

6 月经济的边际变化值得关注

宏观点评

日期： 2025.07.21

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：关税战对经济冲击弱化，通胀开始抬头。6月全球制造业 PMI 指数录得 50.3%，重回景气区间。我们认为关税战对于经济的第一轮冲击正在弱化。其主要原因在于随着美国豁免了对外的“对等关税”，并和各国关税谈判持续进行，市场主体对于过高关税的担忧逐步降温，并恢复了较多的经贸活动。全球贸易也有所恢复，典型出口国韩国、越南出口表现均较好。美国“滞胀”预期降温，但是关税对通胀影响初步显现。我们预计随着关税传导效应进一步显现，未来几个月内美国通胀还会继续上升，这也将降低美联储降息概率。

国内宏观：上半年运行良好，但边际变化值得关注。二季度中国 GDP 实际同比增长 5.2%，表现良好。值得注意的是，二季度名义 GDP 同比增速只有 3.9%，较一季度下降了 0.6 个百分点，降幅较大，是 2023 年以来的最低增速。GDP 名义增速与实际增速之间的差值进一步扩大，这会导致企业和居民对经济的体感受到负面影响。由于实际 GDP 表现较好，所以我们认为政策的定力会增强，预计短期内不急于推出大规模经济刺激政策，政策节奏会视三季度经济走势而定。6 月份经济的边际变化值得关注：第一是消费走弱。第二是投资下降速度较快。第三是出口受贸易政策扰动。第四是通缩压力仍大。6 月经济中的亮点主要在于工业生产表现强劲。不过综合来看，目前中国经济面临的主要问题在于需求不足。生产虽强，但没有足够需求消化，持续性存疑。我们认为下半年中国经济面临的压力可能会增加，需关注增量政策对于经济的支持力度。

政策：全球确定性逐步增强。7 月以来，在中东冲突降温、特朗普最终关税陆续出台的背景下，全球宏观政策确定性逐步增强。中国方面，从二季度及上半年宏观经济数据观察，我们认为今年政策的发力点依然会在三季度。预计下一轮政策会在三季度后期出台，不仅能够完成全年增速目标，也能提前规划安排明年上半年经济工作方向与资金。在对“棚改”“地产”政策的预期下，7 月 14-15 日召开的中央城市会议召开，并非“全国城市更新会议”。但我们认为不能简单理解为新一轮棚改开启的信号。

大类资产：股市上涨，油价回落。随着美国关税战对市场的扰动逐步降低，以及伊以地缘政治冲突降温等原因，全球多数市场的风险偏好提升，近一个月中国、美国、日本股票指数均出现较明显的上涨。中东地缘政治冲突缓解之后，油价出现较大幅度下跌。我们认为三季度股市需注意基本面的扰动。在新的经济刺激政策出台之前，股市基本面可能会面临一定压力。

风险提示：

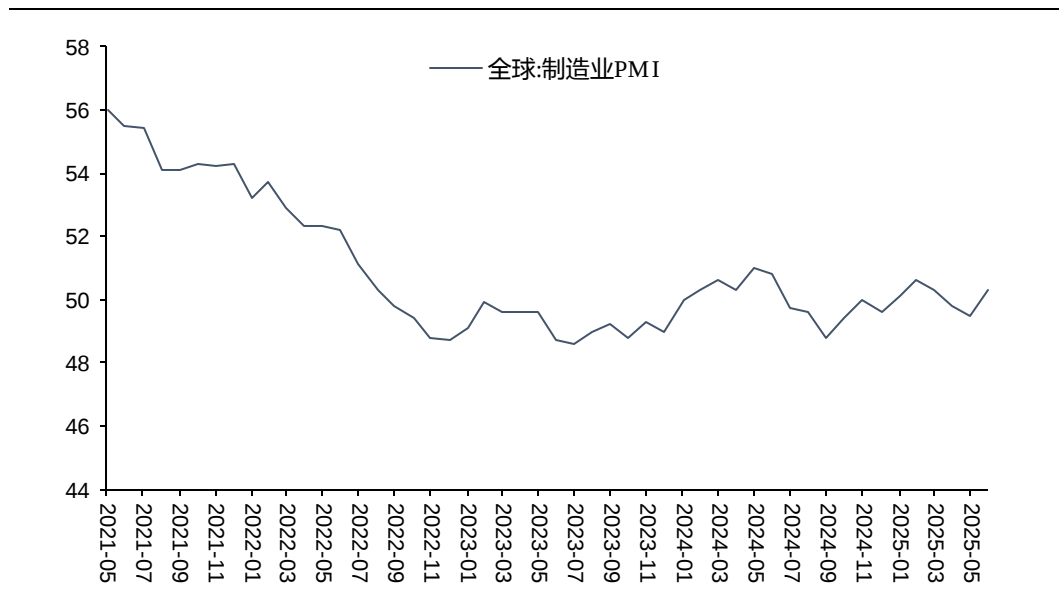
- 1、中美贸易谈判出现反复；
- 2、消费及出口出现快速下行。

海外宏观：关税战对经济冲击弱化，通胀开始抬头

全球制造业反弹，美欧经济回暖

6 月全球制造业 PMI 指数录得 50.3%，重回景气区间。3 月份以来，全球 PMI 指数持续下滑，美国关税战对制造业的冲击较为明显。6 月份制造业景气度首次反弹，并且幅度很大，我们认为关税战对于经济的第一轮冲击正在弱化。其主要原因在于随着美国豁免了对外的“对等关税”，并和各国关税谈判持续进行，市场主体对于过高关税的担忧逐步降温，并恢复了较多的经贸活动。

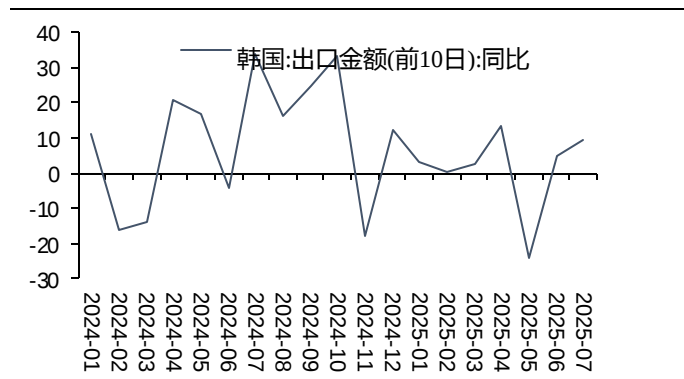
图表 1：关税对经济的第一轮冲击降温



资料来源：Wind，五矿证券研究所

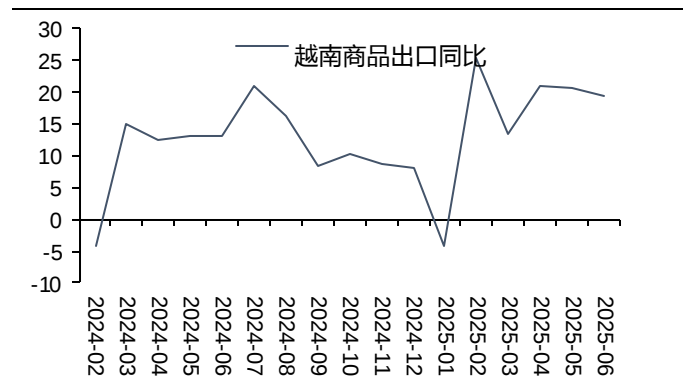
全球贸易也有所恢复。比如典型的出口导向型国家韩国在 5 月之后出口大幅反弹；另一典型的出口国越南由于转口贸易的存在则持续保持较强的出口。我们认为这一方面有美国豁免“对等关税”带来的贸易提振，另一方面也有贸易商为了应对未来不确定性而仍在进行的“抢出口”。这也是推动短期内经济反弹的重要原因。

图表 2：韩国出口反弹



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 3：越南出口保持高位

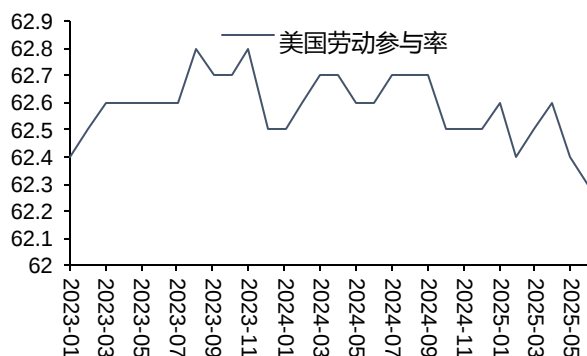


资料来源：Wind，五矿证券研究所

美国 6 月就业市场不温不火，新增非农就业人数 14.7 万人，失业率下降至 4.1%，均强于市场预期。不过同时值得注意的是，美国劳动参与率连续两个月快速下降，即有较多的人口退出了劳动力市场，这是失业率下降的重要原因。所以 6 月就业数据虽然不错，但喜忧参半，既不算强劲，也没有衰退风险。在美国关税战逐步降温之后，美国居民预期也开始回升。6 月消费者信心指数回升至 60.7，一年通胀预期下降至 5%，“滞胀”预期降温。这反映出美国关

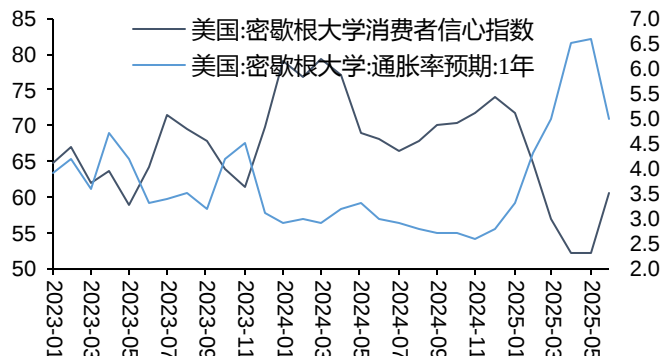
税对于居民的预期影响较大，进而会影响到特朗普的支持率。这也是制约特朗普政策的重要因素。

图表 4：美国劳动参与率下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 5：美国滞胀预期降温



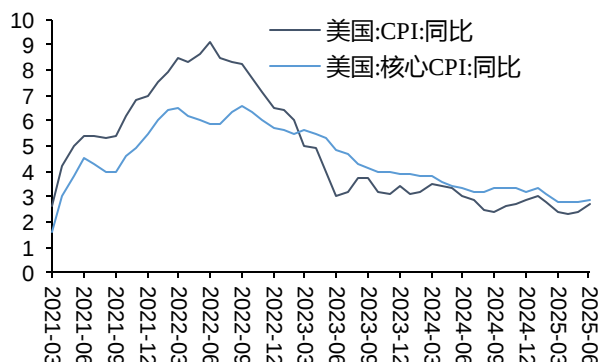
资料来源：Wind，五矿证券研究所

关税对通胀影响初步显现

6月美欧通胀均有所上升。美国 CPI 同比上涨 2.7%，较 5 月提高了 0.3 个百分点，连续两个月上升；美国核心 CPI 同比上涨 2.9%，较 5 月提高了 0.1 个百分点。欧盟 CPI 同比上涨 2.3%，核心 CPI 同比上涨 2.5%，均较 5 月份提升 0.1 个百分点。在美国关税战之后，沃尔玛等部分零售商开始提价以对冲关税带来的成本上行，对于通胀的影响开始逐步显现。

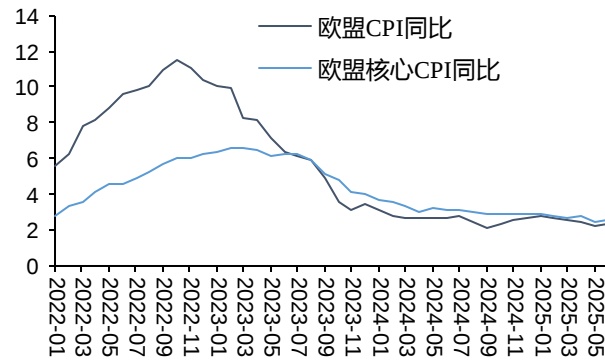
我们预计随着关税传导效应进一步显现，未来几个月内美国通胀还会继续上升，这也将降低美联储降息概率。

图表 6：美国通胀上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 7：欧盟通胀率上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

国内宏观：上半年运行良好，但边际变化值得关注

上半年经济超过增长目标

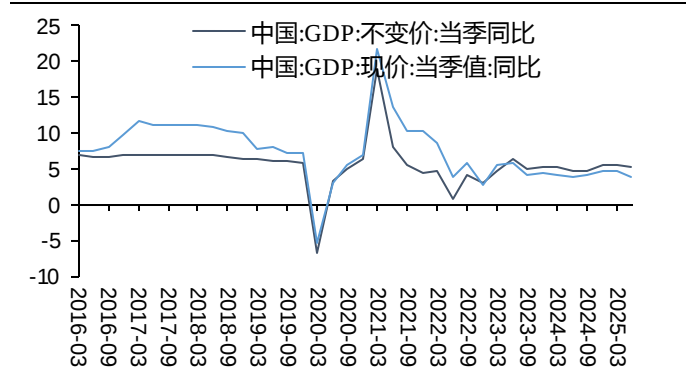
二季度中国 GDP 实际同比增长 5.2%，表现良好。加之一季度 GDP 同比增长 5.4%，上半年经济超出全年 5% 的增长目标较多。分项来看，消费和净出口是拉动 GDP 的主要因素，投资发挥的作用相对较小。消费品以旧换新政策在上半年的消费增长中起到了重要的推动作用，关税战之前以及税率豁免的窗口期的“抢出口”效应大幅推动了出口，这两点是上半年中国经济的重要动力。

值得注意的是，二季度名义 GDP 同比增速只有 3.9%，较一季度下降了 0.6 个百分点，降幅较大，是 2023 年以来的最低增速。GDP 名义增速与实际增速之间的差值进一步扩大，这主要是因为物价水平持续下降，导致经济名义值表现不佳。所以中国经济“实际值较好、名义值不佳”的格局更加明显。企业盈利和居民收入都是名义值，名义 GDP 疲软，其结果就是

企业和居民对经济的实际体感会受到负面影响。

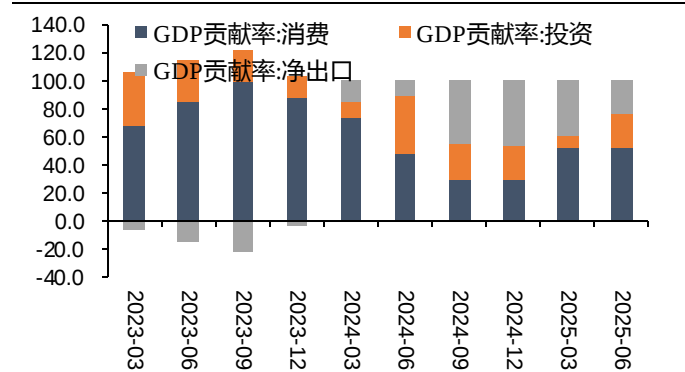
而实际 GDP 增速是政策制定的重要参考依据。由于实际 GDP 表现较好，所以我们认为政策的定力会增强，预计短期内不急于推出大规模经济刺激政策，政策节奏会视三季度经济走势而定。

图表 8：中国经济名义值和实际值差距增加



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：中国经济三驾马车贡献率



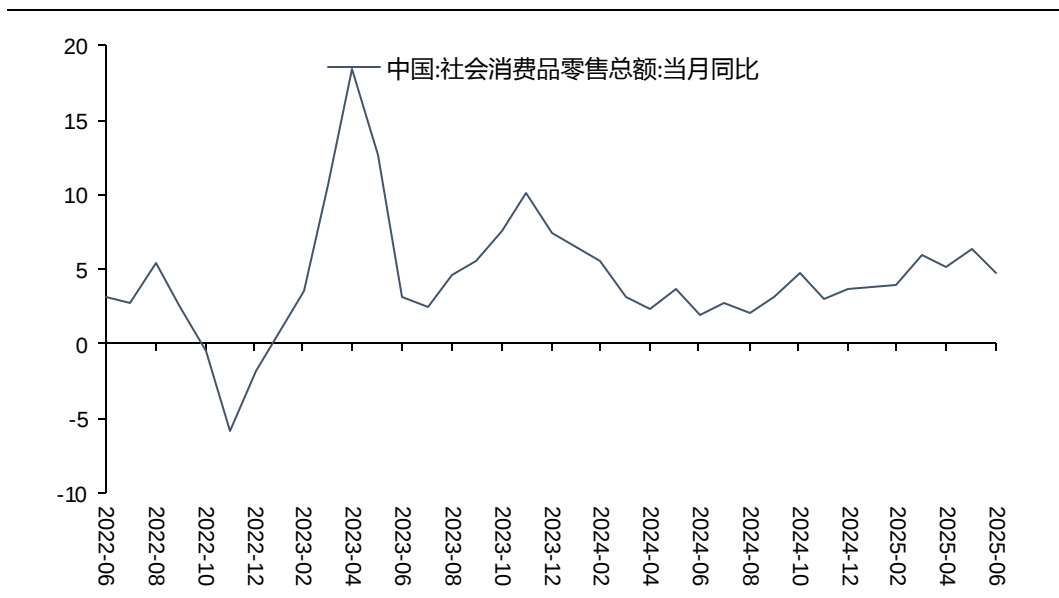
资料来源：Wind，五矿证券研究所

6 月经济边际转弱

虽然上半年经济整体超出预期，但是 6 月份经济的边际变化也值得关注：

第一是消费走弱。社会消费品零售总额同比增长 4.8%，较 5 月下降 1.6 个百分点。我们认为这一是由于今年“618”促销活动提前导致的错位效应，5 月消费增速较高，而 6 月自然回落；二是部分地区消费品以旧换新补贴力度有所减弱。相关的消费品比如化妆品、体育娱乐用品、家电音像、通讯器材等消费增速都较 5 月有较大幅度的回落。我们认为，随着促销活动结束，下半年消费增长还将存在压力。消费补贴政策的长期效果会随时间边际递减。

图表 10：消费增速下滑

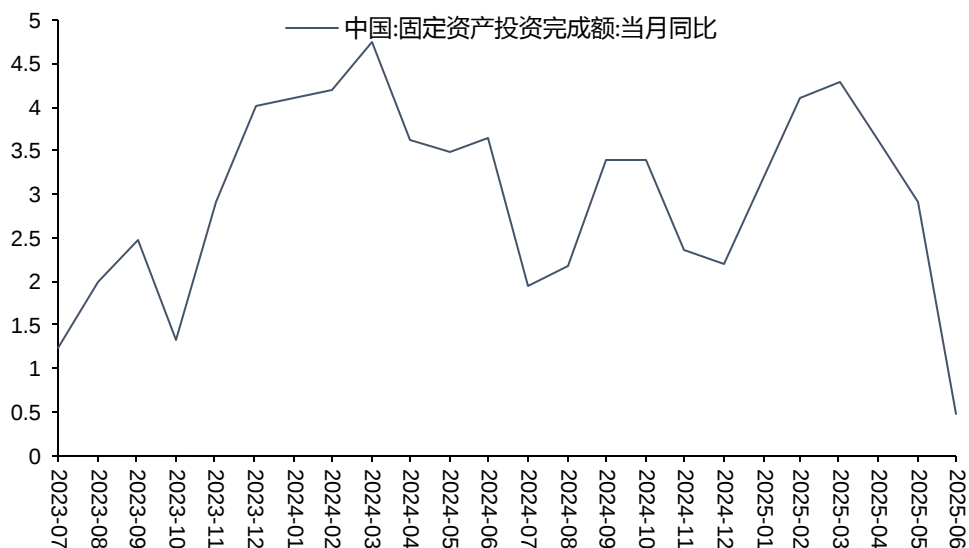


资料来源：Wind，五矿证券研究所

第二是投资下降速度较快。我们测算 6 月当月固定资产投资同比增速为 0.5%，较 5 月下降了 2.4 个百分点。这一当月增速为 2022 年以来最低。其中，制造业投资当月同比增长 5.1%，较 5 月下降 2.7 个百分点；全口径基建投资当月同比增长 5.3%，较 5 月下降 3.9 个百分点；房地产投资同比下降 12.9%，较 5 月下降 0.9 个百分点。我们认为，制造业投资下滑可能与美国关税战的宏观背景下企业预期走弱有关。基建投资大幅下滑则指向政府支出乏力，地方政府债务压力对于基建投资的拖累仍然明显。房地产投资则未能延续三四月份的“小阳春”

回暖趋势，再度下行。商品房销售面积当月同比下降 5.4%，降幅较 5 月扩大 2.1 个百分点，显示出房地产行业仍在探底之中。

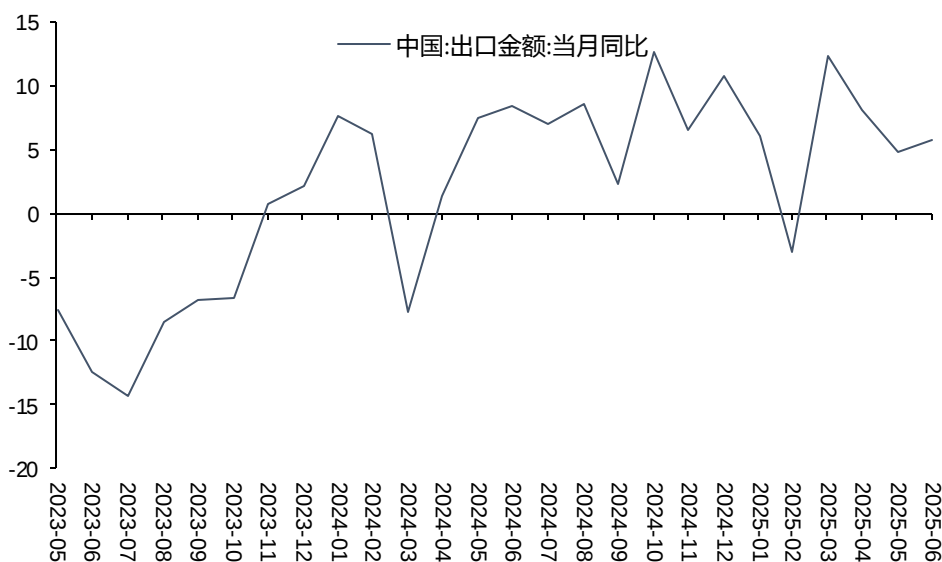
图表 11：投资增速下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

第三是出口受贸易政策扰动。6 月出口同比 5.8%，较 5 月提升 1 个百分点。其回升的主要动力来自于中美互相削减关税后，中国对美出口有较多回升。不过 6 月中国对美出口同比降幅仍然达到 16.1%，反映出在当前关税形势下，中国对美出口仍然会受到较大影响，且因为前期“抢出口”对需求的透支效应，未来出口仍然有下行压力。

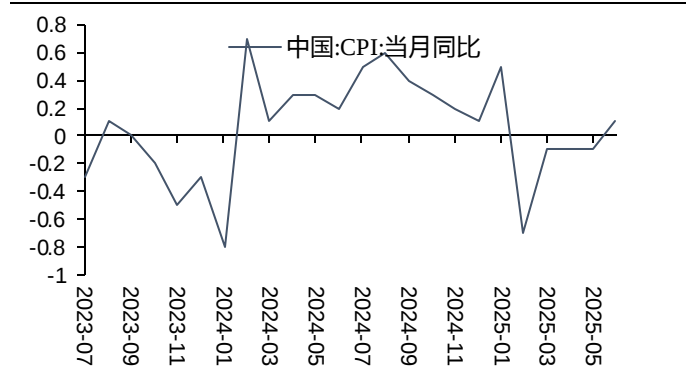
图表 12：出口小幅反弹



资料来源：Wind，五矿证券研究所

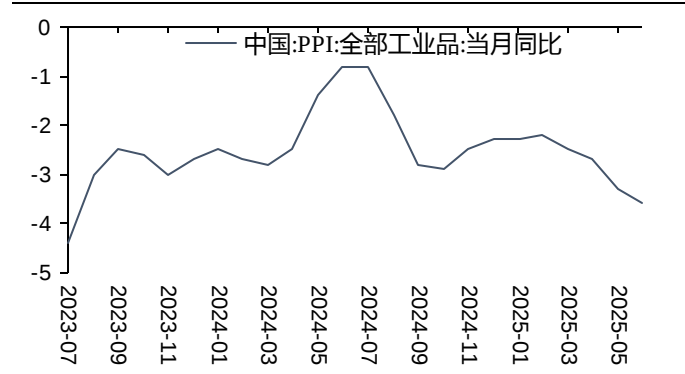
第四是通缩压力仍大。6 月 CPI 同比上涨 0.1%，较 5 月提升 0.2 个百分点；但 PPI 同比下降 3.6%，较 5 月降幅扩大 0.3 个百分点。总体上看，中国目前通缩压力仍然很大，尤其是 PPI 连续四个月下滑，中断了去年的回升趋势。持续的通缩将给企业盈利造成很大影响。所以在此背景下中央提出“反内卷”的相关政策方针，对于无效产能的去化速度将是决定未来通胀走势的关键。

图表 13：中国 CPI 小幅上升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 14：中国 PPI 继续下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

6 月经济中的亮点主要在于工业生产表现强劲。工业增加值同比增长 6.8%，较 5 月提升了 1 个百分点，工业生产对于整体经济的拉动较强。不过综合来看，目前中国经济面临的主要问题在于需求不足。生产虽强，但没有足够需求消化，持续性存疑。我们认为下半年中国经济面临的压力可能会增加，需关注增量政策对于经济的支持力度。

政策：全球确定性逐步增强

7 月以来，全球宏观政策确定性逐步增强，在中东冲突降温、特朗普最终关税陆续出台的背景下，全球资产价格持续走高，情绪面虽然没有出现大幅乐观，但一改前期不确定阴云下的 TACO Trade 模式，全球流动性大幅回归美元资产，进一步抬升美国资本市场价格。

6 月 24 日，以色列总理内塔尼亚胡发布声明，宣布经过密集的外交和安全努力，以色列已经与伊朗达成全面停火协议，这意味着过去 12 天双方冲突已经结束，原油价格冲高回落整体保持平稳态势。

中国方面，从二季度及上半年宏观经济数据观察，我们认为今年政策的发力点依然会在三季度。二季度 GDP 同比增长 5.2%，较一季度回落 0.2 个百分点，主要下滑受到 6 月经济数据影响较大。其中，6 月社会零售总额同比增长回落至 4.8%，处在除去年初外的最低水平。除此之外，投资方向上上半年全国固定资产投资累计同比 2.8%，处在 2024 年以来最低水平。我们认为，消费的回落与 6 月“两新”政策暂停有较大关系，证明今年以来消费增速对补贴依赖较大；投资方向的回落延续了“好项目”不足的问题。整体来看，消费、投资的双回落叠加价格数据持续低位意味着走出通缩依然需要更多时间与政策刺激。

进一步观察经济增速，在上半年 5.3% 的 GDP 增速中，最终消费支出对经济增长贡献率为 52%，资本形成总额贡献率为 16.8%，货物和服务净出口贡献率为 31.2%。最大贡献来自于消费与出口，在关税的影响下，下半年出口压力将逐步增加，消费方向在“两新”资金接续下或能维持一定趋势，但预计整体走弱。从全年 5% 的增长目标看，下半年需要 4.7% 的平均增速。我们预计下一轮政策会在三季度后期出台，不仅能够完成全年增速目标，也能提前规划安排明年上半年经济工作方向与资金。

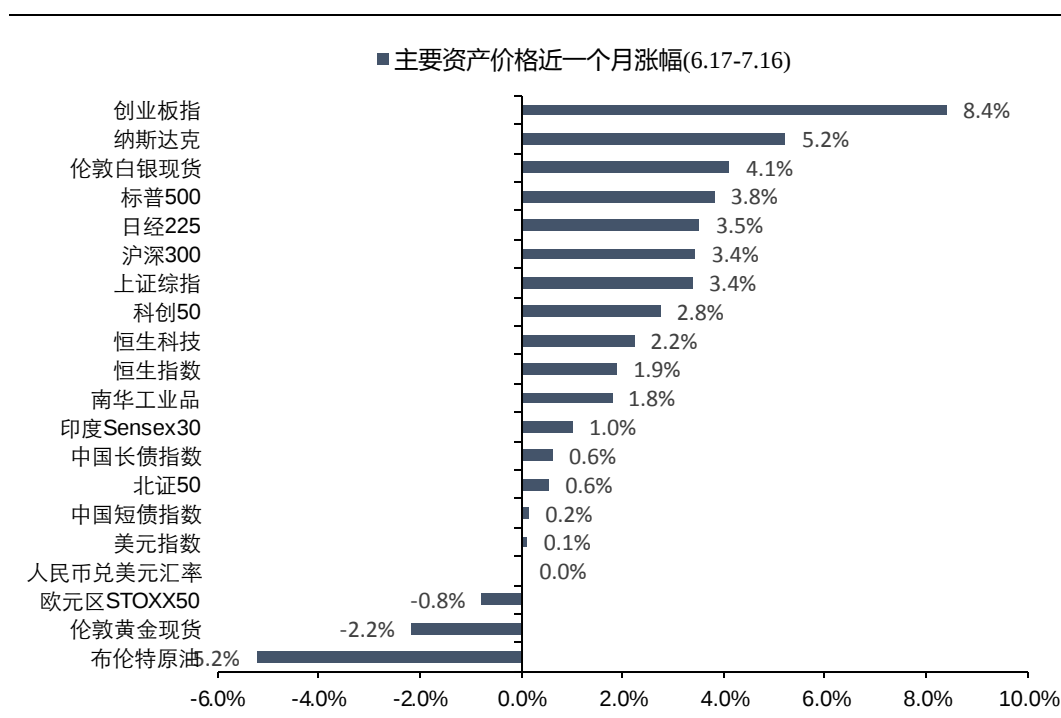
在对“棚改”“地产”政策的预期下，7 月 14-15 日召开的中央城市会议召开，并非“全国城市更新会议”。我们认为不能简单理解为新一轮棚改开启的信号。城中村改造的 100 万套试点与上一轮棚改高峰相比仅为六分之一，其功能定位也从“去库存、拉投资”转向“补短板、提品质”，融资工具更强调项目现金流平衡与隐性债务管控。政策主线是“城市更新”和“内涵式发展”，而非重启“大拆大建、货币化安置”式的地产刺激。因此，大规模复制 2015—2018 年棚改盛况并不现实，我们认为以“棚改”为抓手的大规模刺激性宏观政策难以重现，会议释放的信息更多在于定调城镇化下半场，即从高速发展进入高质量发展。以及城镇集群与产业集群协同，强调“集约高效”。会议提出的七大任务共同指向“集约高效”——通过

都市圈与城市群网络化，把人口、资本和创新资源配置到最具价值的节点与产业链环节。在超大城市，科创和高端服务业将进一步集聚；在中小城市与县域，本地制造、生活服务与农业现代化将补位；老城区和城中村借城市更新提升宜居品质，而老工业区则依托绿色改造与低碳产业再生。差异化分区政策取代“一刀切”扩张，真正释放规模协同与功能互补效应。

大类资产：股市上涨，油价回落

随着美国关税战对市场的扰动逐步降低，以及伊以地缘政治冲突降温等原因，全球多数市场的风险偏好提升，近一个月中国、美国、日本股票指数均出现较明显的上涨。在中国反内卷的政策导向下，南华工业品指数也有所上涨。白银的补涨效应继续显现，而黄金则有所回调，金银比向下回归。中东地缘政治冲突缓解之后，油价出现较大幅度下跌。

图表 15：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为三季度股市需注意基本面的扰动。如前文所述，上半年中国经济运行良好，但是 6 月经济边际转弱，消费和出口的部分透支效应开始显现，房地产也重入下行通道。在新的经济刺激政策出台之前，股市基本面可能会面临一定压力。

风险提示

1. 中美贸易谈判出现反复。
2. 消费及出口出现快速下行。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号 震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010