

加快改革步伐，应对外部风险

- ◆ 中美贸易紧张局势可能会影响中国的经济增长，但也可能创造新的契机.....
- ◆例如，结构性改革可能会加快，尤其是财政改革
- ◆ 其核心目标在于提升财政可持续性并理顺中央与地方财政关系

中国数据回顾（2025年1月）¹

- 受春节假期提前至1月（去年为2月）的推动，中国1月份**整体消费价格指数按年涨幅**回升至0.5%。**核心消费价格指数**按年增速连续第四个月回升，上涨0.6%，因假期期间强劲的出行活动推动了服务消费增长。在生产端，**生产价格指数按年降幅**保持在2.3%不变，工业产品需求疲软可能对价格形成压力。
- 中国1月份**国家统计局采购经理人指数**显示，**制造业**普遍收缩，**建筑业**活动下降，**服务业**增长趋势有所放缓。尽管因务工人员返乡，春节假期提前可能对经济活动造成一定影响，但这些影响应在很大程度上被季节性调整抵消。因此，经济活动数据走弱意味着需要采取更多措施来促进复苏。我们预计今年将有力度较强的政策支持，财政刺激或将成为主导，但具体细节需等待3月全国“两会”揭晓。
- **信贷增长**在1月份迎来强劲的季节性开局，主要受长期**企业贷款**激增（4.8万亿元人民币）以及**政府债券发行量**高于往年（6,930亿元人民币）推动。家庭长期贷款数据的改善也是令人鼓舞的迹象。**社融规模**单月增量（7.1万亿元人民币）创下历史新高，按年增速稳定在8%。不过，此轮信贷增长的可持续性仍有待观察，我们认为政策制定者将需要加大支持力度，以帮助缓冲全球不利因素加剧对经济增长的影响。

¹ 资料来源：万得资讯、汇丰银行

加快改革步伐，应对外部风险

财政可持续性成为关注焦点

尽管外部不确定性加剧及贸易紧张局势升级可能给中国经济带来更多挑战，但这也可能成为推动更有力度的财政宽松和结构性改革的催化剂。在去年三中全会提出的政策举措中，**财政可持续性被视为一项重要的长期目标**，对恢复地方政府财政纪律和应对债务风险至关重要。我们预计，更多具体细节将在3月初召开的全国人大会议上公布。

财政改革提速

改革势在必行，以理顺中央与地方财政关系

2024年7月，三中全会承诺深化中国财政改革，并提出三大重点方向：健全预算制度、健全税收制度以及**理顺中央与地方财政关系**；其中，中央与地方财政关系的调整最受关注。近期推出的12万亿元人民币地方政府债务置换是缓解地方政府短期财政压力的积极举措，但要实现财政可持续性，并防止地方政府债务压力再次累积，还需要采取更多的措施。

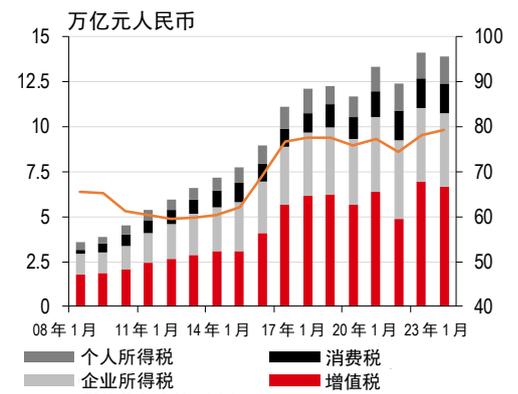
在众多措施中，建立**符合激励相容原则的中央与地方财政框架**将发挥关键作用。这可能包括提高地方政府的收入分成比例，增加中央政府的支出责任。事实上，受近期经济放缓和房地产市场调整影响，地方政府的传统收入来源已连续四年下降，累计减少3.8万亿元人民币。

图 1：土地出让收入已经连续四年下降



资料来源：万得资讯、汇丰银行

图 2：中国四大税种合计占税收收入总额的 80%



资料来源：万得资讯、汇丰银行

税收改革

消费税改革旨在增加地方政府财政收入

税收改革将成为理顺中央与地方财政关系的基石。其中一个例子是将消费税的征收环节从生产端转移至消费端，并将**部分税收收入划拨给地方政府**。这应会提振地方税收收入，并激励地方政府更加关注消费增长。此外，税收改革还可能着眼于更好地适应新兴产业（例如数字经济）、支持重点领域（例如绿色发展），以及通过提高直接税比重来简化税制结构。

加强预算管理

强化财政资源管理

三中全会提出，要把各类政府资源**纳入预算管理**，以提高资源配置效率并增强财政纪律，包括预算内和预算外的收入与支出。在支出管理方面，零基预算（即每个财政年度所有支出均需重新评估和论证）在多个试点项目推进后将进一步推广，同时预计将引入绩效导向的管理方式，以优化预算管理。

即将发布的中国主要经济数据

日期	指标	前值
2月20日	1年期贷款市场报价利率	3.10%
2月20日	5年期贷款市场报价利率	3.60%
3月1日	国家统计局制造业采购经理人指数	49.1
3月3日	财新制造业采购经理人指数终值	50.1
3月5日	财新服务业采购经理人指数	51.0
3月7日	出口按年增长	-
3月7日	进口按年增长	-
3月9日	生产价格指数 (PPI) 按年增长	-2.3%
3月9日	消费价格指数 (CPI) 按年增长	0.5%
3月17日	社会消费品零售总额按年增长	-

资料来源: LSEG Datastream

A 股主要指数表现*

	目前	年初至今	过去 1 年
上证综指	3,347	-0.15%	16.78%
深证综指	2,033	3.88%	28.92%
沪深 300	3,939	0.1%	17.06%

 注: *过往的表现并不代表未来的回报。价格数据截至 2025 年 1 月 14 日。
 资料来源: LSEG Datastream

披露附录

- 1 本报告发布日期为 2025 年 2 月 17 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 2 月 14 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，或其他应付款项，(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2024，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。

[1252711]