



以旧换新政策退坡后遗症

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

以旧换新政策退坡后遗症

本周 A 股市场有所调整，行业轮动小幅加速。此前涨幅靠后的汽车、煤炭等本周涨幅居前，电子行业继续表现强势。然而多数行业的估值并未较前一个月有大幅抬升，本轮牛市集中性较高。资金面方面，上周两市日均成交额较前一周增加 8.5%，股票型 ETF 净流入规模扩大，北向资金成交热度上升。

需要关注的是，假期错位对 9、10 月份经济数据的影响，去年中秋假期在 9 月，今年在 10 月，这导致 9 月工作日比去年多一天，10 月工作日比去年少一天，这或对部分数据同比增速造成影响。

8 月随着以旧换新政策力度进一步退坡，以旧换新相关消费进一步回落至 4.3%。

9 月 18 日北京正式公布 2025 年度职工社保月缴费基数，本年基数上限确定为 35811 元，月缴费基数下限为 7162 元，2024 年基数上限确定为 35283 元，月缴费基数下限为 6821 元

8 月北京、上海零售增速出炉，今年以来上海社零增速持续回升，8 月上海社零同比增长 13%，拉动累计同比上行至 3.7%，但是北京社零增速下行至-11.4%，拉动累计同比增速下行至-5.1%。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响

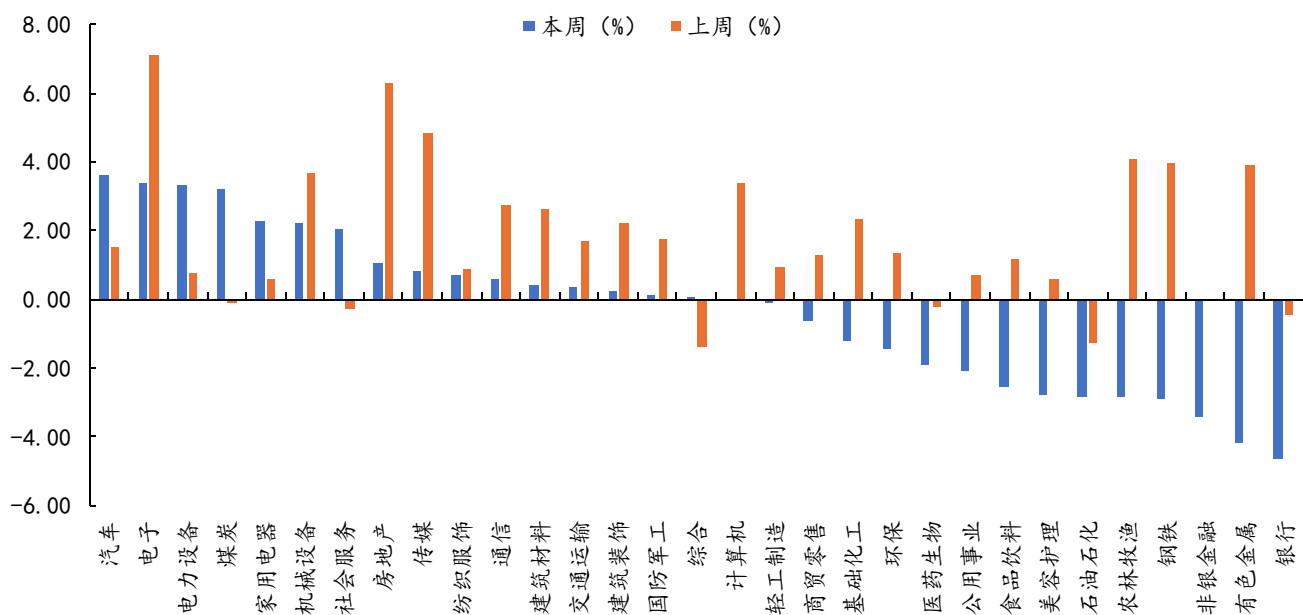


本周 A 股市场阶段性回调

本周 A 股市场有所调整，行业轮动小幅加速。此前涨幅靠后的汽车、煤炭等本周涨幅居前，电子行业继续表现强势。然而从估值来看，多数行业的估值并未较前一个月有大幅抬升，本轮牛市中性较高，主要估值变化集中在以电子、电力、商贸零售为代表的等少数板块中。

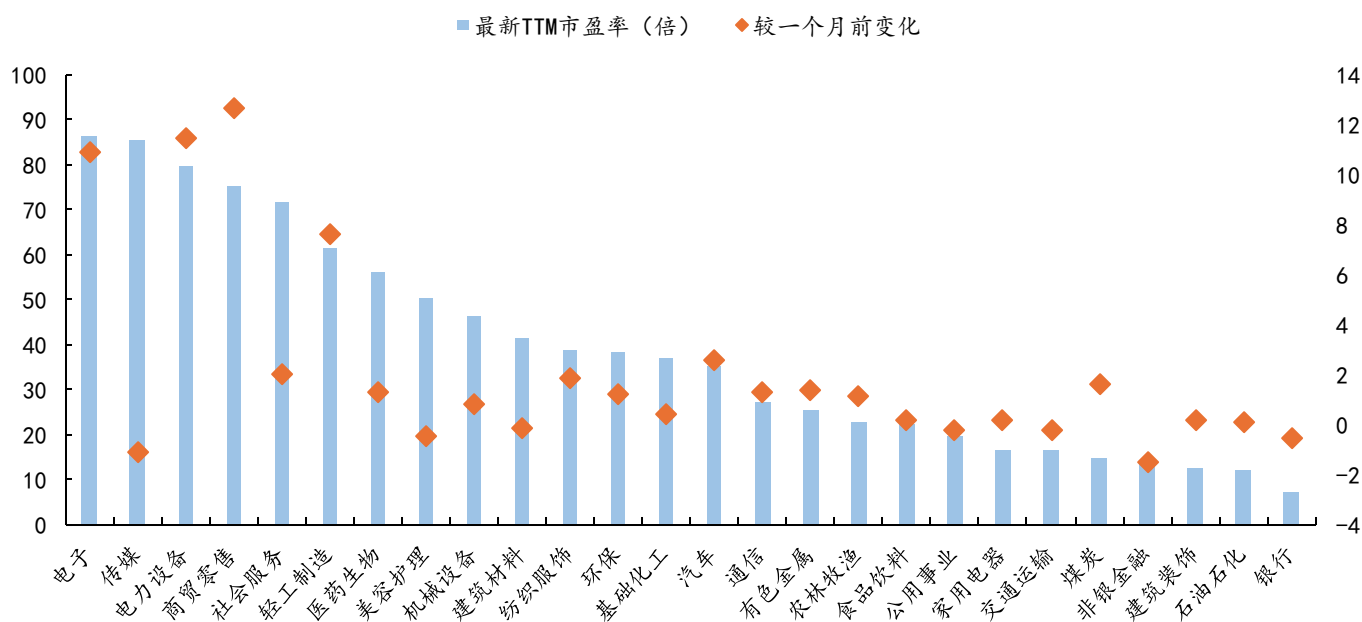
从资金面看，上周两市日均成交额 2.49 万亿元，较前一周增加 8.5%；本周全市场股票型 ETF 累计净流入 134.1 亿元，较前一周增加 160.9 亿元；北向资金日均成交量 3121.7 亿元，较上周小幅增加 4.0%。

图表1：A 股各行业涨跌幅（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

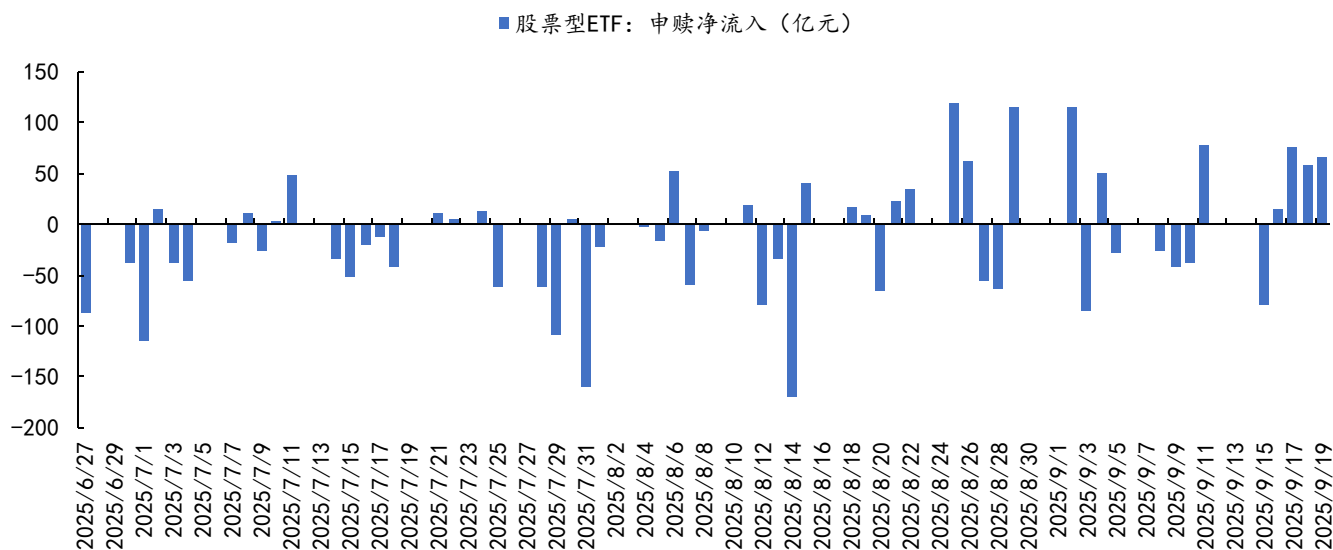
图表2：本轮牛市行业集中度较高，大多数行业估值并未显著抬升（单位：倍）



来源：Wind，国金证券研究所



图表3：全市场股票型ETF净流入加速（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：本周两市总成交额反弹后回落（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

十一假期开始预热

国铁集团表示，今年国庆中秋假期运输自9月29日开始，至10月10日结束，为期12天，预计全国铁路共发送旅客2.19亿人次，10月1日为客流最高峰日。去年国庆前，国铁预测十天假期全国铁路发送旅客量1.75亿人次，实际发送旅客1.77亿人次。更长的假期带来更多的客流量。



马蜂窝大数据显示，传统旅游目的地如北京、上海、成都等依旧是今年国庆热门旅游城市，同时，阿尔山、腾冲等县一级的小城市也有着更高的搜索热度。

需要关注的是，假期错位对9、10月份经济数据的影响，去年中秋假期在9月，今年在10月，这导致9月工作日比去年多一天，10月工作日比去年少一天，这或对部分数据同比增速造成影响。

图表5：十一假期出行目的地（单位：%）

国内机票 热门目的地	2024排名	2025排名	同比24年涨幅	2025热度TGI
北京	2	1	38.1%	125
成都	1	2	21.7%	71
上海	3	3	20.8%	68
重庆	4	4	23.9%	78
昆明	5	5	33.5%	109
广州	8	6	31.9%	104
深圳	7	7	29.4%	96
西安	6	8	17.0%	55
贵阳	12	9	37.5%	123
杭州	9	10	23.8%	78
乌鲁木齐	13	11	36.8%	120
哈尔滨	10	12	27.7%	91
三亚	14	13	33.5%	110
长沙	11	14	23.6%	77
南京	13	11	34.4%	112

来源：旅数洞见，国金证券研究所

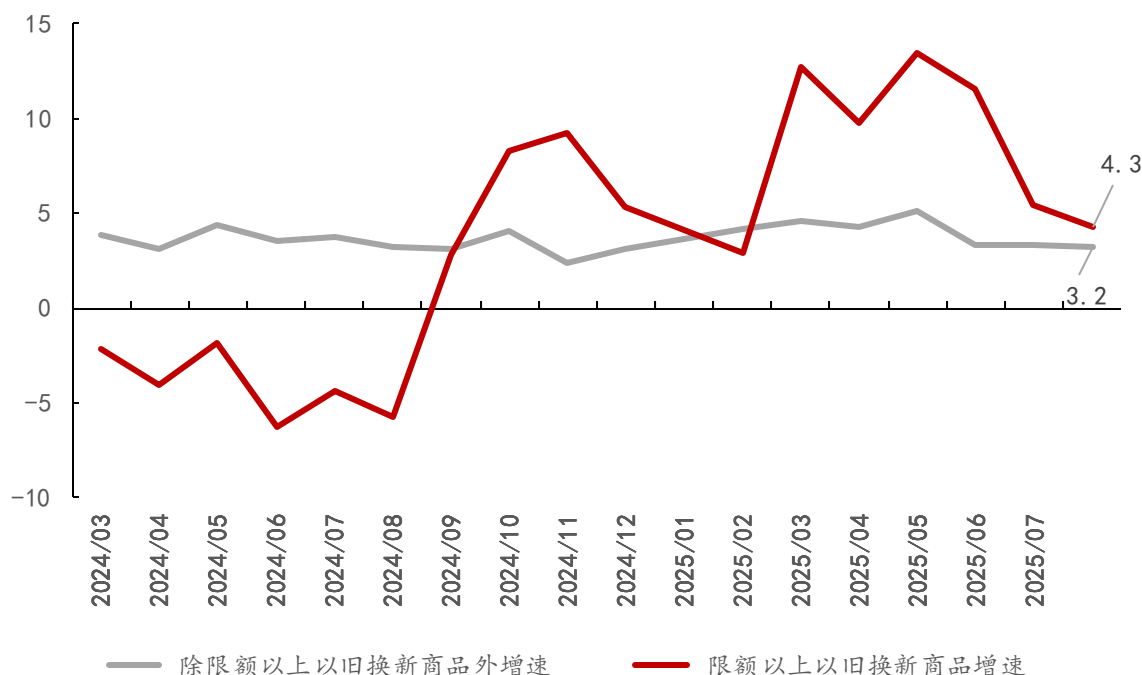
以旧换新商品增速明显回落，关注9月高基数压力

8月随着以旧换新政策力度进一步退坡，以旧换新相关消费进一步回落至4.3%。其中，地产相关商品增速（家电、家具等）从7月的23.8%大幅回落至12.9%。

后续需要关注在高基数下，后续以旧换新商品增速或低于非补贴类商品，补贴商品对社零或由支撑转为拖累。9月1-14日，全国乘用车市场零售同比去年9月同期下降4%。关注9月以旧换新消费增速。

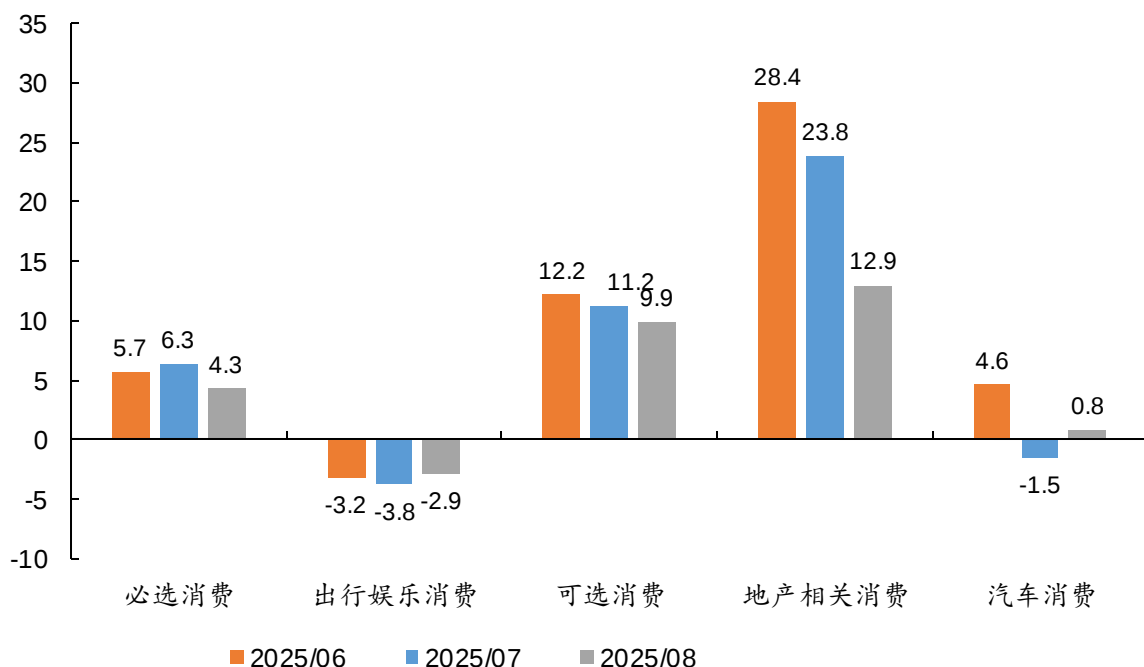


图表6：以旧换新商品增速回落（单位：%）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表7：分项商品增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

北京等多地社保缴纳基数公布

9月18日北京正式公布2025年度职工社保月缴费基数，本年基数上限确定为35811元，月缴费基数下限为7162元，2024年基数上限确定为35283元，月缴费基数下限为6821元，其中缴费基数上限几乎持平，但缴费基数下限上行5%。从历年社保基数变动上看，社保基数下限变化更为明显，相比于2019年，北京社保上限仅上行了51%，但是社保基数



下限上行 98%，几乎翻了一番。从社会平均工资上看，北京社会平均工资从 2019 年的 10.6 万元上行至 2024 年的 14.3 万元，涨幅为 35%，社保下限上行幅度显著高于社平工资上行幅度。

图表8：北京社保基数变化（单位：%）

起始时间	结束时间	社保上限	北京养老基数下限	北京失业基数下限	北京工伤基数下限
2012-04	2013-03	14016	1869	1869	2803
2013-04	2014-06	15669	2089	2089	3134
2014-07	2015-06	17379	2317	2317	3476
2015-07	2016-06	19389	2585	2585	3878
2016-07	2017-06	21258	2834	2834	4252
2017-07	2018-06	23118	3082	3082	4624
2018-07	2019-06	25401	3387	3387	5080
2019-07	2020-06	23656	3613	3613	4713
2020-07	2021-06	26541	3613	3613	4713
2021-07	2022-06	28221	5360	5360	5360
2022-06	2023-06	31884	5869	5869	5869
2023-07	2024-06	33981	6326	6326	6326
2024-07	2025-06	35283	6821	6821	6821
2025-07	2026-06	35811	7162	7162	7162

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

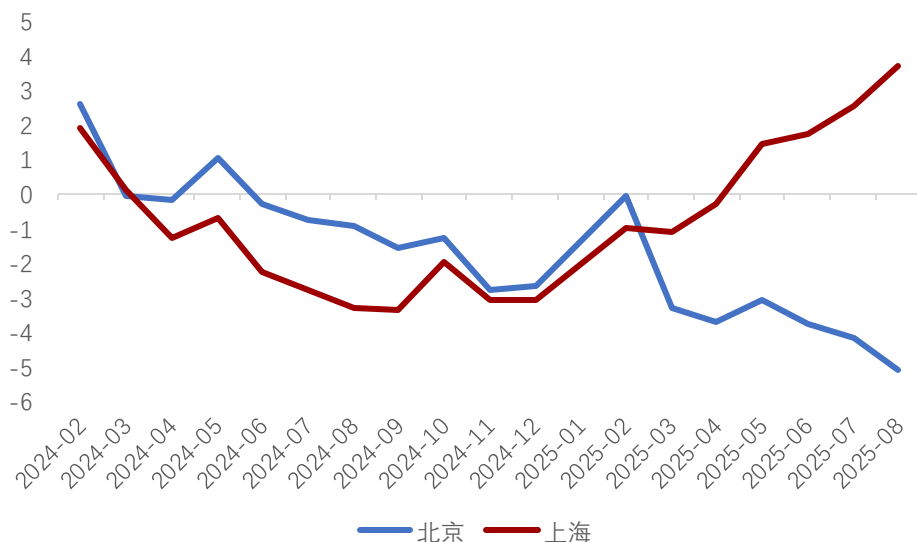
北京、上海消费数据出炉

8 月北京、上海零售增速出炉，今年以来上海社零增速持续回升，8 月上海社零同比增长 13%，拉动累计同比上行至 3.7%，但是北京社零增速下行至-11.4%，拉动累计同比增速下行至-5.1%。

北京消费增速持续偏弱或与北京房价下行压力延续、就业预期偏弱、以旧换新力度退坡等因素有关。从分商品类别上看，北京金银珠宝消费增速遥遥领先，8 月累计同比增长 35.7%，单月增长 59.4%，这与今年金价上行有关。随着补贴力度减弱，北京以旧换新相关消费增速明显回落，如北京家用电器增速从 7 月的 19.6%回落至-14.3%，汽车销量增速进一步回落至-21.9%。

除上海社零增速口径大幅修正外，分商品看，上海消费增速回暖主要受到以旧换新政策的支持。近几个月，上海以旧换新相关商品增速大幅上行，8 月汽车单月销量上行至 32.3%，家用电器和音像器材类、文化办公用品类 8 月增速更是达到了 57.8%、77.2%。9 月上海以旧换新政策调整，关注后续相关商品增速变化。

图表9：北京、上海零售累计增速（单位：%）





来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表10：上海零售增速（单位：%）

上海	1-2月同比	3月同比	4月同比	5月同比	6月同比	7月同比	8月同比
社会消费品零售总额	-1.0	-1.5	2.6	7.5	3.7	7.8	13.0
商品零售额	-0.5	-1.5	3.3	8.6	4.6	9.7	15.1
餐饮收入	-4.3	-1.5	-2.0	-0.4	-2.9	-4.9	-1.2
限额以上商品零售主要类值							
粮油、食品类	9.1	12.9	13.3	20.3	9.7	7.3	1.4
服装、鞋帽、针纺织品类	3.4	-3.5	5.5	9.3	0.2	5.6	9.6
化妆品类	2.8	1.5	0.8	4.0	2.7	12.5	9.4
金银珠宝类	-6.6	-13.7	6.4	12.7	5.3	21.5	12.4
日用品类	-2.4	-1.6	4.4	10.8	2.3	5.1	4.8
家用电器和音像器材类	-4.7	-4.9	19.9	39.4	48.9	49.7	57.8
文化办公用品类	-14.5	4.6	15.3	12.4	25.2	78.0	77.2
通讯器材类	12.7	8.6	22.3	13.5	-0.1	6.8	3.1
汽车类	-19.4	-18.5	-14.4	-2.4	-7.4	5.0	32.3

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表11：北京零售增速（单位：%）

北京	1-2月同比	3月同比	4月同比	5月同比	6月同比	7月同比	8月同比
社会消费品零售总额	-0.1	-9.9	-5.2	-0.4	-7.20	-7.30	-11.4
其中：限额以上批发和零售业、 住宿和餐饮业网上零售额	9.0	-13.8	-4.6	7.5	-7.30	-8.30	-17.4
按消费形态分							
餐饮收入	-4.1	-3.1	-4.9	-2.5	-3.30	-3.50	-3.4
商品零售	0.3	-10.6	-5.2	-0.1	-7.60	-7.80	-12.3
限额以上商品零售主要类值							
粮油、食品类	9.1	1.0	23.7	28.1	14.50	0.00	-5.0
服装、鞋帽、针纺织品类	1.1	-1.4	-5.2	-10.2	-11.00	-8.10	-3.6
化妆品类	8.0	-10.9	32.2	31.9	-8.60	13.40	12.4
金银珠宝类	29.2	28.5	53.5	76.9	6.20	3.70	59.4
日用品类	13.3	-13.0	-6.8	7.8	5.10	5.70	6.1
体育、娱乐用品类	32.7	-17.6	6.5	14.5	6.50	-12.40	-17.1
家用电器和音像器材类	23.1	-6.7	-9.3	-4.2	7.60	19.60	-14.3
文化办公用品类	20.8	-22.6	-10.9	3.9	14.10	-33.60	-45.0
通讯器材类	-18.5	-38.2	-37.4	-3.4	-31.00	-27.30	-41.1
石油及制品类	-13.6	-14.6	-20.6	-22.2	-22.70	-17.30	-19.7
汽车类	-19.6	-20.2	-24.2	-21.5	-15.30	-13.80	-21.9



来源：北京统计局，国金证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大
全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营
关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究