

中国经济金融展望报告

2025 年第 3 季度（总第 63 期）

报告日期：2025 年 7 月 1 日

要点

- 2025 年上半年，面对急剧变化的外部环境，中国加紧实施更加积极有为的逆周期调控政策，内需表现较为稳定，出口好于预期，工业生产较快增长，经济总体平稳运行，预计上半年 GDP 增长 5.4% 左右。其中，受外部冲击、房地产市场再度转弱等因素影响，二季度经济景气度有所回落，预计 GDP 增长 5.3% 左右，增速较一季度回落 0.1 个百分点左右。
- 展望下半年，经济运行面临的不确定性、不稳定性因素仍然较多，尤其是美国关税政策仍存在较大不确定性，出口增长面临较大压力。预计下半年经济增速将低于上半年，三、四季度 GDP 分别增长 5%、4.6% 左右，全年增长 5% 左右。
- 未来宏观政策加力提效的必要性进一步上升，要重点着眼需求侧，加快推动现有政策落地显效，同时积极储备增量政策。财政政策要在维持经济平稳增长中发挥更大作用；供给与需求协同发力，激发消费潜力、释放内需动能；防范外部风险挑战，以高水平开放促合作、促发展；以更大决心和力度推动房地产市场止跌回稳；优化产业政策，着力破解供需错配、“内卷式”竞争等突出问题。

中国经济增速及预测



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组 长： 陈卫东
副组长： 周景彤
王家强
成 员： 李佩珈
梁 婧
杨 娟
赵廷辰
范若滢
梁 斯
叶银丹
刘 晨
吴 丹
刘佩忠
平 婧
许天衣（中银理财）
苏泽清（中银理财）
张传捷（伦敦分行）

联系人： 范若滢

电 话： 010-66592780

邮 件：

zhgjryjshgfry_hq@bank-of-china.com

经济运行不确定性加大，政策加力必要性上升

——中国银行中国经济金融展望报告（2025 年第 3 季度）

2025 年上半年，面对急剧变化的外部环境，中国加紧实施更加积极有为的逆周期调控政策，内需表现较为稳定，出口好于预期，工业生产较快增长，经济总体平稳运行，预计上半年 GDP 增长 5.4% 左右。其中，受外部冲击、房地产市场再度转弱等因素影响，二季度经济景气度有所回落，预计 GDP 增长 5.3% 左右，增速较一季度回落 0.1 个百分点。展望下半年，经济运行面临的不确定性、不稳定性因素仍然较多，尤其是美国关税政策仍存在较大不确定性，出口增长面临较大压力。预计下半年经济增速将低于上半年，三、四季度 GDP 分别增长 5%、4.6% 左右，全年增长 5% 左右，内需对经济增长的贡献度将有所提升。未来，宏观政策加力提效的必要性进一步上升。从过去一段时间政策实施的经验来看，针对需求侧的“两新”政策对于推动需求回升效果显著。下一步，政策要重点着眼需求侧，既要加快推动现有政策落地显效，也要积极储备增量政策，推动内需回升，努力稳住房地产市场，以内部确定性的增长来应对各种外部不确定性，从而实现全年经济平稳增长，为“十五五”开局打下良好基础。

一、2025 年上半年经济运行形势回顾与下半年展望

（一）2025 年上半年经济形势回顾

2025 年以来，中国面临的外部环境急剧变化，世界地缘政治局势复杂多变，国际经贸斗争加剧，美国推出的“对等关税”政策远超国际社会预期，极大地扰乱了国际贸易秩序与节奏，冲击全球经济金融稳定，国际贸易、金融市场波动加剧。在此背景下，中国加紧实施更加积极有为的逆周期调控政策，“两新”政策加力扩围带动相关商品销售、制造业投资较快增长，专项债、超长期特别国

债等资金扩容提速推动基建投资加快增长，内需表现较为稳定，新质生产力成长壮大，工业生产较快增长。对外中国坚持高水平对外开放，积极稳外贸稳外资，对外贸易结构发生较大调整，对美出口自4月以来大幅降低，而对东盟等非美地区出口加速增长，这部分对冲了美国关税政策冲击，加之中国产品竞争力较强，出口顶住压力持续增长，表现好于预期。综合来看，上半年中国经济总体平稳运行，预计GDP增长5.4%左右。其中，受外部冲击、房地产市场再度转弱等因素影响，二季度经济景气度有所回落，4、5月制造业PMI分别为49%和49.5%，均处于荣枯线以下，预计二季度GDP环比增速将较一季度有所放缓，当季GDP增长5.3%左右，增速较一季度回落0.1个百分点。值得关注的是，在经济增长总体稳定的同时，部分领域分化明显。比如，传统消费、高线城市消费“冷”与新兴消费、低线城市消费“热”并存，消费和工业产品量价背离现象突出。

1. 出口展现较强韧性，表现好于预期

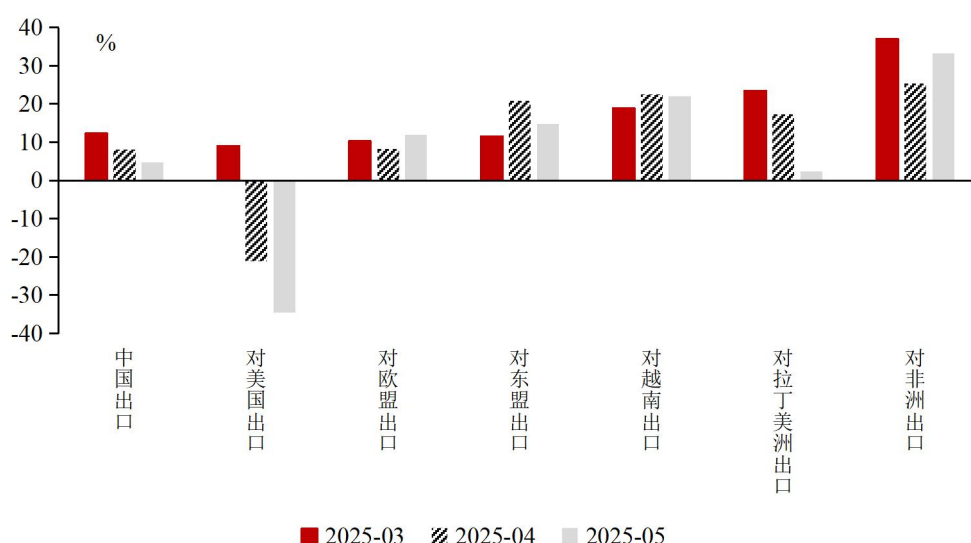
1-5月，中国出口金额1.48万亿美元，累计同比增长6%（美元计价，下同），增速较去年同期加快3.3个百分点。其中，在美国关税极限施压下，4月中国出口当月同比增长8.1%，展现较强韧性。一季度中国货物和服务净出口拉动GDP当季同比2.13个百分点，对GDP当季同比的贡献率较上年同期提升了25个百分点。

第一，对美出口大幅降低，跨境电商出口策略面临调整。4月份，美国对自中国进口产品加征145%的高额关税。虽然中美双方在5月初达成为期90天的降低关税共识，但由于关税暂缓期的效果未完全显现¹，同时前期关税政策不确定背景下部分需求提前释放，中国对美出口持续放缓。1-5月，中国对美出口累计同比下降7.4%，其中4、5月当月同比分别下降21%和34.5%（图1）。此

¹ 《中美日内瓦经贸会谈联合声明》提出的双方降低关税举措于5月14日正式实施，出口商从收到订单、重新组织生产再到出口发货有时滞后。

外，美国于 5 月 2 日取消小额包裹免税政策²，导致中国对美跨境电商成本上升，物流、汇款周期延长³。主流电商平台希音（SHEIN）和 Temu 均发布通知称，受全球贸易规则和关税变化影响运营费用增加，平台将上调美国地区产品价格。受此影响，中国电商平台转向拓展欧洲市场。根据市场情报公司 Sensor Tower 数据，4 月希音（SHEIN）对法国和英国广告支出合计环比增长 35%，Temu 对两国广告支出分别环比增长 40%和 20%。

图 1：中国对主要贸易伙伴出口当月同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，中国对新兴经济体和欧盟出口增长较快，部分抵补了关税政策冲击。一是对东盟转口贸易增长加快。特朗普政府于 4 月 10 日宣布对部分贸易伙伴实施 90 天“对等关税”暂缓期，为应对关税冲击，中国部分出口商家将原材料、产成品发往越南等东盟国家的工厂或海外仓，中国转口贸易明显加速。二季度以来，中国对越南、越南对美国出口增速分别维持在 20%和 30%左右。1-5 月，

² 美国于 5 月 2 日取消小额包裹免税政策，并于 5 月 14 日下调对中国小额包裹（包括香港特别行政区小额包裹）加征的关税，将国际邮件从价税率由 120%下调至 54%，撤销原定于 2025 年 6 月 1 日起将从量税由每件 100 美元调增为 200 美元的措施。

³ BtoC 跨境电商销售主要包括小包裹直邮和海外仓备货两种模式，二者均不同程度受到美国关税政策冲击。小包裹直邮模式下，跨境电商每件包裹关税提升至 54%，并需要支付额外物流和美国海关处理费用，清关总时长增加 10-15 天。海外仓备货模式下，主流跨境电商平台开始要求对美商家从全托管模式转为半托管模式，直接增加卖家的跨境物流费用，并使回款周期由 40-60 天增加至 100 天以上。

中国对东盟国家出口累计同比增长 12.2%，拉动整体出口约 2.1 个百分点(图 1)。二是共建“一带一路”合作深化叠加非洲经济发展需求增长，1-5 月中国对非洲出口累计同比增长 18.9%，拉动整体出口约 1 个百分点。三是欧洲经济复苏加之中欧经贸关系改善，中国对欧盟出口增速加快，1-5 月累计同比增长 6.4%，拉动整体出口约 0.9 个百分点。

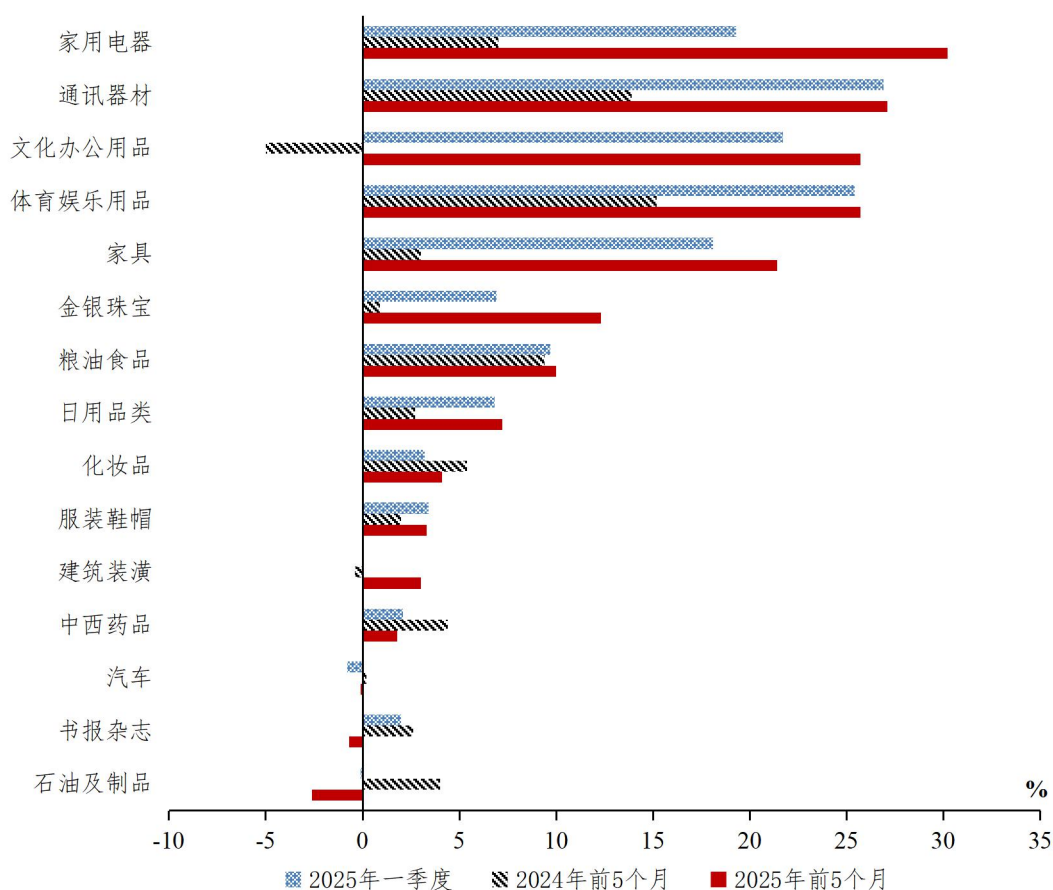
第三，部分机电类产品受关税影响较小，是出口增长的主要拉动力。中国手机、电脑、船舶等产品在全球产业链中具有一定不可替代性，抗关税冲击能力相对较强。同时，特朗普政府于 4 月中旬豁免了对智能手机、笔记本电脑、半导体设备等 20 类电子产品及零部件的“对等关税”。1-5 月，中国机电类产品出口同比增长 8.1%，增速较去年同期加快 3.8 个百分点，拉动总体出口增长 4.8 个百分点。其中，集成电路、液晶平板显示模组和通用设备等产品出口分别同比增长 17.5%、9.5%和 8.2%。

2. 扩内需政策效果明显，但房地产政策效果衰减

第一，消费品以旧换新政策带动作用明显，但细分消费市场分化现象突出。1-5 月，社会消费品零售总额同比增长 5%，增速较上年同期提高 0.9 个百分点，较一季度提升 0.4 个百分点。从商品消费来看，以旧换新政策带动家电、通讯器材消费较快增长。1-5 月，家电、通讯器材消费增速分别高达 30.2%和 27.1%，分别较上年同期加快 23.2 和 6.3 个百分点(图 2)。升级类消费保持较快增长。1-5 月，金银珠宝、体育娱乐用品零售额增速分别为 12.3%和 25.7%，分别较上年同期加快 11.4 和 10.5 个百分点。金银珠宝消费增长加快主要是由于金价走高刺激投资需求以及许多珠宝品牌推出更具时尚感、个性化的产品，体育娱乐用品消费增长加快主要是由于人们对露营、骑行、滑雪等户外活动积极性提升，带动相关装备和器材销售增长，二者均反映了消费市场的结构性变化与居民消费理念的转变。从服务消费来看，1-5 月，服务零售额同比增长 5.2%，高于同期商品零售额增速 0.1 个百分点。居民出游热情依然较高。“五一”假期国内出

游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8%，出游花费增速高于出游人次增速。中国免签政策对入境旅游拉动效应明显。根据上海边检总站数据，1-5 月，上海边检总站累计查验出入境外籍人员 447 万，较上年同期增长约 46%，其中，来华旅游的外籍旅客占比近 6 成。

图 2：主要种类商品消费增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

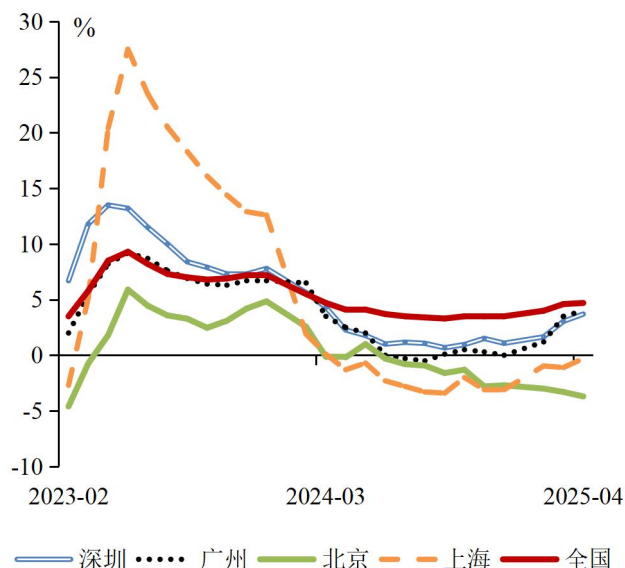
值得关注的是，不同消费市场之间分化现象突出。一是传统消费与新兴消费间的分化。越来越多的消费者（尤其是年轻消费者）从“面子消费”转向“悦己消费”，表现为物质消费理性化与精神消费升级化并存。白酒、奢侈品包等传统高端消费明显走弱。截至 2025 年 6 月 11 日，飞天茅台（当年散装）的批发参考价为 1990 元，较上年末下降了 10%，较 2021 年高点下降超过 35%（图 3）。

2025 年一季度，20 家白酒上市公司营收合计同比增长约 1.69%，较 2024 年下降了 5.61 个百分点。奶茶、谷子经济等新兴消费则蓬勃发展（专栏 1）。2025 年一季度泡泡玛特（POP MART）营收同比大幅增长 165%-170%。由于新兴消费市场规模依然较小，仍难以弥补传统消费市场回落带来的缺口。例如，2024 年，中国白酒市场规模为 7964 亿元，谷子经济市场规模为 1689 亿元，二者差距依然较大。二是高线城市与低线城市间的分化。上海、北京等一线城市消费持续低迷。1-4 月，北京、上海社会消费品零售总额增速分别为-3.7%和-0.3%，明显低于全国社零增速（图 4），重庆社会消费品零售总额已经超过上海、成为“中国消费第一城”。这主要是由于一线城市房价总额较高且居民普遍贷款买房，房价下降导致居民预期更加谨慎、持币观望情绪更为强烈。同时，一线城市金融、互联网等高薪行业占比较高，近年来相关行业降薪问题对居民收入影响更大。二线城市及三、四线城市消费增长相对更快。比如，1-4 月，山东济宁、湖南衡阳、河南郑州社会消费品零售总额增速分别为 7.2%、6.8%和 5.9%。

图 3：飞天茅台批发价大幅下行



图 4：一线城市社零增速低于全国



资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏 1：“小谷子拉动大消费”：谷子经济的发展特征与原因分析

“谷子”是英文单词“goods（商品）”的中文音译，泛指由漫画、动画、游戏、小说等领域知识产权（IP）为原型衍生出来的周边商品，例如徽章（吧唧）、立牌、透卡、镭射票、玩偶等。近年来，谷子经济作为新兴消费形态迅速崛起，其核心特征在于以 IP 授权为底层逻辑，通过盲盒、集换式卡牌等创新商业模式实现价值转化。

（一）谷子经济的发展特征

一是爆发式增长。根据前瞻产业研究院及艾媒咨询数据，从 2016 年到 2024 年，中国谷子经济市场规模从 53 亿元上升至 1689 亿元，年均复合增长率超过 50%。

二是消费群体年轻化。18 至 40 岁的消费群体是谷子的购买主力，占比超过 78%。其中泛 Z 世代（Z 世代通常指的是 1995 年至 2009 年间出生的人群，2010-2019 年出生的一代人由于同样具备 Z 世代群体的部分特征，因此将其与“Z 世代”并称“泛 Z 世代”）的购买力尤为强劲，占比超过 50%。

三是二级市场溢价高。大部分谷子商品在一手市场的价格并不高，普遍定价在 50-200 元左右。但隐藏款盲盒、限量款吧唧等一些稀有款式由于具有明显的稀缺性以及情感认同属性，叠加部分炒家的囤货行为，在二手市场的溢价现场较为突出。例如，2024 年以《排球少年》IP 为原型的吧唧、流沙麻将等稀有谷子最高以数万元的二手价格成交；原价 99 元的泡泡玛特（POP MART）LABUBU 3.0 系列在二手市场的价格超过了 2600 元；2025 年 6 月份一个薄荷色初代 LABUBU 被拍卖出 108 万元高价。

（二）谷子经济快速发展的原因

消费主力发生代际更迭，谷子经济迎合了 Z 世代的情绪消费风口。近年来，谷子经济在中国市场呈现出爆发式增长态势，其核心驱动力源于 Z 世代消费群体的崛起。Z 世代群体成长于互联网高度繁荣的数字化时代，对动漫、游戏等二次元文化具有较高的情感依赖，因而以二次元 IP 为原型拓展的周边产品可以极大引起这类消费群体的共鸣。此外，随着生活节奏加快和压力增大，年轻消费者越来越倾向于通过购买满足情感和心理需求的产品或服务来调节情绪。《情绪经济消费人群洞察报告（2024）》显示，为情绪价值和兴趣买单成为年轻人消费的首要理由，占比超过 40.1%。谷子经济恰好迎合了 Z 世代对于泛二次元文化的情感共鸣，契合其释放压力、寻求情感代偿的消费心理需求。同时，一些原创品牌则通过自主打造 IP 故事、进行社群运营的方式为“谷子”赋予了更多社交属性，年轻人通过“谷子”表达自我、获得圈层认同。

国产优质 IP 崛起为谷子经济发展提供了肥沃的土壤。谷子产品已超越传统实用价值，成为承载文化内涵和情感价值的重要载体。近年来，以《黑神话·悟空》《哪吒》系列作

品为代表的国产游戏和国产影视优质 IP 迅速崛起，赋予了消费者更高的文化自信，由此衍生出来的谷子市场也快速扩张。国产品牌泡泡玛特出品的多款 IP 在海外市场迅速流行，2024 年其海外营收占比达 38.9%，其中东南亚市场收入增长 619%，北美市场增速高达 895%，LABUBU 3.0 系列盲盒更在海外掀起了抢购热潮。根据《2025 闲鱼谷子趋势报告》数量，2024-2025 年多个国产游戏 IP 的交易额迅速增长，2025 年一季度的国谷交易额反超日谷的 1.6 倍。

线下消费新场景的扩张成为驱动谷子经济快速发展的重要推动力。近年来，谷子经济产业链下游的销售渠道与消费场景呈现出多元化发展趋势。沉浸式消费新场景的构建成为突破传统零售模式的核心路径，其本质是通过五感设计框架实现用户深度参与。目前，中国已有超 20 个一、二线城市的 60 多个核心商圈在打造二次元消费城市地标，例如，王府井喜悦商场、上海百联 ZX 创趣场、武汉江汉路步行街上的潮流盒子武汉 X118 等。根据上海国资委公开的信息，上海百联 ZX 创趣场迎合泛二次元的转型吸引了大量客流，最高时客流量增长达十倍，上海也被誉为了“中国痛城”，拥有 243 家谷子店，是目前国内谷子店最多的城市。36 氪的数据显示，除了上海领先之外，北京、成都、重庆、武汉的二次元谷子店数量也相当可观，分别超过了 220 家、170 家、140 家和 120 家。

综合来看，谷子经济的兴起是消费代际更迭、国产 IP 崛起、消费场景创新共同作用的结果，其本质是消费理念的深刻变革。以谷子经济为代表的新消费已然成为当下最热的风口，给中国消费市场注入了强劲的动力。这在当前中国内需较为疲弱的背景下是极具价值的，需要政府、行业、金融等部门共同呵护与引导。

第二，“两新”政策带动制造业投资较快增长，对全部投资增长的贡献率进一步显著提高。1-5 月，制造业投资同比增长 8.5%，增速比全部投资高 4.8 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 56.5%，较一季度提高 4.1 个百分点（图 5）。一方面，大规模设备更新改造及其相关配套政策持续加码显效，带动相关行业投资快速增长。2025 年 1 月初，国家发展改革委、财政部发文⁴提出将增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模、扩大设备更新支持范围、加大设备更新贷款贴息力度等措施。5 月 7 日，人民银行宣布增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度支持“两新”政策。这些政策加码带动相关行业制造业投资较快增长。1-5 月设备工器具购置投资增长 17.3%，增速快于制造业投资 8.8 个百分点（图 6），对全部投资增长的贡献率为 63.6%，拉动全部投资增长

⁴ 国家发展改革委财政部《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。

2.3 个百分点。另一方面，消费品以旧换新政策促进终端需求释放，带动下游消费品制造业投资较快增长。1-5 月，消费品制造业投资同比增长 13.2%，增速快于制造业投资 4.7 个百分点。

图 5：制造业投资对全部投资增长的贡献率

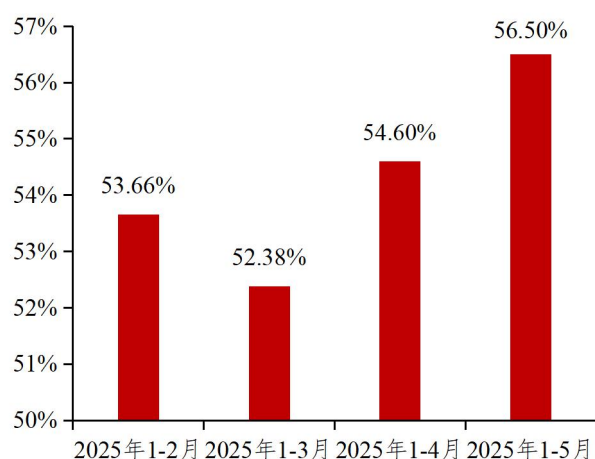
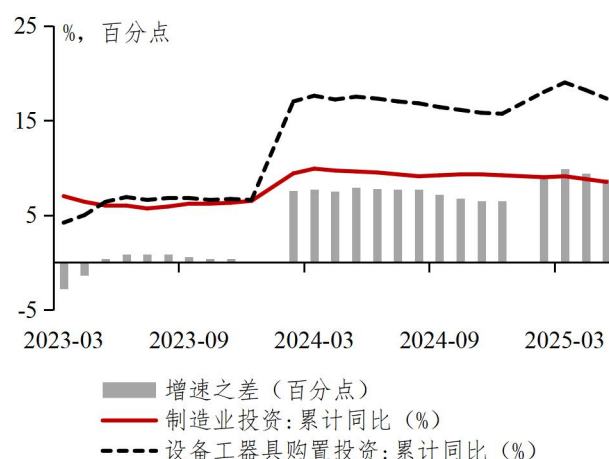


图 6：设备工器具购置投资与制造业投资情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，专项债等资金扩容提速，为基建投资加快增长奠定良好基础。2025 年上半年，基建投资稳健增长，1-5 月基建投资（不含电力）同比增长 5.6%，增速较上年末加快 1.2 个百分点，对全部投资增长的贡献率为 34.5%。这一方面是得益于资金扩容提速。专项债“自审自发”试点扩容，更多省市落实试点政策推动项目审批效率提升，2025 年以来专项债发行速度明显快于过去年份，为上半年基建投资奠定较好的资金基础。前 5 个月，政府债券净融资 6.3 万亿元，同比多增 3.8 万亿元；新增专项债发行约为 1.63 万亿元，同比增长 40.7%，重点投向新基建、民生等领域。另一方面是得益于地方化债持续推进，地方政府“轻装上阵”，扩大投资的能力有所提高。例如，甘肃是 12 个重点债务省市之一，2025 年 1-4 月，甘肃基建投资累计同比增长 13.7%，增速较 2024 年全年加快 21.5 个百分点。

第四，房地产市场再度走弱，市场分化加剧。2024 年 9 月底一揽子刺激政

策实施以来，房地产市场逐步好转。2025 年一季度，土地、销售、价格等房地产主要指标均有所好转，土地溢价率提升，30 个大中城市商品房成交面积实现正增长，房价环比上涨城市数量增多，房地产行业增加值增速由负转正。但二季度以来，受政策效果减弱、社会信心低迷等因素影响，房地产市场全面转弱。投资降幅扩大。1-5 月房地产开发投资累计同比下降 10.7%，跌幅分别较一季度和上年全年分别扩大 0.8、0.1 个百分点（图 7）。销售量价先稳后弱，市场分化加剧。一季度商品房销售额降幅有所收窄，但 4 月以来降幅再次走阔，1-5 月同比下降 3.8%，降幅较一季度扩大 1.7 个百分点；前 5 个月百强房企销售总额同比下降 10.8%，其中 5 月单月销售额同比大幅下降 17.3%，降幅较 4 月扩大 0.5 个百分点。核心城市的核心区域市场表现相对平稳，如上海 5 月出现多个“日光盘”，但非核心城市及核心城市的非核心区域市场压力巨大，去化困难。销量下滑加剧房价下跌，上半年二、三线城市房价持续下跌，年初一线城市房价出现了短暂的改善，但又重回下降通道（图 8）。销售转弱进一步加大房企经营压力和债务风险。2025 年一季度，17 家重点上市房企中，9 家营业收入同比下降，13 家利润同比下降，10 家亏损幅度扩大。同时，房企债务集中度较高，2025 年一季度已升至 62%，头部房企高负债和暴雷风险仍值得关注。

图 7：房地产投资和销售情况

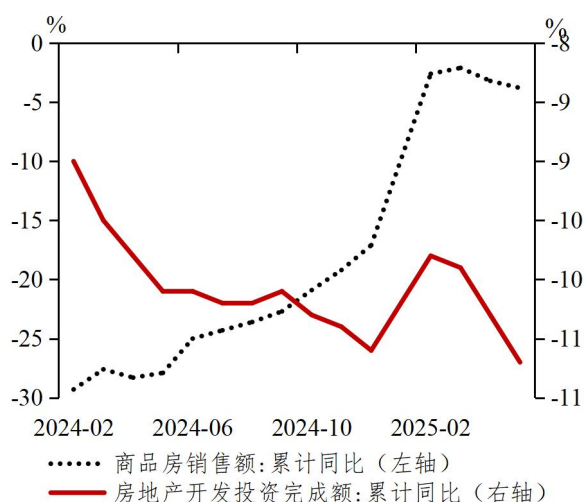
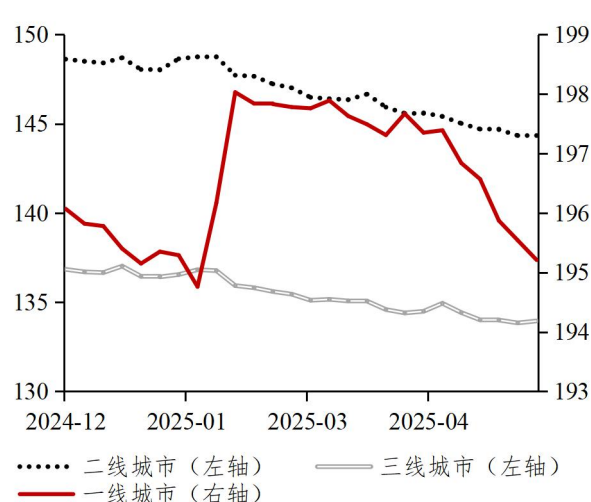


图 8：二手房出售挂牌价指数



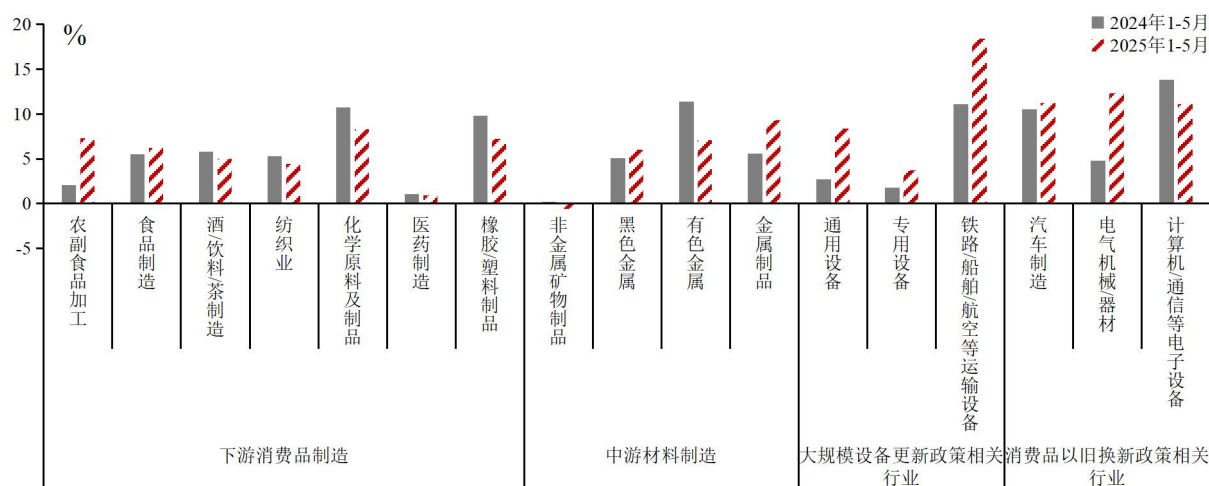
资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 工业生产总体保持较快增长，但分化特征依然明显

1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%，增速较上年同期和上年末分别加快 0.1、0.5 个百分点。需求分化、新旧动能转换下工业细分行业分化特征明显。

一是“两新”政策持续发力，带动中游设备制造相关行业快速增长。1-5 月份，通用设备制造、专用设备制造、汽车制造、铁路/船舶/航空航天和其他运输设备制造、电气机械及器材制造、计算机/通信和其他电子设备制造业增加值分别同比增长 8.4%、3.7%、11.2%、18.4%、12.3%和 11.1%，增速较上年同期分别回升 5.7、1.9、0.7、7.3、7.5 和小幅回落 2.7 个百分点（图 9）。

图 9：工业相关行业增加值增速情况



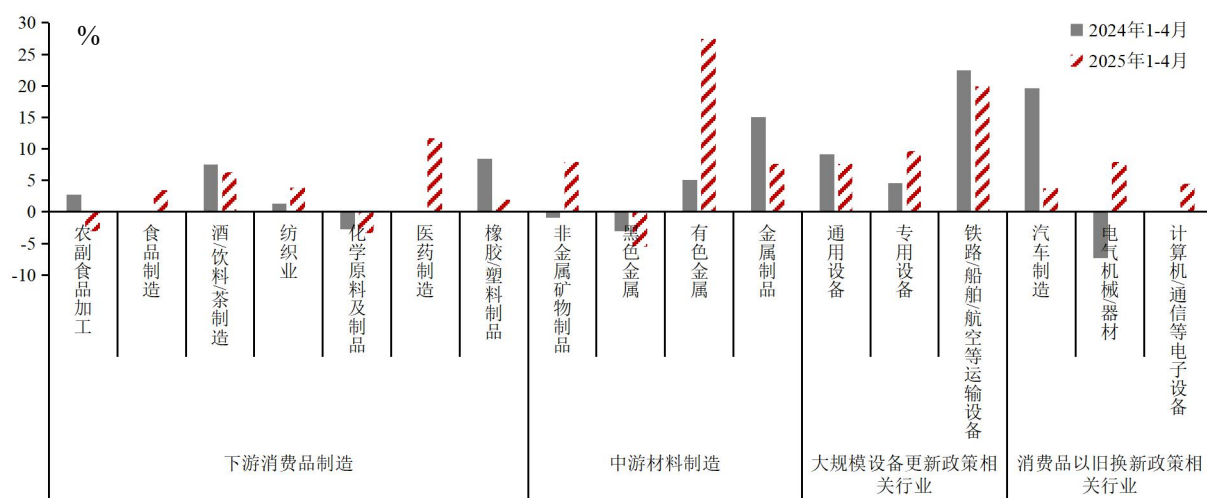
资料来源：Wind，中国银行研究院

二是关税压力扰动下，“抢出口”效应对工业生产形成阶段性支撑。1-5 月份，中国工业企业出口交货值同比增长 4.1%，增速较上年同期提高 1.1 个百分点。一方面，依托跨境电商平台，中国传统工业产品继续加快“走出去”。五一期间，敦煌网⁵订单量同比暴涨 300%，主要集中在服饰、文创、智能硬件等品

⁵ 敦煌网作为 B2B 平台，其海外仓中转服务（如墨西哥仓）可支持中小批发商将中国商品拆分成小包裹规避高关税，这一模式在五一期间被广泛采用。例如，美国消费者通过敦煌网采购中国商品后，再通过个人渠道转售，形成“B2 小 B”的新型供应链。

类；5月3日，美国对加拿大和墨西哥汽车零部件免征25%关税，带动敦煌网在墨西哥蒙特雷、蒂华纳等地中转仓需求激增，相关物流订单增长超40%。另一方面，中国高技术产品市场竞争力不断增强。1-4月份，通用设备制造、专用设备制造、铁路/船舶/航空航天和其他运输设备制造等行业出口交货值分别同比增长7.6%、9.7%、19.9%（图10），均保持较高水平。

图 10：工业相关行业出口交货值增速情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

三是下游可选消费品制造业、中游房地产相关制造业表现低迷。1-5月份，酒/饮料和精制茶制造业、纺织业增加值同比增长5%、4.4%，增速较上年同期分别回落0.8、0.9个百分点。房地产市场整体仍然处于筑底调整阶段，非金属矿物制品业增加值分别同比增长-0.6%，增速较上年同期回落0.8个百分点。

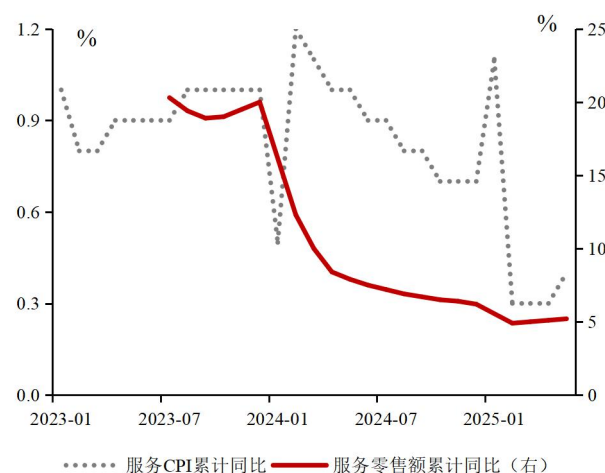
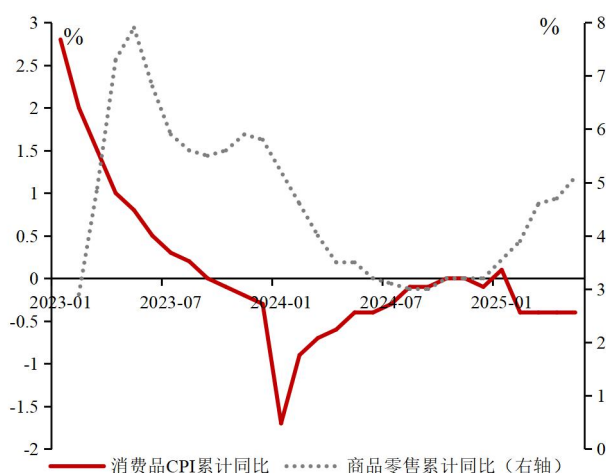
四是新动能支撑作用强劲，与新质生产力相关的中游材料制造行业生产平稳。1-5月份，高技术制造业增加值同比增长9.5%，增速较上年同期和上年末分别加快0.8、0.6个百分点。受新能源汽车、人工智能等新兴产业加速发展拉动，1-5月份，金属制品业、有色金属冶炼压延加工业增加值分别同比增长9.3%和7.1%。在下游高端制造业和基建投资需求拉动下，黑色金属冶炼压延加工业增加值同比增长6%，增速较上年同期回升0.9个百分点。

4. 物价水平持续较低，量价背离现象突出

2025 年以来，中国物价持续低位运行。截至一季度，GDP 平减指数连续八个季度同比为负，其中第二产业平减指数已连续十个季度为负。1-5 月，CPI 和 PPI 分别累计同比下降 0.1% 和 2.6%，降幅较上年全年分别扩大 0.3 个和 0.4 个百分点，经济运行中量价背离现象较为突出。

第一，居民消费相关的价格指数与居民消费趋势背离。居民商品消费“量增价减”。1-5 月，CPI 消费品价格累计同比下降 0.4%，降幅较上年末扩大 0.3 个百分点。同期，中国商品零售额增长 5.1%，增速较上年末提高 1.9 个百分点（图 11）。这一方面是受到猪肉等食品以及国际原油价格下行等结构性因素影响，另一方面与当前消费者消费观念转向追求“性价比”和部分商家“内卷式”降价有关。例如，中国消费电子产品市场竞争日益加剧，叠加 DRAM 内存等核心零部件成本下降、消费产品补贴政策等因素，手机、平板产品市场“以价换量”现象突出。**居民服务消费“量增价平”。**1-5 月，服务 CPI 累计同比上涨 0.4%，涨幅较上年末收窄 0.3 个百分点（图 12）。同期，中国服务零售额累计同比增长 5.2%，增速呈现逐月加快趋势。近年来，餐饮、旅游、培训等服务业降价较为明显。例如，餐饮行业人均消费价格明显下滑，餐饮大盘均价从 2023 年的 43.2 元下降至 2024 年的 39.8 元，其中火锅、烧烤、饮品等下降幅度较大⁶。

⁶ 数据来源中国商业联合会与红餐产业研究院发布的《2025 年中国餐饮业生态白皮书》，餐饮大盘包括中式正餐、火锅、烧烤、小吃快餐、饮品、西餐等品类。

图 11：消费品 CPI 和商品销售额变化 **图 12：服务 CPI 和零售额变化**


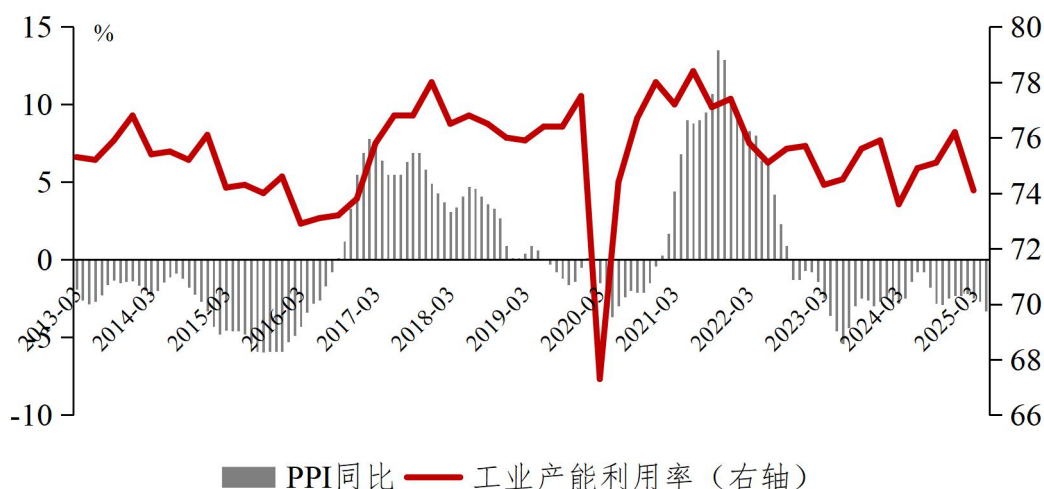
资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，主要工业产品价格与工业生产增速背离。上半年，中国工业生产呈现平稳恢复态势，但主要工业产品价格持续下行，截至 5 月份，中国 PPI 同比已连续 32 个月为负。国际定价产品方面，OPEC+ 国家原油由限产转为增产，全球原油供给增加带动价格下跌，国内油气行业相关产品价格下滑。1-5 月，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业产品价格分别同比下降 9% 和 9.1%。国内定价产品方面，主要工业品价格持续下跌。黑色金属冶炼加工业、金属制品业、通用设备、专用设备、汽车制造等行业 PPI 分别下降 10%、2.2%、1.3%、1.4% 和 3.2%，并且降幅较上年末均有扩大。同期，上述行业工业增加值分别累计增长 6%、9.2%、8.4%、3.7% 和 11.2%，增速较上年末均有提升。短期来看，其原因一方面是当前大规模设备更新改造政策将固定资产投资重心从建筑安装环节转向了设备工具购置环节⁷，使得传统建筑相关工业品价格承压。另一方面，关税政策影响下，出口依赖度较高的中游制造业产品价格承压。中长期看，工业品价格持续下跌与内需不足和外需波动导致的产能偏低有关（图 13）。特别是在经济新旧动能转换下，水泥、钢铁和煤炭等传统行业产能利用率偏低，

⁷ 固定资产投资主要由建筑安装工程和设备工具购置组成。其中，建筑安装工程投资是指建筑物内用于生产生活的各类设备及管道安装、线路铺设等工程；设备工具购置是指为满足工作需要而购买或引进新设备和工器具。2025 年 1-5 月，建筑安装工程投资和设备工具购置投资分别增长 1.2% 和 17.3%，二者增速差距较大。

导致相关产品价格低迷。

图 13：PPI 同比与工业产能利用率



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2025 年下半年经济形势展望

展望下半年，经济运行面临的不确定性、不稳定性因素仍然较多。从国际看，地缘政治环境深刻变化，美国与主要贸易伙伴关税谈判进程存在不确定性，主要经济体关税博弈持续演进，全球经济动能将持续放缓，中国出口压力将增大。从国内看，内需修复基础仍不稳固，消费加快增长的持续性有待观察，房地产市场供需关系短期难以改善，面临政策空间、资金来源等现实约束。但同时，我们也要看到，中国经济应对内外部风险与挑战的能力在提升。财政、货币政策仍有较大空间，科技创新与产业创新加快融合，人工智能等关键技术领域取得突破，产业转型升级稳步推进。研判下半年中国经济走势，分析回答以下四大问题十分重要。

问题一：消费加快增长的趋势能否延续？

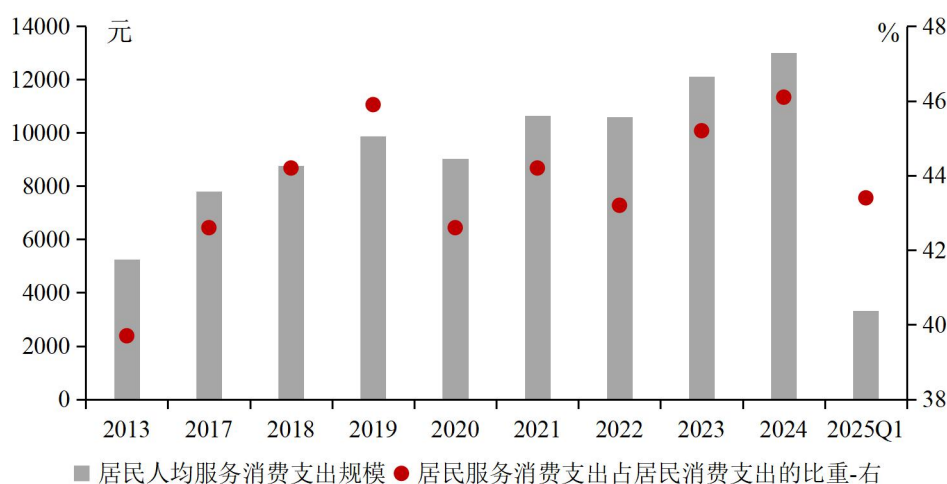
下半年，消费增长支撑主要来自政策进一步加码显效以及服务消费潜力的释放。第一，多地发布提振消费专项行动方案，促消费政策加码、落地将成为

消费恢复的重要推动力。3月份《提振消费专项行动方案》出台，围绕提升消费能力、释放消费意愿、优化消费环境、解决消费堵点等方面提出了一系列力度大、覆盖广的举措。二季度以来，北京、上海、成都等多地先后发布提振消费专项行动方案，全面推动消费扩量提质增效。例如，河北省提出众多措施鼓励发展冰雪消费，上海围绕深化国际消费中心城市建设进行部署，福建推广离境退税“即买即退”服务措施，等等。

第二，服务消费潜力有望持续释放。随着中国居民生活水平的提升，服务消费进入快速增长阶段。2013-2024年，中国居民人均服务消费支出从0.5万元提升至1.3万元。在人口老龄化趋势下养老服务、医疗健康等需求明显增加，以及年轻消费者对骑行、露营、滑雪等新场景消费体验的热情增强，均成为服务消费增长的新动能。在此背景下，政策的进一步加码有望打通服务消费堵点，助力服务潜力进一步释放。4月份，中央政治局会议明确指出要“大力发展服务消费”。5月份，人民银行设立服务消费与养老再贷款，激励引导金融机构加大对住宿餐饮、文体娱乐、教育等服务消费重点领域和养老产业的金融支持。2025年一季度，居民人均服务消费支出占人均消费支出的比重为43.4%，较上年同期提升0.1个百分点（图14），预计未来该比重有望持续提升。

但未来消费增长仍面临一些制约因素。在消费中占比较大的汽车消费增长面临压力。5月份，比亚迪宣布对王朝、海洋系列的22款主力车型降价，特斯拉、吉利、奇瑞等众多品牌密集跟进，形成新一轮降价浪潮，或将提高消费者观望情绪。同时，部分地区消费品以旧换新政策补贴资金断档或对政策效果带来扰动，叠加2024年三季度起家电消费增速基数抬升，预计下半年家电消费增速或将放缓。此外，居民收入与就业、消费信心和消费意愿有待进一步提升。综合预计三季度社会消费品零售总额增长5.5%左右，全年增长5%左右。

图 14：中国居民服务消费支出变化情况



资料来源：国家统计局，第一财经，中国银行研究院

问题二：房地产投资降幅能否收窄？

为应对二季度以来的房地产市场持续下行及其伴随的风险，6月13日国常会明确提出“要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳”。预计下半年更多增量房地产支持政策有望出台，例如，优化土地和商品房收储、扩大城中村危旧房改造规模、加强购房支持力度等。但需要注意的是，**尽管政策有止跌回稳的决心，但也面临政策空间、资金来源等现实约束。**例如，销售端降低贷款利率、降低首付比例、放松限购限贷等刺激政策不仅空间有限，效果也在逐步减弱。此外，**房地产开发投资改善还面临诸多制约因素。**一方面，销售走弱情况下，库存依然高企，房企将延续“以销定投”思路，这将不利于下半年房地产开发投资企稳。1-5月商品房待售面积累计同比增长4.2%，虽然增速较上年同期（15.8%）和上年全年（12.7%）有所放缓，但库存仍在持续积累。**另一方面**，下半年房企偿债压力依然较大，若销售持续疲弱，房企风险可能加快暴露，不仅将制约投资，还将对市场信心造成打击，对市场恢复造成扰动。克而瑞数据显示，2025年房企境内外债务到期规模高达5257亿元，在2024年4828亿元的基础上进一步升高；

其中三季度将是偿债高峰，到期规模为 1574 亿元。综合来看，下半年，即使政策进一步加力，市场供求关系也难以发生根本性的变化，房企扩大投资的意愿和能力都较为有限。预计房地产开发投资降幅收窄难度依然较大，2025 年将同比下降 10.8% 左右，降幅较上年小幅扩大。

为对冲房地产市场下行及外部冲击，未来政策将加快推进基建项目，基建投资增速有望继续加快，在稳增长中发挥更大作用。截至 5 月底，新增专项债发行规模约为 1.63 万亿元，占全年 4.4 万亿元发行总额度的 37% 左右，下半年剩余的新增专项债发行额度约为 60% 左右，资金保障充足。此外，在对冲外部冲击和完成“十四五”目标任务等要求下，近期相关部门提出“力争在 6 月底完成中央预算内投资项目的全清单下达任务，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题”⁸。预计下半年各级政府将加快推动专项债、超长期特别国债等各项资金落地，推进相关项目进度，大型项目对投资的带动作用将持续发挥。叠加下半年基数降低，预计基建投资对投资及经济增长的贡献有望提高。

同时，制造业投资将保持较快增长。一方面，大规模设备更新政策效果持续释放，设备工器具购置投资，以及专用设备、通用设备等相关行业投资均有望继续保持较高增速。另一方面，在消费品以旧换新政策持续、内需平稳增长等有利因素支撑下，下游消费品行业以及中游制造行业投资将保持较快增长。此外，下半年制造业投资增速基数将有所下降。但仍需特别关注未来关税政策变化对出口企业的冲击及其对制造业投资造成的扰动。综合预计 2025 年前三季度固定资产投资同比增长 3.8% 左右，全年增长 4% 左右。

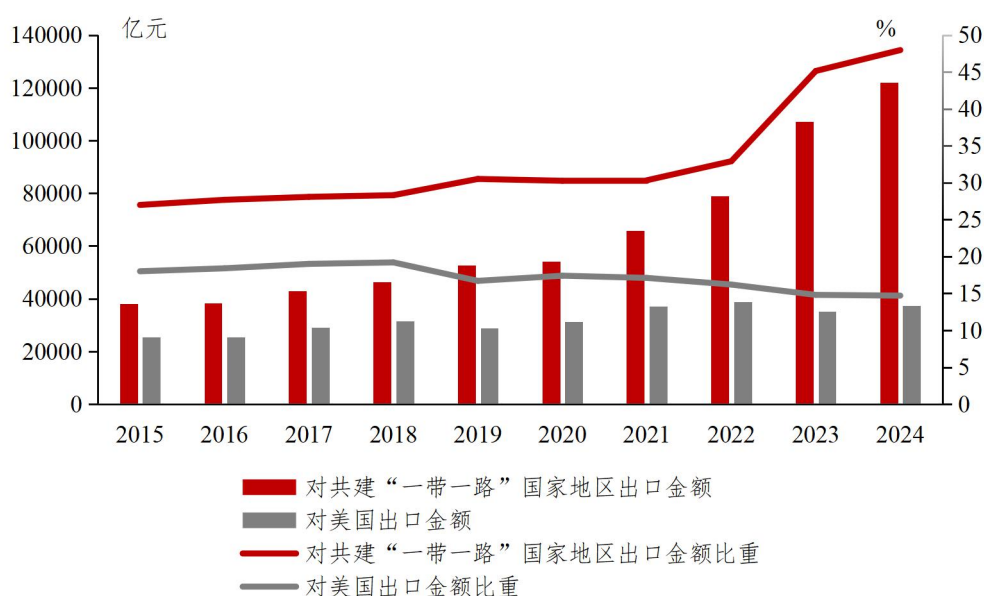
问题三：出口超预期增长趋势能否延续？

下半年，新兴经济体经济仍将保持相对较快发展，其需求增长将对中国出

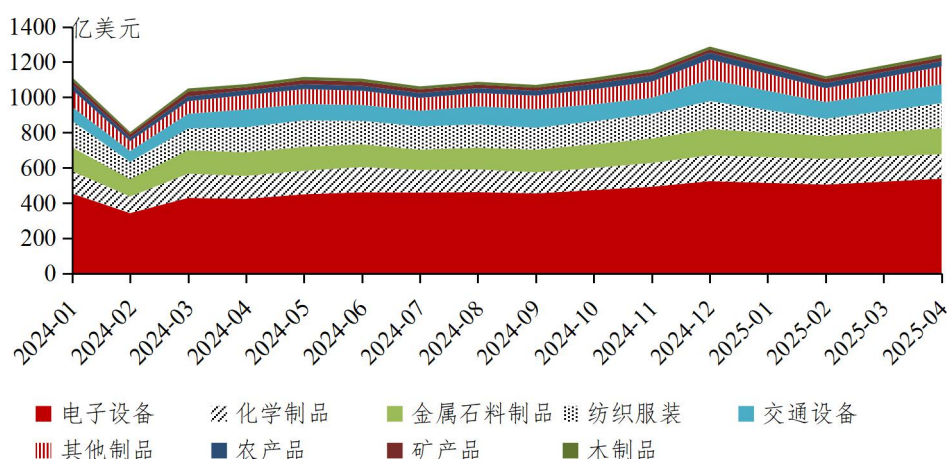
⁸ 4 月 28 日，国新办就稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况举办新闻发布会提出。

口形成支撑。中国对共建“一带一路”国家地区出口金额占出口总值比重由 2015 年的 26.9% 提升至 2024 年的 47.9%（图 15）。2025 年 1-5 月，该比重进一步上升至 50.1%，而中国对美国出口金额比重下降至 11.9%。中国对共建“一带一路”国家地区出口产品以电子设备、纺织服饰、化学制品和金属石料制品为主（图 16），其中主要消费品和资本品出口动能源自新兴经济体自身发展需求，受美国关税政策影响相对较小。例如，机械及运输设备是中国出口非洲地区的最大品类，主要受非洲基建和工业发展需求拉动。此外，消费电子、锂电等产品在全球产业链供应链中具有重要位置，电机电气、车辆及其零附件、塑料制品、船舶等技术密集型和资本密集型产品的全球竞争力较强，相关产品出口将保持较快增长。

图 15：中国对共建“一带一路”国家地区和对美国出口情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 16：中国对共建“一带一路”国家地区出口产品结构

资料来源：Wind，中国银行研究院

但下半年中国出口增长仍面临多重挑战，增速或将转负。第一，全球经贸增长动能放缓。下半年，美国政府关税等政策仍具有较大不确定性，全球贸易、投资紧张局势或将延续，全球经济增长下行压力加大。6月3日，经济合作与发展组织(OECD)下调了全球经济增长预期，预计2025年全球经济增速为2.9%，低于今年3月份预测的3.1%。根据世贸组织4月最新预测，2025年全球商品贸易额将同比下降0.2%-1.5%。

第二，美国对华关税税率依然处于较高水平。特朗普政府的“美国优先”理念和重塑全球产业和经贸格局目标不会改变，美国将继续采取不同程度的贸易保护主义措施，全球高关税长期化的趋势难以改变，贸易碎片化风险仍然存在。6月中美伦敦经贸磋商后，特朗普政府继续对中国加征10%的基准“对等关税”和20%的“芬太尼”关税，美国对中国商品的加权平均关税为39%左右。高关税和贸易政策不确定性将使得美国进口商重新评估采购策略和供应链，中国对美出口将继续疲软。

第三，“对等关税”博弈演变或将对中国出口造成外溢影响。目前，美国与主要贸易伙伴关税谈判进程存在不确定性，主要经济体关税博弈尚在演进并将

持续造成外溢影响。例如，为回应美国关税施压，越南提出加强力度打击中国经越南改道出口美国的“原产地造假”行为，将影响中国对越南转口贸易和投资。

第四，价格和基数因素对出口增速形成一定拖累。全球经济下行压力将使国际大宗商品价格继续承压，国内部分工业品价格难以在短期内扭转下降趋势，这将使出口产品价格继续维持低位。此外，由于下半年基数上升，叠加前期“抢出口”对后续出口节奏的扰动，中国出口增速面临一定压力。综合预计，2025年三季度出口同比下降2%左右，全年出口增长1%左右。

问题四：物价水平能否回升？

CPI 方面，一是剔除食品和能源的核心 CPI 同比涨幅仍将维持在较低水平。2023 年以来，中国核心 CPI 同比涨幅持续在 0.5% 左右波动，大幅低于疫情前水平（2016-2013 年平均涨幅为 1.8%）。下半年，受制于居民服务消费增长放缓以及消费品以旧换新政策下商品降价促销等因素，核心 CPI 同比上涨空间有限。**二是食品和能源领域价格或将呈现“猪油齐降”格局。**食品端，目前中国能繁母猪存栏量总体维持在 4000 万头左右，处于合理存栏水平区间内⁹，供需关系基本平衡，猪肉价格相对稳定。但由于三季度价格基数走高，猪肉价格同比或将由涨转跌，拖累食品价格涨幅。能源端，虽然中东地缘政治因素对国际油价造成扰动，但全球原油整体呈现供给增加而需求放缓格局，特别是美国关税政策将拖累全球经济增长，进而冲击石油消费。下半年国际油价或将延续震荡下行态势，带动国内居民能源消费价格下行。预计三季度 CPI 同比下降 0.2%，全年 CPI 同比上涨 0.1%。

PPI 方面，房地产等传统领域对钢铁、水泥等主要工业产品需求依旧较弱，汽车等领域价格战将继续拖累相关产品价格。此外，中国工业企业产能利用率总体仍将处于较低水平，制约工业产品价格回升。预计三季度 PPI 同比下降 2.5%，

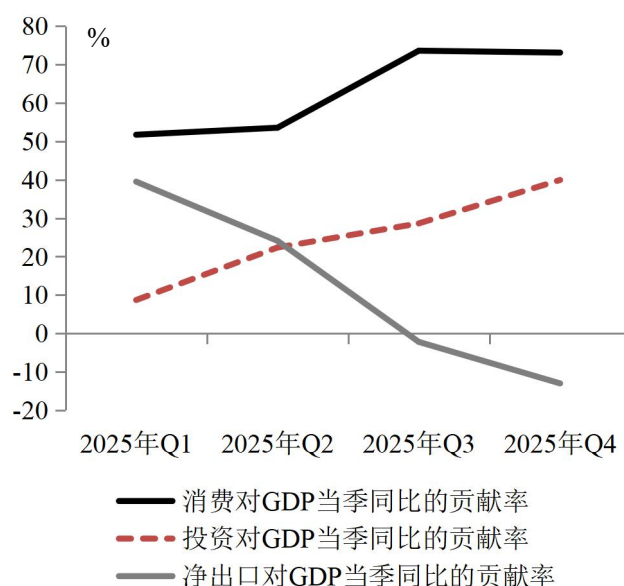
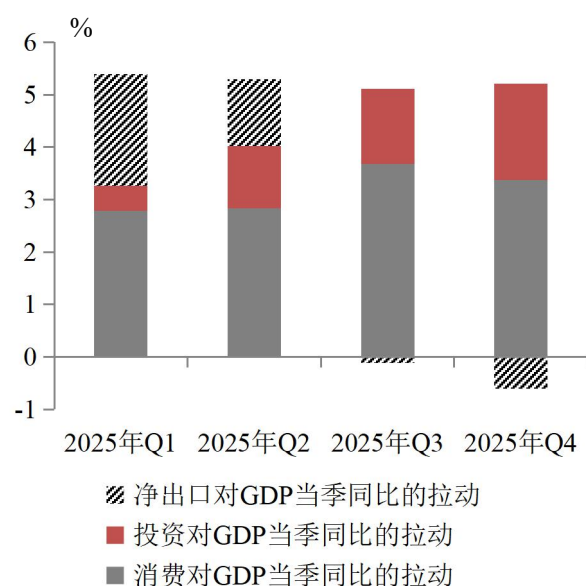
⁹ 农业农村部将能繁母猪正常保有量调控目标设定为 3900 万头左右，月度存栏量处于正常保有量的 92%-105% 区间为正常产能波动。

全年 PPI 同比下降 2.4%。

物价持续低水平运行，根源还是需求疲软，这与当下经济运行面临的部分领域产能利用率偏低、资产价格下降等一系列问题紧密相关。物价水平过高或过低都不利于经济持续健康发展。与过高的通货膨胀相比，物价持续过低更难应对。物价水平长期下降不利于企业利润和生产经营预期的改善，将制约企业扩大再生产，进而影响到居民的收入增长和消费预期，影响经济持续增长，需高度警惕。

综合分析，下半年外部环境变化带来的挑战相对更大。尽管出口目的地多元化、产品竞争力提升为中国出口增长带来结构性支撑，但出口增长总体将放缓，增速或将转负。促消费政策进一步加码以及服务消费潜力的释放支撑消费平稳增长。房地产开发投资降幅收窄难度依然较大，基建投资将是对冲房地产投资下行的重要抓手。同时，考虑到上年同期基数有所上升，总体预计下半年经济增速将低于上半年，三、四季度 GDP 分别增长 5%、4.6% 左右，全年增长 5% 左右，内需对经济增长的贡献率将有所提升（图 17、18）。

图 17：三大需求对 GDP 同比的拉动 **图 18：三大需求对 GDP 同比的贡献率**



资料来源：中国银行研究院

二、2025 年上半年金融运行形势回顾与下半年展望

2025 上半年，尽管美国“对等关税”对金融运行形成扰动，但在经济向好、政策发力、信心增强、外资流入等多重利好因素影响下，中国金融市场展现出较强的韧性与活力。实体企业融资需求持续恢复，货币社融稳步增长，利率中枢水平不断下行，中国股市企稳反弹，债市发行量稳步增长，科创债等创新产品发行加快，人民币贬值压力缓解。展望下半年，在改革红利释放¹⁰、发展信心明显增强¹¹、去美元背景下¹²外资流入等作用下，金融市场将延续稳中向好、震荡上行的态势，但也需要关注“对等关税”影响开始显现、内需复苏力度不及预期等风险与挑战。

（一）政策持续发力提振资金需求意愿，主要金融数据有望稳步回暖

2025 年上半年，在经济回升向好带动下，主要金融数据稳步转暖。1-5 月社融累计新增 18.63 万亿元，同比多增 3.83 万亿元（图 19），主要呈现如下特征：一是新增信贷同比多增。1-5 月，新增人民币贷款共计 10.38 万亿元，同比多增 1123 亿元。一方面，在经济持续回升向好带动下，实体经济资金需求意愿稳步增强。另一方面，5 月初人民银行出台 3 类 10 项措施，“量价协同”鼓励金融机构支持实体经济发展，带动信贷规模稳步提升。二是政府债券融资大幅多增。1-5 月，政府债券净融资共计 6.31 万亿元，同比多增 3.81 万亿元。其中，地方政府债券是政府债券多增的最重要原因。1-5 月份地方政府债券发行规模约 4.3 万亿元，为基建投资、城市更新及债务风险化解提供了有力资金支持。数据显示，1-5 月，发行置换债券超 1.6 万亿元，已完成今年存量地方隐性债务置换

¹⁰ 2024 年 9 月以来，金融监管部门推出多项重大改革措施，涉及中长期资金入市、并购重组优化、公募基金改革、债券市场科技版等诸多方面，这些政策有利于优化投融资结构、丰富科技金融产品供给、扩大耐心资本规模、夯实资本市场发展根基。2025 年 6 月，陆家嘴论坛又宣布 8 项金融开放举措，设立数字人民币国际运营中心、推进人民币外汇期货交易、发展自贸离岸债推出等，将进一步提高中国金融市场的吸引力。

¹¹ 年初以来，DeepSeek 的火爆出圈和人形机器人的突破运用带动市场投资热情高涨，再加之政策支持力度空前（例如，今年 5 月份推出的十项一揽子金融政策等），社会预期明显改善，发展信心明显增强。

¹² 2025 年 4 月，特朗普宣布对几乎所有国家加征高额关税，引发市场恐慌，去美元化成为突出新现象，进而导致美元走弱、人民币走强，中国金融资产投资性价比上升，资金开始回流中国。北向资金一季度净流入超 130 亿元，4-5 月受美联储政策预期及 A 股调整影响，北向资金流入有所放缓，但总体延续流入态势。

额度的 80%以上。三是股票融资同比多增。1-5 月，股票融资新增 1504 亿元，同比多增 444 亿元。在宏观经济稳中向好、政策支持下，股票融资活跃。四是绿色等领域信贷维持中高速增长，房地产贷款增速止跌回升。2025 年一季度末，绿色、普惠、涉农领域信贷余额增速分别为 20.25%、12.2%和 8.4%，保持中高速增长，且均高于全部贷款增速（7.4%）。房地产贷款同比增速回升至 0.04%，比上年末上升 0.24 个百分点（图 20）。针对房地产市场的支持性政策在稳定预期、提振需求等方面发挥了积极作用，带动信贷需求逐步企稳。

图 19：新增社会融资规模

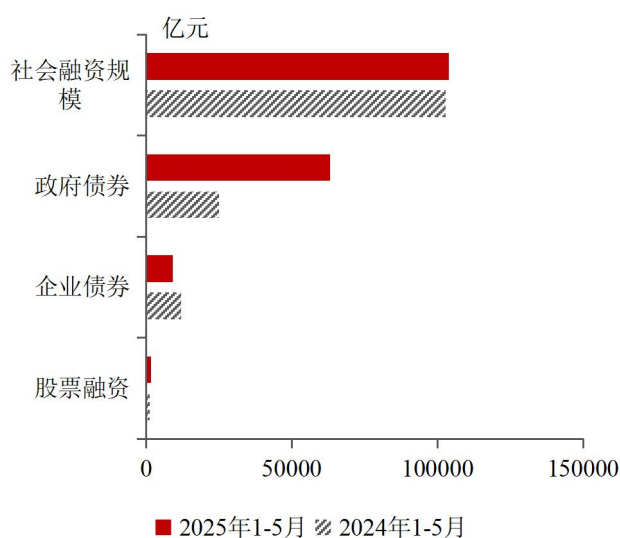
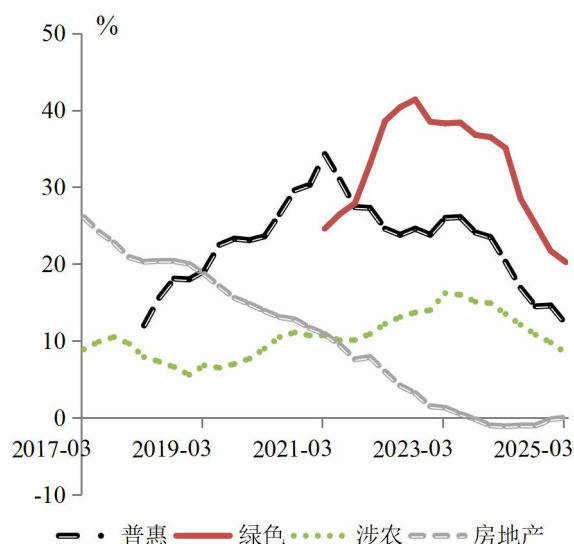


图 20：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望下半年，随着政策持续发力，主要金融数据有望保持稳步增长。一是融资总量稳步扩张。5 月以来监管部门出台的一系列措施将加速落地显效，降准降息等政策在提升金融机构信贷投放能力的同时将有效提振实体经济资金需求，基建等重要领域投资将保持稳定增长，民间投资增速有望稳步回升，这将带动融资总量保持稳定增长。二是重点领域和薄弱环节信贷余额维持中高速增长。5 月份金融政策半数以上与结构性货币政策工具有关。在扩大多项再贷款额度基础上，新设“服务消费与养老再贷款”等工具，在结构性工具牵引作用下，预计科创、绿色、普惠、养老、消费等重点领域和薄弱环节信贷增速有望保持

高位，且将继续高于全部贷款增速。三是政府债券发行持续提速。在财政政策逆周期发力、地方政府加速化债等因素带动下，下半年政府债券发行规模预计将继续保持在较高水平，有望创下历史新高。

（二）政策利率再度下降，三季度流动性将保持合理充裕

一是政策利率下调，流动性紧平衡现象明显缓解。一季度为防范金融市场投机央行适度控制流动性投放，叠加“开门红”期间信贷资金需求较多，货币市场流动性趋紧。二季度后央行加大流动性投放，特别是5月初央行继去年9月后首度降息降准，7天逆回购政策利率降低10个基点至1.4%，带动货币市场同业拆借加权利率、债券质押式回购加权利率分别降至1.55%和1.56%，较今年1月分别降低31个和60个基点（图21），微信理财通7天收益率（反映金融市场短期利率）和半年国股转贴利率（反映金融市场中期利率）等随之降低（图22）。二是专项结构性货币政策工具首次下调利率。2021年以来，人行出台多种专项结构性货币政策工具，引导商业银行加大力度支持科创、绿色、普惠等重点领域和薄弱环节。但多种专项工具年利率保持为1.75%，在市场利率不断下行背景下吸引力有所减弱。5月，央行首次将各类专项结构性货币政策工具利率整体降低25个基点至1.5%。三是部分城市房贷利率未随LPR下降而降低。5月LPR降低10基点，但广州、佛山、杭州等一些城市的金融机构通过调整房贷利率的LPR减点定价公式，使实际房贷利率未同步下调。当前房贷利率已处于历史低位，一些地区放缓调降房贷利率以维护银行净息差，并且房屋销售对利率下调的依赖性降低。

图 21：货币市场利率变化

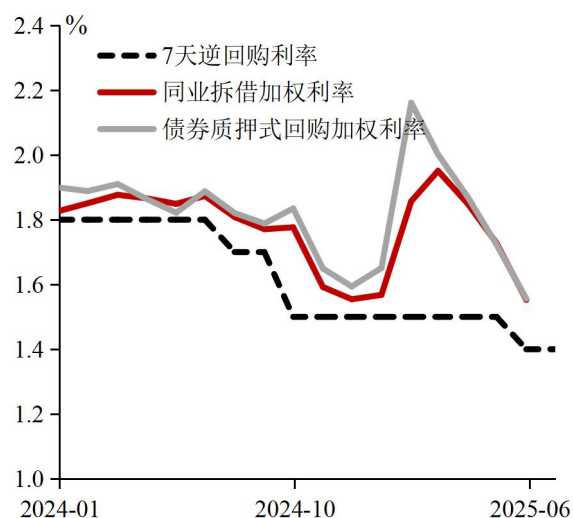
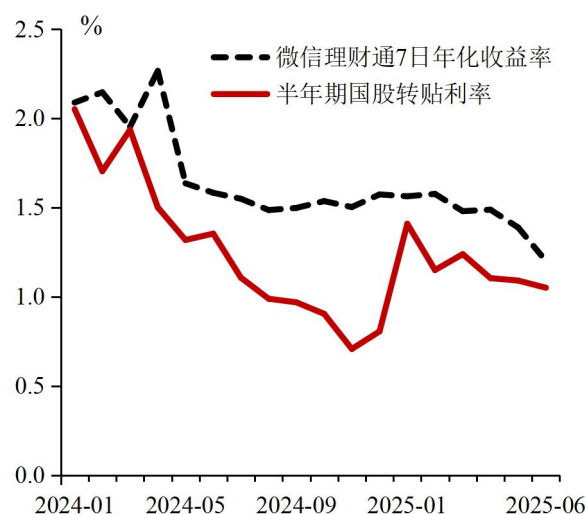


图 22：金融市场利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

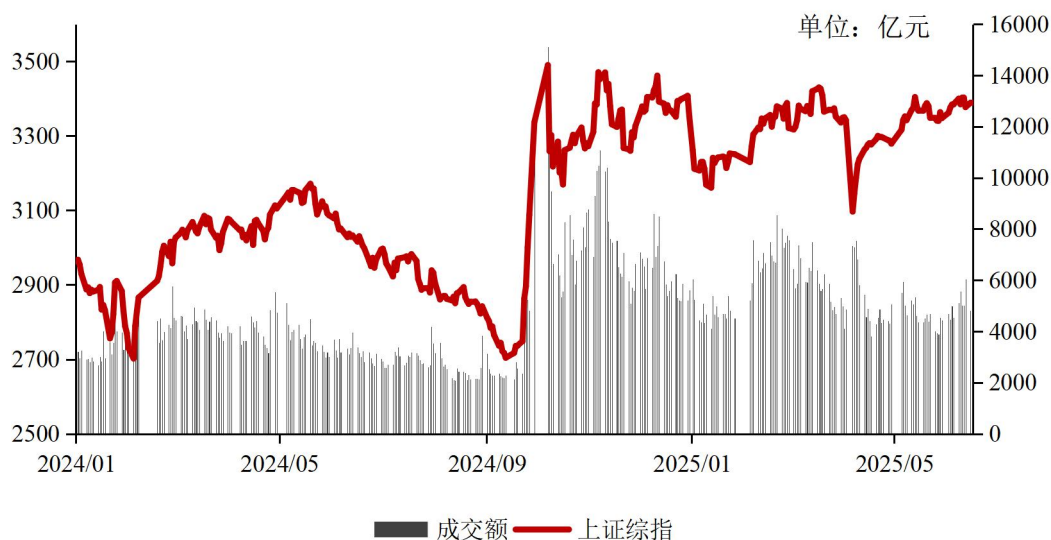
预计下半年，利率水平或将稳中有降，流动性保持合理充裕。一方面，党中央要求用好用足适度宽松货币政策。4月中央政治局会议提出，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。5月随之出台包括降息降准在内的一揽子金融政策。当前中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击仍存在进一步加大的可能性，预计下半年货币政策基调仍将延续。另一方面，债市投机、汇率贬值等现象有所遏制，为利率有序降低创造条件。去年12月以来，一些金融机构形成降息预期、加力布局债券资产，导致债市到期收益率的过快下行和债券价格的过度升高。为此，今年一季度人民银行暂停开展公开市场国债买入操作，并适度收紧流动性投放。经过调整，目前债市利率逐步回升至合理水平，投机现象有所缓解。叠加目前人民币贬值压力明显缓解，这些均为利率下一步的有序下行奠定基础。

（三）贸易争端扰动A股，多项改革积蓄增长动能

2025年以来，受“对等关税”一波三折等影响，A股呈现“先扬后抑再上升”的运行态势。截止6月25日，上证综指收于3455.97点，较年初上涨5.9%。

一方面，交投活跃、投融资功能增强。上半年，A 股筹资金额约为 6541 亿元，是去年同期的 4.3 倍；沪深两大主板成交额达到 98.66 万亿元，同比增长 44%（图 23）。另一方面，科技成长板块受青睐。上半年，通讯服务、医疗保健以及材料行业板块表现亮眼，分别上涨 9.04%、8.25% 和 9.24%。但房地产板块表现依旧低迷，较上年同期下跌 6.86%（表 1）。利空因素包括：地缘政治风险。4 月初，特朗普政府连续三轮提高对中国的“对等关税”，输美商品税率一度增加至 145%，几乎相当于切断中美贸易往来，对电器、汽车和机械化工等贸易强相关板块影响明显，拖累整体大盘走势。利多因素包括：一是上市公司盈利增长。2025 年 1 季度，全部 A 股上市公司归母净利润同比上涨 3.66%，其中，非金融两油类企业表现尤其突出，归母净利润同比上涨 5.52%，扭转了自 2023 年以来的连续下趋势，优异盈利支撑 A 股表现。二是全球资产重估中国。随着美元资产不确定性加强，全球资金对于非美资产配置需求增强，尤其当前人民币在全球贸易战中保持韧性，有效支撑了外资增持中国股票的信心。

图 23：上证综指走势及成交额情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 1：各行业板块涨跌幅

	能源 (%)	材料 (%)	工业 (%)	可选消 费(%)	日常消 费(%)	医疗保 健(%)	金融 (%)	信息技 术(%)	通讯服 务(%)	公用事 业(%)	房地产 (%)
2025/01	-5.41	0.16	-2.99	-0.99	-5.71	-3.68	-2.43	-0.89	-1.68	-4.64	-6.25
2025/02	-4.99	3.16	5.44	4.88	3.38	4.89	0.01	9.93	8.22	-0.97	5.46
2025/03	2.39	2.32	-1.11	1.57	1.58	1.37	0.95	-4.19	-2.29	1.98	-4.63
2025/04	-3.53	-3.82	-4.44	-3.38	1.18	-1.72	-2.08	-5.19	-1.60	1.91	-1.30
2025/05	3.27	2.03	3.54	2.72	0.56	6.74	4.55	-1.03	2.56	2.35	-0.56
2025/06	3.95	4.17	0.91	-1.23	-3.56	0.92	4.03	3.17	3.57	0.81	0.69
2025/01-2025/06	-4.71	8.08	0.99	3.39	-2.84	8.42	4.92	1.04	8.67	1.27	-6.82

资料来源：Wind，中国银行研究院

展望下半年，A 股市场将维持震荡上涨态势。一是关税谈判取得阶段性进展，缓和上市公司营收压力。中国政府在当前中美贸易争端中保持定力，日内瓦经贸会谈中美双方达成多项降低或暂缓关税的协定，有利于中国企业尽快调整生产销售计划，为未来国际经贸格局变化做足充分备案，降低关税可能带来的盈利冲击，支撑股市表现。二是优化公募基金考核机制，市场波动性将得到降低。5 月 7 日，证监会颁布《推动公募基金高质量发展行动方案》，从考核机制、费率模式、产品结构、合规管理等多个维度推动行业转型，有利于重塑公募基金行业生态，为 A 股市场注入长期动能。例如《行动方案》要求基金公司对基金经理实施 3 年以上长周期考核，且中长期业绩考核权重不低于 80%，这将减少基金经理因短期排名压力而频繁调仓的行为。目前，公募基金持有 A 股市值占 A 股流通总市值比例接近 10%，规模大且个股重仓明显。三是并购重组市场活力增强，相关题材板块有望表现亮眼。5 月 16 日，证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》。在简化审核程序、创新交易工具、提升监管包容度等方面作出优化。各项政策进一步落地，将有效引导上市公司通过实施并购重组，加强产业链上下游的并购整合。今年以来，上市公司已披露筹划资产重组超 600 单，是去年同期的 1.4 倍。军工、电力能源以及科技行业是并购重组的热门领域，未来相关板块有望或将表现良好。

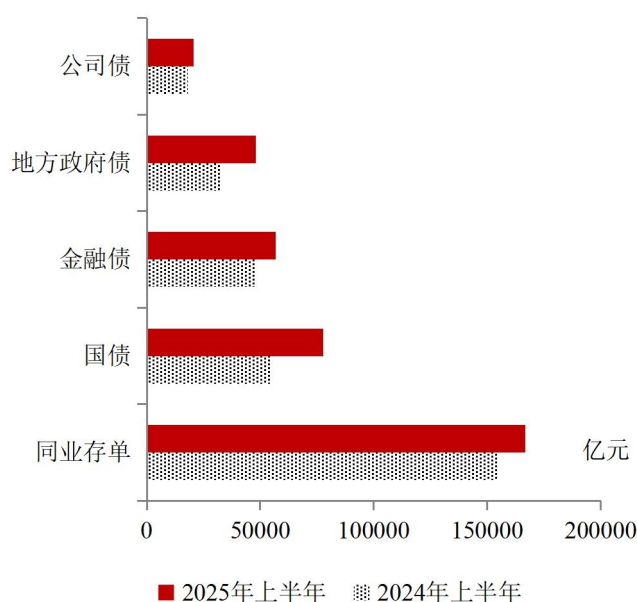
（四）债券收益率将波动下行，发行量将稳步增长

2025 年以来，债券市场运行呈现如下特征：第一，债券收益率持续波动。由于关税政策扰动，一二季度交替时出现一轮债市波动。5 月随着降准降息政策出台，债市长短端表现分化。截至 6 月 25 日，10 年期国债收益率 1.65%，比去年末下降 3 个基点；1 年期国债收益率 1.36%，比去年末上升 27 个基点（图 24）。第二，债券发行规模显著增长。财政政策靠前发力，利率债发行规模显著增长。截至 6 月 25 日，债券发行规模共计 44.33 万亿元，同比增长 16.58%。其中，国债、地方政府债、同业存单、金融债、公司债发行额分别同比增长 35.58%、58.16%、6.95%、18.99%、15.48%（图 25）。第三，科创债、资产支持商业票据等创新产品发行加快。根据中国银行间市场交易商协会的数据，4 月科创票据、资产支持商业票据的托管量均已去年底增长 10% 以上。5 月新政落地以来发行的科创债已超百只，得到市场高度认可。

图 24：国债收益率变动



图 25：债券发行规模



资料来源：Wind，中国银行研究院

预计下半年，债券收益率将波动下行，发行规模保持增长，科创债等创新产品加快发展。一是债券收益率将波动下行。随着支持稳市场稳预期的一揽子

金融政策逐步落地，资金面呈现偏松态势，降准降息释放的增量资金将逐步通过“银行-非银”传导机制流入债市，债券收益率有望波动下行。由于长端债市受宏观经济基本面的影响较大，短端债市受资金面影响较大，预计债市长短端分化状态会延续，长端收益率小幅震荡，短端收益率将波动下行。**二是债券发行规模将保持增长。**国债和地方政府一般债券的发行节奏或将放缓，但是为巩固发展经济回升向好势头，可能追加地方政府专项债额度。同时，随着股份行与城商行发行资本债补充资本金、民企融资环境改善、绿色债/科创债等债券的支持性政策显效，金融债、公司债等信用债的发行规模将显著增长。**三是科创债等创新产品将保持良好的发展势头。**从科创债看，政策持续利好将为其创造良好的发展环境，随着市场规模扩大和流动性改善，科创债的发行规模将继续增长、交易活跃度将继续提高。从资本支持商业票据看，不动产信托资产支持票据（银行间类 REITs）与供应链票据资产支持证券等产品不断创新，能够支持其快速发展。

（五）人民币贬值压力明显缓解，将在合理均衡水平上保持基本稳定

上半年，虽然受美国“对等关税”政策等因素冲击人民币汇率一度贬值压力较大，但随着中美经贸高层会谈达成重要共识，人民币汇率先贬后升。**一是在岸汇率升值，与中间价之间的偏离程度大幅收窄。**4月中旬前，在岸汇率持续高于中间价1.0个百分点以上，此后逐步收窄，5月底以后逐步趋同（图26）。**二是离岸汇率明显升值。**由于看涨人民币的市场预期升温，离岸汇率与在岸汇率和中间价之间的偏离快速修复，一度出现离岸美元兑人民币即期汇率低于在岸汇率的情形。截至6月25日，中间价、在岸即期、离岸即期汇率三价已趋同至7.17左右。**三是银行结售汇压力明显释放。**1月，银行代客结售汇差额-392.43亿美元，为自去年8月以来最大差值。今年5月，差额由负转正为173.64亿美元（图27），反映了市场对人民币汇率稳定乃至升值的信心明显增强。

图 26：人民币汇率三价趋于一致

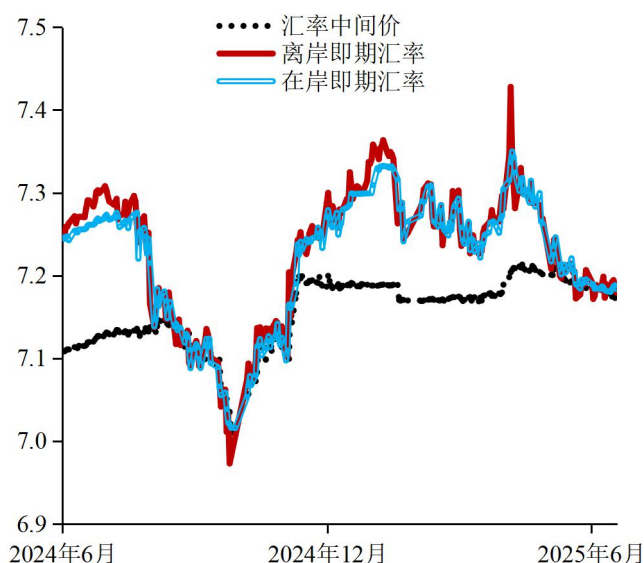
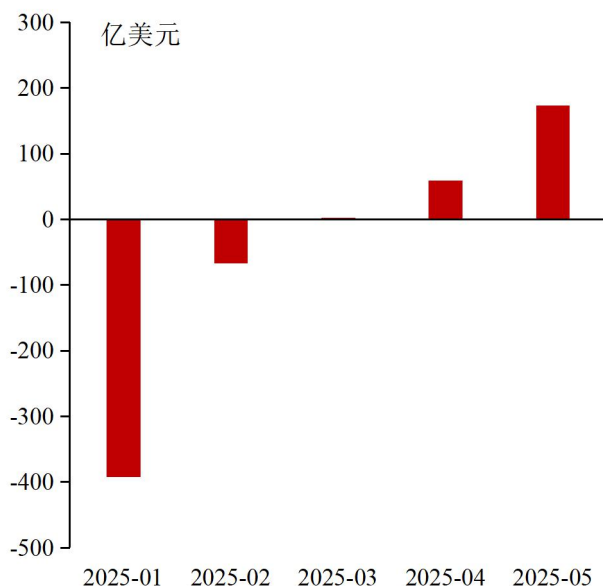


图 27：银行代客结售汇差额由负转正



资料来源：Wind，中国银行研究院

下半年，人民币汇率有望基本稳定在合理均衡水平。一是全球关税风险阶段性趋缓。5月以来全球关税风险缓和，未来不排除美国取消所谓“对等关税”政策的可能性。此外，在特朗普系列激进政策扰动下，全球资金对美元资产作为安全资产的担忧升高，美债、美元等传统避险资产都一定程度遭到抛售，美元指数高位回落，将缓解人民币贬值动力。二是中国积累了丰富而有效的稳汇率政策工具。除前期已采用的发行离岸市场央票、上调跨境融资宏观审慎参数外，未来还可通过适时调整外汇存款准备金率、远期售汇风险准备金率、境内企业境外放款宏观审慎系数、明确宣布重启逆周期因子等措施维护汇率稳定。三是资本市场回暖加速境外资本流入。去年10月以来，陆股通成交金额明显超出此前水平。今年二季度，A股在贸易战冲击下仍保持韧性，价值重估下外资看多中国市场，今年1-5月陆股通成交金额明显高于去年同期约4万亿元人民币。目前这一趋势仍在延续，预计外资流入将为维护国际收支平衡和汇率稳定提供支撑。但是仍要关注中美贸易战的长期性、复杂性和严峻性，一旦贸易战出现新的不确定性，人民币汇率稳定形势或将再次受到影响。

表 2：2025 年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2022 (R)	2023 (R)	2024 (R)	2025 (F)				
				Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	Q4 (F)	全年 (F)
GDP	3.1	5.4	5.0	5.4	5.3	5.0	4.6	5.0
规模以上工业增加值	3.6	4.6	5.8	6.5	5.8	5.5	5.0	5.7
服务业增加值	3.5	6.3	5.0	5.3	5.4	5.0	4.6	5.1
固定资产投资额（累计）	5.1	3.0	3.2	4.2	3.7	3.8	4.0	4.0
房地产开发投资额（累计）	-10.0	-9.6	-10.6	-9.9	-11.2	-11.0	-10.8	-10.8
消费品零售总额	-0.2	7.2	3.5	4.6	5.5	5.5	4.7	5.0
出口	5.6	-4.7	5.9	5.8	5.2	-2.0	-4.0	1.0
进口	0.7	-5.5	1.0	-7.0	-2.2	-2.0	-1.0	-2.5
居民消费价格指数（CPI）	2.0	0.2	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	0.8	0.1
工业品出厂价格指数（PPI）	4.1	-3.0	-2.2	-2.3	-3.0	-2.5	-2.0	-2.4
广义货币（M2，期末）	11.8	9.7	7.3	7.0	7.8	7.4	7.5	7.5
社会融资规模（存量，期末）	9.6	9.5	8.0	8.4	8.8	8.7	8.5	8.5
1 年期 LPR	3.65	3.45	3.1	3.1	3.0	2.9	2.9	2.9
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.95	7.09	7.19	7.25	7.18	7.1	7.1	7.1

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策取向

下半年，外部不利影响将进一步加深，国内供强于需的格局仍将延续，经济下行压力将有所增大，经济增速或将低于 5%，宏观政策加力提效的必要性进一步上升。从过去一段时间政策实施的经验来看，针对需求侧的“两新”政策对于推动需求回升效果显著。未来，政策要重点着眼需求侧，既要加快推动现有政策落地显效，充分发挥政策“组合拳”效果，也要积极储备增量政策，推动内需回升，努力稳住房地产市场，以内部确定性的增长来应对各种外部不确定性，从而实现全年经济平稳增长，为“十五五”开局打下良好基础。

（一）财政政策加强前瞻性储备，在维持经济平稳增长中发挥更大作用

下半年，在内外部风险挑战增多、稳增长压力加大的背景下，财政政策要

更好地发挥托底作用，兼顾好短期稳增长、防风险和中长期高质量发展的需要，积极做好前瞻性政策储备，在必要时及时出台，为经济平稳增长保驾护航。

第一，更好地发挥财政政策在应对外部冲击中的兜底性作用。一方面，积极储备增量政策，为对冲外部不确定性做好充分准备。将投资作为对冲外部冲击的重要抓手，着手准备新一轮投资扩大计划，综合考虑项目的经济效益和社会效益，通过增发超长期特别国债、专项债、吸引社会资本等途径筹集资金，重点投向人口流入地区，医疗、养老、教育等民生兜底领域，新基建、新兴产业等新质生产力领域等。另一方面，发挥好财政政策在应对关税冲击过程中的应急性、兜底性作用。考虑设立产业出口纾困基金，根据出口产值占总产值比重等指标制定产业出口风险标准，根据风险等级提供减税、补贴等产业临时纾困政策，并对关税冲击下仍坚持稳岗稳就业的企业实施失业保险返还等支持政策，对相关失业群体开展针对文化服务、养老育幼等就业需求较大行业的专项培训，提高其再就业能力。

第二，突出投资于民导向，加大对民生、消费相关领域投资力度。通过加大国资上缴财政的比例等方式，逐步分阶段地将农民养老金水平从当前的 200 多元/月提高至城市低保户水平（约 600-700 元/月）。加大中央财政对养老、托育、医疗等领域的投入力度。例如，加大对养老院建设、托儿所建设、社区及乡镇卫生服务中心改造升级等方面的投资投入；加大对相关领域人才培养的支持力度，通过提供补贴等方式支持职业院校、夜校、教育培训机构等开设养老护理、婴幼儿照护专业。同时，积极推广政府和社会资本合作（PPP）、特许经营、REITs 等模式，吸引社会资本参与民生消费领域项目建设投资和运营，政府做好引导、监管，并在必要的时候通过减税、贴息等方式提高社会资本积极性。

（二）金融政策将协同并举，助力经济持续回升向好

一是灵活调整政策操作节奏，满足实体经济资金需求。考虑到近期降准降息等诸多政策已经落地，后续货币政策调控应根据国内外经济运行情况进行灵活调整，不设定特定的政策窗口期。综合运用逆回购、国债买卖、MLF 等操作维持流动性合理充裕，引导货币市场基准利率围绕政策利率稳定运行，为金融机构信贷投放和金融市场平稳运行创造合宜的流动性环境。密切关注财政支出、政府投资节奏等，结合国债、地方债等发行情况，引导金融机构加大信贷投放力度，配合基建、消费等政策推进，推动经济持续回升向好。

二是发挥好结构性货币政策工具效能，支持重点领域发展。结构性货币政策工具能够有效引导资金流向，对产业结构优化升级意义重大。提升结构性工具额度和下调利率，强化工具创新，引导金融机构持续加大对科技创新、绿色发展、普惠小微、养老、消费等重点领域和薄弱环节的支持。同时，持续完善对“五篇大文章”等领域的激励机制，如不良率、资本充足率方面的考核要求，提升金融机构积极性，推动经济高质量发展。

三是加强政策协调配合，带动物价水平稳步回升。近年来中国物价水平持续低位运行，一方面来自有效需求不足的影响，另一方面与企业通过低价策略过度竞争有关。因此，未来应加强与财政、产业、就业、社保等各项政策的协同及配合，在助力扩大内需的同时，引导企业专注于技术创新、品牌建设、服务质量、市场细分等方面，持续提升供给质量，转变依靠价格策略“拼规模、抢份额”的思路，有效促进供需平衡，带动物价水平稳步回升。

（三）供给与需求协同发力，激发消费潜力、释放内需动能

第一，进一步优化消费品以旧换新政策。加快补贴资金的拨付与调配，避免出现补贴资金不足的情况，影响消费者预期。完善企业垫资兑付流程，可采取预拨资金的方式减轻企业资金压力。进一步扩大补贴商品范围，建议有条件

省份可将家纺用品、适老化产品、母婴产品等商品¹³在省级层面进行补贴，或者将这些商品后续也纳入国补范围。此外，由于近年来中国车主的换车频率在逐渐提高，5年内换车的比例达到了60%。建议汽车以旧换新补贴可适当放宽旧车年限（比如5年）。

第二，积极完善商品与服务供给。增加与消费直接相关、可以满足未来消费需求的基础设施投资，包括养老院建设、托儿所建设等。提升商品与服务供给的质量和水平，鼓励并引导企业进行产品创新，积极发挥行业协会作用，制定更高的标准和规范。打造差异化、个性化旅游产品和服务，支持地方举办演唱会、音乐会、文艺演出、体育赛事等活动。鼓励电商平台、大型商贸流通企业积极布局下沉市场，建设改造一批县城商贸中心，推动购物、娱乐、休闲等业态融合，改善县城消费环境。

（四）积极防范外部风险，以高水平开放促合作、促发展

第一，实施临时便利化措施、加大力金融支持力度，全力稳外贸。当前频繁调整的关税政策扰乱了出口节奏、加大了出口风险，使得企业需要因时因势调整策略、抢抓出口窗口期。建议从通关监管、出口退税和跨境结算等角度因地制宜推出便利化措施，简化流程步骤，降低企业出口成本，缩短企业资金周转周期，支持企业灵活调整出口策略。利用出口信保优惠、贴息政策等政策性金融工具，为在高风险市场开展业务的外贸企业提供信用支持。支持金融机构帮助企业利用远期、期权等汇率避险工具，提供低成本避险产品，助其合理利用外汇风险管理工具应对市场波动。

第二，多渠道拓展外贸企业的国内市场，促进内外贸协同发展。关税政策对部分议价能力较弱的外贸企业造成较大冲击。需要密切关注对外贸易企业经

¹³ 结合各省份前期实施经验，较多商品都具备全国推广的潜力。包括：一是升级类家电，如空气净化器、加湿器、净水机等；二是电子产品，如手机、平板、游戏机等；三是家具家装类产品，如沙发、床垫、地板等；四是适老化产品，如报警器、护理床、智能摄像头等。此外，部分母婴产品（如吸奶器、奶瓶、电子手表等）以及家纺用品（如四件套、窗帘、地毯等）也具备补贴潜力，建议考虑增补。

营情况，做好企业帮扶工作，着力帮助外贸企业通过“出口转内销”等方式应对困难。积极“牵线搭桥”，开展外贸商品出口转内销对接会，促进外贸企业与国内商场超市、电商平台合作交流。鼓励国内商超开辟入驻、宣传、销售等方面“绿色通道”，帮助外贸企业化解库存积压压力。同时，引导外贸企业产品与国内销售企业差异化经营，减少“出口转内销”对原有市场空间的挤压。

第三，扩大开放合作，吸引全球有益资源来华发展。当前全球经贸格局重塑既是挑战也是机遇，要加大力度深化同“一带一路”沿线国家、“全球南方”国家、新兴市场的经贸往来。加快推动中国—东盟自贸区 3.0 版全面落地，推动 RCEP 加大互惠力度并拓宽成员国准入范围，推进与主要贸易伙伴的自贸协定签订进程，利用自贸区关税减免和其他优惠条件，挖掘更多海外市场发展机遇。持续扩大自主开放和对最不发达国家单边开放，与更多国家地区达成免签政策。大力吸引更多外籍游客来华旅游、消费，引入更多外商外资来华兴业，为海外华侨、华人回归故土发展提供友好环境氛围。在美国高校收紧招收国际学生背景下，加大中国高等院校对国际高水平人才招收力度，以优惠政策吸引人才来华学习工作、生活发展，夯实国际人才储备。

（五）及时推出增量支持政策，以更大决心和力度推动房地产市场止跌回稳

在客观认识房地产市场未来中长期发展空间的同时，也要对当前市场下行时间长度、下行深度、风险暴雷可能性等情况做好充分预估和预案，及时推出增量支持政策，以更大的决心和力度推动房地产市场回到止跌回稳的趋势当中。

第一，推动市场信心恢复，促进市场需求释放。一方面，强化“保交楼”信心。扩大现有“保交楼”专项借款或基金规模，并优化审批拨付流程，确保资金快速、精准注入停工项目。压实地方政府属地责任，建立“一盘一策”工作组，尽早介入协调各方（房企、金融机构、施工方、供应商、购房者）利益，推动

项目实质性复工和交付。另一方面，尽快全面放开房地产销售限制性政策，加大鼓励购房政策力度，核心城市可根据需要适当增加优质地块供应，带动市场热度回升。

第二，完善优化收储政策，促进市场供需平衡。明确专项债用于收储土地和商品房的具体额度，提高专项债对收储工作的资金保障力度。加强对收储资金的监管，确保专款专用。因地制宜地制定明确、具体、有可操作性的收储标准，使得收储工作有章可循，规范透明。更好地平衡专项债收储的资金成本与效益问题，通过政策性低息贷款、财政贴息等方式，为收储配套更多长期低成本资金。

第三，进一步加大房企支持力度，尤其要避免头部房企暴雷。加大保障性租赁住房、城中村改造、城市更新等政策的力度和范围，为更多房企提供新的、可持续的业务增长点。考虑成立政府引导下的专业性市场化机构，借鉴和推广部分地方协调出险房企债务重组和破产重整的案例与经验，有选择性地推进全国性重点房企在资产、债务、股权、业务等方面的系统性重整。密切关注头部高负债房企风险演化，考虑在中央层面设立专门的房地产纾困基金并制定应急预案，防止头部房企风险无序蔓延冲击房地产市场、金融稳定和社会信心。

（六）优化产业政策，着力破解供需错配、“内卷式”竞争等突出问题

第一，以创造有效需求为目的，着力扩大高品质供给。深入推进制造业“增品种、提品质、创品牌”工作，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级。加快建立覆盖全工业品类的统一质量标准与认证体系，依托智慧监管平台实施全生命周期质量追溯，精准打击制售伪劣产品行为。通过电商平台等“下沉市场+反向定制”机制精准对接相应消费群体需求，为产品开发、创新方向提供重要参考。

第二，引导供给端产能布局优化，促进产业差异化发展和良性竞争。清理

违反公平竞争审查的各类优惠政策，严格控制地方政府主导产业投资基金规模，推动优惠补贴政策的重点从产能投资与生产环节转向研发创新环节。建立健全市场准入和退出机制，根据行业生产动向合理设置企业准入产能规模、技术水平和设备能耗等准入门槛，降低企业退出成本，简便退出程序。引导企业树立长期可持续经营理念，适当对搞内卷式价格战企业进行窗口指导，通过财税政策和产业基金引导企业加大对新工艺、新设备和关键技术的研发投入，提升生产质量和产业附加值。建立传统产业转型升级的缓冲机制，根据企业规模、技术基础等设定差异化转型期限（如 1-3 年），避免直接关停等“一刀切”情况。对合规改造中的企业提供过渡期税收减免或技改补贴等政策支持，降低企业转型成本。考虑推广“产能置换+技术升级”模式，在淘汰落后产能的同时，可考虑新增一定额度的能效标准更高的相关产能，保障产业基础稳定。

四、专题研究

专题一：后关税博弈时期人工智能产业发展研判

近年来，以中美贸易摩擦为代表的大国博弈日趋激烈，已从传统经贸领域逐步延伸至科技领域，演变为围绕核心技术、产业链主导权和未来发展制高点的全面竞争。在特朗普 1.0 时代，美国推动对华“科技脱钩”从概念走向实际，其中半导体产业链因其基础性和战略性，成为当时双方博弈的聚焦点。而随着 ChatGPT、DeepSeek 等大模型的迭代，人工智能已成为全球科技发展的核心引擎，引领新一轮科技革命与产业变革，将是后续中美科技博弈的关键。

（一）本轮贸易摩擦对人工智能产业的冲击研判

尽管近期中美经贸谈判释放积极信号，但短期不确定性仍然较大，存在向科技领域外溢的风险。与此同时，根据斯坦福大学发布的《全球人工智能实力排行榜》，美国、中国以绝对优势位列前二。长期来看，中美在人工智能领域的竞争不可避免，双方已进入战略相持阶段。

1. 短期维度：贸易摩擦传导至科技领域的三种情景

乐观情形下，中美关系出现阶段性缓和，部分关键领域的科技制裁有所松动或通过谈判取得进展。全球科技合作得到一定程度恢复，国际技术及产品引进渠道相对畅通。在此情形下，贸易摩擦对科技产业链扰动减弱，部分高端设备、材料、软件的获取难度降低。中国科技企业自主创新与国际合作形成良性互动，加速向全球价值链高端迈进。

中性情形下，中美关系维持现状，关税和科技制裁仅有小幅调整。“小院高墙¹⁴”策略成为常态，美国及其盟友在核心敏感技术领域对华限制不放松。在此情境下，供应链的“自主化”和“多元化”成为企业的主要应对策略，国内市场成为科技企业发展的主要依托，形成关键领域以国内大循环为主、非敏感领域以国内国际双循环为辅的格局。

悲观情形下，中美关系进一步恶化，贸易摩擦及科技制裁力度持续加码。地缘政治冲突加剧，导致全球科技体系加速割裂，中国面临严峻的技术封锁和产业链“硬脱钩”风险。在此情境下，关键核心技术的研发面临极端困难的外部环境，可能出现阶段性的技术停滞，产业链安全的优先级进一步提升，“内循环”成为科技企业生存和发展的战略选择。

基于当前国际形势，中美科技竞争大概率将延续战略相持的中性情形。当前，双方在关键技术领域的战略目标存在冲突，美国试图通过技术封锁维持科技领先地位，而中国以新型举国体制实现技术突破。美国制裁工具的持续使用及国内应对措施均表明，整体竞争态势仍将持续，美国“小院高墙”策略成为常态。

¹⁴ “小院高墙”是指美国聚焦关键技术领域（“小院”）实施高强度限制（“高墙”），而对其他领域保持相对开放的策略。

2. 长期维度：人工智能产业链本土化趋势显现

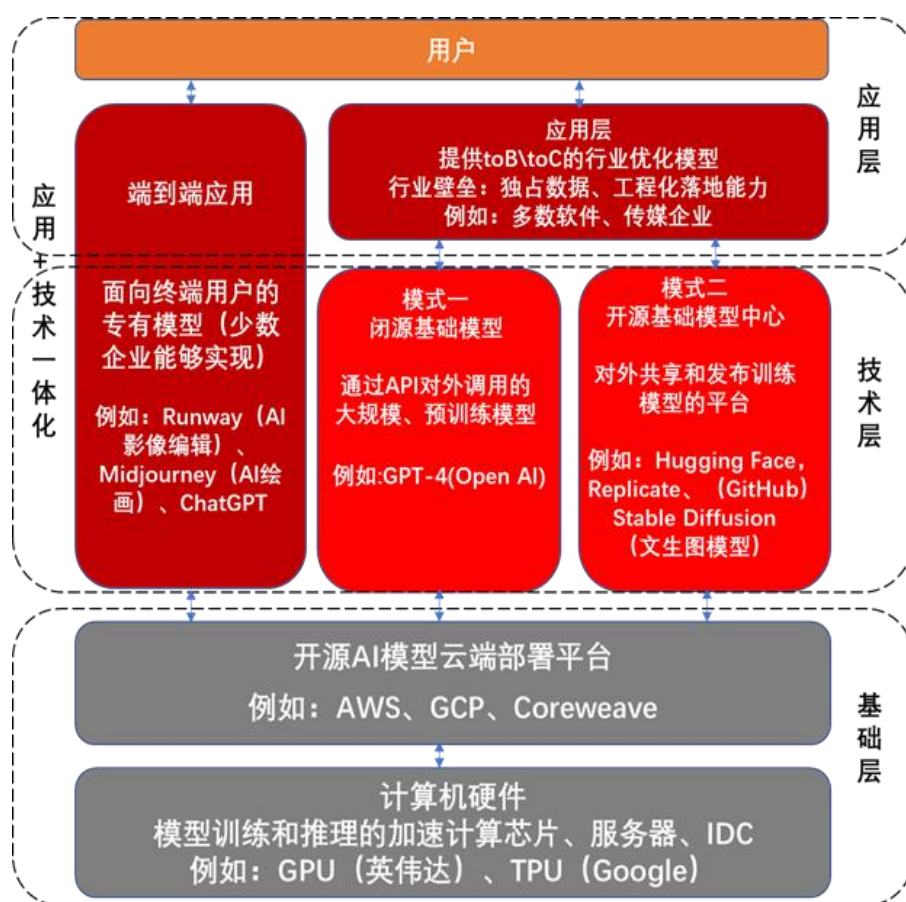
长期来看，在逆全球化背景下人工智能产业链面临前所未有的重构压力，技术壁垒高、供应来源单一的核心环节将成为科技竞争的关键，或带来产业链“断链”风险。这将延缓人工智能产业的技术进步，甚至导致部分下游应用领域的发展受阻，对国家安全构成严峻挑战。例如，美国针对中国半导体产业的出口管制措施，以及对部分美国企业在中国扩大先进制程产能设置的“护栏条款”，都极大地增加了中国在这些关键节点上获取外部技术和产品的难度。具体来看，高端半导体芯片、核心制造设备、关键基础材料以及电子设计自动化软件等领域的“断链”风险最为突出。

在此背景下，以效率为先的全球科技产业链分工体系受到冲击，安全和韧性成为人工智能发展的优先考量。欧盟推出《欧洲芯片法案》，到 2030 年将其在全球半导体市场的份额提升一倍。日本、韩国、印度等国也在积极强化本土半导体产业链，吸引外资建厂，并加强在设备、材料等领域的研发投入。中国则将科技自立自强置于国家发展的核心战略地位，大力投入核心技术攻关，推动国内大循环。随着各国关键产业链的持续“回流”，全球人工智能创新和生产网络将呈现区域化、本土化的特征。

（二）中国人工智能产业链发展研判

人工智能产业链包括“芯算”（基础层）、“云网”（技术层）和“智联”（应用层）。其中，芯算是人工智能产业的底层支撑，主要包括 AI 芯片等核心硬件设施及数据资源，为人工智能提供数据服务和算力支撑；云网是人工智能产业的核心，以模拟人的智能相关特征为出发点，构建大模型技术路径，并通过云计算等服务平台实现基础层与应用层的结合；智联是人工智能产业的延伸，集成一类或多类人工智能基础应用技术，面向特定应用场景需求而形成软硬件产品或解决方案，具体包括人形机器人、AI 手机及电脑和软件智能体等形态。

图 28：人工智能产业链框架



资料来源：中银理财

1. 基础层：芯算¹⁵

1.1 外部制裁影响

在人工智能产业链上游，美国及其盟友主要通过出口管制、投资审查等方式对中国进行制裁，核心环节包括半导体制造设备、电子设计自动化软件(EDA)、半导体材料、先进制程技术等。受此影响，尽管中国半导体产业经过多年发展已形成一定规模，但仍存在明显短板。其中，上游生产制造及芯片设计与美国差距最大，而服务器、交换机组装及其零部件环节总体差距不大。

¹⁵ “芯算”：将算力中心配套的硬件设备，如服务器、交换机等，以及其上游芯片设计、生产、制造设备等均列入“芯算”范畴。

表 3：人工智能产业链上游主要环节发展优势及瓶颈

环节	中方优势	发展瓶颈
IC 设计	在手机 SoC、AI 芯片、CMOS 图像传感器等领域取得显著进展；涌现出华为海思、紫光展锐等有竞争力的企业。	在 CPU、GPU、FPGA 等高端通用芯片领域与国际巨头存在较大差距。
晶圆制造	中芯国际已实现 14nm FinFET 工艺量产，并在 N+1/N+2（等效 7nm）工艺上取得进展；成熟制程产能持续扩张。	与台积电、三星在 3nm/2nm 等最先进制程上的差距显著；高端产能不足。
封装测试	封测产业在全球具有较强竞争力；长电科技、通富微电等企业位居全球前列，并积极布局 Chiplet、先进封装技术。	在先进封装技术方面，技术水平和市场份额存在较大差距。
半导体设备	部分领域取得突破，如北方华创、中微公司等国内设备商在刻蚀、PVD、CVD 等方面有所成就。	整体国产化率偏低，在光刻机、离子注入等核心设备对外依存度极高；整体技术水平和市场份额相对较低。
核心材料	大尺寸硅片、光刻胶、电子特气、CMP 抛光材料、靶材等领域均有国内企业布局并取得一定进展。	在高端产品性能、稳定性和市占率方面仍需提升。
EDA 工具	华大九天能在部分领域提供全流程工具，并在数字电路设计的某些点工具上取得突破。此外概伦电子、广立微等也在特定 EDA 领域有所建树	支持先进制程、全流程覆盖度、生态完善性等方面与国际三巨头相比差距明显。

资料来源：公开资料整理，中银理财

值得注意的是，在对华实施科技封锁的同时，美国也通过“长臂管辖”限制中国科技企业进入全球市场，使得中国科技企业在海外拓展时面临更多的政治阻力和合规成本。例如，特朗普在中东撤销拜登时期的“芯片禁令”，利用英伟达、英特尔的技术优势率先锁定市场，迅速建立市场进入壁垒，并同步要求使用美国软件的中东客户不得再使用华为产品。

表 4：美国对中国人工智能产业链的制裁事件

时间	事件或政策文件	核心内容及影响
2022-10-07	美国商务部（BIS）发布先进计算芯片出口管制新规	设定性能阈值，限制向中国出口高性能 AI 芯片
2022-11	Nvidia 推出 A800 芯片	通过性能降级规避出口管制，实质削弱管制政策效果
2023-10-17	BIS 首次重大修订出口管制政策	扩大限制范围，禁止降级版 AI 芯片进入中国市场
2024-03-29	BIS 发布临时最终规则（Interim Final Rule）	进一步强化对超级计算、先进 AI 计算芯片及相关技术的出口管制
2024-07-25	美国国务院（DDTC）与商务部（BIS）发布联合拟议新规	拟限制美国实体和个人参与中国超级计算和 AI 相关项目的技术合作与投资活动
2024-12-02	BIS 将 140 家中国半导体实体列入“实体清单”	扩大对中国半导体产业链企业的出口技术限制
2025-01-15	代工工厂规则（Foundry Rule）正式生效	全面禁止台积电等全球芯片代工厂为中国受限企业代工高性能 AI 芯片
2025-01-23	特朗普总统签署第 14179 号行政令《消除美国人工智能领导地位障碍》	废除拜登时期 AI 政策，降低 AI 产业监管，调整出口管制战略方向
2025-02-06	白宫科技政策办公室（OSTP）发布 RFI 征集国家 AI 行动计划意见	向公众、OpenAI、Anthropic 等征求下一阶段美国 AI 战略规划意见

资料来源：公开资料整理，中银理财

1.2 未来发展前景

外部的技术封锁和供应中断，“倒逼”中国半导体产业链自主创新进程加快。政府和企业深刻认识到核心技术自主可控的极端重要性和紧迫性，力求突破关键瓶颈，在芯片、操作系统、工业软件等长期依赖进口的领域加大投入。同时，外部技术的受限为本土技术和产品提供了宝贵的市场空间和试错机会，加速了国产替代的进程。例如，在 EDA 工具领域，美国限制对华出口后，国内 EDA 企业迅速推出替代产品并提供免费试用，以满足本土芯片设计需求。

展望未来，预计 5-10 年内，中国半导体产业将在成熟制程实现较高等度的设备、材料国产化替代；在部分先进制程有望通过自主技术路径实现突破，但在极紫外光刻（EUV）等尖端节点的自主化仍需更长时间。在政策支持方面，随着国家集成电路产业投资基金一期、二期持续投入，预计未来仍将重点支持设备、材料、EDA 等薄弱环节。此外，各地方政府积极响应，通过设立专项基金和产业园区为半导体产业发展提供支持。在竞争格局及生态方面，短期内，中国半导体产业仍以满足国内需求、保障产业链安全为主要目标；长期看，随

着技术进步，有望在部分细分领域（如特色工艺、先进封装、部分设备材料）参与全球竞争。

2. 技术层：云网¹⁶

2.1 外部制裁影响

近年来，美国已开始将制裁目标从硬件延伸至大模型本身和相关技术。例如，中国大模型公司智谱 AI 及其关联公司被列入美国商务部的“实体清单”，其获取美国技术（包括软件、硬件和服务）将受到严格限制。2025 年 1 月，美国商务部工业和安全局（BIS）发布了《人工智能扩散框架》，对先进计算集成电路和训练超过特定计算（如 10^{26} 次）操作的封闭式人工智能模型权重实施出口管控。这直接影响到中国企业在开发和部署大规模深度学习模型方面的能力，尤其是在需要大量计算资源支持的关键领域，如自然语言处理、计算机视觉等前沿技术的研究与应用。

从中美发展现状来看，中国人工智能大模型技术发展的优势在于拥有庞大的用户基础和丰富的应用场景，为大模型的快速迭代提供了海量数据和试验场。但与美国相比，在以下方面仍存在差距：基础模型与原始算法方面，美国在 Transformer 架构的提出以及大模型创新上占据先发优势，中国大模型在底层架构和核心算法上原创性成果相对较少¹⁷。高质量训练数据方面，尽管国内产业数据总量庞大，但经过精细清洗和标注的高质量中文训练数据仍相对匮乏。在全球生态影响力方面，美国聚集诸多科技巨头和顶尖研究机构，在全球人工智能生态中拥有更强的主导权和话语权，在顶尖人才的吸引和培养方面也更具优势。

2.2 未来发展前景

¹⁶ “云网”包括大模型、云计算、数据中心基础设施等细分方向，在人工智能产业链整体处于中游位置。其中，大模型相当于驱动人工智能场景“大脑”，云计算相当于支撑算力运转的“血管”。

¹⁷ 斯坦福大学 2024 年人工智能指数报告显示，2023 年美国的著名人工智能模型数量（61 个）远超中国（15 个）。

尽管中国大模型产业在发展过程中仍面临核心技术依赖、商业化落地难等挑战，但其长远发展前景广阔。国家层面的战略支持、庞大的国内市场以及在特定应用场景中的创新活力，为中国大模型的发展奠定了坚实基础。在部分新兴技术和应用领域，中国有机会通过差异化路径实现“换道超车”，缩小与美国的差距甚至实现领先。例如，在人工智能大模型领域，DeepSeek 采用开源协作和敏捷开发的“开放创新”路径，整合高校、企业和开源社区资源，大幅缩短技术迭代周期。

展望未来，大模型及算法产业有望在以下几个方面实现突破：一是技术自主性持续提升。在核心算法、开发框架等领域逐步缩小与国际先进水平的差距，产业链的自主可控能力明显增强。二是产业生态日趋完善。围绕国产大模型技术，将加快形成涵盖数据、算力、算法、开发框架、应用和服务在内的自主人工智能生态系统，打造具有中国特色的技术创新闭环。三是推动行业应用反哺模型迭代。大模型将加速融入金融、制造、医疗、教育、文旅等重点行业，推动产品升级、服务模式创新和商业逻辑重构，通过“以用促研”的方式，在实际应用中发现問題、迭代模型、优化算法，并探索可行的商业模式。

3. 应用层：智联¹⁸

3.1 外部制裁影响

人工智能产业链的下游是技术价值实现和产业规模化的最终环节，涵盖了人工智能技术在各行各业的具体应用。尽管其相对不易受到直接的制裁，但间接影响依然存在。第一，对依赖特定美国技术栈的企业造成影响，虽然主流框架是开源的，但围绕其构建的生态系统、数据库或云服务可能受到限制，增加迁移成本或影响开发效率。第二，对特定 AI 应用领域的间接冲击，在自动驾驶、高端医疗影像分析等领域，AI 应用的性能高度依赖于上游的高端传感器、专用

¹⁸ “智联”聚焦人工智能产业的下游延伸场景，通过将“芯算”（基础层）和“云网”（技术层）的成果转化为实际的软硬件产品或解决方案。

芯片（如高性能 FPGA、ASIC）。第三，对 AI 应用企业融资与国际合作的影响，部分中国人工智能独角兽企业，如商汤科技、旷视科技、依图科技等，曾被美国列入各类限制清单。这不仅限制了它们从美国获取技术和产品，更对其在国际资本市场的融资、与海外机构的科研合作以及全球市场拓展造成了负面影响，增加了其运营成本。

从中美发展现状来看，中国凭借其庞大的人口基数、高度数字化的社会生活以及多样化的产业生态，为 AI 应用提供了丰富的应用场景和海量的数据资源。此外，中国企业能够快速响应市场变化，并结合本土需求进行模式创新，在智慧城市、智能安防及移动互联网 AI 应用等领域展现出较高的普及度。根据艾媒咨询数据，2024 年中国人工智能大模型市场规模预计约为 294.16 亿元，并有望在 2026 年突破 700 亿元，显示出 AI 应用的爆发式增长潜力。然而相较于美国，中国在某些方面仍有待提升。在应用深度方面，中国在基础应用方面仍有一定差距。例如在企业级的客户关系管理、企业资源规划和商业分析领域中，美国的 AI 应用解决方案更加成熟，其软件智能体市场的发达程度也更高。在商业化落地方面，中国的 AI 应用企业普遍面临着商业化难度大、盈利周期长的问题，许多企业依然处于用资金投入来换取市场份额的阶段。

3.2 未来发展前景

中国 AI 应用前景广阔，正成为推动经济社会高质量发展的重要引擎。随着“人工智能+”行动的深入推进，人工智能技术将与各行各业深度融合，不仅催生出智能驾驶、医疗影像诊断等众多新兴产业、新业态和新模式，同时也推动传统制造业、农业等领域生产效率的不断提升。

展望未来，中国拥有巨大的消费市场、完备的产业体系和工程师红利，为人工智能推广应用提供了广阔的成长空间。一方面，庞大的国内用户基数和多样化应用场景，能够快速验证和迭代新技术，降低企业创新试错成本。另一方

面，统一市场带来的规模效应有利于企业做大做强，积累资金和技术实力参与国际竞争。例如，中国的互联网和移动支付产业依托国内市场的培育，成长出一批具有全球影响力的企业。在当前国际环境下，深耕国内市场、挖掘内需潜力，将为中国人工智能产业提供稳定的发展支撑和回旋余地。

（三）促进人工智能产业发展建议

现阶段，中国既面临技术封锁和产业链重构的严峻挑战，也迎来自主创新和产业升级的重要机遇。政府层面应加强战略谋划和政策支持，企业层面应主动调整战略、提升能力，在全球科技竞争新格局中化危为机，实现科技自立自强和产业链的安全可控，为经济高质量发展提供坚实支撑。

1. 政府层面

第一，坚持科技自立自强，加大人工智能产业的基础研究投入。一方面，聚焦“卡脖子”关键技术，实施重大科技项目攻关，集中力量突破高端芯片、操作系统、工业软件、核心材料等领域的技术瓶颈。另一方面，加强人工智能学科建设和人才培养，改革科研评价激励机制，营造鼓励原始创新的良好环境。通过提升自主创新能力，从根本上降低对外部技术的依赖，掌握发展主动权。

第二，增强人工智能产业链的韧性和安全水平。一是补链强链，梳理重点产业链的薄弱环节，支持上下游企业协同攻关，实现关键环节自主可控。二是进一步优化外商投资环境，提升人工智能产业链利用外资的质量。完善外商投资人工智能产业的指导目录，明确可投资的产业链环节和技术领域，为外资企业提供清晰的投资指引，并给予相应的财政和税收优惠。三是建立产业链安全监测预警机制，及时评估外部冲击对重点领域的影响，制定应急预案。

第三，完善适应人工智能技术创新规律的资本形成机制。从科技企业全生命周期的金融需求出发，构建多层次、广覆盖、差异化的服务体系。一是深化

科创板、创业板、北交所及新三板的差异化定位与协同发展，为科技企业提供便捷高效的股权融资平台。二是积极推广科创债、知识产权质押等特色融资工具，打通科技企业债权融资难的堵点。三是通过政府引导基金、市场化母基金等方式，推动社会资本投向“卡脖子”技术领域，助力实现高水平科技自立自强。

第四，积极参与全球人工智能治理和规则制定，提升中国在全球的话语权和影响力。一方面，在国内加快完善 AI 监管框架，推动算法备案、数据安全、隐私保护等制度落地，鼓励行业自律和技术向善。另一方面，主动参与全球人工智能伦理、安全、标准等规则体系建设，加强与国际组织、主要经济体的对话合作，倡导构建公平、开放、包容的人工智能治理体系。

2. 企业层面

第一，聚焦人工智能核心技术与市场多元化布局。一方面，更加注重核心技术研发和知识产权积累，减少对外部技术的依赖，在关键领域形成自主知识产权和技术壁垒。另一方面，实施多元化市场战略，降低对单一市场的过度依赖。在巩固国内市场的同时，积极开拓“一带一路”沿线国家、东南亚、中东、拉美等新兴市场，分散贸易摩擦和市场波动风险。

第二，构建开放共赢的创新生态。一方面，龙头企业应发挥引领作用，与上下游伙伴、科研机构、高校等紧密联系，吸引中小企业和开发者参与，形成协同创新的产业生态。例如，华为构建鸿蒙操作系统生态，吸引众多软硬件厂商加入；阿里巴巴、腾讯等开放云计算和 AI 平台，赋能中小企业数字化转型。另一方面，行业内龙头公司可兼并收购互补企业，形成全产业链协同优势。例如，半导体企业可以并购设备、材料企业，实现设计、制造、封测一体化布局。

专题二：全球主要绿色金融中心发展实践对中国的启示

随着美国退出《巴黎协定》并减少对新能源领域的投入，全球气候转型与绿色金融发展面临新的挑战。然而，这些挑战也为中国提升全球气候治理能力、

推动绿色产业升级以及培育新质生产力带来了新的战略机遇。

绿色金融的战略意义主要体现在两个层面：对外，通过积极参与全球气候治理，提升中国的国际影响力与规则制定能力；对内，绿色金融是促进新质生产力发展和推动产业结构转型的重要工具。在当前美欧围绕气候、关税、能源等议题分歧加剧的背景下，发达经济体在全球气候治理中的凝聚力和执行力可能受到削弱。与之形成鲜明对比的是，2025年4月23日，习近平主席在气候与公正转型领导人峰会上明确表示，无论国际形势如何变化，中国应对气候变化的行动不会放缓，推动全球合作的努力不会减弱，彰显了中国在全球气候治理中日益重要的引领作用。

绿色金融亦与新质生产力发展紧密相连，新质生产力本身就是绿色生产力。通过“绿色+科技+金融”的融合模式，绿色金融不仅能够为科技创新和新兴产业发展提供资金支持，也有助于产业链绿色升级，推动绿色技术的研发应用，助力企业实现可持续转型，从而多维度赋能新质生产力发展。

在此背景下，国际绿色金融中心的发展路径与经验对中国具有重要参考价值。以伦敦为例，作为全球领先的金融中心，其在绿色金融、可持续金融及碳市场等领域积累了丰富经验，在制度建设、金融产品创新、产业协同布局等方面均形成了系统性成果，构建起具有国际影响力的绿色金融生态体系。这些实践路径为中国建设具有全球竞争力的绿色金融中心提供了借鉴和启示。

（一）全球绿色金融中心发展现状

2025年4月，英国智库 Z/Yen 发布第十五期《全球绿色金融指数》（Global Green Finance Index, GGFI 15）¹⁹。该指数结合量化数据和全球问卷调查结果，评估全球 95 个金融中心的绿色金融产品和服务的质量与普及程度。根据 GGFI 15，伦敦继续位居榜首，苏黎世、新加坡和日内瓦分列第二至第四。奥斯陆和

¹⁹ 参考资料：Z/Yen. The Global Green Finance Index 15.[EB/OL]
https://www.longfinance.net/documents/4063/GGFI_15_Report_2025.04.24_v1.0.pdf

多伦多新晋进入前十，取代了纽约和洛杉矶。

表 5：全球绿色金融中心排名（前 15）

全球绿色金融排名 (GGFI 15)	金融中心	绿色金融普及度排名	绿色金融质量排名
1	伦敦	2	2
2	苏黎世	7	1
3	新加坡	7	3
4	日内瓦	2	6
5	哥本哈根	5	5
6	奥斯陆	1	14
7	斯德哥尔摩	11	4
8	蒙特利尔	2	11
9	卢森堡	11	6
10	多伦多	11	9
11	巴黎	14	6
12	温哥华	7	14
13	卢加诺	14	10
14	洛杉矶	5	21
15	阿姆斯特丹	14	11

资料来源：Z/Yen，中国银行伦敦分行研究部

西欧在本期指数中表现尤为突出，前十名中有七个绿色金融中心位于西欧，另有六个西欧金融中心跻身前二十。加拿大有两个金融中心进入前十，分别为多伦多和蒙特利尔。在亚太地区，新加坡是唯一跻身前十的金融中心，上海和青岛的排名有所上升。相比之下，美国金融中心整体排名显著下滑，未有城市进入前十，反映出该国在气候政策方向上的不确定性造成的不利影响。

在中东和非洲地区，迪拜跃升至全球第 34 位，位居区域首位。特拉维夫位列第二，阿布扎比和卡萨布兰卡紧随其后，其中卡萨布兰卡继续保持非洲第一的地位。毛里求斯、巴林和内罗毕等城市的排名均上升超过 10 位，显示该地区在绿色金融领域的积极进展。

（二）国际绿色金融中心发展实践

国家政策支持、监管框架的完善、绿色金融服务和产品创新以及科技创新和产业体系布局是推动绿色金融的关键因素。从金融工具维度看，绿色贷款、可再生能源投资以及碳市场机制是最具实际影响力的绿色金融领域；绿色相关科技创新、可再生能源投资和可持续基础设施建设则是最受市场关注的方向。

1. 国家政策支持

全球绿色金融中心排名前十的城市多数来自西欧，因此欧盟在推动绿色金融发展方面的政策举措具有重要的借鉴意义。为实现《欧洲绿色协议》提出的气候中和与绿色转型目标，欧盟大力推动绿色金融发展，尤其注重对地方层面绿色投资的支持。欧盟委员会承诺在未来十年内动员至少 1 万亿欧元用于可持续投资，并通过多项政策工具实现资金引导与制度保障²⁰。

总体而言，欧盟通过财政预算引导、绿色债券融资、法规约束与结构性基金分配等多元手段，在资金、制度与治理层面全面支持地方绿色金融发展。首先，在资金安排方面，欧盟财政预算（2021–2028 年）及“下一代欧盟”计划（Next Generation EU，NGEU）中的 30% 资金明确规定用于绿色投资。在复苏与韧性基金（RRF）框架下，各成员国必须至少将 37% 的资金用于支持气候目标的投资和改革。欧盟委员会还计划通过发行绿色债券，为 NGEU 提供融资支持，实现绿色金融工具与财政支出的联动。其次，欧盟凝聚力政策（EU Cohesion policy）在推动地方绿色转型中发挥关键作用²¹。欧盟要求，至少 30% 的欧洲区域发展基金（ERDF）和 37% 的凝聚基金需用于实现气候中和相关目标，重点支持地方政府和城市在可再生能源、能源效率、绿色交通等领域的投资项目。最后，作为《欧洲绿色协议》的关键组成部分，欧盟推出“欧洲绿色协议投资计划

²⁰ 参考资料：European Commission. Finance and the Green Deal.[EB/OL]

https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal_en

²¹ 参考资料：European Commission. Cohesion Policy.[EB/OL]

https://ec.europa.eu/regional_policy/policy/what/investment-policy_en

（EGDIP）”，其中包括设立“公正转型机制”，用于支持在绿色转型中受影响最深的地区和居民。

在国家层面，瑞士是全球绿色金融的重要参与者，其两个主要金融中心（苏黎世和日内瓦）在 2025 年发布的全球绿色金融指数（GGFI 15）中跻身全球前十，凸显了该国在绿色金融领域的领先地位。瑞士推动绿色金融中心发展的政策体系和实践经验，为其他地区提供了可借鉴的经验。瑞士在可持续金融领域起步较早，早在 20 世纪 80 年代就推出了首批可持续金融产品，奠定了其作为全球绿色金融先驱的地位。截至 2023 年，瑞士的可持续投资规模总额已达 1.66 万亿瑞士法郎²²。瑞士政府在推动绿色金融发展中主要发挥调解者和促进者作用，通过与金融业和相关方开展广泛对话，支持建设以市场为基础、具有高透明度的政策与监管体系。自 2024 年起，瑞士对大型企业实施基于 TCFD 建议的强制性信息披露要求。此外，瑞士政府推出自愿性“气候评分”体系，基于国际认可的指标，评估投资与《巴黎协定》目标的一致性，作为绿色分类法的市场化替代方案。瑞士金融行业具有较强的自治传统，这一文化为可持续金融监管提供了有力支撑。瑞士银行家协会（SBA）和资产管理协会（AMAS）发布了一系列标准，推动 ESG 因素纳入投资建议、产品设计和治理结构，强化行业自身能力建设。瑞士致力于到 2050 年实现净零排放目标，并在 2030 年前将温室气体排放较 1990 年水平减少 50%。此外，瑞士积极参与国际碳市场合作，已与多个司法管辖区签署双边减排协议，推进联合项目开发。

伦敦在 2025 年全球绿色金融中心排名中位列第一，英国支持伦敦绿色金融发展的战略同样具有重要的借鉴意义。伦敦绿色金融的发展建立在清晰的战略目标和制度保障之上。英国政府于 2019 年推出《绿色金融战略》（Green Finance Strategy），将绿色金融确立为国家发展重点，并致力于将伦敦打造为全球最具影响力的可持续金融中心。英国政府于 2021 年 9 月发布《净零战略》，系统规

²² 参考资料：Swiss Sustainable Finance. Swiss Sustainable Investment Market Study 2024.[EB/OL]
<https://www.sustainablefinance.ch/api/rm/CTEDCV3JDNA64Z5/2024-06-06-ssf-media-release-swiss-sustainable-inv-3.pdf>

划了各主要经济部门的脱碳路径。关键举措包括：到 2030 年全面停售新款汽油和柴油汽车；到 2035 年实现电力系统完全由清洁能源供电；加大对氢能产能的投资；推动可持续航空燃料在 2030 年前占比达到 10%；以及为家庭供暖系统升级提供财政支持等。同年，英国政府还公布了《绿色工业革命十点计划》（以下简称《十点计划》），立足本国产业基础和技术优势，围绕“海上风电”“低碳氢能”“核能”“绿色交通出行”“零排放航空与绿色航运”“碳捕集利用与封存（CCUS）”“绿色建筑”“自然资本保护”以及“绿色金融与创新”等十大战略领域，提出明确发展目标。此外，英国还通过“终身技能保障”计划，帮助劳动力掌握绿色经济所需技能，并积极推进伦敦金融城建设，力图将其打造为全球领先的绿色金融中心，为绿色项目引导更多私人资本投入²³。

在绿色金融监管与激励政策方面，英国政府积极发挥引导作用，构建了涵盖宏观审慎、微观审慎、行为监管、企业财务报告及养老金体系在内的多层次绿色金融监管框架。同时，英国结合财政与货币政策工具推动绿色金融发展，具体措施包括为环境友好型企业提供贷款担保、发行绿色国债，以及实施央行主导的“绿色”公司债券购买计划等。英国央行自 2016 年启动公司债券购买计划（CBPS），旨在通过购买对英国经济具有重要意义的企业债券，引导市场融资方向。2021 年，该计划纳入气候考量，转向“绿色化 CBPS”，通过优化投资组合结构，引导市场关注绿色企业债券，提升其流动性，降低绿色企业融资成本，为企业实现净零转型提供中长期激励。

在城市层面，伦敦市长提出了《2030 年碳净零路径》（Pathways to Net Zero Carbon by 2030）计划，聚焦建筑、交通和能源系统等关键领域，推动城市绿色转型²⁴。主要目标包括：到 2030 年将伦敦建筑总供暖需求削减近 40%；为超过

²³ 参考资料：UK Government. Net Zero Strategy: Build Back Greener. Executive summary. <https://www.gov.uk/government/publications/net-zero-strategy/executive-summary>

²⁴ 参考资料：Mayor of London. Pathways to Net Zero Carbon by 2030.

<https://www.london.gov.uk/programmes-strategies/environment-and-climate-change/climate-change/net-zero-carbon-london/pathways-net-zero-carbon-2030>

200 万户住宅和约 25 万栋非住宅建筑实施隔热保温改造；推广 220 万个热泵设备，大幅减少建筑供暖和热水的碳排放；将 46 万栋建筑接入区域供热网络，实现低碳热能的集中供应。在交通领域，伦敦计划将汽车出行里程减少 27%，依托公共交通、步行和骑行的显著提升实现出行方式转型，并计划全面停止销售使用化石燃料的汽车和货车，配合英国政府的相关强制性措施。通过这一系列系统性举措，伦敦市正以全方位、高强度路径推进城市净零转型。

新加坡是亚太地区唯一跻身全球绿色金融中心排名前十的城市。2021 年，新加坡启动“2030 年绿色发展蓝图”（Singapore Green Plan 2030），作为覆盖全社会的可持续发展行动方案。该计划为未来十年设定了具体目标，为实现净零排放的长期愿景奠定基础。2025 年 2 月，新加坡在预定 2050 年实现净零排放的基础上，进一步承诺到 2035 年将碳排放量控制在 4500 万至 5000 万吨二氧化碳当量之间²⁵。绿色转型已成为新加坡经济增长和就业的新引擎，涵盖航空、能源、旅游等传统行业的绿色升级，也推动绿色金融、碳服务、低碳技术等新兴产业的发展。为支持减碳转型并深化绿色金融市场，新加坡政府在 2022 年财政预算中宣布，公共部门将在 2030 年前发行总额达 350 亿新元的绿色债券，覆盖政府及法定机构的相关融资需求。

2. 绿色金融市场和产品创新

高度成熟的资本市场体系和多样化的融资工具是支持绿色金融发展的关键。其中，伦敦证券交易所（London Stock Exchange, LSE）在全球绿色金融生态中扮演着极具代表性的角色。根据伦交所公布的数据，2024 年，通过伦敦证券交易所发行的绿色、社会、可持续及可持续挂钩（Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked, 简称 GSSS）债券共募集资金高达 7880 亿美元，为自 2021 年（9750 亿美元）以来的最高年度水平，显示出 GSSS 市场在经历短暂调整后

²⁵ 参考资料: Ministry of Finance (Singapore). Singapore Green Bond Framework (January 2025). [EB/OL]
[https://www.mof.gov.sg/docs/default-source/policies/fiscal/singapore-green-bond-framework-\(january-2025\).pdf](https://www.mof.gov.sg/docs/default-source/policies/fiscal/singapore-green-bond-framework-(january-2025).pdf)

重新恢复增长势头²⁶。

从具体类别来看，绿色债券发行表现最为亮眼，募集资金达 4750 亿美元，同比增长 10%。社会债券方面，募资额下降至 980 亿美元，同比略降 3%。可持续发展债券发行额达到 1830 亿美元，同比大幅增长 34%。相较之下，可持续挂钩债券（SLB）表现疲软，募资额为 320 亿美元，同比下降 38%，

整体来看，2015 年至 2024 年间，伦交所 GSSS 债券发行量累计增长达 34%，不仅反映出可持续金融的中长期发展趋势，也体现出伦敦在绿色金融产品创新、市场基础设施建设和国际资本吸引方面的强大能力与引领地位。2015 年，伦敦证券交易所成为首家设立专门绿色债券板块的交易所，并于 2020 年成为唯一一家设立气候转型债券板块的交易所。目前活跃的可持续债券市场（SBM）债券超过 560 只，2024 年 SBM 债券交易数量也创历史新高，达到 143 只。

此外，伦敦已成为中东国家发行绿色债券与伊斯兰债券（Sukuk）的重要国际平台。2024 年，通过伦敦证券交易所发行的伊斯兰债券融资总额超过 360 亿美元，创下历史新高，显示伦敦链接中东资本与全球绿色投融资需求的关键作用。具体案例包括：沙特国家石油公司（Saudi Aramco）于 2024 年分两期发行伊斯兰债券，共筹资 30 亿美元；沙特主权财富基金（Public Investment Fund, PIF）发行总额为 20 亿美元的债券组合，其中包括 15 亿美元的伊斯兰债券和 5 亿美元的绿色债券；卡塔尔伊斯兰银行（Qatar Islamic Bank, QIB）成功发行 5 年期伊斯兰债券，募集资金 7.5 亿美元，认购订单峰值高达 22 亿美元，显示出市场对符合可持续与伊斯兰金融原则产品的强劲需求。

在碳金融领域，伦敦证券交易所于 2022 年 10 月创新推出“自愿碳市场”（Voluntary Carbon Market, VCM）认证机制，成为全球首个由主流证券交易所

²⁶ 参考资料：London Stock Exchange. End of year debt capital markets update - EoY 2024.
<https://docs.londonstockexchange.com/sites/default/files/documents/end-of-year-debt-capital-markets-update-eoy-2024.pdf>

设立的此类制度²⁷。该机制旨在提升碳市场的透明度、可信度与投融资效率，利用资本市场手段为全球气候变化缓解项目注入资金支持。VCM 认证适用于在伦交所主板（Main Market）或创业板（AIM）上市的基金与运营公司。申报机构需直接或间接投资于预期可产生高质量碳信用额度的气候变化缓解项目，包括自然碳汇、清洁能源普及、新兴气候技术等领域。所有项目必须符合 FTSE Russell 绿色收入分类体系（Green Revenues Classification System）中一级或二级绿色产业分类标准。

获得 VCM 认证的企业必须持续披露关键信息，包括所投资项目类型、项目阶段、预期碳信用额度产出、项目实施关键节点以及项目是否实现了与联合国可持续发展目标相关的环境与社会效益。该机制的一大亮点是允许发行企业将碳信用额度作为“实物股息”（dividend in specie）分配给股东，方式包括向股东直接发放碳信用额度、代表股东将碳额度注销（retire），或将其在公开市场出售以实现货币化。

VCM 认证机制是全球首个由主流证券交易所推出的此类制度，有效连接了传统资本市场与自愿碳市场，使企业碳中和行为与投资者回报之间建立起直接联系。该机制通过规范的上市框架与持续披露机制，为 ESG 和影响力投资者提供了进入碳资产这一新兴类别的渠道。伦敦证券交易所的举措为碳信用额度的证券化、碳金融衍生品开发、绿色 REITs 设计等提供了制度基础，推动碳资产成为主流投资组合的一部分。

3. 产业体系布局

科技、金融与产业的深度融合是推动绿色金融发展的关键动力。伦敦践行“绿色+金融+科技”融合发展模式，其在可持续科技创新方面亦位居全球前列。截至 2025 年 6 月，伦敦聚集了近 1970 家可持续科技企业，其中 639 家已获得

²⁷参考资料：London Stock Exchange. London Stock Exchange's Voluntary Carbon Market Designation.
<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/sustainable-finance/voluntary-carbon-market>

外部融资，总金额达 152 亿美元²⁸。其中，已有 248 家企业完成 A 轮及以上融资，4 家成长为独角兽企业。这些企业广泛分布于清洁能源、低碳交通、绿色建筑、食品科技、ESG 软件等多个绿色产业领域，充分展现出伦敦在绿色创新生态中的多样性和前瞻性。

近年来，投资者对英国气候科技的兴趣持续高涨。2023 年，伦敦气候科技初创企业共获得 27.5 亿英镑融资，融资额位居全球第二，仅次于斯德哥尔摩。根据普华永道（PwC）发布的研究，尽管 2024 年全球气候科技投融资整体下滑，但英国在该领域的企业投资额逆势增长 24%，反映出伦敦良好的科技创新基础、金融支持能力及监管稳定性对投资者的强大吸引力²⁹。

此外，伦敦作为可持续商业中心的优势还体现在绿色科技园区所形成的集聚效应。例如，位于伊丽莎白女王奥林匹克公园的 HereEast，过去十年间已发展成为伦敦清洁技术的重要枢纽，目前集聚了超过 3800 名绿色科技从业者，形成了产学研一体化的绿色创新高地。位于国王十字车站的 Mills Fabrica，是伦敦农业食品科技和可持续消费科技的重要孵化与投资平台，为绿色初创企业提供从资金、技术到市场的综合支持。

这类绿色科技园区与专业孵化平台不仅强化了绿色企业的生长土壤，也有效连接了科研机构、金融资本与政府政策，成为伦敦绿色产业生态体系中的关键节点，进一步巩固了其在全球可持续科技领域的领先地位。

（三）对中国绿色金融中心建设的启示

一是加强顶层设计，构建系统完备的绿色金融发展框架。绿色金融的发展需要明确的政策规划与制度保障，因而国际金融中心普遍重视战略规划与政策

²⁸ 参考资料：Tracxn. Sustainability Tech sector in London overview.

https://tracxn.com/d/explore/sustainability-tech-startups-in-london-united-kingdom/_Duq75pKuti7FaZL1yLhoEPfQQC3pyRCxFAPyq6wMg0M

²⁹ 参考资料：UKTN. Britain's Climate Tech Boom: Leading the Charge in Global Innovation.

<https://www.uktech.news/climate-tech/britains-climate-tech-boom-20250226>

引导。伦敦通过制定明确的绿色金融战略引领行业发展，瑞士则实施系统性政策支持体系，新加坡推出涵盖全社会的绿色发展蓝图，欧盟则建立统一的绿色分类标准和监管框架，形成完善的绿色金融治理体系。建议中国在推进绿色金融中心建设过程中，制定涵盖绿色金融定义、分类标准、信息披露、风险管理和激励机制的综合性政策体系，并推动绿色金融产品纳入主板市场交易机制，打通绿色资产进入主流资本市场的路径。同时，应加快碳市场建设进程，探索碳信用额度的资产化、证券化路径，为企业提供多元化融资渠道，提升碳市场的资源配置效率。

二是通过绿色金融发展新质生产力，打造绿色科技创新孵化体系，培育高质量绿色产业集群。国际金融中心注重绿色技术的研发与商业化，采取“绿色+科技+金融”融合发展模式，加快绿色技术研发和产业化进程，形成从科研孵化到产业转化的完整生态链。绿色金融不仅为低碳环保产业和绿色技术创新提供资金支持，更通过资本市场的资源优化配置，促进生产要素向绿色产业集聚，催生新的经济增长点和竞争优势。中国在建设绿色金融中心过程中，应依托国家高新区、自贸区、科创板等功能平台，在重点城市布局绿色科技园区和专业孵化器，推动储能、新能源、绿色建筑、低碳交通及碳捕集利用等关键技术的研发和产业化，构建政策引导、科研支撑、金融赋能与市场需求协同发展的绿色科技生态体系。中国应推动绿色金融与数字经济、人工智能、大数据等新兴技术的融合应用，构建智能化绿色金融服务体系，提升绿色资源的配置效率和产业创新能力。通过绿色金融赋能新质生产力，不仅有助于实现碳达峰碳中和目标，也为中国经济迈向高质量发展注入强劲动力和持续活力。

三是要拓展多元化绿色金融产品体系，服务实体经济绿色转型。国际金融中心资本市场活跃，绿色、社会、可持续及可持续挂钩（GSSS）债券发行规模持续扩大，涵盖绿色债券、可持续发展债券、绿色 REITs、碳信用产品等多样化金融工具，满足不同类型绿色项目的融资需求。同时，部分国际金融中心创

新推出自愿碳市场认证机制，促进碳市场与资本市场有效连接，推动碳资产逐步成为机构投资者认可的主流资产类别。中国应借鉴这些经验，完善绿色债券制度，加强绿色信贷、绿色基金、绿色保险及碳衍生品等产品创新，构建功能完善、结构多元且互联互通的绿色金融产品体系，为绿色低碳转型提供坚实的金融支持。

四是深化绿色金融国际合作，提升中国的全球影响力。国际金融中心的发展不仅依托成熟的市场制度，还需积极参与全球气候治理与金融规则制定。例如，通过推动国际绿色金融标准互联互通、加入联合国可持续证券交易所倡议，以及加强与其他地区的绿色投融资合作，进一步拓展国际话语权。中国在推进“一带一路”绿色发展的过程中，应主动对接国际标准，与欧盟、英国、中东等绿色金融活跃地区探索绿色金融标准互认，推动绿色债券、碳信用、可持续基础设施项目的跨境合作。同时，鼓励中国金融机构“走出去”，参与全球绿色项目配置，争取在绿色金融领域构建“共商、共建、共享”的国际合作新格局。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，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。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66592780

传真：+86-10-66594040