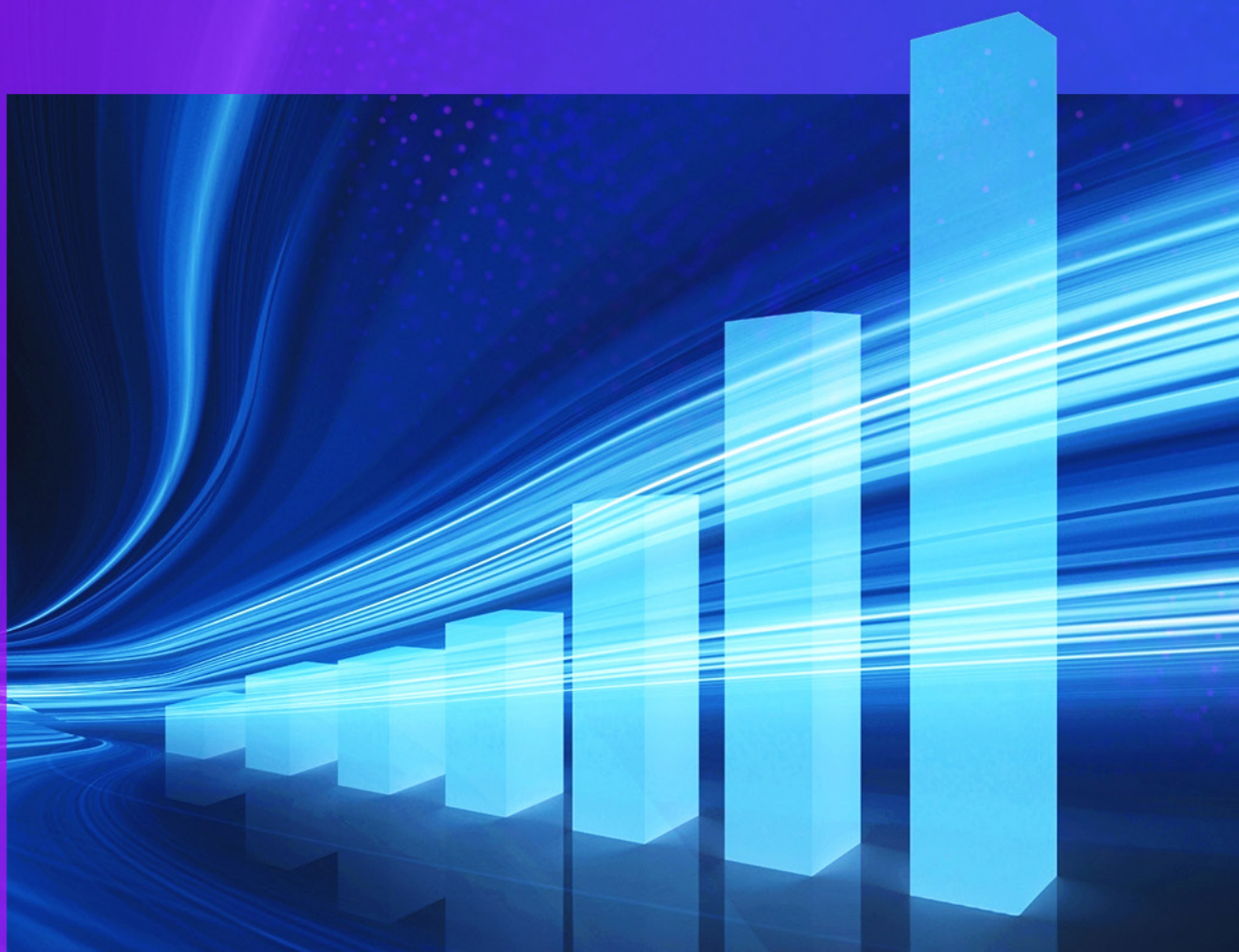


中国经济观察

2025年第三季度



目录



要点综述

2



经济走势

5

- 二季度经济维持韧性，政策迎新一轮布局 6
- 外部环境不确定性提升，二季度投资增速放缓 12
- 消费主引擎动能持续增强 24
- 低通胀环境有望渐进改善 29
- 货币政策注重总量充裕与结构优化 33
- 多元化对外开放支撑贸易韧性 37
- 人民币汇率稳中有升 43
- 中国香港经济温和增长 45
- 全球经济韧性尚存 48



政策分析

55

- 国务院发布关于持续推进城市更新行动的意见 56
- 《民营经济促进法》正式实施，为民营经济发展注入强心针 63
- 加快供应链数智化发展 70
- 从商品到服务，消费转型助力经济新动能 75
- 《中央企业发展规划管理办法》发布，助企开展“十五五”
规划编制 79



附表：主要经济指标

88

要点综述

2025年上半年中国经济增速达到5.3%，高于年初政府设定的“5%左右”经济增速目标。二季度实际GDP同比增速达到5.2%，较一季度下行0.2个百分点。二季度季调环比增速为1.1%，高于2021年以来历史均值，好于市场预期。在美国高额关税影响下，二季度我国经济增速仍然显现韧性。一方面企业“抢出口”活动仍然活跃，带动国内生产保持旺盛。另一方面在“两新”政策支持下，居民消费、制造业投资对国内需求形成支撑。

需要注意的是，下一阶段经济运行存在三方面隐忧。一是国内供需矛盾突出，国内物价持续探底。6月规模以上工业产销率为历史同期最低值，二季度GDP平减指数为-1.3%，连续第九个季度为负，将对下一阶段内需的修复带来挑战。二是房地产修复进程仍不明朗。今年4月以来，房地产修复进程再度出现波折，销售、投资、价格均出现不同程度回落，房地产对于内需改善的掣肘仍然存在。三是下半年出口或将走弱。全球经济增速放缓，叠加美国正在设定新一轮的贸易协定，将对我国开拓新市场带来潜在负面影响。

产出方面，上半年工业增加值同比增长6.4%，较一季度下行0.1个百分点。出口走弱是二季度工业生产放缓的关键原因。上半年出口交货值增速达4.2%，较一季度下行2.5个百分点。受美国高额关税影响，消费电子产品所在的电子设备、电气机械行业，以及劳动密集产品所在的塑料制品、纺织服装、家具制品等行业在二季度生产活动均有所放缓。二季度工业生产也有两点支撑因素：一是部分商品国内需求保持旺盛，对冲外需收缩影响。二是上游商品如铜、原油价格于二季度走强，提振了当期有色金属冶炼、石油加工业生产表现。展望下一阶段，国内生产动能或将持续放缓。一方面，下半年外需表现将在高基数、“抢出口”效应退却后边际回落，出口导向商品生产将进一步回落。另一方面，针对当前国内存在的供需分化格局，当前政策高度关注“反内卷”，并通过行政调控手段平衡钢铁、煤炭等上游产业的国内供需格局，前期表现较为稳健的黑色、非金属矿产行业生产未来或将承压。

消费方面，上半年社会消费品零售总额同比增长5.0%，高于去年同期1.3个百分点，总体延续去年四季度以来的良好恢复态势。二季度增速较一季度加快0.8个百分点至5.4%，得益于以旧换新补贴政策与电商年中促销活动的双轮驱动。汽车、家电、通讯器材、办公用品、家具五大类以旧换新商品拉动当期商品零售增长5.7个百分点，贡献率高达84.4%。与此同时，以旧换新政策在引导绿色化、智能化消费升级方面的作用也在进一步增强，新能源汽车、节能家电、智能家电消费均保持较快增长。此外，情绪经济赋能轻奢、潮玩、健身等升级类消费新赛道，金银珠宝、体育娱乐用品消费实现高速增长。展望下半年，由于国补资金绝对规模小于今年上半年及去年，且使用节奏上或将均衡调整，叠加居民前置更换耐用品对未来需求的透支影响可能逐渐显现，以旧换新对社零的拉动作用将趋于走弱。不过，伴随着稳就业和促消费政策的持续发力，服务消费和新型消费的不断拓展，消费仍将保持一定韧性，继续发挥经济增长的主引擎作用。

投资方面，上半年固定资产投资增速达2.8%，较2024年全年回落0.4个百分点。其中二季度增速为2.1%，较一季度下行2.1个百分点。制造业、基建、房地产投资均出现回落。制造业投资同比增速由一季度的9.1%回落至6.7%，主因外贸环境不确定性增加，叠加内需持续偏弱，企业投资活动相对谨慎。基建投资增速回落到7.6%，较一季度下降近4个百分点，则受地方政府财政收入下行影响，也与上半年经济运行总体保持平稳，政府扩张意愿走弱有关。而房地产投资进一步探底，同比增速由一季度的-9.9%下行至-12.9%。展望下一阶段，“反内卷”推进有望带动部分行业价格回升、利润改善，制造业企业投资意愿或将迎来修复。当前政府投资项目储备相对充裕，城市更新领域投资或将迎来新一轮扩容。在新一轮政策性金融工具的支持下，基建投资有望企稳回升，更好地承担起稳定经济基本面的角色。房地产方面，未来政府预计进一步因城施策释放居民住房需求，并可能提高增量资金对房地产收储、城中村和危旧房改造等领域的支持，房地产投资动能或将在下半年阶段性企稳。

出口方面，上半年我国出口同比增长5.9%，高于去年同期2.2个百分点。二季度增速从一季度的5.7%走强至6.1%。中国出口在全球关税风暴中展现出超预期的韧性，主要得益于多重因素支撑：一是美国对等关税豁免期内，全球制造业景气度有所回升；二是中国外贸市场的多元化格局加速发展，非美增量有效弥补对美减量；三是5月以来中美经贸关系缓和，中国对美“抢出口”、“抢转口”短期得以延续；四是我国高端制造与新能源产品国际竞争力不断增强。展望下半年，出口或将出现回落。一是全球贸易前景不确定性加大，进出口需求有所减弱。二是上半年我国外贸企业“抢出口”活动透支了部分下半年出口需求，下半年出口规模将弱于往年同期。三是美国在与其他国家的贸易协定中，可能对我国贸易活动设立间接限制，同样将对我国出口带来潜在负向影响。不过，在多元化对外开放及高技术产品竞争优势的支撑下，我国出口长期韧性犹存，下行风险可控。

财政政策方面，二季度公共财政收入同比增速由-1.1%上行至0.6%，主要由于企业所得税增速加快，去年底提前入库的影响逐步走弱。而公共财政支出同比增速由一季度的4.2%下行至2.6%，政府支出重心向民生领域、科技文旅领域倾斜，而基建领域支出则明显放缓，反映二季度财政扩投资意愿不足，拖累同期基建投资增速表现。二季度财政投资意愿不足，一方面由于同期非税收入、房地产税收等地方政府收入表现偏弱，压制地方政府扩投资能力。另一方面，二季度经济运行相对平稳，财政逆周期调节力度意愿走弱，而政府债券融资更多用于风险防范而非扩投资。下一阶段，国内经济下行压力加大，财政扩张必要性与重要性回升，重点关注三个发力方向：一是专项债以及超长期特别国债的发行节奏将进一步加快，预计到三季度末基本完成今年剩余额度发行，并确保资金尽快转化为实物工作量，形成有效投资拉动。二是适时新设政策性金融工具，补充重大项目建设资本金。三是中央财政还有比较大的举债和赤字提升空间，四季度还可能进一步提升赤字率和增发超长期特别国债，做好“十四五”收官并向“十五五”平稳过渡。

货币政策方面，上半年央行相机抉择，政策目标优先级动态调整。一季度因前期政策效果仍在持续显现，国内经济开局良好，逆周期调节压力不大，货币政策更加侧重防风险、防空转，关注人民币汇率波动、长债利率变化及银行净息差压力。二季度随着外部冲击逐渐显现，金融市场波动加剧，同时物价持续低迷、房地产市场再度走弱。以5月7日一揽子金融政策的推出为标志，货币政策优先目标转向稳增长和促进物价合理回升。展望下半年，货币政策将保持流动性充裕，但会把握好政策实施的力度和节奏，延续多目标轮动的特征。因货币政策的传导需要时间，已经实施的货币政策的效果还会进一步显现。短期内货币政策或进入观察期，不急于进一步加码宽松，对防风险、防空转的关注度可能再次提升。但年内降准降息的可能性和必要性仍存，以促进社会综合融资成本进一步下行，时点可能在三季度末或四季度，根据国内经济表现、中美关税谈判及海外降息情况而相机抉择。结构方面，预计将继续聚焦支持科技创新、提振消费、稳定外贸、稳定楼市股市等主线，有望进一步优化现存工具或创设新的工具，做好“两重”“两新”与金融“五篇大文章”等的融资支持。

国际方面，7月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告。报告指出，在外部环境不确定性持续的情况下，全球经济韧性尚存。IMF将2025年全球经济增速预期调整为3.0%，低于2024年3.3%的增速，但较4月的预测上调0.2个百分点。这一上调更多受短期因素支撑，包括在加征关税的预期下，进出口活动提前释放；美国最终实施的关税幅度低于市场预期；美元走弱带动金融条件改善，以及部分主要经济体加大财政支持力度。通货膨胀方面，IMF预计全球总体通胀率将于2025年降至4.2%，较2024年下降1.6个百分点，但各国之间的表现差异依然显著。未来全球经济前景仍面临诸多下行风险。首先，对等关税的最终实施将使得有效关税税率上升，削弱未来的经济动能。此外，局部地缘局势的紧张可能扰乱供应链，推高能源和原材料价格。在公共债务高企的背景下，多个经济体或将面临财政赤字的持续扩张，尤其是市场对美国财政可持续性的担忧或推高美债期限溢价，使全球金融市场波动，需要企业特别关注。

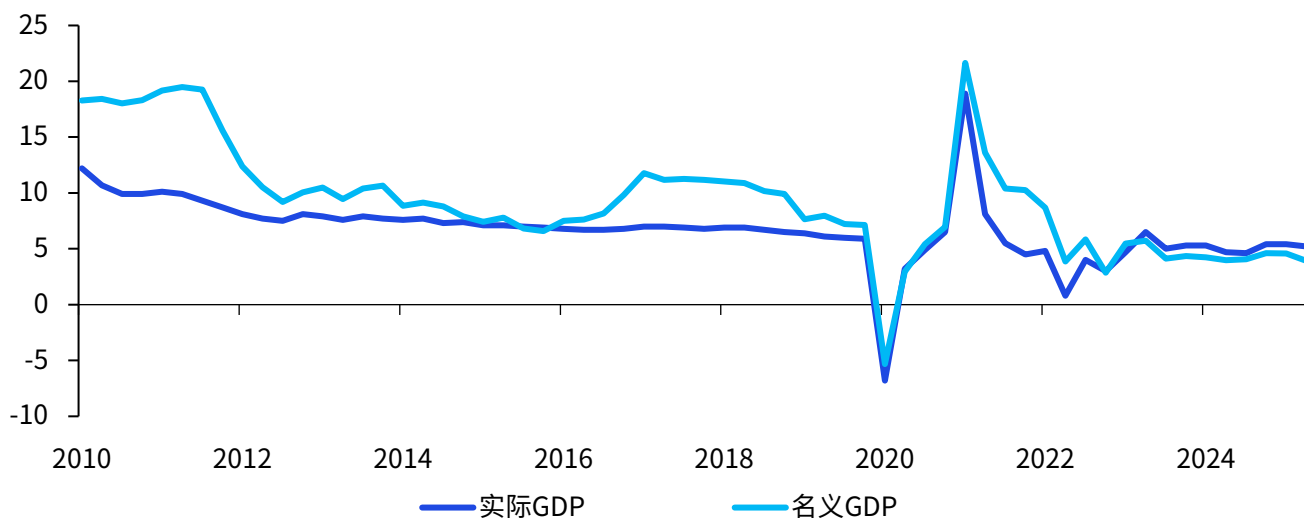
经济走势

二季度经济维持韧性， 政策迎新一轮布局

2025年上半年中国经济增速达到5.3%，高于年初政府设定的“5%左右”经济增速目标。二季度实际GDP同比增速达到5.2%，较一季度下行0.2个百分点。二季度季调环比增速为1.1%，高于2021年以来历史均值，好于市场预期。在美国高额关税影响下，二季度我国经济增速仍然显现韧性。一方面企业“抢出口”活动仍然活跃，带动国内生产保持旺盛。另一方面在“两新”政策支持下，居民消费、制造业投资对国内需求形成支撑（图1）。

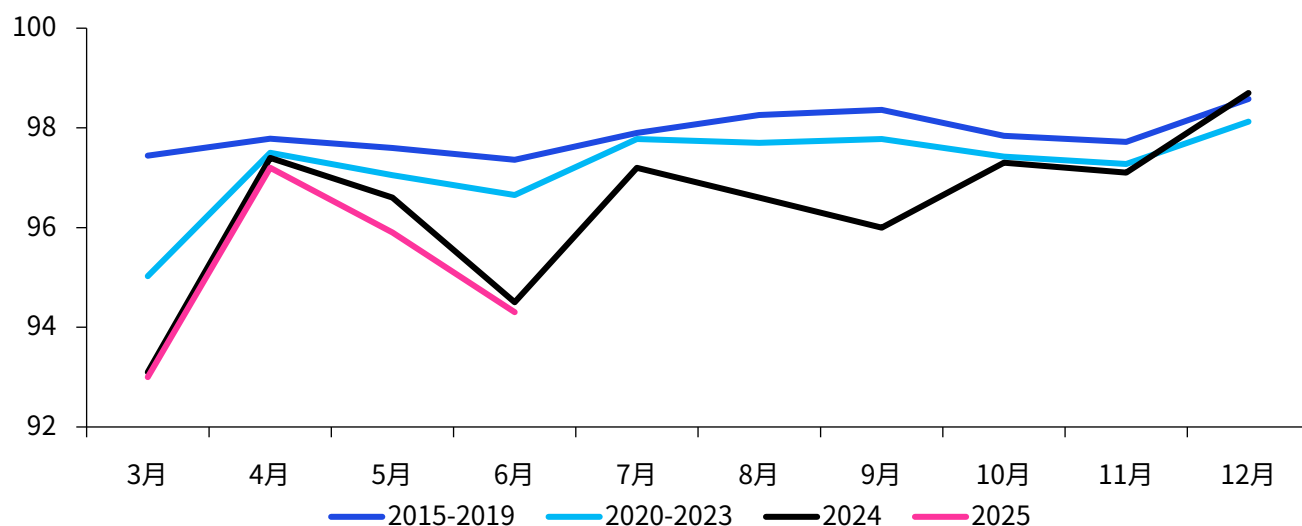
需要注意的是，下一阶段经济运行存在三方面隐忧。一是国内供需矛盾突出，国内物价持续探底。6月规模以上工业产销率为历史同期最低值（图2），二季度GDP平减指数为-1.3%，连续第九个季度为负，将对下一阶段内需的修复带来挑战。二是房地产修复进程仍不明朗。今年4月以来，房地产修复进程再度出现波折，销售、投资、价格均出现不同程度回落，房地产对于内需改善的掣肘仍然存在。三是下半年出口或将走弱。全球经济增速放缓，叠加美国正在设定新一轮的贸易协定，将对我国开拓新市场带来潜在负面影响。

图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图2 规模以上工业企业产销率，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

注：工业企业产销率为销售产值和工业总产值的比率，用来反映工业产品的产销衔接情况。

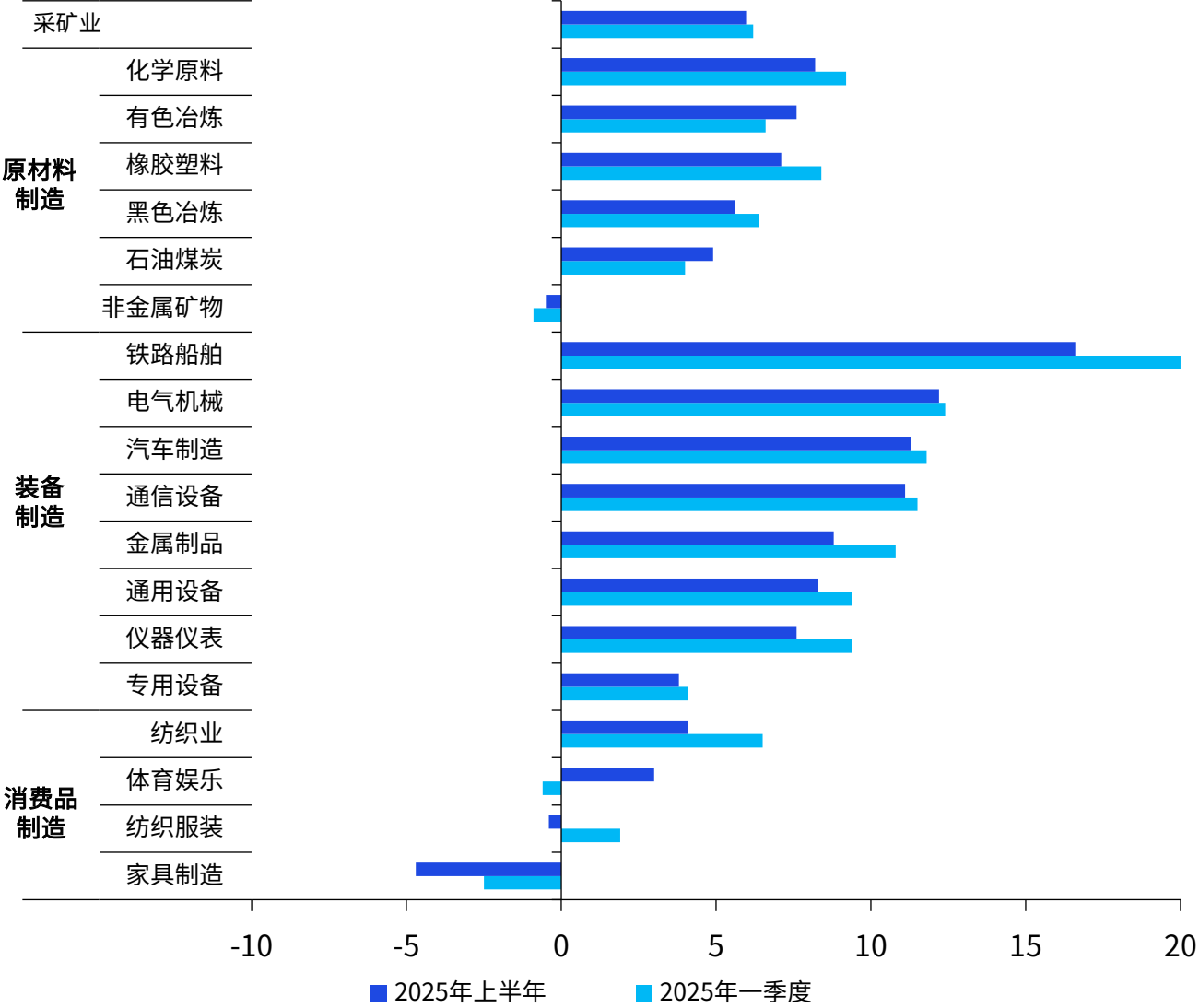
产出方面，第三产业产值增速回升，对GDP贡献由一季度的59.1%上行至61.2%，主要是因为居民消费需求旺盛，二季度批发零售、住宿餐饮业产值增速回升。另外，二季度国内资本市场平稳运行，人工智能技术持续发展，带动金融业、信息传输、软件和信息技术服务业二季度产值增速走强。相较第三产业，第二产业产值二季度增速明显放缓，由一季度的5.9%降至二季度的4.8%，对GDP贡献由一季度的38.3%降至34.2%，主要是由于出口和房地产行业的拖累，影响了当期工业和建筑业的生产表现。

进一步观察工业生产表现，上半年我国规模以上工业增加值同比增长6.4%，较一季度的6.5%下行0.1个百分点。出口走弱是二季度工业生产放缓的关键原因。上半年出口交货值增速达4.2%，较一季度增速下行2.5个百分点。受美国高额关税影响，消费电子产品所在的电子设备、电气机械行业，以及劳动密集产品所在的塑料制品、纺织服装、家具制品等行业在二季度生产活动均有所放缓。上述行业对上半年工业增加值拉动较一季度回落0.2个百分点。

二季度工业生产也有两点支撑因素。一是部分商品国内需求保持旺盛，对冲外需收缩影响。例如，体育与娱乐制品制造业，虽然出口交货值的累计同比由一季度的7.3%下行至上半年的1.6%，但是体育娱乐用品、文化办公用品国内零售表现强劲，体育与娱乐制品制造业增加值同比增速由一季度的-0.6%上行至上半年的3.0%，对工业增加值的拉动由较一季度上行0.04个百分点。二是部分上游商品如铜、原油价格于二季度走强，提振了当期有色金属冶炼、石油加工业生产表现，两者上半年对工业增加值的较一季度上行0.1个百分点。

展望下一阶段，国内生产动能或将持续放缓。一方面，下半年外需表现将在高基数、抢出口效应退却后边际回落，出口导向商品生产将进一步回落。另一方面，针对当前国内存在的供需分化格局，当前政策高度关注“反内卷”，并通过行政调控手段平衡钢铁、煤炭等上游产业的国内供需格局，意味着前期表现较为稳健的黑色、非金属矿产行业生产未来或将承压（图3）。

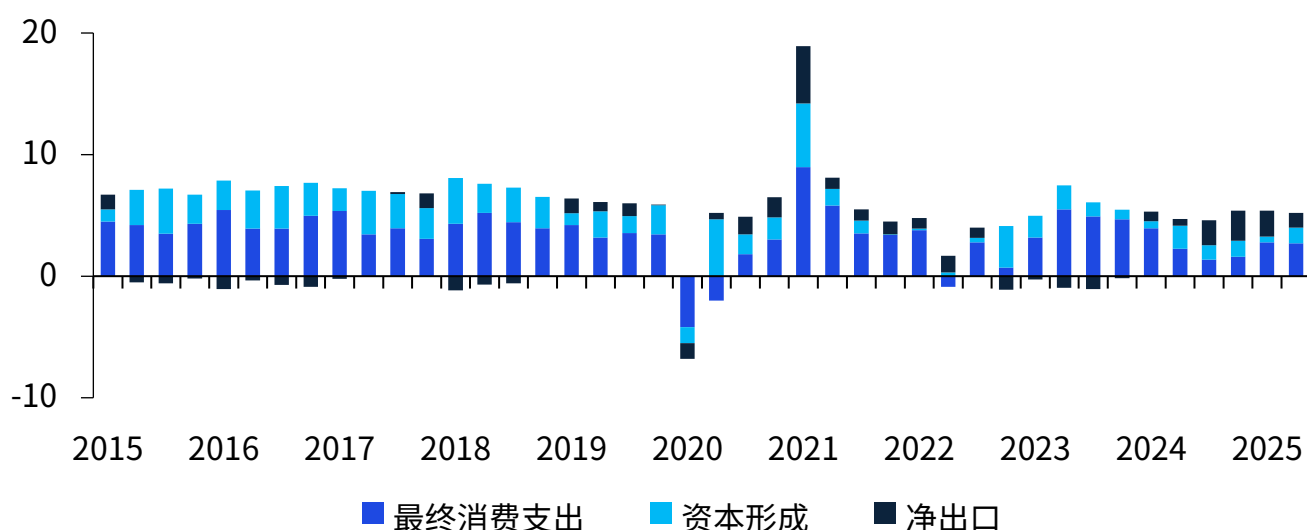
图3 分行业规模以上工业企业增加值增速，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，在二季度以旧换新政策持续支撑下，消费仍然是今年二季度经济首要拉动项，拉动GDP增长2.7个百分点，贡献了52.3%的GDP增速，较一季度上行0.6个百分点。而在4月美国对华加征高额关税背景下，二季度我国出口环比动能快速回落，净出口拉动GDP增速1.2个百分点，较一季度下行0.9个百分点，对GDP增长率贡献也由前值39.5%的高位降至23.0%。外需放缓背景下，国内投资在设备更新政策、城市更新及其基建项目支撑下，相对稳健，且二季度为投资开工高峰期，占当期GDP比重回升，对GDP拉动由一季度的0.5%上行至1.3%，对GDP的贡献率则由一季度的8.7%上行至24.7%（图4）。

图4 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点

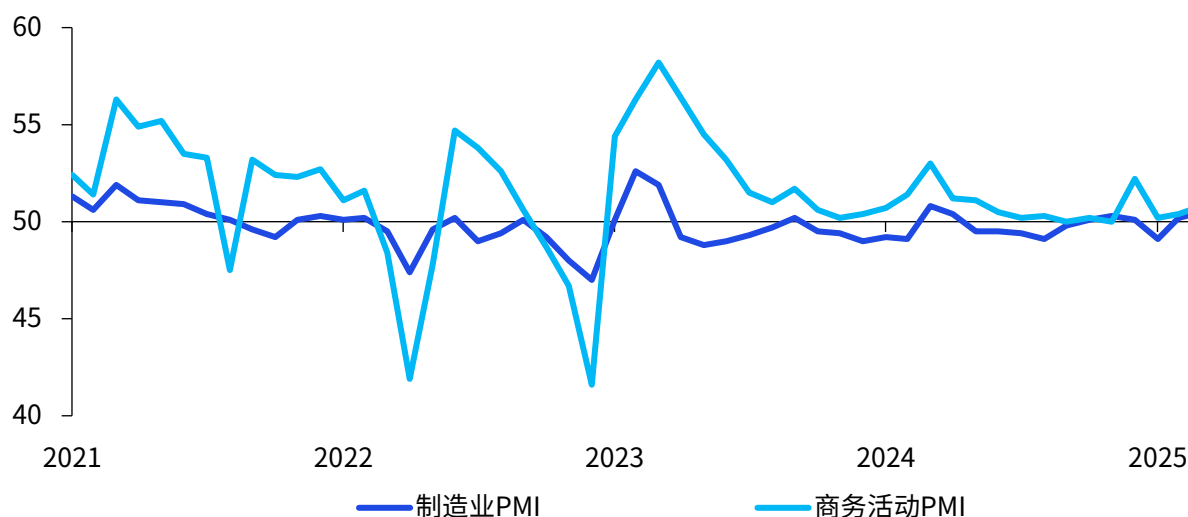


数据来源：Wind，毕马威分析

受部分地区高温、暴雨洪涝灾害，以及前期“抢出口”活动减弱的影响，7月制造业PMI达49.3%，较上月下降0.4个百分点，环比表现低于历史同期水平（图5）。从分项观察，本月新订单指数达49.4%，较前值下行0.8个百分点，且再度回落至荣枯线以下。需求走弱，一方面由于国内以旧换新补贴政策阶段性回落，居民消费需求走弱，另一方面则由于出口需求同步回落，7月新出口订单指数达47.1%，较上月降低0.6个百分点，或与前期企业“抢出口”效应退坡有关。需求走弱，叠加国内“反内卷”政策推开，对本月生产表现带来负向拖累，7月生产指数达50.5%，较上月下行0.5个百分点。值得注意的是，虽然当前国内生产表现仍强于需求，但在“反内卷”政策的推动下，本月价格指数表现亮眼，出厂价格指数达48.3%，较上月回升2.1个百分点，而主要原材料购进价格指数达51.5%，较上月回升3.1个百分点，自今年3月份以来首次升至临界点以上。当前政策聚焦稳定物价，改善市场预期，叠加现阶段中美贸易紧张局势持续缓解，7月企业经营预期有所改善，生产经营活动预期指数为52.6%，比上月上升0.6个百分点。

7月非制造业PMI达50.1%，较上月下降0.4个百分点，仍高于临界点。其中建筑业PMI达50.6%，较上月下降2.2个百分点，主要受近期部分地区持续高温、暴雨洪涝灾害等不利因素影响，建筑业施工有所放缓。而服务业PMI保持在荣枯线附近，为50.0%。在暑期假日效应带动下，与居民出行和消费相关的铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业景气度保持在较高水平。其中，房地产商务活动指数低于临界点，景气度偏弱。截至7月27日，30个大中城市新房成交量在7月同比下降11.3%，仍处于较低水平。

图5 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

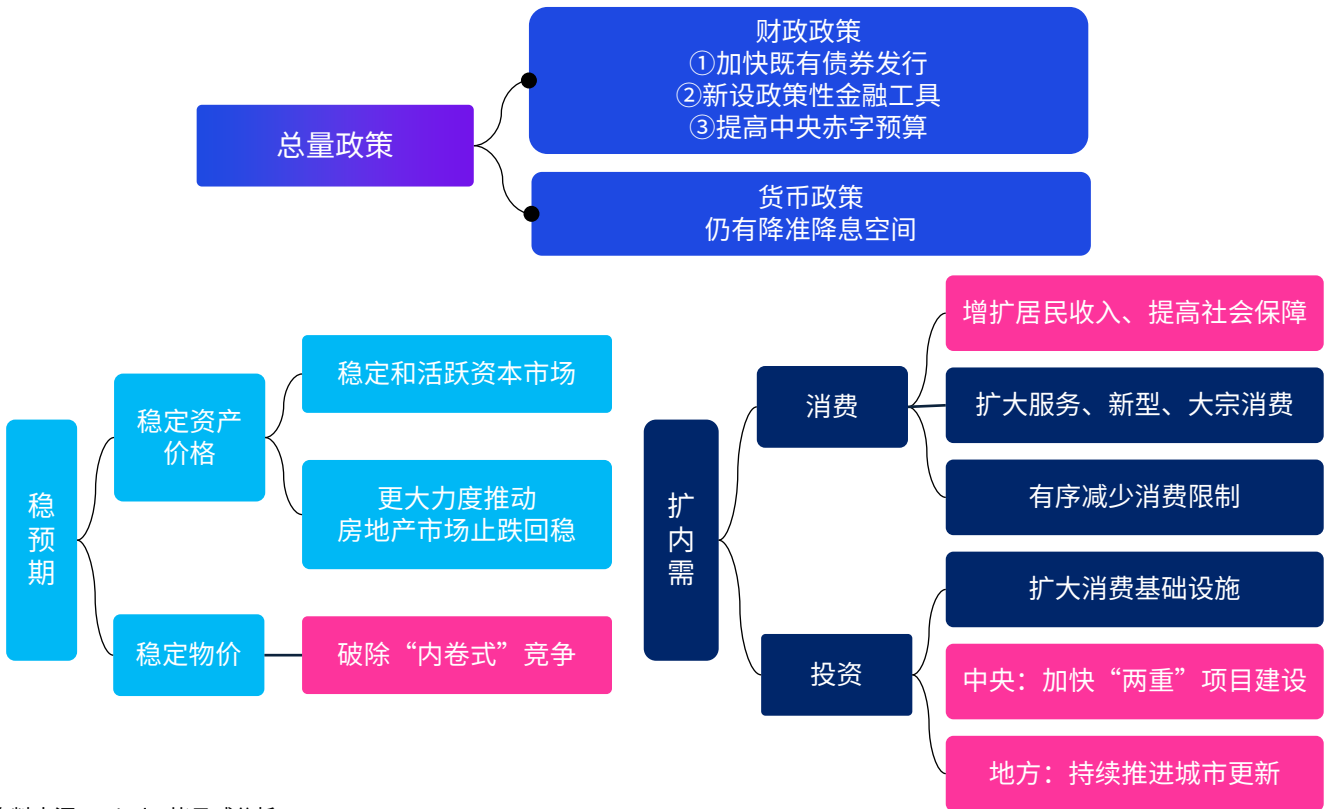
根据高频数据观察，下一阶段，我国出口下行压力已经边际显现，而国内需求仍然偏弱，房地产修复前景仍不明朗，叠加2024年下半年经济增长基数较高，全年“5%左右”经济增速目标的实现仍需增量政策助力。为进一步稳定社会预期，提振国内需求，今年7月初以来，政策在总量与结构上迎来新一轮布局。

对于总量政策，7月政治局会议明确宏观政策要持续发力、适时加力。用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。未来财政政策将有三点发力方向，一是将继续加快专项债以及超长期特别国债的发行使用，预计到三季度末基本完成今年剩余额度发行，并确保资金尽快转化为实物工作量，形成有效投资拉动。二是适时新设政策性金融工具，补充重大项目建设资本金。三是中央财政还有比较大的举债和赤字提升空间，四季度还可能进一步提升赤字率和增发超长期特别国债，做好“十四五”收官并向“十五五”平稳过渡。货币方面，年内依然有降准降息的空间，时点可能在三季度末或四季度，根据国内经济表现、中美关税谈判及海外降息情况而相机抉择。

从结构上来看，政策短期聚焦提振物价，长期则引导居民消费需求回升。短期来看，今年上半年，我国物价始终处于较低水平。一旦居民、企业形成通缩预期，往往会倾向缩减当期消费与投资，经济容易陷入“通缩螺旋”。为规避上述情况的出现，短期政策聚焦稳定物价。7月初，中央财经委会议强调依法依规治理企业低价无序竞争，随后各行业协会、地方政府积极响应，通过强化行业自律、规范企业行为、破除地方保护等方式落实这一政策目标，并且在当前已经有效稳定部分商品价格。7月政治局会议明确企业家要勇立潮头，以优质产品和服务赢得市场竞争主动。下一阶段低价竞争格局有望改善。除了调控企业生产供给行为，下半年政府投资也将迎来扩张，助力物价企稳。而城市更新、“两重”项目将成为重点投资领域。7月中旬，中央时隔10年召开城市工作会议，明确以城市更新为抓手推动城市发展。而在7月下旬，雅鲁藏布江下游水电工程开工，体现“两重”建设对于基建逆周期调节的压舱石作用。长期来看，为实现国内经济由投资驱动向消费驱动的转型，政策正在积极提高社会保障，增扩居民收入。7月下旬以来，国家已经公布育儿补贴制度实施方案，免费学前教育政策，下一步或将继续通过发放失能老年人养老服务补贴等方式提高居民社会保障，释放居民潜在消费需求。

总体而言，在当前政策组合下，下半年物价水平有望进一步企稳，而地方政府主导的城市更新以及中央政府主导的“两重”项目投资将迎来新一轮扩张，成为推动下半年国内需求回升的关键力量。而增量财政资金的投放时点以及规模，将决定下半年经济企稳的节奏与上行空间（图6）。

图6 下一阶段政策发力方向



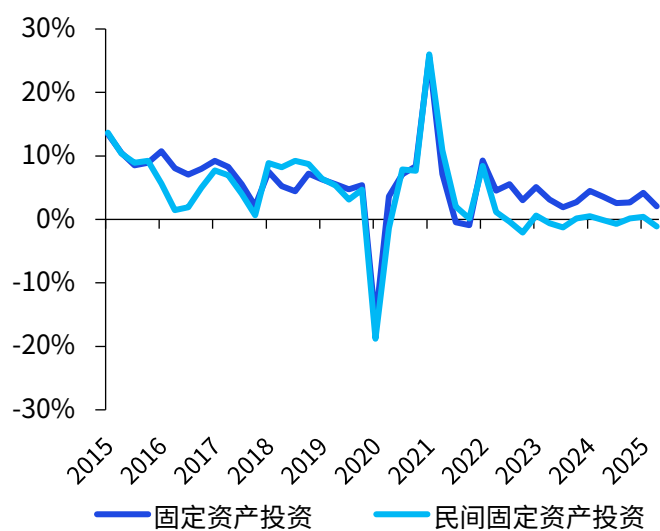
资料来源：Wind，毕马威分析

外部环境不确定性提升 二季度投资增速放缓

2025年上半年固定资产投资增速达2.8%，较2024年全年的3.2%回落0.4个百分点。其中，二季度固定资产投资增速达2.1%，较一季度的增速下行了2.1个百分点（图7）。二季度制造业、基建、房地产投资均出现回落（图8）。制造业投资同比增速由一季度的9.1%回落至6.7%，主要是二季度外贸环境不确定性提升，叠加内需持续偏弱，企业投资活动保持谨慎。二季度基建投资增速则回落到7.6%，较一季度的11.5%下降近4个百分点，主要是由于二季度地方政府财政收入走弱，叠加经济运行总体保持平稳，政府扩张意愿较一季度走弱。房地产投资进一步探底，同比增速由一季度的-9.9%下行至二季度的-12.9%。新房销售同比增速较一季度再度回落，二季度居民收入预期进一步走弱，压制购房需求。

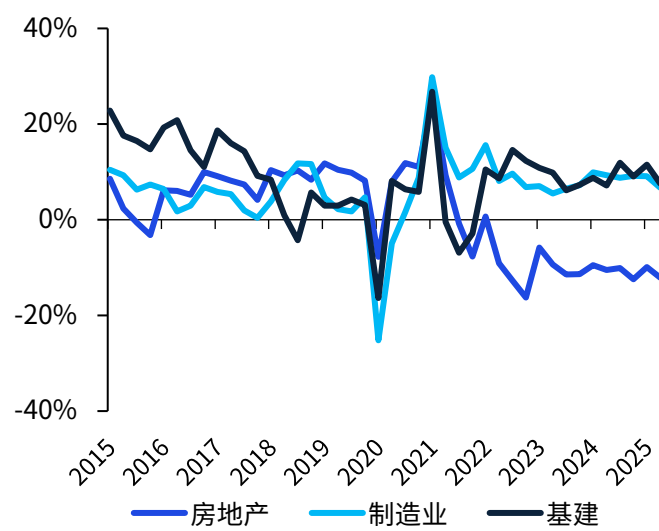
民间固定资产投资上半年同比增速转为负值达-0.6%，较2024年全年的0.1%大幅回落，其中二季度增速达-1.1%，较一季度下行1.5个百分点。但基建领域民间投资表现明显改善，上半年投资增速达到9.5%，较去年全年上行3.7个百分点。面临较大的宏观经济不确定性，市场化程度较高行业的民营企业投资缩减幅度较大。

图7 固定资产投资增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 固定资产投资分部门增速，当季同比，%



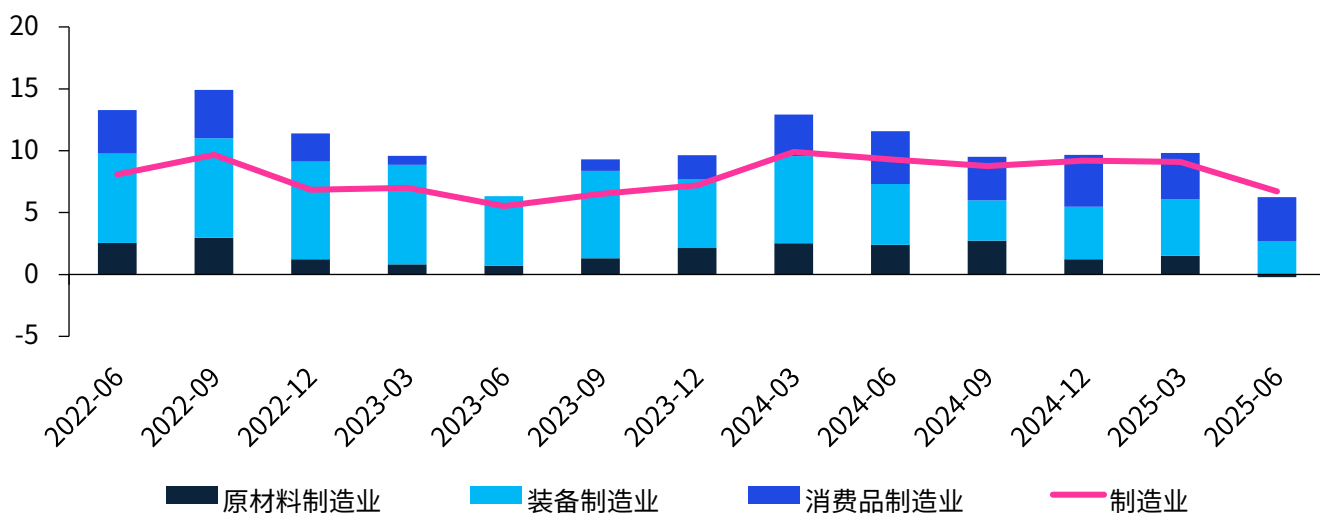
数据来源：Wind，毕马威分析

外贸环境不确定性提升，制造业投资趋缓

今年上半年制造业投资增速为7.5%，低于2024年全年9.2%的水平。其中二季度制造业投资同比增速达6.7%，较一季度的9.1%回落2.4个百分点。

二季度制造业投资总体放缓，主要是由于装备制造业投资对总体投资的支撑作用减弱，当期拉动制造业投资增速2.7个百分点，较一季度大幅回落1.9个百分点。装备制造业企业外贸依赖程度较高，在美国对华加征高额关税背景下，其投资决策保持克制。原材料制造业投资表现同样偏弱，拖累二季度制造业投资增速0.2个百分点，较一季度下行1.7个百分点，主要是因为二季度国内地产、基建需求回落，产业链上游原材料企业订单减少，投资动能不足。相较装备制造业、原材料制造业，二季度消费品制造业投资增速保持稳健，对制造业投资拉动3.6个百分点，与一季度基本持平，主要受“两新”政策驱动（图9）。

图9 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

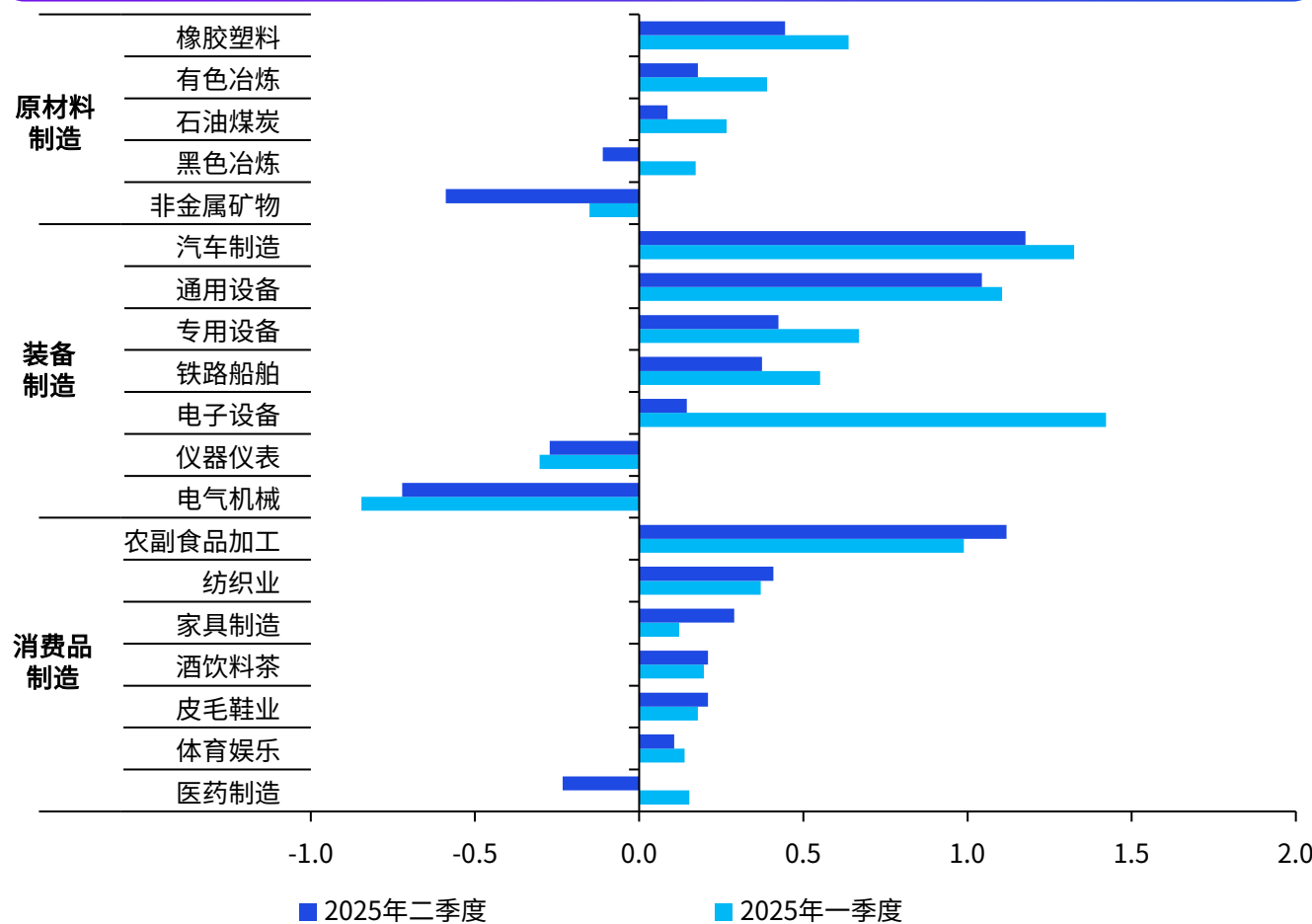
出口是拖累制造业投资表现的主要原因。二季度出口交货值走弱的行业，如有色电子设备制造、金属冶炼、金属制品、专用设备、通用设备制造业，二季度投资增速均大幅走弱，企业对未来需求预期偏弱，导致投资活动相对谨慎。上述行业拉动二季度制造业投资增速2.3个百分点，较一季度下行1.9个百分点。

上游大宗商品价格回落，也导致制造业投资表现偏弱。4月美国对等关税加剧市场对全球需求回落担忧，国际油价大幅下行，油气产业投资走弱，对制造业投资的带动作用较一季度下行0.2个百分点。此外，5月以来，国内地产行业景气度再次下行，政府基建投资节奏放缓，相关产业上游产业需求收缩，螺纹钢、玻璃等期货价格大幅走弱，抑制投资活动。石油煤炭加工、黑色金属冶炼以及非金属矿物制品三大行业对二季度投资的拉动回落至0.3个百分点，较一季度下行0.9个百分点。

第三，部分行业“内卷”情况加剧，影响当期企业利润，也对投资形成制约。二季度汽车制造业投资放缓，主要是行业内部“价格战”激烈，2025年1-5月汽车制造业行业利润同比增速达-11.9%，较一季度下行5.7个百分点。这使得汽车行业在出口保持稳健的同时，投资增速却边际放缓，由24.5%降至21.1%。

“两新”政策则是二季度制造业投资的主要支撑项，一方面，上半年设备工器具投资仍保持在较高增速，同比增长17.3%。主要是消费品制造业企业普遍设备更新需求更高，在超长期国债资金支持下，这些企业二季度加快购置更换生产设备，如纺织服装、家具制造、农副食品业，三者投资增速均较一季度走高，对整体投资增速带动较一季度上行0.4个百分点。另一方面，二季度以旧换新政策持续进行，家电、体育娱乐用品需求较为旺盛，推动电气机械制造业、体育文娱制造业投资表现稳健（图10）。

图10 细分行业对制造业投资增速拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

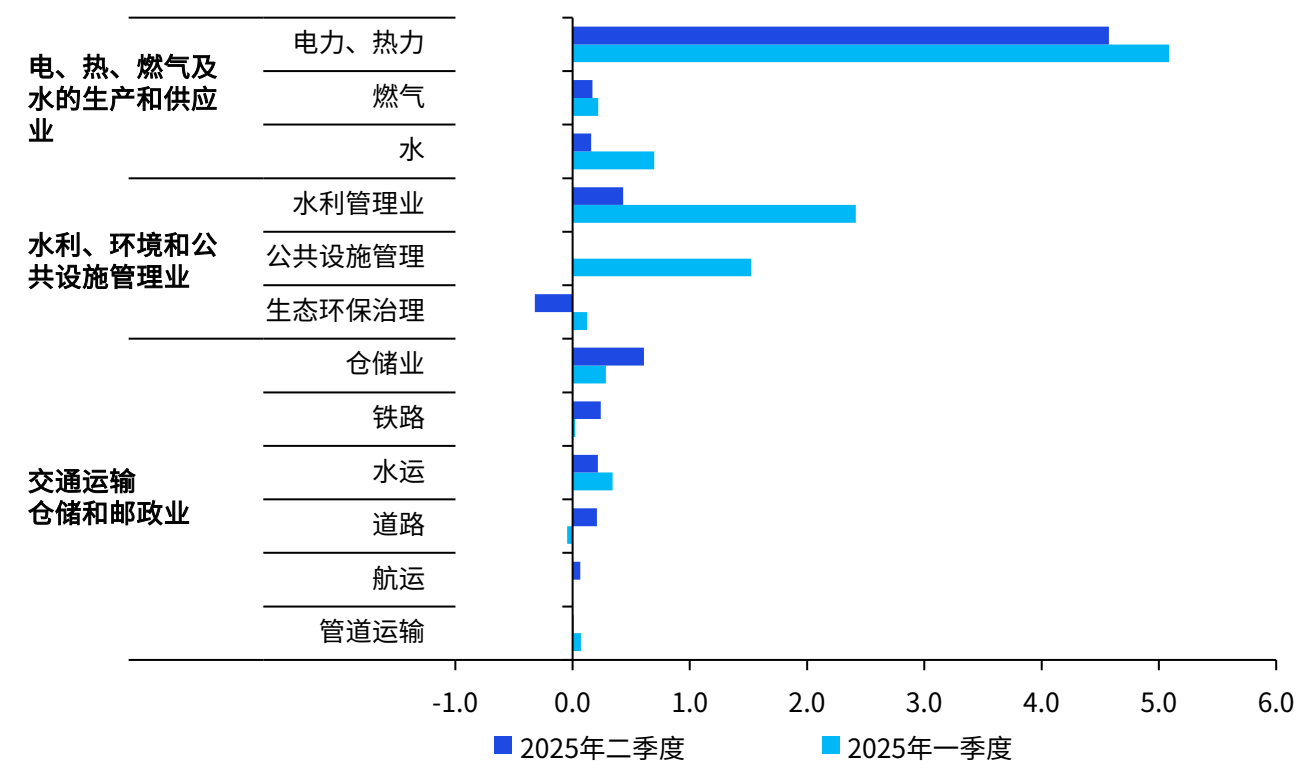
展望下一阶段，制造业投资表现将受多方面因素影响。全球需求回落，企业投资动能回升空间有限。但是，7月开始，政府层面开始大范围推进“反内卷”，部分行业价格有望回升，并带动其利润改善，企业投资意愿或将迎来修复。而当前国内扩内需政策也在进一步发力，以城市更新、“两重”建设为代表的政府投资项目或将在下一阶段加速推进，同样将成为制造业投资企稳回升的推动力。

逆周期调节紧迫性降低，基建投资增速回落

2025年上半年基建投资增速达到8.9%，较2024年的9.1%边际回落。由于二季度经济运行总体平稳，同时地方财政收入承压，政府投资动能走弱，基建投资增速显著放缓，同比增长7.6%，较一季度下行3.9个百分点，对总体投资的拉动较一季度下降1.1个百分点。

从项目层面观察，二季度中央与地方政府主导基建项目投资增速同步放缓。其中由中央主导的电力、热力燃气及水的生产和供应业投资增速由今年一季度26.0%下行至21.2%，拉动总体增速5.2个百分点，较今年一季度下降0.9个百分点。而“两重”中的水利管理业投资增速由一季度的36.8%下行至5.7%，可能与去年发改委提前下达的投资项目进入收尾阶段相关，对基建的拉动较一季度下降2个百分点。地方政府主导的公共设施管理业投资同比增速也从一季度的4.9%下行至二季度的0增长。相较电力与水利、环境和公共设施管理业，交通运输投资热度较高，同比增速达6.6%，较一季度的3.8%上行2.8个百分点，但仍不足以支撑总体基建投资表现（图11）。

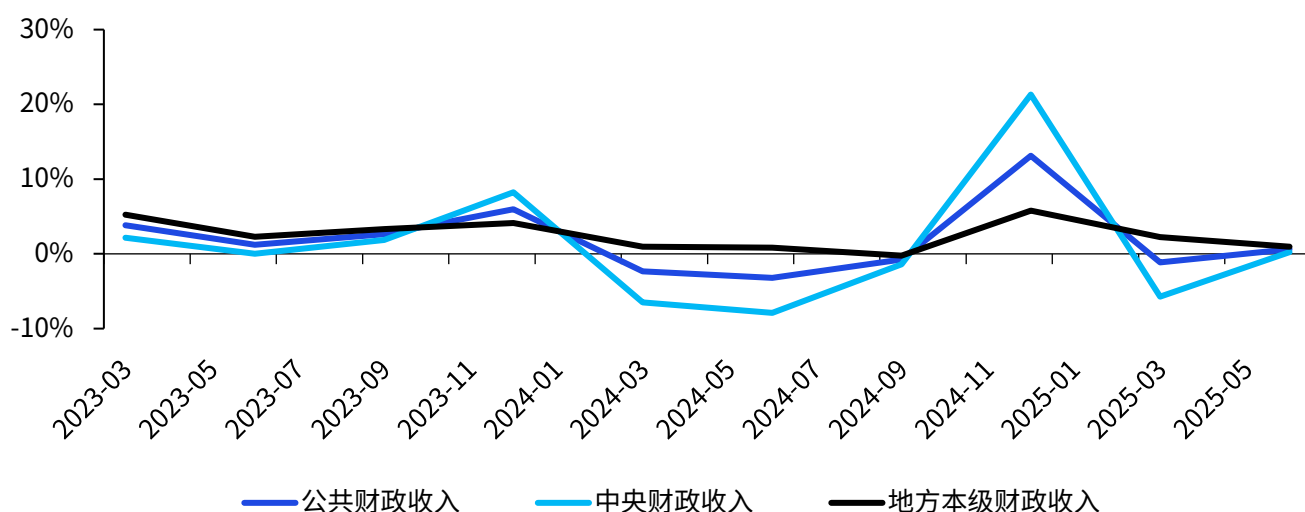
图11 分行业对基建投资的拉动，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

我们认为基建领域支出的走弱，与地方政府收入承压有关。从二季度公共财政收入来看，其同比增速由-1.1%上行至0.6%，主要是由于企业所得税增速加快，去年底提前入库的影响逐步走弱。二季度企业所得税拉动总体收入上行0.6个百分点，较一季度提高1.9个百分点。但是二季度非税收入成为最大拖累项，同比增速由一季度的8.8%快速降至二季度的-2.1%，拖累二季度收入增速0.4个百分点，反映当前政府涉企收费活动、罚没收入的明显减少。此外，房地产相关税收继续回落，对整体财政收入增速的拖累为0.4个百分点。由于非税收入、房地产相关收入主要是地方本级收入，两者下行使得二季度地方政府收入承压，同比增速由一季度的2.2%降至二季度的0.9%（图12），相应支出增速也由一季度的3.6%降至1.4%，导致地方主导基建项目资金也随之收缩。而伴随地方政府收入走弱，偿债压力上升，地方政府会选择强化隐性债务监管，因此我们也看到二季度城投债净偿还0.2万亿，达历史同期最低值，同样制约当期基建投资表现。

图12 中央与地方公共财政收入增速，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

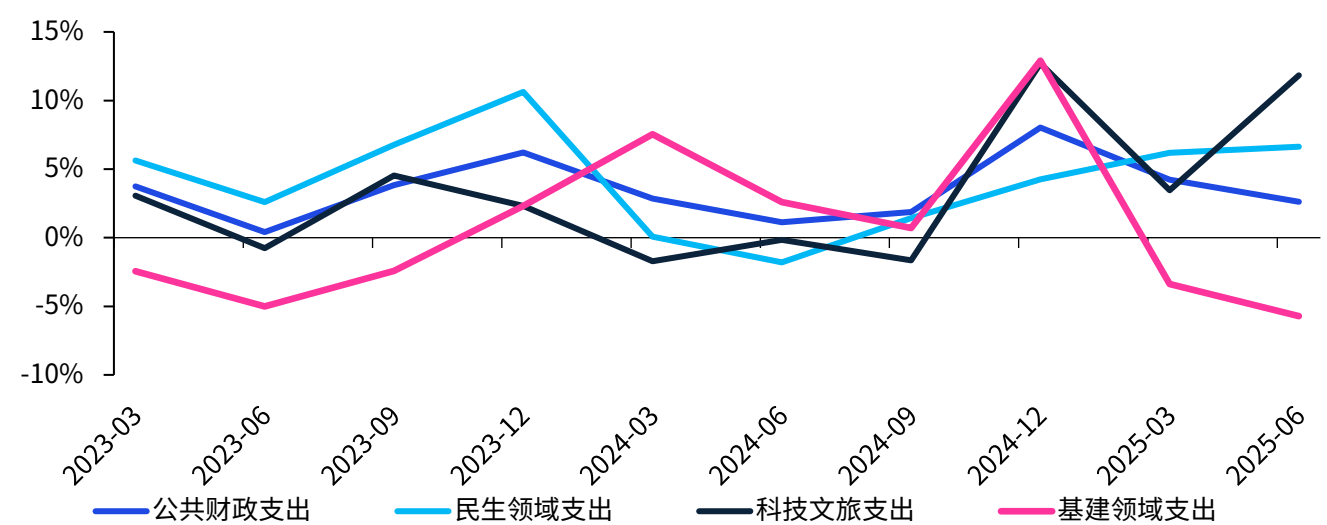
注：图中2023年增速为2020-2023年四年复合增速。

基建增速的回落，也与政府财政扩张意愿的走弱有关。一方面从公共财政支出来看，同比增速由一季度的4.2%下行至2.6%，政府支出重心进一步向民生领域、科技文旅领域倾斜，两者合计拉动支出增长3个百分点，较一季度上行0.3个百分点。而基建领域支出则明显放缓，同比增速由一季度的-3.4%下行至-5.7%（图13）。

另一方面，二季度政府性基金支出达到2.7万亿元，同比增长48.9%，远高于一季度的11.1%，支出进度为2018年以来次高值。需要注意的是，政府债券发行加快是支出增速超季节性强劲的要因。二季度地方政府专项债、超长期特别国债发行规模达2.1万亿，较去年同期多增0.9万亿。但这0.9万亿的资金中，有0.5万亿用于中央补充大型国有银行资本金，而另有0.3万亿用于地方政府偿付存量隐性债务。尽管当前政府债券融资节奏较快，但更多用于防风险，而非扩投资。

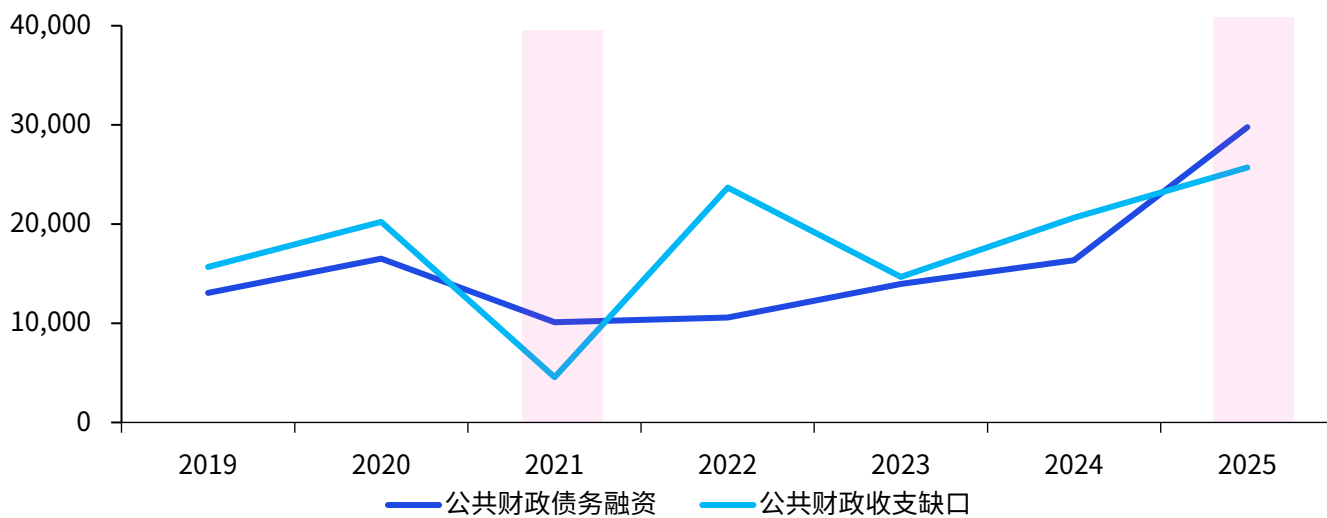
而更为直观的是，我们留意到，今年上半年普通国债与一般债合计发行规模达到3.0万亿元，但公共财政收支缺口达到2.6万亿元，这意味着当前财政有超额资金但并没有在当期形成支出。从历史数据来看，公共财政收支差额通常高于债券发行规模，即在财政扩张年份，政府不仅通过发行债券填补收支缺口，同时还积极调用余量资金支撑当期支出。只有在财政紧缩年份，如2021年，债券发行规模高于财政赤字规模。政府发债节奏加快，但支出偏慢，反映二季度政府对于逆周期调节力度的收敛与克制（图14）。

图13 分领域公共财政支出增速，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析
注：图中2023年增速为2020-2023年四年复合增速。

图14 历年上半年公共财政债务融资与公共财政收支缺口，亿元

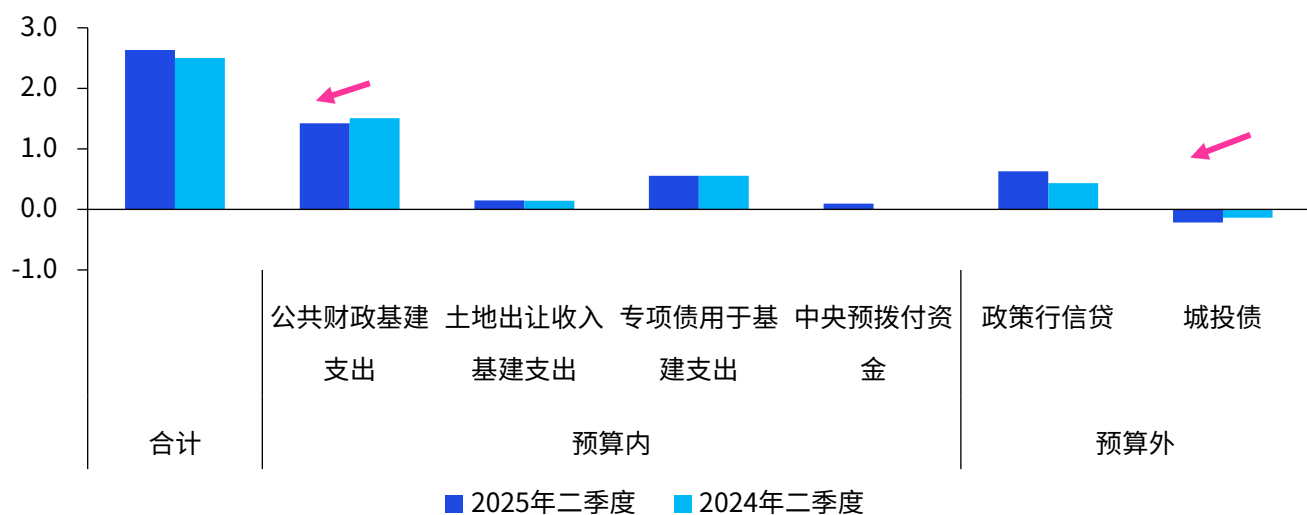


数据来源：Wind，毕马威分析

在地方政府收入承压，而本身财政逆周期扩张意愿不足的背景下，二季度总体财政对于基建投资的资金支持规模有限，其中公共财政资金、专项债资金、城投债净融资均较2024年二季度同比少增，政府支持基建投资的资金二季度增速达5.2%，较一季度的9.0%下行3.8个百分点（图15）。

展望下一阶段，三季度基建投资增速有望企稳回升。一方面，当前国内物价低迷，总体社会预期偏弱，为规避经济陷入通缩螺旋，需要政府层面加力带动内需企稳。而7月中旬，雅鲁藏布江大型水电站项目的启动也反映出政府对于投资的重视。从项目角度来看，当前政府投资项目储备相对充裕，7月初，发改委安排超3,000亿元支持2025年第三批“两重”建设项目，至此，今年8,000亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。从具体项目领域来看，除了雅鲁藏布江所在的水利投资外，第三批项目清单或涵盖较多城市更新领域投资。7月上旬中央召开城市工作会议，明确城市更新为下一阶段城市发展的抓手，下半年老旧小区、厂房、城中村改造，以及城市市政基础设施的更新投资或将迎来新一轮扩容。

图15 各季度财政用于基建投资，当季估算值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

而从资金层面来看，下半年的基建投资将有三类资金来源，一是尚待发行的增量政府债券。据财政部披露，上半年已下达超长期特别国债资金预算6,583亿元，其中“两新”3,350亿元，“两重”为3,233亿元，下半年还剩4,767亿元可继续推进。除了超长期特别国债外，下半年有4.6万亿利率债¹待发行，较去年多增0.5万亿。二是前期发行尚未使用的国债、一般债资金，上半年发行尚未形成支出的额度在0.4万亿元，这部分资金也有望在三季度加速投放。三是关注政策性金融工具资金的支持。超长期特别国债、地方专项债承担较重的扩消费、稳地产的任务，其余量资金对基建的支撑作用存在上限，而政府预算内债务限额的调整流程较为复杂。为应对外部环境的不确定性，应该启用更为灵活的政策工具以支持基建投资增长。我们预期后续政策将适时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足的问题。这项工具类似于2022年启用的政策性金融工具，即政策性银行出资建立项目基金公司，向重大投资项目注资，并引导商业银行提供配套信贷融资。参照2022年的经验，该政策具体额度或将在未来国常会会议上披露，并且能够在短时间拉动基建投资。我们预期在新一轮政策性金融工具的支持下，下半年基建投资将更好承担起稳定经济基本面的角色。

¹ 此处利率债指普通国债、一般债、专项债，不包括特殊用途新增专项债。

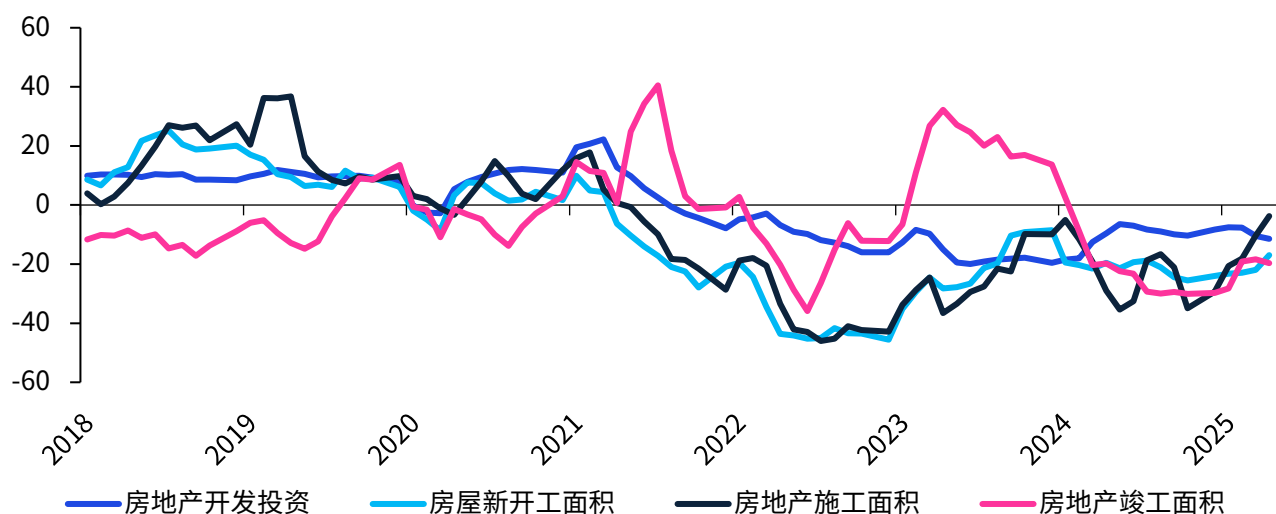


房地产需求再走弱，投资增速延续下探

2025年上半年房地产投资同比下降11.2%，较2024年的-10.6%进一步下探，也低于2024年上半年同期增的-10.1%。分季度观察，二季度投资同比增速下降12.5%，较一季度的-9.9%下行2.6个百分点，拖累二季度固定资产投资增速1.6个百分点。

从投资阶段来看，二季度新开工、竣工面积增速仍处于负值区间，同比增速分别达到-16.3%、-15.6%（图16）。去年9月以来，地产销售的改善并未带来投资端的趋势性企稳，当前房企仍然处于主动去库存阶段，市场对长期地产需求走弱形成一致预期，导致投资端持续疲弱。尽管二季度施工面积大幅改善，其原因主要是由于2024年同期基数较低所致。若按两年复合增速观察，二季度施工面积依然处于回落区间，同比下降15%，较一季度的-10%进一步下探。

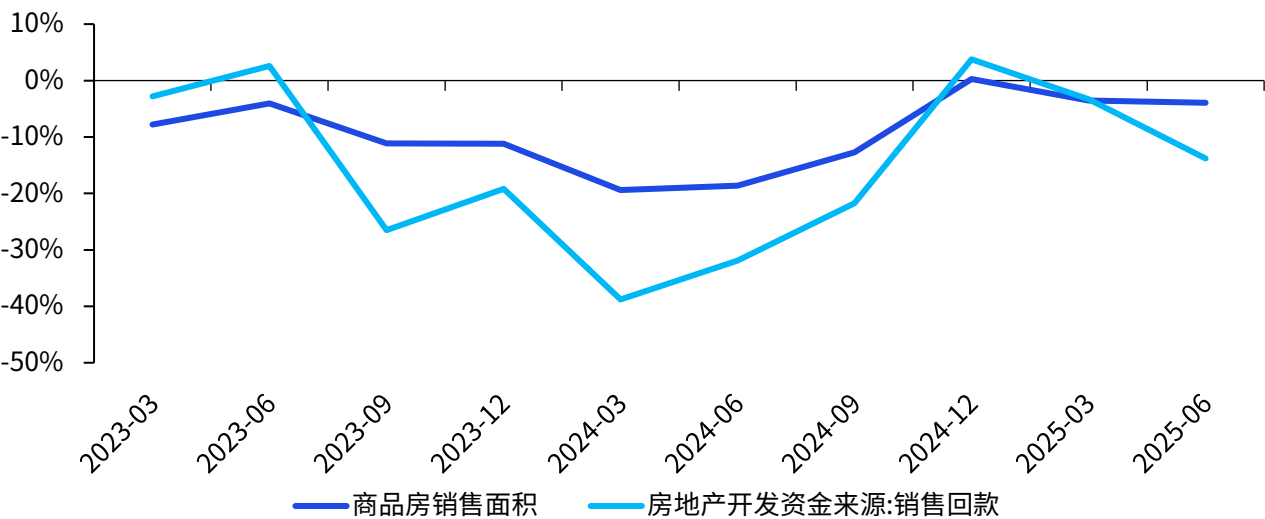
图16 房地产投资与房屋新开工、施工、竣工面积，3个月移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

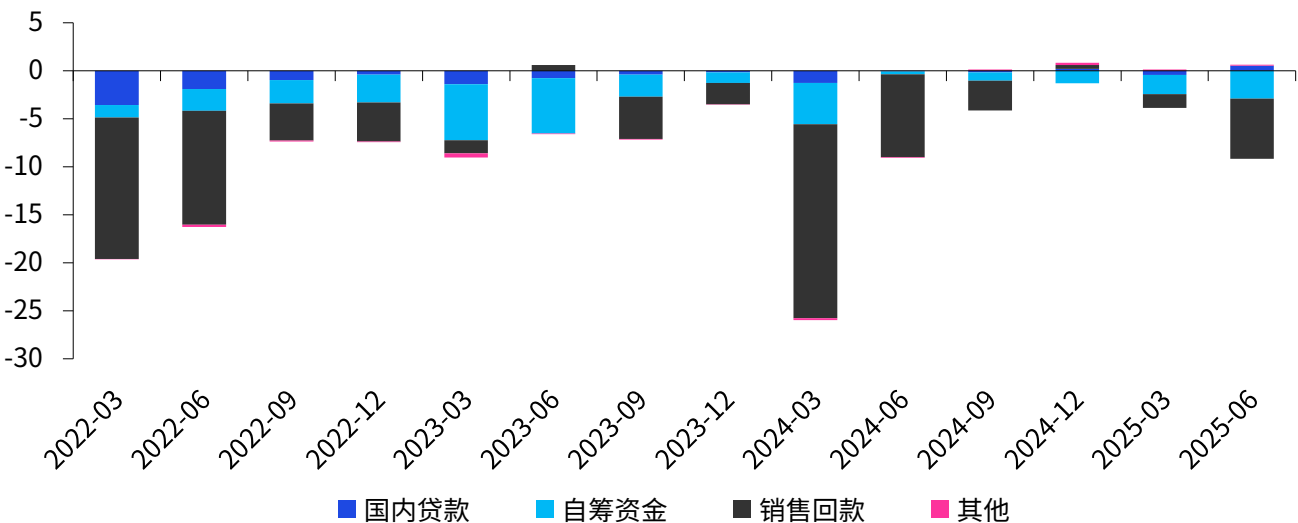
从房地产企业开发资金来源来看，二季度商品房销售面积同比达-4.0%，较一季度的-3.5%进一步走弱，主要是居民收入预期偏弱，加杠杆购房意愿再度回落。销售回款（包括定金预收款以及个人按揭贷款）同比增速由一季度的-3.3%大幅下行至-13.8%（图17），是当前房地产企业资金来源的最大拖累（图18）。同时自筹资金、银行贷款等其他融资方式带来增量资金较为有限。综合来看，二季度房地产开发资金来源同比仅达-8.5%，较一季度的-3.7%进一步走低。房企新增融资趋紧，或对未来投资形成制约。

图17 商品房销售面积与房地产企业销售回款增速，当季同比，%



数据来源: Wind, 毕马威分析
注: 销售回款包括定金和预收款、个人按揭贷款

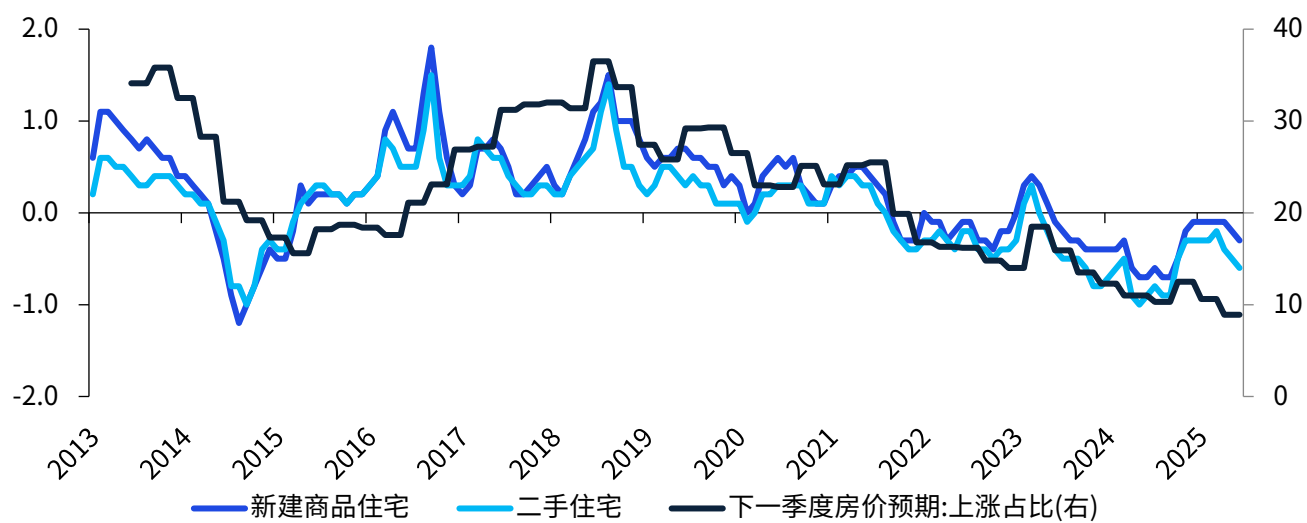
图18 不同资金类别对房地产开发资金来源拉动，当季值，百分点



数据来源: Wind, 毕马威分析
注: 销售回款包括定金和预收款、个人按揭贷款

今年年初以来，房地产销售热度持续回落，房价修复进程也出现波折。在去年9月一揽子新政出台后，70大中城市新房与二手房房价环比边际修复。根据央行城镇储户问卷调查，对下季房价商品房涨价预期的居民占比从去年第三季度的10.3%上行至四季度的12.5%。然而房价修复进程在今年一季度出现停滞，而由于居民收入预期的再度放缓，购房意愿不足，房价表现于二季度开始再度走软，其中二季度70大中城市新建商品房、二手房房价环比跌幅均连续单月走扩，居民对未来房价预期也仍然偏弱，根据二季度央行城镇储户问卷调查，对下季度商品房持涨价预期的居民占比从去年四季度的12.5%再度回落至二季度的8.9%（图19）。

图19 70大中城市住房指数环比及城镇储户房价预期，%

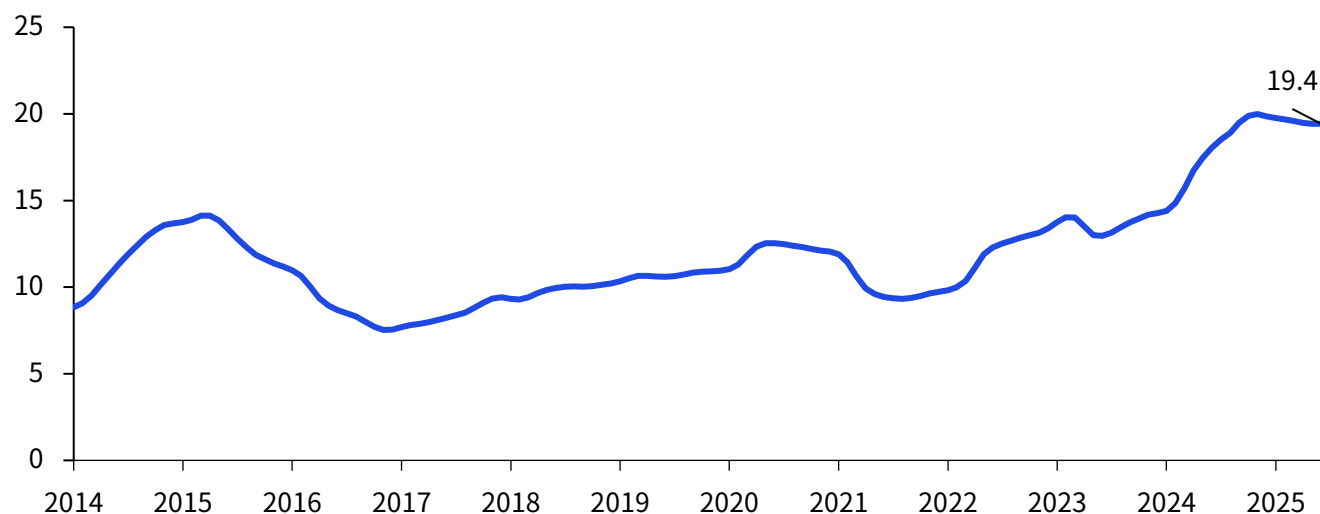


数据来源：Wind，毕马威分析

短期来看，房地产投资的趋势性改善依然取决于两方面因素的修复。首先，房企库存仍然面临较大压力，房企投资意愿难以回升。由于2021年开工房屋大部分于2024年完工，2024年商品房待售面积大幅增加，使得2024年至今，商品房库存压力持续位于高位，截至今年6月，十大城市月均库销比仍然高达19.4个月，处于历史高位（图20）。受制于较高的库存压力，尽管去年地产销售出现短暂回升，但新开工面积并未同步走强。另一方面，在库存较高地区，地方政府新增供地行为受到限制，截至7月27日，今年100大城市供应土地占地面积同比回落13.4%。由于房企拿地规模有限，后续新增投资空间或将放缓。

从中长期来看，伴随人口红利退去，老龄化程度加深，城镇化进程放缓，地产需求的趋势性回落已成为较为一致的社会预期。而在7月中央时隔十年召开中央城市工作会议，进一步明确我国城市发展战略由规模扩张进入高质量内涵式发展阶段，这意味着后续城市建设重点将从增量新建到存量的提质升级，投资增量空间存在上限。

图20 十大城市商品房存销比，12月移动平均，月



数据来源：Wind，毕马威分析。

注：十大城市包括一线城市4城：北京、上海、广州、深圳；二线城市6城：杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门。

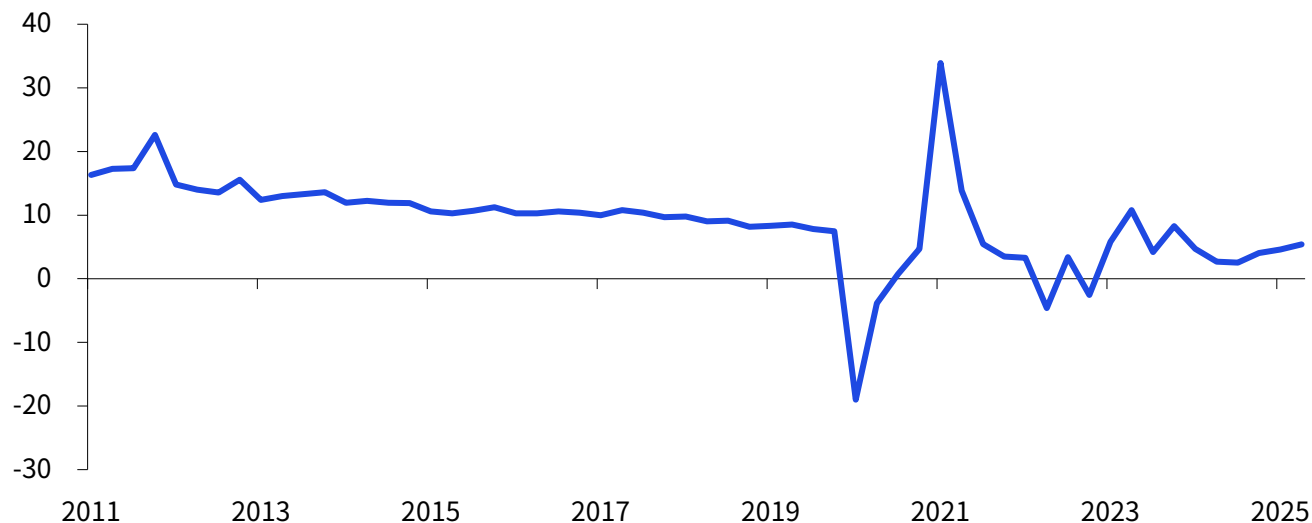
展望下一阶段，支持房地产市场止跌回稳仍是今年经济工作重心。从高频数据观察，7月上半月30大中城市商品房销售面积同比跌幅扩大。为持续性稳定房地产价格，引导居民房价预期向好，地产政策仍待加码。今年二季度以来较多地方政府已经推出新一轮需求端的政策，譬如河南支持政府以旧换新支持居民改善性住房需求，南京、无锡放松限售政策等，广州则在6月全面放开限购、限售、限贷要求。我们预期未来其他地方政府将进一步因城施策。

从供给端政策来看，去年10月政策指出地方政府可以使用专项债回购存量商品房，但从实际执行情况来看，今年前五个月，收储用专项债实际发行规模仅达16亿元。地方政府仍然对相关项目收益回报存在隐忧。7月上旬，国家发展改革委城市和小城镇改革发展中心明确，为完成2035年基本实现新型城镇化目标，允许人口流入城市利用超长期特别国债、地方政府专项债等资金，加大闲置存量土地回收和存量商品房收购力度，预计后续“两重”相关超长期特别国债资金也会提高对房地产收储领域的支持。而在7月政治局会议明确，将进一步推进推进城中村和危旧房改造，未来政府可能通过新设抵押补充贷款（PSL）等政策性金融工具进一步释放居民住房需求。在增量资金撬动下，房企投资意愿或有回升，投资动能或将在下半年阶段性企稳。

消费主引擎动能持续增强

2025年上半年，社会消费品零售总额（简称“社零”）同比增长5.0%，高于去年同期1.3个百分点，总体延续去年四季度以来的良好恢复态势。二季度社零同比增速较一季度加快0.8个百分点至5.4%（图21），得益于以旧换新国补政策与电商年中促销活动的双轮驱动。不过，单月来看，6月社零同比增长4.8%，较上月回落1.6个百分点；环比下降0.16%，创历史同期新低，主要受四重因素拖累：一是“618”购物节前置，在5月透支部分消费需求；二是6月初多地补贴资金接续出现断档，国补节奏暂停控量；三是今年端午节假期较往年提前，节假日错位造成基数扰动；四是外卖平台掀起高额补贴“价格战”，“内卷式竞争”导致整体餐饮收入不升反降。总体来看，上述因素多为短期影响，下半年伴随着稳就业和促消费政策的持续发力，服务消费和新型消费的不断拓展，消费仍将保持一定韧性，继续发挥经济增长的主引擎作用。

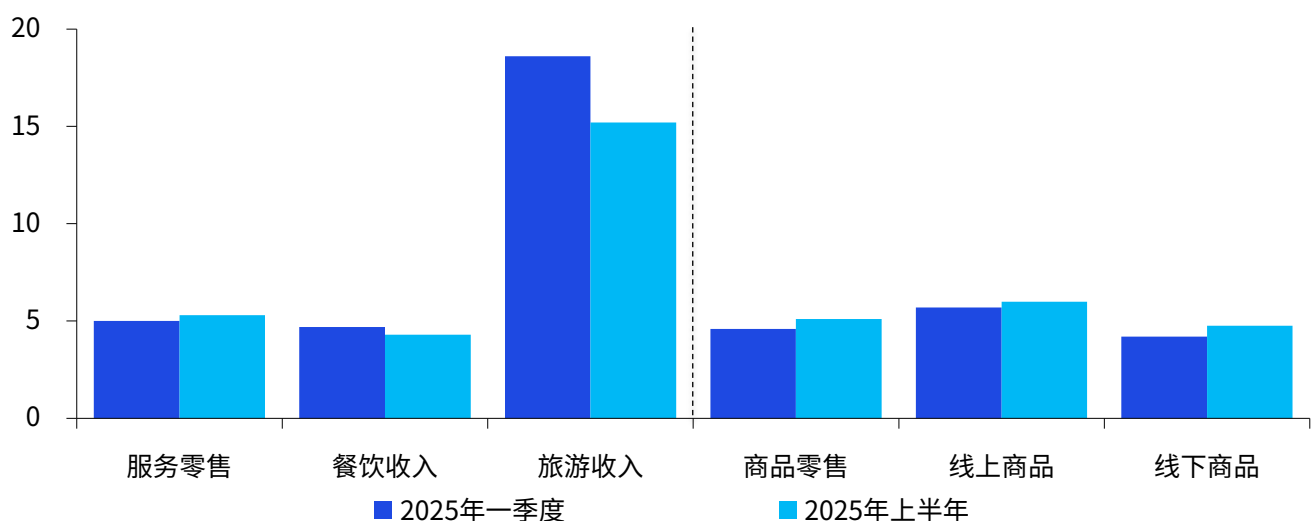
图21 社会消费品零售总额，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分消费类型来看，随着居民出行、餐饮、旅游及娱乐演出等服务型消费需求进一步释放，服务消费保持较强韧性。上半年服务零售额同比增长5.3%，较一季度加快0.3个百分点，并高于同期商品消费增速（图22）。具体地，文旅消费活力持续释放，上半年全国国内出游人次、旅游收入分别同比增长20.6%、15.2%，高基数下继续实现高速增长。与此同时，随着中国过境免签和离境退税政策不断优化，入境旅游市场呈现强劲复苏态势。上半年免签入境外国人次同比增长53.9%，其中“五一”“端午”假期，适用免签政策入境的外国人次同比分别增长72.7%、59.4%。餐饮收入增速放缓，上半年累计同比较一季度下行0.4个百分点至4.3%，其中受端午节假期错位及外卖平台补贴大战影响，6月同比仅增长0.9%，较5月大幅回落5.0个百分点，是当月社零增速回落的主要拖累之一。商品消费方面，上半年商品零售额同比增长5.1%，其中二季度增速为5.6%，较一季度加快1.0个百分点。特别地，随着消费场景和渠道不断创新，以即时零售为代表的数字消费场景成为电商发展新模式，上半年实物商品网上零售额同比增长6.0%，高于同期线下商品零售增速1.2个百分点，占整体商品零售的比重达28.1%，较去年同期提升0.2个百分点。

图22 分类型消费增速，累计同比，%

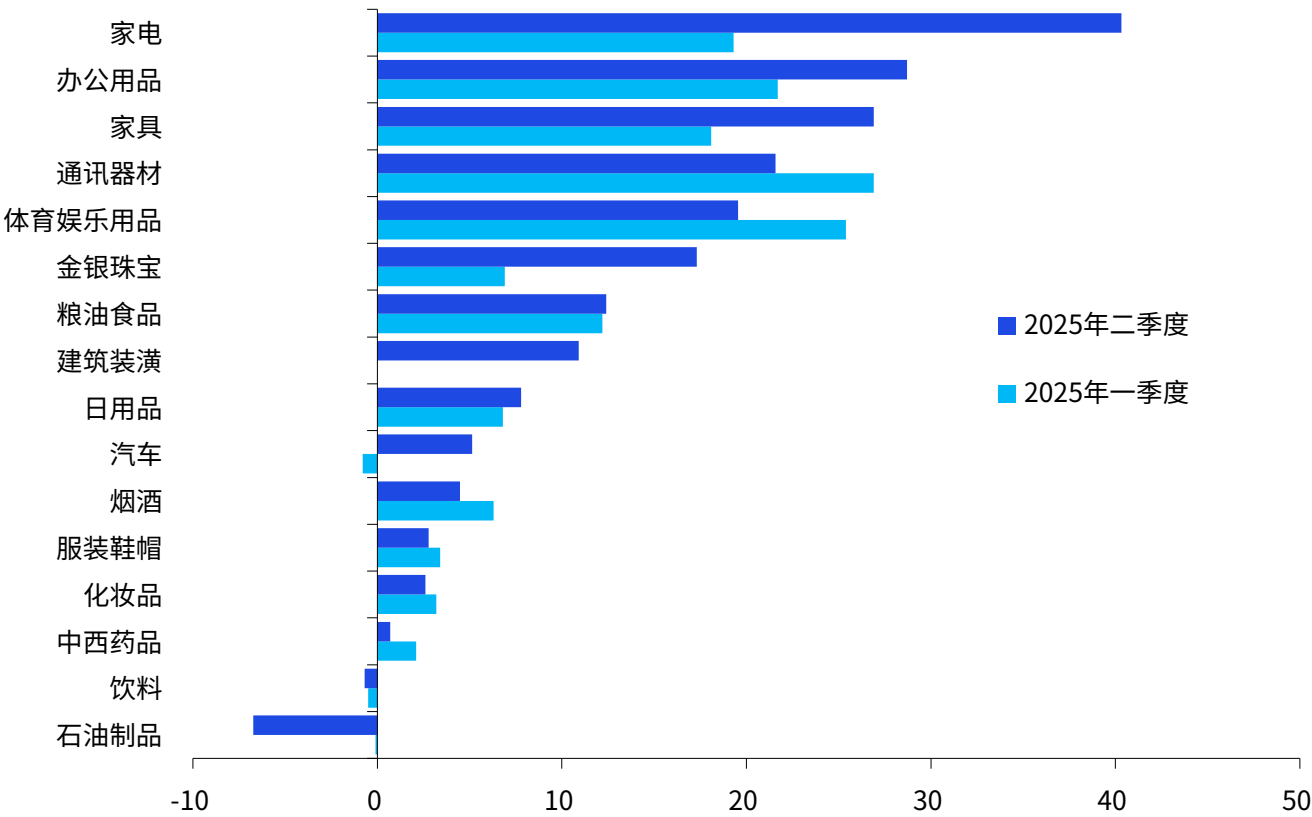


数据来源：Wind，毕马威分析

分消费品类别来看（图23），以旧换新政策效力继续显现。二季度，汽车、家电、通讯器材、办公用品、家具五大类以旧换新商品零售额（限额以上单位，下同）合计同比增长14.0%，增速高于一季度的6.5%和去年四季度的7.6%，拉动当期商品零售增长5.7个百分点，贡献率高达84.4%。与此同时，以旧换新政策在引导绿色化、智能化消费升级方面的作用也在进一步增强，新能源汽车、节能家电、智能家电消费均保持较快增长。中汽协数据显示，二季度新能源汽车销量同比增长35.3%，显著高于汽车整体销量增速11.6%。此外，情绪经济赋能轻奢、潮玩、健身等升级类消费新赛道，二季度金银珠宝、体育娱乐用品消费分别同比增长17.3%和19.5%。

展望下半年，以旧换新仍是商品消费的核心驱动力之一，但对社零的拉动作用可能逐渐走弱。商务部数据显示，2024年1,500亿元以旧换新资金，带动相关商品销售额超1.3万亿元；今年上半年两批合计1,620亿元以旧换新资金，带动销售额超1.4万亿元。年内仍有1380亿元额度将在下半年使用，如果简单按照9倍的乘数效应线性外推，预计下半年将带动相关销售额超1.2万亿元，绝对规模小于今年上半年及去年。值得注意的是，不同于去年政策效果在9-12月集中显现，发改委表示下阶段国补资金使用将更加注重持续性和均衡性原则，意味着节奏上或将有所把控，叠加居民前置更换耐用品对未来需求的透支影响可能逐渐显现，预计今年下半年尤其是四季度，以旧换新商品零售额增速对整体社零的贡献将趋于下行。

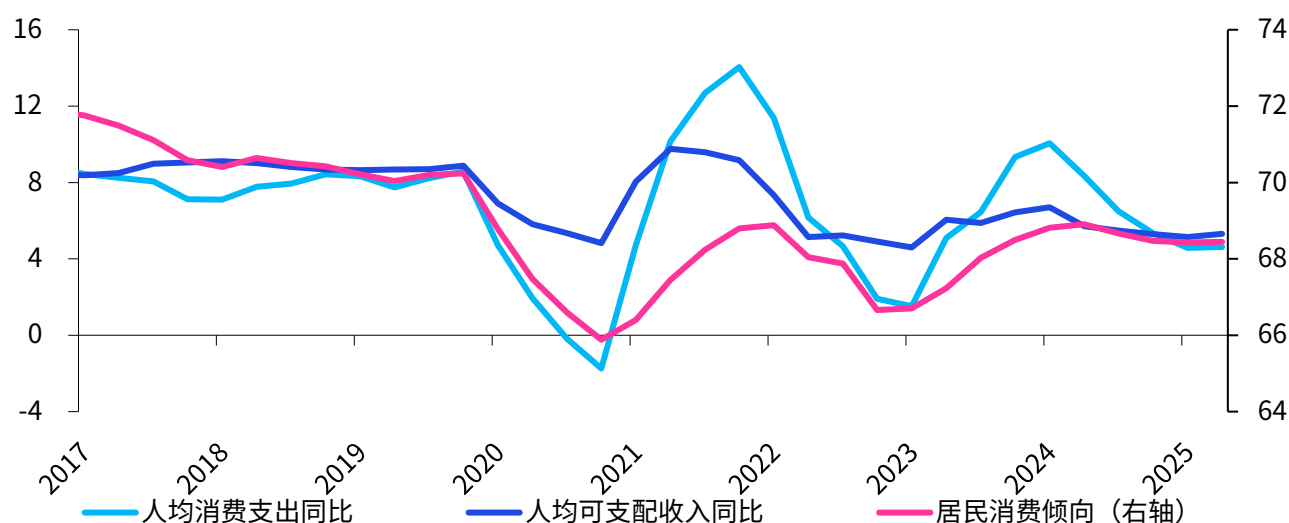
图23 限额以上消费品零售额增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

居民“就业—收入—消费”循环方面，从4季度移动平均来看，居民收支增速和消费倾向初步止跌企稳，但后续回升动力不足，仍待进一步提振（图24）。上半年，居民人均可支配收入名义同比增长5.3%，低于去年同期0.1个百分点。而人均消费支出名义同比增长4.6%，明显落后于收入增长，且较去年同期大幅下行3.7个百分点，主要由于居民对未来就业和收入预期依然较弱。上半年，全国城镇调查失业率均值为5.2%，高于去年同期的5.1%，同时制造业和非制造业PMI从业人员指数均再度回落（图25），反映内外部不稳定不确定性因素较多、需求放缓压力加大的背景下，企业招聘趋于谨慎，叠加高校毕业季临近，下阶段重点群体及部分行业就业压力或有所增加。7月9日国务院办公厅印发《关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》，提出19项政策举措以降低企业用工成本，提升企业稳岗、扩岗积极性，包括提高失业保险稳岗返还比例，阶段性实施社保缓缴，扩大社保补贴范围，对吸纳青年就业提供扩岗补助，加大以工代赈实施力度等等。此外，政府还将聚焦重点领域开展就业形势监测，加强风险防范，进一步优化技能培训和就业促进服务。

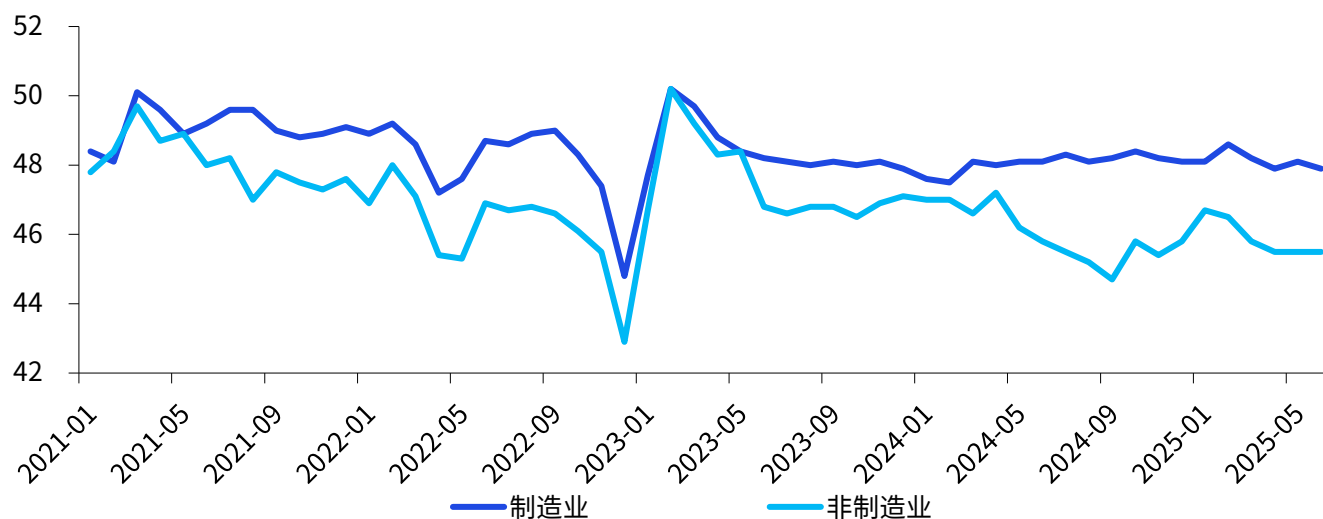
图24 居民收支增速和消费倾向，4季度移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

注：居民消费倾向=当季居民人均消费性支出/人均可支配收入

图25 制造业和非制造业PMI从业人员指数，%



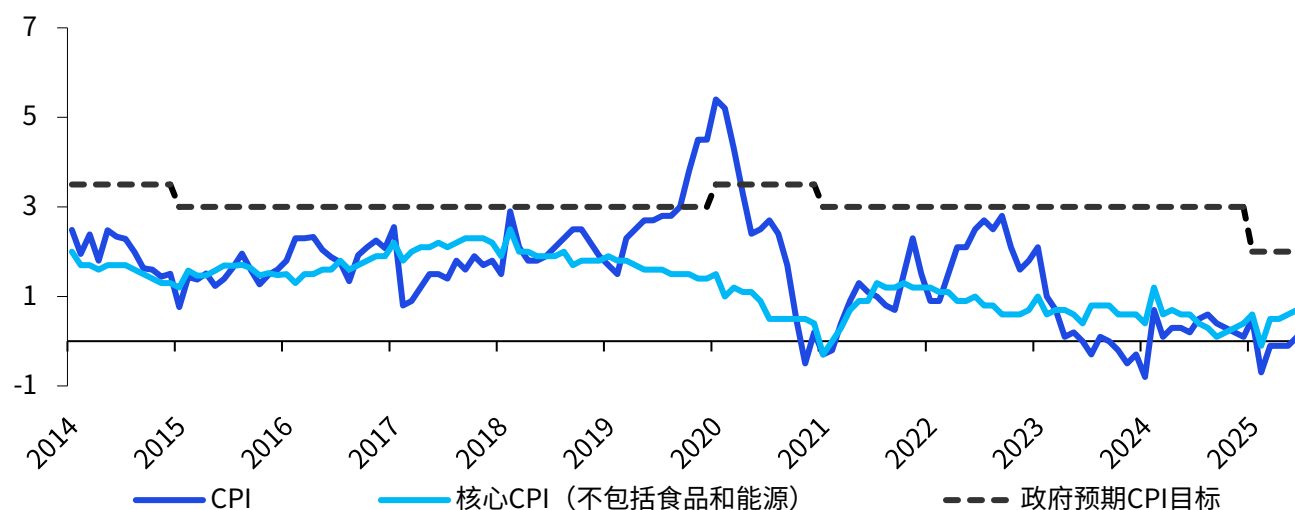
数据来源：Wind，毕马威分析

除了稳就业政策加码之外，6月24日央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，提出19项重点举措以完善此前《提振消费专项行动方案》的配套支持，引导金融机构从消费供给和需求两端强化金融服务，推动提升消费供给效能，增强居民消费能力，挖掘释放消费潜力。未来政策还可能从以下四个方面着手，进一步激活消费主引擎动能。一是优化以旧换新政策。补贴范围从耐用消费品扩大到部分必需品，如母婴用品、适老化产品，以及部分出口转内销商品；并从商品消费向服务消费延伸。二是放宽消费限制，对重点城市在购车、购房等方面的现行限制进行优化调整。三是扩大高质量消费供给。包括加大养老院、托育机构等民生基础设施投资建设力度；支持企业加强产品和服务创新，发展数字消费、情绪消费等新业态新模式；鼓励地方发展特色旅游项目，举办文体活动；引导大型商贸流通企业及电商平台积极布局下沉市场，进一步激活县域经济活力。第四，健全与惠民生紧密结合的促消费长效机制，包括拓宽居民财产性收入渠道，完善“国家基础标准+地方特色加码”的多层次育儿补贴体系，优化服务消费和养老再贷款政策等。

低通胀环境有望渐进改善

2025年上半年，国内低通胀格局延续，CPI累计同比下降0.1%，与一季度末持平；核心CPI累计同比增长0.4%，较一季度末小幅回升0.1个百分点。单月来看，6月CPI同比从上月的-0.1%转正至0.1%，结束了连续4个月的负增长（图26）；环比降幅较上月收窄0.1个百分点至-0.1%，略高于季节性水平（2021-2024年同期均值，下同）的-0.2%。核心CPI同比二季度以来逐步回升，6月上行0.1个百分点至0.7%，6月份上涨0.7%，创14个月以来新高，环比连续第二个月持平为0，略好于季节性水平的-0.1%。

图26 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%

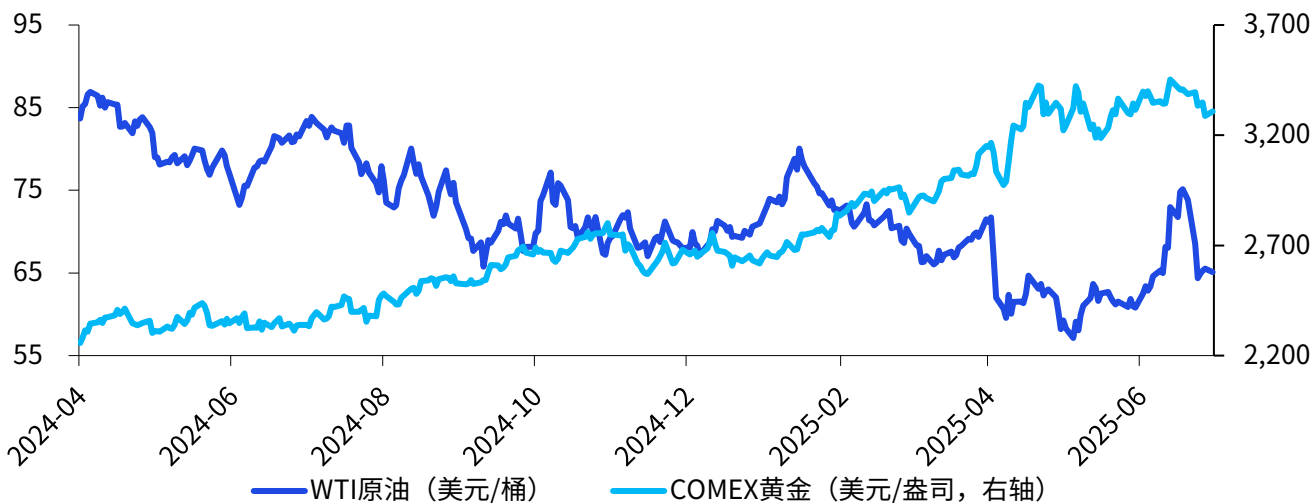


数据来源：Wind，毕马威分析

6月CPI回升主要受工业消费品价格修复带动。首先，受以伊冲突影响，国际原油价格大幅反弹（图27），带动国内能源价格环比由5月下降1.7%转为上涨0.1%；同比降幅较5月收窄1.0个百分点，对CPI同比的拖累减少近0.1个百分点。其次，全球避险情绪持续升温推动国际贵金属价格震荡走强，叠加国内“悦己经济”的消费升级趋势下，金银珠宝类消费需求增加，6月金饰品和铂金饰品价格同比分别上涨39.2%和15.9%，合计拉动CPI同比上涨约0.2个百分点。最后，因部分地区消费品以旧换新补贴资金额度阶段性用尽，以及“618”电商促销活动结束，家用器具、通信工具价格环比分别较上月回升1.1、0.5个百分点至0、-0.2%。不过，受车企年中冲业绩影响，汽车领域“价格战”仍在持续，交通工具价格环比下降0.4%，与上月持平；同比在去年低基数作用下降幅收窄0.6个百分点至-2.8%。此外，服务价格相对平稳，同比增长0.5%，与上月持平。节后居民出行服务价格回落带来一定拖累，旅游价格环比从上月上涨0.8%转为下降0.8%。

食品方面，6月食品CPI环比较上月降幅走扩0.2个百分点至-0.4%，但明显好于季节性水平的-1.2%，主要由于6月高温、降雨较常年同期偏多，影响部分地区农产品生产并增加保鲜运输成本。其中，鲜菜、水产品价格均环比上涨0.7%，分别高于季节性水平的-4.1%、-0.7%。相对地，猪肉价格出现超季节性下跌。从供给端看，生猪养殖产业加快推进“反内卷”和“去产能”，发改委、农业农村部等有关部门引导头部猪企调减能繁母猪存栏、降低出栏体重及管控二次育肥等，导致短期养殖端出栏节奏加快；与此同时，端午节后需求端进入传统消费淡季，猪肉市场供过于求态势明显。6月猪肉价格环比下降1.2%，低于季节性水平的-0.2%。展望下半年，随着生猪产能加速去化，出栏体重和二次育肥规模持续下降，叠加秋冬消费旺季的提振作用，猪肉价格有望逐步企稳回升。

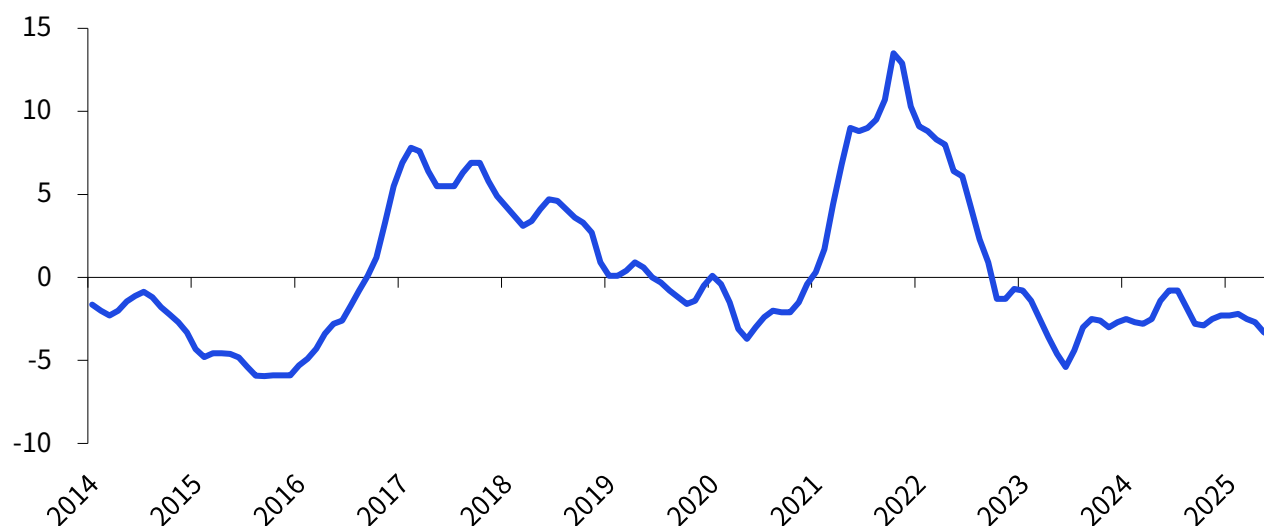
图27 国际原油和黄金期货价格走势



数据来源：Wind，毕马威分析

上半年PPI累计同比下降2.8%，较一季度末进一步下行0.5个百分点。单月来看，PPI同比已连续33个月负增长，6月降幅较上月扩大0.3个百分点至-3.6%，创2023年8月以来新低（图28）。不同于过去几个月受输入性因素拖累较大，6月国际油价止跌回升，但PPI环比并未改善，反映国内投资需求偏弱以及出口链行业预期转差的拖累下，工业领域供需失衡压力有所加剧。

图28 工业品出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业看，外部输入性因素影响从拖累转为拉动，石油化工、有色金属产业链价格环比回升。国际原油价格上涨带动国内油气开采、燃料加工、化纤制造、化学制品等石油化工产业链PPI环比增速普遍回升。国际有色金属上涨，叠加国内高技术产业发展及“两新”政策效果继续显现，有色采选、有色冶炼行业PPI分别环比上涨1.3%、0.2%。

但内需定价的煤炭、建材及部分出口产业链价格环比走弱。一是夏季太阳能、风力及水力等新能源发电成本下降，对火电的替代作用增强，导致煤炭采选、电热产供行业PPI分别环比下降3.4%、0.9%，降幅分别较上月扩大0.4、1.4个百分点。二是国内有效投资需求不足，房地产市场偏弱、基建实物工作量形成较慢，加上高温多雨天气影响建筑业施工，钢铁、水泥等建材价格拖累加深，黑金冶炼、非金属矿物制品PPI分别环比下降1.8%、1.4%，降幅分别较上月扩大0.8、0.4个百分点。三是出口前景承压，电子设备、电气机械、运输设备、纺织服装等出口占比较高的行业价格下行压力加大。不过，汽车制造业PPI环比上涨0.2%，指向汽车产业治理企业低价无序竞争、推动落后产能有退出和产品品质提升的“反内卷”政策取得初步成效，未来价格企稳回升或将逐步传导至消费环节的CPI分项。

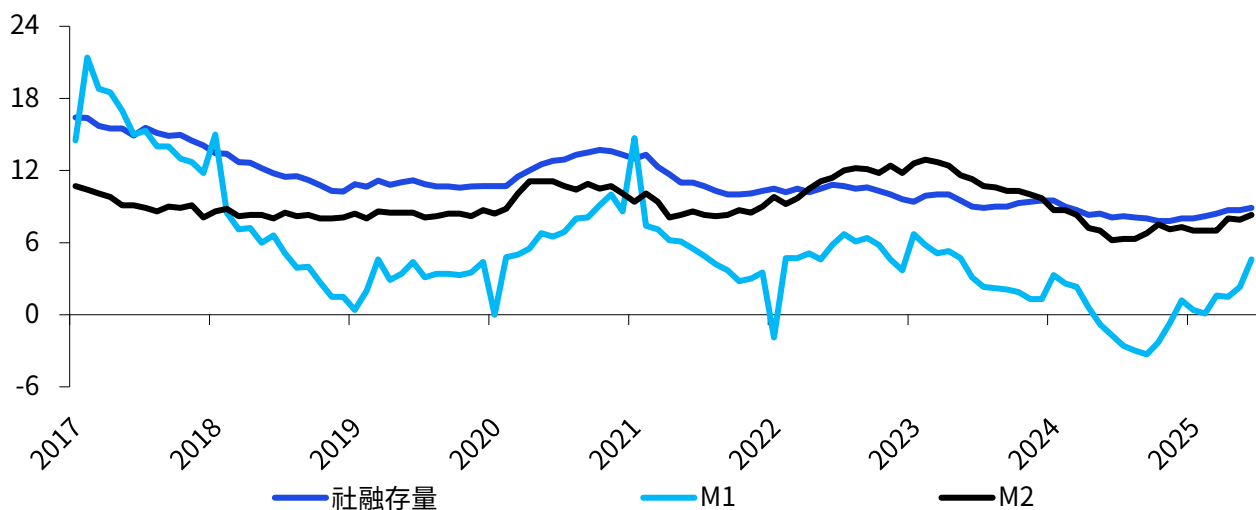
往后看，随着各行业“反内卷”行动实质性开启，推动供需结构优化，并加强对“价格战”的治理，有助于渐进改善当前的低通胀困境。但要注意的是，与2015-2016年供给侧改革不同，本轮“反内卷”行业更多聚焦在中下游及部分新兴产业，大概率将以渐进式的方式推进，而非以往的大刀阔斧式改革。政策实施将更加注重多方协同，通过行业自律和市场监管来整治低价竞争行为，并以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动落后产能退出并置换优质产能。在当前终端需求不足、工业企业产销率偏低、中下游产能率持续磨低等问题难以较快缓解的情况下，本轮“反内卷”对价格的实质性效果有待观察，年内PPI环比修复斜率不宜高估。此外，在关税扰动、OPEC国家石油增产等影响下，国际大宗商品价格下行压力依然较大，也会对PPI回升形成压制。但方向上来看，当前PPI大概率已经处在底部区间，去年低基数有望对下半年同比读数形成一定提振。对于CPI而言，当前核心通胀已进入修复通道，随着消费品以旧换新、稳定就业、促进居民增收减负、提振服务消费等一系列政策持续推进，居民需求有望逐步回暖，消费品价格也将迎来温和修复。



货币政策注重总量充裕与结构优化

2025年上半年，金融对实体经济的支持力度进一步增强，社会融资规模新增22.8万亿元，创历史同期新高，同比多增4.7万亿元。截至6月末，社融存量同比增长8.9%，较一季度末上行0.5个百分点（图29）。货币供给方面，6月末M2同比增长8.3%，较一季度末上行1.3个百分点，增速创2024年4月以来新高，流动性保持充裕，主要得益于政府债券靠前发行和信贷平稳增长支撑相应的货币派生，叠加去年二季度整治资金空转和规范“手工补息”形成了较低基数。M1同比增长4.6%，较一季度末上行3.0个百分点，与M2增速剪刀差明显收窄，反映居民、企业资金活化程度有所改善，有利于推动消费和投资增长，增强经济活力。

图29 社会融资规模存量与M1、M2同比增速，%

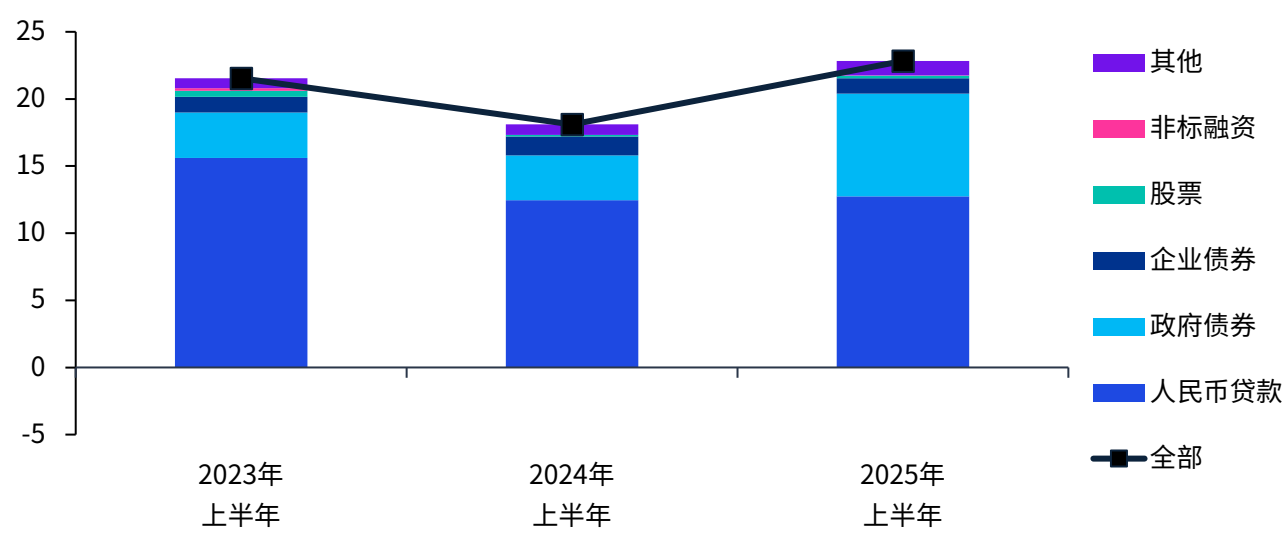


数据来源：Wind，毕马威分析

从新增社融结构来看，政府债券融资是社融的主要增量来源（图30）。上半年政府债券净融资新增7.7万亿元，同比多增4.3万亿元，贡献了91.3%的社融新增量。往后看，在内外需放缓压力加大，尤其是有效投资偏弱的情况下，预计三季度政府债供给量级依然不小，财政可能加速剩余额度专项债以及超长期特别国债的发行使用，并为后续增量政策预留时间和空间。此外，中央财政还有比较大的举债和赤字提升空间，不排除四季度进一步上调财政赤字率、增发专项债和超长期特别国债的可能，以做好“十四五”完美收官并向“十五五”平稳过渡。

其次，信贷对上半年社融增量亦有一定贡献。社融口径下新增人民币贷款12.7万亿元，同比多增0.3万亿元，可能与三方面因素有关：一是财政支出提速，推进“两新”“两重”政策加快落地见效，撬动相关融资需求。二是结构性货币政策工具降价扩容，强化金融精准滴灌功能，服务实体经济高质量发展。三是特别国债补充银行资本，降准直接释放流动性，增强银行体系信贷投放能力。其它分项中，企业债券净融资新增1.2万亿元，同比少增0.3万亿元，是上半年新增社融的主要拖累，与前期债券收益率上行导致企业发债成本上升，以及城投债融资持续萎缩有关。此外，上半年表外三项非标融资合计新增373亿元，同比多增557亿元，对社融贡献有限。其中，二季度由于房地产行业低迷，导致委托贷款和信托贷款维持减量，分别同比少增645和202亿元；而未贴现银行承兑汇票同比多增2,010亿元，可能与企业短期资金需求回升有关。

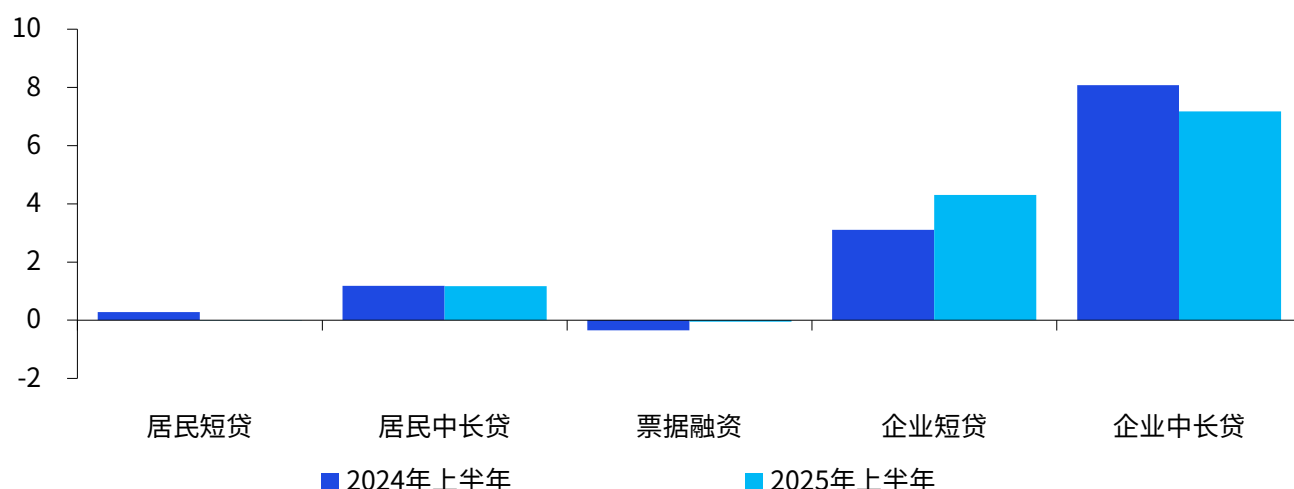
图30 新增社会融资规模结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

信贷投放结构方面，企业短贷是信贷同比多增的主要支撑项（图31）。上半年，居民部门新增贷款1.2万亿元，基本全部由中长贷贡献。居民短贷减少3亿元，同比少增2767亿元，虽然上半年消费保持较好恢复态势，但居民就业和收入情况依然承压，制约加杠杆的能力和意愿，导致短期消费贷、信用卡贷款增长乏力。居民中长贷新增1.2万亿元。一方面，房贷利率下降有助于减少居民提前还贷现象减少；但另一方面，二季度房地产销售再度转弱，两因素对冲下居民中长贷同比少增100亿元。企业部门来看，短期融资需求改善较为明显，企业短贷和票据融资合计新增4.3万亿元，同比多增1.5万亿元。这一则与中央支持银行补充资本，并引导金融机构加大货币信贷投放力度有关，6月5,000亿元特别国债注资国有四大行已尽数到账，推动银行“年中冲量”效应强于往年。二则5月以来中美贸易关系阶段性缓和，企业“抢出口”使得原材料采购、运费等开支增加，进而带动短期资金周转需求回暖。上述双重因素作用下，6月企业短贷新增规模达1.2万亿元，创历史同期新高，同比多增0.5万亿元。而企业长期融资仍保持相对谨慎，企业中长贷新增7.2万亿元，同比少增0.9万亿元。

图31 金融机构新增人民币贷款结构，万亿元

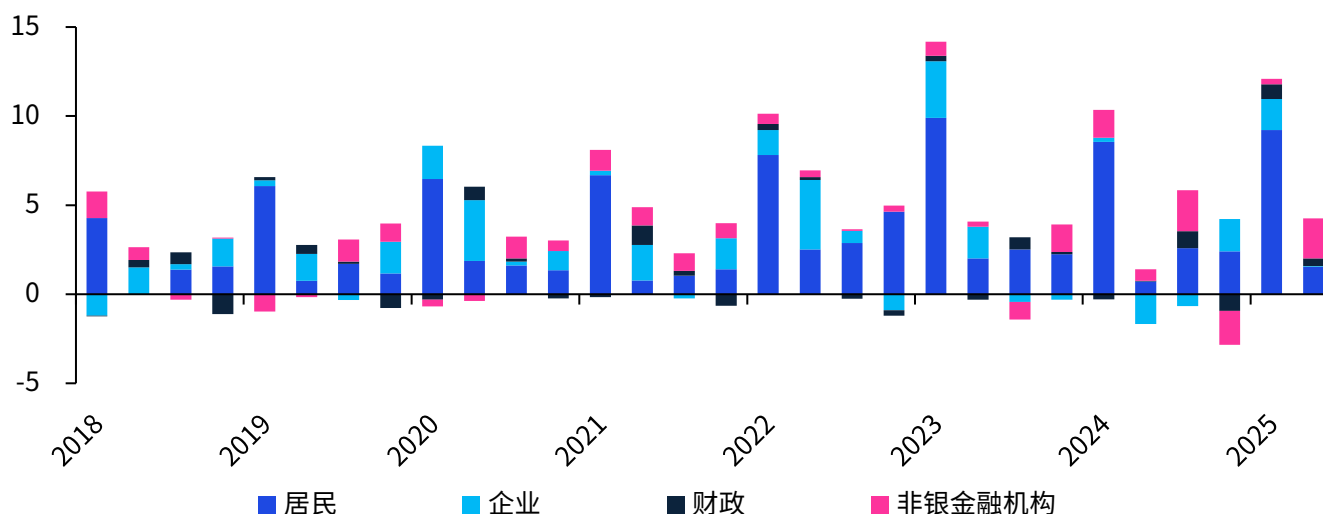


数据来源：Wind，毕马威分析

值得注意的是，结构性货币政策工具在释放重点领域信贷需求方面继续发挥积极作用，推动信贷结构进一步优化。上半年，新增贷款主要投向制造业、基础设施业以及金融“五篇大文章”等重点领域。截至6月末，金融机构人民币贷款余额同比增长7.1%，与上月持平。其中，制造业、基础设施业中长期贷款余额分别同比增长8.7%、7.4%。截至5月末，金融“五篇大文章”贷款余额同比增长14%，绿色、科技、普惠、养老、数字贷款同比分别增长27.4%、12%、11.2%、38%和9.5%。以上均高于全部贷款增速。

存款方面，上半年人民币存款新增17.9万亿元，同比多增6.4万亿元；其中，二季度新增5.0万亿元，同比多增4.7万亿。结构上看，二季度居民存款新增1.6万亿，同比多增0.8万亿；企业存款新增300亿元，同比多增1.7万亿元（图32）。企业、居民存款多增主要得益于财政存款加快释放并向实体部门转移。二季度政府债券净融资新增3.8万亿元，同比多增1.8万亿元，而当期财政存款仅新增0.4万亿元，同比多增0.4万亿元，指向财政支出节奏正在进一步提速。截至6月末，财政存款余额同比增长23.9%，为2022年4月以来新高，意味着财政仍有“余力”推动M2增速进一步回升。其次，截至6月末，用于置换存量隐性债务的再融资专项债发行规模已近1.8万亿元，完成全年进度的90%，支持地方加快偿还政府拖欠企业账款，推动相关企业现金流情况不断修复，对企业存款亦形成一定支撑。此外，随着一揽子稳市“组合拳”持续稳定和活跃资本市场，二季度非银存款新增2.2万亿元，同比多增1.6万亿元。

图32 金融机构新增人民币存款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，上半年央行相机抉择，政策目标优先级动态调整。一季度因前期政策效果仍在持续显现，国内经济开局良好，逆周期调节压力不大，货币政策更加侧重防风险、防空转，关注人民币汇率波动、长债利率变化及银行净息差压力。二季度随着外部冲击逐渐显现，金融市场波动加剧，同时物价持续低迷、房地产市场再度走弱，4月政治局会议重申“加强超常规逆周期调节”，并提出“四稳”目标——稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，强调“用好用足适度宽松的货币政策”。以5月7日一揽子金融政策的推出为标志，货币政策优先目标转向稳增长和促进物价合理回升，通过“总量+结构”双轮驱动，精准发力推动“四稳”目标在金融领域有效落地。具体措施包括：降低存款准备金率0.5个百分点，降低7天期逆回购政策利率和贷款市场报价利率0.1个百分点，降低结构性工具利率0.25个百分点，以及增加支农支小再贷款额度、创设服务消费与养老再贷款等。

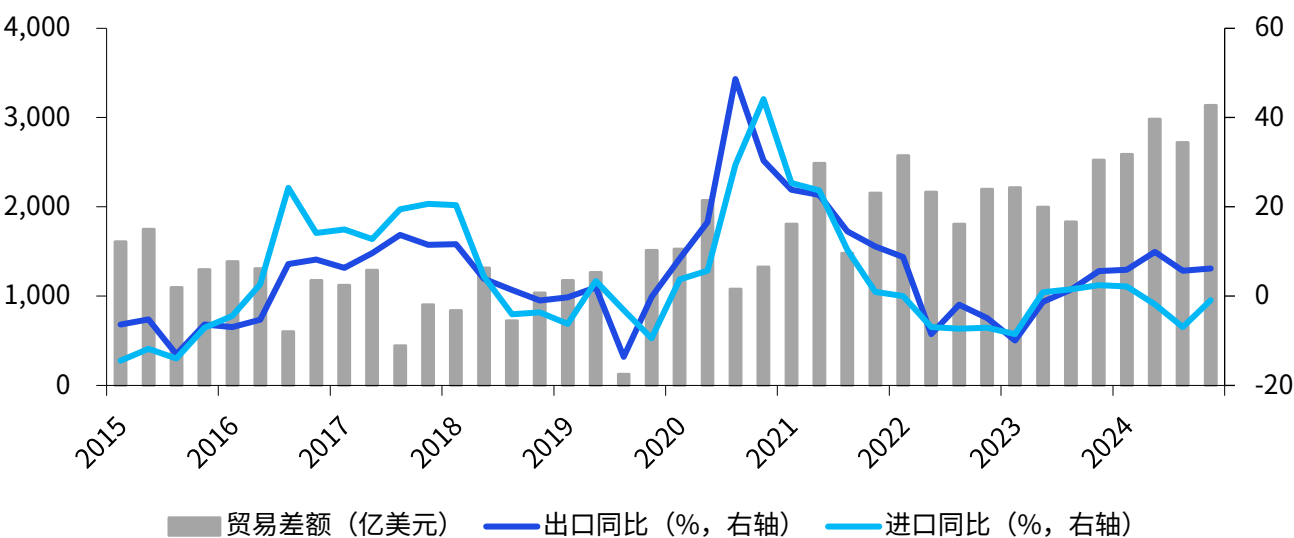
展望下半年，预计货币政策目标仍将以“四稳”为主要导向，保持流动性充裕，但会把握好政策实施的力度和节奏，延续多目标轮动的特征。央行在7月14日的新闻发布会上表示“货币政策的传导是需要时间的，已经实施的货币政策的效果还会进一步显现”；同时指出要“维护银行业市场竞争秩序，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡”。短期货币政策或进入观察期，不急于进一步加码宽松，对防风险、防空转的关注度可能再次提升。但年内降准降息的可能性和必要性仍存，以促进社会综合融资成本进一步下行，时点可能在三季度末或四季度，根据国内经济表现、中美关税谈判及海外降息情况而相机抉择。结构方面，预计将继续聚焦支持科技创新、提振消费、稳定外贸、稳定楼市股市等主线，有望进一步优化现存工具或创设新的工具，做好“两重”“两新”与金融“五篇大文章”等的融资支持。

多元化对外开放支撑贸易韧性

2025年上半年，我国出口（以美元计价，下同）累计同比增长5.9%，高于去年同期2.2个百分点。分季度来看，二季度出口同比增速从一季度的5.7%走强至6.1%（图33）。中国在全球关税风暴中展现出超预期的韧性，主要得益于多重因素支撑：一是美国对等关税豁免期内，全球制造业景气度有所回升；二是中国外贸市场的多元化格局加速发展，以非美增量有效弥补对美减量；三是5月以来中美经贸关系缓和，中国对美“抢出口”、“抢转口”短期得以延续；四是我国高端制造与新能源产品国际竞争力不断增强。单月来看，6月出口环比增长3.0%，较上月加快2.8个百分点，基本恢复至季节性水平，推动出口同比增速回升1.2个百分点至5.9%。

进口方面，受国际贸易政策不确定性、大宗商品价格下跌及国内需求仍然偏弱等多重因素影响，上半年进口同比下降3.8%，低于去年同期5.8个百分点。分季度来看，二季度降幅较一季度收窄6.1个百分点至-0.8%。其中，6月进口同比增速较上月回升4.5个百分点至1.1%，时隔三个月转正，除了受低基数效应拉动，也反映外部冲击暂缓及国内“两重”“两新”持续发力下，部分领域进口需求趋稳。不过，6月进口环比仍下降1.1%，明显低于季节性水平，进口增速回升的持续性仍待内需进一步改善。因出口表现持续强于进口，二季度贸易顺差规模扩大至3,139亿美元，创历史新高。

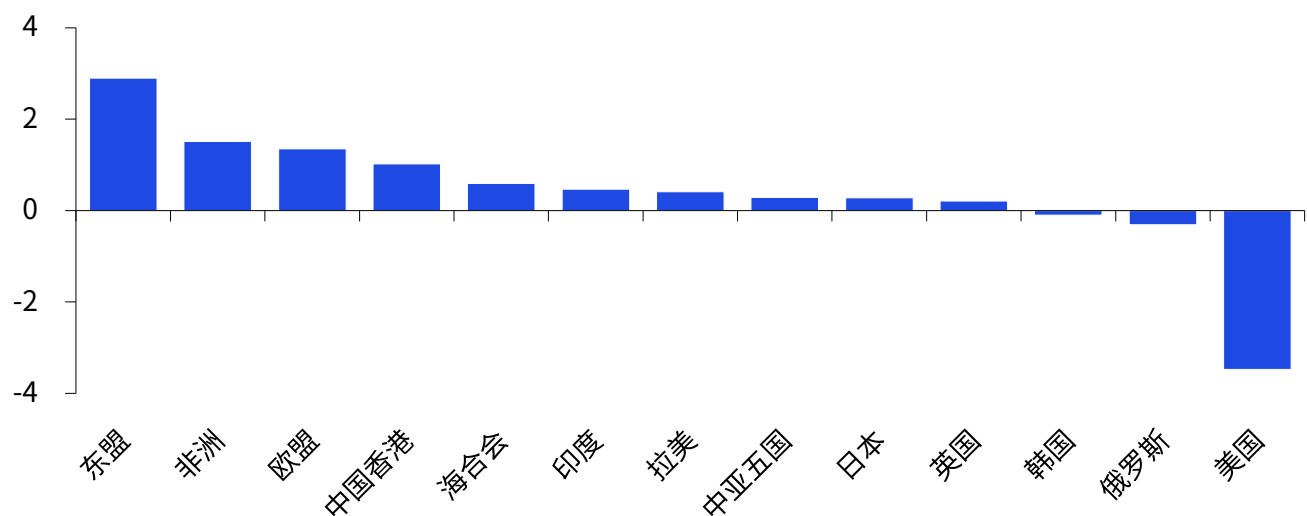
图33 进出口活动，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴方面，多元化市场重要性日益凸显，并呈现四大趋势（图34）。第一，受美国贸易政策影响，二季度中国对美国出口同比从一季度的增长4.5%转为下降23.9%，拖累整体出口增速3.5个百分点，对美出口占总出口的比重降低3.1个百分点至10.5%。单月来看，自5月12日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布后，中美关税摩擦出现缓冲期，我国对美“抢出口”再度显现。6月中国对美出口环比大幅增长32.4%，时隔两个月转正。4月、5月出口环比增速则分别为-17.7%、-12.6%，可以看到，6月的同比降幅分别较4月、5月收窄4.9、18.4个百分点至-16.1%。第二，“抢转口”贸易持续火爆。二季度我国对东盟、中国香港等主要转口贸易伙伴的出口分别同比增长17.4%、13.1%，分别拉动整体出口增速2.9、1.0个百分点。第三，在中美贸易不确定性显著加大的背景下，我国积极修复与传统贸易伙伴的关系，叠加欧洲经济温和复苏，二季度对欧盟出口同比增速回升5.5个百分点至9.2%，拉动总出口1.4个百分点。同时，日本出口增速也回升4.0个百分点至6.8%，拉动总出口0.3个百分点。第四，我国进一步拓展对新兴市场以分散外贸风险，对共建“一带一路”国家出口成为新的增长极。二季度我国对非洲出口实现31.4%的高速增长，拉动总出口1.5个百分点。

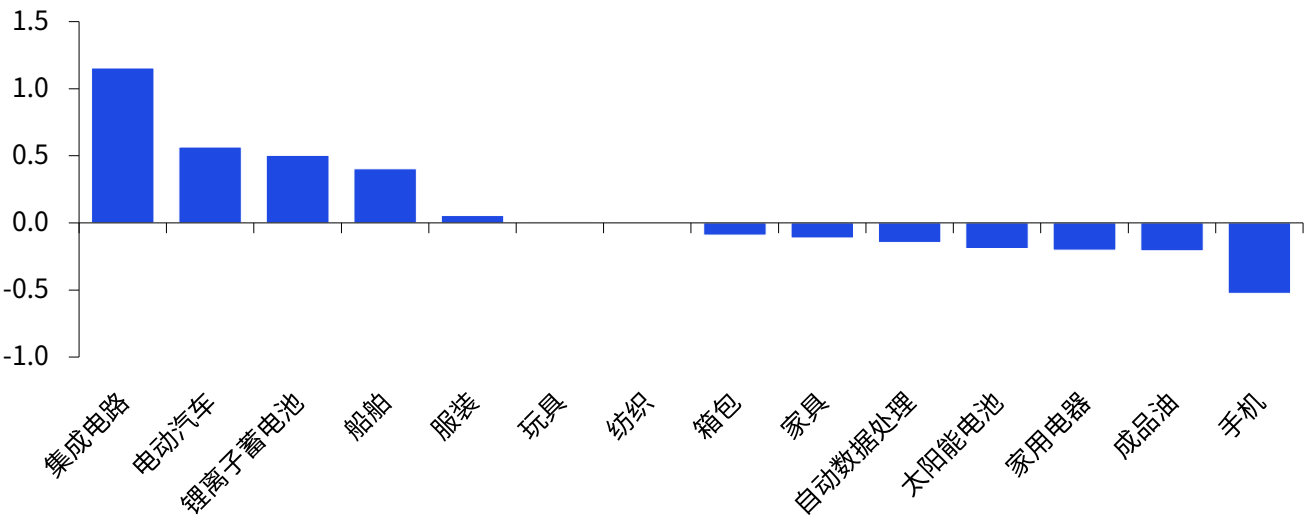
图34 2025年二季度主要经济体对出口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

从主要出口商品来看，我国高端制造与新能源产品国际竞争力不断增强，出口继续保持高增长（图35）。集成电路二季度出口同比增长26.5%，较一季度显著加快15.7个百分点，拉动整体出口增速1.2个百分点，主要得益于全球人工智能产业快速发展、半导体需求强劲，以及美国暂时免除部分电子产品对等关税。出口“新三样”表现强劲，二季度同比增速回升21.5个百分点至21.9%，对总出口的拉动为0.9个百分点。其中，电动汽车出口增速从一季度的6.9%大幅升至40.5%，且量价同步改善，出口数量增速从34.9%上行57.3%，对应出口价格同比降幅从-20.8%收窄至-10.7%，反映前期“以价换量”现象有所缓解。全球能源转型进程加速，欧洲、中东、拉美等地区电力系统建设需求旺盛，带动二季度锂离子蓄电池出口同比增长32.3%，拉动整体出口增速0.5个百分点。但太阳能电池出口受贸易摩擦及价格下跌影响，同比下降20.2%。船舶作为我国高端装备制造硬实力的一大代表，二季度出口同比增长33.9%，在复杂贸易环境中延续着蓬勃的发展势能。相比之下，二季度传统劳动密集型产品和下游消费电子出口表现较为低迷，受对美出口下滑拖累明显。总体而言，在“新质生产力”方针的引领下，2025上半年我国出口朝着高端、自主、智能、绿色化方向前进，凭借市场多元化拓展以及产品结构优化升级，中国出口保持了良好的增长态势。未来仍需关注全球经济增长形式、地缘政治以及贸易保护主义等挑战，持续提升产品竞争力，进一步巩固和拓展国际市场。

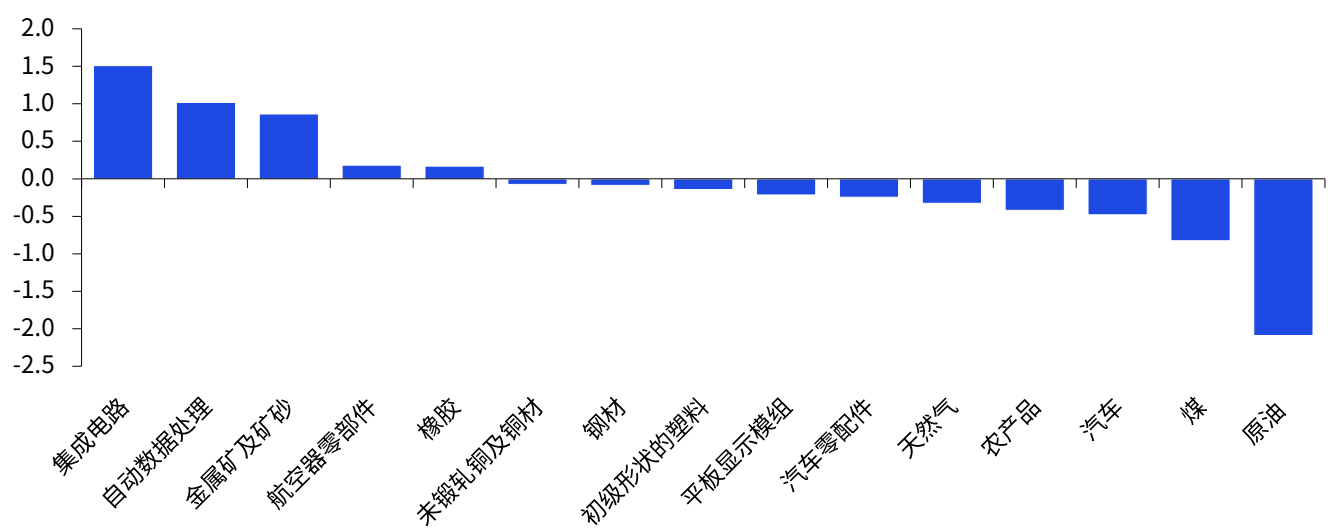
图35 2025年二季度主要类别商品对出口的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

进口商品方面，随着近期中美贸易谈判取得积极进展，美国放松飞机发动机、芯片等出口管制措施，叠加国内消费品以旧换新政策及高技术产业发展带来的强劲需求，二季度集成电路、自动数据处理、航空器零部件进口分别同比增长10.5%、34.5%和34.8%，对整体进口增速的拉动分别为1.5、1.0和0.2个百分点（图36）。此外，二季度金属矿及矿砂进口同比增速较一季度回升18.5个百分点至9.1%，拉动总进口增长0.9个百分点，或与国内“两重”项目建设及设备更新政策效果持续释放有关。美国作为我国第二大农产品进口来源国，由于牛肉、玉米等传统自美进口产品，在中美经贸摩擦的背景下，我国也在积极扩展其他国家和地区进口渠道，二季度农产品进口对整体进口增速的拖累较一季度减轻0.9个百分点。不过，能源、铁矿石等原材料价格持续下跌，以及国内房地产相关产业链需求疲软，其它大宗商品进口拖累依然较大。总体而言，二季度进口增速回升，一方面与去年同期基数大幅走低有关；另一方面源于中美贸易谈判进展较好，以及国内政策支持领域需求温和恢复，导致部分产品进口边际改善。结合7月制造业PMI及进口分项指数来看，当前进口增长的内生动力依然偏弱，内需复苏呈现明显的结构性分化特征，企业生产经营预期未有明显好转，仍待政策进一步发力推动产需两端共同回暖。

图36 2025年二季度主要类别商品对进口的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

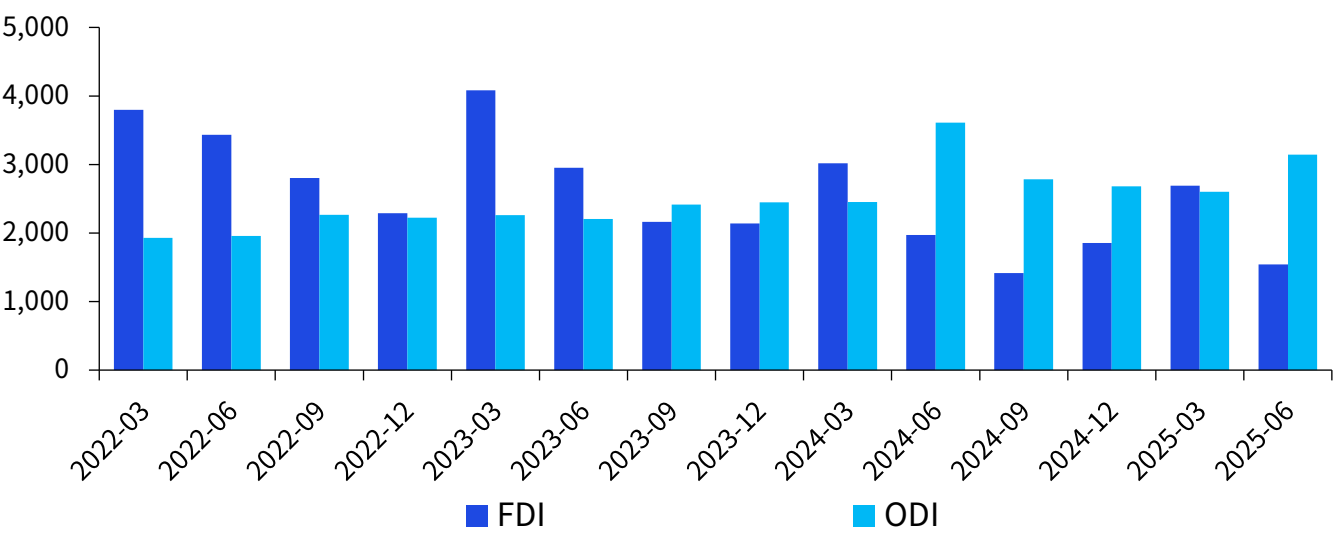
国际货币基金组织（IMF）在2025年7月发布的《世界经济展望》报告指出，全球贸易在一季度强劲增长，但进出口前置效应也将在二季度开始减弱。报告将2025年全球经济增长预期从4月的2.8%上调至3.0%，但报告总体对未来前景的风险预测仍偏向下行，贸易谈判亟需达成一个可预见的框架。此外，上半年特朗普政府“对等关税”政策或将对我国下半年出口形势产生两方面的重大影响。其一，受4月中美贸易冲突，上半年外贸企业“抢出口”活动透支了部分下半年出口需求，下半年出口环比将弱于往年时期；其二，美国在与其他国家贸易协定中，可能对我国贸易活动设立间接限制，同样将对我国出口带来潜在负向影响。从最新美国的总统行政令来看，通过第三国转口向美国出口的商品未来将面临40%的额外关税，中国对东盟转口贸易可能因此受到冲击。不过，在多元化对外开放及高技术产品竞争优势的支撑下，我国出口长期韧性犹存，下行风险可控。

2025年上半年，我国实际使用外资金额为4,232.3亿元人民币，同比下降15.2%，较一季度降幅扩大4.4个百分点（图37）。虽然外资规模持续缩减，但新设立外商投资企业数量达3万家，同比增长11.7%，表明尽管面临多重外部挑战，外资企业仍保持较高的来华投资展业意愿。同时，外商投资金额的下降也反映了全球跨国投资逐渐呈现出服务化和轻资产化的特点。从行业分布来看，上半年我国服务业实际使用外资3,058.7亿元人民币，占比达72.3%，较一季度提升0.5个百分点；高技术产业实际使用外资1,278.7亿元人民币，占比30.2%，较一季度提升1.1个百分点。整体来看，我国利用外资质量大幅提升，高技术产业引资逐步扩大。目前，中国已成为跨国投资长期战略布局的核心市场，越来越多的跨国公司选择在华设立地区总部和全球研发中心，分享中国经济转型的红利，借助中国高质量发展实现技术迭代和业务升级，从而实现“在中国，为全球”的战略升级。今年以来，稳外资行动方案及配套政策扎实推进，并通过自由贸易试验区、服务业扩大开放综合试点等开放平台先行先试，稳步扩大数据要素流动、政府采购、环境保护、知识产权和金融等重点领域的制度型开放，持续优化外资营商环境，提升跨境贸易投资便利化水平。据商务部介绍，我国实际使用外资“十四五”期间的7,000亿美元引资目标已经提前6个月完成，为“十五五”中国外资发展打下了坚实基础。

中国美国商会会长何迈可在第三届中国国际供应链促进博览会上指出，三年来，中美贸易关系经历了一些波折。但总体而言，商会的大多数会员企业在中国的经营体验“非常积极”，许多企业不仅在这里赢得了客户，还成功拓展了业务。中国欧盟商会主席彦辞在近期访谈中表示，欧盟的公司并没有减少对中国的依赖，而是变得更加依赖中国，商会中有超过四分之一的成员企业正在加大在中国的布局。总体而言，外资对华总体呈现出持续看好、积极深耕的态度，多数企业在华经营体验良好，且对中国市场的依赖度未减，不少企业正加大在华布局力度。

2025年上半年，我国全行业对外直接投资5,748.6亿元人民币，同比下降5.1%，较一季度增速回落12.4个百分点。其中，共对全球150个国家和地区的6,887家境外企业进行了非金融类直接投资，累计投资5,188.9亿元人民币，同比增长0.6%，较一季度放缓4.8个百分点（图37）。虽然对外投资数据有所波动，但对外承包工程营业额、新签合同额保持较快增长。上半年中国对外承包工程完成营业额5,612.1亿元人民币，同比增长9.3%；新签合同额9,331.9亿元人民币，增长13.7%。与此同时，我国与“一带一路”相关合作稳固推进，展现出较强韧性和潜力。上半年中国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资1,358.5亿元人民币，同比增长22%；承包工程完成营业额4,657.3亿元人民币，增长8.7%；新签合同额8148.7亿元人民币，增长21%；均较一季度增速明显加快。尽管外部环境不确定不稳定因素增多，单边主义、保护主义加剧，中国坚持以开放政策赋能海外市场拓展，与共建国家协同深化贸易、基建和产业发展等领域合作。2025年上半年，我国对共建“一带一路”国家进出口11.3万亿元，同比增长了4.7%，占外贸整体比重达到51.8%。展望下半年，随着我国与“一带一路”国家的产能合作向更高质量迈进，数字经济和绿色发展等新兴领域的国际合作空间不断拓展，中国企业对外投资的质量与效益有望进一步提升。

图37 我国实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI），亿元人民币，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

人民币汇率稳中有升

2025年二季度，人民币汇率在复杂的外部环境中展现较强韧性，整体呈现稳中有升的走势。国际方面，美元指数经历明显波动。4月2日美国总统特朗普宣布对多数贸易伙伴征收“对等关税”，引发市场对美国经济前景的担忧以及对美资产的信任危机，美元指数在关税预期升温背景下开始下行。随后，4月22日特朗普表示将大幅下调对华关税，并在同期与部分国家达成初步关税谈判进展，带动美元阶段性反弹。但5月12日中美联合发布日内瓦声明后，美元再次承压下行。此外，“大而美法案”的通过进一步加剧了市场对美国财政赤字扩大的担忧，以及未来提高美债上限的预期，美元指数再次走弱，并于6月30日跌至96.7，较年初高位累计下跌10.8%（图38）。

在中美贸易摩擦持续扰动的背景下，2025年上半年人民币汇率呈现“先承压、后趋稳”的态势。受美元走弱这一主要外部因素影响，叠加国内经济稳中向好、以及央行对汇率的灵活调控，人民币对美元整体实现了小幅升值。截至6月末，美元兑人民币的即期汇率为7.17，人民币较年初升值1.82%。与此同时，欧元、日元等其他主要非美货币也相对走强。值得注意的是，尽管人民币对美元升值，但在多种货币普遍走强的背景下，人民币对一篮子货币出现贬值。人民币汇率指数（CFETS）在上半年呈现明显下行趋势，从3月末的99降至6月30日的95.35，累计跌幅达3.67%（图39）。

图38 美元指数和人民币即期汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图39 CFETS人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

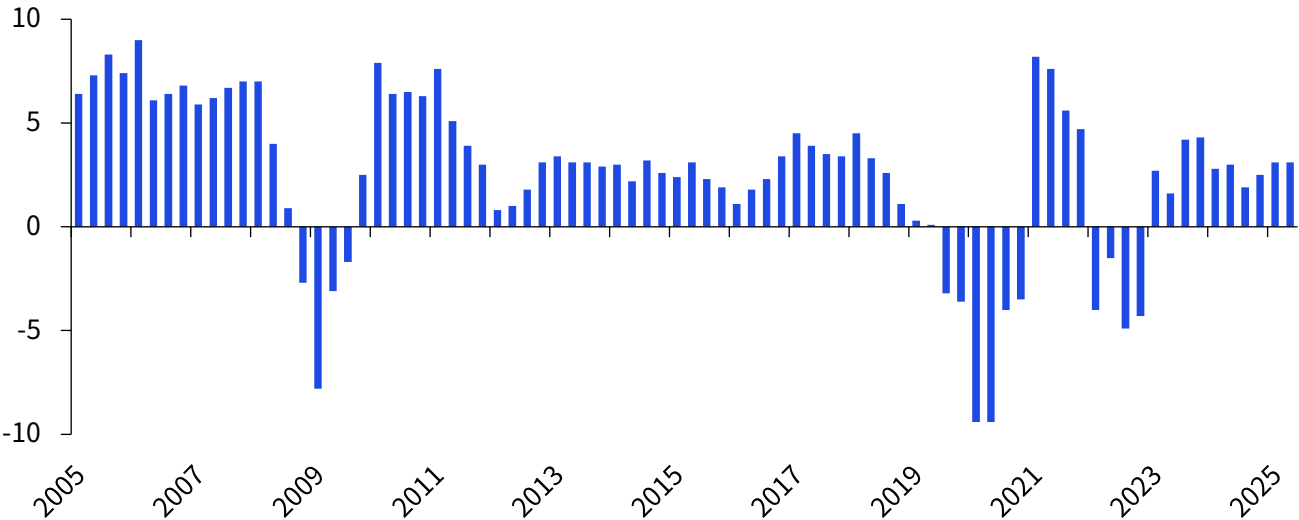
展望未来，在6月23日召开的2025年二季度货币政策委员会会议上，央行虽未再提及“三个坚决”，但仍强调防范汇率超调风险，体现出在全球贸易环境不确定性上升的情况下，稳预期、稳汇率仍是政策主线。央行将继续增强外汇市场韧性，保持人民币汇率在合理均衡的水平上基本稳定。展望下半年，美元指数仍面临一定下行压力，加之市场对美联储年内降息的预期，为人民币汇率延续温和升温提供外部支撑。与此同时，国内稳增长政策将成为稳定汇率的核心内因，财政与货币政策需持续协同发力，以有效对冲外部冲击对宏观经济基本面的影响。



中国香港经济温和增长

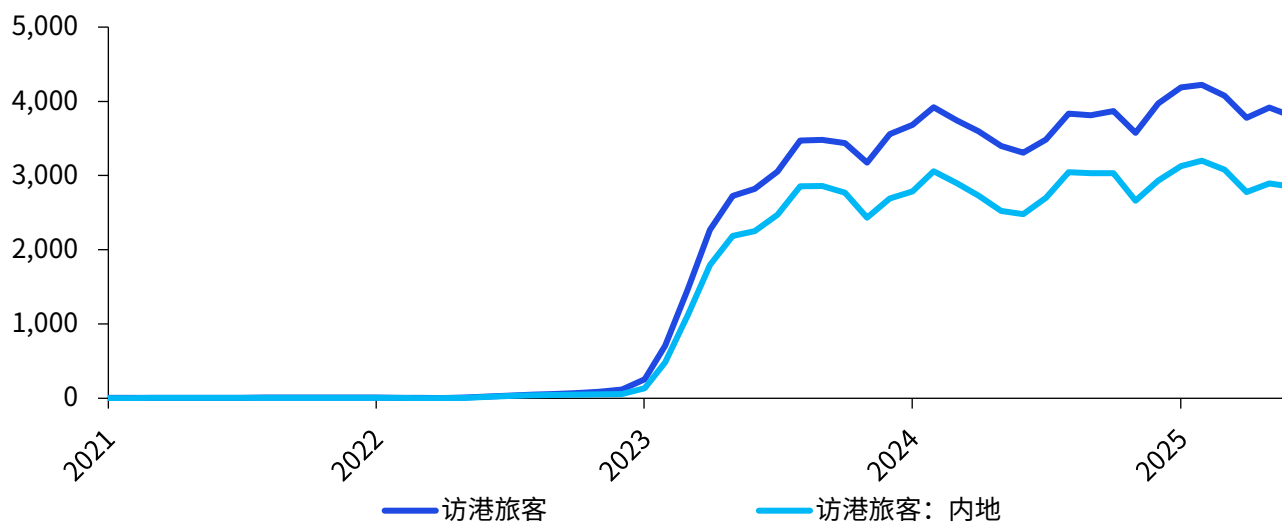
二季度，香港特区经济温和扩张，GDP同比增长3.1%，较一季度上涨0.1个百分点，高于市场预期，主要由私人及政府消费、投资、出口，以及服务业所拉动（图40）。外部需求强劲，美国关税政策暂缓，推动“抢出口”效应，带动商品出口总体增长加速，二季度香港特区货物出口增速达到11.5%，较上季度增加3.1个百分点。此外，香港特区旅游业增势持续，二季度共有1141万人次旅客访港，同比增长15%（图41）。其中，内地旅客855万人次，同比增长14.8%。跨境运输量进一步扩张以及金融及相关商业服务的积极表现，支撑服务出口持续扩张，二季度香港特区服务出口同比增长7.5%，较一季度提高1.2个百分点。与此同时，访港游客的增加支撑二季度香港地区消费市场回暖，私人消费支出在连续四个季度下降后由负转正，自一季度的-1.2%升至1.9%。政府消费增速为2.5%，较一季度增长1.6个百分点。伴随着经济扩张，整体投资支出进一步增加。二季度固定资本形成总额当季同比达2.9%，较一季度上行1.8个百分点。展望未来，内地经济的稳步扩张以及香港特区政府提振消费、吸引投资和促进经济增长的各项措施，都将为香港经济的各个领域提供支撑。但美国关税政策的不确定性、美联储降息路径尚不明朗以及企业“抢出口”效应预计下半年逐渐走弱，这些因素或将对下半年香港经济产生影响。

图40 中国香港特区GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图41 访港旅客数量，当月值，3个月移动平均，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

二季度香港地区就业市场较一季度整体小幅降温。二季度季调失业率为3.5%，较上季度上涨0.3个百分点。二季度就业不足率为1.4%，较一季度上升0.3个百分点。二季度总就业人数较上季度减少3.5万人，降至365.7万人；失业人数较上季度增加1.3万人至13.6万人；就业不足人数较上季度增加近1万人至5.26万人。鉴于香港正处于转型期，伴随消费者行为及预期转变，不同行业失业率表现分化。二季度仅制造业失业率有所下降，较上季度下降0.3个百分点，录得3.1%。失业率明显上升的行业为建筑业和工艺业，增幅均超1.5个百分点。零售业与金融业失业率也上涨0.5个百分点，分别升至5.2%和3.3%。展望三季度，应届毕业生和离校人士加入就业市场对整体就业形势形成一定压力，但香港地区经济的稳步扩张也将为劳动力市场提供支撑。

对外贸易方面，二季度香港地区出口货值保持增长，同比上涨14%。分经济体来看，二季度中国香港对内地和大部分亚洲市场的出口货值继续增长，但输往美国和欧盟的出口有所收缩。具体来看，二季度香港特区对越南、日本、中国台湾以及印度的出口涨幅明显，同比分别增长42%、33.1%、26.1%和23.2%。然而，输往荷兰、韩国和美国的出口货值出现下滑，同比分别为-26%、-21.7%和-10%。从主要出口商品来看，部分主要货物出口货值出现上升，尤其是电动机机械、仪器和用具及零件出口同比上升13.4%，办公室机器和自动资料处理仪器同比上升55.4%。展望未来，全球贸易政策的前景仍存在较多不确定性，但亚洲各经济体尤其是中国内地经济继续稳步增长，以及香港特区不断加强的全球经贸合作，有望对外贸持续提供支撑。

资本市场方面，在A+H股和新经济的推动下，香港IPO市场在2025年上半年表现亮眼，总集资额跃居全球IPO集资榜首，较2024年同期增长7倍，延续一季度的良好势头。今年二季度香港IPO市场完成27宗上市交易，相较于一季度增长了12宗；同时，二季度的募资总额达到880.7亿港元，较一季度大幅上涨了3.7倍²。本轮IPO活跃的核心动因来自港交所一系列制度改革，包括优化上市门槛、试点人民币计价机制以及加快审批进度。这些举措有效提高了港股市场对企业的吸引力，尤其是推动了A股龙头企业的二次赴港上市热潮，例如，全球最大电动车电池制造商宁德时代于5月成功上市，为今年以来全球最大IPO。新经济方面，香港特区推出“科企专线”和保密申报选项，提高上市服务效率，为特高科技公司和生物科技公司提供了专属上市通道，帮助具备创新能力但尚未实现盈利的科创企业拓宽融资渠道。此举也吸引了高科技及生物科技企业赴港上市，成为上半年香港IPO市场的主要驱动力，占2025年上半年募资总额的72%。总体来看，上半年香港市场的“资本暖流”是政策驱动、资本环境优化、资金流入和产业需求的合力结果，这些因素也将在下半年继续推动香港资本市场回暖。

内地与香港特区金融互通加速，为港股市场注入制度动能。港股市场回暖背后不仅有港交所自身制度改革的推动，更得益于内地与香港特区金融合作机制的持续深化。2025年1月，中国人民银行与香港金融管理局联合推出六项深化金融互联互通的新举措，围绕跨境资金流动、人民币使用、金融基础设施联通等关键领域，系统性提升了香港金融市场的承载能力和国际竞争力。具体来看，人民银行向香港特区提供总额达1,000亿元人民币的贸易融资便利安排，为赴港上市企业提供流动性支持。债券通机制在南向扩容的基础上，进一步优化结算安排，提升香港债券市场的流动性和吸引力。这些举措不仅有助于增强国际资本对港市场的配置意愿，也为在港上市企业提供了更加多元的融资渠道。在跨境支付方面，2025年6月“跨境支付通”平台正式上线，实现了内地IBPS系统与香港FPS系统的深度对接，率先支持人民币小额资金的即时转账和清算。此外，银行代理开户机制的优化，也为内地居民开立港资账户提供更多便利，扩大了潜在的个人投资者基础。这些措施不仅提升了跨境投融资便利化水平，也从制度上稳定了投资者对香港金融市场的预期，也进一步强化了香港特区作为连接中国与全球资本市场的枢纽地位，为内地企业赴港上市提供了更为明确的政策环境。

² 《中国内地与香港IPO市场2025年度中期回顾》，毕马威中国
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/zh/2025/07/china-hk-ipo-2025-mid-year-review.pdf>

全球经济韧性尚存

国际方面，7月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告。报告指出，在外部环境不确定性持续的情况下，全球经济韧性尚存。IMF将2025年全球经济增速预期调整为3.0%，低于2024年3.3%的增速，但较4月的预测上调0.2个百分点。这一上调更多受短期因素支撑，包括在加征关税的预期下，进出口活动提前释放；美国最终实施的关税幅度低于市场预期；美元走弱带动金融环节改善，以及部分主要经济体加大财政支持力度。发达经济体方面，IMF上调其2025年增速至3.0%，主因美国关税税率低于预期以及金融环境进一步宽松。IMF上调了2025年新兴市场经济体的经济增速，预计为4.1%，较4月上调0.4个百分点。通货膨胀方面，尽管IMF预计全球总体通胀率将于2025年降至4.2%，较2024年下降1.6个百分点。各国之间的表现差异依然显著。例如，美国通胀水平仍高于政策目标，而欧元区则有所回落。

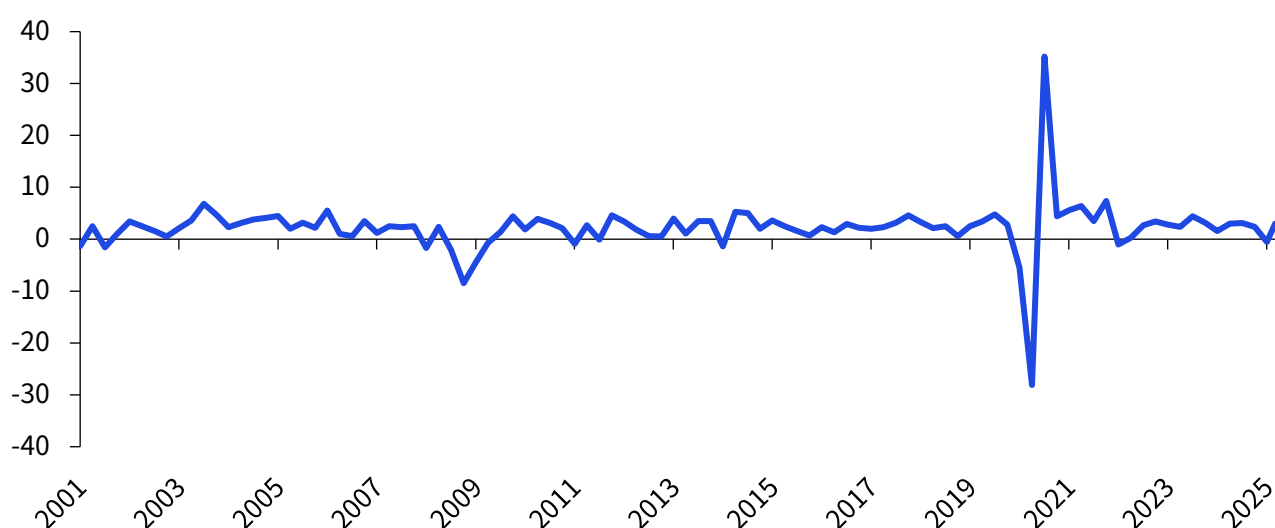
需要注意的是，全球经济前景仍面临诸多下行风险。首先，对等关税的最终实施，将使得有效关税税率上升，削弱未来的经济动能。此外，局部地缘局势的紧张可能扰乱供应链，推高能源和原材料价格。在公共债务高企的背景下，多个经济体或将面临财政赤字的持续扩张，尤其是市场对美国财政可持续性的担忧或推高美债期限溢价，使全球金融市场波动。



美国

2025年二季度美国实际GDP季调环比折年率为3.0%，由一季度的-0.5%提升3.5个百分点（图42）。二季度GDP的增长主要由消费者支出增加以及进口减少所支撑，而投资和出口则有所回落。从分项来看，二季度美国消费增速较一季度回升，个人消费支出对GDP的拉动提升0.7个百分点至1.0%；而进口增速的回落，反向支撑二季度GDP保持韧性，净出口带动GDP增长近5个百分点。投资则是二季度GDP的主要拖累项，私人投资增速拖累GDP增速3.1个百分点。

图42 美国实际GDP，季调环比折年率，%

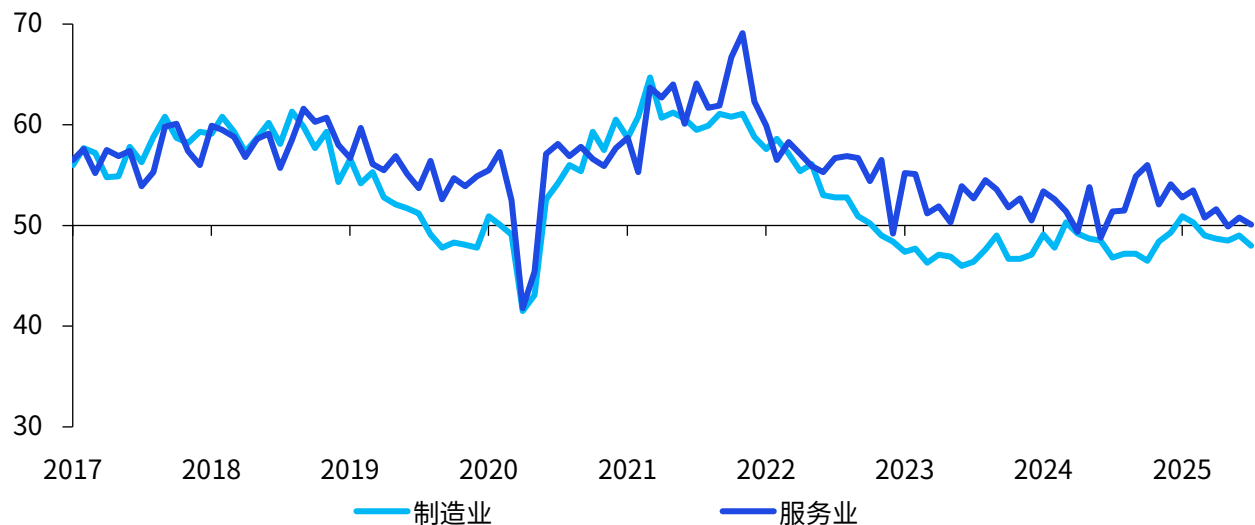


数据来源：Wind，毕马威分析

二季度消费者支出季调环比折年率为1.4%，高于一季度的0.5%，但仍较2024年同期的2.8%有所回落。按贡献率来看，主要受耐用品消费拉动，增速由一季度的-3.7%上升至3.7%，汽车及汽车零部件消费高增。服务消费温和扩张，增速较一季度增加0.5个百分点，达到1.1%。其中，娱乐、食品服务及住宿受天气好转影响，由一季度负值转正。然而，非耐用品消费增速则由一季度的2.1%下降至1.3%，主要是受关税影响，对进口依赖较高的类别如食品饮料、服饰及汽油等能源商品均下降。密歇根大学发布的消费者调查报告显示，2025年7月消费者信心指数为61.7，但仍处于历史低位，体现出消费者对经济前景的态度相对谨慎。

二季度美国私人投资环比折年率由一季度的23.8%大幅下降至-15.6%。二季度私人投资主要受库存投资所拖累，在一季度经历抢进口之后，二季度企业开始大量去库存，库存投资拖累GDP增速3.2个百分点。高利率环境下，房地产投资及建筑投资承压。房地产投资继一季度持续放缓，环比折年增速为-4.6%。建筑业环比折年增速则走扩至-10.3%。设备投资增速放缓至4.8%，对GDP的拉动从一季度1.1降至0.3。值得注意的是，知识产权相关投资在二季度小幅增长，对GDP的贡献率小幅增至0.3%，体现出在科技浪潮下，软件及研发投入保持韧性。综合来看，美国二季度对私人国内购买者的实际最终销售额（即消费者支出和私人固定投资总额之和）仅增长1.2%，较一季度下降0.7个百分点，是自2022年底以来的最低水平，表明美国需求正在减弱。7月制造业PMI录得48%，较上月下降1个百分点，企业对于未来经济预期伴随着需求的减弱，同样有所回落（图43）。

图43 美国ISM制造业和服务业PMI



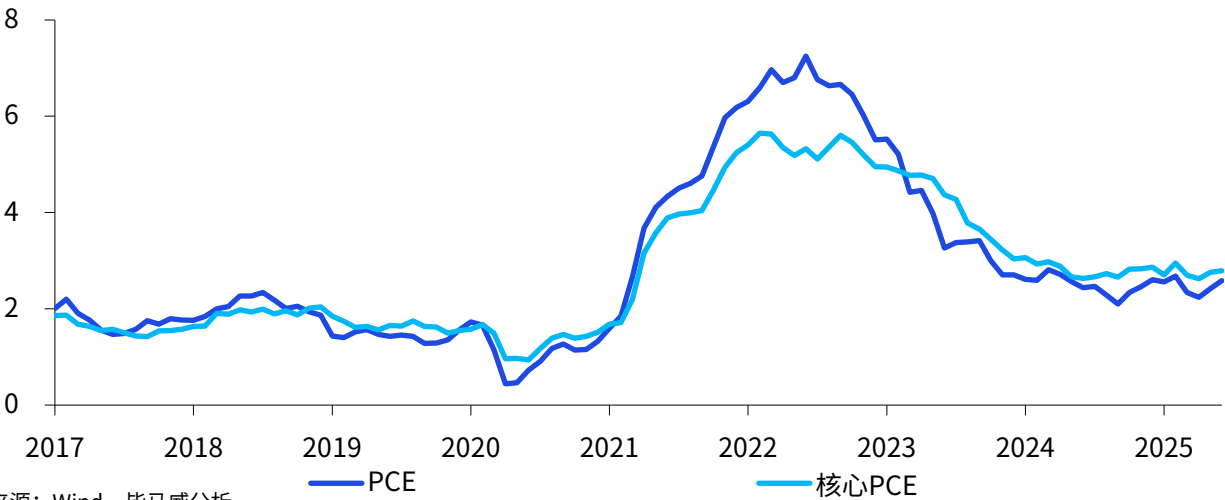
数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，二季度美国通胀小幅升温。6月PCE价格指数同比增长2.6%，较5月提升0.2个百分点（图44），主要贡献来自能源价格的上升。受地缘冲突影响以及夏季高温推动消费需求，6月能源价格指数环比由-1.0%上升至0.9%。剔除食品和能源的核心PCE价格指数同比增长2.8%，较5月微升0.04个百分点。核心商品的价格上涨也反映出关税的早期影响，例如服装和鞋类、家具用品价格指数分别上涨0.4%和1.0%。密歇根大学发布的消费者调查报告显示，消费者对一年期通胀预期有所下降，7月录得4.5%，五年期通胀预期录得3.4%，分别较年初提升1.2个百分点和0.2个百分点。关税政策逐渐落地后，消费者对于通胀的担忧高于年初水平，未来通胀上升的风险仍存。

就业方面，7月的美国就业市场数据显示，就业增长明显放缓，就业降温的趋势超出市场预期。非农新增就业人数仅7.3万人（图45），且5月和6月的新增数据也被大幅下修，累计下调超过25万人，尤其是剔除政府部门影响后，6月私人部门实际新增就业仅0.3万人。此外，美国7月失业率上升至4.2%，较6月提升0.1个百分点。综合来看，就业市场的疲弱一方面反映出企业招聘意愿下降，另一方面也可能受到移民政策收紧带来的人力供给收缩等因素影响。7月就业数据新增人数乏力，且历史数据也被下修，显示出美国就业市场正由此前的稳健扩张转向放缓，这也使得美联储在控制通胀与稳定就业之间的政策平衡难度进一步加大。

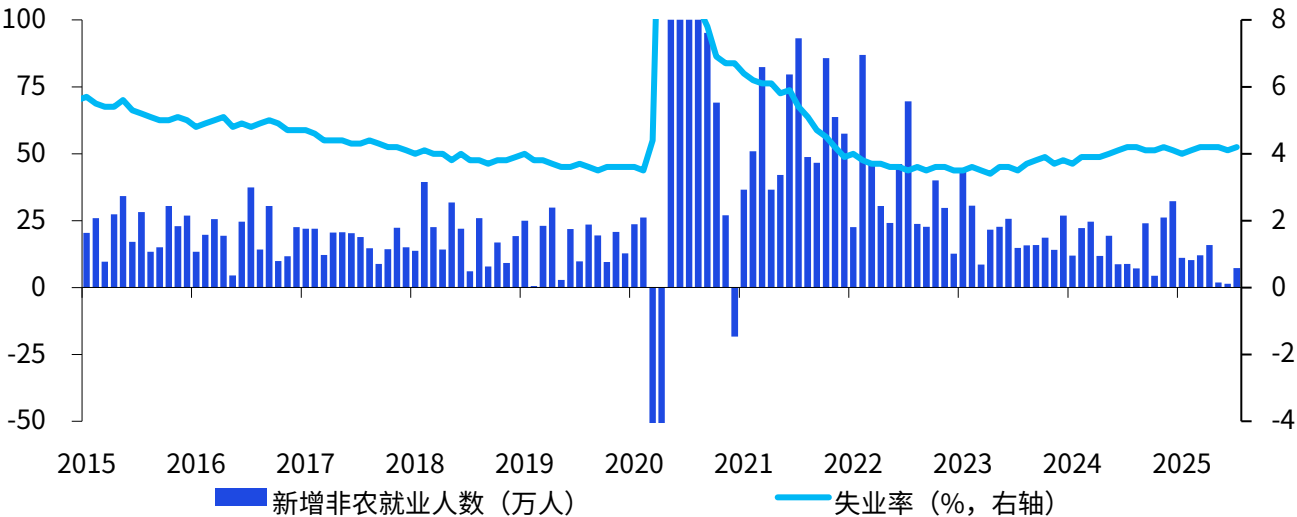
整体来看，美国二季度通胀再次升温，关税对经济的早期影响显现。7月美联储最新的议息会议上强调继续维持联邦基金利率目标区间在4.25%—4.5%。根据会议声明，后续美联储货币政策的走向将取决于进口商、零售商和消费者将如何分担关税政策带来的成本，以及未来几个月内关税会对通胀和就业的走向产生的影响。当前劳动力市场保持韧性，通胀有所回温，市场对于美联储将于9月降息的预期有所降温。IMF预计2025年美国GDP增速为1.9%，较2024年下降0.9个百分点。

图44 美国个人消费支出价格指数（PCE），当月同比



数据来源：Wind，毕马威分析

图45 美国新增非农就业人数及失业率

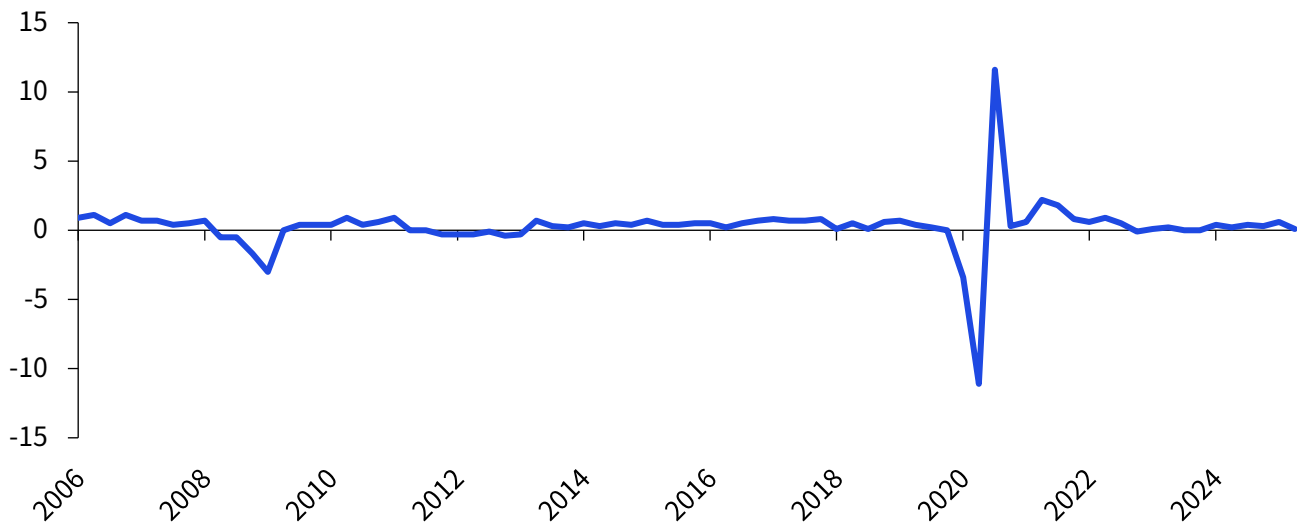


数据来源：Wind，毕马威分析

欧元区

受美国关税冲击影响，欧元区二季度实际GDP环比增长0.1%，低于一季度的0.6%，但仍略高于市场预期（图46）。二季度欧元区增长动能放缓，主要是支撑一季度经济走强的“抢出口”活动在二季度回落。分国别观察，出口依赖度较高、制造业占比偏重的德国、意大利二季度GDP环比跌至-0.1%。特别地，爱尔兰一二季度经济增速出现剧烈波动，GDP环比增速由一季度的7.4%降至-1.0%，对欧元区二季度经济增速拖累明显，其原因同样是“抢出口”效应消退所致。由于爱尔兰有大量跨国企业总部，企业提前生产、出口活动对经济的影响更为明显。

图46 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%

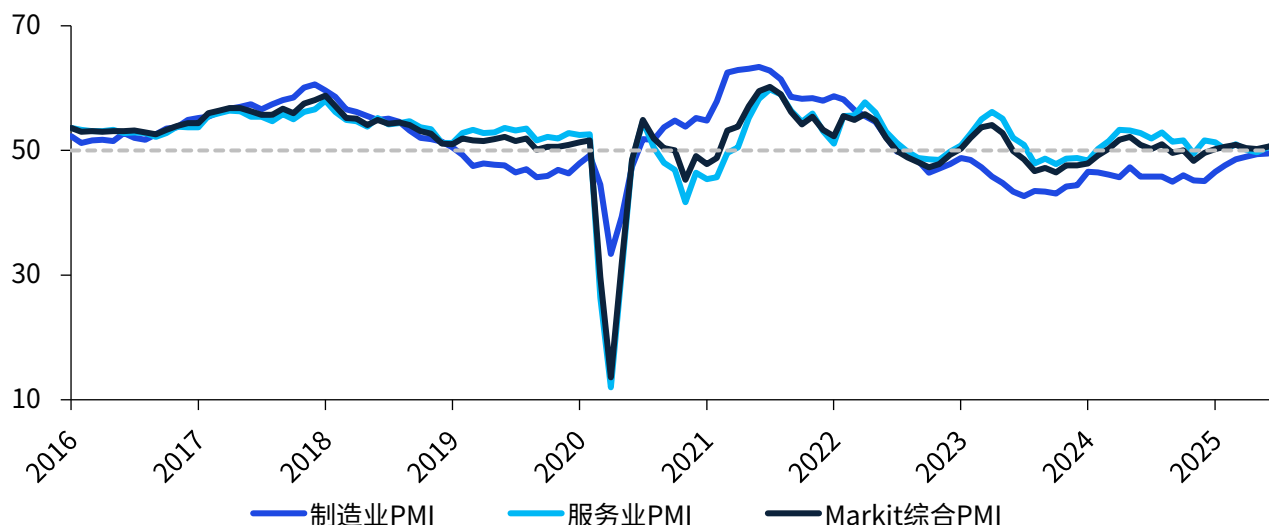


数据来源：Wind，毕马威分析

尽管外贸的不确定性加大，当前欧元区经济仍显现韧性。欧元区7月综合PMI达51%，较上月上行0.4个百分点，创近一年新高。其中服务业PMI达51.2%，较前值回升0.7个百分点，处于加速扩张状态。制造业PMI达49.8%，高于6月的49.5%，今年以来呈现持续回升态势。值得关注的是，在“德国制造”投资计划³的推动下，德国企业当前投资扩产意愿有所回升，7月德国制造业就业指数大幅上行至48.1%，创2023年9月以来新高。下半年伴随德国财政扩张计划落地，德国企业投资、生产活动或迎来新一轮扩张，成为对冲外需走弱影响的关键力量（图47）。

³ 当地时间21日，61家德国及国际企业共同承诺，到2028年将在德国投资总计6310亿欧元，以提升德国经济竞争力，推动可持续增长。这被认为是德国几十年来规模最大的投资计划之一。

图47 欧元区采购经理指数（PMI），月

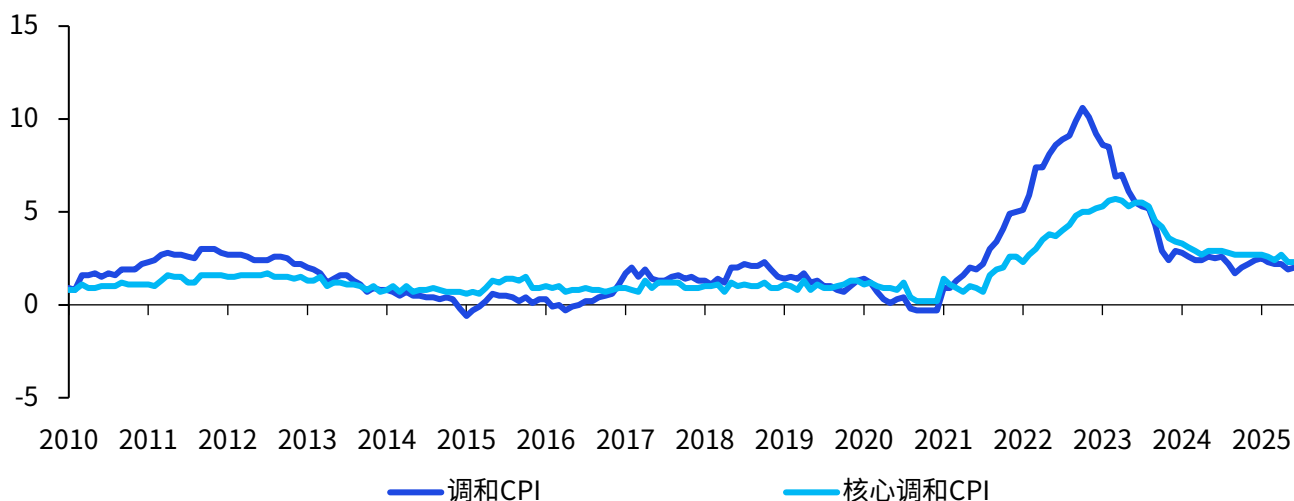


数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，2025年二季度以来，欧元区物价水平温和回落。其中5月调和CPI同比降至1.9%（图48），为八个月来首次低于欧央行2%的目标水平，同期核心调和CPI增速也由4月的2.7%降至2.3%，均低于市场预期。6月调和CPI同比边际回升至2.0%，主要是中东地缘政治冲突影响下，能源价格短期回升，而核心调和CPI同比则保持不变达2.3%，与市场预期持平。

二季度欧元区物价回落的关键原因在于工资增速持续放缓，劳动密集型服务业的成本压力减轻，进而推动服务业价格走软，二季度服务业价格月均同比达3.5%，较一季度的3.7%下行0.2个百分点，且6月同比增速为3.3%，回落至2022年以来同期最低水平。下一阶段，欧元区工资增速有望进一步回落，欧央行7月30日发布薪资追踪报告，预计2025年薪资平均增速将降至3.2%，2026年一季度则将降至1.7%，服务业价格在此背景下也有望保持在较低水平。

图48 欧元区调和CPI与核心调和CPI，当月同比，%



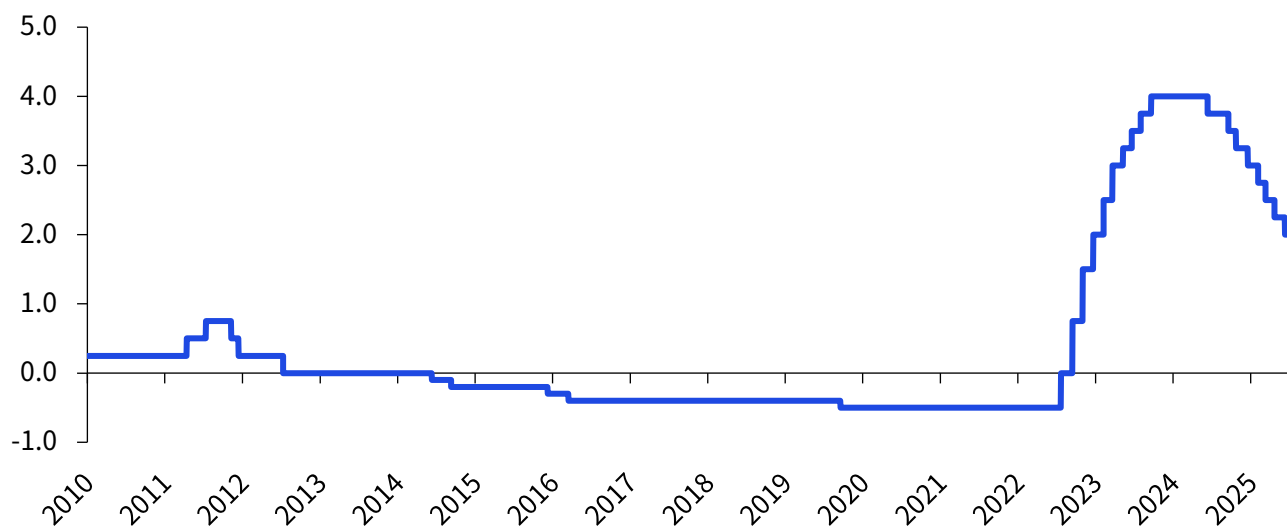
数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，在5月通胀超预期放缓背景下，6月欧央行如期降息25个基点。而在7月，得益于偏强的经济数据以及外贸环境的不确定性，欧央行按下降息“暂停键”，结束2024年6月以来此前连续八次降息的进程，三大关键利率维持不变——存款利率为2.00%，主要再融资利率为2.15%，边际贷款利率为2.40%（图49）。会议公布的决议声明指出，当前通胀处于2%的中期目标水平，经济总体保持韧性，后续将采取数据驱动、逐次会议决策的方式确定利率水平。

欧央行主席拉加德在随后发布会上表态同样偏鹰，其指出当前政策立场处于合适水平，经济增长基本符合预期，后续将密切关注贸易谈判的进展。若后续贸易紧张局势迅速得到解决，加上欧元区国防和基础设施支出增加，未来几个月经济增速可能会超过之前的预测，不排除转向考虑加息。发布会结束，市场预期的欧央行9月降息概率已从决议前的40%大幅下降至28%。

但需要注意的是，当前欧元区宏观不确定性仍处于高位，若后续欧美贸易谈判结果不理想、欧元持续性被动升值，或推升经济下行压力，仍将促使欧央行进一步宽松。对于美国关税，7月31日，特朗普签署行政令，将针对欧盟国家的对等关税调整至15%水平，虽然这一税率较7月12日特朗普提出的30%对欧盟关税大幅降低，但双方谈判仍在继续。钢铁、药品等关键商品税率双边尚未达成一致。对于汇率，今年以来美元指数走弱，欧元被动走强，这削弱了欧洲输美产品市场竞争力，致使企业利润承压、投资意愿不足，同样给下半年欧元区经济带来下行风险。

图49 欧元区存款便利利率，%



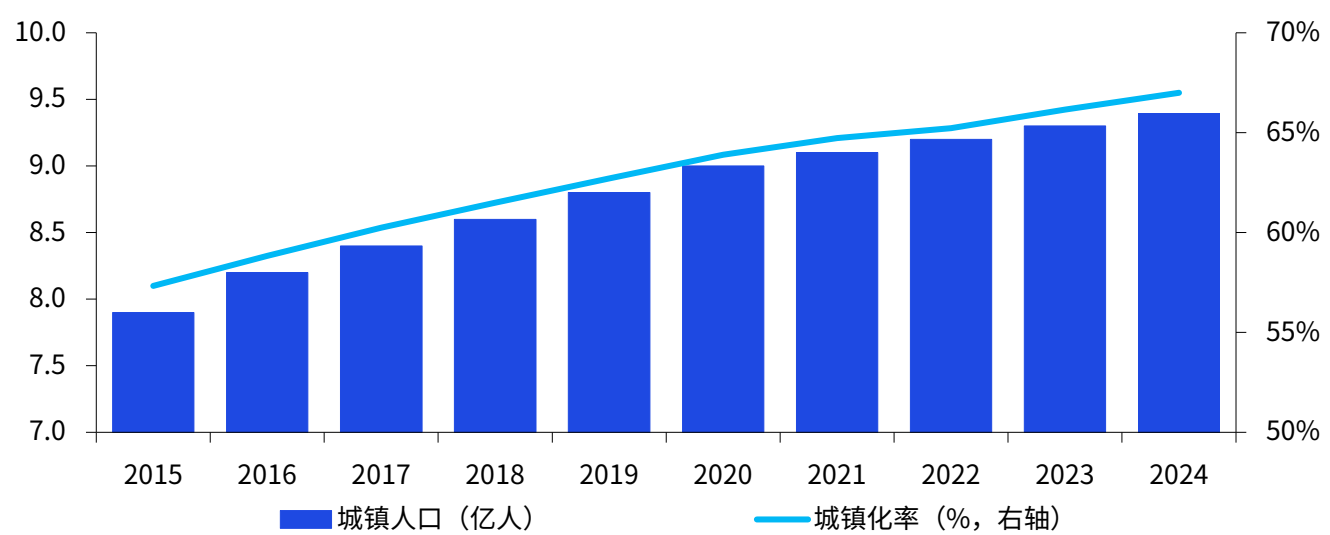
数据来源：Wind，毕马威分析

政策分析

国务院发布 关于持续推进城市更新行动的意见

近年来，我国城镇化进程持续加快，截至2024年底，城镇化率达到67%，常住人口达9.4亿，户籍人口城镇化率也在2023年末达到48.3%（图50）。城镇化率的持续上行，反映城市的综合承载能力也在稳步提升，城市发展质量和人民生活水平显著提高，我国城市发展进入城市更新的关键时期。为推动城市开发建设模式转型升级，引导地方加快农业转移人口市民化，建立可持续的城市更新模式和政策法规体系，促进城市结构优化、功能完善、文脉赓续、品质提升，打造宜居、韧性、智慧城市。2025年5月15日，中共中央办公厅、国务院印发《关于持续推进城市更新行动的意见》⁴（以下简称《意见》），持续推动城市高质量发展，争取到2030年，在城市更新行动中取得重要进展。7月14日至15日，中央城市工作会议在京举行，会议明确，在当前和今后一个时期，城市工作要“以推进城市更新为重要抓手”，进一步强调城市更新在城市发展进入提质增效阶段后的重要地位。

图50 2015-2024年中国城镇人口总量总数、城镇化率及户籍城镇化率情况



数据来源：国家统计局，毕马威分析

⁴ 中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，国务院
https://www.spp.gov.cn/tt/202505/t20250515_695791.shtml

城市更新这一概念最早提出于2019年，在此之前，棚户区改造是提振城镇综合承载能力、推进城市发展的主要抓手。2014年，国家确立“改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村”的政策目标，2015年至2018年，随着货币化安置模式的推开，以及抵押补充贷款资金的配套支持，棚户区改造进入高峰期。2019年，伴随棚改进程接近尾声，年末中央经济工作会议首次提出“加强城市更新和存量住房改造提升”。在2021年年中，住建部印发《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，明确这一时期城市更新工作“以内涵集约、绿色低碳发展为路径”，防止“大拆大建”。2022年，中共二十大也进一步提出“实施城市更新行动”。2023年，住建部发布关于《关于全面开展城市体检工作的指导意见》。2024年，住建部联合财政部办公厅印发《关于开展城市更新示范工作的通知》，为下一阶段城市更新工作的推开做好前期准备工作。2025年4月政治局会议明确要求“加力实施城市更新行动”。而本次《关于持续推进城市更新行动的意见》的发布，在进一步丰富城市更新内涵的同时，同步为项目资金来源做出更为详实的安排，这给未来城市工作的开展给出切实规划，有利于下一阶段城市更新项目的加快推进（表1）。

表1 近年来出台的城市更新相关政策

发布日期	发布部门	法规详情
2019年12月	中共中央、国务院	《中央经济工作会议》 首次提出“加强城市更新和存量住房改造提升”。
2021年8月	住房和城乡建设部	《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》 提出实施城市更新行动要顺应城市发展规律，以内涵集约、绿色低碳发展为路径，转变城市开发建设方式，坚持“留改拆”并举、以保留利用提升为主，防止大拆大建问题。
2021年11月	国务院	《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》 确定北京、成都等21个试点城市探索城市更新统筹谋划机制。
2022年10月	中共中央	中国共产党第二十次全国代表大会 加快转变超大特大城市发展方式，实施城市更新行动，加强城市基础设施建设
2023年7月	国务院	《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》 将城中村改造成为当前城市更新的重点任务。要求改造过程中坚持以人民为中心，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等多种方式有力有序有效推进，切实消除安全隐患，改善居住条件和生态环境，高效综合利用土地资源，提高土地利用效率，促进产业转型升级。
2023年7月	住房和城乡建设部	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》 要求一体化推进城市体检和城市更新工作，结合国民经济和社会发展规划，系统谋划城市更新工作目标、重点任务和实施措施，强化精细化城市设计引导，创新城市更新可持续实施模式，鼓励有立法权的地方出台地方性法规，建立城市更新制度机制，完善土地、财政、投融资等政策体系。
2023年12月	住房和城乡建设部	《关于全面开展城市体检工作的指导意见》 把城市体检发现的问题作为城市更新的重点，聚焦解决群众急难愁盼问题和补齐城市建设发展短板弱项，有针对性地开展城市更新。

续：表1 近年来出台的城市更新相关政策

发布日期	发布部门	法规详情
2024年3月	国务院	《政府工作报告》 围绕民生工程、里子工程、安全工程这三大工程稳步实施城市更新行动和更新工作，城市更新聚焦民生工程、市政基础和城市安全等重点领域。
2024年4月	国务院	《关于开展城市更新示范工作的通知》 财政部、住建部设立专项资金，补助15个示范城市，支持地下管网更新与安全韧性提升。
2024年7月	中共中央	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》 建立可持续的城市更新模式和政策法规，加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级，深化城市安全韧性提升行动。
2025年3月	国务院	《政府工作报告》 持续推进城市更新和城镇老旧小区改造
2025年4月	中共中央	政治局会议 加力实施城市更新行动
2025年5月	中共中央、国务院	《关于持续推进城市更新行动的意见》 提出2030年目标，明确八大任务。
2025年7月	国务院	《中央城市工作会议》 将城市更新作为城市化发展的主要抓手。

资料来源：政府网站，毕马威分析

《意见》指出，要系统推进城市更新工作，围绕好房子、好小区、好社区、好城区“四好”建设，打造安全、舒适、绿色、智慧的新居住环境，同时注重对老旧房屋的改造与再利用，推动建筑功能的多样化转换与混合利用。在具体实施中，坚持以人民为中心的发展理念，以为民、便民、安民为核心，着力解决群众的实际问题，切实改善居民的居住条件和生活环境。在组织实施上，因地制宜、精准施策，有序推进城市更新工作的实施，确保各项措施落地见效，真正办实事、办好事。具体提出了五项重点任务（图51）。

图51 城市更新五项重点任务



资料来源：《关于持续推进城市更新行动的意见》，毕马威分析

➤ 加强既有建筑改造利用

加强既有建筑改造利用，提升城市居住环境和文化遗产保护水平。针对C、D级危旧住房⁵，实施拆除改造；对抗震安全存在隐患但具有保留价值的房屋，进行抗震加固；对于涉及不可移动文物、历史建筑等保护对象的建筑，依法采取“一屋一策”的维护利用。同时，推进现有居住及公共建筑的节能改造，加强建筑保温材料管理，鼓励居民进行室内装修。此外，还应加强对传统商业设施等存量房屋的改造利用，推动建筑功能的转换和混合使用，根据建筑功能因地制宜地利用土地资源。

➤ 推进老旧小区改造，提升社区服务环境

推进城镇老旧小区及社区的整治改造，旨在提升居民居住与服务环境，重塑区域活力，消除安全隐患。具体措施包括：对老旧小区进行综合整治和改造，更新小区及楼栋内的燃气管线等老化管线管道等设施，为符合条件的楼栋加装电梯，优化小区环境；完善小区及社区的基础配套设施和公共服务，完善小区在停车、充电、消防等方面的配套基础设施。在社区内，完善社区基本公共服务设施、便民商业服务设施以及公共活动场地，因地制宜布局服务设施，加强完整社区建设，构建城市便民生活圈。

同时，积极推进老旧街区、老旧厂区、城中村等区域的更新改造，改造并提升商业街，完善配套设施，打造活力街区；对老旧厂区以市场化的方式进行更新改造；对城中村的改造在保留历史文化风貌的前提下，拒绝大拆大建，“一村一策”，采取拆除新建、整治提升、拆除结合等方式进行改造，改善居民生活环境与居住条件。增加社区公园和口袋公园，提升老旧街区的功能业态活力，优化产业结构，推动城市更新。在消除安全隐患的同时，注重保护历史文化风貌。

2019年至2024年，全国累计开工改造老旧小区达28万个，惠及5,000万户居民，超过1.2亿人。2025年上半年，全国新开工改造城镇老旧小区1.65万个，计划全年新开工改造2.5万个老旧小区，预计今年年底，全面完成2000年前建成小区的系统性改造。对于城中村改造，2023年4月，中央政治局会议提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。当年7月，国务院办公厅印发《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。2023年12月，中央经济工作会议明确将城中村改造与保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设并列作为“三大工程”，要求加快推进。2024年10月，住房和城乡建设部明确将通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造，并且提出只要前期工作做得好，后续改造规模或在100万套基础上继续扩容。同年11月，住房和城乡建设部、财政部联合印发通知，明确城中村改造支持政策范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，扩围至297个地级及以上城市。未来伴随开发性、政策性金融机构可以给予专项借款、地方专项债等财政资金的补充，城中村改造项目有望加速推进。

⁵ C级房屋：部分承重结构不能满足正常使用要求，局部出现险情，构成局部危房；
D级房屋：承重结构已不能满足正常使用要求，房屋整体处于危险状态，构成整幢危房。

➤ 城市功能与基础设施“双轮驱动”

完善城市功能，加强城市基础设施建设改造，全面提升城市综合承载力和服务能力。一方面，健全公共服务网络，补齐公共服务设施短板，建设“平急两用”的公共基础设施。科学布局医疗、养老、教育等领域的空间建设，建设全民健身场地设施，通过体系升级、设施改造和增强服务，拓展城市公共空间，提升公共服务水平。

另一方面，加强城市基础设施改造，对城市基础设施隐患进行全面排查与清理，推进地下空间统筹开发和利用，加快城市燃气、供水等各类地下管线管道和地下综合管廊的建设改造。同时，提升供水水质，推动城市供水设施的改造提标，加强污水污泥处理设施建设；统筹防洪排涝体系建设，构建完善的城市防洪排涝体系；推动垃圾处理设施的升级；加强公共消防和防灾工程建设；完善交通基础设施；优化城市货运与配送体系；推进新型基础设施建设。通过系统性改造和升级，全面提升城市基础设施的运行效率和服务能力。

➤ 构建“山、水、城”生命共同体

修复城市生态系统，推动山、水、城一体化治理，构建连续完整的城市生态设施体系。重点修复山体、湿地等自然生态系统，加强城市水土保持和建设用地土壤污染管控与修复工作。同时，推进城市绿地系统建设，提升乡土植物的应用水平，保护城市生物多样性，实现生态系统的整体性修复与可持续发展。

➤ 构建文化保护与城市更新协同范式

为切实做好城市文化遗产保护工作，要衔接全国文物普查，扎实开展城市文化遗产资源调查。对老城及其历史文化街区进行全面摸底，科学划定最严格的保护范围，确保文化遗产得到有效保护。在此基础上，建立文化遗产影响评价和保护前置机制，将文化遗产保护纳入城市更新前期评估环节。此外，建立以居民为主体的保护机制，加强老旧房屋拆除管理，杜绝“拆真建假”行为，确保文化遗产的真实性、完整性。对于历史文化街区、不可移动文物和历史建筑，要推进修缮与合理利用，在保护优先的前提下，探索文化遗产的多功能利用，促进文化传承与经济社会发展相融合。同时，加强重点地区地名和风貌管控，稳妥清理不规范地名，维护城市文化记忆，并严格管理超大体量和高层建筑，确保城市风貌与文化遗产保护要求相协调，切实做到在城市更新中保护和传承文化遗产，实现城市文脉延续与品质提升。

为系统、务实地完成城市更新主要任务，《意见》从多方面提供支持保障：

➤ 建立健全城市更新实施机制

针对城市更新主体多元、诉求多样的特点，需建立并完善适应城市更新的实施机制，确保更新工作有序推进。

一是建立城市体检与城市更新一体化推进机制。以“先体检、后更新”的核心理念，将城市视为有机生命体，聚焦群众急难愁盼的生活问题与城市短板弱项，锁定更新重点领域。通过建立“发现问题、解决问题、效果评估、巩固提升”的闭环工作机制，推动城市体检向更广、更深的方向发展，为城市更新提供科学依据。

二是建立规划实施体系。构建“专项规划—片区策划—项目实施方案”的规划实施体系，不断提升城市功能与品质，推动城市高质量发展。结合体检结果制定城市更新专项规划，明确目标、任务及时序。优化实施方案，确保存量空间优化精准落地，系统性提升城市功能品质。

三是建立城市更新政策协同机制。通过多元化投融资机制，吸引市场主体参与，形成“政府引导、市场运作、公众参与”的实施模式。在用地、财税、金融等方面，明确支持政策，为城市更新提供全方位的政策保障，确保更新工作顺利推进。

➤ 强化城市更新项目资金保障

《意见》明确指出，要加大中央与地方政府的财政支持力度，通过多元化的资金保障机制，为城市更新行动提供有力支撑。

中央层面，《意见》提出“加大中央预算内投资等支持力度，通过超长期特别国债对符合条件的项目给予支持。中央财政要支持实施城市更新行动”。事实上，在2023-2024年，国家发改委已统筹超过4,700亿元资金，在燃气、排水管道的改造以及城镇老旧小区更新上加大支持力度。而在去年发改委提前下达的两个“1,000亿”⁶项目清单中，城市更新项目也占据一定份额，资金优先支持人口密集的重点城市，着力解决管网老化、内涝和供水漏损等突出问题，对城镇老旧小区、城中村、危旧住房等的改造加大力度。

2025年，中央财政进一步升级支持力度。一则进一步激励地方展开城市更新工作。根据年初公布的2025年中央财政预算，为推进新型城镇化建设，引导地方加快农业转移人口市民化，中央财政计划下达奖励资金400亿元。竞争性选拔15个城市，支持实施城市更新行动。二则主动加大城市更新领域投资。对于公共财政资金，5月发改委明确，下一阶段将在7,350亿元的中央预算内投资中设立“城市更新专项”，除延续老旧小区、城中村改造支持外，扩大对城市危旧住房、老旧街区的转型提质等工程；截止6月中旬，国家发展改革委已下达中央预算内投资城市更新专项800亿元。对于超长期特别国债，5月发改委明确，将在“两重”建设超长期特别国债资金安排中，继续对城市地下管网及设施建设改造项目给予支持。

⁶ 国家发展和改革委员会在2024年年末内提前下达2025年1,000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，支持地方加快开展前期工作、先行开工实施。

地方层面，《意见》明确“地方政府明确在债务风险可控前提下，统筹专项债券支持城市更新项目”。2024年年末，国务院明确允许专项债用作城市更新项目资本金，截至今年5月，相关领域专项债发行量同比增加668亿元。

除财政直接投入外，《意见》鼓励其他多元化融资模式：一方面引导金融机构强化信贷支持，提高城市更新参与积极性，吸引社会资本参与城市更新，推动符合条件的项目通过推动REITs、资产证券化等市场化工具盘活存量资产。另一方面，当前基建投资仍高度依赖财政资金，2025年上半年公共设施管理业投资增速虽较2024年全年回升1.5个百分点至0.5%，却因地方财政收入疲软及前期资金耗尽，投资增速在5月后快速回落。展望未来，为缓解财政压力，后续或将出台政策性金融工具强化对城市更新的支持，央行或通过补充抵押贷款等货币工具配套资金投放，以激活社会资本参与。

➤ 完善用地政策

自然资源部立足国土空间治理职能，全力支持城市更新行动。通过构建“一张图”数字化治理平台，完善城市资源资产全生命周期管理，推动存量资源资产调查，摸清底数并落实“老城不能再拆”原则。在统一底图上叠加自然与人文历史空间要素，打通规划、登记、权益管理等环节，实现资源高效盘活与城市品质提升。

在规划引领方面，自然资源部依托已基本建成的市县国土空间总体规划“1”，协同各部门构建“1+N”规划工作格局，指导地方编制专项规划，依法衔接总体规划布局，并健全动态体检评估机制，提高规划效率。深化详细规划改革，适应存量时代城市更新需求，严控增量、盘活存量、优化结构、提升效率。指导地方以社区为单元，统筹各类空间需求，打造全龄友好社区；做好资产配置方案，实现资源保值增值，补齐设施短板。推行分层编制详细规划机制，避免不合理规划与频繁调整。配套推行“多审合一、多验合一、多测合一、多验合一”，提高审批效率，进一步增强规划的可实施性。

在政策支持方面，自然资源部坚持以民生公益、节约集约、尊重权益三大导向，通过容积率奖励机制激励历史建筑保护与公共设施改善，加大对零星用地的开发与整合，简化办理程序，推动土地复合利用及地上地下空间统筹开发。完善全链条政策机制，助力城市更新行动，实现资源高效利用与城市可持续发展。

《意见》的出台，标志着我国城市更新行动迈入新阶段，为实现城市可持续发展和提升人民生活质量提供了有力支撑。城市更新也将成为政府推进城市发展的抓手，在我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段，持续推动城市的内涵式、高质量发展。

《民营经济促进法》正式实施 为民营经济发展注入强心针

2025年4月30日，《中华人民共和国民营经济促进法》（以下简称《促进法》）在第十四届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议上获得了表决通过⁷。这部法律是中国首部关于民营经济发展的基础性法律，将为民营经济发展注入强心剂。国家对于支持民营经济发展的政策导向一以贯之，曾先后出台《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见（2005）》、《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见（2010）》、《营造更好发展环境 支持民营企业改革发展的意见（2019）》、《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见（2023）》四部综合性政策。虽然《促进法》与现有法规存在内容上的重叠，但其作为第一部专门关于民营经济发展的基础性法律，对民营经济有了更标准细化的指导。

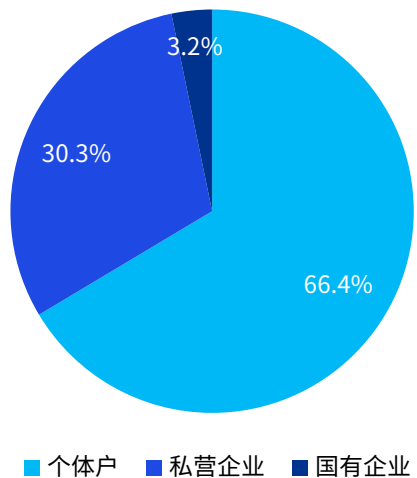
《促进法》强调民营经济是社会主义市场经济的重要组成部分，是推进中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础，是推动我国全面建成社会主义现代化强国、实现中华民族伟大复兴的重要力量。促进民营经济持续、健康、高质量发展，是国家长期坚持的重大方针政策。在国家长期的呵护以及全体民营经济主体的努力之下，民营经济主体的数量持续增长，并迸发出强大的活力。

民营经济主体数量庞大，在战略性新兴产业领域和民生领域均发挥着重要作用。市场监管总局数据显示，截至5月底，全国实有民营经济组织1.85亿户，占经营主体总量的96.8%，同比增长2.3%（图52）。其中，私营企业数量突破5,800万户，同比增长5.2%。近年来，私营企业持续加大研发投入，在高端制造、人工智能等前沿领域持续取得技术突破，为产业升级、供应链稳定提供重要支撑。此外，我国个体工商户已达1.27亿户，同比增长1.0%，灵活多样的经营模式，既丰富了居民创收的途径，又满足了居民多样化的日常需求。私营企业与个体工商户成为民营经济的两大动力，共同支撑民营经济的高质量发展。

民营经济发展活力持续提升，为宏观经济稳定和就业作出重大贡献。国家税务总局数据显示，2025年前4个月，民营经济销售收入同比增长3.6%，比全国企业高0.9个百分点，占全国企业销售收入比重71.3%；民营经济缴纳养老保险费的人数同比增长0.9%，较全部企业平均增幅高0.2个百分点。

⁷ 中华人民共和国民营经济促进法，中华人民共和国中央人民政府
https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202504/content_7022018.htm

图52 截至2025年5月底，我国企业构成比例图



数据来源：市场监管总局，毕马威整理

为优化民营经济发展环境，保证各类经济组织公平参与市场竞争，促进民营经济健康发展和民营经济人士健康成长，构建高水平社会主义市场经济体制，《促进法》围绕公平竞争、投资融资促进、科技创新、规范经营、服务保障、权益保护等方面建立完善相关制度机制，持续优化稳定、公平、透明、可预期的民营经济发展环境。

➤ 公平竞争

《促进法》通过法制化路径破除民营经济在发展过程中长期面临的“三重门”隐形壁垒，包括市场准入、政策执行和行政审批等领域的隐性制度壁垒，保障民营企业平等使用公共资源和参加招投标活动的权利。

全国统一负面清单制度，保障“非禁即入”。《促进法》规定，国家实行全国统一的市场准入负面清单制度。市场准入负面清单以外的领域，包括民营经济组织在内的各类经济组织可以依法平等进入。2025年4月，国家发改委印发了最新的《市场准入负面清单（2025年版）》，经过2019年、2020年、2022年、2025年四次修订，清单内的事项数量已由2018年版的151项压减至目前的106项，压减比例约30%。负面清单的精简，为更多行业注入了新的活力，同时减轻了政府的监管压力，让他们能有更多的精力为民营企业提供服务，更进一步地促进民营经济发展。

制度性保障民营经济主体公平参与市场竞争，持续评估、改善有违公平竞争的政策与行为。《促进法》规定，各级人民政府及其有关部门落实公平竞争审查制度，制定涉及经营主体生产经营活动的政策措施应当经过公平竞争审查，并定期评估，及时清理、废除含有妨碍全国统一市场和公平竞争内容的政策措施。市场监督管理部门负责受理对违反公平竞争审查制度政策措施的举报，并依法处理。2024年12月，国家发改委制定了《全国统一大市场建设指引（试行）》，彰显了要维护统一公平竞争制度的决心。

保障民营经济主体平等使用各类生产要素和公共服务资源的权利。《促进法》规定，保障民营经济组织依法平等使用资金、技术、人力资源、数据、土地及其他自然资源等各类生产要素和公共服务资源，依法平等适用国家支持发展的政策。除法律另有规定外，招标投标、政府采购等公共资源交易不得有限制或者排斥民营经济组织的行为。

要切实地保障民营企业的公平发展权，还需要有其它配套法规进行补充与配合。我国当前已有《反垄断法》与《反不正当竞争法》等法规，有针对性地保护民营企业作为市场参与主体的合法权益，这些法律法规构建起“基础法律+专项条例+政策细则”的立体化制度体系，从市场准入、公平竞争、资源配置到权益保护形成全方位保障。

➤ 投资融资促进

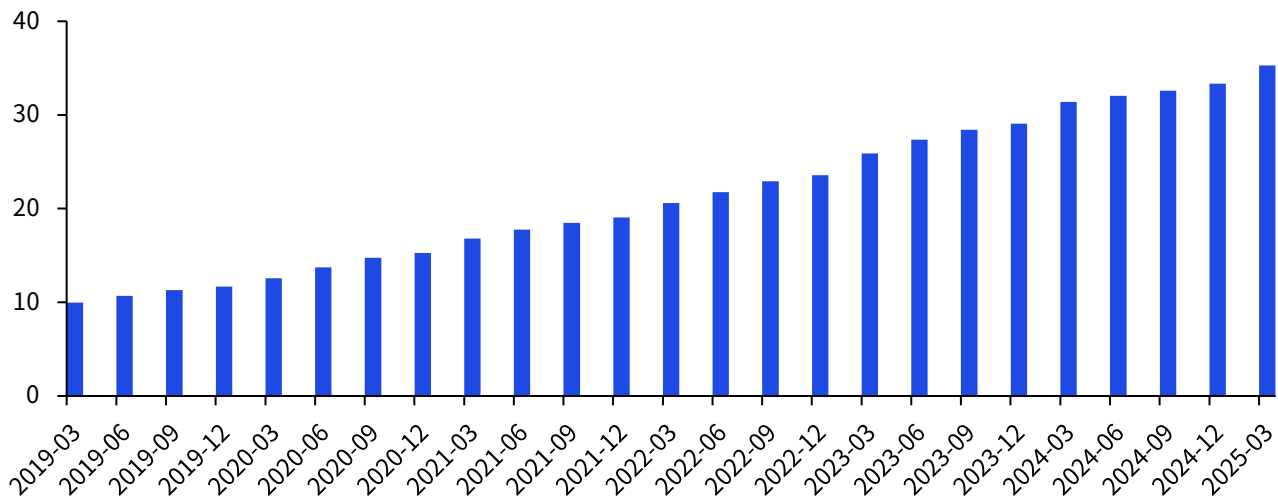
投融资方面，《促进法》提出要拓宽企业参与国家战略的通道，构建市场化融资支持体系，优化投融资环境，健全融资风险市场化分担机制，降低制度性交易成本。通过系统化破解民营企业在重大机遇参与受限、融资瓶颈以及隐性成本等方面的困境，引导民营经济成为国家现代化建设的关键协同力量。

支持民营经济组织参与国家重大战略和重大工程，引导并鼓励民营经济投资重点领域。《促进法》提出，支持民营经济组织在战略性新兴产业、未来产业等领域投资和创业，鼓励开展传统产业技术改造和转型升级，参与现代化基础设施投资建设。近年来，民营企业在基建领域、高新技术和新兴产业领域表现亮眼。2025年上半年，基建领域民间投资表现持续改善，上半年投资增速达到9.5%，较去年全年上行3.7个百分点。

提高金融机构服务民营经济的水平，针对性、系统性地解决民营企业融资难的问题。充沛的现金流是民营企业发展的必要保障，通过金融机构进行融资是获得资金的重要渠道。但长期以来，金融机构往往更倾向于“锦上添花”而非“雪中送炭”，大部分小体量的民营企业容易被认为是非优质用户，从而贷款受限。《促进法》提出，国家推动构建完善民营经济组织融资风险的市场化分担机制，并要求金融机构在授信、信贷管理、风控管理、服务收费等方面应当平等对待民营经济组织，鼓励金融机构开发和提供适合民营经济特定的金融产品和服务。金融监督管理总局数据显示，截至2025年一季度末，民营企业贷款余额76.1万亿元，同比增长7.4%，普惠型小微企业贷款余额35.3万亿元，同比增长12.5%（图53），高于全部贷款余额同比增速约5个百分点。

为进一步提高金融机构服务民营经济的水平，金融监督管理总局出台了无还本续贷政策，为企业降低资金周转成本。截至一季度末，续贷余额达到7.4万亿元，同比增长35.7%。在5月7日发布的一揽子金融政策中，监管部门也提到推出支持小微和民营企业的一系列融资措施，从货币政策工具创新、监管政策协同以及资本市场改革三个层面为科创企业提供支持。人民银行创设科创债风险分担工具，金管局推动科技保险共保体方式为重大科技攻关提供保险保障，证监会推动发展科技创新债券，优化发行注册流程，提高金融机构服务科创企业的能力。5月21日，国家金融监督管理总局等八部门印发《支持小微企业融资的若干措施》，提出增加小微企业融资供给、帮助小微企业降低融资成本并提升融资效率，以及提高金融行业服务小微企业的精准度等。

图53 2019年3月至2025年3月普惠型小微企业贷款余额，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

► 科技创新

民营经济组织在科技创新过程中，时常遇到市场准入受限、生产要素缺失、成果转化周期长、产学研合作不畅、人才培养留存难、知识产权保护不到位等问题，《促进法》针对上述问题，为民营经济组织发展科技创新保驾护航。

全方位鼓励、支持民营经济组织在推动科技创新、培育新质生产力、建设现代化产业体系中积极发挥作用。《促进法》引导民营经济组织根据国家战略需要、行业发展趋势和世界科技前沿，加强基础性、前沿性研究，开发关键核心技术、共性基础技术和前沿交叉技术，推动科技创新和产业创新融合发展，催生新产业、新模式、新动能。目前，各省因地制宜，纷纷出台相应政策支持本地民营企业发展新质生产力。2025年6月，广东省发改委制定《广东省加快推动核医疗产业高质量发展行动方案（2025-2030年）》⁸；山东省科学技术厅等制定《山东省脑机接口产业科技创新行动计划（2025—2027年）》⁹；2025年6月，海南省工业和信息化厅等制定《海南省智能工厂梯度培育工作方案（2025—2027年）》¹⁰。

为民营经济组织科技创新提供生产要素支持。《促进法》支持向民营经济组织开放国家重大科研基础设施以及公共数据资源，保障民营经济组织参与标准制定工作，并加强对民营经济组织原始创新的保护。2025年6月，广州开发区和信息化局制定了《广州开发区 黄埔区支持人工智能产业高质量发展若干政策措施》，其中就提及了要“强化智能算力基础设施供给”和“完善数据要素支撑体系”，并发放“算力券”、“数据券”，支持企业在人工智能领域高质量发展¹¹。

引导技术合作，建设人才队伍，加强知识产权保护。《促进法》鼓励民营经济组织在投资过程中基于商业规则自愿开展技术合作，支持民营经济组织加强新技术应用。其次，鼓励民营经济组织积极培养使用知识型、技能型、创新型人才，在关键岗位、关键工序培养使用高技能人才，推动产业工人队伍建设。原创保护方面，《促进法》将加大创新成果知识产权保护力度，实施知识产权侵权惩罚性赔偿制度，为民营经济发展新质生产力保驾护航。

⁸ 广东省发展改革委关于印发广东省加快推动核医疗产业高质量发展行动方案（2025-2030年）的通知，广东省发改委，<https://law.wkinfo.com.cn/legislation/detail/MTAwMTcyMjM2MTc%3D>

⁹ 山东省脑机接口产业科技创新行动计划（2025—2027年），山东省科学技术厅等，<https://law.wkinfo.com.cn/legislation/detail/MTAwMTcyMDU3Mjg%3D>

¹⁰ 关于印发《海南省智能工厂梯度培育工作方案（2025—2027年）》的通知，海南省工业和信息化厅等，<https://law.wkinfo.com.cn/legislation/detail/MTAwMTcyMzUxODM%3D>

¹¹ 广州开发区经济和信息化局 广州市黄埔区工业和信息化局关于印发广州开发区 黄埔区支持人工智能产业高质量发展若干政策措施的通知，广州开发区和信息化局，https://www.gz.gov.cn/gfxwj/qjgfxwj/hpq/qbm/content/post_10331074.html

➤ 规范经营

《促进法》引导企业从发展方向、社会责任、合法经营、竞争力培养、内部体系构建、内部控制等方面完善自身，鼓励有条件的民营经济组织建立完善中国特色现代企业制度。

重视企业内部控制，推动构建民营经济组织源头防范和治理腐败的体制机制。企业内部的腐败行为不仅不利于其自身的健康运营，还会侵蚀企业文化，扰乱行业秩序及社会信任。《促进法》支持引导民营经济组织建立健全内部审计制度，加强廉洁风险防控，推动民营经济组织提升依法合规经营管理水平。

完善企业治理架构和管理制度，夯实企业长远发展基础。我国民营企业中，相当部分企业都是家族企业，在公司治理上，对人的依赖较大，在企业渐具规模后，容易出现决策风险，且接班人的传承也让企业的经营备受考验。

《促进法》鼓励民营经济组织完善治理结构和管理制度、规范经营者行为、强化内部监督，实现规范治理。

➤ 服务保障

健全失信惩戒和信用修复制度。《促进法》提出民营经济组织及其经营者纠正失信行为、消除不良影响、符合信用修复条件的，可以提出信用修复申请。2025年6月，为进一步完善统一规范、协同共享、科学高效的信用修复制度，更好帮助信用主体高效便捷重塑信用，国务院办公厅制定了《关于进一步完善信用修复制度的实施方案》¹²，提出统一信用信息公示平台，完善失信信息分类标准，明确信用修复申请渠道，简化申请材料，压实办理责任，明确办理期限，同步更新修复结果，健全异议申诉机制，协同推动破产企业信用修复，规范征信机构使用信用信息行为。

➤ 权益保护

保障民营经济合法权益。民营企业在与政府的合作中，偶尔会发生经济纠纷，过往由于双方权力不对等，民营企业在维权时，时常处于弱势。《促进法》表明了民营经济组织的合法权益不容侵犯；禁止违规执法行为，坚决保护民营企业发展环境。《促进法》明确禁止利用行政或者刑事手段违法干预经济纠纷；禁止为经济利益等目的滥用职权实施异地执法。

¹² 国务院办公厅印发《关于进一步完善信用修复制度的实施方案》的通知，国务院办公厅，https://www.gov.cn/zhengce/content/202506/content_7029483.htm

重视民营企业交易平等地位，保障民营企业按时、足额收到账款。大部分民营企业的体量并不大，能否按期收到足额账款，对其现金流情况乃至企业经营存续都至关重要。《促进法》明确规定国家机关、事业单位、国有企业应当依法或者依合同约定及时向民营经济组织支付账款，不得以人员变更等多种理由拖延或拒绝支付民营企业账款。于2024年10月修订的《保障中小企业款项支付条例》也在2025年6月1日起施行¹³，这将有利于提高民营企业的经营能力，并激发他们的信心。

诉告有门，畅通申诉与法律监督的救济路径。《促进法》要求检察机关依法对涉及民营经济组织及其经营者的诉讼活动实施法律监督，及时受理并审查有关申诉、控告；要求人民法院对拖欠中小民营经济组织账款案件依法及时立案、审理、执行。这将进一步促进公平竞争，增强民营企业信任感，减少民营企业因纠纷产生的经济损失。

¹³ 中华人民共和国国务院令 第802号，国务院，
https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202503/content_7015405.htm



加快供应链数智化发展

2025年3月24日，商务部、国家发展改革委、教育部、工业和信息化部、交通运输部、农业农村部、税务总局、国家数据局等8部门联合印发了《加快数智供应链发展专项行动计划》（以下简称《行动计划》）¹⁴，旨在加快供应链数智化进程，打造更有韧性的产业链供应链。

当前，随着大数据、人工智能、物联网等现代信息技术的快速发展，数智化作为数字化与智能化深度融合的产物，正在成为推动供应链创新和现代化的重要驱动力。它不仅改变了传统的生产生活方式，还为供应链的高效运作、风险管理和可持续发展提供了全新的解决方案。《行动计划》聚焦5大重点领域，部署10项主要任务，推动供应链全链条的数智化升级，构建高效协同、安全可控、绿色可持续的现代供应链体系。

➤ 重点领域

- **促进农业供应链数智化发展。**《行动计划》提出，提升农业供应链组织水平，发展智慧农业，推动农村电商高质量发展，支持发展农产品供应链服务商，建设数智化商品市场。农业作为中国第一产业，是国民经济的基础，其规模庞大且具有重要战略意义。据统计，近年来我国第一产业总产值稳定增长，2024年超9万亿元，占国内生产总值（GDP）的近7%。然而，随着人口增长、资源环境压力加大以及国际市场竞争加剧，传统农业模式已难以满足高质量发展的需求，推动现代农业发展成为必然选择。2025年，中央一号文件发布¹⁵，提出推进乡村全面振兴，加快构建农产品和农资现代流通网络，支持各类主体协同共建供应链，同时，实施数字乡村强农惠农富农专项行动。加快了农业现代化步伐。目前，我国正从传统农业向现代农业转型，在资源环境、气候变化、全球贸易环境变化等多重挑战下，人工智能与物联网技术的迅速发展，科技与农业生产的结合日益重要。因此，发展农业供应链数智化是现代农业发展的必然趋势，其不仅能够提升农业生产的效率和产品质量，还能推动整个农业产业链的升级和可持续发展。据国家统计局数据，2023年，全国农业科技进步贡献率¹⁶ 63.2%，比2012年提升8.7个百分点，农业科技整体水平位于世界前列。

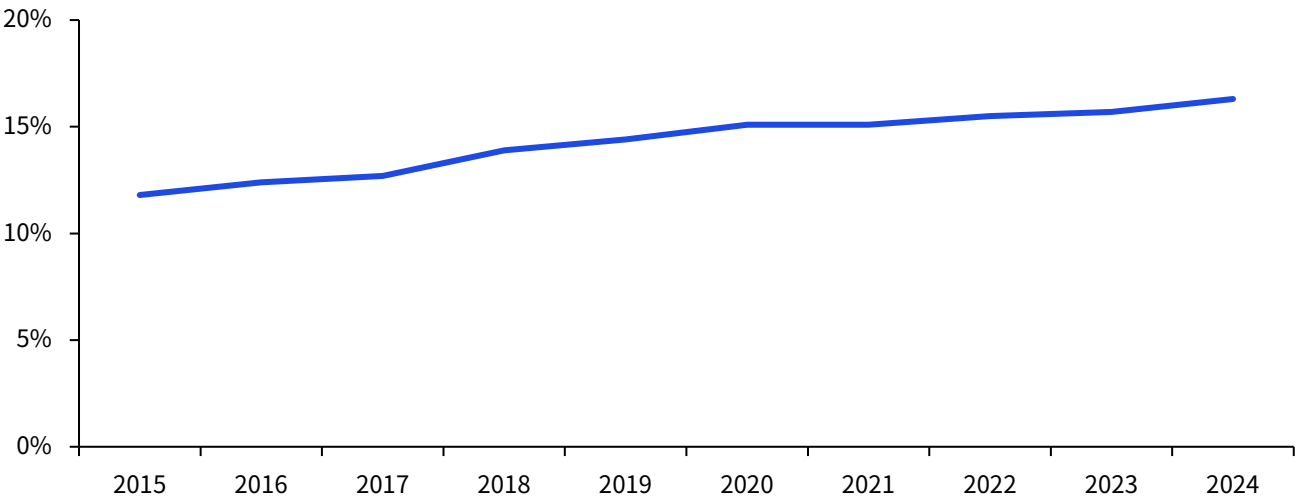
¹⁴ 商务部等8部门关于印发《加快数智供应链发展专项行动计划》的通知
https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202505/content_7025257.htm

¹⁵ 中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见
https://www.gov.cn/zhengce/202502/content_7005158.htm

¹⁶ 农业科技进步贡献率是指农业科技进步对农业总产值增长率的贡献份额，农业科技进步贡献率=农业科技进步率/农业总产值增长率。

- **促进制造业供应链智能发展。**《行动计划》提出，协同打造一批智能工厂和智慧供应链，实施制造业数字化转型行动方案，开展人工智能赋能新型工业化专项行动。过去十年间，我国高技术制造业发展势头良好，高技术制造业增加值占工业增加值的比重从2015年的11.8%，上升至2024年的16.3%（图54）。今年上半年，得益于数字经济和人工智能的投入以及“两新”政策的推动，制造业高端化、智能化、绿色化转型加速。2025年上半年，高技术制造业增加值同比增长9.5%，好于同期整体工业增加值的6.4%。随着全球经济不确定性增加，制造业供应链面临原材料短缺、物流成本上升、市场需求波动等多重挑战，传统的供应链管理模式的已难以适应复杂多变的市场环境。在此背景下，制造业供应链数智化是当前全球制造业转型的重要方向，旨在通过数字化和智能化技术提升供应链的效率、灵活性和响应能力。随着工业4.0和智能制造的推进，数智化制造业供应链已成为企业竞争力的关键因素。

图54 2015-2024年高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重，%



数据来源：国家统计局，毕马威分析

- **增强批发业供应链集成能力以及优化零售业供应链供给水平。**批发和零售作为连接生产和消费的重要环节，是国民经济中不可或缺的一部分。《行动计划》中提出，增强批发业供应链集成能力，为上下游客户和产业集群提供原料采购、仓储物流、产品营销、供应链金融、再生资源循环利用等综合服务。同时，优化零售业供应链供给水平，支持零售企业采用数智技术整合全渠道信息，加快消费端信息向品牌商、制造商的反馈速度，引导开展“个性化定制+柔性生产”，优化商品供给水平。

近年来，商务部加快完善现代商贸流通体系，推动批发和零售业高质量发展。据商务部统计，2025年上半年，我国批发和零售业增加值达6.8万亿元，同比增长5.9%，占GDP比重为10.3%，相比去年全年增长0.4与0.1个百分点。然而，随着消费者需求的多样化、市场竞争的加剧以及技术的快速发展，行业传统的供应链模式已难以满足现代商业的需求。而数智化供应链通过自动化技术，如机器人、无人仓储等，以及智能化算法，大幅降低了人工干预，提升了物流和仓储的运营效率。还通过精准的需求预测和库存管理，有效减少过剩库存和缺货现象，从而降低企业的仓储和物流成本。因此，供应链数智化是批发零售行业转型升级的核心驱动力，在行业发展中具有重要意义。

- **推动降低全社会物流成本。**降低物流成本的主要目标是减少实体经济运行的运营成本，从而推动全社会经济运行效率的提升，这不仅有助于增强产业的核心竞争力，更为国民经济的整体竞争力提供坚实的基础支撑。《行动计划》提出，推动降低全社会物流成本，促进物流与产业、贸易、消费融合发展，推广智能立体仓库、自动导引车、无人配送车等设施设备，支持贸港航一体化发展。2024年11月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《有效降低全社会物流成本行动方案》¹⁷，对降低物流成本提出了具体要求，旨在通过深化体制机制改革、促进产业链供应链融合发展、加强创新驱动和提质增效等措施降低全社会物流成本。在当前全球经济数字化转型的大背景下，推动物流数智化发展尤为重要，其通过大数据、人工智能、物联网、区块链等技术的深度应用，能够实现物流全链条的智能化、自动化和透明化，从而为经济发展注入新的活力。

➤ 主要任务

- **培育领军企业，推动全球化布局。**行业领军企业的带头效应，对供应链的发展显得尤为重要。《行动计划》注重发挥供应链领军企业的标杆引领作用，鼓励引导领军企业以大带小、以点带链，建设数智供应链统一公共服务平台，赋能链上中小企业，携手应对风险挑战，建立健康可持续供应链生态。《行动计划》提出，培育数智供应链领军企业，带动上下游企业协同转型。加快数智供应链对外开放合作，支持与跨境电商、海外仓储物流协同发展。在全球供应链格局深度调整的大背景下，中国通过发展数智供应链，不仅能够提升产业链的韧性与安全水平，还能增强在全球供应链中的话语权和影响力。同时，领军企业在数智技术研发与应用中发挥带头作用，带动上下游企业共同参与数智化供应链建设，形成协同发展的产业生态，构建高效、智能、韧性的全球供应链网络，为中小企业出海提供强有力的支持，推动全球化产业布局。

¹⁷ 中共中央办公厅 国务院办公厅印发《有效降低全社会物流成本行动方案》
https://www.gov.cn/gongbao/2024/issue_11746/202412/content_6991660.html

- **数智技术赋能全链提质。**数智供应链依托人工智能、物联网、区块链等现代数智技术，对生产、分配、流通、消费等社会再生产环节进行改造升级，促进要素重组、流程优化、结构升级，有利于激发数据要素活力，提升重点领域供应链组织化、集约化水平，发展新质生产力。

在基础设施建设方面，《行动计划》提出建设数智供应链控制塔，对供应链活动实现实时洞察、运行分析和智能响应。通过整合技术手段，构建一个高度可视化、动态化的供应链管理平台，帮助企业全面掌握供应链的运行状态，并在关键时刻做出快速决策。其次，创新数智供应链底层技术，推进数智技术商业化应用。数智供应链依托人工智能、物联网、区块链等现代数智技术，对生产、消费等社会再生产环节进行改造升级，是实现供应链数智化的关键支持。通过推动数智技术在供应链中的广泛应用，可以提升企业的运营效率和市场竞争力，构建高效、智能的数智供应链网络。

在供应链管理服务业数智化转型方面，《行动计划》强调推动供应链管理服务业向专业化和价值链高端延伸，促进供应链管理服务业与现代产业深度融合发展。随着数字经济的快速发展，供应链管理服务业正从传统的“经验驱动”向“数据驱动”转变，通过数字化、智能化技术赋能，实现从需求预测、采购管理、生产计划到仓储物流、销售服务的全链条优化。这一转型不仅能够提升供应链的效率和韧性，还能推动现代产业与服务业的深度融合，形成协同发展的新格局。

在探索推进供应链数据交易方面，《行动计划》提出既要加强供应链开放共享和开发利用、加快数智供应链对外开放合作，也要保障供应链数据流动安全，避免信息泄露。2024年12月，发改委等部门发布《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》¹⁸，对数据交易与数据安全提出要求，促进数据合规流通交易，加强动态数据安全保障。在供应链中，其数据交易通过提供实时的市场信息、优化资源配置和提升运营效率，成为企业增强竞争力的关键驱动力；而数据安全则确保了交易过程中商业机密、客户隐私和财务信息的保护，避免因数据泄露导致的财务损失和声誉损害。因此，企业通过加密技术、访问控制、隐私保护和合规管理等手段，以确保数据的高效利用与安全防护，从而实现供应链的可持续发展。

¹⁸ 国家发展改革委等部门关于促进数据产业高质量发展的指导意见
https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202412/content_6995430.htm

- **联动多主体协同发力。**供应链连接产供销、上下游、大中小企业，涉及政府部门、行业协会、研究机构、企业等众多主体。《行动计划》坚持系统思维，强调政府各部门协调推动、产学研用协同发力，注重打通堵点卡点，促进数据和信息在供应链全链条顺畅流动。在企业决策和应用流程管理中需要进行供应链协调，通过建立供应链协调推进机制，统筹规划和推动重要产业链供应链的数智化建设，实现供应链各环节的高效协同、数据共享和智能决策，提升供应链的整体运行效率和抗风险能力。其次，完善技术服务标准体系，推动一批契合产业和行业发展需要的标准制修订。通过高校、研究机构与企业的协同合作，并结合理论研究与实际需求，制定符合产业发展需要的技术标准，为数智供应链的健康发展提供规范化、系统化的指导。

此外，《行动计划》提出，加强数智供应链人才培育，鼓励建立首席供应链官、首席数据官制度。人才培育被列为数智供应链发展的核心任务之一，这表明产教融合将从传统的实习输送和课程共建模式，迈向以需求为导向、标准共定、资源共享的深度协同阶段。同时，人才需求也正在从单一的操作执行型向更具战略性的策略设计型转变。



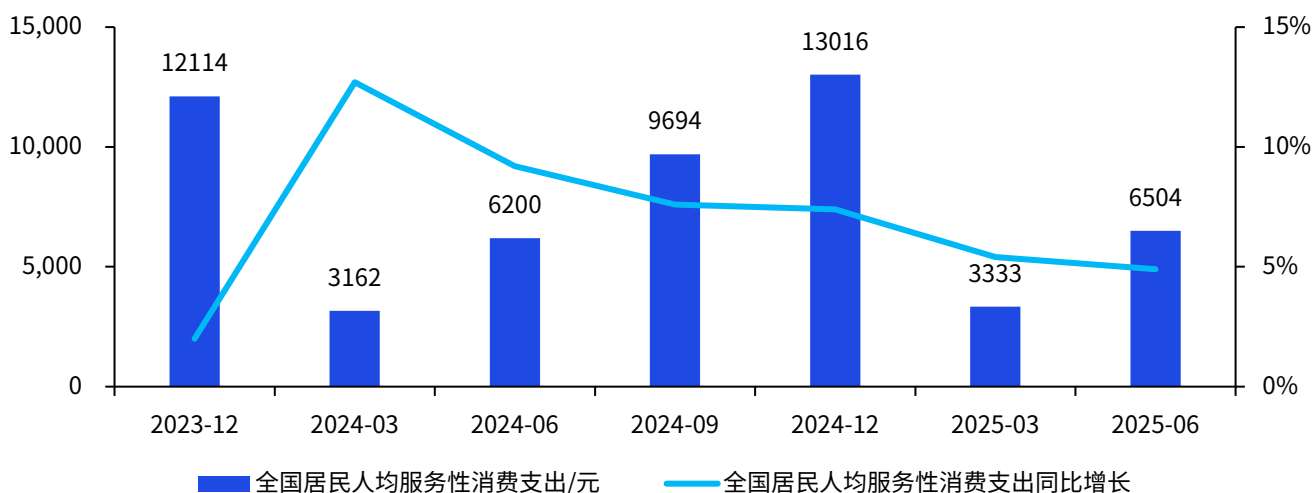
从商品到服务

消费转型助力经济新动能

随着我国居民收入水平的提高，消费结构逐渐从商品消费转向服务消费，据国家统计局数据显示，2025上半年，全国居民人均服务性消费支出6,504元，同比增长4.9%（图55），居民服务性消费支出占居民消费支出比重为45.5%，成为拉动消费增长的核心动力。作为连接经济和民生的重要消费环节，服务消费涵盖了文化旅游、餐饮住宿、养老托育等领域，这些领域消费频次高、乘数效应强、激活市场潜力大，主要涉及生活性服务业和生产性服务业，发展服务消费有助于带动产业升级和供需匹配，推动相关行业规模扩大和质量提升，形成供需互促的良性循环，为经济高质量发展提供新动能。

自2024年3月起，中央及地方政府出台了一系列服务消费政策，构建起多层次、全方位的政策体系（表2）。部分政策聚焦于养老、家政、健康等重点领域，通过优化市场准入、提升服务质量、创新消费场景等措施，激发服务消费的内生动力。此外，国家进一步扩大服务业开放，引入更多国内外优质资源，推动服务供给侧结构性改革，提升服务效率和水平。在金融方面，政府加大支持力度，推出专项再贷款，定向支持养老服务、医疗康养等民生领域，降低企业融资成本，促进相关产业发展。

图55 2023年12月至2025年6月全国居民人均服务性消费季度支出情况



数据来源：国家统计局，毕马威分析

表2 2024-2025年中央及部分地方政府发布的服务消费政策

发布日期	发文机关	法规名称
2024-03-01	上海市人民政府	上海市人民政府办公厅关于印发《本市促进服务消费提质扩容的实施方案》的通知—沪府办发〔2024〕5号 支持金融机构与服务消费市场主体加强合作，进一步发挥政府惠民举措与金融机构促消费的叠加效应；支持符合条件的消费基础设施发行不动产投资信托基金（REITs）；将符合条件的项目纳入地方政府专项债券支持范围。
2024-07-29	国务院	国务院关于促进服务消费高质量发展的意见—国发〔2024〕18号 挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力；激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力；培育壮大数字、绿色、健康等新型消费等。
2024-10-21	北京市商务局、北京市发改委	北京市商务局 北京市发展和改革委员会关于印发《北京市促进家政服务消费高质量发展的若干措施》的通知—京商生一字〔2024〕17号 以扩大优质服务供给为主线，以促进平台企业积极开展家政服务业务和传统家政企业转型升级为抓手，着力破解供需两端信息不对称等行业堵点痛点，健全工作体系，强化统筹协调，提升家政服务消费品质，满足市民个性化和多层次家政服务消费需求，更好发挥家政服务业促消费、惠民生、稳就业作用。
2024-10-31	民政部等部门	关于印发《关于进一步促进养老服务消费 提升老年人生活品质的若干措施》的通知—民发〔2024〕52号 积极发展居家养老服务，全面推进智慧型家庭养老床位建设，持续实施老年助餐服务行动；丰富拓展社区养老服务，统筹现有资源支持建设乡镇（街道）区域养老服务中心、社区嵌入式养老服务机构；优化提升机构养老服务，持续优化养老机构床位结构，落实养老机构优惠扶持政策，支持护理型床位建设。
2024-10-31	上海市商务委等部门	上海市商务委等12部门关于印发《本市关于更好发挥消费信贷促进消费提质升级作用的实施意见》的通知—沪商服务〔2024〕281号 适度放宽汽车消费信贷申请条件，推行车牌分期消费信贷产品，加大对新能源汽车购置信贷投放，在车电分离等领域先行先试。同时，共建二手车流通生态体系，鼓励金融机构加大二手车消费信贷投放。
2025-03-10	上海市商务委	关于印发《2025年促进本市服务消费提质扩容工作要点》的通知—沪商服务〔2025〕48号 支持知名餐饮企业在沪开设品牌首店，支持餐饮企业在公共场所新开设餐饮门店、降低融资成本，引导支持电商平台为餐饮企业引流赋能和降本减费。
2025-03-16	中共中央、国务院	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》的通知 强化信贷支持，鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率；2025年对符合条件的个人消费贷款和消费领域的服务业经营主体贷款给予财政贴息。
2025-03-25	上海市商务委	上海市商务委员会关于印发《2025年本市扩消费行动方案》的通知—沪商商贸〔2025〕65号 坚持“政策+活动”双轮驱动，以供给侧创新、消费侧激励、消费环境优化为重点，发挥上海国际消费中心城市市场规模大、消费场景丰富、高端要素集聚的优势，积极促进服务消费、大宗消费、外来消费、新型消费，大力发展首发经济、银发经济、夜间经济、票根经济。
2025-03-30	广州市人民政府	广州市人民政府关于印发广州市促进服务消费高质量发展若干措施的通知—穗府函〔2025〕82号 优化我市服务消费供给，创新消费融合场景，激活服务消费市场，更好满足人民群众个性化、多样化、品质化服务消费需求，为经济高质量发展提供有力支撑。
2025-04-16	商务部等部门	商务部等9部门联合印发《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》 注重统筹国内国际双循环、坚持供需两端发力，通过“对外开放、对内放开”的办法，支持扩大优质服务供给。同时，坚持问题导向，聚焦“一老一小”等民生关切，针对性制定支持家政、养老、托育、健康消费等专项政策举措，更好满足人民日益增长的美好生活需要。

资料来源：互联网整理，毕马威分析

➤ 多措并举促进重点服务消费发展

在支持养老、家政、健康等重点服务消费方面，商务部在2025年4月会同多个部门分别印发了《促进健康消费专项行动方案》（以下简称《行动方案》）以及《关于促进家政服务消费扩容升级若干措施的通知》（以下简称《若干措施》）。

在支持养老服务方面，《行动方案》明确提出要增强银发市场服务能力，支持面向老年人的健康管理、养生保健等业态深度融合，研发适老化产品用品，推动景区设施设备适老化改造等措施。

在支持家政服务方面，《若干措施》详细阐述了提升家政服务供给质量、促进家政服务便利消费、完善家政服务业支持政策、优化家政服务消费环境等具体措施，旨在扩大优质家政服务供给、推进家政服务业提质扩容。

在支持健康服务方面，《行动方案》从提升健康饮食消费水平、优化特殊食品市场供给、丰富健身运动消费场景、大力发展体育旅游产业、壮大新型健康服务业态、引导产业多元化发展、强化药店健康促进功能、组织健康消费促进活动、宣传推广健康理念知识等多个方面，全面支持健康服务消费的发展。

两项文件共同围绕服务消费的重点领域和关键环节，通过提升服务供给质量、推动业态融合创新和提升消费体验等举措，为服务消费发展提供了清晰的行动指南，有效促进重点服务消费扩容升级。此外，两项文件将服务消费与民生需求紧密结合，强调提升供给质量、创新消费场景、优化消费环境，引导社会资源向服务消费领域聚集，推动服务消费从“量”的扩张转向“质”的提升。

➤ 服务扩大开放促进供给提质升级

服务业扩大开放本质上是促进服务供给提质升级，通过开放和改革双轮驱动，推动服务业高质量发展，为经济社会发展注入新动能。2025年4月，由商务部提请、国务院批复的《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》（以下简称《批复》）。在试点开放方面，《批复》在已有的11个省市基础上，将大连、宁波、厦门、青岛、深圳、合肥、福州、西安、苏州等9个城市纳入试点范围，并通过加快试点实施节奏、加大压力测试和复制推广力度推动试点工作提速加力。

《批复》聚焦重点服务领域开放、产业创新发展、制度建设、风险防控等，提出155项试点任务。推动重点行业领域开放方面，取消应用商店、互联网接入等服务业务的外资股比限制等；鼓励发展数据标注产业，健全数据交易市场体系，支持发展“来数加工”等新业态和新模式；发展游戏出海业务，布局从IP（知识产权）打造到游戏制作、发行、海外运营的整个产业链。完善要素保障方面，围绕过境免签、永久居留、支付便利、执业资格认可等方面提出试点任务，以便利境外人才出入境和在华从业执业；同时围绕涉外仲裁、律师执业、国际司法合作、劳动保障监察执法、人才培养培训等方面，强化法治保障，有序开展涉外法律业务。规则、规范相通相容方面，在数据跨境流动、标准制定、知识产权、商用密码等重要业务领域，不断完善基础规范。同时加强风险防控协同监管体系建设，制定完善重点产业开放实施方案和监管措施，有序推进实施。

➤ 金融激发服务消费潜力与经济增长

提振服务消费另一大亮点是金融支持消费。2025年6月，中国人民银行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》（以下简称《意见》），《意见》引导金融机构从消费供给和需求两端强化金融服务，满足各类主体多样化融资需求，推动扩大高质量消费供给，助力释放消费增长潜能，并从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。在重点支持发展服务消费方面，《意见》明确要求，增加对批发零售、餐饮住宿、家政服务、养老托育等领域经营主体的融资支持，助力挖掘基础性服务消费潜力；围绕文化旅游、体育、娱乐、教育培训、居住服务等领域创新融资模式，促进激发改善性服务消费活力。

其中，《意见》在强化结构性货币政策工具激励中鼓励引导金融机构针对多项服务消费重点领域进行经营主体贷款发放。另外，《意见》还新设立5,000亿元的服务消费与养老再贷款，在我国人口老龄化的大背景下，这一举措有利于引导金融资源精准流向医养结合、社区养老、康复护理、适老化改造等民生关键领域，同时还将激活消费潜力，助力银发经济发展，增强政策导向作用，推动经济增长。其次，再贷款政策作为扩大消费、培育内需的重要支点，可以有效降低养老服务相关企业的融资成本，支持其扩大产能、创新服务、提升质量，带动医疗、康养、智能制造、房地产等上下游产业链发展，加速释放新的消费动能和投资动能。

《中央企业发展规划管理办法》发布 助企开展“十五五”规划编制

6月6日，国务院国资委发布《中央企业发展规划管理办法》，6月16日，《求是》杂志发表总书记重要论述合集《用中长期规划指导经济社会发展是我们党治国理政的一种重要方式》，6月17日，国务院国资委召开国有企业改革深化提升行动2025年第二次专题推进会，6月19日，《人民日报》刊发国务院国资委党委署名文章《为高水平科技自立自强贡献国资央企力量》。这些重点事件对于国资央企发展规划编制和管理工作带来重要影响，下面将对这些影响进行深入分析并提出毕马威建议。

➤ 《规划管理办法》出台的背景

2025年是“十四五”规划收官之年，也是“十五五”规划编制的谋划之年。3月，《求是》杂志刊发国务院国资委党委署名文章，提出要以高质量编制和实施企业“十五五”规划为契机，努力培育新的增长点。

2004年，国务院国资委印发了《中央企业发展战略和规划管理办法（试行）》（以下简称“10号令”）。目前，外部发展环境复杂多变，科技革命与大国博弈相互交织，中国经济与社会发展进入新的历史时期。一方面，党中央国务院对央企赋予了新的使命责任，另一方面，央企自身情况也发生了很大变化，这对规划引领提出了新要求。

正值“十五五”规划编制的关键时期，为确保规划工作能够更好服务于央企改革发展，国务院国资委于6月发布了《中央企业发展规划管理办法》（以下简称《规划管理办法》），对于“10号令”进行了全面升级，通过加强顶层设计、规范程序、强化执行、统筹联动，着力构建全流程、能监测、可评估的规划管理体系。

➤ 《规划管理办法》对于地方国资国企也具有指导和示范意义

虽然《规划管理办法》主要针对央企提出要求，但其制度建设和政策导向对于非央企的国有企业来说同样具有重要的指导和示范意义。国务院国资委《规划管理办法》为地方国企规划编制提供了明确的可借鉴的制度体系和内容框架。《规划管理办法》明确提出，各地方国有资产监督管理机构可以参照本办法，结合实际制定本地区国有企业发展规划管理有关规定。预计将有更多地方国资委结合当地实际情况，研究制定或修订本地区国有企业发展规划管理有关规定。建议地方国有企业深入研究本地区管理办法、或对标国务院国资委《规划管理办法》要求，进一步完善规划工作机制建设、优化战略布局、强化规划的执行与评估调整工作。

➤ 《规划管理办法》的具体要求

总结《规划管理办法》对于央企规划工作机制建设的具体要求，主要体现在以下几个方面（表3）。

表3 《规划管理办法》要点总结

关注领域	具体要求	论证/审议/报送/评价要求
主体责任	- 中央企业是发展规划的制定主体、执行主体和责任主体 - 董事长是发展规划管理第一责任人	
管理制度	管理制度体系应覆盖： - 决策流程、管理流程、规划编制/执行/评估/调整 - 与预算/投资/考核等职能的衔接安排 - 动态评估发展规划执行情况	经董事会审议通过后报送国务院国资委
组织机构	明确工作部门，归口管理 - 相关职能部门与各级子企业做好衔接支持，按照职责分工落实发展规划各项工作安排 - 明确负责发展规划重大问题研究的专门机构，根据需要可引入外部咨询机构	
三级规划编制体系	国务院国资委统筹三级规划体系： 总体发展规划：国务院国资委编制中央企业总体发展规划 重点任务规划：国务院国资委根据规划重点任务安排编制相关规划 企业规划：中央企业依据上位规划编制本企业总体发展规划、重点领域规划和子企业规划	
企业规划编制原则与要求	- 贯彻落实国家战略部署、行业发展要求，体现出资人意志，立足做强做优做大国有资本和国有企业 - 推动国有资本“三个集中”，聚焦主责主业 - 确保内容完整、目标清晰、措施可行、科学有效	- 应当履行前期研究、编制起草、专家论证、内部决策等程序 - 董事会应当召开会议专题研究发展战略定位等重大问题，听取外部董事意见
规划内容框架	- 发展现状（企业基本情况、发展基础、发展环境、行业对标及竞争力分析） - 总体要求、战略定位、发展目标 - 产业布局安排（发展目标、路径举措、重点任务、重大工程项目等） - 发展规划执行落地的保障措施 - 其他应当纳入的有关内容	- 国务院国资委对企业发展规划实施审核，组织相关部门会议会商，委托外部专家论证评审，向企业书面反馈意见 - 中央企业应当根据国务院国资委意见对发展规划作出修改 - 国务院国资委对明确授权董事会决定发展规划的中央企业发展规划实施备案管理
时间要求	中央企业应当在规划期前一年启动发展规划预研工作	规划期首年6月30日前将董事会审议通过的发展规划报送国务院国资委
发展规划执行	- 对发展规划目标、任务等进行分解，形成企业发展规划年度工作计划 - 与投资、预算、考核等衔接，进行责任绩效分解	
评估总结	- 每年对发展规划执行情况进行评估总结，形成年度工作计划及执行情况报告，内容包括： ✓ 本年度工作计划 ✓ 上年度发展规划执行情况 ✓ 本年度投资计划 ✓ 其他应当纳入的有关内容 - 规划期第三年开展中期评估：对内外部环境形势变化等进行分析，结合目标完成实际作出细化完善 - 规划期第五年开展总结评估	- 每年1月31日前将经董事会审议的年度工作计划及执行情况报告报送国务院国资委 - 国务院国资委按年度开展发展规划执行情况综合评价，评价结果向中央企业通报 - 中期评估报告报送国务院国资委

续：表3 《规划管理办法》要点总结

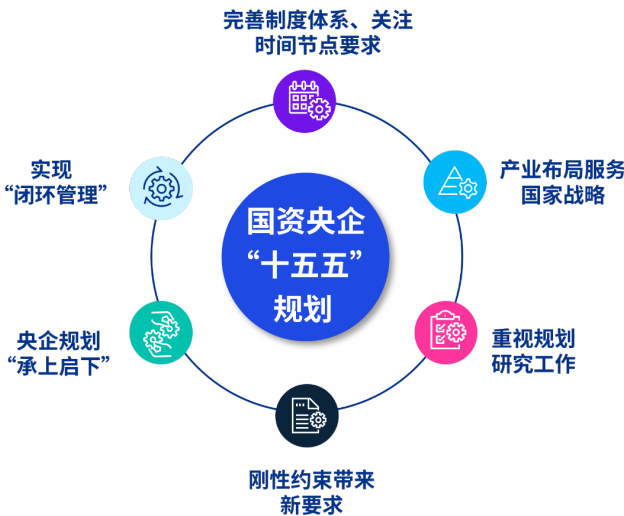
关注领域	具体要求	论证/审议/报送/评价要求
规划调整	发展规划调整的情形包括： - 落实党中央、国务院重大决策部署 - 企业主责主业调整 - 企业发生重组、整合等重大事项 - 企业培育和发展新质生产力需要 - 企业发展内外部环境形势发生重大变化，影响发展规划执行 - 其他应当调整的情形	确需调整的报经国务院国资委同意后重新履行审核程序
考核刚性约束	- 发展规划重点指标纳入中央企业负责人经营业绩考核范围 - 任期及年度经营业绩考核目标应当与发展规划目标值及其年度分解目标相衔接	
监督管理	国务院国资委统筹发展规划编制，组织对发展规划进行审核，监督发展规划执行和调整情况，开展综合评价	- 国资委评价结果作为企业董事会评价，领导班子、领导人员综合考核评价，发展规划管理授权放权的重要依据 - 国务院国资委监督检查执行情况，对出现的问题，按照有关规定进行提示、约谈或通报，对偏离发展规划方向盲目投资等的，根据情节严重程度给予考核扣分处理

资料来源：《中央企业发展规划管理办法》，毕马威分析

➤ 对于国资央企的重点提示和建议

我们对于国资央企开展“十五五”规划编制工作的重点提示和建议主要包括六个方面（图56）。

图56 国资央企开展“十五五”规划编制工作的重点提示和建议



资料来源：毕马威分析

1. 系统性完善规划编制制度体系，提前安排重要时间节点工作

《规划管理办法》对于国资央企的规划体系、央企开展规划编制工作的方方面面进行了明确的规定并提出具体要求，以提升规划编制的科学化、规范化水平。比如，首次以制度形式明确建立国资央企三级规划体系，完善规划编制、执行、评估、调整、评价闭环管理工作机制，明确了规划编制的原则和内容等。

此外，《规划管理办法》对于一些关键的时间节点也进行了规定，包括发展规划预研工作启动时间、规划报送时间、中期评估和总结评估的时间、年度工作计划及执行情况报告报送时间等，这对于央企规划编制工作流程提出了刚性要求，防止央企仓促决策、规划编制工作“形式化”情况的出现，提升了发展规划的规范性、科学性、权威性和严肃性。

目前正值“十五五”规划编制重要“窗口期”，国资央企应站在公司战略高度重构规划管理体系，按照《规划管理办法》规定的时间要求审视规划编制进程、提前安排规划执行重要节点工作，包括2025年启动预研、2026年6月30日前将董事会审议通过的发展规划报送国务院国资委、2028年开展中期评估、2030年进行总结评估等，按照《规划管理办法》要求，全面、系统推进各项规划编制工作顺利开展。

2. 按照“闭环管理机制”要求落实规划编制工作体系

《规划管理办法》构建了“预研——编制——执行——评估——调整——评价”的闭环链条，对每个阶段均提出了具体要求，其目的是通过全流程、动态化的制度设计，确保规划从编制到实施的科学性、完整性和有效性。

在闭环链条中，规划编制是行动部署，执行是将战略目标和规划任务转化为实际成果的过程。规划执行不到位，再好的规划方案都会变成空中楼阁。6月16日，《求是》杂志发表总书记重要论述合集《用中长期规划指导经济社会发展是我们党治国理政的一种重要方式》（以下简称《论述合集》），其中提到“要把抓落实摆在突出位置，制定具体方案，明确责任分工，防止任务落空，坚决克服‘规划规划、墙上挂挂’，‘规划是一套、做起来是另一套’的现象”。

为有效推动规划落实，避免出现“重规划、轻执行”“规划与执行两张皮”的问题，《规划管理办法》明确提出了两个“分解”：

- ❑ 目标任务分解：对发展规划目标、任务等进行分解，形成企业发展规划年度工作计划，明确当年工作目标、重点任务、重大工程项目等；
- ❑ 责任绩效分解：建立完善发展规划与投资、预算、考核等衔接机制，对发展规划年度工作计划明确的目标、任务进行责任绩效分解，作为责任主体和责任人年度考核依据。

建议国资央企有效落实两个“分解”的要求，一方面形成战略分解任务清单，包括目标、举措、责任主体、投入资源、配合部门、完成标准、完成时间、对应绩效考核和薪酬激励标准等；另一方面，对于列入发展规划的重大工程项目，应纳入企业投资计划，确保配套资源支持。

3. 规划产业布局、创新发展要服务国家战略，体现“三个集中”，聚焦主责主业

□ 中央和监管部门多次强调国有资本“三个集中”和优化布局。

在规划编制内容方面，《规划管理办法》强调贯彻落实国家战略部署、推动国有资本“三个集中”、聚焦主责主业。

近年来，中央和监管部门多次强调国有资本“三个集中”和优化布局。2024年7月，二十届三中全会《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》将深入推进国有经济布局优化和结构调整列入今后几年国企改革的重要任务，具体工作重点包括完善主责主业管理、推动国有资本“三个集中”、建立国有企业履行战略使命评价制度等。

在新形势下，国资国企需围绕国家重大战略需求和主责主业，在关系国家安全、国计民生和战略新兴领域（“三个集中”）积极开拓新的增长空间，进一步强化功能定位，以创新驱动发展，在现代化产业体系建设中更好发挥国有资本战略支撑作用，充分释放经济效益、社会效益、创新效益。

针对“十五五”期间的新业务发展方向决策，我们提醒国资国企在规划编制时需关注一些省市已经发布的主责主业管理办法。从正面导向看，这些管理办法对于拟培育业务提出了具体的要求，包括拟培育业务需为结合主业发展能力确定的战略性新兴产业、结合主责确定的域内支柱性产业，以及助力推动绿色低碳高质量发展、构建域内现代化产业体系的优势产业；从限制性规定看，主责主业管理办法也明确提出“严格限定主业、拟培育主业的内涵和范围”的要求，并列出了主责主业“负面清单”，比如商业性房地产、与主业产品/原材料无关的大宗贸易业务、特定金融类业务等。

□ “十五五”期间的新赛道选择和新业务发展模式

具体到“十五五”期间国资央企新赛道选择和新业务发展模式等问题，6月17日，国务院国资委召开的国有企业改革深化提升行动2025年第二次专题推进会（以下简称“国企改革推进会”）提出了指导性意见，主要包括：基于企业自身战略定位和产业优势，选准战略性新兴产业培育的“主攻方向”，坚决避免“内卷式”竞争和盲目多元化；加大增量投入力度，围绕新兴产业新赛道，聚焦科技属性和技术价值，规范发展天使投资、风险投资、股权投资，引导国企基金“投早投小投硬”；重视重组并购战略性新兴产业后的整合融合，完善形成与战略性新兴产业和未来产业发展相适应的治理结构和运营机制；给予新技术、新业态、新模式一定的成长呵护包容期，发展长期资本、耐心资本孵化未来产业。

根据会议精神，建议国资央企重新梳理“十五五”规划产业布局逻辑，围绕功能定位和主责主业，精准选择聚焦的“主攻方向”，避免资源重复投入、陷入同质化竞争；对于新业务的管理和组织模式开展创新，在投资决策、资本运作、考核激励、尽职免责等方面给予倾斜政策，以适配科技型子企业的发展需求。

□ “十五五”规划中创新发展是主旋律

《论述合集》中，总书记强调要“实现高水平科技自立自强，进入创新型国家前列”。6月19日，《人民日报》刊发国务院国资委党委署名文章《为高水平科技自立自强贡献国资央企力量》（以下简称“署名文章”），“署名文章”提出要“以前所未有的力度推动中央企业加强科技创新，着力解决影响制约国家发展安全和长远利益的重大科技问题，为推进高水平科技自立自强、建设科技强国作出积极贡献”。

“署名文章”对于央企科技创新工作明确了三大方向和十一项重点任务，主要的关键词是战略科技、创新体系和产业创新（图57）。

图57 央企科技创新工作明确三大方向和十一项重点任务



资料来源：《为高水平科技自立自强贡献国资央企力量》，毕马威分析

“十五五”期间，国资央企应把高水平科技自立自强作为核心目标之一，以三大方向作为战略指引开展梯次化的创新布局，形成标志性成果并实现应用推广，通过科技创新培育新动能，引领产业整体从“规模扩张”转向“创新驱动”的高质量发展新阶段。

建议国资央企“十五五”规划要形成梯次化的创新布局，按照渐变型vs突变型技术，原始创新vs模仿创新，基础科学研究创新vs应用技术创新等不同类型的创新项目，在技术突破方向选择、创新资源分配、创新考核体系建设等创新体系管理工作中突出分类施策，着力提升企业科技创新能力，推进科技成果转化应用。

在创新目标设定上，建议国资央企围绕三大方向，就形成标志性成果和创新应用推广等工作进行考核。参考“署名文章”，可选择的考核指标汇总如下（表4）。

表4 国资央企参考考核指标汇总

类别	参考考核指标
研发投入	- 研发投入金额 - 研发投入占营业收入比例
创新成果与成果转化	- 标志性成果数量 - 国家科技奖获奖数量 - 实现应用推广的成果数量
产业创新	- 综合能耗、二氧化碳排放等传统产业转型成效指标 - 战略性新兴产业完成投资额、营业收入规模 - 未来产业投资力度：企业数量、投入金额、初步成果等
创新生态建设	- 拥有国家级研发平台数量 - 牵头或参与国家科技重大专项的数量 - 牵头组建或参与打造创新联合体/创新战略联盟数量 - 建设孵化器平台及科技产业园区数量 - 开展产学研合作项目数量和创新生态带动效应：产业链上下游国企民企、科研院所等

资料来源：毕马威分析

4. 央企规划编制需要“承上启下”

《规划管理办法》提出，“中央企业依据上位规划编制本企业总体发展规划、重点领域规划和子企业规划”。

一方面，央企在上位规划（包括国务院国资委编制的中央企业总体发展规划、国务院国资委安排编制的重点任务规划）框架下制定“十五五”规划，能够在规划中贯彻出资人的意志和决策部署，将国家战略分解为具体任务，确保企业行动与国家发展方向同频共振，避免偏离主责主业。

另一方面，《规划管理办法》提出央企要开展三级规划编制工作，包括企业总体发展规划、重点领域规划和子企业规划。重点领域规划和子企业规划是国资央企整体规划体系的中端和末端环节，承担着将国家战略、集团目标分解为可执行的具体方案的重要任务，为重点项目资源配置提供保障，是实现整体目标的“最后一公里”。

在以往的规划编制和执行过程中，常常出现因规划层级过多、缺乏统一管理而导致的战略意图“层层衰减”、子企业偏离目标或重复投资、无序竞争的情况。央企编制子企业规划能够确保国家战略穿透到子企业层面得到贯彻落实，优化整体业务布局和资源配置，最大限度发挥各业务板块的协同效应，也能够避免出现央企规划“空心化”和子企业各自为政的情况。

央企集团的业务版图通常涵盖多个领域，展现出多元化的特点，因此，建议央企根据子企业所属细分行业、功能定位、业务运行等具体情况，分类制定子企业规划，通过差异化规划实现子企业精准定位、功能互补、统一衔接。

5. 高度重视规划研究工作，提升研究能力

总书记《论述合集》中指出，“‘十四五’规划目标任务实现情况如何，‘十五五’规划要确定什么样的目标任务，要提前研究，总结评估‘十四五’规划落实情况，切实搞好‘十五五’规划前期谋划工作”。

《规划管理办法》中关于研究工作提出两个具体要求，反映出监管部门对于规划研究工作的高度重视。中央企业应当明确专门机构，具体承担企业发展规划重大问题研究，支撑发展规划编制、执行、评估、调整等工作，根据需要可引入外部咨询机构；中央企业发展规划应当履行前期研究、编制起草、专家论证、内部决策等程序。

规划工作涉及产业布局、资源配置、风险防范等方方面面，需要进行系统性的研究，以确保规划与国家战略、企业功能定位和发展需求高度契合，规划的目标、路径与举措有科学依据和支撑。

目前，国资央企规划研究工作仍存在不足，一些企业未设立专门的规划研究机构，由临时性工作组承担研究工作，难以完成后续跟踪与调整任务；研究基础信息获取能力不足，研究的广度和深度有待提升；研究工作流于形式，企业内部中层与基层参与度不足，未寻求外部专家协助，使规划内容与实际情况在偏差、可操作性偏低等。

根据《规划管理办法》要求，2025年是国资央企“十五五”规划预研工作的启动年。对于国资央企在预研阶段工作的建议，主要包括：明确专门机构负责“十五五”规划预研工作；在系统总结“十四五”成效、识别发展短板的基础上，以发展新质生产力、维护产业链供应链的安全与稳定为目标，围绕企业功能定位，如战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等，分类确定重点研究课题方向，比如区域/产业共性课题和企业个性课题；多渠道、广泛、精准获取研究相关资料，包括官方数据和行业研究机构数据、企业内部访谈、行业专家访谈等；运用多种战略分析模型工具强化预研能力，包括重要性评估、机会分析、不确定性分析、情景分析、毕马威“九个价值杠杆”和战略解码工具等；积极与外部专业研究机构开展合作，引入国际视角，提升预研工作的科学性、专业性、创新性与前瞻性。

6. 关注刚性约束带来的考核等新要求

总书记《论述合集》中提到，“要坚持和完善规划有效实施的机制，完善规划实施中的动态监测、中期评估、总结评估机制，提高规划执行力和落实力”。国务院国资委在回答记者提问中指出，相较于“10号令”，《规划管理办法》“更加突出刚性约束”，覆盖规划审核、监测、评估、追责问责等维度。

《规划管理办法》中有关机制体制建设方面的刚性约束要求汇总如下所示（表5）。

表5 《中央企业发展规划管理办法》中有关机制体制建设方面的刚性约束要求

发展规划审核		国务院国资委组织对 发展规划进行审核 ，监督发展规划执行和调整情况，开展综合评价
与考核衔接		- 中央企业应当建立完善发展规划与投资、预算、考核等衔接机制，对发展规划年度工作计划明确的目标、任务进行责任绩效分解，作为责任主体和责任年度考核依据 - 发展规划重点指标纳入中央企业负责人经营业绩考核范围，任期及年度经营业绩考核目标应当与发展规划目标值及其年度分解目标相衔接
年度评估总结		- 中央企业每年对发展规划执行情况进行评估总结，形成发展规划年度执行情况报告 - 中央企业应当于每年1月31日前将经董事会审议的年度工作计划及执行情况报告报送国务院国资委
国务院国资委综合评价		国务院国资委按年度开展中央企业发展规划 执行情况综合评价 ，组织专家质询评议，评价结果向中央企业通报，并作为企业董事会评价，领导班子、领导人员 综合考核评价 ，发展规划管理授权放权的重要依据
动态监测		国务院国资委 监测中央企业产业发展动态 ，督导重点任务执行进展，协调解决问题困难
中期评估		中央企业应当于规划期 第三年开展中期评估 ，并将中期评估报告报送国务院国资委
总结评估		中央企业应当于规划期 第五年开展总结评估 ，作为下一个规划期发展规划编制的重要依据
追责问责		- 国务院国资委对发展方向出现明显偏差、执行进度严重滞后、发展质量低下等问题，按照有关规定进行提示、约谈或通报，对偏离发展规划方向盲目投资等的，根据情节严重程度给予考核扣分处理 - 中央企业违反本办法有关规定，未履行或未正确履行发展规划管理职责造成国有资产损失或其他严重不良后果的，由责任追究机构按有关规定严肃追责问责；涉嫌违纪违法的，移送有关纪检监察机构或司法机关处理

资料来源：《中央企业发展规划管理办法》，毕马威分析

刚性约束旨在通过制度化、程序化、责任化的程序和考核要求，重新塑造央企的规划管理体系。在“十五五”期间，建议国资央企不仅要关注《规划管理办法》中新增的评价、考核约束机制要求，还需要将“一利五率”考核体系、战略使命评价制度、主责主业管理办法等要求嵌入规划内容中并进行细化分解，充分发挥考核激励体系“指挥棒”作用，推动规划编制工作与国家战略和企业高质量发展目标深度融合，促进规划执行工作能够在企业内部自上而下落到实处，不发生偏差。

附表：主要经济指标

			2023	2024	2025					
	指标	单位	年度	年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	129.4	134.9	31.9			34.2		
	实际国内生产总值	同比，%	5.4	5.0	5.4			5.2		
	规模以上工业增加值	同比，%	4.6	5.8	-11.1	31.0	7.7	6.1	5.8	6.8
	工业企业利润总额	累计同比，%	-2.3	-3.3	0.0	-0.3	0.8	1.4	-1.1	-1.8
	社会消费品零售总额	同比，%	7.2	3.5	0.0	4.0	5.9	5.1	6.4	4.8
	固定资产投资完成额	累计同比，%	3.0	3.2	0.0	4.1	4.2	4.0	3.7	2.8
	房屋新开工面积	累计同比，%	-20.4	-23.0	0.0	-29.6	-24.4	-23.8	-22.8	-20.0
	商品房销售面积	累计同比，%	-8.5	-12.9	0.0	-5.1	-3.0	-2.8	-2.9	-3.5
	商品房待售面积	累计同比，%	19.0	10.6	0.0	5.1	5.1	4.8	4.2	4.1
	中国制造业采购经理指数	指数	49.9	49.8	49.1	50.2	50.5	49.0	49.5	49.7
对外贸易 及投资	出口金额	同比，%	-4.7	5.8	5.9	-3.1	12.3	8.1	4.7	5.9
	进口金额	同比，%	-5.5	1.0	-16.3	1.5	-4.4	-0.3	-3.4	1.1
	贸易差额	十亿美元	822.1	992.6	138.2	31.4	102.5	96.0	103.1	114.8
	实际使用外资金额(非金融类)	人民币同比，%	-8.0	-27.1	-13.4	-28.1	13.2	-11.9	-28.5	-24.7
	对外直接投资(非金融类)	人民币同比，%	16.7	11.7	14.4	4.6	-2.3	10.0	-9.7	-13.7
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	7.0	7.1	7.18	7.17	7.17	7.20	7.20	7.18
	人民币实际有效汇率指数	指数	93.8	91.6	91.9	91.6	90.0	87.3	86.8	86.2
	上证综合指数(期末值)	指数	2974.9	3351.8	3250.6	3320.9	3335.7	3279.0	3347.5	3444.4
	货币供应量(M2)	同比，%	9.7	7.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.9	8.3
	社会融资规模存量	同比，%	9.5	8.0	8.0	8.2	8.4	8.7	8.7	8.9
	新增社会融资规模	万亿元	35.6	32.3	7.1	2.2	5.9	1.2	2.3	4.2
	新增人民币贷款	万亿元	22.7	18.1	5.1	1.0	3.6	0.3	0.6	2.2
	DR007	%	1.94	1.81	1.93	2.01	1.88	1.73	1.60	1.58
价格	居民消费价格指数	同比，%	0.2	0.2	0.5	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	0.1
	工业生产者出厂价格指数	同比，%	197.0	197.8	-2.3	-2.2	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6
	原油	美元/桶	77.6	75.8	75.2	71.2	67.9	62.9	60.9	67.7
	螺纹钢	元/吨	4076.4	3800.6	3615	3615	3546	3476	3451	3378
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比，%	-0.9	-4.5	-5.4	-5.2	-5.0	-4.5	-4.1	-3.7

数据来源：Wind，毕马威分析

联系人



江立勤

客户与业务发展主管合伙人

毕马威中国

☎ +86 (10) 85087077

✉ michael.jiang@kpmg.com



蔡伟

经济研究院院长

毕马威中国研究院

☎ +86 (21) 22123687

✉ gary.cai@kpmg.com

研究团队

毕马威中国研究院

曾远、丁宇佳、周恺悦、龙妞、陈剑虹、陈志滨、金灿



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://kpmg.com/cn/zh/home/about/office-locations.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2025 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

二零二五年八月印刷