

出口支撑生产，投资和消费偏弱

——2025年6月经济数据点评

点评

- **上半年经济稳中向好，期待后续政策加力巩固。**按不变价计算，2025年二季度国内GDP同比增长5.2%，超过市场预期的5.07%，但较一季度回落0.2个百分点。2025年上半年GDP同比增长5.3%，高于全年5%目标。分产业看，二季度第一、二、三产业分别同比增长3.8%、4.8%和5.7%，第二产业GDP增速较今年一季度下滑1.1个百分点，第一、三产业增速分别升高0.3、0.4个百分点。今年上半年经济实现稳中向好的增长态势，二季度经济超预期增长，一是得益于外需韧性支撑出口链，尤其对东南亚、非洲等新兴市场出口加快，有效对冲对美出口下滑压力；二是“以旧换新”等消费政策显效，推动内需消费改善；三是财政前置发力，专项债发行进度加快，对国内投资起到支撑作用。根据中美日内瓦经贸会谈联合声明，到今年8月12日，美国对华24%的关税豁免将到期，美国关税仍有扰动风险。此外，上半年美国“抢进口”或对年内进口需求有所透支，下半年我国出口压力或边际增大，因此仍需扩内需政策下半年继续加力。
- **居民收入增速回落，就业总体保持平稳。**从收入来看，2025年上半年，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.3%，较一季度增速回落0.2个百分点，扣除价格因素实际增长5.4%，较一季度回落0.2个百分点。分城乡看，城镇居民人均可支配收入同比名义增长4.7%，实际增长4.7%；农村居民人均可支配收入同比名义增长5.9%，实际增长6.2%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长5.7%、5.3%、2.5%、5.6%，其中经营净收入增速回落幅度较大，较一季度下滑0.4个百分点。从消费支出看，2025年1-6月，全国居民人均消费支出比上年名义增长5.2%，实际增长5.3%，名义和实际增速都较一季度持平，其中教育文娱、交通和通信、生活用品及服务消费同比增速下滑较多，而衣着、居住、食品烟酒等消费增速小幅回升。就业方面，上半年，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比一季度下降0.1个百分点，6月，全国城镇调查失业率为5%，持平于5月以及2024年同期。总的来看，上半年国内就业形势保持稳定，居民收入增速小幅走低但仍跑赢GDP增长，“就业-收入-消费”的链条逐步畅通。
- **“抢出口”趋势延续，工业增加值增速小幅走高。**2025年1-6月，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%，较1-5月增速升高0.1个百分点，高于市场预期，6月单月工业增加值同比增长6.8%，高于5月增速1个百分点。其中，三大门类增加值增速分化，6月采矿业、制造业增加值同比增速分别较5月上升0.4和1.2个百分点至6.1%和7.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速走低0.4个百分点至1.8%。分行业看，6月专用设备、纺织、化学原料和化学制品、通用设备等制造业增加值同比增速上升较多，而铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比增速下滑最多；分产品看，智能手机、金属切削机床、服务机器人等产量增速提升较多，原油加工量、水力和太阳能发电量增速也走高较多，而发电机组、新能源汽车等产量增速下滑居前。需求方面，6月份，规模以上工业企业产品销售率为94.3%，同比下降0.3个百分点，其中出口交货值增速较5月份边际回升3.4个百分点，随着中

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳定币的演进推演——主体、信贷及资产价格的影响解析 (2025-07-11)
2. 稳就业新政出台，美国关税隐忧再现 (2025-07-11)
3. 菜价推升食品CPI，油价拖累阶段性减弱——6月通胀数据点评 (2025-07-10)
4. “反内卷”信号释放，美国非农又超预期 (2025-07-04)
5. 景气继续改善的背后——6月PMI数据点评 (2025-07-01)
6. 金融助力消费复苏，美联储重申观望立场 (2025-06-29)
7. 金融政策蓄势待发，鲍威尔发言有点鹰 (2025-06-22)
8. 消费增速超预期回升，投资增速边际走低——2025年5月经济数据点评 (2025-06-18)
9. 居民中长贷转正，直接融资拉动社融扩张——5月社融数据点评 (2025-06-16)
10. “H+A”新程开启，中美经贸磋商达成原则一致 (2025-06-13)

美贸易摩擦阶段性缓和，6月出口回升带动工业生产。另外，高技术制造业也实现较快增长，上半年，规模以上高技术制造业增加值同比增长 9.5%，对全部规模以上工业增长的贡献率为 23.3%。后续若美国“抢进口”放缓，我国出口或边际走弱，但在国内扩内需政策助力下，工业生产仍有望保持平稳增长。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

- **水利投资拖累基建投资，后续增速有望回升。**2025 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 2.8%，比 1-5 月下滑 0.9 个百分点，为 2020 年 1-11 月以来最低增速水平，且连续三个月增速走低。分区域来看，东部、中部、西部和东北地区投资增速分别下滑 1.3、1.3、0.1 和 4.0 个百分点至 -0.8%、3.2%、4.8% 和 -1.9%。基建投资方面，1-6 月狭义投资累计同比增长 4.6%，较 1-5 月增速回落 1 个百分点；广义基建投资同比增长 8.9%，较 1-5 月增速回落 1.5 个百分点。其中公共设施管理业、水利管理业投资同比增速边际下滑，较 1-5 月分别走低 2.1、11.2 个百分点至 1.7%、15.4%，道路运输业、铁路运输业投资同比分别上升 1、1.9 个百分点至 0.6%、4.2%。6 月单月，狭义基建投资同比增长 2%，广义基建投资同比增长 5.3%，增速分别边际下滑 3.1、3.9 个百分点。基建投资边际下滑较多，主要因水利投资增速下滑，一方面或因去年同期极端天气推升基数，另一方面近期一批重大水利工程建设竣工。近日，国家发改委表示截至 6 月底，水利领域年度中央投资全部下达完毕，有望支撑下半年的基建投资。此外，下半年超长期特别国债和地方政府新增专项债将加快发行，6 月地方政府专项债净融资额超过 5000 亿元，且发改委表示将设立新型政策性金融工具用于解决项目建设资本金不足问题，后续基建投资增速有望提速。
- **地产投资、销售边际走弱，未来地产政策重心或在“存量”。**2025 年 1-6 月，全国房地产开发投资累计同比下降 11.2%，较 1-5 月降幅扩大 0.5 个百分点。供给端，房屋施工面积、新开工面积和竣工面积同比降幅均有所收敛，分别回升 0.1、2.8 和 2.5 个百分点至 -9.1%、-20% 和 -14.8%；销售端，商品房销售面积和销售额降幅分别扩大 0.6、1.7 个百分点至 -3.5% 和 -5.5%。6 月单月，房地产开发投资同比下降 12.9%，降幅扩大 0.9 个百分点，销售面积、销售额同比下降 5.5%、10.8%，降幅分别扩大 2.2 和 4.8 个百分点，房地产景气指数为 93.6，连续 3 个月小幅下降，维持在不景气区间，房地产热度延续边际降温。从价格端来看，6 月份，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅整体继续收窄。7 月 14 日至 15 日，中央城市工作会议指出，我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段，要加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造。后续楼市相关的政策重心或在存量提质增效方面，房地产市场或保持平稳。
- **制造业投资增速连续下行，“反内卷”迫切性增大。**2025 年 1-6 月，制造业投资累计同比增长 7.5%，较 1-5 月增速回落 1 个百分点，高于全国固定资产投资增速 4.7 个百分点。13 个主要行业中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、汽车制造业投资增速超 20%，仅电气机械及器材制造业、医药制造业、化学原料及化学制品制造业 3 个行业投资同比增速为负。其中，有色金属冶炼及压延加工业、医药制造业等投资增速放缓最多，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材等制造业投资增速回升。6 月单月，制造业投资同比增长 5.1%，增速边际放缓 2.7 个百分点。6 月份关税负面影响边际减弱，制造业 PMI 较 5 月回升 0.2 个百分点至 49.7%，但仍连续三个月位于收缩区间。当前美国关税政策仍是较大外部不确定因素，且制造业产能过剩、利润收缩对投资也有制约。7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议召开，会议明确要求“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，后续随着“反内卷”政策落地，制造业投资有望逐步改善。
- **社消增速边际走低，餐饮收入增速大幅回落。**2025 年 1-6 月，社会消费品零售总额同比增长 5%，与 1-5 月增速持平。6 月单月，社会消费品零售总额同

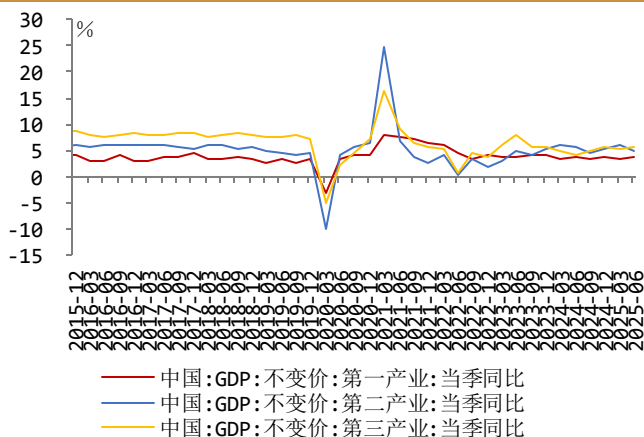
比增长 4.8%，边际增速回落 1.6 个百分点，其中餐饮收入增速下滑显著，回落 5 个百分点至 0.9%，商品零售增速也有所下滑，但相对保持稳健。餐饮收入增速的下滑可能与外卖大战、假期效应减弱等有关。从具体类别看，6 月份限额以上单位 16 个商品类别中，11 类同比保持正增长，与餐饮密切相关的食品、饮料、烟酒增速均边际下滑，饮料和烟酒类消费同比增速转负，由于今年 618 带动的消费有所前置，家用电器、通讯器材零售同比增速分别下滑 20.6 和 19.1 个百分点至 32.4%和 13.9%，金银珠宝、体育娱乐用品零售增速也分别走低 15.7 和 18.8 个百分点至 6.1%和 9.5%。然而，汽车、家具等零售同比增速分别回升 3.5、3.1 个百分点至 4.6%、28.7%，汽车销售回升或因政策刺激和车企优惠的双重刺激。6 月份消费增速的边际下滑，或反映出补贴政策的边际效用在逐渐减弱，以及居民收入预期仍有待提振。今年超长期特别国债资金支持力度为 3000 亿元，前 2 批共 1620 亿元资金已按计划分别于 1 月、4 月下达，7 月、10 月将下达今年第三、四批消费品以旧换新资金，继续助力国内消费需求。6 月 24 日，中国人民银行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，指出要支持居民就业增收，优化保险保障，后续金融有望继续加大消费需求培育力度。

- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外政策和经济超预期变化。



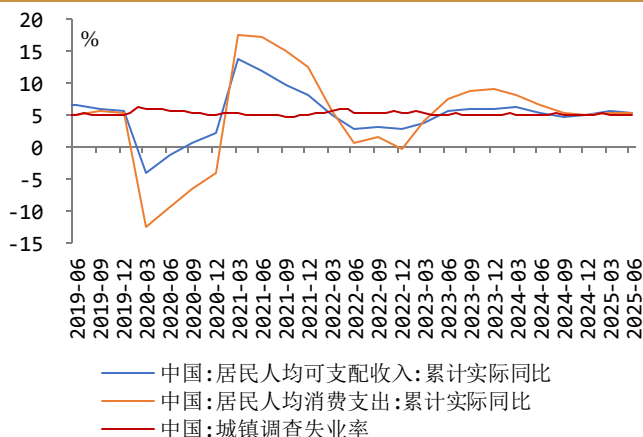
西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

图 1：2025 年第二季度 GDP 同比增速边际回落



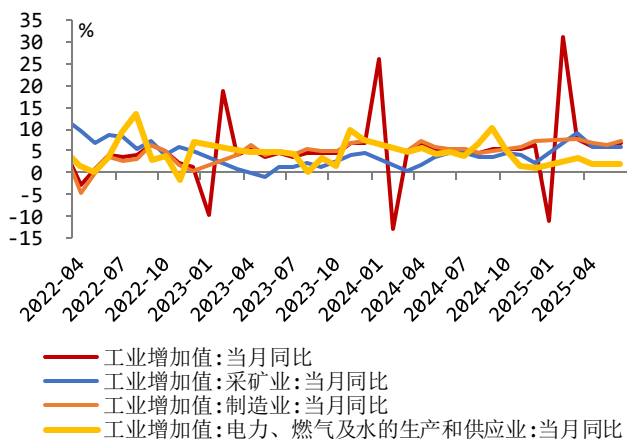
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：居民人均可支配收入增速回落



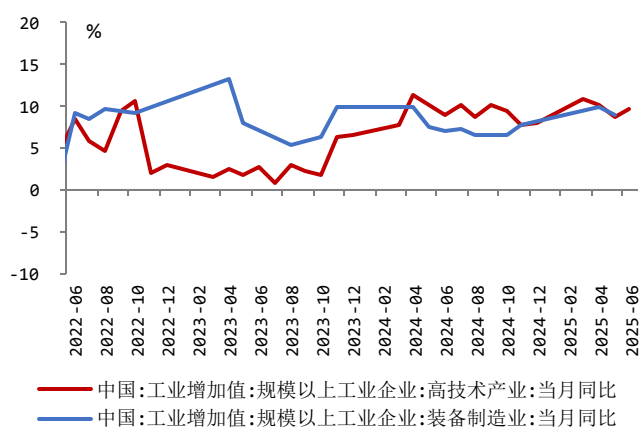
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：三大门类增加值增速走势分化



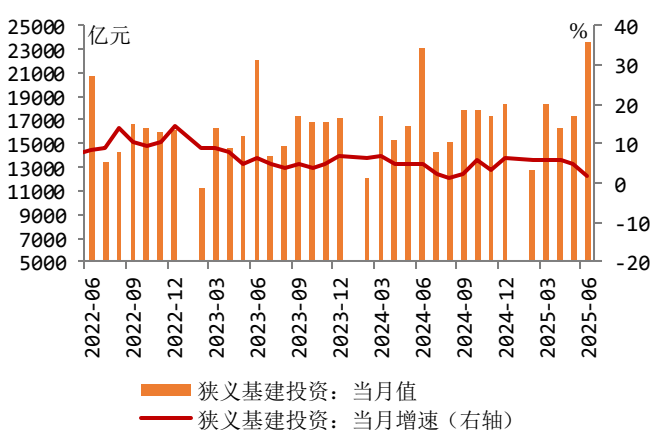
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：高技术产业增加值增速边际上升



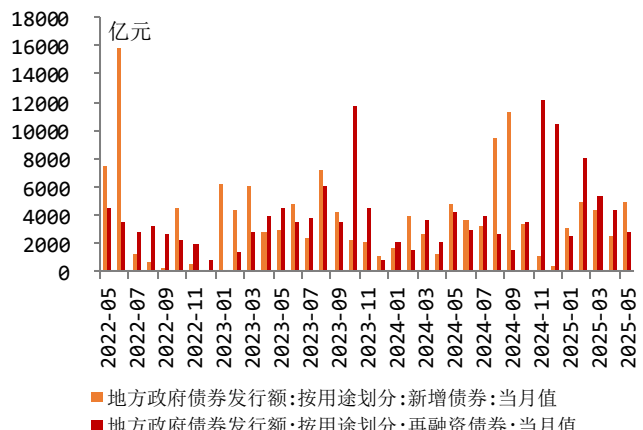
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：狭义基建投资增速走低



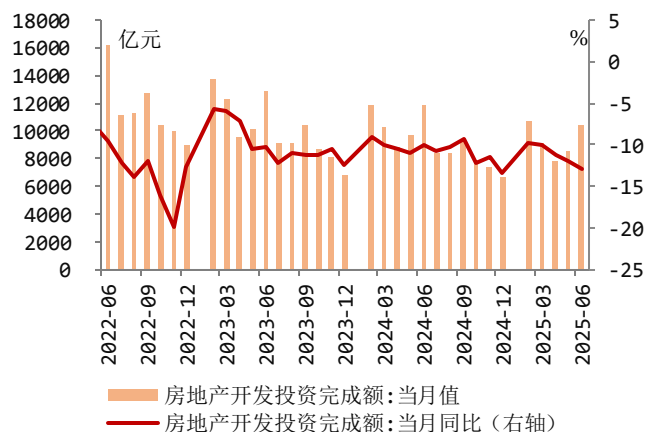
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：5 月再融资债券发行下滑，新增债券发行增多



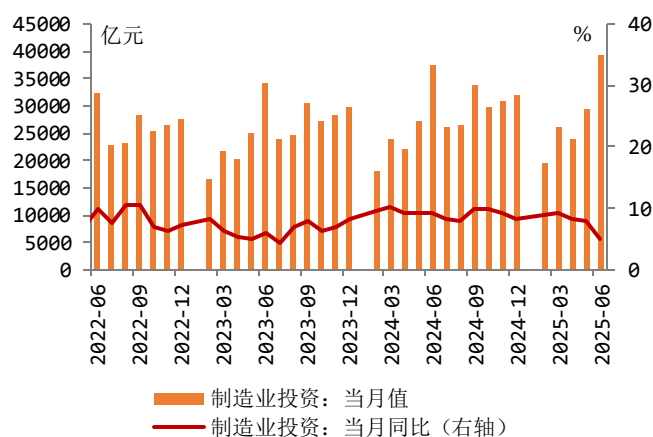
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：房地产开发投资同比降幅扩大



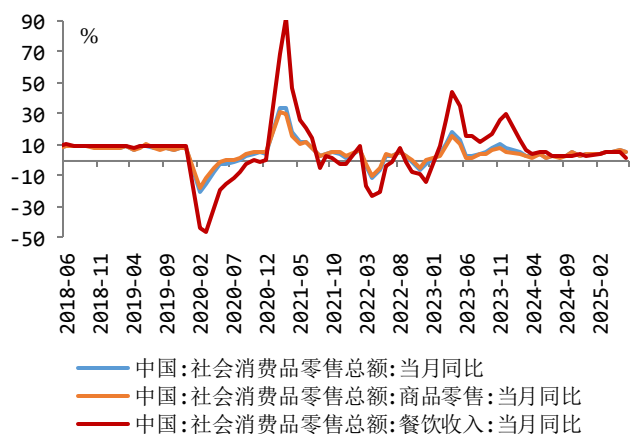
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：制造业投资增速走低



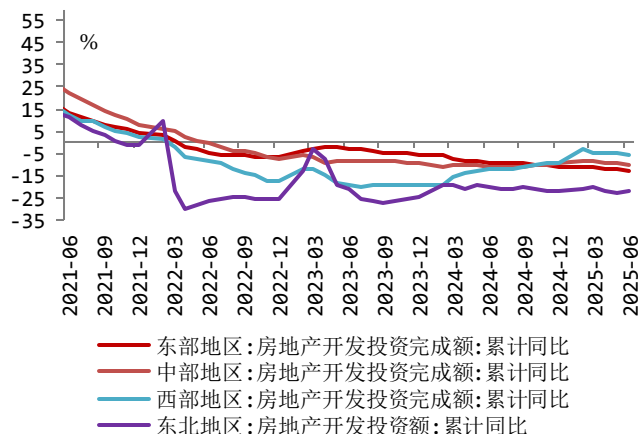
数据来源：wind、西南证券整理

图 11：社会消费品零售总额增速回落



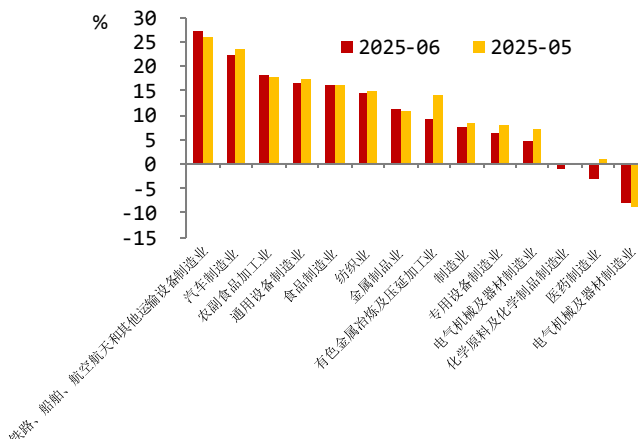
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：不同地区房地产开发投资情况



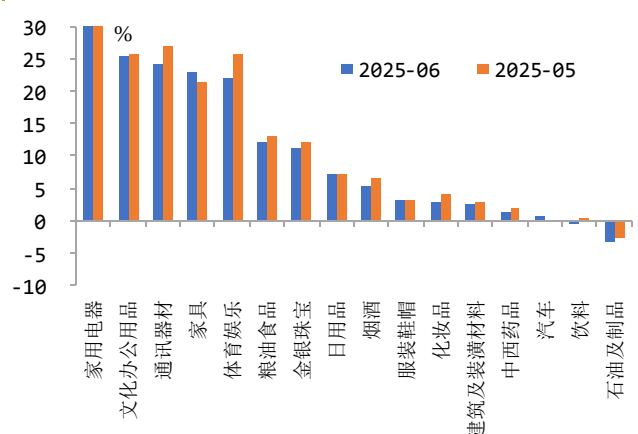
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：制造业投资各行业增速变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn