

关于中国经济的五大热点问题

- ◆ 没有“大水漫灌”式刺激——目标是通过改革解决结构性问题；需要关注“十五五”规划
- ◆ 家庭消费品支出水平接近全球水平，但服务消费仍然滞后；放宽户籍限制或将有所帮助
- ◆ 中美经贸谈判缓解紧张局势，但不确定性依然存在；中国出口在下半年可能面临阻力

中国数据回顾（2025年5月）¹

- 受消费品以旧换新计划的推动，5月**社会消费品零售总额**按年增长6.4%，为2023年12月以来的最快增速。家电销售按年增长53%，通信器材销售按年增长33%，电动汽车销量按年增长28%（后者基于乘用车市场信息联席会数据）。商务部数据显示，截至5月底，以旧换新补贴已带动销售额达1.1万亿元人民币（5月约为3,800亿元人民币，占社会消费品零售总额的9%）（新华社，6月1日）。
- 在强劲的出口支撑下，5月**工业增加值**按年增速加快至5.8%，但内需表现喜忧参半。对设备更新和增长新动能的政策支持，推动装备制造业（按年增长9.0%）和高科技制造业（按年增长8.6%）保持较高增速。但与房地产供应链相关的行业表现持续不佳，非金属矿物制品业和黑色金属冶炼加工业的工业增加值按年增速更显疲弱，分别下降0.6%和4.8%。
- **房地产行业**表现略显疲弱，**一手房销售**按年降幅扩大至4.6%，**房地产投资**按年下降12%。政策层面仍在进行边际微调，有助于防止该行业出现更快的下滑。房地产企稳回升或许仍需要更大力度的支持，但从政策优先性上来看，支持出口企业和提振消费等领域或是当务之急。
- 受能源价格持续拖累，5月**整体消费价格指数**按年下降0.1%。然而，在持续的促消费政策支持下，**核心消费价格指数**按年回升至0.6%。与此同时，**生产价格指数**按年降幅扩大至3.3%，反映出房地产供应链中部分产能过剩和油价下跌导致的价格下行压力尚未缓解。贸易不确定性的延续亦表明，提振价格水平仍需依靠国内需求作为主要驱动力。
- **5月出口**按年增长4.8%，因对美出口进一步下降（按年下降35%）被对其他地区出口强劲增长所抵消，包括东盟（按年增长15%）、欧元区（按年增长12%）和非洲（按年增长33%），反映出中国正加快出口和供应链的多元化布局。由于全球大宗商品价格下跌、中国房地产行业持续疲软继续拖累内需，5月**进口**按年降幅扩大至3.4%。

¹ 资料来源：万得资讯、汇丰银行

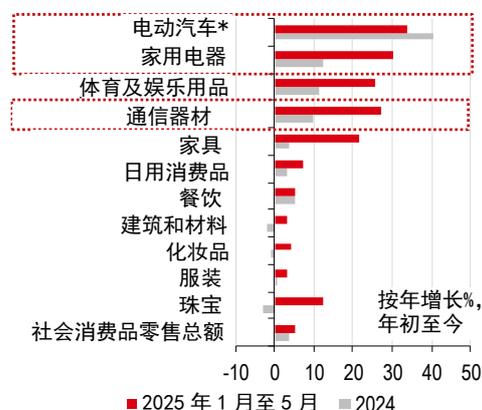
关于中国经济的五大热点问题

如果有人问您当前中国经济面临的最紧迫问题，您会想到什么？贸易紧张局势、劳动力市场压力、通缩压力、消费低迷，以及是否会有“大水漫灌”式刺激政策？让我们为您提供一些答案。

问题 1：国内消费复苏速度如何？

5 月社会消费品零售总额超预期增长，部分得益于政府补贴（如以旧换新计划）。在城市化趋势的推动下，小城市（三线和四线城市）在社会消费品零售总额方面的表现要好于大城市。尽管中国的消费品支出水平已与全球水平大致持平，但服务消费仍显滞后。更多聚焦服务需求的政策，以及支持民生的结构性改革（比如放宽户籍限制），将有助于消费的持续恢复。

图 1：耐用消费品以旧换新计划带动了消费……



注：*电动汽车的数据指零售销量。HH=家庭。
资料来源：CEIC、中国乘用车市场信息联席会、汇丰银行

图 2：……但服务消费蕴含巨大潜力



资料来源：万得资讯、汇丰银行

问题 2：劳动力市场状况如何？

整体失业率已小幅下降（5 月为 5%），但仍存在一些压力点。青年失业率约为 16%，由于毕业生人数增加且优质入门级岗位不足，这一失业率的降低可能仍存难度。低收入群体和农民工的收入增长速度低于其他群体，也低于国内生产总值增速。然而，随着政府加大政策力度并推出一系列支持民生、促进收入增长的举措，情况有望改善。

问题 3：通缩：解决之道在哪？

中国正经历国内生产总值平减指数史上最长时间的收缩期。消费价格指数疲弱主要受波动性较大的食品和能源项目拖累，但核心消费价格指数相对稳定。生产价格指数通缩受到需求疲弱和相关行业产能过剩的影响。调整供给、提升盈利能力的举措或将加快推进，尤其是在工业领域。同时，补足社会保障短板、稳定就业市场也同样至关重要。

问题 4：尽管美国加征关税，今年至今出口为何仍表现坚韧？

这主要归因于“抢出口”和贸易结构调整。我们估算，中国对美直接出口在去年第四季度已经历大规模“抢出口”，并延续至今年第一季度，以抢在“解放日”相关公告之前完成。这类出口在 4 月和 5 月因关税加征而受到冲击。与其他市场（特别是东盟和拉丁美洲等新兴市场）的贸易结构调整，帮助弥补了部分缺口。不过，其他国家/地区也可能面临更高的美国关税。我们预计下半年整体出口增速将放缓。

问题 5：中国的刺激政策是否取决于中美关系？

我们预计中国不会推出“大水漫灌”式刺激政策，政策制定者将更青睐稳健的结构性改革措施。随着中美贸易谈判带来一段相对平稳期，以及国内经济活动数据整体表现尚可，中国可能会继续保持稳步推进的政策节奏。

即将发布的中国主要经济数据

日期	指标	前值
6月30日	国家统计局制造业采购经理人指数	49.5
7月1日	财新制造业采购经理人指数终值	48.3
7月3日	财新服务业采购经理人指数	51.1
7月9日	生产价格指数 (PPI) 按年增长	-3.3%
7月9日	消费价格指数 (CPI) 按年增长	-0.1%
7月14日	出口按年增长	4.8%
7月14日	进口按年增长	-3.4%
7月15日	社会消费品零售总额按年增长	6.4%
7月15日	第二季国内生产总值	5.4%
7月21日	1年期贷款市场报价利率	3.00%
7月21日	5年期贷款市场报价利率	3.50%

资料来源: Refinitiv Eikon

A 股主要指数表现*

	目前	年初至今	过去1年
上证综指	1,981	1.20%	17.38%
深证综指	10,052	-3.48%	9.03%
沪深300	3,843	-2.33%	8.91%

 注: *过往的表现并不代表未来的回报。价格数据截至 2025 年 6 月 19 日。
 资料来源: Refinitiv Eikon

披露附录

- 1 本报告发布日期为 2025 年 6 月 20 日。
- 2 除非本报告中列明不同日期及 / 或具体时间，否则本报告所载的所有市场数据均截至 2025 年 6 月 19 日收市时间。
- 3 汇丰设有识别及管理与研究业务相关的潜在利益冲突的制度。汇丰分析师及其他从事研究报告编制和发布工作的人员有独立于投资银行业务的汇报线。研究业务与投资银行及自营交易业务之间设有信息隔离墙，以确保机密及 / 或价格敏感信息得到妥善处理。
- 4 您不得出于以下目的使用本文件中的任何信息作为参考：(i) 决定贷款协议、其它财务合约或金融工具项下的应付利息，或其他应付款项，(ii) 决定购买、出售、交易或赎回金融工具的价格，或金融工具的价值，及 / 或 (iii) 衡量金融工具的表现。
- 5 本报告为汇丰环球研究发布的英文报告的中文翻译版本。香港上海汇丰银行有限公司、汇丰银行（中国）有限公司、加拿大汇丰银行和汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

免责声明

本报告由香港上海汇丰银行有限公司(简称「HBAP」，注册地址香港皇后大道中 1 号)编制。HBAP 在香港成立，隶属于汇丰集团。

本报告由汇丰(台湾)商业银行有限公司及 HBAP(合称「发行方」)向其客户分发。本报告仅供一般传阅和资讯参考目的。本报告在编制时并未考虑任何特定客户或用途，亦未考虑任何特定客户的任何投资目标、财务状况或个人情况或需求。HBAP 根据在编制时来自其认为可靠来源的公开信息编制本报告，但未独立验证此类资讯。本报告的内容如有变更恕不另行通知。对于因您使用或依赖本报告，而可能导致您产生、或承受因此造成、导致或与其相关的任何损失、损害或任何形式的其他后果，HBAP 及发行方不承担任何责任。对于本报告的准确性、及时性或完整性，HBAP 及发行方并不作出任何担保、声明或保证。本报告并非投资建议或意见，亦不以销售投资或服务或邀约购买或认购这些投资或服务为目的。您不应使用或依赖本报告作出任何投资决定。HBAP 及发行方对于您的此类使用或依赖不承担任何责任。若对本报告内容有任何问题，您应该咨询您所地区的专业顾问。您不应为任何目的向任何个人或实体复制或进一步分发本报告部分或全部的内容。本报告不得在任何禁止分派本报告的地区分发。

以下条款仅适用于汇丰(台湾)商业银行有限公司向其客户分发时的情况

汇丰(台湾)办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰(台湾)不担保信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

中国内地

在中国内地，本报告由汇丰银行（中国）有限公司（简称“汇丰中国”）及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司向其客户分发，仅用于一般参考目的。本报告并不旨在提供证券和期货投资建议或提供金融信息服务，亦不旨在推广或销售任何理财产品。本报告所载内容和信息均基于现状提供。若对本报告内容有任何问题，您应该咨询您所在辖区的专业顾问。

© 版权香港上海汇丰银行有限公司2025版权所有。

未经香港上海汇丰银行有限公司的事先书面许可，不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统，或以任何电子、机械、影印、记录或其它形式或方式进行传输。

[1260673]