

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《关税的预期扰动，出口的“N”型走势》 - 2025.07.15

宏观研究

全年增速目标压力缓解，下半年消费动能承压

● 投资要点

一季度我国经济实现良好开局，经济增速 5.4%，二季度经济保持韧性，实现 5.2% 的经济增速，上半年经济增速为 5.3%，降低了实现 5% 左右的全年经济增长目标的压力，下半年经济增速保持在 4.7% 左右即可完成。从经济增长拉动力来看，资本形成对经济增长的边际改善最为明显，消费仍是主要支撑，而外需拉动有所走弱；从供需两端来看，促生产稳增长特点仍较为突出，供需失衡问题有所加剧。向后看，我们判断，我国经济会继续保持稳中向好的发展态势，虽然下半年工作任务目标有所降低，但经济增长动能或边际放缓，下半年压力仍不容小觑。

(1) 有效需求不足问题亟待解决，促生产稳增长做法可持续面临挑战。短期促生产稳增长可托底经济增速，但若不及时解决有效需求不足，供需失衡加剧，会反制生产的可持续性。近期综合整治“内卷式”竞争应是解决该做法的潜在后遗症问题。根据我们前期跟踪，目前“反内卷”政策预期持续升温，但“反内卷”主要体现为行业自律，未来“反内卷”兑现效果仍有待观察。

(2) 消费或存在边际放缓的风险。一方面，尽管消费领域出现新的增长亮点，如消费新业态、过境免签政策等，但以旧换新政策仍是支撑消费回暖的主要驱动力。上半年，以旧换新月度资金规模在 270 亿元（对应 1620 亿元资金额度），而下半年月度资金规模下降至 230 亿元（对应 1380 亿元资金额度）。仅从资金规模角度看，以旧换新政策对消费拉动作用或有所下降，假设政策乘数效应不变，下半年以旧换新政策对社零拉动作用或下降 0.5%。若考虑前期消费透支等因素影响，以旧换新对社零拉动作用下降幅度或更明显；另一方面，考虑《条例》修订印发以来已对餐饮消费产生一定影响，若参考 2013 年经验，并结合 6 月餐饮收入增速变动情况，餐饮收入增速或从上半年 5% 左右放缓至下半年的 1% 左右，预计对社零增速产生 0.5% 的拖累。综上，按照以上两个方面的影响，下半年社零增速或较上半年回落 1%。若出台增量促消费政策，或对冲这两个因素的影响。

综上，消费增速存在边际放缓压力，固定资产投资增速尚未显现改善迹象，不排除四季度稳增长政策发力，出口增速或先下后上，整体来看，下半年我国经济动能虽有边际放缓迹象，但我国经济稳增长和高质量发展仍具有较强支撑。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期

目录

1 二季度经济平稳运行，呈现促生产稳增长特点	4
2 生产超预期增长，“反内卷”政策升温或掣肘短期生产	4
3 社零预期内回落，餐饮放缓是主要拖累	6
4 展望：全年增速目标压力缓解，下半年消费动能承压.....	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 供给 VS 需求.....	4
图表 2: 工业增加值当月同比增速 (%)	5
图表 3: PPI 当月同比增速 (%)	5
图表 4: 分行业工业增加值同比增速 (%)	6
图表 5: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	7
图表 6: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	7
图表 7: 2013 年餐饮消费增速 (%)	7
图表 8: 限额以上餐饮同比增速 (%)	7

1 二季度经济平稳运行，呈现促生产稳增长特点

二季度经济实现平稳增长，符合我们预期判断。二季度不变价 GDP 同比增速为 5.2%，好于 5% 的年度预期经济增长目标，较一季度回落 0.2pct，主要是美关税政策的影响。

(1) 从经济增长拉动力来看，资本形成对经济增长的边际改善最为明显，消费仍是主要支撑，而外需拉动有所走弱。二季度，最终消费支出对经济增长贡献率为 52.3%，较一季度上升 0.3pct；资本形成总额贡献率 24.7%，较前值上升 7.9pct；货物和服务净出口贡献率 23%，较前值下降 8.8pct。

(2) 从供需两端来看，促生产稳增长特点仍较为突出，供需失衡有所加剧。二季度，按照投资、零售和出口三个需求指标加权同比增速分别为 3.88%、4.08% 和 2.54%；按工业和服务业加权同比增速分别为 6.0%、6.1% 和 6.3%。生产端好于需求端，且需求端在 6 月呈现收缩迹象，供需失衡问题进一步凸显，6 月供需缺口为 3.76%，较前值上升 1.74pct。

图表1：供给 VS 需求



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 生产超预期增长，“反内卷”政策升温或掣肘短期生产

二季度，工业增加值同比增长 6.4%，且增速呈现逐月增长的特点，4 月、5 月和 6 月工业增加值同比增速分别为 6.1%、5.8%和 6.8%。生产保持较高韧性，亦体现了促生产稳增长的特点。在有效需求不足的背景下，促生产稳增长会加剧供需缺口，价格作为供需博弈的结果，持续放缓，二季度 PPI 同比增速持续走弱，4 月、5 月和 6 月当月同比增速分别为-2.7%、-3.3%和-3.6%。

图表2：工业增加值当月同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：PPI 当月同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

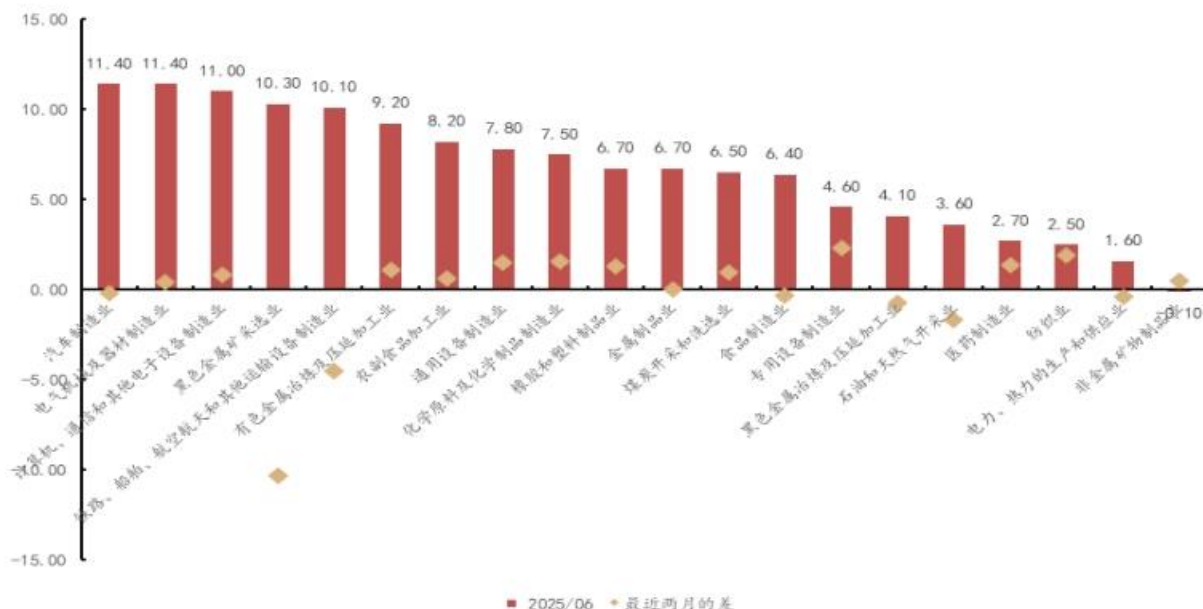
分行业来看，工业增加值保持高景气度的部分行业或存在“内卷式”竞争问题，如汽车制造业、电气机械及器材制造业、黑色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业、化学原料及化学制品制造业，而随着“反内卷”政策持续升温，短期或对生产产生冲击，生产存在或边际放缓压力。

分行业工业增加值来看，汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、黑色金属矿采选业、交通运输工具制造业、有色金属冶炼及压延加工业、农副食品加工业、通用设备制造业、化学原料及化学制品制造业 9 行业的工业增加值同比增速维持较高景气度，同比增速分别为 11.4%、11.4%、11%、10.3%、10.1%、9.2%、8.2%、7.8%、7.5%，同比增速均高于整体工业增加值增速水平。

值得注意的是，在报告《破内卷困倦，离不开扩内需支撑》中，我们从产能利用率和 PPI 同比增速两个维度分析，煤炭开采和洗选业、化学原料及化学制品、非金属矿物质品、有色金属冶炼及压延加工业、专用设备、电气机械和器材、通用设备、汽车、医药 9 个行业或存在“内卷式”竞争问题。与之相对的，在工业增加值保持高景气度的 9 个行业中，有 6 个行业或已经存在“内卷式”竞争问题，分别是汽车制造业、电气机械及器材制造业、黑色金属矿采选业、有色金属冶炼

及压延加工业、通用设备制造业、化学原料及化学制品制造业。随着“反内卷”政策预期持续升温，考虑有效需求尚未显著改善，短期上述6个行业生产景气度或受到负向冲击。

图表4：分行业工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 社零预期内回落，餐饮放缓是主要拖累

6月社零同比增速为4.8%，较前值回落1.6pct，不存在高基数效应，6月两年复合增速为3.39%，较前值下降1.65pct，弱于wind一致预期5.56%，但好于季节性水平，较近五年同期均值高1.1pct。

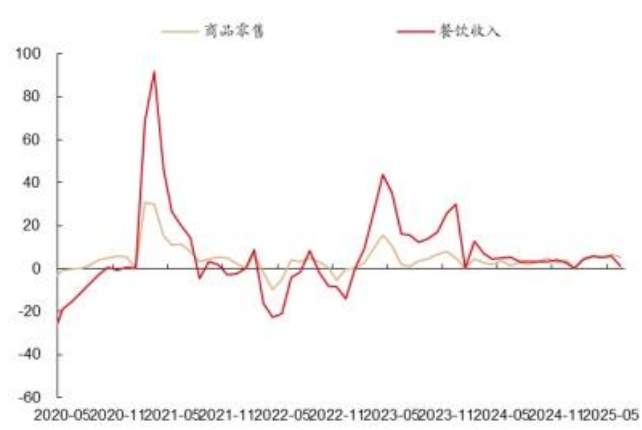
我们理解，6月消费边际放缓符合预期，一方面是“618”大促提前，部分效应在5月份兑现，同时部分省市以旧换新资金阶段性用完；另一方面，5月18日，中共中央、国务院印发了修订后的《党政机关厉行节约反对浪费条例》（以下简称《条例》），或对餐饮消费产生一定影响，6月消费数据应有所体现。从商品和餐饮消费结构来看，6月商品零售同比增速为5.3%，较前值回落1.2pct；餐饮收入同比增速边际放缓更为明显，6月同比增速仅为0.9%，较前值下降5pct。

图表5：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

向后看，三季度餐饮消费或难显著改善，或成为消费边际放缓的主要影响因素。《条例》最初始于2013年，正式实施后，2013年餐饮收入同比增速较2012年出现较为明显放缓，餐饮收入同比增速中枢从2012年13.53%下降至2013年的9.01%，下降了4.52pct。而6月餐饮收入同比增速较5月已下降5pct，高于2013年时期放缓水平。考虑当前的社交媒体和大数据监控使得违规成本增大，本次《条例》印发后对餐饮消费影响或高于2013年。鉴于《条例》的影响呈现尚未转向迹象，预计短期餐饮消费或仍会受到影响。若按照上述分析，预计餐饮收入同比增速或放缓至下半年的1%左右，预计对社零增速产生0.5个百分点的拖累。

图表7：2013年餐饮消费增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：限额以上餐饮同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：全年增速目标压力缓解，下半年消费动能承压

一季度我国经济实现良好开局，经济增速 5.4%，二季度经济保持韧性，实现 5.2% 的经济增速，上半年经济增速为 5.3%，降低了实现 5% 左右的全年经济增长目标的压力，下半年经济增速保持在 4.7% 左右即可完成。从经济增长拉动力来看，资本形成对经济增长的边际改善最为明显，消费仍是主要支撑，而外需拉动有所走弱；从供需两端来看，促生产稳增长特点仍较为突出，供需失衡问题有所加剧。向后看，我们判断，我国经济会继续保持稳中向好的发展态势，虽然下半年工作任务目标有所降低，但经济增长动能或边际放缓，下半年压力仍不容小觑。

(1) 有效需求不足问题亟待解决，促生产稳增长做法可持续面临挑战。短期促生产稳增长可托底经济增速，但若不及时解决有效需求不足，供需失衡加剧，会反制生产的可持续性。近期综合整治“内卷式”竞争应是解决该做法的潜在后遗症问题。根据我们前期跟踪，目前“反内卷”政策预期持续升温，但“反内卷”主要体现为行业自律，未来“反内卷”兑现效果仍有待观察。

(2) 消费或存在边际放缓的风险。一方面，尽管消费领域出现新的增长亮点，如消费新业态、过境免签政策等，但以旧换新政策仍是支撑消费回暖的主要驱动力。上半年，以旧换新月度资金规模在 270 亿元（对应 1620 亿元资金额度），而下半年月度资金规模下降至 230 亿元（对应 1380 亿元资金额度）。仅从资金规模角度看，以旧换新政策对消费拉动作用或有所下降，假设政策乘数效应不变，下半年以旧换新政策对社零拉动作用或下降 0.5%。若考虑前期消费透支等因素影响，以旧换新对社零拉动作用下降幅度或更明显；另一方面，考虑《条例》修订印发以来已对餐饮消费产生一定影响，若参考 2013 年经验，并结合 6 月餐饮收入增速变动情况，餐饮收入增速或从上半年 5% 左右放缓至下半年的 1% 左右，预计对社零增速产生 0.5% 的拖累。综上，按照以上两个方面的影响，下半年社零增速或较上半年回落 1%。若出台增量促消费政策，或对冲这两个因素的影响。

综上，消费增速存在边际放缓压力，固定资产投资增速尚未显现改善迹象，不排除四季度稳增长政策发力，出口增速或先下后上，整体来看，下半年我国经济动能虽有边际放缓迹象，但我国经济稳定增长和高质量发展仍具有较强支撑。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048