

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

二季度中国经济保持基本稳定结构更趋合理

核心观点：

2025 年上半年 GDP 同比增长 5.3%，较 2024 年回升 0.3 个百分点。其中，二季度 GDP 同比增长 5.2%，较一季度回落 0.2 个百分点，与 Wind 的市场预期持平。而从季调后的环比看，二季度增长 1.1%，较一季度回落 0.1 个百分点。分产业看，第一产业增加值同比增长 3.8%，较一季度回升 0.3 个百分点；第二产业增加值同比增长 4.8%，较一季度回落 1.1 个百分点；第三产业增加值同比增长 5.7%，较二季度回升 0.4 个百分点。

从 6 月工业增加值看，同比增速为 6.8%，远高于 5.5% 的市场预期（Wind），较 5 月回升 1 个百分点，季调环比为 0.5%，虽较 5 月 0.61% 略有回落，但仍保持在较高水平；从累计增速看，上半年同比增速为 6.3%，仅较一季度回落 0.1 个百分点。因此，二季度 GDP 虽有回落但工业生产仍具相当韧性。

从固定资产投资数据看，上半年同比增速为 2.8%，远低于 WIND 预期 3.7%，较 1-5 月回落 0.9 个百分点，较一季度低 1.4 个百分点。其中，制造业为 7.5%，较 1-5 月回落 1 个百分点；基建投资（不含电力）为 4.6%，较 1-5 月回落 1 个百分点；而房地产为 -11.2%，较 1-5 月回落 0.5 个百分点。

6 月社会消费品零售总额同比名义增长 4.8%，低于 WIND 预期 5.6%，较 5 月回落 1.6 个百分点；但上半年累计同比增速为 5.0%，较一季度高 0.4 个百分点。从服务业生产指数看，6 月实际同比为 6%，较 5 月回落 0.2 个百分点；但上半年累计同比为 5.9%，较一季度高 0.1 个百分点。

二季度经济结构有所改善，从支出法 GDP 看，上半年最终消费支出对经济增长贡献率 52%，其中，季度最终消费支出对经济增长贡献率 52.3%，较一季度略有提升；从三大产业看，第三产业即服务业对 GDP 的贡献率在今年上半年达到 60.1%，较一季度回升 1 个百分点，创出二年以来的新高。上半年全国居民人均可支配收入实际增速为 5.4%，人均消费支出实际增速为 5.3%，均超过 GDP 实际增速。

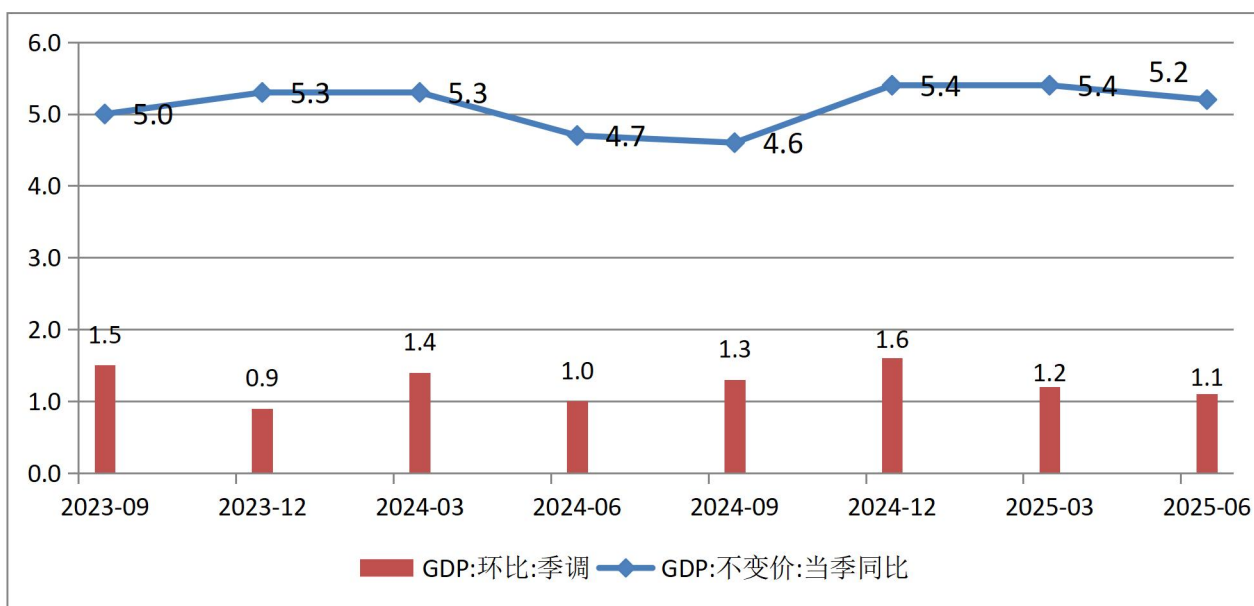
风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

一、二季度 GDP 虽有回落但工业生产仍具相当韧性

2025 年 7 月 15 日国家统计局公布 2025 年二季度宏观经济数据，按可比价格计算，二季度 GDP 同比增长 5.2%，较一季度回落 0.2 个百分点，与 Wind 的市场预期持平。而从二季度季节调整后的环比看，二季度增长 1.1%，较一季度回落 0.1 个百分点（图 1 所示）。初步核算，上半年国内生产总值 660536 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，较 2024 年回升 0.3 个百分点。

图 1 2025 年二季度 GDP 季度同比和季调环比均较一季度略有回落



资料来源：WIND 第一创业整理

分产业看，2025 年二季度第一产业增加值同比增长 3.8%，较一季度回升 0.3 个百分点；第二产业增加值同比增长 4.8%，较一季度回落 1.1 个百分点；第三产业增加值同比增长 5.7%，较二季度回升 0.4 个百分点。

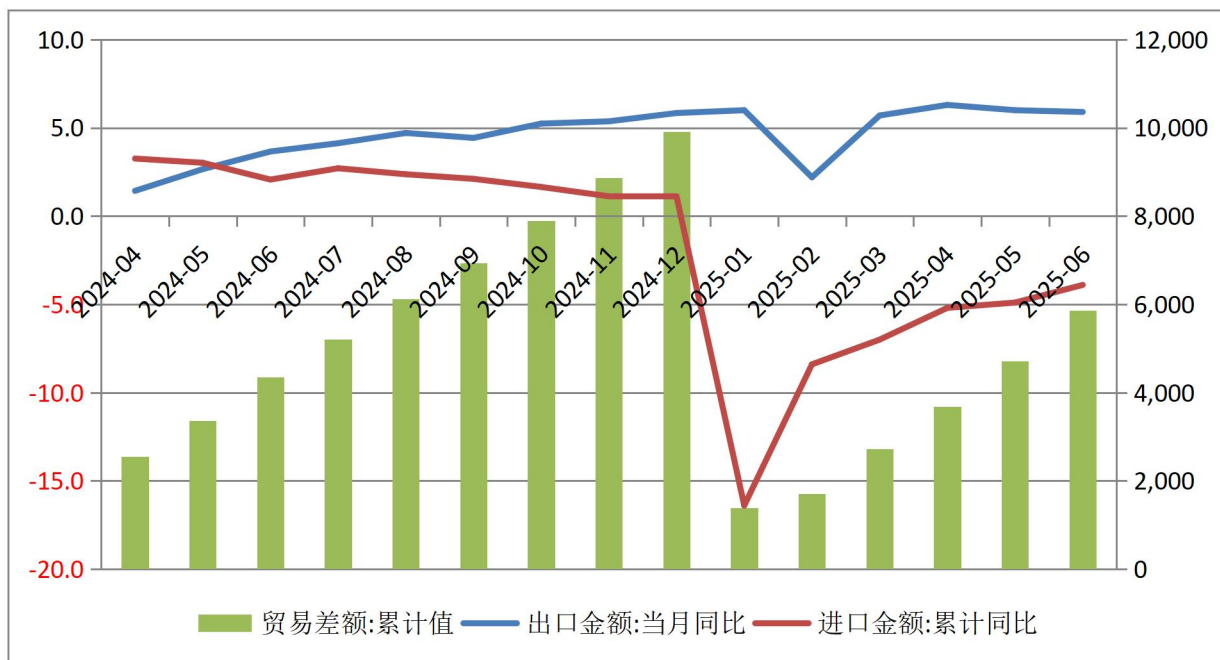
从 GDP 同比增速看，第二产业似乎是二季度经济回落的主要原因，但从 6 月工业增加值看（表 1 所示），同比增速为 6.8%，远高于 5.5% 的市场预期（Wind），较 5 月回升 1 个百分点，季调环比为 0.5%，虽较 5 月 0.61% 略有回落，但仍保持在较高水平；从累计增速看，上半年同比增速为 6.3%，仅较一季度回落 0.1 个百分点。

从工业产能利用率看，上半年和二季度均为 74%，较一季度回落 0.1 个百分点；从工业企业产销率看，虽然 6 月为 94.3%，较 5 月回落 1.6 个百分点，但二季度为 95.2%，较一季度回升 0.6 个百分点。二季度工业企业产销率的上升，主要得益于出口的强力拉动。

从货物贸易数据看，以美元计价，2025 年 6 月出口同比增长 5.8%，较 5 月回升 1 个百分点，而上半年累计值同比为 5.9%，较一季度高 0.1 个百分点；得益于大宗商品价格的上涨，6 月进口增速 1.1%，较 5 月回升 1.1 个百分点，而上半年累计同比增速为 -3.9%，较一季度回升 6.1 个

百分点；6月贸易顺差1148亿美元，较5月回升116亿美元，处于历史次高水平，且上半年贸易顺差为5860亿美元，比去年同期高1508亿美元，同比增速高达35%（图2所示）；而2024年中国GDP约为19万亿美元，以5%的GDP增速计算，2025年增量只需9500亿美元，上半年已完成62%。因此，净出口的强劲增长为今年5%的GDP增长目标打下坚实基础。

图2 2025年上半年进出口增速之差仍达2个百分点使贸易顺差达5860亿美元



资料来源：WIND 第一创业整理

相对于强劲的外需，内需的表现则相对较弱。首先，从2025年6月的社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），均由正转负较5月大幅回落，其中零售回落0.85个百分点，是一年来首次转负；而固定资产投资回落0.55个百分点。

其次，从固定资产投资同比数据看，上半年累计增速为2.8%，远低于WIND预期3.7%，较1-5月回落0.9个百分点，较一季度低1.4个百分点。而在固定资产投资中，2025年上半年制造业累计同比增速为7.5%，较1-5月回落1个百分点，且较一季度低1.6个百分点；基建投资（不含电力）上半年累计同比增速为4.6%，较1-5月回落1个百分点，且较一季度低1.2个百分点；而房地产投资上半年累计同比增速为-11.2%，较1-5月回落0.5个百分点，且较一季度低1.3个百分点。

最后，从零售同比数据看，6月社会消费品零售总额同比名义增长4.8%，低于WIND预期5.6%，较5月回落1.6个百分点；但上半年累计同比增速为5.0%，较一季度高0.4个百分点。由于CPI同比增速在零左右，而零售价格指数与CPI高度正相关，因而零售的实际增速情况与名义增速应相差不大。

从服务业生产指数看，6月当月实际同比增速为6%，较5月回落0.2个百分点；但上半年累计同比增速为5.9%，较一季度高0.1个百分点。

表 1 2025 年 5-6 月生产、零售、投资和进出口数据一览表及其对比

月份	同比 (%)				季调环比 (%)	
	1-3 月	1-6 月	5 月	6 月	5 月	6 月
工业增加值 (实际)	6.5	6.4	5.8	6.8	0.61	0.50
工业产能利用率	74.1	74.0				
工业企业产销率	94.6	95.2	95.9	94.3		
社会消费品零售总额 (名义)	4.6	5.0	6.4	4.8	0.69	-0.16
服务业生产指数 (实际)	5.8	5.9	6.2	6.0		
固定资产投资 (累计名义)	4.2		3.7	2.8	0.33	-0.12
其中：房地产	-9.9		-10.7	-11.2		
基建 (不含电力)	5.8		5.6	4.6		
制造业	9.1		8.5	7.5		
进出口增速 (美元)	0.2	1.8	1.3	3.9	-1.1	1.3
其中：出口增速	5.7	5.9	4.8	5.8	0.2	2.9
进口增速	-7.0	-3.9	-3.4	1.1	-2.9	-1.1
贸易顺差 (亿美元)	2724	5860	1032	1148		

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

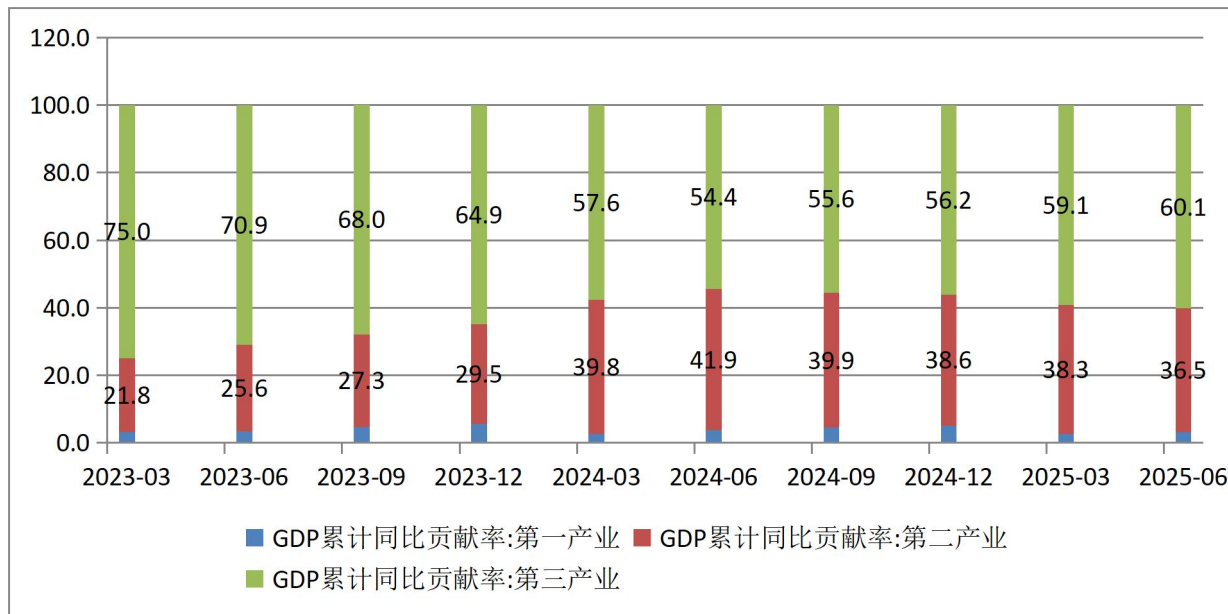
二、二季度经济结构有所改善且高质量发展有望持续

上半年更加积极有为的宏观政策发力显效，经济运行延续稳中向好发展态势，展现出强大韧性和活力。首先，上半年“三驾马车”（最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口）的贡献率分别是：最终消费支出对经济增长贡献率 52%，资本形成总额贡献率 16.8%，货物和服务净出口贡献率 31.2%。其中，二季度最终消费支出对经济增长贡献率 52.3%，较一季度略有提升；资本形成总额贡献率 24.7%，货物和服务净出口贡献率 23%。从这几个数据可以看到内需，尤其是消费是促进 GDP 增长的主动力。

从三大产业对 GDP 的贡献率来看（图 3 所示），第三产业即服务业对 GDP 的贡献率在今年上半年达到 60.1%，较一季度回升 1 个百分点，创出二年以来的新高，这与服务业生产指数的实

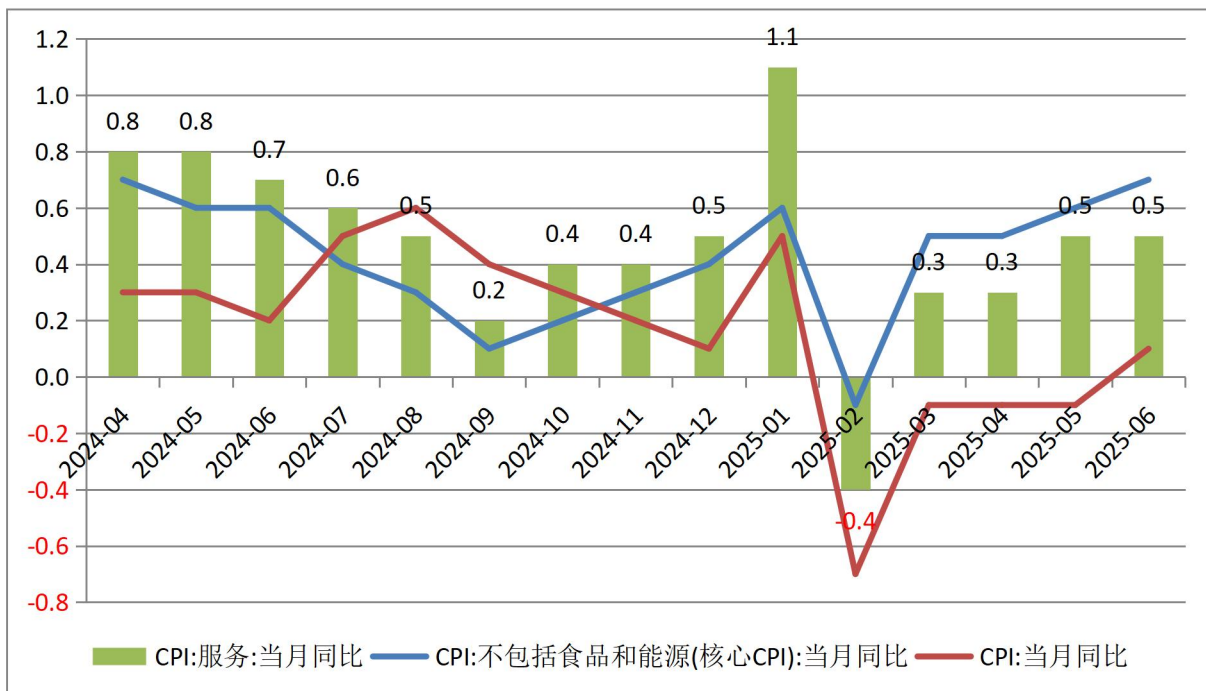
际增速变化相一致。在上半年零售、服务和固定资产投资同比数据中，只有服务业生产指数高于同期 GDP 增速。

图 3 2025 年上半年第三产业对 GDP 的贡献率达到 60.1%创二年以来的新高



资料来源：WIND 第一创业整理

图 4 服务业价格对今年以业 CPI 和核心 CPI 的背离起到了决定性作用



资料来源：WIND 第一创业整理

从价格指数看，6 月 CPI 同比为 0.1%，较 5 月回升 0.2 个百分点，并由负转正（图 4 所

示)；从核心 CPI（不包括食品和能源）看，6 月为 0.7%，较 5 月回升 0.1 个百分点。CPI 和核心 CPI 同比的差距从今年 1 月的 0.2 个百分点扩大到 0.6 个百分点，这其中服务业的价格变化起到了决定性作用，6 月服务价格同比为 0.5%，但比 1 月高 0.9 个百分点。

其次，从经济发展角度看高质量发展，尽管中国人口红利开始消失，但由于资金成本的走低，特别是高新技术领域的生产和投资导致经济效率的大幅度提升，使得经济发展的质量得以大幅度提升。以电子信息制造业为代表的高科技产业的投资在近几年的增速远高于工业和制造业的平均增速，今年上半年，高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长 37.4%、26.3%、21.5%。上半年，高技术产业增加值同比增长 9.5%，以工业机器人和集成电路为代表的高新技术产品的大规模应用（图 5 所示），使得中国经济实现以产业链提升为代表的高质量发展，经济发展的质量和潜力得以进一步提升。

图 5 2023 年以来工业机器人和集成电路的生产提速使生产效率不断上升



数据来源：Wind

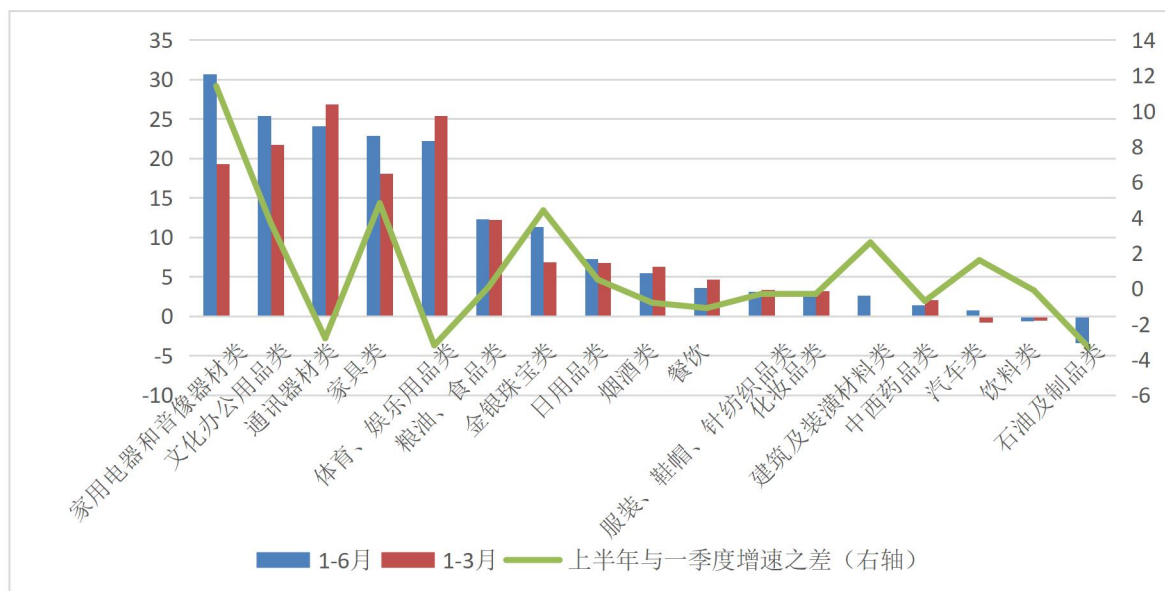
资料来源：国家统计局 第一创业整理

再次，从零售增速上看，上半年社会消费品零售总额名义增速（图 5 所示）排名前五的行业包括：家用电器和音像器材类（30.7%）、文化办公用品类（25.4%）、通讯器材类（24.1%）、家具类（22.9）、体育娱乐用品类（22.2），这些行业的同比增速均在 20% 以上，既反映出“以旧换新”政策的影响，也反映出城乡居民在解决温饱以后，更注重发展和享受型消费。

同样，与前三个月相比也有了较大的变化：首先，家电音像器材的回升力度最大（11.4%），主要还是受到“以旧换新”政策的影响；其次，家具类（4.8%）、文化办公用品（3.7%）和建筑及装潢材料类（2.6%）也有所回升，这些与房地产相关行业反映出人们对包括二次装修在内的居住环境改善仍有需求；再次，金银珠宝类上半年也较一季度回升 4.4 个百分点，反映黄金价格上涨后人们的保值增值需求；最后权重最大的汽车类，回升了 1.6 个百分点，主要是受

新能源车“价格战”的刺激。

图6 从今年上半年和一季度社会消费品零售总额同比增速看消费结构变化



资料来源：国家统计局 第一创业整理

最后，虽然年青人的失业率仍然较高，但6月全国城镇调查失业率为5.0%，与5月持平，较3月低0.2个百分点；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。

从城乡居民收入同比增速看，上半年全国居民人均可支配收入21840元，同比名义增长5.3%，扣除价格因素实际增长5.4%，高于GDP增速0.2个百分点。其中，城镇居民人均可支配收入28844元，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11936元，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%。全国居民人均可支配收入中位数18186元，同比名义增长4.8%。

从城乡居民支出同比增速看，上半年全国居民人均消费支出14309元，比上年同期名义增长5.2%，扣除价格因素影响，实际增长5.3%，也超过了GDP增速。分城乡看，城镇居民人均消费支出17545元，增长4.6%，扣除价格因素，实际增长4.6%；农村居民人均消费支出9733元，增长5.8%，扣除价格因素，实际增长6.1%。

值得注意的是，虽然二季度房地产数据有所改善，但房地产对经济的拖累仍十分明显。2025年上半年房屋新开工同比增速为-20%，较1-5月回升2.8个百分点，较一季度回升4.4个百分点；房屋施工面积同比增速为-9.1%，较1-5月回升0.1个百分点，较一季度回升0.4个百分点；竣工面积同比增速为-14.8%，较1-5月回升2.5个百分点，但较一季度回落0.5个百分点；房屋销售面积同比增速为-3.5%，较1-5月回落0.6个百分点，且较一季度回落0.5个百分点。

从房地产资金来源看,2025年上半年房地产开发资金来源同比增速为-6.2%,较1-5月回落0.9个百分点;其中,国内贷款同比增速为0.6%,较1-5月回升2.5个百分点;自筹资金来源同比增速为-7.2%,与1-5月持平;其它资金来源(预付款)同比增速为-7.8%,较1-5月回落2.4个百分点。

从房地产价格看,6月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3.7%,较5月回升0.4个百分点;70个大中城市二手住宅价格指数同比为-6.1%,较5月回升0.2个百分点。

从总体上看,2025年6月国房景气指数(图6所示)为93.6,较5月回落0.1个百分点,但较3月底回落0.3个百分点。从个人住房新发放贷款加权平均利率看,6月底约为3.1%,与一季度持平,比上年同期低约35个基点。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140