

宏观经济信用观察

(二〇二五年一季度报)

经济运行开局良好 宏观政策不断加力

主要经济指标情况

指标名称	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1
GDP 当季值(万亿元)	30.5	32.9	34.2	37.4	31.9
GDP 当季同比(%)	5.3	4.7	4.6	5.4	5.4
工业增加值增速(%)	6.1	6.0	5.8	5.8	6.5
固定资产投资增速(%)	4.5	3.9	3.4	3.2	4.2
房地产投资增速(%)	-9.5	-10.1	-10.1	-10.6	-9.9
基建投资增速(%)	6.5	5.4	4.1	4.4	5.8
制造业投资增速(%)	9.9	9.5	9.2	9.2	9.1
社零增速(%)	4.7	3.7	3.3	3.5	4.6
出口总额增速(%)	1.5	3.7	4.4	5.9	5.8
进口总额增速(%)	1.6	2.1	2.1	1.1	-7.0
CPI 涨幅(%)	0.0	0.1	0.3	0.2	-0.1
PPI 涨幅(%)	-2.7	-2.1	-2.0	-2.2	-2.3
财政收入增速(%)	-2.3	-2.8	-2.2	1.3	-1.1
财政支出增速(%)	2.9	2.0	2.0	3.6	4.2
调查失业率均值(%)	5.2	5.0	5.2	5.0	5.3
社融存量增速(%)	8.7	8.1	8.0	8.0	8.4

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

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。初步核算，一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。展望二、三季度，保持经济增长速度，维护股市楼市价格，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。
- 信用环境方面，一季度，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。下阶段，人民银行将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。
- 政策环境方面，一季度，宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。下阶段，宏观政策按照4月政治局会议安排，加紧实施更加积极有为的宏观政策，大力发展服务消费，创新推出债券市场“科技板”。

联合资信研究中心

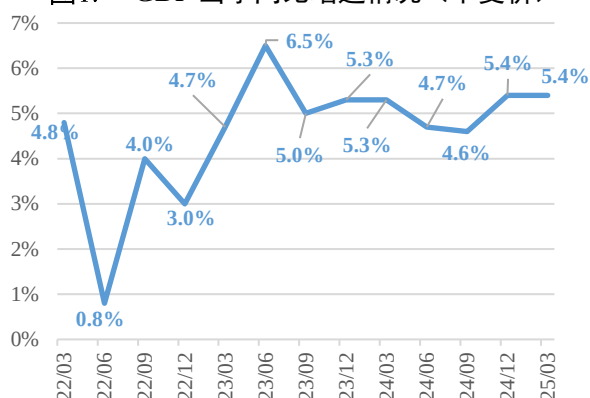
张 振 zhangzhen@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

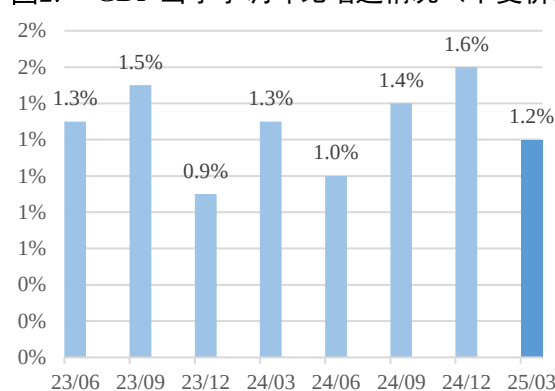
一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。一季度，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，着力打好宏观政策“组合拳”，宏观调控效应延续了“926”会议以来的支持效果，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定，就业形势稳定发展，国民经济实现良好开局。初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。分产业看，第一产业增加值 11713 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 111903 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 195142 亿元，增长 5.3%。面对接下来外部不确定增加、内部转型升级任务繁重的情况，宏观调控预留了充足的财政和货币空间，经济结构性改革不断释放新质生产力活力，低空经济和具身智能等引领制造业发展。

图1. GDP 当季同比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. GDP 当季季调环比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

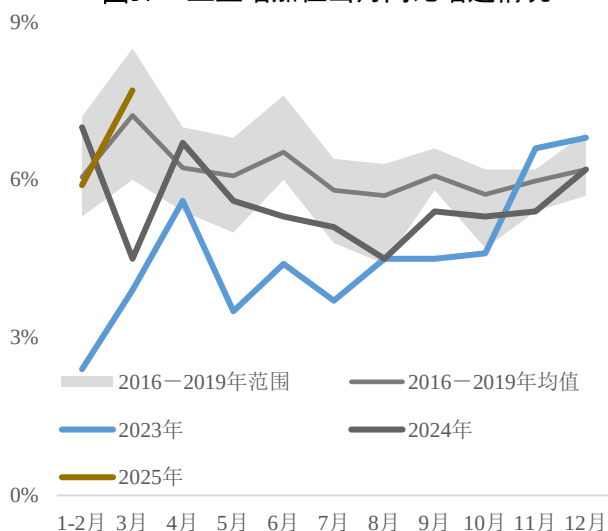
展望二、三季度，保持经济增长速度，维护股市楼市价格，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链，对金融市场带来重大冲击，也在多个层次冲击企业和家庭预期。面对不确定性，预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。财政政策通过增发专项债等多种工具支持经济增长，货币政策通过降准降息、再贷款等多种工具降低实体经济融资成本和稳定资产价格。中国进一步高水平对外开放，将同反对贸易讹诈的世界各国开辟全球贸易新格局。通过多项改革做大做强国内大循环，充分激发各类经营主体活力，经济运行稳中有进、持续向好的大趋势将会更加巩固。

1. 生产端：工业经济开局良好，现代服务业作用彰显

工业经济开局良好，新质生产力加快培育。一季度，随着存量政策和增量政策协同效应不断增强，工业生产和出口实现较快增长，企业营收水平改善，产业结构持续优化，发展新动能有效积聚。一季度，全国规模以上工业增加值延续较快增长态势，同比增长 6.5%，较 1—2 月份加快 0.6 个百分点，较上年全年

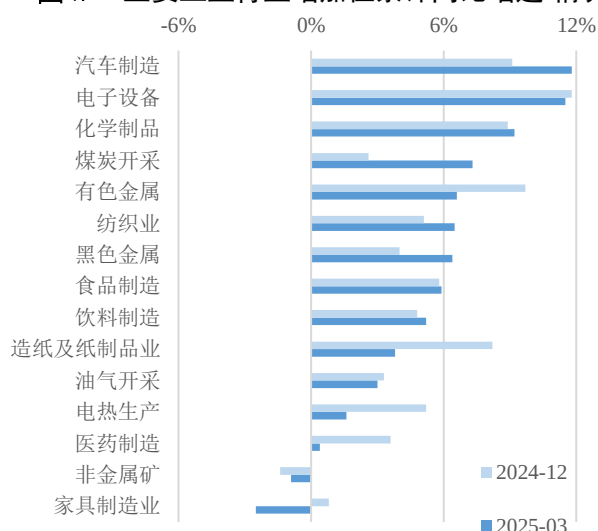
加快 0.7 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值增长 6.2%，增速较 1—2 月份加快 1.9 个百分点；制造业增长 7.1%，加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.9%，加快 0.8 个百分点。工业品出口保持较快增长。一季度，规模以上工业企业共实现出口交货值 36285 亿元，同比增长 6.7%，较 1—2 月份加快 0.5 个百分点。从行业看，铁路船舶航空航天、金属制品、专用设备、通用设备等装备制造业行业出口交货值保持较快增长，增速分别达 19.8%、10.9%、10.7%、9.8%。数字生产赋能产业智能化转型，智能无人飞行器制造、导航测绘气象及海洋专用仪器制造、智能车载设备制造等行业增加值分别增长 49.6%、25.5%、25.0%。绿色产品增势强劲，新能源汽车、汽车用锂离子动力电池、太阳能电池等“新三样”相关产品产量同比分别增长 45.4%、39.2%、18.5%。下阶段，面对外部环境急剧变化的不确定性，需加紧落实好各项宏观政策，加大对受关税冲击工业企业的支持与保障，鼓励企业寻找新的国内国际市场，同时，加大力量发展新质生产力，以优质供给开拓新需求、新市场，继续突出工业经济大盘稳、韧性强、动力足的特点，助力经济稳定增长。

图3. 工业增加值当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 主要工业行业增加值累计同比增速¹情况



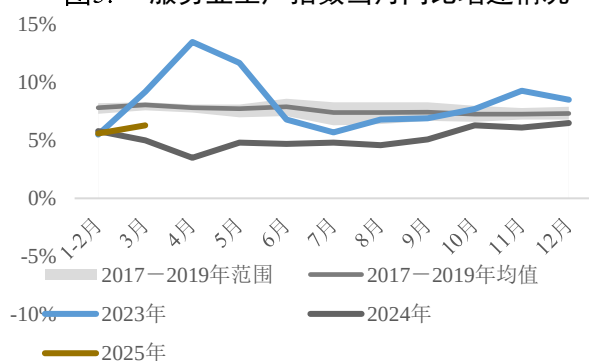
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业经济回升向好，现代服务业作用彰显。一季度，服务业经济实现良好开局，新动能新优势加快培育，服务消费潜力不断释放，市场预期持续向好。一季度，服务业增加值 195142 亿元，同比增长 5.3%。服务业增加值占国内生产总值比重为 61.2%，比上年同期提高 0.5 个百分点；对国民经济增长的贡献率为 59.1%，比上年同期高 1.5 个百分点，拉动国内生产总值增长 3.2 个百分点。信息技术、商务服务等现代服务业快速发展，为新质生产力加快培育积蓄动能。一季度，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业增加值同比分别增长 10.3%和 10.2%。数字、绿色、智能等新型消费快速发展，为服务消费市场

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

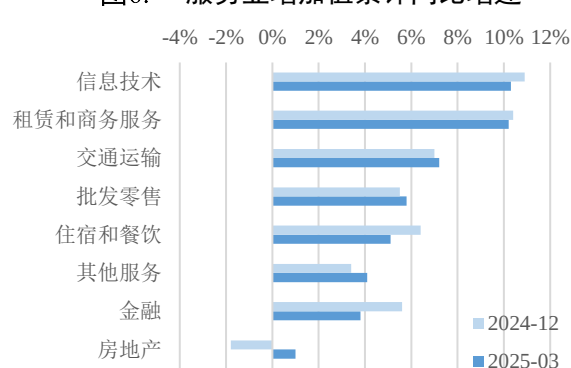
回升提供有力支撑。一季度，服务零售额同比增长 5.0%，比商品零售额增速高 0.4 个百分点。全国居民人均服务性消费支出同比增长 5.4%，占居民人均消费支出比重为 43.4%，比上年同期提高 0.1 个百分点。优质文旅产品供给丰富，冰雪游、文博游、主题游等热度不减。4 月 25 日中央政治局会议将发展服务消费作为促进国内大循环、应对外部冲击的重要抓手，下阶段应通过扩大服务业开放，提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境等措施，激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点，为经济高质量发展提供有力支撑。

图5. 服务业生产指数当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 服务业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：房地产市场止跌回稳趋势明显，投资增长加快，消费和出口超预期增长

宏观政策组合拳加力显效，固定资产投资增长加快。一季度，各地区各部门加力扩围实施“两新”工作，更大力度支持“两重”建设，聚焦关键领域和薄弱环节积极扩大有效投资，加快推动传统产业转型升级，积极培育发展新动能，固定资产投资增速加快。一季度，全国固定资产投资（不含农户）103174 亿元，同比增长 4.2%，增速比 1—2 月份加快 0.1 个百分点。下阶段，要认真统筹用好中央预算资金、超长期特别国债、地方政府专项债等政策工具，加快“两重”建设和“两新”工作政策落实；聚焦提高投资效益精准发力，切实选准选好项目，推动形成更多实物工作量；积极扩大有效投资，促进投资合理增长。

在政策作用下，房地产市场相关价格跌幅不断收窄，市场交易继续改善。自去年四季度以来，中央强调要推动房地产止跌回稳，相关部门制定了一系列政策，改善房地产投资，加大城市老旧小区改造，加大保障房建设力度，对房地产企业提出“白名单”制度，给予金融贷款支持。综合来看，政策效应持续显现。一季度，全国房地产开发投资同比下降 9.9%，较去年全年同比降幅收窄 0.7 个百分点；全国新建商品房销售面积同比下降 3.0%，降幅比去年全年收窄 9.9 个百分点，比 1—2 月份收窄 2.1 个百分点；销售额下降 2.1%，降幅比去年全年收窄 15 个百分点，比 1—2 月份收窄 0.5 个百分点。一季度房价运行总体稳定。70 个大中城市房价监测数据显示，3 月份全部城市新房和二手房价格均有积极变化。3 月份，一线城市二手

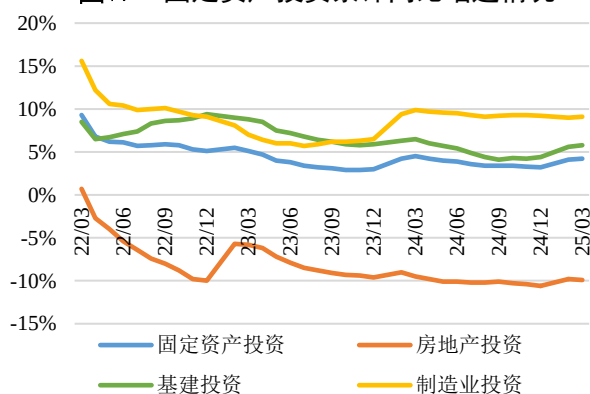
²图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

住宅销售价格环比上涨，二线、三线城市二手住宅销售价格环比降幅收窄。由于市场销售回暖，加上“白名单”支持政策落地，房地产企业资金状况得到改善。一季度，房地产开发企业到位资金中，国内企业贷款降幅比1—2月份收窄3.8个百分点，个人按揭贷款降幅收窄4.7个百分点，反映出促进房地产止跌回稳的政策效果持续显现。下阶段，宏观政策将持续推进房地产止跌回稳，加大“好房子”建设力度，积极构建房地产发展新模式，促进房地产持续健康发展。

重大项目建设加快，基础设施投资拉动效应提高。随着超长期特别国债和地方政府专项债的发行使用加快，“两重”项目开工建设提速，基础设施投资增速加快。一季度，基础设施投资同比增长5.8%，增速比1—2月份加快0.2个百分点；拉动全部投资增长1.3个百分点，比1—2月份提高0.2个百分点。其中，水利管理业投资增长36.8%，水上运输业投资增长25.9%。今年以来，地方新增专项债发行提速，带动了到位资金的改善和项目的推进。一季度，新增专项债累计发行量接近1万亿元，固定资产投资本年实际到位资金同比增长3.7%，去年全年为下降2.3%。基础设施投资增长5.8%，比上年全年加快1.4个百分点。

制造业高端化智能化绿色化扎实推进，传统产业升级力度加大，制造业投资加快增长。一季度，制造业投资同比增长9.1%，增速比1—2月份加快0.1个百分点，比全部投资高4.9个百分点；拉动全部投资增长2.2个百分点。其中，消费品制造业投资增长13.5%，装备制造业投资增长8.9%，原材料制造业投资增长4.3%。制造业技改投资增长7.2%，增速比全部投资高3.0个百分点。“两新”政策带动明显，设备购置投资较快增长。大规模设备更新政策持续加力推进，设备购置投资增长提速。一季度，设备工器具购置投资同比增长19.0%，增速比1—2月份加快1.0个百分点，比全部投资高14.8个百分点；对全部投资增长的贡献率为64.6%，比1—2月份提高2.3个百分点。

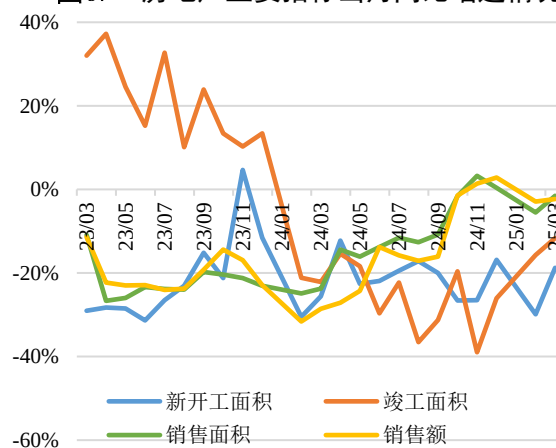
图7. 固定资产投资累计同比增速情况



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图8. 房地产主要指标当月同比增速情况

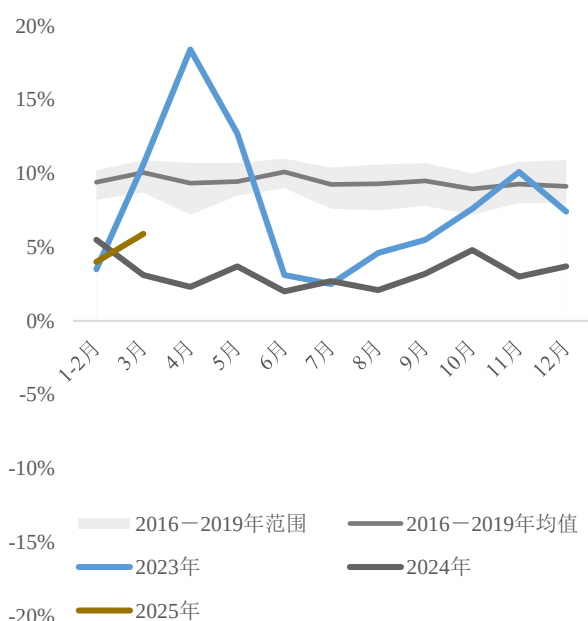


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

一季度，各地区各部门扎实推动消费品以旧换新等一系列提振消费政策落地显效，推进消费提质升级，市场销售增速持续加快。一季度，社会消费品零售总额124671亿元，同比增长4.6%；扣除价格因素，实际增长4.8%。其中3月份，社会消费品零售总额增长5.9%，增速比1—2月份加快1.9个百分点。消费品以旧换新加力扩围政策成效明显。一季度，限额以上单位通讯器材类、家用电器和音像器材类、家具类商品零售额同比分别增长26.9%、19.3%和18.1%，增速分别比1—2月份加快0.7个、8.4个和6.4个百分点；

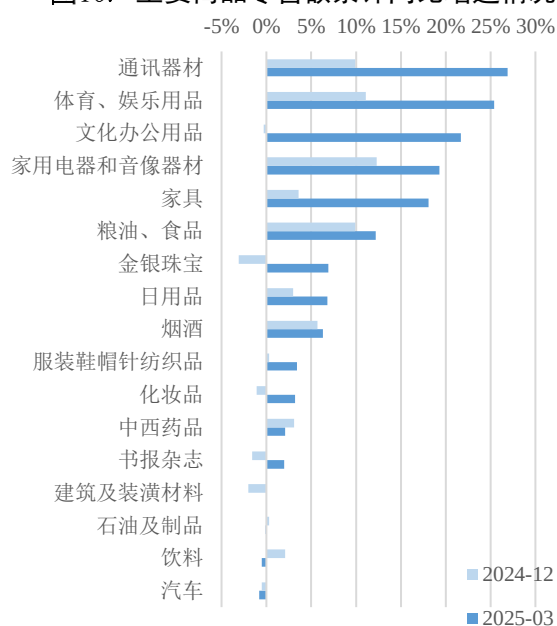
文化办公用品类零售额增长 21.7%，持续保持快速增长。3 月份，汽车类零售额由 1—2 月份下降转为增长 5.5%。在各项促消费政策作用下，服务消费市场供给丰富优化，居民消费活力不断释放，服务零售保持平稳增长。一季度，服务零售额同比增长 5.0%，增速比 1—2 月份加快 0.1 个百分点，高于同期商品零售额增速 0.4 个百分点。假日消费持续活跃，出行游玩活动增多，带动文旅、交通、餐饮等相关服务消费较快增长。一季度，旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类、文体休闲服务类零售额增长较快；餐饮收入同比增长 4.7%，其中 3 月当月增长 5.6%，增速比 1—2 月份加快 1.3 个百分点。下阶段，要扎实推进提振消费专项行动，切实提升消费能力，持续释放消费潜力，推动消费市场持续向好向新发展。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图10. 主要商品零售额累计同比增速情况



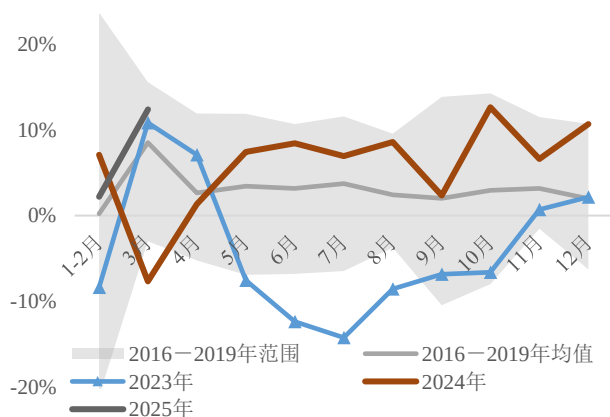
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2025 年一季度外贸顶压前行，实现规模增长、质量提升。一季度，我国货物贸易进出口 10.3 万亿元人民币，同比增长 1.3%。其中，出口 6.13 万亿元，增长 6.9%，分月来看，一月份增长 7.3%，二月份下降 1.9%，三月份增长 13.5%。在全球贸易形势不确定性上升背景下，我国出口增速在一季度体现了强大韧性，贸易商补库存和中国出口商品质量优秀、市场认可度高都是出口增速逆势上升的重要支撑因素。一季度，我国进出口机电产品 5.29 万亿元，增长 7.7%，较全部进出口增速快 6.4 个百分点。其中，出口增长比较快的有，家用电器、笔记本电脑、电子元件等；进口增长比较快的有，自动数据处理设备零部件、船舶和海洋工程装备等。国潮新品不断推出，自主品牌产品出口规模逐年增长、占比不断走高，一季度继续增长 10.2%，占出口总值的比重进一步提升至 22.8%。我国的新能源产品继续在全球绿色转型中发挥重要作用，一季度，风力发电机组、锂电池、电动汽车等出口分别增长 43.2%、18.8%和 8.2%。在新质生产力蓬勃发展，出口产品认可度越来越高的同时，一季度国际贸易伙伴关系也不断走深走实。一季度，东盟继续稳居我国第一大贸易伙伴地位，进出口 1.71 万亿元，同比增长 7.1%，比全部进出口增速高 5.8 个百分点，占我国整体外

贸的比重提升到 16.6%。一季度，我国对欧盟进出口 1.3 万亿元人民币，增长 1.4%，比全部进出口增速高 0.1 个百分点。一季度，我国与共建“一带一路”国家的进出口是 5.26 万亿元，同比增长 2.2%，规模再创历史同期新高。

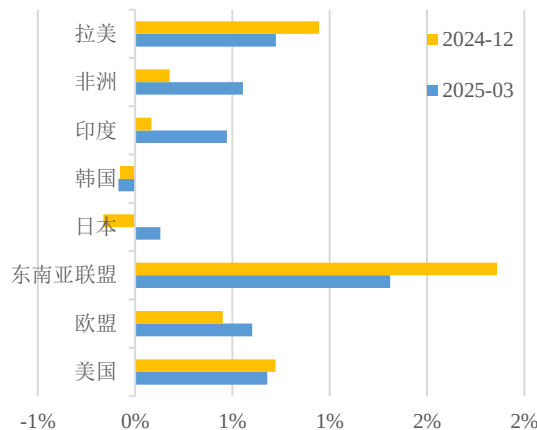
后续来看，随着全球关税不确定性因素上升，我国出口形势面临较大不确定性，但中国与中亚、东南亚、东欧等“一带一路”沿线产业链合作有望加速。因此全球贸易不会因美国单方面大额关税而出现全面熔断，而是进入波动发展阶段，预计我国出口增速仍将保持韧性。

图11. 出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口国家累计对出口同比拉动情况



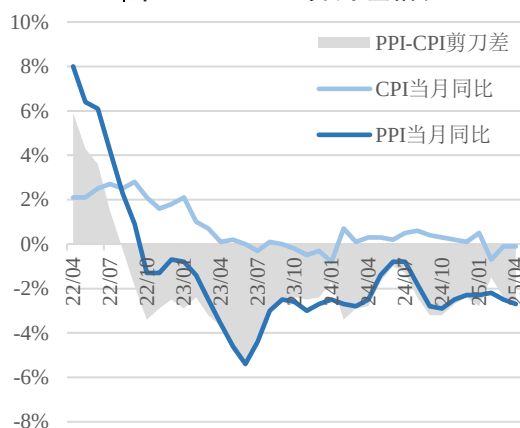
数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

3. 价格：国内价格总体平稳，人民币汇率宽幅波动

消费领域价格运行基本稳定。一季度，CPI 较上年同期下降 0.1%，运行总体平稳。受春节错月等因素影响，月度同比有所波动。分月看，1 月份，受春节因素影响，CPI 同比上涨 0.5%；2 月份，节后消费需求季节性回落，叠加春节错月去年对比基数较高影响，CPI 同比下降 0.7%；3 月份，提振消费需求等政策效应逐渐显现，加之春节错月影响消退，CPI 同比降幅收窄至 0.1%。市场供应充足食品价格有所下降。一季度，食品价格同比下降 1.5%，影响 CPI 下降约 0.27 个百分点，是拉低 CPI 的主要因素。食品中，鲜菜和鲜果价格分别下降 5.9%和 0.1%，合计影响 CPI 同比下降约 0.13 个百分点；猪肉价格同比连续 12 个月上涨，一季度平均上涨 8.1%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。能源价格降幅收窄。一季度，能源价格同比下降 1.1%，降幅比上季度收窄 2.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。核心 CPI 继续保持温和上涨。一季度，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点。服务价格温和回升，上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.13 个百分点。扣除能源的工业消费品价格稳中有涨，上涨 0.1%。其中，燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降 4.9%和 5.1%，降幅比上季度有所收窄，合计影响 CPI 下降约 0.15 个百分点；金饰品价格涨幅扩大，一季度上涨 34.2%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点。

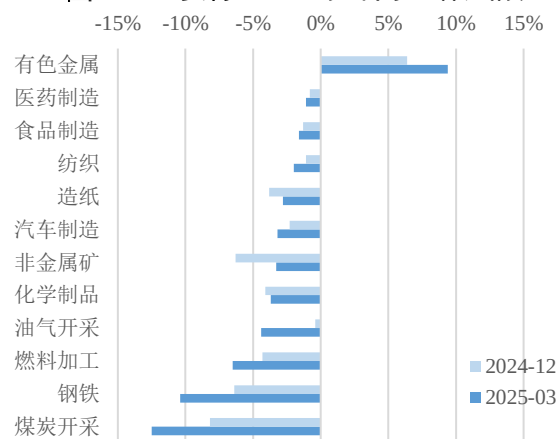
生产领域价格降幅收窄。一季度，PPI 较上年同期下降 2.3%，降幅比上年四季度收窄 0.2 个百分点，降势有所趋缓。分月看，1、2 月份，春节假日等因素影响 PPI 同比分别下降 2.3%和 2.2%；3 月份，受国际大宗商品价格传导等影响，同比下降 2.5%。输入性价格传导影响国内石油、有色金属等行业价格走势分化。石油和天然气开采业价格同比降幅由 1 月份的 1.3%逐步扩大至 3 月份的 8.5%，一季度平均下降 4.4%。国际有色金属价格上行带动国内有色金属冶炼和压延加工业价格持续上涨，月度同比涨幅在 9.3%—9.5%之间，一季度平均上涨 9.4%，其中金冶炼、铝冶炼和铜冶炼价格分别上涨 32.9%、14.2%和 9.9%。工业生产供给充裕，相关行业价格下降。一季度，光伏、锂电、新能源汽车等行业供应充足，光伏设备及电子元器件制造、锂离子电池制造、新能源车整车制造价格同比分别下降 14.9%、6.2%和 2.2%，降幅比上年四季度分别收窄 8.8、3.6 和 1.5 个百分点。高技术产业发展和宏观政策显效带动部分行业价格上涨。一季度，高性能大模型、人工智能等快速发展带动一些技术密集型行业价格同比上涨或降幅收窄，微波通信设备价格上涨 1.9%，可穿戴智能设备制造价格上涨 0.7%；工业机器人制造、服务消费机器人制造价格降幅比上年四季度分别收窄 1.1 和 0.7 个百分点。

图13. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

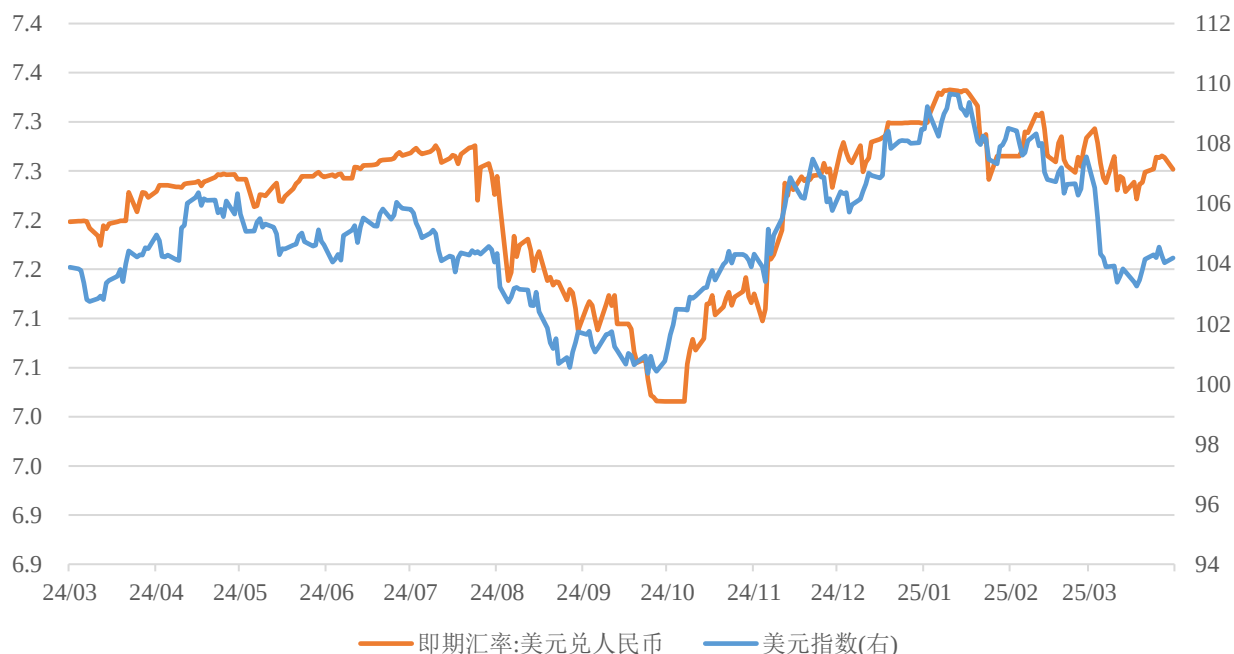
图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2025 年一季度，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。2025 年以来，跨境资本流动平稳有序，外汇市场供求基本平衡，人民币汇率预期总体稳定。国际形势复杂严峻，主要经济体宏观政策不确定性明显上升，对全球经济增长产生负面冲击，全球金融市场剧烈波动。美元指数整体震荡下行，人民币汇率双向波动，总体在合理均衡水平上保持基本稳定。一季度，人民币汇率以市场供求为基础，对一篮子货币汇率有所贬值。3 月末，中国外汇交易中心人民币汇率指数报 99.00，较上年末贬值 2.4%。3 月末，人民币对美元汇率中间价为 7.1782 元，较上年末升值 0.14%。

图15. 人民币汇率和美元指数走势

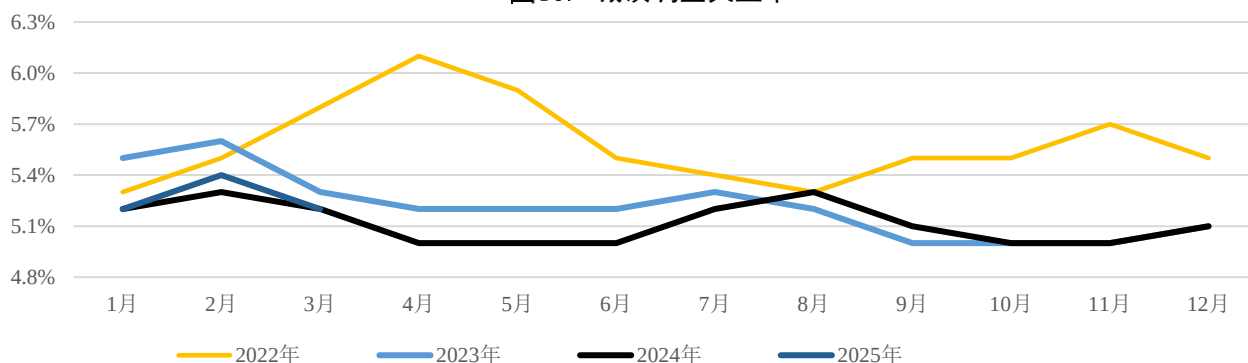


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：整体形势保持稳定

一季度，各地区各部门加大力度稳就业、促增收，带动就业形势总体保持稳定。一季度，全国城镇调查失业率均值为 5.3%。分月看，1 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，受冬季农业、建筑业等行业用工季节性减少影响，失业率环比上升 0.1 个百分点。2 月份，叠加春节假期因素，企业用工需求减少，失业率升至 5.4%。3 月份，随着节后各行业用工逐步恢复，劳动力市场活跃度提升，失业率回落至 5.2%，环比下降 0.2 个百分点，同比持平。分行业看，受大规模设备更新和消费品以旧换新政策加力扩围带动，一季度制造业就业延续回升态势，就业人数同比增加。部分服务行业用工也较为活跃，住宿餐饮、居民服务、文体娱乐等行业就业人员同比有所增加，为保持重点群体就业稳定提供坚实支撑。下阶段，随着各项既定宏观政策落地见效，稳岗返还、税费减免、就业补贴、专项贷款等就业促进政策深入实施，以及新质生产力发展对就业带动作用增强，就业形势将继续保持总体稳定。

图16. 城镇调查失业率



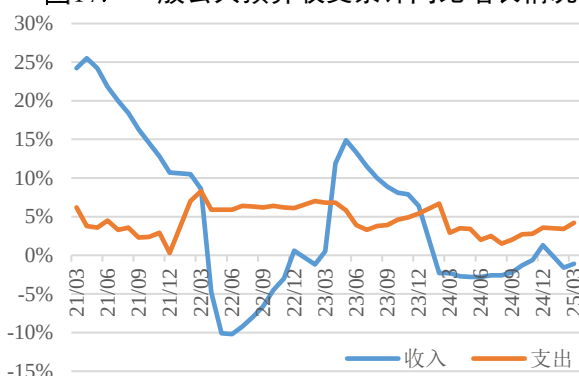
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

5. 财政：财政赤字和专项债支持积极有为的财政支出

一般公共预算收入同比略降、支出延续增长。2025 年一季度财政收入在 2024 年基础上有所下降，但下降幅度有限，突显财政韧性。财政收入短期波动，不改长期向好趋势，有空间保障财政支出强度。2025 年一季度，全国一般公共预算收入 6.0 万亿元，同比下降 1.1%。其中，中央财政收入下降 5.7%、地方本级财政收入增长 2.2%。全国税收收入 4.7 万亿元，同比下降 3.5%。其中，国内增值税、国内消费税、个人所得税分别增长 2.1%、2.2%、7.1%，企业所得税下降 6.8%。非税收入 1.3 万亿元，同比增长 8.8%。一季度，在中央财政赤字增加支持下，财政支出延续增长态势。全国一般公共预算支出 7.3 万亿元，同比增长 4.2%。其中，中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出分别增长 8.9%和 3.6%。从支出结构看，教育支出、社会保障和就业支出分别同比增长 7.8%、7.9%，对于民生保障支持力度不减，体现积极有为的财政政策。

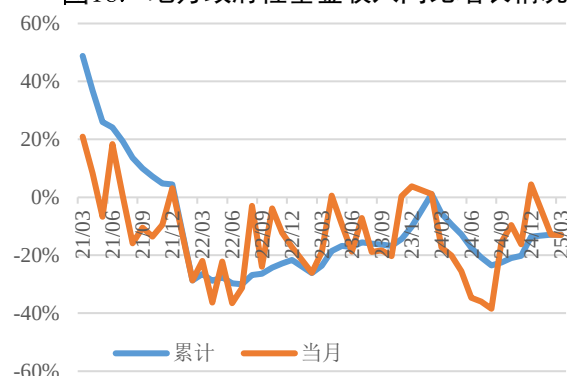
受房地产仍处于深度调整状态影响，政府性基金收入大幅减少；受专项债发行力度加大支撑，政府性基金支出大幅增长。在控制增量、优化存量的房地产调控政策下，土地以消化存量、保障房收储建设为主，因此仍拖累政府性基金收入同比延续负增；今年专项债发行提速，地方政府拥有更多自主权，支持政府性基金支出同比大幅增长。具体来看，一季度，政府性基金收入累计同比下降 11.0%，降幅较去年同期扩大 7.0 个百分点。其中，地方政府土地出让金收入累计同比下降 15.9%，降幅较去年同期扩大 9.2 个百分点。一季度，政府性基金支出累计同比增长 11.1%，较去年同期提高 26.6 个百分点，突显财政积极态度。

图17. 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图18. 地方政府性基金收入同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

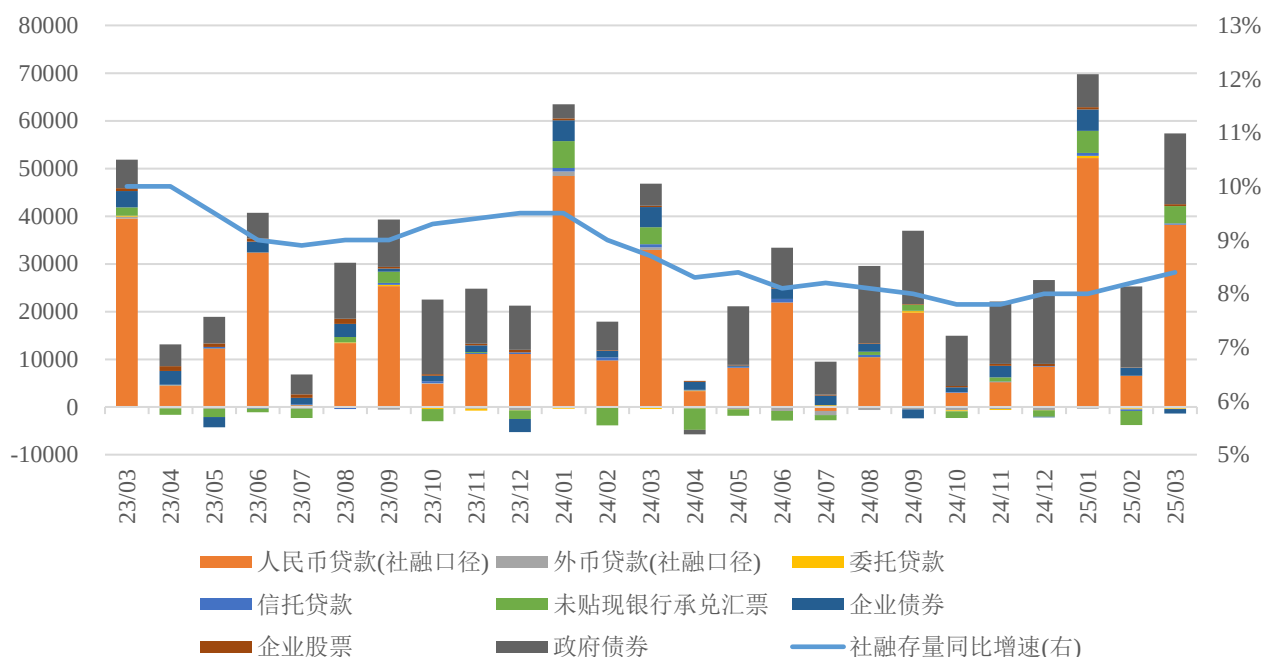
二、宏观信用环境

2025 年一季度，中国人民银行实施适度宽松的货币政策，强化逆周期调节，为经济持续回升向好创造了适宜的货币金融环境。一是综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。二是健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。三是推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。四是坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，综合施策，保持预期平稳。下阶段，中国人民银行将继续实施好适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

1. 社融规模合理增长，信贷结构不断优化

社会融资规模保持合理增长。初步统计，3 月末社会融资规模存量为 423.0 万亿元，同比增长 8.4%，增速比上年末高 0.4 个百分点。一季度社会融资规模增量累计为 15.2 万亿元，比上年同期多 2.4 万亿元。具体来看，人民币贷款保持合理增长，一季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 9.7 万亿元，比上年同期多增 5862 亿元，占同期社会融资规模增量的 63.9%。政府债券融资同比多增，一季度政府债券净融资为 3.9 万亿元，比上年同期多 2.5 万亿元；非金融企业境内股票融资同比多增。表外融资同比少增。一季度委托贷款比上年同期多增 1050 亿元，信托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别比上年同期少增 1452 亿元、202 亿元。

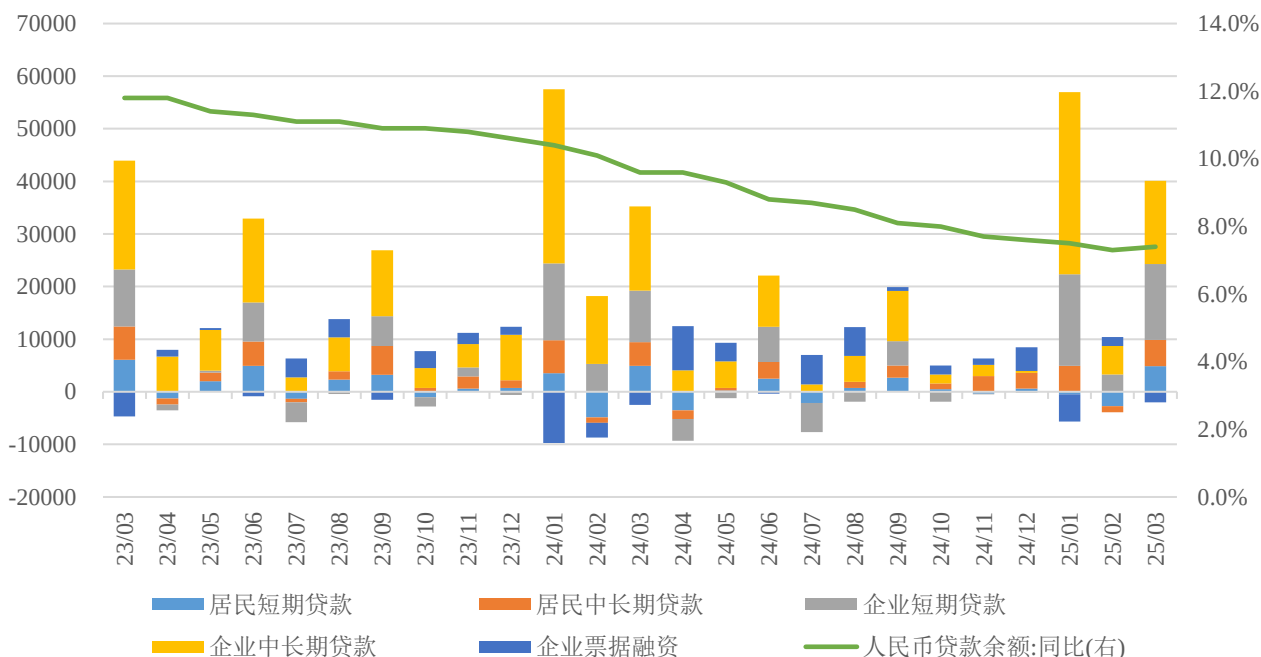
图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷结构不断优化。制造业中长期贷款信贷总量合理增长，结构持续优化。今年以来，中国人民银行引导金融机构充分满足实体经济有效融资需求，提升信贷增长质效。3月末，金融机构本外币贷款余额为269.3万亿元，同比增长6.9%，比年初增加9.7万亿元。人民币贷款余额为265.4万亿元，同比增长7.4%，比年初增加9.8万亿元。3月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加5.6万亿元，在全部企业贷款中占比为64.4%。制造业中长期贷款余额同比增长9.3%，比全部贷款增速高1.9个百分点。普惠小微贷款余额同比增长12.2%，比全部贷款增速高4.8个百分点。

图20. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



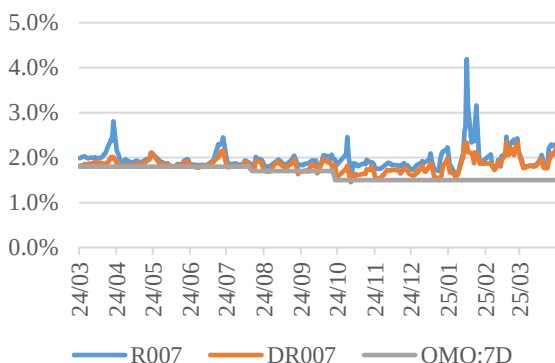
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 多种数量型货币工具维持市场流动性合理充裕，贷款利率持续下行

货币流动性投放以数量型工具为主，综合使用多种期限数量工具维持市场稳定。加量开展买断式逆回购操作补充中长期资金缺口。1月至3月分别开展买断式逆回购操作1.7万亿元、1.4万亿元和8000亿元，其中3个月期2.6万亿元、6个月期1.3万亿元。截至3月末，买断式逆回购余额为5.1万亿元，较上年末增加2.4万亿元。阶段性暂停国债买卖操作。年初，国债市场供不应求状况进一步加剧，10年期国债收益率一度跌破1.6%的历史低位。1月中国人民银行宣布阶段性暂停在公开市场买入国债，避免影响投资者的配置需要。调整中期借贷便利（MLF）中标方式。3月中国人民银行宣布将MLF操作改为固定数量、利率招标、多重价位中标，不再有统一的中标利率。MLF利率的政策属性退出，回归流动性投放工具定位，进一步理顺由短及长的利率传导关系；同时机构差异化定价也有利于降低资金成本，缓解银行净息差压力。

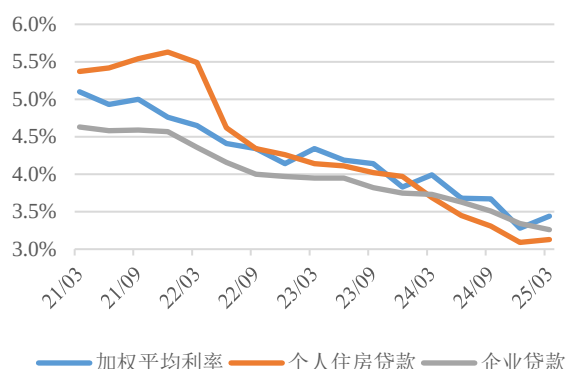
企业贷款加权平均利率持续处于历史低位。中国人民银行不断深化利率市场化改革，持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革和存款利率市场化调整机制效能，推动贷款利率明显下行。3月，1年期和5年期以上LPR分别为3.1%和3.6%，均同比下降0.35个百分点。3月，新发放贷款加权平均利率为3.4%左右，同比下降约0.6个百分点。

图21. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

2025 年一季度，宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，实施更加积极的财政政策，加大财政支出力度，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；实施适度宽松的货币政策，创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系、有效防范化解重点领域风险等九项中央经济工作会议安排的重点工作。下阶段，宏观政策按照 4 月政治局会议安排，加紧实施更加积极有为的宏观政策，货币政策适时适度降准降息，设置新结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸；财政政策加快地方政府专项债、超长期特别国债发行和使用；大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用；创新推出债券市场“科技板”，利用债券市场杠杆推动金融市场服务新质生产力发展。

1. 提振消费专项行动助力扩大内需

1 月 3 日，国家发改委宣布将实施提振消费专项行动。国家发改委表示做好四方面工作：一是促进居民增收减负；二是丰富消费产品服务供给，加力扩围实施“两新”政策，将手机、平板、智能手表手环等消费品纳入到支持品类，扩大服务消费，打造龙头企业和服务品牌，放宽市场准入限制，以高质量供给来引领有效需求；三是培育消费新增长点；四是改善消费环境。大力提振消费，全方位扩大内需仍为 2025 年全年首要任务。根据国家发改委的行动方针，预计中央政府一方面将通过加大财政对终端消费直接投入、提升社会保障水平等多种方式，推动居民收入稳定增长；另一方面，将继续在适应消费结构变化、增强供需适配性上做文章，“两新+两重”将继续发力。展望 2025 年，我国超大规模消费市场优势及消费向好的支撑条件和基本趋势没有改变，消费市场预计将持续呈现平稳增长态势。

2. 加力扩围实施“两新”政策

1 月 8 日，发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的

通知》，确定今年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模会比去年有大幅增加。此次政策通过大幅增加超长期特别国债资金规模，为“两新”政策注入强劲动力，将有效激发企业设备更新的投资热情，助力企业加速淘汰落后产能，引进先进设备和技术，提升生产效率和产品质量，从而增强企业的市场竞争力和盈利能力，推动产业结构优化升级，为经济高质量发展注入强劲动力。同时，消费品以旧换新政策的扩围，将促进大宗消费品的更新换代，带动相关产业的快速发展，形成新的经济增长点，进一步扩大内需，促进经济良性循环。

3. 推动中长期资金入市实施方案落地

1月22日，为贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议“稳住股市、打通中长期资金入市卡点堵点”、“推动专业机构投资者建立三年以上长周期考核机制，提高权益投资比重”的重要决策部署，六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。此次方案突出问题导向和目标导向，采取多种措施推动中长期资本投资中国资本市场，将为居民投资、企业融资提供安全可靠的资本市场。方案主要举措包括五个方面，集中回答了未来一段时间中国的保险资金、养老资金等中长期资金的投资运行模式应该走什么道路，以新的考核标准来推动投资主体提高风险偏好水平，从而实现资本市场的长期健康发展。

4. 科技创新债券市场建设提速

2月7日，证监会发布实施《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，指出加大多层次债券市场对科技创新的支持力度。推动科技创新公司债券高质量发展，优化发行注册流程，鼓励有关机构按照市场化、法治化原则为科技型企业发债提供增信支持，探索开发更多科创主题债券。将优质企业科创债纳入基准做市品种，加大交易所质押式回购折扣系数的政策支持。探索知识产权资产证券化业务。中央金融工作会议提出做好“科技金融”等五篇大文章以来，监管部门持续推出政策支持科技创新企业债券融资，但现阶段，我国科创类债券仍存在着融资规模小、期限短、普惠度不高等问题，制约了科技创新企业的高质量发展。意见的实施有助于进一步提升科创债的融资效率，加快科创债产品创新，提高科创债交易活跃度，进一步提升债券市场对科技创新企业的服务质效，促进科创类债券市场进一步扩容。

5. 民营企业座谈会顺利召开

2月17日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在京出席民营企业座谈会，在听取民营企业负责人代表发言后，习近平发表了重要讲话。中央时隔6年3个月再度召开民营企业座谈会，显示对民营企业发展的重视和支持，有助于推动民营企业实现高质量发展，为中国经济注入新的增长动能。一方面，在2025年中美科技竞争加剧的背景下，中央通过政企直接对话，释放了国家对民营经济发展的坚定支持和积极态度，这一信号对于稳定民营企业信心、激发市场活力具有重要意义。另一方面，此次参会的企

业家多为在新质生产力、科技创新和产业发展方面表现突出的代表，契合了“加快发展新质生产力”的政策导向。最后，座谈会搭建政企沟通桥梁，有助于解决企业在发展中遇到的实际问题，推动政策优化和完善。

6. 债券市场迎来发展新机遇

3月5日，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，明确推动公司债券扩容，扩大重点领域债券发行规模，丰富债券产品谱系，发展科技创新债券、碳中和债券、转型债券、乡村振兴债券等特色产品。完善科技创新债券发行管理机制，鼓励通过创设信用保护工具、担保等方式提供增信支持。加大绿色、小微、“三农”等专项金融债券发行力度，鼓励金融机构发行专项金融债券用于科创、养老等领域。支持金融机构开展金融“五篇大文章”领域信贷资产证券化业务。在外部环境不确定性增多，世界增长动能总体放缓的背景下，中央金融工作会议提出做好金融“五篇大文章”，债券市场对五大重点领域的支持力度显著增强，金融市场服务实体经济的功能将不断增强。公司债券扩容，有助于进一步拓宽民营、中小微企业的融资渠道，推动信用债市场增长。绿色、转型等领域债券品种进一步丰富，有利于引导资金流向相关领域，强化债券市场赋能经济社会绿色转型发展、为科技创新企业提供长期稳定的资金支持等功能。

7. 多部门推出提振消费举措

3月17日，国新办举行新闻发布会介绍提振消费有关情况。国家发改委指出今年安排3000亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新。财政部指出，2025年中央财政安排就业补助资金667.4亿元。央行指出研究创设新结构性货币政策工具，加大消费重点领域低成本资金支持。为大力提振消费，全方位扩大国内需求，近日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》（以下简称《行动方案》），从促进居民增收和推动消费更新升级等方面出台了一系列政策支持居民消费。本次国新办发布会上，各部门领导对《行动方案》进行了详细的解读，同时介绍了一系列提振消费的具体措施，尤其是提出3000亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新，规模较2024年增长一倍，有助于降低消费者的置换成本，激活市场存量，释放消费潜力，稳定市场预期，推动消费企稳回升。

联系人

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

免责声明

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

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

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