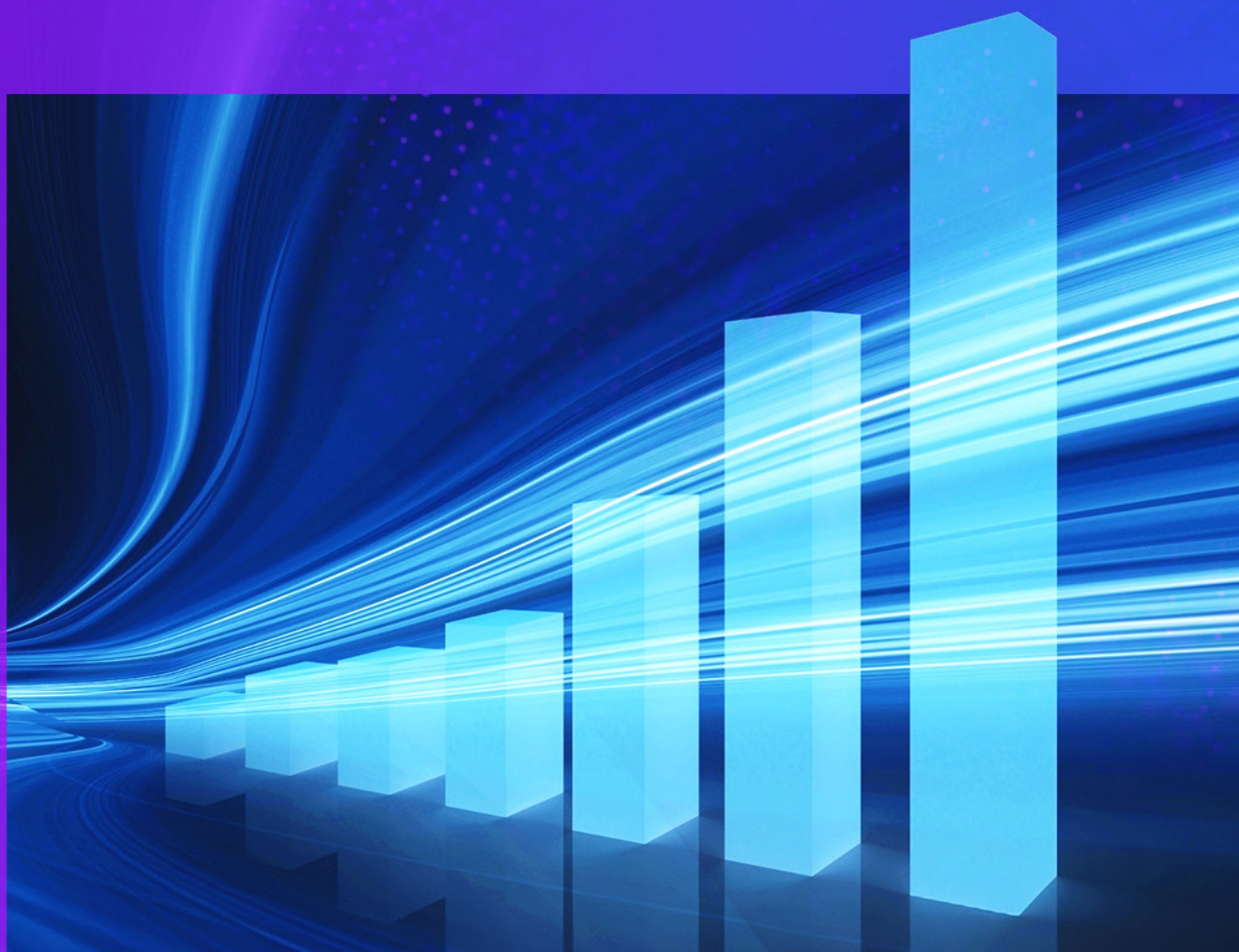


中国经济观察

2025年第二季度



目录



要点综述

2



经济走势

5

- 国内经济实现“开门红”，政策加码应对不确定性 6
- 基建带动一季度固定资产投资走强 11
- 以旧换新推动消费持续回暖 23
- 短期低通胀格局延续 27
- 货币政策工具储备充足 30
- 中国外贸展现韧性 35
- 人民币汇率双向波动加大 41
- 中国香港经济稳健扩张 43
- 全球经济增长预期放缓 46



政策分析

54

- 大立提振消费是今年首要经济工作任务 55
- 支持企业拥抱出海机遇，维护国际贸易秩序 60
- 持续改善营商环境，2025年稳外资行动方案发布 64
- 大力推动中长期资金入市 68
- 国有资本布局优化，实现高质量发展 74



附表：主要经济指标

79

要点综述

2025年一季度实际GDP增速达到5.4%，与去年四季度增速持平，超出市场预期。一季度经济实现“开门红”，一方面得益于国内政策前置发力，居民消费、企业投资显现出较强韧性，另一方面，特朗普执政后对华加征关税节奏超预期，在4月对等关税预期之下，企业“抢出口”活动热度较高，托举一季度出口表现。内需修复，外需走强，国内生产热度也同步回升。需要注意的是，后续经济表现仍存隐忧。内需方面，一是当前国内生产仍然强于需求，物价仍在低位波动，一季度GDP平减指数为-0.8%，已经为连续第八个季度为负。二是房企库存压力不减，房地产企稳的前景仍不明朗。三是耐用消费品以旧换新消费政策刺激效果或将减弱。外需方面，短期因中美贸易谈判取得实质性进展，关税降幅超预期，二季度我国出口仍有支撑，但后续中美博弈或长期拉锯，国际贸易形势依然复杂多变，需要政府和企业提前布局。

面对经济持续回升向好基础仍待稳固和外部环境急剧变化的不确定性，政府表示当前宏观政策储备充裕，将在后续及时出台增量扩内需政策。4月底、5月初接续召开中央政治局会议、稳就业稳经济推动高质量发展政策措施新闻发布会、一揽子金融政策支持稳市场稳预期新闻发布会。三场会议明确未来政策布局。对于存量政策，政府明确将早出台早见效，预计未来将加快地方政府专项债券、超长期特别国债的发行节奏，同时货币端已经在5月上旬展开新一轮降准降息，加强与财政政策的协同效应。对于增量政策，主要聚焦在稳就业、稳外贸、促消费、扩投资、稳资产价格五个领域，目前央行已新设多项结构性货币工具强化对上述领域的支持，后续财政货币或将进一步增设政策性金融工具，强化对投资领域的支持。鉴于当前中美关系向积极方向发展，出口维持一定韧性，为增量政策谋划出台留下更充裕的时间窗口，政策落地节奏或择机调整。我们预计，二季度居民消费信心、企业收入预期将有所改善，经济将保持平稳运行。

产出方面，一季度工业增加值同比达到6.5%，较去年全年的5.8%进一步上行，其中制造业增加值同比由去年的6.1%上行至7.1%。一季度制造业生产走强主要受三因素带动，一是“抢出口”拉动电气机械、计算机通讯设备行业高速增长，二是与国内“两新”政策相关的通用设备与汽车行业增速明显上行，三是基建投资需求保持高位，生产开工活动旺盛，钢材、水泥等上游产品产量增速维持较高位置。展望下一阶段，美国对华关税大幅回落的情况下，企业预期受到明显提振，同时考虑到美国关税政策或存在反复、豁免期结束后仍有较大不确定性，企业基于长期供应链风险的担忧，或将在剩余约两个月的豁免期内加速“抢出口”。除此之外，当前国内房地产市场修复前景仍不明朗，同时物价仍处于低位震荡，预计未来增量政策将持续托底消费与基建领域。上述因素综合作用下，二季度国内生产有望保持强劲。

消费方面，开年以来促消费政策加力扩围，社会消费品零售总额延续去年四季度的复苏态势，一季度同比增速进一步上行0.6个百分点至4.6%。分消费品类来看，以旧换新惠及的通讯器材、办公用品、家电、家具等耐用品消费保持两位数强劲增长，合计拉动社零增长1.4个百分点。与同期文娱服务消费热度大幅抬升相印证，体育娱乐用品零售增速较去年四季度上行10.9个百分点至25.4%，凸显情绪消费作为当前消费新增长点的高成长性。此外，一季度生活必需品和可选消费品零售增速大多改善，反映了在促进居民增收减负、提升消费体感、稳住楼市股市等预期管理共振下，促消费政策效果逐步向以旧换新补贴范围之外的品类扩散，带动消费整体回暖。然而，居民“就业—收入—消费”循环仍待畅通，居民收支增速和消费倾向下行趋势尚未扭转。往后看，稳就业是应对外部冲击和经济稳增长的首要政策落脚点。与此同时，提振消费专项行动相关政策措施正在加速落地，围绕保障消费能力、加码消费补贴、优化服务供给、改善消费环境、减少大宗消费限制等多维度发力，预计二季度消费回暖向好态势仍有支撑。

投资方面，一季度固定资产投资增速达4.2%，较2024年全年的3.2%提升1个百分点，也高于去年四季度的2.7%。分行业看，得益于财政靠前发力，一季度基建投资同比增速较去年四季度上行2.5个百分点至11.5%，成为固定资产投资的主要贡献项，拉动整体投资3.2个百分点。房地产投资降幅较去年四季度收窄2.5个百分点至-9.9%，但仍是当期固定资产投资的最大拖累项，拖累整体投资1.7个百分点。受基建投资高增、企业“抢出口”以及国内“两新”政策支持，制造业投资增速相对平稳，同比较去年四季度的小幅下行0.1个百分点至9.1%。展望下一阶段，“抢出口”可能延续，叠加国内增量政策将继续支持上游产业、“两新”相关产业持续扩产能，制造业投资或仍将维持一定韧性。伴随地方政府债务负担减轻，以及城市更新、消费相关基建项目需求扩容，基建潜在投资空间仍存，增速预计在政策性金融工具等增量财政工具支持下维持高位。房地产投资的趋势性改善仍面临房企库存高企、拿地规模有限的双重压力，支持房地产市场止跌回稳仍是今年经济工作重心。

出口方面，一季度出口同比增长5.8%，基本持平于2024年全年增速。3月出口同比增长12.4%，增速回升主要由于特朗普政府对等关税下引发的“抢出口”效应，叠加外需景气度保持平稳以及低基数带来的支撑。贸易伙伴方面，一季度我国对新兴市场出口增速较快，对第一大贸易伙伴东盟出口同比增长8.1%。随着中国—东盟自贸区3.0版谈判实质性结束，未来双方将在数字经济、绿色经济、供应链互联互通等新兴领域进一步拓展互利合作。由于全球供应链重构红利以及抢转口贸易等因素，香港作为内地对外开拓国际市场的中转枢纽从中获益。出口商品结构方面，一季度电工器材、集成电路、自动数据处理设备的零配件等机电产品中间品出口依旧占据着重要位置，但部分消费电子类产成品如笔记本电脑、手机等出口受关税政策等影响出口支撑作用减弱。展望未来，中美关税博弈阶段性降温并迎来约两个月的窗口期，预计“抢出口”将继续支撑短期出口保持较高景气。长期来看，中国不断拓展多元化贸易伙伴、优化贸易结构，不仅带来乐观的市场前景，也是应对美国关税政策、地缘局势风险所带来的全球供应链和市场波动的前瞻性布局，支撑出口长期维持一定韧性。

财政政策方面，由于物价走弱，以及企业所得税在2024年末提前入库等因素影响，今年一季度公共财政收入持续走软，同比增速仅达-1.1%，显著低于预算增速5.0%，绝对规模上较预期减收将近0.4万亿元。为补充公共收入的减少，保证民生领域支出，一季度国债净融资达到历史最高水平，发行进度达到30.2%，较2019-2024年的平均进度3.6%大幅提升。在收入低于预期背景下，为稳定政府投资规模，财政一季度积极使用中央预拨资金，并且加快专项债、政策行信贷的投放，使得一季度基建投资维持在较高水平。展望下一阶段，为推动内需持续回暖，财政将进一步加快地方政府专项债券、超长期特别国债的发行节奏，刺激消费并稳定房地产市场。基建投资方面，财政或将于二季度积极增设新的政策性金融工具，满足增量基建投资项目的资金需求，更好发挥基建投资逆周期调节的作用。

货币政策方面，一季度央行总量操作较为克制，主要出于前期增量政策效果仍在逐渐显现、外部环境尚不明朗以及优先稳定汇率波动风险和银行息差压力等综合考量，但“适度宽松”的政策取向保持不变。随着外部环境急剧变化，同时国内房地产市场尚未企稳、物价运行持续低迷，二季度货币政策优先目标将逐步过渡到稳就业稳增长，宽松空间明显打开。5月7日央行等量价并举，出台包括降准降息、创设并加力实施系列结构性货币政策工具在内的一揽子金融政策支持稳市场稳预期。往后看，总量方面，预计年内降准降息仍有空间，但力度及节奏仍将根据中美关税博弈进展、二季度出口和经济表现等关键变量相机抉择。降准将配合财政协同发力，并可能通过加大买断式逆回购、重启国债买卖等进一步补充流动性；降息将综合考量国内外经济形势、利率风险与金融市场波动等因素。结构方面，现有政策工具可能进一步扩量降价，引导信贷投向薄弱环节与重点领域，加大对民营小微企业、科技创新、绿色发展、稳定楼市股市等的支持。同时，新的政策工具有望较快落地，可能包括新的再贷款工具、新型政策性金融工具，重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸。此外，稳定和活跃资本市场已被纳入货币政策目标总体框架之中。

国际方面，在贸易紧张局势升级和政策不确定性加剧的背景下，4月IMF《世界经济展望》报告将 2025年全球经济增速预期从1月的3.3%下调至2.8%，低于2024年的增速3.3%。其中，身处全球关税风暴中心的美国、中国、加拿大、墨西哥等增长预期均被大幅调降。关税冲击下，全球经济面临供给端和需求端的双重压力，IMF预计全球贸易增长将比产出增长下降得更快。需求端的负面冲击主导下，全球整体通胀水平预计延续下行趋势，但主要经济体之间通胀表现将呈现显著差异。美国通胀或因关税政策的连锁反应而表现出更强的顽固性，导致发达经济体2025年通胀预期上调0.4个百分点至2.5%，略低于2024年的2.6%；而经济增长和贸易活动承压的背景下，新兴市场和发展中经济体通胀预期下调0.1个百分点至5.5%，较2024年的7.7%明显降温。此外，特朗普政府推动制造业回流美国的政策取向，可能对全球跨境投资活动产生深远影响。短期来看，在供应链风险上升、需求前景承压、金融环境收紧等多重因素扰动下，企业可能倾向于暂停业务、减少投资和削减支出，从而导致全球资本流动持续低迷。

经济走势

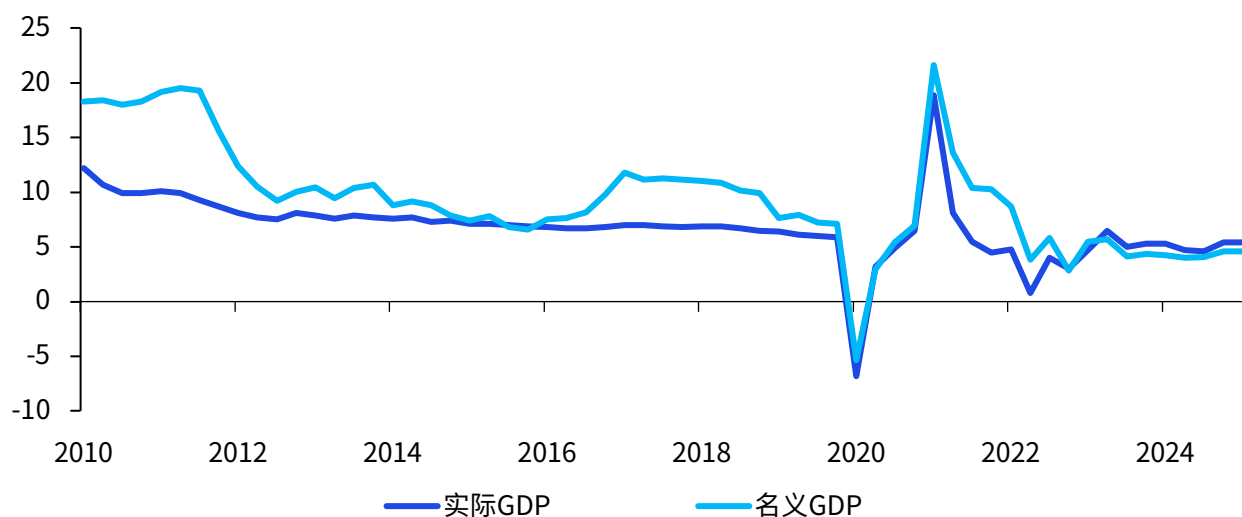
国内经济实现“开门红” 政策加码应对不确定性

2025年一季度实际GDP增速达到5.4%，与去年四季度增速持平，超出市场预期。一季度经济实现“开门红”，一方面在于国内政策前置发力，居民消费、企业投资显现出较强韧性；另一方面，特朗普执政后对华加征关税节奏超预期，在4月对等关税预期之下，企业“抢出口”活动热度较高，托举一季度出口表现。内需修复，外需走强，国内生产热度也同步回升（图1）。

需要注意的是，后续经济表现仍存隐忧。内需方面，一是当前国内生产仍然强于需求，3月规模以上工业产销率再次降至历史同期低值（图2），物价仍在低位波动，一季度GDP平减指数为-0.8%，已经为连续第八个季度为负。二是房地产市场偏弱，一季度新房销售同比再次降至负值，3月十大主要城市库销比处于历史同期高位，房企库存压力不减，房地产企稳的前景仍不明朗。三是耐用消费品以旧换新消费政策刺激效果或将减弱。外需方面，5月12日中美双方发布日内瓦经贸会谈联合声明，宣布将4月2日以来对双方加征的125%关税降至34%，并参照美国对其他国家的做法，对其中24%的关税暂停90天实施，仅加征剩余10%的关税。同时，两国将建立机制，继续就经贸关系进行协商。短期因中美贸易谈判取得实质性进展，关税降幅超预期，二季度我国出口仍有支撑，但后续中美博弈或长期拉锯，国际贸易形势依然复杂多变，需要政府和企业提前布局。

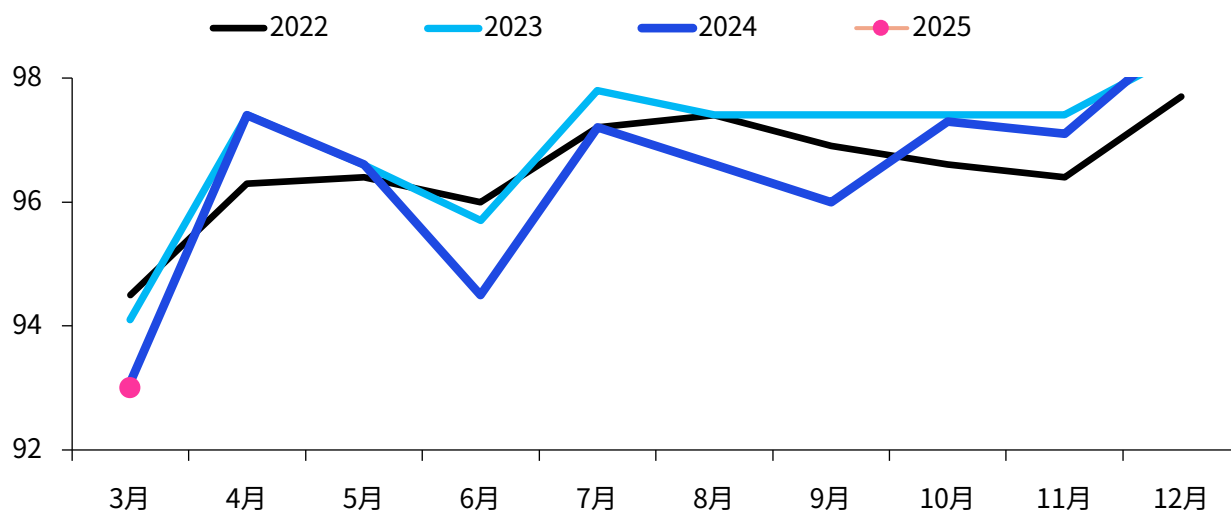
面对经济持续回升向好基础仍待稳固和外部环境急剧变化的不确定性，4月初以来，李强总理在多个公开场合发声，明确当前宏观政策储备充裕，后续将及时出台增量扩内需政策。4月底、5月初接续召开中央政治局会议、稳就业稳经济推动高质量发展政策措施新闻发布会、一揽子金融政策支持稳市场稳预期新闻发布会。三场会议明确未来政策布局。对于存量政策，会议明确将早出台早见效，预计未来政府将加快地方政府专项债券、超长期特别国债的发行节奏，同时货币端已经在5月上旬展开新一轮降准降息，加强与财政政策的协同效应。对于增量政策，主要聚焦在稳就业、稳外贸、促消费、扩投资、稳资产价格五个领域，目前央行已新设多项结构性货币工具强化对上述领域的支持，后续财政货币将进一步增设政策性金融工具，强化对投资领域的支持。鉴于当前中美关系向积极方向发展，出口维持一定韧性，为增量政策谋划出台留下更充裕的时间窗口，政策落地节奏或择机调整。我们预计，二季度居民消费信心、企业收入预期将有所改善，经济将保持平稳运行。

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。

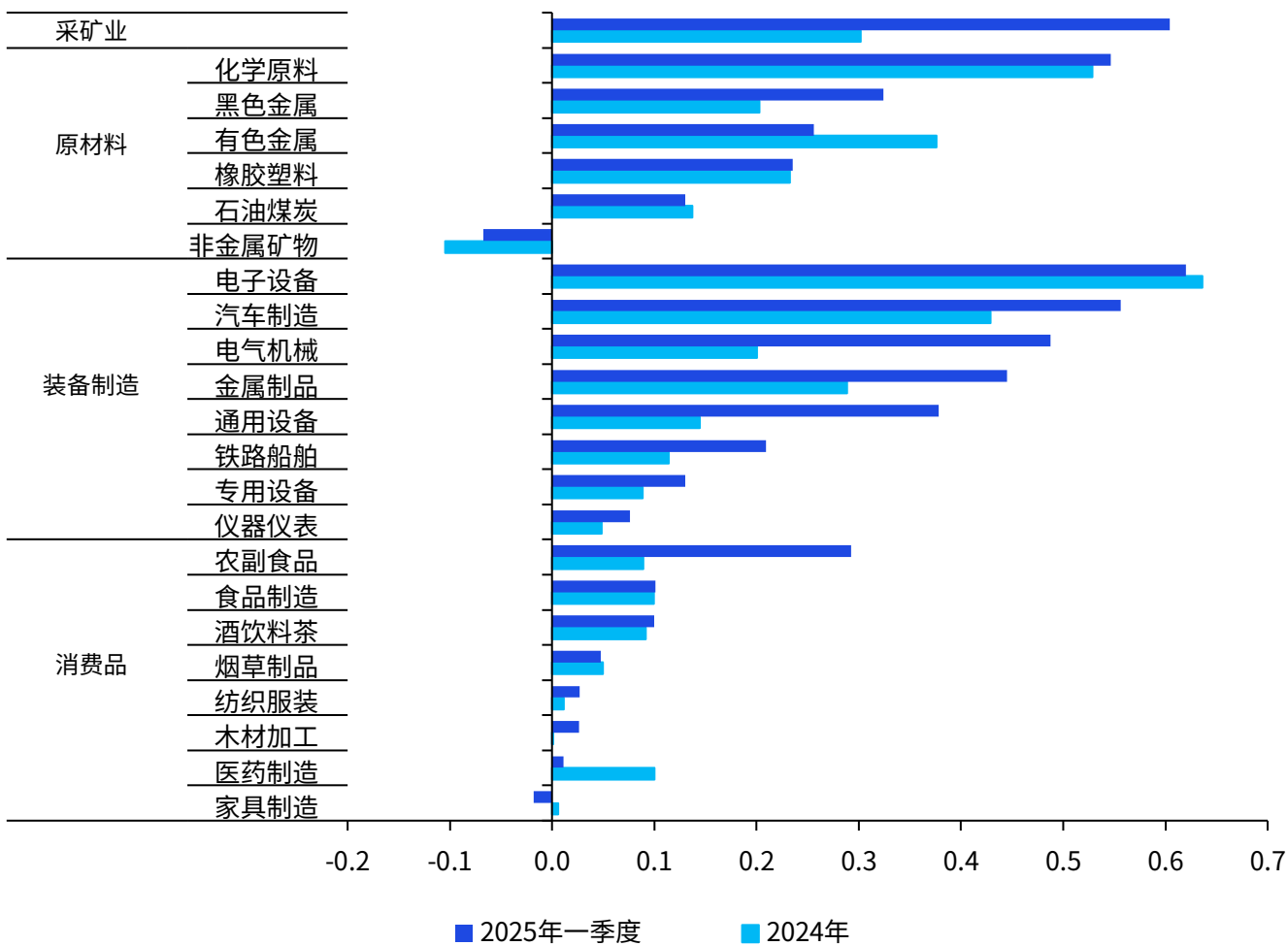
产出方面，第二产业与第三产业产值同比分别达到5.9%、5.3%，对一季度经济拉动均较去年四季度走强，两者对一季度GDP拉动分别达到2.1、3.2个百分点。第二产业中，制造业与建筑业表现分化，制造业受下游需求带动，产值同比由去年四季度的6.2%上行至一季度的6.8%，而建筑业产值增速边际放缓，与房地产投资持续筑底相关。第三产业中，房地产、金融服务业产值均较去年四季度边际放缓，而信息传输、软件和信息技术业产值增速由去年四季度的9.6%上行至10.3%，反映年初以来人工智能应用服务需求的扩张。

一季度工业增加值同比达到6.5%，较去年全年的5.8%进一步上行，其中制造业增加值同比由去年的6.1%上行至7.1%。一季度制造业生产走强主要受“抢出口”、“两新”政策以及基建投资三因素带动。

在“抢出口”和“两新”政策带动下，一季度装备制造业工业增加值同比达到10.9%，较去年全年上行3.2个百分点。与“抢出口”相关的电气机械（主要是发电设备）、计算机通讯设备两大行业，一季度出口交货值同比较去年全年上行10.0、4.9个百分点，带动两者一季度工业增加值同比分别高达12.4%、11.5%。与国内“两新”政策相关通用设备与汽车行业，两者工业增加值同比分别达到9.4%、10.8%，较去年分别上行5.8、2.7个百分点（图3）。

由于开年财政投资节奏加快，基建投资需求保持高位，企业对未来需求预期较强，生产开工活动旺盛，钢材、水泥等基建上游产品一季度产量增速维持较高位置。一季度黑色金属冶炼增加值提升较快，增加值同比由去年全年的4.0%上行至6.4%，非金属矿物增加值降幅也有所收窄，同比由去年全年的-1.4%上行至-0.9%。

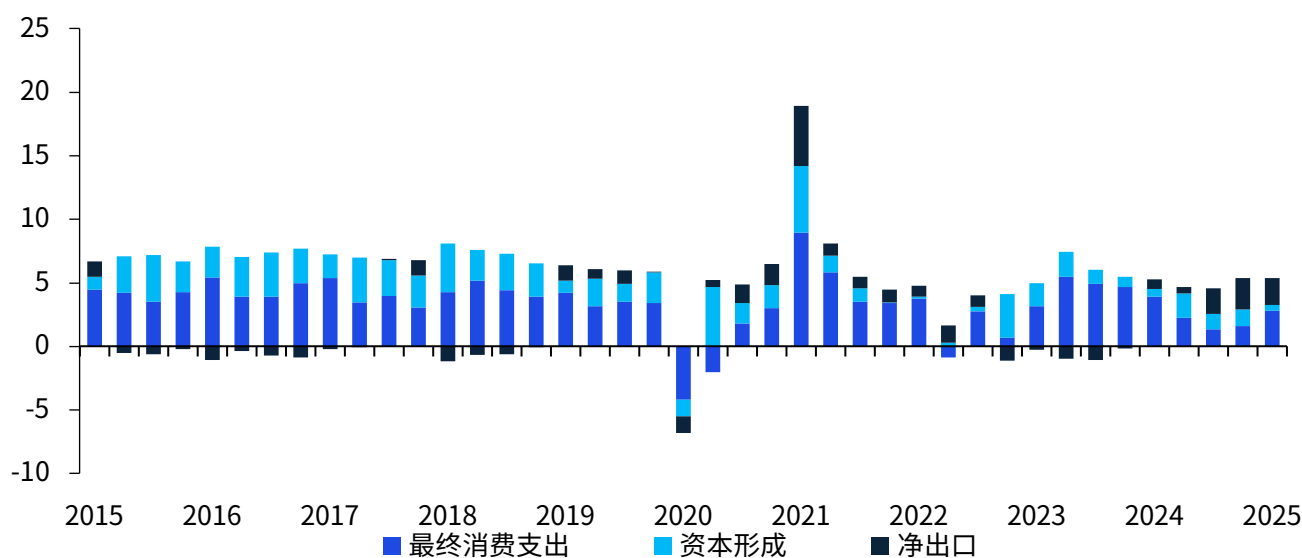
图3 分行业规模以上工业企业增加值对总体拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，在年初以旧换新政策加码扩容支撑下，消费成为今年一季度经济首要拉动项，贡献了51.7%的GDP增速，拉动GDP增长2.8个百分点，较去年四季度上行1.2个百分点。而受企业持续“抢出口”影响，一季度出口同比增速虽然较去年四季度回落，但其对GDP当季同比贡献率仍达39.5%，同样构成一季度经济的主要支撑，拉动GDP增长2.1个百分点。由于传统节假日的影响，一季度为项目开工淡季，叠加房地产投资进一步下行，投资对一季度经济带动作用边际走弱，拉动GDP增速上行0.5个百分点，贡献率则由去年四季度的24.5%下行至8.7%（图4）。

图4 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点

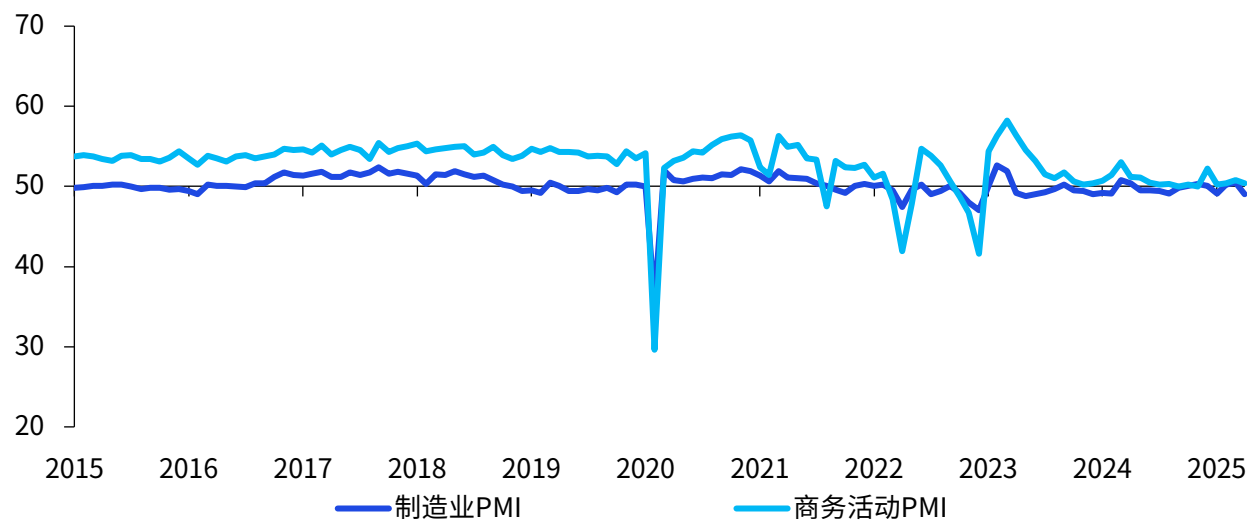


数据来源：Wind，毕马威分析

受前期高基数以及关税冲击影响，4月制造业PMI环比下行1.5个点至49.0，环比降幅明显大于历史同期水平（图5）。从分项观察，PMI需求端指数显著下行，新订单指数环比走弱，其中出口订单环比下行4.3个点至44.7，为过去十年的偏低水平，显示了关税落地对外需的冲击。受需求走弱影响，企业主动调整当期和未来生产决策，4月企业生产指数环比下降2.8个点至49.8。而代表企业未来生产意愿的采购指标环比下降5.5个点。生产放缓，采购意愿走弱，企业原材料库存、产成品库存缩减，其中企业库存指数回落0.7个点至47.3，原材料库存指数环比走弱0.2个百分点。

4月非制造业PMI较3月回落0.4个点至50.4，分领域观察，基建行业景气度较高，而房地产以及出口相关服务业景气度转弱。包括房地产和基建行业在内的建筑业商务活动指数4月回落至51.9，较上月下降1.5个百分点，环比弱于疫情前表现。一方面，随着各地工程项目建设有序推进，土木工程建筑施工进度有所加快。4月土木工程建筑业商务活动指数为60.9，比上月上升6.4个百分点。高频数据同步显示，沥青装置开工率在四月明显上行，反映基建项目当前抓紧开工。另一方面，与基建相对，房地产景气度回落，4月30个大中城市新房成交量同比、环比均转为下降，对建筑业商务活动指数形成拖累。4月服务业PMI环比微降0.2个点至50.1。分行业看，航空、道路运输、餐饮等行业景气改善，或与清明假期出行有关，而信息技术行业景气领先，表明新兴产业仍保持较快的景气扩张。而水上运输景气度受到美国加征对等关税影响，环比大幅下降12.5个点。

图5 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



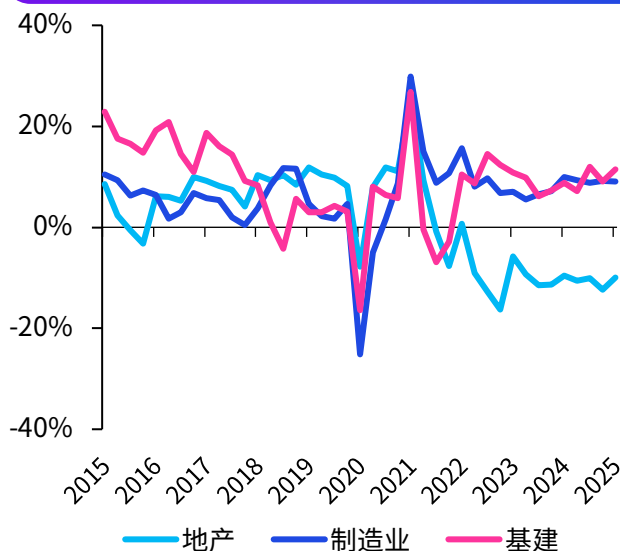
数据来源：Wind，毕马威分析

总体而言，从当前经济景气度以及相关高频指标观察，4月我国出口受关税冲击影响初现。但在5月美国对华关税大幅回落的情况下，下一阶段企业预期受到明显提振，同时考虑到美国关税政策或存在反复、豁免期结束后仍有较大不确定性，企业基于长期供应链风险的担忧，或将在剩余约两个月的豁免期内加速“抢出口”。除此之外，当前国内房地产市场修复前景仍不明朗，同时物价仍处于低位震荡，预计未来增量政策将持续托底消费与基建领域。上述因素综合作用下，二季度国内生产有望保持强劲。

基建带动一季度固定资产投资走强

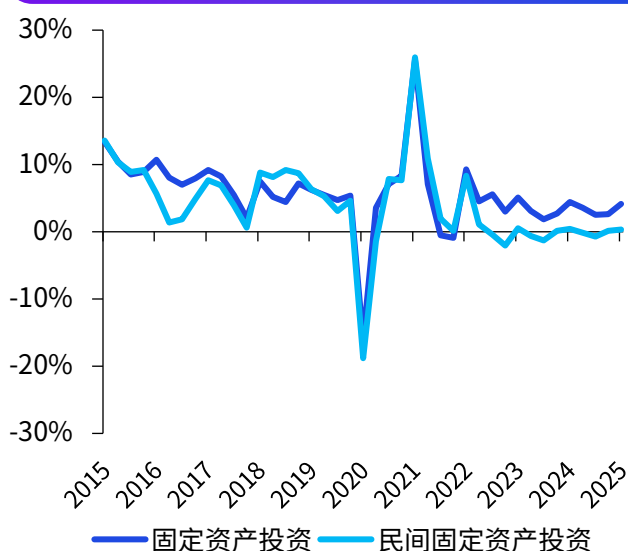
2025年一季度固定资产投资增速达4.2%，较2024年全年的3.2%提升1个百分点，也高于去年四季度的2.7%。分行业看，一季度地产、基建投资同比均有改善，分别达-9.9%、11.5%，均较去年四季度上行2.5个百分点。而制造业投资增速相对平稳，同比达9.1%，较去年四季度的9.2%下行0.1个百分点（图6）。由于财政靠前发力，一季度基建投资成为固定资产投资的主要因素，拉动整体投资3.2个百分点，较去年四季度上行0.5个百分点，而房地产则继续拖累整体投资1.7个百分点。需要注意的是，一季度民营企业投资增速进一步回升，与政府强化涉企收费监管、加快偿还企业前期欠款，使得企业现金流改善有关。民间固定资产投资一季度同比增速为0.4%，较去年四季度回升0.2个百分点。其中基建领域民间投资表现明显改善，一季度投资增速达到9.3%，较去年全年上行3.5个百分点（图7）。

图6 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

图7 固定资产投资增速，当季同比，%

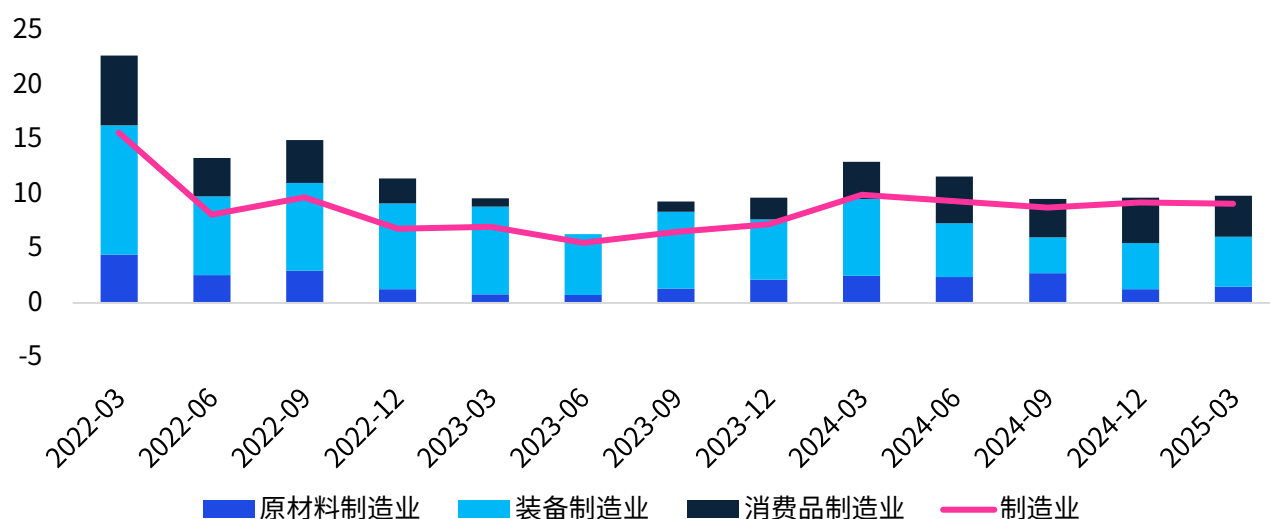


数据来源：Wind，毕马威分析

设备更新与“抢出口”托举制造业投资

2025年一季度制造业投资同比增速达9.1%，与去年四季度的9.2%基本持平。制造业投资增速总体维持韧性，主要得益于基建投资、企业“抢出口”以及国内“两新”政策三因素支持。其中原材料制造业、装备制造业投资分别带动总投资上行1.5、4.6个百分点，较去年四季度分别上行0.3、0.4个百分点。而下游消费品制造业同比增速边际回落，主要是由于劳动密集产品在关税影响下出口增速走弱，且产品以价换量情况较为明显，行业利润走低，企业加速去库存，扩产能意愿不足所致（图8）。

图8 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点

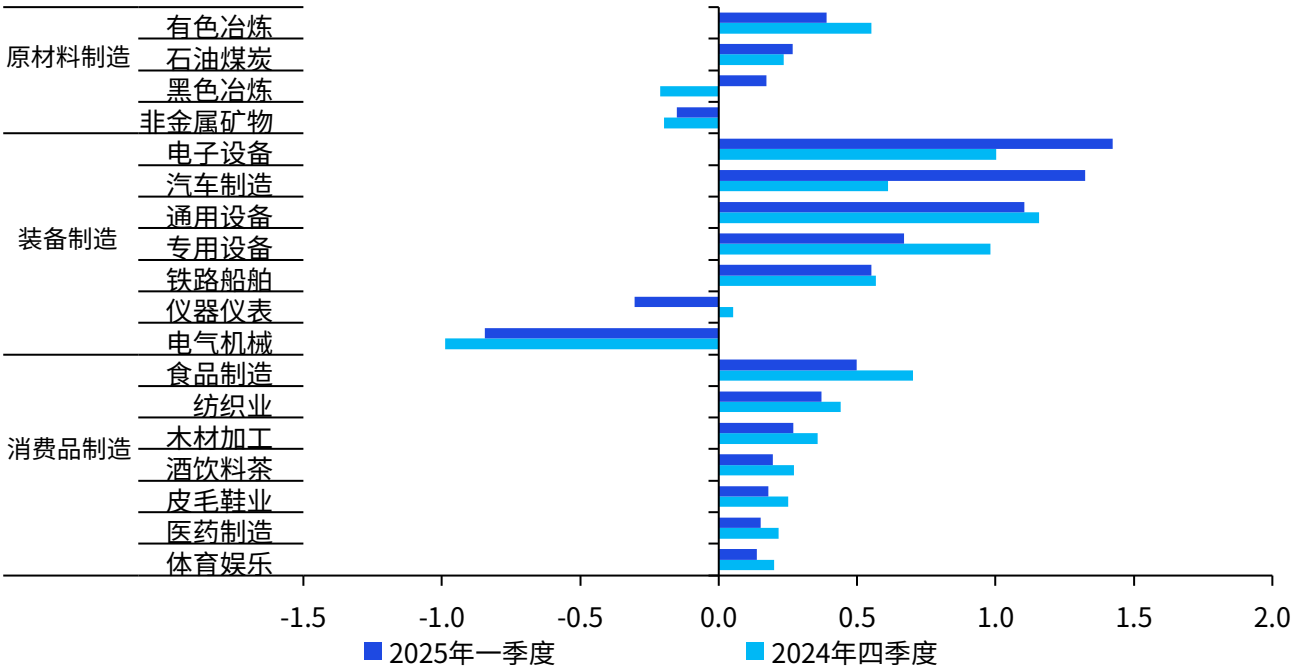


数据来源：Wind，毕马威分析

企业“抢出口”是支撑制造业投资韧性的原因之一。一季度手机、家电、集成电路等机电产品由于所在行业销售毛利率相对较高，受关税影响较小，企业“抢出口”活动热度延续，带动电子设备制造业、电气机械制造业投资走强，合计拉动制造业投资0.6个百分点，较去年四季度上行0.6个百分点。另外，“两新”政策是支撑开年制造业投资的另一大因素。由于设备更新政策仍在加快推进，一季度设备器具投资增速达到19.0%，较去年全年上行3.3个百分点。而汽车在消费品以旧换新政策的推升下，产能进一步扩大，一季度投资同比达到24.5%，拉动制造业投资1.3个百分点，较去年四季度上行0.7个百分点。此外，由于一季度财政资金投放节奏较快，基建项目开工热度回升，在全年政府投资预期加强的影响下，部分上游产业如黑色金属、非金属建材企业加快投资，同比增速分别达5.5%、-1.8%，较去年四季度分别上行15.8、0.4个百分点，对制造业投资带动较去年四季度上行0.4个百分点。

而受美国关税风暴影响，涵盖大部分劳动密集产业的消费品制造业成为一季度制造业投资的拖累项。今年2月、3月美国对华先后加征10%的额外关税，对毛利率相对较低的劳动密集产业冲击较大，大部分行业采取以价换量方式去库存，导致一季度下游消费品行业利润走低，企业投资意愿不足。从细分行业看，纺织业、木材加工、皮毛鞋业、体育娱乐这几大劳动密集产业一季度投资明显走弱，对制造业投资总体拉动达1个百分点，较去年四季度下行0.3个百分点（图9）。

图9 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

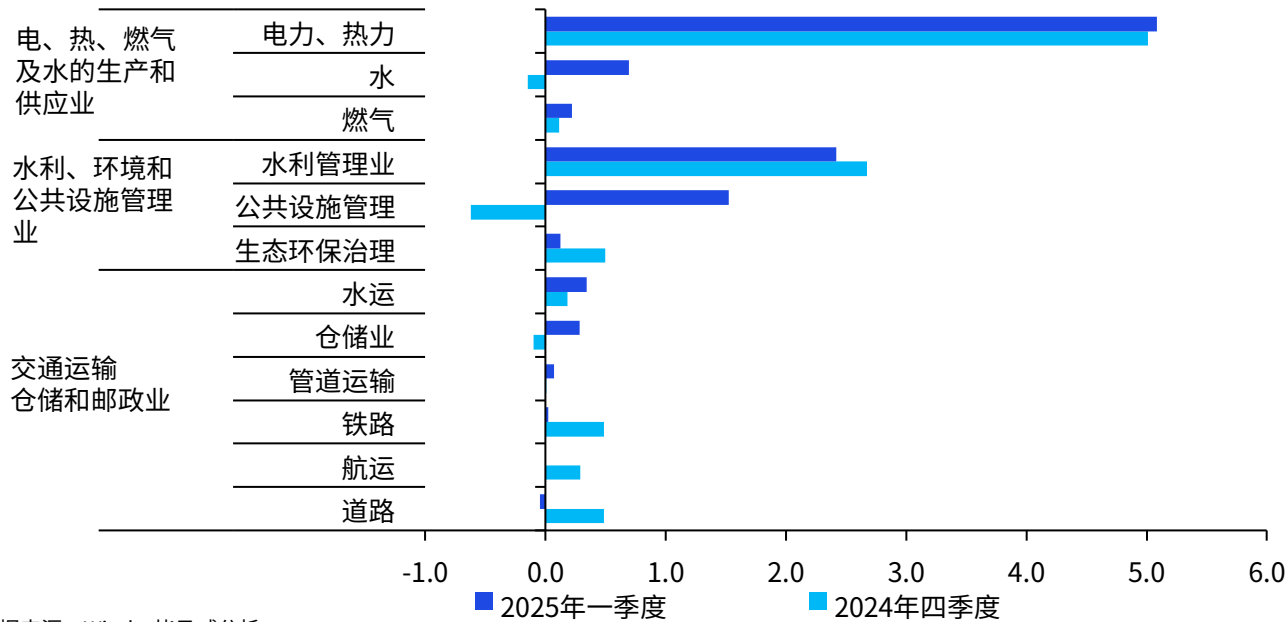
展望前期，二季度制造业投资或仍将维持一定韧性，主要有三方面原因。首先，前期“抢出口”较为旺盛的产业，如消费电子、电气机械企业的“抢出口”活动在二季度有所延续。目前美国对消费电子、电气机械（半导体）产业的关税仍然处于豁免阶段，而可能对相关产品加征的232关税仍然处于调查阶段，在关税政策出台之前，预计上述行业企业有望进一步“抢出口”，以应对未来政策不确定性。其次，当前美国对全球的对等关税仍处于90天的对等关税豁免期中，而5月美国对华关税大幅回落，下一阶段企业预期受到明显提振，中国企业将加大“抢出口”力度，对冲后续不确定性。最后，国内增量政策将继续支持上游产业以及“两新”相关产业持续扩产能。在较强的政策预期下，上游基建相关产业、“两新”政策相关产业投资有望维持在较高水平。

财政前置发力，基建投资延续高位

2025年一季度基建投资增速达到11.5%，高于2024年全年增速9.2%，也较2024年四季度的9.0%进一步上行2.5个百分点。一季度基建走强主要受两方面因素影响。资金方面，得益于中央在去年末提前下达的“两重”项目资金，以及一季度地方专项债、政策性银行信贷投放节奏较快，基建项目资金较为充裕，财政收入走弱对投资拖累有限。项目方面，去年10月，发改委启动项目储备工作，中央地方项目前期准备工作相对充裕。另外，今年年初地方政府积极发行特殊再融资债化解存量债务，也打开了部分新增投资意愿，地方政府储备、审批项目积极性边际上行，这也让一季度项目开工节奏加快。综合上述因素，一季度基建投资增速实现“开门红”，成为固定资产投资最主要的拉动项。

分行业来看，一季度中央与地方政府主导基建项目投资增速同步上行。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去年四季度的21.9%进一步上行至26.0%，带动总体增速上行6.1个百分点，较去年四季度提高0.8个百分点。不含电力基建投资增速也在一季度进一步回升，由四季度的5.1%上行至5.8%。地方政府主导的公共设施管理业投资表现亮眼，同比增速较去年四季度的-2.0%上行至4.9%，带动投资上行1.5个百分点，较去年四季度上行2.1个百分点（图 10），反映当前地下管网建设、城市更新等增量资金需求较大。伴随二季度专项债资金进一步加快发行，公共设施管理业投资增速有望维持高位。

图10 分行业对基建投资的拉动，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

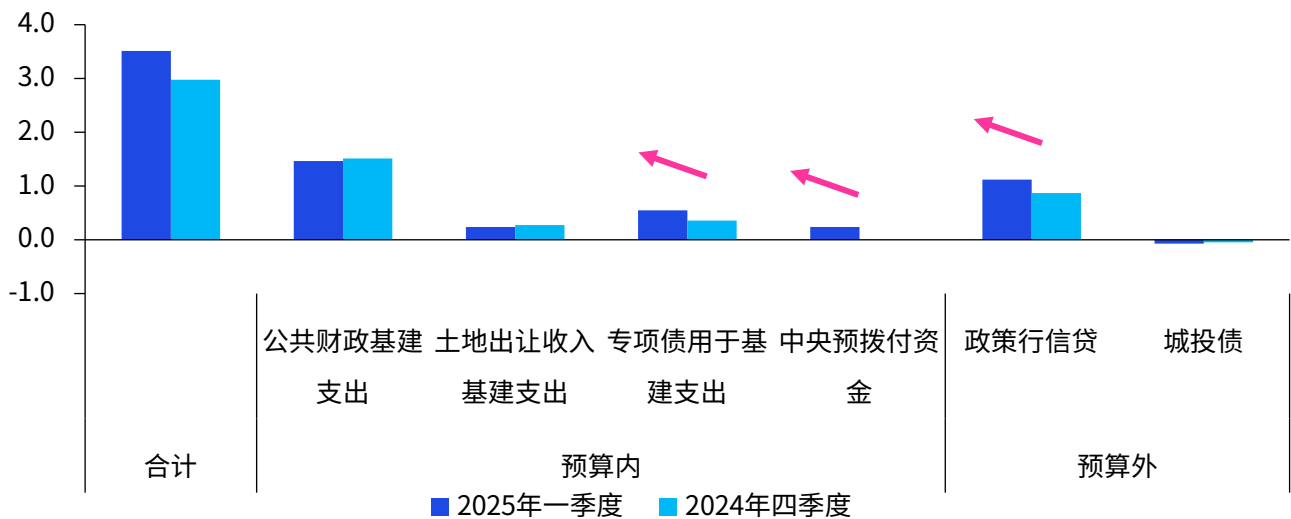
政府支持基建投资的资金可以分为两大类，第一类是预算内资金，也就是年初预算报告计划的额度，另一部分是预算外，可以机动调整全年投资规模。

具体来看，预算内资金主要包括税收、非税收入、国债收入、地方一般债收入（上述四项均纳入“一般公共预算”管理，下文将上述四项资金统称为公共财政资金）、土地出让收入、专项债资金。同时，在一年政府债务尚未发行期间，中央以及地方可以动用历史存量资金临时支持项目必要支出。

预算外资金则主要包括城投平台带息债务以及政策性银行信贷，这两类都可以视作为准财政工具。由于城投带息债务容易由地方政府承担连带偿付责任，往往被视作地方政府隐性债务。2024年开始，城投债净融资规模已经转正为负。

从今年一季度数据观察，基建增量资金来源更多是专项债、政策性银行信贷以及中央提前下达预拨的“两重”投资资金，三者合计规模达到1.9万亿元，较去年同期多增0.7万亿（图11）。

图11 各季度财政用于基建投资，当季估算值，万亿元

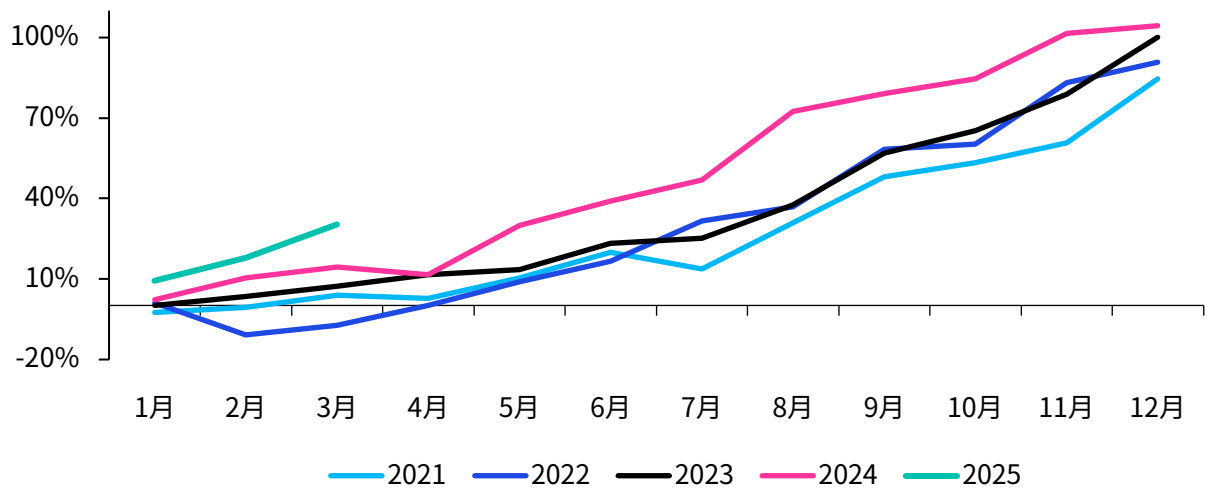


数据来源：Wind，毕马威分析

值得注意的是，一季度公共财政资金对基建的支撑作用减弱，较去年减少将近500亿元。具体看公共财政资金中的四项，税收、非税收入、国债与一般债收入，不难发现，税收与非税收入今年一季度同比大幅减少，而国债发行主要用于民生领域支出，使得公共财政难以托举基建。

由于物价走弱，以及企业所得税在2024年末提前入库等因素影响，今年一季度公共财政收入持续走软，同比增速仅达-1.1%，显著低于预算增速5.0%，收入进度为2021年以来最低水平。若以2020-2025年一季度平均收入进度为基准，今年一季度公共财政收入较预期减收将近0.4万亿元。一季度国债净融资达到历史最高水平，其发行进度达到30.2%，远超2019-2024年平均水平3.6%，有相当部分是用于填补收入端的减少（图12）。

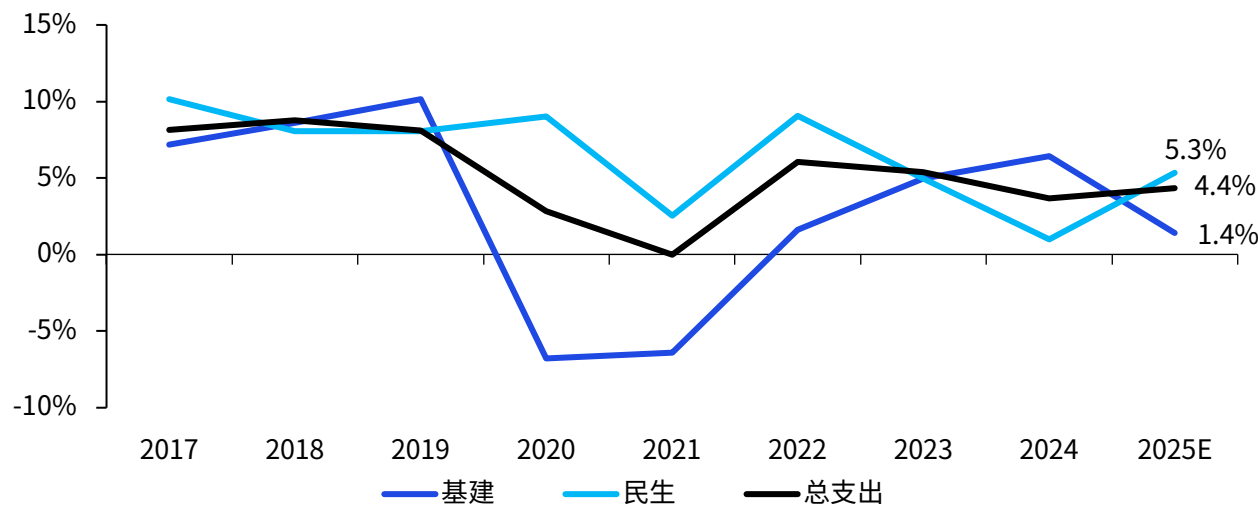
图12 历年国债净融资进度，%



数据来源：Wind，毕马威分析

另外，今年公共财政的支出重心为民生领域，从今年公共财政预算观察，基建领域支出预算增速仅达1.4%，明显低于民生领域支出预算增速5.3%（图13）。由于今年财政政策主线是通过惠民生来促销费，这意味着当存在增量资金时，政府将重点保障社保就业、健康医疗、教育等民生领域支出。这进一步削弱公共财政对基建的支撑能力。

图13 全国公共财政支出增速，同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

注：基建相关支出项目包括：环境保护、城乡社区事务、农林水事务、交通运输；民生相关支出项目包括：教育、社会保障就业、医疗卫生

展望下一阶段，预计二季度基建投资将维持高位，但仍需要增量财政工具支持。从稳定经济角度出发，扩基建是现阶段政府进行逆周期调节，对冲经济下行的重要方式。伴随地方政府债务负担减轻，以及城市更新、消费相关基建项目需求扩容，基建投资潜在投资空间仍存。在项目方面，发改委明确将在6月底前下达全年“两重”项目建设和中央预算内投资全国项目清单，预计后续基建项目储备充裕。而从资金视角来看，未来基建投资若要延续一季度较高水平增速，需诉诸增量政策工具的出台。

一方面，后续发行的国债资金仍将有较大部分用于填补收入缺口用于保障民生而非投资。另一方面，政治局会议明确，将进一步加大对“两新”领域支持力度，同时优化存量商品房收购制度，这意味着超长期特别国债、地方专项债仍然承担较重的扩消费、稳地产的任务，其余量资金对基建的支撑作用有限。最后，政府预算内债务限额的调整需要经过预算调整流程，流程上较为复杂，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。

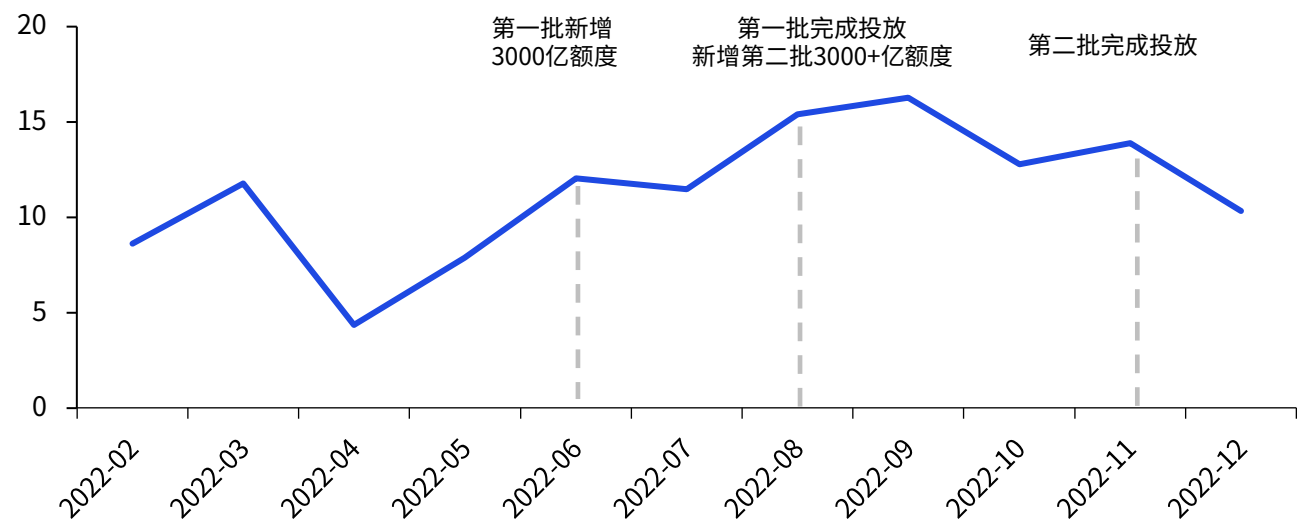
在4月28日新闻发布会上，发改委明确表示将设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足的问题，我们预期，这项工具类似于2022年启用的政策性金融工具，即政策行出资建立项目基金公司，向重大投资项目注资，并引导商业银行提供配套信贷融资（表1）。参照2022年的经验，该工具能够在短时间拉动基建投资（图14）。我们预期在新一轮政策性金融工具的支持下，基建投资将更好承担起稳定经济基本面的角色。

表1 2022年政策性金融工具新增额度以及投放使用时间节奏

日期	事件	国开行	农发行	进出口	合计投放
6月30日	国务院提出第一期3000亿	2100亿	900亿		
7月15日	国务院同意农发行设立基金				
7月20日	农发行基金成立				
7月21日	农发行完成首笔资金投放；国开行基金成立				
7月22日	国开行完成首笔资金投放				
8月12日	农发行投放达148.96亿元，项目68个				
8月20日	农发行完成第一批900亿元投放		完成900亿		
8月24日	国务院提出第二期3000亿以上	1500亿	1000亿	500亿	
8月26日	国开行完成2100亿投放	完成2100亿			完成3000亿
9月2日	进出口银行基金成立，				
9月6日	银保监会同意第二期农发行增资1000亿元				
9月16日	农发行完成第二批1000亿投放		完成1000亿		
9月20日	国开行完成1500亿投放	完成1500亿			
9月28日	进出口银行完成500亿投放			完成500亿	完成6000亿
10月12日	农发行完成559亿投放，进出口银行完成184亿投放		完成559亿	完成184亿	完成6743亿
11月16日	7399亿金融工具资金已全部投放完毕				完成7399亿

数据来源：政策性银行官网，毕马威分析
注：合计投放=国开行+农发行+进出口行累计投放规模

图14 2022年基建投资增速，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

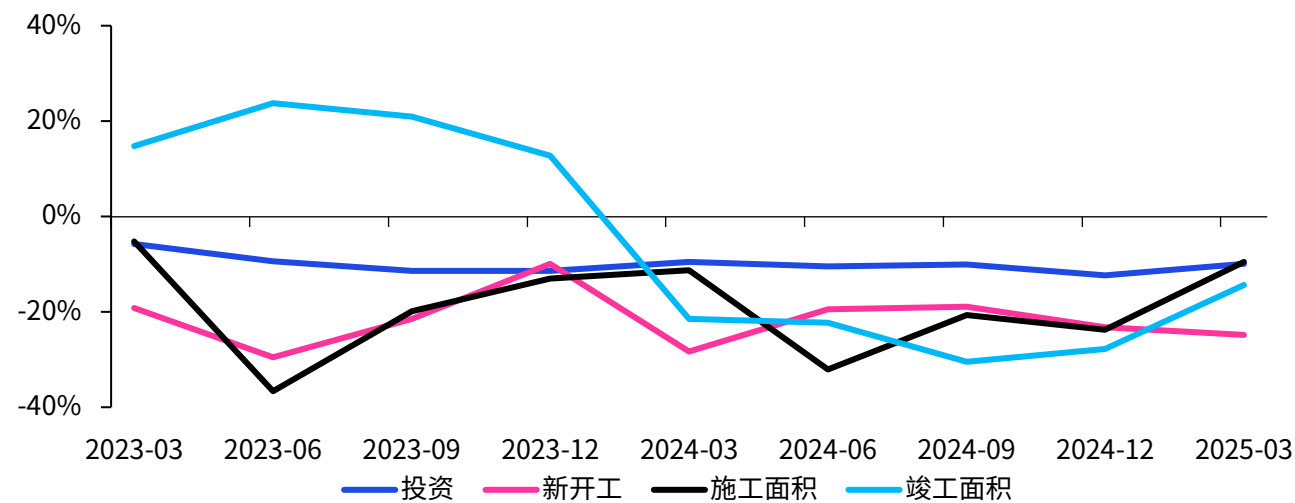


房地产投资降幅收窄，持续性改善存在隐忧

2025年一季度房地产投资同比增速达到-9.9%，较2024年的-10.6%边际改善，也较去年四季度的-12.4%上行2.5个百分点，但总体增速仍然延续较低水平，地产投资也依旧是当期固定资产投资的最大拖累项。

一季度房地产投资回升主要是去年末已出售房屋加速施工竣工推动。分投资阶段看，一季度房地产施工与竣工面积增速较去年四季度大幅改善，同比增速分别达到-9.5%、-14.4%，较去年四季度分别上行14.2、13.4个百分点，意味着本期投资改善更多是去年四季度售出楼盘开始进入施工竣工端，而新开工面积持续走弱（图15）。

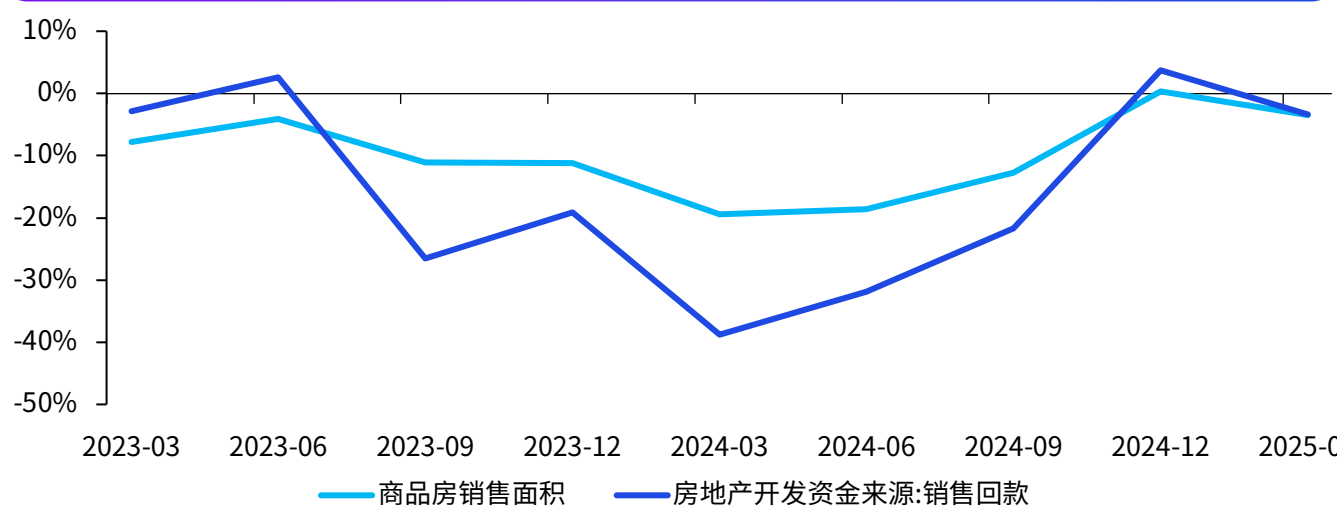
图15 房地产投资与房屋新开工、施工、竣工面积，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

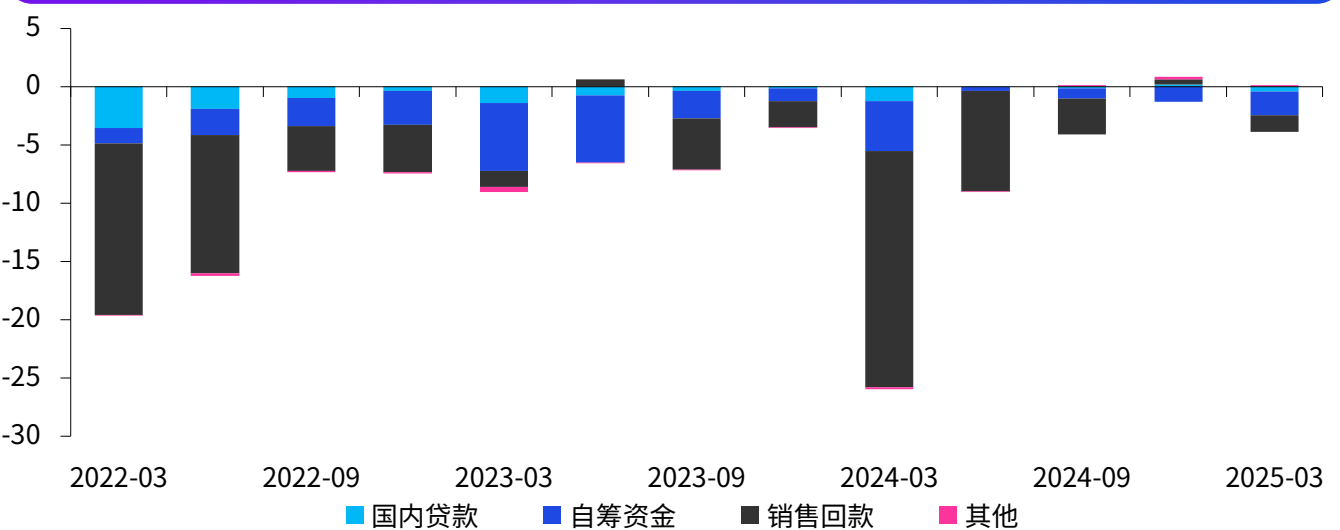
从房地产企业开发资金来源来看，一季度商品房销售面积同比达-3.5%，较去年同期的0.3%下行3.8个百分点，致使销售回款（包括定金预收款以及个人按揭贷款）同比由四季度的3.8%回落至-3.3%（图16）。同时自筹资金、银行贷款等其他融资方式带来增量资金有限，一季度房地产开发资金来源同比仅达-3.7%，较去年四季度的-2.1%进一步走低（图17）。房企新增融资趋紧，或对未来投资形成制约。

图16 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

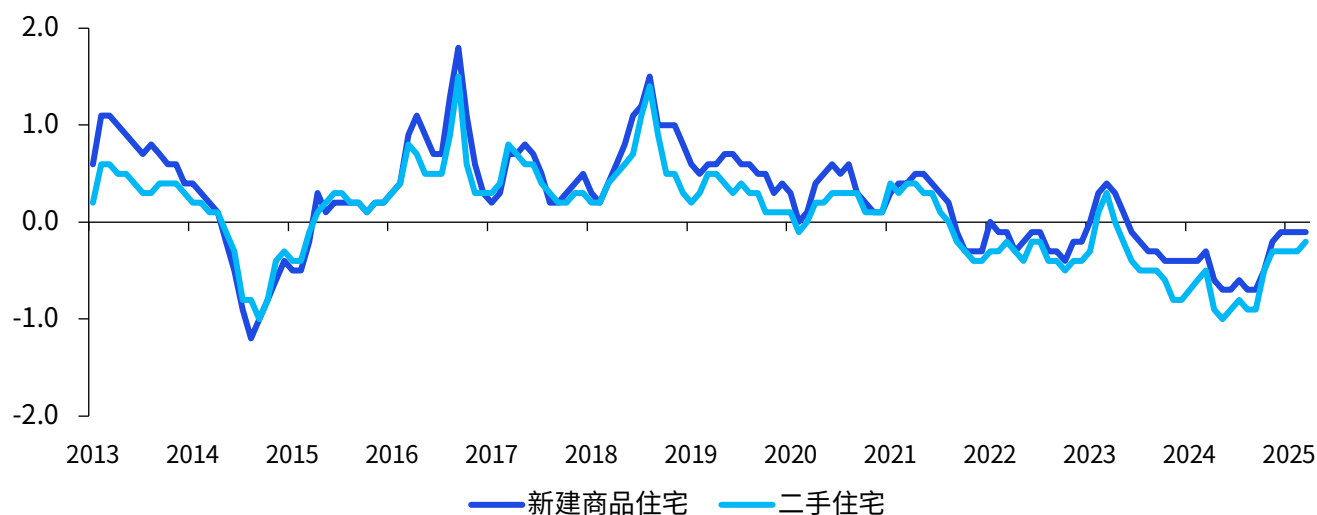
图17 不同资金类别对房地产开发资金来源拉动，当季值，百分点



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

伴随一季度整体销售的走弱，房价修复进程也出现停滞。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，对未来商品房涨价预期的居民占比从第三季度的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，其中70大中城市新建商品房房价环比连续三个月为-0.1%，而二手房房价环比也停留在-0.2%的水平（图18）。当前稳定地产价格仍然是稳定内需的先决条件，今年两会《政府工作报告》明确“房地产是居民资产配置的重要部分，稳资产价格可释放财富效应”。据观察，低能级城市居民当前消费能力与上行空间强于高能级城市，稳定低能级城市房价成为后续刺激消费回升的必要条件，未来低能级城市的因城施策地产政策仍有加码必要性。

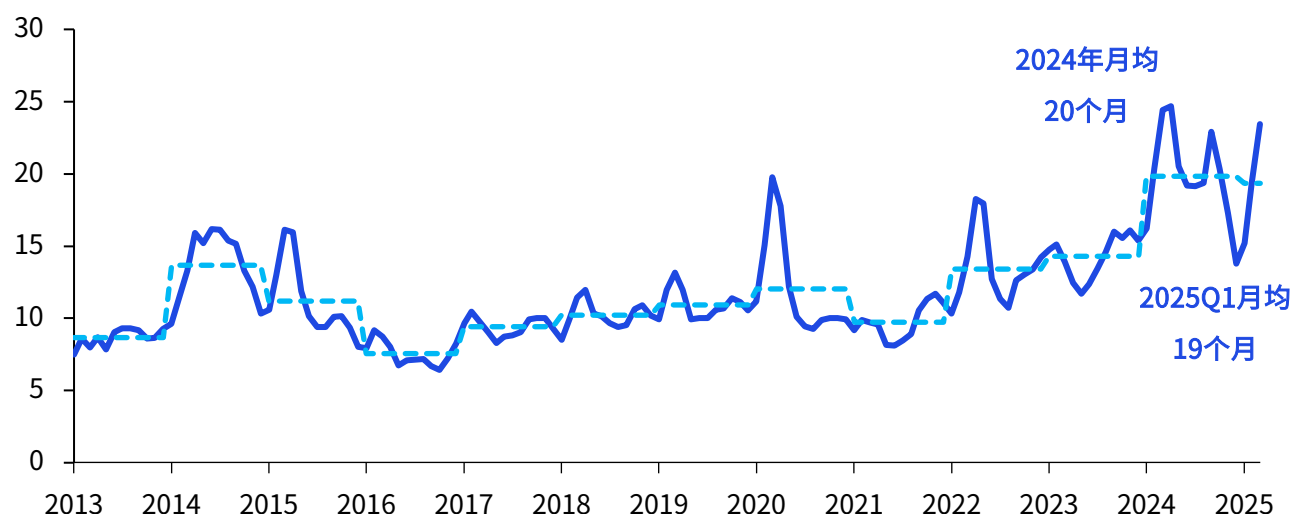
图18 70大中城市新建商品住宅与二手住宅房价指数环比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

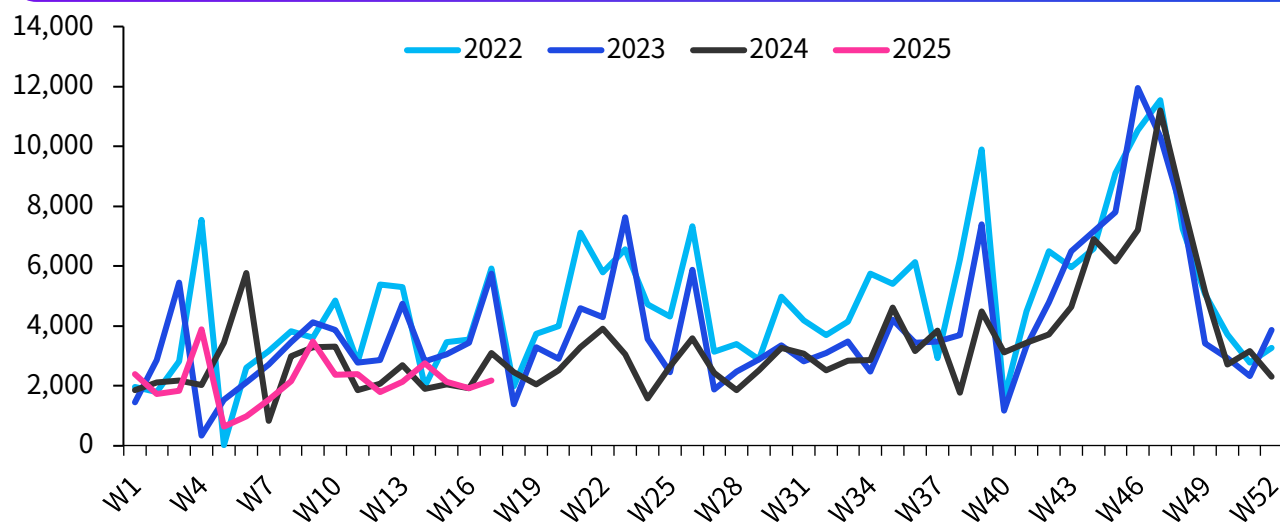
从中长期来看，地产投资的趋势性改善将面临两方面压力。首先，房企库存仍然面临较大压力。由于2021年开工房屋大部分于2024年完工，2024年商品房待售面积大幅增加，使得2024年开始至今，商品房库存压力持续位于高位，今年一季度十大城市月均库销比仍然高达19个月（图19），处于历史高位，正是因为库存较高，使得去年地产销售回升，但新开工面积并未同步走强。另一方面，在库存较高地区，地方政府新增供地行为受到限制，截至4月27日，今年100大城市供应土地规划建筑面积同比仅达-16%（图20）。尽管今年以来土地市场溢价率较高，但政府卖地收入持续收缩。房企当前拿地规模有限，后续新增投资或将难以回升。

图19 十大城市商品房存销比，当月值，月



数据来源：Wind，毕马威分析

图20 100大中城市供应土地规划建筑面积，当周值，万平方米



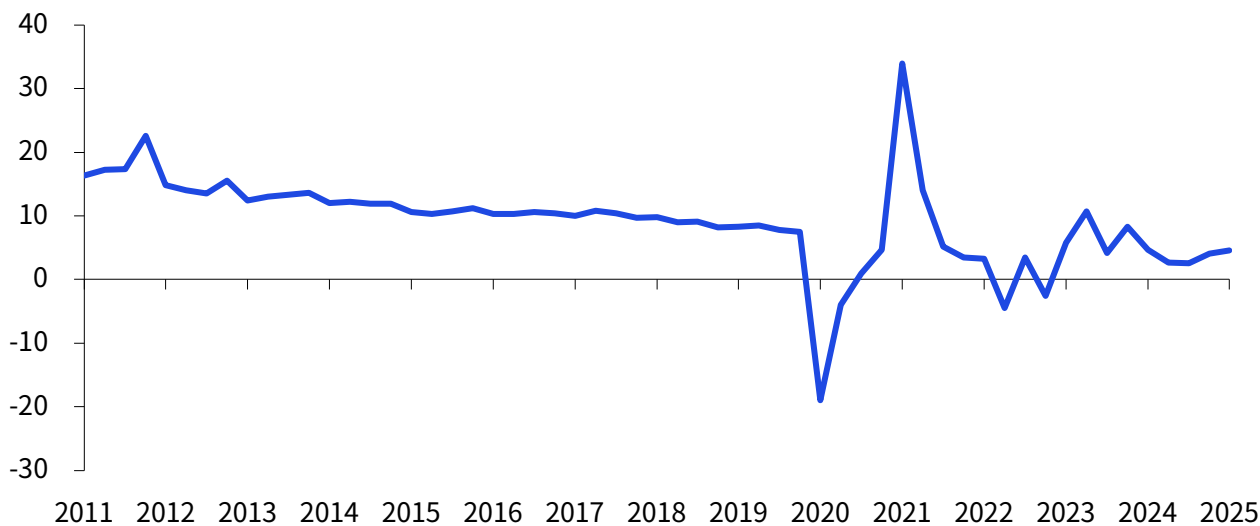
数据来源：Wind，毕马威分析

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，在经历三月小阳春以后，30大中城市商品房销售面积同比转负。为持续性稳定房地产价格，引导居民房价预期向好，地产需求端政策仍待加码。今年年初以来较多地方政府已经推出新一轮地产需求政策，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。我们预期未来其他地方政府将进一步开展因城施策。中央层面，4月的政治局会议明确将有力有序推进城中村和危旧房改造，未来政府可能通过新设PSL等政策性金融工具进一步释放居民住房需求，同时专项债或可新增用于收购居民存量二手房，支持居民改善性需求加快释放。对于供给端，4月政治局会议明确将优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。我们预期专项债用于收购房企存量住房、存量土地的占比将进一步提高，稳定房企现金流，同时改善房企新增投资意愿。

以旧换新推动消费持续回暖

2025年开年以来，消费品以旧换新政策加力扩围，社会消费品零售总额延续去年四季度的复苏态势，一季度同比增长4.6%，较去年四季度进一步上行0.6个百分点（图21）；环比季节性下降7.2%，但明显好于2015-2019年同期-8.2%的平均水平。

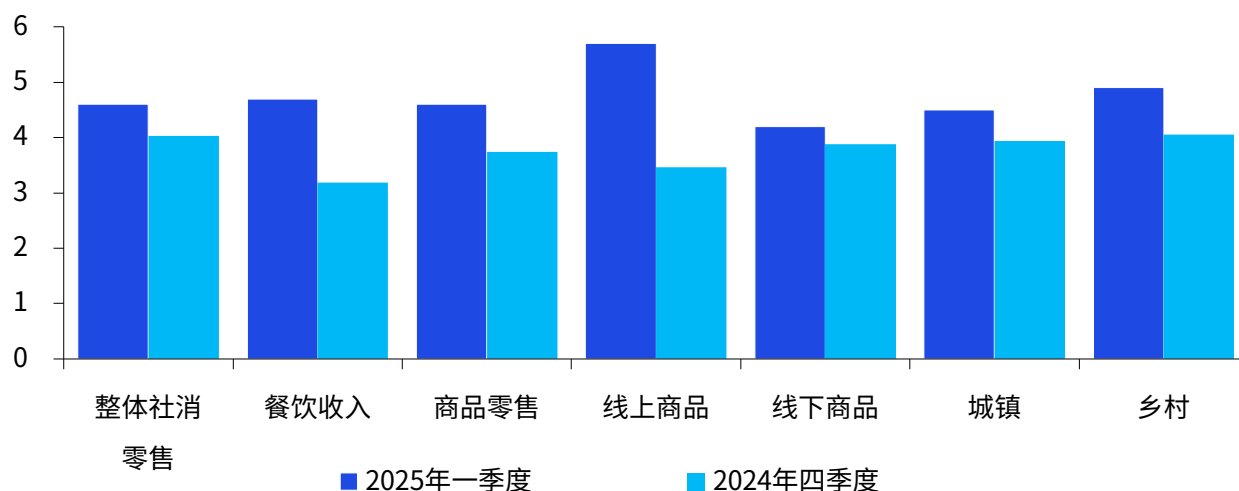
图21 社会消费品零售总额，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

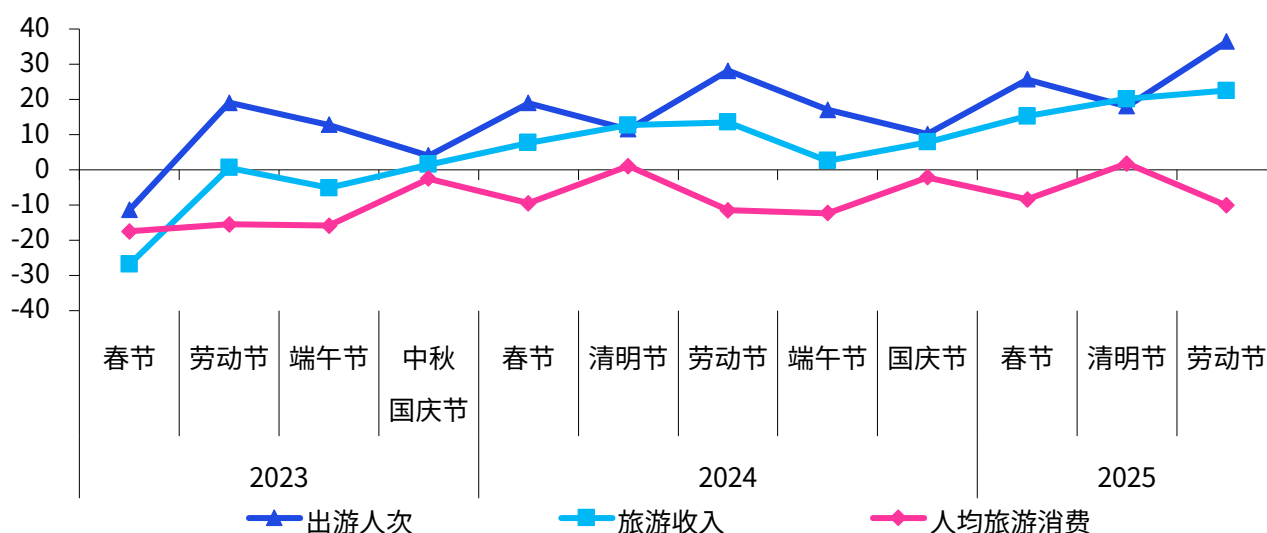
分消费类型来看，一季度服务消费保持较强韧性，餐饮收入同比增长4.7%，较去年四季度明显回升1.5个百分点，主要受假期效应带动（图22）。年初以来多地发放餐饮、旅游、电影、体育等服务消费券，进一步促进服务消费潜力释放。当前居民出游、娱乐热情依然高涨。五一假期全国国内旅游出游人次和游客总花费同比2019年分别增长36.5%和22.6%，增速较春节期间进一步上行，但人均旅游消费支出增速回落，体现“下沉式旅游”、“性价比旅游”的新常态（图23）。一季度乡村消费同比增长4.9%，高于城镇消费增速0.4个百分点。商品消费方面，一季度商品零售同比增长4.6%，较去年四季度上行0.9个百分点。随着实体零售企业加快数字化转型，积极创新消费场景，提升消费体验，带动直播带货等电商新模式快速发展。一季度实物商品网上零售额增长5.7%，高于同期线下商品零售增速1.5个百分点，占整体商品零售的比重达27.1%，较去年同期提升0.3个百分点。此外，随着过境免签、离境退税政策不断优化，入境消费新引擎加速培育。重点城市中，上海2025年一季度离境退税商品销售额同比增长85%，绝对规模达7.6亿元，稳居全国首位；北京、深圳、重庆分别同比增长2.6倍、1.6倍、5倍左右。

图22 分类型消费增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图23 主要假期旅游消费和日均电影票房收入增速，同比2019年，%



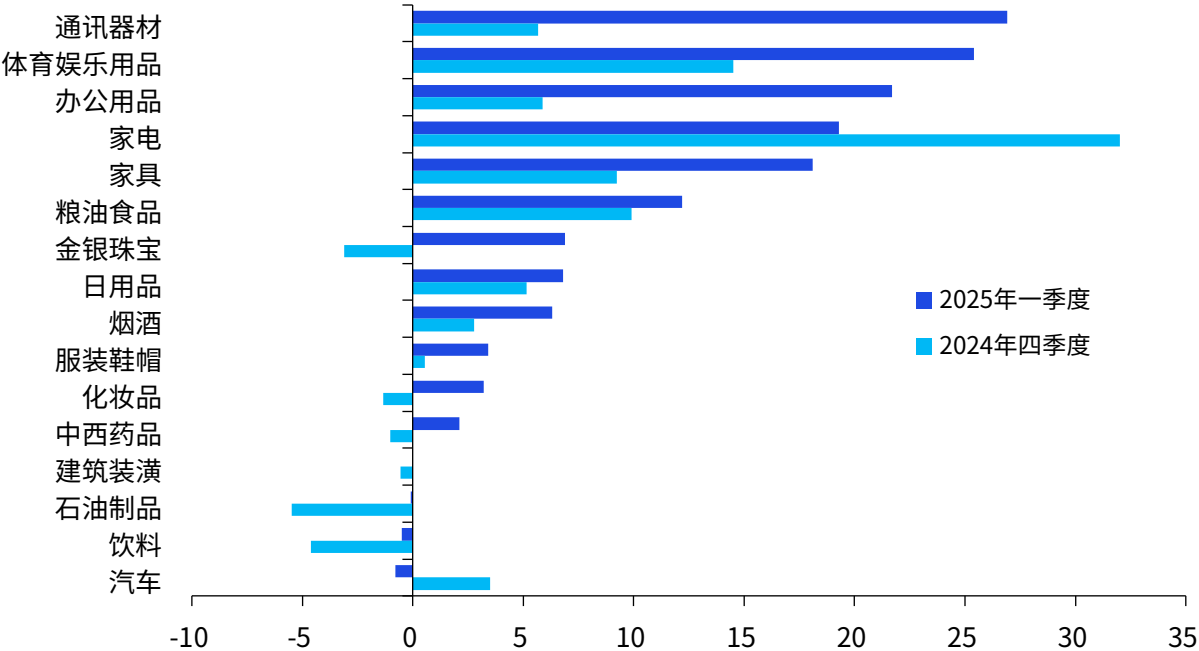
数据来源：Wind，文旅部，毕马威分析

注：2025年开始文旅部不再公布“同比2019年增长率”，以2024年同期按可比口径计算的2019年数据作为2025年的基数

分消费品类别来看，以旧换新政策惠及的通讯器材、办公用品、家电、家具等耐用品消费保持两位数的强劲增长，四项合计拉动社零增长1.4个百分点，贡献率超过30%（图24）。其中，在年初将电子产品纳入购新补贴范围后，通讯器材零售同比增速较去年四季度显著上行21.2个百分点至26.9%，反映政策加力扩围效果显著。同时，伴随政策给予绿色智能家电、家居、汽车等更大力度补贴，不断推动行业向绿色化、智能化发展。

据汽车流通协会数据，一季度乘用车零售量同比增长5.8%，其中新能源乘用车零售量增长36.4%，渗透率达47.2%。3月部分重点监测企业智能家居产品销售额同比增长10%以上。此外，与同期文娱服务消费热度大幅抬升相印证，体育娱乐用品一季度零售同比增长25.4%，较去年四季度上行10.9个百分点，凸显情绪消费作为当前消费新增长点的高成长性。值得注意的是，其余品类方面，无论是粮油食品、日用品等生活必需品，还是金银珠宝、服装、化妆品等可选消费品，一季度零售同比增速均有不同程度改善，反映了今年以来在促进居民增收减负、提升消费体感、稳住楼市股市等预期管理共振下，促消费政策效果逐步向以旧换新补贴范围之外的品类扩散，带动消费整体回暖。但也要看到，耐用品消费刺激效果存在边际递减的趋势特征。除了年初新纳入补贴的电子产品外，一季度家电、汽车消费增速均较去年四季度有明显的回落。

图24 限额以上消费品零售额增速，当季同比，%

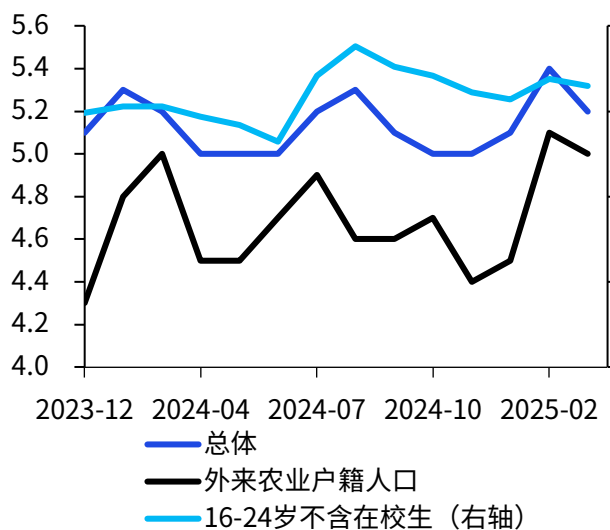


数据来源：Wind，毕马威分析

当前居民“就业-收入-消费”循环仍待畅通。一季度全国城镇调查失业率均值为5.3%，高于去年同期的5.2%。其中，外来农业户籍人口、16-24岁不含在校生劳动力失业率均值分别为5.1%、16.5%，均分别高于去年同期的4.9%、15.1%（图25）。从4季度移动平均来看，居民收支增速和消费倾向下行趋势尚未根本扭转（图26）。2024年，我国有进出口记录的经营主体达70万家，其中民营企业占比达87%。考虑到本轮美国关税冲击下，我国劳动密集型行业和民营企业或面临较大的经营压力，从而可能对就业市场造成扰动，影响居民收入预期和消费信心，政策加码予以对冲的必要性上升。

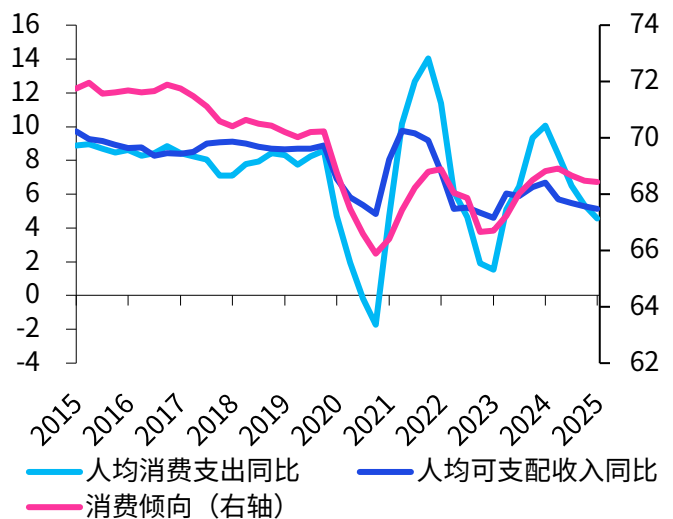
4月政治局会议提出“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，将“稳就业”置于首位，并与“稳企业”紧密相连；4月28日国新办新闻发布会也重点强调“稳就业稳经济”，明确了就业是应对外部冲击和经济稳增长的首要政策落脚点。主要举措包括，一是围绕新质生产力、消费新热点、基本民生服务等重点领域，挖掘扩容就业空间。二是健全分层分类的社会救助体系，突出保障高校毕业生、农民工等重点群体就业，加强职业技能培训、就业公共服务、以工代赈支持等，促进中低收入群体就业增收。三是对受关税影响较大的领域，通过提高企业失业保险稳岗返还比例、帮助劳动者转岗就业等，缓解出口部门失业压力。

图25 城镇调查失业率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图26 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

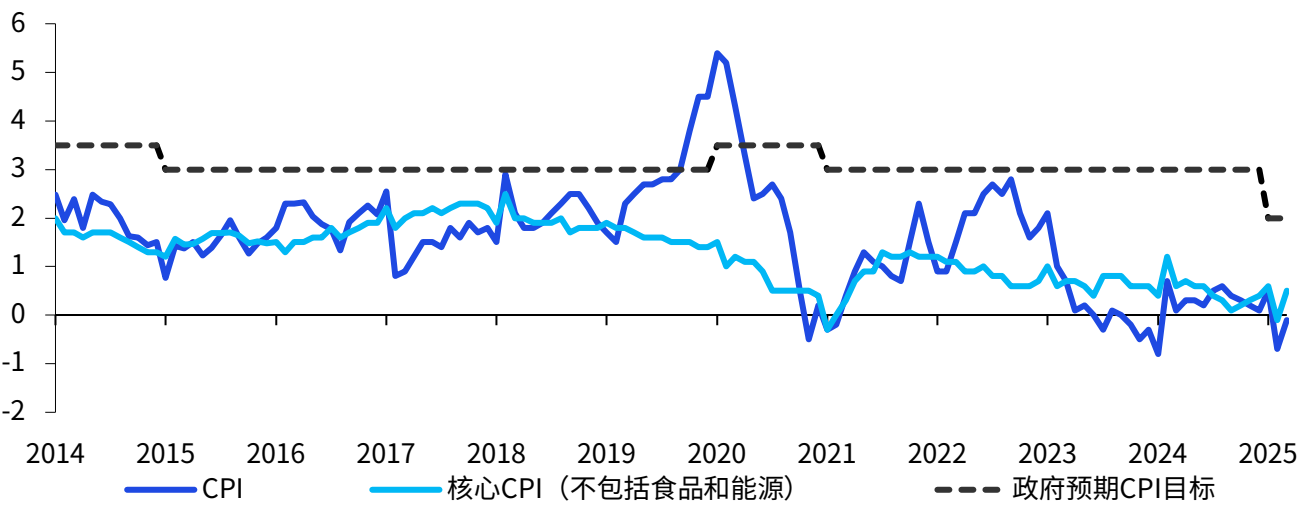
注：居民消费倾向=当季居民人均消费性支出/人均可支配收入

往后看，《提振消费专项行动方案》相关政策措施正在加速落地，围绕居民增收减负、加码消费补贴、优化服务供给、改善消费环境、减少大宗消费限制等多维度发力，预计二季度消费回暖向好态势仍有支撑。一是政策紧抓稳就业与惠民生，除了上文所述的夯实就业这一最基本的民生外，政府还将推动育儿补贴等增进民生福祉的举措精准落地，从而提升居民消费能力和消费意愿。二是消费品以旧换新支持力度不断加码，继续提振商品消费。4月28日，国家发展改革委表示已追加下达今年第二批810亿元以旧换新资金，后续还有1400亿元额度待下达。三是服务消费方面，聚焦供给侧提质扩容，包括服务业扩大开放、服务与养老再贷款等新政策工具加快落地等，持续释放服务消费潜力。四是离境退税“即买即退”政策优化并推广至全国，将进一步撬动入境消费新支点。四是政策致力于推动楼市股市企稳向好，将产生积极的财富效应，助力居民消费倾向回升。

短期低通胀格局延续

2025年一季度，物价总体延续低位运行态势，CPI累计同比下降0.1%，核心CPI累计同比增长0.3%，两者分别较2024年末回落0.3和0.2个百分点。单月来看，随着春节错位因素扰动消退，3月CPI、核心CPI同比增速均较上月回升0.6个百分点，分别达-0.1%、0.5%（图27）。与此同时，3月CPI环比下降0.4%，降幅小于季节性水平¹-0.6%；核心CPI环比保持稳定。总体来看，当前CPI仍维持在“零时代”，推动通胀回升还需政策从供给端整治行业内卷和价格战、需求端促进居民增收减负和提振消费综合发力。

图27 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

3月CPI环比下降主要受到食品、能源和出行类服务价格下跌的共同拖累。食品方面，天气转暖农产品供应充足，3月食品CPI环比下降1.4%，但由于刚刚过去的冬季气温偏高且天气晴好，前几个月食品价格走势偏弱，因此3月降幅也明显小于季节性水平的-2.2%。主要食品中，鲜菜、猪肉、鸡蛋和鲜果价格分别环比下降5.1%、4.4%、3.1%和1.6%，合计拖累CPI环比0.22个百分点。

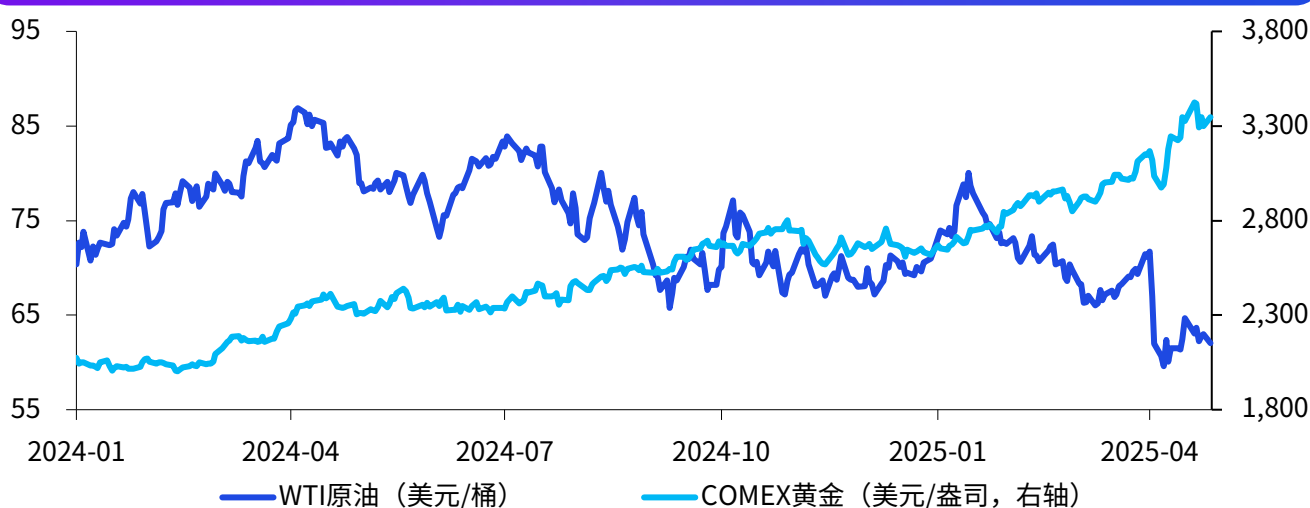
3月非食品CPI环比下降0.2%，低于季节性水平的0.1%。服务方面，因旅游淡季出行人数减少，飞机票和旅游价格分别下降11.5%和5.9%，合计拖累CPI环比0.13个百分点。工业消费品方面，受国际输入性因素传导，国内汽油价格环比下降3.5%，拖累CPI环比0.12个百分点。

¹ 春节同样在1月的2014、2017、2020、2023年同期环比均值，下同。

随着特朗普政府上台后迅速在全球范围内发动关税战，全球经济增长面临减速风险，使得石油需求前景承压，而OPEC+国家计划增产进一步加剧供给过剩压力，导致国际原油价格震荡下挫（图28）。与此同时，市场避险情绪明显升温，带动黄金价格大幅上扬，国内金饰品价格同步环比上涨2.3%。

其它消费品中，衣着价格因换季上新环比上涨0.7%。家用器具价格环比上涨2.8%，创有数据以来最高值，释放促消费政策带动需求改善和价格企稳的积极信号。由于CPI采用补贴后的实际成交价格²，我们理解消费品以旧换新政策可能通过以下三条路径促进CPI回升：一是补贴刺激下，居民有购买升级类、价格更高的高端产品的倾向，同时政策在高端品类上的补贴力度也有所加码³；二是CPI细项权重每月会根据上一期居民购买各类商品或服务支出金额占总支出的比重进行动态调整，去年四季度以来以旧换新商品消费较快增长，在CPI篮子中的权重或有所上调；三是整体需求好转的情况下，商家“以价换量”的现象可能明显减少。与之相对的，汽车领域价格战仍在持续，交通工具价格环比继续下降0.4%。

图28 国际原油和黄金期货价格走势



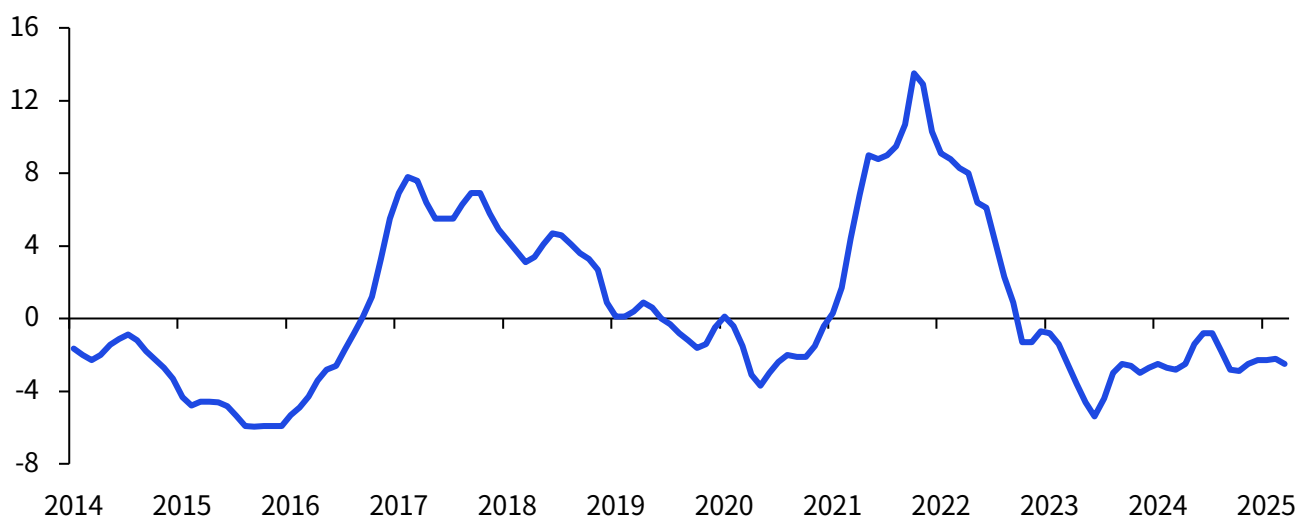
数据来源：Wind，毕马威分析

一季度PPI累计同比下降2.3%，降幅较去年末小幅走扩0.1个百分点。单月来看，3月PPI同比降幅较上月扩大0.3个百分点至-2.5%，已连续30个月负增长；同时环比降幅由上月的-0.1%走扩至-0.4%，为近半年最大跌幅（图29）。工业品价格持续低迷，既反映外部输入性因素和关税冲击的拖累，又与国内生产仍强于需求有关。

² 咨询答复，国家统计局
https://www.stats.gov.cn/hd/lyzx/zxgk/202411/t20241115_1957447.html

³ 关于做好2025年家电以旧换新工作的通知，商务部等部门
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2025/art_a656628b5cc0477680226df555503474.html
 对其中购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品最终销售价格5%的补贴。2月至3月，一些平台向6000元以上手机开放政府补贴，最高可达1000元，此前1月手机等数码产品国家补贴仅针对6000元以下机型，最高补贴500元。

图29 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业看，PPI环比下降主要集中在上游原材料和部分出口链行业。首先，油气开采和煤炭采选是环比跌幅最大的两个行业，分别下降4.4%和4.3%，前者受国际原油价格下行传导，后者因采暖用煤需求季节性下降。在上述两类原材料价格下跌的情况下，燃料加工行业PPI环比下降2.3%。其次，在政策预期下，钢材、水泥等生产恢复加快，但下游基建、房地产项目实物工作量形成较慢，导致生产大于需求；叠加生产成本下降，黑金冶炼加工、非金属矿物制品业PPI环比均下降0.5%。此外，美国关税政策对部分出口链行业PPI的负面冲击有所显现，电子设备、汽车制造、纺织服装、木材加工行业PPI环比分别录得-0.4%、-0.7%、-0.3%、-0.4%，均弱于同期CPI相关分项表现。

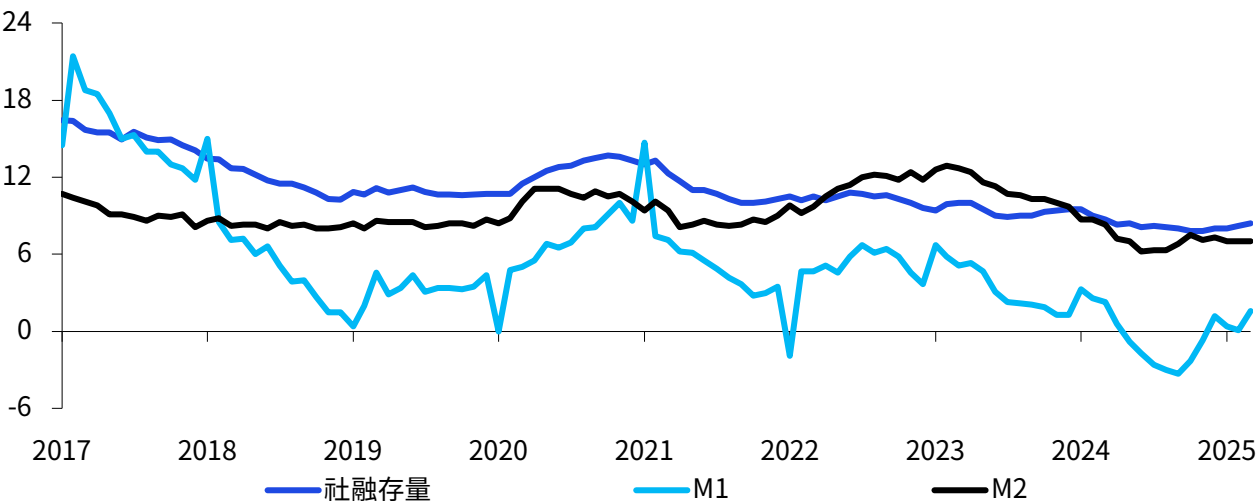
但与此同时，受益于国内高技术产业加速发展及“两新”政策效果持续显现，有色金属链、部分装备制造和消费品行业供需结构有所改善，价格呈现积极变化。有色金属作为传统电力电子、机械设备，以及高端制造、新能源、新一代电子信息等领域最主要的基础原材料和新材料，需求稳步释放，有色金属采选和冶炼加工业PPI环比分别上涨0.4%和0.5%。设备更新带动通用设备制造业PPI环比降幅收窄0.2个百分点至-0.1%。体育娱乐用品和办公用品消费持续回暖，文工体娱用品制造业PPI环比上涨0.5%。

往后看，国内“两新”政策效果或边际减弱，同时外部经贸环境不确定性显著增加，物价回升将继续面临内外部压力，低通胀格局短期难改。一方面，全球贸易冲突升级导致需求增长乏力，可能持续压制国际定价的大宗商品价格，对国内物价造成输入性下行压力。另一方面，外需面临较大冲击的情况下，部分行业产能过剩、供需失衡矛盾可能加剧，并引发出链条企业盈利和居民就业收入等的连锁震荡，从而加大内需和价格修复的难度。在“2%左右”通胀目标指引下，预计二季度政府将加快供给侧改革节奏，着力推进全国统一大市场建设，通过规范市场秩序、完善价格治理机制，综合整治“内卷式”竞争，促进价格水平的合理回归；同时更大力度促消费扩内需，推动物价温和上行。

货币政策工具储备充足

2025年中国宏观经济开局良好，金融数据同步实现“开门红”，体现财政靠前发力和实体融资需求改善的共同驱动。一季度新增社会融资规模15.2万亿元，创历史同期最高水平，同比多增2.3万亿元。截至3月末，社融存量同比增长8.4%，较去年末上行0.4个百分点（图30）。货币供给方面，M2增速连续三个月维持在7.0%，新口径M1同比增长1.6%，较上月上行1.5个百分点，与理财资金回流居民活期存款、财政资金和短期信贷资金流向企业短期存款有关。

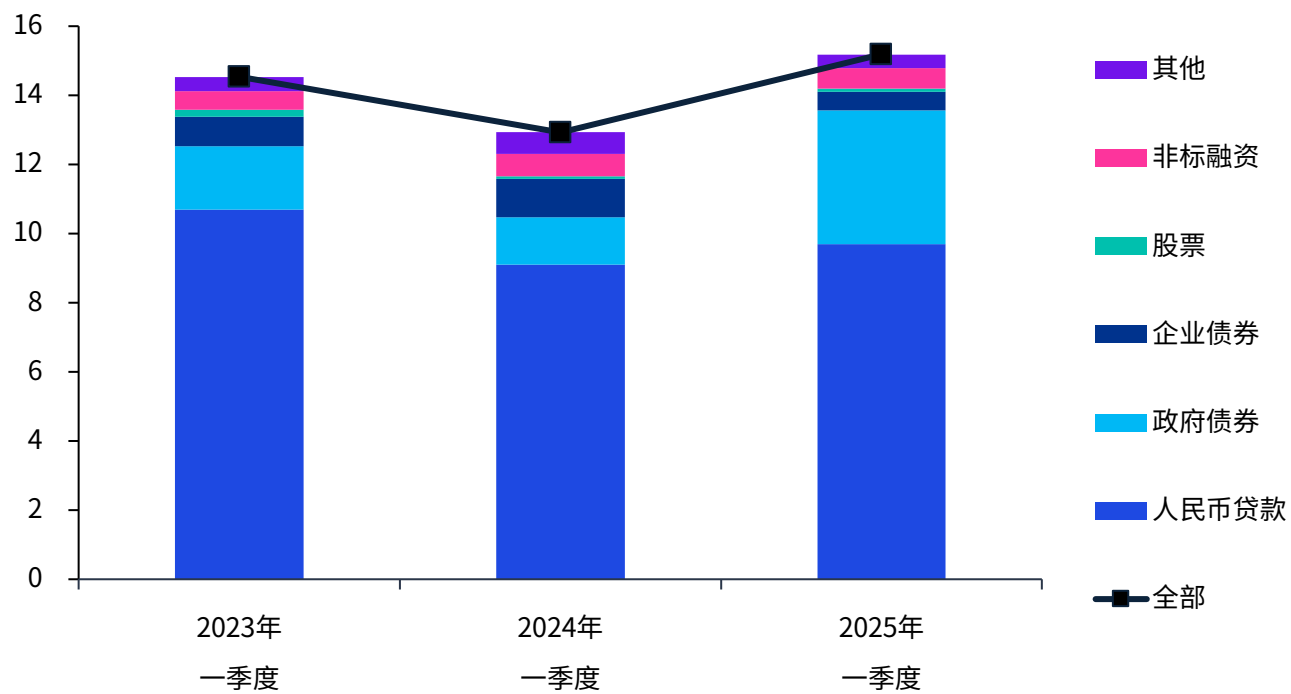
图30 社会融资规模存量与M1、M2同比增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从新增社融结构来看，政府债券净融资仍是社融同比多增的最大贡献，一季度新增3.9万亿元，同比大幅多增2.5万亿元（图31）。年内政府债券仍有较大增量空间，二季度发行节奏或将进一步加快，持续支撑社融增长。同时，财政支出靠前发力推动“两新”“两重”政策效果加快释放，带动配套资金需求，叠加新技术新动能领域加快发展，一季度实体经济融资需求回暖，社融口径下新增人民币贷款9.7万亿元，同比多增0.6万亿元。考虑到化债资金对部分融资平台贷款余额的置换效应，实际信贷投放力度可能更强。截至3月末，金融机构人民币贷款余额同比增长7.4%，根据央行主管媒体《金融时报》报道，还原地方再融资专项债置换贷款的影响后，3月人民币贷款增速或超过8%。但是，一季度企业债券净融资同比少增0.6万亿元，成为当期新增社融的主要拖累。主要由于3月债券市场调整、信用债发行成本抬升所致，叠加城投债发行审核趋严、到期规模较高，新增企业债券净融资由正转负，减少905亿元，同比少增5142亿元。

图31 社会融资规模结构，万亿元

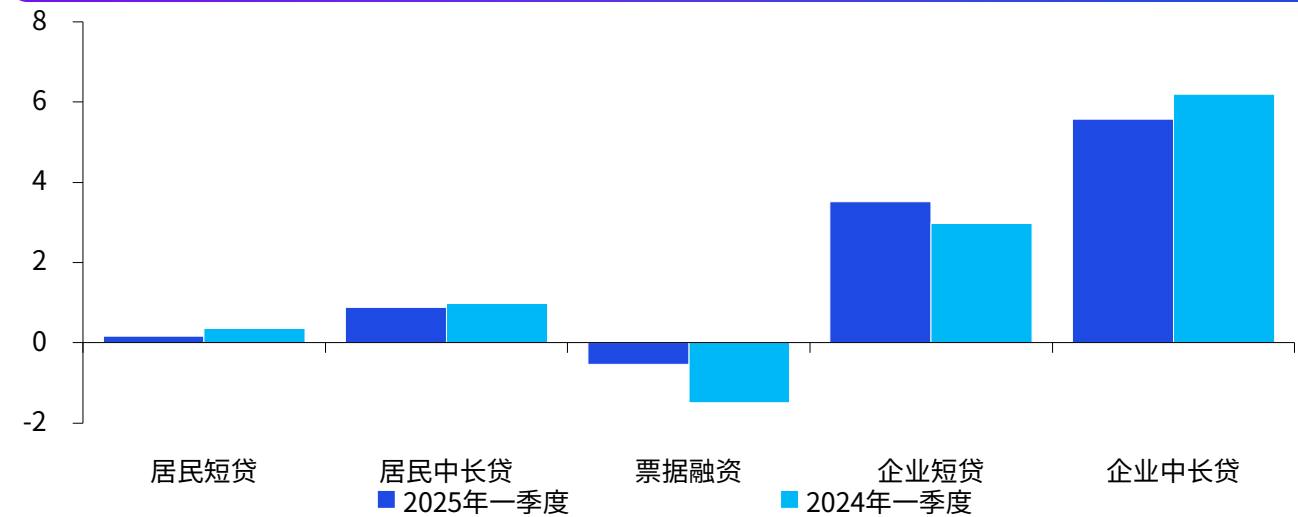


数据来源：Wind，毕马威分析



信贷投放结构方面，一季度呈现出居民弱、企业强的特征（图32）。居民部门短期与中长期贷款均弱于去年同期。其中，居民短贷新增1603亿元，同比少增1965亿元，意味着政策仍需增收、促消费上持续加码，以提振居民加杠杆意愿。在一季度房地产销售回暖势头较去年四季度边际减弱的情况下，居民中长贷新增8832亿元，相较于去年四季度的同比多增2600亿元转为同比少增918亿元。企业部门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3.0万亿元，同比多增1.5万亿元，也与债市利率波动下企业融资方式从债券转向贷款有关。企业中长贷新增5.6万亿元，同比少增6200亿元，一方面受到债务置换效应的扰动，另一方面反映企业资本开支意愿仍待提振。

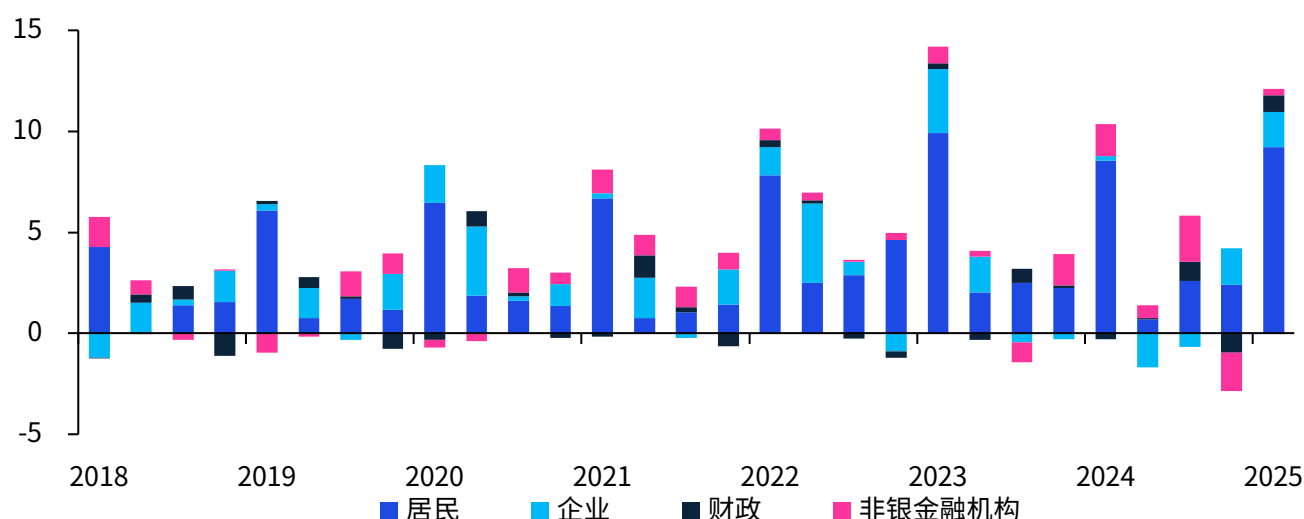
图32 金融机构新增人民币贷款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

存款方面，一季度人民币存款新增13.0万亿元，同比多增1.8万亿元。其中，居民、企业部门存款分别新增9.2、1.7万亿元，同比多增0.7、1.5万亿元（图33）。背后原因或有三：一是与债券市场回调下理财资金回流有关，同期非银机构存款同比少增1.3万亿元。二是企业短贷增加或同步拉升企业活期存款。三是随着3月政府债资金加快转化为财政支出，并逐步下拨最终流向企业和居民，使得3月财政存款减少7710亿元，超出季节性水平。一季度在政府债放量发行的作用下，财政存款新增0.8万亿元，同比多增1.1万亿元。当前财政存款处于历史高位，仍有较大发力空间，预计后续投放进度可能加快，从而推升M2增速。此外，非银存款大幅少增也与去年12月同业活期存款纳入自律机制管理后，资金空转套利减少、部分资金流向表外资管产品有关。

图33 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，一季度央行总量操作较为克制，但“适度宽松”的取向保持不变。今年以来央行多次公开提及降准降息，仅3月就四次表态“择机降准降息”，但出于前期增量政策效果仍在逐渐显现、外部环境尚不明朗以及优先稳定汇率波动风险和银行息差压力等综合考量下，一季度降准降息并未落地。4月政治局会议重申《政府工作报告》提出的“适时降准降息，保持流动性充裕”，强调加力支持实体经济。随着外部环境急剧变化，同时国内房地产市场尚未企稳、物价运行持续低迷，二季度货币政策优先目标将逐步过渡到稳就业稳增长，宽松空间明显打开。5月7日，央行宣布自5月8日起下调政策利率（即公开市场7天期逆回购操作利率）0.1个百分点，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点；5月15日起降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元。往后看，降准降息仍有空间，但力度及节奏仍将根据中美关税博弈进展、二季度出口和经济表现等关键变量相机抉择。降准方面，将配合财政协同发力，并可能通过加大买断式逆回购、重启国债买卖等进一步补充流动性。降息方面，将综合考量国内外经济形势、利率风险与金融市场波动等因素。

结构方面，5月7日，央行宣布创设并加力实施一系列结构性货币政策工具，通过“量价并举”的方式，更好发挥结构性货币政策工具的牵引和带动作用。具体包括，一是价格方面，降低所有结构性货币政策工具利率0.25个百分点，包括支农支小再贷款、碳减排支持工具、股票增持再贷款、保障性住房再贷款以及抵押补充贷款（PSL）等，预计每年可节约银行资金成本大概150-200亿元，推动银行加力支持经济结构转型。二是数量方面，增加支农支小再贷款、科技创新和技术改造再贷款额度各3000亿元，新设立服务消费与养老再贷款5000亿元，并创设科技创新债券风险分担工具，加力支持中小民营企业、“两新”政策、服务消费及科技创新。此外，阶段性降低汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的5%降至0%，以有效增强这两类机构面向汽车消费、设备更新投资等特定领域的信贷供给能力。三是在促进房地产市场止跌企稳方面，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，预计每年将节省居民公积金贷款利息支出超过200亿元，以提振居民家庭刚性住房需求。

往后看，现有政策工具可能进一步扩量降价，引导信贷投向薄弱环节与重点领域，加大对民营小微企业、科技创新、绿色发展、稳定楼市股市等的支持（表2）。同时，新的政策工具有望较快落地，可能包括新的再贷款工具、新型政策性金融工具（类似PSL，将发挥准财政工具职能），重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸。

此外，稳定和活跃资本市场已被纳入货币政策目标总体框架之中。一方面，去年9月创设的两项资本市场支持工具——5000亿元证券、基金、保险公司互换便利和3000亿元股票回购增持专项再贷款将合并额度，并优化提升工具使用便利性、灵活性。另一方面，中国版“平准基金”机制浮出水面。4月7日，在资本市场受特朗普关税政策影响出现剧烈波动的关键时点，中国最大主权财富基金的全资子公司——中央汇金公司果断增持A股，并首次亮明其资本市场“国家队”和类“平准基金”定位，推动市场情绪显著回升。同时，央行罕见直接表态将在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持，相当于用“无限弹药库”为汇金赋能。此外，国务院国资委、国家金融监管总局等多部门纷纷承诺将维护资本市场稳定，百余家上市公司密集披露增持或回购公告，以招商、博时、鹏扬基金为代表的头部公募机构也通过自购旗下权益类基金向市场注入“真金白银”。随着中国版“平准基金”机制逐步成型、落地，将为资本市场长期稳健运行提供坚实保障，更好发挥资本市场资源配置和财富效应功能，并提升国际投资者的信心、吸引跨境资本流入。此外，为增强资本市场内生稳定性，金融监管总局宣布，一是将一步扩大保险资金长期投资的试点范围。近期拟再批复600亿元，为市场注入更多的增量资金。二是调整偿付能力监管规则，将股票投资的风险因子进一步调降10%，鼓励保险公司加大入市力度。三是推动完善长周期考核机制，调动机构的积极性，促进实现“长钱长投”。

表2 4月28日和5月7日国新办新闻发布会提及央行在金融支持民营企业发展方面的政策安排

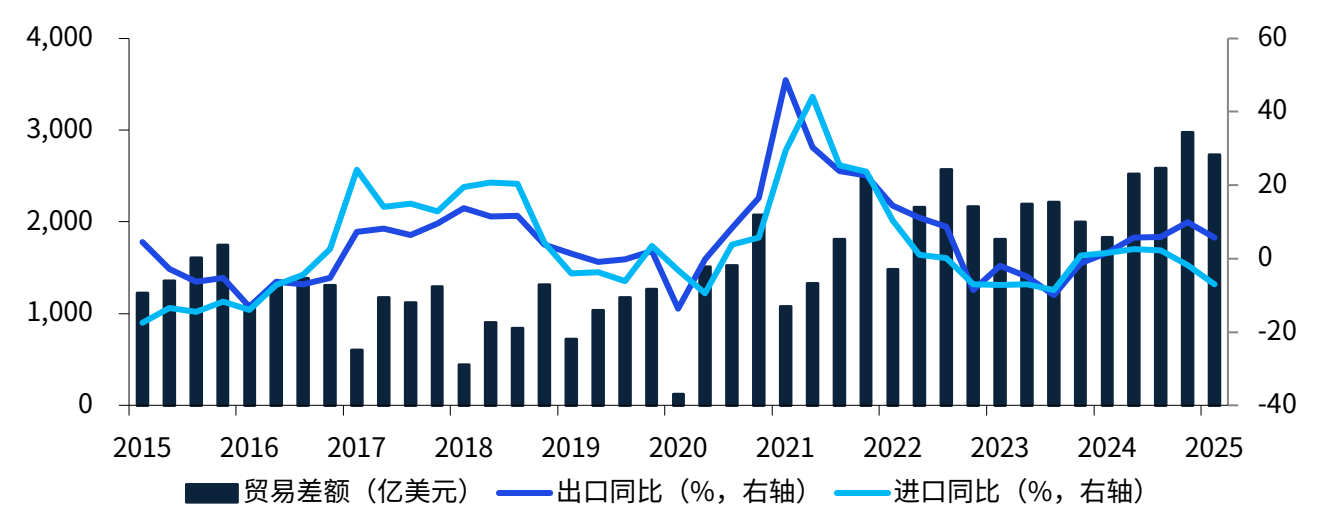
支持方向	具体举措
（一）持续加大金融资源要素投入	- 及时传导市场利率红利和内部资金转移定价优惠，同时规范机构与第三方的合作，促进综合融资成本稳中有降，进一步减轻企业负担。 - 持续抓好金融支持民营经济“25条”举措落实，逐步提升民营企业贷款占比。加大首贷、续贷、信用贷投放，带动普惠型小微企业贷款增速高于各项贷款的平均增速。 - 用好科技创新和技术改造再贷款等结构性货币政策工具，聚焦科技、绿色低碳、促进消费等领域，加大对民营企业金融支持力度。 - 推动银行简化内部流程，提高贷款审批时效。督促金融机构不盲目抽贷、断贷、压贷，积极满足民营外贸企业合理的资金需求。
（二）更有针对性地拓宽民营企业多元化融资渠道	- 发挥民营企业债券融资支持工具的作用，扩大民营企业债券融资规模。 - 推广“两新”债务融资工具，支持民营企业等主体发债融资。 - 用好股票回购增持再贷款，满足民营上市公司市值管理的资金需求。 - 完善跨境投融资便利化政策，提高民营企业利用外资的效率。
（三）更大力度推动完善民营企业融资配套机制	- 强化货币、财税、产业、监管等相关政策协同，在担保增信、信用修复、划型标准等方面，加快完善相关制度，营造更加适宜的发展环境。 - 全面推广全国中小微企业资金流信用信息共享平台运用，研究建立民营中小企业增信制度，破解民营中小企业信用不足、信息不对称等融资制约。

资料来源：国务院新闻办公室

中国外贸展现韧性

2025年一季度出口（以美元计价，下同）同比增长5.8%，基本持平于2024年全年增速（图34），其中，3月中国出口商品3139亿美元，同比增长12.4%。出口增速回升主要受特朗普政府对等关税下引发的“抢出口”效应，叠加外需景气度保持平稳，以及低基数作用为出口带来支撑。进口方面，受国际大宗商品价格下跌影响，2025年一季度进口同比下降7.0%，其中3月进口增速-4.3%，低于历史同期，部分主要商品进口价格回落形成较大拖累。与此同时，国内工业生产需求较快增长为进口带来一定支撑，一季度消费市场平稳向好亦带动消费品进口增加，当前及未来一段时间内中国依旧保有进口增长空间。

图34 进出口活动，当季值

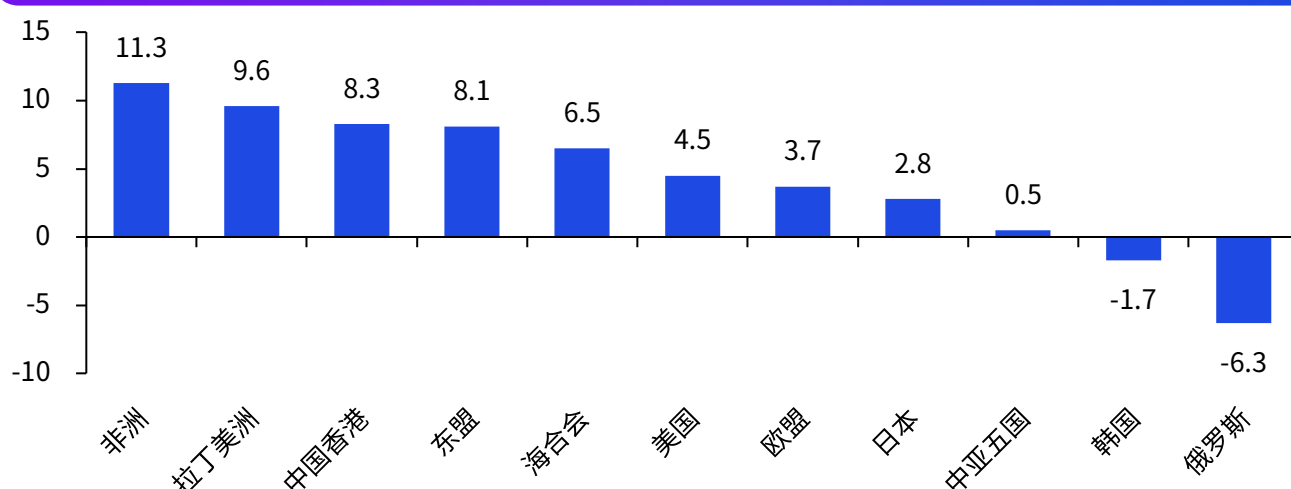


数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴方面，2025年一季度我国对新兴市场出口增速较快，例如对非洲（11.3%）、拉丁美洲（9.6%）、东盟（8.1%）（图 35）。其中，一季度东盟继续稳居中国第一大贸易伙伴地位，进出口2378亿美元，同比增长6.0%，随着中国—东盟自贸区3.0版谈判实质性结束，未来双方将在数字经济、绿色经济、供应链互联互通等新兴领域进一步拓展互利合作。同时，一季度对美国（4.5%）、欧盟（3.7%）出口回升。由于2024年同期对美出口累计同比为-1.3%，较低基数一定程度上支撑了一季度对美出口增速值，此外3月出口同比增速显著加快，明显强于季节性，与“抢出口”效应有直接联系。

对其他市场出口，如中国香港（8.3%），由于全球供应链重构红利以及抢转口贸易等因素，香港作为内地对外开拓国际市场的中转枢纽从中获益；此外，一季度中国对海合会出口增速6.5%，反映了中国在“一带一路”倡议框架内加强同海湾国家经济关系取得的成绩。由于中国和海合会国家进出口优势互补，未来还将重点加强可持续发展和可再生能源项目的合作。可以看到，中国近年不断拓展多元化贸易伙伴、优化贸易结构不仅为中国发展带来乐观的市场前景，也将是中国应对美国关税政策、地缘局势风险所带来的全球供应链和市场波动的前瞻性布局。

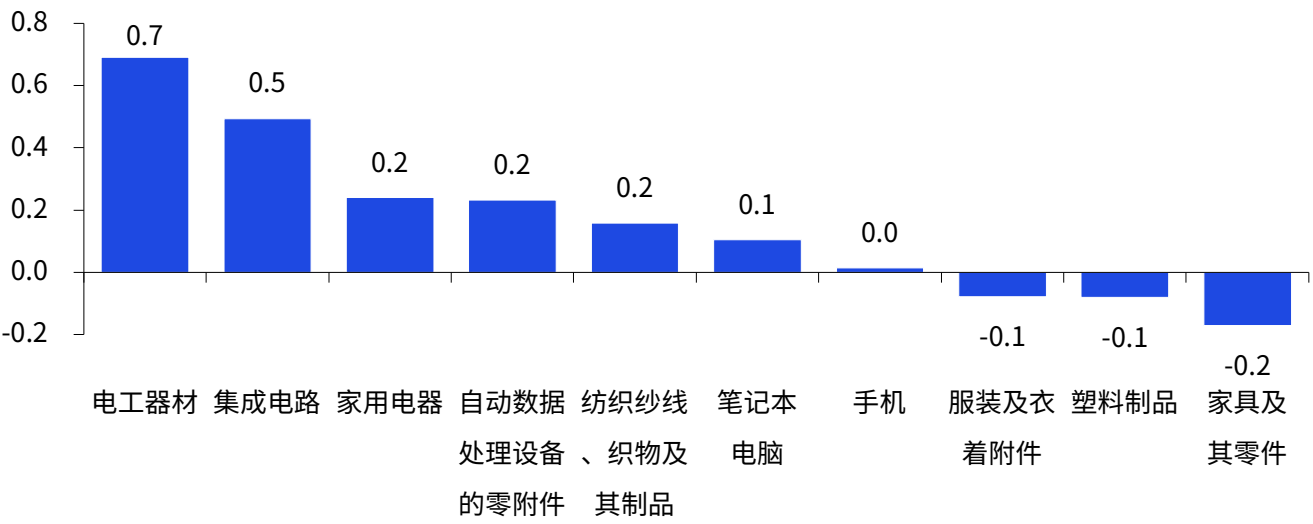
图35 2025年一季度对主要国家和地区出口增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从出口主要商品来看，2025年一季度我国电工器材、集成电路、自动数据处理设备的零附件等机电产品中间品出口依旧占据着重要位置（图36），但相对的，部分消费电子类机电产品如笔记本电脑、手机等出口受关税政策等影响出口支撑作用减弱。我国劳动密集型产品外销占比大、对美市场依存度高，同时行业价格弹性高、利润率水平偏低。作为一季度“抢出口”主要品类的家具、鞋靴、箱包、服装、塑料制品等部分类别商品出口在3月增速表现较2月有所上升。目前我国对美出口的主要劳动密集型产品依然具有较大的市场依存度（表3）。在美国对等关税90天豁免期内，预计劳动密集型行业的外贸企业将加速“抢出口”。同时，考虑到中美经贸博弈或呈现长期化趋势，企业需加大自身研发，推动出口产品向价值链中高端转移，从而提升定价权，并积极探索海外仓、新型离岸贸易等新业态新模式，以及持续拓展新兴市场。总体而言，中国依靠人才优势、规模经济、供应链效率等红利，在市场上继续保持对高中低端产品的出口竞争力。与此同时，中国将继续深入国际供应链合作，在赋能全球贸易同时增强自身韧性，以应对复杂多变的外部环境。

图36 2025年一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

表3 2024年我国主要出口美国劳动密集型产品对美依赖度，%

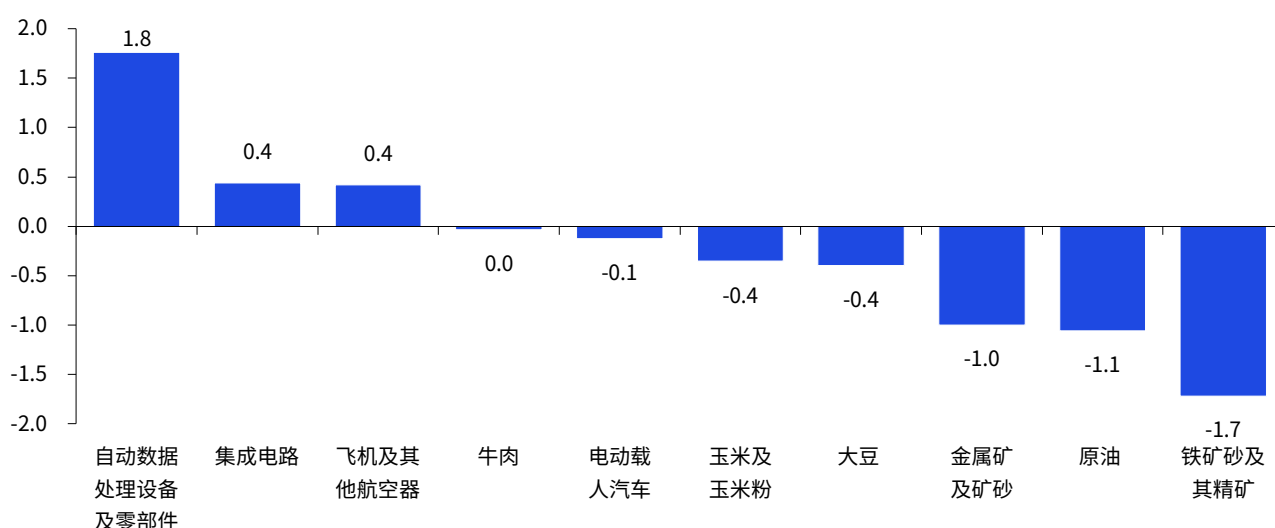
产品	2024年对美市场 依赖度	所属行业（国民经济分类）	2023年上市企业平均 销售毛利率
劳动密集产品	20.4%		
家具	25.7%	家具制造业	31.8%
床垫寝具	33.6%	家具制造业	31.1%
体育用品	35.1%	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	22.2%
玩具	26.5%		22.2%
塑料制品	21.3%	塑料制品业	20.3%
灯具、照明装置及其零件	22.4%	照明器具制造	26.3%
服装	22.5%	纺织服装、服饰业	45.6%
箱包	16.8%	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	31.1%
鞋靴	20.8%		31.1%
纺织物	10.4%	纺织业	22.0%

数据来源：Wind、海关总署，毕马威分析

2025年一季度我国进口金额同比减少7.0%，较2024年同期下降8.6个百分点，中国进口增速放缓的主要原因在于大宗商品价格的持续下跌，以及中国对美实施关税反制措施。2025年一季度数据显示农产品进口金额的同比增速对整体进口的负向影响达到1.3个百分点，较上年同期扩大了0.6个百分点。原材料相关产品的进口表现尤为疲软，对整体进口增速形成了3.7个百分点的拖累，特别是铁矿石、原油等大宗商品的进口金额出现显著下降。3月份中国大宗商品价格指数（CCPI）继续下降，以原油为例，综合特朗普关税政策导致市场避险情绪升温、欧佩克4月增产原油供应宽松以及下游市场需求减弱导致3月布伦特、纽约原油期货结算均价每桶环比分别下降4.7%和4.6%；铁矿石方面，受全球经济不稳定性影响，主要经济体复苏步伐减缓，许多国家和地区的房地产行业市场持续低迷，新开工数量减少导致钢铁需求大幅下滑，下游产品的萎缩传导至铁矿石市场，新加坡铁矿石期货主力合约价在3月跌破100美元/吨，3月中钢协中国钢材价格指数较去年同比下降9.8%。此外，牛肉、玉米及玉米粉、大豆等传统对美进口产品的回落或显示我国2-3月的两轮对美关税反制措施已产生影响。中国积极寻求进口渠道多元化以填补美国供应上的空缺，例如2-3月从澳大利亚进口谷饲牛肉超过2万吨，4月中旬中国进口商向巴西单周采购240万吨大豆等。另外，我国高新技术产品及机电产品进口需求继续保持高位，其中自动数据处理设备及零部件拉动1.8个百分点、计算机与通信技术拉动1.7个百分点（图37），计算机通信电子设备、铁路船舶航空航天设备等行业产需较快释放。

目前国内进口商面对关税风波时并未出现太大的阻碍。首先，国家统计局数据显示，3月末工业企业产成品存货6.55万亿元，增长4.2%，部分进口商库存量能够支撑其继续观望全球贸易局势；其次，大多数对美进口产品能够通过调整采购渠道缓解供应压力，进口商们根据市场价格决定进口来源，除了直接改变进口货源以外，还可通过转口贸易模式转售至中国。长期来看，中国作为全球制造业第一大国和第二大消费市场，将继续坚持扩大高水平对外开放，积极扩大进口，与世界各国共享发展机遇。

图37 2025年一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

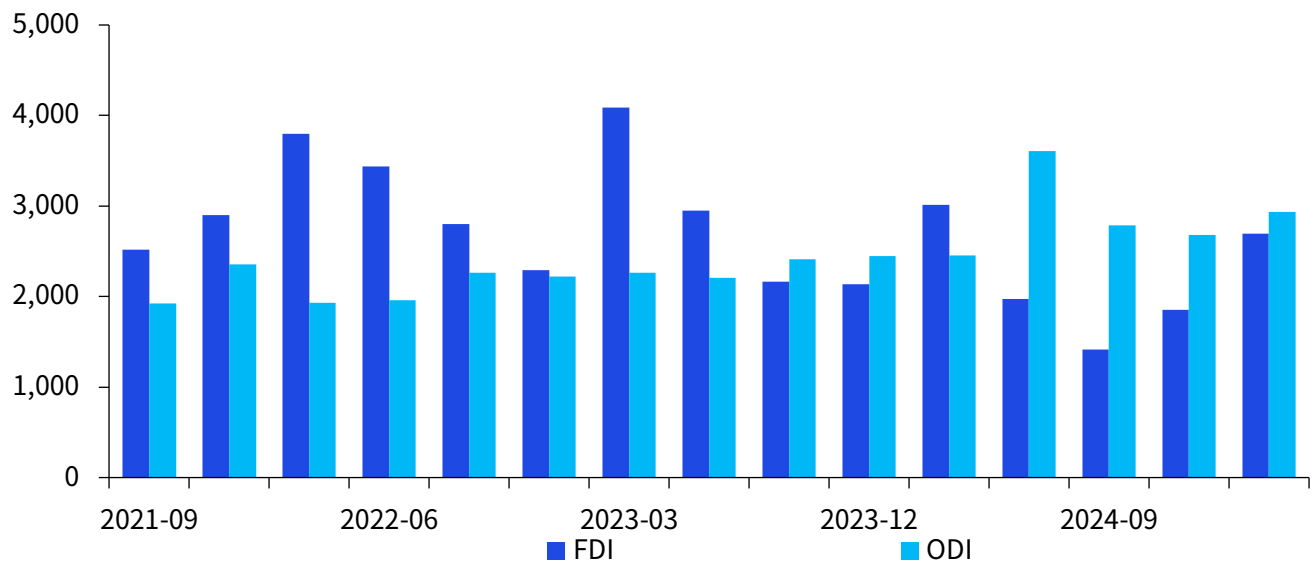
从宏观层面来看，2025年全球经济增速预计将放缓。根据世界贸易组织（WTO）4月发布的最新一期《全球贸易展望和统计》，全球货物贸易增速下降0.2%，比“低关税”基线情景下的预期回落3个百分点。国际货币基金组织（IMF）预测2025年及2026年全球经济增速分别为2.8%及3.0%，相较于1月发布的数据分别显著下调0.5和0.3个百分点。在贸易紧张局势升级及金融市场波动加大的背景下，经济前景面临下行风险。不断变化的政策立场分歧和市场情绪恶化都将可能导致全球金融环境更加紧缩。由于5月14日起至7月8日约两个月时间内，中美双边关税大幅下调，叠加4月10日美国对其它贸易伙伴对等关税暂缓90天实施，二季度全球贸易受到的冲击预计较预期有所减轻，企业出口也将迎来窗口期。预计二季度“抢出口”将继续支撑我国出口保持较高景气。往后看，豁免期结束后国际贸易形势依然充满不确定性。短期内我国出口增长或将面临调整，但长期来看出口仍有一定韧性。

2025年一季度，我国实际使用外资金额为2692.3亿元人民币，同比下降10.8%（图38）；新设立外商投资企业1.3万家，同比增长4.3%。外资利用结构持续优化，制造业实际使用外资715.1亿元人民币；服务业实际使用外资1933.3亿元人民币，占比71.8%，较2024全年提升1.1个百分点；高技术产业实际使用外资786.1亿元人民币，占比29.1%，较2024全年情况提升17.4个百分点。整体来看，得益于中国加大稳外资力度，我国2025年一季度吸收外资情况平稳向好，显示出当前中国持续加码高水平对外开放，有助于集聚全球技术、人才、数据等先进优质生产要素，赋能产业创新、提升服务供给水平，扩大服务消费和服务贸易。同时结合政府2月发布的《2025年稳外资行动方案》、3月习近平主席会见国际工商界代表、4月商务部召开外资企业圆桌会等一系列稳定外资动向，展现我国有效应对近期外部复杂环境挑战，凸显我国经济环境的定力，有助于进一步稳定外资预期。

中国美国商会发布的第27期《美国企业在中国白皮书》指出：对中国政府为营造更加开放的营商环境而出台的政策和做出的努力表示肯定。中国欧盟商会主席彦辞表示：“中国对外资企业吸引力依旧，因而希望与中国政府进一步沟通以扫除部分障碍。”总体而言，外资对华发展依然保有信心，同时也希望中方能够在政策重心等方面以最大限度减少外部负面影响，解决外企长期关切的同时，中国也能从中获益。展望二季度我国吸收外资平稳向好势头将得以延续，综合国内市场、产业链及人才优势，加之政府持续优化营商环境，中国将对外资企业持续释放吸引力。

2025年一季度，我国全行业对外直接投资2934.9亿元人民币，同比增长7.3%（图38）。其中，我国境内投资者共对全球143个国家和地区的4023家企业进行了非金融类直接投资，累计投资2560.4亿元人民币，增长5.4%。对共建“一带一路”国家非金融类直接投资647.3亿元人民币，增长15.6%，进一步推进了中国“一带一路”新质生产力发展，加强绿色发展、数字经济、人工智能等领域的多边合作投资建设。可以看到，中国企业在2025年初拓展海外市场、深入推进“一带一路”沿线国家合作，为2025年的稳健开局奠定坚实基础。同时，也表明中国政府近期展现出与新兴国家及地区的合作意愿得以积极回应，随着“一带一路”合作倡议的持续推进，中国对外开放政策为全球经济复苏贡献中国力量，二季度中国企业在海外市场有望取得更大的发展空间。

图38 我国实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI），人民币计价，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

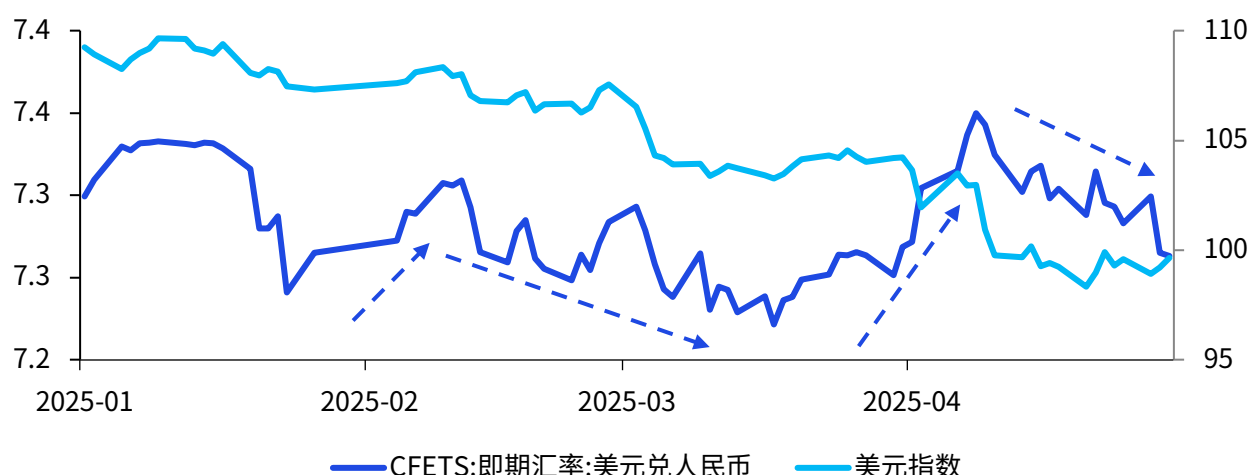


人民币汇率双向波动加大

面对外部关税冲击，人民币汇率在双向波动中展现出较强韧性。人民币兑美元即期汇率在今年前四个月稳中有升，从2024年1月初的7.29震荡上行至2025年4月末的7.26，累计升值幅度达到0.5%（图39）。但由于一季度美国对华加征关税节奏快、幅度高于其他国家，前四个月人民币兑一揽子货币汇率承压，CFETS人民币汇率指数由12月末的101.5下行至4月末的96.2，降幅达5.8%。

年初特朗普上台执政前，市场对其竞选期间减税、对外加征关税政策预期充分，通胀预期较高，使得美国国债收益率保持在较高位置，美元保持强劲，人民币汇率承压。而在特朗普1月20日上台执政后，其初始关税威胁力度低于预期，人民币贬值压力边际缓释。2月开始，中美关税博弈阶梯式升级，美国对华额外关税自2月初的10%上行逐步上行至4月末的145%。在这一时期，人民币汇率双向波动加大，总体呈现“M型震荡”，在岸市场人民币对美元汇率由2月5日的7.27，逐步走强至5月6日的7.21。这一时期，人民币的两次走弱，均因为美国对华加征关税节奏超出预期，包括2月1日加征10%以及4月9日对华对等关税加征至34%。而人民币的两次走强原因不尽然相同。2月末至3月上旬的升值，主要源于面对关税政策不确定性，美国经济“弱增长+强通胀”的滞胀特征推升资本市场避险情绪，美债收益率快速走低，美元走弱，人民币贬值压力得以减轻。而4月上旬以来，由于特朗普对等关税政策全面超市场预期，美元资产遭全球投资者抛售，一度出现“股债汇三杀”格局，美元指数走弱，人民币对美元应声走强。部分受制于资本市场压力，4月下旬特朗普政府对华贸易谈判态度缓和，人民币贬值压力进一步得到缓释。

图39 美元指数和人民币即期汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

2025年以来，面对外贸环境的不确定性，稳汇率仍是央行的政策目标之一。3月18日，央行货币政策委员会召开2025年第一季度例会，面对美元的快速下跌，外部贸易环境的不稳定，央行再度强调“三个坚决”，保持人民币汇率在合理均衡的水平上基本稳定。展望未来，人民币汇率短期内将继续呈现区间波动的状态，但长期来看，仍有较强的韧性。外部环境的不稳定性与复杂性进一步加强，美国政策频繁多变，关税持续加码，贸易战持续升级等，是影响人民币汇率的重要因素。但是，随着国内逆周期调节政策的陆续出台，以及稳资本市场政策持续加码，人民币汇率的风险将得到有效对冲。我们认为，本轮贸易战，人民币贬值并非应对美国关税制裁的首选。稳汇率是稳定资本市场、稳定国内预期的关键指标，未来国内政策将把应对关税的重心放在扩内需上面，同时保证汇率的总体稳定。

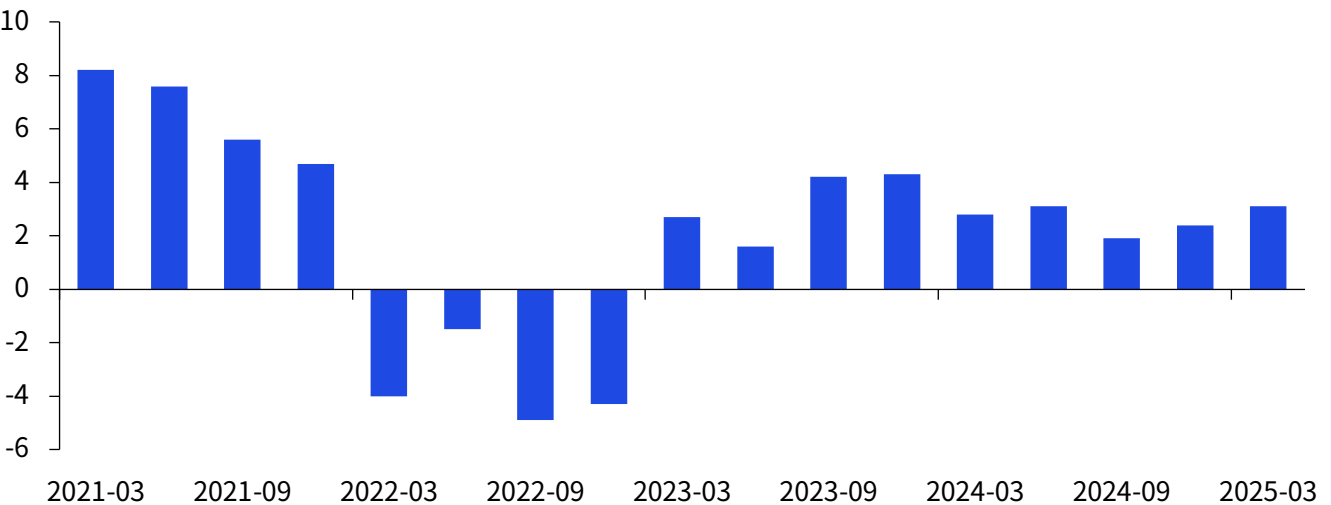


中国香港经济稳健扩张

得益于转口贸易活动激增以及旅游业的持续修复，香港经济在2025年一季度实现稳健增长，GDP同比增长3.1%，增速较2024年四季度的2.4%提升0.7个百分点（图40）。在特朗普加征关税预期下，中国内地“抢出口”活动旺盛，带动香港转口贸易热度高涨，一季度货品进口、出口同比增速分别达到7.4%、8.7%，较去年四季度分别上行7.0个百分点、7.4个百分点。旅游业回暖成为一季度经济走强另一支撑项，一季度服务出口同比增长6.6%，较前值上行1个百分点。主要是香港旅发局一季度采取多元营销策略，推动访港旅客数量进一步上升。例如，一季度香港旅发局共邀请650位全球知名关键意见领袖（KOL）、媒体等访港，推广香港魅力形象，带动访港旅客增加。一季度访港旅客达1223万人次，同比增长8.9%，创近四年新高。其中内地旅客925万人次，占比77%，同比增长6.0%（图41）。

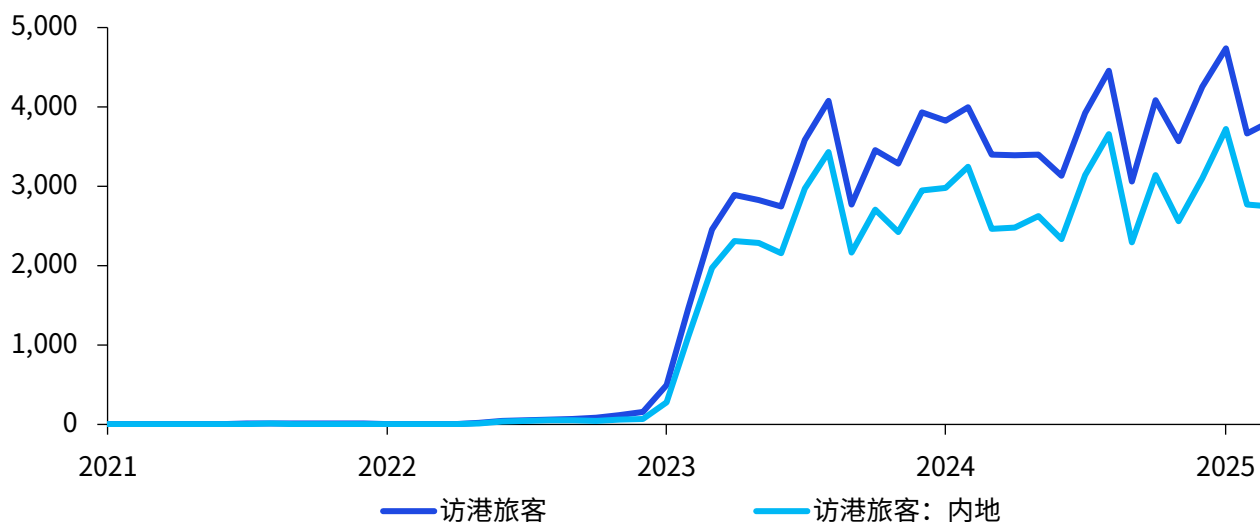
伴随出口走强，一季度香港企业投资热度同步回升，固定资本形成总额当季同比达到2.8%，较去年四季度上行3.7个百分点，但未来持续性或存疑。而消费方面，政府消费与居民私人消费表现持续分化，一季度同比增速分别为1.2%、-1.2%，且增速均较去年四季度放缓，反映香港内需仍显疲弱。展望未来，伴随5月美国对华对等关税大幅回落，二季度中国内地“抢出口”热度延续，香港贸易活动或将维持任性，为香港经济的稳健扩张提供支持。

图40 中国香港特区GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，香港特区政府统计处，毕马威分析

图41 访港旅客数量，当月值，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

就业市场方面，2025年香港特区政府推出"大湾区青年就业计划"等政策，推动香港就业的有效改善，部分抵消了因全球经贸环境不确定性对企业招聘意愿的冲击，促进香港劳动市场的稳定，2025年一季度香港就业市场总体保持稳定发展，季调整失业率为3.2%，较上季度微升0.1个百分点，失业人数增加0.9万人至12.3万人；就业不足率维持在1.1%低水平不变，但就业不足人数小幅下降至4.3万人。从主要经济行业看，各行业失业率变动不一。其中，进出口贸易及批发业以及专技业失业率较上季度呈现改善态势，分别下降至2.9%、2.2%；建筑业、零售业、专业辅助业、工艺业以及非技术业失业率的增幅则较为明显，增长均超过0.4个百分点，分别上涨至5.0%、4.7%、2.8%、4.7%、2.8%。展望未来，在内地经济提振措施与香港本地政策双重支持下，香港劳动市场仍将得到有效支撑。

对外贸易方面，2025年一季度香港的整体出口情况良好，但全球关税摩擦升级，后续出口形势不容乐观。受“抢出口”的影响，商品整体出口货值同比上升10.9%，为1.2万亿港元，其中3月单月出口货值达4555亿港元，创近三年新高，同比增幅达18.5%，较1月的0.1%扩大18.4个百分点。按经济体来看，一季度香港对越南、中国台湾地区和内地出口出现显著升高，同比分别增长69.1%、40.6%和16.2%，但输往印度、韩国及阿联酋等市场的出口货值则出现下跌，跌幅最高达36.9%。按主要货品来看，一季度办公室机器和自动资料处理仪器出口同比增长82.6%，达867亿港元，其中3月单月增长512亿港元，同比激增133.5%，带动相关类别成为增长主力；电动机械、仪器和用具及零件亦保持8.6%的稳健增长。展望未来，随着全球贸易摩擦加剧，美国贸易政策仍是未来香港经济的最大扰动项，但香港特区政府积极拓展多元化市场，强化与内地的经贸联动，将为香港中长期贸易的发展提供强有力的支撑。

资本市场方面，2025年一季度香港IPO延续了2024年下半年的良好势头，实现了良好的开局。今年一季度，受制于严谨的准上市发行人监管政策，A股市场IPO进一步放缓，而同期香港市场的流动性、成交及估值均有所改善，且港交所持续优化“A+H”等上市制度，吸引较多内地企业赴港上市，支撑港股IPO热度回升。截至2025年3月底，共有14宗正在处理的A+H上市申请，较2024年年底增加11宗。综合来看，一季度，香港IPO市场量价齐增，共完成15宗新股上市，募集港币177亿元，同比分别大幅上涨25%、270%，平均交易规模达12亿港元，其中，IPO募资超10亿港元的就有6宗。新增IPO申请量51宗，环比增长110%。分行业来看，一季度香港IPO项目主要以消费行业为主。其中，募资规模前十大IPO项目，共募资165亿港元，占募资总额的93%，两家茶饮品牌募资金额达55亿港元，占募资规模前十项目中消费行业募资总额的74.3%，体现了以茶饮为首的新兴产业的热门发展趋势；前十大IPO项目中，金属行业包括黄金采选与铝的生产制造共发行51亿股股票，仍占有30.9%的份额，体现出传统与新兴产业协同增长的趋势。展望下一阶段，由于香港持续优化对A股公司申请来港上市的程序，且内地监管机构进一步支持内地龙头企业在香港上市，以及地缘政治局势加剧紧张，预计更多的A股上市公司、内地龙头企业以及美国上市的中概股赴港上市。

二级市场方面，2025年一季度，港股市场表现亮眼，恒生指数、恒生科技指数分别累计上涨15.3%、20.7%；在全球主要权益市场涨幅中均位列前列。港股的强势表现有估值及政策两方面原因，年初随着DeepSeek掀起中国智慧浪潮，美股科技股持续回调，并引发了全球资本对中国资产的关注和价值重估。叠加彼时港股恒生科技指数市盈率偏低，吸引了一定的国际资本。另一方面得益于政策层面催化，国务院在2024年年末下发《关于促进新质生产力发展的指导意见》，明确提出支持AI、智能驾驶等技术商业化，进一步催化港股科技板块上涨。展望下一阶段，短期来看，港股市场科技股可能将面临获利抛售调整，中长期而言，随着中国内地资本市场关于支持新质生产力相关政策的深化落实，以及当前全球资本的重新再配置，港股市场仍有望成为今年投资热土。

全球经济增长预期放缓

国际方面，在贸易紧张局势升级和政策不确定性加剧的背景下，4月IMF《世界经济展望》报告将 2025年全球经济增速预期从1月的3.3%下调至2.8%，低于2024年的增速3.3%。其中，身处全球关税风暴中心的美国、中国、加拿大、墨西哥等增长预期均被大幅调降（表4）。关税冲击下，全球经济面临供给端和需求端的双重压力，IMF预计全球贸易增长将比产出增长下降得更快。需求端的负面冲击主导下，全球整体通胀水平预计延续下行趋势，但主要经济体之间通胀表现将呈现显著差异。美国通胀或因关税政策的连锁反应而表现出更强的顽固性，导致发达经济体2025年通胀预期上调0.4个百分点至2.5%，略低于2024年的2.6%；而经济增长和贸易活动承压的背景下，新兴市场和发展中经济体通胀预期下调0.1个百分点至5.5%，较2024年的7.7%明显降温。此外，特朗普政府推动制造业回流美国的政策取向，可能对全球跨境投资活动产生深远影响。短期来看，在供应链风险上升、需求前景承压、金融环境收紧等多重因素扰动下，企业倾向于暂停业务、减少投资和削减支出，从而导致全球资本流动持续低迷。

表4 IMF对全球及主要经济体经济增速预测，%

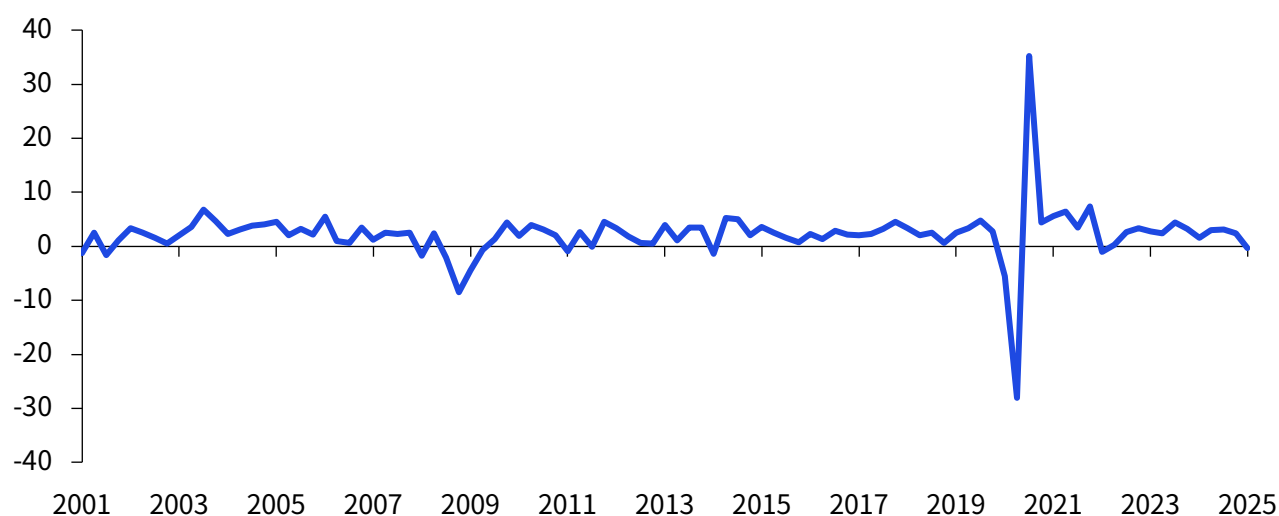
地区	2024	2025	
		4月预测值	相比1月预测变化
全球产出	3.3	2.8	-0.5
发达经济体	1.8	1.4	-0.5
美国	2.8	1.8	-0.9
欧元区	0.9	0.8	-0.2
日本	0.1	0.6	-0.5
加拿大	1.5	1.4	-0.6
新兴市场和发展中经济体	4.3	3.7	-0.5
中国	5.0	4.0	-0.6
印度	6.5	6.2	-0.3
俄罗斯	4.1	1.5	0.1
巴西	3.4	2.0	-0.2
墨西哥	1.5	-0.3	-1.7
沙特阿拉伯	1.3	3.0	-0.3

数据来源：IMF《世界经济展望》（2025年4月），毕马威分析

美国

2025年一季度美国实际GDP增速（季调环比折年率，下同）初值转负-0.3%，较去年四季度下行2.7个百分点，不及市场预期（图42）。从分项来看，净出口是一季度GDP增速的主要拖累项。关税担忧下美国企业急于“抢进口”，使得一季度商品进口增速从前值-4.9%显著上行至50.9%，大幅推高了贸易逆差，导致商品和服务净出口拉低一季度美国经济4.8个百分点，创1947年有记录以来最大拖累。与此同时，企业补库节奏前置，私人投资增速拉动GDP增速3.6个百分点。一季度美国消费增速放缓，个人消费支出对GDP的拉动收窄1.5个百分点至1.2%，反映美国经济动能或正在走弱。往后看，在贸易摩擦缓和的背景下，“抢进口”效应或边际消退，同时美国企业和居民的信心也将有所修复，经济前景有望趋于改善。

图42 美国实际GDP，季调环比折年率，%

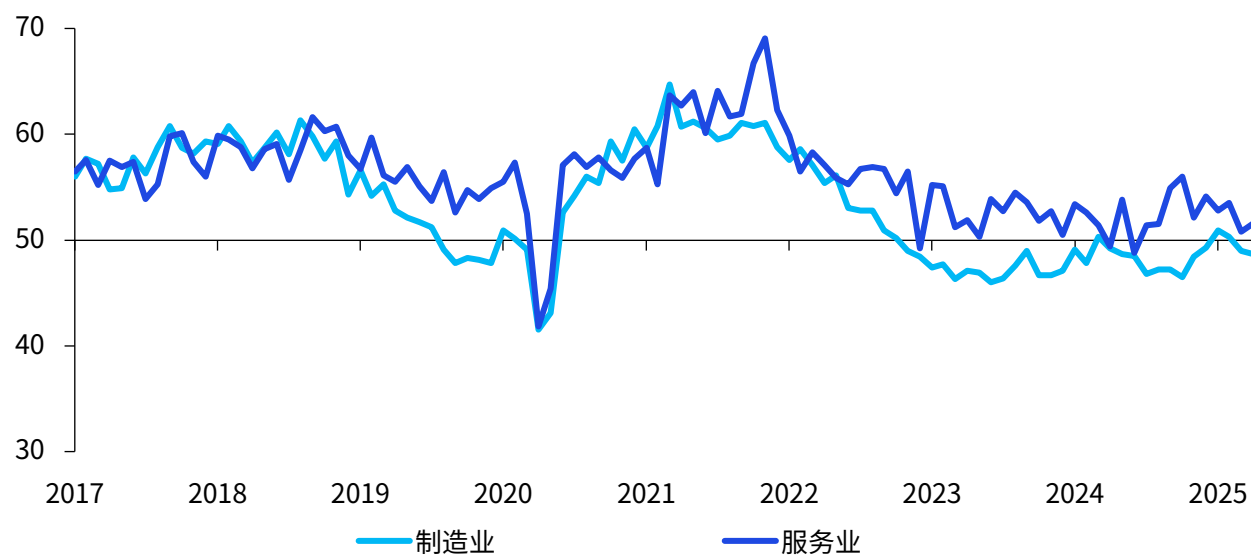


数据来源：Wind，毕马威分析

一季度美国个人消费支出增速下行2.2个百分点至1.8%，主要受耐用品消费拖累，增速从去年四季度12.4%的高点降至-3.4%，拖累整体消费增速0.4个百分点。去年四季度耐用品（主要是汽车）消费高增包含了部分关税预期导致的提前消费现象。随着一季度消费者信心指数持续下挫至历史低位，美国居民减少非必需品的购买，汽车消费增速明显转负至-11.0%，家具和家用设备、娱乐用品等消费也有不同程度放缓。相比之下，非耐用品消费、服务消费维持一定韧性，增速分别小幅回落0.4、0.6个百分点至2.7%、2.4%。服务消费走弱主要与餐饮住宿消费季节性偏弱（-2.2%）有关，而交通（5.3%）、娱乐（4.7%）、医疗（4.1%）、居住（3.4%）等其他核心服务消费仍形成支撑。2025年4月，密歇根大学消费者信心指数进一步走低4.8个点至52.5，而1年期通胀预期攀升至6.5%的数年来新高，反映美国消费仍存在下行压力。

一季度美国私人投资增速回升27.5个百分点至21.9%，主要受设备投资和私人存货变化带动。设备投资增速回升31.2个百分点至22.5%，其中受AI产业周期驱动及关税升级预期下的企业“抢进口”，信息处理设备投资大幅增长69.3%。同时，企业提前备货、补库节奏明显加快，私人存货变化对GDP增速的影响从去年四季度的拖累0.8个百分点，转为上拉2.3个百分点。然而，在政策不确定性扰动与偏高利率环境约束下，企业资本开支的内生动力更显不足，建筑和住宅投资增速分别回落2.5、4.2个百分点至0.4%、1.3%。去年末，美国制造业在美联储降息以及特朗普政府推行宽松监管环境的拉动下，经历了短暂复苏，但一季度以来衰退风险再度上行，ISM制造业PMI持续回落至荣枯线以下，4月进一步下滑至48.7%（图43）。制造业企业面临着严峻的供应链风险和成本上涨压力，产出和供应商交货表现均有所恶化，物价指数升至2022年7月以来新高69.8。私人投资增速表面上的强劲难以持续，下一阶段大概率承压。

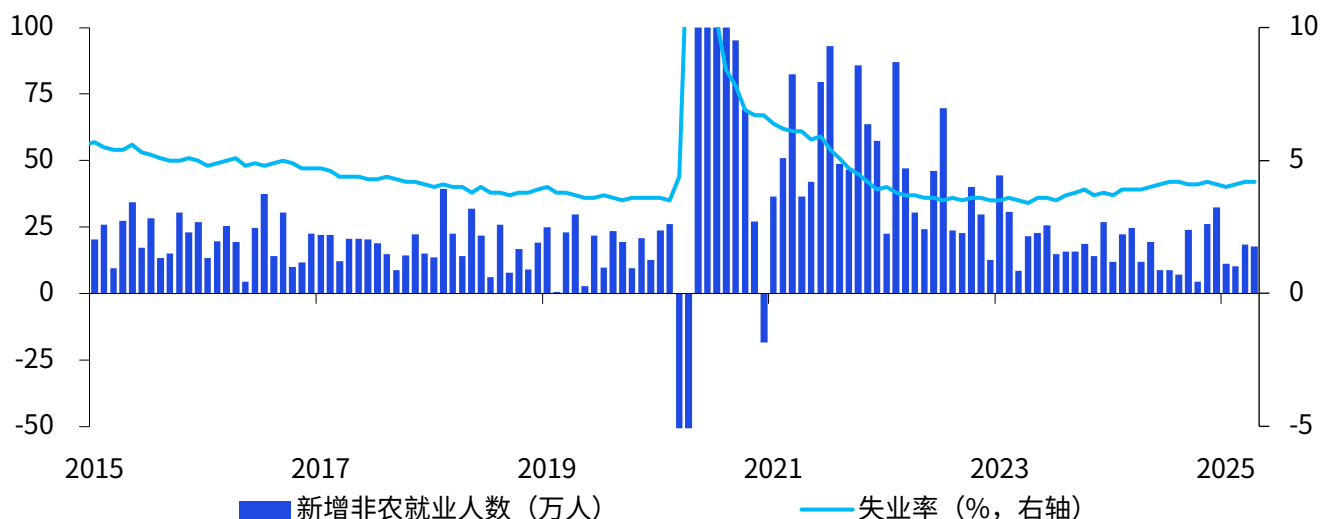
图43 美国ISM制造业和服务业PMI



数据来源：Wind，毕马威分析

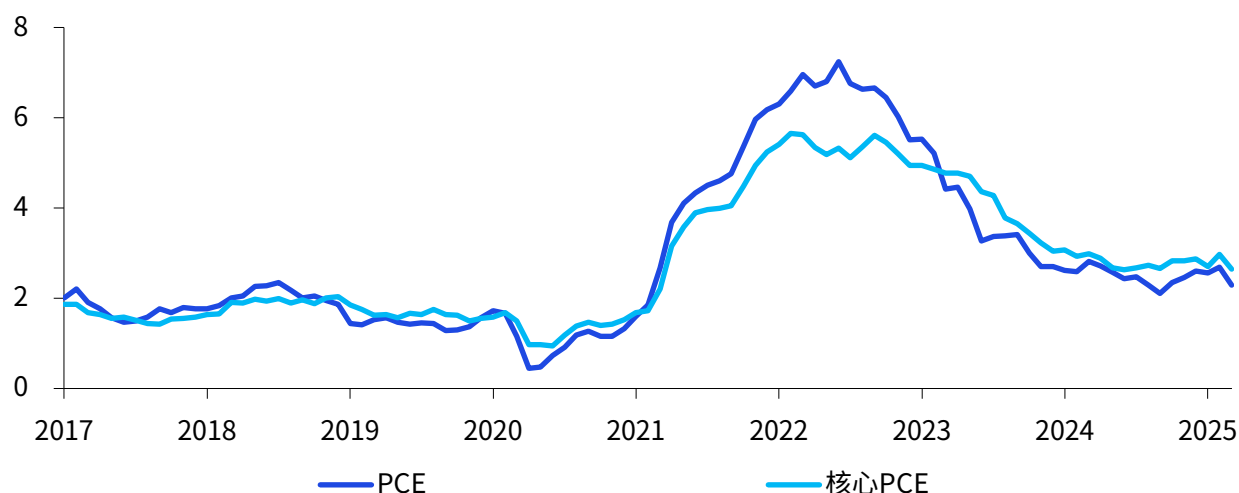
就业方面，美国劳动力市场延续缓慢降温趋势。从需求端来看，由于经济和政策前景的不确定性，企业招聘处于观望状态，叠加DOGE主导下的政府裁员潮冲击，一季度月均新增非农就业15.5万人，较去年四季度的20.9万人明显回落。3月美国职位空缺数降至719.2万个，为2021年以来、除去年9月外最低水平。从供给端来看，3月劳动参与率小幅回升0.1个百分点至62.5%，而失业率从4.1%上行至4.2%（图44），且失业人口中永久性失业人数大幅增加6.2万人，反映就业市场仍在降温。工资增速继续放缓，3月非农时薪同比增长3.8%，较上月走低0.1个百分点。往后看，4月就业市场表现整体维持相对稳健，失业率持稳于4.2%；ISM制造业和服务业PMI就业指数虽仍处于收缩区间，但较3月边际修复。随着年内关税对企业生产经营和居民消费的冲击逐渐显现，预计就业市场仍将趋于转冷，但短期失速的概率依然较小。

图44 美国新增非农就业人数及失业率



通胀方面，一季度美国通胀继续回落。3月PCE环比时隔9个月转负至-0.04%，主要受能源、机票、汽车价格下跌影响，同比涨幅较上月收窄0.4个百分点至2.3%（图45）。核心PCE同环比涨幅亦明显降温，其中美联储关注的超级核心通胀（即剔除住房后的核心服务价格）环比从0.6%降至0%，同比收窄0.4个百分点至3.3%。不过，住房通胀粘性仍强，环比反弹0.1个百分点至0.4%，同比持平在4.3%左右。展望下一阶段，虽然中美极限关税博弈暂时叫停，但美国对所有国家征收10%基准关税已经生效，美国通胀反弹风险依然存在，或将逐步反映在未来几个月的通胀数据中，对美联储降息操作形成制约。

图45 美国个人消费支出价格指数（PCE），当月同比



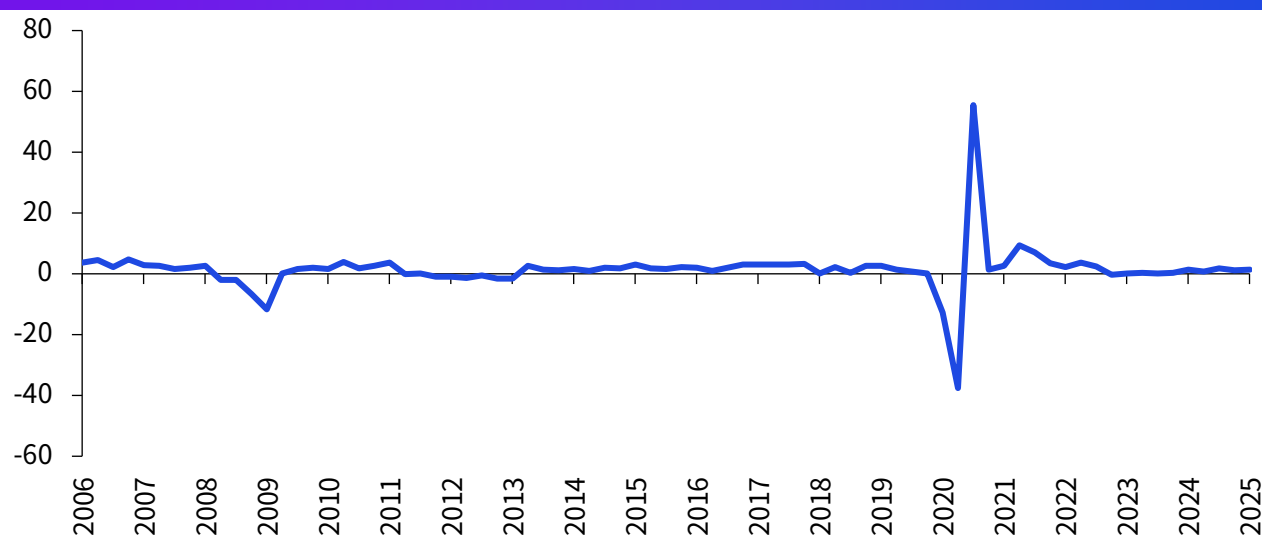
短期来看，基于贸易政策的不确定性，关税冲击对经济和通胀的影响仍难以评估，美联储预计保持观望态度。在5月议息会议上，美联储继续按兵不动，将联邦基准利率目标区间维持在4.25%-4.50%之间，同时指出经济前景的不确定性进一步增加，失业率和通胀率上升的风险已在加剧。鲍威尔强调美联储正在等待关税的进一步明确，并观察其最终对经济的影响。目前缺乏硬数据支持美联储采取行动，未来其货币政策或面临“最大就业”和“物价稳定”双重目标相互冲突的复杂局面。若后续贸易谈判陷入停滞、关税居高不下，美国经济将面临更大的滞胀压力，甚至可能触发衰退风险，届时美联储或被迫实施“衰退式”降息加以应对。截至5月13日，市场对2025年内降息次数预期为2次，幅度为50个基点。



欧元区

欧元区2025年经济开局呈现温和向好态势，一季度GDP季调同比增长1.2%，与去年四季度持平，季调环比达到0.4%，超出市场预期（图46）。欧元区经济表现亮眼，一则主要得益于美国企业在关税生效前“抢进口”；二则得益于相对宽松的货币政策，欧央行持续降息正在推升企业投资和居民消费意愿；三则在于部分欧盟国家计划从今年开始加大财政国防投入，推升欧元区制造业景气度维持高位。分国别观察，在主要经济体中，德国、法国GDP季调环比增速分别达0.2%，0.1%，均符合预期。而南欧和较小的经济体受益于低利率环境，增长势头更为强劲，譬如西班牙和立陶宛GDP季调环比均达到0.6%，高于欧元区总体水平。

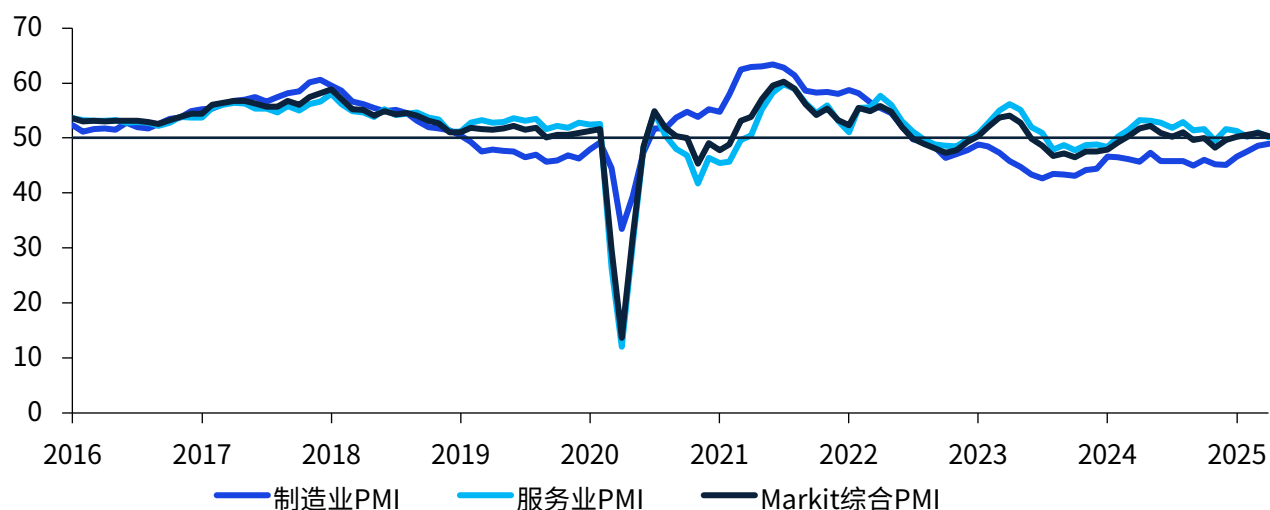
图46 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

受美国企业“抢进口”、低利率环境以及部分欧盟国家加大国防开支规模的影响，2025年前四个月欧元区制造业景气度表现出较强韧性。一季度制造业PMI指数持续环比持续走强，而4月制造业PMI更是由3月的48.6上行至4月的49.0，创2022年8月以来最高值（图47），虽仍处于收缩区间，但萎缩程度有所缓解，显示经济韧性或强于预期。相较制造业，4月服务业PMI指数边际走弱，由3月的51.0降低至4月的50.1，或反映居民对经济增长前景担忧，服务需求开始放缓。4月欧元区消费者信心指数由3月的-14.5下行至-16.7，侧面印证消费者对经济前景悲观情绪上行。

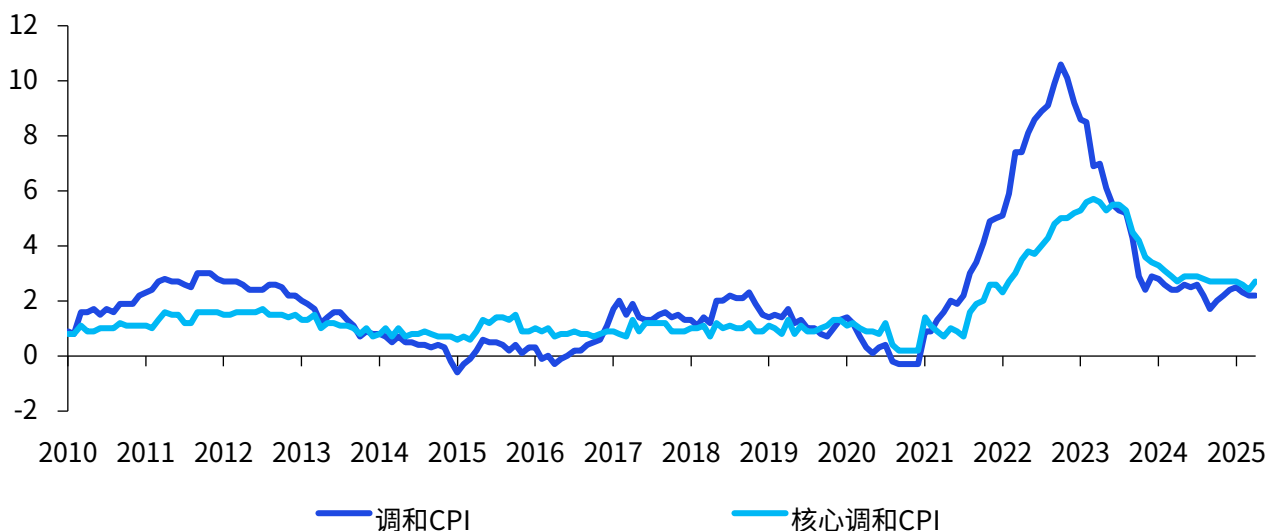
图47 欧元区采购经理指数（PMI），月



数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，2025年前四个月欧元区调和CPI同比始终在2%以上（图48），其中4月同比达2.2%，高于市场预期。剔除能源、食品和烟酒价格的核心通胀率为2.7%，其中服务价格同比上涨3.9%。4月服务价格的上涨主要是受节假日刺激所致。展望未来，欧元区通胀下行趋势或较为明确。首先，伴随美国关税制裁影响持续显现，其对欧盟经济以及劳动力市场冲击将逐步加深，服务消费需求将逐步走弱。其次，在全球经济放缓、OPEC供给增长背景下，国际油价持续走弱，能源价格将进一步趋缓。最后，当前欧元保持强劲，或将压低进口商品价格，进一步降低国内通胀水平。

图48 欧元区调和CPI与核心调和CPI，同比，%

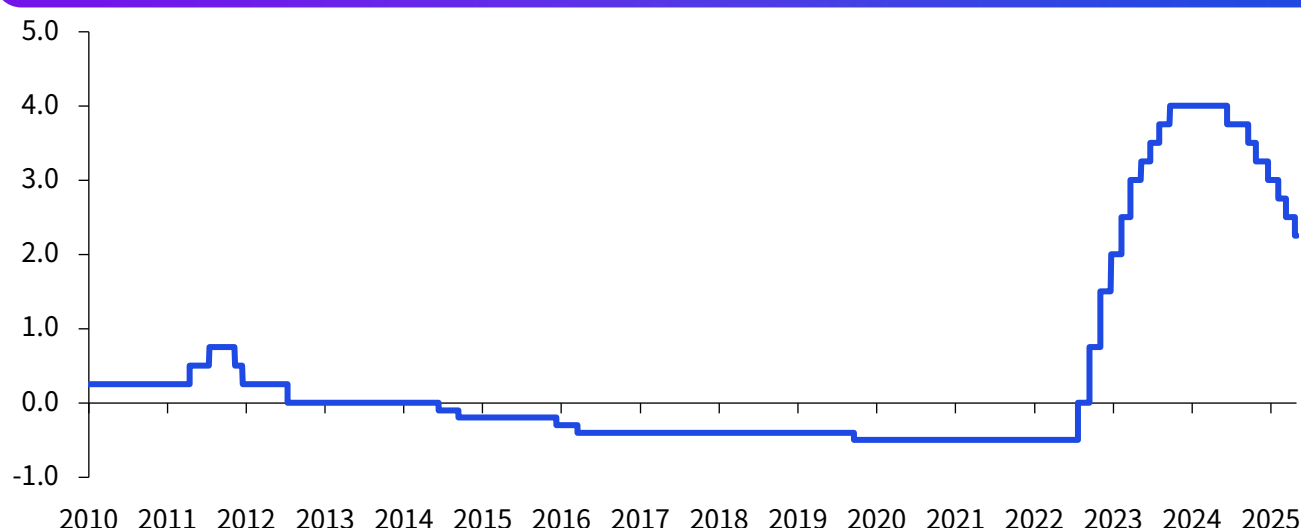


数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，通胀走软趋势明确，同时经济增长下行风险上升，4月17日，欧洲央行公布4月利率决议，降息25个基点，存款机制利率、主要再融资利率、边际贷款利率分别下降至2.25%、2.4%、2.65%。这是自去年6月以来，欧洲央行第七次下调利率（图49）。

展望下一阶段，美国贸易政策仍是未来欧元区经济的最大扰动项。目前欧元区国家正面临来自美国对欧盟加征的20%对等关税，以及针对进口钢铁、铝和汽车等产品的25%关税制裁，虽然前者被暂缓3个月实施，但后续若美欧贸易谈判进展偏离预期，外需走软对经济拖累将进一步显现。除贸易战之外，美国政策引发的金融市场动荡以及市场情绪的普遍恶化也构成抑制欧元区增长因素。由于欧盟内部对财政扩张计划仍存分歧，面对短期内的外需走软，欧央行预期将延续降息趋势应对潜在经济下行压力。我们预计，6月或将是下一次降息时点。欧央行主席拉加德在4月议息会议的新闻发布会上表态偏鸽，一方面，明确欧洲经济增长的下行风险已经增加，其通货紧缩效应可能大于通货膨胀效应，需要通过降息防范潜在经济下行压力。另一方面，欧央行将淡化中性利率概念，为后续降息创造空间。

图49 欧元区存款便利利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

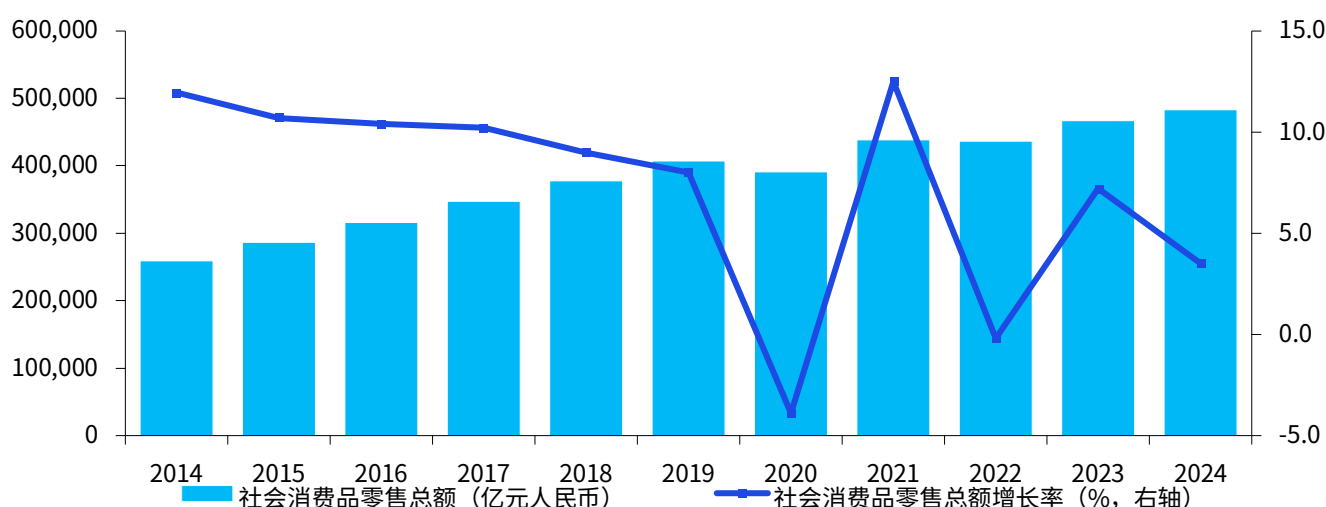
政策分析

大力提振消费 是今年首要经济工作任务

2025年3月16日，国务院印发《提振消费专项行动方案》⁴（以下简称《方案》），按照以增收减负提升消费能力、以高质量供给创造有效需求、以优化消费环境增强消费意愿的政策思路，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。

近年来，我国消费规模稳中有增。国家统计局数据显示，2024年全年社会消费品零售总额48万亿元，比上年增长3.5%，2025年1-3月我国商品零售额12.5万亿元，同比增长4.6%（图50）。与此同时，商务部指出消费市场业态模式创新活跃，仓储会员店、品质化超市、社区便民商业中心等新业态稳步发展，电子商务、即时零售等新模式加速成长，体现出消费市场的持续性发展。

图50 2014-2024年中国社会消费品零售总额及增速情况



数据来源：Wind，毕马威分析

⁵ 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》，国务院
https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7013809.htm

2025年《政府工作报告》把“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”明确为2025年要抓好的重点任务之一。展望未来，零售企业纷纷启动创新转型计划，行业正步入深刻变革的关键期，亟待加强行业指导和政策支持。为此，《方案》从民生、金融、就业等方面着手，持续释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。

➤ 实施城乡居民增收促进行动

在当前全球经济不确定性增加的背景下，扩大内需是我国经济发展的关键。增加城乡居民收入是扩大内需的重要抓手，通过提高居民收入，让更多人能够参与到消费中来，形成内需驱动的经济循环。本次《方案》把“城乡居民增收促进行动”放在首位，就是为了提升居民消费能力和消费意愿。

工资性收入与财产性收入是影响居民消费的重要因素，截至2024年底，全国居民可支配收入中工资性收入与财产性收入占比合计达64.8%，《方案》实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准等，着力推动这两类收入的增长。

与此同时，县乡消费市场活力日益增强，提升农民收入成为消费结构全面升级的重点内容，在2025年2月，商务部印发了《关于进一步用好广交会平台服务乡村振兴扩大消费帮扶的通知》，提出对乡村振兴特色产品展区免收配置费，更好帮助脱贫地区企业开拓国际市场，扩大广交会服务乡村振兴影响力。本次《方案》瞄准农民增收与拖欠账款等问题，培育新型农业经营主体、加快推进落实偿还拖欠企业账款工作，多措并举促进全体居民增收。

➤ 推动出台育儿补贴等提振消费配套政策

国务院指出，此前的消费政策大多从供给侧入手，强调以供给引领创造需求，这次《方案》在需求侧加大政策力度，结合百姓日常所需，提供一系列消费能力保障支持。例如加大生育养育保障力度、研究建立育儿补贴制度；强化教育支撑，扩大学龄人口净流入城镇的教育资源供给等，努力让老百姓的消费底气更足、预期更稳、信心更强。

为了推进《方案》的落实，各部门及地方政府需要抓紧出台育儿补贴、教育等配套政策，因地制宜探索务实举措，畅通消费市场循环。以育儿补贴为例，国家卫生健康委数据显示，全国已有23个省份在不同层级探索实施生育补贴制度⁵，从各地实践来看，生育补贴的形式涵盖现金补贴、托育消费券、税收减免、购房奖补等，以期逐步提升婴幼儿托育服务，推动家庭消费（表5）。

⁵ 生育支持政策体系加快完善，国务院
https://www.gov.cn/lianbo/difang/202501/content_6997639.htm

表5 2024—2025年中央及部分地区发布的育儿补贴政策

发布日期	发布部门	法规详情
2025-03-13	内蒙古呼和浩特市卫生健康委员会	呼和浩特市卫生健康委员会关于落实《关于促进人口集聚推动人口高质量发展的实施意见》育儿补贴项目实施细则及服务流程 从今年3月1日(含3月1日)起,符合条件的家庭生育一孩一次性发放育儿补贴1万元;生育二孩发放育儿补贴5万元,按照每年1万元发放,直至孩子5周岁。
2025-03-11	浙江省政府	浙江省人民政府办公厅关于印发大力提振和扩大消费专项行动实施方案的通知—浙政办发〔2025〕10号 根据国家部署,建立实施生育补贴制度,为符合条件的生育家庭发放生育补贴。鼓励有条件的地方发放结婚消费券、托育券,开展普惠托育基本公共服务。
2025-03-05	上海市卫健委	上海市卫生健康委员会关于印发《2025年上海市人口监测与家庭发展工作要点》的通知—沪卫人口〔2025〕2号 认真贯彻落实国家和本市关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施。会同相关部门研究制定并实施育儿补贴制度。
2025-02-06	广东省政府	广东省人民政府关于印发《广东省促进服务消费高质量发展若干措施》的通知—粤府函〔2025〕16号 探索建立托幼一体服务模式,探索推动国有企业参与托育服务体系建设,鼓励各地发放“惠民托育券”,增加专业托育资源供给。
2024-10-25	江西省政府	江西省人民政府印发《关于全面落实国家一揽子增量政策推动全省经济持续回升向好的若干措施》的通知—赣府发〔2024〕16号 建立生育补贴制度,支持和规范社会力量发展托育产业,提高基本生育和儿童医疗公共服务水平。
2024-10-19	国务院	国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知—国办发〔2024〕48号 建立生育补贴等制度。制定生育补贴制度实施方案和管理规范,指导地方做好政策衔接,积极稳妥抓好落实。
2024-05-16	安徽省合肥市住房保障局	合肥市关于进一步调整优化房地产政策措施的通知 2024年5月15日(含15日)起至2025年5月14日,二孩及以上的本市户籍家庭新购买新建商品住房的,给予总房价1.5%的购房补贴。

资料来源:各地方政府网站,毕马威分析

➤ 发挥财政政策引导带动作用

近年来，以旧换新、消费信贷等政策的实施提升了消费者的即期消费水平。为了进一步发挥财政政策对消费市场的保障作用，《政府工作报告》提出，2025年赤字率拟按4%左右安排、比上年提高1个百分点，赤字规模5.66万亿元，比上年增加1.6万亿，同时将安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，持续优化支出结构，为促消费释放更多的财政资金。

在此背景下，《方案》将继续发挥财政政策的引导带动作用，强化信贷支持。一是运用财政补贴、贷款贴息等政策工具，突出重点、精准施策，将促消费同惠民生、补短板结合起来，扩大消费需求，提升消费能力，更好发挥消费在畅通国民经济循环、拉动经济增长中的积极作用；二是安排奖补资金，支持部分人口基数大、带动作用强、发展潜力好的重点城市开展消费新业态新模式的试点，深化国际消费中心城市和部分重点消费城市的培育建设，例如国务院在2025年3月转发商务部的《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》中提出，支持上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市加快国际消费中心城市培育建设，打造各具特色的首发活动品牌，提升国际消费中心城市的消费引领力。三是用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，进一步加大消费品以旧换新支持力度。

➤ 开展促消费“四大工程”，着力推动消费提质升级

《方案》将重点围绕商品消费、服务消费、新型消费和消费场景四个方面，开展扩消费四大工程，持续释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。

在商品消费方面，目前我国商品消费领域存在中高端供给相对不足的问题，消费者的多层次、个性化、高品质需求不能得到及时有效满足。因此《方案》将组织开展汽车流通消费改革试点，积极支持有条件的地方在促进二手车高效流通、发展汽车后市场等方面先行先试，着力培育汽车消费新增长点；积极推动首发经济，鼓励国内外优质商品和服务品牌开设首店、举办首发首秀首展，持续激活消费潜力。

在服务消费方面，由于服务消费具有无形性和体验性的特点，品质管控和标准管理难度高于商品消费，一些服务领域质量参差不齐。例如家政、养老服务在用工标准、收费标准等方面还不统一；文旅、餐饮等领域存在同质化现象，适老化与个性化服务亟待增加⁶。对此，《方案》提出加强服务供给能力建设，提升餐饮服务品质、加大家政服务培训力度等。支持和规范社会力量发展养老托育服务，完善养老服务价格形成机制。积极发展抗衰老、银发旅游等产业，释放银发消费市场潜力。

⁶ 如何破解消费供给的结构性矛盾，中国网
http://www.china.com.cn/opinion/think/2025-04/09/content_117814371.shtml

在新型消费方面，随着数字技术的发展，新型消费潜力快速显现。数据显示，2024年全年网络服务消费快速增长，在线旅游增长48.6%，在线餐饮增长17.4%，智慧餐厅、智能家居、沉浸式购物等新业态新热点持续涌现⁷。为了进一步满足消费者新型消费需求，《方案》深入实施数字消费提升行动，大力培育品质电商。开展“人工智能+”行动，促进“人工智能+消费”。有序发展低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费，把新型消费潜力转化为经济发展持久动力。

在消费场景方面，当前古城旅游、潮玩体验店、创意咖啡馆等消费场景加速向“新”，体现出消费者对于多元消费场景的需求，政府部门需完善顶层设计，促进消费场景的创新。市场监管总局等部门在2025年2月发布的《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》中提出，要聚焦数字消费、绿色消费、健康消费等打造新型消费场景；大力促进消费线上线下融合，打造沉浸式、体验式消费场景。本次《方案》亦指出要加强服务供给能力建设，支持服务消费场景创新、业态融合、产业集聚；深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合，创新多元化消费场景。



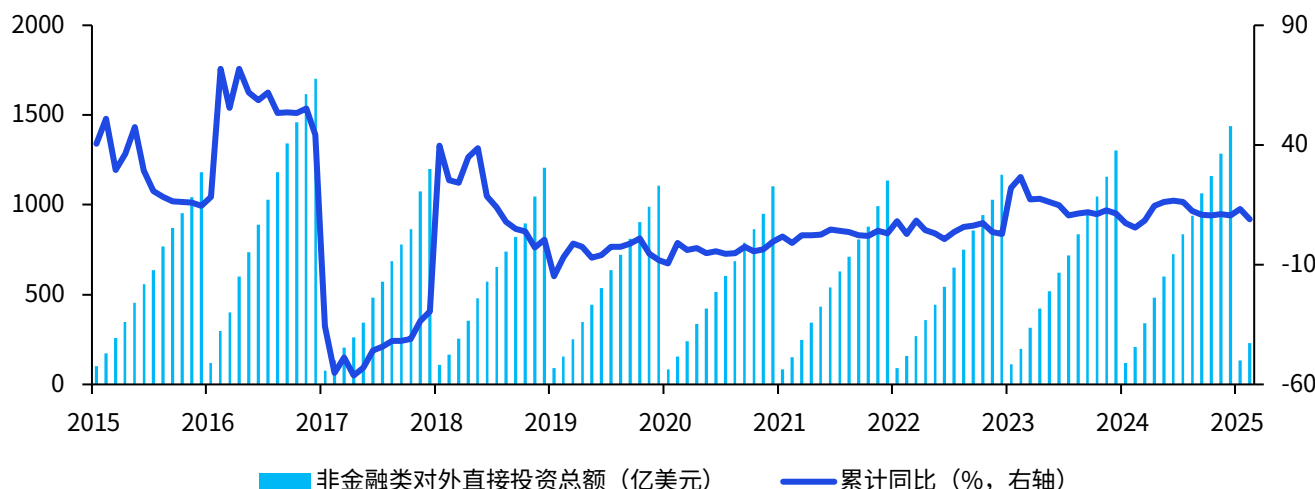
⁷ 商务部电子商务司负责人介绍2024年我国电子商务发展情况，商务部
https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/sjzfrfb/art/2025/art_667f7eec3e4d49ffab30b886f51a669e.html

支持企业拥抱出海机遇 维护国际贸易秩序

2025年，全球经济呈现动荡与重构并存的特点，地缘政治冲突、贸易保护主义、政策不确定性等因素对全球经济复苏和发展提出了挑战，同时，经济绿色化、数字化、智能化进程的加快也激发了新的竞争与变革。在此大背景下，中国政府在2025开年颁发一系列政策，以帮助企业拓展全球机遇，维护国际外贸秩序。

在国际产业转移和国内需求减弱的双重作用下，中国企业正在通过出海寻找新的增长机会和发展空间。自2019年以来，我国非金融类对外直接投资总额总体处于不断增长的态势（图51），2024年对外非金融类直接投资1438.5亿美元，较2023年增长10.5%，其中，对东盟地区投资增长达到12.6%，主要投向新加坡、印度尼西亚、泰国等国，且主要流向租赁和商业服务、制造以及批发零售等行业。

图51 中国非金融类对外直接投资情况，以美元计价



数据来源：商务部，毕马威分析

中国企业特别是中小企业，在“走出去”的过程中往往面临着技术人才欠缺、金融资本限制、法律文化差异等挑战。有鉴于此，2025年1月工信部办公厅发布了《关于开展中小企业出海服务专项行动的通知》（以下简称《通知》），旨在组织开展中小企业出海服务专项行动，部署重点提供政策入企服务、市场开拓服务、国际人才服务、管理提升服务、跨境金融服务、权益保护服务等六项服务。

出海服务商作为连接国内企业与国际市场的纽带，不仅能够为企业提供专业支持，还通过整合资源、化解风险和推动本地化等帮助企业更高效地实现全球化布局。《通知》提出，汇集各方资源力量帮助中小企业开拓海外市场，鼓励云服务商为中小企业出海提供高质量云服务保障，鼓励数字化服务商适配或开发中小企业出海相关的“小快轻准”数字化产品和解决方案，鼓励银行积极开展跨境融资产品创新，鼓励知识产权服务机构为中小企业提供知识产权风险评估等服务。

伴随全球经济与贸易格局的复杂演变，我国外贸发展前景也面临着巨大挑战。短期来看，美政府在特朗普主导下签署的对等关税及其后一系列反复的关税政策对全球贸易带来了严重影响，并对中国出口相关行业带来不稳定性。4月8日，白宫方面宣布对来自中国内地和香港地区的小额包裹加征关税，此举不仅影响美国消费者利益，同时也对我国部分依赖小额包裹（直邮小包模式等）出口的跨境电商发展带来短期挑战。因此，积极应对国际经贸摩擦，构筑中国外贸抗风险能力，坚定维护多边贸易体系至关重要。

2025年1月，国家税务总局发布《关于支持跨境电商出口海外仓发展出口退（免）税有关事项的公告》（以下简称《公告》），其中的核心机制之一是“离境即退税”，跨境电商出口海外仓（海关代码“9810”）货物报关离境后即可申报退税，未销售部分可预先退税，后续部分根据销售情况核算。另一方面，《公告》还允许灵活备案单证、支持数字化留存资料等措施进一步简化退（免）税流程。在美关税威胁背景下，《公告》作为中国维护对外开放制度所作出的前瞻性部署之一，也是对中国跨境电商发展注入的一剂“强心剂”，离境即退税措施将推动跨境电商及海外仓业务发展，有效降低企业运营成本，增强企业竞争力。

与此同时，在世界单边主义盛行的趋势下，中国作为负责任的大国主动担当起提振国际信心、释放积极信号的作用。2025年3月，国务院办公厅颁布《关于进一步加强贸易政策合规工作的意见》（以下简称《意见》），作为继2014年首份合规文件后的深化举措，《意见》旨在提升我国贸易政策与WTO等国际规则的契合度，体现了我国长期坚持国际规则接轨的战略方向（图52）。

图52 《国务院办公厅关于进一步加强贸易政策合规工作的意见》重点任务

- 01 明确合规工作对象**
明确贸易政策范围，要求国务院部门、县级以上地方人民政府及其部门对制定的贸易政策开展合规评估，使其符合世贸组织规则和中国加入承诺。
- 02 突出合规主体职责**
在贸易政策制定过程中，政策制定部门应按照“谁制定、谁评估”原则，对拟出台的政策措施是否合规开展评估。
- 03 严格做好合规评估**
政策制定部门应严格对照世贸组织规则和中国加入承诺进行评估。
- 04 履行合规工作程序**
合规评估应作为贸易政策出台前的必要前置环节。合规评估认为贸易政策存在与世贸组织规则和中国加入承诺不符风险的，政策制定部门应作必要修改。
- 05 回应外方合规关注**
商务部负责接收世贸组织其他成员提出的意见，并协助政策制定部门做好对外答复。国务院部门、地方人民政府做好相关后续工作。
- 06 开展对外合规评估**
商务部牵头负责在世贸组织对其他成员违规措施提出关注，积极开展磋商谈判，维护企业正当海外权益。

数据来源：商务部，毕马威分析

通过主动对接国际规则，《意见》在经贸层面具有十分重要的意义。一方面，《意见》有助于推动我国贸易、投资等领域的政策优化升级，提升政策透明度和稳定性，增强国内外企业对中国贸易政策的信心，进而吸引更多优质贸易和投资资源。另一方面，《意见》能够促进重点领域改革建设，提高贸易投资自由化便利化水平，构建与国际规则相衔接的制度体系和监管模式，营造透明、稳定、可预期的制度环境，为中国经济高质量发展提供有力支撑。

此外，党的二十届三中全会明确指出“建立同国际通行规则衔接的合规机制”的任务要求，本次发布的《意见》体现了我国政府长期以来对合规体系建设的一贯重视，在国内及国际两个层面均有深远的战略意义。首先，在国内层面，《意见》有利于推动全国统一大市场建设，并为制度型开放奠定坚实基础；其次，在国际层面，《意见》有利于中国通过“规则外交”提升话语权，主动应对特朗普政府单边政策，彰显了中国维护多边贸易体系的坚定立场。

在实施路径方面，《意见》提出，通过深化对内改革和拓展对外合作，构全方位的合规体系。在对内方面，《意见》强调构建“立法-执行-监督”的全链条合规体系，加强部门协同与法治建设，以提升政策透明度。在对外方面，《意见》提出建立对外合规评估机制，牵头WTO规则磋商，构建政产学研协同机制，输出改革经验，并推动国际经贸规则边界的合理化。

在2025年中国推动签署中国—东盟自贸区3.0版升级协定，积极推动加入《数字经济伙伴关系协定》和《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》进程——继续深化多双边和区域经济合作的工作任务下，《意见》的颁布既是中国履行国际多边合作义务的体现，更是优化营商环境的自主改革，标志着我国从“规则接受者”向“规则塑造者”的转型。《意见》亦凸显中国在全球经贸治理中的角色升级，通过制度型开放新范式，既回应国际社会期待，也为国内改革注入新动能。这一战略布局将深度影响全球经济治理格局重构进程，更将有助于中国持续扩大面向全球的高标准贸易网络。

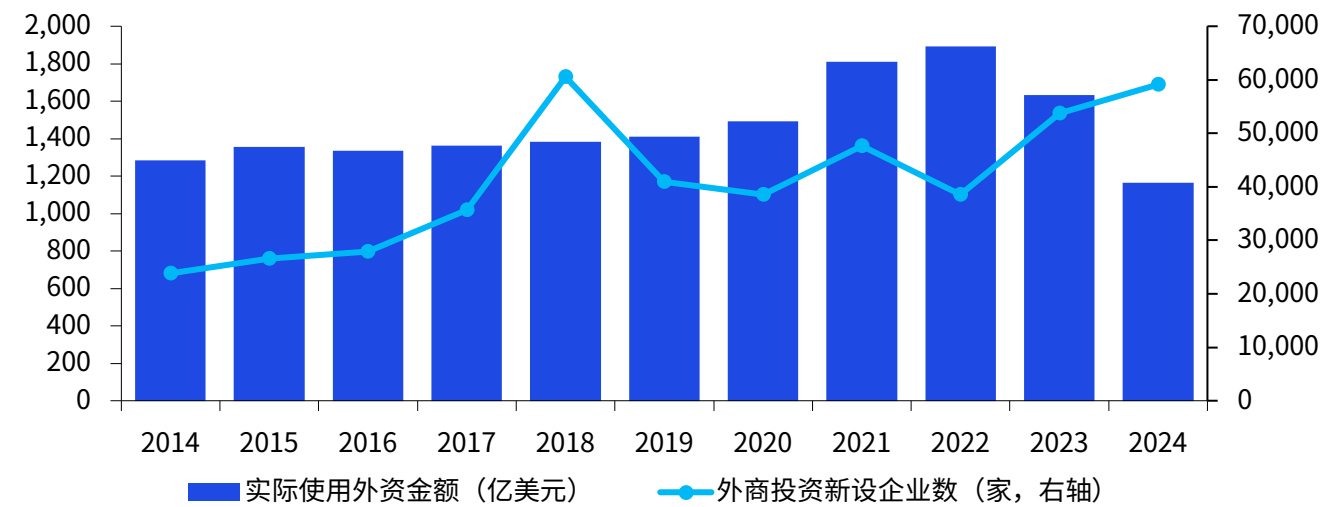


持续改善营商环境 2025年稳外资行动方案发布

2025年2月19日，国务院转发商务部、国家发展改革委《2025年稳外资行动方案》⁸（以下简称《方案》），从有序扩大自主开放、提高投资促进水平、增强开放平台效能、加大服务保障力度4个方面提出了20条措施，释放出进一步扩大开放、加大力度吸引外资的明确信号。

随着中国营商环境的改善，外商投资企业正根据中国市场情况、自身经营发展战略调整投资布局，2025年1—3月，全国新设立外商投资企业12,603家，同比增长4.3%，这反映出外国投资者对中国市场的信心增强。同时也要看到，现阶段全球跨国投资低迷、国际引资竞争加剧，我国吸引外资面临较为严峻复杂的形势，数据显示，2025年1—3月，我国实际使用外资金额2,692.3亿元人民币，同比下降10.8%（图53）⁹。在此背景下，稳定外资成为中央政府的重点工作之一。国务院在2025年2月召开的常务会议指出，未来要有序扩大自主开放，深化相关领域开放试点，落实全面取消制造业领域外资准入限制要求，持续打造“投资中国”品牌，优化外资并购规则和并购交易程序，引入更多高质量外资项目。

图53 2014-2024年中国吸收外资情况



数据来源：商务部，Wind，毕马威分析

⁸ 国务院办公厅关于转发商务部、国家发展改革委《2025年稳外资行动方案》的通知，国务院
https://www.gov.cn/zhengce/content/202502/content_7004409.htm

⁹ 2025年1—3月全国吸收外资2692.3亿元人民币，中国政府网
https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202504/content_7019831.htm

《方案》围绕电信、医疗、生物医药等领域，提出多项关于扩大自主开放的工作要求，并将提高投资促进水平、增强开放平台效能、加大服务保障力度等内容作为促进外贸稳定发展的重点工作支撑，释放出多措并举稳外资的明确信号。

➤ 有序扩大电信、医疗等行业的自主开放

近年来政策持续强调制造业、服务业、高技术产业的对外发展，数据显示，2024年制造业实际使用外资2,212.1亿元人民币，服务业实际使用外资5,845.6亿元人民币，利用外资结构持续优化。为了进一步扩大产业的对外发展，本次《方案》特别提出，支持试点地区抓好增值电信、生物技术、外商独资医院领域开放试点政策宣贯落实，推动生物医药领域有序开放。这些举措为电信、医疗等行业的对外开放释放出积极信号。

电信业的对外开放将为各行各业的数字化转型提供更好的网络支持和信息服务，早在2024年4月，工信部印发了《工业和信息化部关于开展增值电信业务扩大对外开放试点工作的通告》，提出在北京、上海、海南、深圳率先开展试点，取消互联网数据中心（IDC）等的限制。得益于政策的支持，截至2024年底，已有2,343家外资企业获准在华经营电信业务¹⁰。《方案》适时进一步扩大电信开放试点，有助于促进我国云计算、物联网等前沿技术的迭代升级。

医药及医疗仪器领域是我国实际利用外资的重要增长点，虽然2024年我国实际利用外资同比有所下降，但是医疗仪器设备及仪器仪表制造业实际利用外资同比增长98.7%¹¹，体现出医疗领域的增长潜力。《方案》扩大医疗领域开放试点，研究完善医药领域开放政策，便利创新药加快上市，优化药品带量采购，进一步提高医疗器械产品采购可预期性。

➤ 提高投资促进水平

在地缘政治冲突加剧、通货膨胀和货币政策紧缩等多重冲击下，全球外国直接投资（FDI）较为低迷，全球经济正处于低增速时代。在此背景下，部分跨国公司调整了对制造业、服务业等行业的投资规模。商务部数据显示，2025年1—3月，我国实际使用外资金额2,692.3亿元人民币，同比下降10.8%，降幅较去年全年有所收窄，但依然呈下降态势。同时也要看到，我国经济基础稳、产业需求量大，并具备完善高效的产业链供应链体系，这些都为外资企业提供了良好的发展基础。中国德国商会发布的《商业信心调查2024 | 2025》显示，近90%的受访企业将通过投资来保持在中国的竞争力。中国美国商会发布的《中国商务环境调查报告》显示，近70%的美国消费行业受访企业预计2025年将增加在华投资。这充分体现了外国投资者持续投资中国、深耕中国的信心。

¹⁰ 形成稳外资的政策合力，中国共产党新闻网
<http://theory.people.com.cn/n1/2025/0318/c40531-40440987.html>

¹¹ 2024年全国吸收外资8262.5亿元人民币，商务部
https://jip.mofcom.gov.cn/jmxw/art/2025/art_43a567e6460949a195dfa15ec6046a68.html

为了进一步吸引和利用外资，《方案》将持续优化营商环境，切实把外资企业的国民待遇落实到位。例如取消外商投资性公司使用境内贷款限制，允许外商投资性公司使用境内贷款开展股权投；优化外商投资举办投资性公司相关规定，在外汇管理、人员出入境、数据跨境流动等方面，为跨国公司投资设立投资性公司提供便利。除此以外，国务院在2025年3月印发《关于建立健全涉企收费长效监管机制的指导意见》，明确要着力优化营商环境，健全涉企收费监管制度，加大违规收费治理力度，强化全过程监管和协同监管，这一机制能够为外商在华投资提供更加稳定、可预期的环境，从而吸引更多外资流入。

➤ 增强开放平台效能

在经济全球化和贸易摩擦背景下，经济开发区、自由贸易试验区等成为吸引外资的重要平台，这些区域通常享有特殊的政策优惠，如税收减免、土地价格优惠、财政补贴等，增强了外资企业对投资环境的信心。2024年10月，国务院办公厅批复广州花都经济开发区等4个省级开发区升级为国家级经济技术开发区¹²。至此，我国国家级经开区数量达到233家，实际使用外资和进出口额占全国吸收外资和进出口比重超过20%。自贸试验区方面，2024年22个自贸试验区实际使用外资282.5亿美元，占全国的24.3%，对吸引外资产生了显著的带动作用¹³。

展望未来，《方案》将制定深化国家级经济技术开发区改革创新的政策文件，在要素保障、重点领域开放、承担改革试点任务、经济管理权限下放等方面出台新举措，提升国家级经济技术开发区外向型经济发展水平。推动自由贸易试验区提质增效，扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地，打造吸引外商投资高地。经开区与自由贸易试验区的发展离不开国际航空客货运输的支持，海关总署等部门在2025年2月印发《关于进一步促进航空口岸通关便利化若干措施的通知》，持续优化完善京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区等具备条件的主要航空口岸7×24通关保障制度，优先支持在综合保税区设置航空前置货站，有助于降低外资企业的运营成本。

¹² 国务院办公厅关于广州花都经济开发区等4个省级开发区升级为国家级经济技术开发区的复函
https://www.gov.cn/zhengce/content/202410/content_6983864.htm

¹³ 商务部召开例行新闻发布会（2025年3月13日）
<https://www.mofcom.gov.cn/xwfbzt/2025/swbzkjxxwfbh2025n3y13r/index.html>

➤ 加大服务保障力度

踏入2025年，发改委推出我国第八批重大外资项目，新一批重大外资项目包含福建古雷炼化一体化工程二期、苏州博世新能源汽车核心部件制造基地、合肥大众汽车研发中心等15个项目，数量属历次最多，计划投资总额330亿美元¹⁴。由此可见，中国提供的外资服务保障制度为外资项目的发展提供了坚实的基础。近年来中国出台了更高水平的单边开放举措，例如缩减外资准入负面清单、简化外商投资审批流程、享受税收优惠等，同时促进各地加大对外商投资的服务力度，不断释放引资红利。为了进一步加大服务保障力度，本次《方案》明确支持将更多外资项目纳入重大外资项目和重点外资项目清单，鼓励金融机构为外资企业提供融资服务，鼓励外资企业开展知识产权备案，坚决打击进出口环节侵犯外资企业知识产权的行为。

针对知识产权这方面的内容，国家知识产权局等部门在2025年3月印发《关于进一步优化知识产权领域营商环境的意见》，提出更为细化的要求，其中明确到2027年，知识产权领域营商环境市场化、法治化、国际化、便利化水平显著提高，鼓励高水平外国机构来华开展知识产权服务，为外资企业提供知识产权保障，切实保护外商的技术和创新成果。



¹⁴ 新一批标志性重大外资项目在华落地 2025年稳外资政策将持续发力，生态环境部
https://www.mee.gov.cn/zcwj/zclcfh/202501/t20250122_1101149.shtml

大力推动中长期资金入市

2025年1月22日，中央金融办等6部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《方案》）¹⁵，旨在引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度，提升权益配置能力，改善资本市场供给结构。

作为资本市场的重要支柱，中长期资金不仅是专业的投资力量，更是维系市场平稳健康发展的“压舱石”和“稳定器”，为护航资本市场行稳致远发挥关键作用。党中央高度重视中长期资金入市工作，为此多次作出重要部署。2023年10月，中央金融工作会议指出要“强化市场规则，打造规则统一、监管协同的金融市场，促进长期资本形成”¹⁶；2024年4月，新“国九条”指出“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”，并明确推动中长期资金入市的政策方向¹⁷；2024年9月中央金融办、中国证监会联合印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，以推动中长期资金投资规模和比例明显提升、充分发挥资本市场功能为主要目标，为中长期资金入市提供了明确的政策指引¹⁸。

《方案》的出台，进一步明确各类中长期资金入市细则，标志着政策已由方向引领迈向具体实施阶段。《方案》指出引导中长期资金入市的主力军包括商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金与公募基金，提出了推动中长期资金加大入市力度的五个主要举措。

► 提升商业保险资金A股投资比例与稳定性

保险资金凭借其规模大、周期长、来源稳定的特点，天然具备“耐心资本”的属性。引导保险资金发挥“耐心资本”作用，是推动中长期资金入市的重要抓手。2024年9月，国务院发布《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》，明确提出要“发挥保险资金长期投资优势，培育真正的耐心资本，推动资金、资本、资产实现良性循环”。这一政策的出台，标志着我国在推动中长期资金入市方面迈出了重要一步，同时也为保险资金的长期投资能力建设指明了方向。

《方案》进一步明确了险资入市的具体要求，包括保险公司入市规模及比例，并提出完善长周期考核机制，以防止保险公司过度关注短期考核指标而采取短期投资策略。《方案》要求，自2025年起，大型国有保险公司每年新增保费的30%将用于投资A股市场，以逐步提高长期资金的实际投资比例。这一举措预计将为A股市场每年带来数千亿元的增量资金。

¹⁵ 关于推动中长期资金入市工作的实施方案，中央金融办等部门
<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7535174/content.shtml>

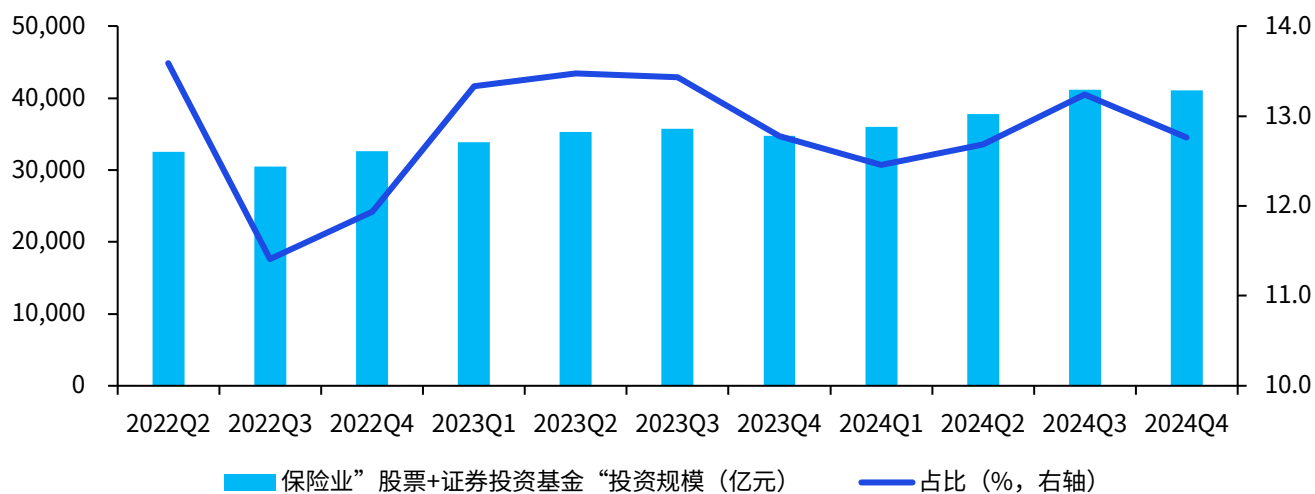
¹⁶ 中央金融工作会议在北京举行，国务院
https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm

¹⁷ 关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见，国务院
https://www.gov.cn/zhengce/content/202404/content_6944877.htm

¹⁸ 关于推动中长期资金入市的指导意见，中央金融办、中国证监会
<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7508981/content.shtml>

截至2024年四季度，人身险与财产险公司险资合计投资股票与证券投资基金的规模已达41,067亿元，占总投资规模的比例为12.8%（图54）。险资在权益类资产上的投资占比仍有较大的提升空间，未来随着政策的进一步落实和试点的推进，险资在A股市场的投资比例有望持续增长，为资本市场注入更多长期稳定的资金来源。

图54 保险业“股票+证券投资基金”投资规模及占比



数据来源：国家金融监督管理总局，毕马威分析

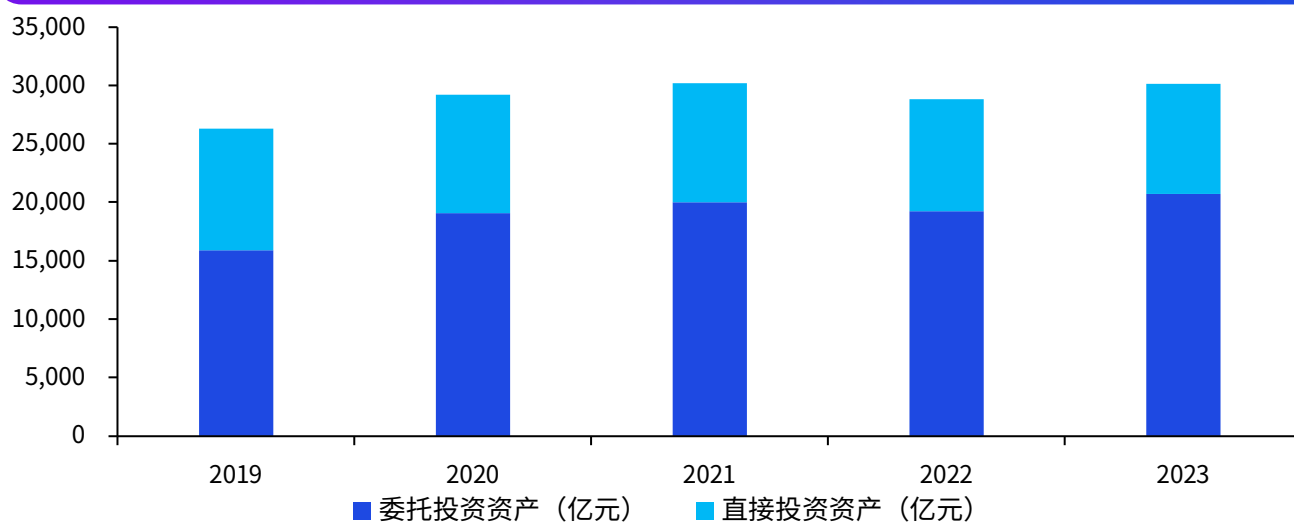
➤ 优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制

全国社保基金和基本养老保险基金是我国社会保障体系的重要组成部分，承担着应对人口老龄化、保障社会福利的重要职责。《方案》明确提出，要稳步提升全国社会保障基金的股票类资产投资比例，并推动有条件地区进一步扩大基本养老保险基金的委托投资规模。

根据最新数据，截至2023年末，全国社会保障基金资产总额达到30,146亿元，其中委托投资资产规模分别为20,739亿元，同比增长7.7%，直接投资资产规模为9407亿美元，同比下降1.8%，权益总额为2.7万亿元（图55）¹⁹。对于基本养老保险基金，截至2023年末，其权益总额为1.9万亿元，同比增长14.6%²⁰，呈现出持续稳健的增长态势。

¹⁹ 全国社会保障基金2023年度报告，全国社会保障基金理事会
<https://www.ssf.gov.cn/portal/xgk/fdzdgnr/cwbg/sbjjndbg/webinfo/2024/10/1730355860076084.htm>
²⁰ 同上

图55 全国社保基金投资情况



数据来源：全国社会保障基金理事会，毕马威分析

在《方案》的推动下，未来这两类基金的规模有望进一步提升。在坚持安全性原则的基础上，全国社保基金和基本养老保险基金等资金的入市，不仅能为资本市场健康发展提供中长期资金支持，还能增强养老保险制度的自我平衡功能和造血能力，实现资金的保值增值。这不仅是做好养老金融的重要保障，也为我国应对人口老龄化、完善社会保障体系提供了有力支撑。

同时，《方案》细化了全国社会保障基金五年以上、基本养老保险基金投资运营三年以上的长周期业绩考核机制，旨在支持全国社会保障基金理事会充分发挥其专业投资优势。此外，国新办发布会上，财政部副部长廖岷强调，除了落实长周期考核体系外，下一步财政部还将结合金融市场发展形势，优化不同投资品种的比例，完善全国社保基金的投资管理制度，以进一步提高全国社保基金的投资力度与灵活性²¹。

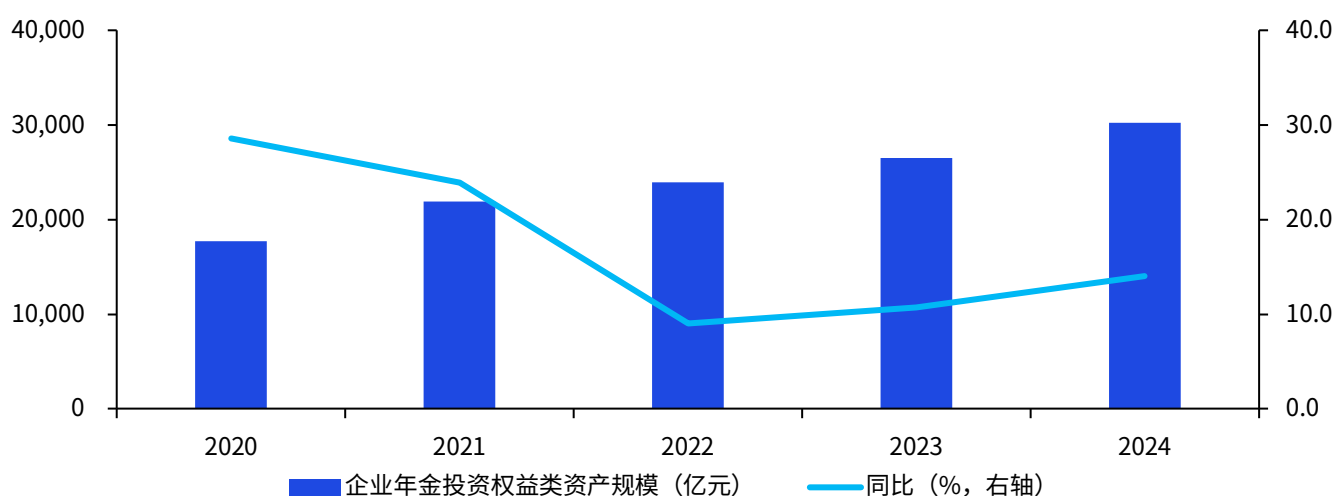
²¹ 大力推动中长期资金入市、促进资本市场高质量发展有关情况举行发布会，国务院新闻办
https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202501/content_7001051.htm

➤ 提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平

《方案》针对年金基金的覆盖范围与考核方式进行了优化，旨在提升年金基金的长期投资价值。具体而言，对于企业年金，《方案》提出了一系列具体措施，包括逐步扩大企业年金的覆盖范围，支持具备条件的用人单位探索放开企业年金的个人投资选择，以及鼓励企业年金基金管理人开展差异化投资。这些举措旨在拓宽年金基金的投资选择，同时鼓励管理人根据市场环境和投资者需求调整资产配置结构，相应增加权益类资产的投资比例。近年来，企业年金的投资资产规模持续保持较快增长，截至2024年末，企业年金投资权益类资产规模达30,228亿元，同比增长14.1%（图56）。

对于职业年金，《方案》则强调加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见，以此铸就年金基金管理人的长期投资理念，并促进其加大对权益类资产的投资力度。尽管职业年金的市场化投资运营时间相对较短，但其增长势头强劲，截至2024年末，职业年金的投资运营规模已达到31,100亿元，同比增长21.5%。这些改革措施不仅有助于提升年金基金的市场参与度，也为资本市场注入了更多长期稳定的资金来源，进一步优化了市场投资者结构。

图56 企业年金投资权益类资产规模及增速



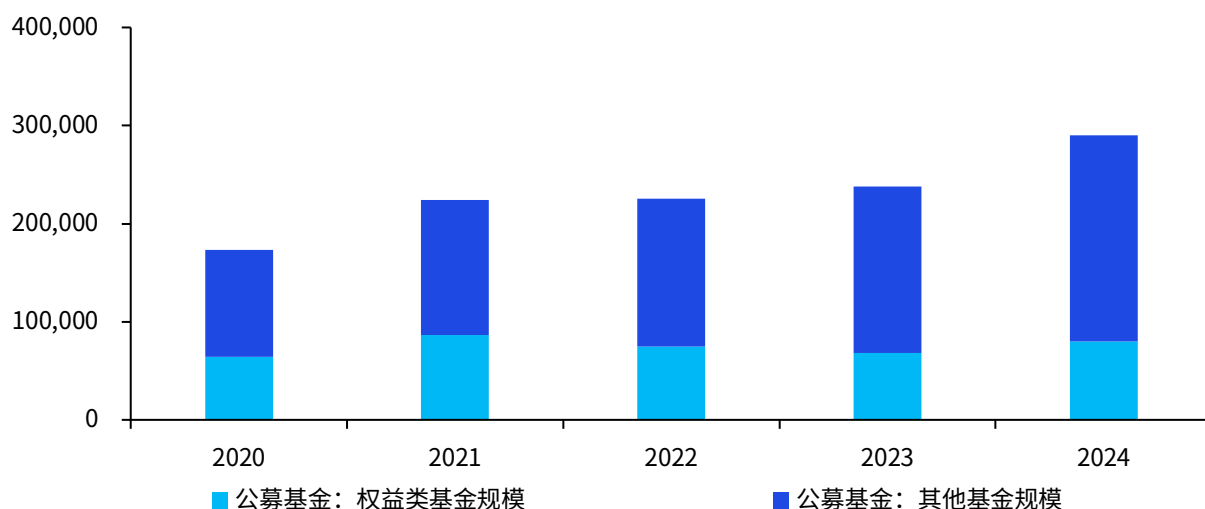
数据来源：人力资源和社会保障部，毕马威分析

➤ 发挥政府投资基金作用，发展耐心资本

政府投资基金与私募股权基金的合作是《关于推动中长期资金入市的指导意见》中的重要组成部分。通过政府投资基金的引导作用，私募股权基金能够获得更多的中长期资金支持，从而更好地服务于实体经济。2024年1月7日，国务院办公厅发布了《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，这一政策是对二十届三中全会“更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”部署的具体落实，标志着政府投资基金的顶层设计正式出台。该指导意见不仅为政府投资基金的发展提供了方向性指导，还将对当前与政府投资基金深度关联的私募股权行业产生深远影响。同时，《关于推动中长期资金入市的指导意见》中提到的权益类基金发展也为私募股权基金提供了更多的退出路径和资金来源，进一步促进了私募股权基金的健康发展。

作为资本市场的重要机构投资者和买方力量，公募基金同样是中长期资金的重要组成部分。近年来，公募基金行业规模持续攀升，从2020年的19.9万亿元稳步增长至2024年的32.8万亿元，其中以股票投资为主的权益类基金规模也实现了增长，从2020年6.4万亿元增至2024年的近8万亿元（图57），充分体现了公募基金在权益投资领域的快速发展和市场认可度的提升。《指导意见》明确提出要提高权益类基金的规模及占比，并推进公募基金改革，以进一步优化公募基金的市场结构和投资行为。在此基础上，国新办发布会上，证监会主席吴清进一步强调，明确公募基金持有A股流通市值在未来三年内每年至少增长10%²²。这一目标的实现将为股市带来大规模的资金流入，进一步增强资本市场的内在稳定性，同时也为中长期资金的入市提供了有力支持。

图57 公募基金市场情况及权益类基金占比



数据来源：中国证券投资基金业协会，Wind，毕马威分析

²² 大力推动中长期资金入市、促进资本市场高质量发展有关情况举行发布会，国务院新闻办
https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202501/content_7001051.htm

➤ 优化资本市场投资生态

《方案》在提升实际投资比例、延长考核周期等举措之外，还特别注重优化资本市场投资生态，《方案》从资产端、交易端、机构端和执法端四个方面入手，构建了多层次的支持体系，为中长期资金入市提供有利于进行长期价值投资的市场基础。

在资产端提升上市公司质量，强化并购重组。《方案》落实新“国九条”分红要求，提出引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策，以增强投资者回报。同时，加强入口关审核，支持高科技企业上市，优化资本市场结构。此外，《方案》还提出推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用，进一步促进市场回购数量的增加。通过这些措施，《方案》旨在提高上市公司投资价值，稳定市场预期，增强市场吸引力，为中长期资金入市创造更多优质资产供给。

在交易端，丰富投资工具。《方案》提出允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增并在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准方面，给予银行理财、保险资管与公募基金同等政策待遇，以扩大定增市场规模，为财务投资者提供更多投资机会。此外，《方案》还提出进一步扩大证券、基金、保险公司互换便利操作规模，以支持资本市场稳定发展。此前，人民银行已通过该工具开展两次互换便利操作，合计金额达1050亿元²²，业务流程已完全顺畅。

在机构端，不断提高专业服务能力。国新办发布会上，证监会主席吴清强调，未来将继续支持证券基金经营机构按照市场化原则开展并购重组并引导行业机构加大资源投入，从而提升对各类中长期资金的服务能力²²。

在执法端，维护“三公秩序”。证监会将严格落实“长牙带刺”、“有棱有角”的监管要求，做到抓早抓小抓苗头、打大打恶打重点，同时突出保护中小投资者的合法权益。通过加强监管，提高资本市场整体质量和稳定性，为中长期资金入市提供良好的生态环境与制度保障²²。

国有资本布局优化 实现高质量发展

2025年3月12日，2025年《政府工作报告》全文发布。3月16日，《求是》杂志刊发国务院国资委党委署名文章《坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业》（以下简称“署名文章”）。目前，“十五五”规划制定进入关键期，两个文件对于国企改革、布局优化等提出了指导性和约束性要求，为国资国企“十五五”规划提供了战略框架、政策依据、资源导向和风险边界。我们结合《政府工作报告》和国资委党委署名文章，重点关注国有资本布局优化，实现高质量发展的五个方面工作。

➤ 深入推进国有经济布局优化与结构调整

《政府工作报告》明确提出2025年要采取措施，“有效激发各类经营主体活力”，“实施国有经济布局优化和结构调整指引”。

国有经济布局优化和结构调整指引制度是当前国企改革深化提升行动的核心内容之一，旨在通过系统性规划明确国有资本重点投向领域清单，设立动态调整机制不断优化投资结构，推动国有资本向关键领域集中，从而强化国资国企的战略功能使命并提升资源配置效率。

2024年的《政府工作报告》和二十届三中全会权威辅导材料《党的二十届三中全会〈决定〉学习辅导百问》中的相关提法是“建立国有经济布局优化和结构调整指引制度”，从“建立指引制度”到“实施指引”，说明指引制度建设已经取得了一定进展，未来将重点推动指引的实施和落地。

布局优化调整也是署名文章中强调的重点工作，任务关键词包括明晰企业功能定位、差异化布局、提升产业体系现代化水平、区域重大战略、产业集群、“一带一路”、高质量“出海”等。

国资国企应以高质量编制和实施企业“十五五”规划为契机，关注建立国有经济布局优化和结构调整指引细则要求，着力推进国有经济布局结构调整，加快锻造布局结构新的现代新国企。“布局结构新”主要体现在三个层面²³：

- 在布局中应体现核心功能，在更高水平履行战略使命；
- 在布局中聚焦主责主业，发展实体经济，不断增强支撑托底能力；
- 构建体系化、梯次产业发展格局。

与国有经济布局优化与结构调整密切相关的另一个制度体系是国有企业履行战略使命评价制度。继2024年二十届三中全会《决定》等多个中央会议和文件提到“建立国有企业履行战略使命评价制度”后，《政府工作报告》再次强调“加快建立国有企业履行战略使命评价制度”。

²³ 国资央企热词（2024年8月），毕马威中国

在地方层面，2025年2月，国务院国资委召开地方国资委负责人会议，提出要“加快建立国有企业履行战略使命评价制度”。各地国资监管机构也积极采取行动，比如，山东省国资委在2025年初明确了“建立省属企业履行战略使命评价机制，完善主责主业管理长效机制，推动企业更好发挥功能作用”的目标。

建议国资国企从可能纳入评价体系的指标进行前瞻性布局，比如履行核心功能的业务收入占比、科技创新方面的投入和成果转化、产业链协同与区域产业发展促进等，以期在未来定期评价中取得好成绩。

➤ 积极扩大有效投资，用好“两新”政策、加大“两重”投入

《政府工作报告》提到，2025年政府重点工作之一是“积极扩大有效投资”，要“紧扣国家发展战略和民生需求”，“加快实施一批重点项目”；“用好超长期特别国债”，“更大力度支持‘两重’建设”。

近期，国务院国资委也多次强调要扩大有效投资，署名文章提出，国资国企要“坚持扩大有效投资”，“聚焦科技属性、技术价值、新兴领域，推动落实一批强链补链重点项目，努力培育新的增长点”。3月17日，国务院国资委党委召开扩大会议，明确要推动企业扩大有效投资，聚焦“两重”“两新”布局一批强牵引、利长远的重大项目，尽快形成实物工作量。

有效投资是促进经济转型升级、实现高质量发展的关键力量。扩大有效投资，要坚持“扩大”和“有效”并重，更加强调投资的效益和价值。

“两重”（国家重大战略实施、重点领域安全能力建设）和“两新”（大规模设备更新、消费品以旧换新）是今年经济工作的重要发力点，也是保障国家安全、扩大内需、推动高质量发展的重要抓手。

在“两重”建设方面，2025年初，国家发改委表示，2025年，将增加发行超长期特别国债，更大力度支持“两重”建设。3月13日，金融监管总局党委召开扩大会议，提出要研究建立“超长期国债+超长期贷款”服务模式，高效支持“两重”建设。此前，国家发改委和财政部已分三次提前下达2025年超长期国债资金和中央财政资金。国资国企应关注相关创新政策支持举措，做好“两重”项目投资计划、加快项目实施，尽快形成实物工作量。

在促进“两新”、提振消费方面，3月16日，由中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》提出大宗消费更新升级、消费品质提升等行动计划，其中涉及到的消费品绿色化和智能化升级、二手商品流通试点、汽车后市场、数字消费提升、低空消费等细分赛道，为国资国企结合主责主业、扩大有效投资拓展了想象空间。

➤ 促进产业结构优化升级

梯度培育创新型企业，支持专精特新企业发展。《政府工作报告》提到，“梯度培育创新型企业，促进专精特新中小企业发展壮大，支持独角兽企业、瞪羚企业发展”。国资国企可通过设立专项基金、参与股权投资、引入社会资本等方式支持创新型企业发展，或与专精特新企业建立合作机制，通过技术共享、市场协同等方式，助力其快速增长的同时获取关键技术和稀缺产业资源。

激发数字经济创新活力，加快布局智能算力基础建设，完善数据基础制度。为支持人工智能的广泛应用，国资国企需加快布局智能算力基础建设，构建高效、绿色的算力网络，比如某通信国企集团全面加强智算中心布局，构建热点集约、跨区辐射、边缘覆盖的多级智算体系；国资国企还应加快完善数据基础制度，深度挖掘数据资源开发利用，促进数据要素的市场化配置，同时，加强数据安全和隐私保护，确保人工智能应用的合规性。

通过重组整合培育新兴产业集群。《政府工作报告》提到“深入推进战略性新兴产业融合集群发展”。国资国企可利用自身资源和平台优势，牵头建设一批世界级优势产业集群，例如，在新一代移动通信、航空航天、高端装备等战新产业领域，通过战略性重组与专业化整合，形成更高水平的大型国有龙头集团，提高资源配置效率的同时，推动产业链上下游协同发展，形成产业集群效应²⁴。

➤ 传统产业改造提升

推动传统产业数字化、智能化、绿色化转型。2025年2月19日，国务院国资委在中央企业“AI+”专项行动深化部署会上强调，国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期，强化科技创新，要求中央企业在编制企业“十五五”规划（2026-2030年）中将发展人工智能作为重点，加大资金投入。

2025年初国产AI大模型DeepSeek引起国际社会广泛关注与讨论，它的创新算法和开源属性使其成为国资国企在“AI+应用场景”开发上实现“弯道超车”、甚至是“换道超车”的重要抓手。根据经济参考报披露的不完全统计数据，截至2月底，已有超20家央企接入DeepSeek，覆盖能源、通信、汽车、金融、建筑等关键领域²⁵。

典型应用包括某石油公司利用DeepSeek对地质数据进行智能分析，帮助企业精准定位油气资源，大幅提高了勘探效率；某车企自主品牌车型接入DeepSeek全系列大语言模型，优化车载交互系统和智驾决策逻辑。

目前，一些地方政府积极出台政策促进人工智能发展。3月19日，《四川省促进人工智能产业链发展若干政策》发布，计划三年投入12亿元，单个项目最高支持2,000万元。

²⁴ 国资国企热点事件（2024年10月），毕马威中国

²⁵ “牵手” DeepSeek 央企“AI+”行动提速，经济参考报，2025年2月

数智技术为经济社会发展注入新动能，也能促进企业效率和效益的双重提升。国资国企在国民经济的重要领域拥有海量的高价值行业数据，应充分利用中央和地方支持政策，发挥需求规模大、产业配套全、应用场景多的优势，积极拥抱新一代信息技术、开展“AI+”行动，在“十五五”期间全力推动传统产业智改数转，塑造产业新优势、培育发展新动能。

实施制造业“三品”战略。深入推进制造业“增品种、提品质、创品牌”工作，加强全面质量管理与品牌建设。国资国企可以通过技术创新、产品升级、健全先进质量管理体系等方式，提升产品的附加值和市场竞争力，同时加大品牌宣传和推广力度，提升品牌知名度和美誉度，打造一批具有国际竞争力的中国品牌。

➤ 产业布局服务于国家大战略

《政府工作报告》提到，2025年要“推动高质量共建‘一带一路’走深走实”，“深入实施新型城镇化战略行动”和“加大区域战略实施力度”。

署名文章也强调，国资国企“深入推进布局优化结构调整”，要“深入落实区域协调发展战略和区域重大战略”，“以高质量共建‘一带一路’的八项行动为指引”，“加快实现高质量‘出海’”。

根据《政府工作报告》和国资委部署，国资国企产业布局优化应服务于国家重大战略需求。

高质量共建“一带一路”。根据国务院国资委2024年8月披露的数据，国资央企累计在共建“一带一路”国家和地区投资合作项目已超过5,000个。

“十五五”期间，国资国企应围绕高质量共建“一带一路”、优化海外业务布局、补齐国内战略资源短板目标，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设，前者如高铁、通信网络、港口桥梁等，后者如供水、农业、医疗、教育等。

国资国企还应通过“一带一路”建设推进“产业链共链行动”，联合民营企业“抱团出海”，打造产业链“一体化”出海模式和海外运营生态系统。在海外生产和运营过程中，企业相互依存、相互促进，共享技术、资金和人才优势并分散风险，共同构建海外市场竞争优势。

深入实施以人为本的新型城镇化战略行动。2023年统计数据显示，过去五年间常住人口城镇化率从60.2%跃升至65.2%，提前完成“十四五”阶段性目标。2024年7月，国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，设定了未来五年城镇化率接近70%的新目标，并提出一系列行动措施推动中国城镇化迈向更高水平，包括培育特色优势产业集群，促进产业园区提级扩能，支持国有企业向潜力地区倾斜布局，实施城市更新和安全韧性提升等。在这些方面，国资国企应紧紧把握《行动计划》带来的机遇，积极寻求机会与地方政府开展合作，在实施以人为本的新型城镇化战略行动发挥重要作用²⁶。

²⁶ 国资央企热词（2024年7月），毕马威中国

深化区域协调发展，支持区域发展战略。《政府工作报告》中提到的区域发展战略包括西部大开发、东北全面振兴、中部地区加快崛起、东部地区加快推进现代化、京津冀、长三角、粤港澳大湾区、长江经济带、黄河流域生态保护、雄安新区、成渝双城经济圈等。

国资国企在调整优化国资布局时应充分考虑国家区域发展战略的目标要求和重点任务，将区域资源禀赋和产业基础与自身主责主业和资金、技术、人才等优势相结合。比如，在长三角区域加强科技创新和产业协同，重点布局人工智能、集成电路等战新产业，在粤港澳大湾区建设中促进生产要素流动和规则衔接等，在西部地区推动能源等优势产业的转型升级，在东北地区加强传统制造业的技术改造，推动产业焕新。

➤ 与民企协同共赢

《政府工作报告》强调要“坚持和落实‘两个毫不动摇’”，还特别强调了促进民营经济发展的支持措施，提出“切实依法保护民营企业和民营企业合法权益”，“支持和鼓励民间投资发展”。署名文章也提出，要“突出深化合作共赢”，“加强与民营企业等各类企业的市场化合作”，“形成‘国民共进’的良好局面”等重要理念和关键举措。

一方面，国资国企将面临更为激烈的市场竞争。今年，政府从放宽准入、融资支持等方面加大力度，推动民营企业参与国家重大项目建设。从近期的政策动向看，未来重点行业的竞争性环节的国资央企面临的主要挑战有可能将由“开展市场化改革”向“与各类经营主体公平竞争”转变。相关领域的国资国企势必面临更加激烈的市场竞争，建议重点行业的国资国企尽快采取相应措施，强化“内功”，提升核心竞争力，靠实力赢得市场机会。

另一方面，在推动科技创新、培育新质生产力、建设现代化产业体系等方面，国资国企和民营企业面临共同任务，应加强合作，实现协同共赢。首先，国资国企作为链长型企业，应积极发挥示范引领效应，带动民营企业共同延链、补链、强链、固链，努力提升产业链供应链的安全稳定水平；其次，国资国企应发挥产业链条长、覆盖面广和自身资源优势，牵头组建产业联盟和创新联合体，高效推进供需对接，开展战新产业、未来产业等领域关键技术联合攻关，推动上中下游、大中小企业融通发展；第三，国资国企应多措并举，与民企实现资本、技术融合，携手实现高质量发展，包括通过引入民营资本和技术、参股民营企业以及成立合资公司等方式实现专业化整合，成立创投基金投资创新型民企等。

附表：主要经济指标

			2023	2024	2024			2025		
	指标	单位	年度	年度	10月	11月	12月	1月	2月	3月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	129.4	134.9	37.4			31.9		
	实际国内生产总值	同比，%	5.4	5.0	5.4			5.4		
	规模以上工业增加值	同比，%	4.6	5.8	5.3	5.4	6.2	-11.1	31.0	7.7
	工业企业利润总额	累计同比，%	-2.3	-3.3	-4.3	-4.7	-3.3	0.0	-0.3	0.8
	社会消费品零售总额	同比，%	7.2	3.5	4.8	3.0	3.7	0.0	4.0	5.9
	固定资产投资完成额	累计同比，%	3.0	3.2	3.4	3.3	3.2	0.0	4.1	4.2
	房屋新开工面积	累计同比，%	-20.4	-23.0	-22.6	-23.0	-23.0	0.0	-29.6	-24.4
	商品房销售面积	累计同比，%	-8.5	-12.9	-15.8	-14.3	-12.9	0.0	-5.1	-3.0
	商品房待售面积	累计同比，%	19.0	10.6	12.7	12.1	10.6	0.0	5.1	5.1
	中国制造业采购经理指数	指数	49.9	49.8	50.1	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5
对外贸易 及投资	出口金额	同比，%	-4.7	5.9	12.7	6.6	10.7	6.0	-3.0	12.4
	进口金额	同比，%	-5.5	1.1	-2.3	-3.9	0.9	-16.4	1.4	-4.3
	贸易差额	十亿美元	822.1	991.9	95.6	97.2	105.1	138.6	31.7	102.6
	实际使用外资金额(非金融类)	人民币同比，%	-8.0	-27.1	-21.5	6.0	-18.2	-13.4	-28.1	13.2
	对外直接投资(非金融类)	人民币同比，%	16.7	11.7	5.6	17.2	6.6	14.4	4.6	-2.3
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	7.0	7.1	7.11	7.17	7.19	7.18	7.17	7.17
	人民币实际有效汇率指数	指数	93.8	91.6	92.0	91.5	91.5	91.9	91.5	90.0
	上证综合指数(期末值)	指数	2974.9	3351.8	3279.8	3326.5	3351.8	3250.6	3320.9	3335.7
	货币供应量(M2)	同比，%	9.7	7.3	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0	7.0
	社会融资规模存量	同比，%	9.5	8.0	7.8	7.8	8.0	8.0	8.2	8.4
	新增社会融资规模	万亿元	35.6	32.3	1.4	2.3	2.9	7.1	2.2	5.9
	新增人民币贷款	万亿元	22.7	18.1	0.5	0.6	1.0	5.1	1.0	3.6
	DR007	%	1.94	1.81	1.66	1.67	1.71	1.93	2.01	1.88
价格	居民消费价格指数	同比，%	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.5	-0.7	-0.1
	工业生产者出厂价格指数	同比，%	197.0	197.8	-2.9	-2.5	-2.3	-2.3	-2.2	-2.5
	原油	美元/桶	77.6	75.8	71.5	69.5	69.7	75.2	71.2	67.9
	螺纹钢	元/吨	4076.4	3800.6	3834	3686	3647	3615	3615	3546
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比，%	-0.9	-4.5	-6.2	-6.1	-5.7	-5.4	-5.2	-5.0

数据来源：Wind，毕马威分析

© 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。

联系人



邹俊

北方区首席合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087038
jacky.zou@kpmg.com



杨洁

华东及华西区首席合伙人
毕马威中国
+86 (21) 22122466
tracy.yang@kpmg.com



李嘉林

华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (755) 25471218
ivan.li@kpmg.com



张颖娴

香港特区首席合伙人
毕马威中国
+852 29788136
ivy.cheung@kpmg.com



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、陈剑虹、陈志滨、金灿、王诗萌



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://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.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 — 香港特区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。

二零二五年五月印刷