



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

外部环境变化，经济维持平稳

——2025年6月经济数据点评

日期：2025年07月17日

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《进出口回升，外贸修复》

——2025年07月15日

《价格走势分化，CPI同比转正》

——2025年07月10日

《政策显效，消费释放潜力》

——2025年06月21日

■ 主要观点

经济仍然维持平稳运行

6月主要数据除工业生产外均有所下滑。作为经济成效综合体现的工业增长明显加快，再回高位。三大门类产业除公共事业外均有所加快。分行业看，与5月相比，6月各行业生产除食品、汽车、黑色金属冶炼、其他运输设备之外都有所回升，汽车生产增速小幅下降，但增速仍维持在10%以上。

固定资产投资小幅下滑。固定投资的下滑也受到了价格因素的影响，扣除物价后，固定资产投资实际增速基本稳定。具体来看，基建投资、制造业投资均有所下滑。今年将实施更加积极的财政政策，随着地方专项债发行使用加快，我们认为将带动到位资金的改善和项目的推进。在“两重”以及大规模设备更新政策带动下，我们认为有望加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资持续发力，制造业投资也将有所支撑。房地产投资在经历年初的大幅改善之后连续回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台。政策持续显效，房地产投资有望筑底回稳，需持续关注。

6月份，社会消费品零售总额42287亿元，同比增长4.8%，增速比上月下降1.6个百分点，较上月的高点有所回落。5月消费增速创下新高，主要由于“五一”“端午”假期、“6·18”平台促销、消费品以旧换新政策等共同作用。我们认为5月的集中消费后6月消费有所回落。6月商品零售增速以及餐饮消费增速均有所下滑，尤其是餐饮消费下滑幅度较大，或受假期因素消退影响。

二季度GDP同比增长5.2%，较一季度下滑0.2个百分点。在外部环境变化的背景下，经济仍然维持了较为平稳的运行。

需求改善，经济有望向好

开年经济运行偏暖，实现良好开局。但4月以来外部环境冲击影响加大，但经济仍然维持了稳定的运行。中美经贸会谈后，外部压力也有所缓解。而根据政治局会议的部署，将加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。我们认为在政策刺激下，基建投资有望在“两重”项目的推进下持续增长，房地产投资在政策助力下有望止跌回稳，减少对固定资产投资的拖累。我们认为作为经济第一增长动力的投资有望平稳增长，加上消费的刺激政策显效，国内需求改善，经济有望持续向好。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

目 录

1 事件：6 月份宏观数据公布.....	3
2 事件解析：数据特征和变动原因.....	3
2.1 工业生产提速.....	3
2.2 汽车生产稳中偏降	4
2.3 基建、制造业投资均有下滑.....	4
2.4 地产投资仍待企稳	5
2.5 消费高位回落.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 经济仍然维持平稳运行	7
4 事件预测：趋势判断.....	8
4.1 需求改善，经济有望向好	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：6 月份宏观数据公布

工业生产明显加快。6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.8%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，6 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.50%。1—6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%。

固定资产投资继续下滑。2025 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）248654 亿元，同比增长 2.8%。其中，民间固定资产投资同比下降 0.6%。扣除价格因素影响，固定资产投资（不含农户）同比增长 5.3%。从环比看，6 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.12%。

消费高位回落。6 月份，社会消费品零售总额 42287 亿元，同比增长 4.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 37649 亿元，增长 4.8%。1—6 月份，社会消费品零售总额 245458 亿元，同比增长 5.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 221990 亿元，增长 5.5%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值
工业增加值（当月）	6.8	5.8
固定资产投资（不含农户，累计）	2.8	3.7
社会消费品零售（当月）	4.8	6.4
GDP（当季）	5.2	5.4

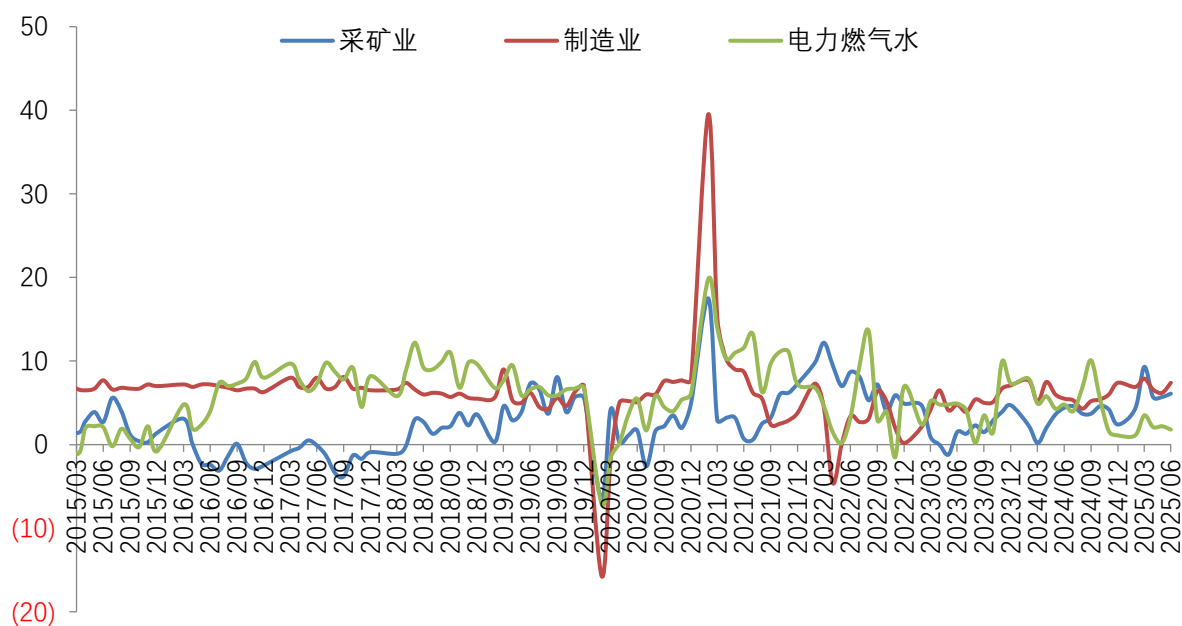
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产提速

6 月工业生产明显加快，再回高位。分三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 6.1%，制造业增长 7.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.8%。三大门类产业除公共事业外均有所加快。从产量的增速来看，原煤、原油产量均有所下滑；制造业方面，乙烯、化纤、钢材、汽车、计算机有所下滑，手机、集成电路、工业机器人、水泥、有色则有所回升；公共事业方面，发电量回升、天然气产量下滑。另外出口交货值也明显回升。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

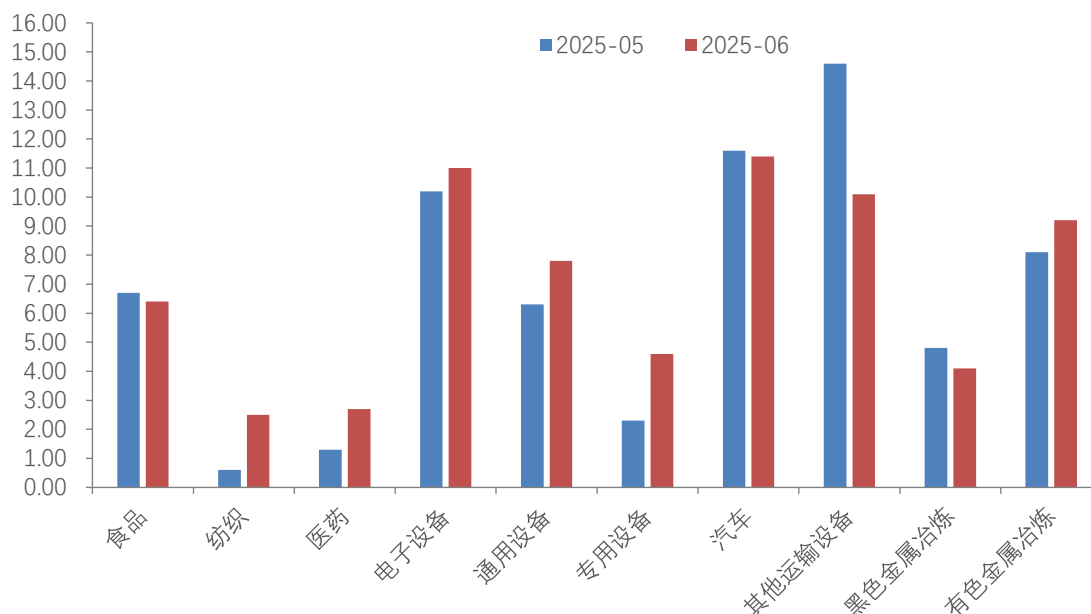


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.2 汽车生产稳中偏降

分行业看，与 5 月相比，6 月各行业生产除食品、汽车、黑色金属冶炼、其他运输设备之外都有所回升，汽车生产增速小幅下降，但增速仍维持在 10% 以上。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

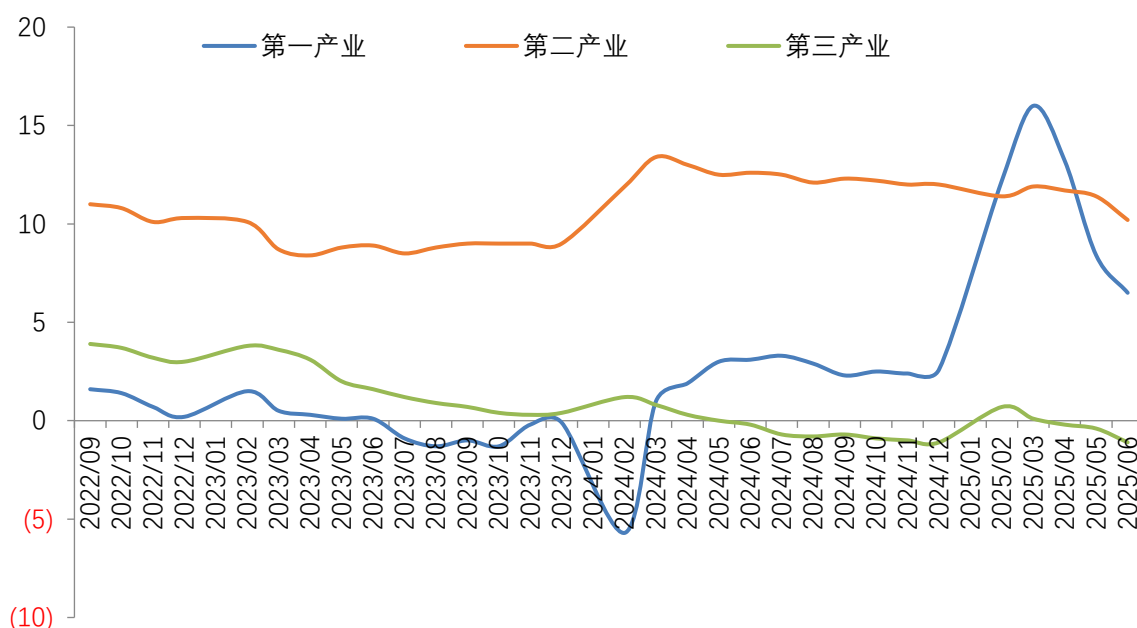
2.3 基建、制造业投资均有下滑

2025 年上半年，全国固定资产投资同比增长 2.8%，增速比上

月回落 0.9 个百分点。其中，第一产业投资 4816 亿元，同比增长 6.5%；第二产业投资 88294 亿元，增长 10.2%；第三产业投资 155543 亿元，下降 1.1%。三大产业累计投资增速均有所下滑。

固定投资的下滑受到了价格因素的影响，扣除物价后，固定资产投资实际增速基本稳定。分项来看，基建投资本月回落稍多，前几月表现一直偏稳，制造业投资增速下降 1 个百分点。今年将实施更加积极的财政政策，随着地方专项债发行使用加快，我们认为将带动到位资金的改善和项目的推进。在“两重”以及大规模设备更新政策带动下，我们认为有望加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资持续发力，制造业投资也将有所支撑。

图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

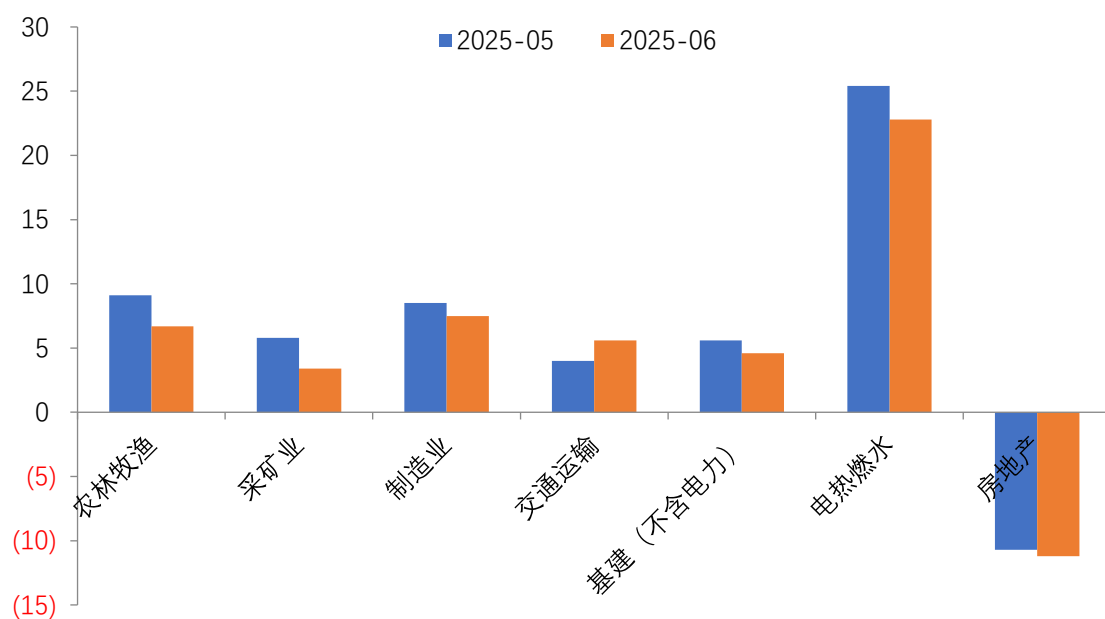


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.4 地产投资仍待企稳

1—6 月份，全国房地产开发投资 46658 亿元，同比下降 11.2%，降幅扩大 0.5 个百分点。分项来看，地产销售面积降幅扩大；供给端新开工、施工面积跌幅收窄。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅有所扩大，其中除国内贷款、自筹资金外跌幅均有不同程度扩大，值得注意的是国内贷款增速转正。房地产投资在经历年初的大幅改善之后连续回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台。政策持续显效，房地产投资有望筑底回稳，需持续关注。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

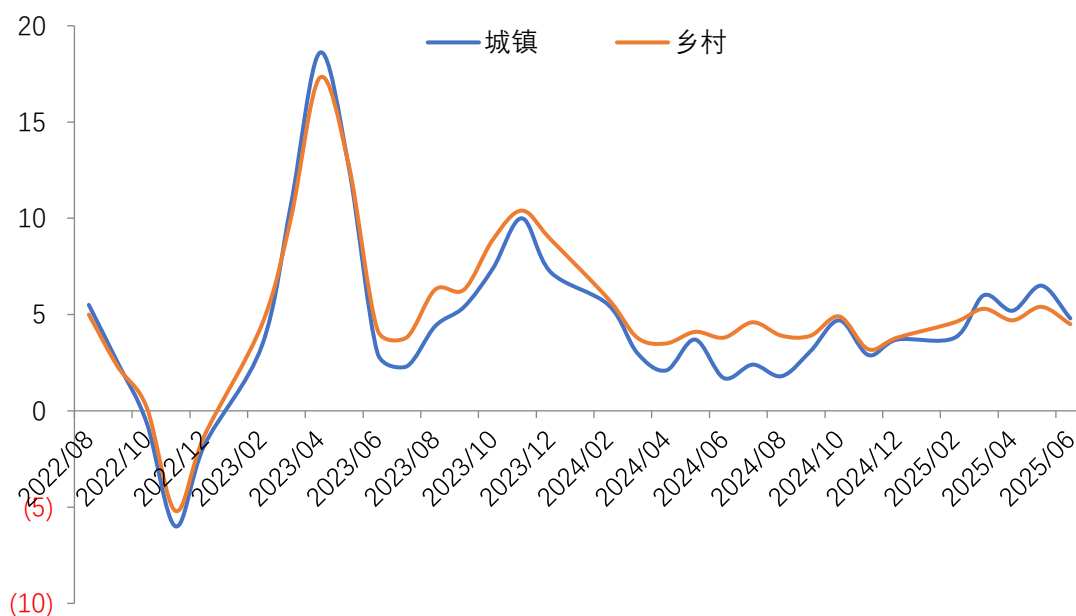


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.5 消费高位回落

6 月份，社会消费品零售总额 42287 亿元，同比增长 4.8%，增速比上月下降 1.6 个百分点，较上月的高点有所回落。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 4.8%；乡村消费品零售额增长 4.5%。城乡消费均有所下滑。

图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）



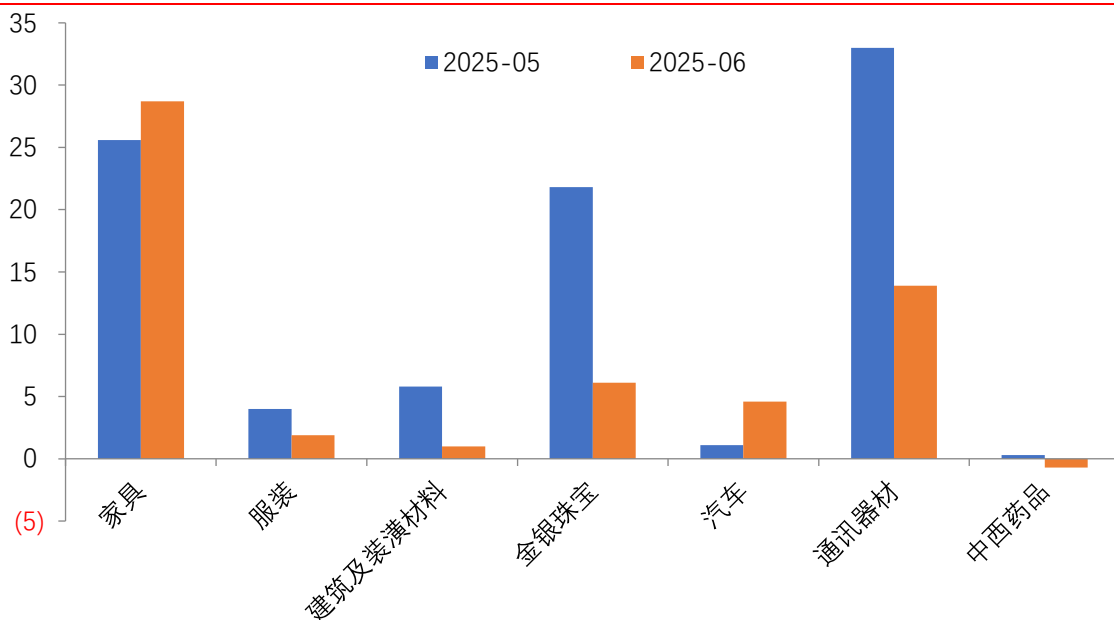
资料来源：IFIND，上海证券研究所

5 月消费增速创下新高，主要由于“五一”“端午”假期、“6·18”平台促销、消费品以旧换新政策等共同作用。我们认为

请务必阅读尾页重要声明

5月的集中消费后6月消费有所回落。具体来看，除了家具、汽车外其余商品消费均有所回落，尤其是金银珠宝以及通讯器材。6月商品零售增速以及餐饮消费增速均有所下滑，尤其是餐饮消费下滑幅度较大，或受假期因素消退影响。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济仍然维持平稳运行

6月主要数据除工业生产外均有所下滑。作为经济成效综合体现的工业增长明显加快，再回高位。三大门类产业除公共事业外均有所加快。分行业看，与5月相比，6月各行业生产除食品、汽车、黑色金属冶炼、其他运输设备之外都有所回升，汽车生产增速小幅下降，但增速仍维持在10%以上。

固定资产投资小幅下滑。固定投资的下滑也受到了价格因素的影响，扣除物价后，固定资产投资实际增速基本稳定。具体来看，基建投资、制造业投资均有所下滑。今年将实施更加积极的财政政策，随着地方专项债发行使用加快，我们认为将带动到位资金的改善和项目的推进。在“两重”以及大规模设备更新政策带动下，我们认为有望加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资持续发力，制造业投资也将有所支撑。房地产投资在经历年初的大幅改善之后连续回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台。政策持续显效，房地产投资有望筑底回稳，需持续关注。

6 月份，社会消费品零售总额 42287 亿元，同比增长 4.8%，增速比上月下降 1.6 个百分点，较上月的高点有所回落。5 月消费增速创下新高，主要由于“五一”“端午”假期、“6·18”平台促销、消费品以旧换新政策等共同作用。我们认为 5 月的集中消费后 6 月消费有所回落。6 月商品零售增速以及餐饮消费增速均有所下滑，尤其是餐饮消费下滑幅度较大，或受假期因素消退影响。

二季度 GDP 同比增长 5.2%，较一季度下滑 0.2 个百分点。在外部环境变化的背景下，经济仍然维持了较为平稳的运行。

4 事件预测：趋势判断

4.1 需求改善，经济有望向好

开年经济运行偏暖，实现良好开局。但 4 月以来外部环境冲击影响加大，但经济仍然维持了稳定的运行。中美经贸会谈后，外部压力也有所缓解。而根据政治局会议的部署，将加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。我们认为在政策刺激下，基建投资有望在“两重”项目的推进下持续增长，房地产投资在政策助力下有望止跌回稳，减少对固定资产投资的拖累。我们认为作为经济第一增长动力的投资有望平稳增长，加上消费的刺激政策显效，国内需求改善，经济有望持续向好。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。