

## 關於中國經濟的五大熱點問題

- ◆ 沒有「大水漫灌」式刺激——目標是透過改革解決結構性問題；需要關注「十五五」規劃
- ◆ 家庭消費品支出水平接近全球水平，但服務消費仍然滯後；放寬戶籍限制或將有所幫助
- ◆ 中美經貿談判緩解緊張局勢，但不確定性依然存在；中國出口在下半年可能面臨阻力

### 中國數據回顧（2025年5月）<sup>1</sup>

- 受消費品以舊換新計劃的推動，5月**社會消費品零售總額**按年增長6.4%，為2023年12月以來的最快增速。家電銷售按年增長53%，通信器材銷售按年增長33%，電動汽車銷量按年增長28%（後者基於乘用車市場訊息聯席會數據）。商務部數據顯示，截至5月底，以舊換新補貼已帶動銷售額達1.1萬億元人民幣（5月約為3,800億元人民幣，占社會消費品零售總額的9%）（新華社，6月1日）。
- 在強勁的出口支撐下，5月**工業增加值**按年增速加快至5.8%，但內需表現喜憂參半。對設備更新和增長新動能的政策支持，推動裝備製造業（按年增長9.0%）和高科技製造業（按年增長8.6%）保持較高增速。但與房地產供應鏈相關的行業表現持續不佳，非金屬礦物製品業和黑色金屬冶煉加工業的工業增加值按年增速更顯疲弱，分別下降0.6%和4.8%。
- **房地產行業**表現略顯疲弱，**一手房銷售**按年降幅擴大至4.6%，**房地產投資**按年下降12%。政策層面仍在進行邊際微調，有助於防止該行業出現更快的下滑。房地產企穩回升或許仍需要更大力度的支持，但從政策優先性來看，支持出口企業和提振消費等領域或是當務之急。
- 受能源價格持續拖累，5月**整體消費價格指數**按年下降0.1%。然而，在持續的促消費政策支持下，**核心消費價格指數**按年回升至0.6%。與此同時，**生產價格指數**按年降幅擴大至3.3%，反映出房地產供應鏈中部分產能過剩和油價下跌導致的價格下行壓力尚未緩解。貿易不確定性的延續亦表明，提振價格水平仍需依靠國內需求作為主要驅動力。
- 5月**出口**按年增長4.8%，因對美出口進一步下降（按年下降35%）被對其他地區出口強勁增長所抵消，包括東盟（按年增長15%）、歐元區（按年增長12%）和非洲（按年增長33%），反映出中國正加快出口和供應鏈的多元化佈局。由於全球大宗商品價格下跌、中國房地產行業持續疲軟繼續拖累內需，5月**進口**按年降幅擴大至3.4%。

<sup>1</sup> 資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

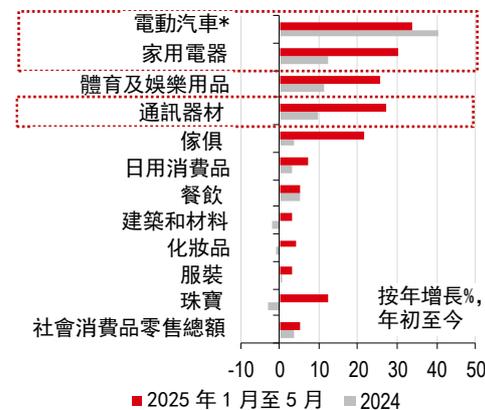
### 關於中國經濟的五大熱點問題

如果有人問您當前中國經濟面臨的最緊迫問題，您會想到什麼？貿易緊張局勢、勞動力市場壓力、通縮壓力、消費低迷，以及是否會有「大水漫灌」式刺激政策？讓我們為您提供一些答案。

#### 問題 1：國內消費復甦速度如何？

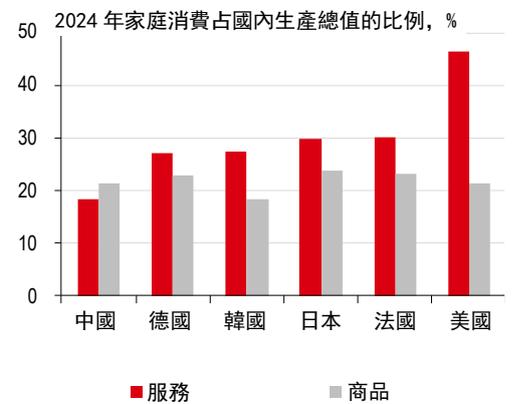
5 月社會消費品零售總額超預期增長，部分得益於政府補貼（如以舊換新計劃）。在城市化趨勢的推動下，小城市（三線和四線城市）在社會消費品零售總額方面的表現要好於大城市。儘管中國的消費品支出水平已與全球水平大致持平，但服務消費仍顯滯後。更多聚焦服務需求的政策，以及支持民生的結構性改革（比如放寬戶籍限制），將有助於消費的持續恢復。

圖 1：耐用消費品以舊換新計劃帶動了消費.....



注：\*電動汽車的數據指零售銷量。HH=家庭。  
資料來源：CEIC、中國乘用車市場訊息聯席會、滙豐銀行

圖 2：.....但服務消費蘊含巨大潛力



資料來源：萬得資訊、滙豐銀行

#### 問題 2：勞動力市場狀況如何？

整體失業率已小幅下降（5 月為 5%），但仍存在一些壓力點。青年失業率約為 16%，由於畢業生人數增加且優質入門級崗位不足，這一失業率的降低可能仍存難度。低收入群體和農民工的收入增長速度低於其他群體，也低於國內生產總值增速。然而，隨著政府加大政策力度並推出一系列支持民生、促進收入增長的舉措，情況有望改善。

#### 問題 3：通縮：解決之道在哪？

中國正經歷國內生產總值平減指數史上最長時間的收縮期。消費價格指數疲弱主要受波動性較大的食品和能源項目拖累，但核心消費價格指數相對穩定。生產價格指數通縮受到需求疲弱和相關產業產能過剩的影響。調整供給、提升盈利能力的舉措或將加快推進，尤其是在工業領域。同時，補足社會保障短板、穩定就業市場也同樣至關重要。

#### 問題 4：儘管美國加征關稅，今年至今出口為何仍表現堅韌？

這主要歸因於“搶出口”和貿易結構調整。我們估算，中國對美直接出口在去年第四季度已經歷大規模“搶出口”，並延續至今年第一季度，以搶在「解放日」相關公告之前完成。這類出口在 4 月和 5 月因關稅加征而受到衝擊。與其他市場（特別是東盟和拉丁美洲等新興市場）的貿易結構調整，說明彌補了部分缺口。不過，其他國家/地區也可能面臨更高的美國關稅。我們預計下半年整體出口增速將放緩。

#### 問題 5：中國的刺激政策是否取決於中美關係？

我們預計中國不會推出「大水漫灌」式刺激政策，政策制定者將更青睞穩健的結構性改革措施。隨著中美貿易談判帶來一段相對平穩期，以及國內經濟活動數據整體表現尚可，中國可能會繼續保持穩步推進的政策節奏。

**即將發佈的中國主要經濟數據**

日期	指標	前值
6月30日	國家統計局製造業採購經理人指數	49.5
7月1日	財新製造業採購經理人指數終值	48.3
7月3日	財新服務業採購經理人指數	51.1
7月9日	生產價格指數 (PPI) 按年增長	-3.3%
7月9日	消費價格指數 (CPI) 按年增長	-0.1%
7月14日	出口按年增長	4.8%
7月14日	進口按年增長	-3.4%
7月15日	社會消費品零售總額按年增長	6.4%
7月15日	第二季國內生產總值	5.4%
7月21日	1年期貸款市場報價利率	3.00%
7月21日	5年期貸款市場報價利率	3.50%

資料來源：Refinitiv Eikon

**A 股主要指數表現\***

	目前	年初至今	過去1年
上證綜指	1,981	1.20%	17.38%
深證綜指	10,052	-3.48%	9.03%
滬深 300	3,843	-2.33%	8.91%

 注：\*過往的表現並不代表未來的回報。價格數據截至 2025 年 6 月 19 日。  
 資料來源：Refinitiv Eikon

# 披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2025 年 6 月 20 日。
- 2 除非本報告顯示不同的日期及 / 或具體的時間，否則本報告中的所有市場資料截止於 2025 年 6 月 19 日。
- 3 滙豐設有識別及管理與研究業務相關的潛在利益衝突的制度。滙豐分析師及其他從事研究報告準備和發布工作的人員有獨立於投資銀行業務的匯報線。研究業務與投資銀行及做市商交易業務之間設有資訊隔離牆，以確保保密資訊和（或）價格敏感性資訊可以得到妥善處理。
- 4 您不可出於以下目的使用 / 引用本報告中的任何資料作為參考：（i）決定貸款協議、其它融資合同或金融工具項下的應付利息，或其它應付款項，（ii）決定購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值，和 / 或（iii）測度金融工具的表現。
- 5 本報告為滙豐環球研究發布的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、加拿大滙豐銀行和滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的内容有差異，須以英文版本內容為準。

# 免責聲明

本報告由香港上海滙豐銀行有限公司(簡稱「HBAP」，註冊地址香港皇后大道中 1 號)編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。

本報告由滙豐(台灣)商業銀行有限公司及 HBAP(合稱「發行方」)向其客戶分發。本報告僅供一般傳閱和資訊參考目的。本報告在編製時並未考慮任何特定客戶或用途，亦未考慮任何特定客戶的任何投資目標、財務狀況或個人情況或需求。HBAP 根據在編製時來自其認為可靠來源的公開信息編製本報告，但未獨立驗證此類資訊。本報告的內容如有變更恕不另行通知。對於因您使用或依賴本報告，而可能導致您產生、或承受因此造成、導致或與其相關的任何損失、損害或任何形式的其他後果，HBAP 及發行方不承擔任何責任。對於本報告的準確性、及時性或完整性，HBAP 及發行方並不作任何擔保、聲明或保證。本報告並非投資建議或意見，亦不以銷售投資或服務或邀約購買或認購這些投資或服務為目的。您不應使用或依賴本報告作出任何投資決定。HBAP 及發行方對於您的此類使用或依賴不承擔任何責任。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所地區的專業顧問。您不應為任何目的向任何個人或實體複製或進一步分發本報告部分或全部的內容。本報告不得在任何禁止分派本報告的地區分發。

以下條款僅適用於滙豐(台灣)商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況

滙豐(台灣)辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐(台灣)不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

## 中國內地

在中國內地，本報告由滙豐銀行（中國）有限公司（簡稱「滙豐中國」）向其客戶分發，僅用於一般參考目的。本報告並不旨在提供證券和期貨投資建議或提供金融信息服務，亦不旨在推廣或銷售任何理財產品。本報告所載內容和信息均基於現狀提供。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所在轄區的專業顧問。

© 版權香港上海滙豐銀行有限公司 2025，版權所有。

未經香港上海滙豐銀行有限公司的事先書面許可，不得對本報告任何部分進行複製、存儲於檢索系統，或以任何電子、機械、影印、記錄或其它形式或方式進行傳輸。

[1260673]