

结构性改革进程加快

- ◆ 中国下半年经济政策旨在加快去产能进程，并推出更多提振需求的政策
- ◆ 新的“反内卷”行动应会有助于提高生产效率，更好地平衡供需
- ◆ 着重于促进消费的政策以增加商品和服务需求，可能有助于释放更多增长潜力

中国数据回顾（2025 年 7 月）<sup>1</sup>

- 7 月**社会消费品零售总额**按年增速放缓至 3.7%，主要受汽车销售明显回落（按年下降 1.5%）拖累。中国乘用车市场信息联席会最近指出，7 月乘用车和电动汽车销量分别按年增长 6.3% 和 12%，低于上半年的 10.8% 和 33.3%（第一财经，8 月 8 日）。此外，第三批以旧换新补贴可能要到 7 月底才开始实施（中国政府网，7 月 26 日）。
- 7 月**工业增加值**按年增速放缓至 5.7%，可能是受反内卷行动的影响。然而，受益于持续政策刺激（如设备升级及促进技术和创新的激励措施）的行业仍然引领整体增长，例如高科技制造业增长 9.3%。
- 7 月**房地产投资**按年下降 17%，为 2022 年 11 月以来的最大降幅。同时，住宅一手房销量也按年下降 7.1%。值得注意的是，7 月政治局会议和中央城市工作会议已经确定了基调，即推进城市更新和提高城市化水平将是长期政策重点。
- 7 月**消费价格指数**按年涨幅持平，主要是由于食品和能源价格下降。然而，**核心消费价格指数**继续改善，按年增长 0.8%，这可能得益于提振消费的持续财政刺激政策。在生产端，7 月**生产价格指数**涨幅依然疲软，按年下降 3.6%。反内卷行动的影响尚需时日才会显现。
- **出口**保持增长趋势，7 月按年增长 7.2%，主要受去年低基数、持续的贸易结构调整以及对新兴市场地区的出口前置推动。同时，在加工贸易进口持续强劲的推动下，**进口**按年增长 4.1%，同时一般贸易进口也恢复至正增长。

<sup>1</sup> 资料来源：万得资讯、汇丰银行

## 结构性改革进程加快

上半年经济强劲增长（图 1）、对等关税暂停、从 DeepSeek 到创新药物的技术突破，以及最近围绕结构性改革的政策趋势，使市场情绪更加乐观，并可能带来比预期更稳定的下半年增长。中国也在转向高质量增长，聚焦消费、城镇化、技术升级和化解产能过剩。

## 政策支持力度加大

**支持经济增长是政治局的首要任务**

**政治局定下基调：**政策制定者在 7 月的政治局会议（7 月 30 日）上明确表示，**支持经济增长仍是首要任务**。下半年的经济政策旨在实施结构性措施，加快去产能进程，并通过推出重大项目和新型城镇化计划来提振消费。更大力度的财政推动也可能包括特大型基础设施项目，例如近期投资达 1.2 万亿元人民币的雅江水电工程。

**供给侧改革有望在长期提升生产率**

**“反内卷”行动步伐加速：**虽然由于行业整合和裁员，“反内卷”行动可能减缓短期增长，但**有望在长期提升生产率和改善供需平衡**。与 2016 年的供给侧改革不同，中国的目标是采取更加市场化的方式来降低产能。近期出台的一系列法律法规，如《民营经济促进法》，旨在营造公平竞争的市场环境。如果能够有效落实，这些举措不仅将遏制并惩治反竞争行为，还将加快全国统一大市场的形成。

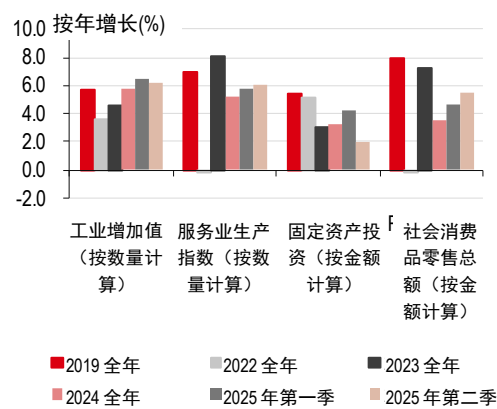
该行动也有助于推动价格回升（图 2）。在上一轮改革中，生产价格指数在改革启动约三个季度后恢复正增长。这一次，由于政府强调市场化方式，价格回升的节奏可能会相对放缓。

**新型城镇化规划将成为政策支柱**

**提振国内需求：**与以往一样，旨在提振需求的政策将是关键因素。新型**城镇化规划将作为政策基石**，聚焦城市更新计划、提高城镇化率和建设城市群。该规划还旨在扩大保障性住房规模，可能对存量房进行改造。这些大型长期项目也将在即将到来的“十五五”规划中得到更多关注。

中国也在继续推进可以提振消费高质量增长的战略。尽管耐用消费品补贴从去年开始实施，但一个显著的进展是，中央政府现在开始**为服务消费提供直接支持**，例如托幼和养老服务。随着城镇化进程的推进，新的城镇居民可能更愿意增加支出，特别是在平等享有公共服务的情况下。

### 1. 上半年经济增速达到 5.3%



资料来源：CEIC、汇丰银行

### 2. 削减产能有助于提高价格和盈利能力



资料来源：CEIC、汇丰银行

## 即将发布的中国主要经济数据

| 日期       | 指标                     | 前值    |
|----------|------------------------|-------|
| 8 月 20 日 | 1 年期贷款市场报价利率           | 3.00% |
| 8 月 20 日 | 5 年期贷款市场报价利率           | 3.50% |
| 8 月 31 日 | 国家统计局制造业采购经理人指数        | 49.3  |
| 9 月 1 日  | RatingDog 制造业采购经理人指数终值 | 49.5  |
| 9 月 3 日  | RatingDog 服务业采购经理人指数   | 52.6  |
| 9 月 8 日  | 出口按年增长                 | 7.2%  |
| 9 月 8 日  | 进口按年增长                 | 4.1%  |
| 9 月 10 日 | 生产价格指数 (PPI) 按年增长      | -3.6% |
| 9 月 10 日 | 消费价格指数 (CPI) 按年增长      | 0.0%  |
| 9 月 15 日 | 社会消费品零售总额按年增长          |       |

资料来源：LSEG Eikon

## A 股主要指数表现\*

|        | 目前    | 年初至今   | 过去 1 年 |
|--------|-------|--------|--------|
| 上证综指   | 3,683 | 9.90%  | 28.44% |
| 深证综指   | 2,289 | 15.54% | 46.77% |
| 沪深 300 | 4,177 | 6.14%  | 25.26% |

\*过往的表现并不代表未来的回报  
资料来源：LSEG Eikon。截至 2025 年 8 月 13 日收盘

# 披露附录

- 1 本报告发布日期为 2025 年 8 月 15 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 8 月 14 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 本报告为汇丰环球投资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。

[1263903]