

顶住压力、迎难而上，上半年 GDP 增长 5.3%

——2025 年 6 月经济数据点评

宏观点评

工业、服务业生产扩张较快，二季度 GDP 同比增长 5.2%。二季度，实际 GDP 同比增速 5.2%，符合预期。其中，第二、第三产业增加值分别同比增长 4.8%、5.7%。二季度，工业生产同比增长 6.2%（月均值），6 月增长 6.8%，一方面出口韧性较强，另一方面“两重”“两新”支持下，内需改善。二季度，服务业生产指数同比增速 6.1%（月均值），比一季度上升 0.3 个百分点。名义 GDP 增速 3.9%，GDP 平减指数同比下降 1.3%。

“两重”“两新”续力，投资有望再次加速。6 月，受“两重”“两新”项目、资金下发节奏以及房地产市场拖累的影响，投资增速有所下滑，固定资产投资累计同比增速从 3.7% 下降至 2.8%。随着“两重”“两新”项目及资金再次下发，投资有望再次加速。上半年，全口径、窄口径（不含电力等）基建投资累计同比增速分别为 8.9%、4.6%；制造业投资累计同比增速 7.5%，其中设备工器具购置投资累计同比增速 17.3%。

房地产市场再次降温。自 2024 年 9 月一揽子增量政策推出以来，房地产市场持续转暖，特别是一季度，重点城市二手房成交十分活跃，显著高于上年同期水平。但是 5 月以来，房地产市场再次降温。上半年，房地产投资累计同比下降 11.2%，降幅较前 5 月扩大 0.5 个百分点。商品房销售面积同比累计下滑 3.5%，降幅较前 5 月扩大 0.6 个百分点。

以旧换新支持下消费平稳。“618”提前启动，对 5 月消费拉动强于 6 月，加之补贴空档期，6 月消费增速有所回落。6 月份，社会消费品零售总额同比增速 4.8%，弱于 5.6% 的市场预期，较上月回落 1.6 个百分点。实际上消费增速既不像 5 月那么高，也不像 6 月那么低。5-6 月消费同比增速均值为 5.6%，仍处于较高水平。

对美出口修复，带动整体出口增速上行。6 月份，出口同比增长 5.8%，增速强于 3.2% 的市场预期，以及上月同比 4.8% 的增速，主要受对美出口降幅收窄影响。上半年，我国出口累计同比增长 5.9%，在外部贸易环境严峻的大背景下依旧维持较高增速，表现出较强韧性。

政府债券融资支撑社融，信贷仍有待改善。6 月，新增社融 4.2 万亿元，预期 3.71 万亿元，同比多增 9000 亿元。上半年新增社融 22.8 万亿元，同比多增 4.7 万亿元，其中，新增政府债券融资 7.7 万亿元，同比多增 4.3 万亿元。政府债券融资高增的同时，信贷及民间融资偏弱，信贷以及民间融资仍有待改善。信贷余额同比增速从 2025 年 1 月的 7.5% 下降至 6 月的 7.1%。

展望下半年，经济下行压力或再次增加，增量政策需早出快出、应出尽出，巩固和增强经济回升向好态势。一是出口存在较大不确定性，二是房地产市场修复放缓，三是要避免消费透支、补贴效应递减，四是物价有待提振。

● 风险提示：增量政策或低于预期；房地产市场有待进一步提振；中美关税谈判存在较大不确定性。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

相关报告

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》2025-06-17

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》2025-04-18

《经济数据“开门红”的动力来自哪》2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、工业、服务业生产扩张较快，二季度 GDP 同比增长 5.2%.....	3
2、“两重”“两新”续力，投资有望再次加速.....	5
3、房地产市场再次降温.....	6
4、以旧换新支持下消费平稳.....	8
5、对美出口修复，带动整体出口增速上行.....	10
6、政府债券融资支撑社融，信贷仍有待改善.....	12
7、下半年经济压力或增加，增量政策需早出快出、应出尽出.....	13

图表目录

图 1：6 月经济平稳增长.....	3
图 2：二季度 GDP 增速基本符合预期.....	4
图 3：名义 GDP 增速低于实际增速.....	4
图 4：二季度出口增速平稳，消费增速回升.....	4
图 5：工业、服务业生产较快扩张.....	4
图 6：上半年净出口拉动 GDP 同比增长 1.7%.....	5
图 7：产能利用率下降.....	5
图 8：全口径基建投资增速高于窄口径基建.....	6
图 9：电力等公用事业投资增速较高.....	6
图 10：制造业投资增速下滑.....	6
图 11：设备工器具购置投资增速较高.....	6
图 12：房地产销售累计同比持续回落.....	7
图 13：6 月，一线城市商品房价格加速回落.....	7
图 14：6 月，二手房价格环比降幅扩大.....	7
图 15：7 月，30 大中城市商品房销售面积季节性回落（套）.....	8
图 16：6 月，深圳二手住宅成交维持相对景气（套）.....	8
图 17：6 月，成都二手住宅成交维持相对景气（套）.....	8
图 18：6 月份，社会消费品零售总额当月同比增速回落.....	9
图 19：6 月份，餐饮、烟酒类消费增速显著回落.....	10
图 20：6 月，出口增速小幅反弹.....	11
图 21：6 月，中国对美出口降幅大幅收窄.....	11
图 22：6 月，美国密歇根大学消费信心指数显著回升.....	11
图 23：6 月，美国 PMI 回升.....	11
图 24：上半年累计贸易顺差创历史同期新高.....	11
图 25：各月贸易顺差高于历史同期值.....	11
图 26：信用脉冲持续上升.....	12
图 27：政府融资持续支持经济.....	12
图 28：社融、M2 同比增速回升.....	13
图 29：信贷有待进一步增强.....	13
图 30：居民和企业信贷分化.....	13
图 31：政府和民间融资分化.....	13

年初以来，美国先是以芬太尼问题为由对我国商品加征 20%的关税，4 月又加征所谓“对等关税”，我国经济外部风险加大。我国顶住压力、迎难而上，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，经济体现出较强韧性，一、二季度实际 GDP 同比增速分别为 5.4%、5.2%，上半年实际 GDP 同比增长 5.3%，全年实现经济增长目标压力减轻。展望下半年，经济仍有改善空间，比如：出口存在较大不确定性、房地产市场修复放缓、要避免消费透支、价格有待提振，增量政策需早出快出、应出尽出，巩固和增强经济回升向好态势。

图1： 6 月经济平稳增长

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/6月预期值	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	● 5.17	5.2	--	--	5.4	--	--	5.4	--	--	4.6
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	● 5.6	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7	3.0	4.8	3.2
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	● 3.7	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2	3.3	3.4	3.4
		——房地产	● -11.1	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1
		——采矿业	--	3.4	5.8	6.3	5.6	4.7	0.0	10.5	10.3	13.2	13.2
		——制造业	● 8.4	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2	9.3	9.3	9.2
		——基建	● 8.8	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2	9.4	9.4	9.3
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	0.0	-12.9	-14.3	-15.8	-17.1
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	0.0	-23.0	-23.0	-22.6	-22.2
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-6.1	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5	-8.9	-9.0
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	0.0	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	0.0	-8.7	-7.8	-7.4	-6.9
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	● 0.2	1.1	-3.4	-0.3	-4.4	1.5	-16.4	0.9	-3.9	-2.3	0.2
		出口: 当月同比(%)	● 3.2	5.8	4.8	8.1	12.3	-3.0	6.0	10.7	6.6	12.7	2.3
		贸易差额(亿美元)	● 1,111.8	1147.7	1032.2	962.4	1024.1	316.0	1384.3	1050.6	970.2	955.5	817.1
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	● 5.5	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2	5.4	5.3	5.4
	景气度	PMI(%)	● 49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8
	就业	失业率(%)	--	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1
	价格	CPI(%)	● -0.03	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40
		PPI(%)	● -3.21	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80
金融信贷	信贷融资	人民币贷款: 新增 (亿元)	● 18,447.3	22400	6200	2800	36400	10100	51300	9900	5800	5000	15900
		人民币贷款余额: 同比 (%)	● 7.0	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8.0	8.1
		社融存量: 同比 (%)	● 8.8	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0
	货币供应	M2: 同比(%)	● 8.1	8.3	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1、 工业、服务业生产扩张较快，二季度 GDP 同比增长 5.2%

二季度，实际 GDP 同比增速 5.2%，符合预期。其中，第二产业增加值同比增长 4.8%，第三产业增加值同比增长 5.7%。第二产业生产同比增速 4.8%，低于工业生产同比增速 6.2%（月均值），主要是因为第二产业还包括建筑业，建筑业同比下降 0.6%，拖累了第二产业。第三产业增加值同比增速 5.7%，低于服务业生产指数同比增速 6.1%（月均值）。其原因是，服务业生产指数主要反映市场性服务业的产出变化，不包含非市场性服务活动，例如政府提供的教育、医疗、公共管理等服务，而第三产业增加值核算包括政府服务。

二季度，工业生产同比增长 6.2%（月均值），6 月增长 6.8%，增速高于 5 月的 5.8%。主要原因有两方面：

一方面，出口韧性较强。上半年净出口拉动 GDP 同比增长 1.7%，拉动率高于 2024 年的 1.5%。4 月，美国对等关税落地，中国商品“抢出口”“抢转口”，当月出口同比增长 8.1%；5 月中美达成阶段性关税协议，加上美国补库需求，出口同比增速 5 月小幅下降至 4.8%后，6 月又上升至 5.8%。从出口交货值来看，4

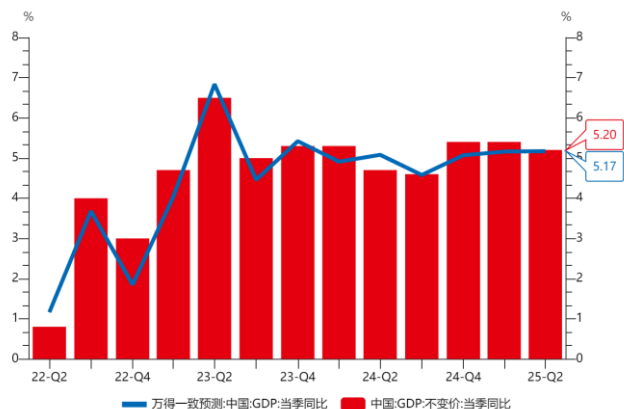
月、5月出口企业信心不足，以去库存为主，出口交货值同比增速只有0.9%、0.6%，对生产的拉动较弱，但6月企业信心有所改善，出口交货值同比增速上升至4%。

另一方面，“两重”“两新”支持下，内需改善。财政、货币政策继续协同发力，持续加大对“两重”“两新”的支持。上半年，新增政府债券融资7.7万亿元，同比多增4.3万亿元。6月末，M2、社融余额同比增速分别上升至8.3%、8.9%。在此拉动下，上半年消费累计同比增长5%，高于一季度的4.6%；全口径基建、制造业投资同比增速分别维持在8.9%、7.5%的较高水平。

二季度，服务业生产指数同比增速6.1%（月均值），比一季度上升0.3个百分点。受政策支持以及工业生产的溢出效应影响，6月份，全国服务业生产指数同比增长6.0%，增速较高。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，批发和零售业生产指数分别增长11.6%、8.4%、7.3%、6.9%。

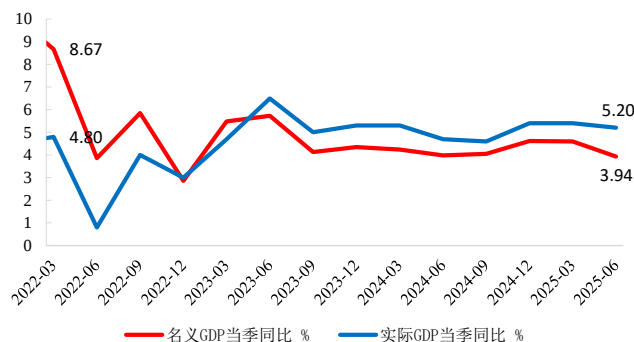
与此同时，也要看到名义GDP增速仍低于实际增速，GDP平减指数同比增速创下2009年四季度以来新低。二季度名义GDP增速3.9%，GDP平减指数同比下降1.3%，降幅较一季度扩大0.5个百分点，自2023年二季度以来，连续9个季度负增长。GDP平减指数同比增速创下2009年四季度以来新低。二季度末工业产能利用率进一步下降至74%，处于低位，物价压力仍非常大。

图2： 二季度 GDP 增速基本符合预期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 名义 GDP 增速低于实际增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 二季度出口增速平稳，消费增速回升

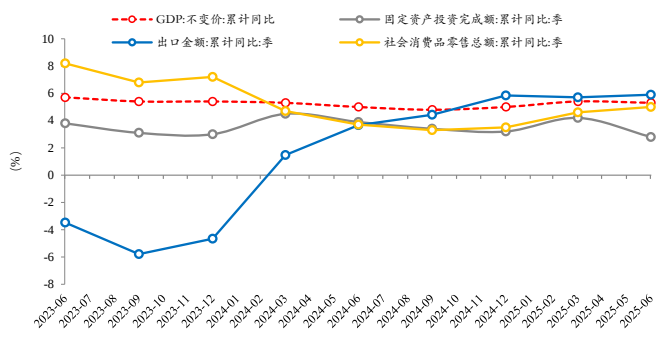
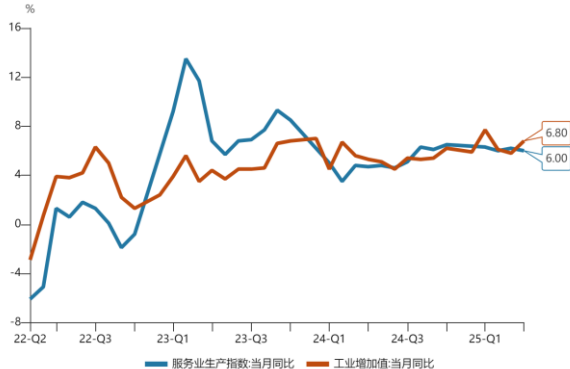


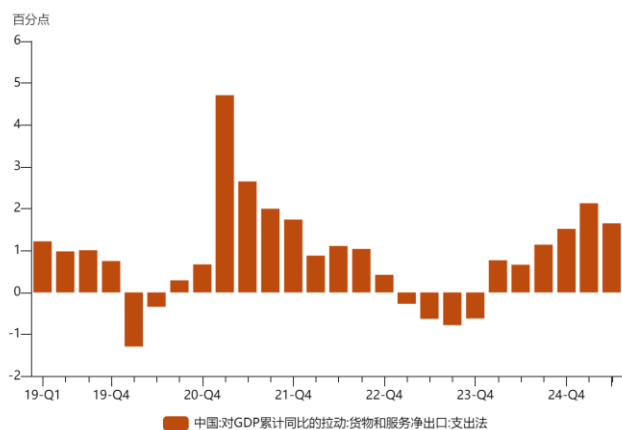
图5： 工业、服务业生产较快扩张



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6：上半年净出口拉动 GDP 同比增长 1.7%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7：产能利用率下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

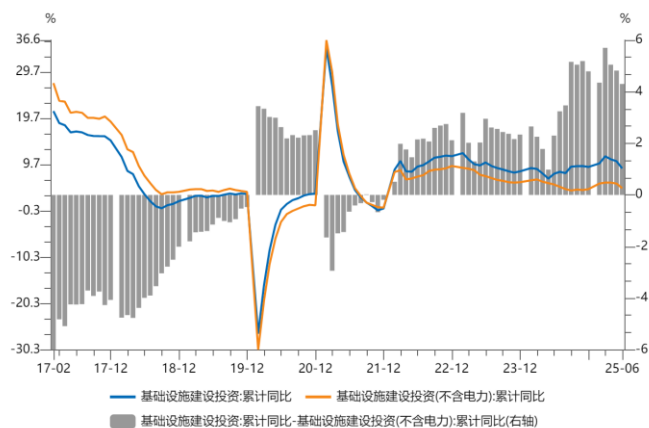
2、“两重”“两新”续力，投资有望再次加速

上半年，“两重”“两新”提前发力、持续发力，有效稳定了需求，是 GDP 实现 5.3% 增速的重要原因。不过，6 月受“两重”“两新”项目、资金下发节奏以及房地产市场拖累的影响，投资增速有所下滑，固定资产投资累计同比增速从 3.7% 下降至 2.8%。未来随着“两重”“两新”项目及资金再次下发，投资有望再次加速。

2025 年安排了 8000 亿元资金支持“两重”项目，比 2024 年多 1000 亿元，并于 6 月底前下达完毕全部“两重”建设项目清单。受项目及资金节奏影响，6 月基建投资增速仍维持在较高水平，但有所下滑。上半年，全口径、窄口径（不含电力等）基建投资累计同比增速分别为 8.9%、4.6%，其中 6 月当月增速分别为 5.3%、2%，低于 5 月的 9.3%、5.1%。随着“两重”项目全部下发，沥青开工率等高频数据快速上升，基建投资同比增速有望再次回升。

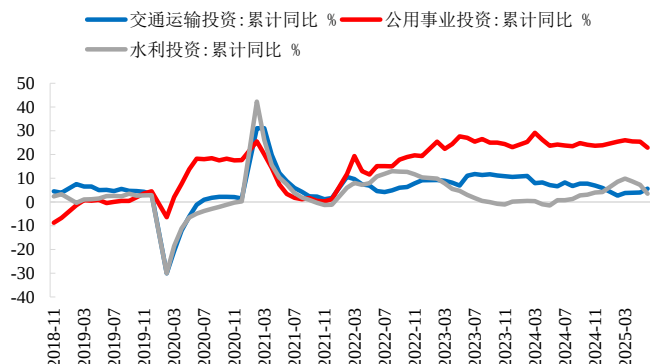
2025 年安排超长期特别国债 2000 亿元用于支持设备更新，截至 6 月，第 1 批约 1730 亿元资金，已按照“地方审核、国家复核”的原则，安排到 16 个领域约 7500 个项目，第 2 批资金正在同步开展项目审核筛选。上半年，制造业投资累计同比增速 7.5%，虽然增速仍较高，但已连续三个月下滑。设备更新支持下，设备工器具购置投资累计同比增速 17.3%，维持在较高增速，但是当前产能利用率较低，前 5 月工业企业利润累计同比下降 1.1%，加上对外贸易不确定性加大，企业投资意愿下降，厂房建设下滑，建筑安装工程投资累计同比增速仅有 0.1%，较前值下降 1.1 个百分点。用于衡量政策效应的设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速之差从 2024 年全年的 12.2% 上升至 17.2%。

图8：全口径基建投资增速高于窄口径基建



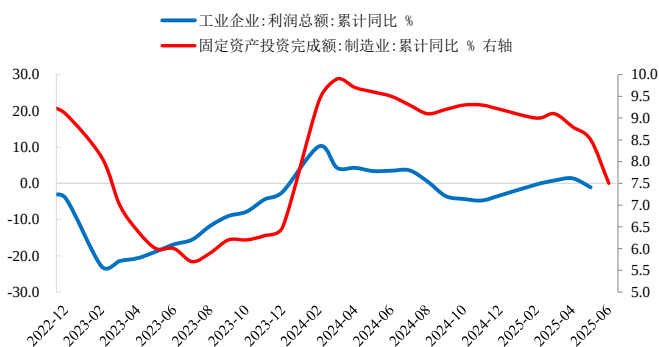
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9：电力等公用事业投资增速较高



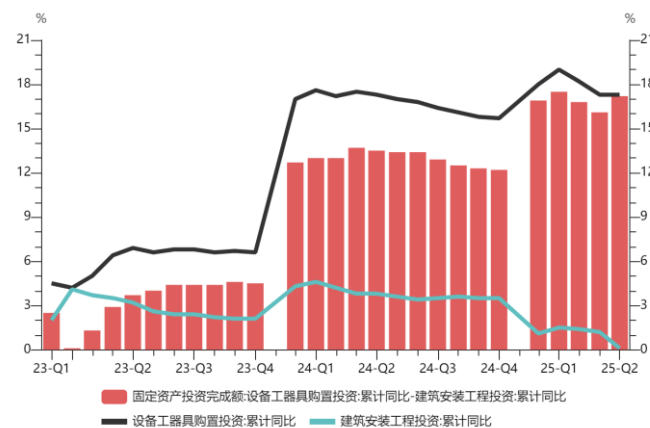
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：制造业投资增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：设备工器具购置投资增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、房地产市场再次降温

自2024年9月一揽子增量政策推出以来，房地产市场持续转暖，特别是一季度，重点城市二手房成交十分活跃，显著高于上年同期水平。但是5月以来，房地产市场再次降温。7月高频数据显示，房地产销售偏弱的态势或仍将延续。重点关注7月末中央政治局会议对房地产政策的定调情况，看是否会有增量政策出台。

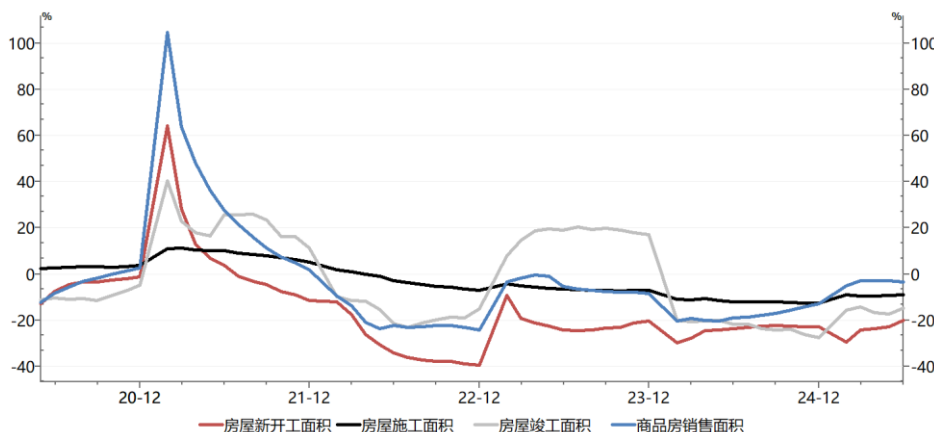
房地产投资同比降幅扩大。上半年，房地产投资累计同比下降11.2%，降幅较前5月扩大0.5个百分点，连续4个月降幅扩大。房地产新开工面积同比下降20%，降幅较前5月收窄2.8个百分点，连续4个月降幅收窄。房屋竣工面积累计同比回落14.8%，降幅较前5月收窄0.5个百分点。

商品房销售面积累计同比降幅走扩。上半年，商品房销售面积同比累计下滑3.5%，降幅较前5月扩大0.6个百分点，连续2个月降幅扩大。2025年2月份以来，房地产销售累计同比降幅持续走扩，2024年以来的房地产政策效果已经减弱，导致房地产销售热度也出现回落。

住宅价格持续转弱。6月份,70大中城市二手房价格指数整体环比回落0.6%,降幅较上月扩大0.1个百分点。其中,一线城市二手房价格环比回落0.7%,降幅与上月持平。二线和三线城市二手房价格均环比回落0.6%,降幅均较上月扩大0.1个百分点。

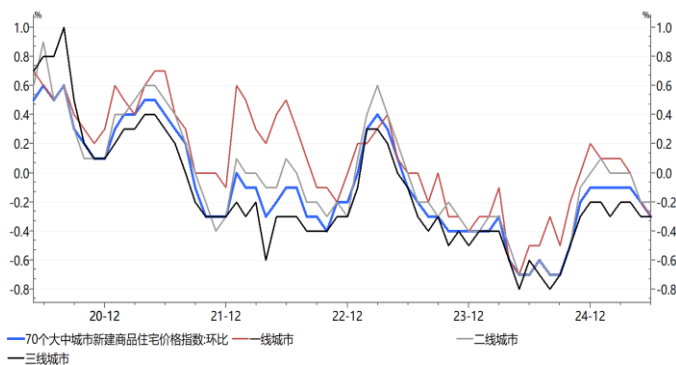
从新房价格看,一线城市价格加速回落。6月份,70个大中城市中,一线城市新房价格较上月回落0.3%,环比降幅较上月扩大0.1个百分点,价格连续两个月回落。二线城市新房价格较上月回落0.2%,环比降幅与上月持平。三线城市新房价格环比回落0.3%,环比降幅与上月持平。

图12: 房地产销售累计同比持续回落



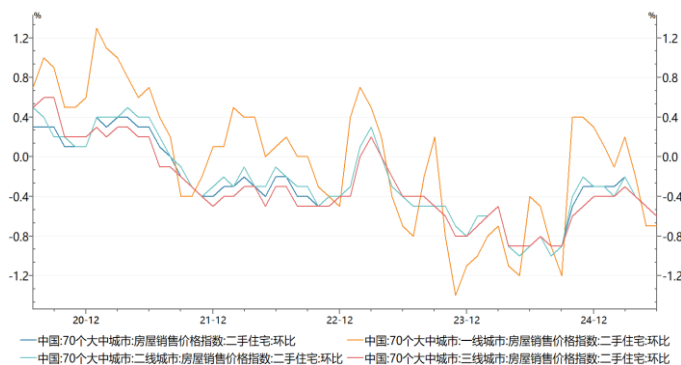
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图13: 6月, 一线城市商品房价格加速回落



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图14: 6月, 二手房价格环比降幅扩大

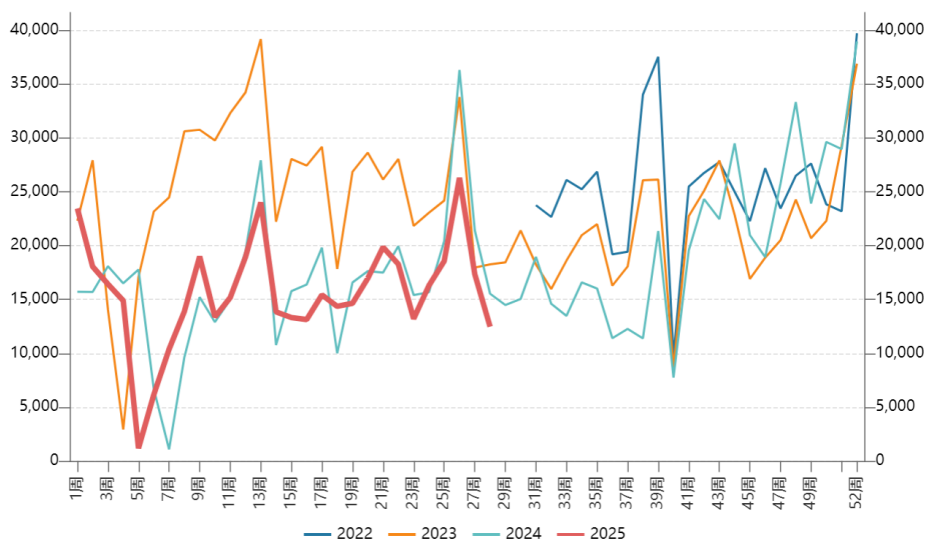


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

从高频数据看,7月房地产销售季节性回落,动能或弱于6月份。就商品房而言,7月前两周,30大中城市商品房销售持续回落,同比弱于2024年同期水平,且有逐步回落的态势。

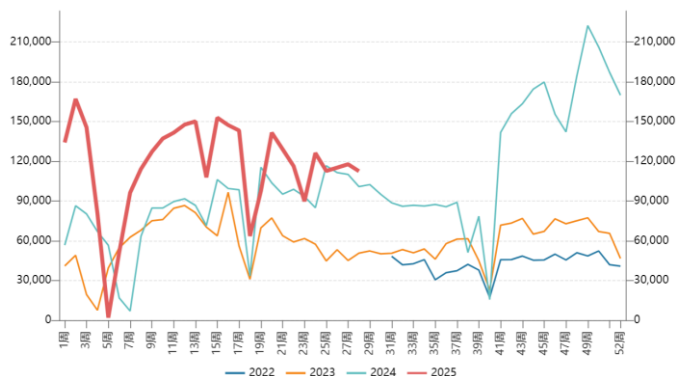
二手房成交整体偏弱。进入7月,二手房市场表现也整体走弱。重点一、二线城市如北京、上海、杭州等,二手房成交持续回落,同比弱于2024年同期。只有深圳、成都二手房成交表现相对较好,好于2024年同期。

图15： 7月，30大中城市商品房销售面积季节性回落（套）



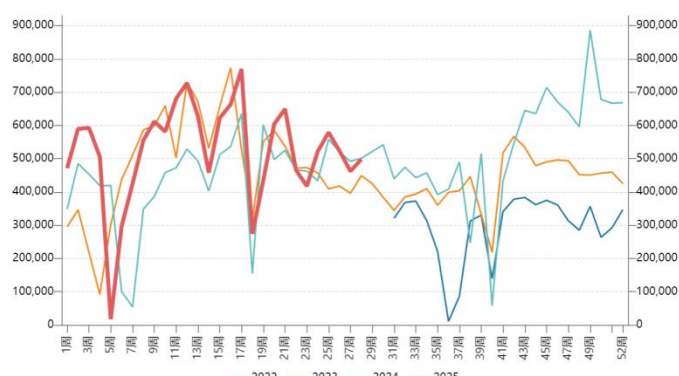
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图16： 6月，深圳二手住宅成交维持相对景气（套）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 6月，成都二手住宅成交维持相对景气（套）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、以旧换新支持下消费平稳

6月份，社会消费品零售总额同比增长4.8%，增速弱于5.6%的市场预期，较上月回落1.6个百分点。从环比看，6月份社会消费品零售总额季调环比下滑0.16%，为2024年5月以来，首次环比负增长。

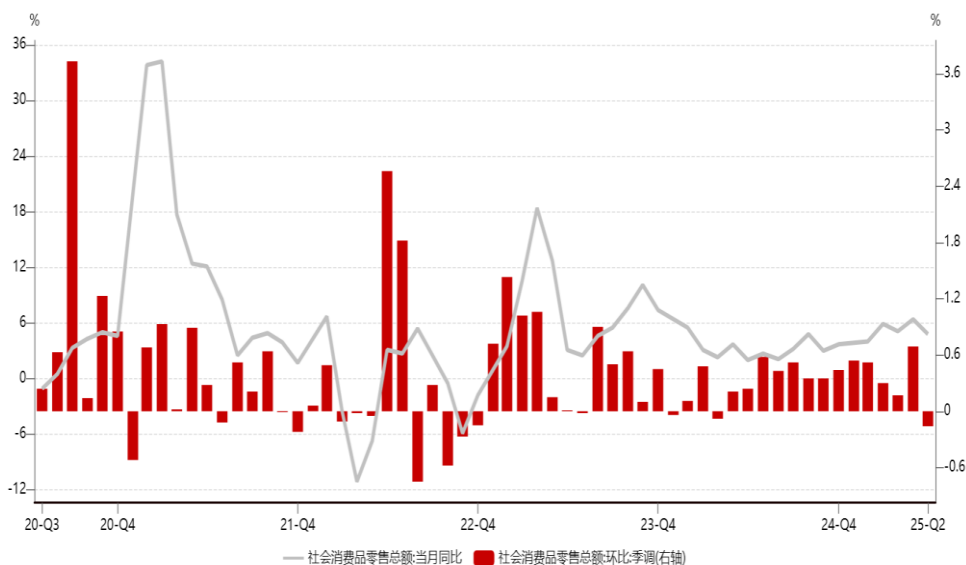
那应如何看待6月份消费增速的骤降呢？一方面，我们此前分析过，5月份消费大幅超预期，主要是受以旧换新补贴刺激的拉动。而进入6月份，多地宣布由于上半年补贴资金用完，部分“国补”已经暂停或调整。新一批国家补贴于7月起陆续投放。这意味着6月份补贴或存在一定空档期，导致政策支持力度有所减弱。可以看到，重点补贴品类的消费均有所降温，如2025年6月份，家用电器和音像器材类消费同比增长32.4%，增速较上月回落20.6个百分点。通讯器材类消费同比增长13.9%，增速较上月回落19.1个百分点。

另一方面，2025年“618”的活动时间大幅提前，京东、淘宝5月13日就开启了抢先购预售阶段。虽然活动整体覆盖到6月20日，但核心促销时段集中在5月下旬至6月初，6月主要进行收尾促销。这也导致5月份或透支了部分消费，从而使6月份消费动能不足。可以看到，部分“618”热销的品类的消费也有所回落，比如2025年6月份，化妆品类消费同比下滑2.3%，增速较上月回落6.7个百分点。服装鞋帽纺织品类消费同比增长1.9%，增速较上月回落2.1个百分点。

此外，深入贯彻中央八项规定精神学习教育自2025年全国两会后至7月在全党开展。从相关会议密集程度看，4、5月份是启动部署阶段，6月进入中央八项规定精神学习教育的集中深化阶段，各地各部门密集召开部署会、调度会和警示教育会。比如5月28日，财政部召开深入贯彻中央八项规定精神学习教育工作座谈会；6月12日，国务院国资委党委召开国资央企集中整治违规吃喝推进会等。这一定程度上影响了餐饮消费以及烟酒消费。可以看到，2025年6月份，餐饮收入同比增长0.9%，增速较上月回落5个百分点；烟酒类消费同比下滑0.7%，增速较上月回落11.9个百分点。

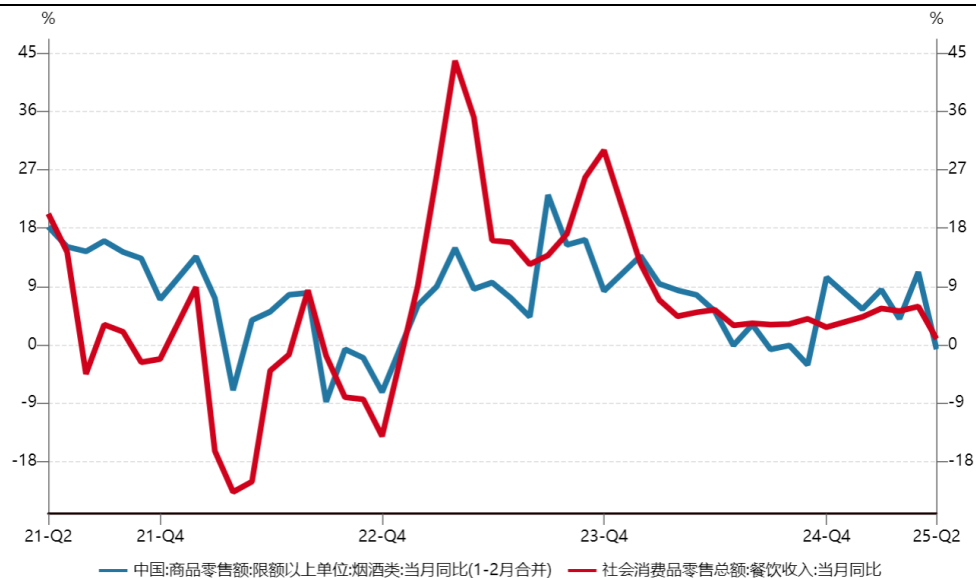
因此，实际上消费增速既不像5月那么高，也不像6月那么低。“618”提前启动，对5月消费拉动明显强于6月。加上，6月一些地区补贴存在空档期，消费增速回落幅度较大。5-6月消费同比增速均值为5.6%，仍处于较高水平。对于6月份的消费数据的回落不必过分紧张，其主要受短期因素叠加拖累。7月新一批“以旧换新”资金陆续到位，以及“618”促销等影响逐步消退，消费仍将稳步增长。

图18：6月份，社会消费品零售总额当月同比增速回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 6 月份，餐饮、烟酒类消费增速显著回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

5、对美出口修复，带动整体出口增速上行

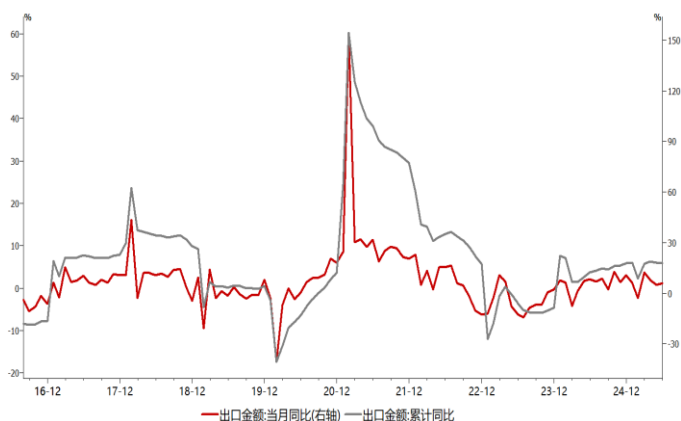
6 月份，中国出口金额 3251.8 亿美元，较 5 月份大幅提升，同比增长 5.8%，增速强于 3.2% 的市场预期，以及上月同比 4.8% 的增速。上半年，我国出口累计同比增长 5.9%，在外部贸易环境严峻的大背景下依旧维持较高增速，表现出较强韧性。上半年贸易顺差 5860 亿美元，同比增长 34.6%，并创下历史同期新高。

6 月份中国出口增速回升，表现超预期，主要受对美出口降幅收窄拉动。6 月份，中国对美国出口比下滑 16.1%，降幅较 5 月份收窄 18.4 个百分点。中国对其他国家和地区出口增速则相对平稳，如对东盟、日本、欧盟出口同比增速分别为 16.8%、6.6%、7.6%，较 5 月变动分别为 2、0.5 和 -4.4 个百分点。

那么为什么 6 月份中国对美出口有较大修复呢？一是在中美日内瓦会谈取得标志性进展后，中美又于 6 月上旬在伦敦进行新一轮经贸会谈，达成伦敦框架，并抓紧落实有关成果，稳定了两国经贸关系，有效提振了贸易商预期。二是 6 月受中美关税摩擦缓和等因素影响，美国经济及预期有所转好。如 6 月份，美国 ISM 制造业 PMI 录得 49%，较 5 月份显著回升。美国密歇根大学消费者信心指数录得 60.7%，也较 5 月份显著回升。三是 4、5 月份，中国对美出口增速大幅下行，降幅达 21% 和 34.5%，未来中美关税仍有不确定性，贸易商也有一定补库存的意愿。

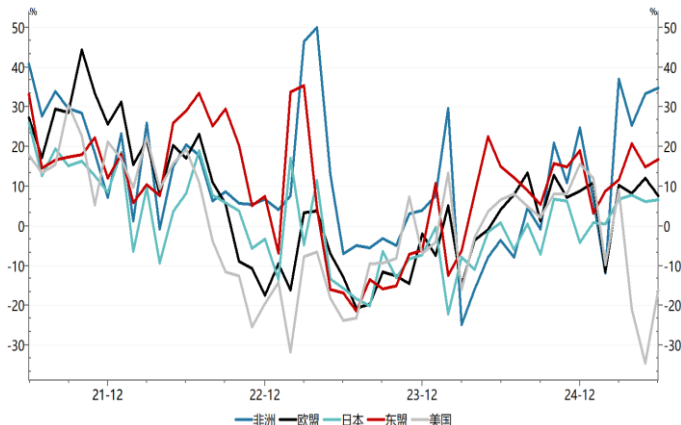
此外，3 月以来中国对非洲出口高速增长，成为维持出口相对平稳的有力支撑。3-6 月份，中国对非洲出口平均增速超 30%，6 月单月出口增速达 34.8%。在东盟等地区加大转口贸易管控情况下，不排除非洲成为中国转口贸易新的中转地。

图20： 6月，出口增速小幅反弹



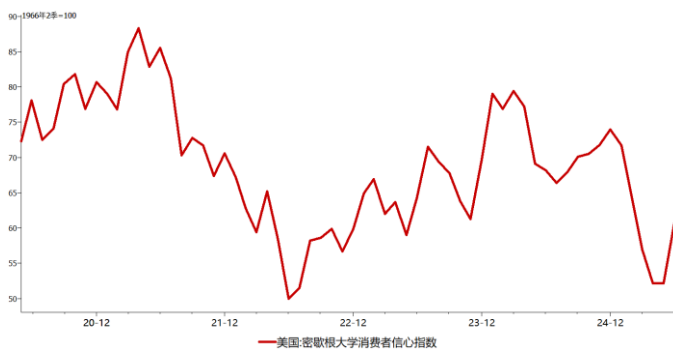
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图21： 6月，中国对美出口降幅大幅收窄



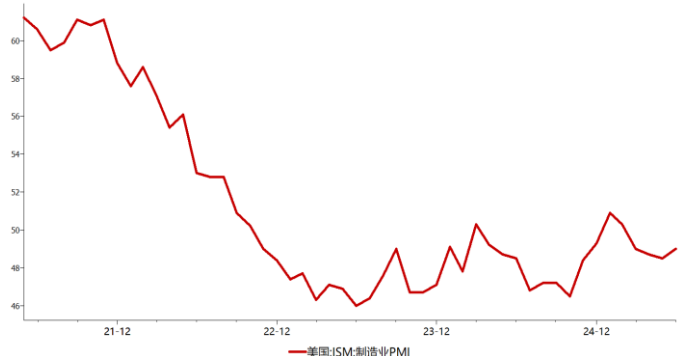
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图22： 6月，美国密歇根大学消费信心指数显著回升



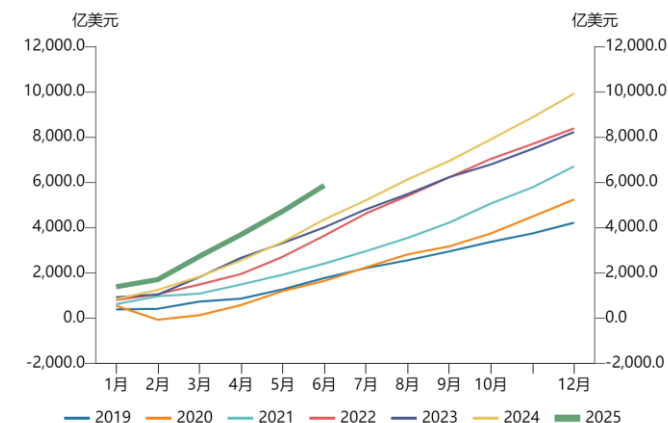
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图23： 6月，美国PMI回升



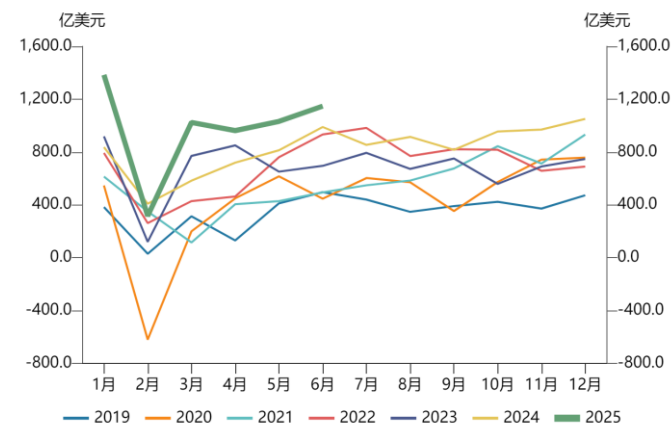
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图24： 上半年累计贸易顺差创历史同期新高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： 各月贸易顺差高于历史同期值



资料来源：Wind，诚通证券研究所

6、政府债券融资支撑社融，信贷仍有待改善

6月，新增社融4.2万亿元，预期3.71万亿元，同比多增9000亿元。其中，新增政府债券融资1.35万亿元，同比多增5072亿元，仍然是社融同比多增的主要驱动力量。上半年新增社融22.8万亿元，同比多增4.7万亿元，其中，新增政府债券融资7.7万亿元，同比多增4.3万亿元。当然，其中地方政府特殊再融资专项债净融资1.7万亿元，同比多增1.6万亿元。地方债置换不影响社融整体只影响结构，政府融资多增的同时，信贷等企业债务少增。

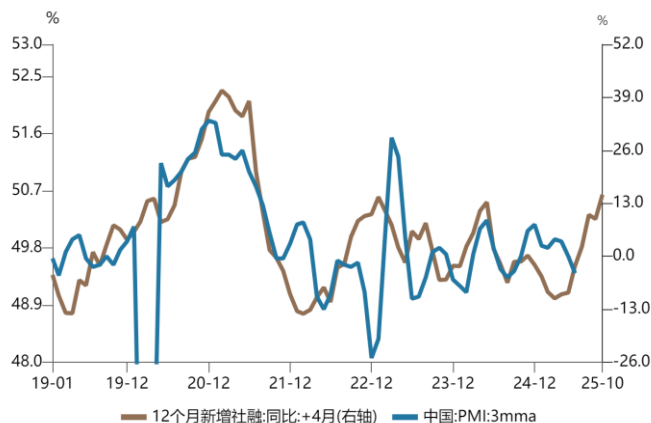
整体上看，政府债券融资高增的同时，信贷及民间融资偏弱，信贷以及民间融资仍有待改善。前期受地方债置换贷款、经济主体信心仍待提振等原因影响，信贷持续低于预期，信贷余额同比增速从2025年1月的7.5%下降至6月的7.1%。3月以来，12个月政府债券融资同比增速维持在50%以上，而民间融资（12个月信贷和企业债券融资）同比仍为负增长。

6月，新增人民币贷款2.24万亿元，预期1.84万亿元，上年同期2.13万亿元。信贷有所恢复的原因：一是国有大型商业银行补充资本金后，贷款能力增强，但仍以增加短期贷款为主。二是由于地方债置换等原因，信贷增长较慢，为了完成业务目标，存在利用短期贷款季末冲量可能。6月新增企业短期贷款1.16万亿元，同比多增4900亿元，而新增企业中长期贷款1万亿元，和上年同期差不多，并不是很强。

受政府融资拉动，社融增速从2025年1月的8%上升至6月的8.9%，同时M2同比增速从7%上升至8.3%。“两重”“两新”效果显著，经济活跃度上升，加上人民币升值企业结汇意愿增强，M1同比增速从2025年1月的0.4%上升至6月的4.6%。

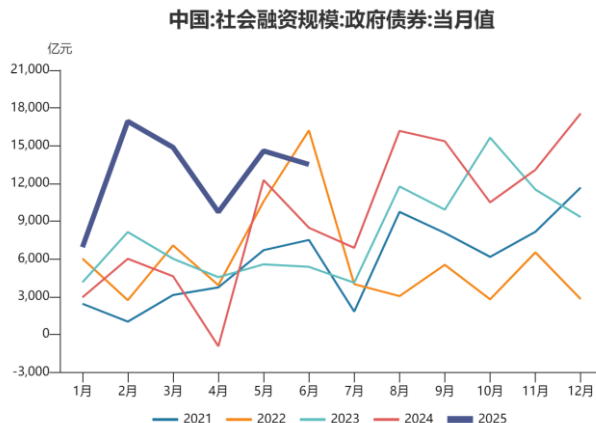
不过，政府债券融资同比多增的空间减小。2025年新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元。根据Wind数据，上半年，用于地方债置换的特殊再融资债券净融资1.7万亿元，同比多融资1.6万亿元，剔除这部分，政府债券净融资同比多增2.7万亿元，政府债券同比多增的空间减小，社融增速存在回落风险。

图26：信用脉冲持续上升



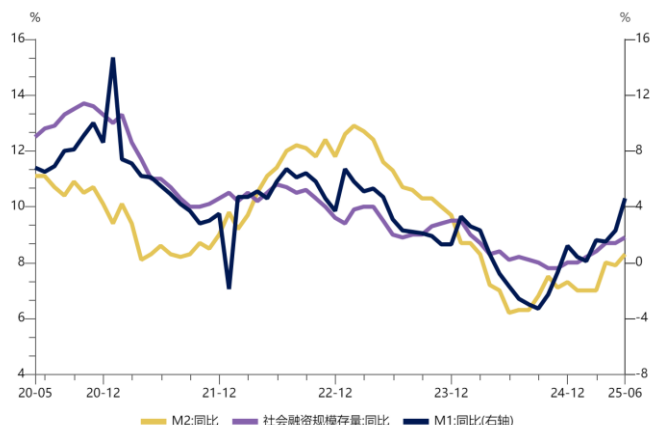
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图27：政府融资持续支持经济



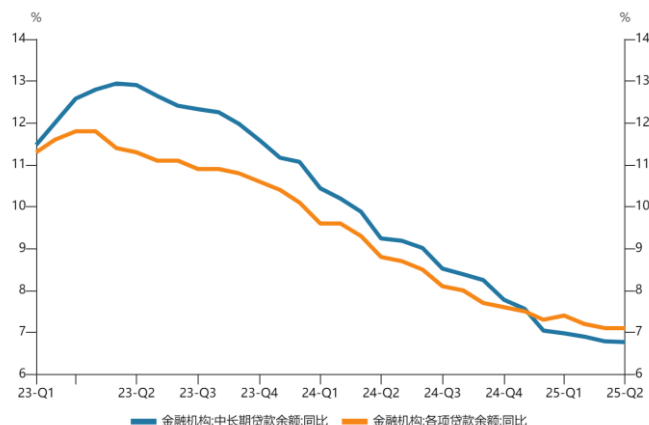
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图28：社融、M2 同比增速回升



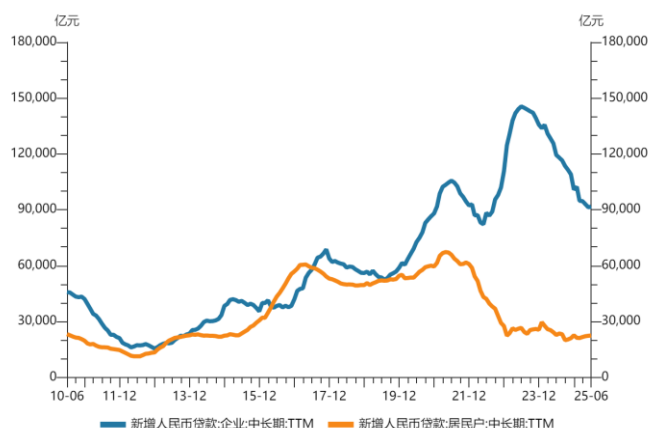
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图29：信贷有待进一步增强



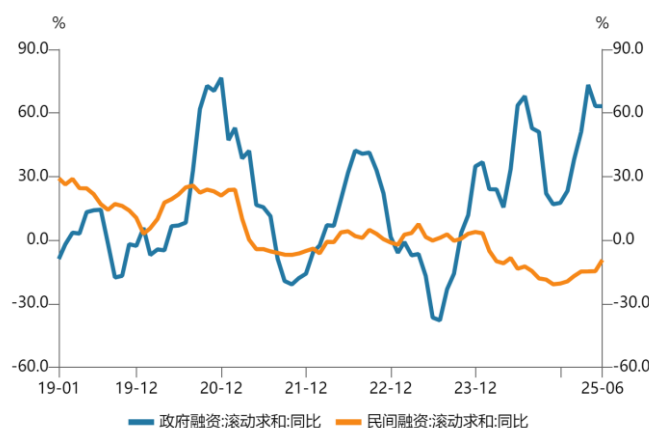
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图30：居民和企业信贷分化



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图31：政府和民间融资分化



资料来源：Wind，诚通证券研究所

7、下半年经济压力或增加，增量政策需早出快出、应出尽出

一、二季度 GDP 同比增速分别为 5.4%、5.2%，上半年 GDP 同比增长 5.3%，全年完成经济目标的压力减轻。展望下半年，经济压力或再次增加，市场预期 GDP 同比增速三季度下降至 4.9%，四季度进一步下降至 4.6%。增量政策需早出快出、应出尽出，巩固和增强经济回升向好态势。

一是出口存在较大不确定性。上半年出口同比增速 5.9%，下半年存在回落风险。中美经贸谈判存在较大不确定性，如果美国和其他国家关税谈判顺利，美国零售商补库存完成，下半年美国可能恢复对中国商品暂停的 24% 关税，总关税率达到 74% 左右，并加大对中国转出口的限制，届时中国出口风险将增加。

二是房地产市场修复放缓。上半年房地产投资累计同比下降 11.2%，降幅连续 4 个月扩大。商品房销售面积同比累计下滑 3.5%，降幅连续 2 个月扩大。同时，房地产价格持续下降，尚未有止跌回稳迹象。这表明，2024 年以来的房地产政策效果已经减弱，房地产市场需要新增政策来进一步提振。

三是要避免消费透支、补贴效应递减。影响消费的根本原因是居民收入以及收入预期，历史上的消费刺激政策并没有扭转消费和经济增速的趋势。当前的消费持续修复，在一定程度上是以旧换新等补贴政策刺激的结果。居民就业和收入预期仍较弱，居民汽车、家电等耐用品消费的增加，可能透支未来需求。汽车特别是新能源汽车补贴、购置税减免已经持续多年，后续如果补贴退坡，汽车销售压力可能增加。

四是物价有待提振。二季度名义 GDP 增速 3.9%，GDP 平减指数同比下降 1.3%，降幅较一季度扩大 0.5 个百分点，连续 9 个季度负增长。二季度末工业产能利用率进一步下降至 74%，非金属矿物制品业、汽车制造业等行业产能利用率较低，物价压力仍非常大。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020