

宏观经济宏观季报

内需支撑中国经济稳健前行

核心观点

2025年7月15-16日国家统计局发布二季度GDP相关数据：

- 1、二季度，国内现价GDP约为34.2万亿元，不变价GDP同比增长5.2%，较一季度回落0.2个百分点；
- 2、二季度，第一、第二、第三产业现价GDP分别约为1.9、12.7、19.5万亿元，不变价同比分别增长3.8%、4.8%、5.7%；
- 3、二季度最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP当季同比的拉动分别为2.7、1.3、1.2个百分点，对GDP同比的贡献率分别为52.3%、24.7%、23.0%。

高位韧性彰显新旧动能转换，内需支撑中国经济稳健前行。

2025年二季度，中国经济展现出强劲韧性，GDP同比增长5.2%，虽较一季度小幅回落0.2个百分点，但仍显著高于全年目标及去年同期水平。二季度中国经济增长动力呈现鲜明结构性特征：新经济部门持续发力，推动工业增加值维持6.2%的高位；而传统建筑业则深度调整，拖累第二产业增速下行。

需求侧呈现“内升外降”格局：资本形成总额对增长的贡献大幅反弹0.8个百分点至1.3%，最终消费保持稳定拉动约2.7个百分点；净出口则因企业“抢进口”成为主要拖累，贡献回落0.9个百分点至1.2%。

引人注目的是，6月经济数据出现生产与需求短期背离：固定资产投资与社会消费品零售增速双双下滑，工业产出却逆势反弹至年内次高。这一现象源于双重主动调整：企业为应对下半年外需不确定性而开足马力“抢出口”；政府则把握增长达标窗口期，适度放缓短期刺激节奏（如基建投资），为下半年预留政策空间并推进结构性改革。核心内需基础依然稳固——服务消费向好、失业率稳定在5.0%低位，消费回落主要集中于餐饮及补贴退坡商品领域。

展望下半年，“以内补外”将成为增长主旋律。随着国家补贴重启支撑商品消费、政策适时发力托底投资，内需动能有望显著修复。预计三、四季度GDP增速分别为4.9%和4.8%，全年增速约5.1%，顺利完成增长目标。新旧动能转换深化与政策精准调控，将持续护航中国经济行稳致远。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

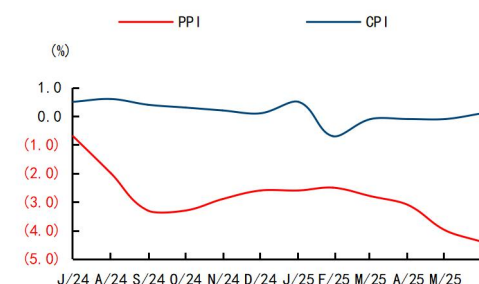
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	2.80
社零总额当月同比	4.80
出口当月同比	5.80
M2	8.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-6月国内内需背离加剧》——2025-07-16
- 《宏观经济宏观月报-5月增长动能从出口与投资转向消费》——2025-06-16
- 《宏观经济宏观月报-4月“抢出口”强化生产韧性，内需有所走弱》——2025-05-19
- 《宏观经济宏观季报-一季度内需继续回暖，二季度“以内补外”是关键》——2025-04-20
- 《宏观经济宏观月报-3月内外需均上冲，服务业修复将增强“以内补外”效果》——2025-04-17

内容目录

高位韧性彰显新旧动能转换，内需支撑中国经济稳健前行	4
二季度中国经济展望强劲韧性	4
6 月国内生产需求再度背离是暂时性现象	6
二季度 CPI 同比小幅反弹，核心 CPI 构成主要向上拉动力量	8
二季度 PPI 同比再次明显回落	8
下半年“以内补外”，国内经济增长或相对稳健	9
风险提示	10

图表目录

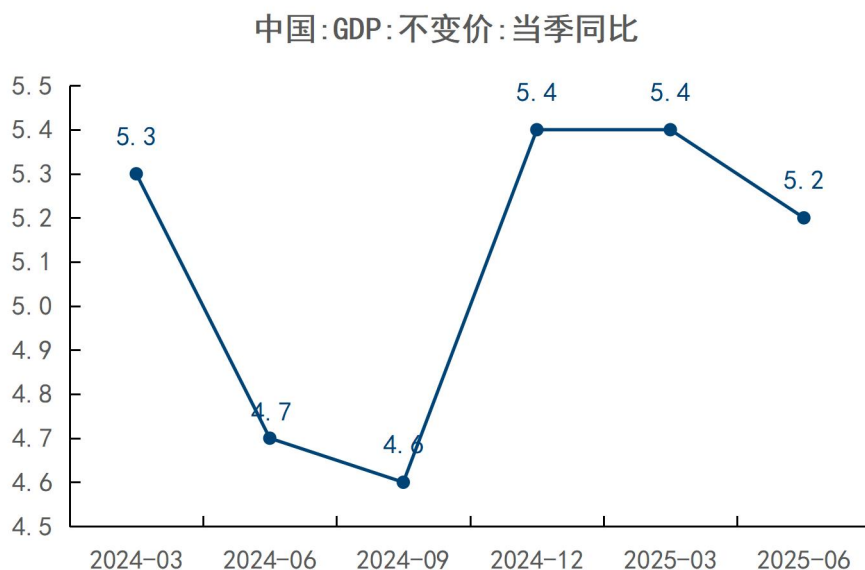
图 1：中国二季度不变价 GDP 同比小幅回落但仍处于高位	4
图 2：中国二季度第三产业实际 GDP 当季同比明显回升	5
图 3：中国二季度建筑业 GDP 同比负增长	5
图 4：二季度中国资本形成总额回暖很好地对冲了净出口的回落	6
图 5：中国实际 GDP 月度同比增速测算一览	6
图 6：中国服务零售额当月同比走势一览	8
图 7：中国 CPI、核心 CPI 月度同比当季平均值一览	8
图 8：中国消费品 CPI、服务品 CPI 月度同比当季平均值一览	8
图 9：中国 PPI 当月同比走势一览	9
图 10：中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览	9
图 11：中国 PPI 生产资料各分项同比一览	9
图 12：中国 2025 年下半年 GDP 季度预测一览	10
图 13：中国 2025 年下半年 CPI 增速预测一览	10

高位韧性彰显新旧动能转换，内需支撑中国经济稳健前行

二季度中国经济展望强劲韧性

2025 年上半年中国实际 GDP 同比为 5.3%，高于全年 GDP 增速目标值，经济运行良好。其中一季度中国实际 GDP 同比增长 5.4%，持平 2024 年四季度，略高于去年同期水平；二季度实际 GDP 同比增长 5.2%，较一季度小幅回落 0.2 个百分点，仍高于全年经济增速目标值，明显高于去年同期水平，二季度国内经济增长保持较强的韧性。

图1：中国二季度不变价 GDP 同比小幅回落但仍处于高位

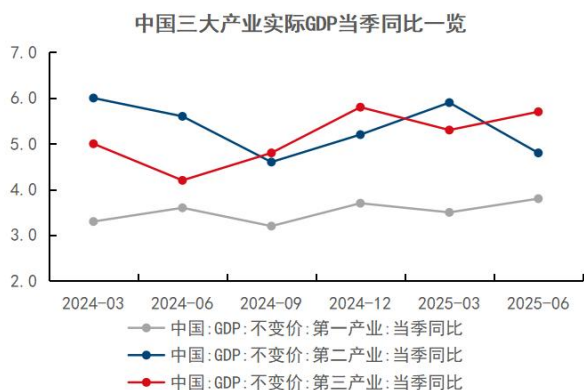


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

从三大产业的 GDP 增速来看，2025 年二季度中国第一产业和第三产业 GDP 增速上升，第二产业 GDP 增速下行。

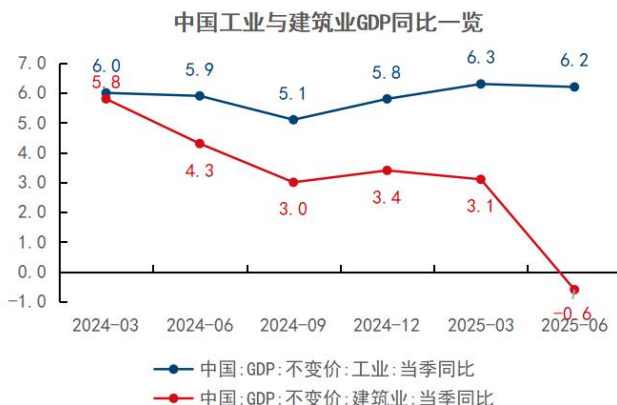
第二产业中，二季度中国工业 GDP 增速仍维持 6.2% 左右的高位，但建筑业 GDP 增速却继续明显下行至负值区间。由此可见，二季度中国经济的增长动力主要来自新经济部门，而与基建和房地产相关的传统产业仍在调整过程中，即二季度中国经济延续新旧动能转换进程。

图2：中国二季度第三产业实际 GDP 当季同比明显回升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：中国二季度建筑业 GDP 同比负增长



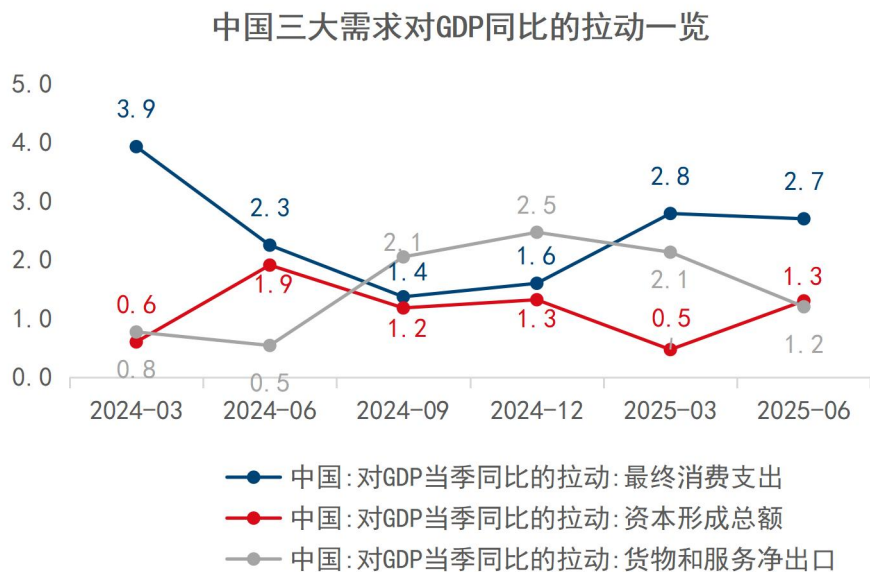
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

从需求角度来看，2025 年二季度资本形成总额明显向上拉动经济增速，最终消费的拉动基本稳定，净出口构成主要拖累。二季度最终消费对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 2.7 个百分点，较一季度小幅回落 0.1 个百分点，基本维持稳定状态；二季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 1.3 个百分点，较一季度明显反弹 0.8 个百分点，考虑到二季度建筑业增速大幅回落，因此二季度资本形成总额明显反弹主要与无形资产和设备投资增加有关；二季度货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 1.2 个百分点，较一季度明显回落 0.9 个百分点。

整体来看，二季度中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动较一季度提升 0.7 个百分点至 4.0%，回到历史平均水平附近，其中最终消费和资本形成总额均基本持平历史平均水平。

二季度净出口对 GDP 同比的拉动明显回落但仍然处于历史偏高水平。上半年企业“抢出口”行为大概率透支了下半年的出口需求，因此下半年国内净出口对 GDP 同比拉动或继续明显下行，“以内（需）补外（需）”仍构成下半年中国经济增长的主要拉动力。

图4：二季度中国资本形成总额回暖很好地对冲了净出口的回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

6月国内生产需求再度背离是暂时性现象

二季度的三个月份中，4、5月中国经济增速持续下行，6月经济增速较5月反弹，其中出口构成向上拉动力，投资、消费均构成拖累。根据测算，2024年6月国内实际GDP同比约为5.2%，较5月反弹0.1个百分点。

图5：中国实际GDP月度同比增速测算一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

2025年6月中国经济数据呈现一个引人注目的现象：生产与需求再度出现明显背离。一方面，尽管内需（特别是投资和消费）显露疲态——固定资产投资同比增速大幅回落2.4个百分点至0.5%，社会消费品零售总额同比增速也下滑1.6个百

分点至 4.8%；另一方面，代表供给端的工业生产却展现出超预期的韧性，增速明显反弹至年内次高水平。这种背离在强调“反内卷”的背景下尤为值得探究。核心驱动因素可归结为：

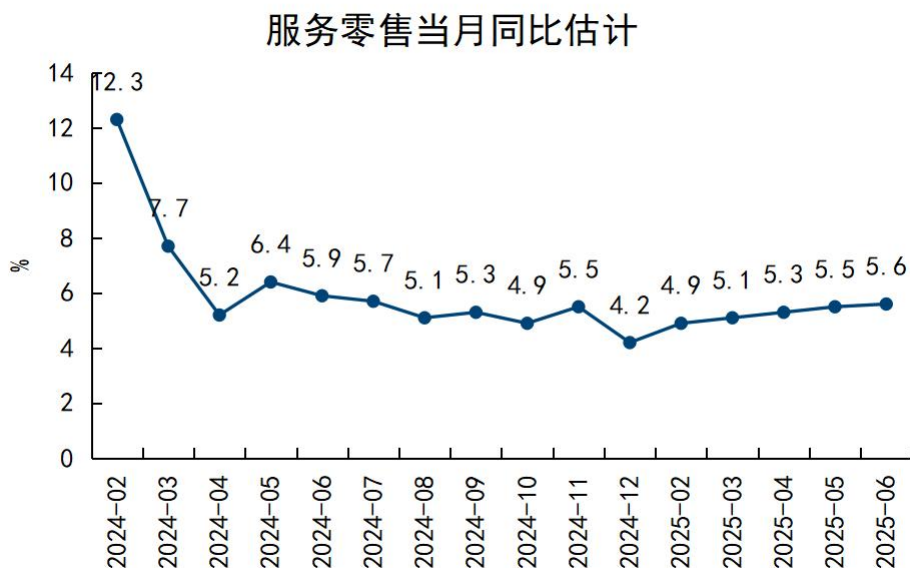
1、企业“抢出口”以应对未来不确定性。市场普遍预期下半年外需面临下行压力，但当前出口订单的韧性犹存，且企业感知到仍处于“抢出口、抢转口”的关键窗口期。面对海外买家可能的提前补库行为，生产企业的策略非常务实：趁海外需求尚可、窗口未关闭之际，开足马力生产交付在手订单，尽可能多地锁定当期收益，为全年业绩构筑安全垫，以防范下半年可能的“意外”冲击。企业的这种“赶工”行为，是生产端在需求（尤其内需）信号转弱时仍能保持强劲的关键微观基础。

2、政府为应对下半年潜在挑战留足政策空间。上半年中国经济增速持续高于年度目标，为全年达标奠定了坚实基础。决策层倾向于抓住这一有利窗口期，适度调整短期刺激节奏（如基建投资步伐有所放缓），将政策空间留予下半年潜在挑战，同时为“反内卷”相关的结构性改革腾挪空间。这解释了为何作为调控直接抓手的固定资产投资（尤其是基建）增速会暂时回落。这是一种主动的、前瞻性的节奏把控，旨在实现更可持续的全年增长目标，6月固定资产投资增速回落并非增长动能的根本性减弱。此外，6月消费端的走弱具有鲜明的结构性特征：社零回落主要受餐饮增速暴跌（从5月的5.9%骤降至0.9%）及强补贴依赖品类（如家电、音响器材、通讯器材等）在国补暂停后的显著下滑拖累，而基础商品消费则相对稳定。

因此，6月生产与需求的背离，并非经济内在动力衰竭的信号，而是政策主动调控节奏（保留政策空间）与企业积极应对海外窗口期（“抢出口”赶工）共同作用的结果。

考虑到国内服务消费持续向好（服务业零售额同比上升）以及失业率稳定在5.0%的历史低位，印证了内需基础依然稳固。消费的回落集中于餐饮和补贴退坡领域，整体商品消费仍显韧性。展望下半年，随着国家补贴重启支撑商品消费、政策适时发力托底投资，内需动能有望显著修复。当前的“背离”更多是特定政策调整期和企业策略选择共同塑造的暂时性现象，反映了中国经济在复杂环境下寻求更高质量、更可持续增长的主动作为。

图6: 中国服务零售额当月同比走势一览



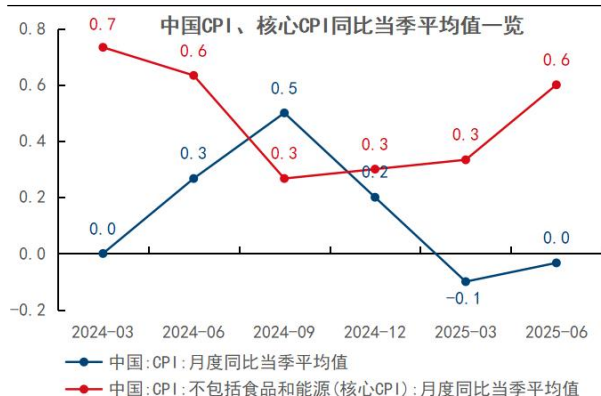
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

二季度 CPI 同比小幅反弹, 核心 CPI 构成主要向上拉动力量

二季度国内 CPI 同比较一季度小幅反弹, 其中消费品和服务品 CPI 同比均小幅回升。

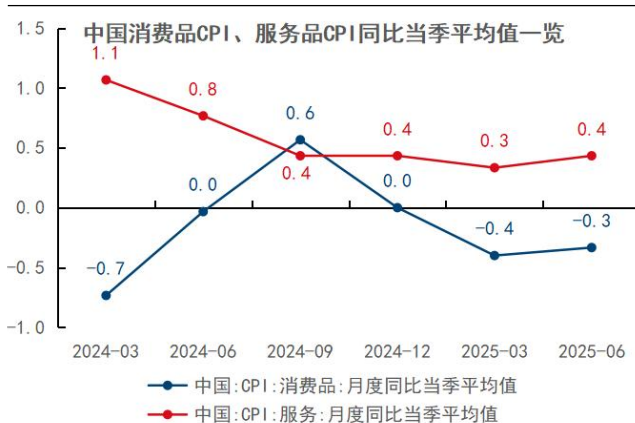
二季度国内核心 CPI 同比较一季度继续上升且上升幅度明显扩张, 考虑到二季度服务品 CPI 同比回升幅度较小, 由此可见二季度核心商品 CPI 同比很可能明显上行。

图7: 中国 CPI、核心 CPI 月度同比当季平均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图8: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 月度同比当季平均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

二季度 PPI 同比再次明显回落

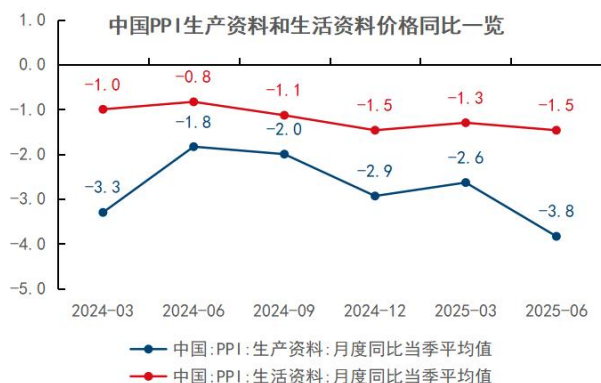
二季度中国 PPI 同比再次明显回落, 其中偏上游的采掘、原材料工业是主要拖累, 偏下游的加工工业价格同比较为稳定。

图9：中国 PPI 当月同比走势一览



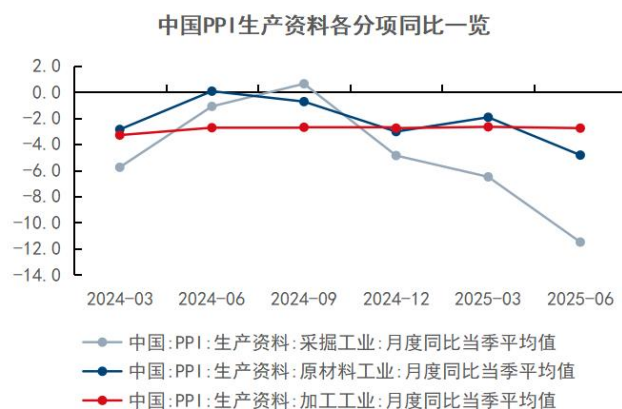
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图10：中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图11：中国 PPI 生产资料各分项同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

下半年“以内补外”，国内经济增长或相对稳健

整体来看，2025 年上半年中国经济运行良好，新旧动能转换取得进一步进展。其中一季度中国经济表现强劲，实现了开门红；二季度企业“抢出口”背景下出口支持经济高位运行，因此政府适度调整短期刺激节奏（如基建投资步伐有所放缓），将政策空间留予下半年潜在挑战，同时为“反内卷”相关的结构性改革腾挪空间。

展望下半年，支撑内需再次回暖的因素显著。一方面，国家补贴预计重启，叠加服务消费的稳健表现和低失业率的支撑，社会消费品零售增速有望回升至 5% 以上。另一方面，在上半年出口需求前置、下半年外需下行压力加大的背景下，作为政府调控内需最直接抓手的固定资产投资，其增速预计将回升。因此，6 月的

内需回落具有显著的暂时性，下半年中国经济“以内需补外需（以内补外）”的增长特征将更加凸显，内需动能成为支撑经济增长的核心力量。

随着内需回暖，下半年国内实际 GDP 同比或保持相对稳定。预计 2025 年三、四季度中国实际 GDP 同比增速分别为 4.9%、4.8%，全年实际 GDP 同比或约为 5.1%，顺利完成 5.0% 的增速目标。

图12：中国 2025 年下半年 GDP 季度预测一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图13：中国 2025 年下半年 CPI 增速预测一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032