



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

中美关系：贸易对话继续往积极方向发展。在第二轮高级别谈判后，中方已经落实稀土协议，美方亦取消了对华芯片设计软件和乙烷出口许可证要求。7月28-29日中美举行第三轮经贸会谈。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。根据最近特朗普在关税政策方面的一些举动，我们现在认为下半年有70%的可能性中美之间的关税会维持现状。鉴于其他国家的贸易协议，我们认为美国对华关税进一步下调的可能性大幅下降。

数据回顾：二季度经济增速略好于预期，但是6月实体经济数据显示内需走弱。从6月数据来看，下半年经济的“三驾马车”或均面临一定挑战：1) 在消费品“以旧换新”政策边际效用递减的背景下，消费复苏的可持续性受到挑战。2) 投资三大分项6月均下滑，其中制造业投资的下滑尤为令人担忧。3) 仍具韧性的出口预计将随着抢出口的回撤效应和今年特朗普上任后对中国加征30%关税的影响逐渐显现而走弱。此外，通胀依然低迷。市场寄望的“反内卷”能否扭转PPI跌势仍需观察具体政策安排。环比来看，高频数据显示7月经济活动似乎继续边际走弱。我们维持下半年4%左右的经济增速预测不变，全年经济增速预测因为好于预期的二季度经济增速而略微上调至4.6%。

政策展望：我们预计较为显著的增量刺激政策或至少要等到9月底，短期内重点关注房地产支持政策和“反内卷”具体政策安排。财政政策的短期重点或还是地方政府专项债和特别国债的发行和使用。在政府债券发行完毕后，政府或最快在9月底推出0.5-1.0万亿元的财政资金支持。在具体的资金使用上，可重点期待潜在的消费品“以旧换新”政策加力扩围和基建投资政策加码，以及观察刚发布的全国性生育补贴政策成效。在货币政策上，我们依然认为短期内不会再降准降息，但是9月后或再降准50个基点和降息10-20个基点。作为当前降息关键制约因素的银行息差或可以通过同步降准降息和下调存款利率等操作减小影响。房地产政策或迎来继去年5月和9月后的又一轮政策升级，以防止房产销售复苏动能进一步减弱。

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，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。我们的预测是基于中美关税大致维持现状的基本假设。如果美国最终决定实施此前暂缓执行的24%个性化“对等关税”，那么中美关税冲突或再次爆发，人民币兑美元汇率有可能突破我们当前预测的7.3上限。

投资风险：中美关系尤其是贸易关系再次恶化；俄乌、中东等地缘政治风险；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7月30日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观洞察

月度中国宏观洞察

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

中美贸易对话继续往积极方向发展

继 6 月 9-10 日中美在英国伦敦举行第二轮高级别谈判之后，中美贸易关系继续朝着向好的方向在发展。6 月 27 日，中方落实稀土协议。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。芯片巨头英伟达在 7 月 14 日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。关税方面，尽管特朗普政府态度较为强硬，表示 8 月 1 日其他国家关税暂缓期到期后不会再次暂缓，其对 8 月 12 日到期的中美关税暂时“休战”态度仍较为温和。7 月 28-29 日，中美双方在斯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。

我们认为下半年有 70% 的可能性中美之间的关税会维持现状。特朗普如我们所预期的延长了原本在 7 月 9 日到期的其他国家个性化“对等关税”暂缓期以及和中国 8 月 12 日的暂缓期，并在 7 月颇有效率地和东南亚三个国家以及日本和欧盟两大经济体签订了贸易协议。这表明美方最终大概率还是希望以协议形式解决贸易争端，因此我们将关税维持现状的概率从 5 月下旬 [年中展望](#) 时做出的 60% 调高到 70%。然而，我们现在认为有 25% 的可能性（此前为 20%），中美关税战会升级，被暂缓的 24% 关税可能会被实施。这主要是因为 7 月达成一些贸易协议，以及美国资本市场表现良好的情况下，特朗普可能会认为美方的谈判条件较 4-5 月份有所改善，而提高谈判要求。此外，考虑到目前已经达成的贸易协议除英国外，关税税率均高于暂缓期时候的 10%，我们认为美国对华关税进一步调低的可能性亦大幅下降，至仅 5%（此前为 20%，图表 32）。

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	中美双方在斯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。

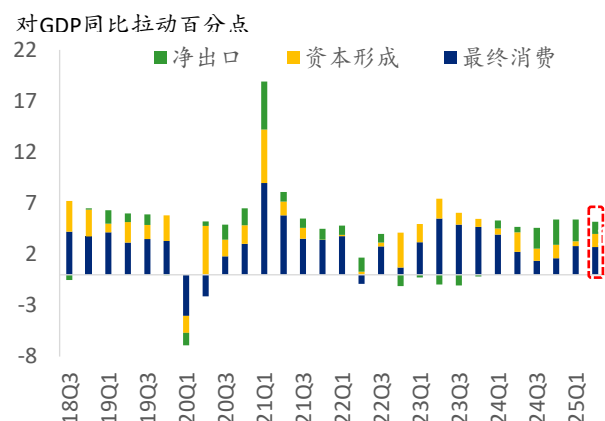
资料来源：新闻整理、浦银国际

数据回顾：二季度经济增速略好于预期，但是 6 月实体

经济数据显示内需走弱

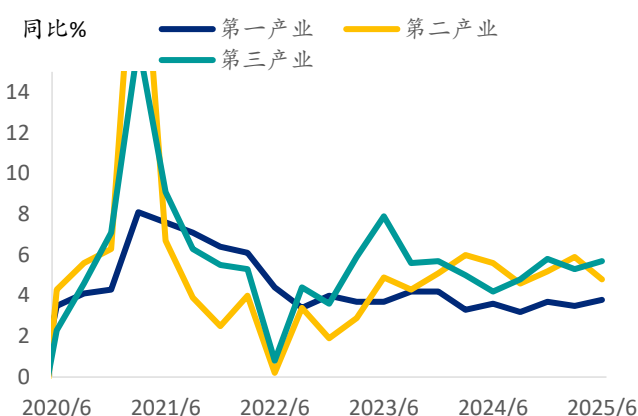
二季度经济增速略微放缓，但继续超预期。二季度实际经济同比增速下滑 0.2 个百分点到 5.2%，仍好于市场预期（5.1%）。按支出法来看，净出口对 GDP 的贡献从一季度的 2.1%下降到上半年累计的 1.7%，依然处于历史高位（除疫情特殊时期外）。最终消费对 GDP 的贡献大致持平在 2.8%，而资本形成的贡献有所上升（上半年：0.9%，一季度 0.5%，图表 2）。分行业看，第二产业经济同比增速大幅放缓 1.1 个百分点到 4.8%，而第三产业经济同比增速加快 0.4 个百分点到 5.7%（图表 3）。

图表 2: 净出口累计贡献在二季度略微收窄, 但仍处在相对高位



资料来源: 同花顺, 浦银国际

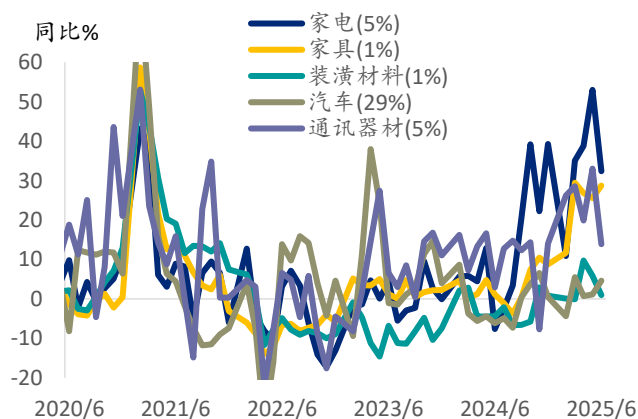
图表 3: 分行业看, 第二产业经济同比增速大幅放缓, 而第三产业经济同比增速加快



资料来源: 同花顺, 浦银国际

然而, 从 6 月实体经济数据来看, 下半年经济的“三驾马车”或均面临一定挑战。从消费来看, 今年以来消费品“以旧换新”政策推高了通讯器材、家电和家具等零售销售, 是消费品零售增速屡超预期主要推动力 (图表 4)。然而, 在基数因为去年下半年“以旧换新”政策发力而增高、补贴力度近期有所下滑的情况下, 这些耐用品消费的高增速或难以维持。虽然 6 月通讯器材和家电的销售增速显著下滑, 但是这更多是由于今年“618”促销活动提前开始, 或尚未显著体现消费品“以旧换新”政策退坡效应。往前看, 家电和家具同比销售增速 (目前 30% 左右) 恐仍有下降空间, 或拖累整体消费品零售增速。虽然政府一再强调服务消费的重要性, 央行在 5 月设立了额度 5,000 亿元的服务消费与养老再贷款, 但是该项措施的成效或不如消费补贴直接。此外, 服务消费零售额的体量在整体社会消费品零售中也较小 (上半年商品消费占比 89%, 图表 5)。因此, 服务消费的潜在改善或不足以弥补商品消费的下滑, 消费品零售下半年仍将面临下行压力。所幸的是, 政府已经有所行动, 在 7 月 28 日宣布全国性生育补贴政策。据我们估算每年发放的全性生育补贴相当于去年社会消费品零售总额的 0.21%, 或有助于推动消费。

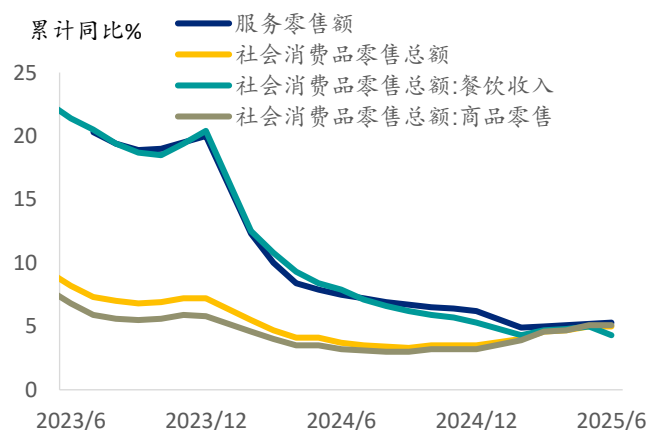
图表 4: 近几个月以来显著走高的家电、家具和通讯器材零售同比增速或较难持久



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 5: 服务消费的潜在改善或不足以完全弥补商品消费的下滑



资料来源: 同花顺, 浦银国际

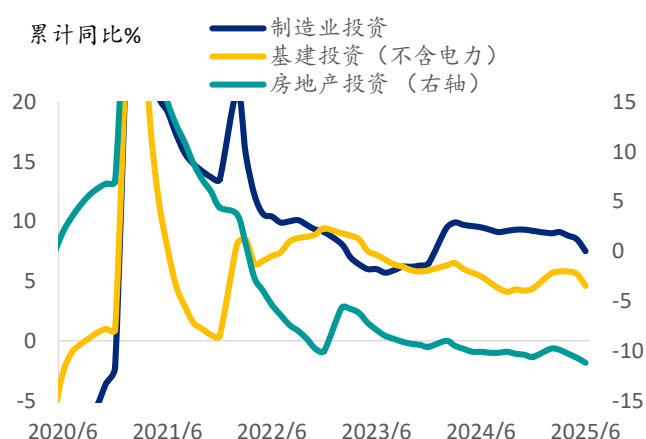
从投资来看，固定资产投资增速 6 月显著下滑 0.9 个百分点到 2.8%，已然低于 2024 年全年 3.2% 的增速（图表 6）。尽管资本形成对 GDP 贡献的上升意味着这里面或有价格因素在（固定资产投资增速是名义增速，而前者是实际增速贡献），我们认为投资在下半年将面临挑战。

分行业来看，房地产行业企稳的先行指标——房价和房产销售在 6 月均继续下滑（图表 7）。7 月高频数据显示 30 大中城市商品房成交面积在前 28 天相比去年同期跌 12%，跌幅较 6 月的-2.2% 有所扩大（图表 9）。考虑到房产销售尚未企稳以及投资和销售的滞后关系，房地产投资的下行趋势可能会持续。

最让我们担心的或是制造业投资增速在 6 月的显著下滑（下降 1 个百分点到 7.5%）。这可能有三个原因：其一是因为设备更新政策成效的退坡。今年超长期特别国债支持设备更新的资金额度为 2,000 亿元，而第一批（上半年）1,730 亿元资金已经安排到 16 个领域约 7,500 个项目。特别国债资金余额仅剩 270 亿元。其二是因为在关税前景未明且今年对美出口关税已经上升 30 个百分点的情况下，制造业企业投资信心或仍在下降。其三，“反内卷”或会制约受影响行业的资本扩张。面对这些难点，稳住制造业投资增速的关键或在于进一步加码设备更新政策的资金支持以及扩大其支持范围。

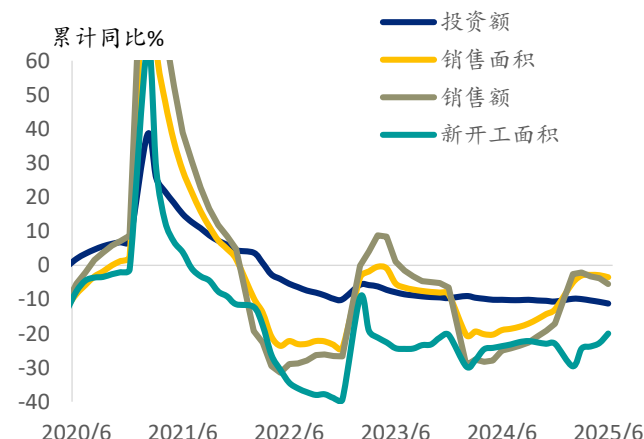
基建投资增速虽然也在 6 月显著下滑，但是该分项投资受政策影响最大，或可在政府支持下反弹，并成为支撑整体固定资产投资的关键因素。在 7 月 19 日，雅鲁藏布江下游水电工程宣布开工，该工程预计总投资 1.2 万亿元。按照长江三峡工程大约造了 8 年作为参照，每年 1,500 亿元的投资就可以提高近 0.3 个百分点的固定资产投资增速。

图表 6：固定资产投资三大分项 6 月均下滑



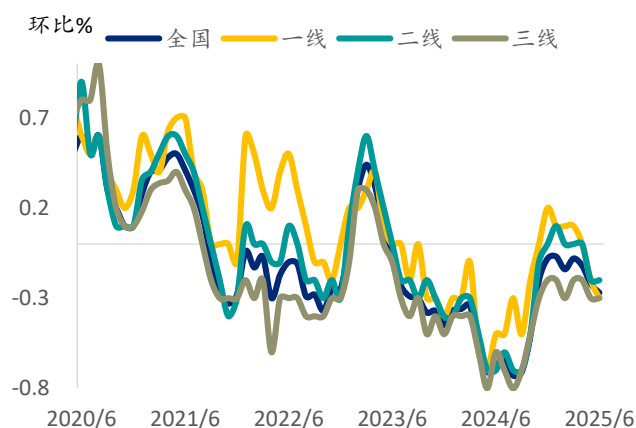
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 7：房产销售增速 5 月起转跌，或拖累后续投资表现



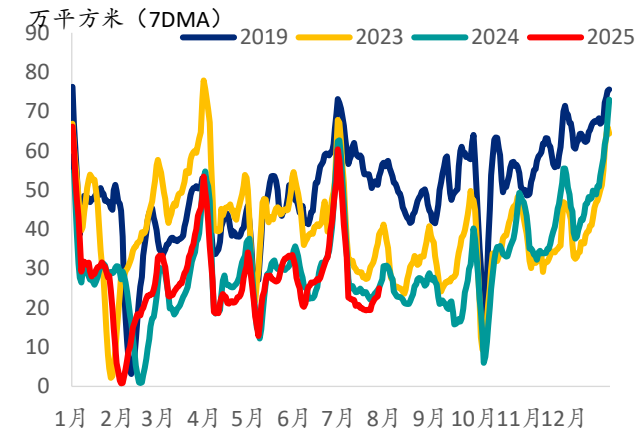
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 8: 70 大中城市新建商品住宅价格指数环比跌幅自 4 月起逐渐扩大



资料来源：同花顺，浦银国际

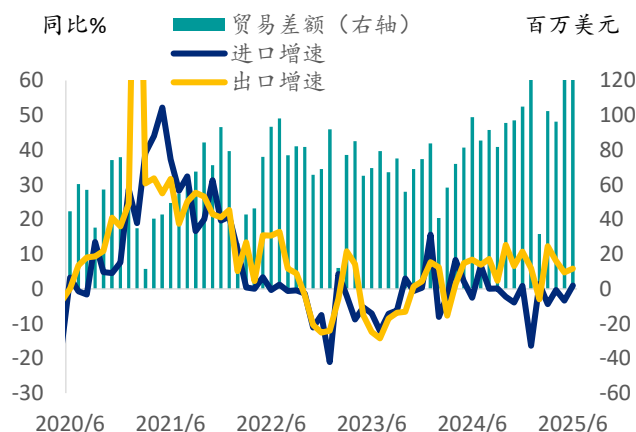
图表 9: 30 大中城市商品房成交面积在 7 月前 28 天相比去年同期跌 12%，大于 6 月跌幅



资料来源：同花顺，浦银国际

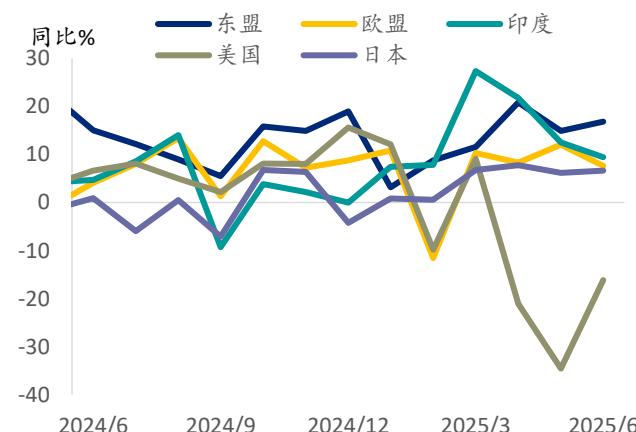
从净出口来看，虽然上半年数据远好于预期，但是我们认为下半年出口增速或显著下行。6 月出口增速继续维持稳健且好于市场预期，得益于中美关税休战后、对美出口的改善（图表 10、图表 11）。然而，中美关税战风险并未完全解除。即便美国对华关税维持现状，特朗普上任后对中国加征 30% 关税的影响以及前置出口的退坡效应或在下半年逐渐显现。

图表 10: 上半年净出口表现远好于预期，6 月出口增速反弹



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 11: 在中美达成关税暂时“休战”之后，6 月中国对美出口显著改善

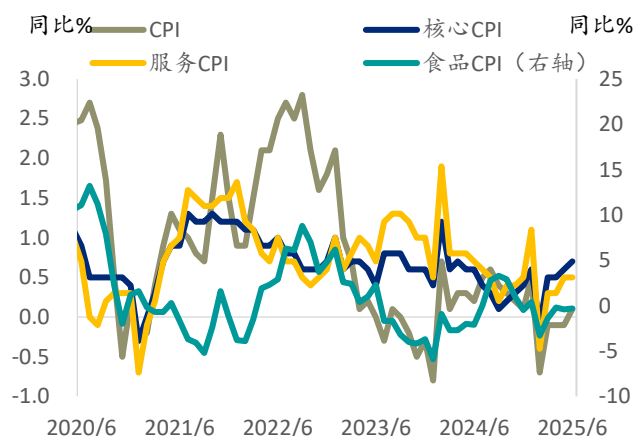


资料来源：同花顺，浦银国际

此外，低迷通胀的担忧并无显著改善。虽然 6 月 CPI 同比通胀率超预期转正到 0.1%，终止了此前四个月的负读数，但是这主要是因为另类项目——其他商品和服务 CPI 的走高，而核心 CPI 通胀率仅微升 0.1 个百分点到 0.7%（图表 12）。此外，PPI 同比跌幅继续扩大至 -3.6%（5 月：-3.3%）。受 PPI 同比跌幅一再扩大拖累，二季度 GDP 平减指数同比增速进一步下降到 -1.2%，为 2023 年 6 月平减指数转负后的最低记录（图表 13）。

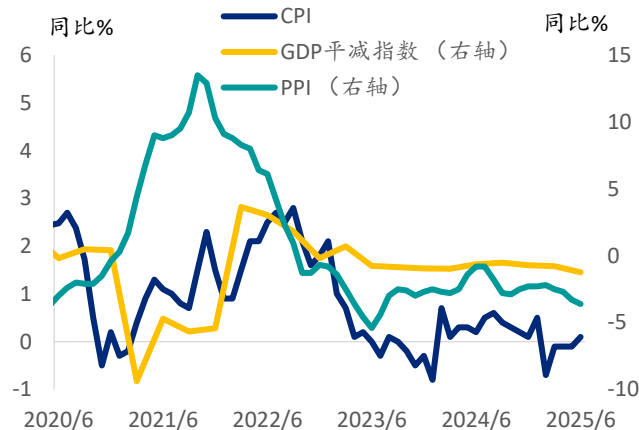
尽管 7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调要“依法依规治理企业低价无序竞争”，行业自律协会也自行发布了光伏、水泥、汽车等行业一些政策调整，我们还需要等待具体的政策安排以判断“反内卷”能否起到扭转 PPI 跌势的作用。就目前掌握的信息来看，我们认为本次“反内卷”与 2015 年供给侧改革的区别主要在于两个方面：第一，2015 年改革的主要对象是钢铁、煤炭等上游国企，而“反内卷”大部分为光伏、新能源、汽车等中下游民企，对象不同或影响政策手段。第二，在需求端政策的配合上，2015 年改革有棚改货币化等政策，有力扭转了此前房地产下行周期，而本轮目前主要是设备更新和消费品“以旧换新”政策在支撑。工信部在 7 月 18 日预告将发布新一轮钢铁、有色金属、石化等重点行业稳增长行动，值得重点关注。

图表 12：6 月 CPI 同比通胀率终止了此前四个月的负读数，在 6 月超预期转正到 0.1%



资料来源：同花顺、浦银国际

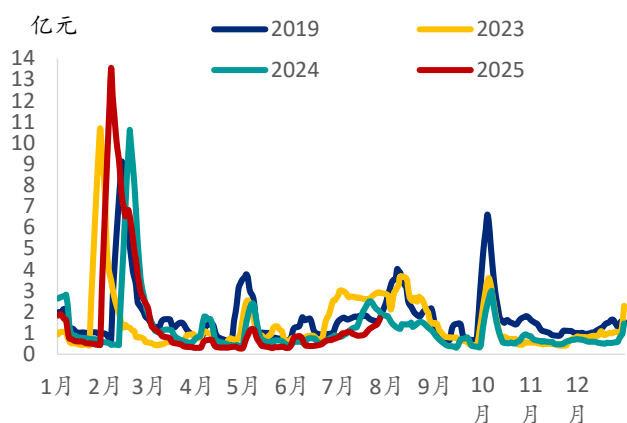
图表 13：二季度 GDP 平减指数同比增速下降到-1.2%，创造了 2023 年 6 月指数转负后的最低记录



资料来源：同花顺、浦银国际

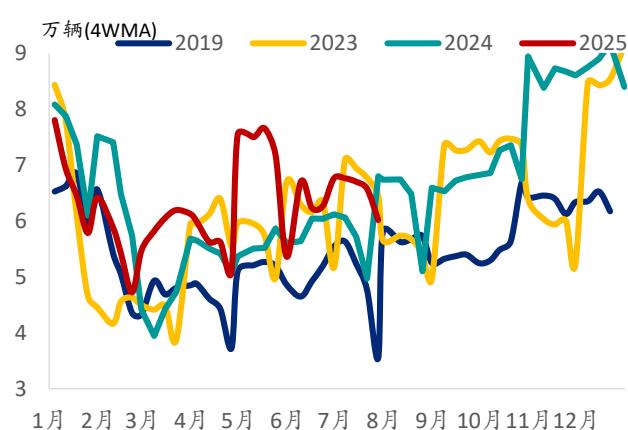
高频数据显示 7 月经济活动环比来看似乎继续边际走弱。电影票房在今年暑期档遇冷（图表 14）。实物消费方面，高频数据显示厂家乘用车日均零售销量在 7 月前三周汽车销售少于 6 月同期，但继续好于去年同期（图表 15）。投资方面，与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率在 7 月上旬维持在 30% 以上，但在月末突然转弱。开工率仍好于去年同期，但和更早年份相比仍有差距（图表 16）。出口方面，中国重点港口货物吞吐量 7 月稳中有升，远好于去年同期（图表 17）。不过中国发往美国的货物量似乎较 6 月有所下滑，不论是从直接的中国寄往美国的集装箱数量还是间接的中国出口集装箱运价指数来看（图表 18、图表 19）。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 14: 电影票房 2025 年暑期档遇冷



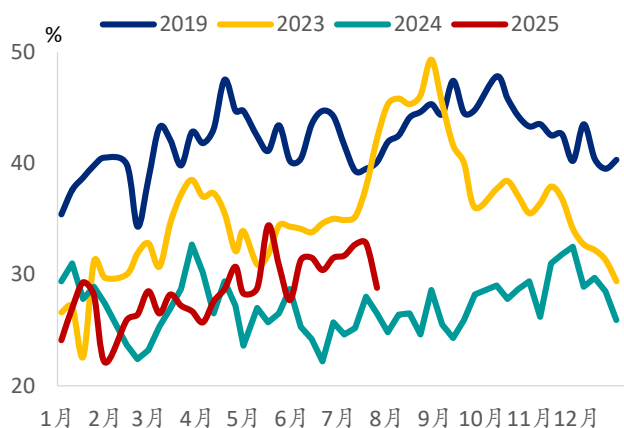
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 15: 7 月前三周汽车销售少于 6 月前三周, 但继续好于去年同期



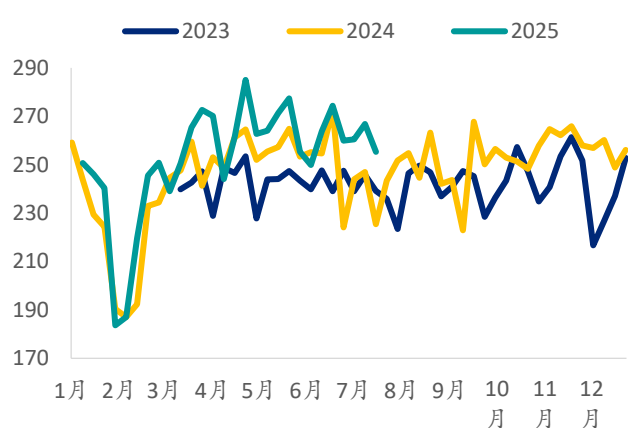
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 16: 沥青开工率在 7 月上旬维持在 30% 以上, 但在月末突然转弱



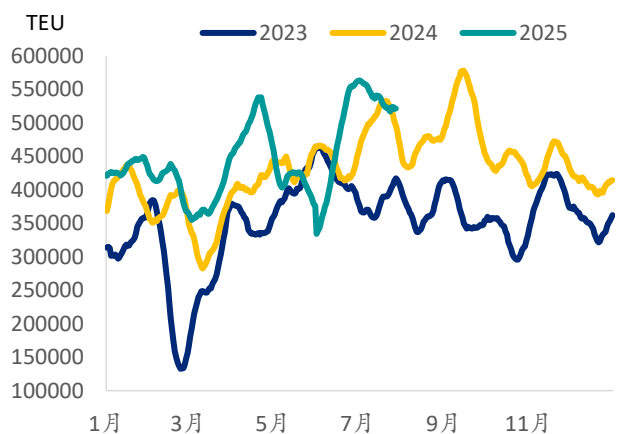
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 17: 中国重点港口货物吞吐量 7 月稳中有升, 远好于去年同期



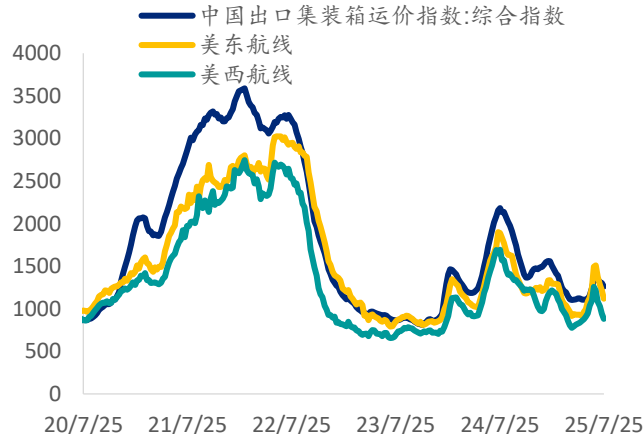
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 18: 从中国出发前往美国的集装箱船 7 月从高位开始下滑



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 19: 中国出口集装箱运价指数 7 月下滑, 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

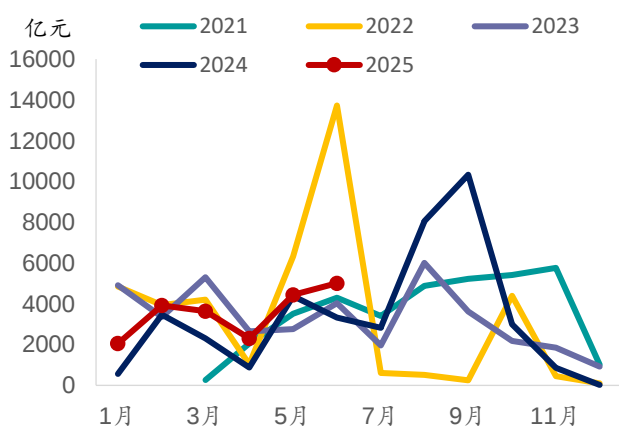
政策展望

（一）财政政策

财政政策的执行力度 5 月起明显加快，或最快在 9 月底有增量资金支持。

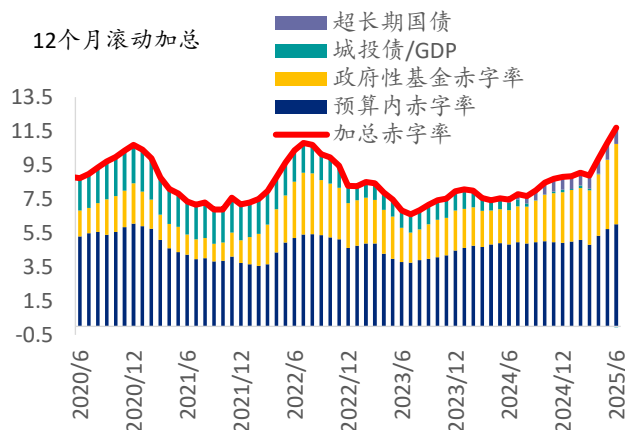
在 4 月政治局会议提出要加快地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用后，我们看到两者的发行在 5 月起明显加快（图表 20）。叠加预算内支出力度加大，我们估算的月度广义财政赤字率在二季度每月均上升近一个百分点，6 月的 11.7% 创造了历史新高（图表 21）。上半年地方政府专项债已发行 2.1 万亿元，特别国债已发行 5,850 亿元。接下来还剩 2.3 万亿元地方政府专项债和 7,150 亿元特别国债的额度（图表 22）。我们认为短期内财政政策的重点依然是加快这些政府债券的发行和使用。中期来看，在这些债券大多发行完毕之后，我们认为政府或最快在 9 月底推出 0.5-1.0 万亿元（相当于 0.35%-0.7% GDP）的财政资金支持。

图表 20：地方政府专项债发行节奏快于去年同期



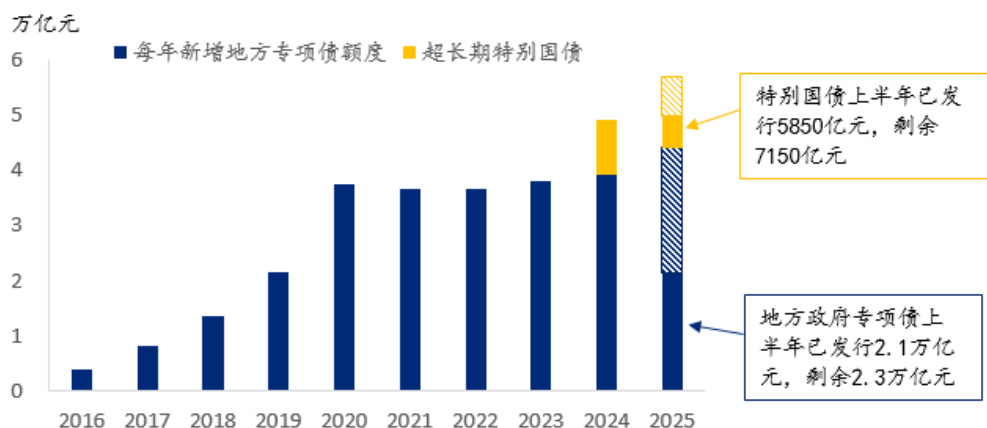
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 21：我们估算的月度广义财政赤字率在 6 月再上升 0.9 个百分点到 11.7%



资料来源：同花顺、浦银国际估算

图表 22：今年下半年还剩余 2.3 万亿元地方政府专项债和 7,150 亿元特别国债额度



资料来源：同花顺、浦银国际

重点期待潜在的消费品“以旧换新”加力扩围和基建投资政策加码，并观察全国性生育补贴政策成效和地方政府配合措施：

- 在生育补贴方面，7月28日，期待已久的全国性生育补贴政策终于出台：从2025年1月1日起，3周岁以下婴幼儿每人每年发放3,600元生育补贴，与此前[彭博社](#)传闻的版本基本一致。我们估算该方案每年所需的财政资金为1,011亿元，相当于全国性财政支出的0.35%，在政府财力可支持范围内。相比促进生育，该政策或对促消费有更直接帮助，但具体政策成效还需观察。地方政府或亦会根据自身条件制定地区性的生育补贴和全国政策相互补充，更好地增强促消费促生产的作用。今年3月全国两会召开后，已经有部分地区陆续发布较此前政策更为积极的生育补贴（图表23）。此外，在上周国务院常务会议提出的逐步推进学龄前教育免费，若开始落实、亦可能起到为居民部门增收减负的作用。
- 在消费品“以旧换新”方面，国家发改委表示在今年1月和4月共下达1,620亿元超长期特别国债支持消费品“以旧换新”资金。第三批690亿资金已经于7月下达，接下来计划将在10月下达第四批690亿资金。全国性生育补贴政策的发布或降低了短期内加码消费品“以旧换新”政策的可能性。不过，如果消费动能显著转弱，那么我们认为政府仍有可能扩张“以旧换新”项目的资金规模和使用领域，例如扩大至服务消费和快消品消费，以及增加单品补贴金额。目前促服务消费的重点或放在落实新设立再贷款的投放上。然而如果效果不理想，那么政府也有可能转向直接的消费补贴形式。
- 稳基建投资或成稳投资关键。“两重”“两新”依然是重点所在：[政府网站](#)在7月2日报道称，今年8,000亿元“两重”建设项目清单已经全部下达完毕。此外，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，或有助于应对基建投资增速的下滑。

图表 23：今年3月两会后部分地方政府生育补贴政策一览

时间	地区	具体政策
征求意见中	广东省深圳市	- 一孩：一次性生育补贴 3,000 元，每年发放 1,500 元育儿补贴，三年累计 7,500 元 - 二孩：一次性生育补贴 5,000 元，每年发放 2,000 元育儿补贴，三年累计 11,000 元 - 三孩：一次性生育补贴 10,000 元，每年发放 3,000 元育儿补贴，三年累计 19,000 元
5 月 20 日	陕西省神木市	- 一次性育儿补贴：二孩 5,000 元、三孩 10,000 元 - 育儿补助：二孩 0-2 岁期间每人每年补助 3,000 元，三孩 0-3 岁期间每人每年补助 10,000 元
3 月 13 日	呼和浩特	- 一孩：一次性发放育儿补贴 10,000 元 - 二孩：发放育儿补贴 50,000 元，按照每年 10,000 元发放，直至孩子 5 周岁 - 三孩及以上：发放育儿补贴 100,000 元，按照每年 10,000 元发放，直至孩子 10 周岁

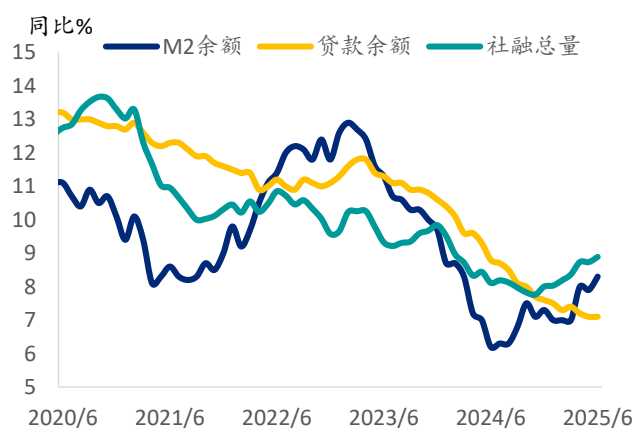
资料来源：新闻整理、浦银国际

（二）货币政策

5月7日一系列货币宽松政策似乎有利于信贷数据的改善：我们看到6月M2和社融增速有所加快（图表24）；新增人民币贷款，不管是企业贷款还是居民贷款均同比边际改善（图表25），但这尚不足以说明信贷需求已经显著改善。7月以来流动性继续维持充裕，短期市场利率指标维持在较低水平上（图表26）。

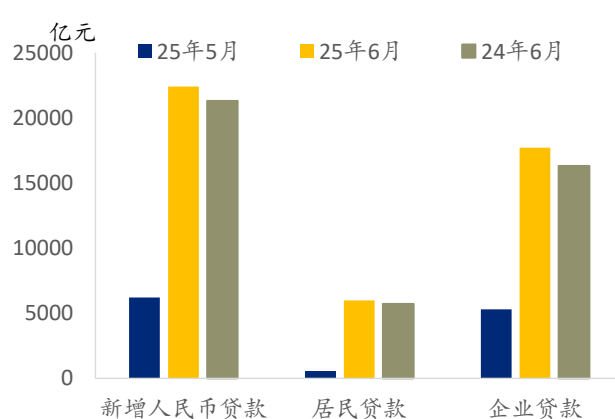
我们维持下半年还有50个基点的降准和10-20个基点的降息的基本预测。在通胀低迷的情况下，实际贷款利率并没有因为降息而走低，反而按照PPI计算的实际贷款利率还一路走高（图表27）。信贷需求也依然疲软，仍存在进一步下调政策利率的必要性。从政策空间来看，预计的美元指数和美国10年期国债收益率的走低打开了降息的外部空间（图表28）。而制约降息决议的银行息差压力或可以通过同步降准和下调存款利率等方式来压低银行融资成本来缓解。因此，我们预计下半年央行还会降准50个基点，并降息10-20个基点，降息和降准或仍是同步公布和执行。不过短期内（9月前），我们预计央行或不会再次采用降准降息这种全面性的货币工具，而是更为重视5月公布的各项再贷款额度的使用。

图表 24: 6月M2和社融增速加快，但是贷款余额增速维持在7.1%不变



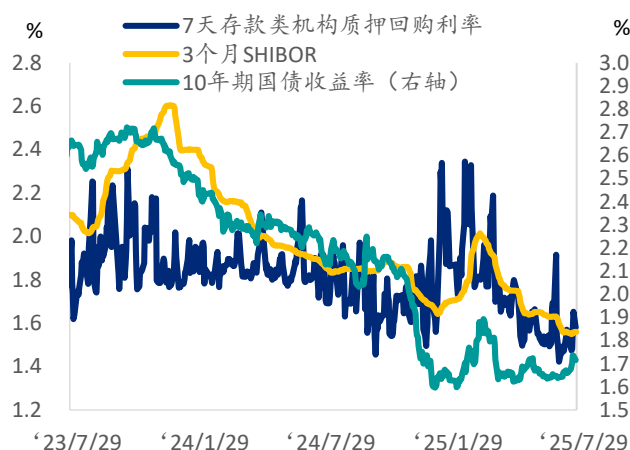
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 25: 新增人民币贷款，不管是企业贷款还是居民贷款均同比边际改善



资料来源：同花顺，浦银国际

图表 26: 短期市场利率指标稳中有降



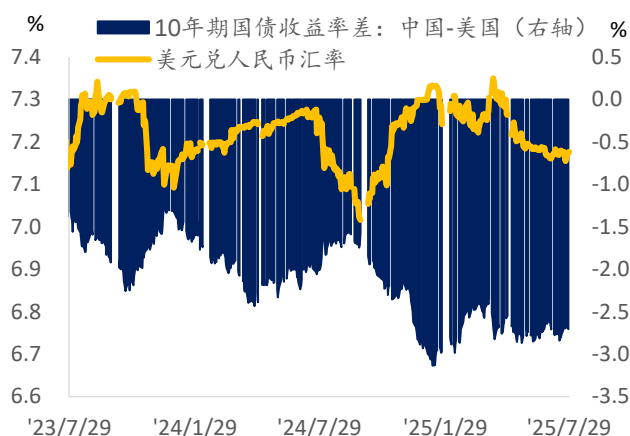
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 27: 由于低迷的通胀, 实际贷款利率并没有因为降息而走低



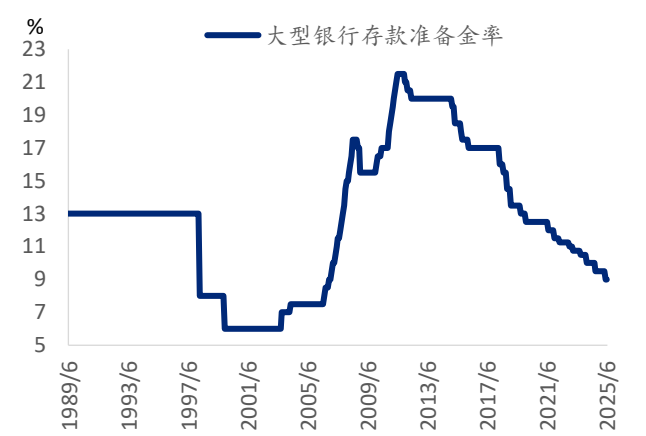
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 28: 预计的美元指数和美国 10 年期国债收益率的走低打开了降息的外部空间



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 29: 在降息时同步降准有助于减少对银行息差的压力



资料来源: 同花顺、浦银国际

(三) 房地产政策

政策支持或迎来升级, 以防止房产销售动能的进一步减弱。国务院在 6 月 13 日的**常务会议**上对房地产发展做出新的部署之后, 地方政府亦积极跟进调整当地政策。广州提出了全面取消限购, 成为一线城市中首个“三限”全面松绑的城市。深圳、杭州、西安、昆明和成都等一二线城市也在住房公积金贷款政策上进一步优化放松(图表 30)。我们认为房地产政策或迎来继去年 5 月和 9 月以来又一次显著调整。在**需求端**, 降低住房公积金贷款利率目前来看成效有限, 政府或考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠, 进一步放宽一线城市的限购政策等。在**供给端**, 我们认为政府或加大推动房地产去库存的政策力度, 专项债支持收地收储和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等工作或有所加快。预告已久的央行收地专项再贷款也有望设立。

图表 30：今年 6 月 13 日国务院常务会议对房地产做出新的部署后，地方政府积极跟进调整当地政策

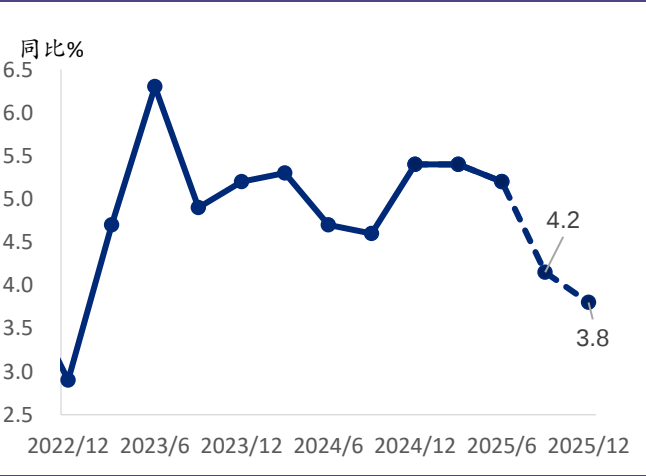
时间	城市/省份	房地产放松政策
6 月 13 日	广州	明确提出全面取消限购、限售、限价，降低贷款首付比例和利率，成为一线城市中首个“三限”全面松绑的城市。
6 月 19 日	西安	实施土地出让金分期缴纳（一个月内缴纳 50%，剩余在一年内缴清）；加大住房公积金支持，省内缴存职工在西安购房均可办理公积金贷款并享有同等权益；促进二手房市场联动发展，开展住房“以旧换新”活动；允许自持配套商业上市交易。
6 月 23 日	杭州	缴存职工在杭州市购买的新建商品房，可使用公积金直接支付购房首付款。
7 月 1 日	深圳	住房公积金购房迎来系列新政，下调存量公积金贷款利率、推行存量房交易“备案即预告”模式等。
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。

资料来源：新闻整理、浦银国际

经济增长展望

我们预计下半年经济增速或有所下滑。考虑到二季度经济增速好于预期，我们略微上调全年的经济增速预测至 4.6%（此前为 4.5%）。随着此前加征关税的影响或在下半年逐渐显现，叠加消费品“以旧换新”政策边际效用的递减，我们维持下半年 4.0%左右的经济增速预测不变（图表 31）。以上经济增速预测是基于中美关税维持在现有水平的基础上作出的。如果关税冲突升级，那么我们认为今年的经济增速将低于我们的基本假设，可能下降到 4.2%。相反，如果关税冲突继续降级，那么我们预计今年经济增速或可达 4.8%（图表 32）。

图表 31：季度实际 GDP 增速预测



资料来源：同花顺、浦银国际预测

图表 32：不同关税假设下的全年经济增速预测

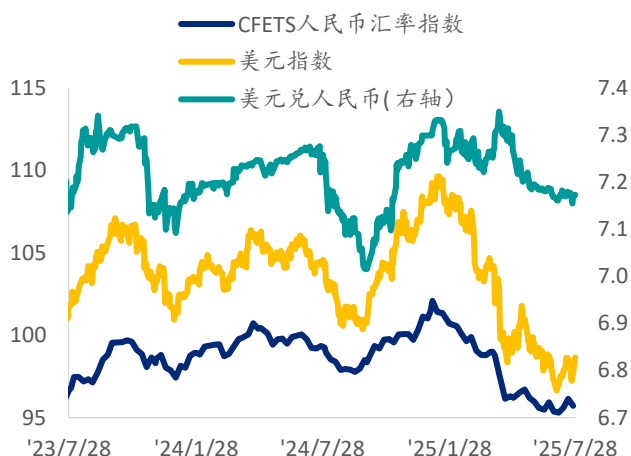
关税假设	具体内容	概率	2025年 GDP 预测
基本假设：维持现状	当前以芬太尼为由对华加征的20%和“对等关税”10%关税维持到年底	70%	4.6%
悲观情景：冲突升级	24%暂缓对等关税在90天暂缓期后仍需加征	25%	4.2%
乐观情景：冲突降级	以芬太尼为由加征的20%关税被取消，仅保留10%“对等关税”	5%	4.8%

资料来源：浦银国际估计

汇率展望

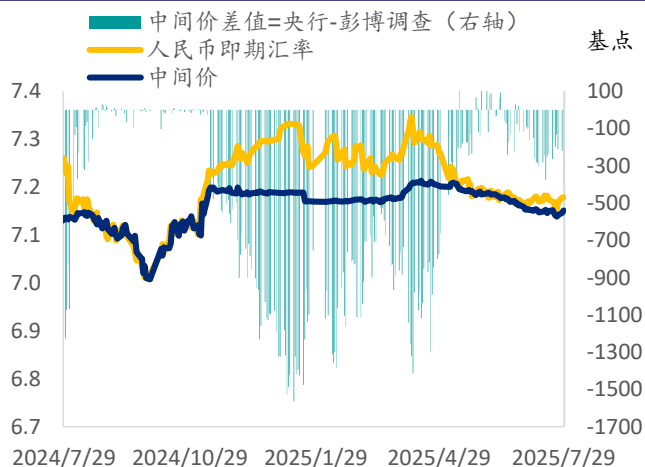
我们依然预计今年接下来人民币兑美元汇率或在 7.1-7.3 的区间内波动，并在四季度更为靠近波动区间的弱端。7 月以来，人民币兑美元汇率继续在 7.15-7.20 的较窄区间内双向波动，同期 CFETS 指数稳中略微升值(图表 33)。在经济数据发布和中美贸易关系均无显著变化的情况下，汇市亦维持相对稳定。往前看，我们认为年内人民币的升值空间相当有限。一方面，即便美国对华关税不再增加，今年也已经加征 30% 关税，央行或并不希望人民币继续升值，损害出口。从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行 6 月以来已经基本退出汇市干预(图表 34)。另一方面，下半年经济或将面临出口增速下滑、整体经济增速走低等挑战，这也将影响接下来人民币的走势。我们维持下半年人民币兑美元汇率在 7.1-7.3 区间波动、在四季度更靠近区间弱端的预测。我们的预测是基于中美关税大致维持现状的基本假设。如果美国最终决定实施此前暂缓执行的 24% 个性化“对等关税”执行，那么中美关税冲突或再次爆发，人民币兑美元汇率或突破我们现在预测的 7.3 上限。

图表 33: 7 月人民币兑美元汇率维持在 7.15-7.2 的较窄区间内



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 34: 从央行制定的中间价和彭博社调查的差值来看，央行 6 月以来已经基本退出汇市干预



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 35：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024 年 3 月 20 日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏

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附属公司、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

