

关于如何实现再通胀和再平衡的五个常见问题

- ◆ 7月和8月的疲弱数据加大了市场对政策刺激的预期；中国计划推动经济再平衡和再通胀
- ◆ 反内卷行动仍处于早期阶段，详细的行业政策可能很快公布
- ◆ 我们预计央行将会降息并恢复购债操作；中国可能加大干预力度以稳定房地产市场

中国数据回顾（2025年8月）¹

- **社会消费品零售总额**按年增速在8月放缓至3.4%，部分原因是基数较高。以旧换新补贴的发放已在8月恢复，但不足以推动经济增速加快。此外，鉴于去年9月的基数较高，补贴的支撑作用可能进一步减弱。近期出台的限制政府官员在宴请中超额开支的专项行动（国务院新闻办公室，5月22日）也可能拖累了餐饮销售（按年仅增长1%，相比第一季约5%的增速明显回落）。
- **固定资产投资**在8月按年下降7.1%，主要受房地产投资大幅下滑（下降19.5%）的拖累，同时制造业和基础设施投资连续第二个月下降。贸易不确定性、反内卷行动前景以及极端的天气状况均对投资形成压力。
- 房地产行业继续拖累经济增长。除房地产投资疲弱外，**一手房销售额**按年下降10%，而**新开工面积**按年下降18%，跌幅均进一步扩大。李强总理近日指出，经济再度疲软可能促使政府采取更有力的政策措施（政府网，8月18日）。鉴于此前供给侧措施的成效有限，更可能奏效的措施或许是中央政府的直接干预。
- **消费价格指数**在8月按年下降0.4%。然而，在剔除食品和能源等波动较大的项目后，**核心消费价格指数**按年继续改善（上涨0.9%），达到2024年3月以来的最高水平。在生产端，通缩压力有所缓解，**生产价格指数**下降2.9%（相比7月下降3.6%），这得益于更有利的基数，以及正在推进的反内卷行动。
- **出口**按年增速在8月放缓至4.4%，主要由于对美国出口更显著下降，尽管对东盟（按年增长22.5%）和欧盟（增长10.4%）出口依然保持强劲。与此同时，**进口**增速放缓至1.3%，因大宗商品进口（特别是原油）受到全球价格走低及极端天气导致建筑业需求疲弱的拖累。

¹ 资料来源：万得资讯、汇丰银行

中国政策观察——关于如何实现再通胀和再平衡的五个常见问题

在上半年表现韧性之后，中国经济增长在 7 月和 8 月有所放缓。一些市场观察人士认为这是一个转折点，将引发更强有力的宽松政策。近期我们确实看到了政策推出的加速，我们预计中国将通过周期性与结构性措施相结合的方式加大政策支持力度。以下我们列出关于中国政策预期的五个关键问题，以及在今年余下时间需要重点关注的事项。

问题 1：近期数据低于预期：政策支持力度是否会加大？

是的，政府可能采取更强有力的政策立场，但更可能是有计划的推进，而非仅仅对近期疲弱数据的被动反应。我们预计主要由财政政策承担重任，尤其是来自中央政府预算的支持，而货币政策将继续保持宽松倾向。这不仅会在短期内提供支撑，还将助力长期转型，通过更多结构性措施来提振消费需求，并推动科技与创新的发展。更多措施将于今年 10 月或 11 月公布的第十五个五年规划中揭晓。

问题 2：反内卷行动：落实进度会否加快？

反内卷行动是中国推动经济再平衡的重要支柱，即在刺激国内消费的同时减少经济中的过剩产能。2016 年，生产价格指数按月涨幅转正用了一个月时间（按年涨幅转正用了六个月时间）。这一次可能需要更长时间，但不会过于缓慢：高层官员已在 7 月定下基调，相关政府部门正在制定细则。一旦运用监管与执法工具形成具体的行业政策，进程将会加快——很可能在未来一两个月内。

问题 3：货币政策：中国人民银行的政策空间有多大？

我们认为中国人民银行将很快再次降息，但考虑到银行净息差的限制，利率可能已接近下限。接下来很可能会有流动性注入，包括下调存款准备金率和公开市场操作。中国人民银行也可能很快恢复在二级市场购买国债。鉴于近期投资者转向股市，此前推动收益率走低的“过度需求”已不再令人担忧，而随着政府加大财政政策支持力度，债券发行量可能激增。

问题 4：财政空间：地方政府债务会构成硬性约束吗？

不会，主要原因有两个。首先，政府已采取重大措施来帮助缓解地方政府债务压力，例如去年宣布的 12 万亿元人民币债务置换方案。其次，我们看到更多的财政改革正在实施，旨在改善地方政府的收入来源，并让中央政府在提供财政支持方面发挥更大作用。与此同时，2025 年余下时间仍有约 3.3 万亿元人民币（一般债与专项债合计）政府债券待发行。专项债将有助于支持基础设施支出，并为新增消费补贴提供资金支持。

问题 5：房地产市场：随着政策基调转变，会迎来意外上行吗？

房地产行业的政策优先级可能提升：8 月，李强总理再次强调稳定房地产市场的紧迫性。彭博资讯在 2025 年 8 月 14 日报道称，政府正在考虑要求不良资产管理公司和中央国企收购困境房企的存量房产。除放松购房限制外，城镇化也可能推动住房需求，因为农民工将获得包括保障性住房在内的基本公共服务。

即将发布的中国主要经济数据

日期	指标	前值
9月22日	1年期贷款市场报价利率	3.00%
9月22日	5年期贷款市场报价利率	3.50%
9月30日	国家统计局制造业采购经理人指数	49.4
9月30日	RatingDog 制造业采购经理人指数终值	50.5
9月30日	RatingDog 服务业采购经理人指数	53.0
10月13日	出口按年增长	4.4%
10月13日	进口按年增长	1.3%
10月15日	生产价格指数 (PPI) 按年增长	-2.9%
10月15日	消费价格指数 (CPI) 按年增长	-0.4%
10月20日	社会消费品零售总额按年增长	3.4%
10月20日	第三季国内生产总值	5.2%

资料来源：LSEG Eikon

A 股主要指数表现*

	目前	年初至今	过去1年
上证综指	3,861	15.18%	42.77%
深证综指	2,471	26.26%	67.41%
沪深300	4,533	15.20%	43.49%

*过往表现不代表未来回报

资料来源：LSEG Eikon。截至2025年9月15日收盘。

披露附录

- 1 本报告发布日期为 2025 年 9 月 16 日。
- 2 除非本报告中列明不同日期及 / 或具体时间，否则本报告所载的所有市场数据均截至 2025 年 9 月 15 日收市时间。
- 3 汇丰设有识别及管理与研究业务相关的潜在利益冲突的制度。汇丰分析师及其他从事研究报告编制和发布工作的人员有独立于投资银行业务的汇报线。研究业务与投资银行及自营交易业务之间设有信息隔离墙，以确保机密及 / 或价格敏感信息得到妥善处理。
- 4 您不得出于以下目的使用本文件中的任何信息作为参考：(i) 决定贷款协议、其它财务合约或金融工具项下的应付利息，或其它应付款项，(ii) 决定购买、出售、交易或赎回金融工具的价格，或金融工具的价值，及 / 或 (iii) 衡量金融工具的表现。
- 5 本报告为汇丰环球投资研究发布的英文报告的中文翻译版本。香港上海汇丰银行有限公司、汇丰银行（中国）有限公司、加拿大汇丰银行和汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

免责声明

本报告由香港上海汇丰银行有限公司(简称「HBAP」，注册地址香港皇后大道中 1 号)编制。HBAP 在香港成立，隶属于汇丰集团。

本报告由汇丰(台湾)商业银行有限公司及 HBAP(合称「发行方」)向其客户分发。本报告仅供一般传阅和资讯参考目的。本报告在编制时并未考虑任何特定客户或用途，亦未考虑任何特定客户的任何投资目标、财务状况或个人情况或需求。HBAP 根据在编制时来自其认为可靠来源的公开信息编制本报告，但未独立验证此类资讯。本报告的内容如有变更恕不另行通知。对于因您使用或依赖本报告，而可能导致您产生、或承受因此造成、导致或与其相关的任何损失、损害或任何形式的其他后果，HBAP 及发行方不承担任何责任。对于本报告的准确性、及时性或完整性，HBAP 及发行方并不作出任何担保、声明或保证。本报告并非投资建议或意见，亦不以销售投资或服务或邀约购买或认购这些投资或服务为目的。您不应使用或依赖本报告作出任何投资决定。HBAP 及发行方对于您的此类使用或依赖不承担任何责任。若对本报告内容有任何问题，您应该咨询您所地区的专业顾问。您不应为任何目的向任何个人或实体复制或进一步分发本报告部分或全部的内容。本报告不得在任何禁止分派本报告的地区分发。

以下条款仅适用于汇丰(台湾)商业银行有限公司向其客户分发时的情况

汇丰(台湾)办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰(台湾)不担保信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

中国内地

在中国内地，本报告由汇丰银行（中国）有限公司（简称“汇丰中国”）及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司向其客户分发，仅用于一般参考目的。本报告并不旨在提供证券和期货投资建议或提供金融信息服务，亦不旨在推广或销售任何理财产品。本报告所载内容和信息均基于现状提供。若对本报告内容有任何问题，您应该咨询您所在辖区的专业顾问。

© 版权香港上海汇丰银行有限公司2025版权所有。

未经香港上海汇丰银行有限公司的事先书面许可，不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统，或以任何电子、机械、影印、记录或其它形式或方式进行传输。

[1265626]