百分点**，显示房地产止跌回稳仍有波折，市场情绪暂未出现明显好转。

「诚通证券」指出，7 月高频数据显示，**房地产销售偏弱的态势或仍将延续**。2024 年 9 月的政策红利逐步消退，未来政策进一步加力的必要性提升。「招商银行」表示，三季度房地产销售或仍承压，高频数据显示 7 月新房成交继续收缩，销售回款对房企资金形成压力，投资或难显着改善。

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 年上半年	45,851 万平方米	-3.5% (2024 年同期: -19.0%)	累计同比降幅连续 2 个月扩大，较 1-5 月扩大 0.6 个百分点；
	其中：6 月	10,536 万平方米	-5.5%	降幅较 5 月扩大 2.2 个百分点
销售额	2025 年上半年	44,241 亿元	-5.5% (2024 年同期: -25.0%)	累计同比降幅连续 3 个月扩大，降幅较 1-5 月扩大 1.7 个百分点。
	其中：6 月	10,150 亿元	-10.8%	降幅较 5 月扩大 4.8 个百分点
销售均价 (推算)	2025 年上半年	-	-2.1% (2024 年同期: -7.4%)	降幅较 1-5 月扩大 2.0 个百分点。
	其中：6 月	-	-5.6%	降幅较 5 月扩大 2.8 个百分点

注：（1）6 月面积及销售额根据国家统计局公布的累计数计算得到；（2）6 月面积及销售额增速数据来自「华创证券」、「西部证券」

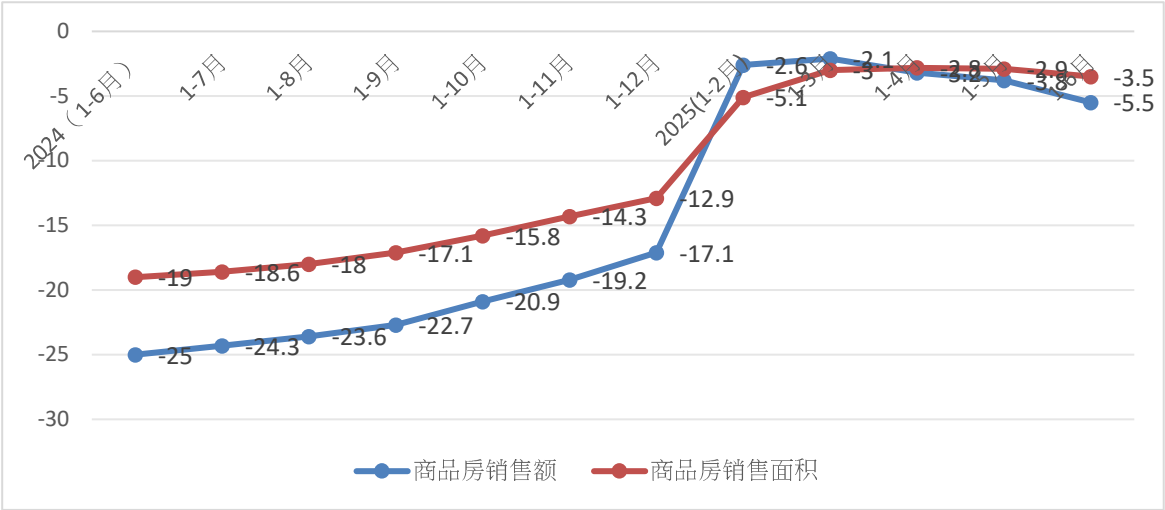


图 10 商品房销售面积和销售额增速(%)

（七）TOP30 房企销售门槛升，料一二线城市热点恒热，三四线城市延续筑底

根据「克而瑞」资料，1-6 月份，百强房企累计实现销售操盘金额 16,526.8 亿元，**同比下降 10.8%**（2024 年同期：**-39.5%**），降幅较 1-5 月扩大 3.7 个百分点。6 月单月销售操盘金额 3,389.6 亿元，**同比下降 22.8%**（2024 年同期：**-16.7%**），降幅较 5 月扩大 14.2 个百分点；**环比增长 14.7%**，近六成百强房企单月业绩环比增长，其中 28 家企业单月业绩环比增幅大于 30%。但**百强房企各梯队销售规模呈现分化**，其中，**TOP21-30 梯队房企的累计销售规模同比基本持平**，而 TOP10、TOP11-20 和 TOP51-100 梯队房企销售规模则同比降低。

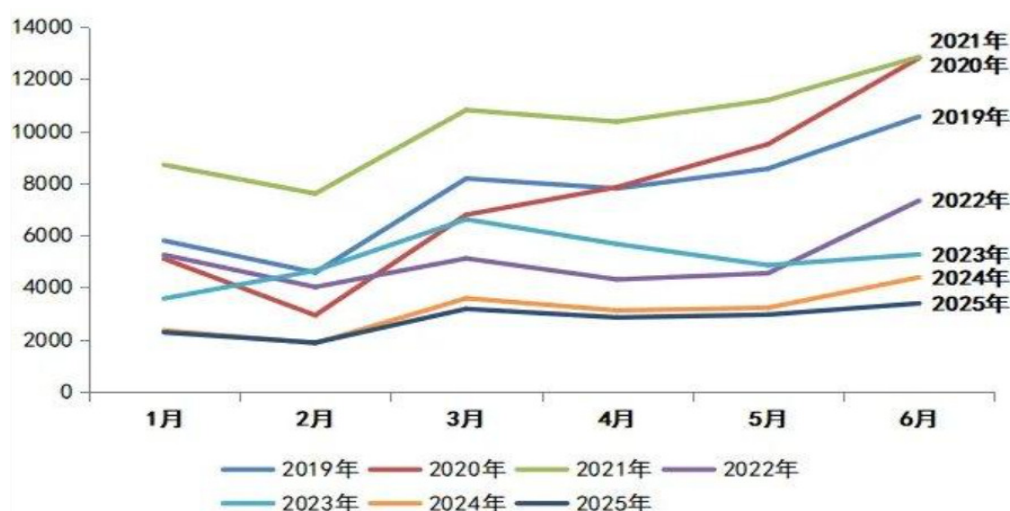


图 11 2019-2025 年百强房企单月业绩走势图（数据来源：CRIC）

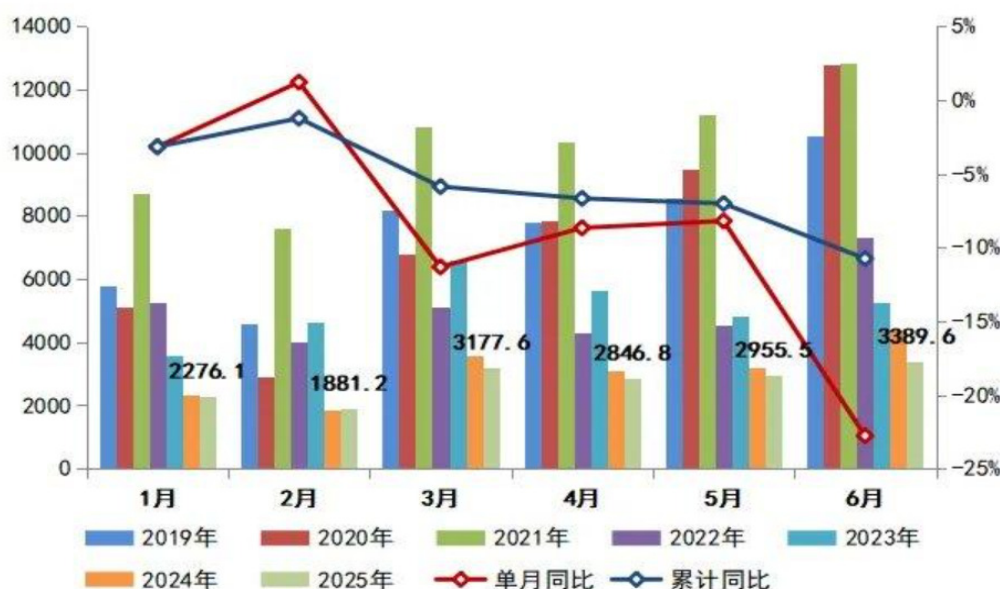


图 12 2019-2025 年百强房企单月操盘销售规模及同比变动（数据来源：CRIC）

从百强房企规模门槛来看，6 月份，**TOP30 房企销售操盘金额门槛同比增长 1.2%**至 119.8 亿元，其他各梯队房企的销售操盘金额门槛则略有降低。

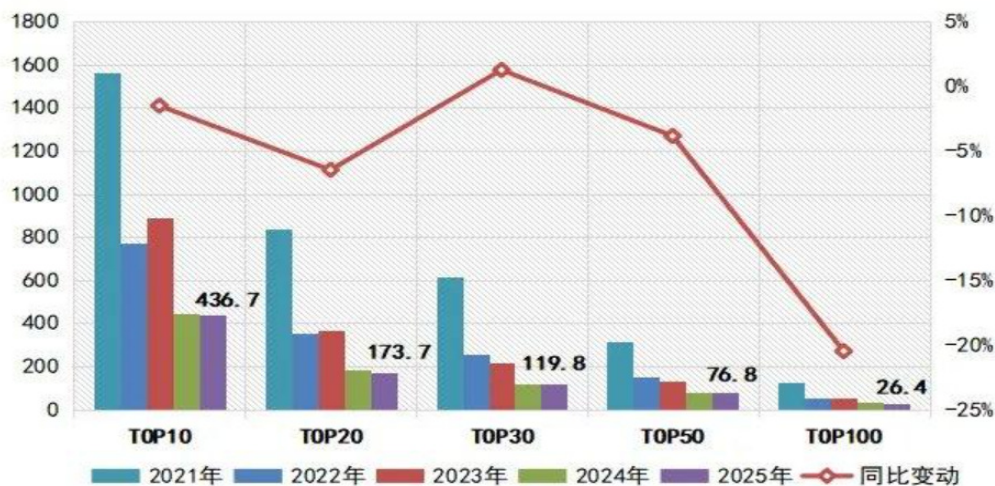


图 13 百强房企销售金额入榜门槛及变动（数据来源：CRIC）

展望楼市走势，「克尔瑞」指出，**城市间、项目间分化还将持续加剧**：核心一二线城市热点恒热是大概率事件，而三四线城市成交规模将延续筑底行情，整体楼市回暖仍有待核心一二线城市热度传导，单城市区域、项目间冷热分化还在持续加剧，核心区域配套、产品俱佳的项目还将保持高热。

关于政策层面，「中指院」表示，6月13日国常会提出要“**更大力度推动房地产市场止跌回稳**”，“多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险”，释放了积极信号，预计下半年各级政府将全力推动已出台政策落地见效，包括进一步完善与落实**专项债收购存量闲置土地、收购存量商品房政策，加大城中村改造房票安置力度**等。此外，7月14日至15日召开的中央城市工作会议提出“**以推进城市更新为重要抓手**”、“**加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造**”等工作要求，城市更新相关的支持政策也有望持续推进。

（八）6月出口同比止跌回升延续韧性，但料下半年增速大概率放缓

1-6月份，中国进出口总值30,321.26亿美元，**同比增长1.8%**（2024年同期：+3.0%），增速较1-5月提高0.5个百分点。其中6月进出口总值5,357.14亿美元，**同比增长3.9%**（2024年同期：+3.7%），增速连续4个月为正，且较5月提高2.6个百分点，环比增速亦由5月的**-1.1%**升至本月的1.3%。

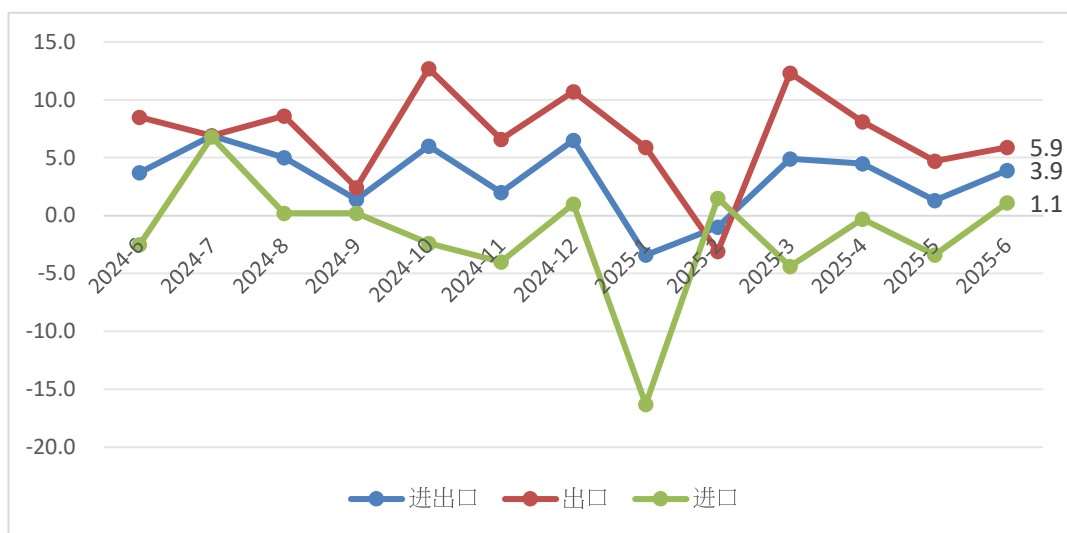


图 14 进出口同比增速（美元计）

1-6 月份，出口总值 18,090.36 亿美元，**同比增长 5.9%**（2024 年同期：+3.7%），增速较 1-5 月**回落 0.1 个百分点**。分国别看，对东盟（+13.0%）、欧盟（+6.6%）、日本（+4.8%）出口保持正增长，其中对东盟、日本出口增速分别较 1-5 月加快 0.8 和 0.4 个百分点，对美国（**-10.9%**）出口增速较 1-5 月收窄 1.2 个百分点。

6 月出口总值 3,252.33 亿美元，**创同期历史新高和年内新高，同比增速由 5 月的 4.7% 升至本月的 5.9%**（2024 年同期：+8.5%），扭转出口增速连续 2 个月回落态势，环比增速亦由上月的+0.2% 升至本月的+3.0%，主因对非美出口保持韧性以及中美经贸关系缓和后的对美“抢出口”、“抢转口”。

分国家看，6 月份，**对美出口降幅大幅收窄，对东盟及日本出口增速加快，但对欧盟、俄罗斯出口增速回落**。具体看，对美国出口**同比下降 16.1%**，降幅较 5 月大幅收窄 18.4 个百分点，占我国整体出口比重回升至 11.7%，或间接体现积压订单在 6 月集中释放^①。

6 月对东盟（+16.8%）增速较 5 月回升 2.0 个百分点，其中对泰国（+27.9%）、越南（+23.8%）^②、菲律宾（+10.2%）和马来西亚（+9.9%）出口增速分别较上月上行 6.3、1.7、2.7 和 4.6 个百分点，显示以东盟为代表的“抢转口”需求持续释放^③；对日本（+6.6%）出口增速较 5 月回升 0.5 个百分点；对非洲出口（+34.8%）成为拉动外贸增长的重要力量^④，但**对欧盟（+7.6%）出口增速较 5 月回落 4.4 个百分点**，主因上年同期基数抬高影响；对俄罗斯出口**-16.2%**（5 月：**-10.8%**），主要受中国汽车对俄罗斯出口锐减影响。

^① 但当前美国对华关税仍处于很高水平，导致 6 月对美出口继续较大幅度同比下滑。

^② 6 月份越南出口增速 19.3%（前值 20.7%），亦对应着我国对其两位数的出口增速，一定程度上反映了外部环境不确定性增加背景下我国对非美国国家转口贸易高增长的态势。

^③ 但随着美国与越南关税协定落地，后续部分东盟国家转口贸易成本或面临抬升局面。

^④ 「诚通证券」指出，在东盟等地区加大转口贸易管控情况下，**不排除非洲成为中国转口贸易新的中转地**。

分产品看，6 月份，**机电产品及劳动密集型产品出口均边际改善**。机电产品（+8.2%）、高新技术产品（+6.9%）同比增速分别较上月回升 1.1 个、2.0 个百分点，机电产品对整体出口增长贡献率超过八成^①；劳动密集型产品出口同比+0%（5 月：**-2.5%**），家具（+0.6%）、玩具（+8.1%）回升幅度较大，箱包及类似容器（**-7.1%**）、鞋靴（**-4.0%**）出口额继续下降。

表 7 2025 年 1-6 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	392,115,491 (+2.3%)	289,361,410 (-10.4%)	511,066,206 (+8.3%)	152,197,519 (+2.5%)	106,488,643 (-9.1%)	1,571,128,991 (+3.5%)
出口	267,466,890 (+6.6%)	215,552,621 (-10.9%)	322,589,910 (+13.0%)	77,716,249 (+4.8%)	47,160,411 (-8.4%)	913,124,973 (+9.6%)
进口	124,648,601 (-5.9%)	73,808,789 (-8.7%)	188,476,296 (+1.2)	74,481,271 (+0.1%)	59,328,232 (-9.6%)	658,004,018 (-3.9%)

1-6 月份，中国与“一带一路”共建国家（截至 2025 年 6 月底共 156 个国家）^②贸易总额达,15,711.29 亿美元，**同比增长 3.5%**，增速较一季度加快 2.4 个百分点。其中，出口 9,131.25 亿美元，**同比增长 9.6%**，增速较一季度加快 3.5 个百分点。“一带一路”贸易在中国对外贸易中的占比达到 51.8%（2024 年同期：50.9%），较一季度提高 0.8 个百分点。东盟仍是最大贸易伙伴地位，贸易总额占比“一带一路”整体达 32.5%（其中出口占比 35.3%），较一季度提高 0.1 个百分点。从具体国家情况看，**出口排在前三位的国家依次是越南、韩国和马来西亚，越南继续保持“一带一路”最大出口国地位**，出口同比增速较一季度加快 3.1 个百分点。对新加入“一带一路”的哥伦比亚出口同比增长 24.1%。

表 8 2025 年上半年出口额前三名“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	931.06	19.6	10.2
韩国	709.46	-2.0	7.8
马来西亚	517.42	6.1	5.7

1-6 月份，进口总值 12,230.91 亿美元，**同比下降 3.8%**（2024 年同期：+2.0%），降幅较 1-5 月收窄 1.0 个百分点。其中，6 月进口总值 2,104.81 亿美元，增速由 5 月的**-3.4%**升至本月的+1.1%（2024 年同期：**-2.5%**），**自 3 月以来首次转正**，进口增速边际改善（其中**数量因素是主要支撑**），主要受低基数影响，但整体依然低位前行。

^① 机电产品中除通用设备、家电外均有回升，汽车、手机回升显著。
^② 较 3 月底新增的国家为哥伦比亚（5 月加入），考虑到数据可比性，相关分析一并考虑哥伦比亚。

世界银行 6 月 10 日发布最新一期《全球经济展望》报告预计，**今年全球贸易量增速为 1.8%，比 1 月份预测低 1.3 个百分点**。世贸组织 6 月 26 日亦发布报告称，在某些情况下，比如美国“对等关税”完全付诸实施，或者贸易政策不确定性在全球范围内蔓延，**贸易收缩有可能发生**。

展望后市，上半年集中“抢出口”和“抢转口”可能透支部分下半年美国需求，**预计下半年尤其四季度我国出口将逐步承压，增速大概率出现回落**。「东方金诚」表示，综合考虑中美经贸对话磋商还会经历一个复杂曲折的过程，以及“关税战”对出口的影响往往有 3 至 4 个月的滞后期，**预计后期出口增速面临下行至负值区间的可能**。

二、金融运行分析

(一) 社会融资

1. 社融增量连续 2 个月上升，主要是政府债贡献升，人民币贷款是主流但占比跌

6 月末社会融资规模存量为 430.22 万亿元，同比增长 8.9%（2024 年同期：+8.1%），增速稳中趋升，创 2024 年 3 月以来新高，较上月提高 0.2 个百分点，财政继续靠前发力、低基数效应和银行季末冲量是支撑社融增速回升的主因。

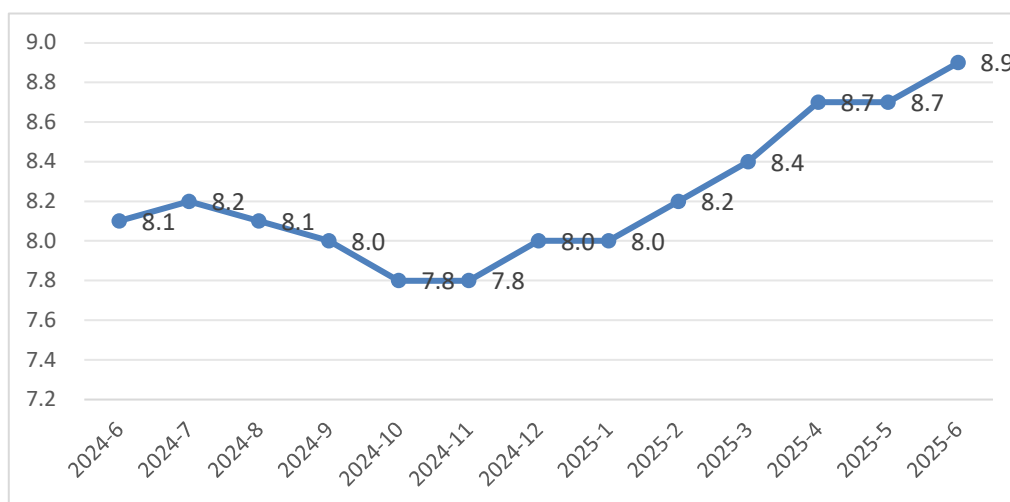


图 16 社会融资存量同比增速

上半年社会融资规模增量累计为 22.83 万亿元，同比多增 4.74 万亿元（2024 年同期：-3.45 万亿元）。其中，6 月新增社融 4.20 万亿元，同比多增 9008 亿元，较 5 月多增 1.91 万亿元，社融增量连续 2 个月上升。上半年社融呈现以下特点：

- **人民币贷款仍是主要支撑^①，但占比继续回落：**人民币贷款存量及增量占比继续双双回落，尤其增量占比下降加剧。但 6 月新增人民币贷款 2.36 万亿元，同比多增 1673 亿元，扭转了 4 月和 5 月同比少增的态势^②。
- **非金融企业股票融资占比相对稳定，发债量增加：**非金融企业境内股票融资存量占比略回落，增量占比保持稳定^③；企业债券融资存量及增量占比虽下降^④，但较一季度回升，二季度新增企业债券连续 3 个月同比多增^⑤。
- **政府发债占比继续上升^⑥，仍为社融最大支撑项：**政府债券存量及增量（尤其增量）占比显着上升，均较一季度提高 0.2 个百分点。6 月政府债券净融资额同比多增 5072 亿元，贡献当月社融增幅的 6 成左右。

① 上半年对实体经济发放的人民币贷款增加 12.74 万亿元，同比多增 2796 亿元。

② 4 月和 5 月人民币贷款分别同比少增 2465 亿元和 2274 亿元。

③ 上半年，非金融企业境内股票融资 1707 亿元，同比多 493 亿元。

④ 主因 3 月份企业债券同比少增 5142 亿元，对上半年企业债券融资形成明显拖累。

⑤ 其中 4、5、6 月份分别同比多增 633 亿元、1211 亿元和 322 亿元。

⑥ 上半年，政府债券净融资 7.66 万亿元，同比多 4.32 万亿元，贡献上半年社融全部增幅的九成左右。

➤ **表外融资呈现分化^①，存量占比全面回落：**信托贷款**增量**占比亦回落，但委托贷款及未贴现银行承兑汇票增量占比均有上升。需求偏弱下，6月表外融资延续收缩态势，同比**多减183亿元^②**，其中委托贷款为主要拖累项。

表 9 社会融资规模构成

社会融资规模		存量			增量		
		截止 2025 年 6 月底		截止 2024 年 6 月底	2025 年 1-6 月		2024 年 1-6 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	61.6	-1.2	62.8	55.8	-13.0	68.8
	外币贷款	0.3	-0.1	0.4	-0.3	-0.3	-0.04
表外融资	委托贷款	2.6	-0.2	2.8	-0.2	+0.3	-0.5
	信托贷款	1	-0.1	1.1	0.6	-1.1	1.7
	未贴现的银行承兑汇票	0.5	-0.1	0.6	0.2	+1.5	-1.3
直接融资	企业债券	7.7	-0.4	8.1	5.0	-2.8	7.8
	政府债券	20.6	+2.1	18.5	33.6	+15.1	18.5
	非金融企业境内股票	2.8	-0.1	2.9	0.7	0.0	0.7

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。

（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。

「兴业证券」指出，6 月社融增速进一步上行至 8.9%，且结构改善，政府债仍为社融主要支撑项，季末冲量下信贷投放亦实现同比多增，但后续金融数据的隐忧仍存。一方面信贷数据的改善更多可能是来自银行的季末冲量，实体融资需求的改善可能有限，6 月偏弱的经济数据也一定程度上印证了当前经济内生动能有待巩固，内需改善仍需等待，后续信贷的拖累可能仍将延续。另一方面，今年**预算**安排的政府债新增债务总规模约为 11.86 万亿元，**较 2024 年增加 2.9 万亿元**，但今年政府债发行节奏上整体前置，**1-6 月政府债券净融资累计同比多增已达 4.3 万亿元**，而 2024 年政府债发行节奏靠后，预计后续政府债券对社融的支撑空间可能有限，且信

^① 上半年，委托贷款减少 513 亿元，同比少减 404 亿元；信托贷款增加 1443 亿元，同比少增 1655 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 557 亿元，同比少减 1808 亿元。

^② 其中委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票分别同比多减 397、多增 68 和少减 146 亿元。

贷的改善或难持续，后续若无强有力的增量政策支持，预计社融增速进一步上行的空间预计有限，下半年可能存在冲高回落的压力。

7月末社会融资规模存量为431.26万亿元，同比增长9%(6月末：+8.9%)。1-7月社会融资规模增量累计为23.99万亿元，同比多增5.12万亿元(1-6月：多增4.74万亿元)。

2. 6月末人民币贷款余额增速仍处低位，住户贷款占比续回落

6月末，人民币贷款余额268.56万亿元，同比增长7.1%(2024年同期：+8.8%)，增速与上月持平，连续8个月位居8%以下。「财信研究」指出，在去年同期基数回落情况下人民币贷款增速仍未回升，表明本月信贷数据总体平稳主因低基数的支撑，私人部门需求仍待政策加力提振。

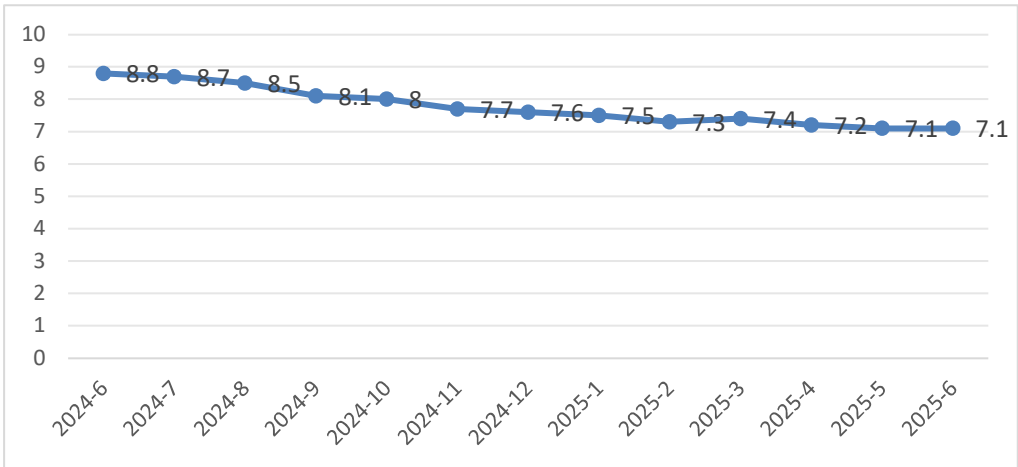


图17 人民币贷款余额同比增速(%)

上半年，人民币贷款增加12.92万亿元，同比少增0.35万亿元。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，中长期贷款亦略降；企（事）业单位贷款同比多增0.57万亿元，短期贷款是主要支撑，中长期贷款同比显着少增。企（事）业单位新增贷款占全部新增贷款比重达89.6%(2024年同期：+82.9%)，仍占主体地位，且较一季度提高1.1个百分点；住户新增贷款占全部新增贷款比重为9.1%(2024年同期：+11.0%)，是2007年以来最低水平，较一季度回落1.5个百分点，反映居民融资需求趋弱。

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1-6月	金额	12.92 (-0.35)	1.17 (-0.29)	0.0003 (-0.28)	1.17 (-0.01)	11.57 (+0.57)	4.3 (+1.19)	7.17 (-0.91)
	同比	-2.6%	-19.9%	-99.9%	-0.8%	+5.2%	+38.3%	-11.3%
其中：6月份	金额	2.24 (+0.11)	0.60 (+0.03)	0.26 (+0.02)	0.34 (+0.01)	1.76 (+0.14)	1.15 (+0.48)	1.01 (+0.04)
	同比	+5.3%	+4.9%	+6.1%	+4.0%	+8.6%	+70.4%	+4.1%

*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

6 月新增人民币贷款 2.24 万亿元，**同比多增 0.11 万亿元**，实体经济信贷需求边际略有修复，但低于近三年同期均值(超 4000 亿元)。从结构来看，住户、企(事)业单位贷款均同比多增，其中**企(事)业单位短期贷款是核心拉动项**，达到年内最高水平，主要来自季末冲量叠加抢出口拉动。企业新增中长期贷款 1.01 万亿元，同比多增 400 亿元，为 2 月以来首次同比多增。**居民短期贷款、中长期贷款同比均小幅多增**，或因「以旧换新」政策叠加当月“618”活动促进居民短期消费需求边际回暖。

展望后市，「东方金诚」预计，下半年人行会续降息，并带动 1 年期及 5 年期的 LPR 报价跟进下调。这将引导企业和居民贷款利率更大幅度下行，激发内生性融资需求，是下半年促消费扩投资、对冲外需放缓的一个重要发力点。「中信建投」则认为，5 月金融一揽子政策的及时出台表明政策端积极应对外部不确定性冲击的决心和态度明确，预计 **2025 年信贷增速仍将保持在 7%~8% 左右**。

7 月末，人民币贷款余额 264.79 万亿元，同比增长 6.8%(6 月末：+7.1%)；1-7 月人民币贷款增加 12.31 万亿元，同比**少增 0.07 亿元**(1-6 月：**少增 0.35 万亿元**)。

(二) 6 月 M2、M1 增速双双提升，M2-M1 剪刀差降至年内最低

6 月末，广义货币(M2)余额 330.29 万亿元，**同比增长 8.3%**(2024 年同期：+6.2%)，**增速创 2024 年 4 月以来新高**，较上月提高 0.4 个百分点，主要受去年低基数、政府债券靠前发行以及信贷平稳增长增加派生货币影响。

狭义货币(M1)余额 113.95 万亿元，**同比增长 4.6%**(2024 年同期：**-1.7%**)，增速连续 2 个月回升，且创年内新高，较上月提高 2.3 个百分点。「财信研究」指出，低基数、预期改善、财政支持偿还拖欠款共助 M1 超预期回升，但下半年关税冲击大小、地产恢复和政策接力情况仍是决定 M1 走势的关键力量。

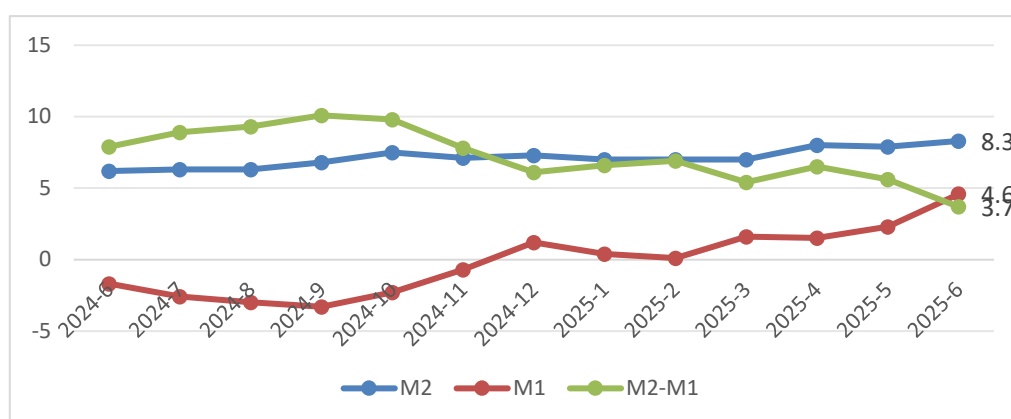


图 18 货币供给增速图

6 月末，M2 与 M1 增速负剪刀差**较上月收窄 1.9 个百分点至 3.7%**，连续 2 个月

回落，为年内最低水平，表明**资金活化程度明显提高**，宽货币向宽信用传导有所改善、有利于畅通经济循环。

但「国务院发展研究中心金融研究所宏观金融研究室」亦**预计下半年 M1 增速的持续回升性有待进一步观察**。虽然 2024 年的低基数效应会继续对 M1 形成强有力支撑，但下半年关税冲击力度、房地产恢复情况以及政策接续情况都是决定 M1 走势的关键变量。

7 月末，广义货币 (M2) 余额 329.94 万亿元，同比增长 8.8% (6 月末：+8.3%)。狭义货币 (M1) 余额 111.06 万亿元，同比增长 5.6% (6 月末：+4.6%)。M2 与 M1 增速负剪刀差为 3.2% (6 月末：+3.7%)。

(三) 外汇储备 “六连升” 至 3.3 万亿美元^①，料人民币没有明显升值预期

6 月末，我国**外汇储备规模为 33,174 亿美元**，年内首次迈上 3.3 万亿美元台阶，连续 19 个月位居 3.2 万亿美元以上，较 5 月末上升 322 亿美元，升幅为 0.98%，环比增速连续 6 个月为正。因美元指数下跌，全球金融资产价格总体上涨，汇率折算和资产价格变化等因素综合作用促使当月外汇储备规模上升。

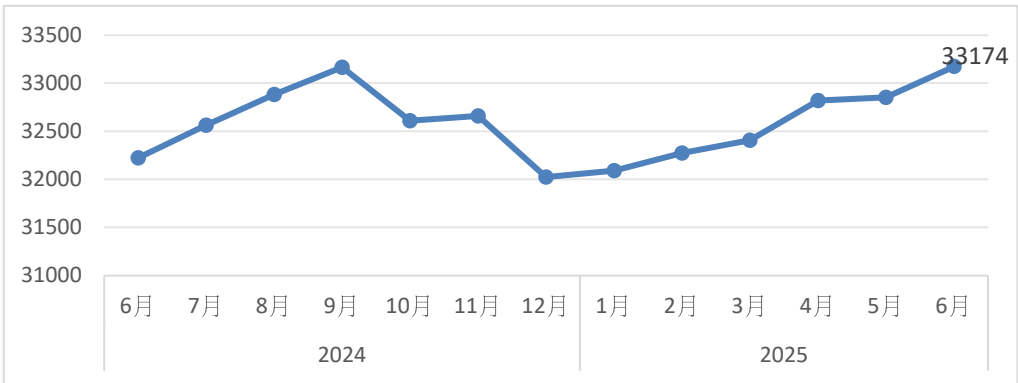


图 19 外汇储备规模变化图 (亿美元)

国家外汇管理局于 7 月 22 日表示：**今年上半年，人民币兑美元汇率升值 1.9%^②**，上半年人民币兑美元汇率在 7.15 至 7.35 之间双向浮动，既在合理均衡水平上保持了基本稳定，也发挥了调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。从远期、期权等外汇市场指标来看，**当前市场对人民币没有明显升值或者贬值的单边预期**。总体上看，没有追涨杀跌这些非理性交易行为。7 月 23 日，人民币兑一美元中间价报 7.1414，较上个交易日升 46 点子，两连升，创 2024 年 11 月 6 日以来逾八个半月新高。

展望下半年，「中国银行」7 月 1 日发布的《2025 年三季度经济金融展望报告》表示，美国激进政策扰动下，全球资金对美元资产作为安全资产的担忧升高，美债、美元等传统避险资产都一定程度遭到抛售，美元指数高位回落，将**缓**

^① 2024 年 9 月外汇储备达到 33164 亿美元。

^② 其中二季度累计升值幅度达到 1.2%。

解人民币贬值压力，人民币汇率有望基本稳定在合理均衡水平。「民生银行」指出，在经济基本面温和复苏的情况下，下半年美元兑人民币汇率大部分时间或**将保持在 7.1-7.3 区间内双向波动**，美元指数下行趋势已明显放缓，人民币汇率升破 7 的可能性较小，尽管中美贸易摩擦仍会给汇率带来阶段性扰动，但基本不可能突破 7.35 左右的政策底线。

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回落，但税收收入“三连增”，非税收入增速回落

上半年，全国一般公共预算收入 115,566 亿元，**同比下降 0.3%**（2024 年同期：**-2.8%**），继续低于“**+0.1%**”的预算目标，降幅与 1-5 月持平。其中，中央一般公共预算收入**同比下降 2.8%**（2024 年同期：**-7.2%**），降幅较 1-5 月收窄 0.2 个百分点；地方一般公共预算本级收入同比增长 1.6%（2024 年同期：**+0.9%**），增速较 1-5 月**回落 0.3 个百分点**。

其中，全国税收收入 92,915 亿元，**同比下降 1.2%**（2024 年同期：**-5.6%**），仍低于全年“**+3.7%**”的预算目标，降幅较 1-5 月收窄 0.4 个百分点，但从 4 月起月度税收收入连续 3 个月同比保持增长^①；非税收入 22,651 亿元，同比增长 3.7%（2024 年同期：**+11.7%**），高于全年“**-14.7%**”的预算目标，增速较 1-5 月**回落 2.5 个百分点**，其中 5、6 月份分别**下降 2.2%、3.7%**。

表 11 2025 年上半年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
-0.3%	-1.2%	-2.8%	+1.6%

6 月一般公共预算收入 18,943 亿元，**同比下降 0.3%**（2024 年同期：**-2.6%**），较 5 月（**+0.1%**）边际回落；其中，当月税收收入实现 13,759 亿元，同比增长 1.0%（2024 年同期：**-8.5%**），增速较 5 月加快 0.4 个百分点；非税收入 5184 亿元，**同比下降 3.7%**（2024 年同期：**+16.4%**），降幅较 5 月**扩大 1.5 个百分点**。

2. 社保就业、教育、科技、文化传媒、卫生健康、节能环保及债息支出增速较高

上半年，全国一般公共预算支出 141,271 亿元，**同比增长 3.4%**（2024 年同期：**+2%**），增速较全年目标（**+4.4%**）**低 1.0 个百分点**，较 1-5 月**回落 0.8 个百分点**。其中，中央一般公共预算支出同比增长 9%（2024 年同期：**+9.6%**），增速较 1-5 月**回落 0.4 个百分点**；地方一般公共预算支出**同比增长 2.6%**（**+0.9%**），增速较 1-5 月**回落 0.8 个百分点**。

6 月，一般公共预算支出**同比增长 0.4%**（2024 年同期：**-3.0%**），较 5 月（**+2.6%**）边际回落。其中，中央一般公共预算支出 7.4%（2024 年同期：**+7.4%**），增速较 5 月**回落 2.0 个百分点**，地方一般公共预算支出**同比下降 0.7%**（2024 年同期：**-4.4%**），增速较 5 月**回落 4.1 个百分点**。

从财政支出结构看，上半年，**社会保障和就业、教育、科学技术、文化旅游体**

^① 其中 4 月份增长 1.9%，5 月份增长 0.6%，6 月份增长 1%。

育与传媒、卫生健康、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 1-6 月主要支出增长情况统计表

支出项目	1-6 月份	
	金额（亿元）	增幅（%）
社会保障和就业	24,504	9.2
教育	21,483	5.9
科学技术	4,790	9.1
文化旅游体育与传媒	1,738	5
卫生健康	11,004	4.3
城乡社区	10,036	-4.2
交通运输	5,620	-3.1
农林水	10,626	-7.8
节能环保	2,556	5.9
债务付息	6,689	6.1

(二) 财税政策动态

1. 境外投资者以分配利润直接投资税收抵免政策

根据《财政部 税务总局 商务部关于境外投资者以分配利润直接投资税收抵免政策的公告》（财政部 税务总局 商务部公告 2025 年第 2 号）规定，境外投资者以中国境内居民企业分配的利润，在 2025 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日期间用于境内直接投资符合条件的，可按照投资额的 10%抵免境外投资者当年的应纳税额，当年不足抵免的准予向以后结转。中华人民共和国政府同外国政府订立的税收协定中关于股息、红利等权益性投资收益适用税率低于 10%的，按照协定税率执行。具体规定参见如下网址：

<https://fgk.chinatax.gov.cn/zcfgk/c102416/c5241515/content.html>

2. 超豪华小汽车消费税政策

根据《财政部 税务总局关于调整超豪华小汽车消费税政策的公告》（财政部 税务总局公告 2025 年第 3 号）规定，超豪华小汽车征收范围调整为“每辆零售价格 90 万元（不含增值税）及以上的各种动力类型（含纯电动、燃料电池等动力类型）的乘用车和中轻型商用客车”^①。其中，对纯电动、燃料电池等没有气缸容量（排气量）的超豪华小汽车仅在零售环节征收消费税。

^① 原征收范围为每辆零售价格 130 万元（不含增值税）及以上的乘用车和中轻型商用客车。

四、宏观经济政策

（一）宏观政策走向

7月16日召开的国务院常务会议指出：**做强国内大循环是推动经济行稳致远的战略之举。深入实施提振消费专项行动，优化消费品「以旧换新」政策，扩大新质生产力、新兴服务业等领域投资**，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。聚焦突出问题，提高政策精准度和可操作性，加强部门间协同配合，汇聚政策落实的合力，加快破解制约国内大循环的堵点卡点。

（二）货币政策走向

6月30日召开的货币政策委员会2025年第二季度例会提出：

- 实施好**适度宽松的货币政策**，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。
- 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。
- 加大货币政策调控强度，提高货币政策调控**前瞻性、针对性、有效性**，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。
- **保持流动性充裕**，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，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。**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，**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。
- 加力支持科技创新、提振消费，做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。
- 着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度，**持续巩固房地产市场稳定态势**，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

（三）财政政策走向

2025年上半年财政收支情况新闻发布会表示：

- 继续实施好更加积极的财政政策，加快预算执行进度，提高资金使用效益，推动经济持续回升向好。
- 继续加大投入力度，进一步**提高财政资金安排的“民生含量”**。
- 加快出台**提振消费增量政策举措**，引导地方提升消费环境，优化消费供给。
- 持续抓好包括置换政策在内的一系列**增量化债支持政策的落实落地**，充分释放增量化债支持政策效应。
- 按计划如期完成1.3万亿元超长期特别国债发行任务，切实保障“两重”、“两新”项目实施。

（四）中共中央政治局会议

2025 年 7 月中共中央政治局会议对经济形势分析与下半年部署：

- **总体基调：**坚持稳中求进工作总基调，保持经济运行在合理区间，加强政策协调性（财政、货币、就业、产业等政策整合发力）。
- **风险防控：**积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，推进地方融资平台出清；防范化解金融风险，平衡去杠杆力度与节奏。
- **财政政策发力方向：**扩大内需与结构调整并重，设立900 亿元育儿补贴补助资金（中央财政承担 90%）；加强政府投资基金监管，防止同质化竞争和对社会资本的挤出效应。
- **深化改革与开放：**推动共建“一带一路”纵深发展，落实放宽市场准入举措；深化供给侧结构性改革，重点补基础设施短板，降低企业成本。
- **民生保障：**突出稳就业，确保教育、社保等基本民生支出；强化乡村振兴与脱贫攻坚衔接。
- **资本市场与货币环境：**增强国内资本市场吸引力，巩固回稳向好势头；保持流动性合理充裕。

（完）