

宏观经济信用观察

(二零二五年上半年)

出口拉动经济向好 工业产品价格探底

主要经济指标情况

指标名称	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2
GDP 当季值(万亿元)	32.9	34.2	37.4	31.9	34.2
GDP 当季同比(%)	4.7	4.6	5.4	5.4	5.2
工业增加值增速(%)	6.0	5.8	5.8	6.5	6.4
固定资产投资增速(%)	3.9	3.4	3.2	4.2	2.8
房地产投资增速(%)	-10.1	-10.1	-10.6	-9.9	-11.2
基建投资增速(%)	5.4	4.1	4.4	5.8	4.6
制造业投资增速(%)	9.5	9.2	9.2	9.1	7.5
社零增速(%)	3.7	3.3	3.5	4.6	5.0
出口总额增速(%)	3.6	4.4	5.8	5.7	5.9
进口总额增速(%)	2.0	2.0	1.0	-6.9	-3.8
CPI 涨幅(%)	0.1	0.3	0.2	-0.1	-0.1
PPI 涨幅(%)	-2.1	-2.0	-2.2	-2.3	-2.8
财政收入增速(%)	-2.8	-2.2	1.3	-1.1	-0.3
财政支出增速(%)	2.0	2.0	3.6	4.2	3.4
调查失业率均值(%)	5.0	5.2	5.0	5.3	5.0
社融存量增速(%)	8.1	8.0	8.0	8.4	8.9

注：1. GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2. 工业增加值、固定资产投资、社零（社会消费品零售总额）、进出口、价格指数、财政收支（一般公共预算收支）数据均为累计同比增速，基建投资不含电力；3. 调查失业率为季度均值；4. 社融存量增速为期末值；5. 出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2025 年上半年，随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期，市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定，国民经济延续回升向好态势，但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响，经济增长动力略显疲态。下半年随着基数升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，当前经济压力因素仍较多，经济增长仍需持续性的扩内需、促消费、稳楼市以及“反内卷”等宏观政策呵护。
- 信用环境方面，上半年，面对关税冲击，货币政策保持适度宽松基调。5 月 7 日央行等三部委联合发布一揽子金融支持政策，采取降准降息、增设结构性货币政策工具、创设科创债券风险分担工具等方式稳经济。6 月，央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。下半年，国际贸易体系不确定性仍未消除，政策协同效应急需强化，货币政策将维持适度宽松基调，降准降息仍有一定操作空间，存量与新增结构性工具的使用节奏将加快。
- 政策环境方面，上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，适时适度降准降息，采取多种措施治理内卷，创新推出债券市场“科技板”，增强金融对服务消费支持。面对风高浪急的关税冲突，始终坚持对等反制，取得资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。下阶段，宏观政策预期将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸。

联合资信研究中心

王 妍 wangyan@lhratings.com

张 振 zhangzhen@lhratings.com

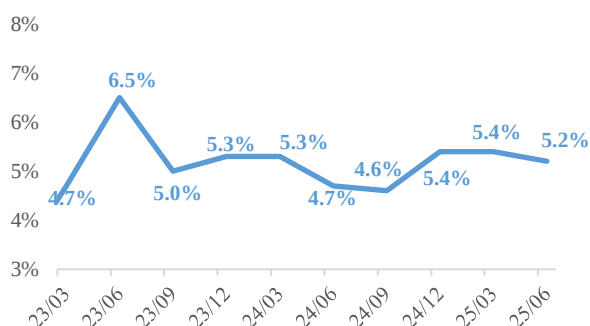
吴 玥 wuyue@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

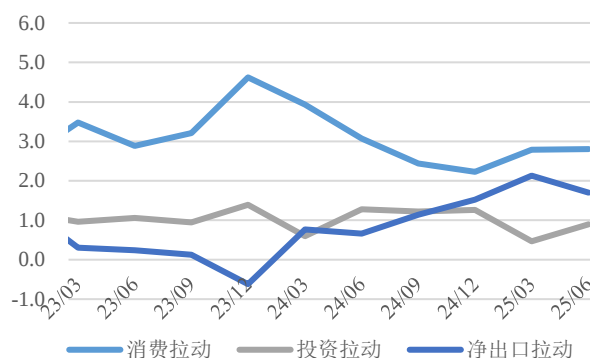
2025 年上半年,随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期,市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定,国民经济延续回升向好态势,但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响,经济增长动力略显疲态。经初步核算,上半年我国 GDP 为 66.05 万亿元,按不变价格计算,同比增长 5.3%。其中,二季度 GDP 当季同比增长 5.2%,较一季度放缓 0.2 个百分点。

图1. GDP 当季同比增速（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. “三大需求”对 GDP 拉动（单位：百分点）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

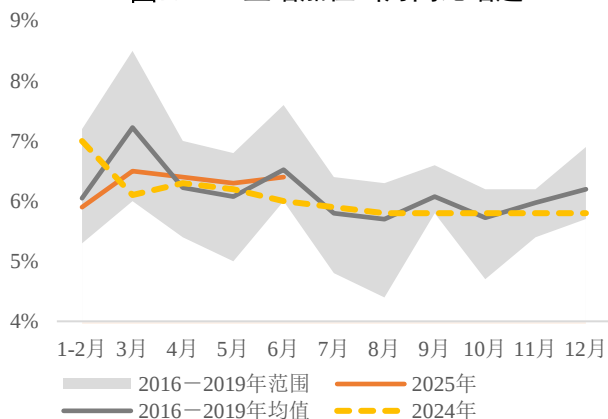
展望下半年,外需不确定性及内需内生动力缺失仍是经济运行压力的来源所在。外需方面,中美贸易摩擦为支撑上半年经济走势的出口带来最大不确定性,当前全球贸易格局重塑正处于多方博弈状态,特朗普关税政策若如期落地将对出口形成较强冲击,且不排除其他贸易壁垒政策的出台加深影响。内需方面,一是房地产市场止跌回稳的基础仍不牢固,前期资产减值损失造成企业及居民部门资产负债表缩水,从底层影响自主消费意愿;二是投资及消费增长仍需增量政策呵护,当前专项债靠前发力到形成实物工作量之间的堵点在于合格有效项目缺失,加之财政靠前发力已有所透支,若下半年没有新的增量措施,投资增速将面临一定限制;三是“反内卷”等相关政策若能有效淘汰落后产能,抑制价格继续下探,将能维护企业利润,进而提高居民收入预期及消费需求,形成有效内需正循环。总体来看,随着基数的升高,三、四季度增速较二季度或将有所回落,当前经济压力因素仍较多,经济增长仍需持续性的扩内需、促消费、稳楼市以及“反内卷”等宏观政策呵护。

1. 生产端：工业较快增长，政策驱动削弱季节性波动

2025 年上半年,全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%,与一季度增速(6.5%)基本持平。其中,3 至 6 月工业增加值均基本保持相同增速,季节性趋势不明显,“两重”“两新”政策驱动以及传统行业增速疲软削弱了季节性波动。行业方面,制造业增加值上半年累计同比增长 7.0%,其中汽车制造、电子设备、化学制品、有色金属等行业增加值实现较快增长。上半年,新能源汽车产量同比增长超过 30%,加之汽车

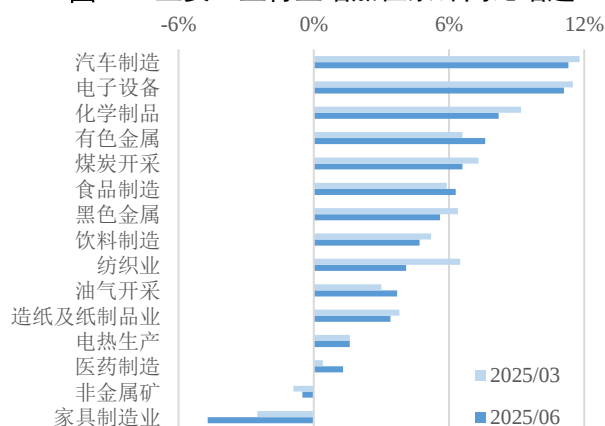
补贴政策拉动效应延续，带动汽车制造增加值累计同比增长 11.3%。受房地产销售市场持续疲弱，家具制造业增加值持续负增。

图3. 工业增加值当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

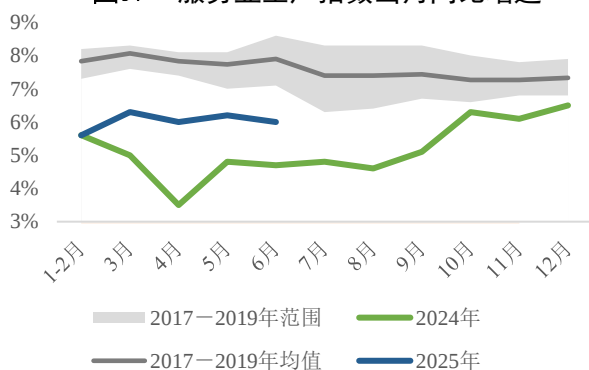
图4. 主要工业行业增加值累计同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

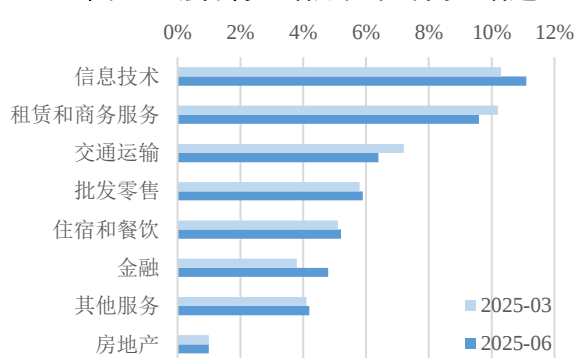
2025年上半年，服务业生产指数累计同比增长 5.9%，较一季度（5.8%）增加 0.1 个百分点。服务业增加值累计同比增长 5.5%，从主要行业来看，受益于人工智能大模型、人形机器人、量子通信等新质生产力蓬勃发展，带动信息技术、租赁和商务服务等现代服务业快速发展；清明和“五一”假期旅游经济及 240 小时过境免签政策等带动住宿和餐饮增长，补贴政策持续支撑耐用电子产品销售，但总体看交通运输、批发零售以及住宿和餐饮增速较疫情前均值仍旧略显疲弱。

图5. 服务业生产指数当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 服务行业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

¹ 图中有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；电热生产为电力、热力的生产和供应；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业，下同。

² 图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

2. 需求端：投资消费增速回落，出口维持高位

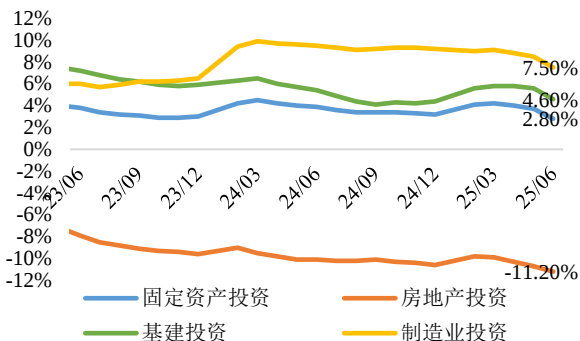
受房地产、基建投资拖累以及物价影响，固定资产投资增速二季度回落，制造业增长趋势放缓，但仍是投资端主要拉动项。2025 年上半年，全国固定资产投资完成额 24.87 万亿元，同比增长 2.8%，增速比去年同期回落 1.1 个百分点；扣除相关物价影响，固定资产投资实际增长 5.3%，增速比去年同期回落 0.3 个百分点，回落幅度较考虑物价影响前收窄；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 6.6%。

政策呵护下一季度房地产市场止跌，但二季度下行压力再现，库存去化仍是未来主线任务，全面止跌回稳仍待时日。上半年房地产开发投资同比下降 11.2%，较一季度-9.9%进一步下探，整体呈现“一季度止跌，二季度下行压力再现”的局面，对固定资产投资造成拖累。尽管去年四季度以来，中央强调要推动房地产止跌回稳，相关部门制定了一系列政策，包括改善房地产投资，加大城市老旧小区改造，加大保障房建设力度，对房地产企业提出“白名单”制度，给予金融贷款支持，强调“优化存量商品房收购政策”等，“好城市+好房子”表现出较强韧性，但市场全面企稳仍需时间。逐月看，2025 年上半年新开工面积及竣工面积企稳回升，6 月当月同比增速分别为-9.48%及-2.16%，其中新开工面积降幅在经历 40 余个月后重回个位数；销售面积及销售额增速逐月波动下降，6 月当月同比增速分别为-6.55%和-11.49%，销售市场下行压力再现。总体看，房地产投资与销售仍处调整期，库存去化仍是当前及未来一段时间主线任务，专项债收储库存仍面临成本收益倒挂或利润空间过窄等问题，政策落地仍需进一步机制优化设计。

多因素共同作用，导致基建投资高位回落。上半年基建投资（不含电力）同比增长 4.6%，较一季度 5.8%回落 1.2 个百分点。基建投资增速在二季度逐月放缓，主要受以下几方面因素影响：一是专项债使用范围扩大，部分新增专项债资金被用于化解地方政府隐性债务、偿还企业欠款或土地收储，而非直接投入基建项目，削弱了对实物工作量的拉动；二是地方政府偏公益类基建项目储备进度偏慢，新增项目审批趋严，导致短期落地量减少；三是钢材、水泥等价格持续走低，虽降低建设成本，但名义投资额增速受压制。此外，6 月部分地区遭遇强降雨和高温天气，亦导致部分基建项目进度延迟。

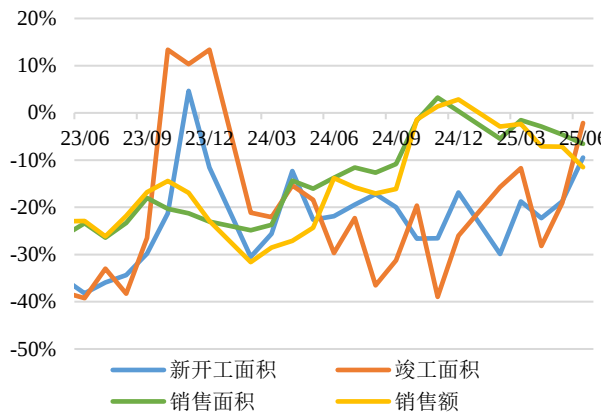
制造业投资边际增速放缓，内卷式竞争压制投资需求。上半年制造业投资增长 7.5%，虽较一季度回落 2.0 个百分点，但仍是固定资产投资增长主要拉动项。一方面，得益于 2024 年大力推进“两新”政策，以设备工器具购置为主的制造业投资快速高增，但随着政策持续时间拉长，边际增长效率放缓；一方面，下半年特朗普关税政策仍旧是重要的关切点，企业对待扩大投资持有观望态度。从制造业内部看，内卷式竞争导致主要工业品价格下跌，企业盈利受损亦压制了企业投资需求，制造业投资名义增速放缓。

图7. 固定资产投资累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

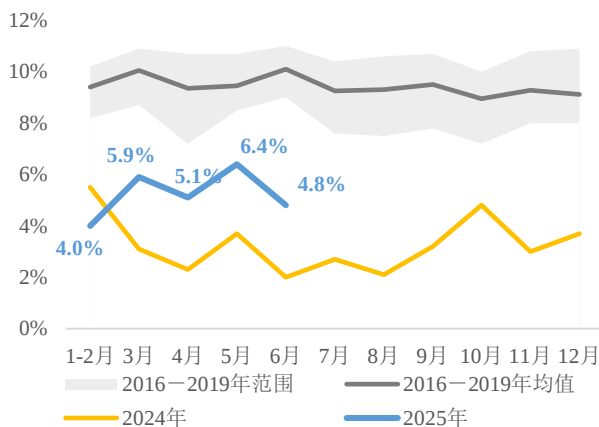
图8. 房地产主要指标当月同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

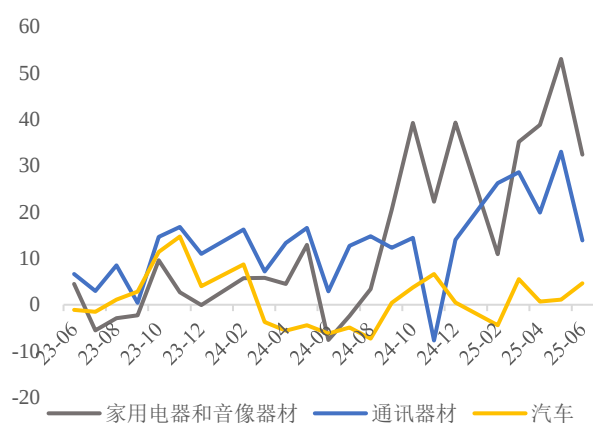
政策推动耐用消费品显著增长，但6月政策效应减弱致消费增速边际放缓。2025年上半年，社会消费品零售总额24.55万亿元，同比增长5.0%，对经济增长的贡献率达到52%。据商务部介绍，今年以来，购买12大类家电以旧换新产品超1.09亿台，购买手机等数码产品超7400万件，换购电动自行车新车905.6万辆。受益于“以旧换新”政策，2025年消费增速整体高于2024年同期，但随着政策边际效益递减，6月家用电器和音响器材、通讯器材等政策主要支持商品销售额大幅下滑，增速分别较5月回落20.6个百分点和19.1个百分点。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图10. 主要商品零售额当月同比增速情况（%）

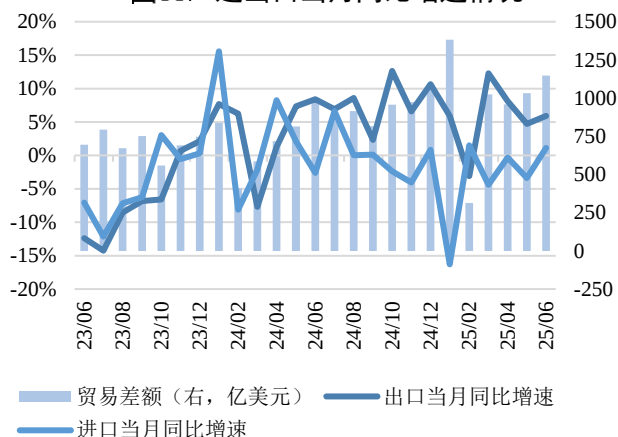


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

关税政策不确定性下，“抢出口”效应带动贸易差额维持高位，出口产品结构亦有所调整。2025年上半年，货物进出口总额21.79万亿元，同比增长2.9%。其中，出口13.00万亿元，增长7.2%；进口8.79万亿元，下降2.7%，中美关税暂缓期企业“抢出口”效应明显。逐月看，2024年下半年至今，出口同比增速及贸易差额维持高位，预计直至90天关税缓冲期前，“抢出口”效应将持续。同时，出口产品结构亦有一定调整，传统工业品占比缩量同时高技术产品占比提升。一方面，集成电路、汽车和汽车底盘出口金额占比逐年提升，前者由2023年上半年的3.9%增至2025年上半年的5.0%，后者由2.8%增至3.3%。另一方

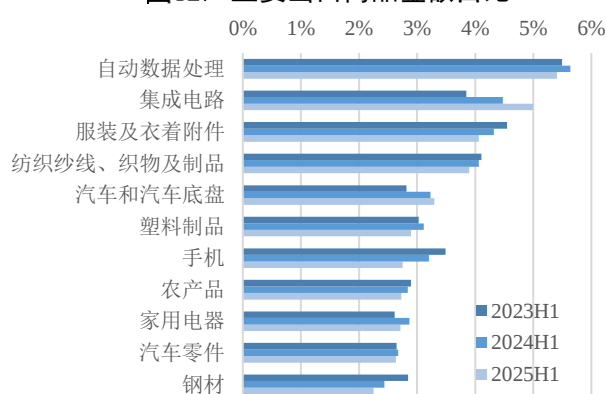
面，服装及衣着附件、钢材等传统工业品出口金额占比逐年降幅较大，前者由 2023 年上半年的 4.1% 降至 2025 年上半年的 3.9%，后者由 2.8% 降至 2.3%。此外，因前期高端芯片受限以及所谓“安全风险”限制等因素，手机出口额近三年降幅明显。

图11. 进出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口商品金额占比



注：机电产品出口金额占比三年分别为 55%、58% 和 53%

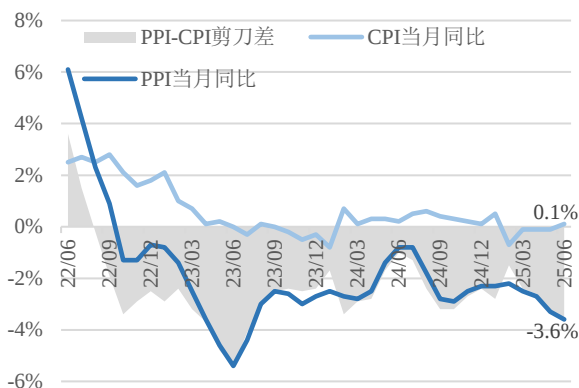
数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

3. 价格：CPI 低位运行，三因素致使 PPI 降幅扩大

内需疲软 CPI 低位运行，尽管“以旧换新”政策支撑部分耐用品消费，但居民收入预期偏弱制约整体消费回升。2025 年上半年，全国居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.1%，与一季度持平，6 月小幅转正至 0.1%。分项来看，上半年**食品价格降幅收窄**（-0.9%），鲜果、水产品价格上涨，但鲜菜、牛肉价格仍拖累明显，加之生猪产业面临阶段性产能偏高、存在二次育肥等问题，猪肉价格持续走低；受国际油价下跌影响，**能源价格降幅扩大**（-3.2%）；扣除食品和能源价格后的核心 CPI 微升（0.4%）；服务价格同比上涨 0.4%，但旅游、出行类价格波动大；工业消费品（如服装、金饰）价格小幅上涨，但汽车等耐用品降价趋势延续，显示消费修复仍不稳固，居民收入预期偏弱仍是制约整体消费回升的核心动因。

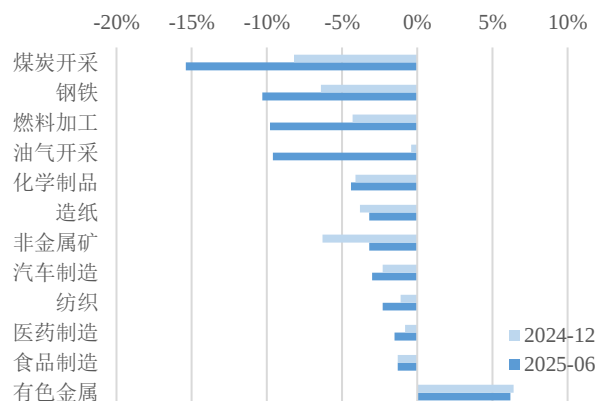
“需求不足+成本下行+产能过剩”三因素拖累 PPI 降幅大幅走阔。2025 年上半年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.8%，6 月跌幅扩大至-3.6%，创 2023 年 8 月以来新低。当前 PPI 下跌主因是“需求不足+成本下行+产能过剩”，具体看：**需求不足方面**，除持续存在的地产投资低迷因素外，美国加征关税导致钢铁（-10.3%）、纺织（-2.3%）等出口依赖型传统工业品行业订单减少，部分企业“以价换量”，进一步压低出厂价格；**成本下行方面**，受国际油价等大宗商品价格下跌影响，燃料加工及石油开采 PPI 分项同比跌幅均超-9%；**产能过剩方面**，钢铁、煤炭等行业仍存在结构性过剩，尽管部分落后产能已淘汰，但整体供给仍高于需求，导致价格战频发，年中以来“反内卷”政策陆续铺开，推动部分钢厂限产、煤炭低效产能淘汰，但政策执行力度及效果将直接影响下半年产品价格。

图13. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

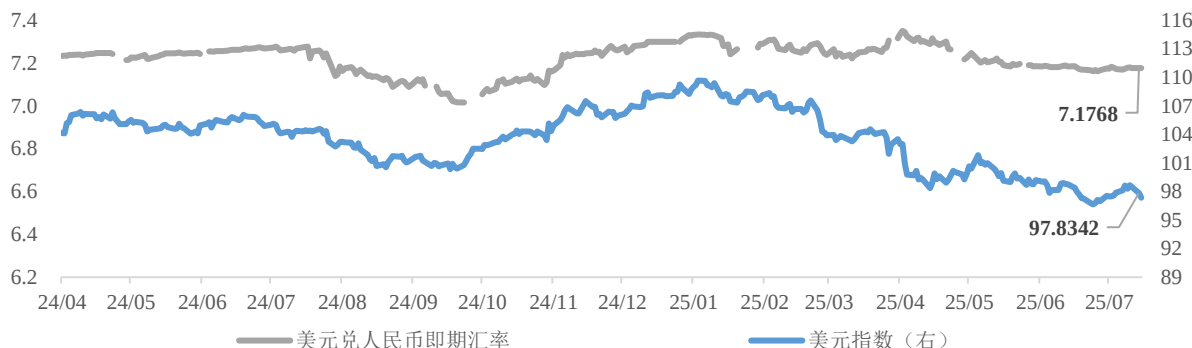
图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。2025 年以来，跨境资本流动平稳有序，外汇市场供求基本平衡，人民币汇率预期总体稳定。国际形势复杂严峻，主要经济体宏观政策不确定性明显上升，对全球经济增长产生负面冲击，全球金融市场剧烈波动。美元指数整体震荡下行，人民币汇率双向波动，总体在合理均衡水平上保持基本稳定。

图15. 人民币汇率走势



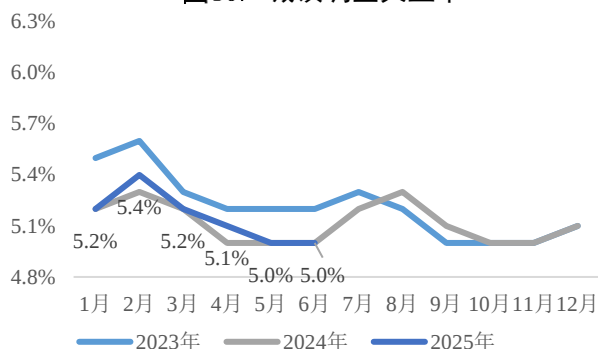
数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：就业形势平稳，稳岗政策持续发力

2025 年上半年，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，整体较 2023 年上半年有所下降，并与去年同期基本持平。虽然调查显示当前失业率处于平稳状态，但国际经济形势和贸易格局动荡，内需自生动力仍显不足，“以价换量”竞争压缩企业盈利空间，加之经济转型阵痛期产业结构调整导致就业人员技能错配等问题，国内就业形势仍旧严峻。与此同时，失业保险支出力度加大，稳岗政策持续发力。2025 年 4 月，人力资源社会保障部、财政部、税务总局下发《关于延续实施失业保险稳岗惠民政策的通知》（人社部发〔2025〕18 号），延续实施稳岗返还、实施技能提升补贴等一系列稳岗政策，以充分发挥失业保险功能作用，兜牢失业保障底线。2025 年 1—6 月，失业保险支出 942.8 亿元，同比增长 27.0%，较上年同期增加

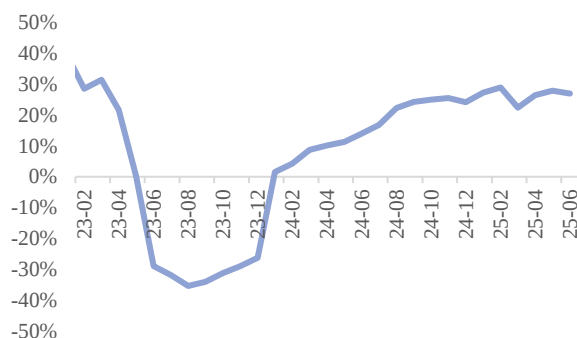
13.0 个百分点，主要用于稳岗返还、失业金发放、技能培训补贴等，失业保险支出力度扩大。

图16. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图17. 失业保险支出累计同比情况



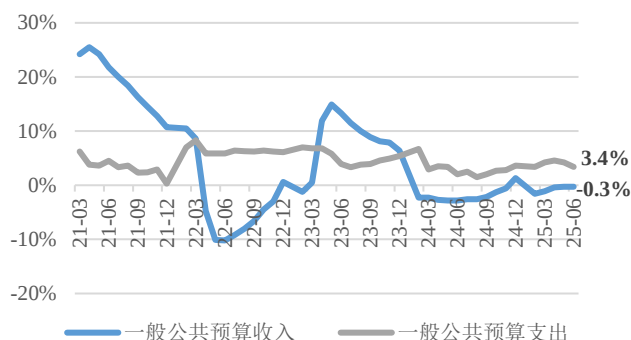
数据来源：人力资源和社会保障部、Wind，联合资信整理

5. 财政：财政收入增长乏力，中央加杠杆保证支出强度

2025 年上半年，全国一般公共预算收入 11.56 万亿元，同比下降 0.3%，其中，税收收入占比降至 80.4%，较上年同期进一步下降 0.8 个百分点；中央收入下降 2.8%，主要受企业所得税减少、出口退税规模增加等因素影响；地方本级收入增长 1.6%。受外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，财政收入增长仍显乏力，财政收支平衡压力加大。2025 年上半年，全国一般公共预算支出 14.1 万亿元，同比增长 3.4%，其中，中央本级支出增长 9.0%，地方支出增长 2.6%，财政政策逆周期调节作用突显。2025 年，财政目标赤字率安排较上年提高 1 个百分点至 4% 左右，赤字规模 5.66 万亿元（同比增加 1.60 万亿元），其中中央财政赤字 4.86 万亿元、地方财政赤字 0.80 万亿元，多增部分主要由中央财政承担；同时，为增强地方财力、兜牢“三保”底线，中央对地方转移支付安排 10.34 万亿元，同口径增长 8.4%。为保障经济平稳运行，财政政策支持责任更向中央转移，中央加杠杆意图明显。

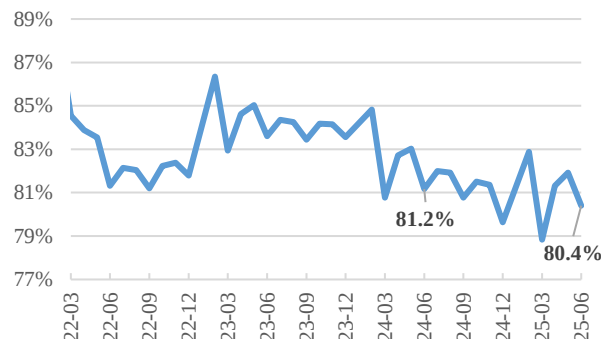
2025 年上半年，全国政府性基金预算收入 1.9 万亿元，同比下降 2.4%。其中，国有土地使用权出让收入 1.4 万亿元，下降 6.5%。全国政府性基金预算支出 4.6 万亿元，列入政府性基金预算的地方政府专项债券、超长期特别国债、中央金融机构注资特别国债资金支出 2.43 万亿元，带动政府性基金预算支出同比增长 30%。

图18. 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图19. 税收收入占比情况



数据来源：Wind，联合资信整理

二、宏观信用环境

2025 年上半年,为应对潜在关税冲击的外部压力,同时为有效提振国内需求、推动物价实现温和回升,货币政策保持适度宽松基调。结合国内外经济金融形势变化,央行加快利率体制改革、畅通利率传导、降低实体经济融资成本,创设新结构性货币政策工具,加大力度维持资本市场稳定。为防止债市利率过快下行进而催生市场一致性预期,央行自 1 月起暂停公开市场国债买入,抑制市场波动。3 月 MLF 净投放重启,采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作,不再有统一的中标利率。5 月 7 日央行等三部委联合发布“一揽子金融支持政策”,全面降准 0.5 个百分点,向市场提供长期流动性约 1 万亿元;7 天 OMO 利率降低 10BP 至 1.4%,带动当月 LPR 同步下调,1 年期、5 年期以上 LPR 分别降至 3.0%和 3.5%;设立 5000 亿元服务消费与养老再贷款;科技创新和设备更新再贷款由 5000 亿元扩容到 8000 亿元;增加支农支小再贷款额度 3000 亿元;支持资本市场的货币政策工具总额度 8000 亿元合并使用;创设科技创新债券风险分担工具;下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。6 月,央行打破惯例两度提前公告并实施 1.4 万亿元买断式逆回购操作。

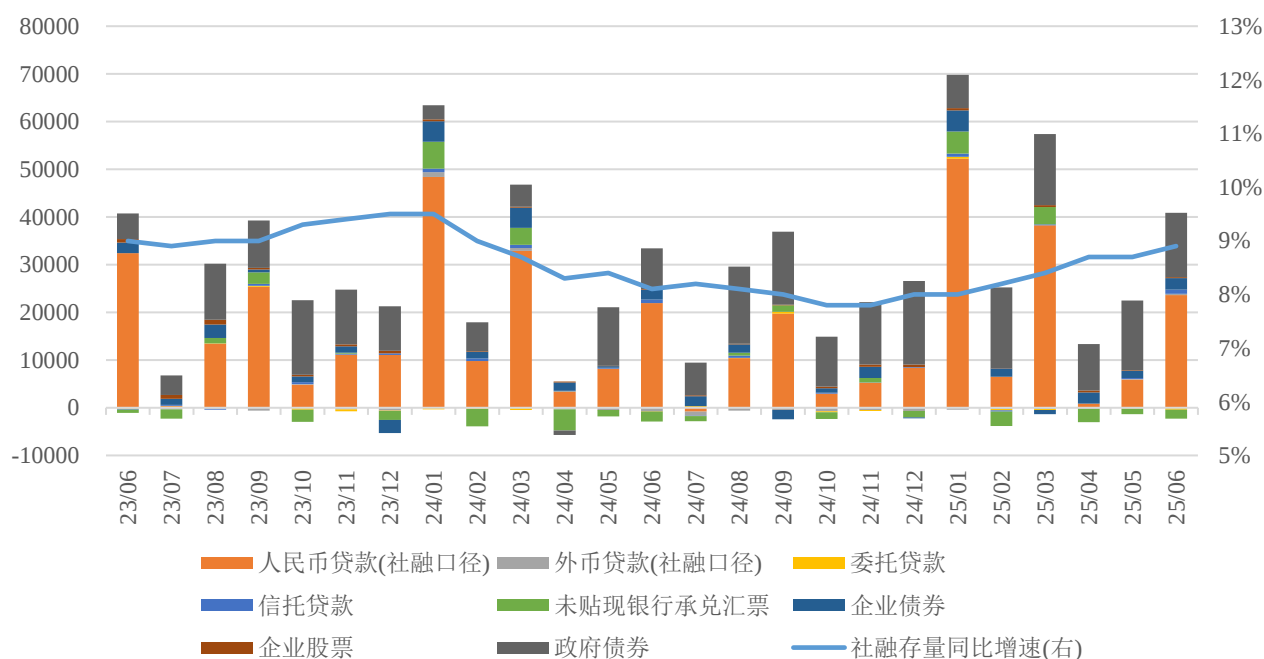
1. 社融规模合理增长, 科技创新债券发展迅速, 信贷结构不断优化

社会融资规模增量合理增长, 较好满足实体经济资金需求。2025 年上半年,社会融资规模增量为 22.83 万亿元,同比多增 4.74 万亿元。一方面,积极的财政政策提前发力,金融体系强化配合,政府债券融资同比多增较多。上半年,政府债券净融资 7.66 万亿元,同比多增 4.32 万亿元。其中,国债净融资 3.37 万亿元,同比多增 1.8 万亿元;地方政府债券净融资 4.29 万亿元,同比多增 2.52 万亿元。另一方面,金融机构对实体经济的信贷支持力度稳固。上半年,金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 12.74 万亿元,同比多增 2796 亿元。今年积极的财政政策率先发力、靠前布局,金融体系同步强化协同配合,政府债券发行节奏较往年显著加快,特别是用于置换隐性债务的特殊再融资专项债发行较多。上半年,置换隐性债务的再融资专项债发行近 1.8 万亿元,接近全年额度的 90%,地方城投相关企业的账面资金状况正持续改善修

复。

债券市场运行较为平稳，市场规模稳步提升。2025 年上半年，债券市场发行各类债券 44.3 万亿元，同比增长 16%；债券净融资 8.8 万亿元，占社会融资规模增量的比重为 38.6%，有力支持了积极财政政策的实施和实体企业的融资。上半年政府债券发行 13.3 万亿元，公司信用类债券发行 7.3 万亿元，金融债券发行 6 万亿元。债券融资继续向重点领域倾斜，民营企业债券上半年发行 3500 多亿元，绿色、科技等相关债券发行超过 1 万亿元。科技创新债券（下称“科创债”）发展迅速，有望保持高增速。自债市科技板 5 月推出以来，截至 6 月末，已有 288 家主体发行科创债约 6000 亿元，其中银行间市场发行超过 4000 亿元科创债，这不仅为新兴产业及未来产业的培育与发展注入了动力，也为传统产业应用新技术成果提供了坚实支撑。

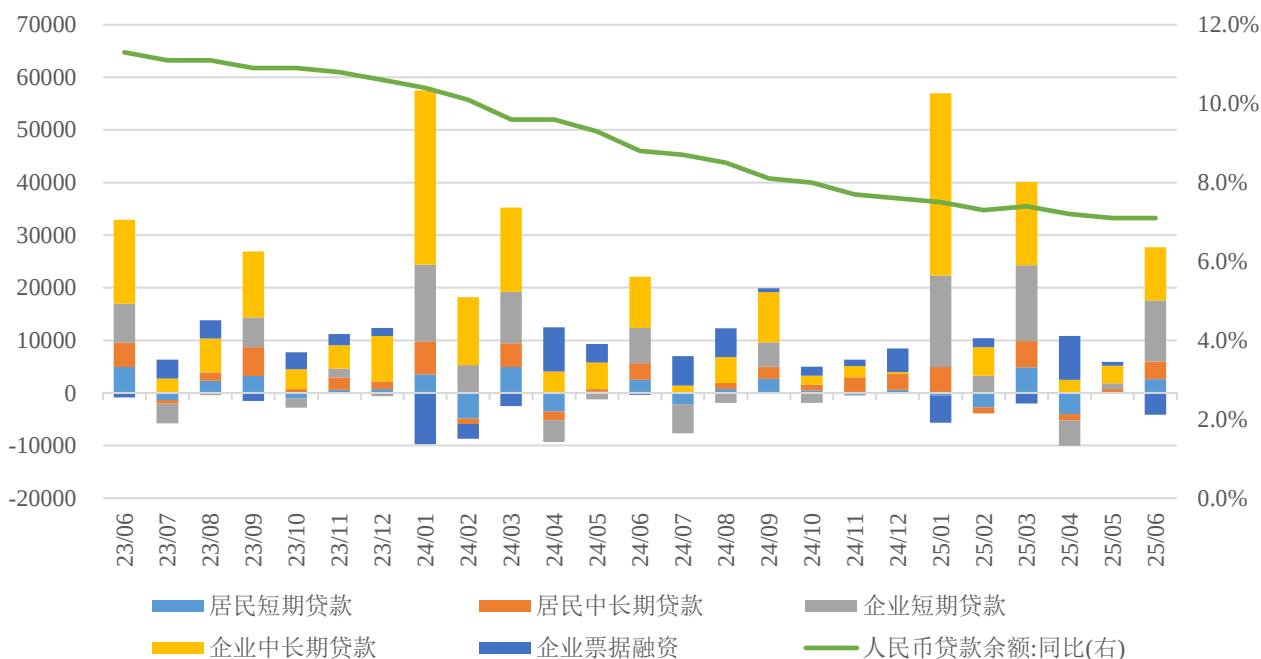
图20. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷延续总量增长、结构优化趋势。2025 年上半年，人民币各项贷款新增 12.92 万亿元，金融体系对实体经济的信贷支持力度持续保持在较高水平。分部门看，住户贷款增加 1.17 万亿元，其中，短期贷款减少 3 亿元，中长期贷款增加 1.17 万亿元；企（事）业单位贷款增加 11.57 万亿元，其中，短期贷款增加 4.3 万亿元，中长期贷款增加 7.17 万亿元，票据融资减少 464 亿元；非银行业金融机构贷款增加 331 亿元。信贷结构上，新增贷款主要投向制造业、基础设施业以及“五篇大文章”等重点领域。6 月末，制造业中长期贷款余额同比增长 8.7%，上半年增加 9207 亿元；基础设施业中长期贷款余额同比增长 7.4%，上半年增加 2.18 万亿元。

图21. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 流动性呈现前紧后松趋势，实体经济融资成本显著下降

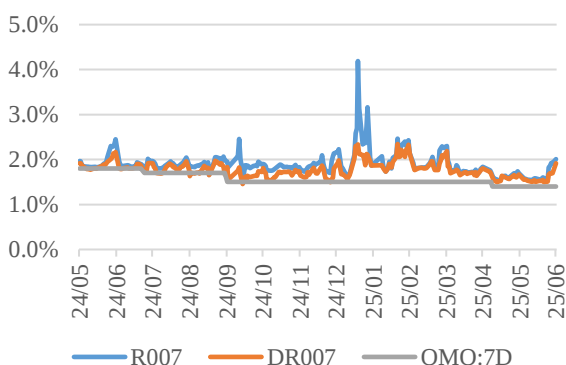
流动性整体保持合理充裕，但受央行控制利率错配风险政策影响，总体节奏上呈现前紧后松趋势。2025年一季度，人民币贬值压力抬升，央行在稳汇率、防空转、防利率风险的多重目标下，边际收敛流动性投放，叠加一季度银行信贷投放和政府债净融资额较大，银行间市场资金面整体偏紧。二季度，特朗普关税政策出台及美国衰退预期增强下美元走弱，人民币对美元贬值压力明显缓解，央行的流动性投放开始加大，叠加二季度银行信贷投放强度和政府债净融资额略有下降，银行间市场资金面均衡偏松。

“一揽子金融政策”持续显效，实体经济融资成本显著下降。2025年5月，降准落地，向市场释放长期流动性约1万亿元；政策利率和LPR报价下行10BP，降低结构性货币政策工具利率和个人住房公积金贷款利率，激发了实体经济融资需求。此外，央行采取多种举措推动降低实体经济融资成本，例如压降非息成本、加大中长期流动性投放、明示企业贷款综合融资成本。上半年，新发放企业贷款加权平均利率大约为3.3%，比上年同期低约45个基点，新发放的个人住房贷款利率约3.1%，比上年同期低约60个基点，社会综合融资成本延续低位下行。房贷利率方面，受去年取消个人住房贷款利率下限、5年期以上LPR大幅下调及存量房贷利率再度统一下调约50BP等影响，当前新发放及存量按揭贷款利率二者利差逐步收窄。

下半年，在国际贸易体系不确定性仍未消除、政策协同效应急需强化、外部货币政策掣肘因素逐步减弱的综合环境下，货币政策将继续维持“适度宽松”的基调，始终坚持总量适度投放、结构定向宽松、强化工具创新与畅通传导机制四大原则。降准降息仍有一定操作空间，但会严格遵循总量合理、多重平衡的导向；为保持流动性合理充裕、深化财政金融协同，国债买入操作有望重启；存量与新增结构性工具的使用

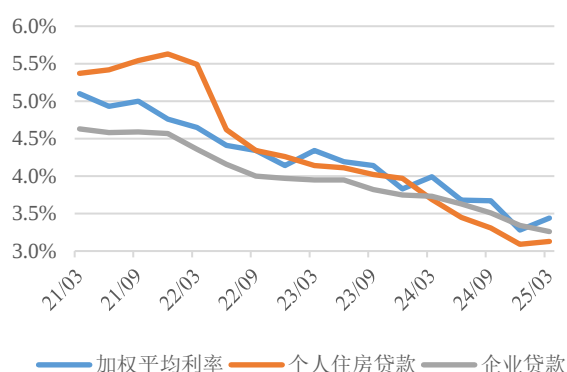
用节奏将加快，以实现重点领域的精准滴灌。此外，资产价格修复是打通经济循环堵点、扩大内需规模的关键环节。自去年 9 月 24 日会议以来，货币政策已持续释放支持资本市场的信号。在当前中美关税博弈加剧经济金融不确定性的背景下，后续将进一步用好两项资本市场支持工具，通过稳定资产价格释放财富效应，进而激活内需潜力。

图22. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图23. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

2025 年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，创新金融工具，维护金融市场稳定。加快预算内新增债券发行，适时适度降准降息，设置新结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸；大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用；创新推出债券市场“科技板”，利用债券市场经济杠杆推动金融市场服务新质生产力发展。此外，面对外部风高浪急的关税冲突，始终坚持对等原则，一方面反击外部极限施压，一方面采取刺激消费、稳定外贸等对冲手段，取得了资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。下阶段，宏观政策将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸。（更多政策内容请参考一季度宏观报告）

1. 制度创新赋能科技金融高质量发展

4 月 1 日，金融监管总局等三部门印发《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》（以下简称《方案》）。《方案》的出台标志着我国金融体系对科技创新支持的战略升级。一方面，《方案》首次提出全生命周期金融服务框架，破解传统金融体系与科技企业高风险、轻资产特征的适配性矛盾。另一方面，《方案》明确要求银行信贷与创投基金、债券市场形成接力式支持，推动“股贷债保”联动模式制度化，形成覆盖科技企业不同发展阶段的组合型融资解决方案。此外，《方案》将科技企业流动资金贷款期限弹性上限延长至 5 年，同步配套“研发周期分期还贷”等灵活付息安排，有效缓解科技项目研发周期与信贷期限错配问题。整体来看，该《方案》通过制度创新重构科技金融生态，在提升金融资源配置效率的同时，通过金融制度创新激活科技创新要素，为科技创新重点领域和薄弱环节提供更加精准、优质、高效的金融保障。

2. 统一统计制度助力金融“五篇大文章”发展

4月15日，人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合印发《金融“五篇大文章”总体统计制度（试行）》，主要内容一是实现统计对象和业务的全覆盖，为做好金融“五篇大文章”提供系统、全面的信息支持；二是实现金融“五篇大文章”重点统计指标及其标准和口径的统一、协同；三是建立统筹一致、分工协作的工作机制，形成工作合力。统一统计口径有利于提高数据质量和透明度，为投资者和监管机构提供金融市场相关领域准确的发展现状，有利于吸引投资人进入市场，同时也为监管机构政策出台提供参考，提升监管政策对金融市场的影响力，优化资金供给和金融资源分配结构，促进相关领域发展。

3. 强化逆周期调控与产业部署应对外部冲击

4月25日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议对未来一个季度的经济工作做出明确指示，强调用好用足逆周期调控政策，加快构建房地产发展新模式，采取多种措施帮助受关税冲击的企业度过难关。今年一季度经济开局良好，GDP同比增长5.4%，为实现全年5.0%左右经济增长奠定基础。但进入4月以来，美国单方面发动针对全球的关税冲突，压低全球经济增速，威胁金融稳定。外面越是风高浪急，4月政治局会议更是突显中国应对变动的决心和勇气。会议强调了逆周期调控政策的重要性，提出要创设新的结构性货币政策工具，这进一步丰富了货币工具箱。一手抓财政和货币，一手抓产业发展。会议强调，要将房地产行业的恢复性发展作为加码加力方向，新质生产力要继续保持发展势头，多种举措帮助受困企业，从重点到突出再到扶持，形成梯队全面发展，应对外面冲击。

4. 民营经济促进法以法治化建设护航高质量发展

4月30日，十四届全国人大常委会第十五次会议表决通过民营经济促进法，自2025年5月20日起施行。民营经济促进法共9章78条，包括总则、公平竞争、投资融资促进、科技创新、规范经营、服务保障、权益保护、法律责任和附则。民营经济促进法作为我国首部聚焦民营经济发展的基础性法律，标志着民营经济法治化建设迈入体系化、制度化新阶段。在当前构建新发展格局与经济转型升级的关键时期，该法通过明确民营经济法律地位、完善产权保护制度、优化公平竞争机制等系统性制度设计，全面强化了民营经济发展的法治保障。有助于提振市场信心、稳定发展预期，也有助于保证各类经济组织公平参与市场竞争，促进民营经济健康发展。

5. 债券市场“科技板”精准助力科技企业全周期融资

5月6日，央行联合证监会、科技部等部门创新推出债券市场“科技板”。当前，我国正加速构建多元化金融支持科技创新的融资体系，但仍存在与科技创新需求相适应的金融供给短板。本次科创债主要面向金融机构、科技型企业以及私募股权投资和创业投资机构三大主体。在发行过程中，发行人可灵活选择融

资方式和期限，并创新设计含权结构、发行缴款及还本付息等债券条款，以更好地契合资金使用特点和融资需求。债券市场“科技板”的建立，将精准对接处于不同生命周期的科技企业融资需求，为实体经济发展注入更强劲的创新动力。从更长远角度来看，债市科技板聚焦“硬科技”属性，符合国家战略导向，能吸引更多机构投资者关注，形成良性资金循环。

6. 货币政策加力对冲外部冲击稳内需

5月7日，国新办举行新闻发布会，央行行长潘功胜提出一揽子货币政策措施，主要有三类十项政策。其中包括：降低存款准备金率0.5个百分点；下调政策利率0.1个百分点，预计将带动LPR同步下行约0.1个百分点；下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点，再贷款额度扩围；优化两项支持资本市场的货币政策工具；创设科技创新债券风险分担工具等。本次降准如期落地，是兼顾流动性投放和稳汇率目标的最优政策选择，同时与结构性工具利率下调相配合稳定银行净息差并提升利率传导效率，预计将有力保障居民和企业部门信贷投放稳步增长。本次全面降准0.5个百分点，预计释放流动性约一万亿元，有望促进居民和企业贷款稳定增长，并同时有助于持续实现稳汇率双重目标。央行同步决定下调支农支小再贷款等结构性货币工具利率0.25个百分点，有助于共同降低商业银行负债成本，稳定银行净息差，提升利率下调的传导效率，有效促进投融资需求。展望后续货币政策，外部环境不确定性增加，央行已将政策首要目标从国际收支与金融稳定切换至稳增长和促进物价合理回升，通过降准降息对冲外部冲击，维持流动性宽松以支持内需。

7. 中美关税互减与机制建设共识推动经贸关系健康稳定发展

5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，达成多项积极共识。美方承诺取消对中国商品加征的共计91%的关税，修改对中国商品加征的34%的对等关税，其中24%的关税暂停加征90天，保留剩余10%的关税。相应地，中方取消对美国商品加征的共计91%的反制关税；针对美对等关税的34%反制关税，相应暂停其中24%的关税90天，剩余10%的关税予以保留。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方一致同意建立中美经贸磋商机制，就经贸领域各自关切保持密切沟通，开展进一步磋商。此次双方在关税调整及后续协商机制方面的承诺，是中美经贸关系缓和与合作的重要一步。美国对部分中国商品加征关税的调整，以及中国相应的关税调整和非关税反制措施的暂停或取消，显示了双方在缓解贸易紧张局势上的积极姿态。这不仅有助于降低贸易成本，稳定双边贸易规模，还能为两国企业创造更可预期的市场环境。同时，建立持续协商机制，明确双方代表及磋商地点，体现了双方对长期经贸关系的重视与维护意愿，为未来进一步解决分歧、拓展合作提供了制度保障，这对于推动中美经贸关系健康稳定发展，以及促进全球经济稳定增长都具有积极意义。

8. 纠治内卷式竞争修复汽车经销产业链利益分配

6月3日，全国工商联汽车经销商商会发布《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》（以下简称《倡议》）提出，坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。坚持以销定产，合理制定企业年度生产目标和经销商销售目标，不得向经销商转嫁库存、强迫经销商进车，切实降低经销商库存水平；纠治进销价格倒挂问题，及时向经销商返利，缩短经销商回款周期。当前汽车行业“价格战”竞争激烈，导致汽车经销商盈利暴跌，库存高企，现金流紧张，信用风险加剧。同时，“价格战”也可能导致车企减少研发投入，产品质量下降，进而损害品牌形象。《倡议》的出台有助于打破汽车行业“低利润—低质量”的恶性循环，修复产业链利益分配，加速行业整合，推动汽车行业高质量发展。

9. 科创板增设成长层并推六大改革提升科创企业融资能级

6月18日，证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》。一方面，设置科创板科创成长层，在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面，围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性，推出6项改革举措，主要包括：一是对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。二是面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效。三是扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用。四是支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动。五是健全支持科创板上市公司发展的制度机制。六是健全科创板投资和融资相协调的市场功能。此次在创业板和科创板同步启用及重启未盈利企业的上市标准，并设立科创板科创成长层，将显著增强资本市场对科创企业的长期融资支持能力。这一举措不仅能够加快科创研发活动的整体活跃度，还能推动尖端科创成果更快实现产业化转化。同时，它为私募融资孵化的优质项目重新提供了一条更具市场化定价吸引力的资金退出通道，进一步发挥了科创板作为“试验田”的引领作用，是金融支持新质生产力高质量发展、助力金融强国建设的最新政策实践。

10. 金融支持消费双举措设立再贷款并优化资本市场激发内需

6月24日，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》（以下简称“《意见》”），从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。《意见》明确，设立服务消费与养老再贷款，额度5000亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。此19项重点举措环环相扣，构建起一个全方位、多层次的金融支持体系，体现了政策的全面性和系统性，旨在通过金融手段全方位刺激消费市场。设立5000亿元服务消费与养老再贷款，为相关领域提供了有力的资金支持，有助于满足居民在服务消费和养老方面的金融需求。而对资本市场功能的完善布局，不仅为资本

市场稳定发展注入动力，也为消费市场的长期繁荣提供了资金保障。这一政策的实施，有望在促进消费、稳定经济增长等方面发挥重要作用，为经济高质量发展提供有力支撑。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。