



上海财经大学
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

2025 中国宏观经济形势分析与预测年中报告

寻求高质量发展下的供需再平衡

上海财经大学中国宏观经济研究中心

二零二五年七月

目 录

报告摘要.....	1
第一章 2025 年中国主要经济指标增速预测与情景分析.....	5
一、基准情景.....	5
二、基于不同假设的情景分析.....	6
假设情景 I：地缘政治冲突加剧.....	6
假设情景 II：地缘政治冲突缓和.....	6
假设情景 III：房地产市场调控效果不及预期.....	7
假设情景 IV：房地产市场调控效果超出预期.....	8
第二章 2025 年以来中国宏观经济的发展现状.....	10
一、供给侧稳定增长，结构转型深化.....	10
1. 总产出稳中有进，增长动能需强化.....	10
2. 工业转型升级进入深水区，新动能引领增长.....	12
二、需求侧在多重压力下缓慢恢复.....	13
1. 消费需求缓慢恢复.....	13
2. 内需恢复脆弱，投资增长动能受限.....	18
3. 对外部门不确定性增强.....	24
三、积极财政与货币政策协同支持宏观经济运行.....	36
1. 适度宽松的货币政策为宏观经济平稳运行提供有力支持.....	36
2. 积极财政下收支缺口继续扩大，债务风险积累.....	39
第三章 供需不平衡是中国宏观经济发展中的主要问题.....	46
一、内外部冲击加剧劳动力市场分化.....	48
1. 特朗普关税影响平衡发展，加剧结构性矛盾.....	51
2. “人工智能+”行动赋能与替代作用并存.....	56
3. 需求收缩：就业-收入-消费陷入恶性循环.....	59
二、房地产市场信心不足，需金融供给侧改革助推.....	60
1. 2025 年房地产市场的发展现状.....	60
2. 市场趋势背后的经济逻辑分析.....	78
3. 住房再融资政策对消费和房地产市场的潜在作用.....	84

4. 政策建议.....	87
三、通货紧缩风险及其影响.....	89
1. 通货紧缩的具体表现与原因分析.....	89
2. 通货紧缩的短期风险：债务通缩螺旋.....	97
3. 通货紧缩的长期风险：增长动能与消费信心.....	102
4. 通货紧缩风险的历史对比与国际经验.....	103
5. 应对通货紧缩风险的政策建议.....	104

报告摘要

2025 年，中国经济在外部不确定性加大与内部转型深度调整的多重挑战中实现稳定增长。供给侧方面，工业转型升级持续推进，新能源、新材料等“新三样”产业成为增长新动能，但煤炭、多晶硅等传统产业面临产能过剩压力，价格下行与利润收缩并存。需求侧缓慢恢复但尚不牢固，消费复苏乏力，居民储蓄率攀升至 55.5%，家庭债务收入比超 128%，抑制消费潜力释放；投资增长动能受限，民间资本投资信心仍有不足，房地产市场深度调整导致土地出让收入下滑，地方政府财政承压。劳动力市场总体平稳但结构分化，青年失业率高位运行（16.5%），低技能群体就业压力加剧，人工智能技术替代效应进一步拉大收入差距。地缘政治风险与房地产市场波动构成近期宏观经济运行的关键变量：若中东冲突升级，能源价格飙升可能提高生产成本并拖累出口；若房地产政策超预期宽松，短期或提振内需，但需防范局部泡沫风险。通缩压力虽逐步缓解，但债务通缩螺旋风险与消费信心不足仍存长期隐患。

当前中国宏观经济运行面临的主要短期矛盾是供需不平衡，这种不平衡已从生产端向需求端蔓延，对劳动力和房地产市场等关键领域造成影响，并存在形成“债务-通缩”螺旋的恶性循环风险。供给端传统制造业产能过剩问题突出，供需失衡下导致企业利润下滑，投资回报率下降，投资需求走弱；企业利润下滑传导到居民部门，导致收入增长受阻，从而内需增长乏力，居民消费持续低迷，难以拉动增长引擎；同时，外需不确定性增强，进一步加重了供需失衡的矛盾。供需不平衡的矛盾对劳动力市场、房地产市场和总体价格水平形成系统性冲击，不利于中国经济的长期平稳健康发展。

劳动力市场方面，尽管经济复苏面临挑战，但**就业形势总体稳定**，没有出现大规模失业风险。2025 年一季度，全国城镇调查失业率平均为 5.3%，较 2024 年同期上升 0.1 个百分点，仍处于政府设定的 5.5% 目标范围内。截至 4 月底，全国城镇调查失业率降至 5.1%，全年就业目标开局良好。然而，劳动力市场的**结构性问题依然突出，特别是青年群体和就业困难群体的就业压力较大**。截至一季度末，16-24 岁青年失业率为 16.5%，较 2024 年峰值有所回落但仍处高位，且高于

25-59 岁群体 11.3%的失业率，表明越年轻群体面临的就业挑战越大，青年群体就业供需匹配问题尚未得到根本解决。

劳动力市场也面临特朗普关税、“人工智能+”行动等冲击，这些**内外部冲击将进一步加剧劳动力市场的结构分化，甚至引发就业-收入-消费的恶性循环**。具体来看，第一，特朗普关税冲击山西、河南、四川、福建等一些内陆或非贸易大省的就业，且主要对劳动密集性的服装、制鞋业、化学原料、专用设备制造业等行业的就业产生较大的负面影响，这些行业往往以青年和低技能劳动者为主，这将加剧劳动力市场的结构分化，影响新增就业动能，导致劳动力市场的地区不平衡和行业不平衡，并严重影响就业增量，对河南、四川、广东、江苏、上海等省份的毕业生就业造成较大压力。第二，人工智能已经成为国家战略。人工智能的普及将对各行业各职业同时产生赋能与替代两种相反的作用，导致各个生产领域内均产生工资和就业的分化。人工智能将利好各行业的高技能劳动者，并对常规性工作形成较强的替代作用，导致更多青年群体和低技能劳动者失业，加剧当前劳动力市场的结构分化。第三，需求收缩和供给相对过剩的背景下，失业率相对较高，收入增长动能减弱，导致消费降级和消费低增长的趋势，并挤压企业营收，形成“就业-收入-消费”恶性循环。工业通缩与服务业收缩进一步加剧这一态势。若长期持续，将导致经济与就业低速增长，加剧就业市场结构性矛盾，造成长期劳动资源错配，降低经济潜在增长率并推高自然失业率。

房地产市场方面，当前中国**房地产市场正在经历深度调整，新房价格和产品结构受限加剧了去化压力**。一方面，新房销售在备案价基础上的折扣限制削弱了其相对于二手房的价格竞争力；另一方面，中小套比例限制导致的产品同质化和较低得房率也增加了去化难度。随着各地优化土地规划设计条件，“第四代住宅”等高品质住房产品逐渐成为市场热点。同时，大规模保租房入市分流了商品住房的租购需求，进一步影响了市场的供需平衡。2025年上半年，尽管一线城市房价相对平稳，但二三线城市的二手与租赁住宅价格跌幅显著，反映出市场信心不足的问题。此外，居民预期收入下降、就业市场压力增大等因素共同作用，导致消费者信心指数持续低位徘徊，**家庭部门倾向于“增存款、降负债、慎消费”**，对宏观经济的需求侧产生长期影响。

从供给端看，房企资金链紧张局面虽有所缓解，但总体资金来源仍然偏紧，房地产开发投资形势依然严峻。2025年1-4月，全国房地产开发投资同比下降10.3%，新开工面积同比降幅高达22.8%。这表明**企业投资信心尚未恢复，开发投资仍处于收缩状态**。值得注意的是，办公楼开发投资骤降尤为明显，高空置率、高存量、低租金、低估值等问题突出，显示出办公楼市场的潜在风险。与此同时，**房企整体处于去库存态势，对新购入土地持观望态度，这不仅拖累了宏观经济复苏，还给地方政府财政带来了巨大压力**。然而，在一些城市中，如厦门、北京等，推盘力度相对积极，显示出不同城市之间的市场分化现象。

面对当前房地产市场的挑战，深化金融供给侧改革是关键举措之一。鉴于中国家庭资产中房产占比近七成，但由于缺乏有效的再融资渠道，导致了“房奴效应”的增强而非财富效应的发挥。通过引入再融资政策，可以有效缓解家庭预防性储蓄动机，进而促进消费并稳定房地产市场。此外，政府提出满足刚性和改善性住房需求的支持政策，包括降低首付比例、放松二套转首套认定标准等措施，以缓和**市场悲观预期**。尽管如此，**要根本扭转市场观望情绪，还需宏观经济回升和居民收入预期的改善**。未来政策应在坚持“房住不炒”的原则下，通过创新手段激发住房相关需求，改善家庭部门资产负债表，从而推动消费和经济增长。

价格水平方面，2025年中国通货紧缩压力明显，CPI同比下降0.1%，核心CPI微增0.6%，PPI同比下降3.3%，GDP平减指数连续八个季度为负，**价格水平持续下行已从生产端蔓延至需求端**。通缩结构性特征突出：传统商品、能源价格持续下跌（能源价格同比下降6.1%），而服务和高端制造价格相对稳定（如集成电路封装测试价格上涨3.6%）。生产资料价格下降是PPI负增长的主导力量（2025年前5个月累计下降2.6%），而居民部门需求疲弱（生活资料价格同比下降1.4%）则通过生产端压低整体价格水平。**内需不足是核心矛盾**，房地产投资深度低迷（前5个月同比-10.3%）、家庭消费动能减弱（社会消费品零售总额增速4.7%）居民收入增速放缓（一季度人均可支配收入增速5.6%）、消费信心低迷（消费者信心指数连续25个月低于90）、债务负担加重（家庭债务与收入比达128.7%），形成“价格下跌-收入减少-消费抑制”的恶性循环。叠加外部需求波动（出口增速6%但进口下降4.9%），导致总需求收缩。

通货紧缩通过家庭、企业和政府三大债务渠道形成债务通缩螺旋系统性风险。家庭债务渠道方面，房贷与消费贷双压下，实际偿债能力恶化：2025年初家庭债务总额近百万亿元（占GDP 62%-65%），人均负债8-10万元，刚需型房贷家庭及青年群体（负债收入比超200%）风险尤为突出。价格下跌导致资产缩水（一线城市房价跌幅5%-10%）、收入增长停滞（部分行业工资负增长），叠加预防性储蓄率攀升（2024年总储蓄率55.5%），消费进一步被挤出。企业债务渠道方面，传统制造业（如煤炭、纺织）利润下滑（采矿业利润同比-26.8%）、现金流恶化（应收账款回收期延长至70.3天），债务违约风险上升（城商行不良率1.79%），信贷紧缩可能引发投资收缩。政府债务渠道方面，受土地财政萎缩（卖地收入同比-15.7%）和税收减少（税收收入同比-2.1%）冲击，债务付息成本刚性上升（1-4月付息支出同比+11%），中小城市债务率（余额/GDP）偏高，财政收支矛盾加剧。三大渠道相互强化，形成“价格下跌-债务加重-需求萎缩”的螺旋式放大效应。

通货紧缩对长期经济的威胁集中于投资分化、消费抑制与潜在增长率下滑。投资意愿分化中，高技术制造业（增速11.5%）支撑增长，但传统行业（纺织、煤炭投资增速3.5%）收缩拖累整体经济，结构转型放缓。消费信心不与预防性储蓄倾向上升抑制内需，青年失业率高位加剧收入增长停滞和债务负担，财政刺激政策效果有限。潜在增长率下滑风险隐蔽但影响深远，全要素生产率增速在基准情景下仅0.8%。若政策应对滞后或过度依赖短期刺激，经济可能陷入“低增长-高债务-弱需求”的长期停滞陷阱。因此，政策层面需平衡短期稳需求与长期结构性改革：通过定向宽松缓解家庭债务压力，强化产业政策支持高端制造，同时完善社会保障以降低预防性储蓄，稳定预期，激活居民消费与企业投资，并深化产业转型升级以培育增长新引擎，方能实现高质量发展下的供需再平衡。

第一章 2025 年中国主要经济指标增速预测与情景分析

一、基准情景

课题组对中国经济增长率和其他关键经济指标进行了预测。在基准情景的预测中，我们假设今年二至四季度控制变量的取值与一季度相同。下表报告了 2025 年各关键经济指标的实际增长情况和预测结果。2025 年一季度的中国宏观经济增速较高，意味着中国经济正逐步恢复至高质量发展的上升通道中，同时通货紧缩风险依然存在。基于模型预测结果，我们认为能达成“国内生产总值增长 5% 左右”的目标。

表 1 中国各主要经济指标增速的基准预测

	单位	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2025 全年
GDP	%	5.40	5.14	5.00	4.87	5.10
消费	%	4.60	5.76	5.23	4.58	5.04
投资	%	4.20	1.69	-0.10	-2.40	0.85
出口	%	6.90	6.15	6.13	5.71	6.22
进口	%	-6.00	-5.23	-3.14	-1.87	-4.06
CPI	%	-0.10	0.10	0.33	0.51	0.21
PPI	%	-2.30	-2.52	-2.64	-2.80	-2.56
GDP 平减指数	%	-0.77	-0.79	-0.79	-0.77	-0.78

注：数据来源为 WIND 和上海财经大学中国宏观经济研究中心测算。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2025 年 6 月 16 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2001 年 Q1 至 2025 年 Q1。表中的增长率均为当季同比增长率。

二、基于不同假设的情景分析

假设情景 I：地缘政治冲突加剧

若地缘政治冲突加剧，全球能源与供应链安全将面临严峻挑战。以中东局势为例，若伊朗与以色列的军事对抗升级，波斯湾地区的石油出口可能受阻，导致国际油价大幅波动。根据历史经验，能源价格上涨将推高国内工业生产成本，压缩企业利润。此外，冲突可能引发全球金融市场动荡，外资撤离新兴市场，人民币汇率承压，资本账户压力上升。出口方面，若冲突导致全球贸易中断或制裁升级，我国对美欧出口可能进一步承压，尤其依赖能源进口的行业（如化工、制造业）将首当其冲。与此同时，国内政策空间可能被迫收缩，政府需优先保障能源安全与国防开支，财政资源向战略领域倾斜，短期内基建投资增速或受限。消费端，居民对未来的不确定性预期可能抑制消费信心，服务业复苏节奏放缓。需警惕外部冲击与内部复苏动力不足的叠加风险。

课题组结合量化准结构模型进行政策模拟分析认为，若地缘政治冲突持续恶化加剧，2025年下半年中国经济增速可能低于基准情景0.18个百分点，其中消费与投资增速分别较基准情景下滑1.19和0.61个百分点，出口下滑1.03个百分点，进口下滑1.37个百分点，价格指数将小幅下降。如表2所示。

假设情景 II：地缘政治冲突缓和

若地缘政治冲突缓和，全球供应链与能源市场将趋于稳定。例如，若美国与伊朗达成临时协议，或以色列与伊朗通过外交途径缓解紧张关系，国际油价可能回落至每桶60-70美元区间，降低我国能源进口成本。出口方面，外部需求回暖将缓解“抢出口”效应消退的压力，对非美市场（如东盟、非洲）的出口份额可能进一步扩大。资本市场情绪改善，外资回流新兴市场，人民币汇率企稳，为国内货币政策提供宽松空间。政策层面，政府可将资源更多用于支持内需修复，例如加快“新三样”（新能源、新材料、新技术）产业投资，或通过消费补贴刺激服务消费增长。房地产市场亦可能受益于低利率环境，若房贷利率进一步下调，部分刚需购房者入市意愿或提升。

课题组结合量化准结构模型进行政策模拟分析认为，若地缘政治冲突缓和增强市场信心，2025年下半年中国经济增速可能较基准情景提高0.09个百分点，

为结构性改革争取时间窗口。其中消费与投资增速分别较基准情景提高 0.59 和 2.35 个百分点，出口增加 0.51 个百分点，进口增速反弹 0.69 个百分点。如表 2 所示。

表 2 中国各主要经济指标增速的地缘政治情景预测

	单 位	2025 Q1	I.地缘政治冲突加剧				II.地缘政治冲突缓和			
			2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2025 全年	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2025 全年
GDP	%	5.40	5.04	4.76	4.49	4.92	5.19	5.12	5.06	5.19
消费	%	4.60	5.21	3.74	1.87	3.86	6.04	5.98	5.93	5.64
投资	%	4.20	3.31	-0.71	-5.84	0.24	4.85	3.10	0.66	3.20
出口	%	6.90	5.69	4.85	3.34	5.20	6.38	6.77	6.90	6.74
进口	%	-6.00	-5.82	-4.86	-5.07	-5.43	-4.94	-2.29	-0.27	-3.37
CPI	%	-0.10	0.07	0.25	0.33	0.14	0.11	0.37	0.60	0.24
PPI	%	-2.30	-2.57	-2.84	-3.23	-2.73	-2.49	-2.54	-2.59	-2.48
GDP 平减 指数	%	-0.77	-0.85	-0.97	-1.16	-0.94	-0.76	-0.70	-0.58	-0.70

注：数据来源为 WIND 和上海财经大学中国宏观经济研究中心测算。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2025 年 6 月 16 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2001 年 Q1 至 2025 年 Q1。表中的增长率均为当季同比增长率。地缘政治情景假设：在情景 I 下，中国地缘政治风险指数在 2025 年 Q2 至 Q4 累计增加一倍标准差；情景 II 与之相反。

假设情景 III：房地产市场调控效果不及预期

若房地产市场调控政策效果不及预期，例如居民加杠杆意愿持续低迷、房企债务违约风险扩散，房地产投资与销售可能进一步下滑。若 2025 年全年住宅销

售金额不足 7 万亿元，远低于 2021 年水平。房企资金链紧张将导致拿地意愿减弱，土地市场流拍率上升，地方政府财政收入承压，可能加剧地方债风险。居民住房资产缩水将通过财富效应以抑制消费，叠加就业压力（如青年失业率突破 20%），消费需求疲弱难以逆转。政策层面，若常规工具（如降息、降准）失效，政府可能被迫出台更大力度的救市措施，例如直接注资房企、扩大保障性住房供给，但此类政策见效周期较长，短期难阻经济下行惯性。此情景下，需警惕房地产硬着陆引发的系统性金融风险。

课题组结合量化准结构模型进行政策模拟分析认为，若房地产市场调控效果不及预期，2025 年下半年中国经济增速可能低于基准情景 0.14 个百分点，其中消费与投资增速分别较基准情景下滑 0.08 和 0.61 个百分点，出口和进口分别较基准情景下滑 1.89 和 2.63 个百分点，价格指数则将进一步下滑。如表 3 所示。

假设情景 IV：房地产市场调控效果超出预期

若房地产市场调控政策效果显著超预期，例如一线城市全面放松限购、二套房首付比例降至 20%、交易税费减免等政策落地，短期内房地产销售与投资可能快速回暖。以“认房不认贷”为例，若政策推动一线城市新房成交面积环比增长 30% 以上，开发商资金回笼压力将大幅缓解，房企信用风险阶段性缓释。同时，房地产产业链（如建材、家电、装修）将带动制造业投资回升。居民资产负债表修复亦将释放消费潜力，改善服务消费增速疲软的局面。政策层面，若房地产市场企稳，地方政府土地出让收入回升，可为地方债化解提供缓冲，降低财政赤字扩大的必要性。

课题组认为，房地产市场调控中，需警惕政策过度刺激引发局部泡沫风险，打破“矫枉必须过正”和“层层加码”的思维定势，避免陷入“一管就死、一放就乱”的恶性循环。长期需通过保障性住房建设平衡市场供需。

课题组结合量化准结构模型进行政策模拟分析认为，若房地产市场调控效果超出预期，2025 年下半年中国经济增速可能高于基准情景 0.07 个百分点，其中消费与投资增速分别较基准情景上升 0.04 和 1.67 个百分点，出口和进口增速分别较基准情景上升 0.94 和 1.32 个百分点，价格指数将小幅回升。如表 3 所示。

表 3 中国各主要经济指标增速的房地产市场干预力度情景预测

	单 位	2025 Q1	III. 房地产调控效果不及预期				IV. 房地产调控效果超预期			
			2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2025 全年	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2025 全年
GDP	%	5.40	5.05	4.81	4.57	4.96	5.18	5.10	5.02	5.17
消费	%	4.60	5.71	5.13	4.43	4.97	5.79	5.28	4.66	5.08
投资	%	4.20	1.42	-0.90	-3.78	0.23	4.20	1.43	-2.20	1.91
出口	%	6.90	5.36	3.81	1.27	4.33	6.54	7.29	7.93	7.17
进口	%	-6.0	-6.40	-6.46	-7.92	-6.70	-4.64	-1.49	1.15	-2.74
CPI	%	-0.10	0.03	0.13	0.12	0.04	0.13	0.43	0.71	0.29
PPI	%	-2.30	-2.79	-3.48	-4.48	-3.26	-2.38	-2.22	-1.96	-2.22
GDP 平减 指数	%	-0.77	-0.89	-1.09	-1.38	-1.03	-0.74	-0.64	-0.47	-0.66

注：数据来源为 WIND 和上海财经大学中国宏观经济研究中心测算。该表中 GDP 增长率为实际数据，其他指标均为名义数据。灰底部分的数据为预测数据，其余为实际统计数据；预测数据根据截至 2025 年 6 月 16 日所发布的数据；参数估计使用的数据区间为 2001 年 Q1 至 2025 年 Q1。表中的增长率均为当季同比增长率。房地产市场干预力度情景假设：在情景 III 下，中国的消费者信心指数在 2025 年 Q2 至 Q4 累计下降一倍标准差；情景 IV 与之相反。

第二章 2025 年以来中国宏观经济的发展现状

一、供给侧稳定增长，结构转型深化

1. 总产出稳中有进，增长动能需强化

2025 年上半年，中国经济在复杂多变的国际环境中表现出了较强韧性，总体上呈现“稳中有进、向新向好”的发展态势，但增长动能仍需持续强化。一季度，GDP 同比增长 5.4%，增速比上年同期提高 0.1 个百分点，实现良好开局。这一增速也高于 2024 年全年 5.0% 的增速水平，延续了近六个季度以来 5% 左右的稳定增长态势，显示中国经济已逐步摆脱疫情冲击，进入常态化增长轨道。

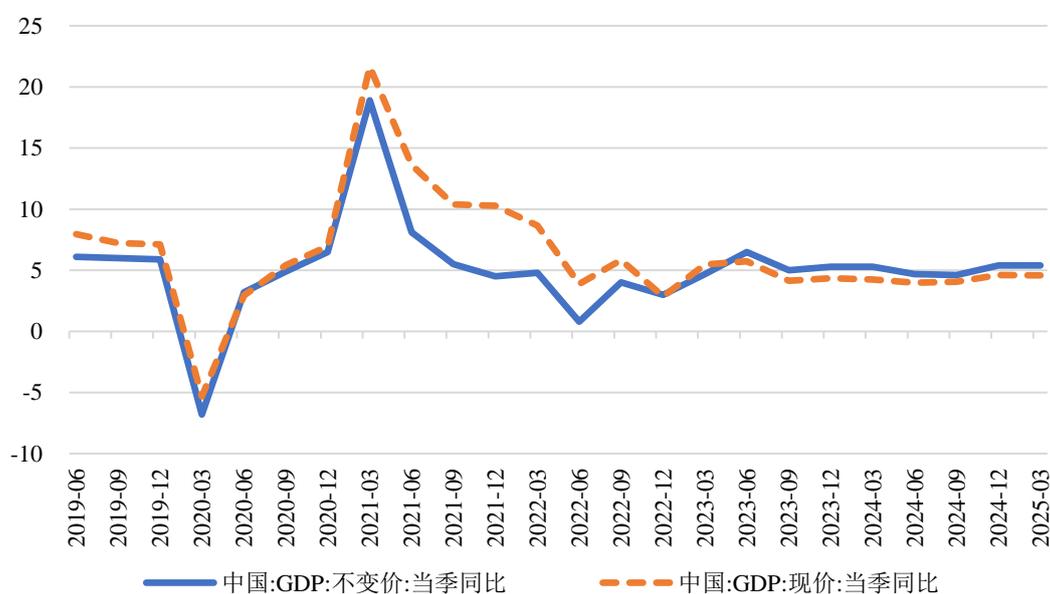


图 1 中国 GDP 增长趋势（数据来源：WIND，单位：%）

从产业结构看，一季度第一、二、三产业同比增速分别为 3.5%、5.9% 和 5.3%，整体与上年同期基本持平。值得注意的是，第一产业增速持续回落，自 2021 年第一季度的 8.1% 下降至当前的 3.5%；第二产业和第三产业则基本维持在 5% 以上的较高水平，是支撑当前经济增长的主要动力。三大产业增速分别拉动增长 0.14%、2.07%、3.19%。根据课题组预测，二季度 GDP 增速约为 5.23%，前 5 个月经济整体保持稳定增长，全年增长预期有望达到 5.0% 以上。

表 4 2025 年一季度三大产业增速及对 GDP 贡献情况

产业	增加值同比增长	拉动 GDP 增长	占 GDP 比重	对 GDP 贡献率
第一产业	3.5%	0.14%	7.3%	2.6%
第二产业	5.9%	2.07%	39.8%	38.3%
第三产业	5.3%	3.19%	52.9%	59.1%
合计	5.4%	-	100%	100%

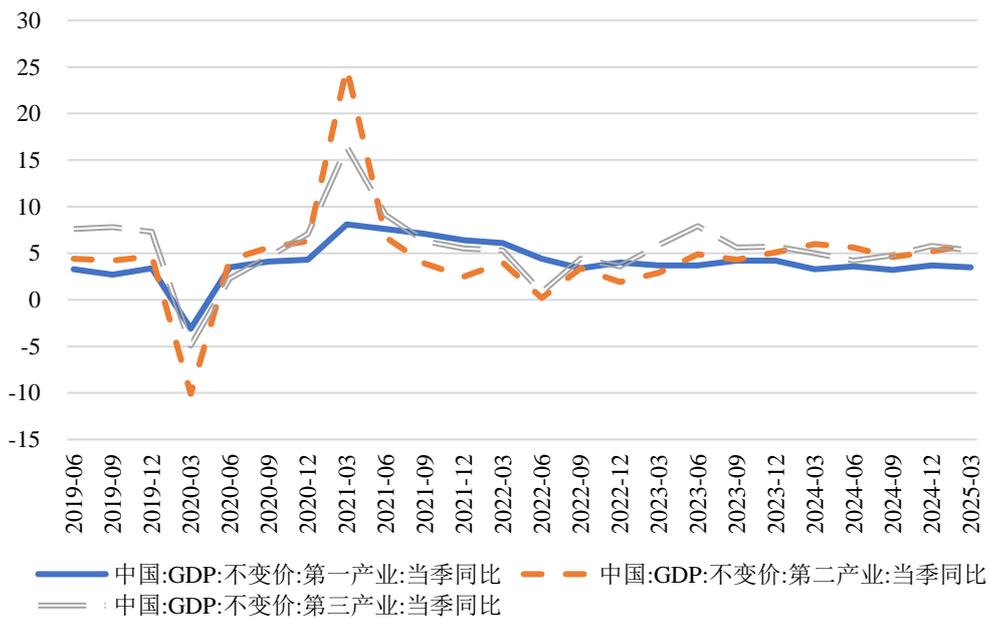


图 2 各产业同比增速（数据来源：WIND，单位：%）

从行业分布来看，服务业内部结构分化明显，各子行业在过去一年中的同比增速大多处于 3%至 10%区间。其中，数字经济和现代服务业成为增长主力，信息传输、软件与信息技术服务业、租赁和商务服务业保持了约 10%的高位增长；传统金融服务业增速放缓至 5%左右，低于服务业平均水平。

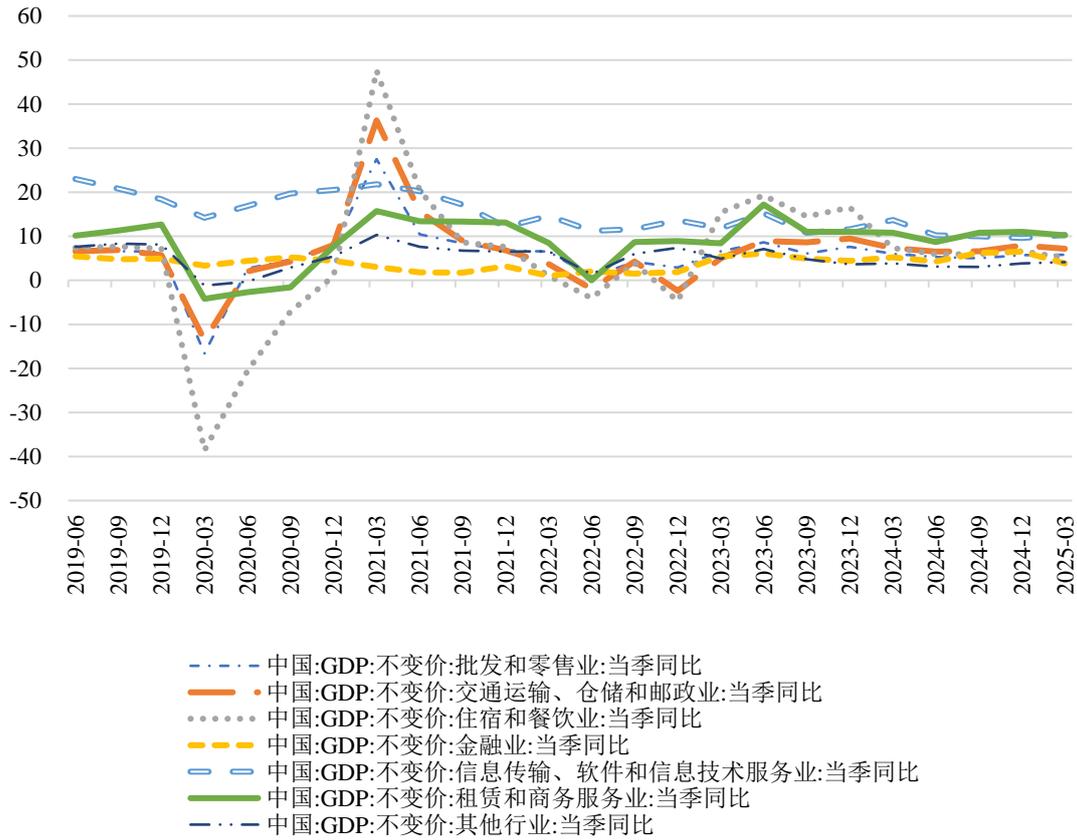


图 3 服务业各行业增加值同比增速（数据来源：WIND，单位：%）

从三大需求对 GDP 增长的贡献看，2025 年一季度呈现明显变化。资本形成总额贡献率降至 8.7%，显著低于平均水平，最终消费支出对 GDP 增长的贡献率达 51.7%，比 2024 年同期的 44.5% 高出 7.2 个百分点。净出口在外部环境不确定性增强的现实下表现出较强韧性，贡献率达 39.5%。中国经济长期以来的投资驱动模式正在发生结构性变化，向消费驱动型转变，内需对经济增长的支撑作用进一步增强。

2. 工业转型升级进入深水区，新动能引领增长

2025 年 1-4 月，全国规模以上工业增加值累计增长 6.4%，比上年同期加快 0.1 个百分点，但 1-5 月增速小幅回落至 6.3%，工业增长动能有所波动。按所有制类型看，民营企业仍是工业增长的主要动力来源，股份制企业 and 私营企业增速均达到 7.1%，而国企与外企增速分别为 3.9% 和 4.0%。

从行业分布看，41 个工业大类行业中，38 个行业增加值保持同比增长，增长面超过九成。三大门类中，1-5 月采矿业增加值增长 5.7%，制造业增长 6.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.2%。高技术制造业和装备制造业成

为工业增长的领头羊，分别增长**9.8%**和**10.9%**，增速分别快于规模以上工业**3.4**和**4.5**个百分点，成为推动经济增长的核心动力，为经济高质量发展提供了有力支撑。其中，**新兴技术密集型行业表现尤为突出，新能源汽车、3D 打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长 49.7%、44.9%和 34.1%**，显示**高端制造业增长势头较强，产业升级继续深化**。一季度产能利用率为 74.1%，低于疫情后各年同期水平，反映出工业产能释放不足，部分行业仍存在产能过剩风险。

规模以上工业企业营业收入增长 3.2%，高于上年同期及全年水平，利润增速 1.4%，同比增速下降 2.9 个百分点，但相比上年全年则由负转正。亏损企业数量减少 0.4%，亏损企业亏损额下降 5.6%。**尽管利润增长方面有转好信号，但总体利润率 4.87%，同比下降 0.13%**，表明企业盈利能力仍面临挑战。

一些传统行业面临较大的经营困难，如采矿业利润下降 26.8%，其中煤炭开采和洗选业利润下降 48.9%，黑色金属矿采选业利润下降 45.4%。制造业中，纺织服装、服饰业利润下降 12.7%，家具制造业利润下降 32.2%，造纸和纸制品业利润下降 23.6%，文教、工美、体育和娱乐用品制造业利润下降 13.3%，化学纤维制造业利润下降 11.7%。**这些行业不仅面临市场需求不足的问题，还面临转型升级的压力，如环保标准提高、成本上升等**。企业利润下滑、库存压力增大、应收账款周转天数增加等问题交织，加剧了传统行业的经营困难。

二、需求侧在多重压力下缓慢恢复

1. 消费需求缓慢恢复

受以旧换新政策和家庭消费结构改变的影响，2025 年第一季度消费需求缓慢恢复，较去年同期有所改善，但整体上家庭消费增速持续走低的态势并未改变。同时，家庭部门平均消费倾向下降，边际消费倾向上升的现象也说明要么家庭部门调整了目标储蓄，要么家庭内部收入的分化加剧。进一步地，虽然贷款利率持续走低，但家庭继续缩表的态势没有停止的迹象。通过货币政策调整家庭需求可能效果有限，更多直接的，补贴形式的财政政策值得期待，以下是详细内容。

（1）消费需求缓慢恢复

虽然整体上仍低于新冠肺炎疫情前趋势，但以社会消费品零售总额为代表的消费需求在 2025 年以来一直在缓慢提升。如下图所示，2025 年 4 月，社会消费

品零售总额当月同比增速达到 5.1%，虽然较 3 月有所降低，但要显著高于去年同期。从整体趋势上来看，从 2024 年年中开始，消费就开始缓慢恢复。当然，这种恢复可能也是调控政策的效果，受以旧换新政策的影响，耐用品消费增长迅速，间接带动了整体消费的恢复。在消费结构方面，服务业需求表现良好，限额以上单位体育、娱乐用品用品类当月同比增速在 2025 年末低于过 20%，4 月虽较 3 月的 26.2% 有所下滑，但也高达 23.3%。

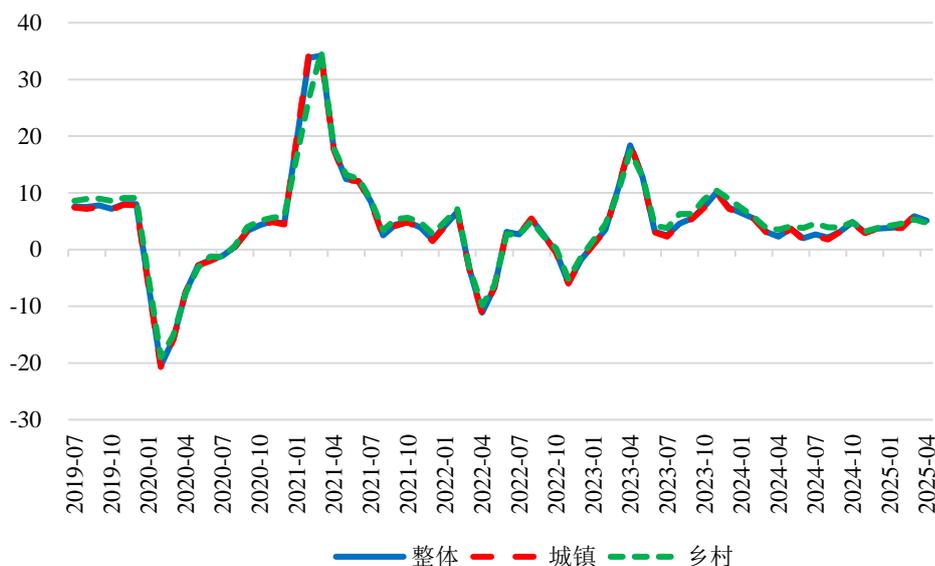


图 4 社会消费品零售总额当月同比增速

(数据来源：国家统计局、上海财经大学中国宏观经济研究中心)

消费需求的缓慢恢复可以由图 5 的分年对比看的更清晰。可以看出，在新冠肺炎疫情前（2017-2019 年）虽然消费增速也在缓慢下滑，但整体维持在 8% 附近。但进入 2024 年，消费增速始终保持在 2%-4% 的区间内。2025 年消费增速相较于去年有了显著提升，连续三个月份维持在 4%-6% 的区间内，但这可能更多是受以旧换新政策的影响。当政策退出，或者家庭部门耐用品更新迭代结束，消费增速是否还能维持需要观望。因此，如何寻找新的消费发力点，以及从根本上改善消费需求，仍然是一个挑战。

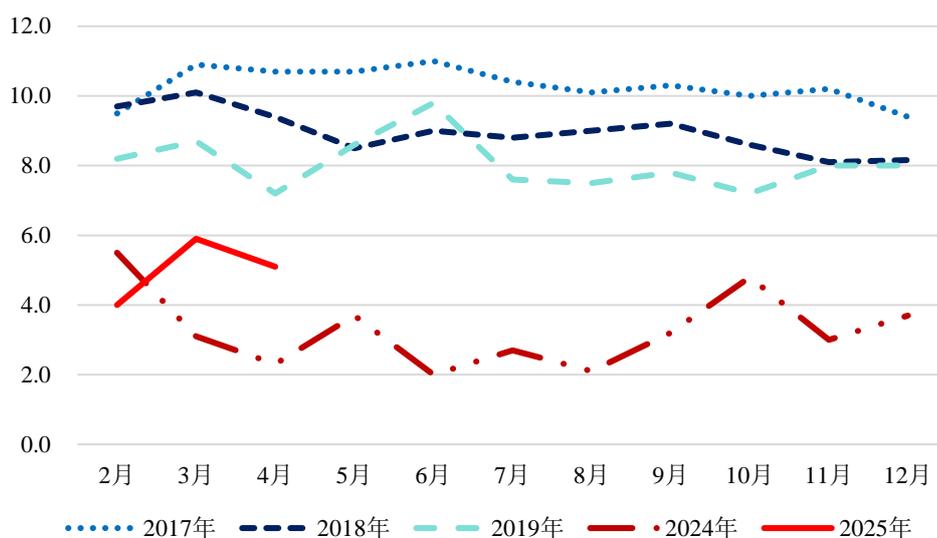


图 5 分年度社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

(数据来源: 国家统计局、上海财经大学中国宏观经济研究中心)

由于社会消费品零售总额还包括企业和政府部门的消费, 因此, 可能并不能真正反应家庭部门消费需求的恢复。根据城乡一体化住户调查数据, 在家庭消费方面, 2025 年一季度全国居民人均消费支出同比实际增速为 5.3%, 其中农村为 5.9%, 城镇为 4.8%, 如图 6 所示。虽然增速仍然较高, 但从趋势上来看, 与社会消费品零售总额从去年年中体现出的增速恢复趋势不同, 家庭部门的消费增速从去年开始就呈现下降趋势, 消费动力有所不足。分项来看的话, 增速较高的为教育、文化和娱乐 (13.93%)、交通和通信 (10.34%)、生活用品及服务 (9.77%) 以及其他用品及服务 (10.08%)。这些除了与以旧换新的政策 (如交通通信以及生活用品项) 有关外, 还与家庭消费结构和偏好的改变相关, 比如娱乐需求在社会消费品零售总额和家庭消费中互为印证、同时其他用品及服务的快速增长也蕴含着旅游业的蓬勃发展。也就是说, 家庭部门对服务业的消费需求越来越多, 这不仅体现了家庭的消费舍生击, 也蕴含着新的消费增长点。

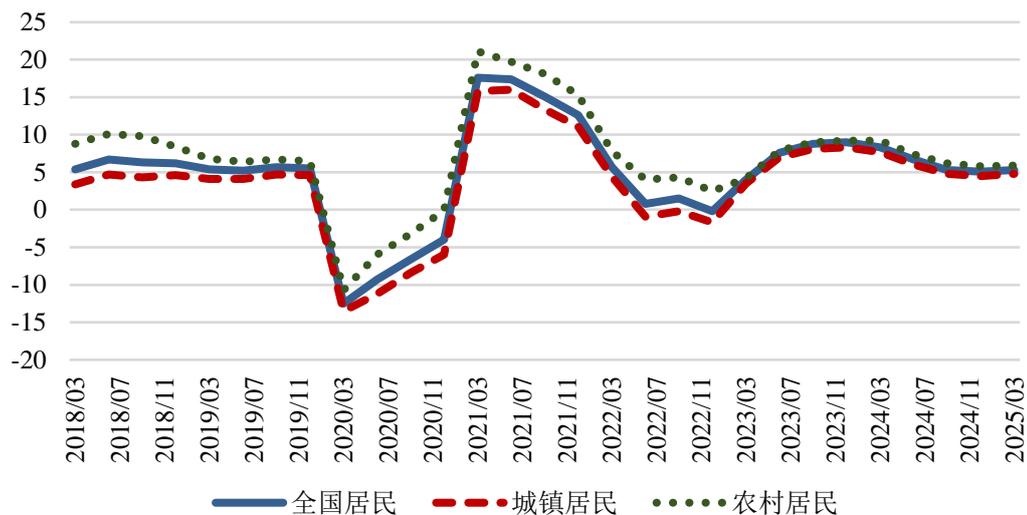


图6 家庭部门实际消费增速

(数据来源: Wind、上海财经大学中国宏观经济研究中心)

虽然家庭部门消费增速有所下滑，但收入增速从2024年以来一直呈现恢复的状态，如图7所示。2025年一季度全国居民人均可支配收入同比实际增速为5.6%，其中农村为6.5%，城镇为5.0%。这也是从2023年第一季度以来，收入增速首次超过消费增速。这也进一步反映出，家庭部门消费需求恢复的基础不牢，一方面需要找到新的增长点，另一方面也要进一步稳固消费的增长，给予家庭进一步消费恢复的信心。从分项来看，工资性收入涨幅最大，达到了5.9%，经营性收入增速（5.7%）与转移性收入增速（5.5%）与全国居民收入增速基本持平，但受房地产市场低迷影响，财产性收入则从2021年以来就持续下滑，2025年第一季度增速仅有2.7%。

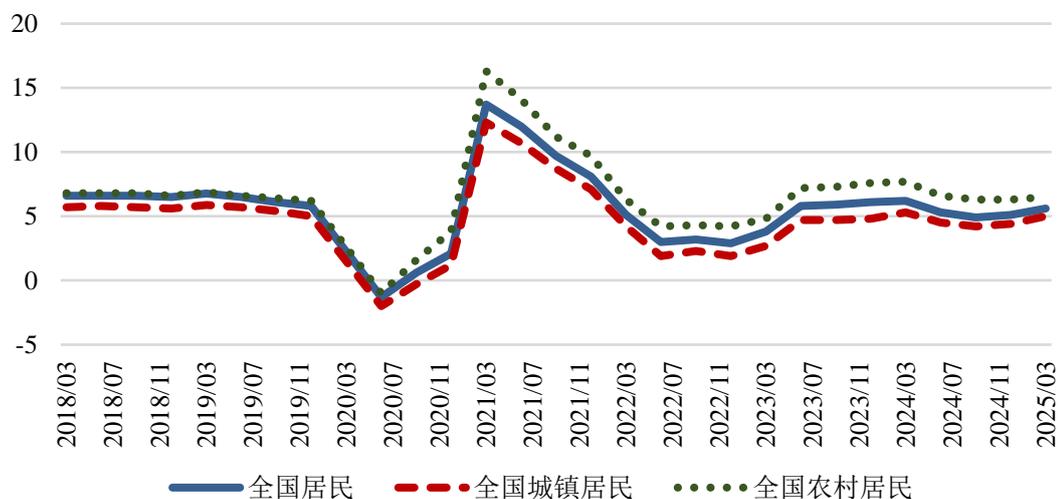


图 7 家庭部门实际收入增速

(数据来源: Wind、上海财经大学中国宏观经济研究中心)

(2) 平均消费倾向还是边际消费倾向

家庭的消费倾向是消费的一个核心参数,为了探讨家庭消费恢复缓慢的原因,我们进一步画出了家庭消费倾向的变动图。由于家庭的消费倾向有两个,一个是平均消费倾向(定义为家庭当期消费与当期收入之比),另一个是边际消费倾向(定义为家庭当期消费变动与当期收入变动之比)。利用城乡一体化调查数据,图 8 描述了两个消费倾向近些年来的变动情况,从图中可以看出,在 2021 年之前,二者虽然在数值上有差别,但整体上服从相同的趋势,但自从 2021 年后,虽然变动方向上二者仍然是一致的,但平均消费倾向明显呈现下降的趋势,而边际消费倾向呈现上升的趋势。平均消费倾向已经由 2014 年的 0.72 降低到 2024 年的 0.68,边际消费倾向虽然在 2024 年也为 0.68,和 2014 年一样,但 2023 年曾高达 0.97。也就是说,如果家庭的收入变动,虽然家庭收入变动部分更多地会传导到消费中,但消费占收入的比重在进一步下降。

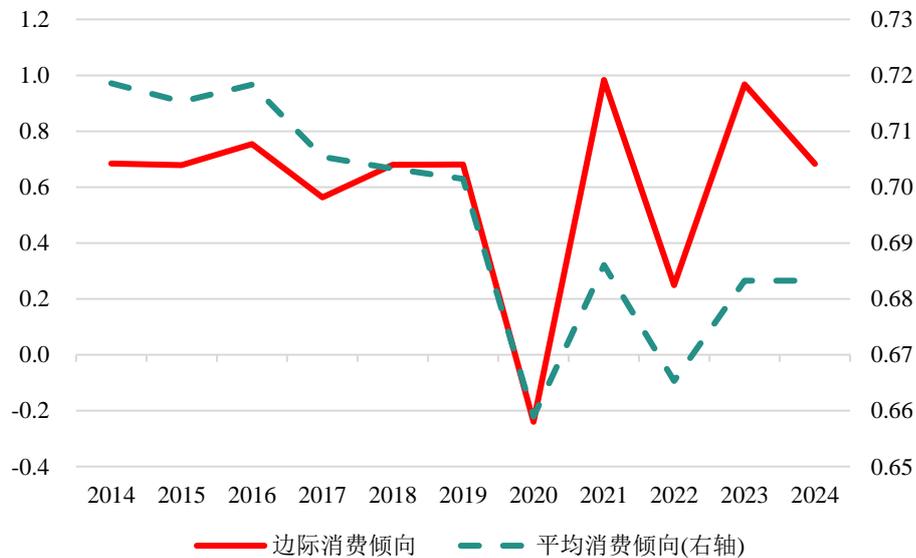


图 8 家庭的平均消费倾向与边际消费倾向

(数据来源: Wind、上海财经大学中国宏观经济研究中心)

根据经典的永久收入假说理论,由于存在目标储蓄的动机,家庭的消费函数是流动性资产的单调递增的凹函数,即,流动性资产越高,家庭的消费越高,但相对地,流动性资产带来的消费变动就越小。因此,如果家庭呈现出边际消费倾

向变高，但平均消费倾向变低的情形，那要么说明家庭的目标储蓄变得更高，即家庭现在需要累积更多的流动性资产才会达到令自己安心的境地；要么就是收入的分化变得严重，这是因为，只有当收入下降，且几乎全部传导到消费中，才会出现边际消费倾向与平均消费倾向分离的情况。这一分析也表明，虽然消费整体上在恢复，在收入结构，以及家庭目标储蓄方面出现了分化，这给进一步的宏观调控提出了收入分配方面的挑战。

2. 内需恢复脆弱，投资增长动能受限

2025年1-4月，全国固定资产投资增速有所放缓，显示出投资端动能趋于减弱。从结构上看，制造业投资边际放缓，但仍维持在较高水平；基础设施投资整体平稳；房地产投资则持续下探。在低基数效应、财政前置发力以及“两新”政策支撑下，固定资产投资总体仍保持一定增速，但制造业与房地产投资均出现走弱，外需不确定性与内需恢复的脆弱性叠加，削弱了投资增长动能。展望下一阶段，随着中美关税政策阶段性缓和，有望提振市场预期并带来一定的“抢出口”效应；加之国内宏观政策进一步落地显效，将有助于固定资产投资逐步企稳回升，整体呈现温和恢复态势。然而，在外部环境不确定性犹存、国内部分行业产能过剩压力仍较大的背景下，投资出现大幅回升的概率相对较低。

2025年1-4月，全国固定资产投资（不含农户）147024亿元，同比增长4%，较1-3月放缓0.2个百分点，如图9所示，尽管固定资产投资总体保持增长，但内生动力仍显不足，对经济发展的支撑作用减弱。在需求侧方面，居民消费信心不足，外需市场不确定性增加；在投资回报率方面，民间投资动力不足，民间固定资产投资同比增长0.2%，较1-3月下降0.2个百分点。从投资主体的角度来看，国有控股投资增长6.2%，但占比一半以上的民间投资仅增长0.2%，这说明近年来政府资金在投资增长中起着“挑大梁”的作用，受企业预期恶化、市场需求不足、企业盈利低迷、海外风险挑战增多等因素影响，民间资本投资信心不足，“不敢投”“不愿投”的现象依然较为突出，仍然需要政策加力以提振民营企业信心、改善预期。

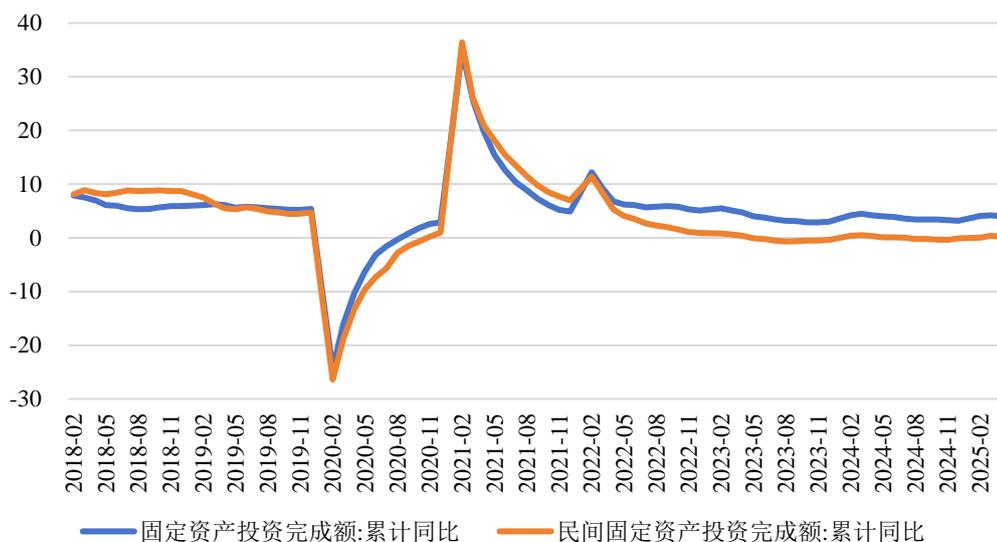


图9 固定资产投资和民间固定资产投资增速

(数据来源: WIND, 单位: %)

分产业看,第一产业投资 2971 亿元,同比增长 13.2%;第二产业投资 51778 亿元,增长 11.7%;第三产业投资 92275 亿元,下降 0.2%。具体来看,在第二产业中,工业投资同比增长 11.7%;采矿业投资增长 6.3%,制造业投资增长 8.8%,电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 25.5%。在第三产业中,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 5.8%;水利管理业投资增长 30.7%,水上运输业投资增长 26.9%,航空运输业投资增长 13.9%。

分区域来看,东部地区、中部地区、西部地区、东北地区固定资产投资增速累计同比分别为 1.3%、4.8%、5.3%和 7.6%,呈现“东部缓慢、中西部强劲、东北波动大”的区域分化局面。东部地区增长有所放缓主要有以下几点原因:一是房地产投资在东部地区比重较高,房地产开发投资继续下滑,拖累了固定资产投资的整体增速;二是东部地区产业结构向高端化、服务化转型,传统制造业投资增速放缓,而新兴产业投资尚未完全弥补传统投资的缺口,三是东部地区出口及民间投资占比高,出口不确定性及市场需求疲弱拖累民间固定资本投资量。中部地区增长强劲,主要受益于区域重大战略的推动和产业协同创新的进展,“两重”项目及“两新”政策效果突出显现。西部地区经济增长较快主要由于产业转移带动固定资产投资增长及基数较小等因素。

从三大投资领域来看,投资呈现出“制造业边际放缓、基建支撑平稳、房地产降幅扩大”的分化特征,如图 10 所示,1-4 月制造业投资增速加快,累计同比

增长 8.8%，虽然较 1-3 月下滑 0.3 个百分点，但增势良好；1-4 月基础设施建设（不含电力）投资的增速维持不变，累计同比增长为 5.8%，较 2024 年下半年以来略有回升，对经济的拉动作用有所增强；1-4 月房地产开发投资持续探底，累计同比增速为-10.3，较 1-3 月回落 0.4 个百分点，降幅自从 2025 年以来继续扩大，依然是投资的主要拖累项。

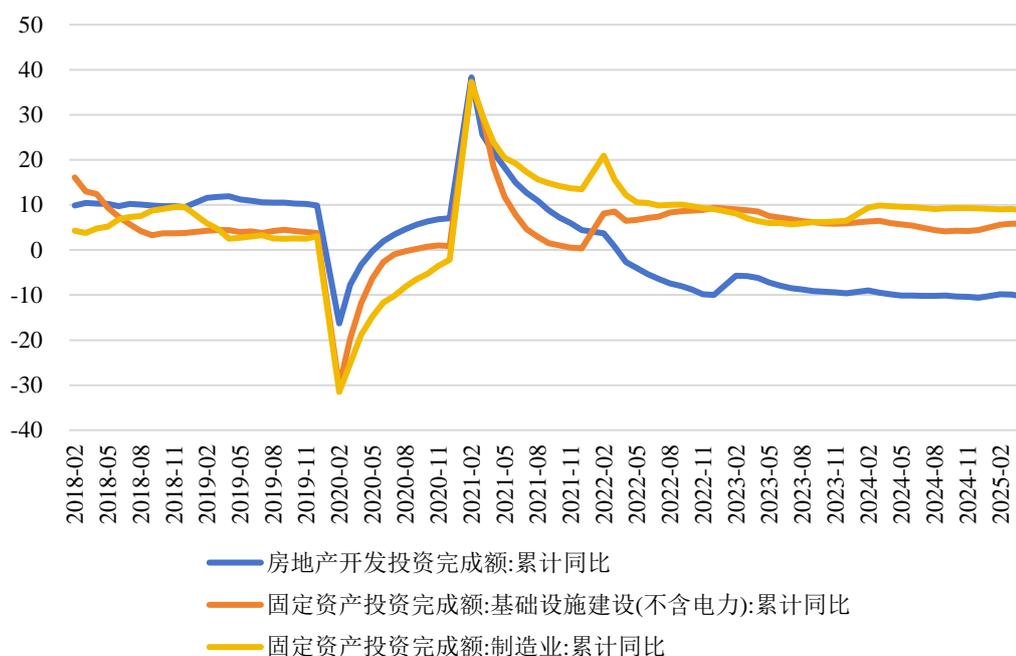


图 10 全国三大领域固定资产投资累计同比

（数据来源：WIND，单位：%）

在基础设施投资建设方面，随着深入推进实施新型城镇化战略行动和“两新”建设的扎实推进，基础设施投资建设稳健增长。1-4 月，广义基础设施投资建设同比增长为 10.9%，较 1-3 月回落 0.7 个百分点；狭义基础设施投资建设同比增长为 5.8%，与上期持平，两大口径基础设施投资建设呈现一降一平的态势，狭义口径基础设施投资建设仍快于全部投资增长 1.8 个百分点。分行业来看，水利管理业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业分别较上期回落 6.1 个百分点和 0.5 个百分点，两者高位回落成为广义基础设施投资建设的主要拖累项。同时，铁路运输业投资增速较前值回升 1.1 个百分点，对狭义基础设施投资建设形成一定支撑。

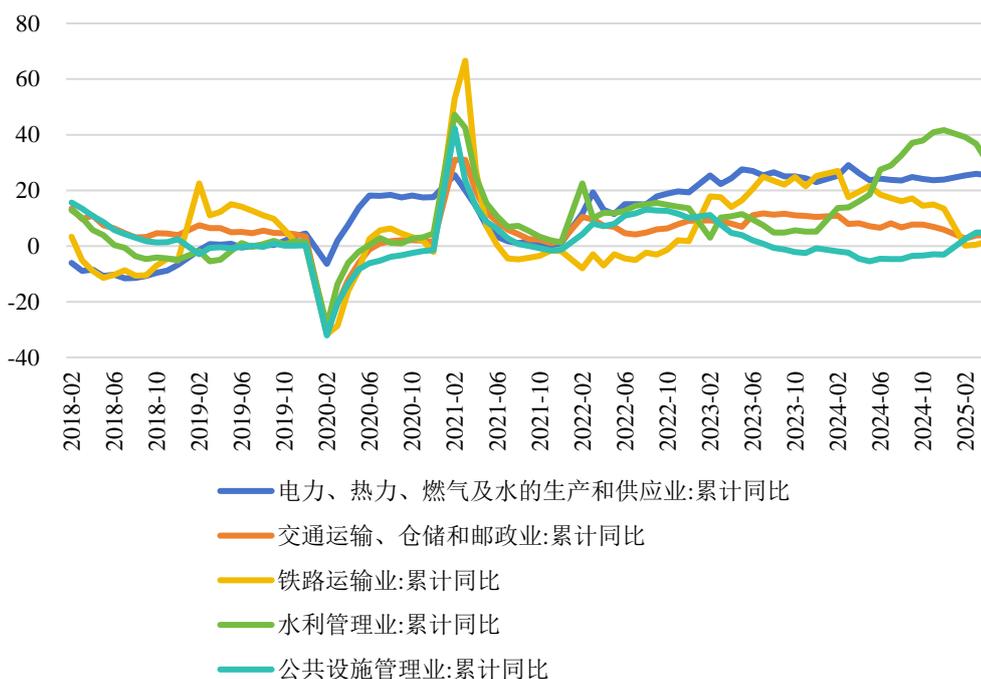


图 11 分行业基础设施投资累计同比

(数据来源: WIND, 单位: %)

在制造业投资方面,在传统产业转型升级加速的背景下,新兴产业加速发展,制造业投资同比增速比全部投资高 4.8 个百分点。随着优质高效的服务业体系加快构建,高技术服务业投资增长较快,1-4 月高技术服务业投资同比增长 11.3%,其中,信息服务业投资增长 40.6%;专业技术服务业投资增长 17.6%。目前国家大力发展投资高科技行业,高科技行业整体维持高景气水平,专用设备、汽车业、计算机、通信等高科技产业投资依旧保持较高增速;加之大规模设备更新政策继续落地显效,制造业投资支撑整体投资的作用将进一步增强。

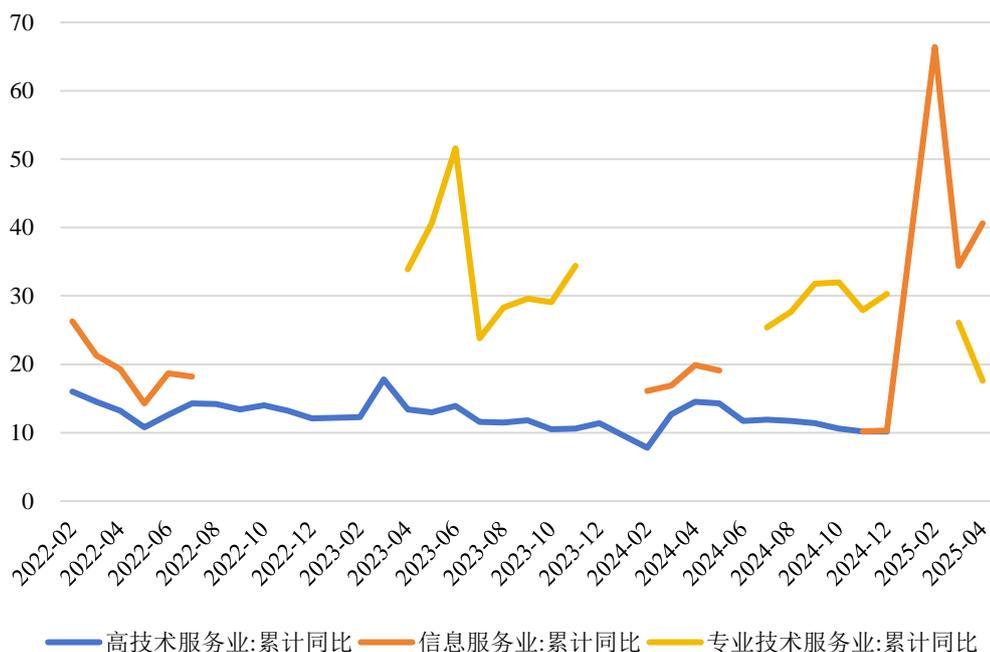


图 12 高技术服务业投资累计同比增速

(数据来源: WIND, 单位: %)

此外, 1-4 月, 装备制造领域的各个行业投资增速也明显高于制造投资整体增速, 其中铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资增长 29.6%, 汽车制造业投资增长 23.6%, 通用设备制造业投资增长 17.9%, 有色金属冶炼和压延加工业投资增长 16.4%。这些行业投资增速要远高于制造业投资整体增速。未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及大规模设备更新政策继续施行落地, 未来企业资本开支意愿可能上升, 对制造业投资有一定的支撑; 另一方面, 目前由于外部冲击预计冲击外需, 国内外将补库过程可能受阻, 短期制造业投资动力有所减弱。

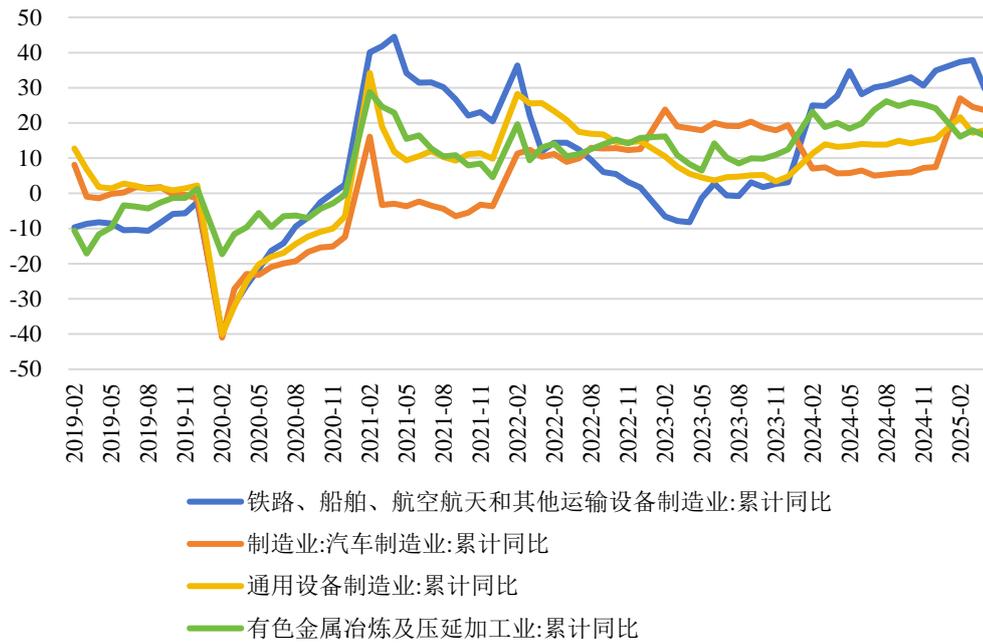


图 13 装备制造业各行业投资累计同比

(数据来源: WIND, 单位: %)

在房地产投资方面,1-4月全国房地产开发投资27730亿元,同比下降10.3%,其中,住宅投资21179亿元,下降9.6%,房地产开发投资没有好转迹象,仍然是投资中最为薄弱的一环。从销售端来看,如图6所示,全国新建商品房销售面积2.83亿平方米,同比下降2.8%,降幅比1-3月收窄0.2个百分点,其中住宅销售面积下降2.1%。新建商品房销售额2.7万亿元,同比下降3.2%,其中住宅销售额下降1.9%,销售额较一季度有所扩大。但从4月份数据来看,商品房销售面积同比增长-2.9%,降幅较前值扩大1.4个百分点,商品房销售额同比增长-7.1%,降幅较前值扩大4.8个百分点,由于居民信心回落以及存量政策刺激效应边际降低,住房市场成交活跃度下降,销售有所放缓,且投资由于需要严控增量、继续放缓且整体仍旧偏弱。整体来看,目前房地产市场修复有所放缓,房地产景气度仍旧不高。

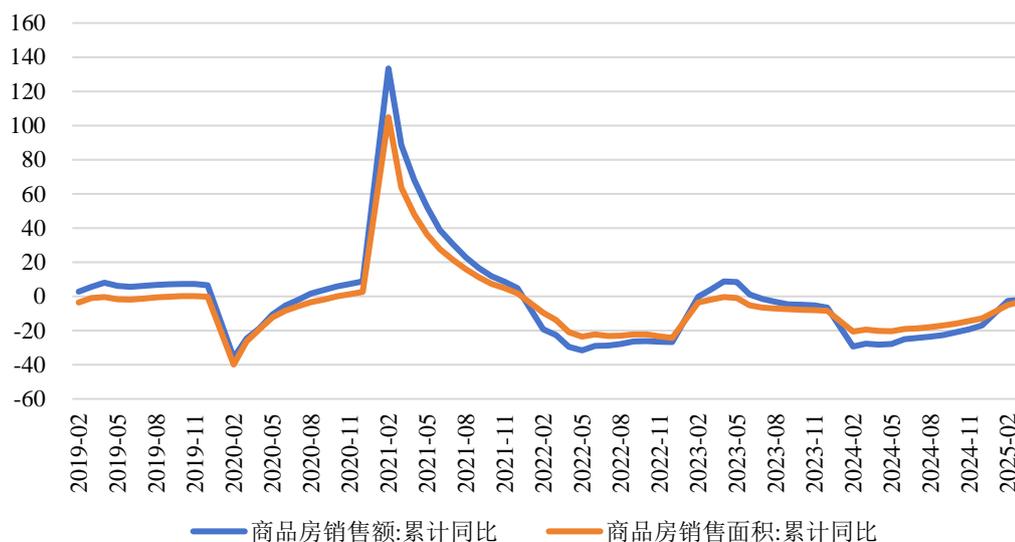


图 14 房地产销售情况

(数据来源: WIND, 单位: %)

3. 对外部门不确定性增强

3.1 出口在外部压力下稳步增长，内需疲弱致进口放缓

2025年1-5月，整体进出口增速保持基本稳定。其中，国内需求疲软拖累进口增速，“以价换量”等因素强有力支撑了出口增速。在这些因素影响下，2025年1-5月，出口增速高于进口增速，贸易顺差继续扩大。进出口总额为24978.1亿美元，同比增长1.3%。其中，出口总额为14848.5亿美元，同比增长6.0%；进口总额为10129.6亿美元，同比增长-4.9%；顺差为4718.9亿美元，比2024年同期增加2170.1亿美元。受到人民币兑美元汇率比去年同期有所贬值的影响，以人民币计价的进出口增速略高于以美元计价的进出口增速。2025年1-5月，进出口总额人民币值为179448.5亿元，同比增长2.5%。其中，出口总额为106681.9亿元，同比增长7.2%；进口总额为72766.2亿元，同比增长-3.8%；顺差为33915.2亿元，比2024年同期增加10023.2亿元。国际服务贸易增速大幅回升，其中，国际服务贸易出口增速大幅高于其进口增速，导致国际服务逆差较去年同期有所减少。国家外汇管理局的统计数据显示，2025年1-4月，服务贸易总额为3441.9亿美元，同比增长8.3%。其中，服务贸易出口总额为1348.8亿美元，同比增长11.8%；服务贸易进口总额为2093.1亿美元，同比增长6.2%；服务贸易逆差为744.3亿美元，比2024年同期减少100.5亿美元。

第一，出口“以价换量”，助力贸易平稳增长。尽管出口整体保持低速平稳增长，但出口数量和出口价格依然延续了 2023 年以来的“以价换量”的特点，即出口价格指数保持低位运行，出口数量指数持续上涨。2025 年 1-4 月，出口价格指数平均为 96.4，出口数量指数平均为 111.1。“以价换量”反应了出口面临的一系列复杂严峻的问题，包括：大国博弈导致的出口产能相对过剩、外部贸易壁垒攀升、出口企业利润下滑等。进入 2025 年以来，美国再一次发动关税战，导致中国对美国出口大幅下降，拖累中国整体出口增速。此外，中美之间的关税战导致全球经济体的信任危机，带动新一轮全球贸易保护主义，并引发了极大的贸易不确定性预期，这些都导致全球贸易环境进一步恶化。在更高的外部风险和不确定性的贸易环境下，出口的“以价换量”将受到严重冲击，出口数量指数面临下行风险。

第二，“一带一路”倡议等制度型开放政策取得一些成果，成为稳外贸市场的一个重要途径。根据海关总署统计，2025 年 1-5 月，我国对“一带一路”国家合计进出口同比增长 4.2%，其中，出口增长 10.4%，进口增长-3.2%。“一带一路”市场已经成为稳外贸，尤其是稳出口的重要制度设计。此外，近期一些政策出台，强化了中国与周边国家贸易的重要性，周边贸易共同体有助于推进“一带一路”倡议向纵深发展，同时保障中国区域贸易安全。同时，还需认识到，美国正更多地参与到“一带一路”市场的竞争中，并通过军事保护等方式参与到关键矿产、能源、甚至区域链的竞争中，有可能引发“一带一路”贸易的局部波动和风险，并引发区域链重构风险。

第三，跨境电商面临越来越大的外部阻力。中国凭借跨境电商综试区的制度设计，已经把跨境电商打造为出口的重要引擎，跨境电商也已经成为全球市场资源配置的重要载体。然而，随着中国跨境电商规模的扩大，跨境电商确实对国际市场带来一定的冲击。各国已经陆续出台一些规范或限制跨境电商快速发展的政策法规，导致中国跨境电商面临的国际环境进一步收紧。例如：墨西哥自 2025 年 1 月 1 日起对所有外国电商平台征收 16% 的增值税。亚马逊等平台对卖家的审核趋严，美国《消费者告知法案》要求每年核验卖家信息，这一规定增加了卖家的合规成本。同时，亚马逊在去年新增多项物流与仓储费用，且不再接受个体工商户注册，提高了平台门槛。除此以外，特朗普政府已经终止对来自中国大陆

和香港小额包裹的免税政策，且美国海关已经加强了对来自中国包裹的查验率。预计 2025 年，全球各国将会继续收紧对跨境电商的相关政策，跨境电商的外部合规成本（包括平台验证、税务、版权等多个方面）等将进一步上升。

第四，进口方面，国内需求相对疲弱和持续低迷的进口价格仍然是影响进口增速的关键因素。2025 年 1-4 月，进口数量和进口价格指数分别约为 96.7 和 99.5，国内疲弱的工业生产需求已经成为拖累进口的关键因素。2025 年 1-5 月，消费和投资均现下滑态势。消费领域，尽管“以旧换新”等拉动消费的政策持续发力，社会消费品零售总额增速仍然运行在历史地位。2025 年 1-5 月，社会消费品零售总额累计同比增长 5%，低于疫情前平均 8% 的增速。其中汽车、房地产相关消费表现低迷，居民消费信心不足，家庭部门持续缩表，拖累消费意愿。投资方面，2025 年 1-5 月，固定资产投资累计同比仅 3.7%，增速放缓。1-4 月，房地产投资降幅扩大至 -10.6%，拖累传统工业链。制造业投资增速回落，民间投资意愿低迷。综上，国内需求在消费和投资的双重压力下，进口需求疲弱，预计将持续负增长。

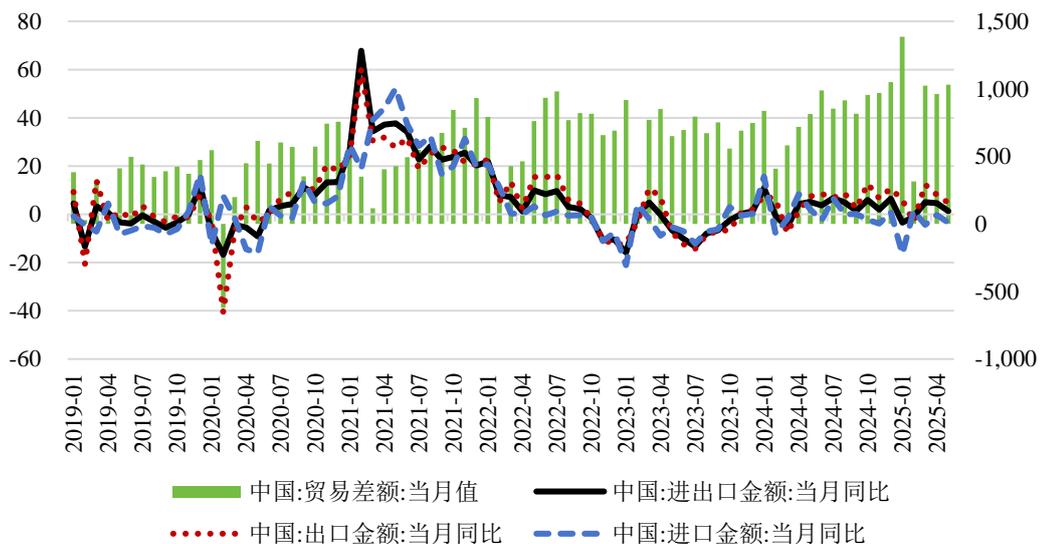


图 15 2019 年以来全国进出口增速及贸易差额变化¹

（数据来源：海关总署，单位：%（左）、亿美元（右））

2025 年 1-5 月，出口延续了 2023 年以来的“以价换量”的特点，表现为：出口价格指数保持低位运行，出口数量指数持续上涨。此外，考虑到人民币对美

¹ 2021 年 2 月，出口增速高达 154.3%，为了消除该月出口增速的巨大波动性，该月当月增速数据被替换为其累计增速 60.21%。

元相对去年同期贬值 1.16%，以美元计价的出口价格将更低。尽管出口价格在今年以来出现小幅提升，但 1-4 月整体出口价格仍维持在 96.4 附近的低位水平。在较低的价格刺激下，出口数量指数维持在相对较高的水平运行。1-4 月，整体出口数量约为 111.1。出口的“以价换量”反应了全球贸易市场的不景气和中国出口产品在国家间的产能错配问题。

分产品来看，纺织类产品的出口价格指数相对维持低位，出口价格指数主要由机电产品出口价格指数带动，但第十七类车辆、航空器、船舶及运输设备的价格也低于总价格指数。其中，车辆及其零附件占据第十七类约 75%（根据 2023 年全年数据进行计算），因此，第十七类的数量和价格波动基本能保守地反映出中国汽车行业（尤其是新能源车）的出口波动情况。2024 年以来，受美国和欧盟对中国新能源车加征关税的影响，其出口价格有所下滑。不同类型产品的出口数量指数也存在分化。其中，机电产品占据总出口的分额较大，主导了出口价格的走势。纺织原料及纺织物品的数量指数相对较低，反映出其市场需求偏低；而第十七类车辆、航空器、船舶及运输设备的数量指数出现回落，反应了作为“新三样”之一的新能源车出口正逐步回归正常水平。

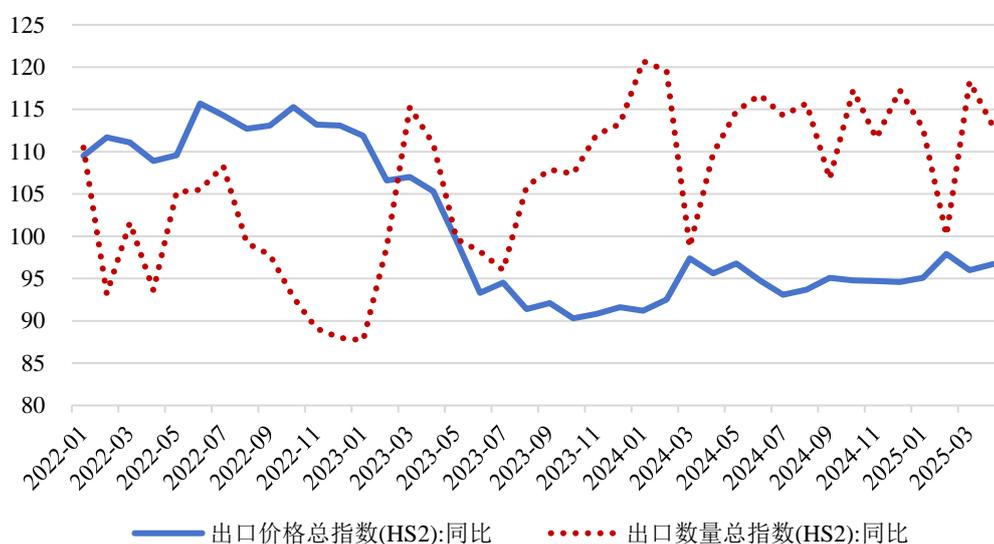


图 16 2022 年以来中国出口价格指数和数量指数走势

（数据来源：海关总署，上年同月=100）

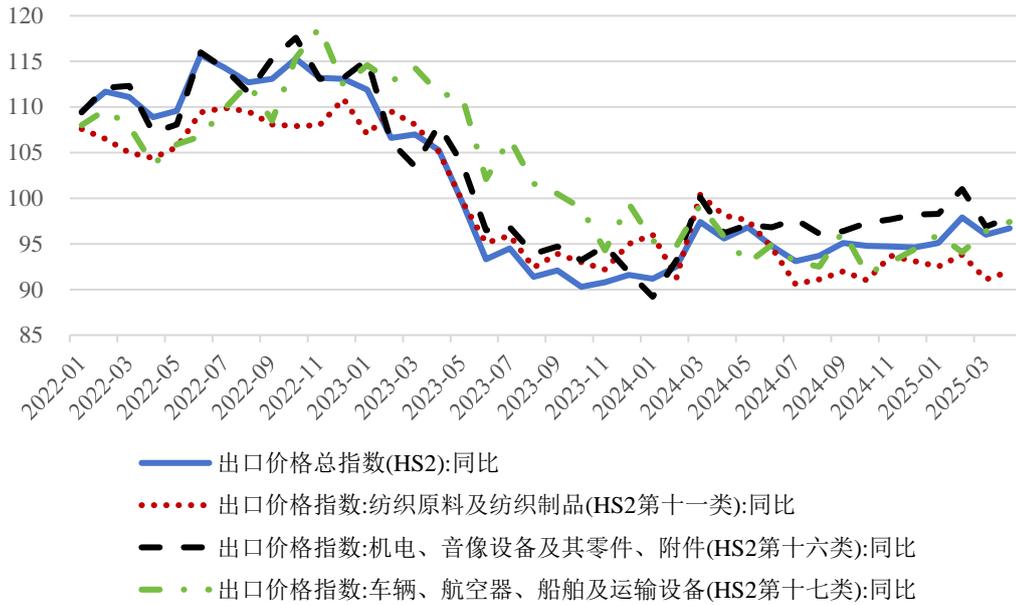


图 17 2022 年以来中国出口价格指数及其主要分项走势

(数据来源：海关总署，上年同月=100)

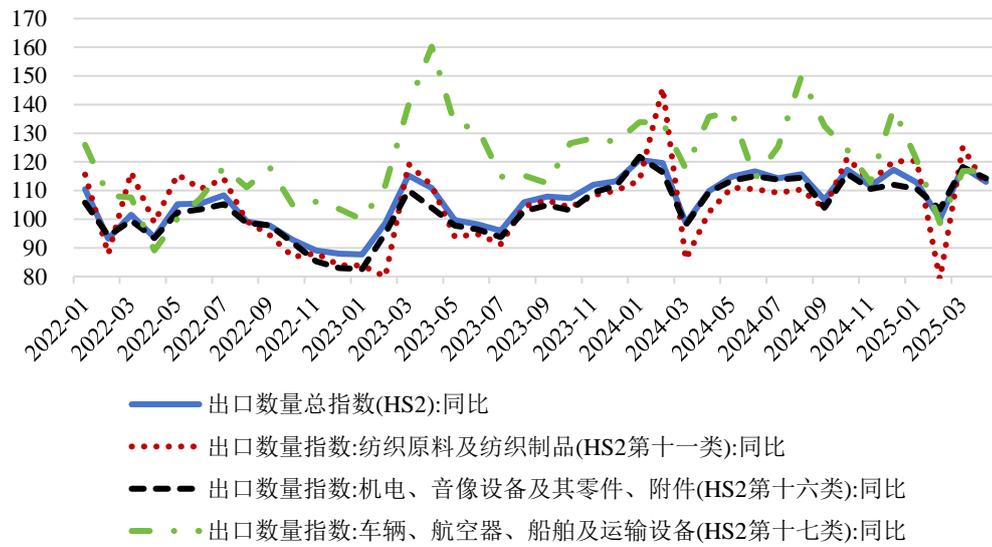


图 18 2022 年以来中国出口数量指数及其主要分项走势

(数据来源：海关总署，上年同月=100)

2024 年以来，进口价格指数经历了先平稳增长后持续下滑的过程。进口价格的这一变化主要源于国际大宗商品价格的变化，尤其是国际原油价格的变化。进入 2025 年，国际原油价格仍然处于低位，是国内 PPI 持续低迷的一个重要原因。在进口价格持续下滑的情况下，进口数量指数也略有下滑，也反应了国内生

产需求仍然乏力。整体来看，2025 年进口的低增长主要被较低的进口价格拖累，其次为进口需求相对疲弱。

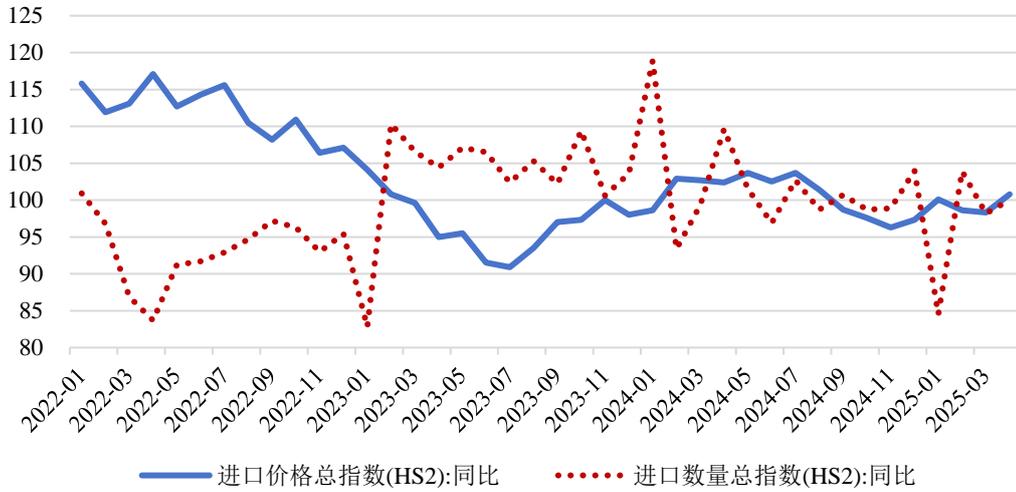


图 19 2022 年以来中国进口价格指数和数量指数走势

(数据来源：海关总署，上年同月=100)

分贸易方式来看，2020-2023 年，无论是出口还是进口，一般贸易增速持续高于加工贸易增速，经历了四年的大幅调整时期。海关统计数据显示，加工贸易出口占比从 2011 年的 44% 下降至 2023 年的 20.7%，加工贸易进口占比从 2011 年的 27% 下降至 2023 年的 15%。2024 年以来，加工贸易的结构调整逐渐完成，一般贸易出口和加工贸易出口增速逐渐趋于一致。对进口而言，加工贸易进口增速甚至超过了一般贸易进口增速，反应了国内生产需求的不景气。

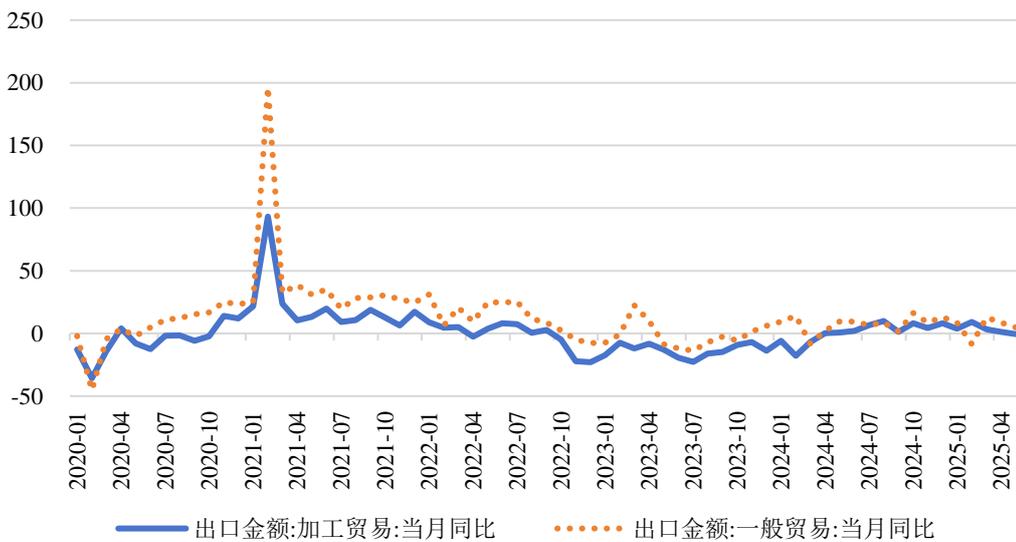


图 20 2020 年以来不同贸易方式出口增速

(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

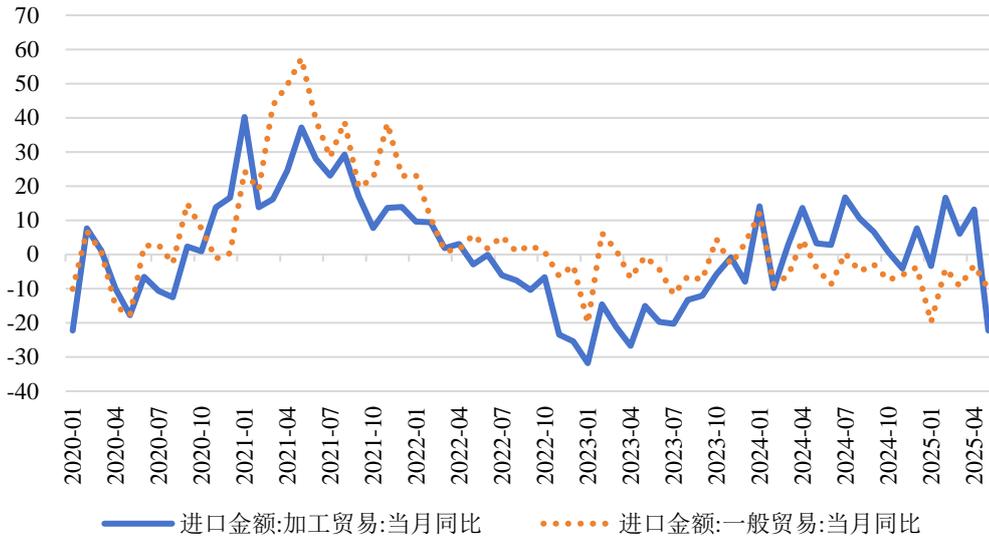


图 21 2020 年以来不同贸易方式进口增速

(数据来源: 海关总署, 上年同月=100)

分国别来看, 2025 年 1-5 月, 中国对主要出口国和出口地区的出口增速基本延续了去年以来的分化趋势, 且这一趋势将逐渐演变为长期趋势。分国别出口的趋势分化主要体现为: 中国对美国、欧盟、日本、韩国的出口增速相对较低, 而出口动力主要来自东盟、巴西、俄罗斯等新兴经济体。这一趋势是后疫情时代, 大国博弈主导全球贸易格局的必然体现。一方面, 特朗普再次上台后, 推出基准关税和对等关税, 大幅提高了对中国的关税水平。尽管 5 月 12 日, 中美达成日内瓦联合声明, 大幅降低了中美双边关税, 但是与 2025 年年初相比, 美国对中国产品的全面关税 (包括芬太尼关税和对等关税) 增加了 30 个百分点, 整体关税水平仍维持在约 60% 的历史高位。受双边高关税的影响, 中国对美出口和从美进口均大幅下降; 另一方面, 中国与“一带一路”等新兴经济体的贸易日益紧密。值得注意的是, 尽管出口动力逐渐转向发展中国家, 但是中国对发展中国家的出口也面临较大的波动性。疫情以来, 南非经济不仅临高失业率、高通胀、高债务与低增长, 还面临非常严峻的电力危机等社会问题, 这极大抑制了南非的国内需求, 并导致中国对南非出口持续下滑。

进口方面, 受进口需求低迷的影响, 中国从印度、南非、俄罗斯、巴西的进口增速出现大幅下滑。从中国台湾的进口增速保持较高水平, 主要由半导体和中间产品贡献。整体来看, 中国从主要进口国和进口地区的进口均有所下降, 反应

了内需的疲弱。尤其是从新兴市场的进口下滑幅度更大，主要被矿产品等初级产品价格和工业需求持续低迷拖累

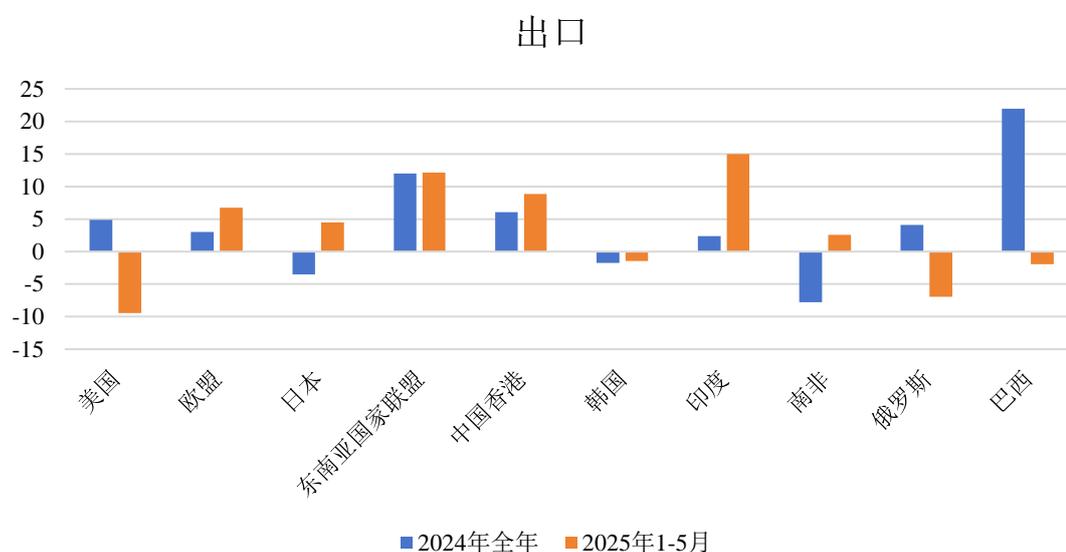


图 22 中国对主要出口国和出口地区的出口增速（数据来源：海关总署，单位：%）

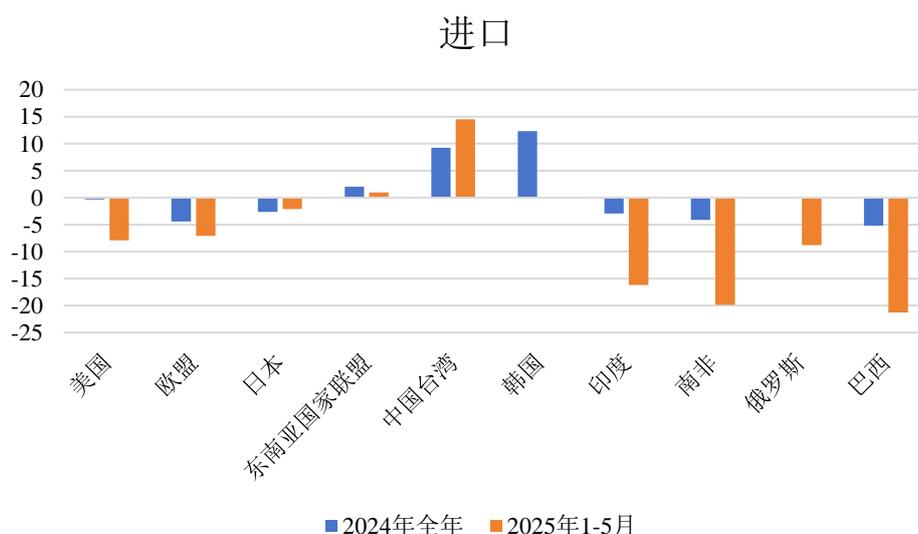


图 23 中国对主要进口国和进口地区的进口增速（数据来源：海关总署，单位：%）

2025 年 1-4 月，中国服务贸易快速增长，且服务贸易出口增速高于其进口增速，服务贸易逆差较去年同期有所下降。服务贸易逆差的行业来源保持稳定，主要来源于旅行、运输、知识产权使用费、保险和养老服务这 4 个行业。其中，运输服务逆差持续收窄。2025 年 1-4 月，服务贸易逆差为 744.3 亿美元，其中旅行逆差为 739.4 亿美元，是拉动服务贸易逆差迅速增长的主要来源。而电信、计算

机和信息服务、其他商业服务的贸易顺差稳定增长，体现了中国服务贸易结构的不断优化。

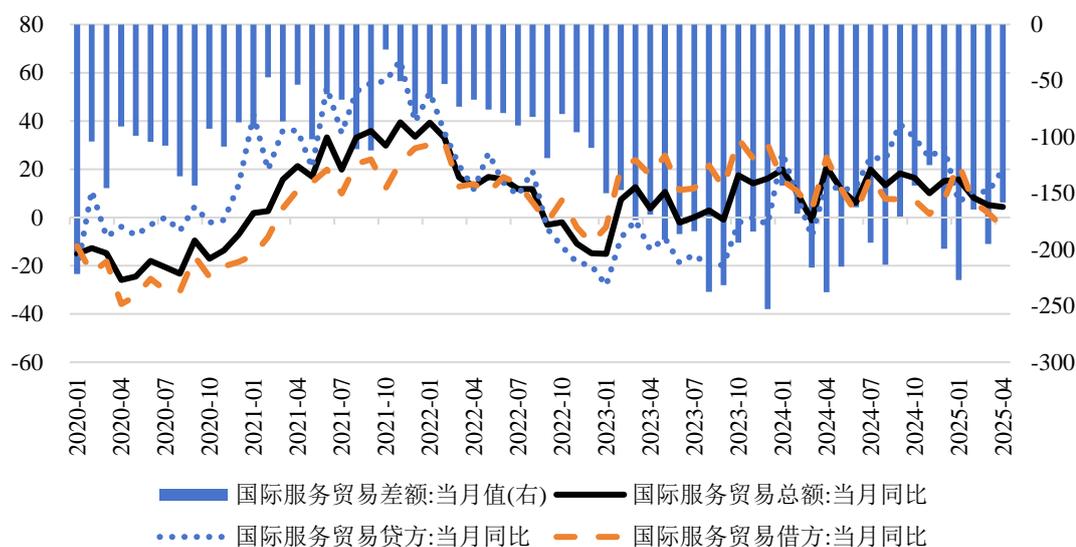


图 24 2020 年以来服务贸易走势

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元（右）、%（左））

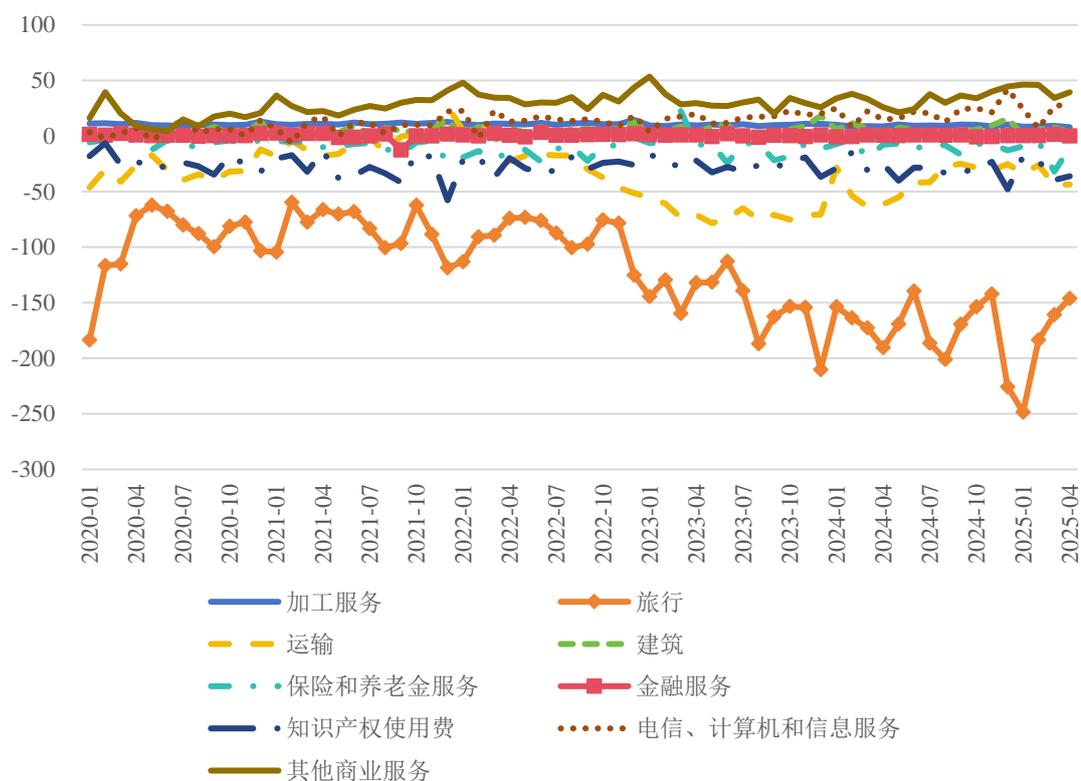


图 25 2020 年以来主要行业服务贸易差额

（数据来源：国家外汇管理局，单位：亿美元）

3.2 人民币汇率“震荡调整、稳中有升”

2025年上半年，全球经济复苏乏力、中美贸易摩擦持续，以及美国国债市场流动性风险交织影响下，人民币汇率呈现出复杂多变的格局。在复杂的国际环境与多重内外部压力下，人民币对美元呈现“稳中有弹、先贬后升”的特征，中国人民银行通过多层次干预和政策沟通有效管理汇率波动；人民币对欧元、日元、英镑的相对贬值，则与中国人民银行的“稳美元”策略密切相关。

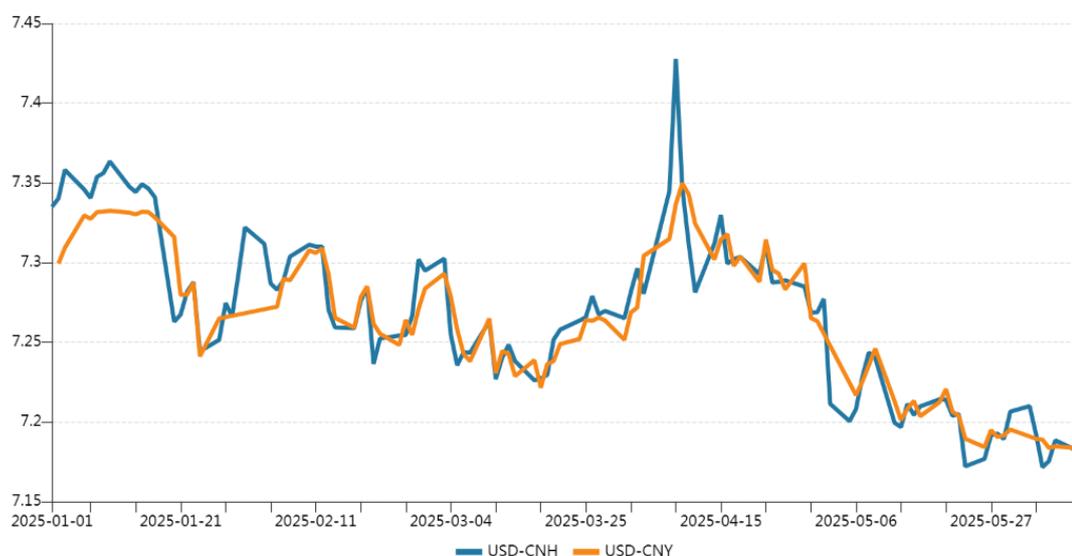


图 26 人民币在岸(USD-CNY)与离岸(USD-CNH)上半年走势（数据来源：Wind）

自 2025 年年初以来，人民币兑美元汇率经历了多轮波动调整。年初月均汇率为 7.2959 元，2 月回落至 7.2618 元，3 月上升至 7.2514 元，4 月因贸易摩擦升级触及 7.2954 元，5 月因谈判取得阶段性进展快速回升至 7.2166 元，6 月初稳定在 7.18 至 7.22 元区间内。日内波动范围亦较宽，4 月 9 日触及 7.3506 元高点，5 月 26 日创 7.1674 元低点。截至 6 月 9 日，汇率报 7.1838 元。总体而言，2025 年上半年人民币兑美元呈“震荡调整、稳中有升”的动态特征，这一动态特征由中美贸易摩擦、央行政策干预和美国国债风险共同作用产生。

2025 年上半年，贸易摩擦对中美汇率影响尤为显著。2 月初，美国对中国产品加征 10% 关税，中国于 2 月 4 日实施对等反制，叠加春节后市场情绪集中释放，人民币汇率在开年首周（2 月 5 日至 12 日）持续承压，日内波动幅度最高至 330 点。2 月 5 日在岸人民币开盘跳涨至 7.27，反映出市场对贸易摩擦升级的担忧，2 月 12 日汇率触及 7.3089 的阶段性高点。

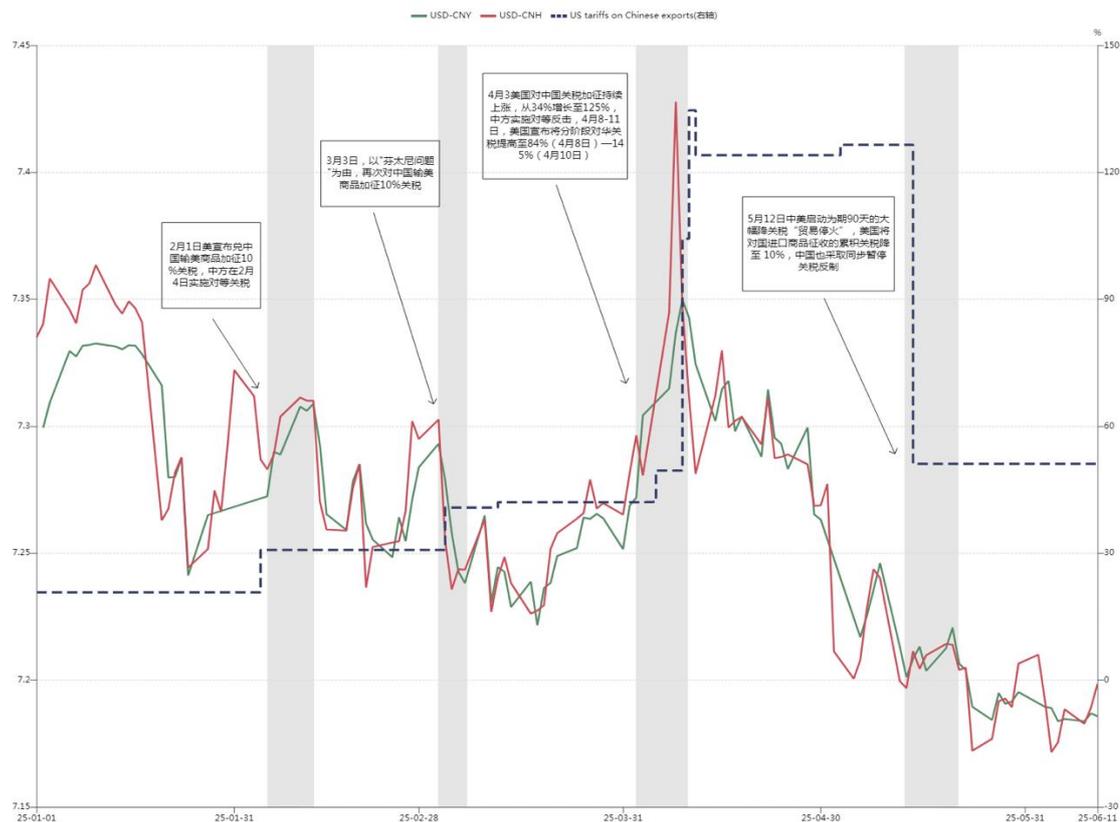


图 27 中美关税关键节点与人民币汇率挑点对照图（数据来源：Wind, PIIE）

3月至4月，随着关税范围和幅度扩大，避险情绪迅速升温，人民币贬至7.35元，离岸一度触及7.40元水平。5月中美签署90天“停火”协议，6月伦敦谈判进一步提振信心，再加上央行干预，汇率迅速回落并收窄波动区间。

面对贸易摩擦和人民币贬值压力，中国人民银行采取了多种手段以稳定汇率：**中间价管理**：每日发布官方中间价，并在市场预期偏弱时偏“强”定价，抑制投机性滑点；**窗口指导**：指示国有大行限制美元采购、加强客户审查，并匿名卖美元、买人民币；**政策沟通**：在季报与官方媒体中强调“防范破坏外汇秩序”“抑制汇率跳动”，增强市场信心。

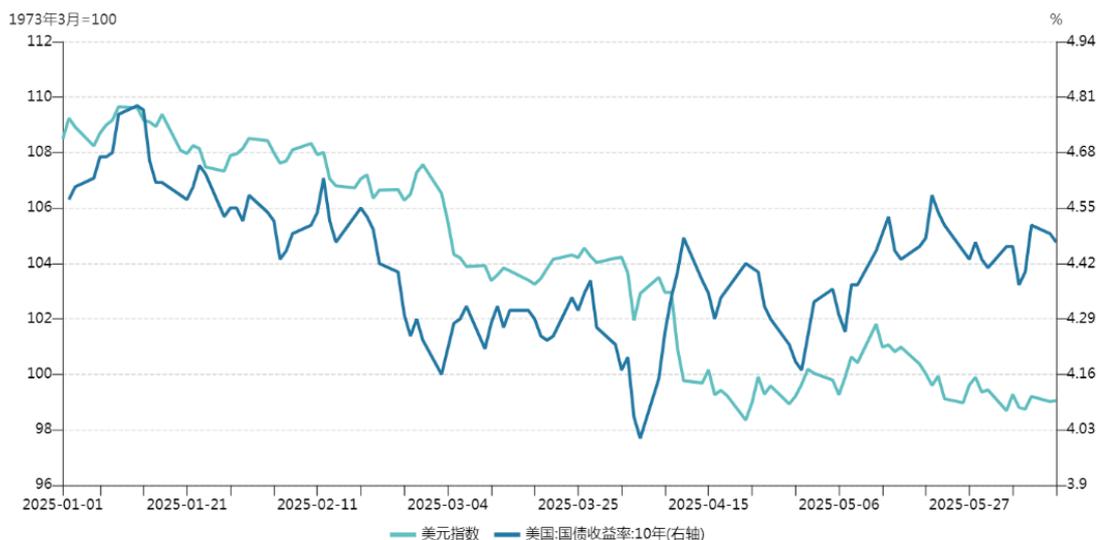


图 28 美国 10 年期国债收益率与美元指数关系图（数据来源：Wind）

年初美元因加息预期和贸易紧张坚挺，但随着美国财政赤字扩张、国债供应过剩及信用评级下调，美元受到流动性和信心双重压力。4 月 9 日，10 年期美国国债收益率在亚洲交易时段，进一步攀升，在盘中一度突破 4.5193%，上升 22 个基点，市场预期资本流向非美元资产增加。这为人民币提供了相对支撑，缓解了贸易摩擦带来的贬值压力。

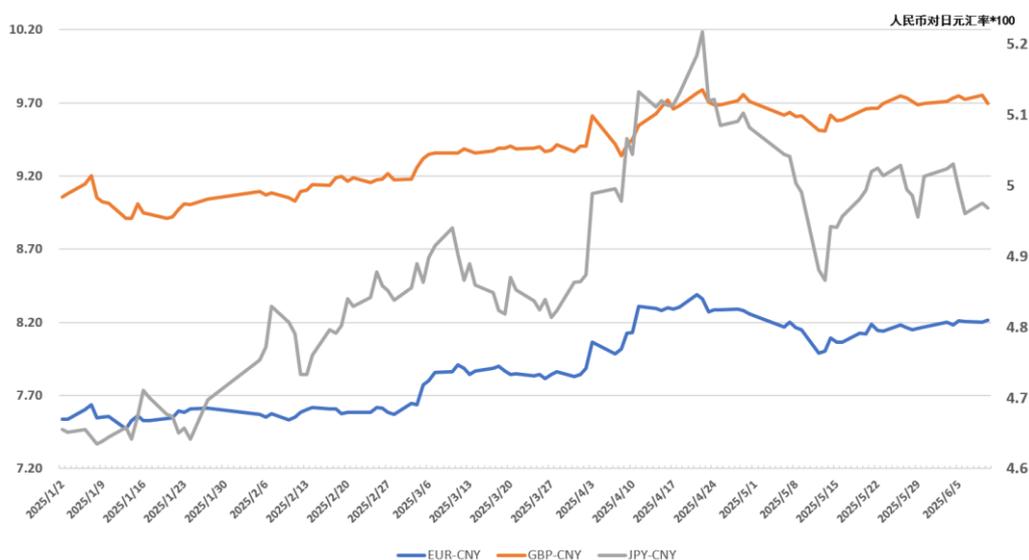


图 29 人民币对欧元/日元/英镑汇率近半年走势（数据来源：Wind）

2025 年初至今，人民币兑欧元、日元和英镑均呈现一定的贬值趋势。对欧元从 7.4717 元贬至 8.3893 元；对英镑从 8.70 元跌至 8.95 元，跌幅 2.8%；对日元从 0.0465 元贬至 0.0497 元，但日元的波动幅度在 4 至 5 月份剧烈震荡，更多反

映日元自身剧烈波动，而非人民币变化，与日本政府调整美债持仓相关。此趋势不仅反映各货币自身政策和经济基本面，也折射出中国央行的“稳美元”战略对其他货币交叉汇率的传导效应。

在贸易摩擦、通缩预期和内需疲软的背景下，中国央行实施“稳中略贬”策略，意在**保护出口企业和防范存款抛售**。一方面，通过维持平稳中间价，抵消关税带来的成本冲击，保障出口收入；另一方面，避免企业和居民因汇率大幅波动而集中抛售近 1 万亿美元外汇存款，防止金融市场混乱。

三、积极财政与货币政策协同支持宏观经济运行

1. 适度宽松的货币政策为宏观经济平稳运行提供有力支持

2025 年上半年，货币政策适度宽松，金融总量平稳增长，金融市场整体平稳运行。如图 30 所示，反映货币供给和实体经济融资需求的主要指标的增速基本匹配。截至 5 月末，M2 余额 325.8 万亿元，同比增长 7.9%；M1 余额 108.9 万亿元，同比增长 2.3%；社会融资规模存量余额 426.2 万亿元，同比增长 8.7%。

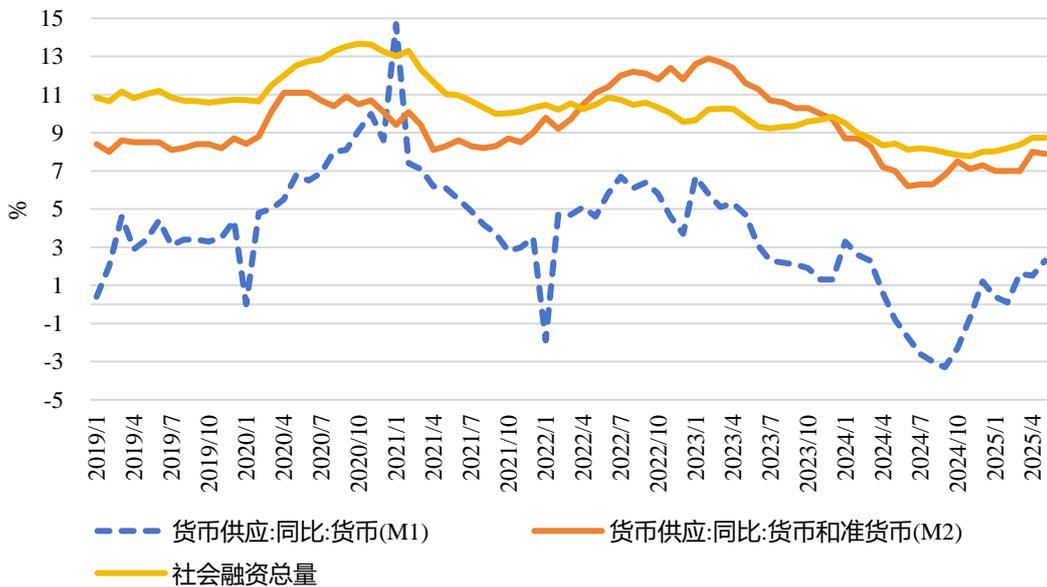


图 30 货币供应和社会融资规模存量增速 (数据来源: 中国人民银行)

主要金融数据的增速均持续回升，特别是社会融资规模增速连续 12 个月回升，显示实体经济有触底回升的迹象。但是从分项数据看，驱动社会融资规模持续回升的主要力量是政府债券，如图 31 所示，除政府债务以外的其他项目之和

的增速并未呈现持续回升的态势，非政府实体经济部门的融资需求持续疲软。截至 5 月末，政府债券融资增速为 20.9%，而人民币贷款、企业债券、非金融企业股票融资和表外融资的同比增速分别为 7%、3.4%、2.9%和 0.5%。

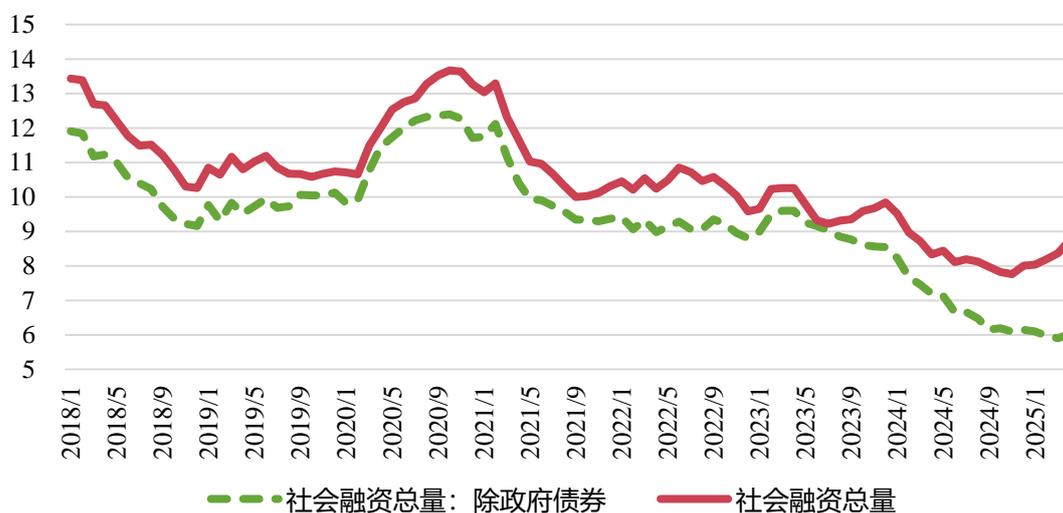


图 31 社会融资规模存量增速 (数据来源：中国人民银行)

此外，截至 5 月末，社会融资规模累计新增 1.86 万亿元，其中累计新增人民币贷款 1.04 万亿元，占比前四个月社会融资规模增量的 55.7%，主导了社会融资规模的增加。从贷款期限来看，前 5 个月累计新增中长期贷款 6994.7 亿元，新增短期和票据融资 3242.1 亿元，新增的中长期融资和短期融资之比约为 2.16，为 2023 年以来最低的水平。

从融资主体来看，前 5 个月居民户累计新增贷款 5724 亿元，为 2009 年以来的同期最低水平，居民部门资金需求持续低迷。其中，以住房按揭为主的居民户中长期贷款累计新增 8347 亿元，而居民户的短期贷款累计减少 2624 亿元。从居民部门的融资目的来看，前 5 个月累计新增消费性和经营性贷款分别为 450 亿元和 5273.8 亿元。可见，居民部门不仅投资意愿低迷，消费意愿更是持续走低，这是内需不足在金融数据上的集中体现。前 5 个月非金融企业及机关团体累计新增贷款 9.8 万亿元，其中中长期贷款、短期贷款和票据融资分别累计新增 6.16 万亿元、3.14 万亿元和 3645 亿元，企业部门中长期贷款和短期融资之比仅为 1.76，也为 2023 年以来最低的水平，企业部门的投资意愿和居民部门一样低迷。

存款方面，2025 年前 5 个月累计新增存款 14.7 万亿元，同比增加 63.7%，这与今年为地方债务置换发行的地方政府债券等有关。居民户、非金融企业以及财政累计新增存款 8.3 万亿元、-73 亿元和 2.07 万亿元，分别同比增加 16.4%、-99.7% 和 259.4%，财政存款的增速为 2020 年以来的最高水平，居民和非金融企业存款的同期增速较前两年有所下降。值得注意的是，在家庭收入增速持续下降以及企业经营难度持续加大的背景下，如图 32 所示，非政府部门贷款和存款增速差异持续下降，且下降至 2018 年以来的最低，显示内需持续疲弱的趋势短期内或难以扭转。

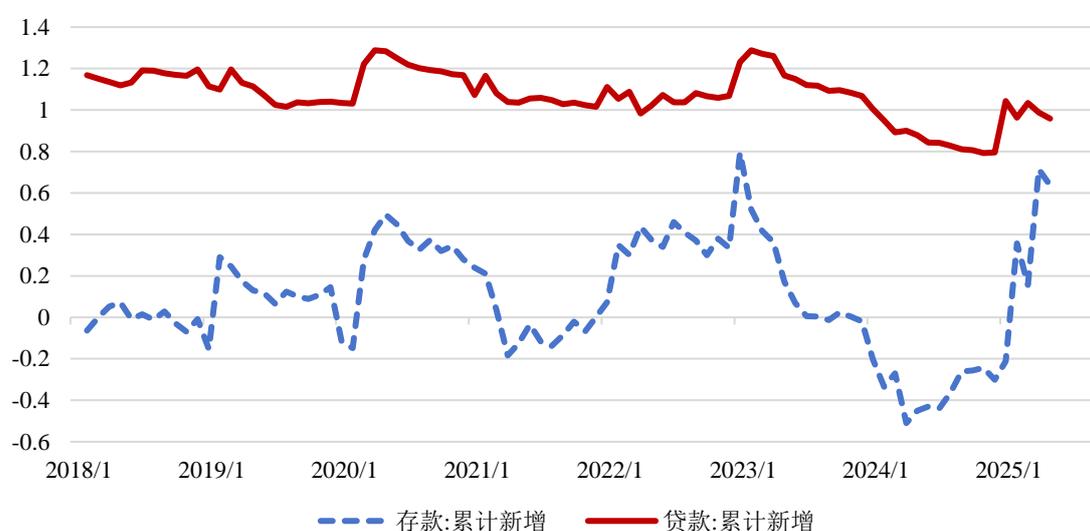


图 32 存、贷款累计新增增速 (数据来源: 中国人民银行)

在流动性投放方面，中国人民银行于自 5 月 15 日全面下调存款准备金率 0.5 个百分点，共计约释放长期流动性 1 万亿元。1-5 月，SLF 余额同比增加 14 亿元，MLF 余额同比下降 2.1 万亿元，公开市场操作净投放 9494 亿元。截至 5 月末，银行间市场存款类机构 7 天期回购 (DR007) 加权平均利率为 1.665%，较 4 月末下降 0.13 个百分点，同比下降 0.2 个百分点。总体而言，市场流动性合理充裕。基于此，6 月 LPR 报价一年期利率和五年期利率分别为 3% 和 3.5%，同比均下降 45 个基点。

从利率水平来看，如图 33 所示，各类贷款利率均有所下降。截至一季度末，各类贷款的加权平均利率为 3.44%，同比下降 0.55 个百分点，较 2024 年末上升 0.16 个百分点。其中，一般贷款的加权平均利率为 3.75%，同比下降 0.52 个百分

点，较 2024 年末下降 0.07 个百分点；票据融资的加权平均利率为 1.55%，同比下降 0.71 个百分点，较 2024 年末上升 0.53 个百分点；个人住房贷款的加权平均利率为 3.13%，同比下降 0.56 个百分点，较 2024 年末上升 0.04 个百分点。实体部门的融资成本显著下降，特别是更能反应实体部门融资需求的一般贷款利率和个人住房贷款利率均已下降至七年来的最低水平，与存款和贷款增速一致显示出当前实体部门融资需求的持续疲弱且未见触底回升的迹象。

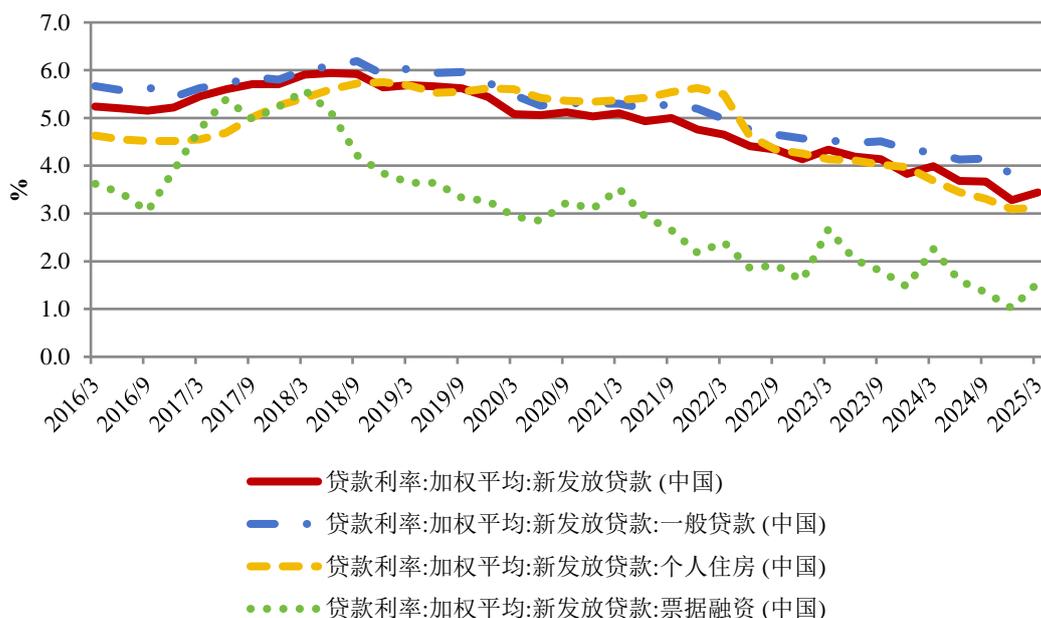


图 33 贷款加权平均利率 (数据来源: 中国人民银行)

根据当前各主要金融数据，预计 2025 年下半年我国经济进一步回升向好还将面临不小挑战，家庭部门仍然面临的收入增速持续放缓的问题，而企业的结构性产能过剩问题也将持续一段时间，预期的改善也有待巩固。因此，在外部冲击影响的不确定性上升、地缘政治冲突持续和全球经济衰退风险上升等因素的影响下，国内货币政策面临的约束依然存在。课题组认为，货币政策仍需沿用降准降息等常规工具和多种结构性工具相结合的政策组合来实现更大的政策效能，为更加积极有为的财政政策提供支持，从而扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。

2. 积极财政下收支缺口继续扩大，债务风险积累

2025年1-5月，中国财政收支呈现“总体稳定、结构分化、压力增大”的特点。全国一般公共预算收入9.66万亿元，同比下降0.3%；支出11.3万亿元，同比增长4.2%。**中央财政承压明显**，一般公共预算收入4.15万亿元，同比下降3%；支出1.58万亿元，同比增长9.4%。地方财政收入5.51万亿元，同比增长1.9%，但支出9.72万亿元，增速回落至3.4%。财政收支差额扩大至1.64万亿元，反映**经济转型与财政平衡的矛盾加剧**。

中央与地方财政压力分化。中央财政收支两端承压。从收入端看，中央一般公共预算收入同比降幅达3%，主要受外部冲击下进口增值税、关税等外贸相关税收拖累，其中进口货物增值税/消费税同比下降6.5%，关税下降9.2%。从支出端看，中央财政加力支持基建和战略性领域，支出增速达9.4%，重点投向“两新一重”（科技创新、新型基础设施等），通过超长期特别国债和中央金融机构注资工具提供资金支撑。

地方财政表现出区域分化。其中中西部地区如山西、四川等省税收收入增长但非税收入依赖较强，1-5月非税收入同比增长6.2%，资产盘活和国有资源有偿使用收入成为短期补充。东北地区如辽宁省等财政收入整体增长但内部分化严重，制造业升级与资源型经济转型压力并存。东部沿海地区如广东省等受中美经贸关系缓和影响，出口退税增长11.6%，但外贸基数抬升叠加PPI回落，导致税收收入承压。

主要税种的同比增速整体变动不大，但存在收入结构失衡问题。随着经济结构转型，传统制造业面临转型升级压力，利润下滑，传统税源（如企业所得税、进口增值税等）萎缩，同时数字经济、服务业等新兴产业税收贡献不足，新税源尚未形成有效支撑，导致税收收入持续下降。前五月国内增值税3.09万亿元，同比增长2.4%，增速较1-4月有所扩大，制造业“压舱石”作用开始显现（装备制造业销售收入同比增7.5%）。消费税7729亿元，同比微增1.6%，相对平稳。同时，受PPI回落和基数效应影响，利润修复进程缓慢，企业所得税仅2.18万亿元，同比下降2.5%。房地产相关税收中，契税1949亿元（-16.2%）、土地增值税2031亿元（-16.8%），延续低迷态势。

此外非税收入依赖度提高也值得关注。1-5月非税收入1.75万亿元，同比增长6.2%。非税收入主要包括国有资产（资源）有偿使用收入、罚没收入等一次性

因素，缺乏稳定性，容易受政策调整和市场波动影响。前五月非税收入增长主要来自地方依法依规加大国有资源资产盘活力度，但这一增长难以持续。地方财政收入中非税收入占比上升的结构变化虽然短期缓解了财政压力，但长期来看不利于财政可持续性。

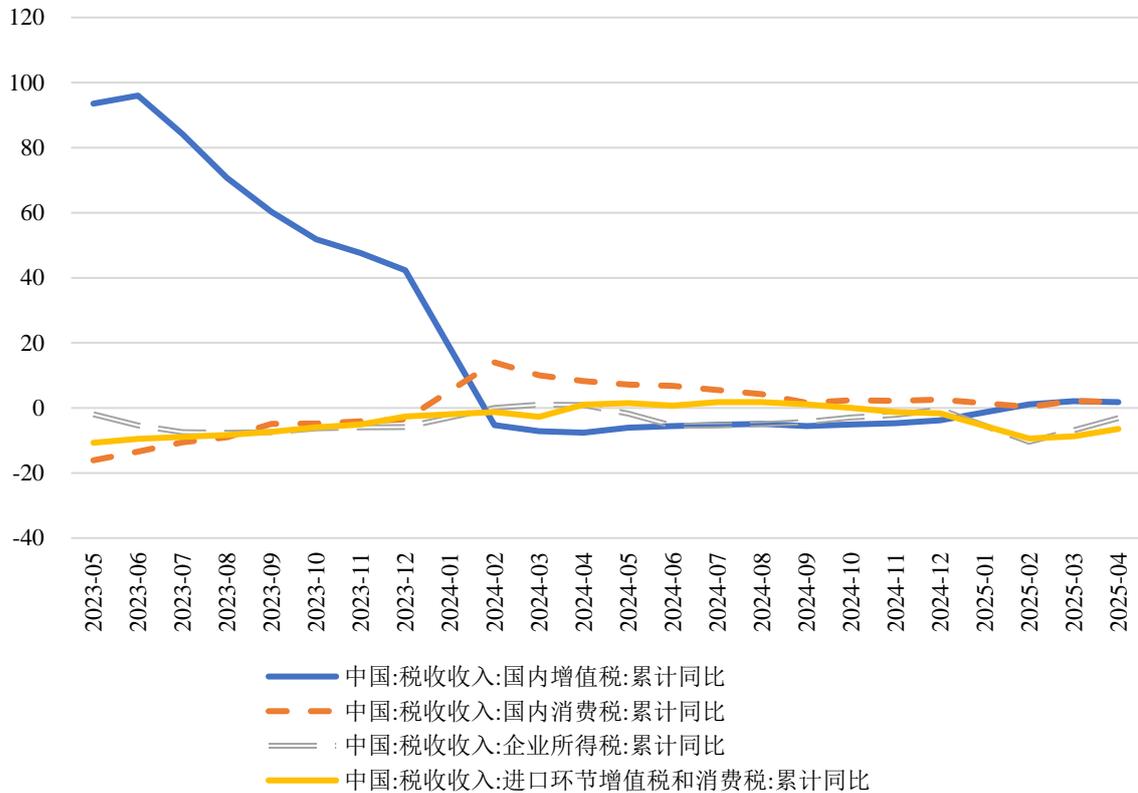


图 34 主要税种收入增速（数据来源：WIND，单位：%）

土地出让收入大幅下滑。地方政府性基金预算本级收入 1.36 亿元，同比下降 8.3%，其中国有土地使用权出让收入 1.13 万亿元，同比下降 11.9%。土地财政仍是地方政府的重要收入来源，部分省份土地财政依赖度仍超 100%，但随着房地产市场走弱，这一收入支柱正在减弱，地方财政结构失衡风险加剧。

支出方面，各级财政部门加大支出强度，优化支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲。截至 5 月，社会保障和就业支出 2.01 万亿元，同比增长 9.2%；教育支出 1.75 万亿元，同比增长 6.7%；科学技术支出 3609 亿元，同比增长 6.5%；体现“投资于人”导向。卫生健康支出 8896 亿元，同比增长 3.9%；节能环保支出 2007 亿元，同比增长 6%。民生领域保持了较高增速，政策重心向公共服务和绿色转型倾斜。

同时，基建支出承压。城乡社区支出 6743 亿元，同比下降 2.1%；农林水支出 6337 亿元，同比下降 5.9%。传统基建相关支出持续负增长，财政资金更多流向“两新一重”项目等政府性基金支持的领域。政府性基金预算支出 3.21 万亿元，同比增长 16%，其中地方支出 3.11 万亿元，同比增长 14.9%，政府性基金支出增速远高于收入增速，这在土地财政萎缩背景下凸显了地方财政的转型压力，同时也表明，地方财政扩张主要依靠依赖专项债和超长期特别国债等债务支撑。此外，债务付息支出 4023 亿元，同比增长 11%，还债负担仍然较大，成本攀升制约地方财政空间。超长期特别国债发行规模扩大至 1.3 万亿元，长期财政负担增加。

债务风险与财政扩张并存。2025 年，地方政府专项债额度增至 4.4 万亿元，其中约 2.8 万亿元用于化债，剩余资金用于项目建设。这种“借新还旧”模式虽然短期缓解了债务压力，但本质上并没有减少债务，长期来看还可能导致地方政府对债务过度依赖，加剧债务风险。同时，超长期特别国债发行规模扩大至 1.3 万亿元，主要用于支持“两重”（国家重大战略实施、重点领域安全能力建设）和“两新”（新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，即新投资、新消费）领域，这有助于推动经济高质量发展，但也增加了长期财政负担。截至 4 月，债务付息支出同比增长 11%，显示债务成本上升。这种风险可能导致地方财政扩张空间受限，影响经济复苏和转型。

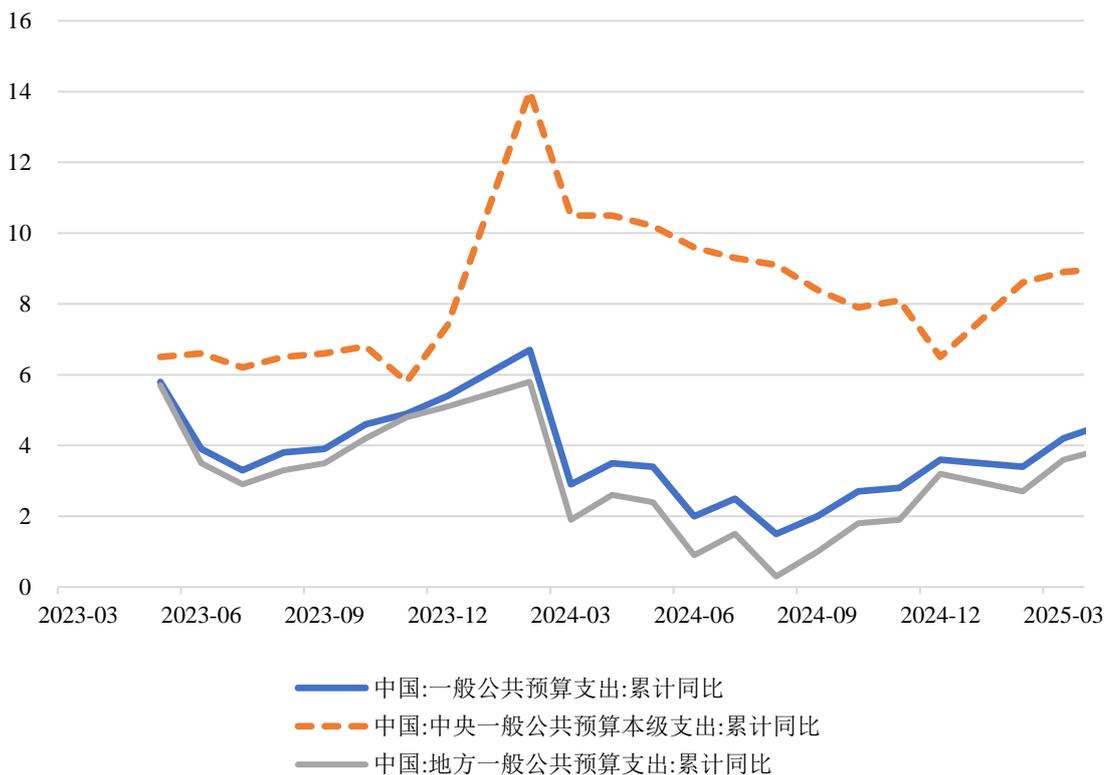


图 35 公共财政支出增速 (数据来源: WIND, 单位: %)

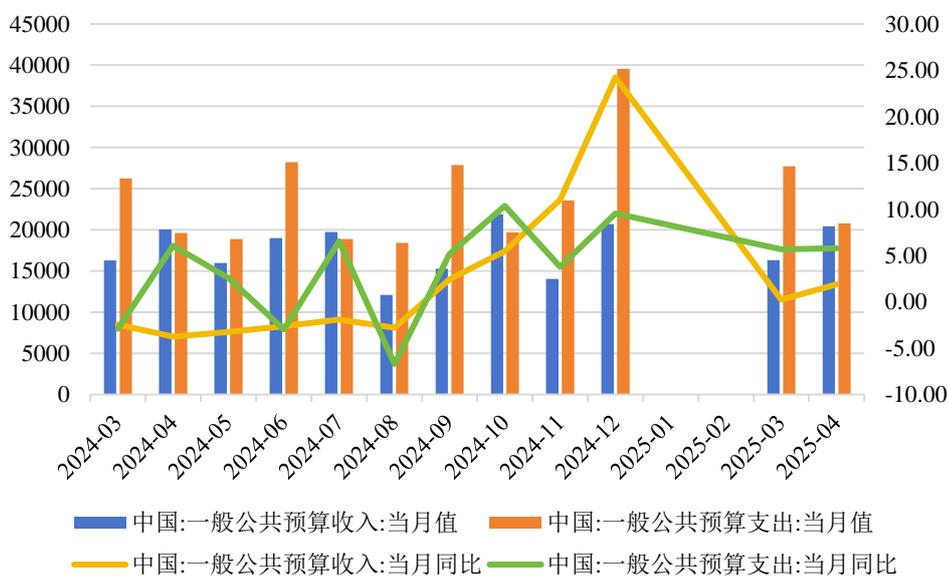


图 36 2024-2025 年公共财政收支情况 (数据来源: WIND, 单位: 亿元, %)

地方政府债务规模持续扩张，债务结构呈现“显性化”趋势。截至 2025 年 4 月末，全国地方政府债务余额 50.69 万亿元，其中一般债务 17.07 万亿元、专项债务 33.62 万亿元。地方政府债券余额 50.53 万亿元，非政府债券形式存量政府债务 1604 亿元。从债务期限结构看，地方政府债券剩余平均年限 10.1 年，其

中一般债券 5.9 年、专项债券 12.2 年；平均利率 2.98%，一般债券利率 3.07%、专项债券利率 2.93%。债务期限结构明显拉长，剩余期限在 10 年及以上的超长债占比显著提升，由 2019 年底的 4.1% 提升至 2025 年一季度末的 36.0%，规模达到 17.8 万亿元，主要通过特殊再融资债券置换隐性债务实现。

债务结构区域分化明显，高风险地区集中在中西部和东北。从债务率（地方债务余额/地方综合财力）看，2024 年各省债务率同比普遍增长，非 12 省份增幅更大。从杠杆率（地方债务余额/GDP）看，2024 年各省杠杆率同比普遍增长，部分省份已超 60% 警戒线。截至 2024 年，天津债务余额占 GDP 比重达 74.36%，位居全国首位；大理（136.19%）、吉林（69.35%）等城市债务负担也较为严重。在 70 个大中城市中，有 3 个城市 2024 年全市债务余额超过万亿，分别是重庆（14425.36 亿元）、天津（13402.74 亿元）、北京（12579.81 亿元）。从债务余额变化看，所有城市的债务余额都保持增长态势，增速最快的三个城市是宜昌（51.65%）、安庆（29.17%）、洛阳（28.81%）。

隐性债务显性化加速，但风险未根本消除。2024 年 11 月“6+4+2”大规模债务置换组合拳出台，截至 2025 年 3 月 4 日用于置换存量隐性债务的特殊再融资债券发行（含计划发行）规模达 3.09 万亿元，已完成 6 万亿置换额度的进度过半。2025 年一季度，全国已有超过 20 个地区正式宣布“隐债清零”。然而，隐性债务显性化后，地方政府债券并非自动消失，而只是偿还期限拉长，债务风险并未根本消除，同时还会从多个方面积累风险。一是随着债务累积，偿付压力加大，若债务形成的资产质量不高，仍存在资不抵债风险。二是地方政府债务通常成本高、期限短，而成本低、期限长的中央政府及省级政府债务占比低，导致地方政府债务综合成本较高，付息压力大。三是还债期限拉长延后，容易导致地方政府对债务风险放松警惕，过度发债。

从长期看，地方政府债务风险的根本解决需依赖经济结构转型和财政纪律强化。地方政府需从“建设型政府”向“服务型政府”转变，减少对土地财政的依赖，提高公共服务效率。同时，需建立科学规范的政府间关系，明确中央与地方的事权划分，避免“双重机会主义”导致的债务扩张。此外，还需加强金融监管，阻断债务风险向金融系统的传导，防止系统性风险爆发。

2025 年是中国地方政府债务风险化解的关键一年。随着”十年化债”历程进入第七年，《政府工作报告》明确提出”稳妥化解地方政府债务风险”，“动态调整债务高风险地区名单”并”做好地方政府隐性债务置换工作”。在这一背景下，地方政府需加快转型步伐，中央政府也需提供必要的政策支持，共同推动地方政府债务风险的有效化解，为中国经济高质量发展奠定坚实基础。

第三章 供需不平衡是中国宏观经济发展中的主要问题

当前中国宏观经济运行面临的主要短期矛盾是供需不平衡，这种不平衡已从生产端向需求端蔓延，对劳动力和房地产市场等关键领域造成影响，并存在形成“债务-通缩”螺旋的恶性循环风险。供给端传统制造业产能过剩问题突出，供需失衡下导致企业利润下滑，投资回报率下降，投资需求走弱；企业利润下滑传导到居民部门，导致收入增长受阻，从而内需增长乏力，居民消费持续低迷，难以拉动增长引擎；同时，外需不确定性增强，进一步加重了供需失衡的矛盾。

供给端产能过剩。根据国家统计局数据，2025 年一季度全国工业产能利用率为 74.3%，较 2024 年同期下降 1.5 个百分点，低于 75% 的警戒线水平。工业产能存在闲置，供给端存在过剩压力。**传统制造业产能过剩尤为突出。**以纺织业为例，2025 年一季度印染企业产能利用率不足 70%，长丝织造企业产能利用率仅维持在 50% 以上，部分企业甚至低于 30%。国际纺织制造商联合会(ITMF)发布的第 26 次全球纺织业调查报告显示，纺织行业的商业环境继续陷入停滞，订单积压周转期在平均 2 个月左右波动，多数企业面临订单严重不足的情况。中纺联对重点联系企业的调查显示，超过 6 成的被调查印染企业产能利用率不到去年同期水平的 70%，近 7 成被调查的长丝织造企业产能利用率仅能维持在 50% 以上。

煤炭行业同样面临产能过剩压力。2025 年一季度煤炭开采和洗选业产能利用率为 73.8%，低于警戒线水平。中国煤炭工业协会最新发布的报告显示，2024 年全国原煤产量达 47.8 亿吨，同比增长 1.2%；煤炭进口量 5.43 亿吨，同比增长 14.4%。2025 年煤炭市场供需将呈现相对平衡并向宽松转变的运行态势，环渤海动力煤现货价从 2022 年的 1500 元/吨腰斩至 746 元/吨，价格下跌幅度远超预期。

产能过剩还体现在部分新兴产业领域，如多晶硅、新能源汽车因“内卷式”竞争导致价格暴跌。2024 年多晶硅价格同比下降 39.5%，行业头部上市企业同样呈现亏损状态。汽车行业大打“价格战”，新能源汽车零售价格下跌 6.5%，汽车行业利润持续下滑。这些行业普遍属于政策支持力度大、技术更新迭代快且符合制造业转型升级方向的行业，其“内卷式”竞争严重的原因除了阶段性供需矛盾外，还有地方政府干预、技术发展必然趋势等因素。

需求端内需不足。居民消费倾向持续低迷。2025 年一季度居民消费倾向为 63.1%，较疫情前（2019 年 65.2%）低 2 个百分点，且二季度数据未见明显改善。2025 年 1-5 月社会消费品零售总额同比增长 5.0%，虽较 2024 年有所回升，但仍低于疫情前平均水平（2019 年为 8.3%）。5 月份，社会消费品零售总额达 41326 亿元，同比增长 6.4%，增速较 4 月加快 1.3 个百分点，创 2024 年 2 月以来新高。然而，这种增长主要依赖政策刺激(如以旧换新补贴)，存在“需求透支”风险，且基础消费（如服装、日用品）增速未显著改善。

储蓄率持续攀升。2024 年总储蓄率高达 55.5%，2025 年一季度居民存款增加 9.22 万亿元，远超同期，储蓄率可能进一步攀升。2025 年一季度 GDP 口径的实际消费增长率为 1.2%，较疫情前明显放缓，表明消费复苏力度有限。这种高储蓄率与低消费倾向的组合，形成了“低消费-低增长”的恶性循环，抑制了内需对经济的拉动作用。

家庭债务结构对消费形成明显抑制。中国家庭债务总额已近百万亿元，占 GDP 比重约 62%-65%，家庭债务收入比高达 128.7%，部分 90 后群体甚至超过 200%。研究显示，家庭债务每提升一个单位，家庭消费总支出减少 0.343%，其中生存型消费支出减少 0.290%，享乐型消费支出减少 0.514%。这种差异表明，长期负债(如房贷)对生活及文娱等非刚性消费的挤出效应更为明显，而短期负债（如消费贷）则对服装、生活及文娱消费产生正向影响。然而，在通缩环境下，短期负债的还款压力同样会上升，导致消费抑制效应增强。

供需不平衡的矛盾在 PMI 指数上也有体现。制造业 PMI 在 1 月、4 月和 5 月均位于荣枯线以下。从分项指数看，制造业新订单指数多数月份低于 50%，反映市场需求不足。新出口订单指数持续在低位运行，凸显外部需求疲软对制造业的拖累。尽管生产指数在部分月份仍处于扩张，但与订单指数的背离预示着企业产成品库存压力有所上升，供需失衡加剧，并导致后续生产动能受限。从业人员指数持续收缩，则进一步反映出制造业就业形势严峻，企业用工需求不旺。

非制造业保持微弱扩张，韧性显现但动能不足。非制造业 PMI 在 2025 年上半年则表现出相对韧性，1-5 月始终保持在荣枯线以上，但扩张幅度不大。但非制造业新订单指数多数月份在收缩区间，表明非制造业市场需求扩张动能也趋于平稳，缺乏强劲的拉动效应。

此外，市场有效需求不足还体现为价格指数持续偏弱。无论是制造业的出厂价格指数和主要原材料购进价格指数，还是非制造业的投入品价格指数和销售价格指数，在 2025 年上半年多数月份均低于荣枯线。企业产品价格和原材料价格均面临下行压力。

供需不平衡的矛盾对劳动力市场、房地产市场和总体价格水平形成系统性冲击，不利于中国经济的长期平稳健康发展。

一、内外部冲击加剧劳动力市场分化

2025 年一季度，中国劳动力市场呈现“总体平稳、结构分化”的特征，就业形势稳中有进。全国城镇调查失业率平均为 5.3%，较 2024 年同期上升 0.1 个百分点，但仍处于政府设定的 5.5% 目标范围内。截至 4 月底，全国城镇调查失业率降至 5.1%，完成全年就业目标的良好开局。这一数据表明，尽管经济复苏面临挑战，但就业形势总体稳定，没有出现大规模失业风险。

然而，结构性问题依然突出，特别是青年群体和就业困难群体的就业压力较大。截至一季度末，16-24 岁青年失业率为 16.5%，尽管较 2024 年峰值有所回落但仍处高位，而 25-29 岁群体失业率在 7.2% 附近波动。越年轻群体面临的就业挑战越大，青年群体就业供需匹配问题尚未得到根本解决。

表 5 2025 年一季度不同年龄群体失业率变化情况：

年龄群体	失业率	同比变化	环比变化	失业率水平
16-24 岁	16.5%	+1.2%	-0.4%	高位运行
25-29 岁	7.2%	+0%	-0.1%	略高于正常
30-59 岁	4.1%	+0%	-0.2%	稳定
全国城镇调查失业率	5.2%	+0%	-0.2%	稳定可控

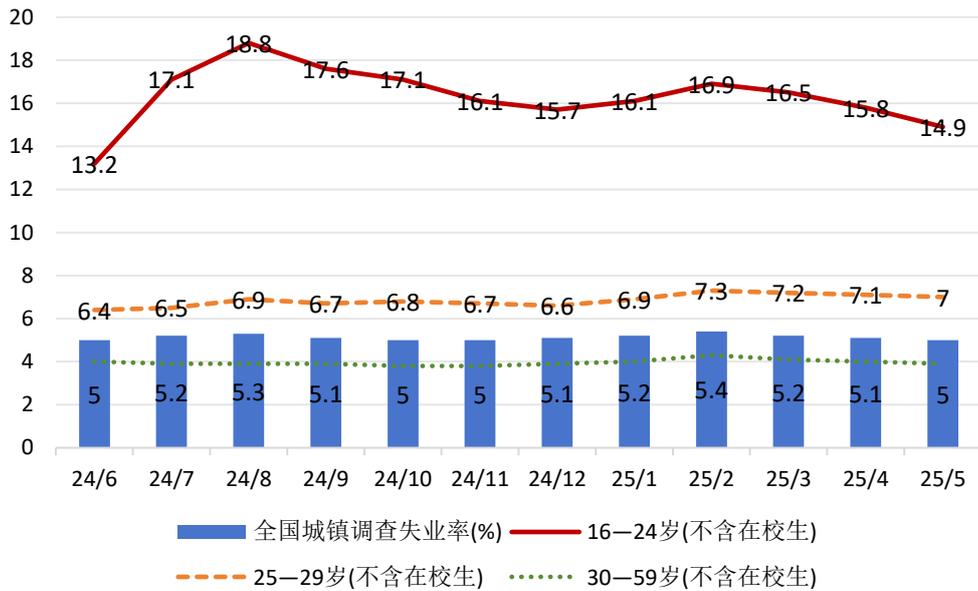


图 37 全国城镇调查失业率与分年龄失业率变化趋势

数据来源：国家统计局

城镇新增就业稳步增长，但增速放缓。截至 2025 年 3 月，城镇新增就业人数累计达 308 万人，延续了 2024 年以来的增长趋势。但同比增速仅 1.65%（2024 年同期为 2.02%），反映出经济复苏动能温和，就业创造能力尚未完全恢复至疫情前水平。

从月度走势看，2024 年新增就业呈现季节性波动，12 月达到全年峰值 1256 万人；而 2025 年一季度增长较为平稳，显示劳动力市场正在逐步恢复稳定。失业人员再就业数量回升，累计达到 125 万人，同比增长 10.62%，扭转了 2024 年同比负增长的趋势（2024 年 12 月仅增长 0.19%），表明政策扶持（如技能培训、岗位补贴等）对促进失业人员重返岗位起到一定作用。

然而，就业困难人员的再就业形势依然严峻，2025 年 3 月累计就业人数仅 33 万人，同比大幅下降 10.81%，且自 2024 年以来持续处于负增长区间（2024 年 12 月同比-5.23%）。这一群体（如大龄劳动者、低技能人群）的就业匹配难度较高，显示劳动力市场的结构性矛盾仍未缓解。

农民工就业持续向好。2024 年农民工总量达 29973 万人，较上年增加 220 万人；2025 年一季度外出务工农村劳动力规模达 18795 万人，同比增长 1.1%，

月均收入达 5012 元，同比增长 3.2%。这一数据表明，基层劳动力市场吸纳能力增强，农民工就业质量有所提升，为稳就业提供了坚实基础。

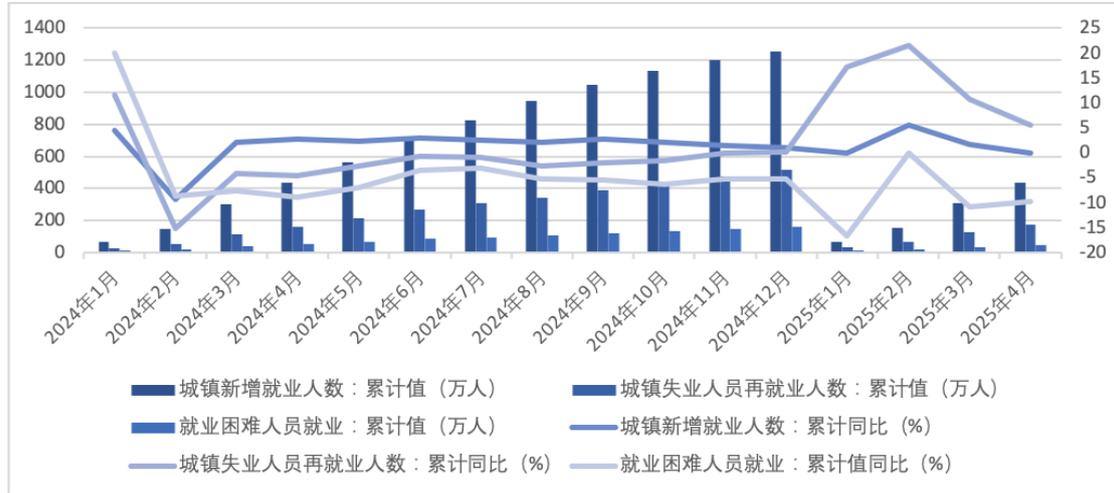


图 38 就业与再就业情况

数据来源：人力资源和社会保障部

收入总量持续增长，增速温和回落。2025 年一季度，全国居民人均可支配收入达 12,179 元，同比增长 5.6%，延续了疫情后的恢复性增长趋势。但相较 2024 年一季度 6.2% 的增速，增幅收窄 0.6 个百分点，显示收入增长动能有所减弱。城镇居民人均可支配收入为 15,887 元，同比增长 5.0%；农村居民人均可支配收入为 7,003 元，同比增长 6.5%，但增速均低于 2024 年同期水平（分别为 5.3% 和 7.7%）。

城乡收入差距持续缩小。农村居民收入增速（6.5%）连续第五年快于城镇居民（5.0%），城乡收入比从 2021 年的 2.43 降至 2025 年的 2.27，这主要得益于农民工工资稳步提升、乡村振兴政策推动农村产业多元化发展，以及转移支付力度的加大。然而，居民收入增速放缓可能制约消费复苏，进而影响工业内生增长动力。

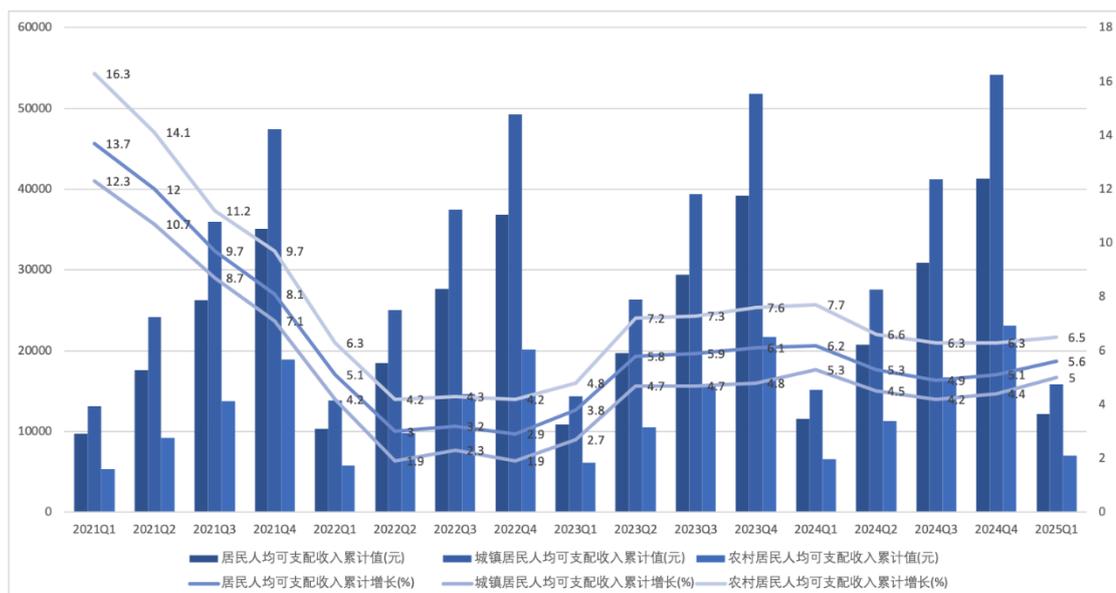


图 39 人均可支配收入变化趋势

数据来源：国家统计局

2025 年一季度，中国劳动力市场总体保持稳定，城镇失业率回落，新增就业增长，农民工收入和就业质量持续提升。但结构性问题依旧突出，青年失业率虽较 2024 年峰值有所回落但仍处高位，就业困难群体再就业形势依然严峻，反映出特定群体面临较大就业压力。同时，企业就业人员的周平均工作时间在 2024 年 7 月至 2025 年 4 月期间保持在 48 小时左右，尽管每月有所波动。2024 年和 2025 年初的周平均工作时间均处于 48.6 小时至 49.1 小时之间，反映出企业工作强度整体保持较高水平。2025 年 3 月，工作时间略降至 47.1 小时，显示出短期内工作强度有所放松，但整体趋势仍表明企业面临较大经营压力。

总体来看，2025 年一季度劳动力市场运行平稳，结构性压力与周期性修复交织。未来需持续发力于提升就业质量、优化收入结构，以夯实经济恢复基础。特别是在青年就业和就业困难群体再就业方面，需加大政策支持力度，推动职业技能培训和就业服务体系建设，促进劳动力市场的结构性调整。

然而，劳动力市场仍然面临一些内外部冲击，如特朗普关税、“人工智能+”行动等，这些冲击进一步恶化劳动力市场的结构分化行为，甚至引发就业-收入-消费的恶性循环。

1. 特朗普关税影响平衡发展，加剧结构性矛盾

2024 年年底，特朗普再次当选美国总统，中美经贸关系进入特朗普 2.0 时代。特朗普的关税政策再一次扩张和升级，提出全面关税和对等关税，试图达到制造业回流、创造更多本土就业岗位、减少贸易赤字、缓解财政压力等多种目的。美国贸易政策已经从特朗普 1.0 时代的加征关税升级为利用关税、出口管制等多种政策工具试图重塑全球贸易秩序。

2025 年 2 月 4 日和 3 月 3 日，美国先后以芬太尼问题为由，分别对中国产品加征 10% 的关税。4 月 2 日，美国发布“对等关税”清单，对我国加征 34% 的关税。4 月 4 日，我国迅速推出多项针对性反制措施。4 月 8 日特朗普宣布再向中国叠加 50% 关税。4 月 10 日，特朗普宣布将对中国商品关税提至 125%。叠加特朗普 1.0 和拜登政府对我国之前加征的关税，我国对美出口商品关税平均税率达 125-142.94%。100% 以上的关税几乎是关闭了中美双方的贸易通道，双方货物贸易几乎处于禁运状态。经过谈判，5 月 12 日，中美双方发表日内瓦经贸会谈联合声明，宣布双方采取措施降低双边关税。具体来看，针对美国对中国产品的关税，保留了 2 月和 3 月加征的总计 20% 的芬太尼关税和其他行业类关税，并把对等关税降至最初的 34%，且其中 24% 暂缓 90 天加征。根据 PIIE² 的估计，4 月 5 日，在加征 20% 芬太尼关税和其他特定行业关税的情况下，美国对中国产品平均关税约为 49.5%，那么 5 月 14 起，美国对中国平均关税税率将相比 4 月 5 日增加 10% 的对等关税，约 59.5% 左右。90 天后，将有 24% 的对等关税恢复加征，即 8 月中旬，在中美双方无其他谈判进展的情景下，双边关税将增加至 83.5%。中美在日内瓦的经贸会谈取得较大进展，终结了中美在 4 月 12 号以来的贸易禁运状态。

在不考虑特定行业关税的情况下，对比 2025 年 5 月 14 日与 2025 年年初，美国对中国产品的全面关税（包括芬太尼关税和对等关税）增加了 30 个百分点，整体关税水平仍维持在约 59.5% 的历史高位。同时，后续仍存在关税进一步上升的风险，美国贸易政策的不确定性依然较高。

第一，特朗普关税冲击山西、河南、四川、福建等一些内陆或非贸易大省的就业，影响不同地区就业市场的均衡发展

² Peterson Institute for International Economics

尽管特朗普 2.0 时代，美国对中国的贸易政策转向全面关税，但由于每个地

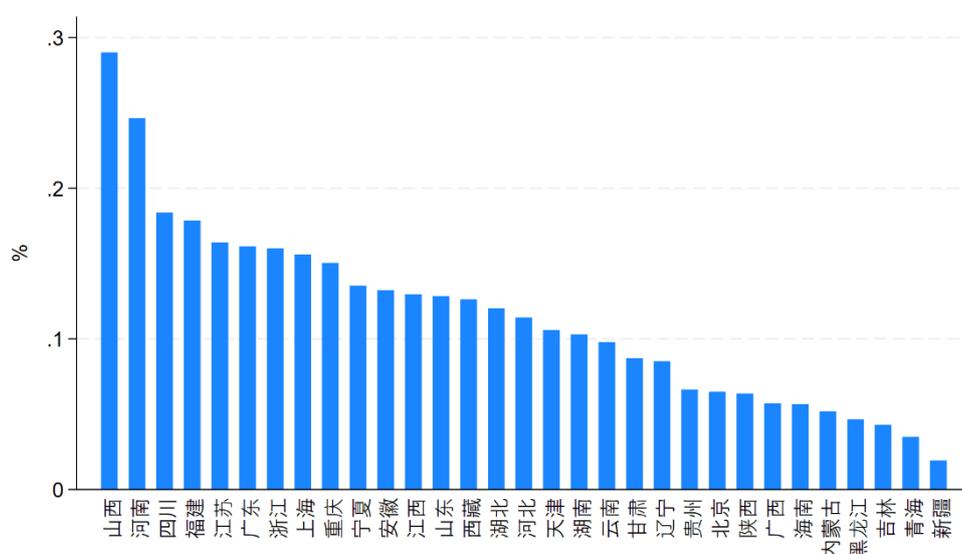


图 40 特朗普关税对不同地区的差异化影响（出口层面）

（数据来源：海关总署）

区对美国市场的暴露程度不同，其所受到的特朗普关税的冲击大小存在差异，对美国市场依赖程度更高的省份将受到更大的冲击。本报告基于中国海关公布的出口产品数据，计算各省对美国市场出口占该省总出口的比重，用来衡量特朗普全面关税对不同省份的差异化冲击。图 40 显示：出口层面，受特朗普全面关税冲击最严重的并不是传统的贸易大省，如江苏、浙江、广东、上海等。相反，山西、河南、四川、福建等一些内陆或非贸易大省对美国市场更加依赖，受到的冲击也最大。对于这些受关税冲击最大的内陆省份，尽管出口占 GDP 比重不是最高，但是这些省份的出口产业比较单一，且出口产品多为劳动密集或技术密集型，对就业冲击较大，值得关注。

第二，特朗普关税冲击劳动密集或资源密集型行业，带来就业压力。

首先，本报告根据 2023-2024 年的平均出口表现，筛选出 HS2 位编码层面的主要出口产品³，并把相关性强的大类合并，最后得到 16 类主要出口产品（图 41）。其中，第 84 章核反应堆、锅炉、机器及其零件和第 85 章电机、电器设备及零件等是我国出口的主要产品类别，两章共计占总出口份额高达 41.7%。第 87 章车辆及其零附件占出口比重约 5.8%，第 72、73 章钢铁及钢铁制品占比达 4.9%，

³ HS2 位编码下，共有 99 章，本报告保留出口占比大于 1% 的 HS2 位编码产品，作为主要出口产品大类。

第 61、62 章衣着及其附件占比为 4.4%，第 39 章塑料及其制品、94 章家具占比均接近 4%。

但关税冲击在行业层面的影响不仅取决于行业整体份额，更取决于该行业对美国市场的依赖程度，图 42 展示了对美国依赖程度大于 20% 的行业，可以发现：中国的主要出口行业第 84、85 章并不是受关税冲击最大的行业。关税冲击主要影响：93 章武器、弹药及其零附件、61、62 章服装以及衣着附件、67 章已加工羽毛、羽绒及制品等、49 章印刷品等、36 火药及炸药及烟火用品等、95 章玩具、游戏品及运动产品等。这些受冲击大的行业多为劳动密集或资源密集型行业。这些行业的产值或增加值对 GDP 的贡献并不十分显著，但是这些行业吸纳了更多的劳动力，特朗普关税将严重冲击这些行业的就业，并对整体就业产生显著影响。

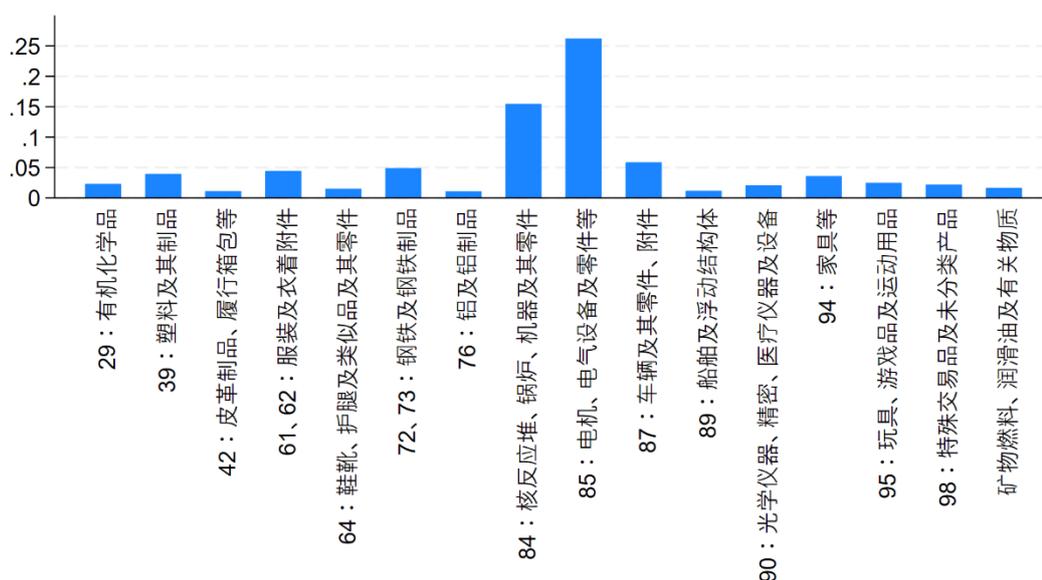


图 41 中国主要出口产品大类及占比（数据来源：海关总署）

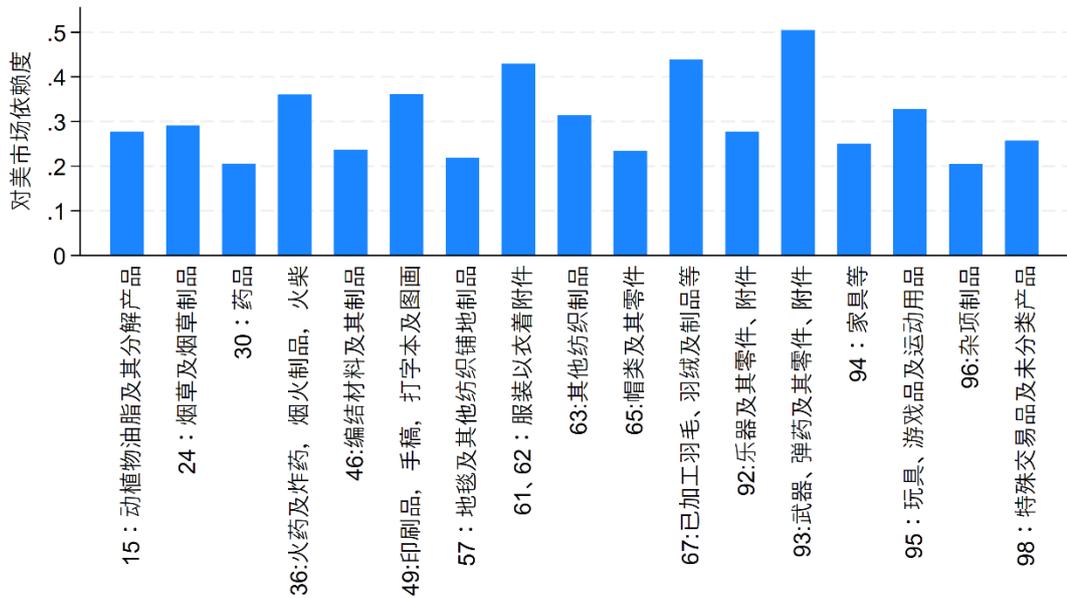


图 42 关税冲击的行业异质性（数据来源：海关总署）

识别出一些重点地区、重点行业的冲击将有助于政策更加有针对性的应对本轮特朗普关税冲击。针对以上重点受影响省份，筛选出出口额在省内排名前 20 位的 HS2 行业，同时满足行业对美国市场暴露大于 25% 的行业，作为重点省份重点关注的行业。具体分析如下：

内陆省份：对于山西、河南、四川、重庆这些内陆省份而言，全面关税的行业影响较大，但这些内陆省份往往具有较为单一的外贸支柱产业，因此，在个别行业上将受到较大的冲击。山西和河南在第 85 章电机、电器设备及零件的出口产品将受到较大冲击、重庆和四川在第 84 章核反应堆、锅炉、机器及其零件的出口产品将受到较大冲击。

沿海省份：对于沿海贸易大省江苏、浙江和广东，由于外贸支柱产业较多，全面关税的行业影响也较为分散，主要集中于第 61、62 章服装及衣着附件、第 94 章家具等、第 95 章玩具、游戏品及运动产品等。对于上海而言，其主要受影响行业为第 84 章核反应堆、锅炉、机器及其零件。

本报告继续把 HS8 位编码的出口产品匹配到国民经济行业，发现：2018 年美国对中国加征关税⁴并不会显著影响各省各行业的私营企业在 2019 年的营业

⁴ 包括美国针对中国的 16、34、200 亿美元的商品的关税。

表现，说明 2018 年贸易战的影响在宏观层面上整体可控。可能的解释是：2018 年关税加征幅度相对有限，短期内并没有导致贸易的大规模中断。但是，本报告确实发现关税对劳动密集性的服装、制鞋业、化学原料、专用设备制造业等行业的**私营企业的利润、就业人数、资产负债率、营业收入等指标产生较大负面影响**。因此，2025 年以来，特朗普关税冲击虽然在整体宏观层面上相对可控，但是将对一些特定地区（山西、河南、四川、重庆）和特定行业（劳动密集性的服装、制鞋业、化学原料、专用设备制造业等）的就业产生较大的影响。

第三，特朗普关税冲击河南、四川、广东、江苏、上海等省份的毕业生就业。

考虑到高校毕业生的就业选择以户籍和高校所在地为主，测算关税对高校毕业生就业的影响时，除了关税冲击的大小，还需要考虑各省人口及其高校毕业生规模。根据 2023 年国家统计局和各省教育部公布的数据，本报告把关税冲击、常住人口规模和高校毕业生规模均位列全国前 10 的省份列为高校毕业生就业压力的省份。经计算和筛选，得出重点关注省份名单：河南、四川、广东、江苏、上海。这些省的高校毕业生将面临最严重的就业冲击。其中，**河南和四川受到的关税冲击分列全国第 2 和 3 位，其人口规模和高校毕业生规模均分列全国第 3 和 5 位，其产业和就业对外贸的依赖程度也较大，是值得关注的重点受灾省份**。山西虽然受到最大的关税冲击，但其毕业生和常住人口规模均相对较小，因此，未被列入重点关注省份名单。由于高校持续扩招等因素，毕业生就业压力长期来看依然较大。

2. “人工智能+”行动赋能与替代作用并存

人工智能已经成为国家战略。2025 年 3 月，国务院政府工作报告提出要深入实施“人工智能+”行动。4 月 25 日，中共中央政治局召开会议，提出加快实时“人工智能+”行动。“人工智能+”行动旨在推动人工智能的普及，把人工智能技术深度应用于各个行业、各个场景中，以提高各个行业的生产率，促进各行业以及整体经济的高质量发展。毫无疑问，拥抱人工智能这一新技术符合经济和历史发展规律。但在这一过程中，劳动力市场或将受到极大地冲击。

人工智能作为一种新技术，是赋能劳动要素，促进劳动生产率提高和工资增长，还是对劳动要素形成替代，造成失业率上升，对于这一问题的回答并不简单，因为这涉及复杂的就业岗位等问题。实际上，人工智能将同时产生正面影响和负

面影响，本报告试图从实践中提炼一些典型案例，并结合理论研究，得到一些启发式结论。表 6 列举了人工智能赋能劳动要素和人工智能替代劳动要素的实例。可以看出：

人工智能技术正以前所未有的速度渗透到社会生产的各个领域，包括工业和服务业，对劳动过程产生了极为复杂且深远的影响。在工业领域，人工智能既可以赋能劳动者，也有能力替代劳动者。一方面，它通过提供先进的数据分析、智能预测和自动化流程优化工具，帮助劳动者更高效地完成设计、规划、质量控制等工作任务，使劳动者能够将更多精力投入到创新和复杂问题解决等方面，从而提升整体生产效率和产品品质。另一方面，一些重复性、规律性的工作岗位，如某些生产流水线上的操作岗位、基础的数据录入与处理岗位等，正逐渐被智能机器人和自动化系统所取代。

在服务领域，情况同样如此。例如，在金融、医疗、客服等行业，人工智能能够赋予劳动者更强的数据处理、客户服务和诊断支持能力，使他们能够更精准地满足客户需求、提供个性化服务和做出专业决策。然而，它也对一些知识密集型劳动者的工作构成了威胁，像简单的金融分析员、初级医疗诊断员、一般性的客服人员等，其工作内容可能因人工智能的强大功能而被部分或全部替代。

人工智能在各领域的赋能与替代作用，并非孤立存在，而是相互交织，共同作用于社会生产过程，导致各个生产领域内均产生工资和就业的分化。一方面，主观上，那些能够适应并掌握人工智能技术的劳动者，其价值和竞争力得以提升；另一方面，客观上，若一些职业本身具有较高的重复性、技术限制或经济条件等，也难以避免被替代的命运。这种分化现象不仅影响个体的职业发展，也将重塑整个劳动力市场的职业结构。因此，必须深刻认识到人工智能对劳动市场和职业结构带来的分化作用，积极采取措施，如加强劳动力的再培训、促进教育与技术发展的匹配等，以应对“人工智能+”行动带来的挑战，实现社会生产在人工智能时代的平稳过渡和可持续发展。

表 6 人工智能对劳动要素的影响

劳动要素类型	人工智能赋能劳动	人工智能替代劳动
技术密集型	工业领域：智能机器人与工人协同完成汽车制造中的焊接、装配等工作，让工人专注于复杂任务；	工业领域：亚马逊仓库中的智能物流系统和机器人承担货物搬运、分拣等重复体力任务，替代部分仓库工人；

	服务领域：智能客服、送餐机器人等	服务领域：智能客服机器人回答常见问题，处理简单咨询；
知识密集型	工业领域：生成式人工智能辅助程序员生成代码，提供写作、设计创意，帮助分析师处理数据、进行预测分析，提升工作效率和质量。 服务领域：智能学习辅助；辅助诊断、医疗机器人；AI 新闻写作与编辑；	工业领域：AI 图像识别系统用于产品质量检测，替代人工质检员； 服务领域：AI 处理和分析大量数据，替代部分数据分析师的工作；

大量文献研究也支持 AI 对劳动力市场的分化作用。Brynjolfsson et al. (2025)⁵通过研究生成式 AI 在客服专员工作中的应用，发现：AI 提升了整体工作效率，但是不同员工间的提升幅度差异显著。对于经验不足和技能水平较低的员工，对话助手助力其工作速度和质量双提升；而经验最丰富、技能水平最高的员工，仅工作速度略有提高，工作质量略有下降。Otis et al. (2024)⁶通过在肯尼亚开展的一项实地实验，研究了基于 GPT-4 的 AI 商业助理对小型企业创业者的影响，也发现了显著的异质性影响：高绩效创业者使用 AI 后表现提升 15%，而低绩效创业者表现下降 8%。原因在于两类创业者选择和实施 AI 建议的能力不同。同样，洪俊杰等 (2024)⁷发现数字经济导致劳动生产率差异和人力资本差异，总体上扩大了我国收入分配差距。劳动生产率方面，数字经济对第二、三产业生产率的提高幅度更高，扩大了产业间生产率差异。人力资本方面，数字经济的发展趋向于扩大教育差异，拥有更高受教育程度的群体将更容易获得更高技能工作岗位的就业机会，获得更高的劳动报酬，而受教育程度较低的群体则往往更容易进入相对低端的行业，获得的劳动报酬也较少，导致地区间收入差距扩大。陈琳等 (2024)⁸发现 AI 对民营和小规模企业的常规岗位的替代作用更强，对国企高技能岗位的

⁵ Erik Brynjolfsson, Danielle Li, Lindsey Raymond, 2025. Generative AI at Work. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 140, Issue 2, May 2025, Pages 889–942.

⁶ Otis, Nicholas G., Berkeley Haas, Rowan Clarke, and Rembrand Koning, "The Uneven Impact of Generative AI on Entrepreneurial Performance," Working Paper no. 24-042, Harvard Business School, Cambridge, MA, 2023.

⁷ 洪俊杰, 李妍, 杨曦, 2024. 数字经济与收入差距: 数字经济核心产业的视角. *经济研究*.

⁸ 陈琳, 高悦蓬, 余林徽, 2024. 人工智能如何改变企业对劳动力的需求? ——来自招聘平台大数据的分析. *管理世界*.

效率提升更显著。根据这一发现，AI 将导致更多青年群体和低技能劳动者失业，加剧当前劳动力市场的结构分化。

3. 需求收缩：就业-收入-消费陷入恶性循环

需求收缩和供给相对过剩的背景下，2025 年，中国经济面临着就业-收入-消费的恶性循环，且呈现出较为复杂的具体情况。

就业方面，2025 年 1-5 月，全国就业形势总体平稳，但不同群体的失业率呈现显著分化，即青年群体失业率仍处于近 16% 的高位，就业困难群体（大龄或低技能劳动者）就业难。城镇新增就业稳步增长，但增速放缓，经济动能有所减弱，就业创造能力尚未完全恢复至疫情前水平。值得关注的是，特朗普关税主要冲击劳动密集和资源密集行业，这些行业的从业者往往以青年和低技能劳动者为主，将加剧劳动力市场的结构分化，影响新增就业动能，并导致行业和地域层面的劳动力市场的不均衡发展。

失业率反映了就业数量，而收入是就业质量指标，需求收缩对这两个指标均产生下行压力。2025 年一季度，全国居民人均可支配收入达 12,179 元，同比增长 5.6%，相比去年同期下降 0.6 个百分点，其中，城镇居民人均可支配收入为 15,887 元，同比增长 5.0%，较去年同期下降 0.3 个百分点；农村居民人均可支配收入为 7,003 元，同比增长 6.5%，较去年同期下降 1.2 个百分点。收入增长动能减弱。

就业的不稳定和失业风险导致居民收入减少，进而抑制了消费。

2025 年消费降级和消费低增长的趋势延续。工厂订单减少使得大量工人失业，岗位供需失衡，工资水平承压。人们收入减少，对未来充满不确定性，纷纷捂紧钱包，购物欲望大减，导致零售业、餐饮业等遭受重创，社会消费品零售总额虽在 5 月同比增长 6.4%，但整体消费市场仍显疲态。

消费的下降对企业造成了进一步的损害，企业营收与利润承压，产能利用率低位运行，开工不足。为了降低成本、维持生存，企业进行大规模裁员，又导致失业率上升，如此形成了“失业增加—收入减少—消费下降—企业经营困难—进一步裁员”的恶性循环。此外，工业通缩、服务业收缩与需求下降的负向循环也加剧了这一情况，自 2018 年起，中国逆周期调控政策重点扶持工业部门，但工

业品价格持续下跌叠加财政收入紧张，挤压了服务业收入，而服务业是吸纳就业的主力军，其疲软进一步抑制居民收入和消费需求，最终又加剧了工业通缩压力。

若就业—收入—消费的恶性循环长期持续，那么经济增长和就业将陷入长期较低增速，这将进一步恶化就业市场的结构性矛盾，并带来长期的劳动资源错配，有可能伤害经济的潜在增长率并推高自然失业率。

二、房地产市场信心不足，需金融供给侧改革助推

2025 年上半年，中国房地产市场的需求端呈现出略有回暖的迹象，销售指标的同比降幅显著收窄，显示出前期“增量”政策的稳定作用。但在供给端，房地产企业面临的资金困难和投资信心不足问题依然严峻。尽管资金到位情况有所改善，但房地产开发投资、新开工面积持续疲软，拖累了宏观经济复苏。房地产企业整体处于去库存的态势，对新购入土地呈观望态势，土地出让收入的持续下滑也给地方政府的财政带来了巨大压力。

当前房地产市场的疲软，特别是供给侧房企的观望，其深层原因在于宏观经济总需求不足和居民消费乏力，这与经济下行带来的收入不确定性升高密切相关。中国家庭资产中房产占比近七成，但由于缺乏有效的再融资渠道，叠加市场低迷导致住房资产的流动性受限，导致“房奴效应”而非“财富效应”占据主导。而且，近四年房价的深度回调导致大量购房者出现“首付跌没了”的强烈财富受损感知，形成“负财富效应”，进一步抑制了居民消费。

鉴于此，本专题报告强调**深化金融供给侧改革，稳步放开住房净值二次抵押（再融资）限制的必要性**。引入再融资政策，能够有效激活“沉睡的房产”，增强家庭流动性，降低预防性储蓄动机，从而刺激消费需求，稳定房地产市场。国际经验表明，此类政策在经济下行期对提振总需求和稳定市场具有显著作用，且在审慎监管下，并不会违背“房住不炒”的指导方针。以下是详细分析。

1. 2025 年房地产市场的发展现状

1.1 房地产销售端短稳后转跌

（一）、在房价方面，住房价格在阶段性企稳后再度回调。房地产市场在近四年的深度调整后，随着 2024 年 9 月底“止跌回稳”的清晰定调和一系列政策“组合拳”应出尽出，2024 年 10 月至 2025 年春节呈现阶段性止跌企稳迹象。

新建商品住宅价格出现结构性上涨，二手与租赁市场跌幅也一度收窄。然而，自2025年3月起，整体市场再度转弱，特别是二手房与租赁房市场价格继续下探，跌幅持续扩大，反映出市场需求支撑依然不足、政策效果边际减弱。

2025年1-5月，受改善型楼盘入市及“好房子”产品升级带动，70个大中城市新房价格指数自年初同比下降5.4%，收窄至4月份的同比下降4.5%，如图43所示。其中，一线城市新房价格同比降幅由年初的3.4%缩小至4月的2.1%，二线城市由5.0%缩小至3.9%，三线城市由6.0%缩小至5.4%，表明各能级城市的房价跌幅都在缩小。

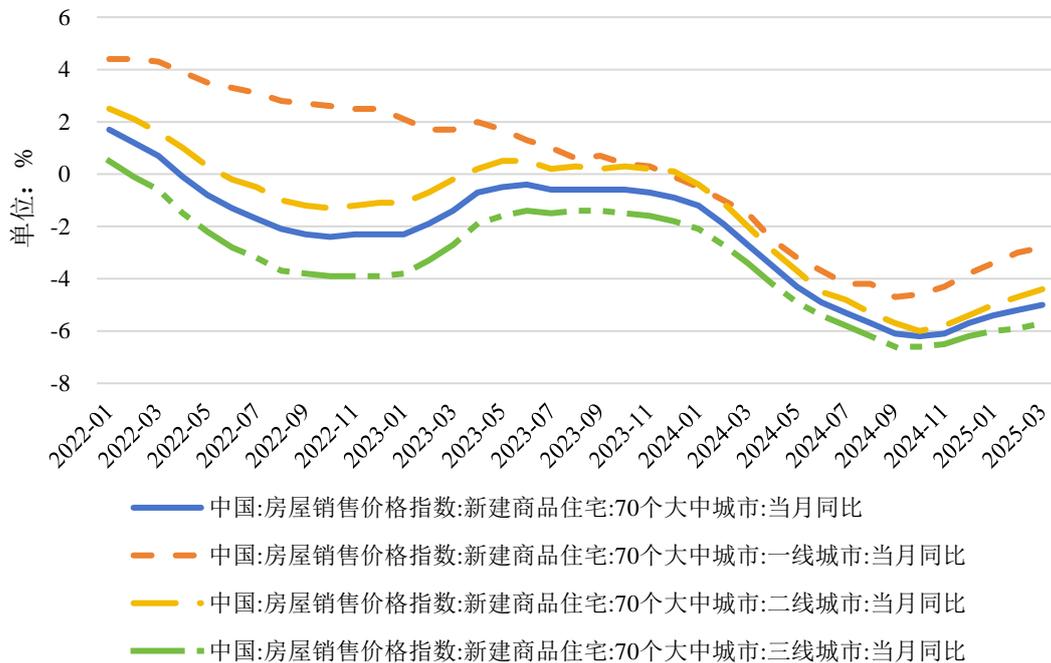


图 43 70 城新建商品住宅价格指数当月同比

(数据来源: Wind、上海财经大学)

同时，利用中指数据 CREIS 的实时数据也可以看到同样房地产销售端在恢复的信息，全国百城⁹新建商品住宅价格累计上涨 0.95%，涨幅较去年同期略有收窄，但整体仍处于历史高位（见图 44）。上涨城市数量降至 43 个，同比减少 18

⁹ 中指数据“百城”包括：北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市；合肥、杭州、无锡、成都、南京、石家庄、西安、青岛、郑州、武汉、哈尔滨、天津、宁波、银川、三亚、昆明、太原、长沙、厦门、海口、济南、福州、兰州、大连、苏州、沈阳、贵阳、温州、西宁、南昌、呼和浩特、南宁、重庆、长春、乌鲁木齐、北海 36 个二线城市；金华、泉州、徐州、台州、威海、保定、淄博、绵阳、阜阳、洛阳、张家港、漳州、宜昌、常州、东营、株洲、中山、嘉兴、宿迁、淮安、南通、盐城、聊城、衡水、新乡、常熟、泰州、潍坊、张家口、菏泽、包头、桂林、湘潭、烟台、连云港、芜湖、镇江、柳州、德州、邯郸、绍兴、昆山、赣州、济宁、湖州、马鞍山、唐山、临沂、惠州、汕头、肇庆、佛山、江阴、廊坊、湛江、珠海、扬州、秦皇岛、江门、东莞 60 个三线城市。

个。5月，百城新建住宅均价 16,815 元/m²，环比上涨 0.30%，涨幅与 2021 年上半年平均水平相当。



图 44 2021 年以来百城新建住宅价格变化

（数据来源：中指数据 CREIS、上海财经大学）

二手住宅价格的变化与新房类似。4 月 70 城二手房价格同比下降 6.8%，相比年初或上年同期的跌幅也明显收窄，一线城市二手房价同比降幅为 3.2%，二线城市 6.5%，三线城市 7.4%，如图 45 所示。可以看到，**各线城市房价同步下行且跌幅趋同**，这与 2022-2023 年房价分化（部分大城市坚挺、小城市大跌）的格局明显不同。自 2024 年以来，各地推出的一系列稳楼市“增量”政策（如降低首付比例、降低存量房贷利率、“认房不认贷”等）开始发挥作用，一定程度上遏制了房价的过快下跌，稳定了市场预期。不少城市的房价已出现边际企稳迹象。

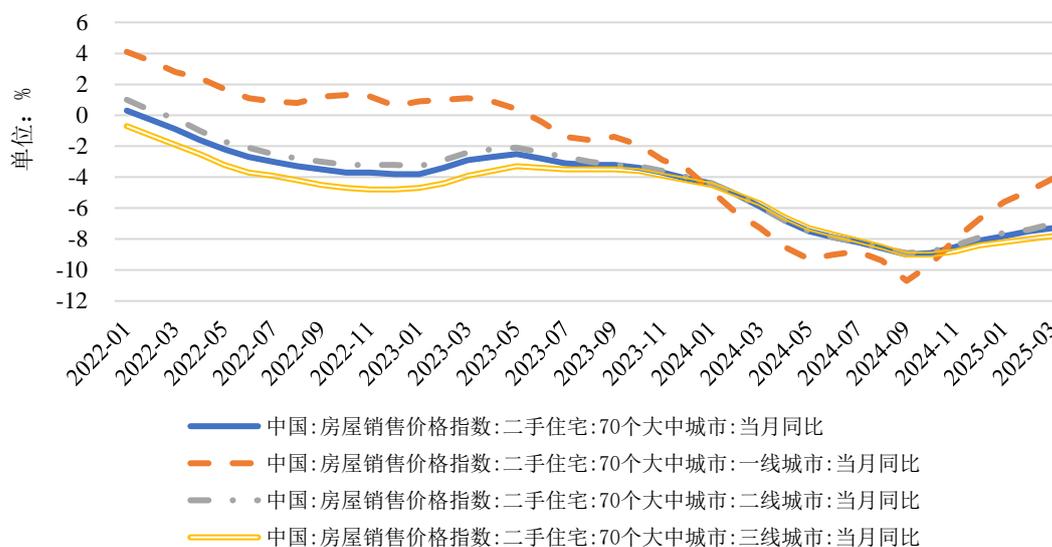


图 45 70 城二手住宅价格指数当月同比增长率

(数据来源: Wind、上海财经大学)

但是,中指数据 CREIS 百城数据却显示出不一样的信息,如图 46 所示。二手住宅市场延续“以价换量”行情,截至 2025 年 5 月已连续 37 个月下跌。2024 年“9·29 新政”一度带动价格环比跌幅收窄,效应持续至 2025 年春节。但值得注意的是,3 月以来,二手住宅价格环比跌幅再次扩大。1-5 月百城二手住宅价格累计下跌 2.92%。5 月,百城二手住宅均价 13,794 元/m²,较 2021 年 9 月高点(16,032 元/m²)回撤 14.0%。这也说明房地产市场问题的复杂性,以及房地产继续回暖的不确定性。



图 46 2021 年以来百城二手住宅价格变化

(数据来源: 中指数据 CREIS、上海财经大学)

租赁住宅市场价格波动呈现典型季节性特征。如图 47 所示,2024 年底环比跌幅为 2022 年以来最大,2025 年 2 月受春节返城潮影响短暂回升,3 月起再次转跌并持续扩大。5 月 50 城¹⁰租赁住宅均价降至 35 元/(m²·月),反映租赁需求恢复不及预期。

¹⁰ 中指数据的租赁“50 城”包括:北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市;乌鲁木齐、哈尔滨、兰州、石家庄、银川、天津、沈阳、西宁、长春、西安、济南、成都、呼和浩特、合肥、苏州、太原、南宁、青岛、大连、无锡、厦门、贵阳、宁波、昆明、重庆、南昌、长沙、海口、郑州、福州、南京、武汉、北海、杭州、三亚、温州 36 个二线城市;东莞、常州、泉州、佛山、珠海、惠州、绍兴、南通、徐州、嘉兴 10 个三线城市。

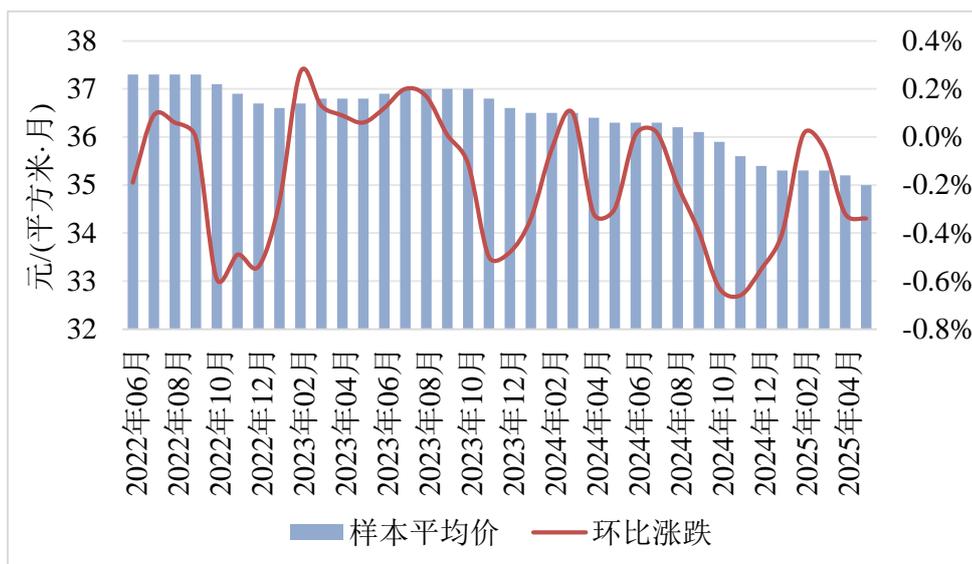


图 47 2022 年 6 月以来 50 城住宅租赁价格变化

(数据来源：中指数据 CREIS、上海财经大学)

分梯队来看，各级城市房价走势趋同。一线城市住宅价格相对平稳，二三线城市二手与租赁住宅价格跌幅较为显著。百城数据显示（见图 48），2025 年 1-5 月，一线城市新建住宅价格平均累计上涨 1.49%，上海累计涨幅最大（3.46%）；二线城市平均累计上涨 0.18%，合肥、杭州、无锡、成都涨幅居前（超 1%），北海和乌鲁木齐跌幅居前（超 1%）；三线代表城市平均累计下跌 0.22%，金华和泉州涨幅居前（超 0.6%），东莞、江门、秦皇岛、扬州、珠海跌幅居前（超 1%）。

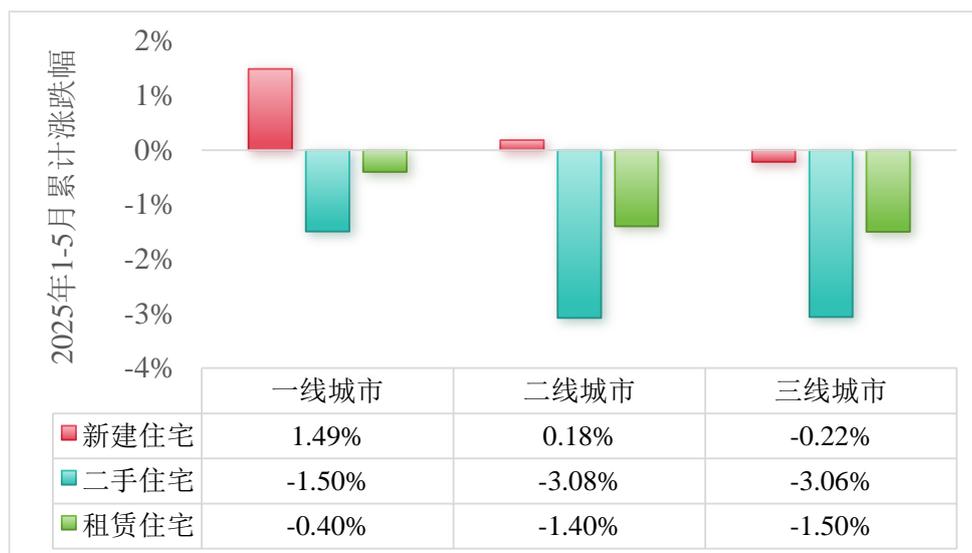


图 48 2025 年 1-5 月各线城市新建住宅、二手住宅、租赁住宅价格累计变化

(数据来源: 中指数据 CREIS、上海财经大学)

二手住宅方面, 1-5 月一线城市累计下跌 1.50%, 广州跌幅最大 (2.34%); 二线城市累计下跌 3.08%, 温州和厦门跌幅居前 (超 5%), 成都则微涨 0.10%; 三线代表城市累计下跌 3.06%, 淮安、盐城、徐州、南通、济宁、临沂、东莞、廊坊跌幅居前 (超 5%)。

租赁住宅方面, 1-5 月一线城市累计下跌 0.40%, 广州跌幅最大 (0.96%), 深圳则上涨 0.11%; 二线城市累计下跌 1.40%, 乌鲁木齐和哈尔滨两城微涨, 温州、三亚、杭州则跌超 3%; 三线代表城市累计下跌 1.50%。

(二)、在销售面积方面, 交易规模在结构分化中呈现温和修复。新建住宅的销售面积同比小幅下滑, 降幅明显收窄。2025 年 1-5 月, 全国新建商品住宅销售面积为 29,745 万 m^2 , 同比下降 3.25%, 但降幅已明显收窄, 较 2024 年同期收窄 21.14 个百分点, 较 2024 年全年收窄 10.83 个百分点, 如图 49 所示。这表明市场交易规模在低基数作用和政策托底下开始回稳。其中, 现房销售表现优于期房, 占比持续提升, 体现了购房者对确定性的偏好。1-4 月, 期房销售面积同比下降 10.10%, 而现房销售面积同比增长 17.51%, 现房销售占比达 32.49%, 较 2024 年全年提升 5.52 个百分点, 显示“现房化”趋势继续强化。

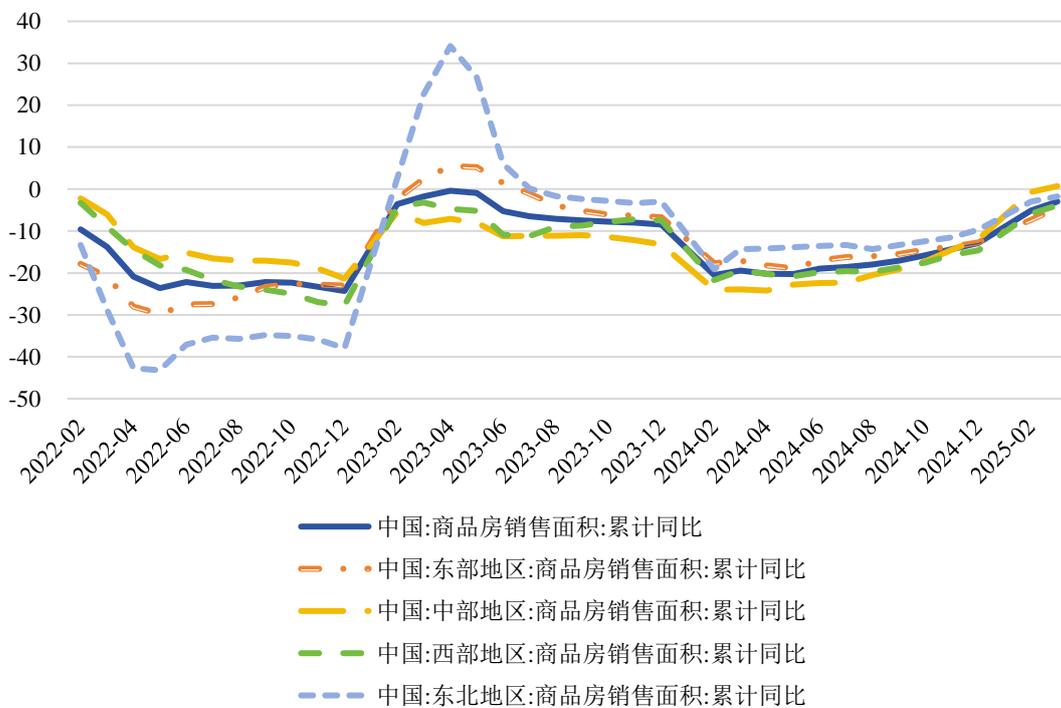


图 49 全国和分地区商品房销售面积累计同比增长率

(数据来源: Wind、上海财经大学)

从代表性城市月度成交表现看, 2025 年上半年, 新建住宅销售在低基数基础上呈现温和回升趋势(见图 50)。深圳、北京、成都等地的交易规模修复较为明显; 上海、广州、杭州基本与去年同期持平; 青岛和佛山则略逊于去年同期水平, 表明城市间市场复苏节奏仍存在差异。三四线城市仍面临一定压力, 义乌等经济强县的住房市场表现强劲, 城市间分化加剧。

二手住宅市场在“以价换量”的带动下, 成交活跃度显著提升。部分城市二手住宅成交规模已回升至近五年高点(见图 51)。其中, 深圳、杭州、成都、青岛表现最为突出; 北京、上海、佛山也较 2024 年同期显著提振; 广州则仍显著低于 2021 年时的交易规模。

从交易结构来看, 低总价二手房去化加速, 改善型住房是新房市场重要支撑。一线和强二线城市的人口吸引力强, 低总价二手房的可支付性已显著提升, 租售比与国债收益率相当, 将推动这类城市率先企稳, 而次新房面临新房产品冲击将延续调整态势。

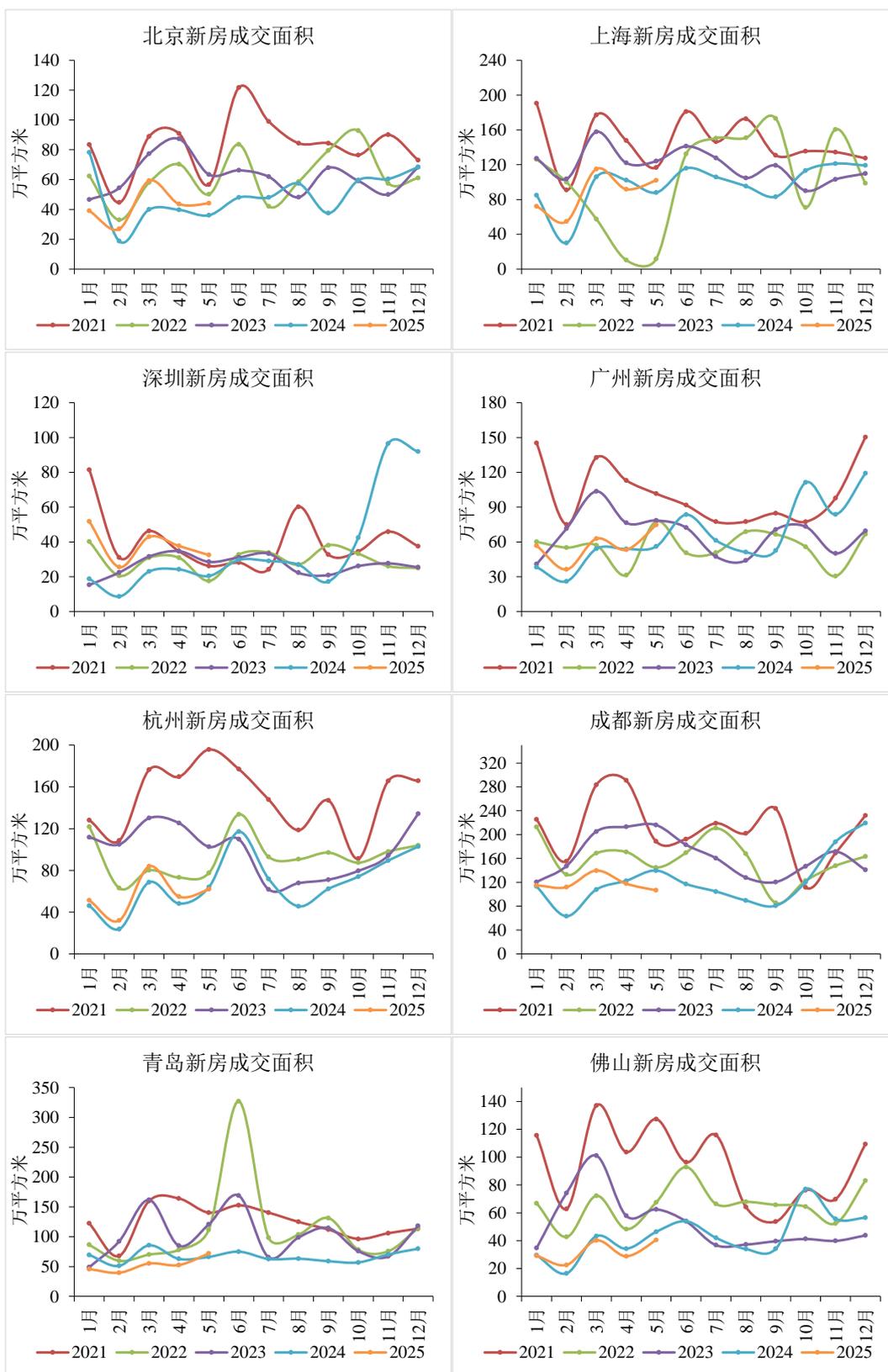


图 50 代表城市历年新建商品住宅月度成交面积走势

(数据来源: 中指数据 CREIS、上海财经大学)

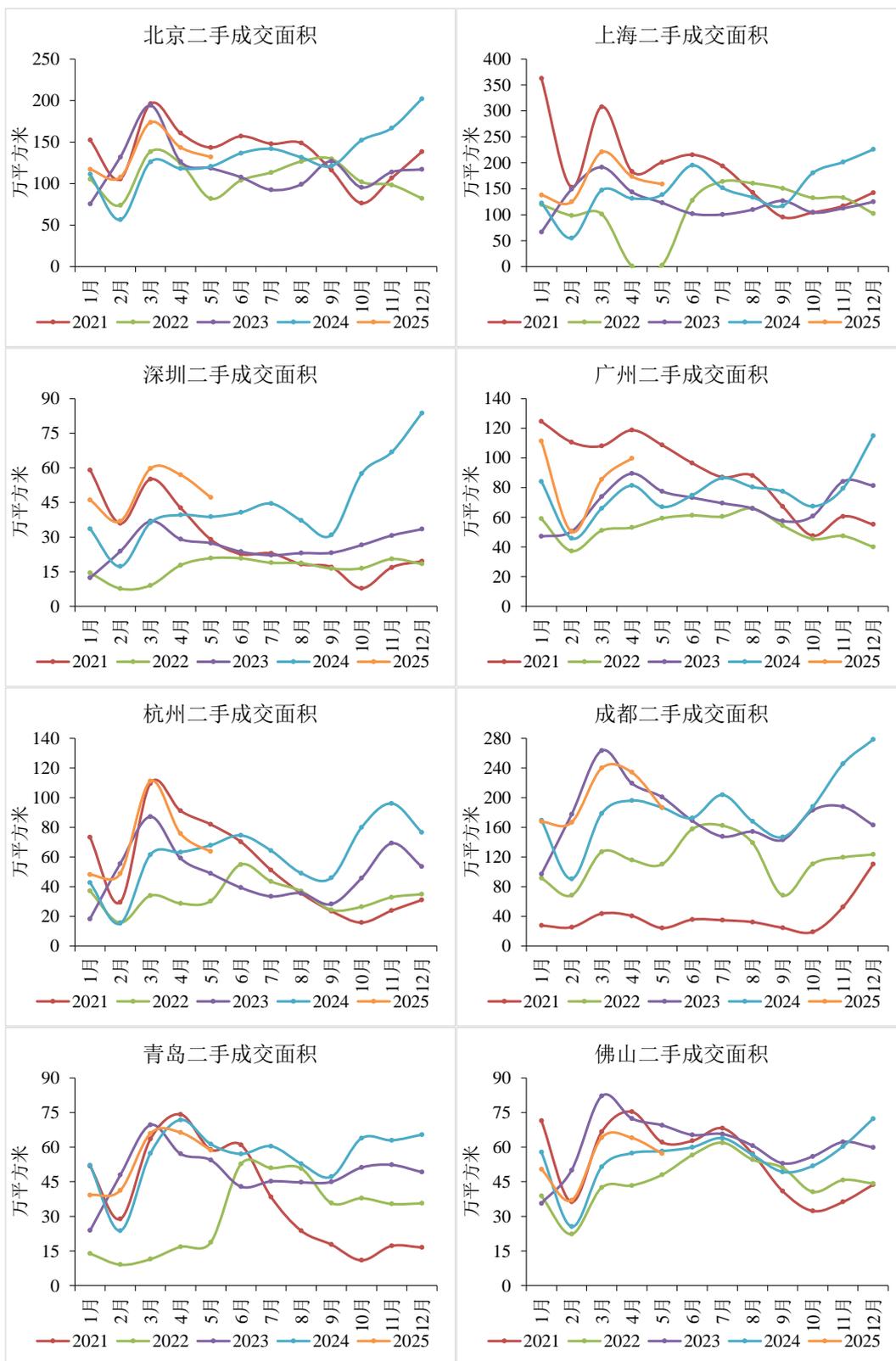


图 51 代表城市历年二手住宅月度成交面积走势

(数据来源: 中指数据 CREIS、上海财经大学)

1.2 供给端房地产企业资金困难，房地产开发投资形势依然严峻

经历前期的严峻考验后，2025 年上半年房地产企业的资金链紧张局面有所缓解，但总体资金来源仍然偏紧。**房企到位资金降幅大幅收窄**：今年 1-4 月房地产开发到位资金累计同比下降 4.1%，降幅较去年同期大幅收窄了 20 个百分点，显示了房企资金链的困难在进一步得到缓解。从资金来源看，如图 52 所示，在国内贷款方面，商业银行边际放松了对于房地产企业的贷款限制。1-4 月房地产企业累计得到 5618 亿元来自银行的贷款，同比微增 0.8%，较去年同期提升了近 10 个百分点。自筹资金累计 10952 亿元，同比下降 6.8%，跌幅较去年同期收窄了 3 个百分点，说明房企资产负债表状况出现了进一步企稳的迹象。同时，得益于房地产销售额降幅的收窄，1-4 月其他资金累计 16008 亿元，同比增长为-4.2%，跌幅较去年同期大幅缩小了约 30 个百分点。其中定金及预收款、个人按揭贷款分别累计 9682 亿元、4517 亿元，同比分别增长-3.0%、8.5%，降幅均较去年同期大幅缩减。房地产市场需求侧的逐渐回暖在一定程度上缓解了供给侧房地产企业流动性的危机。



图 52 房地产开发资金来源累计同比

(数据来源: Wind、上海财经大学)

虽然房地产企业在资金来源上的困难得到了一定程度的缓解,但出于本身财务状况以及对于房地产市场的低预期,投资信心不足,房地产开发投资依然形势严峻,拖累了宏观经济的复苏。如图 53 所示,2025 年 1-4 月,全国房地产开发投资 27730 亿元,同比下降 10.3%,降幅与去年同期基本持平,具体数据由图 14 给出。从开发投资的构成看,1-4 月住宅类开发投资总额为 21178 亿元,占全部开发投资的比例为 76%,累计同比增速为-9.6%,基本与去年同期持平。办公楼和商业营业房的开发投资额为 1108 亿和 1987 亿,累计同比增速为-16.7%和-8.3%。由此可见,尽管销售端有所改善,但开发商投资信心尚未恢复,开发投资仍处于收缩状态。

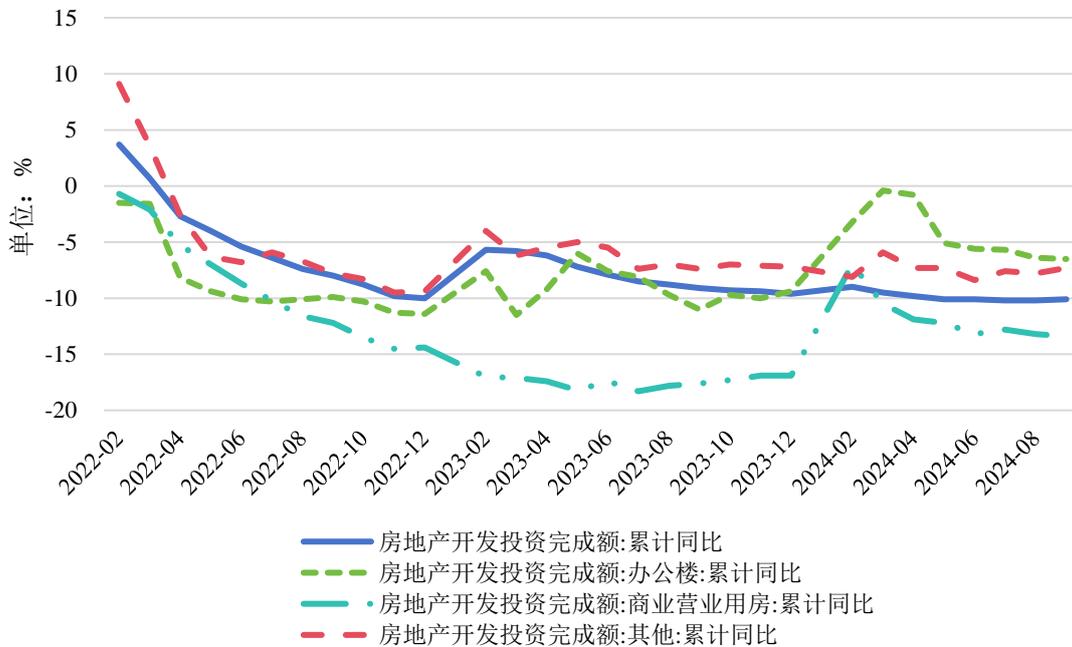


图 53 房地产开发投资及其构成完成额累计同比

(数据来源: Wind、上海财经大学经济学院)

特别值得关注的是,今年办公楼开发投资骤降,同比降幅为去年全年的两倍,显露出办公楼市场的潜在风险。实际上,我国办公楼市场当前面临突出问题,可归纳为“两高两低”:高空置率、高存量,低租金、低估值。空置率已创下金融危机以来新高,从 2021 年四季度的 16.5%攀升至 2025 年一季度的 23.0%;2025 年一季度,写字楼租金指数季度环比跌幅为 2.9%,较 2018 年峰值累计下跌约 20%,且近三年的季度环比跌幅持续扩大。值得警惕的是,估值下行对办公楼开

发者和持有者的债务安全构成潜在冲击，在债务刚性与资产价值缩水的双重压力下，资金链断裂风险加剧。

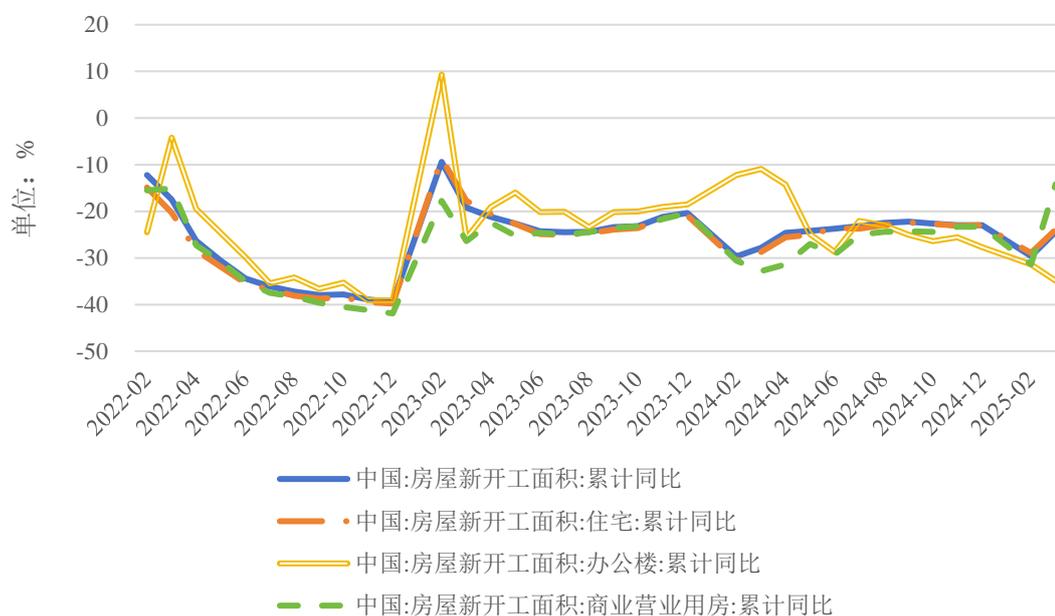


图 54 房地产新开工面积累计同比

(数据来源: Wind、上海财经大学)

与房地产开发投资相一致的是其开工进行新项目的动力明显不足，使得我国房地产市场新开工持续疲软。如图 54 所示，1-4 月房地产开发企业房屋施工面积同比下降 23.8%，延续了去年的低迷水平。其中住宅施工面积同比下降 22.3%。前 5 月新开工面积同比降幅仍高达 22.8%，反映房企在土地购置、项目开工上依然十分谨慎。同时，受益于近年“保交楼”政策力度加大，不少停滞项目陆续竣工交付，房屋竣工面积同比降幅相对较小（1-5 月竣工面积同比-17.3%），如图 55 所示。

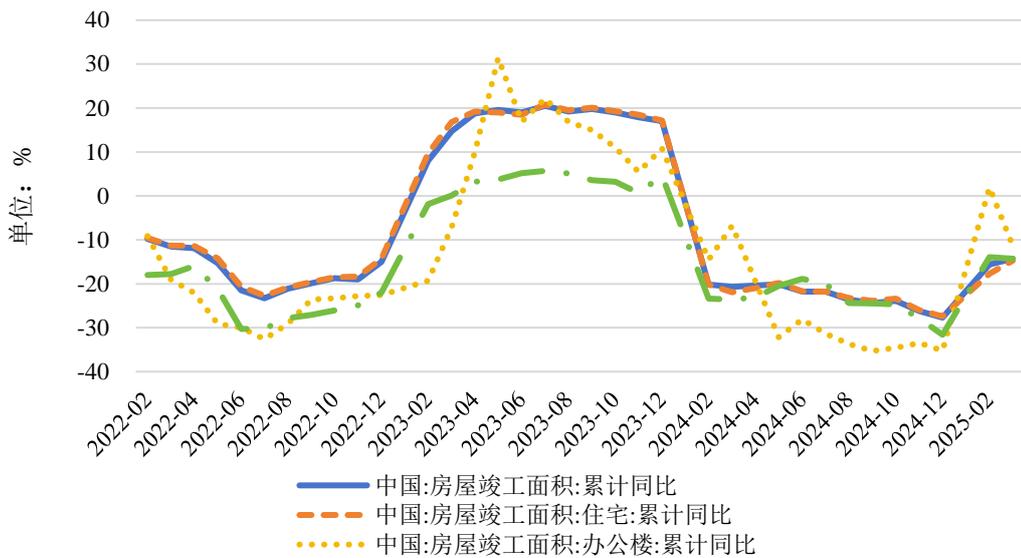


图 55 房屋竣工面积累计同比
(数据来源: Wind、上海财经大学)

总体供给端数据表明，房地产行业供给收缩与去库存并存：房企为缓解资金压力而大幅缩减拿地和开工，存量项目逐步竣工出清市场。

1.3 供应收缩与去库存并行，出清压力仍存

2025 年 1-5 月，统计的 21 个代表城市¹¹月均批准上市面积约 685.37 万 m²，同比下降 14.13%，为近五年最低水平（见图 56）。其中，1-2 月受传统销售淡季影响，房企推盘积极性较弱；3-4 月进入传统旺季，推盘意愿显著提升；但 5 月再度回落，显示房企整体较为谨慎。在样本城市中，厦门（+52.71%）、北京（+37.53%）、武汉（+36.68%）、沈阳（+22.87%）等城市推盘力度相对积极；而大连（-70.87%）和青岛（-42.80%）同比降幅居前，反映出不同城市土地供给与开发预期存在显著分化。

¹¹ 根据中指数据库的数据完整性，选取 21 个代表城市，包括：北京、天津、重庆、深圳、广州、南京、武汉、成都、苏州、大连、厦门、西安、长沙、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、合肥、郑州、温州。

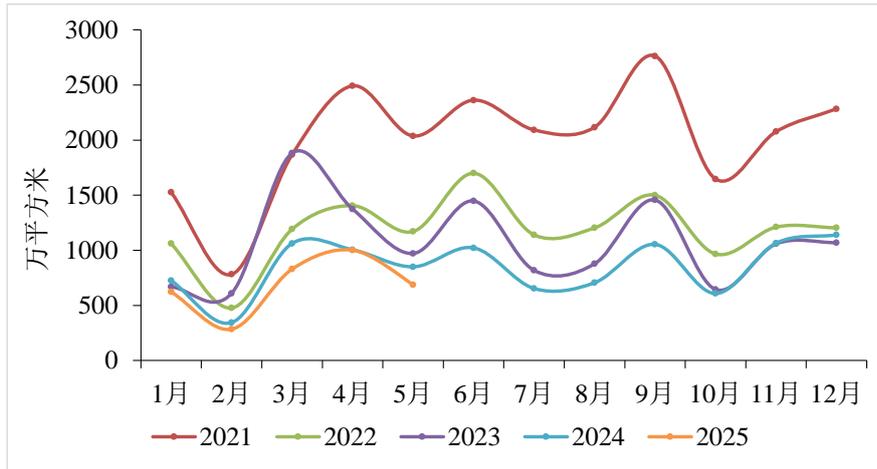


图 56 21 个代表城市历年商品住宅月度批准上市面积走势
(数据来源: 中指数据 CREIS、上海财经大学)

从供求对比来看, 代表城市整体表现为供小于求。如图 57 所示, 2025 年 1-5 月, 21 城平均销供比为 2.01, 较去年同期的 1.73 显著上升, 表明销售相对供应更为活跃, 市场处于“去库存”阶段。从城市分布来看, 大连和苏州的供求矛盾最为突出, 销供比分别高达 5.08 和 3.66, 反映出当前供应端收缩的同时, 部分区域仍有相对坚挺的市场需求。

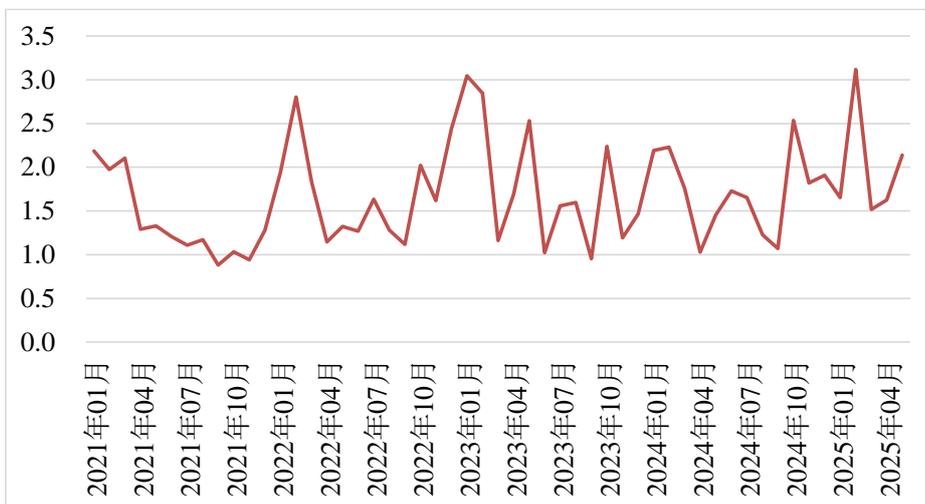


图 57 21 个代表城市历年商品住宅销供比走势
(数据来源: 中指数据 CREIS、上海财经大学)

在推盘减少和成交改善的共同作用下, 可售库存规模持续下降。如图 58 所示, 截至 2025 年 4 月, 全国商品房待售面积同比增长 4.8%, 增速较上年同期回落近 11 个百分点, 其中住宅待售面积同比增速为 6.6%, 比去年同期大幅下降 18

个百分点。这一趋势在 5 月底延续：5 月末商品房待售面积为 77427 万平方米，同比增速降至 4.2%，其中住宅待售面积同比增长 6.5%，较年初明显放缓。去库存的进展主要来自住宅领域库存消化，而办公楼和商业营业用房库存压力仍大，商业物业待售面积同比增速在 2025 年前 4 月反而较去年有所上升，需要警惕其风险。

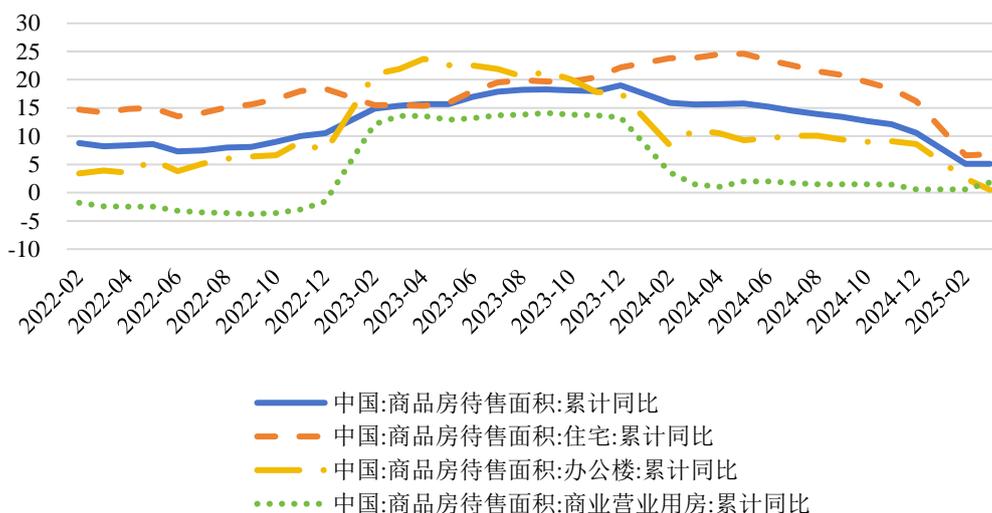


图 58 全国商品房待售面积累计同比增长率

(数据来源: Wind、上海财经大学)

1.4 土地市场继续低位运行，对地方财政造成压力

房企的观望也体现在土地市场。2025 年 1-4 月地方政府国有土地使用权出让收入累计 9340 亿元，同比下降 11.4%，与上年同期降幅基本相当，如图 59 所示。土地出让金减少，使本就债务高企的地方政府财力更加紧张。土地市场低迷既是房地产行业景气度不足的结果，也反过来制约城市更新和新项目供应，对未来市场供给形成隐忧。不过，由于近年来土地供给侧改革和集中供地政策的实施，土地价格过快下行的风险有所控制，短期内未出现土地流拍潮，但长期来看仍需关注地方政府和城投平台的债务风险。



图 59 地方本级政府性基金收入:国有土地使用权出让收入

(数据来源: 国家统计局、上海财经大学)

分城市等级来看,各线城市的住宅用地市场普遍呈现出“量缩价优”的特点(见表 7)。一线城市:推出规划建面同比增长,但成交建面略有下降;得益于优质地块集中供应,土地出让金大幅增长。二线城市:成交建面同比大幅增长,溢价率也为各线城市中最高,显示房企积极布局。三四线城市:推出与成交面积同比下降,土拍表现相对平淡,开发商拿地意愿低迷。

表 7 2025 年 1-5 月 300 城各线城市住宅用地推出和成交相关指标同比变化

	300 城	一线	二线	三四线
推出规划建面同比	-18.5%	17.0%	-1.3%	-22.9%
成交规划建面同比	-6.4%	-0.9%	16.0%	-10.7%
土地出让金同比	24.9%	40.2%	37.9%	3.2%
平均溢价率	11.4%	13.7%	15.4%	3.9%

(数据来源:中指数据 CREIS、上海财经大学)

房企投资进一步向核心城市聚焦,土拍热度分化明显,从土地出让金占比来看(见图 60),2025 年,一二线城市土地出让金占比均提升。根据中指数据,1-5 月,一线城市住宅用地出让金占 300 城的比例为 21.02%,较 2024 年提高 5.67 个百分点;二线城市占比为 47.38%,较 2024 年提高 10.66 个百分点;三四线城市占比为 31.59%,较 2024 年降低 16.33 个百分点。这一趋势反映出房企投资选

辑的转变：在去杠杆压力与销售分化的背景下，企业更倾向于优先布局人口净流入、房价支撑力强的一二线城市，以提高资金使用效率与项目安全边际。

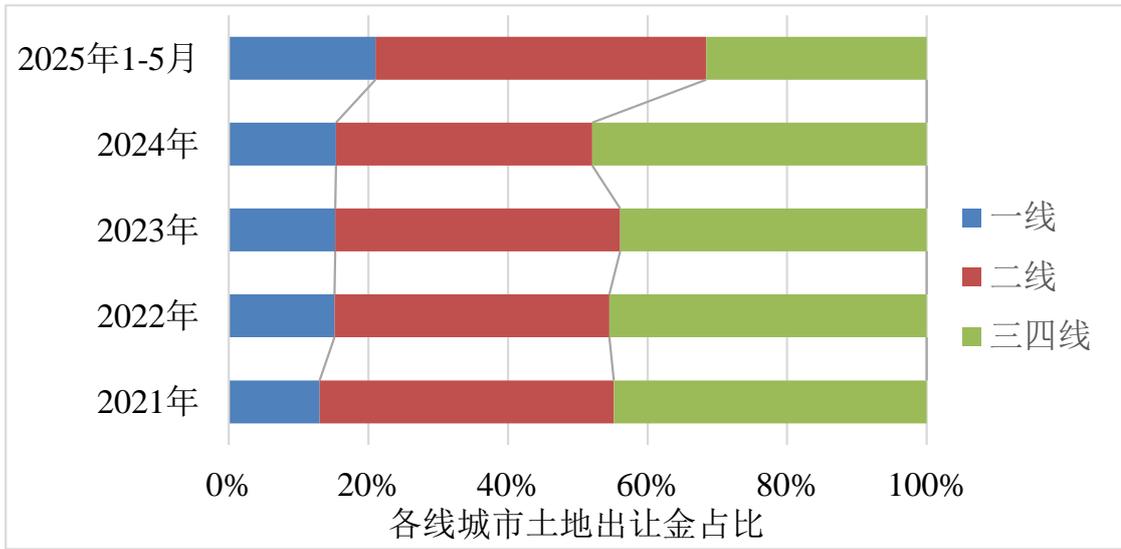


图 60 300 城各线城市历年住宅用地成交出让金占比

(数据来源：中指数据 CREIS、上海财经大学)

尽管资金状况趋于改善，房企投资与拿地意愿依然低迷。这一方面是因为部分高杠杆房企仍处于债务重组或纾困阶段，自身财务掣肘较大；另一方面，在市场前景不明朗、房价尚未明显回升的情况下，企业对新项目投资持观望态度。调查显示，不少房企管理层对短期内楼市强劲复苏持保留看法，倾向于**优先修复资产负债表**、控制支出，而非激进拿地扩张。这解释了为何上半年销售回暖并未带动开发投资同步回升。

1.5 重点问题总结

(一) **增量需求有限，二手房挂牌量维持历史高位**。当前，中国城镇家庭住房自有化率已达 80%¹²。由于人口数量结构变化、城镇化增速放缓，住房市场供求关系发生重大变化，总体而言，新增购房需求有限，城镇年均新增住房需求预计较前十年下降 33%~53%¹³。居民杠杆率已接近发达国家水平，在房价与就业预期尚未明显改善的前提下，进一步加杠杆购房的动力不足。叠加全球经济不确定性，2025 年房地产投资与销售规模仍有下行压力。同时，随着“租购并举”政策

¹² 中金公司，数说中国存量住房，2018。

¹³ 吴璟，徐曼迪。中国城镇新增住房需求规模的测算与分析。统计研究，2021，38(09)：75~88。

的推进以及观念的转变，住房自有不再是普遍需求目标。2024 年第四季度课题组调研发现，楼市新政后的交易增量主要源于限购放松后新市民与青年群体的提前入市以及既有意向购房者的决策加速。

2023 年 9 月以来，一系列政策优化降低了置换成本，加速了改善性需求入市，致使二手房挂牌量增至历史高位，也影响了二手房价格的企稳。北京、上海等城市的挂牌二手房中，“老破小”占一半左右，不符合青年人居住需求。企业收储又因资金量大、价格评估和协商困难进展缓慢。三四线城市库存去化则有赖于产业转型和经济回稳。

（二）新房价格与产品结构受限，加剧去化压力。新房销售普遍存在备案价基础上的折扣限制，在二手房价格持续下行的背景下失去价格竞争力。现房销售有望逐步代替预售成为商品房销售的主流方式。同时，中小套比例限制导致产品同质化严重，且得房率普遍较低，进一步加大去化难度。随着各地优化土地规划设计条件，“第四代住宅”等高品质住房产品将引领新房市场热度提升。另外，大城市郊区新房库存压力尤为突出，中小城市国企“收储改保”则因保障房需求有限亦不可行。

（三）大规模保租房集中入市，分流商品住房租购需求。“十四五”期间，广州、上海、深圳分别规划建设筹措保租房 60、47、40 万套（间），约占新增住房供应总量的 46%、40%、45%¹⁴；杭州、西安等城市也制定了 30 万套（间）以上的供应目标，占新增住房供应总量的 30% 以上¹⁵。在商品住房供给充裕甚至局部过剩情况下，保租房集中入市对市场租赁供需形成冲击，甚至传导至销售市场。租赁住房市场与就业形势高度相关，2025 年保租房供应的增加，将使市场化租赁继续承压。

（四）非理性预期削弱市场信心，政策引导需强化。市场观望情绪依旧浓厚，主要受回顾型预期（基于历史房价走势的线性外推）和就业压力影响。自媒体对

¹⁴ 广州市住房发展“十四五”规划，2021.8.17；上海计划五年新建 47 万套保障性租赁住房，怎么申请？长三角日报，2021.11.23；深圳市住房发展“十四五”规划，2022.1.7。

¹⁵ 杭州市加快发展保障性租赁住房实施方案，2021.10.25；西安市“十四五”保障性租赁住房发展规划，2022.2.7。

房价下跌与裁员的广泛传播，又放大了悲观预期。市场信心短期靠政策引导，中期靠房价企稳，长期靠经济增长。房价企稳前维持市场信心仍需政策持续发力。

2. 市场趋势背后的经济逻辑分析

2.1 居民预期与消费：需求疲软的根源

通过以上数据可以看出，上半年住房市场的低迷很大程度上源于**居民需求端的疲软**。究其原因，居民部门收入预期下降和不确定性上升是核心背景。自 2022 年以来，国内经济增速放缓、就业市场压力增大，消费者就业和收入预期双承压，居民对未来收入的信心不足，引发预防性储蓄动机增强，拖累消费增长动力。

消费者信心指数（Consumer Confidence Index, CCI）是衡量消费者对当前和未来经济形势信心的综合性指标，它反映了消费者对经济发展、就业前景、收入水平以及消费意愿等方面的看法和预期。作为一项先行指标，CCI 对预测消费支出、投资意愿乃至整体经济走势具有重要参考价值。

当前中国消费者信心指数和消费者满意指数处于极低水平，且在 2025 年上半年仍在低位徘徊。如图 61 所示。这表明消费者对经济前景的判断趋于谨慎甚至悲观，内生增长动力不足的问题尤为突出，可能对未来的消费和投资活动产生显著的抑制作用，是宏观经济运行中亟待解决的关键问题。消费者预期指数从 1 月的 89.2 降至 4 月的 88.3，表明消费者对未来经济前景、就业改善和收入增长的预期持续悲观（见图 62）。这与制造业 PMI 中从业人员指数长期低于荣枯线相呼应，共同指向就业市场的结构性压力和居民收入增长放缓的现实。

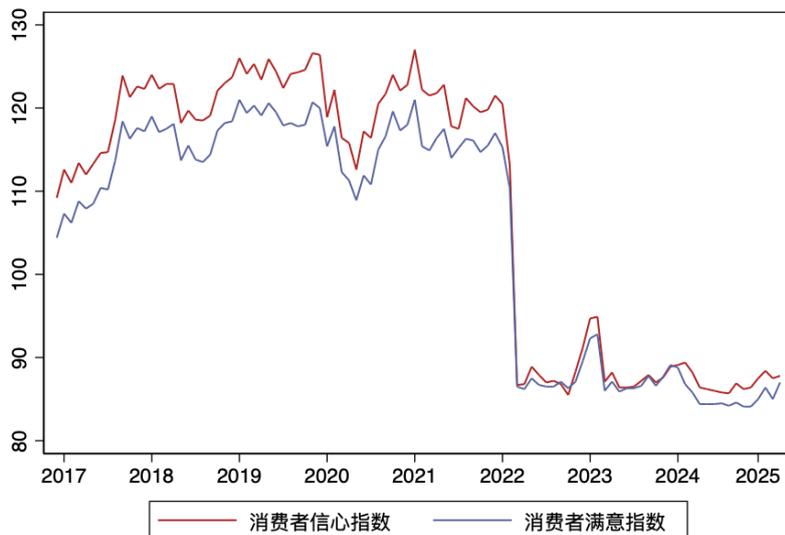


图 61 消费者信心指数（数据来源：财新/CEIC 数据库）

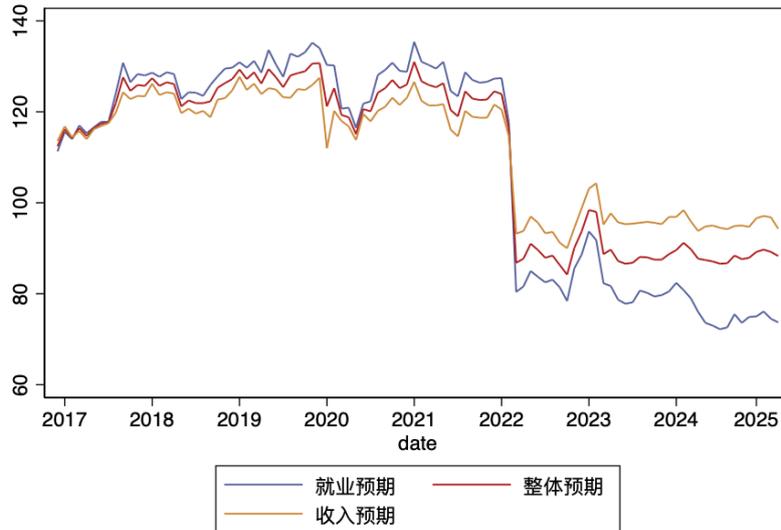


图 62 消费者整体预期、就业预期和收入预期指数（数据来源：财新/CEIC 数据库）

2025 年上半年中国消费者信心指数的持续走弱，并非单一因素所致，而是多重宏观经济因素相互作用的结果。它不仅反映了收入和就业预期的不确定性、房地产市场调整的冲击，也体现了市场信心的恢复需要更强有力的信号和更稳定的宏观环境。提振消费者信心，将是未来宏观政策需要重点关注并持续发力的方向。

当家庭担心未来收入下降时，会选择减少当前非必要消费、增加储蓄以备不时之需。这直接导致社会消费品零售总额增速放慢。官方数据显示，2024 年 6 月社会消费品零售总额同比增速仅 2.0%，明显低于疫情前 8% 以上的常态增速。居民消费长期不足已成为共识，其对经济增长的贡献率持续走低。

在这种高不确定性环境下，住房作为居民资产的重要部分，其市场表现也深受影响（需求不足 → 房价下跌 → 财富效应减弱）。一方面，住房具有“双重属性”：既是不动产（流动性差），又被视为相对安全的资产。当收入前景不确定上升时，由于房产变现难度高，家庭往往不会轻易出售房屋套现，而是倾向于削减消费并保留住房。但另一方面，正因为缺乏变现渠道，住房无法充分充当家庭的“蓄水池”来平滑消费——房价下跌反而削弱了房产的安全资产属性。换言之，在中国当前的市场环境下，收入冲击导致的预防性储蓄增加，并未通过典当

房产等方式转化为消费资金，反而造成住房需求下降和房价下行。这一连锁反应正是近两年房地产市场低迷的重要成因。

2.2 资产负债表修复：居民与房企的调整

自 2021 年中以来，居民和房企都进入了**资产负债表修复**阶段，只是方式有所不同。对于居民户来说，表现为“增存款、降负债、慎消费”。

如图 63 所示，可以看出，居民户新增人民币中长期贷款当月值在 2021 年底出现了分水岭，在 2021 年之前，虽然也有 2020 年 4 月份的较低的数值，但整体上比较稳定，但从 2021 年之后，虽然也有零星地当月新增较高的时点，但整体上家庭部门累积中长期贷款的兴致大幅衰减。2025 年前 4 个月，居民户新增人民币中长期贷款 7601 亿元，也低于去年同期的 8084 亿元，而在 2021 年之前，这一数值甚至都不及任意一个普通月份的数值。

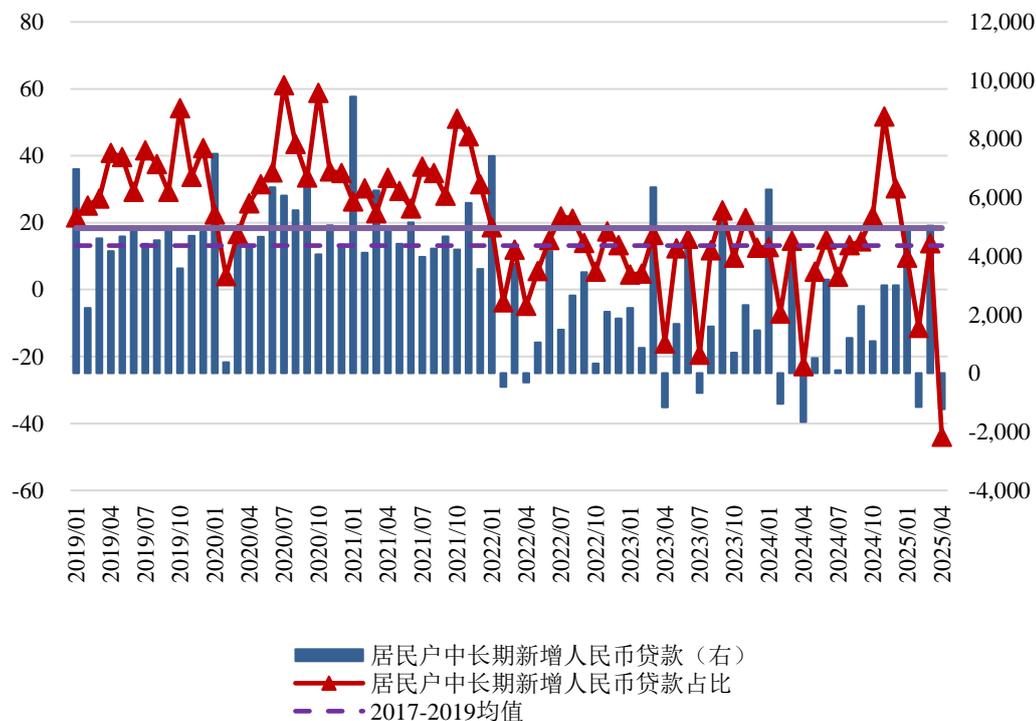


图 63 家庭部门新增人民币贷款

（数据来源：国家统计局、上海财经大学经济学院）

家庭部门缩表也体现在家庭部门杠杆率（家庭债务余额除以家庭可支配收入）开始缓慢下降。如图 64 所示，可以看出，无论是以资金流量表衡量，还是以城乡一体化调查数据衡量，中国家庭的杠杆率均在 2021-2022 年间开始下滑，并且这一下滑的势头比较持续。同时，对照美国的情形的话，美国在金融危机前的

2007 年杠杆率达到了 136.7 的峰值，然后一路走低，虽然疫情期间略有上扬，但整体下降的趋势仍然没有改变。因此，中国家庭的缩表之路可能还会很漫长，这会给宏观经济的需求侧带来长期的影响。

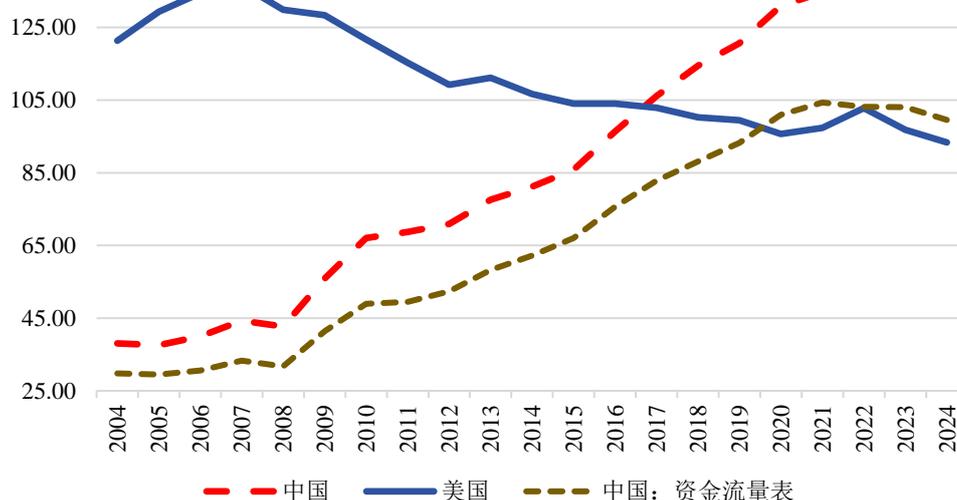


图 64 家庭部门杠杆率变动

(数据来源: 国家统计局、上海财经大学经济学院)

家庭房贷下降，储蓄却在升高。如图 65 所示，可以看出，家庭部门的储蓄率从 2010 年后呈现下降的趋势，但这种趋势在新冠肺炎疫情后被打破，家庭部门的储蓄率虽有震荡，但从 2021 年开始呈现稳定，甚至有所上升的趋势。

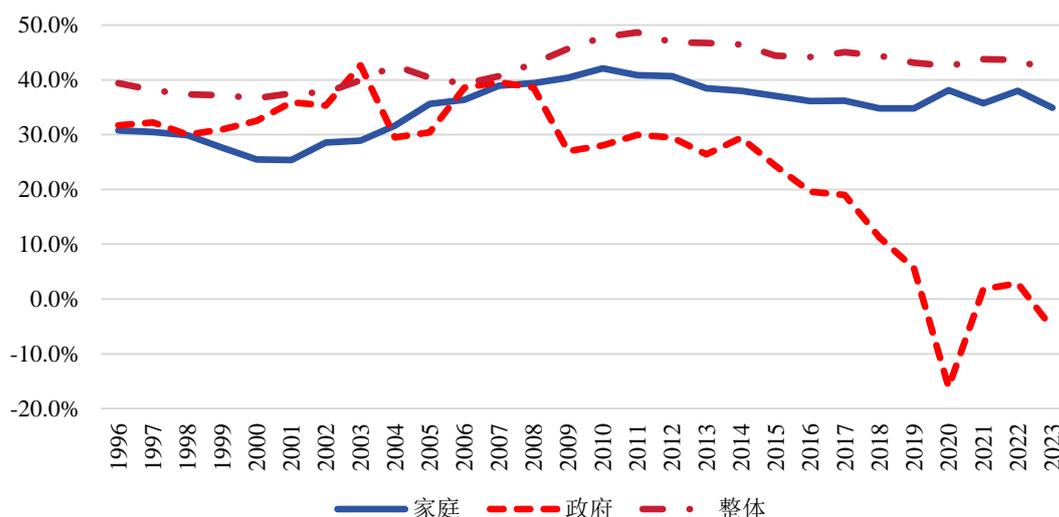


图 65 资金流量表计算储蓄率

(数据来源: 国家统计局、上海财经大学经济学院)

由于资金流量表仅到了 2023 年，课题组利用家庭部门的现金储蓄数据，进一步探讨了近些年来家庭部门的储蓄行为，如图 66 所示，可以看出，家庭部门则继续增加流动性资金的持有。2025 年一季度家庭银行存款新增额为 9.22 万亿元(图形中,为了将一季度的数值显示,也将第二季度的数值设定为与一季度相同,但二季度真实数据在本报告发布时尚未公布)。虽然较 2023 年最高峰的 9.9 万亿元有些许降低,但显著高于之前的任意年份。也就是说,家庭部门仍在持续地累积流动性资产,这也与平均消费倾向下降,以及家庭部门消费增速逐渐下降,收入增速逐渐上升的现象吻合。

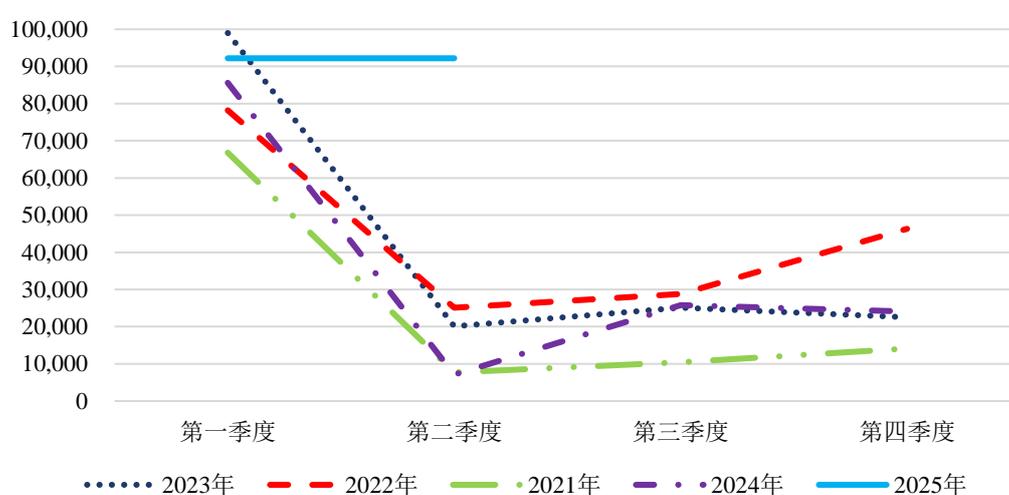


图 66 家庭部门分季度储蓄额 (亿元)

(数据来源: 中国人民银行、国家统计局、上海财经大学经济学院, 单位: 亿元)

房企方面,自“三道红线”监管和债务危机暴露以来,大型房地产公司纷纷缩表自救,行业杠杆率持续下降。2023 年多家头部房企发生债务违约或重组,行业融资环境骤然收紧,不得不停止拿地、延期项目建设,以求生存。这使得**房地产开发投资断崖下跌**(2022-2023 年投资累计下降两成以上),新开工规模大幅缩减至十年前水平。进入 2025 年,随着政策层面推出金融 16 条支持、保交楼专项借款等纾困措施,房企流动性危机有所缓解,表现为到位资金降幅大幅收窄、银行贷款重新增量。

但**房企整体的投资偏好依旧谨慎**,把主要精力用于清盘存货、交付预售项目、归还债务,而非开工新项目。这是行业去杠杆的必然结果,也是市场尚未企稳前企业求稳策略的反映。房企资产负债表的修复需要销售回暖和再融资支持,两者

缺一不可。当前销售虽然边际改善，但远未回到繁荣时期水平，企业现金流仍然脆弱。因此在融资端，除了银行贷款外，还需要资本市场和政策性资金的持续支持，以防止行业再次陷入流动性困境。

总结来看，自 2022 年下半年以来，全国住房销售和房价的持续下跌，与居民部门储蓄率攀升、消费意愿低下基本同步。因此，可以认为并非房地产行业自身的问题直接导致市场疲软，其深层根源在于宏观经济和劳动力市场，使居民部门的资产负债表调整成为必然。

这也解释了为何即使出台一些刺激购房的政策，居民需求恢复依然缓慢。因为当家庭担心就业和收入时，减轻房贷利率或降低首付的政策诱因效果有限，家庭可能更愿意提前还贷而不是新增贷款购房。调查显示，过去几年中提前偿还房贷的家庭比例相当高：CHFS 数据显示 2017 年有 21.9% 的房贷家庭提前还款，2019 年仍有近一成家庭提前还贷。2022–2023 年房地产低迷期，银行亦出现“提前还贷潮”，许多居民动用存款或消费贷提前归还房贷，以降低利息负担。这种行为在一定程度上说明，居民部门在主动降低杠杆，通过减少债务来缓解未来财务压力。这虽然有利于长期资产负债表稳健，却直接压制了当期消费和购房支出，对宏观需求形成拖累。

2.3 “房住不炒”与市场预期

值得一提的是，中国的房地产政策基调“房住不炒”在过去几年得到严格贯彻，对市场预期产生了深刻影响。这一定位强调房子是用来住的，不是用来炒的，遏制投机需求、挤出投资泡沫。从实际效果看，投资投机性购房需求确实明显降温：多个城市的二手住房投资客抛售现象在 2022-2023 年集中出现，炒房资金撤出，居民住房持有预期由“房价只涨不跌”逐渐转变为更为理性。这在巩固调控成果、防范金融风险方面起到了积极作用。

然而，由于城镇住房自有率已高且存量庞大（中国家庭资产中近七成为住房），如果完全压制住房相关贷款和资金流动，也会在一定程度上限制了住房资产的流动性。居民预期从“买房是最好投资”转为“持币观望”后，短期内购房意愿骤减，市场陷入观望僵局，形成了价格下跌—观望加剧—成交低迷的循环。

为扭转预期，近一年决策层适度调整了策略，提出满足刚性和改善性住房需求，支持自住购房信贷，允许各地因城施策优化调控等方向。在中央基调不动摇

的前提下，通过局部政策松绑来稳定市场预期。2024 年下半年以来的若干政策（如降低首付比例、二套转首套认定标准放松等）皆属此类“结构性放松”，一定程度上缓和了市场悲观预期。但要根本扭转人们对房地产的观望情绪，仍有赖于宏观经济回升和居民收入预期改善，否则房价稍有反弹又可能招致观望资金逢高出货，延长筑底时间。

总的来看，2025 年上半年住宅房地产市场呈现出**触底企稳但动力不足**的特征：销售和房价跌势趋缓，部分指标好转，但居民消费信心和企业投资信心仍未恢复，市场对未来走向保持谨慎。如何在“房住不炒”的原则下激发住房相关需求、改善家庭部门资产负债表，从而提振消费和经济增长，成为政策面临的重要课题。对此，学界和政策界提出了通过**金融供给侧结构性改革**激活房地产存量资产的新思路，其中最受关注的是**住房再融资（抵押再贷款）政策**。

3. 住房再融资政策对消费和房地产市场的潜在作用

3.1 中国住房再融资市场的缺失与影响

住房再融资（Refinance），是指有房家庭将已持有房产再次抵押以获取贷款的行为，包括提取房屋净值的抵押贷款（home equity loan）等形式。在美国等成熟市场，住房再融资是房地产财富效应传导到消费的核心渠道：当房价上涨时，房主可通过再抵押房产获得现金，用于消费或投资，从而带动总需求。

然而，在中国，**住房再融资渠道近乎缺失**。商业银行提供二次抵押贷款的业务十分有限，在 14 家大型银行中只有 6 家开展过房屋二次抵押业务，而且多为小规模房屋净值贷款而非标准再融资贷款。申请二次抵押贷款的限制条件也很多，例如贷款用途、额度上限、借款人资质等都有严格要求。结果是，绝大部分中国家庭无法通过住房再抵押来获取资金，应对流动性需求。

中国家庭金融调查（CHFS）数据显示，2015 年和 2017 年有过二次抵押贷款的家庭比例仅为 1.39% 和 1.75%，可谓微乎其微。与此相对，比率较高的是提前还贷比例（如 2017 年 21.9%），说明我国房贷借款人更倾向于提前还款而非再贷款。大量已还清或尚有部分贷款未偿的房屋净值资产因此“沉睡”在市场中，未能被盘活用于平滑家庭消费或投资。这种制度和市场设置上的差异，使得中国居民部门在面临收入冲击或房价波动时，缺少一条重要的自我保险和刺激消费的

渠道。住房的财富效应无法充分发挥，金融资源沉淀在房产上而无法向实体消费传导，导致金融体系中存在“水多而流不到实体”的现象。

换言之，中国当前的住房金融体系**重购房、轻消费**：银行更愿意发放购买新房的按揭贷款，而对已有房产的抵押贷款极为谨慎。这种局面在房地产上行期间问题不大，但在经济下行、房价走弱时期就会加剧总需求不足的问题。当房价下跌时，家庭既无法卖房（因卖了也不一定有人买，且卖房损失财富）也无法抵押房产融资，只能被迫削减消费来应对财务压力，进一步压低总体需求并令房价雪上加霜。因此，许多专家建议引入**住房再融资政策**作为金融供给侧改革的一环，通过解锁沉淀的房屋资产价值，来促进消费、稳住房价和优化家庭资产配置。

3.2 再融资政策的理论效应

基于异质性个体的生命周期模型研究表明，引入住房再融资政策有望对中国经济的消费和房地产市场产生多重积极影响。

首先，从扩大消费来看，再融资为家庭提供了一种将不动产转化为流动资金的手段。当家庭有资金需求时，不必再拘泥于现有储蓄或被迫卖房，而可以通过房产再抵押获得现金。这降低了家庭对未来不确定性的焦虑，减少预防性储蓄动机，从而直接增加消费支出。研究发现，再融资工具的出现可使家庭陷入流动性约束的概率下降，消费型家庭的比例上升。这意味着总需求将得到提振，有助于缓解当前我国消费不足的困境。

其次，从房地产市场来看，再融资能够提升房产的金融属性和流动性，使住房对居民更具吸引力。一方面，只有已有房产的家庭才能进行再融资，这会激励无房家庭为了未来能融资消费而买房置产；另一方面，房主知道房子不仅能住还可变现，更愿意持有房产甚至增购，从而提高住房需求。模型模拟表明，引入再融资政策会促进房价上涨，起到稳定房地产市场的作用。这对于当前房价低迷的局面无疑是及时雨，有利于市场尽快企稳回暖。

再次，从家庭资产负债角度，再融资反而有助于降低家庭债务负担，实现良性去杠杆。因为家庭是否能再融资取决于房屋净值（即已还本金部分），这会激励部分家庭在政策实施初期主动偿还部分贷款以提高房屋净值（出现短期“降杠杆”行为）。同时，获得再融资渠道后，家庭会将原本过度囤积的储蓄用于偿还

高息房贷或用于消费，从而优化资产负债结构：储蓄率下降、负债率下降，资金得到更有效的配置。

概括而言，理论分析得出以下结论：

（1）刺激消费、提振需求：再融资降低了流动性约束和预防性储蓄，立即提高家庭消费水平。研究模拟显示，引入再融资政策后家庭消费将即时上升，耐用消费品支出显著增加。这对于实现“以消费驱动增长”的战略意义重大。

（2）稳房价、促需求：再融资激活住房金融属性，提升购房意愿并推升房价，从而稳定房地产市场。房价企稳回升还通过财富效应进一步反哺消费。

（3）降债务、优结构：再融资使家庭高利债务（房贷）可用低成本资金置换，家庭主动降杠杆意愿增强。结果是家庭部门杠杆率下降、资产负债表更健康。

（4）扩大金融供给：引入这一新的贷款品种将丰富我国金融市场深度，引导信贷资源更有效率地支持消费和实体经济，而非沉淀在房地产存量中空转。

3.3 国际经验借鉴

丹麦的经验：在 1990 年代初，丹麦面临严重的经济危机，失业率超过 10%，房价下跌近 20%。为此，丹麦政府于 1992 年进行了金融改革，引入了再融资政策。研究表明，该政策对丹麦经济的短期复苏和长期平稳均产生了显著正向影响。再融资的引入不仅提高了消费和房价，还为缺乏原始资金的潜在企业家提供了资金，从而刺激了创业和经济长期增长。此外，再融资显著改善了家庭现金流，使失业家庭有更多时间寻找合适工作，提高了就业匹配效率。

美国德克萨斯州的经验：在 1998 年之前，德州只允许以房屋改善的名义进行再融资。1997 年和 2003 年的法案放松了限制，允许以其他消费名义进行再融资，并引入了住房净值信贷额度（HELOC）。政策放松后，德州当地的零售销售额大幅上涨，这主要归因于家庭再融资后流动性约束的放松。同时，德州在金融危机期间的房贷违约率低于其他州，这得益于其对再融资额度设定的最大债务资产比 80% 的限制。这表明，合理的政策设计对于控制风险至关重要。

美国 2008 年金融危机后的经验（HARP）：为应对金融危机，美国奥巴马政府于 2009 年推出了“住房可支付计划”，其中包括可负担住宅再融资计划（HARP），放松了再融资限制。通过 HARP 提供的再融资机会，家庭的利息支出降低，耐用品支出显著上升，房贷违约率降低，房价恢复加快。

这些国际案例一致表明，无论是在经济下行时从无到有地引入再融资政策，还是扩大其范围、降低限制，均能对经济复苏起到显著的改善作用。这些经验为中国当前面临的挑战提供了重要的政策借鉴。

3.4 政策实施的可行性与风险控制

在提出住房再融资政策时，一个现实问题是如何与我国“房住不炒”的大方针相协调。对此，专家指出，住房净值再融资针对的是家庭已购住房的存量价值变现，本质上是一种有真实资产作抵押的贷款行为，并不涉及炒房投机。我们讨论的政策着眼于首套房及自住房产的流动性提升，旨在支持家庭消费需求，而非鼓励投资性购房。因此，再融资政策在原则上不违背遏制炒房的精神。

此外，当前市场环境下，居民预期理性且房价低位运行，即使开放再融资，短期内也难以刺激炒作热情，反而有助于稳住房价预期，巩固“房住不炒”成果。另一方面，政策设计上可通过额度和用途限制来防范资金违规流入炒房。例如，可借鉴德州模式设定再融资贷款额不超过房屋评估价值的70%–80%，并严格限定贷款资金用途（如用于消费、教育、创业等），禁止将再融资资金用于购置第二套房产等投机行为。这样既确保了有足够缓冲防止房价波动导致的违约风险，又能把政策精准对接到消费领域，起到“牵牛鼻子”作用。

在金融机构层面，引入住房再融资需要相应的风控和监管措施同步跟进。首先，应加强房屋估值和贷款审核机制，防止借款人高估房价过度举债。银行应对申请人收入、信用、房产情况进行严格评估，遵循审慎授信标准。其次，监管部门可对整个再融资贷款市场进行动态监测，一旦发现贷款资金被挪用于房地产投机或资产泡沫苗头，及时调整政策参数。第三，目前市场上已有一些小贷公司等非正规渠道提供高利率的“房抵贷”业务，游走在监管灰色地带甚至有非法集资风险。将住房净值再融资纳入正规金融体系，由持牌银行按规范开展，有利于挤出地下高利贷，保护消费者权益，并使监管部门能掌握风险全貌。最后，从宏观审慎角度，可考虑将再融资贷款纳入房贷统计和资管指标，防止银行过度集中此类业务导致资产负债错配。总体而言，只要政策设计合理、监管得力，住房再融资完全可以在保持房地产市场稳定的前提下实施，不会引发系统性金融风险。

4. 政策建议

为推动住房市场平稳健康发展、释放居民消费潜力，2025年下半年及未来一段时期应在坚持“房住不炒”定位的同时，从金融供给侧发力，出台更具针对性的措施。基于当前形势，本报告提出以下政策建议：

第一，适度放宽住房净值再融资限制，盘活居民存量住房资产。建议由监管部门牵头鼓励商业银行开发适合不同群体的房产二次抵押贷款产品，降低申请门槛和手续复杂度。在试点城市率先开展住房净值贷款业务，为已购房多年的居民提供一定比例房屋评估价值的贷款额度，专项用于消费和经营用途。通过正规金融渠道将“沉睡”的住房净值变现，激活家庭消费需求。同时配套明确贷款用途监管，确保资金投向实体领域而非再次炒房或违规进入股市。根据模型测算，此举有望显著提升居民消费增长，促进房价企稳回升。

第二，深化金融供给侧结构性改革，丰富面向居民的信贷产品。除住房再融资外，应大力发展消费信贷市场，提供更多以信用和资产为支持的普惠金融服务。鼓励银行下沉发掘消费贷款需求，发展信用卡分期、个人信用贷等合规业务，为居民耐用消费品、大额教育医疗支出等提供资金支持。金融市场的发展滞后可能是近年房价高企、消费疲软的成因之一，改革应着眼于提升金融市场广度与深度，打通资金“空转”堵点，将沉淀资金引入消费和创业领域。通过提升金融体系对实体的供给能力，支持内需扩张和经济高质量发展。

第三，完善社会保障体系，降低家庭后顾之忧。预防性储蓄高企背后是居民对医疗、养老、就业等领域的不确定担忧。政府应加快健全社保网络，扩大失业保障和医疗保险覆盖面，提高养老金待遇和基础养老服务水平。鼓励发展商业养老保险和健康险，给予税收优惠，引导居民合理配置保障型金融产品。当家庭的抗风险能力增强，对未来信心提升，预防性储蓄动机就会下降，从而释放部分储蓄用于当前消费。这将形成良性循环，有助于从根本上扩大内需、振兴房地产等耐用消费品市场。

第四，继续因城施策稳定房地产市场，提振合理住房需求。鉴于各城市房地产周期不同，应赋予地方更大自主权调整限购、限贷政策。在房价跌幅较大、库存积压严重的三四线城市，可考虑阶段性放松购房资格限制、提高公积金贷款额度，吸引自住和改善需求入市。对一二线需求旺盛城市，则重点保证刚需群体贷款利率优惠，限制投机炒作避免新一轮过热。在执行层面，持续推进“保交楼”

工程，确保已售项目如期交付，以提振购房者信心。加快推进不动产登记改革和二手房交易服务优化，降低存量房交易成本。综合运用财政、金融、产业政策，促进住房消费健康发展，避免“大起大落”。

第五，强化风险监测和政策协调，把握好改革力度和节奏。在推出再融资等创新政策过程中，应建立动态监测预警机制，关注房价、信贷和债务的变化，防止局部过热或风险外溢。货币政策和宏观审慎政策要协同配合，根据经济恢复程度适时调整楼市支持力度，既避免刺激不及预期，也防范过度宽松引发房价报复性反弹。监管部门要加强对银行开展房产二次抵押贷款的指导，制定统一规范和信息报送要求，确保整个改革在可控范围内进行。一旦市场出现超预期波动，应迅速响应，如通过窗口指导或差别化措施降温，保障房地产市场平稳运行。总之，要正确把握改革力度，既充分释放政策红利，又牢牢守住不发生系统性风险的底线。

三、通货紧缩风险及其影响

2025 年初以来，在对外贸易贸易增速明显改善的背景下，受家庭部门复苏动能持续减弱和房地产行业持续深度低迷的影响，国内有效需求恢复不畅，导致国内三大关键价格指数的前 5 个月增速均在低位甚至负值区间徘徊。居民消费价格指数(CPI)同比下降 0.1%，核心 CPI 同比微增 0.6%，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 3.3%，降幅扩大 0.6 个百分点。一季度 GDP 平减指数为-0.8%，中国经济面临较为明显的通货紧缩压力。在国内经济增长压力不断加大、国际形势日趋复杂的背景下，我国经济要在 2025 年实现 2%左右的通胀目标难度不小。

CPI 和 PPI 同时下降，表明通货紧缩风险已从生产端向需求端蔓延；GDP 平减指数已连续八个季度为负，表明整体经济价格水平持续下行，通缩压力已从特定行业向宏观经济层面蔓延，呈现长期化趋势。价格水平的持续下滑容易形成自我强化的恶性循环，对中国宏观经济带来多方面的短期与长期风险，其中**债务通缩螺旋风险**尤为突出，可能对经济增长动能造成系统性伤害。

1. 通货紧缩的具体表现与原因分析

1.1 物价增速持续低位徘徊

2025 年一季度 GDP 平减指数较去年同期下降了 0.24 个百分点，较 2024 年末下降了 0.04 个百分点；前 5 个月 CPI 和 PPI 累计同比增速分别为-0.13%和-3.3%，较去年同期分别下降了 0.4 个百分点和 1.9 个百分点，较 2024 年末分别下降了 0.2 和 1 个百分点。特别是 PPI 和 GDP 平减指数均在负值区间运行，并已持续接近 24 个月，如图 67 所示。此外，前 5 个月核心 CPI 的累计同比增速为 0.6%，虽然较年初的水平有所回升，但仍处于 2021 年以来的最低水平。值得注意的是，今年以来基数效应的影响已逐渐褪去，核心 CPI 的增速虽然偶尔向上波动，但总体上还是延续了自 2018 年以来的持续下降的趋势，预计常规刺激政策难以在短期扭转这一趋势。

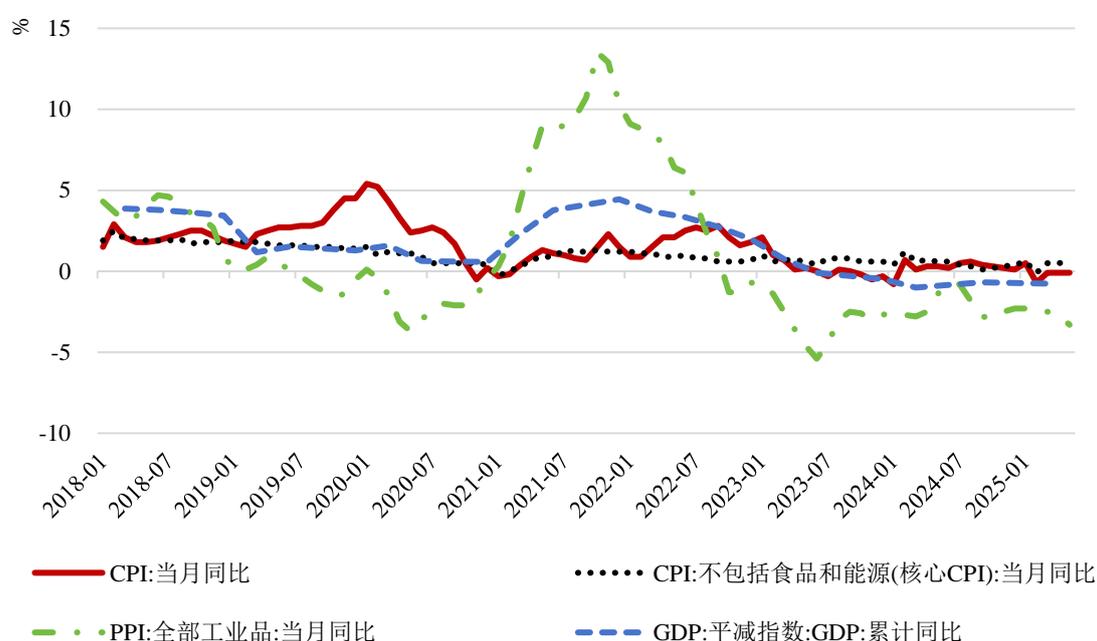


图 67 价格指数累计同比增速

(数据来源: 国家统计局、WIND, 单位: %)

受翘尾因素的影响，今年的 CPI 除了 1 月均为负增长，去除翘尾因素¹⁶影响后的 CPI 新涨价因素在前 5 个月均低于 1 个百分点，如图 68 所示。虽然相较于去年年底 2025 年消费价格有所上升，但由于上升的幅度十分有限，不能有效抵

¹⁶ 翘尾因素的影响由上年同期至上年年底的价格变化来刻画，而新涨价因素的影响由年内的价格变化来刻画。

消 2024 年 CPI 增下降导致的翘尾因素带来的影响，CPI 增速回升的内生动力依然不足。

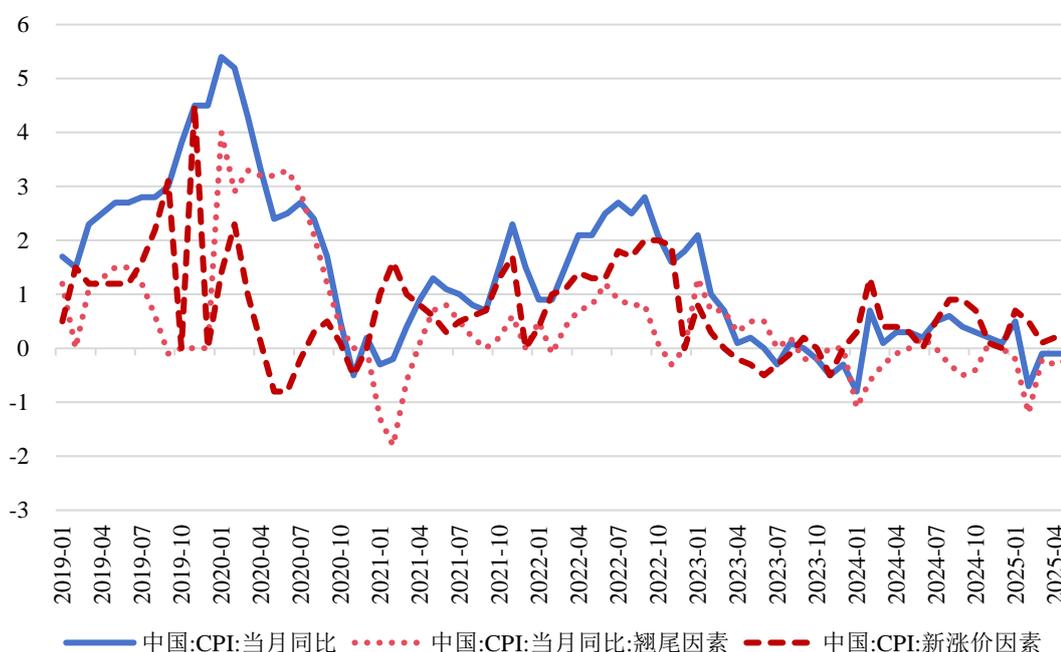


图 68 CPI 同比增速翘尾影响与新涨价因素

(数据来源：国家统计局，单位：%)

根据课题组测算发现，食品对 CPI 的平均影响约为 18%，非食品对 CPI 的平均影响约为 82%。¹⁷根据国家统计局，2025 年前 5 个月食品累计同比增长-0.4%，较 2024 年同期上升 1.6 个百分点，拉动 CPI 上升 0.29 个百分点；而非食品累计同比不变，较 2024 年同期下降 0.8 个百分点，导致 CPI 下降 0.64 个百分点。由于食品支出具有刚性的特点，非食品价格的波动更能反应总需求随着收入和预期变化的情况，如图 69 所示，非食品价格的变化持续处于低位，且主导了 CPI 变动的趋势，可见当前 CPI 处于低位的主要原因在于对非食品需求的下降。

¹⁷ 使用 2023 年 1 至 2024 年 12 月数据计算。

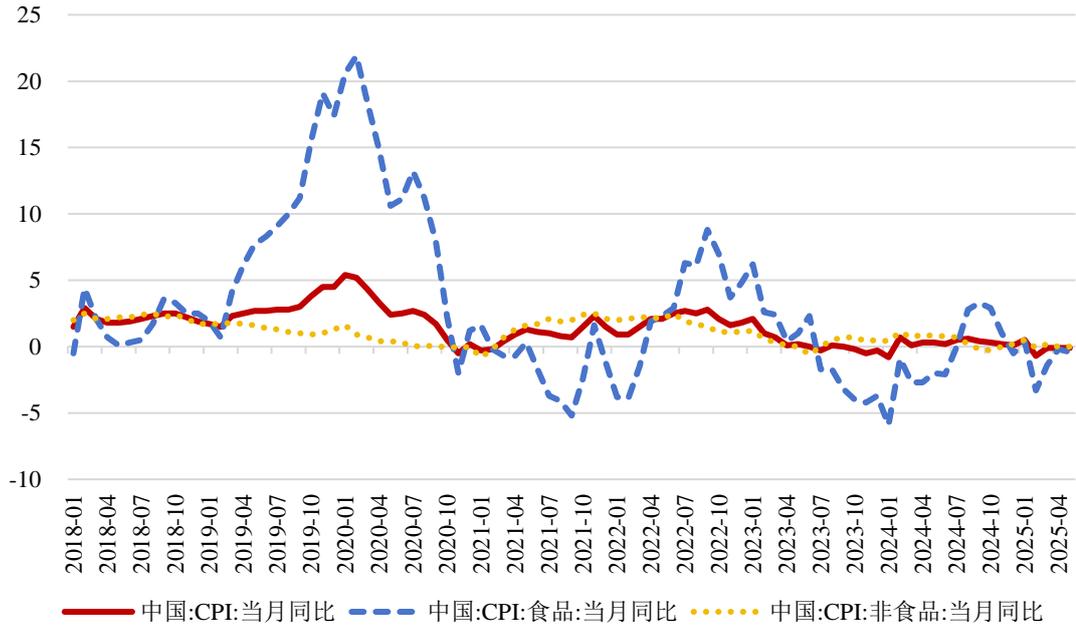


图 69 食品与非食品价格同比增速

(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

此外, 根据课题组的测算, 2023 年 1 月至 2024 年 12 月消费品对 CPI 的平均影响约为 61%, 而服务业对 CPI 的平均影响约为 39%。2025 年前 5 个月消费品累计同比下降 0.4 个百分点, 和 2024 年同期相同; 而服务累计同比增长 0.4%, 较 2024 年同期下降 0.6 个百分点, 拉动 CPI 下降 0.1 个百分点。如图 70 所示, 虽然服务对 CPI 的拉动持续为正, 但其拉动力逐渐下降, 而消费品的价格波动更大, 当前对 CPI 的拉动作用虽然非负, 但趋势趋于拖累。

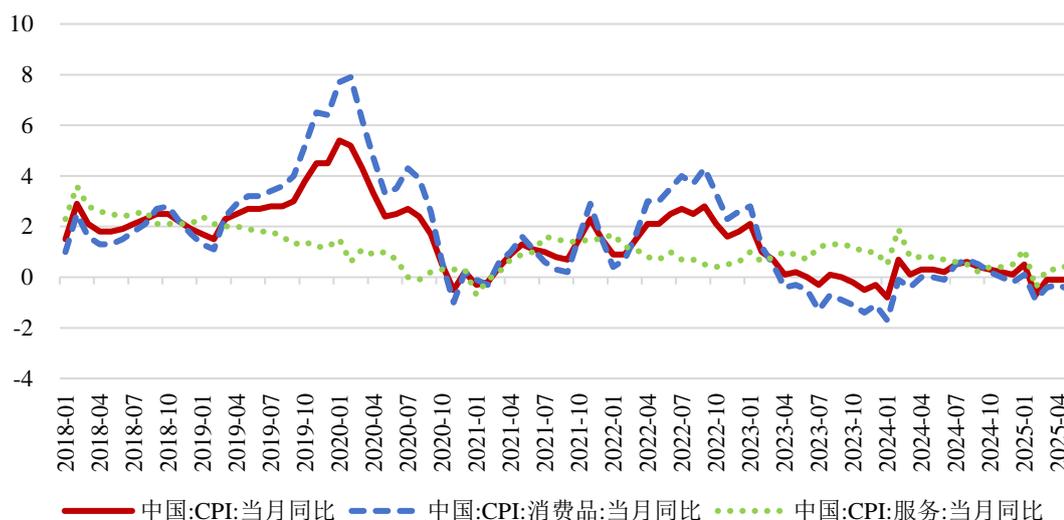


图 70 消费品与服务价格同比增速

(数据来源：国家统计局，单位：%)

由此可见，从 CPI 来看，整体负增长而核心 CPI 微弱回升，显示通缩主要由能源价格拖累，但需求端仍面临结构性压力。2025 年 5 月，CPI 环比下降 0.2%，同比下降 0.1%，能源价格同比下降 6.1%，降幅比上月扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.47 个百分点，是 CPI 同比下降的主要因素。核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，表明剔除能源和食品后的核心消费价格呈现温和回升态势。这一分化表明，中国经济正在经历一种“结构性通缩”，即传统商品和能源价格持续下跌，而服务和高端制造价格相对稳定。

从影响 PPI 增速的分项因素来看，如图 71 所示，不论是翘尾因素还是新涨价因素在前 5 个月均为负值，这使得 PPI 增速也为负值。值得注意的是，决定 PPI 变化的两大因素已经连续 32 个月同为负值，产品出厂价格的下降不仅受翘尾因素的拖累，更重要的是新涨价因素持续低迷，显示需求端持续疲弱，这与核心 CPI 的持续低迷得以印证。此外，2024 年新涨价因素为负在 2025 年可能会继续表现为翘尾因素为负，成为拖累 PPI 增速的因素，如果国际油价等大宗商品的价格不出现大幅上升或者需求端没有明显的恢复，新涨价因素将不足以拉动 PPI 转正，生产领域的通缩将难以明显改善。

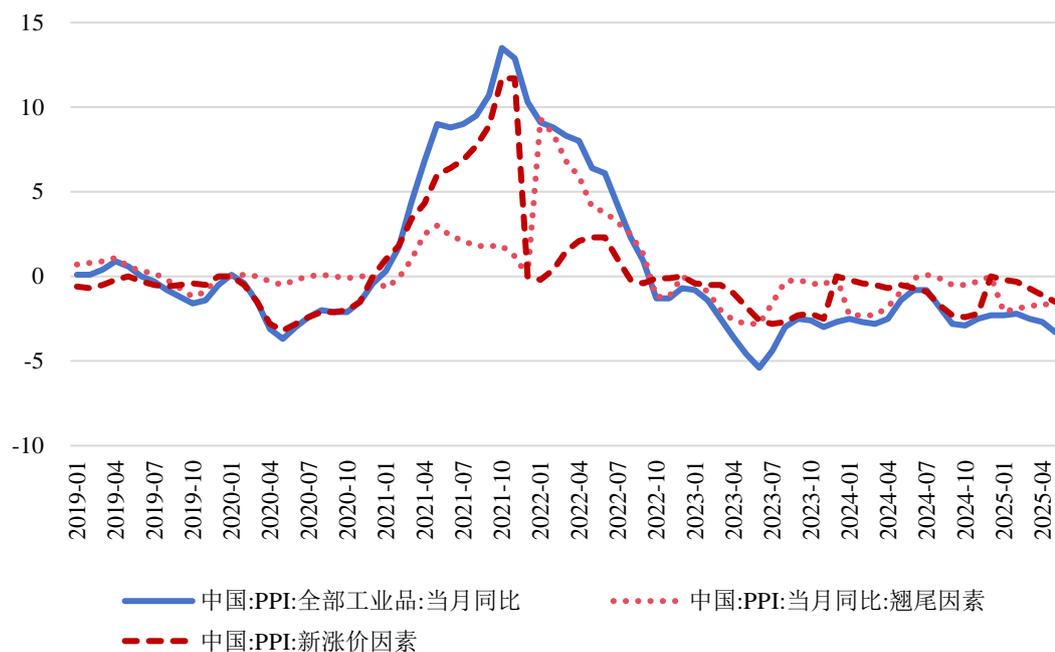


图 71 PPI 同比增速翘尾影响与新涨价因素

(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

课题组分别测算了生产资料和生活资料价格对 PPI 的影响。2023 年 1 月至 2024 年 12 月生产资料对 PPI 的平均影响约为 76%，而生活资料对 PPI 的平均影响约为 24%。根据国家统计局，2025 年前 5 个月生产资料 PPI 累计同比下降 2.6%，较 2024 年同期下降了 0.2 个百分点，导致 PPI 下降 0.15 个百分点；而生活资料 PPI 累计同比下降 1.4%，较 2023 年同期下降 0.5 个百分点，拉动 PPI 下降 0.05 个百分点。如图 72 所示，生产资料价格下降是 2025 年 PPI 下降的主导力量，但从趋势来看，生活资料价格的变化自 2018 年以来就持续低于 2.5%，显示出居民部门需求的疲弱已持续在生产端产生压低价格增长的作用，居民部门的需求疲弱是导致当前 PPI 通缩状态的关键所在。

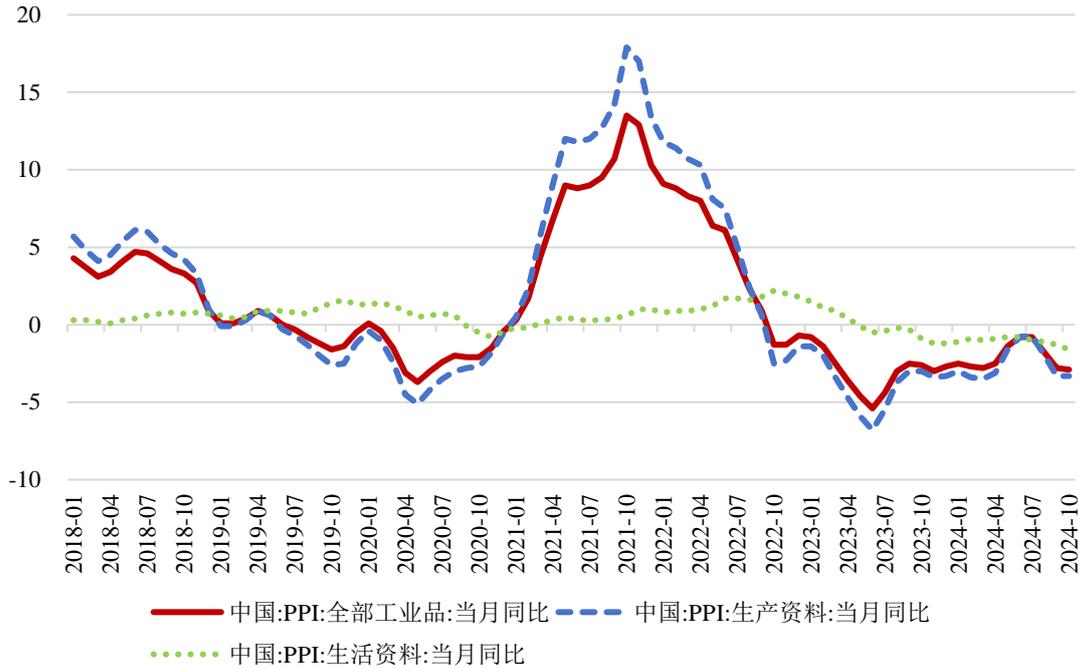


图 72 生产资料和生活资料价格同比增速

(数据来源: 国家统计局, 单位: %)

PPI 的持续深度负增长则反映了生产端的通缩压力加剧。2025 年 5 月, PPI 环比下降 0.4%, 降幅与上月相同, 同比下降 3.3%, 降幅比上月扩大 0.6 个百分点。分行业看, 石油和天然气开采业价格下降 5.6%, 精炼石油产品制造价格下降 3.5%, 煤炭开采和洗选业价格下降 3.0%, 黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格均下降 1.0%。这些行业的价格下跌对工业企业的利润形成显著压力, 进而可能抑制投资意愿和扩大生产规模。值得注意的是, 部分高端制造业如集成电路封装测试系列、飞机制造价格均上涨 3.6%, 可穿戴智能设备制造价格上涨 3.0%, 表明产业升级领域仍保持价格韧性, 与传统制造业形成鲜明对比。

1.2 价格低迷的根源在于内外需尚未实质性改善

导致当前我国经济基本处于通缩状态的原因在于需求不足。从外部需求来看, 前 5 个月, 以美元计价, 出口累计同比增长 6%, 进口累计同比下降 4.9%, 进出口总额累计同比增长 1.3%。受中美关税战影响, 出口增速较去年同期水平进一步上升, 但进口增速则出现了下滑。从输入性因素来看, 主要是供给侧的生产原料, 即大宗商品价格, 尤其是原油, 对我国 PPI, 尤其是对 PPI 中生产资料出厂

价格有重要的影响，而且该影响还会通过生产网络部分地传导至下游的生活资料出厂价格，从而对 CPI 中的工业品价格以及整体 CPI 产生一定影响。而原油价格自 2022 年俄乌冲突爆发后有一段大幅攀升外，2023 和 2024 年均处于窄幅震荡中，其同比增速基本在 0 附近波动，因此由外部传入的输入性影响对 2025 年我国价格指标的影响也很小。

由此可见，我国有效总需求不足的主要原因在于内需不足。一方面，受房地产行业持续深度低迷的影响，前 5 个月房地产开发投资完成额累计同比增速为-10.3%，对前 5 个月的投资造成较大拖累，使得前 5 个月固定资产投资完成额累计同比增长仅为 4%。另一方面，家庭部门需求复苏的动能持续减弱，前 4 个月社会消费品零售总额累计同比增长 4.7%，持续在低位增长区间徘徊。虽然投资和消费需求的增速都处于低位，但是特别值得关注的是家庭部门消费复苏出现动能不足的问题，因为相较于投资而言，宏观政策对消费的刺激效果更难以预测，而且恢复相对更慢。

具体到家庭部门，从家庭的收入来看，第一季度全国居民人均可支配收入的累计同比增速为 5.6%，收入增速持续下降；从消费者信心来看，进入 2024 年以来，描述消费者信心的不论是满意指数还是预期指数均连续 25 个月低于 90，处于 2018 年以来的最低水平。在收入增长的乏力和信心的下滑的共同作用下，全国人均消费支出的累计增速在 2024 年逐季下滑至 5.1%，虽然在今年一季度回升了 0.2 个百分点，但其回升幅度低于收入回升 0.5 个百分点的幅度，叠加今年外部冲击加大和国内楼市持续低迷的交织影响，消费持续回升的趋势能否持续能存在不确定性。有别于正常情况下消费波动小于收入波动的特点，当前消费增速下滑幅度更大的可能使家庭部门内需的下降对价格的影响应大于以往的平均水平。

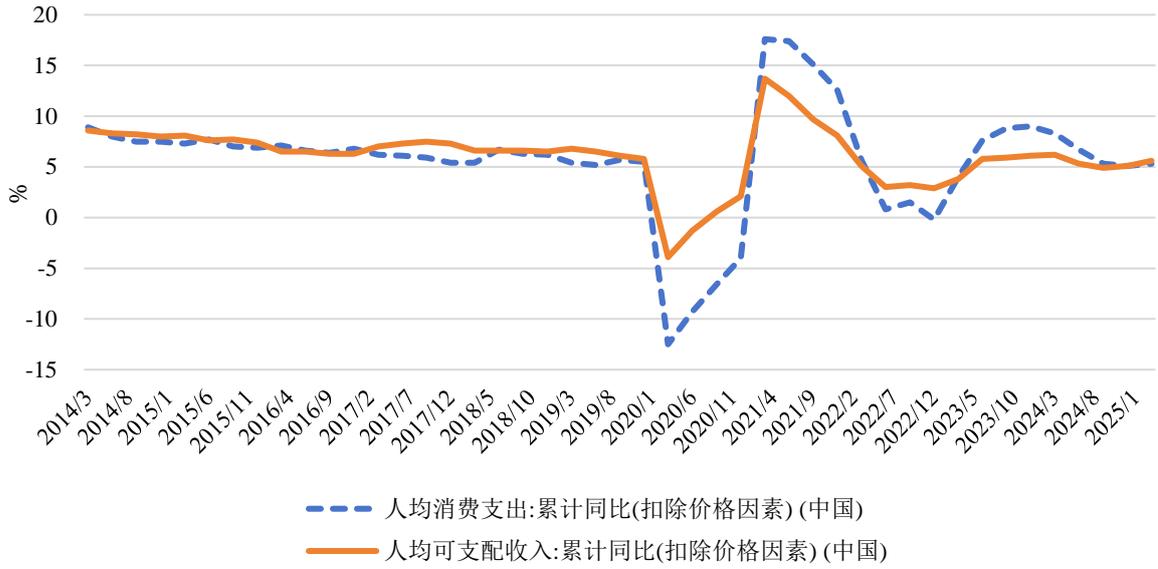


图 73 全国人均可支配收入和消费支出累计同比增速
 (数据来源: 国家统计局, 单位: %)

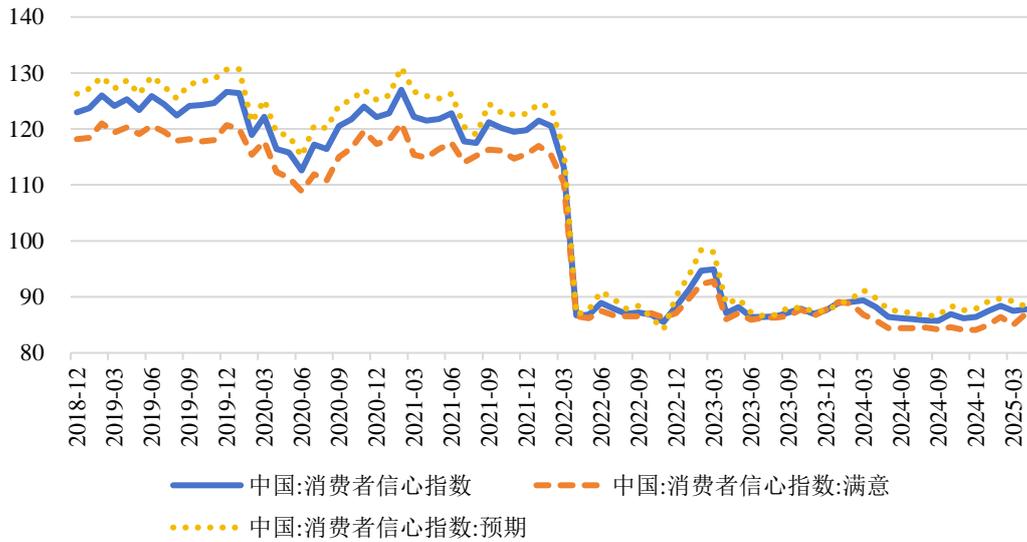


图 74 消费者信心指数、满意与预期指数
 (数据来源: 国家统计局, 单位: 点)

2. 通货紧缩的短期风险：债务通缩螺旋

通货紧缩最直接的短期风险是债务通缩螺旋风险，即价格下跌导致企业实际债务负担上升，进而抑制投资和消费，进一步加剧价格下跌。我国通货紧缩可能通过家庭债务、企业债务和地方政府债务三个不同渠道形成与债务的联动。

2.1 家庭债务渠道

通货紧缩环境下，家庭债务负担通过财富缩水、收入增长放缓、消费意愿下降等多重渠道加剧，可能触发家庭债务通缩螺旋，对宏观经济形成系统性风险。其传导机制通常为以下路径：价格下跌→家庭收入减少→现金流恶化→债务负担加重→消费进一步减少→价格水平进一步下跌。这一链条在通货紧缩环境下容易形成自我强化的恶性循环。

根据 CEIC 最新数据，2025 年中国家庭债务总额已近百万亿元，占 GDP 比重约 62%-65%，相当于人均负债 8-10 万元。据国家金融与发展实验室 2024 年报告，中国家庭债务与可支配收入比率已达 128.7%，创历史新高，部分 90 后因房贷叠加消费贷，负债收入比甚至超过 200%。家庭负债已远超收入水平，形成明显的债务—收入失衡。

中国家庭债务呈现明显的结构性特征，主要以房贷为主，消费贷和信用卡债务为辅。截至 2024 年底，中国房贷规模达 53.8 万亿元，占居民总负债的 60% 以上，涉及 1.05 亿城镇家庭。与此同时，消费贷用户已超过 3 亿，信用卡持卡人数量更是突破 8 亿，反映出年轻群体消费债务规模迅速扩张。从区域分布看，东部地区家庭债务规模远高于中西部地区，2015 年数据显示家庭债务不平等程度的基尼系数为 0.36，其中东部地区为 0.29，中部和西部地区分别为 0.15 和 0.23，表明区域间家庭债务分布差异显著。

房贷作为长期负债占主导地位，通常为 20-30 年期，具有固定还款额特征，而消费贷则多为短期负债。这种结构差异导致家庭债务在通缩环境下面临不同风险：长期房贷在收入增长放缓时面临更大的实际偿债压力，而短期消费贷则可能因现金流恶化导致违约风险上升。2024 年数据显示，部分低资产家庭资不抵债，违约风险高；中青年群体负债压力大，债务风险较高；老年群体投资银行理财、资管、信托等金融产品较多，风险较大；刚需型房贷家庭的债务风险尤为突出。截至 2025 年初，中国成年人口负债人数达到 7.86 亿，负债率高达 67.3%，表明债务问题已渗透至广泛人群。

通货紧缩对家庭债务的相互作用主要通过以下渠道产生影响。

(1) 通货紧缩使家庭实际收入增长放缓或转负，显著削弱家庭的偿债能力。

经济学理论一般认为，当CPI为负时，名义收入不变意味着实际收入上升，但当前我国部分行业（如制造业、房地产）工资增长停滞甚至负增长，同时房贷等长期负债的还款额相对固定，而消费贷利率虽有所下调，但家庭债务总额庞大，利息支出刚性上升。2025年4月，全国债务付息支出同比增长11%，远高于财政收入增速（2.2%），家庭债务付息压力同样不容忽视。综合效应下，家庭实际收入下降。2025年一季度，全国居民人均可支配收入同比增长5.6%，但增速较2024年同期下降0.6个百分点。更值得关注的是收入分布的不均衡：2024年居民人均可支配收入平均数为4.13万元，但中位数仅为3.47万元，表明多数家庭的实际收入低于平均水平。从收入构成看，工资性收入是居民收入的主要来源，而2025年部分行业（如公共管理、房地产业）工资出现负增长，加剧了收入不稳定风险。

(2) 家庭债务负担加重抑制消费行为。

课题组研究显示，住房借贷对生活及文娱消费具有显著的挤出效应，而消费贷则对服装、生活及文娱消费产生正向影响。然而，在通缩环境下，消费贷的还款压力同样会上升，导致消费抑制效应增强。2025年数据显示，30岁以下群体负债率激增，信用卡、消费贷、网贷像毛细血管般渗透进年轻人生活，形成“以贷养贷”的恶性循环。这种循环在收入增长放缓时尤为危险，可能导致家庭被迫减少消费以维持债务偿还。

(3) 资产价格下跌加剧家庭资产负债表恶化。

房价下跌导致家庭资产价值缩水，但债务却保持不变，形成“负资产”困境。2025年数据显示，部分一线城市房价跌幅在5%-10%左右，而房贷占居民负债六成以上，这种资产与负债的不匹配直接削弱了家庭的财务健康状况。同时，通缩环境下，其他资产（如股票、理财产品）也面临贬值压力，进一步加剧家庭资产负债表恶化。

(4) 预防性储蓄倾向与债务压力相互强化。

通货紧缩环境下，预防性储蓄倾向显著上升，形成与债务压力相互强化的恶性循环。2024年总储蓄率高达55.5%，2025年居民预防性存款约40万亿元，储蓄动机以养老、医疗、失业风险为主。这种储蓄倾向的上升直接抑制了消费支出，进一步加剧了通缩压力。央行对全国5万户家庭的问卷调查显示，近70%的家庭认为“收入不稳定”是最大担忧。

家庭债务压力与预防性储蓄之间存在明显的互动关系。高负债家庭（尤其是房贷占收入比例超过 35%的家庭）更倾向于增加储蓄以应对潜在的收入中断风险。另一方面，当前中国社会保障体系虽有进步，但仍不完善，尤其在医疗、养老等领域，家庭仍需承担较大风险。这种不确定性促使家庭增加储蓄以应对可能的支出需求，抑制消费潜力。清华大学社会科学院研究表明，当社会保障水平提高时，家庭储蓄率会相应下降，消费意愿则会增强。然而，当前通缩环境下，社会保障支出虽占财政支出比重提升至 28%，但覆盖面和保障水平仍有限，难以显著降低居民的预防性储蓄动机。

此外，**青年群体是家庭债务风险的高发人群。**2023 年 5 月数据显示，16-24 岁就业人员调查失业率达到 20.8%，远高于全国平均水平。2025 年 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%，但青年失业率仍处于高位，这使得年轻人收入增长乏力，而房贷、车贷、消费贷等债务负担却持续增加，形成“收入增长停滞-债务负担加重”的恶性循环。智联招聘报告显示，近三年来职场新人的平均薪资增长率仅为 3%左右，远低于生活成本的上涨速度，导致年轻人不得不通过借贷填补收支缺口。

2.2 企业债务渠道

企业债务通缩螺旋风险已在部分高负债行业初步显现。企业债务通缩螺旋的风险传导路径通常为：价格下跌→企业利润下滑→现金流恶化→债务负担加重→银行风险感知上升→信贷收紧→企业进一步减少投资→总需求下降→价格进一步下跌。这一链条在传统制造业中尤为明显，若不及时干预，可能波及更广泛的经济领域。**传统制造业（如煤炭、纺织）利润大幅下滑，而负债率居高不下，形成债务通缩风险。**2025 年 1-4 月，采矿业实现利润总额 2875.0 亿元，同比下降 26.8%。其中，煤炭开采和洗选业实现利润总额 1026.8 亿元，同比下降 48.9%。纺织行业同样面临困境，例如，华纺股份和迎丰股份均为细分领域头部企业，资产负债率分别为 66.52%和 59.55%，且短期债务占比高达 95%以上。在 CPI 和 PPI 同时负增长的背景下，这些行业的产品价格持续下滑，企业收入减少，但债务本息仍需按原值偿还，导致实际债务负担上升。

现金流恶化与应收账款回收期延长加剧了企业偿债压力。2025 年一季度，规模以上工业企业应收账款 25.86 万亿元，同比增长 9.7%；产成品存货 6.61 万

亿元，增长 3.9%。应收账款平均回收期为 70.3 天，同比增加 4.0 天，表明企业资金周转效率下降。同样以纺织行业为例，华纺股份 2024 年经营现金流同比下降 82.87%，从 1.1 亿元降至 0.186 亿元；迎丰股份货币资金+应收合计约 4 亿元，而短期借款+应付合计约 12 亿元，存在 8 亿元的资金缺口，企业不得不依赖借新还旧和占用上游资金维持运营。

银行信贷紧缩与债务违约形成恶性循环，加速债务通缩螺旋。2025 年一季度，农商行不良率 2.86%（环比上升 0.06%）、城商行 1.79%（同比上升 0.01%），显示地方债务风险对中小银行资产质量的持续压力。山东、贵州、陕西等省份城投平台频繁票据逾期（如青州城投案例），导致银行对高风险区域抽贷、缩表，非标融资成本飙升至 12%，地方基建项目资金链断裂，抑制总需求。我国当前尚未出现大规模信贷紧缩，但企业投资收益率降幅较大，年内累计同比连续下降，4 月降幅达 15%。企业盈利能力减弱可能影响其投资意愿和能力，进而从需求端影响银行信贷投放。

2.3 政府债务渠道

通货紧缩通过减少财政收入和提高债务成本加剧地方政府债务压力，形成“价格下降→经济下滑→税收减少→债务恶化→地方公共投资减少→经济衰退加剧”的恶性循环。

通货紧缩通过降低税收和土地出让收入，直接削弱地方财政收入基础。2025 年 1-4 月，全国税收收入 65556 亿元，同比下降 2.1%。其中，契税 1618 亿元，同比下降 15.7%；土地增值税 1804 亿元，同比下降 16.1%；企业所得税 17341 亿元，同比下降 3.1%。土地相关税收（契税、土地增值税等）是地方政府重要收入来源，其下降直接减少地方可用财力。同时，2025 年前 2 月全国卖地收入 4744 亿元，同比下降 15.7%，占地方一般公共预算本级收入的 31.45%，较 2024 年的 56.37% 进一步下降，但土地财政依赖度仍较高。

债务付息成本刚性上升，加剧财政收支矛盾。2025 年 1-4 月，全国债务付息支出 4023 亿元，同比增长 11%，远高于财政收入增速。从区域分布看，中西部地区和东北地区一般债的付息压力较大，反映地方财政收支运行持续紧平衡。天津、哈尔滨、无锡一般债付息支出占预算比例分别为 9.10%、9.05%、7.17%，处于较高水平。专项债付息支出增速整体明显高于一般债付息支出，这说明专项债

余额增幅明显高于一般债，随着以土地出让收入为主的政府性基金收入的下降，这一债务支出压力需要格外关注。

此外，地方政府债务区域分化风险突出，中小城市债务负担可能更重。中小城市经济基础相对薄弱，人口流出压力较大，受房地产市场形势波动的影响较大，债务负担更加严重。从债务余额看，规模上，发达地区债务总量更高；但债务率（余额/GDP）显示欠发达地区占比更突出。尽管大规模转移支付可支撑正常付息，但随着土地财政萎缩和税收减少，这些地区的偿债能力可能进一步弱化。

3. 通货紧缩的长期风险：增长动能与消费信心

通货紧缩对长期经济增长的威胁主要体现在三个方面：投资意愿下降、消费信心不足和潜在增长率下滑。这些风险若长期存在，将对中国经济形成持续压制。

3.1 投资意愿分化加剧，传统行业投资收缩可能拖累整体经济。

2025 年制造业投资增速预计为 9.1%，但这一增长主要由高技术制造业驱动。传统制造业如纺织、煤炭等行业投资意愿低迷，2025 年一季度，纺织服装、服饰业利润下降 12.7%，家具制造业利润下降 32.2%，造纸和纸制品业利润下降 23.6%，这些行业面临较大的经营困难，可能进一步减少投资。从制造业投资结构看，2025 年高技术制造业投资增长 11.5%，而传统制造业投资增速预计仅为 3.5% 左右。这种投资分化可能导致经济结构转型放缓，不利于长期增长动能的培育。

3.2 债务压力与消费信心不足形成恶性循环。

家庭债务压力导致消费信心下降，而消费不足又进一步抑制经济增长，加剧通缩压力。央行问卷调查显示，近 70% 的家庭认为“收入不稳定”是最大担忧，这种担忧直接转化为消费抑制行为。与此同时，政府通过财政政策刺激消费（如 2025 年初的促消费专项行动），但这些政策更多是短期刺激，难以根本解决家庭债务压力与消费信心不足的长期问题。

消费信心不足与预防性储蓄倾向上升抑制内需增长。2025 年一季度，全国居民人均可支配收入同比增长 5.6%，但增速较 2024 年同期下降 0.6 个百分点。与此同时，居民储蓄率创历史新高，2024 年总储蓄率高达 55.5%。这种预防性储蓄倾向若长期化，将形成“低消费—低增长”的恶性循环，抑制中国经济的内生增长动力。

3.3 潜在增长率下滑是隐蔽但负面影响最大的长期风险。

中国 GDP 平减指数连续八个季度为负，表明价格水平持续下行可能抑制全要素生产率提升，进而降低潜在增长率。课题组根据潜在经济增长率模型测算，2025 年中国全要素生产率增速在基准情景下仅为 0.8%，悲观情景下可能进一步放缓。在 2019-2025 年期间，中国潜在平均增长率约为 6.2%，但若通货紧缩持续，可能进一步降至 5% 以下，导致经济长期陷入低增长区间。

4. 通货紧缩风险的历史对比与国际经验

通过历史对比和国际经验，可以更清晰地认识当前中国债务通缩的风险及其影响。

4.1 日本通货紧缩历史

日本通货紧缩案例显示，长期通缩将导致家庭消费下降、企业投资萎缩、财政负担加重和国际竞争力下降。1990 年日本家庭部门杠杆率为 69.5%，非金融企业部门杠杆率高达 143.8%。泡沫破裂后，家庭部门杠杆率持续攀升至 1999 年的 72.2%，随后才开始逐步下降。1991-2001 年，民间消费支出持续萎缩。自 1998 年开始，日本核心 CPI 长期保持零增长甚至负增长，GDP 平减指数持续为负。同时，日本房地产市场和股票市场暴跌，导致家庭财富大幅缩水。企业部门方面 1991-2001 年，企业部门设备投资出现多次降幅，1992-1994 年连续三年下降。1996-2002 年，不良债权由 28.5 万亿日元增至 42.03 万亿日元，银行通过收紧信贷条件、减少不良贷款做出反应，导致信贷紧缩，进一步损害经济。日本经济进入长期低迷，GDP 增长率在 90 年代仅为 0.6%，2000 年代进一步下滑至 1% 左右。日本政府采取了扩张性财政政策和宽松货币政策，但收效甚微，经济陷入长期通缩，核心 CPI 长期保持零增长甚至负增长，GDP 平减指数持续为负。

4.2 美国通货紧缩历史

美国大萧条时期同样陷入债务通缩螺旋。1929 年大萧条爆发前，美国家庭债务占 GDP 比重达 374%，其中低收入家庭的债务负担尤为沉重。房价暴跌导致家庭资产价值大幅缩水，而债务却保持不变，形成严重债务负担。银行体系崩溃（1930-1933 年银行倒闭率分别高达 5.6%、10.5%、7.8% 和 12.9%）进一步加剧了信贷紧缩，抑制了消费和投资，导致 CPI 跌幅达 22.7%。

美国大萧条时期的通缩则主要源于货币供应量减少。弗里德曼和施瓦茨认为，美国 1920-1921 年和 1930 年代的严重通货紧缩完全是货币紧缩的结果。1930-

1933年,美国物价下降了22.7%,货币数量年均减少10%,银行数目减少了42%,实际国民生产总值下降了30%。伯南克提出的债务通缩螺旋理论指出,价格下降导致资产价格下跌以及债务人破产,银行将收紧信贷条件,这会导致信贷紧缩,严重损害经济。信贷紧缩降低了投资和消费,导致总需求下降,进一步加剧通货紧缩的漩涡。

相比之下,中国当前**通货紧缩的成因和表现形式更为复杂**:一是家庭债务收入比(128.7%)已超过日本1990年水平(69.5%),杠杆率更高;二是债务结构以房贷为主,与日本相似但占比更高;三是区域差异显著,东部与中西部债务分布不平衡;四是政策空间受限,政府债务已处于较高水平(2024年地方政府债务余额50.69万亿元),难以通过大规模财政扩张刺激经济。与日本和美国不同的是,中国通货紧缩既受外部因素(如全球大宗商品价格下跌)影响,也受内部因素(如传统行业转型升级压力)制约。此外,中国还面临结构性问题,如高储蓄率、低消费倾向和产能过剩的叠加效应,这使得通货紧缩风险更加复杂和难以应对。

5. 应对通货紧缩风险的政策建议

应对通货紧缩风险方面,需要财政、货币和结构性改革三管齐下,形成政策合力。

第一、财政政策方面,需要进一步加大财政政策逆周期调节力度,不仅要促进有效投资落实落地,更重要的是让也要让家庭部门能受惠于财政刺激,打破“没钱花”和“不敢花”的负面螺旋,从而提升居民整体消费能力。为此,**应优化专项债投向结构,增加对消费刺激和高技术制造业的支持力度**。2025年地方政府专项债券4.4万亿元中,约2.8万亿元用于化债,剩余资金应更多投向能够拉动消费和促进创新的领域,而非土地储备和传统基建。应适当提高财政赤字率至4%左右,增加一般公共预算支出规模,重点支持居民消费和企业技术改造。同时,应加快房产税立法进程,将房产税收入纳入地方财政体系,逐步降低对土地出让金的依赖。房产税设计应遵循“普通家庭首套房免税,高端住宅和多套住房高税率”的原则,以调节房地产市场,促进住房资源合理配置。

第二、货币政策方面,需要提升支持性,引导企业部门形成稳定的实际融资成本的预期,并为居民部门形成稳定的收入和财富的增长预期提供基础,打破“低

预期”和“低意愿”的自我实现机制，增强内需增长的动力。为此，应**加大降准降息力度，同时创设更多结构性工具支持实体经济**。2025年5月，央行已下调政策利率0.1个百分点，7天期逆回购操作利率从1.5%调降至1.4%，新发放企业贷款加权平均利率约3.3%，处于历史低位。但货币政策传导效率有待提高，需进一步降准50个基点，引导LPR下降25个基点，降低企业实际融资成本。同时，应扩大科技创新和技术改造再贷款规模，从目前的5000亿元扩大到10000亿元，重点支持传统行业技术改造和产能优化。还应研究创设新的结构性货币政策工具，支持资本市场稳定发展，与证监会探索常态化的制度安排，稳定市场预期。

第三、结构性改革方面，应加速传统行业转型升级，建立有效的产能优化机制。针对产能过剩问题，应制定强制性去产能目标，尤其是煤炭、钢铁等行业，避免低效产能拖累整体增长。同时，应推广类似永通特钢的破产重整案例，建立健全企业债务重组机制，缓解高负债企业的偿债压力。同时，加大对中小企业的支持力度，通过税收优惠、财政补贴等方式减轻经营负担。此外，还要通过职业技能培训、失业保险扩围等政策稳定就业预期，降低预防性储蓄，释放消费潜力。

第四、从长期看，中国经济需通过全要素生产率提升来对冲通货紧缩风险。根据课题组测算，受技术封锁和创新瓶颈制约，2025年中国全要素生产率增速在基准情景下仅为0.8%。未来应加大基础研究投入，提高研发资金使用效率，同时深化科技产业融合，培育教育科技人才优势，以提升全要素生产率，增强经济增长的内生动力。此外，应推动消费升级，提高服务消费占比，形成商品消费与服务消费并重的消费结构，从而增强经济韧性，抵御通货紧缩风险。