



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济月度数据分析报告

(2025年7月) (第79期)

期待政策持续发力的中国宏观经济

主办单位:

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位:

中国人民大学经济研究所

2025年7月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第80期）

期待政策持续发力的中国宏观经济

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济月度数据分析会（第80期）

期待政策持续发力的中国宏观经济

——2025年7月份中国宏观经济报告

报告人：范志勇

中国人民大学国家发展与战略研究院

2025年7月17日

报告框架

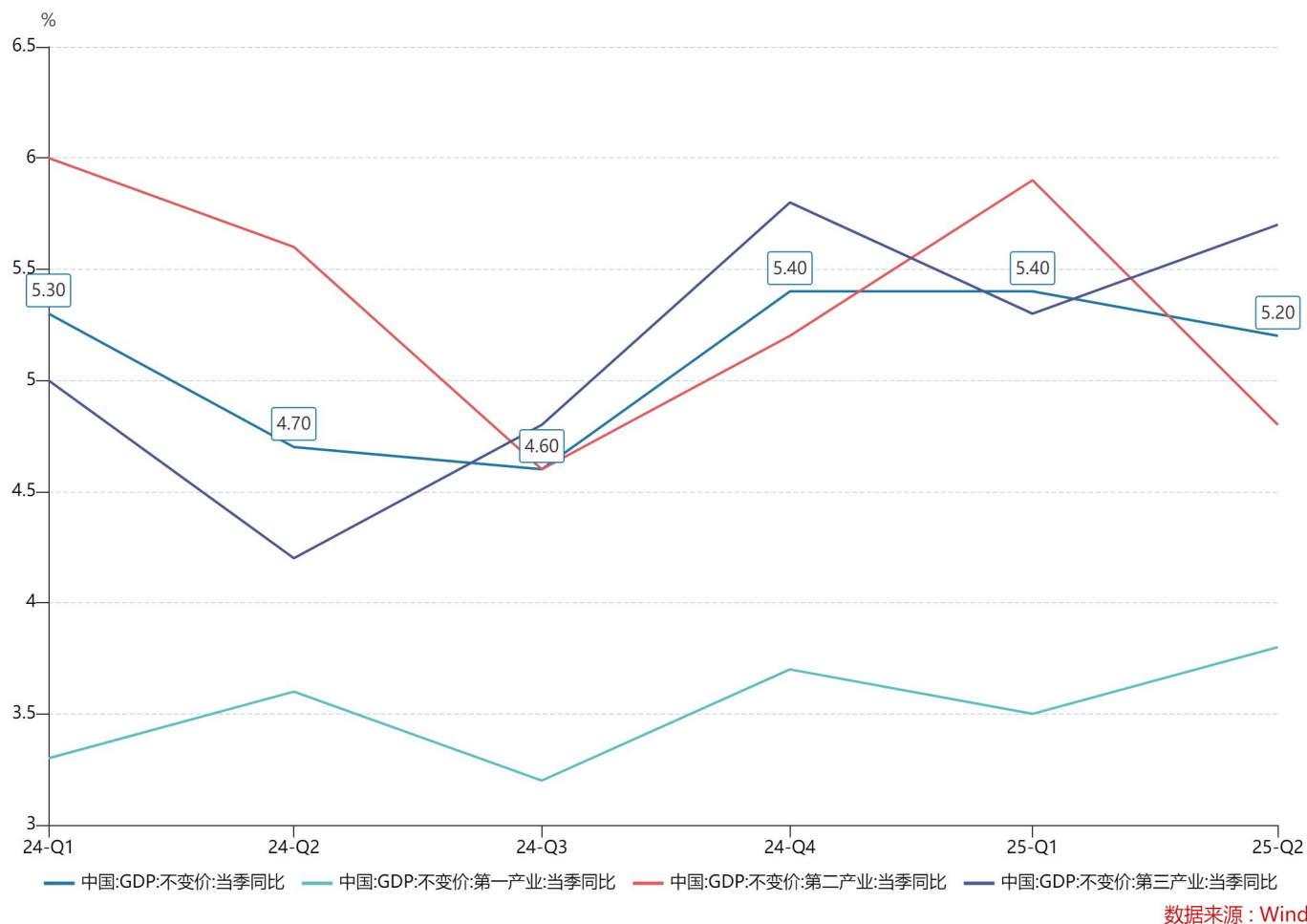
- 第一部分 2025年2季度经济运行概况
- 第二部分 潜在风险依然突出，微观绩效仍需改善
- 第三部分 下半年新挑战和宏观政策新倾向

第一部分 2025年2季度经济运行概况

——上半年国民经济迎难而上、稳中向好

- 2025年上半年，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，有效实施更加积极有为的宏观政策，国民经济顶住压力、迎难而上，经济运行总体平稳、稳中向好，生产需求稳定增长，就业形势总体稳定，居民收入继续增加，新动能成长壮大，高质量发展取得新进展，社会大局保持稳定。
- 初步核算，上半年国内生产总值660536亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%。分产业看，第一产业增加值31172亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值239050亿元，增长5.3%；第三产业增加值390314亿元，增长5.5%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.4%，二季度增长5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长1.1%。

1. GDP增长率开始企稳，传递积极向好信号



- 2025年上半年国内生产总值按不变价格计算，同比增长5.3%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.4%，二季度增长5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长1.1%。

2. 工业生产较快增长，装备制造业和高技术制造业增势良好

- 上半年，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%。
 - 分三大门类看，采矿业增加值同比增长6.0%，制造业增长7.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.9%。
 - 装备制造业增加值同比增长10.2%，高技术制造业增加值增长9.5%，增速分别快于全部规模以上工业3.8和3.1个百分点。
- 分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长4.2%；股份制企业增长6.9%，外商及港澳台投资企业增长4.3%；私营企业增长6.7%。

规模以上工业增加值同比增长速度



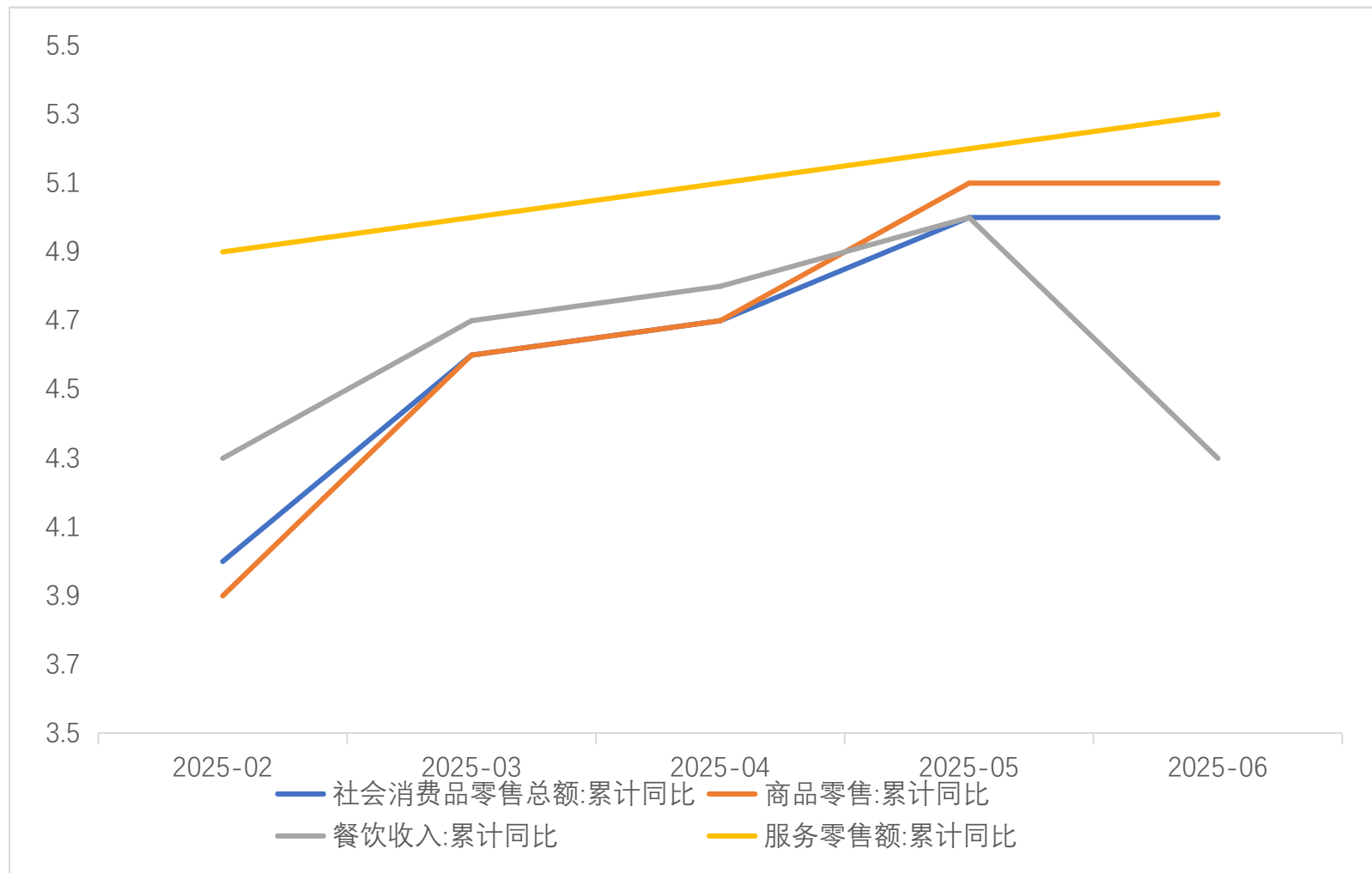
- 6月份，规模以上工业增加值同比增长6.8%，环比增长0.50%。
- 分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长5.7%；股份制企业增长7.1%，外商及港澳台投资企业增长5.5%；私营企业增长6.2%。
- 规模以上工业企业产品销售率为94.3%，同比下降0.3个百分点；规模以上工业企业实现出口交货值13676亿元，同比名义增长4.0%。

3. 上半年，服务业增加值同比增长5.5%，比一季度加快0.2个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业增加值分别增长11.1%、9.6%。

■ 6月份，全国服务业生产指数同比增长6.0%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数分别增长11.6%、8.4%、7.3%、6.9%。

■ 1-5月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长8.1%。6月份，服务业商务活动指数为50.1%，服务业业务活动预期指数为56.0%。其中，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间。

4. 市场销售增速回升，消费升级类商品销售形势较好



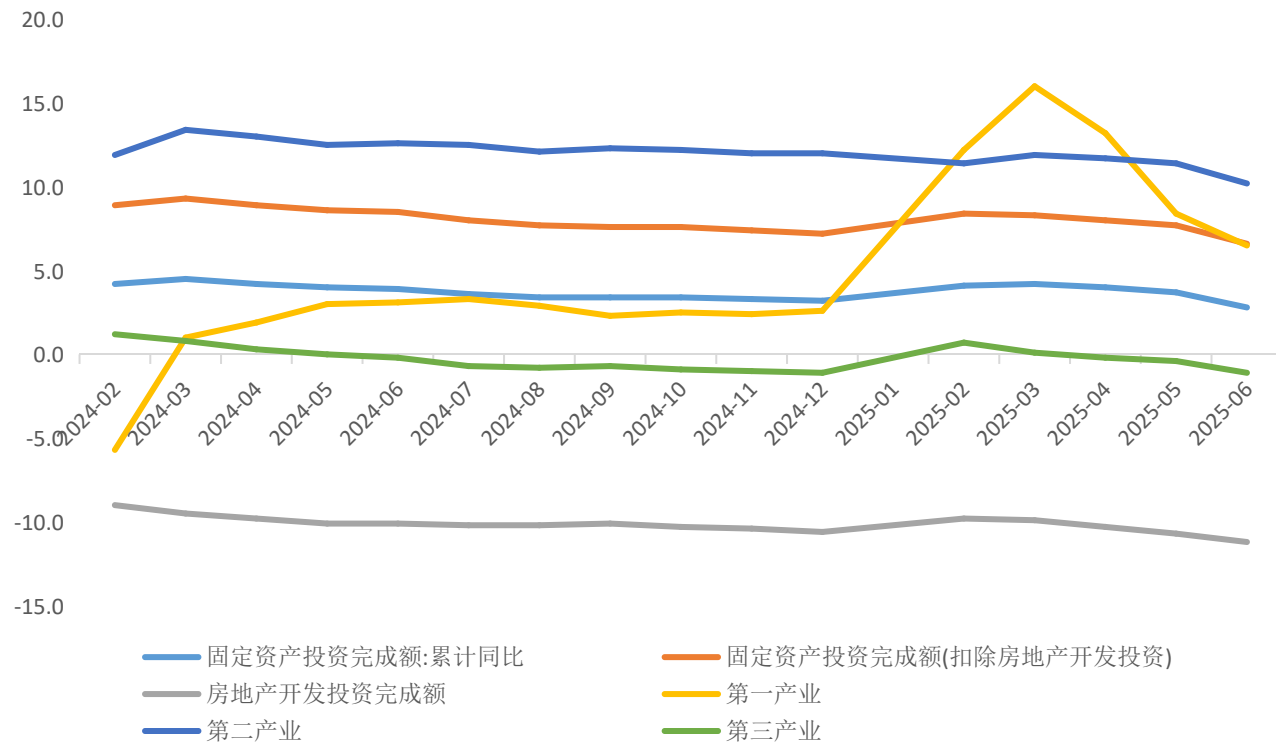
- 上半年，社会消费品零售总额同比增长5.0%，比一季度加快0.4个百分点。
- 按消费类型分，商品零售额增长5.1%；餐饮收入增长4.3%。
- 消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类、家具类商品零售额分别增长30.7%、25.4%、24.1%、22.9%。
- 6月份，社会消费品零售总额同比增长4.8%，环比下降0.16%。
- 上半年，服务零售额同比增长5.3%，比一季度加快0.3个百分点。

5. 固定资产投资继续扩大，存在较为明显的增速下滑现象



- 上半年，全国固定资产投资（不含农户）同比增长2.8%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长6.6%。
- 分领域看，基础设施投资同比增长4.6%，制造业投资增长7.5%，房地产开发投资下降11.2%。
- 分产业看，第一产业投资同比增长6.5%，第二产业投资增长10.2%，第三产业投资下降1.1%。
- 民间投资同比下降0.6%，扣除房地产开发投资，其他民间投资增长5.1%。
- 高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长37.4%、26.3%、21.5%。
- 6月份，固定资产投资（不含农户）环比下降0.12%。

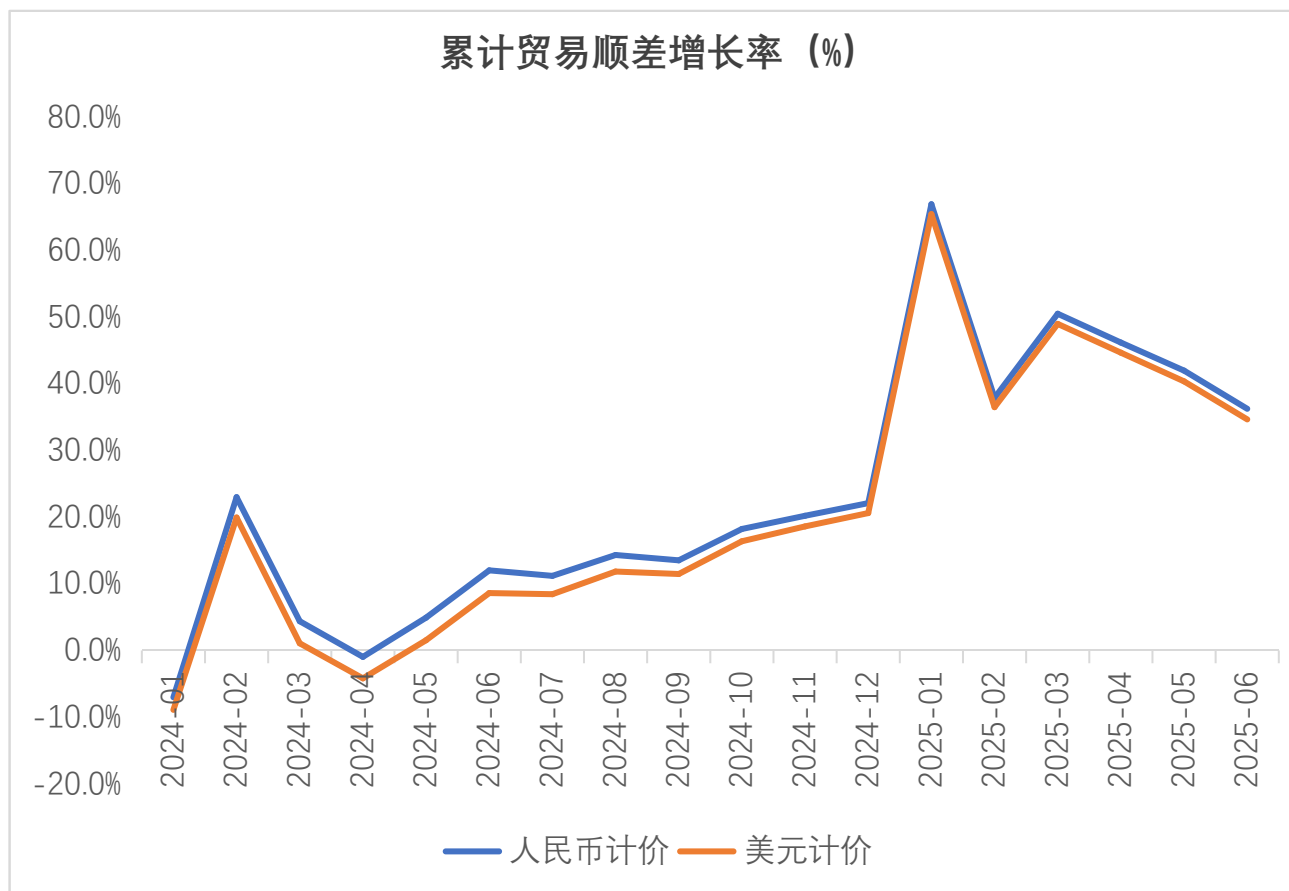
固定资产投资完成额:累计同比



2月份以来:

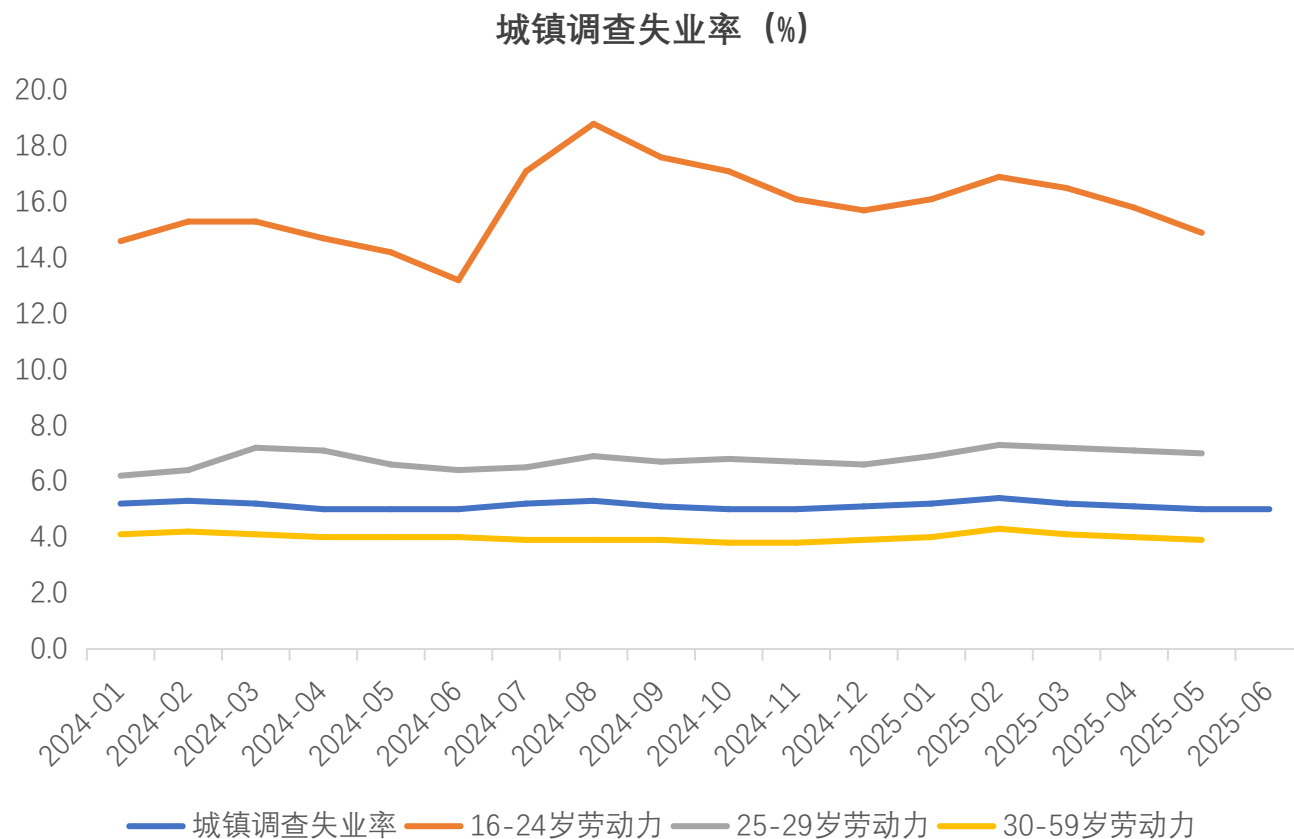
- 固定资产投资完成额(扣除房地产开发投资): 8.4%→6.6%;
- 房地产开发投资完成额: -9.8%→-11.2%;
- 第一产业: 12.2%→6.5%;
- 第二产业: 11.14%→10.2%;
- 第三产业: 0.7%→-1.12%;

6. 对外贸易保持韧性，出口结构优化升级



- 上半年，货物进出口总额217876亿元，同比增长2.9%。其中，出口增长7.2%；进口下降2.7%。民营企业进出口增长7.3%，占进出口总额的比重为57.3%，比上年同期提高2.3个百分点。对共建“一带一路”国家进出口增长4.7%。机电产品出口增长9.5%，占出口总额的比重为60.0%。
- 6月份，进出口总额38527亿元同比增长5.2%。其中，出口增长7.2%；进口增长2.3%。

7. 就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降

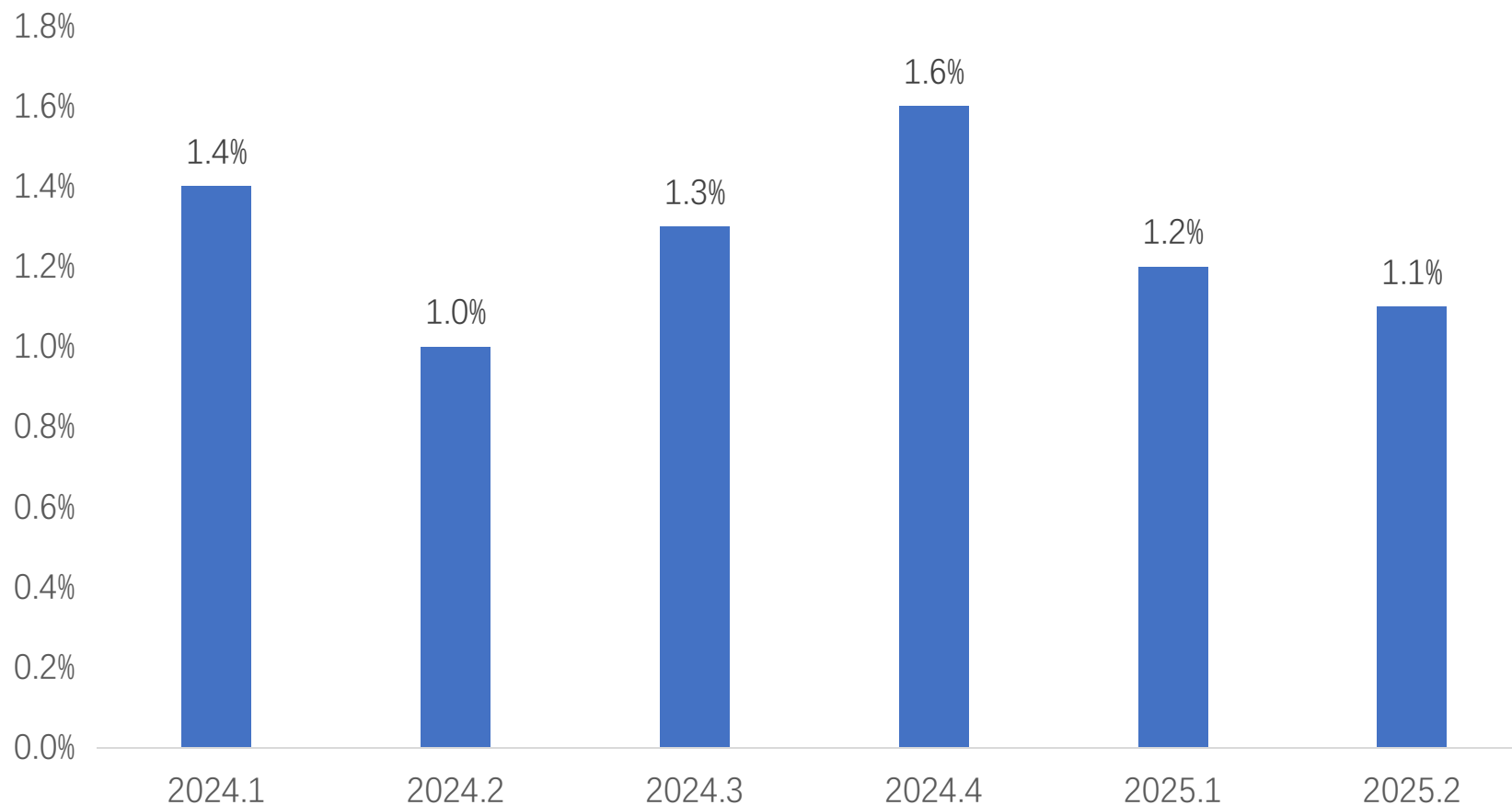


- 上半年，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比一季度下降0.1个百分点。
- 6月份，全国城镇调查失业率为5.0%。本地户籍劳动力调查失业率为5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.8%。

第二部分 潜在风险依然突出，微观绩效仍需改善

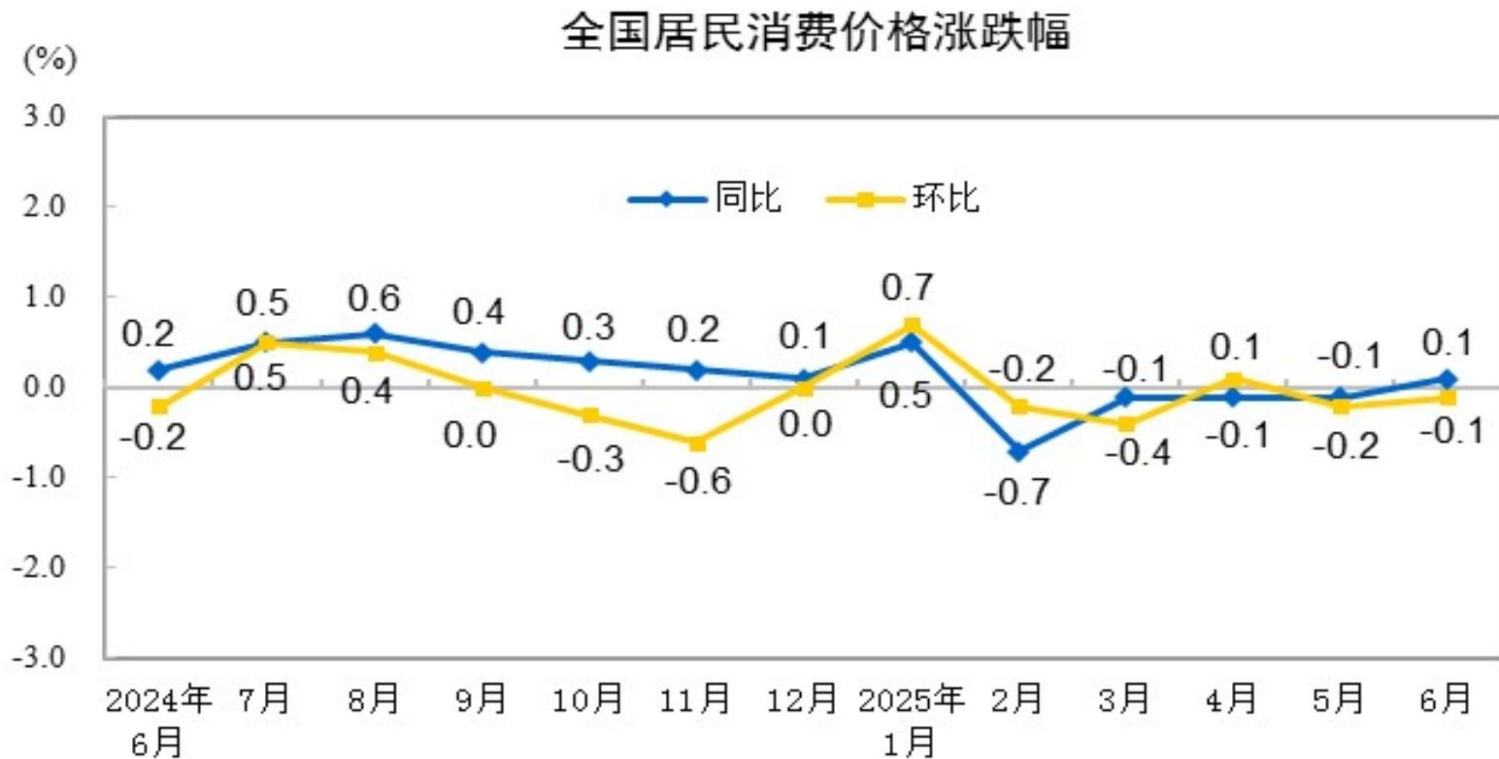
GDP 环比增长率下滑

各季度GDP环比增长率



2024年各季度及2025年一季度、二季度GDP环比增速分别为1.4%、1.0%、1.3%、1.6%、1.2%和1.1%

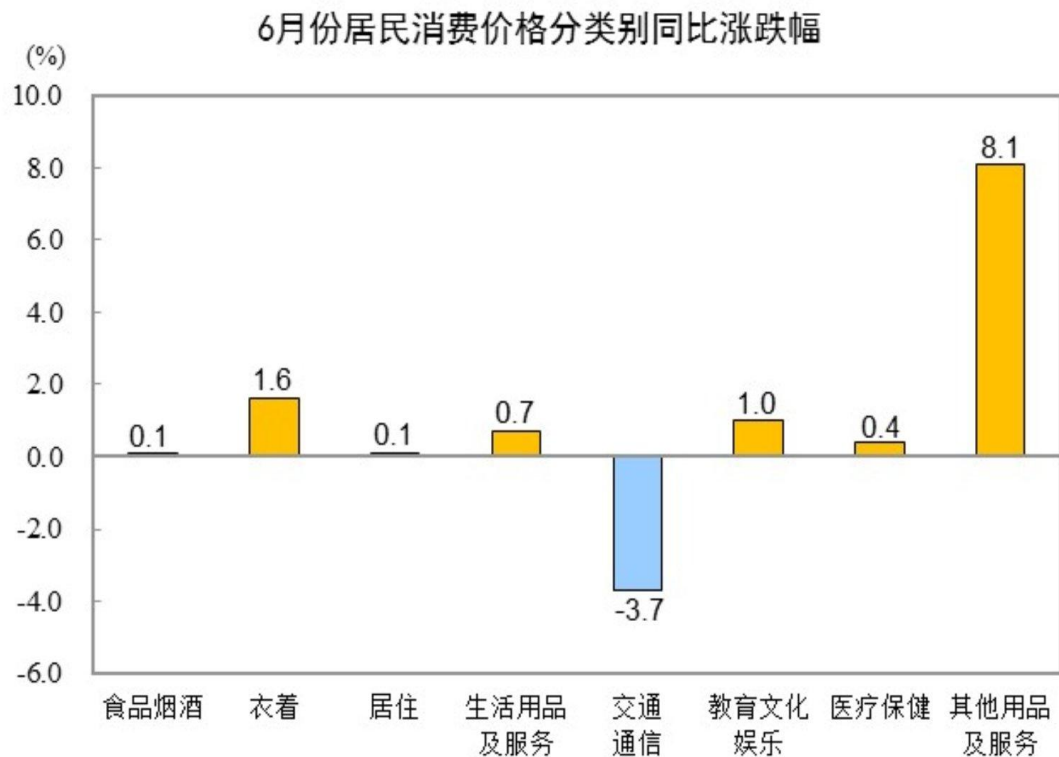
上半年CPI同比下降0.1%，消费需求波澜不惊



2025年6月份，全国居民消费价格同比上涨0.1%。其中，食品价格下降0.3%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.2%，服务价格上涨0.5%。**上半年，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。**

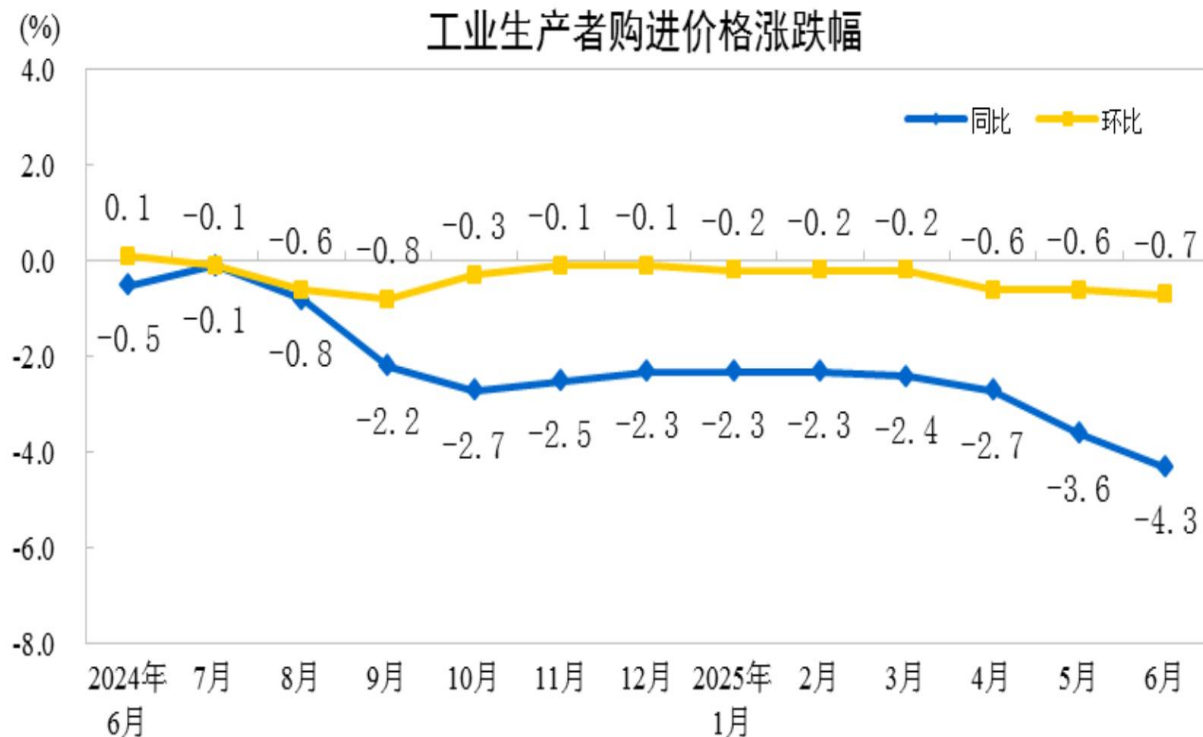
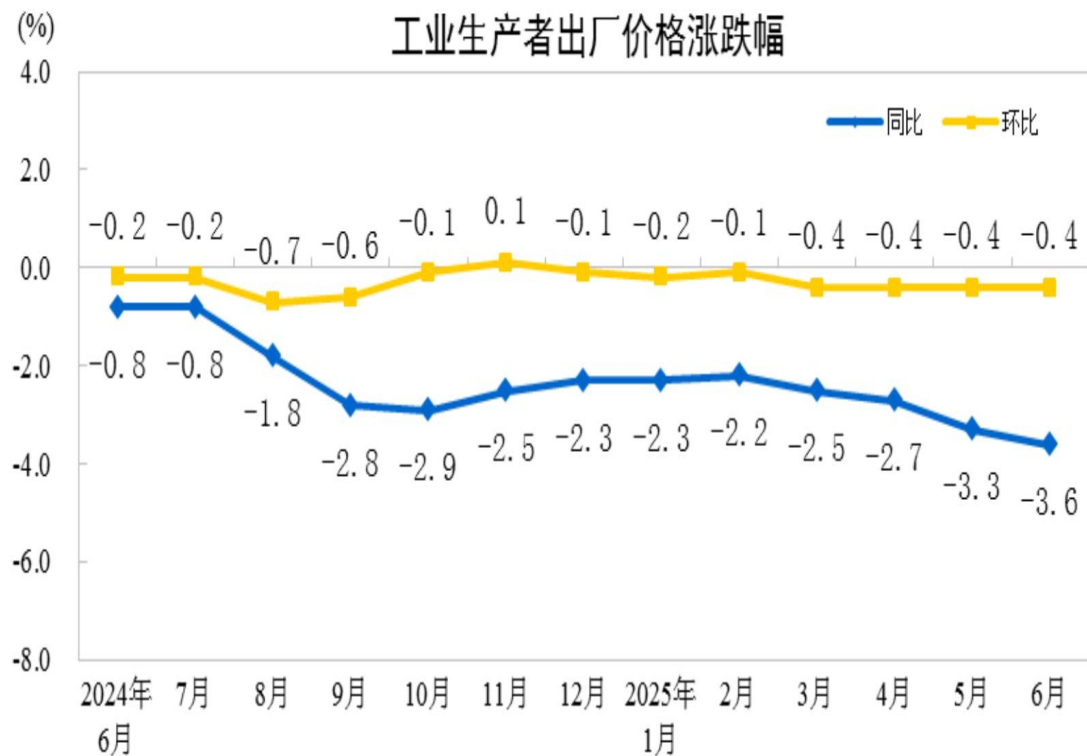
6月份，全国居民消费价格环比下降0.1%。其中，食品价格下降0.4%，非食品价格持平；消费品价格下降0.1%，服务价格持平。

交通通讯成为拉动消费价格同比下降的主要因素

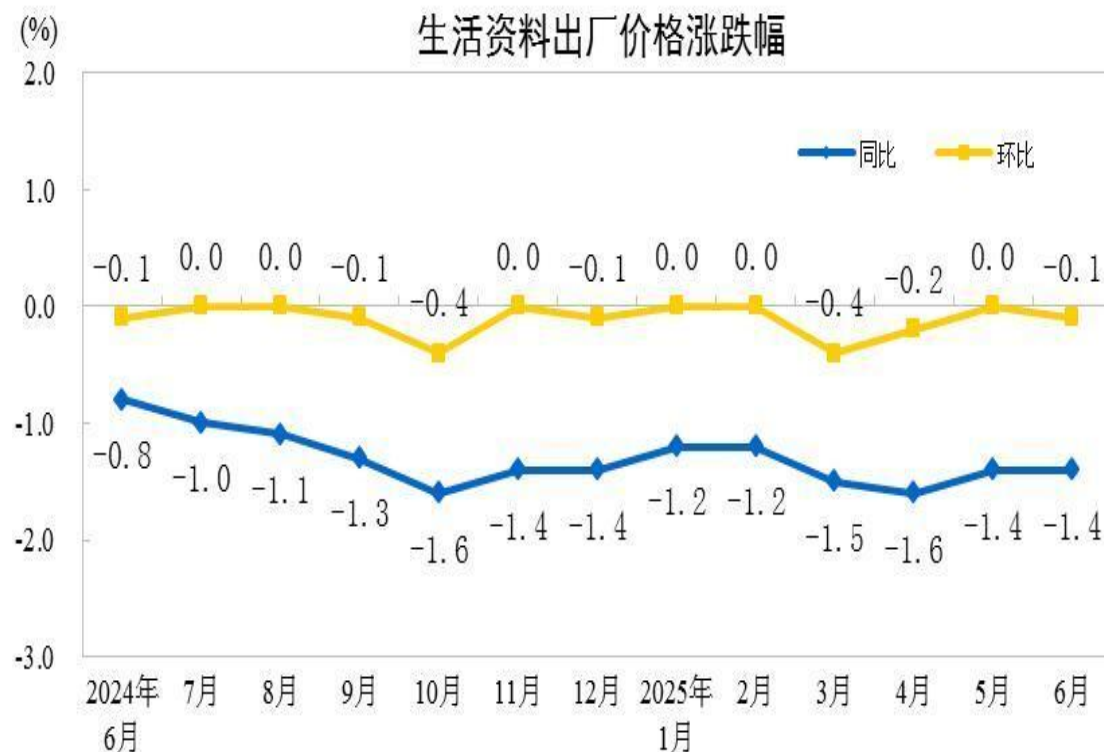
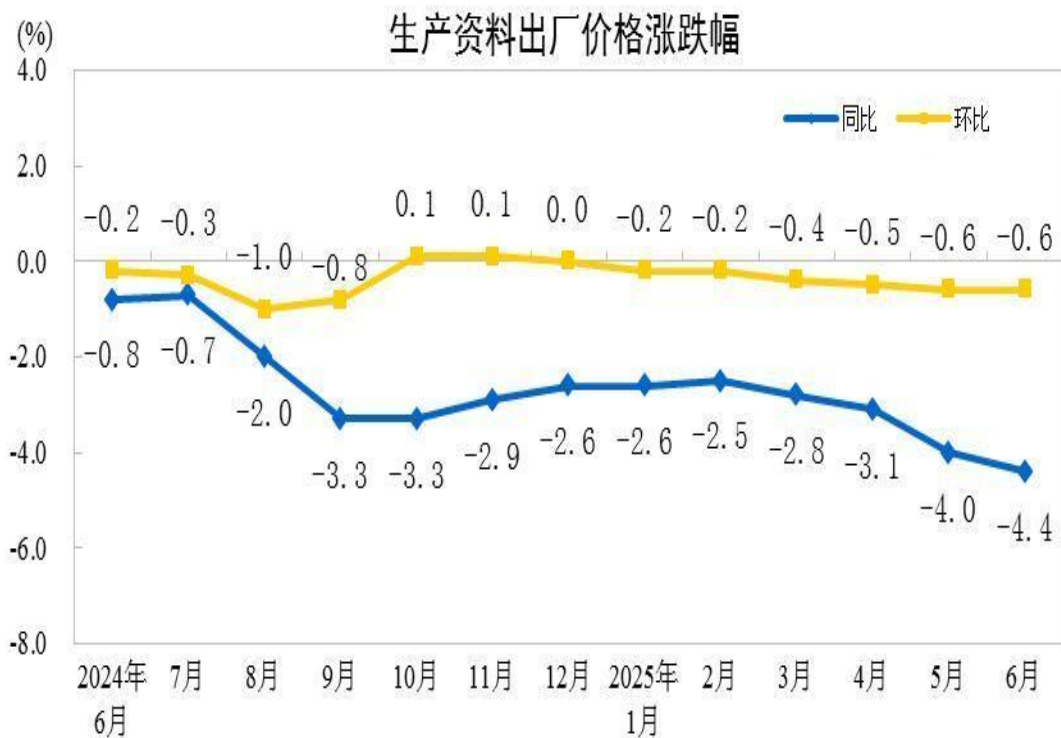


- 6月份，食品烟酒类价格同比上涨0.1%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约0.03个百分点。食品中，猪肉价格下降8.5%；粮食价格下降1.2%；
- 其他七大类价格同比六涨一降。其他用品及服务、衣着、教育文化娱乐价格分别上涨8.1%、1.6%和1.0%，生活用品及服务、医疗保健、居住价格分别上涨0.7%、0.4%和0.1%；交通通信价格下降3.7%。

上半年PPI同比下降3.6%，映射投资需求不足



- 2025年6月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.6%，环比下降0.4%；
- 工业生产者购进价格同比下降4.3%，环比下降0.7%。
- 上半年，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.8%，工业生产者购进价格下降2.9%。

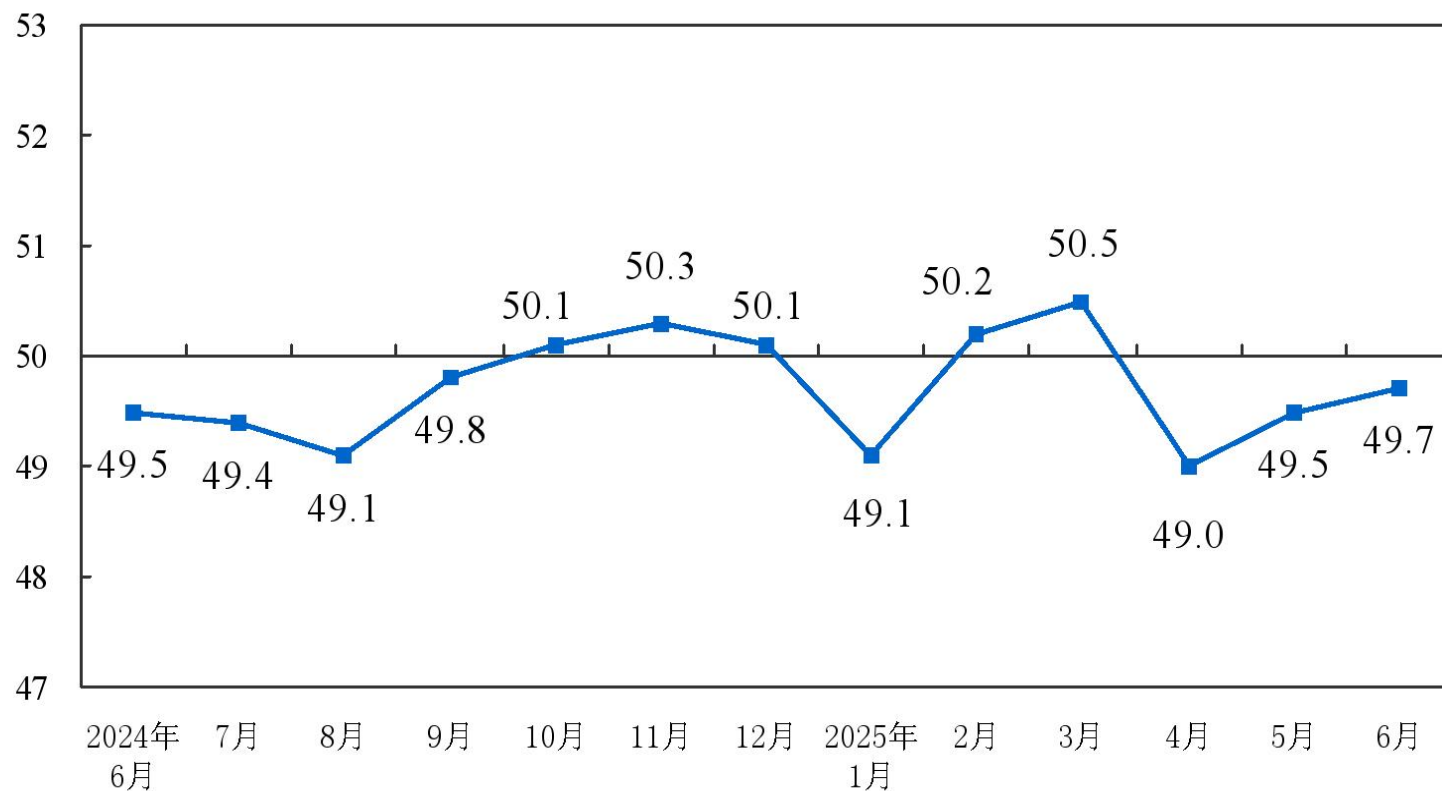


- 6月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降4.4%。其中，采掘工业价格下降13.2%，原材料工业价格下降5.5%，加工工业价格下降3.2%。
- 生活资料价格下降1.4%，其中，食品价格下降2.0%，衣着价格上涨0.1%，一般日用品价格上涨0.8%，耐用消费品价格下降2.7%。

制造业景气低于荣枯线，边际持续改善

图1 制造业PMI指数（经季节调整）

(%) 50%=与上月比较无变化

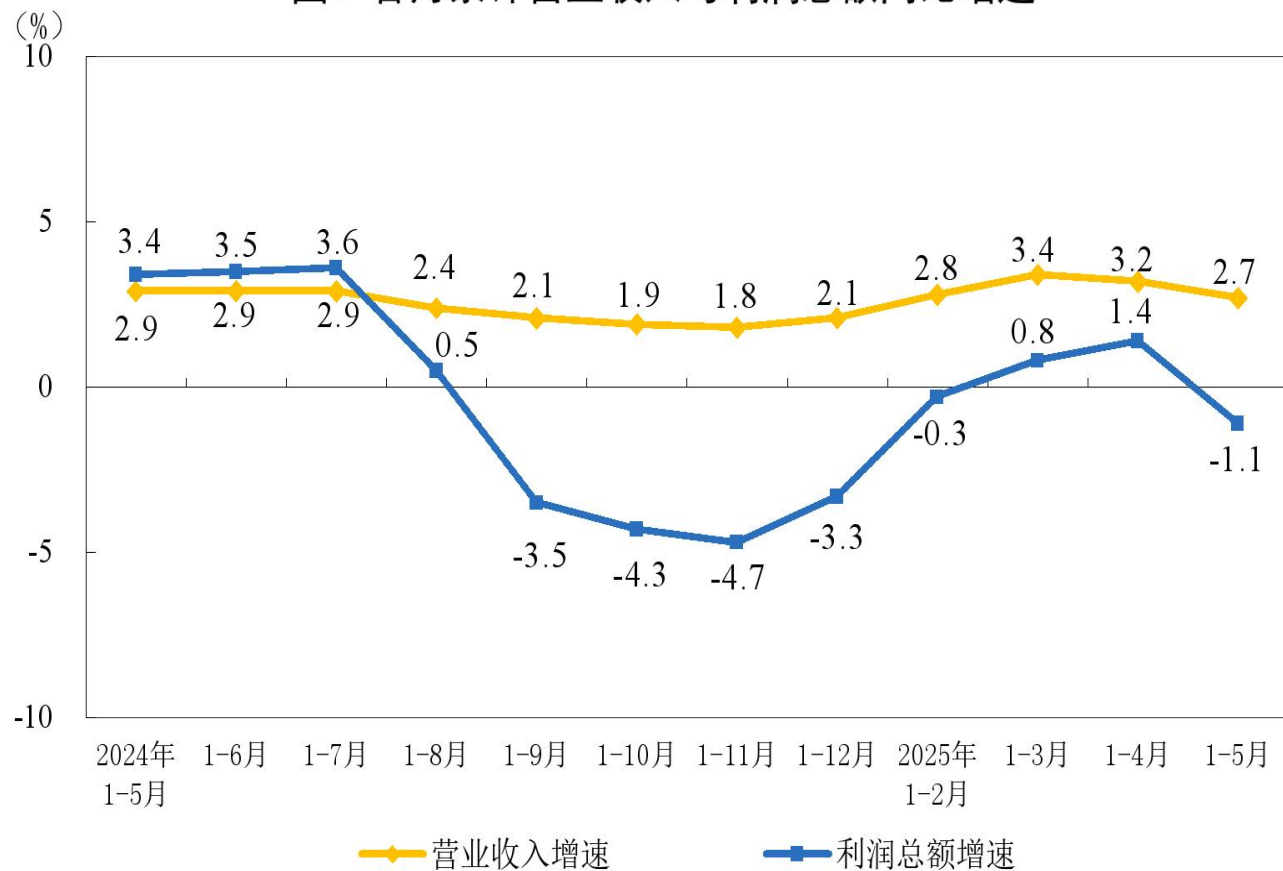


6月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.7%，比上月上升0.2个百分点，制造业景气水平继续改善。

- 从企业规模看，大型企业PMI为51.2%，比上月上升0.5个百分点，高于临界点；中型企业PMI为48.6%，比上月上升1.1个百分点，低于临界点；小型企业PMI为47.3%，比上月下降2.0个百分点，低于临界点。
- 从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。
 - 生产指数为51.0%，比上月上升0.3个百分点↑，表明制造业企业生产活动加快。
 - 新订单指数为50.2%，比上月上升0.4个百分点↑，表明制造业市场需求有所改善。
 - 原材料库存指数为48.0%，比上月上升0.6个百分点↑，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅继续收窄。
 - 从业人员指数为47.9%，比上月下降0.2个百分点↓，表明制造业企业用工景气度小幅回落。（就业改善效应还需改善）
 - 供应商配送时间指数为50.2%，比上月上升0.2个百分点↑，表明制造业原材料供应商交货时间较上月加快。

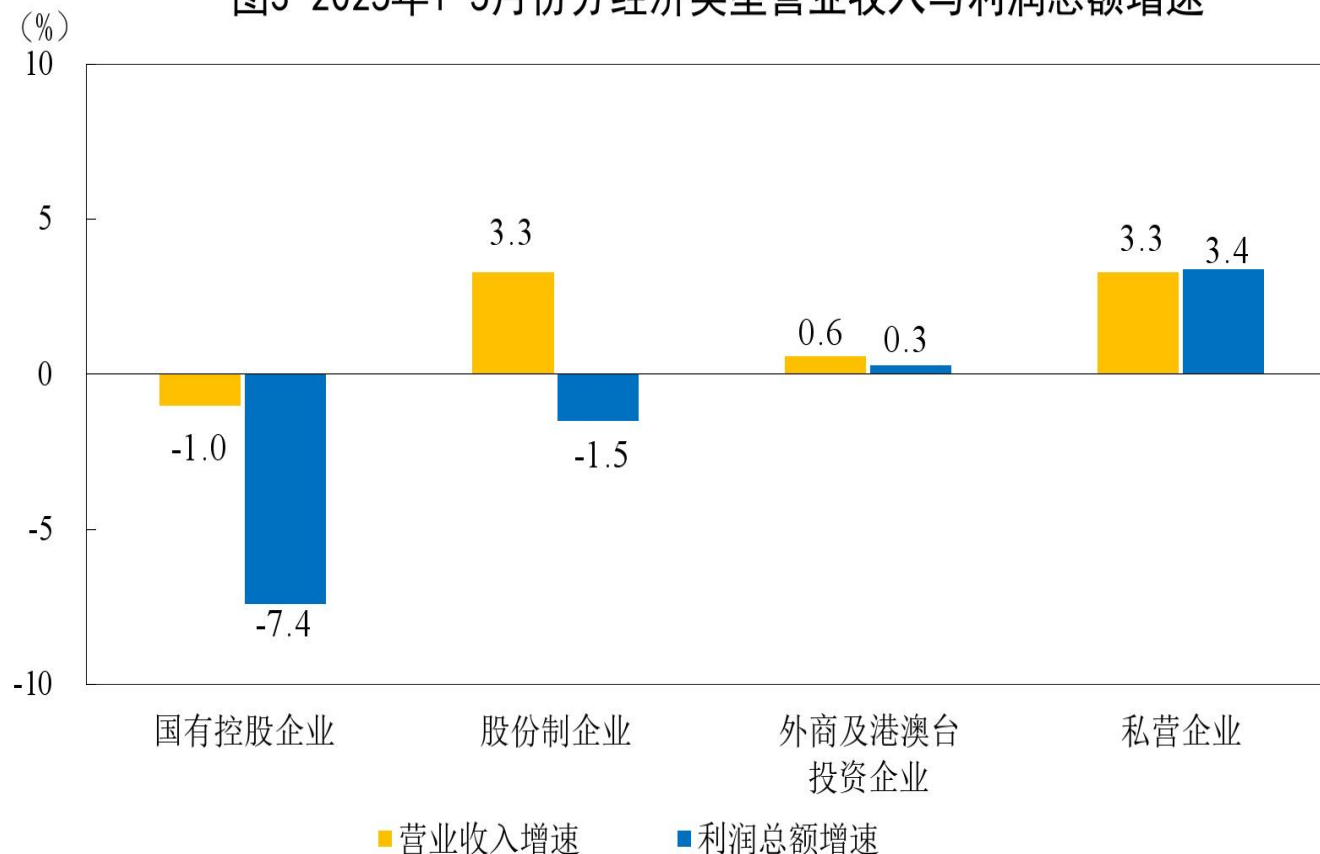
规模以上工业企业利润同比下降，微观主体冷热不均

图1 各月累计营业收入与利润总额同比增速



■ 1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降1.1%。

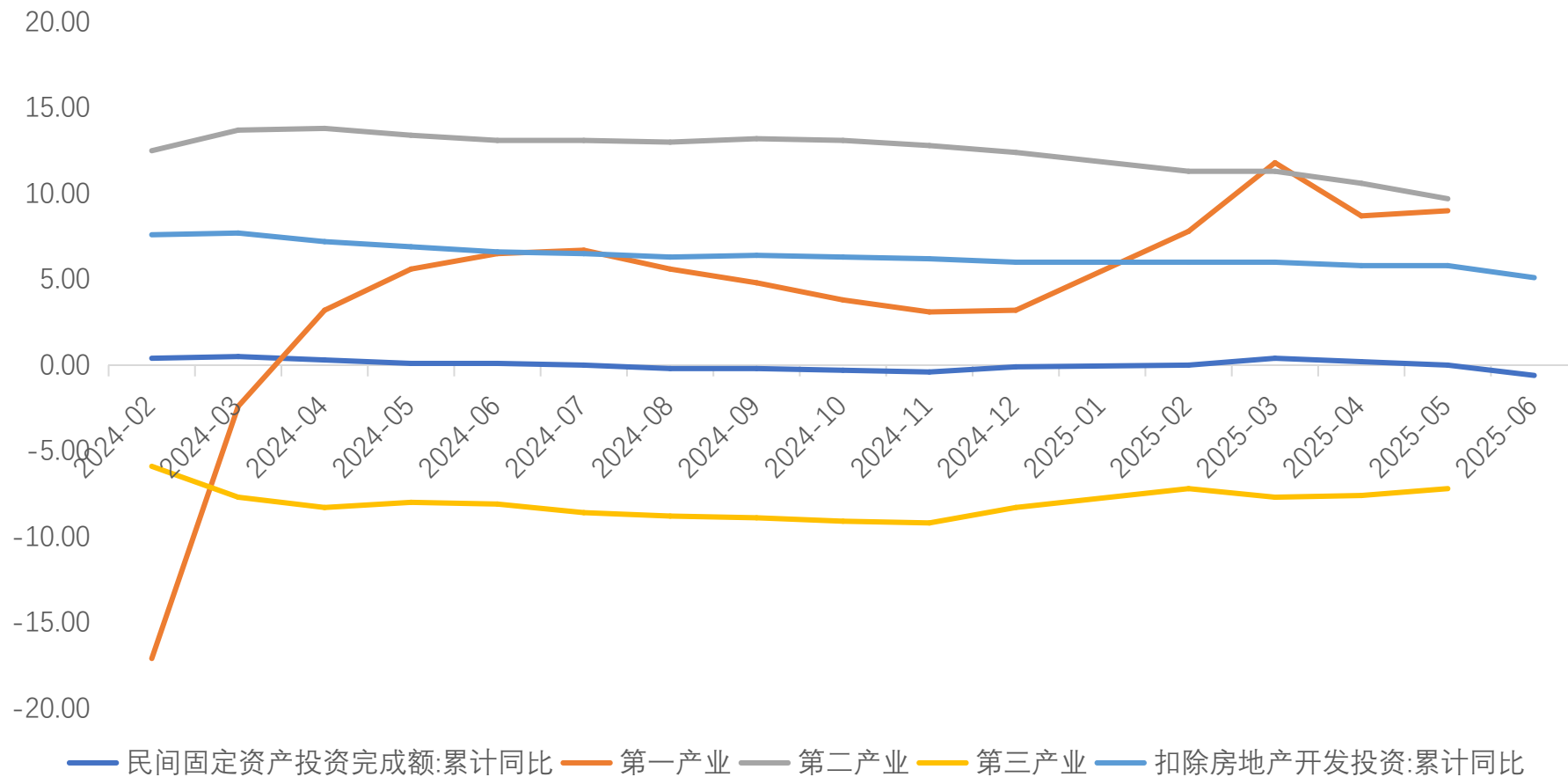
图3 2025年1-5月份分经济类型营业收入与利润总额增速



- 其中国有控股企业实现利润总额8709.5亿元，同比下降7.4%；
- 股份制企业实现利润总额20170.7亿元，下降1.5%；
- 外商及港澳台投资企业实现利润总额6856.8亿元，增长0.3%；
- 私营企业实现利润总额7592.5亿元，增长3.4%。

民间投资仍处于负增长区间

民间投资



受房地产行业拖累，2025年上半年民间投资累计同比增长-0.6%。

第三部分 下半年新挑战和宏观政策新倾向

2025年下半年面临的新挑战

挑战一：补贴政策效果边际递减；

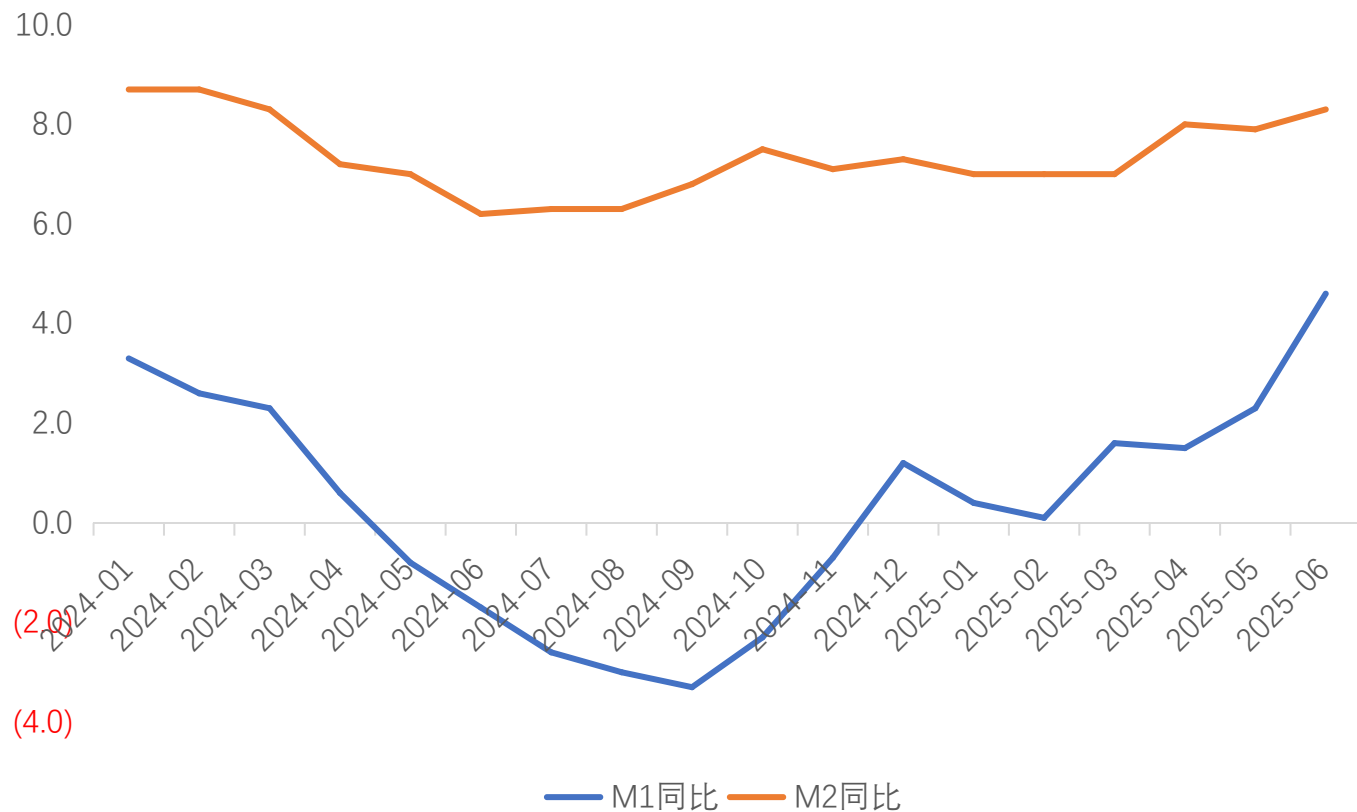
挑战二：出口所受影响会逐步显现；

挑战三：下半年“稳就业”压力凸显；

挑战四：投资需求进一步下滑；

货币同比增速上升，M2和M1剪刀差缩小

货币同比增速上升，M2和M1剪刀差缩小

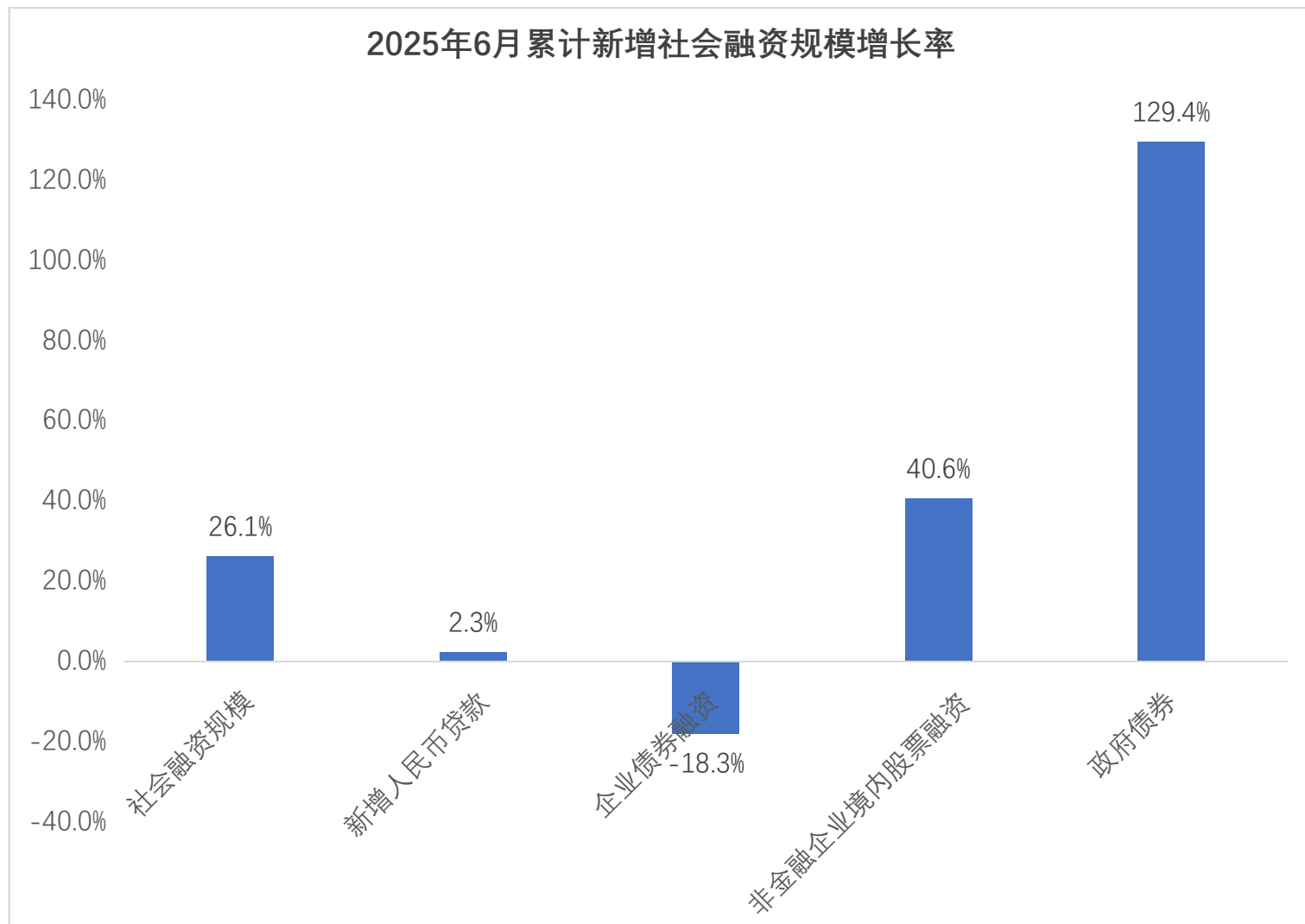


6月末，广义货币(M2)余额330.29万亿元，同比增长8.3%。狭义货币(M1)余额113.95万亿元，同比增长4.6%。货币同比增速上升，M2和M1剪刀差缩小。

■ 2025年6月末社会融资规模存量为430.22万亿元，同比增长8.9%。

■ 人民币贷款同比增长7%；外币贷款同比下降26.6%；委托贷款同比持平；信托贷款同比增长5.5%；未贴现的银行承兑汇票同比下降7.4%；企业债券余额同比增长3.5%；政府债券余额同比增长21.3%；非金融企业境内股票同比增长2.9%。

■ 从结构看，6月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.6%，同比低1.2个百分点；企业债券余额占比7.7%，同比低0.4个百分点；政府债券余额占比20.6%，同比高2.1个百分点；非金融企业境内股票余额占比2.8%，同比低0.1个百分点。



从增量连看，截至6月份社会融资规模累计增长26.1%；其中政府债券和非金融企业果盘融资增长较为迅速。

财政政策加快发力

- 2025年合计新增政府债务规模11.86万亿（5.66（新增预算赤字）+1.3+0.5+4.4（各类特别国债等）=11.86），比上年增加2.9万亿元，而不是一般预算的债务增加5.66万亿。
- 广义财政赤字率（特别国债没有纳入赤字率）从2024年的6.6%左右（ $(11.86-2.9)/134.9=6.6\%$ ）提升到2025年，预计的是在8.4%（ $11.86/141.5=8.4\%$ ）这样的水平。新增部分约占2025年全面名义GDP的2.2左右。
- 2025年4月政治局会议提出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，2025年第二季度政府债发行节奏将较2024年同期明显提速，新增地方债发行节奏有所加快。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



聚焦政策持续发力的中国宏观经济，CMF月度报告发布

7月17日，CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年7月）（总第79期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“政策持续发力的中国宏观经济”，来自学界、企业界的知名经济学家及行业专家**刘元春、杨瑞龙、伍戈、丁爽、明明、范志勇、袁海霞**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院副书记、教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**范志勇**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济月度数据分析报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、2025年2季度经济运行概况

二、潜在风险依然突出，微观绩效仍需改善

三、下半年新挑战和宏观政策新倾向

一、2025年2季度经济运行概况——上半年国民经济迎难而上、稳中向好

近期，整个社会高度关注我国2025年上半年宏观经济的运行情况，主要有以下两方面原因。第一，自今年上半年以来，我们所面临的外部环境充满高度不确定性，尤其是中美之间爆发了贸易摩擦，美国对中国征收的关税一度高达145%。特朗普近期陆续宣布实施对等关税政策，并计划于8月1日起正式施行。截止目前，下半年中美之间最新的关税安排情况仍不明朗。因此，在这一高度不确定的背景下，社会各界对中国宏观经济的运行状况格外关注。第二，2024年一季度中国经济也实现了良好的开局，GDP增长率达到了5.3%。然而进入第二季度后，GDP增长率下降至4.7%。因此，公众普遍关心今年的宏观经济走势是否会不同于去年的“前高后低、年底发力”模式，而是能够实现一个持续且稳定的增长态势。

数据显示，2025年1-6月国内生产总值660536亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%。

具体来看，2025年上半年我国宏观经济运行情况具有七大特征。

第一，GDP增长率企稳，传递积极向好信号。分产业看，第一产业增加值31172亿元，同比增长3.7%；第二产业增加值239050亿元，增长5.3%；第三产业增加值390314亿元，增长5.5%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.4%，二季度增长5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长1.1%。这一增长水平为全年实现5%的增长目标，以及下半年宏观经济政策的调整创造了非常有利的空间。

整体来看，今年前两个季度中国GDP保持了相对平稳的增长态势。众所周知，中国的经济增长在很大程度上依赖于第二产业，尤其是工业的带动。相较于传统服务业，工业的增速通常较高。2024年二季度GDP增速出现明显下滑的一个重要原因就是第二产业的增速下降。从今年的情况来看，二季度GDP中的第二产业增速保持相对稳定，并优于去年同期水平。但同时也应注意到，二季度第二产业增速相比一季度仍出现了小幅下滑。与此同时，今年二季度第三产业的GDP增速呈现上行趋势。第二产业的略微下降与第三产业上行之间形成了一个缺口。这个缺口提示我们，中国宏观经济表现整体向好，但下半年仍需在政策层面进行一定调整。

第二，工业生产较快增长，装备制造业和高技术制造业增势良好。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长6.0%，制造业增长7.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.9%。工业整体保持较高增速的同时，与新质生产力和高科技密切相关的行业表现良好。装备制造业增加值同比增长10.2%，高技术制造业增加值增长9.5%，增速分别快于全部规模以上工业3.8和3.1个百分点。中国GDP保持整体健康增长的基础上，结构也在持续改善，这表明我国在国际竞争环境中正处于越来越有利的地位。

分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长4.2%；股份制企业增长6.9%，外商及港澳台投资企业增长4.3%；私营企业增长6.7%。民营经济的增速高于国有经济，呈现出良好的恢复态势。

6月份，规模以上工业增加值同比增长6.8%，环比增长0.50%。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长5.7%；股份制企业增长7.1%，外商及港澳台投资企业增长5.5%；私营企业增长6.2%。规模以上工业企业产品销售率为94.3%，同比下降0.3个百分点；规模以上工业企业实现出口交货值13676亿元，同比名义增长4.0%，6月的国际贸易表现相对亮眼。

第三，服务业增长加快，现代服务业发展良好。上半年，服务业增加值同比增长5.5%，比一季度加快0.2个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业增加值分别增长11.1%、

9.6%。6月份，全国服务业生产指数同比增长6.0%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数分别增长11.6%、8.4%、7.3%、6.9%。

从三大产业来看，一方面，我国经济增速维持在合理健康的区间；另一方面，结构性改善也在持续显现。

第四，市场销售增速回升，消费升级类商品销售形势较好。上半年，社会消费品零售总额同比增长5.0%，比一季度加快0.4个百分点。按消费类型分，商品零售额增长5.1%；餐饮收入增长4.3%。消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类、家具类商品零售额分别增长30.7%、25.4%、24.1%、22.9%。6月份，社会消费品零售总额同比增长4.8%，环比下降0.16%。上半年，服务零售额同比增长5.3%，比一季度加快0.3个百分点。

第五，固定资产投资继续扩大，存在较为明显的增速下滑现象。在2024年年底增量改革政策落地之后，投资在2024年底和2025年年初出现了较为快速的上升，尤其是在2025年1月和2月，投资增长率一度超过4%。但从上半年的整体增长情况来看，投资增长速度呈现出逐月下滑的趋势，这一现象值得高度关注。

今年上半年，全国固定资产投资（不含农户）同比增长2.8%；扣除房地产开发投资全国固定资产投资增长6.6%。分领域看，基础设施投资同比增长4.6%，制造业投资增长7.5%，房地产开发投资下降11.2%。分产业看，第一产业投资同比增长6.5%，第二产业投资增长10.2%，第三产业投资下降1.1%。民间投资同比下降0.6%，扣除房地产开发投资，其他民间投资增长5.1%。高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长37.4%、26.3%、21.5%。6月份，固定资产投资（不含农户）环比下降0.12%。

通过梳理三大产业的投资增速情况发现，投资增速的下滑并非单一产业推动的结果，而是三大产业同时出现持续但相对温和的下行趋势，从而形成累积效应。2025年2月至6月，固定资产投资完成额（扣除房地产开发投资）增速从8.4%下降至6.6%；房地产开发投资完成额增速从-9.8%下降至-11.2%；第一产业投资增速从12.2%下降至6.5%；第二产业投资增速从11.14%下降至10.2%；第三产业投资增速从0.7%下降至-1.12%。

第六，对外贸易保持韧性，出口结构优化升级。国际贸易是2024年实现5%增长目标的重要支撑之一。尽管进出口在GDP中的占比相对较低，但其对经济增长的贡献接近30%。从今年

的情况来看，对外贸易仍然展现出较强韧性，对实现5%的全年增长目标发挥了重要作用。

今年上半年，货物进出口总额217876亿元，同比增长2.9%。其中，出口增长7.2%；进口下降2.7%。民营企业进出口增长7.3%，占进出口总额的比重为57.3%，比上年同期提高2.3个百分点。对共建“一带一路”国家进出口增长4.7%。机电产品出口增长9.5%，占出口总额的比重为60.0%。6月份，进出口总额38527亿元同比增长5.2%。其中，出口增长7.2%；进口增长2.3%。上半年国际贸易表现亮眼，同时伴随着结构性的改善，尤其是民营企业的进出口增长率高于全国整体水平，机电产品出口增速也在持续上升。

尽管如此，我们仍需重点关注下半年中美之间最新的关税动态。7月14日，英伟达通过官网宣布，将恢复向中国销售H20芯片，并将为中国推出新的完全兼容的NVIDIA RTX PRO GPU，这表明中美在一系列贸易谈判中取得了一定的积极成果，这些进展都有可能对下半年我国国际贸易走势产生影响。

第七，就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降。上半年，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比一季度下降0.1个百分点。6月份，全国城镇调查失业率为5.0%。本地户籍劳动力调查失业率为5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为4.8%。

6月份的失业率通常是全年相对的低点，因为每年从7月份开始，全国大中学生陆续毕业，进入求职阶段，从7月份起会迎来一轮青年失业率的季节性上升时期。通常而言，青年失业率在7月份开始上升，在8月份达到顶点，随后逐月下降。因此，尽管当前失业率略有下降，但做好青年群体的就业工作依然是重中之重。

二、潜在风险依然突出，微观绩效仍需改善

从上述数据分析中，我们也发现了宏观经济运行中的一些潜在隐忧，这些问题是我们在制定下半年宏观经济政策时需要重点考虑的方面。

第一，GDP环比增长率下滑。2024年各季度及2025年一季度、二季度GDP环比增速分别为1.4%、1.0%、1.3%、1.6%、1.2%和1.1%。这说明政策效力可能在不断边际递减，下半年需要进一步加快相关政策的规划、实施和落地。

第二，上半年CPI同比下降0.1%，消费需求波澜不惊。2025年6月份，全国居民消费价格

同比上涨0.1%。其中，食品价格下降0.3%，非食品价格上涨0.1%；消费品价格下降0.2%，服务价格上涨0.5%。上半年，全国居民消费价格比上年同期下降0.1%。6月份，全国居民消费价格环比下降0.1%。其中，食品价格下降0.4%，非食品价格持平；消费品价格下降0.1%，服务价格持平。因此，下半年稳定物价的压力较大，也对中国宏观经济政策提出了新的要求。

其中，交通通讯成为拉动消费价格同比下降的主要因素，这与技术快速迭代有关，也与消费结构变化密切相关。6月份，食品烟酒类价格同比上涨0.1%，影响CPI上涨约0.03个百分点。食品中，猪肉价格下降8.5%；粮食价格下降1.2%。其他七大类价格同比六涨一降。其他用品及服务、衣着、教育文化娱乐价格分别上涨8.1%、1.6%和1.0%，生活用品及服务、医疗保健、居住价格分别上涨0.7%、0.4%和0.1%；交通通信价格下降3.7%。

第三，上半年PPI同比下降3.6%，映射投资需求不足。2025年6月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.6%，环比下降0.4%；工业生产者购进价格同比下降4.3%，环比下降0.7%。上半年，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.8%，工业生产者购进价格下降2.9%。

与年初相比，PPI降幅呈持续扩大的趋势，这与GDP环比增速持续下降的趋势相吻合。由于工业品出厂主要是企业部门用于投资，因此印证了当前投资需求仍然较弱。从CPI和PPI两个指标综合来看，无论是消费还是投资需求，整体内需仍显疲弱。

进一步从生产资料和生活资料两个方面进行分析发现，6月份，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降4.4%。其中，采掘工业价格下降13.2%，原材料工业价格下降5.5%，加工工业价格下降3.2%。生活资料价格下降1.4%，其中，食品价格下降2.0%，衣着价格上涨0.1%，一般日用品价格上涨0.8%，耐用消费品价格下降2.7%。生产资料价格的降幅持续扩大，而生活资料价格的降幅相对稳定。这说明相较于消费需求，投资需求的下行压力更为显著。

第四，制造业景气低于荣枯线，边际持续改善。6月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.7%，比上月上升0.2个百分点，制造业景气水平继续改善。从企业规模看，大型企业PMI为51.2%，比上月上升0.5个百分点，高于临界点；中型企业PMI为48.6%，比上月上升1.1个百分点，低于临界点；小型企业PMI为47.3%，比上月下降2.0个百分点，低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。这表明，尽管经济边际上有所改善，但尚未有效传导至就业领域。因此，进一步稳经济工作的重点之一是确保

经济恢复或产业增长能够有效转化为就业增长。

第五，规模以上工业企业利润同比下降，微观主体冷热不均。1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降1.1%。尽管工业产出维持在较高增速，但企业利润却出现同比下降，说明由于价格持续下行，企业的盈利能力正在削弱，资产负债表面临风险，这将对经济持续增长带来不利影响。

其中，国有控股企业实现利润总额8709.5亿元，同比下降7.4%；股份制企业实现利润总额20170.7亿元，下降1.5%；外商及港澳台投资企业实现利润总额6856.8亿元，增长0.3%；私营企业实现利润总额7592.5亿元，增长3.4%。国有企业出现了明显的利润下滑，这主要是因为国有企业集中于上游行业，在经济下行压力的情况下，其产品价格下跌较为严重。

第六，民间投资仍处于负增长区间。受房地产行业拖累，2025年上半年民间投资累计同比下降0.6%。各个民间部门的投资增长普遍处于下降区间，这说明在扩大投资的政策驱动下，虽然国有部门在基础设施建设等方面做出了巨大努力，但仍未能有效带动民间投资的回升。

三、下半年新挑战和宏观政策新倾向

今年下半年，我国经济主要面临四个方面的挑战。**第一，补贴政策效果边际递减。**自去年以来，中国消费维持在健康温和的增长水平，实际上与“两新”政策密切相关。然而，应注意消费补贴政策存在边际效应递减的问题。首先，补贴商品不具备重复购买性，导致补贴效果难以持续。其次，地方政府的财政承受能力也会制约补贴政策的执行力度。因此，可以预期补贴政策的边际效果将逐步减弱，这将成为下半年消费需求增速放缓的压力来源。

第二，出口所受影响会逐步显现。尽管目前中美贸易谈判取得了积极进展，但对于8月份以后中国与美国之间最新关税政策的走向，仍需高度关注。若关税水平出现中等甚至更高程度的上调，可能对中国整体国际贸易格局造成影响。

第三，下半年“稳就业”压力凸显。从7月份开始，进入了全年就业压力较大的时期。同时，从企业层面来看，边际产出的改善尚未有效传导至就业层面，产出提升未能带动就业同步增长，这一现象需要特别关注。

第四，投资需求进一步下滑。上半年已出现投资增长逐月放缓的趋势，下半年宏观政策需要进一步加大力度，以确保投资维持在相对健康的增长水平。

接下来，我们将进一步分析货币政策与财政政策等常规政策的最新变化。在**货币政策**方面，今年上半年货币政策有所发力，6月末，广义货币（M2）余额330.29万亿元，同比增长8.3%。狭义货币（M1）余额113.95万亿元，同比增长4.6%。货币同比增速上升，M2和M1剪刀差缩小，货币流动性在边际上有所改善。但货币政策的效果与年初制定的物价增长目标之间仍存在一定差距。因此，预计下半年货币政策可能会进一步加大实施力度。

6月末社会融资规模存量为430.22万亿元，同比增长8.9%。人民币贷款同比增长7%；外币贷款同比下降26.6%；委托贷款同比持平；信托贷款同比增长5.5%；未贴现的银行承兑汇票同比下降7.4%；企业债券余额同比增长3.5%；政府债券余额同比增长21.3%；非金融企业境内股票同比增长2.9%。从结构看，6月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.6%，同比低1.2个百分点；企业债券余额占比7.7%，同比低0.4个百分点；政府债券余额占比20.6%，同比高2.1个百分点；非金融企业境内股票余额占比2.8%，同比低0.1个百分点。从社会融资规模来看，当前我国融资主要依赖政府部门和国有企业部门，民间部门融资尚未出现明显改善。

在**财政政策**方面，年初两会将赤字率在原有3%的基础上扩大至约4%。更重要的是，2025年合计新增政府债务规模11.86万亿（5.66（新增预算赤字）+1.3+0.5+4.4（各类特别国债等）=11.86），比上年增加2.9万亿元。广义财政赤字率（特别国债没有纳入赤字率）从2024年的6.6%左右（ $(11.86-2.9)/134.9=6.6\%$ ）提升到2025年的8.4%左右（ $11.86/141.5=8.4\%$ ），新增部分约占2025年名义GDP的2.2%左右。为应对今年可能出现的中美贸易关系不确定性，政府提前安排了约占名义GDP 2.2%的广义财政赤字。在上半年投资增速持续下滑，以及下半年存在更多不确定性的背景下，预计这部分财政政策将加快推进。我们需要通过政策实施让公众切实感受到政府在积极努力地扩大内需，必须避免出现全社会对宏观经济政策“无感”的现象，否则将影响全国公众对经济增长的预期，进而带来不利影响。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济月度数据分析报告，各位专家围绕“期待政策持续发力的中国宏观经济”展开讨论。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人刘元春指出，在**房地产**方面，目前房地产市场已基本渡过最危险阶段，其对中国宏观经济的冲击已明显弱于2022-2024年，“灰犀牛”效应在目前的政策背景下基本可以排除。在**出口**方面，抢出口现象确实存在，但并非导致整体出口走势变化的决定性因素，美国关税豁免期结束后

出口出现“断崖式”下滑的情形预计不会发生。在**消费**方面，下半年剩余的1380亿元财政资金仍有望撬动约1.1万亿元的销售规模，因为政策扩大了“以旧换新”的适用范围，并且地方财政资金也将配套投入，预计整体拉动效果不会减弱。在**低价格效应**方面，目前针对“内卷”问题的治理已从多个角度展开，并自去年以来逐步形成共识，治理工作正在深入推进，相关措施在微观层面上有望缓解当前的低价格现象。

下半年，我国在“稳增长”方面面临一定挑战，不能因上半年实现5.3%的增速而掉以轻心，必须以“时不我待”的态度进一步部署扩大内需的相关政策，对上述四大关键问题进行**前瞻性调整**。我们仍需更加深入理解中国经济的本质特征，特别是其弹性、韧性、面对外部冲击的抵抗能力以及政策调整的力度，这有助于我们在下半年提前做好准备，确保整体经济保持相对平稳的状态，并为明年的经济调整和治理打下坚实基础。

渣打银行大中华及北亚首席经济学家**丁爽**提出，2025年上半年，国内生产总值同比增长5.3%，超出市场预期。若从成果维度加以归纳，可概括为**对外贸易表现强劲，消费需求保持相对稳固**；若从挑战与风险维度审视，则表现为**投资持续低迷、通货紧缩压力尚未缓解**。聚焦上半年收官的6月数据，可以发现**金融指标整体偏强，而实体经济活动步伐有所放缓**。综合测算显示，2025年下半年中国实际GDP同比增速预计为4.5%，全年增速为4.8%；名义GDP增速预计为3.8%，较实际增速低1个百分点。下半年4.5%的增长水平意味着经济运行将出现减速，该预期主要受“提前出口”效应减弱与财政扩张力度边际收敛两项关键因素的共同作用。

短期政策建议的核心在于确保2025年下半年预算足额执行，使预算中相当于GDP 2.0%的财政扩张力度切实转化为经济动能。财政资源可重点用于以下三方面：第一，加快基建投资节奏，对冲实物工作量回落；第二，保障消费补贴全面兑现，并在国务院最新部署的优化以旧换新框架下，将补贴范围进一步扩展至服务消费领域；第三，加速地方专项债资金用于土地收储及未售商品房收储，同时通过城中村改造等渠道，使已纳入预算的资源得到充分利用。**中长期政策建议**可概括为**压缩制造业过剩产能，扩张服务业有效产能，充分释放服务业消费潜力，形成对制造业过剩产能的结构替代，支撑经济可持续增长**。

长江证券首席经济学家**伍戈**认为，学界已就上半年经济运行特征形成三点共识：第一，外需显著强于内需，且超预期；第二，生产端相应强于需求端；第三，在上述双重力量作用下，实际GDP增速高于名义GDP增速。其逻辑链条可表述为：外需优于内需→生产端扩张快于国内需求端→供给增速持续高于需求增速→价格水平下行→名义GDP被压低，而实际GDP

仍保持较高增速。循此逻辑推演可见，**名义变量同样至关重要，尤其是价格水平**。企业利润与居民名义收入直接受价格影响，名义变量的企稳回升更能提振公众预期与信心。

在**政策与内生动力循环**方面，政策脉冲与价格机制共同塑造了季度层面“政策强—动力弱—政策弱—动力强”的交替格局，使年度经济节奏呈现高度相似性。能否打破上述“政策脉冲—内生动力”循环，使经济在缺乏强力刺激时仍能平稳运行，关键在于能否令价格指标由负转正。若GDP平减指数重返正值，则预期改善与居民、企业的自发消费和投资即可进入正向循环。在**关税冲击**方面，市场原本预期关税将成为今年最大外部冲击，但目前对中国经济的实际影响仍属温和。但中美关税争端具有长期性，中国须以更长视野、更长期斗争的角度审视关税议题，并将内需扩张与经济结构调整的紧迫性提升至更高战略层级。在**国内政策**方面，消费是收入的函数，仅靠结构性补贴不足，必须依托总量政策稳定居民收入及其预期，应以货币、财政与结构性改革“三支箭”协同发力，扭转价格下行预期，方能从根本上提振消费。

中信证券首席经济学家**明明**认为，2025年上半年，中国国内生产总值实现5.3%的同比增长，显著高于年初国内主要证券公司、市场研究机构及海外投行的普遍预期，充分反映了宏观经济的韧性。从结构视角观察，与高质量发展目标相契合的细分指标表现尤为突出：其一，在全部工业增加值同比增长约4%的背景下，高技术制造业、装备制造业等先进制造业子行业的平均增速均达到10%左右；其二，固定资产投资三大构成中，制造业投资增速领先，成为拉动整体投资的关键力量。综合总量与结构数据，可以得出明确结论：**2025年上半年中国经济运行成效优于市场预期，整体表现优异**。

2025年下半年至2026年上半年是“十四五”向“十五五”过渡的关键节点，中央及各部门已全面启动“十五五”规划编制工作。**在此期间，政策设计需兼顾短期稳增长与中长期结构性改革**。其中，人口与养老议题尤为突出，2025年养老金上调2%，释放了明确的保障信号；生育补贴政策目前仍以地方试点为主，亟待在中央层面形成全国统一方案，并在“十五五”规划中细化居民收入持续增长的路径与来源。与此同时，对外开放迎来有利时间窗口，全球资本正由美元资产向非美元资产再配置，重估中国资产成为国际资本市场热点。我们应充分利用汇率稳定、利差收敛的条件，系统推进资本市场制度型开放，优化跨境投融资便利度，提前布局“十五五”时期高水平开放与经济改革的制度框架。

中国宏观经济论坛（CMF）主要成员，中诚信国际研究院院长**袁海霞**指出，2025年上半年，中国经济顶住压力实现平稳增长，一季度实际 GDP 增速达到5.4%，二季度实际 GDP 增速达到5.2%，上半年累计同比增长5.3%，均好于近两年的平均水平，其中工业生产、出口和制造业投资展现出优于预期的韧性。**但关键经济数据的五大背离，反映了我国宏观经济运行的深层次结构性矛盾与周期性问题交织**，具体包括：第一，名义增速偏低，GDP 平减指数已连续九个季度负增长；第二，税收收入负增长与 GDP 增长的背离；第三，居民实际收入中位数增速与 GDP 增速背离，收入感受偏弱；第四，社融高增与信贷增速持续低迷背离；第五，生产走强与需求疲弱背离，制造业企业增收不增利。

其中，房地产供需结构性失衡问题突出。关于如何推动房地产进一步“止跌回稳”，建议完善“商品房+保障房”的双轨体系，商品房可完全放开限制性政策，尤其是北京上海一线城市核心城市；完善商品房收储机制，加快收购存量商品房用作保障性住房，更大力度“去库存”；深化户籍制度改革，中央加大力度推进公共服务“补短板”；跟随新的需求变化，完善租售双轨制和住房供应体系；构建“人房地钱”联动的房地产发展新模式，还需深化土地管理制度改革。

理性认识当前中国宏观经济面临的四大关键问题

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年7月）（总第79期）上的发言

上半年数据显示经济增长超出预期，运行态势良好，充分说明了中国经济具有强大的弹性和韧性。但6月份的数据表明，下半年我国经济依然面临一系列挑战，具体包括：第一，外部环境持续恶化，加之前期“抢出口”效应的逐步消退，可能导致下半年外需承压；第二，房地产市场需求疲软，可能导致房地产触底过程中出现波动；第三，低价格现象持续深化，GDP平减指数、PPI、CPI等相关指标均反映出当前价格水平偏低，内需可能面临进一步收缩的压力；第四，上半年全面启动的“反内卷行动”的最终效果还没有显化，但短期内会对供给端与需求端将产生一定的冲击。

综合上述因素，社会各界对下半年经济面临的挑战表达了担忧。特别是以野村证券为代表的一些境外机构开始唱衰中国经济，认为中国经济可能在年中出现转折点，需求端出现“断崖式下滑”。这种判断引发了激烈讨论，值得我们深入研究，其中以下四个关键问题是研究的核心。

一、前房地产市场已基本渡过最危险阶段，软着陆触底具有必然性

在房地产触底过程中，是否会对下半年宏观经济形成更大拖累？目前，许多观点依据“房地产新开工面积同比下降23%”这一指标，推断下半年房价水平、购房需求以及房地产开发商的流动性仍将面临较大困难，房地产下滑将成为下半年经济断崖下降的核心因素之一。这一担忧具有一定合理性，但若进一步深入分析可以发现，这种分析对于中国房地产与中国房地产政策的特殊性研究不足。

一是房地产对中国宏观经济的冲击已明显弱于2022-2024年，因为房地产在宏观经济中的作用显著下降。根据东吴证券团队基于投入产出表的测算，2024年房地产对GDP的拉动约为13万亿元，占GDP的9.6%，而在2016年或2020年，该比例约为14.5%，已出现显著下降。因此，

即便今年房地产相关指标未出现明显回升，或者未实现转正，只要维持上半年的态势，其对宏观经济的冲击也会大大小于去年的水平。

二是外界担忧的“灰犀牛”效应，尤其是春节期间万科面临的债务偿还问题，实际上并未如预期般恶化。通过上半年的各方努力，包括投资者、地方政府及相关债务方的协调处理，目前缓解房地产流动性问题的方式已从依赖销售逐步转向资产处置，今年6月债务偿还的高峰期并没有出现暴雷事件。以万科为例，其境外债务已经基本结清，到2027年不存在外债或美元债偿还压力。

三是国家高度重视房地产问题，持续加码房地产政策。中央城市工作会议的召开，标志着房地产融资及相关政策将迈入新阶段。特别是以新型城镇化和城市更新为核心的城市重点工作将使房地产融资和出清得到加速。

因此，对于下半年房地产市场将发生重大调整的担忧是没有必要的，“灰犀牛”效应在目前的政策背景下基本可以排除。但是，房地产依然是中国宏观经济面临的核心问题，其稳定性仍是宏观经济稳定的基石。要做好经济工作，必须在房地产政策方面推出一系列有力措施。

二、下半年出口将面临系列冲击，但断崖式下滑低估了中国出口的韧性，同时也高估了“抢出口”效应

佐证中国经济将出现断崖式下滑的另一个观点认为，在8月12日之后，由于“抢出口”效应减弱以及美国发起的“关税战”影响，可能会导致我国出口相关指标出现大幅下滑。但是虽然这种分析的逻辑是存在的，但依然需要深入研究两个关键性的问题。

一是我们需要判断抢出口现象在上半年出口同比增长7.2%的数据中究竟发挥了多大作用。目前，不同研究团队对这一问题的测算结果存在差异。从趋势分离法和美国“抢进口”的规模对应法来测算，抢出口可能对于出口增速达到3-10个百分点，对于下半年贸易增速的回落产生重大冲击。但如果以没有出现“抢出口”区域作为参照，所测算出来的“抢出口”比预期要小得多，中国出口竞争力的提高以及各个贸易板块在后全球化时代的再布局可能是中国出口逆势上扬的核心因素之一。因此，我们认为，“抢出口”现象确实存在，对季度间的出口数据波动具有一定放大效应，但并非导致整体出口走势变化的决定性因素。

二是另一个值得关注的问题是**美国最终对华加征关税的具体水平**。从前两轮谈判情况来看，包括在日内瓦和伦敦举行的谈判，以及近期围绕稀土和半导体产品的磋商，尤其是黄仁勋此次宣布的 H20 芯片解禁，对中国出口而言，中美“关税战”最极端的情况已经在相关谈判中找到了一定的和解答案。因此，豁免期结束后出口出现“断崖式”下滑的情形预计不会发生。

更重要的是，我们应关注中国对拉美、东盟、南方国家以及欧盟等地区的出口增长潜力。特别是在当前全球制造业供应链正在重新定位，以及美国进入“后关税时代”背景下全球贸易格局发生深刻变化的时期，我们认为，中国制成品，尤其是资本品的出口需求将在短期内迎来高潮。

因此，对于出口出现“断崖式”下降的担忧虽然有逻辑上的可能性，但并不成立。我们应充分认识到，当前政策的对冲效应、出口的弹性、韧性与优势，依然能够支撑我国经济的基本盘。

三、扩消费是战略，消费政策的持续加码将支持趋势性消费提升

许多人担心消费刺激政策将面临边际效应递减的问题，认为消费增长可能会如 6 月份的数据所显示的那样，进入一个持续回落的阶段。然而，这一判断可能过度聚焦于“以旧换新”政策的效应。从 2024 年和 2025 年上半年的实际情况来看，“以旧换新”政策确实取得了良好效果。例如，截至 5 月 31 日，2025 年消费品以旧换新五大品类合计带动销售额 1.1 万亿元，使同期社会消费品零售总额的增速提高了接近 2 个百分点。因此，不少人担心上半年已使用 1620 亿元财政资金，剩余的 1380 亿元是否足以支撑后续政策效果。

首先，下半年剩余的 1380 亿元财政资金仍有望撬动约 1.1 万亿元的销售规模，因为政策扩大了“以旧换新”的适用范围，并且地方财政资金也将配套投入，预计整体拉动效果不会减弱。

其次，2025 年 3 月出台的《提振消费专项行动方案》30 条政策中，“以旧换新”仅是其中的一项。我们更应重点关注中长期层面的消费促进政策，第一类是“惠民生、促消费”，即通过改善民生、提高收入水平，推动居民消费能力提升；第二类是缓解供给端约束，持续打造消费新产品新场景新热点，支持新型消费加快发展。此外，根据经济形势的变化，现有消费政策也会进行动态扩容与优化。

三是去年 9.26 政策已经确立了通过“稳股市”、“稳楼市”来修复居民资产负债表，进而稳定消费的举措，从目前来看，“稳股市”的效果较好，未来金融政策将进一步促进股市和楼市的稳定。

因此，不用对消费是否会出现“断崖式”下滑产生担忧。上半年消费的波动可能源于阶段性因素或局部治理产生的短期影响，随着政策的推进及阶段性效应的减退，这些问题将逐步缓解。中国将消费放在更加突出的位置，更多依靠提振消费扩大国内需求、畅通经济循环、拉动经济增长，推动消费从表层向深层、从短期向中期持续发展，形成系统性安排。事实上，从上半年广义财政支出强度和信贷支持力度来看，当前政策体系对扩大消费给予了有力支撑。

四、低价格效应的治理是当前政策的核心，多方位政策将有效防止加速收缩效应的出现

低价格效应是否会导致经济收缩加速？这是当下宏观必须关注的核心问题。在回答这一问题时，我们必须关注三个重要参数：一是宏观债务率是否存在加速上升的趋势；二是利润率下降的情况是否已触底；三是成本是否在加速下降。

从当前数据来看，我国企业成本确实在下降，说明成本加成定价带来的价格效应确实存在，技术进步和通货紧缩输入的确发挥了作用。但与此同时，我国企业的利润总额也在同步下降，利润率在加速下滑。因此，我们可以得出，尽管技术进步和产业升级取得了一定成效，但由于利润水平并未相应改善，造成这一现象的主要原因是“内卷”问题过于严重。

目前，针对“内卷”问题的治理已从多个角度展开，并自去年以来逐步形成共识，治理工作正在深入推进，相关措施在微观层面上有望缓解当前的低价格现象。然而，从宏观层面来看，这一问题依然值得高度关注，特别是 GDP 平减指数负增长的扩大，已经成为宏观政策制定中亟须应对的关键问题。

所以，目前一些对下半年经济走势持悲观态度的观点可能并未准确把握以上四个关键问题的性质，尤其是在评估主要下行因素的具体影响程度方面，缺乏精确测算。同时，对于未来一揽子增量政策可能带来的影响力度，也未进行系统评估。

下半年，我国在“稳增长”方面面临一定挑战，不能因上半年实现 5.3% 的增速而掉以轻心，必须以“时不我待”的态度进一步部署扩大内需的相关政策，对当前的四大关键问题进

行前瞻性调整。

同时，我们仍需更加深入理解中国经济的本质特征，特别是其弹性、韧性、面对外部冲击的抵抗能力以及政策调整的力度进行精确把握，这有助于我们在下半年提前做好准备，确保整体经济保持相对平稳的状态，并为明年的经济调整 and 治理打下坚实基础。

从三个维度来理解上半年宏观经济

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年7月）（总第79期）上的发言

各界已就上半年经济运行特征形成三点共识：第一，外需优于内需，且超预期；第二，生产端相应优于需求端；第三，在上述双重力量作用下，实际 GDP 增速高于名义 GDP 增速。值得强调的是，企业利润与居民名义收入直接受价格影响，名义变量的企稳回升更能提振公众预期与信心。从6月份边际的角度，当月多数指标与前5个月相比有所调整。金融数据好于预期，其是否代表实体真实需求尚待进一步讨论。上述判断构成对2025年上半年经济形势的共识性评估。

一、内生循环

若将观察窗口拉长至近三年，可发现一个显著规律：**年内经济节奏高度相似，实际 GDP 增速“高开、低走、再缓升”**。具体而言，一季度受政策“开门红”与信贷“早投放早收益”效应驱动，实际 GDP 增速上扬；二季度增速小幅回落；三季度回落幅度扩大；若四季度下行压力显著，逆周期政策可能再度加码，则四季度增速斜率在三季度放缓基础上获得修正。2023—2024年均呈现此轨迹，2025年似乎延续这一模式，其成因值得探讨。从长期维度看，潜在产出下行与人口老龄化确实拉低潜在增速，但难以单独解释季度间的周期性重复。更可能的机制是政策脉冲与经济内生重力之间的动态博弈：一季度政策力度最强，足以抵消内生下拉力量；进入二、三季度，政策效应边际递减，而价格持续负增长所形成的预期效应开始强化，消费与投资随之回落，内生下拉力量占优；至四季度，若政策重新加力，则再次部分对冲内生重力，由此形成年度内的循环。简言之，**政策脉冲与价格机制共同塑造了季度层面的交替格局，使年度经济节奏呈现高度相似性。**

能否打破上述“政策脉冲—内生重力”循环，从而使经济在缺乏强力刺激时仍能平稳运行，关键在于能否令价格指标由负转正。若 GDP 平减指数重返正值，则预期改善与居民、企业的自发消费和投资即可进入正向循环。中央经济工作会议已明确提出“促进价格温和回升”，近期针对“内卷式竞争”的治理亦凸显对价格稳定的重视。然而，供给端政策需谨防有形的

手的过度作用，更须需求端发力。学界与市场对需求端工具的讨论多聚焦财政，但相较而言，货币政策尤其是利率的重要性常被低估。过去二三十年，中国货币政策框架持续由数量型向价格型转型，若宏观讨论仍主要围绕货币数量而忽视利率，似乎有所欠缺。国际经验也表明，无论是日本“三支箭”还是美国危机应对，利率均处于首要位置。2024年因汇率与银行净息差压力，利率操作空间受限；2025年虽需兼顾金融风险与息差管理，但从全局视角应对价格负增长出发，利率调整或应遵循更加明确、透明的规则，以形成对价格回升的有效支撑。

二、关税冲击

市场原本预期关税将成为今年最大外部冲击，但目前对中国经济的实际影响仍属温和。回溯2017—2018年特朗普政府首轮对华加征关税的历史经验可见，关税政策向实体经济的传导存在显著时滞：货物自中国港口海运至美国需要时间，加之进口商—零售商—消费者的逐级传递，终端价格完全反映关税成本通常需要一个季度以上。纽约联储微观调查为此提供佐证：约三分之二的受访企业表示，新增关税成本将“较大比例”转嫁给消费者，但不会在当期完成，而是延迟约一个季度。综合海运周期、库存周转及企业定价行为，可推断关税效应将在三季度至四季度集中显现于美国及全球需求端。

过去的关税被理解为是 external shock，持续时间一般比较短。然而当前关税的变动甚至比美联储降息的幅度还要灵活，因此关税不是短期的一次性冲击，成为常态化的政策。若美方将关税作为逆周期调节贸易差额的灵活手段，其目标便不仅在于缓解短期周期波动，更意在解决结构性失衡。因此，中美关税摩擦可能具有长期性，只要美国对华贸易逆差未实质性收敛，关税便可能持续存在，即便阶段性谈判取得进展，美方“调结构”的底层逻辑不会改变。鉴此，中国须以更长视野、更长期斗争的角度审视关税议题，并将内需扩张与经济结构调整的紧迫性提升至更高战略层级。

三、国内政策

货币政策尤其利率应该发挥更重要的作用之外，财政端已明显加力：无论以广义抑或狭义口径衡量，财政赤字率均呈抬升态势。此前认为通过财政补贴的方式刺激消费可能面临两个挑战：第一，消费是慢变量。第二，消费刺激以后可能会引起透支。但从2025年财政实践观察，中央及地方政府明确指向的补贴品类销量表现突出，即便餐饮整体景气度偏低，上海等地服务券一经发放即被迅速申领，表明居民对美好生活的需求弹性充足，只要财政投入真

金白银，消费意愿即可被有效激活。因此，未来补贴设计在品类与标的遴选上仍具广阔空间，非耐用品及服务业均值得进一步扩大覆盖。2025年的财政实践已初步显示出若干可总结的经验，值得与既往国际案例对照。以日本房地产调整期为例，当时日本政府主要通过个人所得税减免将可支配收入让渡给居民，但微观数据显示，减税所得并未形成当期消费增量，而是被居民以储蓄形式留存，其根源在于通缩预期持续压制边际消费倾向，导致政策乘数显著低于预期。相较之下，中国本轮操作并未采取普惠式减税，而是依托国补等品类化、场景化的补贴工具，将财政资金精准投向耐用品更新、服务消费扩容及以旧换新领域。从销量与券种领取热度观察，居民在补贴杠杆作用下表现出更高的即时消费意愿，资金沉淀比例明显低于日本经验。若未来补贴品类进一步向非耐用品与服务业扩展，其当期消费提振效果有望优于日本当年以减税为主的单一手段。

年初市场曾担忧耐用品补贴可能引发消费透支，但实践表明，通过品类轮动可有效延续需求：先汽车、后家电、再手机，第二轮已扩展至其他耐用品；若后续将补贴重心进一步转向服务业，轮动机制有望继续接力。当然，消费终究是收入的函数，仅靠结构性补贴未必足够，还须依托总量政策稳定居民收入及其预期。具体而言，应以货币、财政与结构性改革“三支箭”协同发力，扭转价格下行预期，方能从根本上提振消费。

引入支出触发机制，推动产能结构转换

丁爽 渣打银行大中华及北亚首席经济学家

以下观点整理自丁爽在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年7月）（总第79期）上的发言

一、上半年的经济走势

2025年上半年，国内生产总值同比增长5.3%，超出市场预期。亮点可以归纳为：**外贸强劲，消费稳固**；若从挑战与风险角度审视，可以看到**投资低迷、通货紧缩压力尚未缓解**。聚焦上半年收官的6月数据，可得出如下判断：金融指标整体偏强，而实体经济活动步伐有所放缓。

1、外贸强劲

我国2025年上半年以美元计值的出口同比增长5.9%，表明即便在“关税战”等不利外部环境下，中国出口竞争力仍然显著，同期进口同比下降3.9%，呈现负增长。进口负增长一方面源于国际油价下跌，另一方面则反映了中国国内进口替代进程的深化。出口与进口综合作用下，上半年贸易顺差达5870亿美元，较上年同期扩大35%。

不仅货物贸易表现突出，服务贸易亦出现改善。**长期以来，中国服务贸易持续逆差，但2025年上半年逆差规模估计有所收窄，主要得益于旅游收入显著增加。**该增长与中国近期对部分国家单方面实施免签入境政策相关，服务出口得以扩张。数据显示，上半年免签入境外国游客的数量同比增长54%，对服务贸易收入形成正向拉动。若将货物与服务贸易合并考察，2025年上半年净出口（含货物与服务）对GDP增长的贡献为1.65个百分点，占同期5.3%增速的31.1%。展望2025年全年国际收支经常账户顺差，尽管下半年出口增速可能因前期“抢出口”效应减弱及高关税影响逐步显现而明显回落，但在货物贸易顺差高位运行与服务贸易逆差收窄的共同作用下，预计全年经常账户顺差占GDP比重将达到2.8%，较2024年的2.2%提升0.6个百分点，创近十年新高。该数值从另一侧面印证了中国外贸的竞争力。

2、消费稳固

2025年第一季度至第二季度，社会消费品零售总额呈逐季加速态势，上半年累计同比增长5.0%。若将视角扩展至服务领域，上半年服务零售额同比增长5.3%，增速高于商品零售，且同样表现为二季度有所加速。消费对GDP增长的贡献度测算结果显示，上半年消费（含商品与服务）拉动GDP增长2.75个百分点，在5.3%的同比增速中占比过半。其中，以旧换新、国家补贴等政策对商品零售的提振作用显著，享受补贴品类增速明显高于未补贴品类；而服务零售在没有直接补贴的情况下仍实现较快增长，表明服务消费具备较强的内生动能。因此，有必要进一步呵护并释放服务消费潜力，以持续放大其对经济增长的支撑效应。

3、投资低迷

2025年上半年投资整体呈低迷态势。根据国家统计局公布的上半年数据并按季度拆分测算，二季度固定资产投资同比增速为2.3%，较一季度的4.2%下降约1个百分点；投资对GDP的贡献度亦只有0.9个百分点，在5.3%的GDP增长中占比最低，拖累因素仍以房地产投资为主。值得注意的是，6月基建与制造业投资同样减速；房地产领域不仅投资增速下滑，且新开工、住宅销售及价格均持续承压。GDP生产端的分项数据显示，二季度第二产业中的建筑业增加值同比下降0.6%，出现负增长，进一步印证了基建与房地产双重低迷对投资端的抑制作用。

4、通货紧缩

生产价格指数（PPI）已连续33个月处于通缩区间，其影响最终传导至GDP平减指数。2025年上半年，实际GDP同比增长5.3%，而名义GDP增速较实际增速低1个百分点左右；GDP平减指数一季度为-0.8%，二季度进一步降至-1.2%，显示通缩压力有所加剧。该指数已连续9个季度位于负值区间，值得高度关注。通缩成因兼具需求与供给两端因素：供给端方面，二季度工业产能利用率降至74%，同比下降0.9个百分点，表明整体产能充裕，部分行业出现过剩，构成通缩的重要推手。

就6月份数据而言，金融数据偏强，实体数据减速。金融方面，M2同比增长8.3%，高于5月的7.9%；M1增速升至4.6%，人民币贷款余额同比增速维持7.1%。若按人民银行口径，剔除债务置换对存量贷款的压缩效应后，人民币贷款增速约为8%，处于较高水平。社会融资规模存量同比增速亦由5月的8.7%升至8.9%，显著高于名义GDP略高于4%的增速，金融

条件总体宽松。实体活动方面，尽管6月工业增加值同比增速表现良好，但环比视角下，工业增加值减速，社会消费品零售总额及固定资产投资则下滑。其中，商品零售回落明显，餐饮收入下行尤为突出，估计与近期实施的整治违规吃喝政策存在关联。因此，在落实整治措施时应避免“一阵风”与“一刀切”式执行，防止政策执行过度对消费产生不利影响。

二、下半年展望

我们预计2025年下半年中国实际 GDP 同比增速为4.5%，全年增速维持4.8%的判断不变；名义 GDP 增速预计为3.8%，较实际增速低1个百分点。下半年4.5%的增长水平意味着经济运行将减速，该预期主要受两个因素的共同作用。

上半年推动经济增速超预期主要依赖两个短期因素，而这两个因素在下半年的支撑力度可能会明显减弱。其一为“提前出口”效应。受美国加征关税预期影响，部分出口订单被提前至上半年完成，估计会导致下半年订单回落。当前美国对华新增关税维持30%，显著高于多数国家；美越贸易协定对经越南转口产品征收40%关税，进一步压缩中国出口空间。此外，美国数据显示，一季度美国贸易逆差创纪录，很大程度上反映了抢进口补库存。在库存补足之后，下半年进口需求会相应减弱。第二个因素是财政刺激的“靠前发力”。测算显示，2025年广义赤字率约9.0%，较去年实际执行结果提高约2个百分点。前5个月广义预算赤字实际执行3.3万亿元，为历年同期最高；若按预算安排，6—12月仍有9.4万亿元赤字额度，较去年同期8万亿元的实际执行额多出约1.4万亿元。在广义预算外的地方政府债务置换方面，前五个月已使用2万亿元额度的80%以上，剩余额度显著减少。综上，“提前出口”效应减弱与财政扩张力度边际收敛，会导致下半年经济增速放缓。

在政策判断方面，鉴于上半年经济增速高于预期，短期内出台增量刺激的概率较低，工作的重点可能是确保既定政策充分执行，尤其是充分足额实施预算。与此同时，估计政策部门会加强政策储备，以应对可能出现的超预期下行风险。在房地产领域，可能会重新强调“止跌回稳”，预计将通过更具针对性的措施缓解投资、销售及价格的持续下滑；针对部分行业的过度竞争，预计会出台规范与引导措施。货币政策方面，人民银行预计会维持适度宽松取向：一是通过流动性工具持续释放充足资金，并可能重启在公开市场购买国债的操作，以扩张基础货币供给；二是小幅调整利率，我们预测四季度经济下行压力加大，央行会下调政策利率10个基点。

三、政策建议

1、短期建议

建议采取措施确保2025年下半年足额执行预算，使年度广义预算中相当于 GDP 2.0% 的财政扩张力度切实转化为经济动能。回顾过去五年，广义预算赤字均未足额执行，实际赤字规模每年较预算规模低1.5 - 2.0万亿元，显示扩张性财政未能充分落地。下半年可在以下三方面发力：第一，加快基建投资，遏制近期的回落态势；第二，保障消费补贴全面兑现，并在国务院最新部署的“优化以旧换新”框架下，将补贴范围进一步扩展至更多商品甚至服务消费领域；第三，加快地方专项债资金用于土地收储及未售商品房收储，同时通过城中村改造等渠道，使预算资源得到充分利用。

若因各类因素导致预算仍无法足额执行，建议改变以往“余额结转下年”的做法，设计自动触发机制：将剩余资金即时用于可随时启动的支出项目，例如，一次性追加城市低收入群体及农村居民的基本养老金，增加福利促进消费；或者追加地方隐性债务置换规模，优先解决企业账款拖欠问题。通过上述安排，确保财政扩张计划不留缺口，并最大限度发挥稳增长、防风险与惠民生的综合效应。

2、中长期建议

建议压缩制造业过剩产能、扩张服务业有效产能，有退有进。

在制造业方面，需规范地方政府与企业行为，防止重复投资并淘汰落后产能，遏制不正当竞争，治理在国内以低于成本价倾销的现象，同时降低对外倾销风险。当前欧洲等主要贸易伙伴对中美贸易战可能导致中国产品在其他地方倾销表示担忧，若不能解决部分行业的产能过剩问题，势必加剧贸易摩擦并反向强化国内通缩压力。同时，在去产能过程中应辅以宏观政策支持，对 GDP 与就业进行托底，以缓释调整阵痛。

与此同时，我国服务业存在显著产能缺口。中国服务业占 GDP 比重约55%，大幅低于发达国家接近70%的水平。在通信、医疗卫生、养老、物业管理、金融理财、旅游、文化体育及娱乐等领域，需求旺盛而供给不足，潜在增长空间巨大。政策层面应进一步破除行业垄断，对内放宽准入、对外扩大开放，充分释放服务业供给和消费潜力，形成对制造业去产能的结构性对冲，并支撑经济可持续增长。

从经济和金融两方面对宏观经济基本态势的分析

明明 中信证券首席经济学家

以下观点整理自明明在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年7月）（总第79期）上的发言

一、从经济角度对上半年宏观经济数据的解读

1、总体数据

2025年上半年，中国国内生产总值实现5.3%的同比增长，显著高于年初国内主要市场研究机构及海外投行的普遍预期，充分反映了宏观经济的韧性。从结构视角观察，与高质量发展目标相契合的细分指标表现尤为突出：其一，在全部工业增加值同比增长约6.4%的背景下，高技术制造业、装备制造业等先进制造业子行业的平均增速均达到10%左右；其二，固定资产投资三大构成中，制造业投资增速领先，成为拉动整体投资的关键力量。综合总量与结构数据，可以得出明确结论：2025年上半年中国经济运行成效优于市场预期，整体表现优异。

2、经济结构

当前宏观经济运行的首要议题是供需关系的再平衡。最新统计数据显示，上月CPI回升至0.1%，表明供需仍存在缺口。近期政策层密集释放的信号引发市场关注。时隔近十年，决策层再次将关注点聚焦在供给端调整，反内卷政策与2015年供给侧结构性改革形成历史呼应，二者的差异及其效果成为研判未来物价走势的核心变量。从研究视角出发，当前的宏观环境及供需矛盾与2015年存在结构性差异。2015年供给过剩主要集中于煤炭、钢铁等上游行业，而本轮供给压力更多体现在中游制造业领域。这一变化与近年来中国经济结构的持续优化密切相关，中游制造业既是高质量发展的关键载体，也是“新三件”出口优势的核心支撑。综上，需求端走势固然重要，但供给端的再平衡也需更加关注。

3、出口

中国出口表现出显著的韧性。关于这一超预期表现的主导因素，存在“抢出口”与“结构改善”两种解释。基于现有研究，结构改善的贡献更为突出。4月以来的海关数据显示，服

装、纺织、塑料、家具及家电等劳动密集型商品出口同比增速已出现回落；集成电路、汽车产业链、通用设备及运输器材等制造业产品出口则保持较快增长，成为支撑总体增速的核心力量。结合最近三个月的月度数据，劳动密集型商品的“抢出口”效应在美国批发商与零售商库存数据上已呈边际减弱；而产品结构及出口目的地区域的持续优化，仍是出口维持较高增速、并继续构成中国经济韧性的关键驱动力。

4、地产和消费

将地产和消费纳入同一分析框架，有助于更全面地理解当前消费扩张的内在逻辑。除“两新”政策扩容与财政补贴对耐用品销售的直接拉动外，可观察到两条相互交织的新趋势：其一，政策端对绿色、智能、健康类商品的补贴显著提升了相关产品销量；其二，以“悦己消费”“谷子经济”为表征的新消费快速兴起，其核心消费群体为1990年后出生的年轻世代。具体表现为：文旅、演唱会、苏超等服务业消费热度持续攀升；老铺黄金、Labubu 等依托文化 IP 的消费品在资本与实体市场同步获得高关注。上述新消费的崛起，与房地产消费呈现此消彼长的替代关系。在房地产市场长期预期弱化的背景下，90后群体购房紧迫性显著下降，首付与按揭资金的时间价值重估，释放出可自由支配收入与闲暇时间，进而转化为对体验型、文化型及悦己型商品与服务的支出。因此，除财政政策外，消费结构及消费习惯的代际变迁可被视为今年消费表现优于预期的又一重要证据。

回到房地产消费本身，尽管2025年上半年多项宏观指标已呈现企稳回升态势，但自4月以来，房地产市场再度显现压力：6月单月销售面积对应的累计同比增速出现回落，引发市场对未来走势的担忧。就当前形势而言，库存去化仍是核心矛盾。下一阶段的政策重心预计集中于两条主线：其一为需求侧刺激，其力度与节奏将取决于利率及货币政策的进一步调整；其二为库存收储的提速增效，3000亿元保障性住房贷款工具设计亦有优化空间。5月，央行同步下调政策利率，并对再贷款利率实施更大幅度下调，旨在降低地方政府收储成本，推动库存去化进程，进而实现房地产市场的止跌企稳。

二、金融市场与数据的情况

2025年1-6月金融数据呈现明显回升态势。社会融资规模存量同比增速升至8.9%，处于阶段性高位；货币供应量同步改善，M1同比增速回升至4.6%。然而，总量改善之下仍需关注结构性特征。资产端方面，社融与人民币信贷增速缺口依旧存在：社融增速8.9%，信贷增速

7.1%。央行测算指出，若剔除化债等技术性因素，可比口径信贷增速约8%，但缺口仍提示实体经济融资需求有待进一步提振。负债端方面，存款与贷款的相对增长出现显著分化。上半年人民币存款新增18万亿元，已接近2024年全年增幅；同期人民币贷款新增13万亿元，存贷增量差达5万亿元，显示超额存款再度累积，也反映企业与居民有效融资需求仍显不足。进一步观察存款结构可见，尽管总量扩张，银行体系仍面临较大负债压力。原因包括：其一，数次存款基准利率下调后，存款在银行间及银行与非银机构之间流动显著加剧，呈现碎片化、高波动性特征；其二，同业负债成本居高不下，推高整体负债端成本。上述因素导致商业银行净息差持续收窄。因此，流动性投放、政策利率调整等除总量性货币政策工具仍有继续发力的空间外，监管层面也需优化相关指标设计，如同业负债占比、同业存单监管参数等，以稳定负债结构，提升银行体系对实体经济的可持续支持能力。

从债券发行维度观察，2025年上半年宏观经济运行良好与财政政策力度直接相关。广义财政支出规模同比显著扩大，债券发行节奏亦明显前置。以化债方案为例，自2024年启动的10万亿元总体额度按年度平均分配约2.8万亿元，其中包含2万亿元置换债与0.8万亿元特殊专项债。截至最新统计，本年度2.8万亿元额度已发行约80%，进度快于往年。化债政策在“量”与“价”两端同步见效：一方面通过偿还企业应收账款，直接提升地方政府当期支出能力；另一方面以更低利率替换高成本存量债务，显著降低付息压力。回顾2023—2024年，财政均在8—9月进行二次发力，2024年追加地方债额度、启动化债并调整特别国债规模。当前，2.8万亿元化债额度剩余部分预计将在三季度基本发行完毕。市场普遍关注以下接续方案：其一，在年初已确定财政预算的基础上，下半年是否仍具备追加规模或进行结构性调整的空间；其二，鉴于化债成效显著，可否将2026年化债额度提前至2025年使用；其三，新的政策性金融工具何时正式落地，其最终落地时点将成为判断下半年财政政策接续力度的关键。

三、对下半年及明年的展望

2025年下半年至2026年上半年是“十四五”向“十五五”过渡的关键节点，中央及各部门已全面启动“十五五”规划编制工作。在此期间，政策设计需兼顾短期稳增长与中长期结构性改革。人口与养老议题尤为突出，2025年养老金上调2%，释放了明确的保障信号；生育补贴政策目前仍以地方试点为主，亟待在中央层面形成全国统一方案，并在“十五五”规划中细化居民收入持续增长的路径与来源。与此同时，对外开放迎来有利时间窗口。过去两年，美国高通胀及美元、美债收益率处于高位，对资本账户形成压力；当前美国经济基本面与政

策路径不确定性上升，美元指数持续走弱，人民币呈偏强运行态势。全球资本正由美元资产向非美元资产再配置，重估中国资产成为国际资本市场热点。应充分利用汇率稳定、利差收敛的条件，系统推进资本市场制度型开放，优化跨境投融资便利度，提前布局“十五五”时期高水平开放与经济改革的制度框架。

如何进一步促进房地产市场止跌回稳

袁海霞 中国宏观经济论坛（CMF）主要成员，中诚信国际研究院院长

以下观点整理自袁海霞在 CMF 宏观经济月度数据分析会（2025年7月）（总第79期）
上的发言

一、上半年关键经济数据呈现五个“背离”，下半年应对复杂形势需加大逆周期调控与结构性改革同时推进

2025年上半年，我国宏观经济在复杂严峻的内外部环境中展现出较强韧性，总体实现5.3%的经济增长，其中一季度同比增长5.4%，二季度同比增长5.2%，无论是从上半年还是单季度来看均高于近两年的平均水平。经济结构方面，近年来我国经济增长的亮点突出：一方面体现在工业生产中的高技术制造业和装备制造业保持较高增速；另一方面，面对关税冲击，在“抢出口”以及我国出口的商品和国别结构调整的背景下，出口仍保持相对韧性；与此同时，广义财政和“两新两重”发力下，消费和投资的增长相对去年全年进一步改善。伴随经济结构性变化，中国经济增长动能也呈现相应的调整，上半年最终消费对于经济增长的贡献达到52%，高于2020年以来的中位数水平，体现出年初全国两会将提振消费、扩大内需作为今年首要工作内容，取得阶段性成果。

与此同时，6月份部分边际指标出现变化，表现为消费与投资动能同步回落。基于关键数据，可归纳出五项显著背离：

第一，经济名义增速和实际增速出现背离，截至今年二季度，我国 GDP 平减指数累计同比已经连续9个季度为负；

第二，税收收入负增与 GDP 平稳增长的背离，从财政视角观察，2025年1—5月全国一般公共预算收入同比下降3.5%，与同期5.3%的实际经济增速形成显著反差，尽管上半年完整财政数据公布后该差异未出现显著变化，但**税收收入与经济增长之间的背离关系依然突出**；

第三，居民收入分布与宏观经济走势之间呈现背离，宏微观存在显著温差，尽管我国居民可支配收入增速高于 GDP 增速，但居民可支配收入的中位数增速仅为4.8%，已经达到

近两年的相对低点，居民的收入预期指数（90左右）也低于2018-2021年的均值水平（120左右），居民收入感受相对偏低；

第四，由政府债支撑的社融增速与微观主体需求不足引致的信贷增速持续走弱形成背离，该结构性差异表明，经济增长的内生动力仍然不足，而政策性因素作用更为突出，映射出2025年财政政策力度显著加大的事实；与此同时，内生性动力仍需进一步提升；

第五，生产端的强劲表现与需求端疲弱形成反差，制造业企业面临增收不增利的困境。

这些数据背离的背后有短期的经济问题，但更多体现出我国经济运行的深层结构性矛盾与周期性问题相互交织。从下半年经济走势来看，在关税博弈的影响逐步显现，投资边际放缓、地产走弱、价格持续低迷，内需偏弱、有效需求不足有所改善但尚未明显好转的背景下，我国经济增长面临的压力将加大。对此，政策层面，一方面需进一步加大逆周期调控力度，财政与货币政策在下半年应继续协同发力，以对冲经济下行风险，特别是针对消费趋弱、房地产基本面承压等突出问题，应及时出台接续性措施；另一方面，必须同步推进结构性改革，通过改革释放制度红利，如深化要素市场改革、加快全国统一大市场建设、优化收入分配制度改革等，避免单一政策维度应对多元矛盾。值得注意的是，提振消费与扩大内需并非孤立任务，单一政策也难以独立化解当前困境，唯有将财政、货币政策与结构性改革有机融合，方能形成有效、可持续的解决方案，保障下半年经济持续平稳增长。

二、房地产调整仍是影响中国经济内循环的核心

房地产作为宏观运行的焦点行业，尽管部分数据表明房地产对宏观经济的边际贡献有所减弱，但该行业的稳定发展仍具有决定性意义。自2024年9月政策层面明确提出“促进房地产市场止跌回稳”以来，市场已出现积极信号：**行业整体正处于由底部向新周期过渡的阶段**。能否在过渡期内实现企稳，对下半年稳增长目标的实现及全年经济走势具有重要影响。

（一）行业整体处于底部向新周期过渡的阶段，快速下行趋势得到缓解，但企稳回升动力边际走弱

今年以来，房地产市场延续去年四季度以来的改善趋势，经历了一轮“小阳春”，但4月开始呈现走弱迹象，行业整体仍处于底部向新周期过渡的阶段。**量的方面**，1-6月商品房销售面积和销售额的累计同比增速分别为-3.5%和-5.5%，较上月跌幅进一步扩大，更高频的数据(30大中城市商品房销售面积)显示自4月以来楼市成交持续弱于过去四年同期水平，一线城市成交明显好于二三线城市；**价的方面**，新房、二手房的房价指数环比连续两月下行，“924”以来更具有韧性的一线城市房价首次出现“松动”，6月一线城市二手房价格环比下降0.7个百分点，幅度大于二、三线城市。受量价齐跌影响，二季度房地产投资降幅再度走扩，1-6月房地产投资增速下降至-11.2%，仍是固定资产投资的主要拖累。整体来看，“价格下降-信心不足-销售低迷-资金受限-投资下滑”的负向循环有改善，但尚未完全打破。

（二）房企流动性压力依然较大，信用风险仍在释放

从资金到位情况看，今年上半年房地产开发企业到位资金5.02万亿元，同比下降6.2%，降幅逐月扩大，其中占比较高的定金及预收款（29.7%）、个人按揭贷款（14.0%）同比减少7.5%、11.4%，新房销售动能减弱仍然是拖累房企流动性的主要成因之一，此外，国内贷款（占比16.6%）同比减少1.7%，银行放贷整体趋于谨慎。与此同时，今年上半年，房企境内债券融资规模进一步收缩，共发行2121.49亿元，同比、环比降幅分别为23%和13%，净融资延续流出态势，且累计净流出528.23亿元，较去年同期增加225.61%，融资环境难言乐观。其中，国央企主动缩表以应对市场调整，净融资转负，但民企信用债券融资渠道仍然没有恢复，仅有3家民企发债。

（三）由于房地产是宏观经济运行的关键节点，行业下行对经济的拖累较为深远，仍需保持平稳着陆

尽管当前“房地产市场供求关系发生重大变化”，但行业基本面变化并不意味着其要快速下行，需要在相对平稳的状态下向新发展模式转型。一方面，**房地产对宏观经济运行具有系统性影响，行业超调严重拖累经济增长**。房地产占居民财富的60%，相关税收以及土地出让收入贡献占地方财政三本预算近40%，行业增加值占GDP的比重在10%-15%之间，同时也贡献了大量的就业。此轮房地产超调不仅冲击了居民的资产负债表，还通过上下游产业链拖累消费与投资，流动性风险与债务风险不断发酵并向金融系统传导，土地财政弱化也加剧了地方财政收支矛盾，严重拖累经济修复。另一方面，**新动能持续较快增长，但**

目前仍不能完全弥补房地产等传统动能的下滑。近年来，高技术产业投资增速保持较快增长，占固定资产投资比例由2016年的7.9%上升至2024年的16.2%，其接近11%的增长目前还无法完全抵消房地产开发投资11%左右的下滑；从投入产出的角度来看，尽管高技术产业的拉动系数在提升甚至超过房地产，但其总产出的贡献依然低于房地产。

三、供需结构性失衡问题突出仍是房地产的主要矛盾

（一）房地产需求端的疲弱主要与三个因素有关

其一，人口结构变化以及城镇化速度放缓，潜在住房需求或减弱。20-49岁人口作为主力置业人群，规模及占总人口比例自2013年以来波动下行，2024年占比下滑至近40%，同时，当前我国城镇化率为67%，但是以户籍人口衡量的城镇化率只有48%，通过户籍制度改革和公共服务领域补短板，这部分需求仍然可以释放。

其二，高企的居民杠杆率以及居民收入、就业预期偏弱，且受房价下行影响财富效应受损，制约购房能力和意愿提升。一方面，我国居民可支配收入中位数的同比增速仅为4.8%，低于平均增速也低于GDP增速，一定程度说明贫富差距在扩大，使得多数人实际感受是“自己的收入没怎么涨”；另一方面，我国居民就业形势依然严峻，6月城镇调查失业率从年初的5.4%（2月）下降至5%，25-29岁失业率高达7%。此外，居民部门杠杆率处于较高水平，加杠杆空间受到制约，据我们测算，截至2025年6月末，中国家庭债务总额已达92.1万亿元，占GDP比重攀升至67%，其中个人住房贷款余额占比超60%。与此同时，近两年资产价格持续下行进一步削弱居民购房能力与意愿，未来较长一段时间，中国家庭都将面临家庭资产负债表的修复，也将影响房价的修复。

其三，居民信心不足叠加购房观念转变，居民购房意愿下降。一方面，烂尾、房价下行等冲击居民购房信心，包括“持房换房”在内的改善型需求多在徘徊犹豫；另一方面，从社会学的角度来看，年轻人购房观念在发生快速改变，购房意愿不足。根据DT商业观察和DT研究院发布的《2024年轻人购房意愿调查报告》，调查数据显示，超过3成的年轻人认为房子不是必需品，一线城市这一比例超过40%，年轻人因不想背负房贷、降低生活品质或房价超出承受范围而选择不买房。

综上所述，人口结构变化、居民杠杆及收入预期、代际观念转变三方面构成当前房地产需求收缩的核心约束。尽管官方明确“房地产市场供求关系发生重大变化”，但着眼于未来止跌回稳，仍有三个方面的需求空间。

一是家庭小型化、多样化、人民对“好房子”的追求；根据普查数据，2010-2020年平均每个家庭户规模由3.10人降至2.62人，家庭户规模继续小型化，同时也可能导致更多的住房和更大的人均住房面积需求；

二是人的生命周期即在不同阶段对房子的需求差异等对房市仍有多样性的需求。人在不同阶段对房子的需求存在差异，适婚刚需、育儿引发的学区房需求，以及中老年改善型养老需求，差异显著。同时，新市民安家、年轻群体独立居住需求，加上投资需求，这些不同维度需求相互叠加，为未来房市需求提供有力支撑；

三是如果“以人为本”的城镇化战略得以全面落实，社保、公共服务补短板到位，“新市民”需求也会加快释放，这也是我们在“十五五”规划中需要重视的方面。

（二）供给端库存仍处高位，去化压力持续较大

目前，房地产去库存压力仍然较大，截至2025年6月，商品房待售面积达到7.69亿平方米，已经高于上一轮库存新高（2016年2月7.39亿平方米）。从收储进展看，自2024年5月中央提出收购存量商品房用作保障性住房以来，全国已有超过60个城市表态支持“收储”工作，相关工作已经取得阶段性成效。当前贵阳、长春、保定等10多个城市收购商品房项目落地，筹集保障性住房超过15万套；广州、佛山探索了将收购存量商品房与城中村改造相结合的途径，部分城中村改造项目使用城中村改造专项借款收购存量商品房作为安置房；专项债收储方面，当前用于收购存量商品房的专项债仅落地浙江、四川两省且规模较小，专项债支持相关领域仍面临一些难点。**相对于商品房库存高位来说，当前收储进展仍然偏慢，主要原因在于：**

一是供需结构性失衡。当前，90%以上的存量商品房集中在二三四线城市，核心一线城市库存去化压力相对较小。但从保障房需求方面看，一线城市由于经济发展水平高、就业机会多，吸引了大量青年人、新市民涌入，对住房的需求较大，但又无法承受一线城市的高房价，由此产生了大量保障房的需求，商品房库存的分布和需求错位进一步加大收储难度。

二是成本收益不匹配。从项目收益看，今年5月全国百城住宅租金收益率为2.34%，如果是保障性住房则租金收益率更低；从资金成本来看，2024年5月央行设立的3000亿元保障性住房再贷款利率为1.75%，2025年5月再贷款利率降低至1.5%，但考虑到运营成本、配套资金成本、税金成本等，最终成本可能高于租金收益率，这也是当前商品房收储推进缓慢的最大制约。如果发行专项债用于商品房收储，2025年1-5月专项债平均发行成本在2%左右，10年国债到期收益率（2025年6月）为1.65%，成本收益更加难以匹配。由此，地方政府与房企均面临收益无法完全覆盖成本的现实约束，成为制约收储的关键因素。

三是双向激励机制不健全。对于房企来说，虽然收购其存量商品房有助于减轻库存压力、缓解流动性，但从目前来看，房企的参与意愿并不高。对于地方政府来说，项目成本收益难以平衡下，地方政府本身对推进商品房收储的动力有限，同时还缺少考核、政策倾斜等更加具体、实际的激励机制，进一步削弱了地方政府收储的意愿。

四、如何进一步加大力度促进房地产止跌回稳？

鉴于需求端与供给端均存在制约因素，下一阶段须按照国务院部署，以“商品房+保障房”双轨供给体系为抓手，推动房地产市场止跌回稳。近期召开的中国城市工作会议也再次明确，住房体系应坚持“市场归市场、保障归保障”的原则。从短期供求关系看，一线和新一线城市有望完成“止跌回稳”目标，大部分城市仍将面临房价下跌压力，复苏分化将成为新常态。针对这一结构性特点，建议采取以下措施：

（一）商品房完全放开限制性政策，尤其是北京上海一线核心城市

从商品房的角度来看，现在全国仅北京、上海还保留部分限购政策，不利于需求释放，建议采用市场化手段，全面取消限购限贷，释放全部需求，同时，降低首付比例、下调存量房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、降低交易税费等，加大对改善型住房需求的信贷支持、政策支持等，通过一线城市企稳带动整体企稳。

（二）“严控新增避免一刀切”，同时完善收储机制，加快收储节奏，更大力度“去库存”

消化存量商品房的关键在于完善收储机制并扩大保障房供给。依据常住人口与户籍人口城镇化率缺口测算，当前我国约有3亿“新市民”（包含6000万左右的留守儿童），要

满足其住房需求，除了鼓励自行购买商品住房外，根据我们的测算，大约还需要1亿套保障房。按照10年内解决保障房问题，且保障房中50%-80%来源于收储的情况下，共需要资金20-32万亿元。在“十五五”规划框架下，如2025年度内难以一次性满足约20万亿元的资金需求，可先行通过预算结构调整，追加部分资金以启动收储。后续年度依据收储进度与资金紧张程度，动态安排拨付节奏。

鉴于成本与收益匹配难度较大，**建议由中央主导商品房收储**，通过发行国债或者特别国债丰富资金来源，地方用好用足保障性住房再贷款和专项债等支持政策，以降低资本成本、提升项目盈利空间。此外，**可考虑由中央和地方共同建立商品房收储基金**，基金资金一方面用于房源收储，另一方面通过制度安排缓释房企流动性风险。同时，**通过建立合理的激励机制提升房企和地方政府参与商品房收储的意愿**，如由中央给予地方收储贴息、对收储工作完成较好的地区给予适当奖励等。

收储房源的用途须与宏观人口结构及城市人口流动趋势相匹配：一方面，优先用于一线城市供给短缺的长租公寓、人才公寓，并同步降低申请门槛，以有效缓解青年群体与新市民的居住压力；另一方面，应结合人口老龄化进程，适当向养老公寓等适老化住房产品倾斜，形成多层次、差异化的住房保障体系，推动房地产去库存的同时托底民生。

（三）推进以人为本的新型城镇化建设，深化户籍制度改革、推进公共服务补短板，释放需求的同时也减少社会问题

部分症结难以通过短期政策彻底解决，须同步推进结构性改革。**重点在于加快户籍制度改革与公共服务补短板**，中央政府需进一步加大投入力度。当前以人为本的新型城镇化还有很大发展空间，建议进一步深化户籍制度改革，加强教育、医疗、养老、住房等领域投入，推动未落户常住人口均等享有基本公共服务，这样一方面可以持续释放内需潜力，另一方面在一定程度也能减少部分社会问题。

（四）跟随新的需求变化，完善租售双轨制

可结合不同人群的住房需求，完善租售双轨制，提供多样化的住房供给。如完善长租公寓建设和运营，借鉴日本的经验，将收购的商品房改造成老年公寓、医养结合的康养中心；再如针对我国家庭逐渐小型化的特点，完善一批“小而美”的“好房子”等等，通过租房市场和商品房销售市场共同发力，实现居民住“好房子”的愿望。

（五）构建“人房地钱”联动的房地产发展新模式，还需深化土地管理制度改革

当前严控新增的调控政策需与土地财政现实及新需求空间重新平衡。新增需求的空间分布与人口流动、人口规模和产业布局高度相关，因此土地供应应避免“一刀切”，而应由局部均衡走向整体均衡，建立动态化、差异化的供地机制。盘活存量方面，建议推动集体地入市，有效盘活存量闲置、低效、破碎化土地，推进农村集体经营性建设用地与国有建设用地同等入市、同权同价，提升城市建设用地规划弹性，建立健全城乡统一的建设用地市场，有效盘活存量闲置土地。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104

Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

