

宏观经济宏观月报

6月国内产需背离加剧

核心观点

2025年7月15日国家统计局发布2025年6月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 1、2025年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%，其中二季度同比增长5.2%，较一季度小幅回落0.2个百分点；
- 2、6月份，规模以上工业增加值同比增长6.8%，比5月加快1.0个百分点；
- 3、6月份，社会消费品零售总额42287亿元，同比增长4.8%，比5月回落1.6个百分点；
- 4、1-6月，全国固定资产投资（不含农户）248654亿元，同比增长2.8%，比1-5月回落0.9个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长6.6%；
- 5、6月份，进出口总额38527亿元，同比增长5.2%。其中，出口23394亿元，增长7.2%；进口15134亿元，增长2.3%；
- 6、6月份，全国城镇调查失业率为5.0%，持平上月，亦持平上年同月。

6月国内经济增速约5.2%，高于全年经济增速目标值。

6月中国经济增速较5月小幅回升。基于生产法测算的月度GDP同比增速在6月份约为5.2%，较5月小幅回升0.1个百分点，高于全年经济增速目标值。其中工业生产增速明显上升，服务业、建筑业生产增速有所回落。需求方面，6月国内出口增速明显上升，消费、投资增速有所下行，国内经济增长动能再次转向出口。

6月国内生产需求缘何再度背离？

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。

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

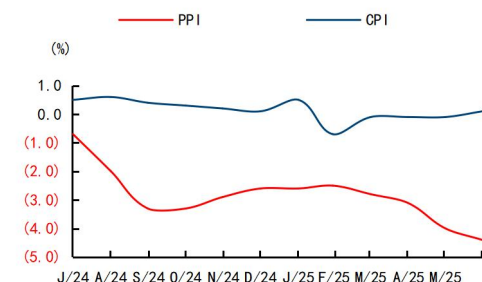
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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-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
- 《宏观经济宏观月报-内需延续回暖，1-2月经济增速高于全年目标值》——2025-03-17

内容目录

6 月经济：产需背离加剧	4
就业：失业率总体稳定	5
生产端：工业显著拉升，服务业韧性延续	6
需求端：投资—景气大幅回落	8
需求端：消费—餐饮回落、补贴暂停带来显著拖累	9
需求端：进出口—结构性支撑下的超预期韧性	10
6 月通胀解读：CPI 同比转正	12
风险提示	13

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图 2: 中国服务零售额当月同比走势一览	5
图 3: 6 月国内调查失业率保持稳定	6
图 4: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 5: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 6: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图 7: 6 月各品类产品产量当月同比与 5 月当月同比的差值一览	7
图 8: 服务业生产指数同比走势一览	8
图 9: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 10: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 11: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图 13: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 14: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图 15: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图 16: 6 月商品销售金额同比较 5 月变化幅度一览	10
图 17: 出口金额实际同比与预期值	11
图 18: 出口季节性变化	11
图 19: 分商品出口金额累计同比情况	11
图 20: CPI 与核心 CPI 当月同比	12
图 21: CPI 主要分项	12
图 22: 猪肉价格与食品 CPI	13
图 23: 黄金价格与其他用品和服务 CPI	13
图 24: PPI 当月同比仍然为负	13
图 25: PPI 主要分项	13

6 月经济：产需背离加剧

整体来看，6 月中国经济增速较 5 月小幅回升，其中出口增速反弹，对冲了消费和投资增速的回落。

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 6 月份约为 5.2%，较 5 月小幅回升 0.1 个百分点，高于全年经济增速目标值。其中工业生产增速明显上升，服务业、建筑业生产增速有所回落。需求方面，6 月国内出口增速明显上升，消费、投资增速有所下行，国内经济增长动能再次转向出口。

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



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（特别是投资和商品消费）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。这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。

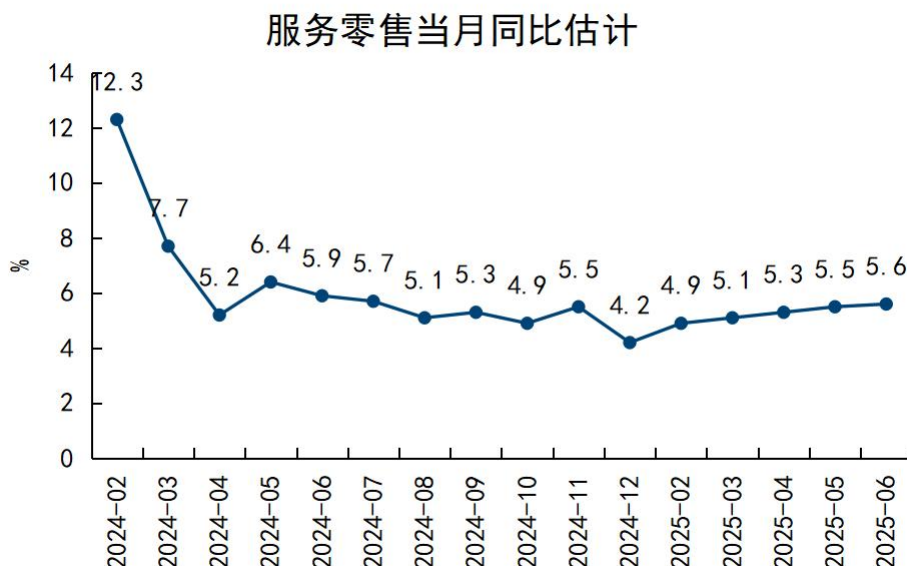
2、政府为应对下半年潜在挑战留足政策空间。上半年中国经济增速持续高于年度目标，为全年达标奠定了坚实基础。决策层倾向于抓住这一有利窗口期，适度调整短期刺激节奏（如基建投资步伐有所放缓），将政策空间留予下半年潜在挑战，同时为“反内卷”相关的结构性改革腾挪空间。这解释了为何作为调控直接抓手的固定资产投资（尤其是基建）增速会暂时回落。这是一种主动的、前瞻性的节

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2：中国服务零售额当月同比走势一览



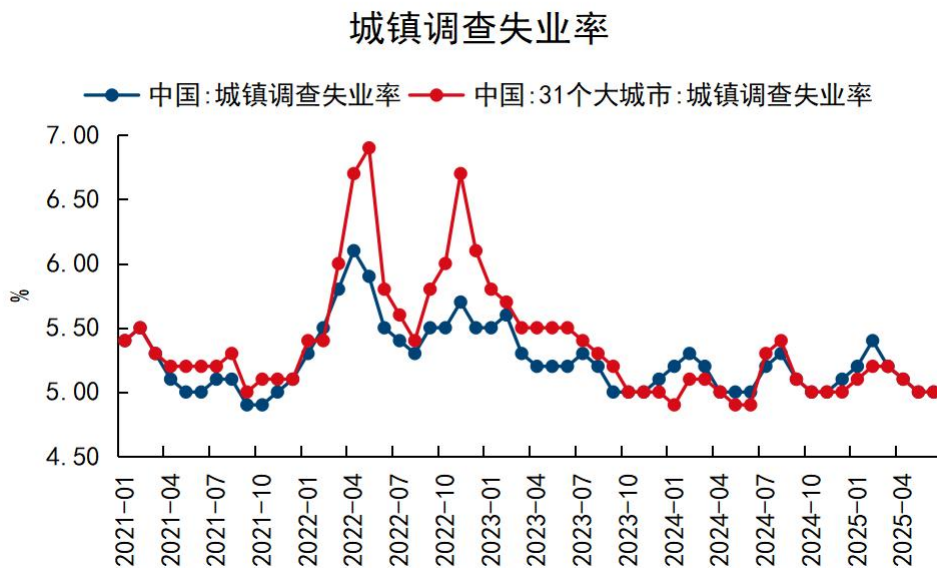
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

就业：失业率总体稳定

6月国内城镇调查失业率为5.0%，与5月持平。从历史表现看，2018、2019、2024三个代表性年份6月城镇调查失业率均基本持平于同年5月，显示本月失业率走势总体符合季节性规律。

大城市调查失业率情况类似，为5.0%，与上月持平，符合季节性特征。

图3: 6月国内调查失业率保持稳定



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

生产端: 工业显著拉升, 服务业韧性延续

6月国内规模以上工业增加值当月同比为6.8%, 较5月当月同比显著上升1.0个百分点。除去年同期的低基数外, 从工业增加值定基指数的环比变化来看, 6月环比显著强于疫情前历史同期平均水平, 和2023-2024年同期均值, 创下近10年新高, 表明6月国内工业生产出现显著拉升。

与此同时, 高技术产业增加值同比仍明显高于整体工业增加值同比, 且回升幅度(1.1pct)略大于整体工业增加值增速, 表明国内工业部门的结构继续向“新经济”倾斜的趋势并未中止, 也与我国出口数据反映出的结构性变化一致。

图4: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

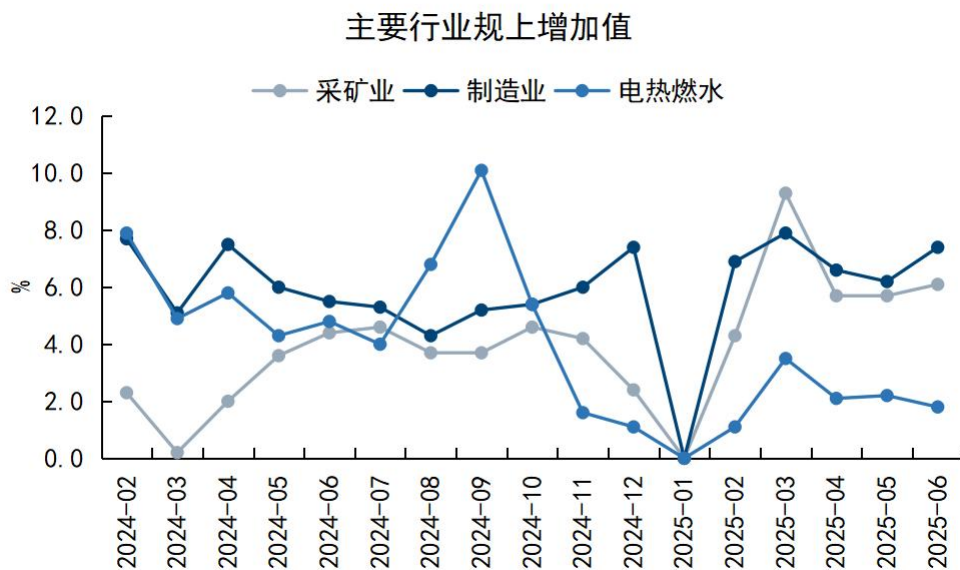
图5: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分三大门类看, 5月制造业增速大幅回升, 采矿业小幅上翘, 公用事业有所下降。

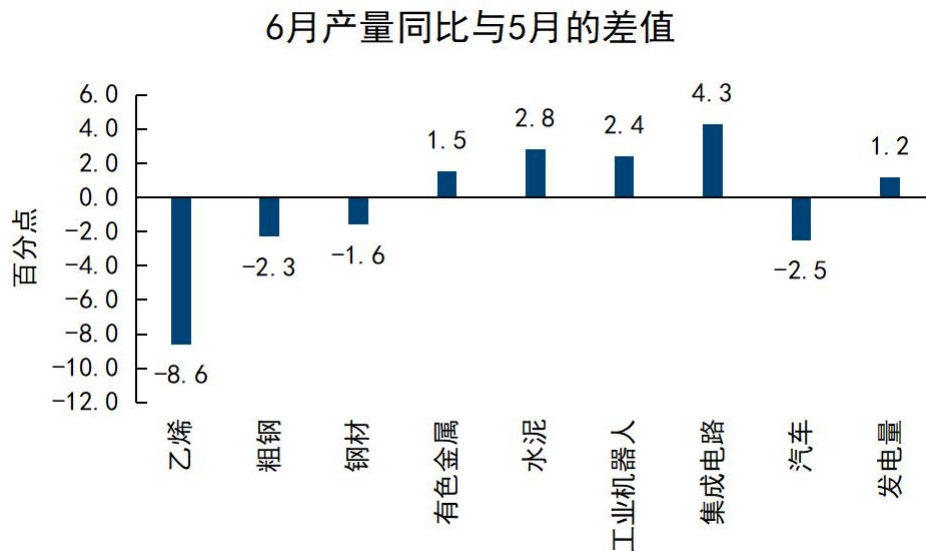
图6: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 6 月和消费相关的乙烯产量同比显著回落; 投资相关的粗钢、钢材、水泥产量走势分化; 高端工业品如机器人和集成电路表现较好, 但汽车走弱。

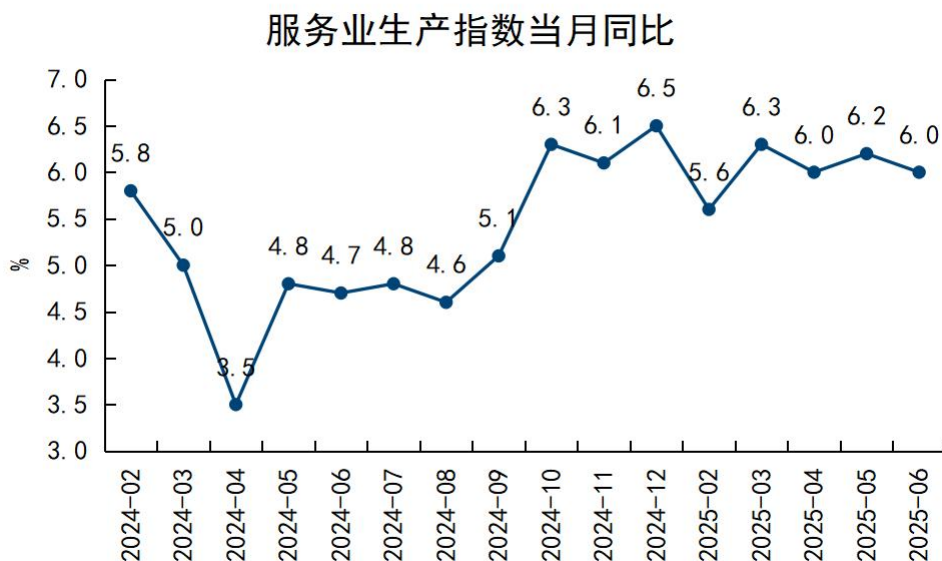
图7: 6 月各品类产品产量当月同比与 5 月当月同比的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 6 月国内服务业生产指数当月同比增速为 6.0%, 较 5 月回落 0.2 个百分点, 但总体依然延续较高中枢水平。

图8: 服务业生产指数同比走势一览

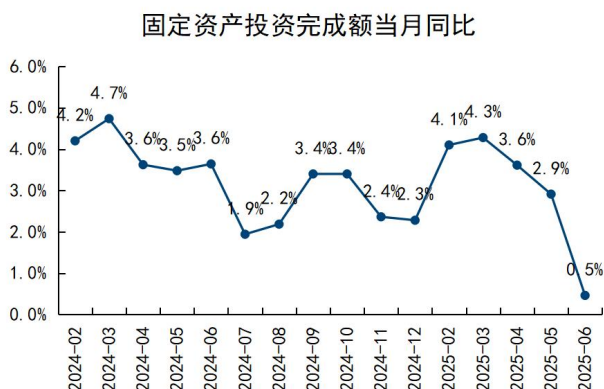


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资—景气大幅回落

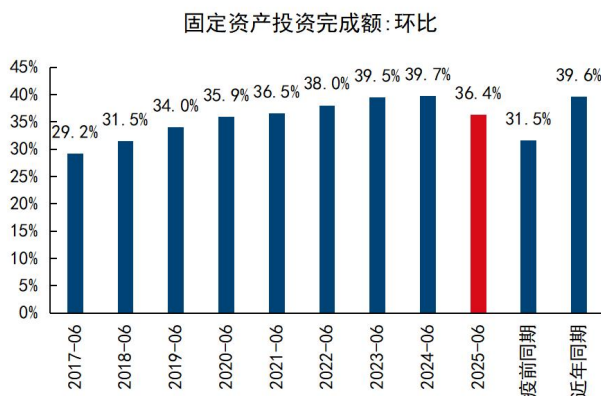
6月国内固定资产投资当月同比为0.5%，较5月大幅回落2.4个百分点。从环比看，6月国内固定资产投资环比增速明显低于近年同期均值，特别与近些年形成的半年末通过通过投资“冲经济”带来的环比增速逐年上升的趋势显著不同，可能与今年上半年经济表现超预期，以及“反内卷”下供给侧投资约束有一定关系。

图9: 中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国固定资产投资完成额环比增速一览

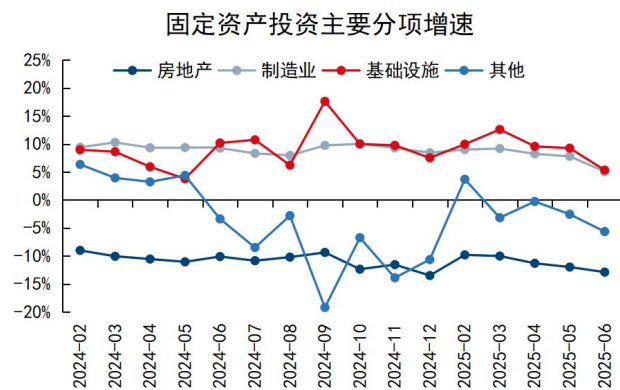


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

6月房地产开发、基建、制造业、其他投资当月同比较5月当月同比均继续回落，其中基建和其他投资回落幅度较大。

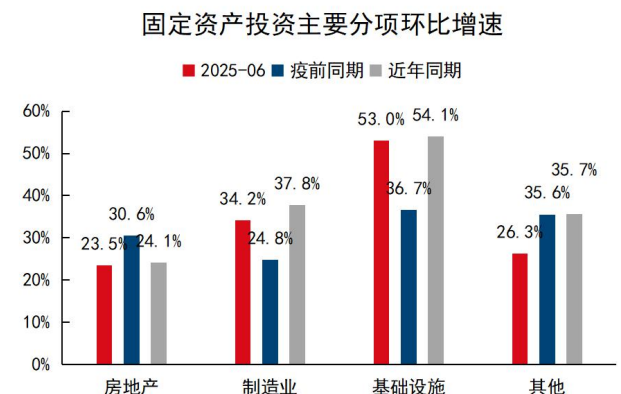
环比方面，6月房地产开发、其他投资环比均低于历史同期均值。制造业、基建投资环比高于疫情前同期均值，但低于过去两年同期均值，

图11: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

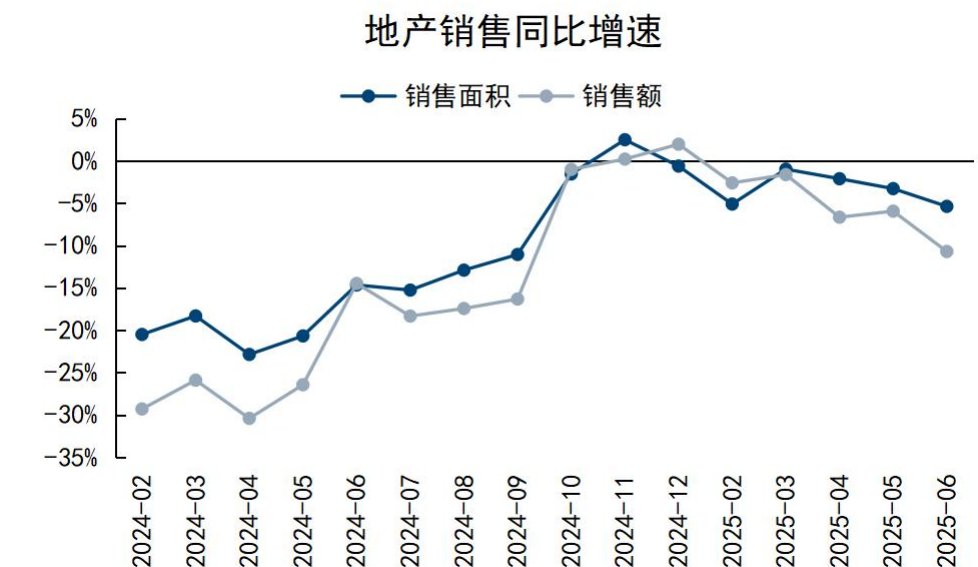
图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

6月国内商品房销售继续走弱, 销售面积与销售额增速在负区间继续“双降”。此外, 销售额下降幅度快于销售面积, 显示“以价换量”特征明显。

图13: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 消费—餐饮回落、补贴暂停带来显著拖累

6月社会消费品零售总额当月同比为4.8%, 较5月显著回落1.6个百分点。其中商品零售为5.3%, 回落1.2个百分点; 餐饮0.9%, 大幅回落5个百分点。

从环比来看, 6月社会消费品零售总额环比仍高于2017-2019年同期平均水平, 但显著弱于2023-2024年, 指向6月社会消费品零售总额环比动能显著弱于季节性。在商品零售相对稳定的情况下, 指向餐饮构成重要拖累。

图14: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

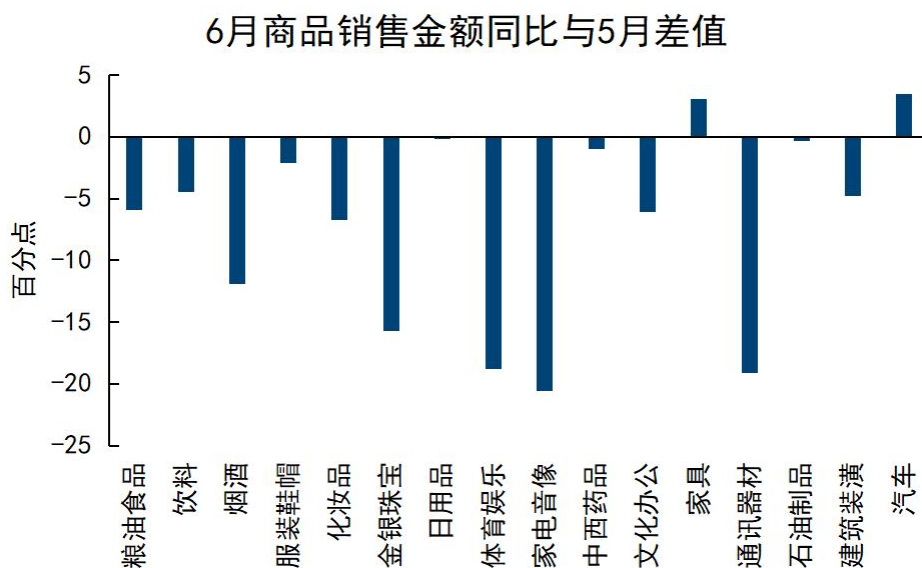
图15: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从不同类别的商品销售情况来看, 6月商品销售同比全面走弱, 其中5月在“抢补贴”逻辑下表现抢眼的家电音像和通信器材增速明显回落, 主要品类中仅汽车和家具动能有所改善。

图16: 6月商品销售金额同比较5月变化幅度一览

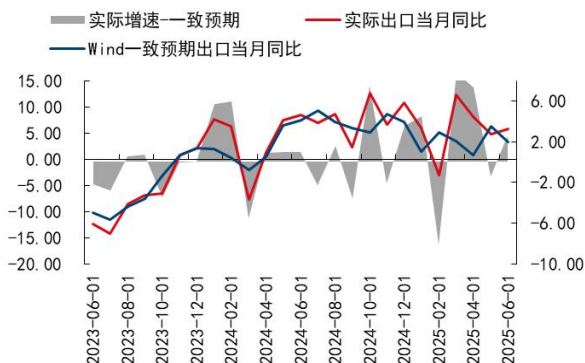


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口—结构性支撑下的超预期韧性

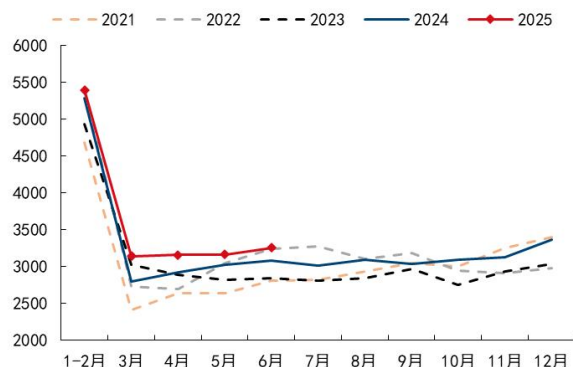
26月出口增速当月同比达到5.8%，较5月的4.8%提升了1个百分点，同时也显著超过一致预期3.2%的水平。上半年出口同比达到5.9%，在全球关税摩擦持续升级的背景下，上半年出口韧性持续显现，外需整体好于预期。

图17: 出口金额实际同比与预期值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图18: 出口季节性变化

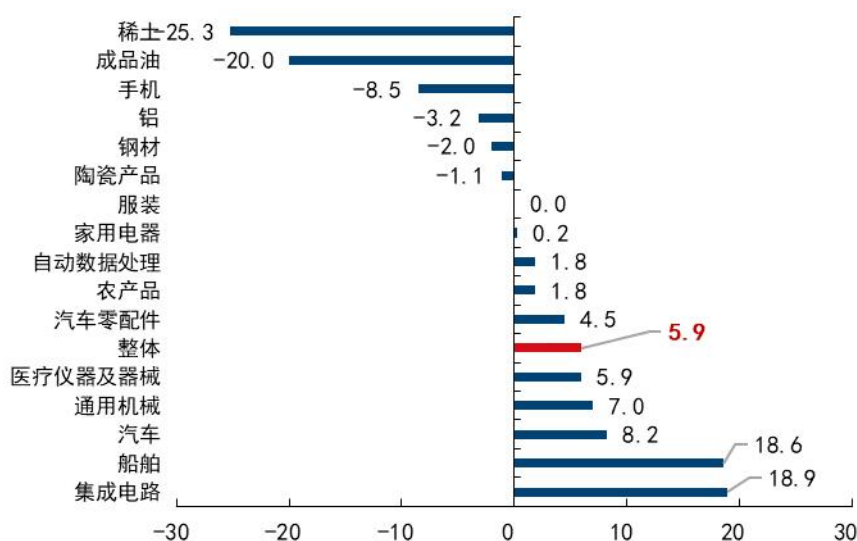


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

6月出口动能强劲, 与出口新订单 PMI 连续两个月回升相吻合。出口目的地显著转向东盟和印度, 新兴市场出口大幅增长, 成为拉动整体出口回升的重要力量。尽管全球制造业出现一定回暖迹象, 但其强度与持续性仍有待观察, 出口前景仍面临诸多不确定性。一方面, 随着美国关税豁免期临近, 以及新一轮“对等关税”措施和欧盟反补贴调查推进, 外部政策风险显著上升; 叠加前期“抢出口”行为的逐步消退, 可能削弱未来出口的高增长动能。下半年政策支持发力市场多元化推进, 出口有望保持一定韧性。

商品结构方面, 6月出口中集成电路(18.9%)、船舶(18.6%)、汽车(8.2%)等产品累计同比增速继续保持较高水平, 其中汽车出口增速较上月回升2.9个百分点, 表现突出。部分商品如铝、稀土、农产品等则出现不同程度下行。从国别结构看, 6月对主要市场出口增速分化。对东盟(13.0%)、印度(14.1%)、欧盟(6.6%)和日本(4.8%)等市场出口同比继续增长。对美国(-10.9%)、俄罗斯(-8.4%)、巴西(-3.2%)出口同比增速有所回落, 出口仍面临一定压力。

图19: 分商品出口金额累计同比情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

6月通胀解读：CPI 同比转正

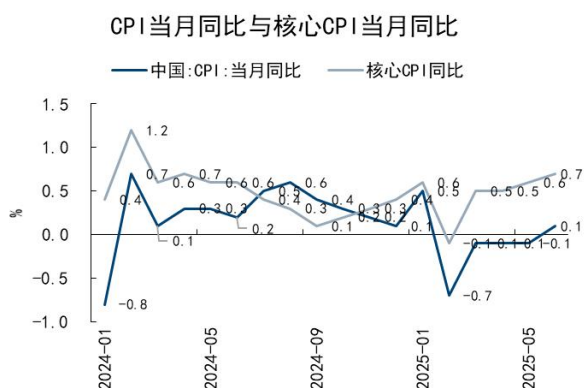
油价上涨、以旧换新推动 CPI 改善

6月CPI当月同比+0.1%，较上月-0.1%的水平有所回升，这也是CPI自2025年1月以来首次转正。CPI环比-0.1%，较上月-0.2%降幅有所收窄。从季节性看，6月CPI环比-0.1%，略好于过去5年季节性表现（过去5年环比平均为-0.2%）但仍然逊于一致预期0%的水平。6月核心CPI当月同比+0.7%，较上月+0.6%水平继续上升，核心CPI环比继续保持0%，与前次持平。

从本次CPI同比转正的主要推动项目来看，6月当月同比好于过去5年同期平均水平的主要项目是衣着、生活用品及服务和其他用品和服务。其中生活用品及服务CPI主要受益于消费品以旧换新刺激，自2025年1月以来，生活用品及服务CPI同比基本保持了向上趋势；其他用品和服务则主要与黄金珠宝等首饰涨价有关。此外，6月伊朗冲突导致原油潜在供应风险上升，国际油价触底回升，推动国内汽油价格环比由上月-3.7%转为+0.3%，也对本月CPI构成一定支撑。但是，6月食品价格环比-0.4%，仍然对CPI构成一定拖累，其中猪肉CPI当月同比从上月+3.1%大幅下降至-8.5%。

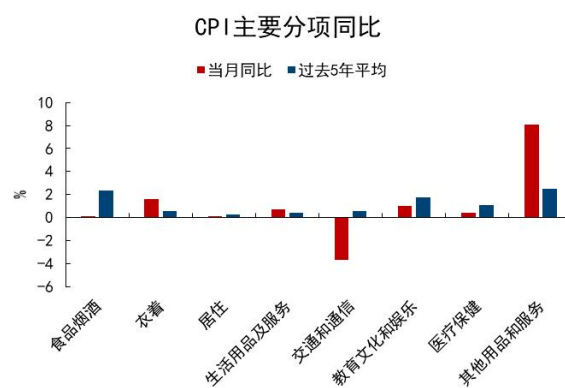
后续来看，食品项方面，从高频数据来看，随着天气升温，生猪采食量降低，增加生猪增重难度，6月下旬以来生猪供应阶段性减少，或带动猪价暂时企稳。能源方面，短期需求端看美国衰退预期有所降温，供给端仍然存在OPEC+增产因素，原油价格短期或维持震荡。核心CPI方面，在现有存量政策下，核心CPI仍是支撑价格的主要力量。

图20: CPI 与核心 CPI 当月同比



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图21: CPI 主要分项



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 猪肉价格与食品 CPI



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 黄金价格与其他用品和服务 CPI

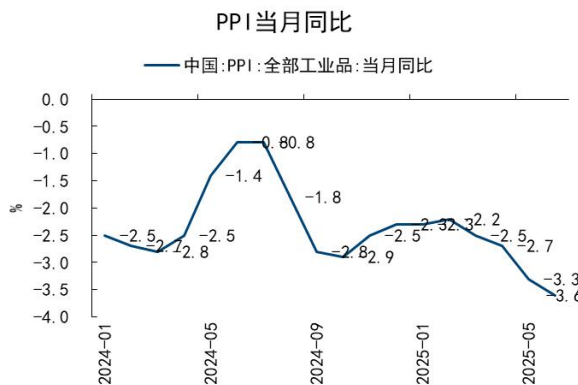


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

PPI 下降趋势不减

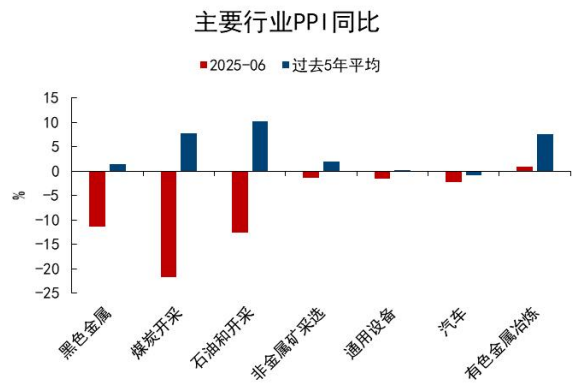
6月PPI环比-0.4%，为2024年11月以来连续7个月负增，弱于历史同期平均水平-0.1%；同比-3.6%，降幅比上月扩大0.3个百分点，创2023年8月以来新低，同时也是连续第33个月为负。主要行业来看，黑色产业链方面，原油价格回升影响下石油PPI环比上行，但淡季下煤炭价格下行，黑色金属转弱。同时，化工、金属制品、非金属矿物制品、通用设备制造、电池制造价格环比亦继续下行，汽车则环比转正。

图24: PPI 当月同比仍然为负



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图25: PPI 主要分项



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

总结来看，目前国内价格格局渐趋明朗，目前政策发力主要集中于偏下游消费品，因而CPI价格、特别是其中纳入以旧换新范围内的消费品部分价格走强，但同时，地产投资有一定转弱迹象，工业品价格继续走弱。未来看，以旧换新短期内仍将是支撑价格的主要力量，工业品价格改善则需要看到反内卷相关政策落地执行。在当前国内需求尚不稳定的情况下，通胀距离完成全年2%的目标仍有较大差距。

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