

2025 年 07 月 16 日

Q2 经济韧性较强，关注内需放缓压力

宏观研究团队

——兼评 Q2 经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● GDP：Q2 仍有韧性，抢出口抵消建筑业拖累

1、2025Q2 实际 GDP 同比增长 5.2%，符合我们在《“两重”接力支撑 PMI，预计 Q2 GDP 约 5.2%》的测算。分产业看，Q2 第一、二、三产业的 GDP 增速分别较前值变动了+0.3、-1.1、+0.4 个百分点，建筑业 GDP 由 3.1%转负至-0.6%，对第二产业构成一定拖累；价格水平有待修复，Q2 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差为-1.3%，降幅较前值走扩了 0.5 个百分点。

2、抢出口支撑工业生产，现代服务业生产向好。6 月工业增加值同比提高了 1.0 个百分点至 6.8%，服务业生产相对平稳，信息软件技术连续 5 个月上行，端午前置导致批发零售等小幅走弱；供需结构来看，6 月产销率仍处历年最低水平。

3、居民收支端：居民可支配收入收入小幅降速至 5.4%，其中经营净收入拖累稍大；投入产出端呈“工时小幅增加、时薪增速平稳”态势，2025Q2 就业人员周均工作时间增加了 0.2 小时至 48.4 小时，时薪增速微降 0.1 个百分点至 6.1%。居民消费意愿边际上略有修复，2025Q2 居民消费率为 68.6%，好于 2022-2024 年同期但仍低于疫前水平。

● 消费：以旧换新对社零贡献放缓，6 月补贴资金进度或约 54%

1、以旧换新支出放缓，对社零的提振作用边际下滑。6 月社零当月同比下滑了 1.6 个百分点至 4.8%。进一步拆解社零降幅（-1.6pct），限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了-1.0、-0.1、-0.2、-0.4 个百分点。以旧换新品类出现分化、对 6 月社零增速的贡献较前值下滑 0.5 个百分点，其中家用电器、通讯器材贡献下滑 0.5、0.4 个百分点，汽车正贡献扩大了 0.4 个百分点。

2、6 月以旧换新支出进度约 54%。推算截至 2025 年 3 月 24 日、4 月 24 日、5 月 31 日、6 月 26 日，消费品以旧换新进度分别约 15%、28%、42%、54%。往后看，下半年刺激消费补贴政策仍有望陆续出台，主要包括服务消费（文化旅游、医疗健康、养老消费）、稳就业促增收、增加优质消费供给等方面。

● 固投端：三大分项明显回落

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。7 月以来新房成交进一步走弱，二手房成交温和下滑，作为领先指标的库销比偏弱运行，对应二手房价同比降幅收窄但环比降幅走扩。7 月 15 日中央城市工作会议在北京举行，预计本轮高质量开展城市更新有助于房地产投资筑底，部分片区城镇化和流动人口市民化仍能有一定贡献，但在规模和体量上或难对标棚改。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。6 月制造业累计同比明显下降了 1.0 个百分点至 7.5%，汽车、计算机通信电子等产能利用率偏低行业有所下滑，叠加关税扰动，我们预计制造业增速将延续温和放缓态势。

3、基建：专项债和“两重”提速为何基建增速放缓？一则 2023 年增发国债超过 5000 亿投向水利，主要自 2024 年 6 月加快形成实物工作量、由此形成较高基数，二则“两重”从项目落地到开工投资仍需时间。往后看，Q3、Q4 水利投资或仍明显拖累基建，有待“两重”和政策性金融工具提速予以对冲。

● 上半年超额实现 GDP 任务，Q4 经济增速或有下行压力

2025 上半年 GDP 同比 5.3%、超额实现全年经济目标任务，6 月数据指向投资、消费均有走弱迹象。往后看抢出口效应可能消退，消费品以旧换新面临资金支出放缓、透支效应、高基数等约束，房地产销售投资及房价“止跌回稳”动能不强，推进“反内卷”需权衡去产能、稳就业与经济增长的关系，我们预计 Q4 经济增速有一定下行压力，或是政策适时加力的时点。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《抢出口窗口期或将临近结束——宏观经济点评》-2025.7.15

《政府债券对社融的支撑或有持续性——宏观经济点评》-2025.7.14

《整治企业内卷式竞争——宏观周报》-2025.7.13

目 录

1、 GDP：Q2 仍有韧性，抢出口抵消建筑业拖累	3
2、 消费：以旧换新对社零贡献放缓，6 月补贴资金进度约 54%	5
3、 固投端：三大分项明显回落	6
4、 上半年超额实现 GDP 任务，Q4 经济增速或有下行压力	9
5、 风险提示	9

图表目录

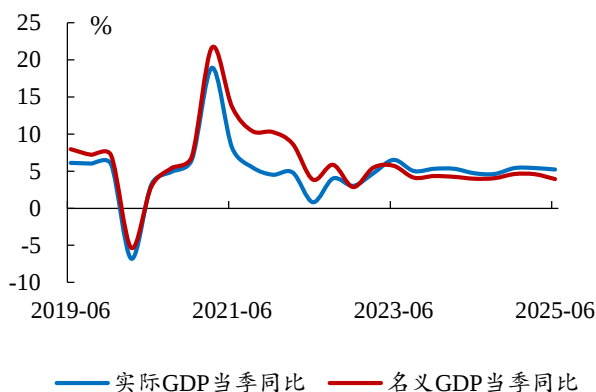
图 1： Q2 GDP 实际同比为 5.2%	3
图 2： 第二产业 GDP 增速明显回落	3
图 3： 出口韧性支撑工业生产	4
图 4： 供需结构仍不佳	4
图 5： 居民经营净收入小幅回落	4
图 6： Q2 居民消费率为 68.6%	4
图 7： Q2 居民工时小幅增加、时薪增速微降	5
图 8： 6 月社零当月同比边际下滑 1.6 个百分点，主要受家电、餐饮、通讯器材拖累	5
图 9： 消费品以旧换新进度可能趋缓	6
图 10： 商品房销售小幅下滑	6
图 11： 商品房库销比延续偏弱	6
图 12： 历次城市工作会议一览	7
图 13： 全球来看，城镇化率降速时点集中于 70%-75%	7
图 14： 老龄化会导致城镇化提前降速	8
图 15： 制造业投资走弱，设备更新维持高增	8
图 16： 有色冶炼、医药、电子投资回落较多	8
图 17： 6 月基建增速大幅下滑	9
图 18： 高基数拖累水利管理投资增速	9

2025 年 Q2 GDP 实际同比 5.2%（预期 5.2%），6 月工业增加值同比 6.8%（预期 5.5%），社零同比 4.8%（预期 5.6%），服务零售额累计同比 5.3%，固定资产投资累计同比 2.8%（预期 3.7%）。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 8.9%、7.5%、-11.2%，预期分别为 8.8%、8.4%、-11.1%。

1、GDP：Q2 仍有韧性，抢出口抵消建筑业拖累

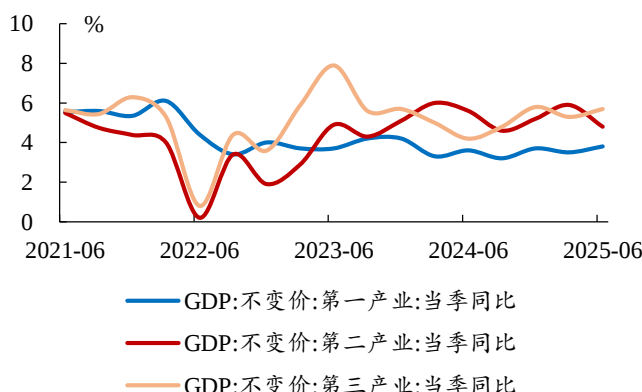
2025Q2 实际 GDP 同比增长 5.2%、显现较强韧性，符合我们在《“两重”接力支撑 PMI，预计 Q2 GDP 约 5.2%》的测算。Q2 GDP 环比为 1.1%，自 2024Q4 一揽子增量政策落实、存量政策显效以来，连续 3 个季度维持一定修复斜率；分产业看，Q2 第一、二、三产业的 GDP 同比分别为 3.8%、4.8%、5.7%，较前值分别变动了+0.3、-1.1、+0.4 个百分点，建筑业 GDP 同比由 3.1%转负至-0.6%，对第二产业构成一定拖累；价格水平有待修复，Q2 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差为-1.3%，降幅较前值走扩了 0.5 个百分点。

图1：Q2 GDP 实际同比为 5.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

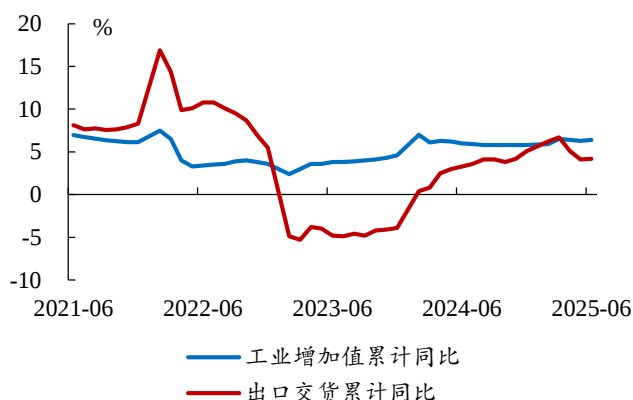
图2：第二产业 GDP 增速明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

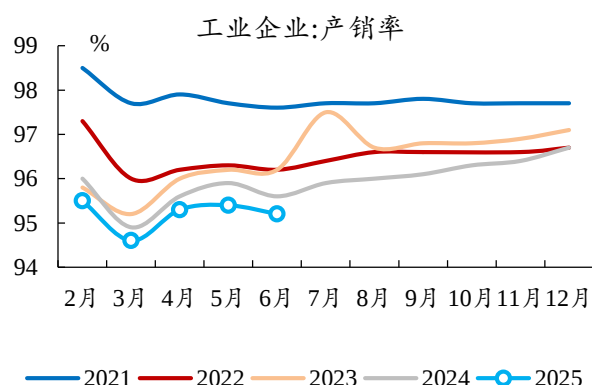
抢出口支撑工业生产，现代服务业生产向好。6 月工业增加值同比为 6.8%，较前值提高了 1.0 个百分点。分行业来看，专用设备、纺织、化学制品、通用设备分别较前值改善了 2.3、1.9、1.6、1.5 个百分点；6 月服务业生产同比为 6.0%，信息技术连续 5 个月呈现上行态势，端午前置导致批发零售等服务业小幅走弱；供需结构来看，6 月产销率为 95.2%、延续处于历年最低水平。

图3：出口韧性支撑工业生产



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

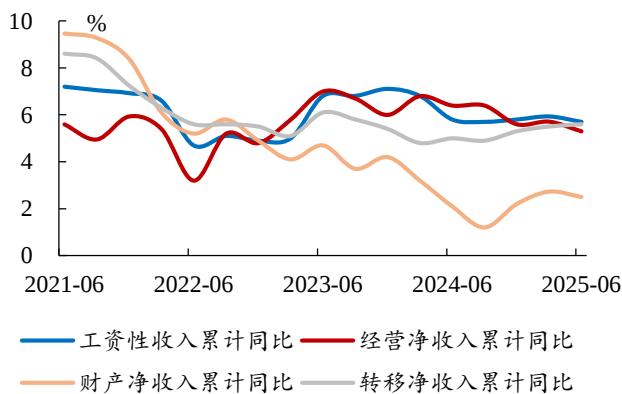
图4：供需结构仍不佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

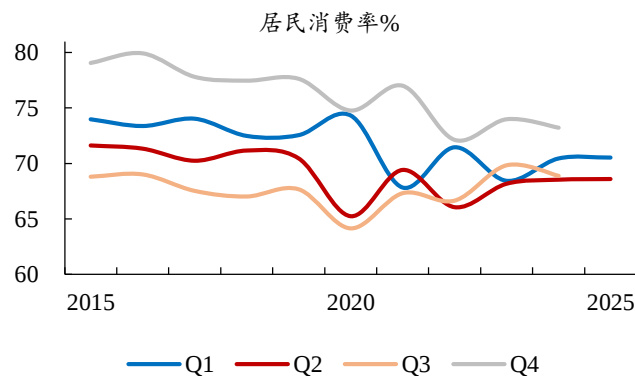
居民可支配收入小幅降速：2025Q2 人均可支配收入实际增速 5.4%、小幅下滑了 0.2 个百分点，其中经营净收入拖累稍大。居民投入产出端呈“工时小幅增加、时薪增速平稳”态势，2025Q2 就业人员周均工作时间增加了 0.2 小时至 48.4 小时，时薪增速微降 0.1 个百分点至 6.1%。消费率有所改善，2025Q2 居民部门消费率为 68.6%，好于 2022-2024 年同期但仍低于疫前水平，指向居民消费意愿边际上略有修复。

图5：居民经营净收入小幅回落

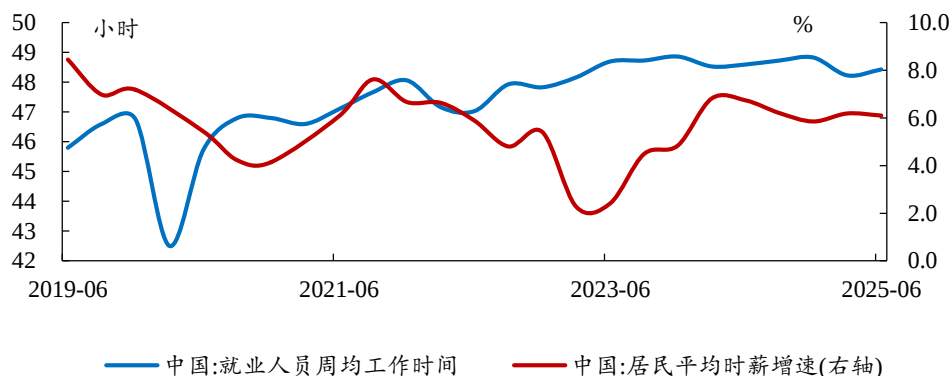


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：Q2 居民消费率为 68.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

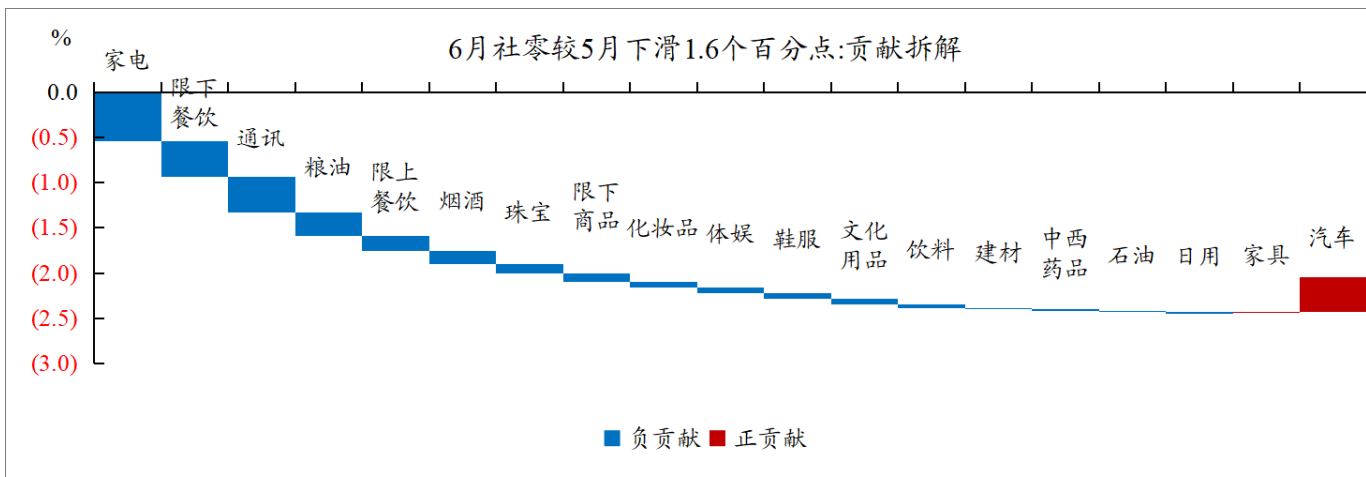
图7：Q2 居民工时小幅增加、时薪增速微降


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：剔除 2020Q1、2021Q1 两个异常值

2、消费：以旧换新对社零贡献放缓，6 月补贴资金进度约 54%

(1)以旧换新支出放缓，对社零的提振作用边际下滑。6 月社零累计同比持平前值的 5.0%，当月同比则下滑了 1.6 个百分点至 4.8%。进一步拆解社零降幅(-1.6pct)，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了-1.0、-0.1、-0.2、-0.4 个百分点。

具体来看：以旧换新品类出现分化、对 6 月社零增速的贡献较前值下滑 0.6 个百分点，其中家用电器、通讯器材贡献下滑 0.5、0.4 个百分点，汽车正贡献扩大了 0.4 个百分点；其他品类方面，主要受餐饮、粮油等拖累。

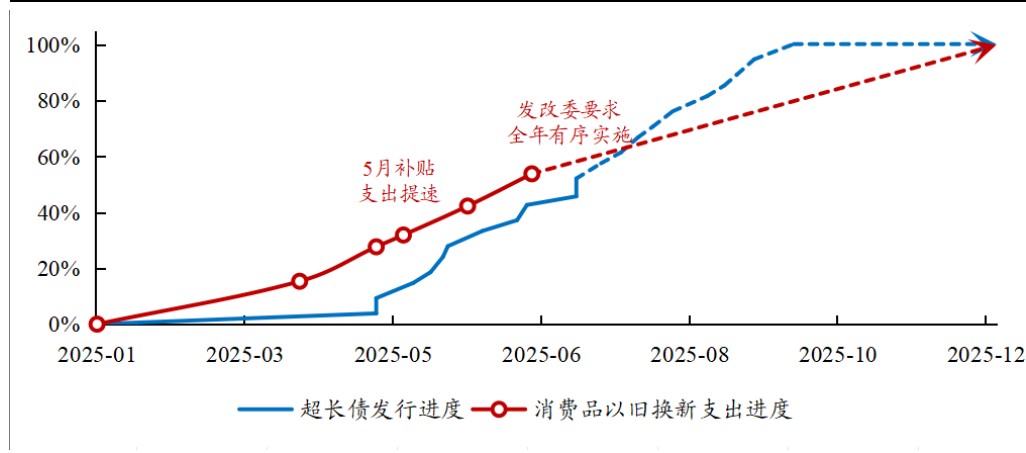
图8：6 月社零当月同比边际下滑 1.6 个百分点，主要受家电、餐饮、通讯器材拖累


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)6 月以旧换新支出进度约 54%。根据商务部数据，2024 年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元，对应中央补贴超过 1500 亿元，则比例约为 8.7:1。按相同比例推算，截至 2025 年 3 月 24 日、4 月 24 日、5 月 31 日、6 月 26 日，

消费品以旧换新进度分别约 15%、28%、42%、54%。往后看，预计 2025 年下半年刺激消费补贴政策仍有望陆续出台，主要包括服务消费（文化旅游、医疗健康、养老消费）、稳就业促增收、增加优质消费供给等方面。

图9：消费品以旧换新进度可能趋缓

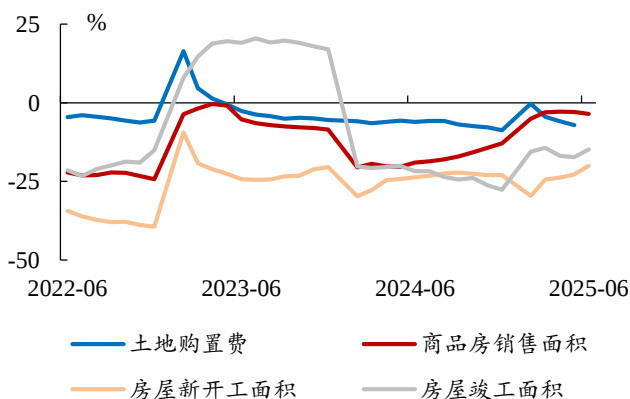


数据来源：财政部、商务部、发改委、开源证券研究所

3、固投端：三大分项明显回落

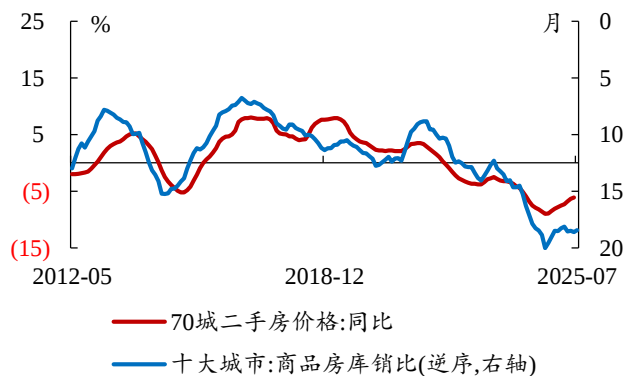
(1)地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。6 月房地产投资累计同比下行了 0.5 个百分点至-11.2%，测算 6 月当月同比为-12.9%，降幅继续走扩；新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了+2.8、+2.5、-0.6 个百分点。

图10：商品房销售小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：商品房库销比延续偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看：7 月以来新房成交有进一步走弱迹象，二手房成交温和下滑，作为领先指标的库销比偏弱运行，对应二手房价同比降幅收窄但环比降幅走扩，指向房价进一步修复的动能不强。

7 月 15 日中央城市工作会议在北京举行，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”，

对城镇化判断的转变与我们在专题《第二次城镇化的梦想与现实》较为一致，即“全球复盘来看，城镇化率降速时点集中于 70%-75%，且城镇化率的降速时点与老龄化程度负相关，因而我国城镇化率进一步提速的空间可能有限”。预计本轮高质量开展城市更新有助于房地产投资筑底，部分片区域城镇化和流动人口市民化仍能有一定贡献，但在规模和体量上或难对标棚改。

图12：历次城市工作会议一览

历次	会议文件	召开日期	背景	主要议题/标志
第一次城市工作会议	《中共中央、国务院关于当前城市工作若干问题的指示》	1962年10月06日	始于1953年的大规模工业化建设使大批农民流入城市，1957年至1960年间，全国城镇人口从9950万增长至13070万，城市化率由15.39%增长至19.75%，一定程度上出现了“过度城市化”现象。	提出“首先是恢复正常生产”，明确了“调整市镇建制，缩小城市郊区，完成减少城镇人口计划”。
第二次城市工作会议	《中共中央、国务院批准<第二次城市工作会议纪要>的指示》	1963年10月22日		加强对城市的集中统一管理和解决当时城市经济生活的突出矛盾。
第三次城市工作会议	《中共中央印发<关于加强城市建设工作的意见>》中发（78）13号	1978年04月04日	目前城市建设中仍然存在着很多问题，与发展经济和不断改善人民生活的要求不相适应。城市建设工作必须按照建设具有中国特色的社会主义的要求和对内搞活经济、对外实行开放的方针，努力同我国经济、社会发展和整个经济体制改革的进程相适应，保持一个稳定、合理的发展速度。	强调了城市在国民经济发展中的重要地位和作用，要求城市适应国民经济发展的需要，提出了城市整顿工作的一系列方针、政策。提出了控制大城市规模、发展中小城镇的城市工作基本思路。（此次会议是城市建设历史性转折的一个新起点）
第四次中央城市工作会议		2015年12月20日	我国的城市化发展水平处于加速发展阶段，城市化发展在规模和总量上有很大的变化，从1978年到2014年，城镇化率年均提高1个百分点，城镇常住人口由1.7亿人增加到7.5亿人，城市数量由193个增加到653个。但是，相应的雾霾污染、交通拥堵等城市病相继出现，亟待解决。	分析城市发展面临的形势，明确做好城市工作的指导思想、总体思路、重点任务。（ 时隔37年后首次以中央的名义召开 ，城市工作上升到中央层面进行专门研究部署，城市建设进入一个新阶段的标志。）
第五次中央城市工作会议		2025年07月15日	我国城镇化正从快速增长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。	以 推动城市高质量发展 为主题，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手，大力推动城市结构优化、动能转换、品质提升、绿色转型、文脉赓续、治理增效，牢牢守住城市安全底线，走出一条中国特色城市现代化新路子。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

图13：全球来看，城镇化率降速时点集中于 70%-75%

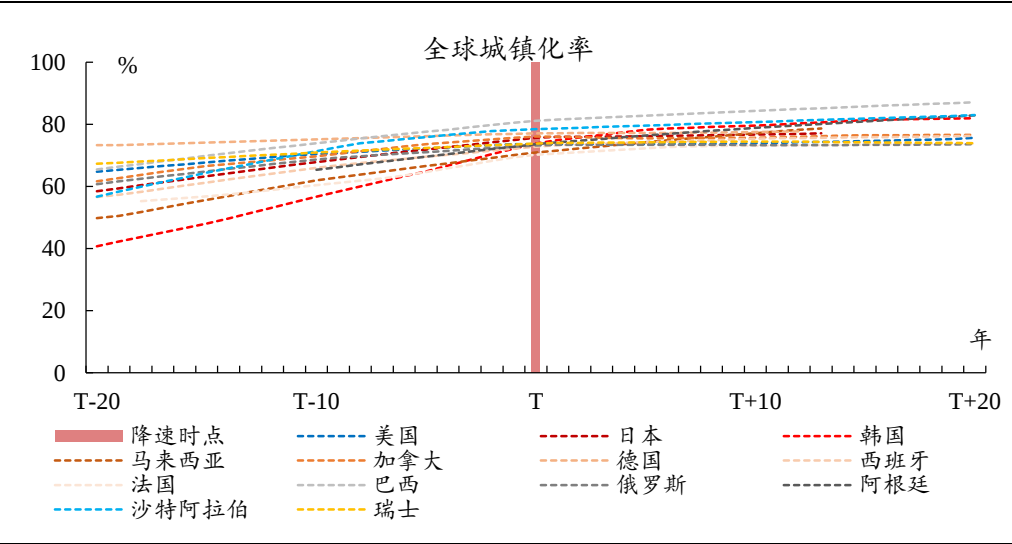
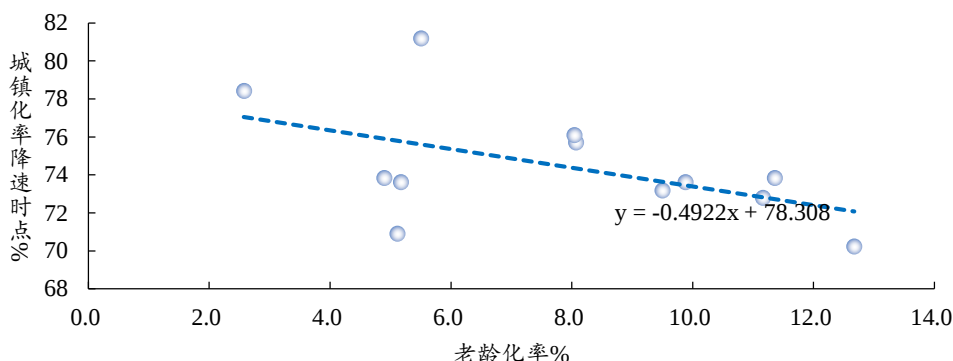
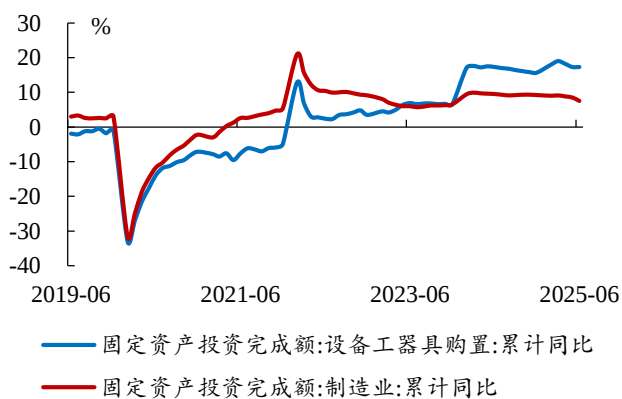


图14：老龄化会导致城镇化提前降速


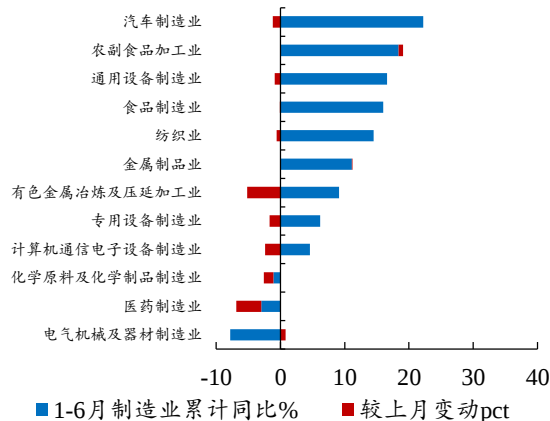
数据来源：联合国、世界银行、Wind、开源证券研究所；注：老龄化率指标为“65岁及以上占总人口比例”；若无特殊说明，中国城镇化率专指常住人口城镇化率。

(2)制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。6月制造业累计同比明显下降了1.0个百分点至7.5%、连续3个月增速放缓，但设备更新仍维持高增速。分行业来看，有色冶炼、医药、计算机通信电子下滑幅度较大。

7月1日中央财经委员会第六次会议提出“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等”，行业层面从监督自律机制转变为企业主动“反内卷”。“反内卷”对制造业投资的影响或已初步显现，包括汽车、计算机通信电子等产能利用率偏低行业的投资增速有所下滑。叠加关税扰动，我们预计制造业增速将延续温和放缓态势。

图15：制造业投资走弱，设备更新维持高增


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

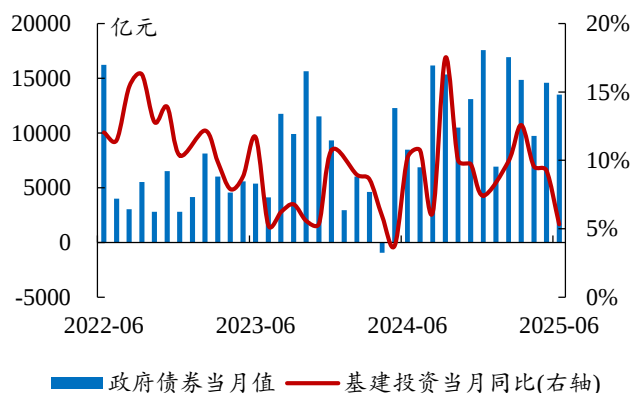
图16：有色冶炼、医药、电子投资回落较多


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)基建：专项债和“两重”提速为何基建增速放缓？测算6月广义基建当月同比回落了1.5个百分点至8.9%，狭义基建则相应下滑了1.0个百分点至4.6%。资金端，截至7月15日专项债发行进度为57.4%，自5月以来持续提速、明显好于2024年同期水平，且“两重”建设项目清单已全部下达完毕，为何基建增速明显放缓？我们理解一则2023年增发国债超过5000亿投向水利，主要自2024年6月加快形成实物工作量、由此形成较高基数，二则“两重”从项目落地到开工投资仍需时间。

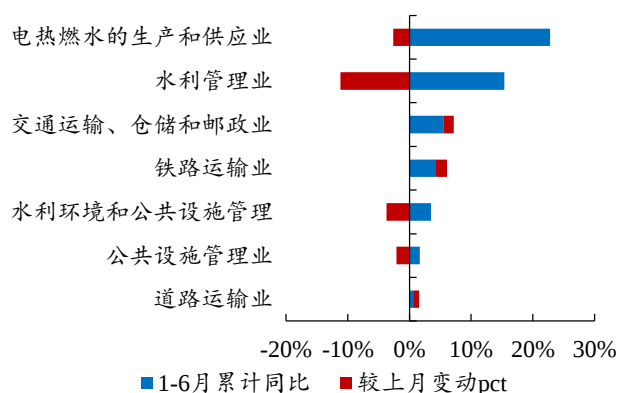
往后看，Q3、Q4 水利投资或仍明显拖累基建，有待“两重”和政策性金融工具提速予以对冲。

图17：6月基建增速大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：高基数拖累水利管理投资增速



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

4、上半年超额实现 GDP 任务，Q4 经济增速或有下行压力

2025 上半年 GDP 同比 5.3%、超额实现全年经济目标任务，6 月数据指向投资、消费均有走弱迹象。往后看抢出口效应可能消退，消费品以旧换新面临资金支出放缓、透支效应、高基数等约束，房地产销售投资及房价“止跌回稳”动能不强，推进“反内卷”需权衡去产能、稳就业与经济增长的关系，我们预计 Q4 经济增速有一定下行压力，或是政策适时加力的时点。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn