



月度中国宏观洞察：7月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？

中美关系：关税“休战”延期 90 天，短期内关税风险下降。正如我们所预料的，中美之间的关税暂缓期再延期 90 天。但延期过程也并非一帆风顺。鉴于在根本性问题上的分歧，中美要在 11 月 10 日之前达成贸易协议或仍有一定难度。即便依然无法完全达成协议，考虑到中方稀土出口等谈判筹码、以及现有关税政策对美国通胀率的影响逐渐显现，我们认为届时双方或有望再次延长暂缓期。可能性在 70%。不过，美方或认为在今年接下来时间的关税谈判条件或较 4-5 月有所改善。因此我们认为有 25% 的可能性，中美关税战在接下来几个月或升级。

数据回顾：7 月实体经济数据走弱且低于市场预期，但高频数据显示 8 月经济动能较 7 月稍有改善。7 月实体经济数据继续凸显下半年经济挑战，尤其在消费和投资方面。消费品“以旧换新”政策的边际效应递减、反内卷、关税影响的逐渐显现接下来仍有可能影响消费和房地产下行周期的复苏、制造业投资扩张等。鉴于 7 月出口增速超预期加快，我们认为今年接下来的出口前景或好于之前中期展望里的预测，但整体趋势或仍是下行的。从 8 月来看，大多数高频数据在 8 月至今较 7 月有所改善，虽然改善幅度较微。

政策展望：我们认为现有政策落实以及房地产政策放松是短期政策重点，而财政增量资金支持、降准降息等更为显著的增量刺激政策或最快要等到 9 月底。近期财政政策的重点或放在加快政府债券发行和使用以及此前发布的一系列促内需政策的执行和成效观望上。不过，我们依然维持一贯的政府今年会再推出额外 0.5-1.0 万亿元财政资金支持、时点最快在 9 月底的基本判断。近期国家发改委频繁提及的新型政策性金融工具或是重要投放手段（或之一）。我们之前所期待的设备更新和消费品“以旧换新”政策加码近期或不会实现。在货币政策上，我们依然认为降息降准最快要等到 9 月底，不过近期政策进展让降准降息时点后移的可能性有所上升。在房地产政策上，我们发现供需两端政策均发生积极变化。从需求端来看，北上广购房政策接连再优化。从供给端来看，彭博社报道政府或动员央企加快收购房企存量房。我们认为近期房地产支持政策仍可期，以“城市更新”为重要抓手。

汇率展望：我们依然预计接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.3 的区间内波动，并在年底更为靠近波动区间的弱端。受资本市场表现提振，人民币兑美元汇率 8 月以来稳中有升，无惧经济基本面的略微走弱。不过，考虑到美国加征的 30% 关税，央行或并不希望人民币继续升值。往前看，我们依然认为年内人民币继续升值空间有限。

投资风险：中美关系尤其是贸易关系再次恶化；地缘政治风险；房地产行业迟迟不能企稳；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 8 月 29 日



扫码关注浦银国际研究

月度中国宏观洞察：7 月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？

中美关税“休战”延期 90 天，短期内关税风险下降

正如我们[之前所预料](#)的，中美之间的关税暂缓期再延期 90 天。不过延期过程也并非一帆风顺：在 7 月 28-29 日举行的中美斯德哥尔摩第三轮经贸会谈后，双方并未直接宣布暂缓 24% 个性化“对等关税”的执行，而仅表示将继续推动已暂停的美方“对等关税”24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天。美国财政部长贝森特表示是否延期还需要等特朗普决断和签署行政令。这一做法一度引发了中美关税谈判生变的担忧。好在 8 月 12 日，《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》发布：自 2025 年 8 月 12 日起再次暂停实施 24% 的关税 90 天。此外，在 8 月 11 日，美国政府和芯片巨头英伟达与 AMD 达成协议，允许这两家公司向中国出口部分人工智能芯片，条件是这两家公司必须向美国政府缴纳其在华相关人工智能芯片销售额的 15%。今年 4 月，特朗普政府以国家安全担忧为由，禁止未经许可向中国出口英伟达的 H20 芯片和 AMD 的 MI308 芯片。不过中国的官方媒体认为 H20 芯片技术落后，并存在“严重安全漏洞”，多款国产人工智能芯片性能已经在部分领域超过 H20。8 月 26 日，特朗普再度就中美关系发言，警告说中国须继续供应磁铁，否则或将面临 200% 关税。不过他这一发言并未大量发酵。他同时表示今年稍后将访华（图表 1）。

根据 PIIE 研究所公布的数据，虽然中美关税“休战”得以继续，但是由于美国自休战期开始后连续加征了针对铁、铝、铜制品的 50% 关税，美国对华平均关税税率从 5 月“休战”后的 51.8% 上升到 8 月起的 54.9%（图表 2）。不过美国对其他国家的关税加征幅度在 7 月 31 日税率更新后上升更多，从 4 月宣布暂缓“对等关税”执行后的 4 月起最低水平 10.8% 上升到 8 月 1 日的 14.5%。若不考虑铁、铝、铜制品加征关税，中国和其他国家对美国出口的其他产品关税差距有所下降。

我们依然认为有 70% 的可能性中美之间的关税在今年下半年维持现状。鉴于在根本性问题上的分歧，中美要在 11 月 10 日（新一轮 90 天“休战”到期日）之前达成贸易协议或仍有一定难度。在特朗普第一个任期内的中美贸易战中，从 2018 年 6 月关税战爆发到 2020 年 1 月达成一阶段贸易协议经过了一年半的时间。而此次关税战从今年 4 月开始爆发，到 11 月仅过了 7 个月。即便依然无法完全达成协议，考虑到中方稀土出口等谈判筹码、以及现有关税政策对美国通胀率的影响逐渐显现，我们认为到时双方或有望再次延长暂缓期。不过，在特朗普 7 月与重大贸易伙伴（日本、欧盟等）已经贸易协议，以及美国资本市场表现良好的情况下，美方或认为在今年接下来时间关税谈判的条件或较 4-5 月有所改善。因此我们认为有 25% 的可能性，

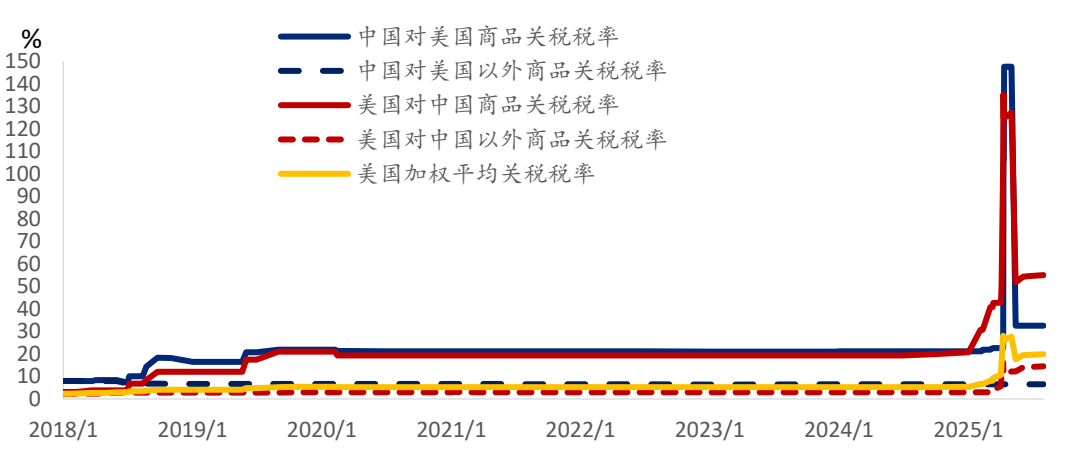
中美关税战在接下来几个月或升级。此外，在特朗普 7 月 31 日公布的新关税税率外，除英国以外国家的关税加征幅度均高于 10%，我们认为美国对华关税进一步调低的可能性将较低（5%）。

图表 1：特朗普上任以来中美贸易关系重要事件一览

时间	事件
2 月 1 日	特朗普以芬太尼为由，加征中国商品 10%关税，2 月 4 日执行。
3 月 4 日	特朗普以芬太尼为由，再加征中国商品 10%关税。
4 月 4 日	中国国务院关税税则委员会宣布，自 4 月 10 日起对所有美国产品加征 34%关税，限制稀土出口，管制部分美国企业。
4 月 9 日	特朗普签署总统令，将对中国的“对等关税”从 34%提高到 84%，立即生效。中国再加征 50%关税至所有美国进口商品。
4 月 10 日	特朗普将对中国商品关税提升至 125%，结合此前芬太尼制品的 20%关税，总体对中国关税高达 145%。
4 月 11 日	中国宣布将对美国商品的关税增至 125%，并表示不再回应美国加征关税。
4 月 22 日	特朗普政府放风对华高关税可能会降低，具体取决于双方谈判情况。
5 月 12 日	中美发表联合声明，宣布“对等关税”以来的加征关税幅度将暂时（90 天）下调至 10%。双方承诺建立机制，继续就经贸关系进行协商。
5 月 14 日	中美 90 天关税暂停协议正式生效日，美国对中国商品关税暂停 24%、保留 10%，中国对美国商品关税下调至 10%。
6 月 5 日	双方领导人通话，尽快开展新一轮磋商。
6 月 10-11 日	中美双方在伦敦召开新一轮高级别谈判，聚焦关税，稀土出口与科技出口管制等结构性议题，并且宣布达成“框架性贸易协议”。特朗普表示美方会将对中国商品的平均关税维持在 55%，而中方将放开稀土的出口管制。
6 月 27 日	中美达成协议，加快稀土以及稀土磁体的出口，以缓解全球供应链压力，美方配合调整某些出口管制。
7 月 2 日	美方取消对华芯片设计软件和乙烷出口许可证要求，显示双方落实稀土协议后职能部门同步执行。
7 月 14 日	英伟达表示美国政府已经承诺给予出口许可给英伟达出售 H20 AI 芯片给中国。
7 月 15 日	美国财政部长贝森特表示和中国暂时“休战”的 8 月 12 日截止日期并不是一成不变的，并称两大经济体之间正在进行的谈判“进展顺利”。
7 月 28-29 日	中美双方在新德哥尔摩举行第三轮会谈，双方就中美经贸关系、宏观经济政策等双方共同关心的经贸议题开展了坦诚、深入、富有建设性的交流。根据会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方“对等关税”24%部分以及中方反制措施如期展期 90 天。
8 月 11 日	美国政府已与英伟达和 AMD 达成协议，允许这两家公司向中国出口部分人工智能芯片，条件是这两家公司必须向美国政府缴纳其在中国相关人工智能芯片销售额的 15%。作为回报，美国将发放近几个月来一直被扣留的出口许可证。今年 4 月，特朗普政府以国家安全担忧为由，禁止未经许可向中国出口英伟达的 H20 芯片和 AMD 的 MI308 芯片。
8 月 12 日	中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明发布：自 2025 年 8 月 12 日起再次暂停实施 24%的关税 90 天。
8 月 26 日	特朗普表示中国须向美国提供磁铁，否则或将面临 200%关税。他同时表示今年稍后将访华。

资料来源：新闻整理、浦银国际

图表 2：中美双边关税、以及对其他国家关税税率的变化情况



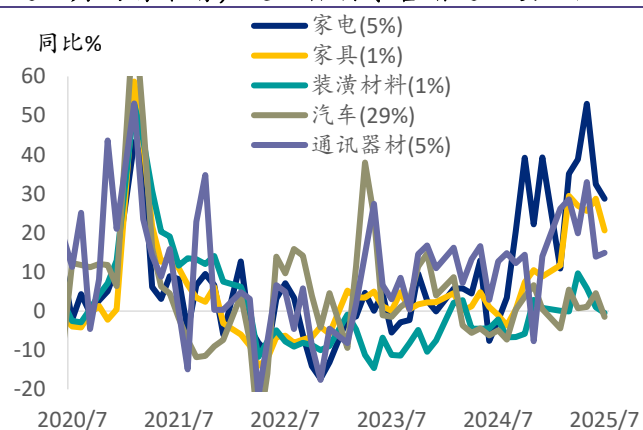
资料来源：PIIE、浦银国际估算

数据回顾：7月实体经济数据继续转弱且低于市场预期

7月实体经济数据继续凸显下半年经济挑战，尤其在内需方面。在[上月的宏观月报](#)中，我们曾提到尽管二季度GDP增速略高于预期，但下半年经济的“三驾马车”或均面临一定挑战。而7月的实体经济数据则至少印证了其中两驾马车——消费和投资接下来所面临的潜在风险。我们相信消费品“以旧换新”政策边际效用的递减、关税影响的逐渐显现、“反内卷”以及7月极端天气的增多等因素均对实体经济数据产生了一定影响。然而除了极端天气之外，其他因素今后仍可能影响经济复苏。具体地说：

在消费方面，7月社会消费品零售总额同比增速或受消费品“以旧换新”政策边际效应递减影响而继续下滑。商品零售增速的减慢是主要原因，其中曾受政策提振的汽车、家电和家具零售增速7月均有下滑（图表3、图表4）。这符合我们[此前判断](#)的30%左右的家电和家具零售增速并不可持久的观点，但也和7月部分时间补贴发放断档有一定关系。往前看，政府已经明确7月再下达690亿元人民币的“以旧换新”补贴资金，第四批资金690亿元将在10月下达。然而从额度上来看，这仍略低于上半年已经发放的1620亿元资金，且零售增速还需面对去年下半年高基数的挑战。政府自7月底起发布的育儿补贴、免除学前教育费、个人消费贷财政贴息等政策成效仍有待观察。

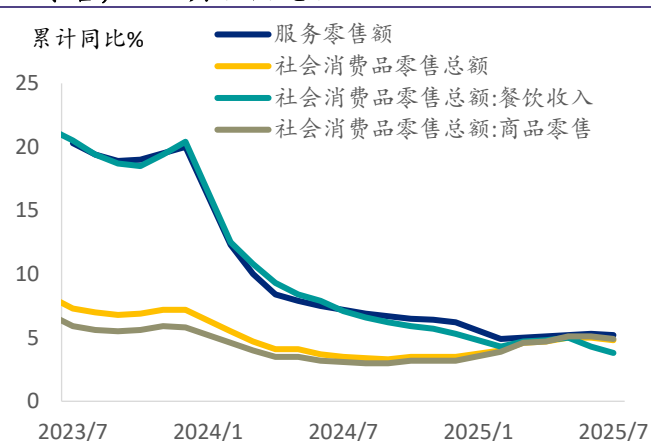
图表3：曾受政策提振的汽车、家电和家具零售增速7月均有下滑，通讯器材零售增速继续加快



注：括号内数字指各分项在2024年社会零售总额里的占比。

资料来源：同花顺、浦银国际

图表4：服务零售累计同比增速今年以来仍高于商品零售，且7月跌幅更小

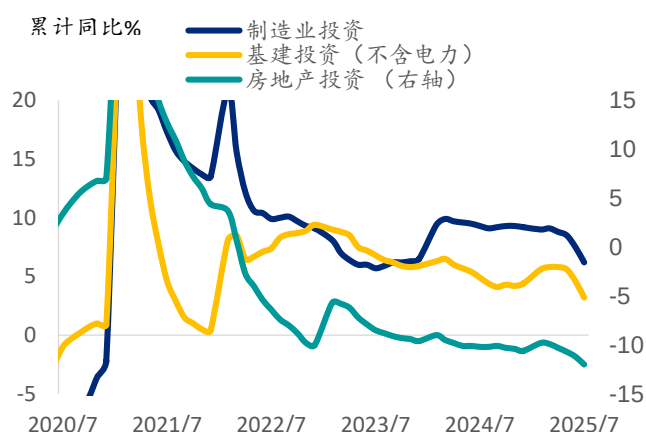


资料来源：同花顺、浦银国际

在投资方面，三大分项继续全面下滑。固定资产投资累计同比增速再显著下滑 1.2 个百分点到 1.6%，创造了 2020 年 10 月以来的新低。分行业来看（图表 5）：

- **令我们最为担心的制造业投资增速 7 月再显著下滑 1.3 个百分点到 6.2%。**不过这一水平从历史数据来看并不算低。往前看，制造业投资或仍受到设备更新政策成效的退坡、美国对华加征关税以及“反内卷”的影响。7 月底的半年度政治局经济会议并未提及设备更新，我们此前呼吁该项目的资金加码和扩容短期内或不是政策重点所在。
- **房地产投资或继续面临下行压力。**7 月房地产投资累计同比跌幅有所加快。房地产行业企稳的先行指标——房价和房产销售在 7 月均继续下滑（图表 6、图表 6）。高频数据显示情况在 8 月或并未好转：前 27 天 30 大中城市商品房成交面积相比去年同期跌 11.5%，跌幅与 7 月的-11.7% 大致持平（图表 8）。房地产行业仍需政策支持以达到止跌回稳的效果。
- **基建投资增速也在 7 月再大幅下滑，或部分受极端天气影响。**不过，该分项投资受政策影响最大，或可在政府支持下反弹，并成为支撑整体固定资产投资的关键因素。随着“两重”工作的加速展开，以及总投资约 1.2 万亿元的雅鲁藏布江下游水电工程的正式开工，我们认为基建投资或在政策支持下边际改善。

图表 5：固定资产投资三大分项 7 月均继续下滑



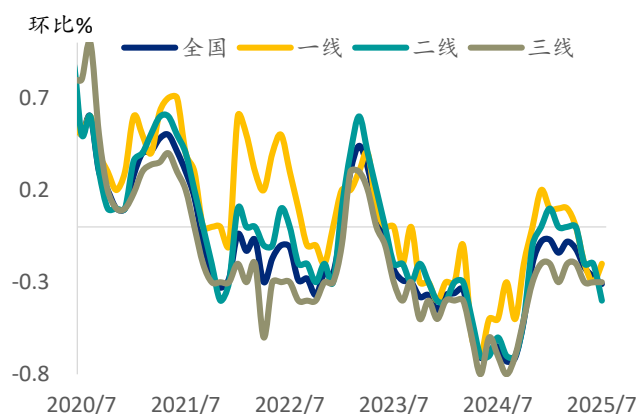
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 6：从我们自己推算的同比增速来看，7 月房地产销售和投资的同比增速均有所下滑



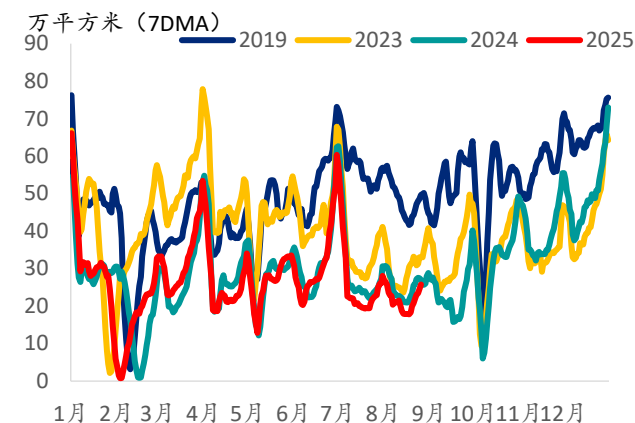
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 7：70 大中城市新建商品房价格环比跌幅在 7 月边际扩大到 -0.31%



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 8：30 大中城市商品房销售 8 月前 27 天较去年同期下跌 11.5%

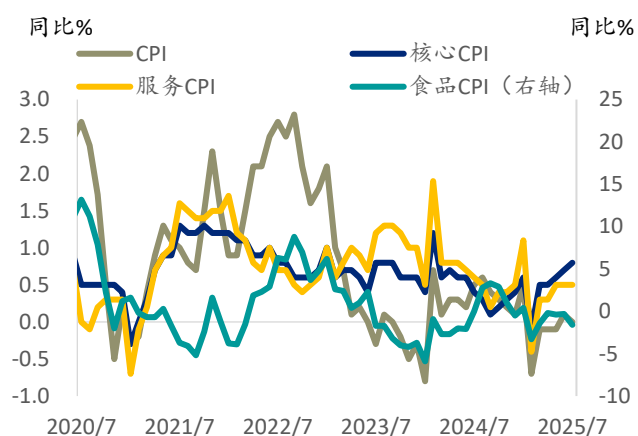


资料来源：同花顺，浦银国际

在净出口方面，7 月出口增速超预期加快，今年接下来的出口前景或好于我们[中期展望](#)里的预测。短期来看，虽然美国对转口贸易征收 40% 的关税的做法不利于中国的绕道出口，但是 8 月以来美国对其他国家关税税率的增加，中国和其他国家对美国出口的关税税率差距有所收窄（不考虑铁、铝、铜制品加征关税），有利于提高中国商品出口的竞争力。8-12 月出口前景或好于我们[中期展望](#)里的预测。不过在出口抢跑的回撤效应以及关税影响美国需求的情况下，整体趋势或仍是下行的。中期来看，还需警惕中美关税战再次爆发的风险。

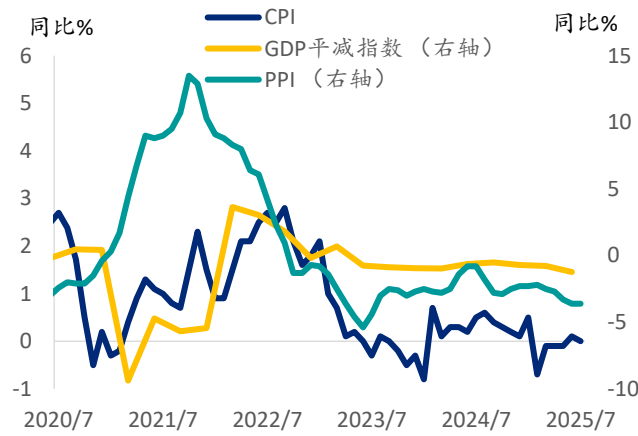
此外，低迷通胀的担忧依然未有显著改善。CPI 同比通胀率 7 月录得 0%，低于 6 月的 0.1% 但好于市场预期的 -0.1%。尤其是核心 CPI 继续上升到 0.8%，创造了 2024 年 3 月以来的新高（图表 9）。其中汽车价格在此前连续 5 个月下滑之后于 7 月维持不变，或受“反内卷”影响。然而，另外两个支撑非负 CPI 读数的因素或难以维持：一是黄金和珠宝价格大涨，二是受暑期旅游推动的服务业价格。加上再次低于预期的 PPI 同比通胀率（图表 10），我们认为低迷通胀并未发生根本改变。

图表 9: CPI 同比通胀率 7 月微降但好于市场预期, 核心 CPI 继续上升



资料来源: 同花顺、浦银国际

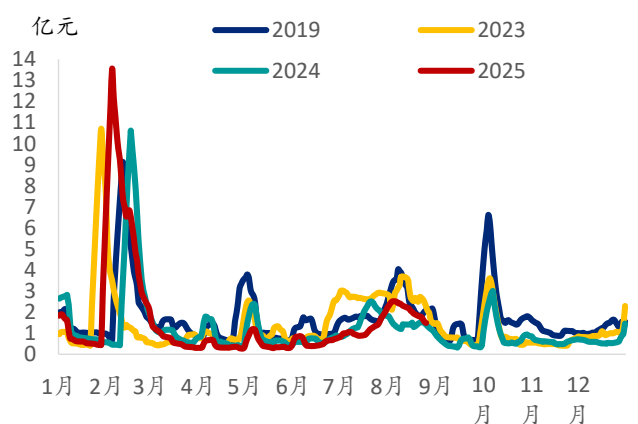
图表 10: 7 月 CPI 同比通胀率下滑, PPI 维持不变但低于预期



资料来源: 同花顺、浦银国际

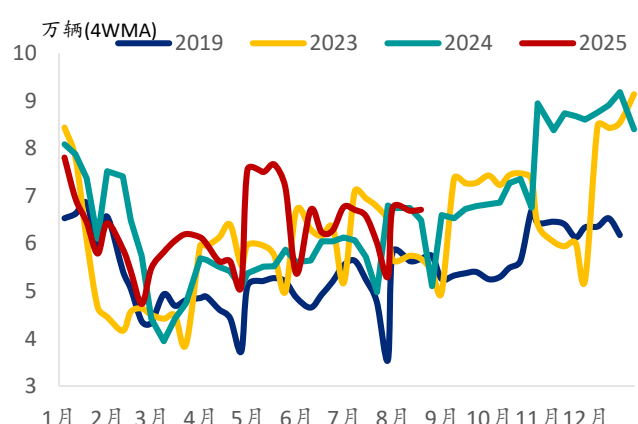
大多数高频数据在 8 月至今较 7 月略有改善。服务消费方面, 进入 8 月以来, 电影票房较 7 月略有好转, 但仍低于前两年同期水平 (图表 11)。实物消费方面, 高频数据显示厂家乘用车日均零售销量在 8 月前三周略好于 7 月, 与去年同期大致持平 (图表 12)。投资方面, 与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率在 8 月上旬维持在 30% 以上, 但在中下旬有所转弱, 开工率在 8 月底跌至和去年同期水平 (图表 13)。出口方面, 中国重点港口货物吞吐量 8 月略有改善, 继续好于去年同期 (图表 14)。不过, 不论是从直接的中国寄往美国的集装箱数量还是间接的中国出口集装箱运价指数来看 (图表 15、图表 16), 中国发往美国的货物量似乎继续下滑。我们认为在抢出口告一段落之后, 对美出口仍有下滑空间。

图表 11: 进入 8 月以来, 电影票房较 7 月略有好转, 但仍低于前两年同期水平



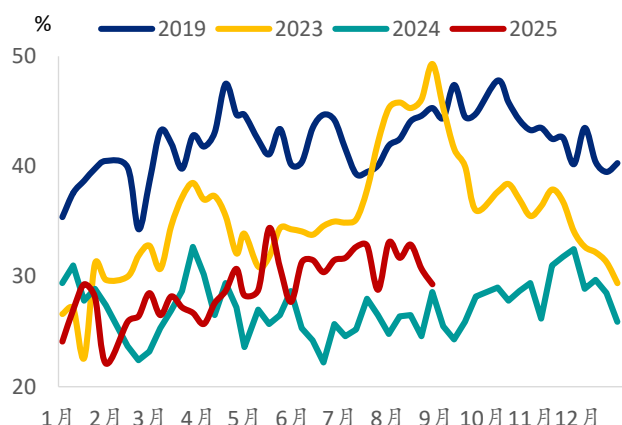
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 12: 8 月前三周汽车销售略好于 7 月, 与去年同期大致持平



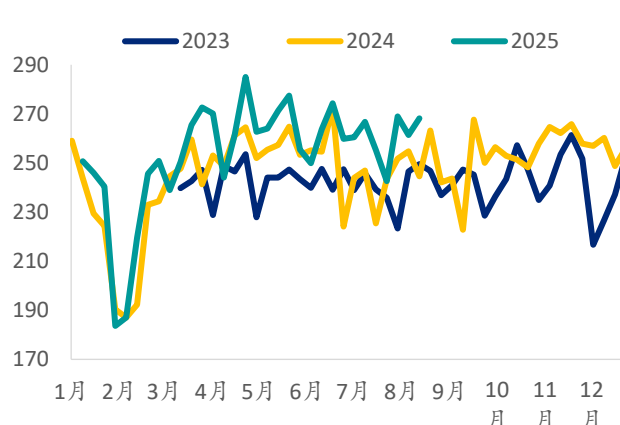
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 13: 沥青开工率在 8 月上旬维持在 30% 以上, 但在中下旬转弱



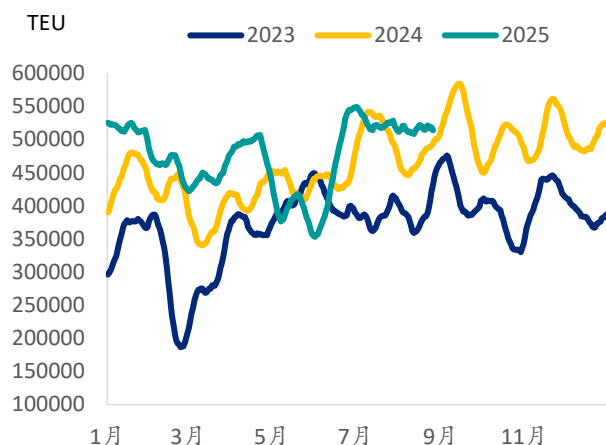
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 14: 中国重点港口货物吞吐量 8 月略有改善, 继续好于去年同期



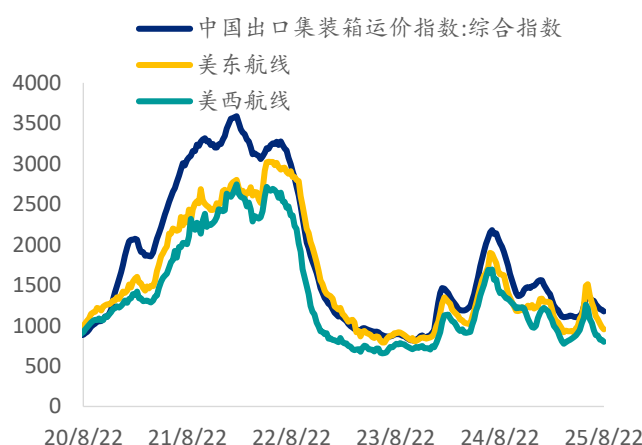
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 15: 从中国出发前往美国的集装箱船在 7 月初见顶之后回落, 7 月中至今均较为稳定



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 中国出口集装箱运价指数 8 月继续下滑, 美东和美西航线子指数也均下滑



资料来源: 同花顺、浦银国际

政策展望

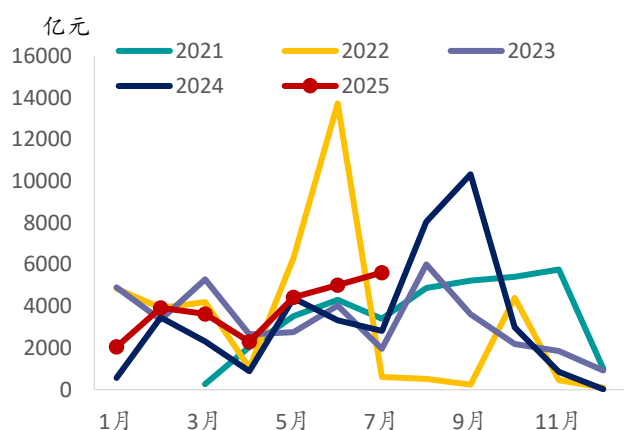
正如我们此前所**预料**的, 7 月政治局经济会议 (简称“会议”) 并未发布显著增量政策措施, 我们相信近期政策重点依然是落实。会议提出“宏观政策要持续发力、适时加力……要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。此提法和 4 月会议类似, 重点还是放在现有政策的落实上。虽然 7 月实体经济数据不及预期, 但是依然坚挺的出口数据或为三季度 GDP 增速提供一定缓冲。此外, 7 月底开始发布的一系列政策的成效仍需观望。中美关税暂缓期再延长 90 天亦降低了短期进出口方面的不确定性。不过“适时加力”的说法也为后续潜在的政策发力留了余地。具体地说:

（一）财政政策

近期财政政策的重点或放在加快政府债券发行和使用以及此前一系列促内需政策的执行和成效观望上。会议提出要“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”。7月政府债券发行继续加快（图表 17）。此外，一般公共预算和政府性基金开支也显著加快，导致我们估算的月度广义财政赤字率在7月再显著上升2个百分点到13.7%，创下了历史新高（图表 18）。

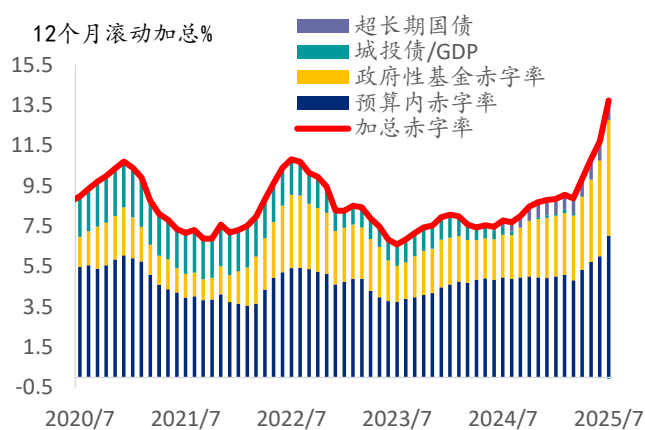
截止到7月底，地方政府专项债和超长期特别国债分别已发行2.7万亿元和7,910亿元。接下来8-12月还剩1.7万亿元地方政府专项债和5,090亿元特别国债的额度，或在政策鼓励下加快发行（图表 19）。

图表 17：地方政府专项债发行节奏继续加快



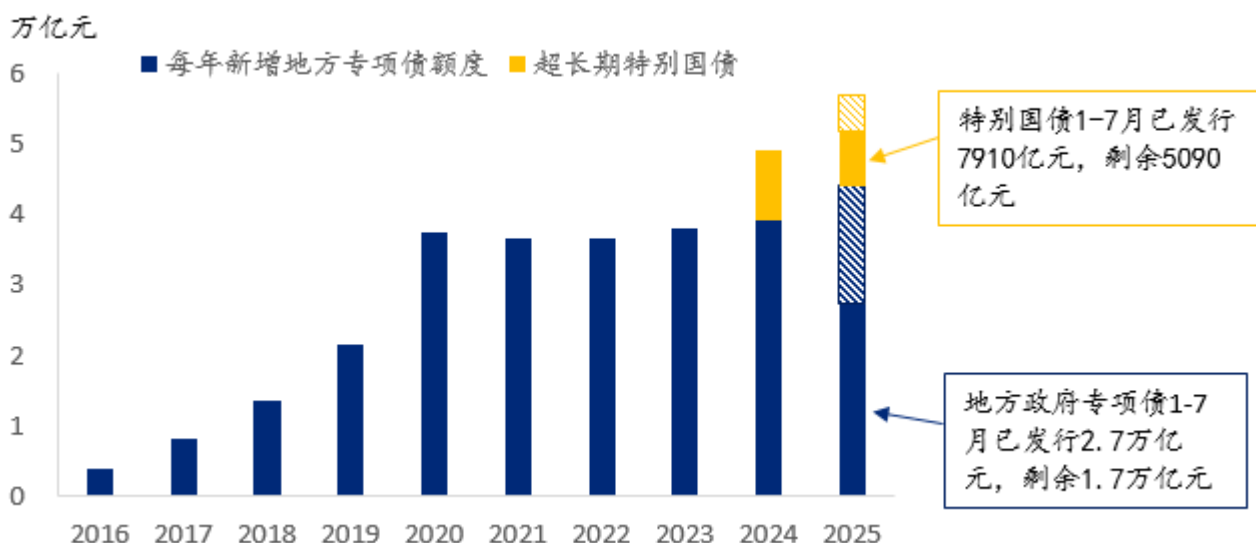
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 18：我们估算的月度广义财政赤字率在7月显著回升2个百分点到13.7%



资料来源：同花顺、浦银国际估算

图表 19：今年8-12月还剩余1.7万亿元地方政府专项债和5,090亿元特别国债额度



资料来源：同花顺、浦银国际

政府自 7 月底起已经推出了一系列促内需政策（图表 20）。

在促消费和改善民生方面，政府相继发布了全国性育儿补贴政策、免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费、个人消费贷和服务业经营主体贷款的财政贴息政策。相较一年预算 3000 亿元的消费品“以旧换新”，这些新政策在体量上稍偏小。不过以上新政策的发布表明政府或已经看到近期消费复苏动能的逐渐走弱，并有加码政策支持意愿。

我们相信育儿补贴和推行免费学前教育的政策或帮助减少居民部门减负，结合仍在进行的消费品“以旧换新”和新的个人贷贴息政策，或有助于改善当前走弱的消费动能。不过在此次会议通稿上并未提及设备更新和消费品“以旧换新”，我们之前所期待的该政策的加码近期或不会实现，消费品“以旧换新”政策的重点短期或落在分批下达资金的使用上（7 月第三批：690 亿元；计划 10 月第四批：690 亿元）。

在稳投资方面，会议通稿提出要“高质量推动‘两重’建设”。我们相信“两重两新”仍是重点所在。另外近期两项重大基建项目的进展亦令人鼓舞：首先是在 7 月 19 日，总投资 1.2 万亿元的雅鲁藏布江下游水电工程正式开工。以长江三峡大约造了 8 年时间作为参照，每年 1,500 亿元的投资就可以提高近 0.3 个百分点的固定资产投资增速。其次，据媒体 8 月 8 日报道，新藏铁路公司成立，注册资本为 950 亿元。根据路线长度和建造难度来看，这条起自新疆和田，到西藏拉萨的铁路造价或在 3000-4000 亿元之间。

不过，我们依然维持一贯的政府今年会推出额外 0.5-1.0 万亿元财政资金支持、时点最快在 9 月底的基本判断。据[新华社 8 月 25 日](#)报道，国家发改委将报批加快设立投放新型政策性金融工具。多地也在积极“备战”相关项目的储备申报工作。国家发展改革委投资所研究员吴亚平表示新型政策性金融工具是“准财政”工具，由政府确定资金投向领域，要按市场化方式进行运作。他进一步表示新型政策性金融工具的最终落地，对解决项目建设资本金不足、降低项目融资门槛、扩大有效投资、推动产业升级等方面均有积极意义，是 2025 年下半年稳投资、促创新的重要举措。我们预计该新型政策性金融工具或将是政府增加（拟）财政资金支持的重要手段。不过我们也不排除在此工具外，政府亦有其他财政增资措施推出的可能性，总资金支持规模在 0.5-1.0 万亿元之间。

图表 20：今年 7 月起促内需相关政策汇总

时间	政策	具体内容
7 月 19 日	雅鲁藏布江下游水电工程正式开工	该项目总投资为 1.2 万亿元，以长江三峡大约造了 8 年时间作为参照，每年 1,500 亿元的投资就可以提高近 0.3 个百分点的固定资产投资增速。
7 月 28 日	《育儿补贴制度实施方案》	从 2025 年 1 月 1 日起，3 周岁以下婴幼儿每人每年发放 3,600 元补贴。财政部社会保障司司长郭阳表示，今年初步安排预算 900 亿元左右，中央总体承担约 90%。
8 月 5 日	《关于逐步推行免费学前教育的意见》	从 2025 年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费。财政部副部长郭婷婷称仅今年秋季一个学期，就可以减少家庭支出 200 亿元。
8 月 8 日	新藏铁路公司成立	根据路线长度和建造难度来看，这条起自新疆和田，到西藏拉萨的铁路造价或在 3000-4000 亿元之间。
8 月 12 日	《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	9 月 1 日到明年 8 月 31 日之间，5 万元以下的个人消费贷款以及单笔 5 万元以上的汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费可享受财政贴息。年贴息比例为 1 个百分点。政策执行期内，每名借款人在一家贷款经办机构可享受的全部个人消费贷款累计贴息上限为 3000 元。
8 月 12 日	《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》	对于经办银行向服务业经营主体发放的贷款，财政部门按照贷款本金对经营主体进行贴息，贴息期限不超过 1 年，年贴息比例为 1 个百分点，中央和省级财政分别承担贴息资金的 90%、10%。单户享受贴息的贷款规模最高可达 100 万元。符合条件的贷款条件包括：1.由经办银行向餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育 8 类消费领域服务业经营主体发放。2.在《提振消费专项行动方案》公开发布之日至 2025 年 12 月 31 日期间签订贷款合同且相关贷款资金发放至经营主体。3.贷款资金合规用于改善消费基础设施和提升服务供给能力。

资料来源：新闻整理、浦银国际

（二）货币政策

我们依然认为降息降准最快要等到 9 月底。从 7 月底的政治局会议起，一系列政策信号表明央行或并不着急使用降准降息这些全面性的货币政策工具：1) 7 月会议通稿删除了 4 月会议提到的“适时降准降息”；2) 央行 8 月 15 日晚发布的《二季度货币政策执行报告》对货币政策的整体阐述为：“落实落细适度宽松的货币政策”。而一季度报告的表述为“实施好适度宽松的货币政策”。该报告还提及了“防范资金空转”。3) 8 月以来财政政策方面出招频繁（图表 20），政府或更希望先观望这些政策的成效。

我们相信近期内央行可能还是会通过公开市场操作以及定向支持等方式维持流动性充裕。鉴于信贷需求的疲软和潜在经济动能的放缓，我们认为今年接下来还是会有 50 个基点的降准和 10-20 个基点的降息。近期政策进展让降准降息时点后移的可能性有所上升。不过，如果 9 月美联储如期降息。8 月实体经济数据继续走弱，那么我们认为央行仍有望最快在 9 月底降准降息。

（三）房地产政策

一线城市政策再优化，新一轮支持政策或已开启。尽管政治局会议通稿对房地产政策着墨不多，通稿仅强调“高质量开展城市更新”，在 8 月 18 日的国务院常务会议上，国务院总理李强再次强调“巩固房地产市场止跌回稳态势”，提出“结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求”。

响应国常会精神，我们发现房地产行业供需端政策均发生积极变化。从需求端来看，近期我们发现一线城市房地产相关政策似乎迎来了新一轮优化：8月11日，北京放松限购政策，包括五环外购房不限套数、首套房认定标准放宽、二套房首付比例统一降至30%等。8月20日，《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》发布，符合条件的缴存人可申请将原商业住房贷款余额转为住房公积金贷款。8月25日，上海公布了楼市新政，涉及调低住房限购、优化住房公积金贷款、优化调整商业化个人住房贷款利率定价机制等政策（图表 21）。

从供给端来看，彭博社8月14日报告道称，政府正准备动员央企收购陷入财困房企的滞销房屋，旨在加快房企去库存。去年政府虽然提出了政府收地收储，但是进展较为缓慢。我们认为近期仍可期待新的房地产支持政策，以“城市更新”为重要抓手。

图表 21：近期地方政府的房地产政策调整一览：从6-7月的二、三线城市到8月的一线城市

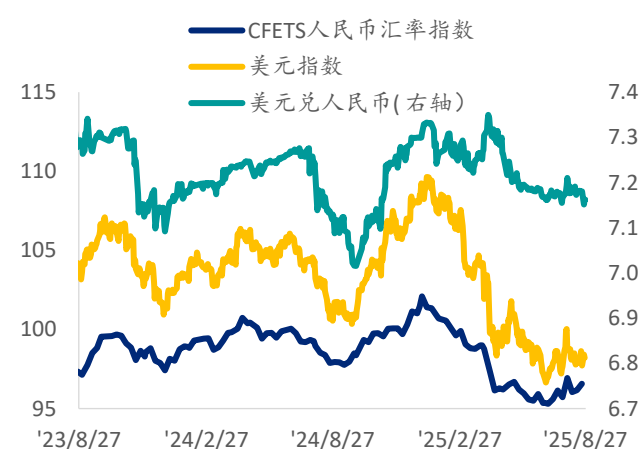
时间	城市/省份	房地产放松政策
6月13日	广州	明确提出全面取消限购、限售、限价，降低贷款首付比例和利率，成为一线城市中首个“三限”全面松绑的城市。
6月19日	西安	实施土地出让金分期缴纳（一个月内缴纳50%，剩余在一年内缴清）；加大住房公积金支持，省内缴存职工在西安购房均可办理公积金贷款并享有同等权益；促进一二手房市场联动发展，开展住房“以旧换新”活动；允许自持配套商业上市交易。
6月23日	杭州	缴存职工在杭州市购买的新建商品房，可使用公积金直接支付购房首付款。
7月1日	深圳	住房公积金购房迎来系列新政，下调存量公积金贷款利率、推行存量房交易“备案即预告”模式等。
7月14日	湖南	实施“以旧换新”购房补贴（按新房总价1%申领，单套最高3万元）；多子女家庭购房套数认定核减一套；稳步推进房票安置；加大存量商品房收购力度，转化为保障性住房或人才住房。
7月19日	苏州	取消90平方米及以上住房的限购政策，本地人和外地人均可购买，放宽限购限制，尤其大户型住房。
7月21日	成都	出台17条新措施。通知明确提到将分批取消住房限售政策和扩大住房公积金使用范围。居民家庭购买第二套住房的，个人住房公积金贷款最低首付比例由30%调整为20%。
7月24日	昆明	优化住房公积金个人住房贷款住房套数认定，提升多套住房公积金贷款便利度和额度；支持多孩家庭贷款额度上浮及契税补贴政策。
7月25日	武汉	第二套住房公积金贷款最高额度提高至120万元。
7月28日	哈尔滨	对在哈尔滨市行政区域内，出售自有住房并在一年内购买新建商品房的缴存职工家庭，住房公积金最高贷款额度上限上浮20%。
7月28日	沈阳	废止《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》等8个文件的决定。
8月11日	北京	包括五环外购房不限套数、首套房认定标准放宽、二套房首付比例同意降至30%。
8月20日	广州	《广州商业性个人住房贷款转住房公积金个人住房贷款实施办法（暂行）》发布，符合条件的缴存人可申请将原商业住房贷款余额转为住房公积金贷款。该政策有助于减轻置业贷款利息负担。
8月25日	上海	限购、限贷政策再调整：1）外环外不再限购；外环内单身人士的限购套数从1套上升到2套；2）二套房贷利率调整到3.05%，此前核心区内为3.45%，自贸区临港新区和郊区为3.25%。3）购买绿色建筑公积金贷款额度上浮15%，可与多子女家庭首套上浮叠加使用。4）免征非沪籍新购首套房房产税，第二套或以上住房在合并计算家庭全部住房面积后，给予人均60平免除面积抵扣。

资料来源：新闻整理、浦银国际

汇率展望

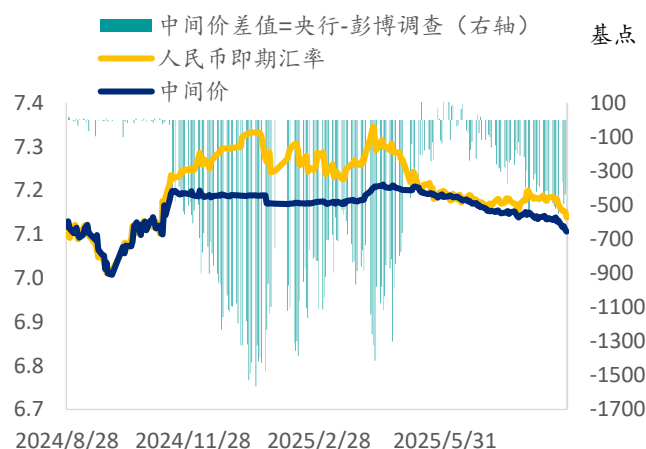
我们依然预计今年接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.3 的区间内波动，并在年底更为靠近波动区间的弱端。人民币兑美元汇率 8 月以来稳中有升，尽管大部分时间仍处在 7.15-7.2 的较窄区间内，同期 CFETS 指数在 8 月初下行之后在中下旬有所反弹（图表 22）。虽然 7 月实体经济数据发布大多弱于预期，但是资本市场受流动性充裕、中美再次暂缓 24% 个性化“对等关税”的执行、股市重获投资者青睐（外资基金 7 月加速净流入中国股市、境内居民存款“搬家”）等因素走高，帮助人民币维持稳定。往前看，我们依然认为年内人民币升值空间有限。当前资本市场表现和经济基本面出现一定背离。若此后汇率预期向经济基本面收敛，则有走弱可能。虽然我们认为此后政府还会加码政策刺激，但是或不会是“大水漫灌式”的刺激。下半年经济走势整体或仍是走弱的，可能会影响人民币表现。此外，鉴于今年美国已经对华加征的 30% 关税，央行或并不希望人民币继续升值。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行 8 月对汇市的干预依然较小（图表 23）。鉴于以上原因，我们继续维持下半年人民币兑美元汇率在 7.1-7.3 区间波动、在年底更靠近区间弱端的预测。

图表 22：8 月人民币兑美元汇率大部分时间在 7.15-7.2 的较窄区间内稳中有升



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 23：从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行 8 月对汇市的干预依然较小



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 24：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 8 月 15 日	中国宏观数据点评：7 月实体经济数据走弱
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

