

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师  
执业编号：S1500524070002  
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅  
大厦B座  
邮编：100031

## 下半年社零增速回落或有限——消费系列

2025年7月25日

- **当前社零增长有两个特征。**回顾今年上半年社零增长的表现，我们总结出两个特征。第一个特征是，虽然社会集团消费在缓慢修复，但是居民消费仍占优势。与疫情前的表现相比较，居民消费增速在“5”，社会集团仅步入“2”，绝对强度上居民消费仍占优。第二个特征是，社零的增长更多由商品消费引领。即使在餐饮社零受挫时段，若商品社零逆势回升，仍能带动整体社零实现回升。
- **居民消费倾向回暖靠的不仅仅是“以旧换新”。**根据我们的消费三因素框架，就业层面相对稳健，居民收入还较弱，但积极的一面是居民消费倾向回升，且较基准值进一步收窄。细细探究之下，我们认为，居民消费倾向回暖靠的不仅仅是“以旧换新”。居民对于以旧换新政策关联较弱品类的消费意愿也在上升。因此，消费倾向得以回暖，以旧换新政策功不可没，但其他分项的修复也不能忽视。
- **下半年社零增速回落或有限。**我们认为，下半年的社零增速或有回落，但幅度有限。公务接待从严主要影响的是社会集团餐饮消费，而居民消费更多为大众消费，大众消费不受影响。我们认为，居民端或可以对冲公务接待从严对社会集团端的部分影响。不仅如此，若按照上半资金撬动消费的比例计算，下半年的以旧换新政策资金或将继续带动1.4万亿元的销售额，其政策效果不弱于去年的1.3万亿。若下半年商品社零增速得以提升，也可对冲部分餐饮下行的影响。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

## 目 录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 一、当前社零增长的两个特征.....           | 3 |
| 二、居民消费倾向回暖靠的不仅仅是“以旧换新” ..... | 4 |
| 三、下半年社零增速回落或有限.....          | 6 |
| 风险因素 .....                   | 8 |

## 图 目 录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图 1：社会集团社零缓慢恢复.....               | 3 |
| 图 2：这轮社零增长更多是商品驱动.....            | 4 |
| 图 3：三因素框架中，消费倾向贡献增大.....          | 5 |
| 图 4：Q2 消费倾向回升.....                | 5 |
| 图 5：Q2 消费倾向较基准偏离出现收窄 .....        | 6 |
| 图 6：全年中央资金投放节奏相对平稳 .....          | 7 |
| 图 7：今年上半年，中央资金和销售额间的撬动比例有所提升..... | 7 |

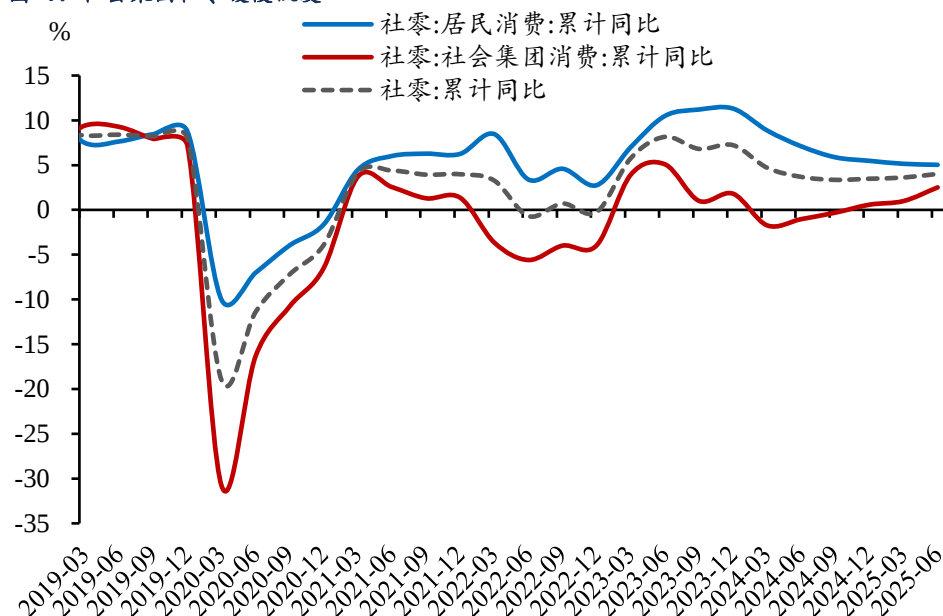
## 一、当前社零增长的两个特征

**第一个特征是，虽然社会集团消费在缓慢修复，但是居民消费仍占优势。**

从趋势看，社会集团消费的修复势头好于居民。今年二季度，社会集团社零增速从前值的1.0%回升至2.5%，居民社零增速从前值的5.1%回落至5.0%。社会集团社零增速在回升，说明社会集团消费正处于逐步修复的通道。从趋势的角度看，上半年居民社零增速略有回落，而社会集团消费的恢复节奏向好，因此上半年社会集团消费的恢复趋势略好于居民消费。

从强度看，居民消费保持更高增速，仍占优势。虽然社会集团消费增速在缓慢上升，但其增速尚比不上整体社零和居民社零。与疫情前的表现相比较，居民消费增速在“5”，社会集团仅步入“2”，绝对强度上居民消费仍占优。二季度数据显示居民和社会集团社零的增速差距从4.2个百分点收窄至2.5个百分点，上半年这种优势正在缩小。

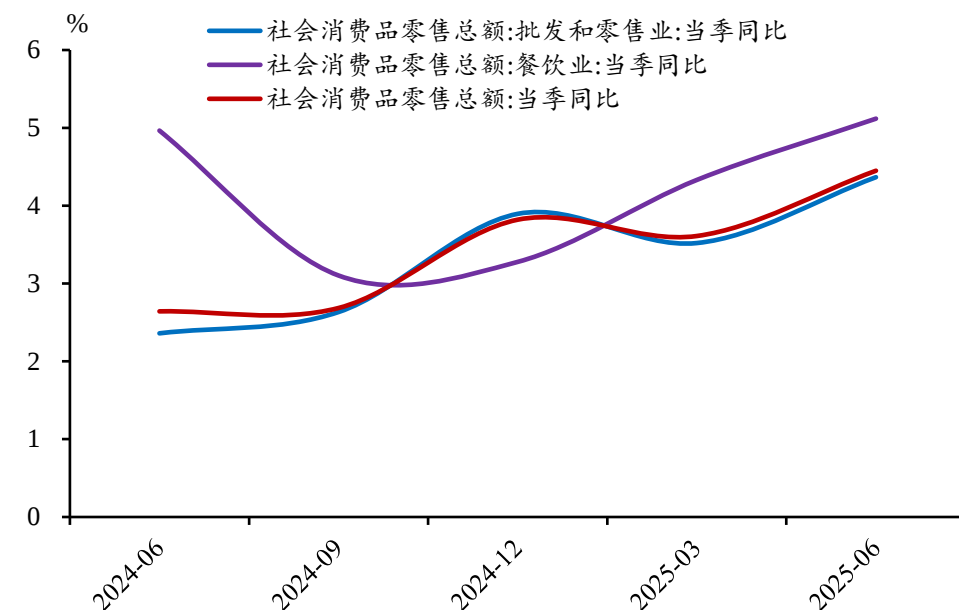
图 1：社会集团社零缓慢恢复



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**第二个特征是，社零增长更多是由商品消费引领。**今年二季度社零累计增速从前值的4.6%进一步上升至5.0%，细分来看，商品零售累计增速前值的4.6%进一步上升至5.1%，而餐饮社零累计增速则回落。不难看出，今年上半年商品社零对整体社零的托举作用很大。历史数据显示，即使在餐饮社零受挫时段，若商品社零逆势回升，仍能带动整体社零实现回升。

图 2：这轮社零增长更多是商品驱动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

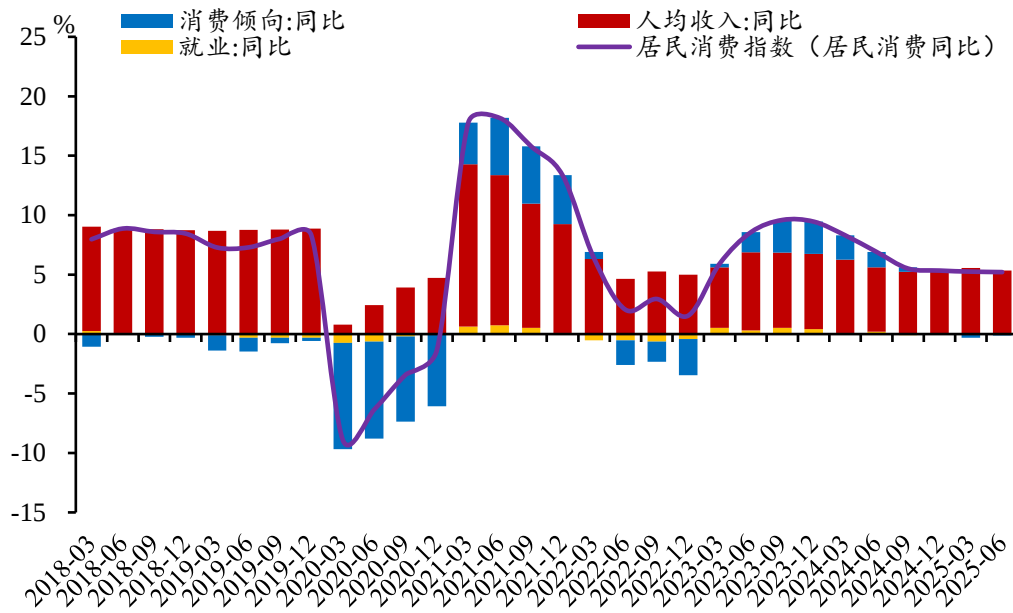
## 二、居民消费倾向回暖靠的不仅仅是“以旧换新”

我们的消费三因素框架显示，就业层面相对稳定、消费倾向回升、人均收入略降。我们认为，居民消费倾向的变化靠的不仅仅是以旧换新，居民消费支出部分反映非以旧换新关联部分亦有回暖。

重要的变化是，Q2 居民消费倾向较基准偏离出现收窄。从消费的二因素框架来看，就业表现稳健。全国城镇调查失业率从一季度的 5.2% 降至二季度末的 5.0%，为 2023 年以来最低水平，就业改善为居民消费提供稳健的基础。今年二季度居民平均消费倾向约为 0.68（图 4），方向上较一季度出现回升。虽然还处于基准值之下，但较基准值偏离值已经进一步收窄，偏离幅度收窄至 2.03 个百分点（图 5）。

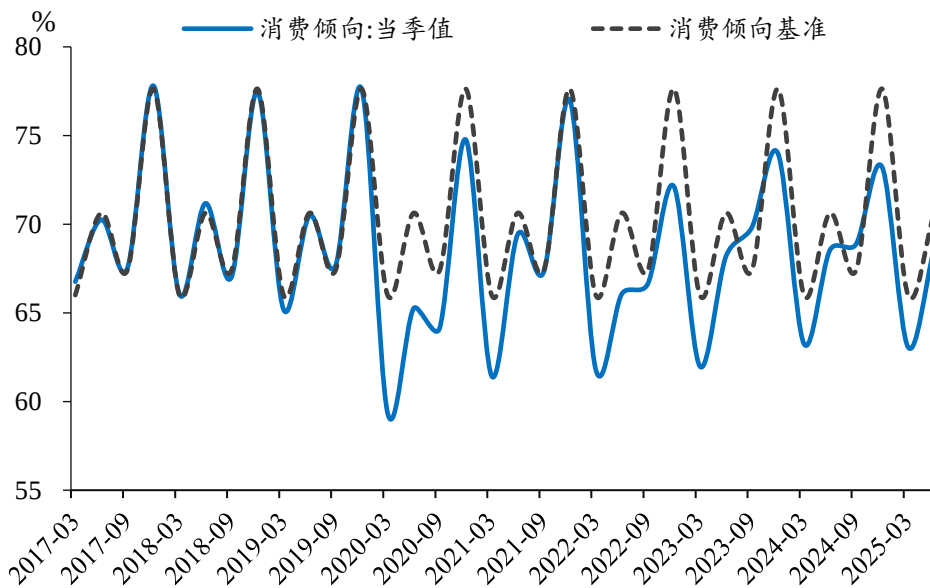
以旧换新政策确实带动了销售额，但与以旧换新关联不大的品类亦有增长。商务部部长表示，截至今年上半年，以旧换新共带动销售额超 2.9 万亿。以旧换新政策的核心品类往往集中在大宗耐用消费品等相关领域，尤其是汽车，其比例往往较大（图 7）。我们以交通工具类消费支出在可支配收入中的比例衡量该品类的消费意愿，发现其较基准值（2017-2019 年均值）的偏离程度也出现了收窄，这或是以旧换新政策带来的效果。而食品粮油类、衣服类、医疗保健类虽不在以旧换新覆盖的核心品类内，但其消费意愿也出现了改善。因此，我们认为居民消费倾向的回暖靠的不仅仅是以旧换新。

图 3：三因素框架中，消费倾向贡献增大



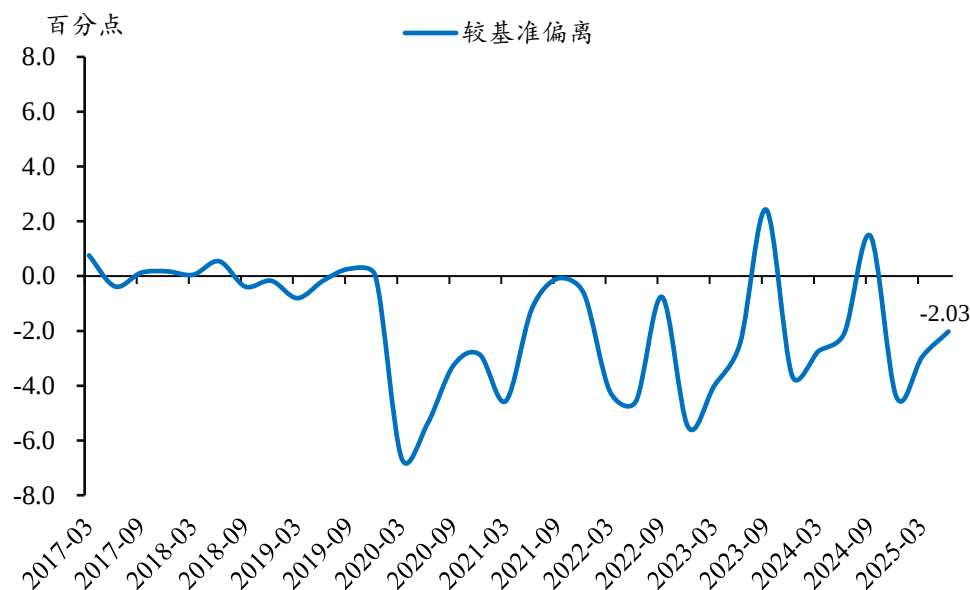
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：Q2 消费倾向回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：Q2 消费倾向较基准偏离出现收窄



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 三、下半年社零增速回落或有限

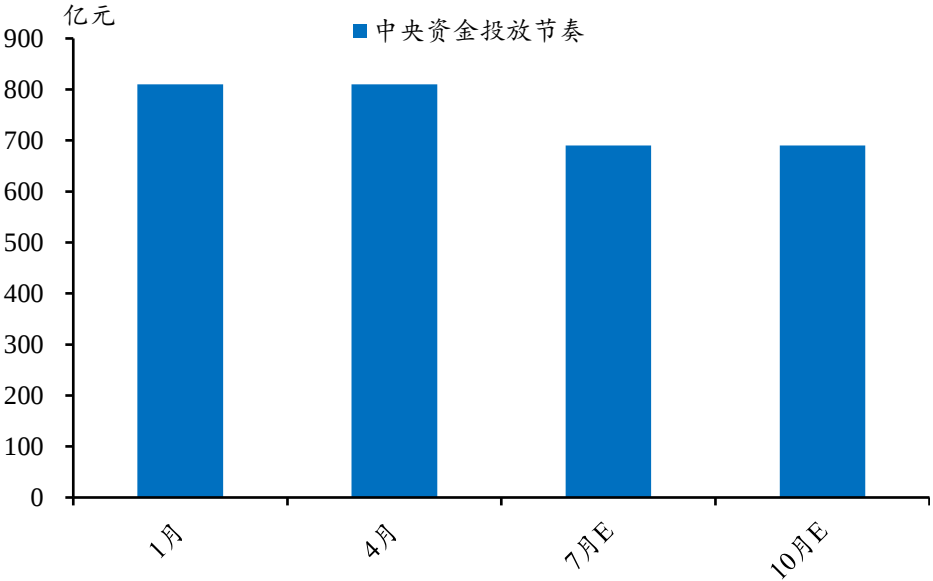
市场上有观点认为下半年的社零增速或将放缓，主要是下半年以旧换新政策剩余的中央资金不及上半年，再加上中共中央、国务院印发了修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称“条例”），6月餐饮社零出现回调，市场担心下半年餐饮消费可能走弱。我们认为，下半年的社零增速或有回落，但幅度有限。

**公务接待从严主要影响的是社会集团餐饮消费，居民消费可以与之对冲。**我们在前文回顾上半年社零的增长特征时，已经指出社会集团虽在缓慢修复，但居民消费仍占优势。我们对社会集团虽未拆解至餐饮细项，但一般而言，公务接待从严主要影响的是企事业单位等社会集团，特别是社会集团餐饮，而居民消费更多为大众消费，大众消费不受影响。我们认为，居民端或可以对冲公务接待从严对社会集团端的部分影响。

今年来看，1月和4月下达两批以旧换新政策资金共1620亿元，下半年剩余的1380亿元政策资金将在三、四季度分批有序下达。按照既定工作安排，国家发展改革委、财政部将在7月、10月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金。若7月和10月下达资金节奏与上半年类似，中央资金全年投放相对均衡。

即使Q3、Q4的环比略弱于去年推演，商品社零仍能维持上半年的增速水平。若按照上半年的1:9.9的资金撬动消费的比例计算，下半年的以旧换新政策资金或将继续带动1.4万亿元的销售额，其政策效果不弱于去年的1.3万亿。若下半年商品社零增速得以提升，便可对冲部分餐饮下行的影响。基于此，我们认为下半年的社零增速或有回落，但幅度有限。

图 6：全年中央资金投放节奏相对平稳



资料来源：今日头条，信达证券研发中心

图 7：今年上半年，中央资金和销售额间的撬动比例有所提升

|               | 单位 | 2024年      | 比例 (%) |               | 单位 | 2025年H1    | 上半年<br>(截至4月27日) | 比例 (%) |
|---------------|----|------------|--------|---------------|----|------------|------------------|--------|
| 以旧换新国债资金      | 亿元 | 1500       | -      | 以旧换新国债资金      | 亿元 | 1620       | -                | -      |
| 以旧换新带动销售额     | 亿元 | 13000      | 100.0  | 以旧换新带动销售额     | 亿元 | 16000      | 7200             | 100.0  |
| <b>资金撬动比例</b> | -  | <b>8.7</b> | -      | <b>资金撬动比例</b> | -  | <b>9.9</b> | -                | -      |
| : 汽车-销售额      | 亿元 | 9200       | 70.8   | : 汽车-销售额      | 亿元 |            | 3807.2           | 52.9   |
| 数量            | 万辆 | 680        |        | 数量            | 万辆 |            | 281.4            |        |
| : 家电-销售额      | 亿元 | 2700       | 20.8   | : 家电-销售额      | 亿元 |            | 2152             | 29.9   |
| 数量            | 万台 | 6200       |        | 数量            | 万台 |            | 4942             |        |
| : 家装消费品-销售额   | 亿元 | 1200       | 9.2    | : 家装消费品-销售额   | 亿元 |            | 818.1            | 11.4   |
| 数量            | 万件 | 6000       |        | 数量            | 万件 |            | 4090.6           |        |
| : 电动自行车-销售额   | 亿元 | 40         | 0.3    | : 电动自行车-销售额   | 亿元 |            | 121.7            | 1.7    |
| 数量            | 万辆 | 138        |        | 数量            | 万辆 |            | 420.0            |        |
|               |    |            |        | : 数码产品-销售额    | 亿元 |            | 301.0            | 4.2    |
|               |    |            |        | 数量            | 万件 |            | 3785.5           |        |

资料来源：国家发改委，今日头条，会昌县人民政府，信达证券研发中心

注：截至4月27日的销售额为根据以旧换新数量做的估算值

## 风险因素

---

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|-------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。