

二季度GDP符合预期，6月数据有喜有忧

——国内观察：2025年6月经济数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

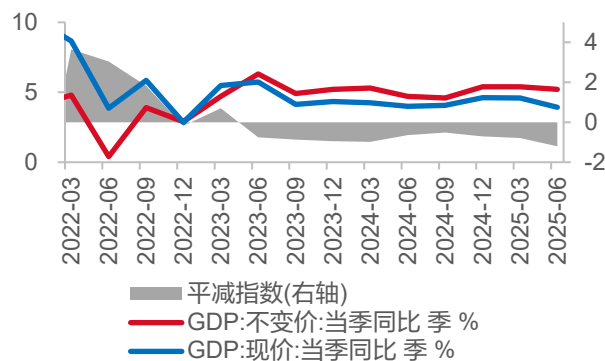
投资要点

- **事件：**7月15日，国家统计局公布2025年二季度GDP数据以及6月经济数据。Q2GDP不变价同比5.2%，前值5.4%。6月社零总额当月同比4.8%，前值6.4%；固投累计同比2.8%，前值3.7%；规上工业增加值同比6.8%，前值5.8%。
- **核心观点：**二季度GDP增速基本符合预期，但价格水平仍处低位，名义GDP增速仍有待改善。6月经济数据有喜有忧，工业生产在出口的带动下再次走高，社零回落更多的是受到了“618”前置的影响，而投资端表现偏弱，地产、基建、制造业投资增速均边际放缓，尤其是地产在低位进一步回落，凸显了政策呵护的必要性。2015年中央城市工作会议后，推动了棚改，本次会议强调提质增效，后续新型城镇化建设以及城市更新带来的改善性需求值得关注。此外，关注即将召开的7月政治局会议对下半年政策部署的增量线索。
- **名义与实际GDP增速继续分化。**Q2GDP不变价同比5.2%，较Q1小幅回落0.2个百分点，基本符合预期。而实现这一增速的背景是，关税扰动节奏下出口整体仍有韧性，地产投资拖累下固投稳中回落，以旧换新带动下社零中枢回升。但另一方面，名义增速回落幅度更大，3.94%为2022Q4以来最低，平减指数也连续9个季度为负，价格拖累有所扩大。
- **餐饮收入回落，商品零售或受618前置影响。**6月社零季调环比-0.16%，历年同期来看，罕见为负，明显弱于季节性。主要由于“618”节奏提前，拉高了环比的基数。分项上，餐饮收入（0.9%，-5.0pct）增速下行幅度更大，基数抬升的影响比较明显；商品零售（5.3%，-1.2pct）增速小幅下行，“618”节奏提前，可能导致6月当月的商品消费需求被前值到了5月。线索上：1.以旧换新的品类贡献依然较大，据我们测算6月当月达到42.39%，较5月进一步提升，主要是由于汽车零售增速的提升。2.金银珠宝的零售增速有所回落（6.1%，-15.7pct），或由于金价趋于震荡，购金热度有所下降。3.关于此前部分地区国补暂停，发改委在6月26日已表示，第三批消费品以旧换新的资金将于7月下达，分领域制定落实每月、每周的“国补”资金使用计划，后续来看以旧换新品类对社零贡献率的波动可能趋于平滑。
- **工业生产仍然受到出口韧性的提振。**6月当月同比再次回来了年内的相对高位，出口交货值当月同比回升至4.0%，为3月以来最高。从结构上来看，中游设备制造业工业增加值增速仍然相对较高；从主要工业品产量来看，集成电路、汽车、智能手机提速，水泥、粗钢降幅扩大。基于对年内出口增速中枢回落这一判断，以及“反内卷”这一措施理论上的影响来看，后续工业增加值增速可能稳中回落。
- **固定资产投资在6月整体经济数据中表现偏弱。**据我们测算，固投当月同比及累计同比继续回落，且当月同比小幅转负。边际上，三大分项制造业投资、基建投资以及房地产投资均有所下滑。其中地方的拖累仍然比较大，剔除地产的上半年固投增速6.6%，高于整体3.8个百分点。
- **关注新型政策性金融工具未来对基建的支撑。**6月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至5.3%和2.0%。基建投资增速的回落，我们认为可能与项目清单下发阶段性放缓有关，而这一点发改委在7月3日已表示已安排超3000亿元支持年内第三批“两重”项目清单。结合即将落地的新型政策性金融工具支持项目资本金，下半年基建投资增速可能仍相

对平稳。从高频数据来看，沥青装置开工率自4月中上旬以来持续高于去年同期运行，反映实物工作量的形成相对稳定。

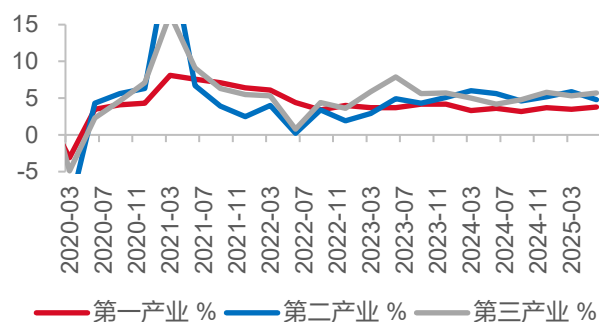
- **稳地产的重要性进一步提升。**新建商品房销售当月同比降至-5.5%，房地产投资当月同比降至-12.9%，前者为去年9月以来新低，后者为去年12月以来新低，房地产下行压力进一步凸显。去年“924”以后，销售端有阶段性改善，后续来看也会抬升基数压力；而投资端土拍等前置性指标仍为负增长，压力仍然不小。上半年专项债用于土储发行量接近2000亿元，预计下半年可能会提速。7月14日-15日，中央城市工作会议召开，提质增效可能是重点，关注后续政策的落实，尤其是在新型城镇化建设以及城市更新方面，预计对地产都将形成一定提振，改善型需求提升的可能性较大。
- **制造业投资回落，信心有待改善。**6月制造业投资可比口径下当月同比回落至5.06%，前值7.8%。一方面设备更新政策支撑的动能仍在，设备工器具投资6月累计同比仍有17.3%；但另一方面制造业投资当月增速连续3个月下滑，或仍反映当前对贸易政策不确定性的担忧。后续来看，政策性金融工具的支持方向可能扩容，对制造业投资是一个积极的因素。
- **风险提示：政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美债信用风险；美国财政风险；地缘政治局势风险。**

图1 GDP 不变价、现价当季同比增速, %, %



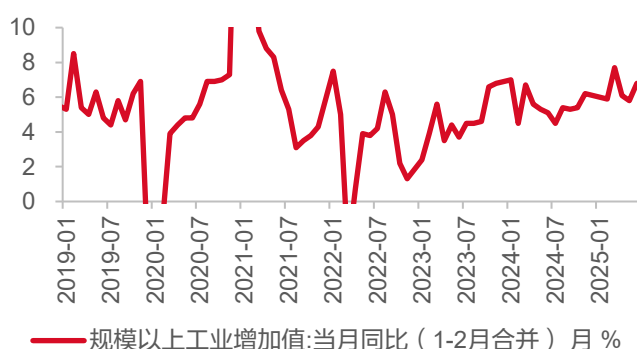
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 一、二、三产业不变价同比, %



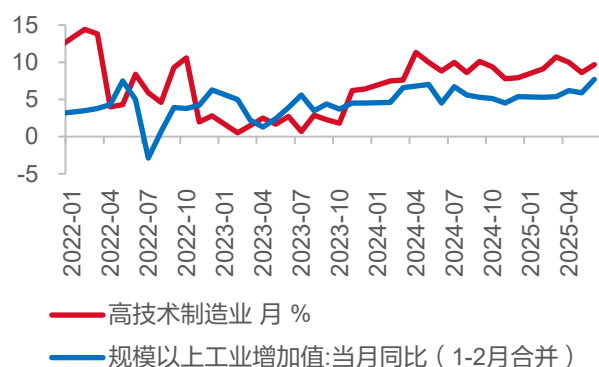
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 规模以上工业增加值当月同比, %



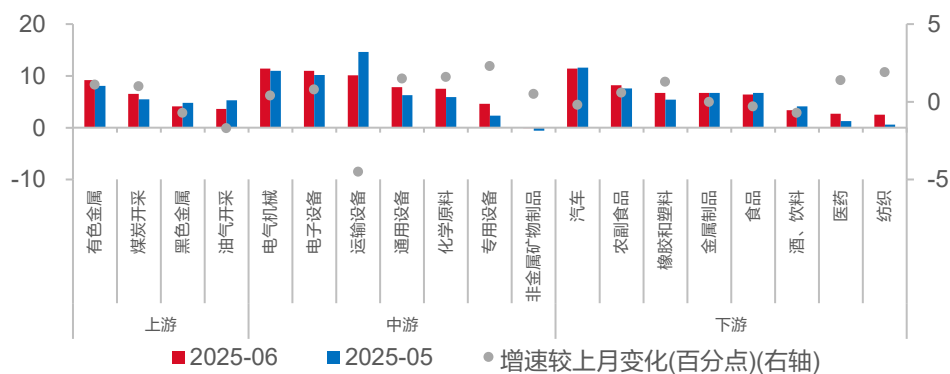
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 高技术制造业增加值当月同比, %



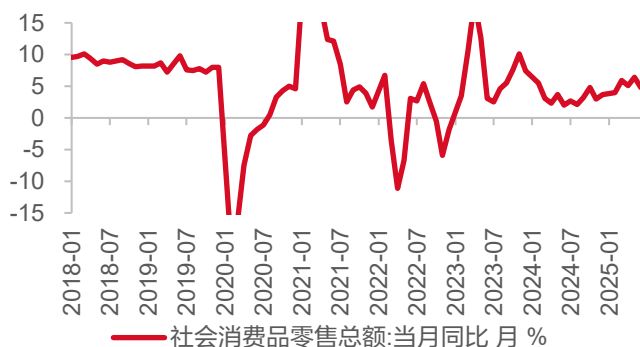
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 分行业工业增加值当月同比, %, %



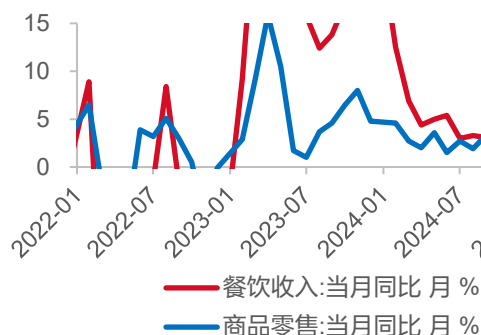
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社会消费品零售总额当月同比, %



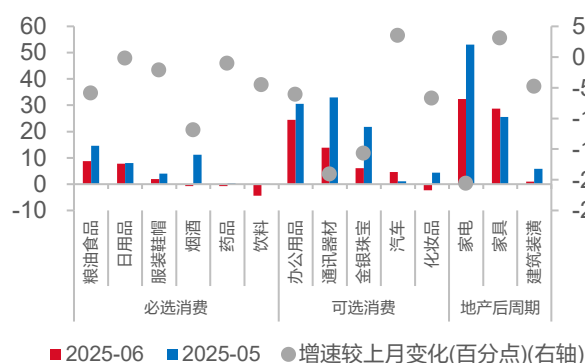
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图7 餐饮收入及商品零售当月同比, %



资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图8 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



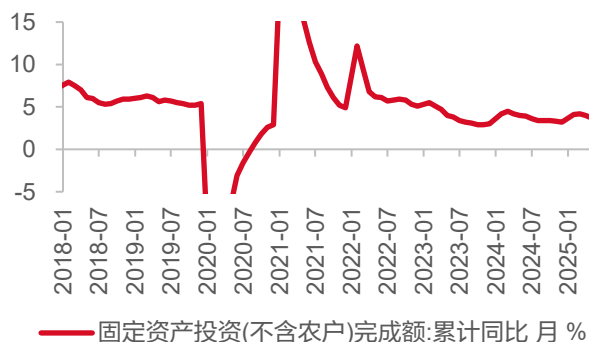
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图9 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



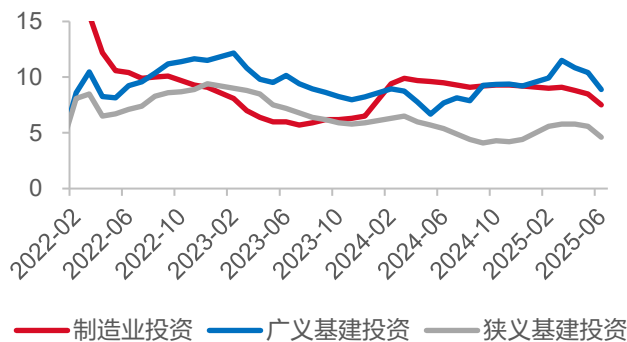
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图10 固定资产投资完成额累计同比, %



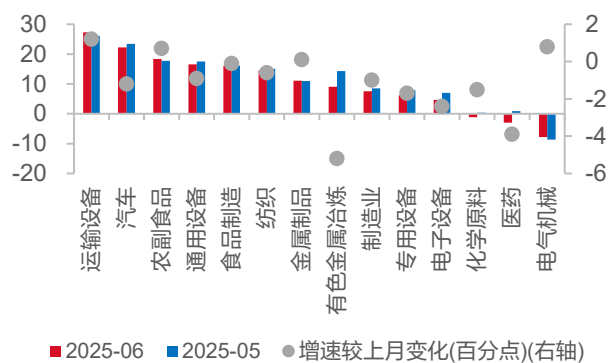
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图11 制造业、基建投资累计同比, %



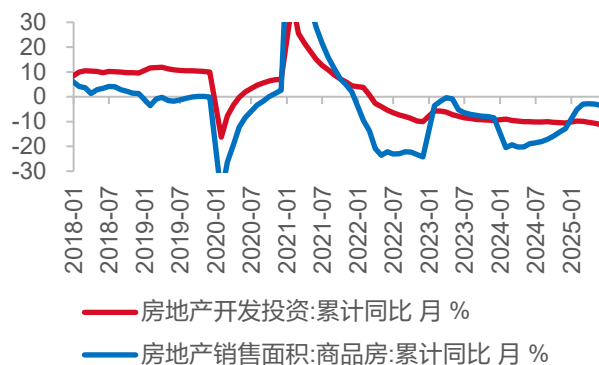
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图12 分行业制造业投资累计同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图13 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089