

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

当前经济增长的两个背离

2025年7月16日

- **二季度经济数据喜忧参半。**二季度经济增速虽有回落，但整体比预期要好。从三大需求来看，经济数据喜忧参半。首先，外贸对经济增长确有不不利。美国对等关税的扰动集中在二季度，出口超预期，但二季度进口增速提升更为明显，压制了贸易盈余的进一步提升。其次，除外贸外，最终消费支出对GDP的拉动亦有轻微减弱。消费拉动虽有下降，但还算稳定。最后，总投资对经济的拉动意外上升，其提升幅度几乎可以抵消外贸带来的九成不利影响。
- **当前经济增长中的两个背离。**值得关注的是，二季度的经济数据在消费和投资上也存在些许背离之处。**第一个背离**，是最终消费对GDP的拉动减弱，与社零增速提升相背离。我们认为，这两个消费指标间的矛盾可能侧面反映出消费层面的结构性问题——当前服务消费增速或略弱于商品消费。**第二个背离**，是投资增速全线下滑，而总投资对GDP的拉动却出现回升。我们认为，总投资对经济的拉动提升，或是存货带来的阶段性支撑。
- **后续仍需政策托底。**上半年经济增速是5.3%，如果要做到全年“保5%”，下半年GDP增速需要达到4.7%方可。与去年下半年相比，今年下半年经济增长的压力要小。但外部环境方面，下半年的压力更甚于去年同期。我们认为，后续仍需要政策托底。二季度的经济韧性是政策托底、出口超预期与存货阶段性支撑三者共同作用的结果。下半年出口仍存在风险点，出口超预期和存货阶段性支撑在下半年的不确定性均较高。若以旧换新政策效果得以持续，我们认为下半年消费仍旧基本稳定。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目 录

一、二季度经济数据喜忧参半	3
二、当前经济增长中的两个背离	4
三、后续仍需政策托底	8
风险因素	9

图 目 录

图 1: 上半年, 经济增速 5.3%	3
图 2: 二季度, 资本形成总额的拉动增加	4
图 3: 二季度, 社零当季增速提升	4
图 4: 居民人均消费支出增速确有下滑	5
图 5: Q2 投资增速全线下滑	6
图 6: Q2 工业增加值增速回落	6
图 7: 存货增速出现回升	7
图 8: 24%的关税暂停至 8 月中旬	8

一、二季度经济数据喜忧参半

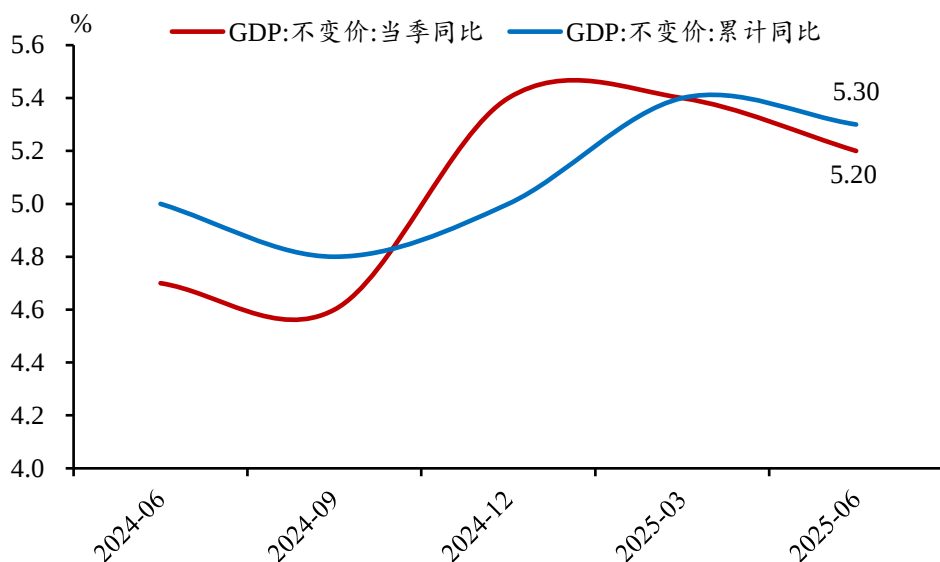
二季度经济增速回落 0.2 个百分点，但整体比预期要好。今年二季度 GDP 同比增长 5.2%，比一季度回落 0.2 个百分点，但仍好于预期，整个上半年累计增速 5.3%。从三大需求来看，二季度的经济数据可谓喜忧参半。

首先，外贸对经济增长确有不利。美国对等关税的扰动集中在二季度，二季度出口当季同比增速为 6.2%，较一季度（同比增长 5.7%）提升。然而，外贸既包含出口，也包含进口。当出口增长超过进口增长，贸易盈余进一步扩大时，外贸对 GDP 的拉动才会提升。而今年二季度进口增速提升更为明显，压制了贸易盈余的进一步提升，外贸对经济增长的拉动也因此减弱。

其次，消费拉动虽有下降，但还算稳定。除外贸以外，最终消费支出对 GDP 的拉动亦有轻微减弱。具体来看，其对 GDP 的拉动从 2.79 个百分点减弱到 2.76 个百分点。但与去年同期相比，其下降幅度不算明显，最终消费对 GDP 的支撑作用还算稳定。

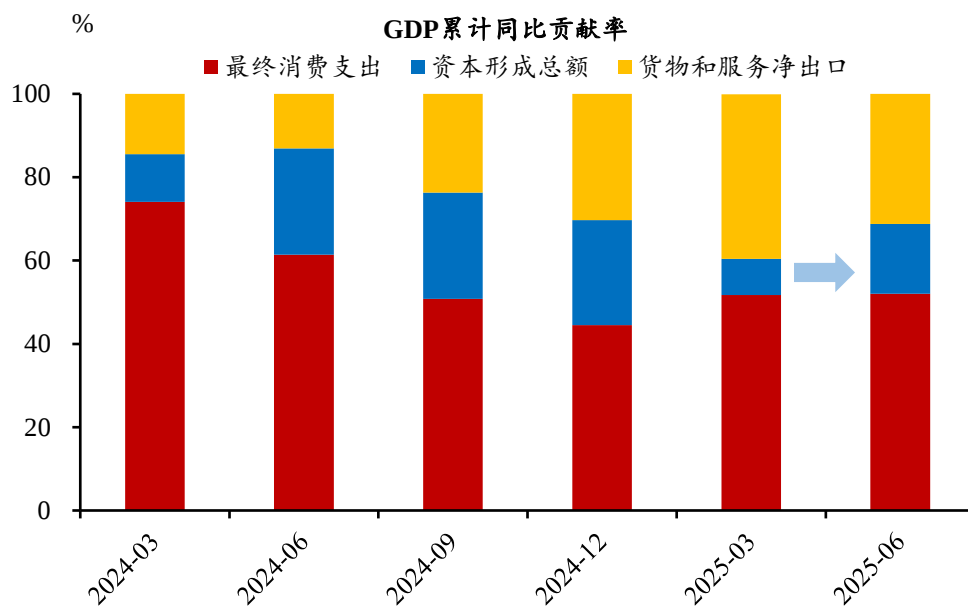
最后，总投资对经济的拉动意外上升。与外贸和最终消费表现形成明显对比的是，总投资对 GDP 的拉动出现提升，并且其提升幅度几乎可以抵消外贸带来的九成不利影响。

图 1：上半年，经济增速 5.3%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：二季度，资本形成总额的拉动增加



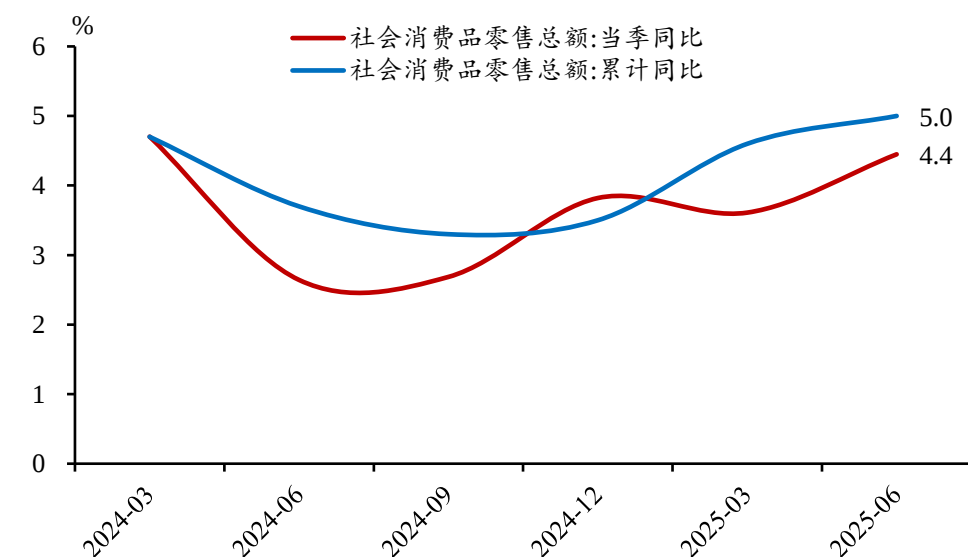
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、当前经济增长中的两个背离

值得关注的是，二季度的经济数据除了喜忧参半外，在消费和投资数据上也存在一些背离。识别这些数据背离的原因，是探究后续经济驱动能否持续的关键。

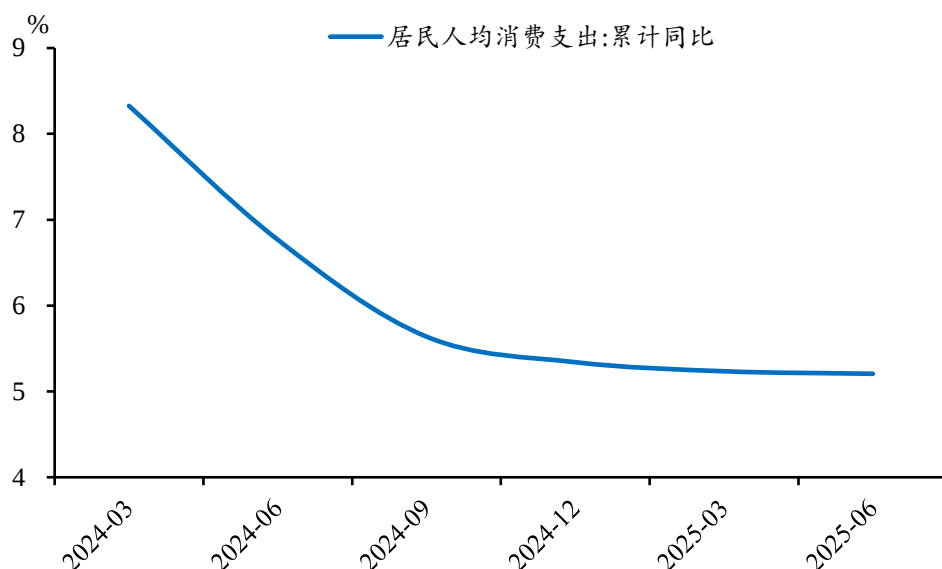
第一个背离，是最终消费对 GDP 的拉动减弱，与社零增速提升相背离。无论是最终消费，还是社零增速，二者都是消费层面的指标。今年二季度，这两个指标出现了背离，最终消费对 GDP 的拉动出现小幅回落，而社零当季增速、累计增速都出现回升。我们认为，这两个消费指标间的背离可能侧面反映出消费层面的结构性问题——**当前服务消费增速表现或略弱于商品消费。**最终消费、社零、居民消费支出三大指标的口径各不相同：社零统计包含商品、餐饮服务但不包含服务消费；居民消费支出既包含实物商品，也包含服务消费；最终消费则比居民消费支出还要多出金融中介服务、保险服务等。当前数据显示包含服务消费的指标回落、不含服务消费的指标抬升，我们认为这一背离或映射出服务消费略弱于商品，而商品消费的表现则离不开消费品以旧换新政策的支撑。

图 3：二季度，社零当季增速提升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：居民人均消费支出增速确有下滑



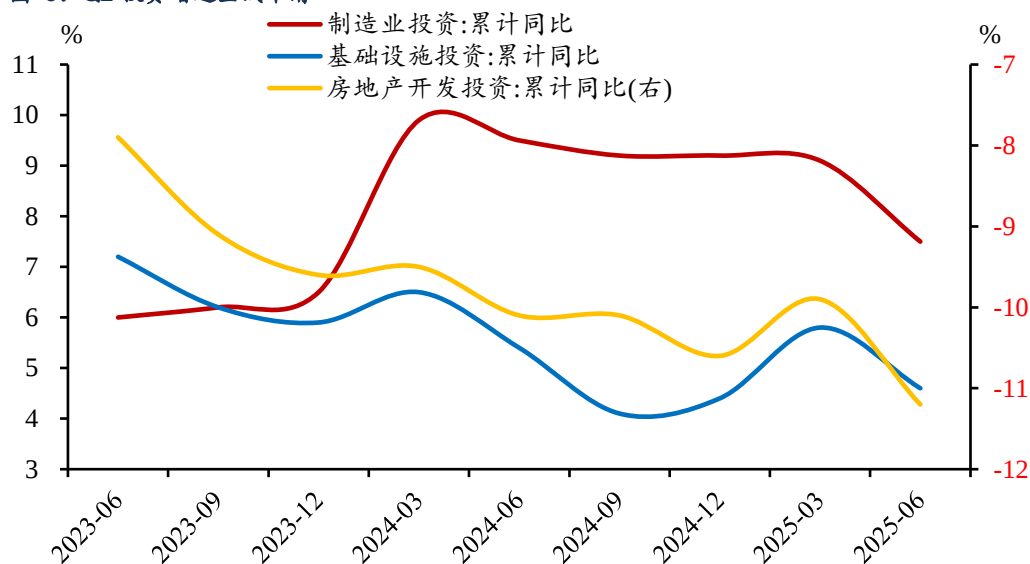
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第二个背离，是投资增速全线下滑，而总投资对 GDP 的拉动却出现回升。今年上半年总投资对 GDP 的拉动较一季度回升约 0.4 个百分点，而同期固定资产投资增速 2.8%，比一季度下降了 1.4 个百分点。不仅如此，**1) 基建、制造业、地产的投资增速全线出现下滑**。一季度，基建、制造业、地产的投资增速分别为 5.8%、9.10%和-9.9%；上半年，基建、制造业、地产的投资增速分别为 4.6%、7.5%和-11.2%。**2) 工业增加值增速也有回落**。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，上半年增速为 6.4%，可见二季度的工业增加值增速比一季度要小。

究其根源，GDP 的资本形成总额包括固定资产投资和存货，而 GDP 里的存货包括处于生产环节待用的各种材料及用品、尚未完成的在制品、已完成的制成品以及处于流通环节待出售的货物。但 GDP 的存货数据并无高频可循，工业企业存货数据或是一窥 GDP 存货变动的关键。截至今年 5 月份，存货同比增速也出现了上扬。

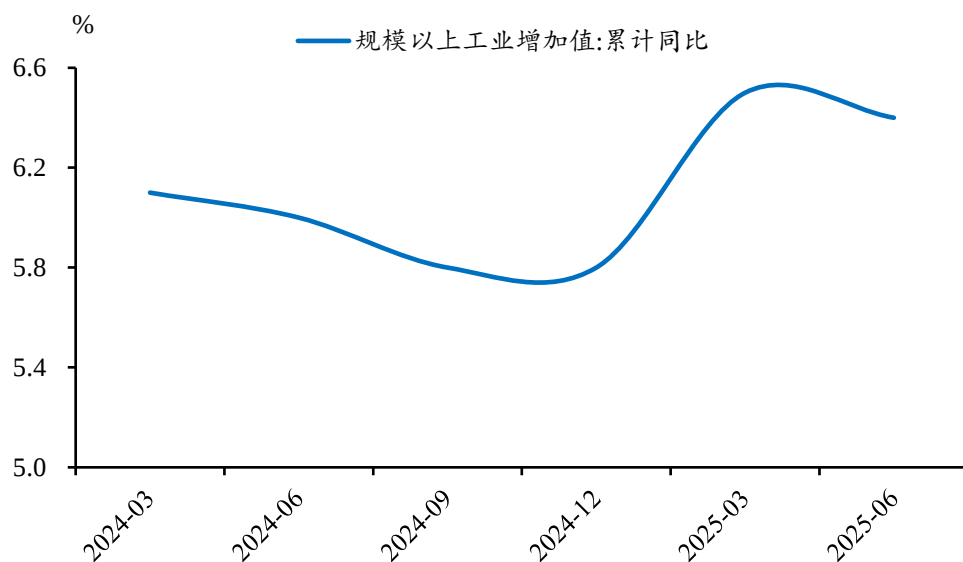
我们认为，固投增速回落下，总投资对经济的拉动回升，可能更多是存货带来的阶段性支撑。

图 5: Q2 投资增速全线下滑



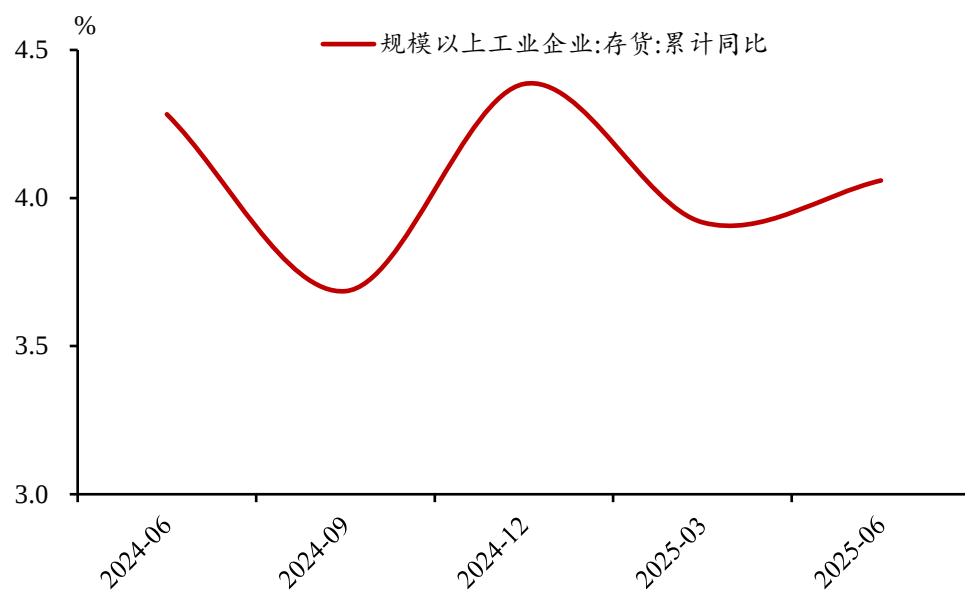
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6: Q2 工业增加值增速回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：存货增速出现回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 二季度数据仅截至 5 月份

三、后续仍需政策托底

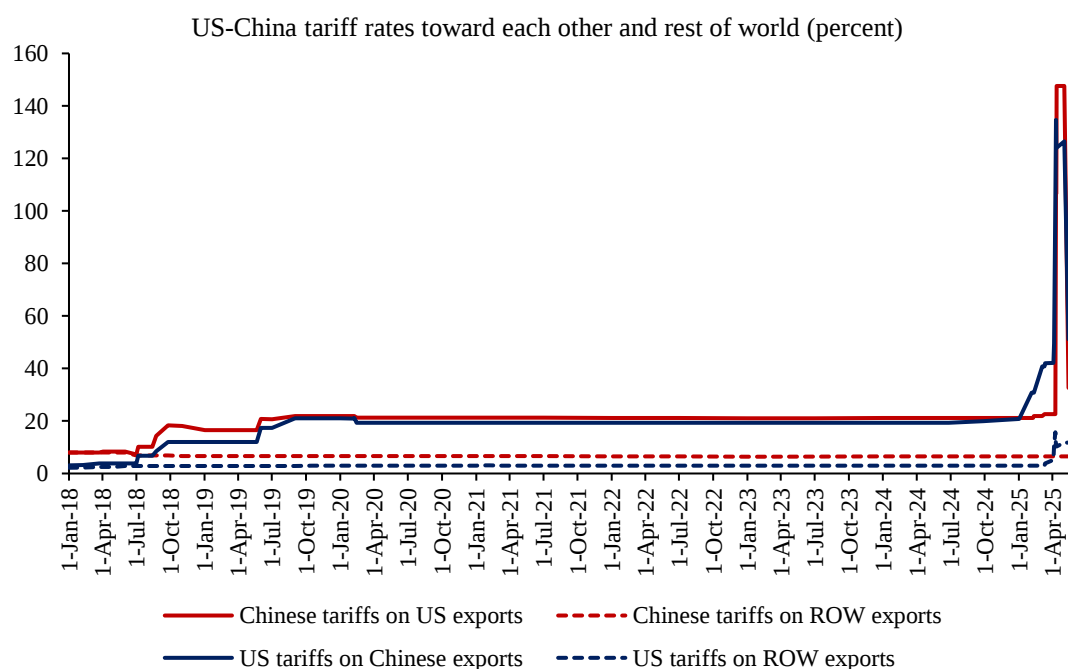
上半年经济增速是 5.3%，如果要做到全年“保 5%”，下半年 GDP 增速需要达到 4.7% 方可。与去年下半年相比，今年下半年经济增长的压力要小。但外部环境方面，下半年的压力更甚于去年同期。我们认为，后续仍需要政策托底。

首先，二季度的经济韧性是政策托底、出口超预期与存货阶段性支撑三者共同作用的结果。除了以旧换新政策带来的提振外，出口超预期和存货阶段性支撑在下半年的不确定性均较高。

其次，7 月关税风波再起，下半年出口仍存在风险点。目前来看，下半年最大的不确定性或仍在外贸层面。7 月关税风波再起之下，特朗普政府在当月宣布的 8 月 1 日生效的关税政策虽未提及中国，但中国和美国之前的日内瓦协议里，24% 的关税也仅暂停至 8 月中旬。后续还有近一个半月的抢出口窗口期，到期后关税重新恢复还是取消尚未可知，仍需密切关注中美间关税的最新谈判进程。

若以旧换新政策效果得以持续，我们认为下半年消费仍旧基本稳定。尽管中间以旧换新政策有些波折，但国家发展改革委、财政部已表示将在 7 月、10 月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金，各地也将持续做好配套资金支持。我们认为，在资金陆续到位下，消费品以旧换新政策带来的支撑依旧稳健。

图 8：24% 的关税暂停至 8 月中旬



资料来源：PIIE，信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。