



宏观研究

【粤开宏观】上半年中国经济复盘及6月数据的两组“预期差”

2025 年 07 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】未雨绸缪：下半年中国经济形势展望及建议》2025-07-13

《【粤开宏观】破解中美消费迷思：从统计核算到实物量的全面比较（2025）》
2025-06-24

《【粤开宏观】关于科创板改革的学习理解：三重意义，四大亮点》2025-06-19

《【粤开宏观】消费要有“钱”亦有“闲”：优化假期制度的必要性与建议》
2025-06-18

《【粤开宏观】中美关税战的终局在经济韧性与财政空间：中美财政空间比较》
2025-06-15

摘要

今年上半年中国经济运行总体平稳，在消费品以旧换新政策带动消费、专项债靠前发力带动投资、抢出口和抢转口带动出口的支撑下，实现了 5.3% 的同比增速。其中，一季度“开门红”，GDP 同比增长 5.4%；二季度顶住特朗普关税战的压力，仍保持 5.2% 的较高增速。

然而，经济的名义增速低于实际增速，削弱了民众对于经济增长的获得感。上半年名义 GDP 同比增长 4.3%，低于实际增速 1 个百分点；一季度和二季度名义增速分别为 4.6% 和 3.9%。因此有必要重构宏观调控政策目标体系，高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速。未来有必要设置“双 5”目标，即名义增速和实际增速均达到“5% 左右”，以就业和物价作为政策是否需要继续和加大力度的重要标准，努力实现有收入的增长、有就业的增长和有获得感的增长。

具体到 6 月经济数据，可以观察到两组“预期差”：

一方面，生产和出口高于预期，抢出口、抢转口、开拓非美市场等支撑 6 月出口高增，外需回升又带动工业生产加快。6 月中国出口总额同比增长 5.8%，较 5 月回升 1 个百分点。其中，对美直接出口同比为 -16.1%，降幅较 5 月收窄 18.4 个百分点；对东盟和越南出口同比保持 16.8% 和 23.8% 的较高增速。受外需回暖带动，6 月规模以上工业企业出口交货值同比和制造业 PMI 新出口订单指数回升，工业增加值同比和制造业 PMI 生产指数也随之上升。

另一方面，消费和投资低于预期，前者更多是受到暂时性冲击的影响，后者则可能面临更长时间的周期性约束。

6 月社会消费品零售总额同比由前值 6.4% 回落至 4.8%，其中，商品零售同比由 6.5% 降至 5.3%，餐饮收入由 5.9% 降至 0.9%。商品零售受国补资金紧张、618 促销提前等因素拖累，餐饮收入则受外卖平台降价竞争、政府整治违规吃喝等因素影响。

1-6 月固定资产投资完成额累计同比由前值 3.7% 回落至 2.8%。其一，房地产市场的调整仍在持续，房价止跌回稳基础不牢，拖累房地产投资。6 月商品房销售面积和房地产投资当月同比分别为 -5.5% 和 -12.9%，自 3 月“小阳春”以来持续下滑。其二，制造业投资增速放缓，或源于综合整治“内卷式”竞争，短期的阵痛和去产能是有必要的，否则会形成更长久的物价低迷和工业利润受损状态。2024 年以来制造业投资持续高增，其中部分是设备更新，部分是新增产能。在有效需求不足的背景下，新增产能会加剧部分行业“内卷式”竞争，2025 年二季度，工业产能利用率从一季度的 74.1% 回落至 74%。其三，广义基建投资增速回落，或受地方财政紧平衡制约。1-6 月地方财政主导的公共设施管理业投资累计同比为 1.7%，较 1-4 月和 1-5 月的 4.9% 和 3.8% 持续回落。上半年基建投资增速总体受到专项债的支撑，但月度同比增速下行则与地方财政紧平衡有关。



展望下半年，经济运行有一定压力，全年经济增速前高后低，可能走出“U型”态势，有必要未雨绸缪，从政策力度和改革力度同时发力。（详见《未雨绸缪：下半年中国经济形势展望及建议》）

风险提示：稳增长政策超预期、外部冲击超预期



目 录

一、上半年中国经济同比增长 5.3%，但物价低位运行，导致名义增速偏低	4
二、6 月经济数据的两组“预期差”：生产和出口高于预期，消费和投资低于预期	5
（一）抢出口、抢转口、开拓非美市场等支撑 6 月出口高增，外需回升带动工业生产加快	5
（二）商品零售受国补资金紧张、618 促销提前拖累，餐饮收入受外卖平台降价竞争、政府整治违规吃喝影响	5
（三）固定资产投资受房地产市场调整、产能利用率较低、地方财政紧平衡等因素制约	6
三、下半年经济运行有一定压力，有必要未雨绸缪，从政策力度和改革力度同时发力	7

图表目录

图表 1：GDP 名义同比增速连续 9 个季度低于实际同比增速	4
图表 2：6 月中国出口总额和对美出口同比增速回升	5
图表 3：6 月社零消费同比增速明显回落	6
图表 4：二季度以来房地产销售和投资增速回落	7



一、上半年中国经济同比增长 5.3%，但物价低位运行，导致名义增速偏低

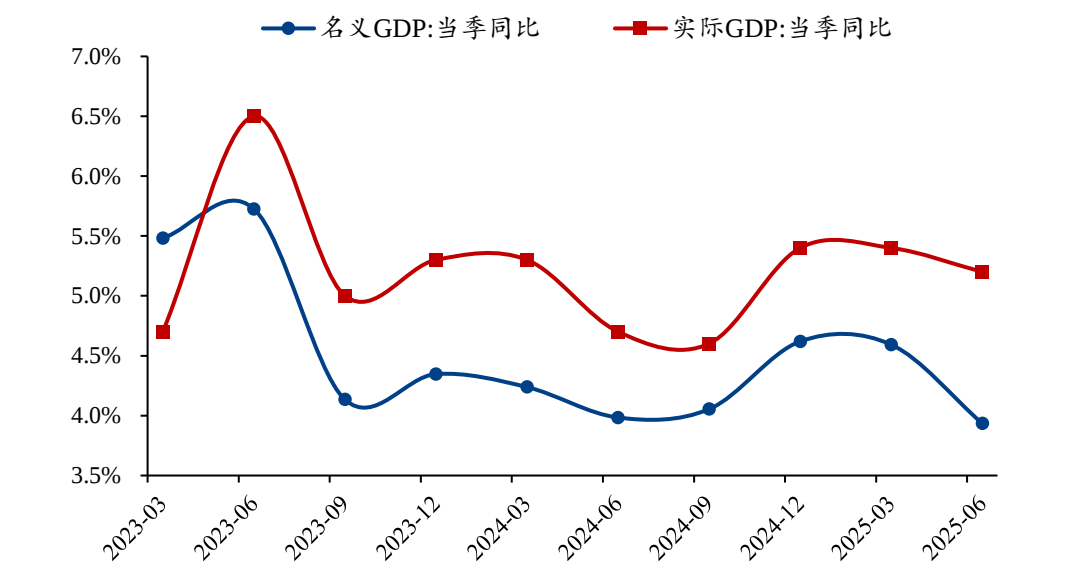
上半年中国实际 GDP 同比增长 5.3%，高于年初政府设定的“5%左右”的全年增速目标。其中，一季度“开门红”，GDP 同比增长 5.4%；二季度顶住特朗普关税战的压力，仍保持 5.2%的较高增速。中国经济的主要支撑力量在于：消费品以旧换新政策带动消费明显回升、大规模设备更新政策带动制造业投资保持高位、财政靠前发力带动基建投资保持较高增速、抢出口和抢转口带动出口韧性等。上述经济动能既反映出中国经济的强大韧性，也反映出更加积极有为的宏观政策有力地发挥了稳增长的重要作用。

然而，经济的名义增速低于实际增速，GDP 平减指数连续 9 个季度为负。上半年名义 GDP 同比增长 4.3%，低于实际增速 1 个百分点；一季度和二季度名义增速分别为 4.6% 和 3.9%，GDP 平减指数由-0.8%进一步降至-1.3%。经济名义增速偏低，会对企业营收和利润、居民收入、政府税收和财力等造成不利影响，加剧宏观数据与微观感受的背离，影响微观主体的预期和信心，拖慢经济恢复步伐。

经济名义增速偏低的直接原因是物价持续低位运行，根本原因是国内有效需求不足。2025 年 6 月，CPI 同比 0.1%，连续两年在 0 附近波动；PPI 同比为-3.6%，连续 33 个月负增长。一方面，国内物价受到国际油价下跌等输入性因素拖累。4 月初特朗普向全球发起关税战，引发全球经济衰退担忧，冲击原油等大宗商品的国际需求，导致其价格大幅下跌。6 月 PPI 石油工业和 CPI 交通工具用燃料分项同比分别为-9%和-10.8%，较一季度累计同比的-3%和-2.5%明显下滑。另一方面，国内有效需求不足，导致物价回升较缓。6 月 PPI 煤炭及炼焦工业、冶金工业、建筑材料工业分项同比分别为-23.8%、-4.9%和-4.4%，较 1 月分别下降 10.3、3.0 和 1.9 个百分点，背后是房地产销售和投资增速的下滑。居民消费有待进一步提振，6 月剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比为 0.7%，连续 2 个月回升，但仍显著低于疫情前 1.6%左右的中枢水平。

因此，有必要重构宏观调控政策目标体系，高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速。建议设置“双 5”目标，即名义增速和实际增速均达到“5%左右”，以就业和物价作为政策是否需要继续和加大力度的重要标准，努力实现有收入的增长、有就业的增长和有获得感的增长。

图表1: GDP 名义同比增速连续 9 个季度低于实际同比增速



资料来源: Wind、粤开证券研究院



二、6 月经济数据的两组“预期差”：生产和出口高于预期，消费和投资低于预期

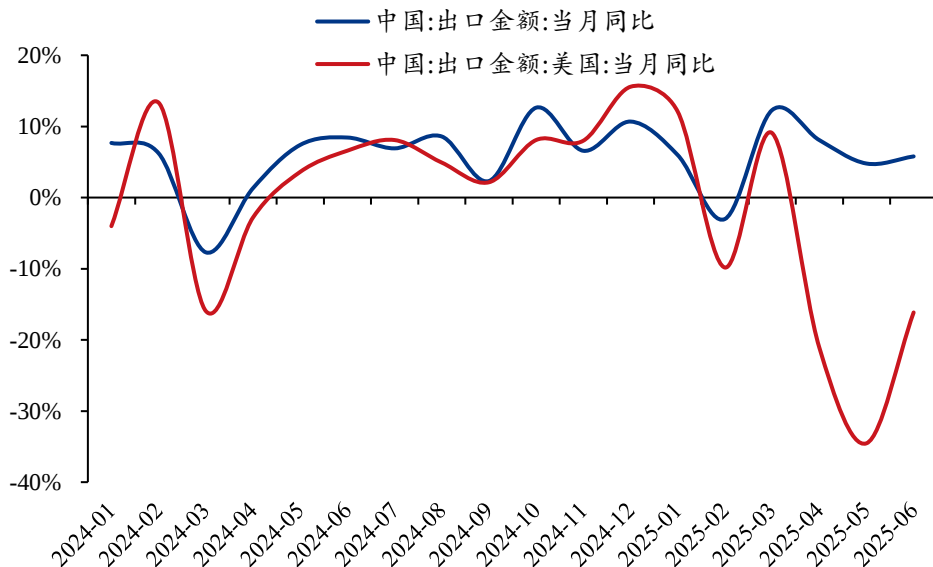
6 月规模以上工业增加值和出口同比分别为 6.8%和 5.8%，高于市场预期的 5.5%和 3.2%，也高于 5 月的 5.8%和 4.8%，预期向下但实际向上；社会消费品零售总额当月同比和固定资产投资完成额累计同比分别为 4.8%和 2.8%，低于市场预期的 5.6%和 3.7%，也低于 5 月的 6.4%和 3.7%，方向大体一致但实际降幅更大。

（一）抢出口、抢转口、开拓非美市场等支撑 6 月出口高增，外需回升带动工业生产加快

5 月 12 日中美达成“90 天关税暂缓期”的协议，但从协议生效到影响出口存在一定的滞后性，因此关税暂缓的效果主要在 6 月显现。6 月中国出口总额同比增长 5.8%，较 5 月回升 1 个百分点。其中，对美直接出口同比为-16.1%，较 5 月回升 18.4 个百分点，美国进口商和中国出口企业在“窗口期”内抢进口和抢出口；对东盟和越南出口同比保持 16.8%和 23.8%的较高增速，抢转口持续与特朗普关税政策的“围堵”赛跑，7 月 2 日特朗普宣称将对经由越南转运的商品加征 40%的关税。此外，面对美国不断强化的贸易保护主义，中国积极开拓“一带一路”沿线国家等非美市场，6 月中国对欧盟、印度、非洲出口同比分别为 7.6%、9.4%和 34.8%，均高于出口总体增速的 5.8%。

外需回升带动国内工业生产加快。6 月规模以上工业企业出口交货值同比由前值 0.6%显著回升至 4%，制造业 PMI 新出口订单指数由前值 47.5%回升至 47.7%。受此影响，6 月规模以上工业增加值同比从 5.8%加快至 6.8%，制造业 PMI 生产指数从 50.7%升至 51%。

图表2：6 月中国出口总额和对美出口同比增速回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）商品零售受国补资金紧张、618 促销提前拖累，餐饮收入受外卖平台降价竞争、政府整治违规吃喝影响

6 月社会消费品零售总额同比由前值 6.4%回落至 4.8%，其中，商品零售同比由 6.5%

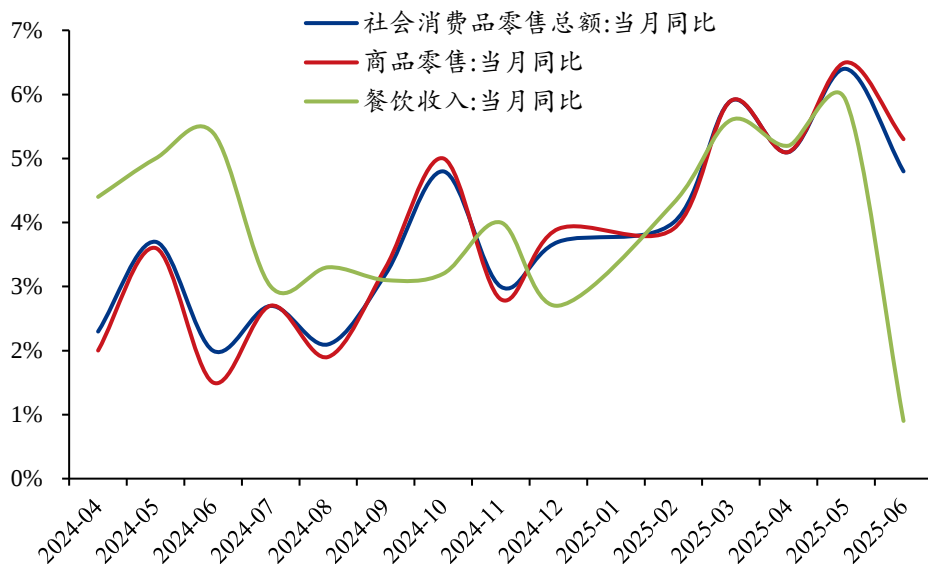


降至 5.3%，餐饮收入由 5.9%降至 0.9%。

商品零售方面，今年 618 促销活动自 5 月 13 日启动，与消费品以旧换新政策叠加，带动 5 月商品零售同比较 4 月加快 1.4 个百分点。但这也导致了两个问题：一是居民提前“囤货”，部分需求被前置至 5 月，导致 6 月需求回落；二是 5 月国补资金被大量消耗，导致 6 月部分地方国补资金短缺，出现国补暂停或限额管理，导致部分需求被迫延后。4-6 月，通讯器材类零售额同比分别为 19.9%、33%和 13.9%，家电音像类零售额同比分别为 38.8%、53%和 32.4%，预计 7 月国补资金补充后，增速将重新回升。

餐饮收入方面，同比增速的异常下滑更多是事件性冲击。6 月餐饮收入同比由 5.9%骤降至 0.9%，限额以上企业餐饮收入同比更是由 4.8%跌至-0.4%。一是外卖平台为争夺市场份额开启降价竞争，商户为保持平台的曝光推荐而被裹挟降价；二是整治违规吃喝行动是必要的，但部分地方出现未准确全面理解意图，“层层加码”，把“禁止违规吃喝”简单等同于“禁止吃喝”，对餐饮行业造成一定冲击。

图表3：6 月社零消费同比增速明显回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）固定资产投资受房地产市场调整、产能利用率较低、地方财政紧平衡等因素制约

1-6 月固定资产投资完成额累计同比由前值 3.7%回落至 2.8%，其中房地产投资、制造业投资、广义基建投资同比分别由-10.7%、8.5%和 10.4%回落至-11.2%、7.5%和 8.9%。

其一，房地产市场的调整仍在持续，房价止跌回稳基础不牢，拖累房地产投资。6 月商品房销售面积和房地产投资当月同比分别为-5.5%和-12.9%，自 3 月“小阳春”以来持续下滑。一线城市二手房价 4 月起环比增速转负，一二线城市新房房价 5 月起环比增速转负，房价尚未实现止跌回稳。目前房价下跌的背后有几大推动力：其一，房地产企业现金流紧张，不得不降价促销新房，新房价格下降带动二手房价下行；其二是部分企业经营困难导致抛售房地产乃至被动形成法拍房拍卖，非正常状态下的成交价格往往偏低，带动周边二手房价下行；其三，房价下行影响居民信心，闲置或出租状态下的二手房挂牌，增加供给；其四，好房子是满足人民群众美好需要的升级类产品，但客观上对

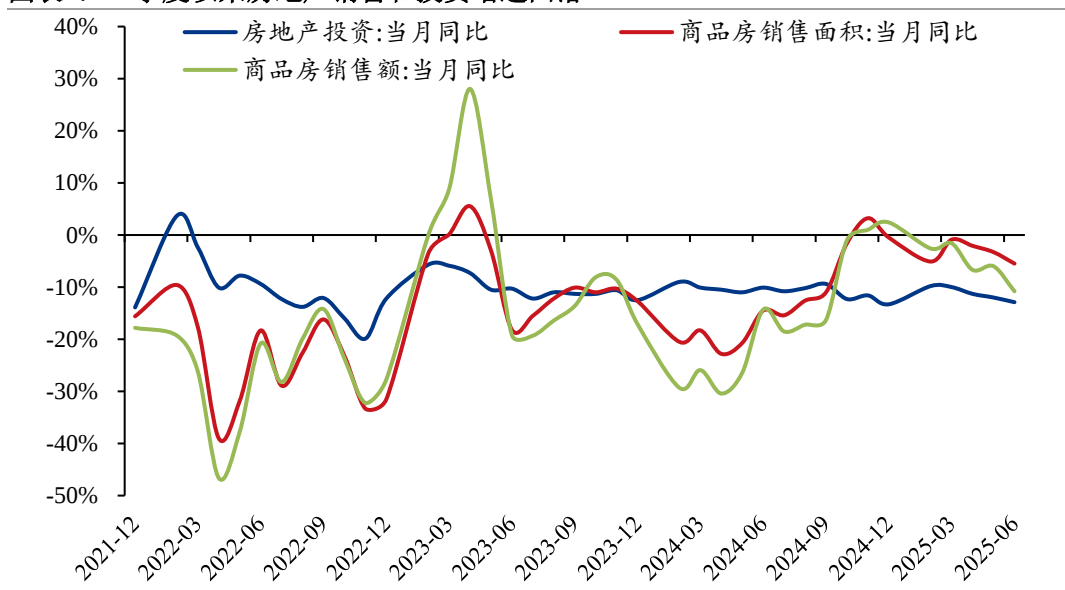


存量商品房的需求和价格造成冲击。

其二，制造业投资增速放缓，或源于综合整治“内卷式”竞争，短期的阵痛和去产能是有必要的，否则会形成更长久的物价低迷和工业利润受损状态。1-6月制造业投资累计同比仍保持7.5%的较高增速，但较1-5月回落1个百分点。2024年以来制造业投资持续高增，其中部分是设备更新，部分是新增产能。但在有效需求不足的背景下，新增产能会加剧部分行业“内卷式”竞争，导致企业“增产不增收，增收不增利”，1-5月规模以上工业企业利润总额累计同比为-1.1%。2023-2024年，工业产能利用率呈现年内逐季上升的走势，但2025年二季度，工业产能利用率却从一季度的74.1%回落至74%。在工业生产相对平稳的情况下，产能利用率下降或源于投资高增导致的产能扩张。在综合整治“内卷式”竞争的政策指导下，企业将更理性地投建新产能，以及加强并购重组，提高行业集中度。

其三，广义基建投资增速回落，或受地方财政紧平衡制约。上半年基建投资增速总体受到专项债的支撑，但月度同比增速下行则与地方财政紧平衡有关。1-6月广义基建投资累计同比为8.9%，是固定资产投资的主要支撑项，但较前值回落1.5个百分点。虽然“6+4+2”的化债方案极大地缓解了地方政府的债务压力，但由于6万亿是分三年实施、4万亿是分五年实施，实际上年度化债资源约为2.8万亿的额度，与部分地区的客观需要有一定差距，地方政府仍需较大精力和财力用于化债。此外，受房地产市场调整、土地出让收入减少影响，地方政府支持基建投资的资金有限。1-6月地方财政主导的公共设施管理业投资累计同比为1.7%，较1-4月和1-5月的4.9%和3.8%持续回落。

图表4：二季度以来房地产销售和投资增速回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、下半年经济运行有一定压力，有必要未雨绸缪，从政策力度和改革力度同时发力

下半年经济运行有一定压力，全年经济增速前高后低，可能走出“U型”态势。下半年的压力主要体现为：一是消费品以旧换新面临透支效应和高基数，房价下跌可能导致居民财富缩水进而减少消费，机关事业单位群体减少消费；二是美对华实际关税税率高达40%，前期抢出口效应逐步消退，特朗普对东南亚、墨西哥等加征关税围堵中国转



出口，出口企业和从业人员可能面临压力；三是房地产止跌回稳的基础不牢，5月以来房地产销售、投资和价格再度下行，对消费、投资和财政收入产生影响；四是地方财政形势总体仍处紧平衡，上半年经济增长的背后是财政积极靠前发力，一定程度上影响下半年财政资源支持经济的力度。

一是根据形势的需要动态调整预算，扩大财政支出，对冲关税战可能引发的外需下滑风险，稳定经济增长。在落实好年初既定政策的同时密切跟踪关税战对外需的影响。当外需面临明显压力时，及时调整预算扩大支出进而扩大总需求，做好稳岗稳就业工作，避免居民收入和消费能力在短期受到较大冲击。

二是及时纾困救助外贸等受损行业，解决重大冲击下可能的失业问题，对因外贸冲击的失业群体可按照低保标准给予半年或者一定阶段的直接补贴。积极支持金融机构加大对受损行业的融资支持力度，政府给予适当贴息。

三是继续加快超长期特别国债、专项债券剩余额度的发行和使用，更好发挥扩投资、促消费的政策效果。下半年，超长期特别国债和新增专项债券仍是加力扩投资促消费的关键抓手，剩余额度分别为7450亿元和2.2万亿元。

四是给二孩及以上家庭发放补贴“投资于人”，“以旧换新”补贴扩围至服务消费，提振消费。给二孩及多孩家庭发放生育补贴，例如对3岁以下的二孩及多孩新生儿，每月补贴500元，可以很好地把促消费与促进生育结合起来，实现多重政策效果。超长期特别国债支持消费品以旧换新政策可扩围至服务消费，促进服务消费发展。

五是启动新一轮有效益的投资计划，重点支持东部地区、重点考虑投资效益，资金来源为法定债务而非扩张隐性债务。投资与消费并不矛盾，两者是经济循环的核心，只是中国要从过去过度依赖债务驱动投资、投资驱动增长的发展模式升级为更加重视消费、重视供需平衡，并非不要投资，没有必要“谈投资色变”，关键在于找到有效益的投资领域和区域，尤其是要重视投资效益，重视资金来源。

六是优化化债措施，加快存量隐性债务置换工作，根据地方隐性债务到期和付息情况需要实事求是地将“6+4”化债方案的额度靠前使用。继续解决地方政府拖欠企业账款问题，畅通经济循环。（详见《新一轮地方化债的成绩、挑战及建议》）

七是探索增发国债在中央层面成立“房地产稳定基金”，下调利率和税费成本以降低房地产交易成本，增加对地方的转移支付帮助地方政府以更大力度收储、减少供地等。其一，探索成立中央房地产稳定基金，先期规模可在2万亿元左右，专项用于保交楼、收储存量房和房企存量闲置土地等，缓解房企流动性压力，以坚定不移的决心并释放强烈的信号推动房地产市场“止跌回稳”。进一步放宽北京、深圳、上海的住房限制性举措。其二，对于地方政府因为房地产形势下行而减少的土地出让收入，考虑继续增加地方政府债务额度或者中央转移支付予以弥补，从根本上控制、减少土地供给并回购闲置土地。其三，高度重视房地产企业的流动性风险，鼓励行业优质房企并购其他房企，同时金融政策给予信贷支持。其四，对于居民个人房贷月供逾期，适度予以展期。其五，落实落细白名单融资支持以及完善预售资金监管，避免资金监管从过松进入到过紧的另一个极端从而导致房企流动性枯竭。

八是推动“国资—财政—社保”联动改革，在不增加财政负担的基础上，增加国资收益上缴财政并专项用于社保体系建设，提高城乡居民养老金待遇，降低其预防性储蓄需求、释放消费潜力。2024年全国城乡居民养老金平均月均为243元，明显低于农村低保水平（600元/月左右），如果提高到低保水平，则需要7000-8000亿资金。该部分资金如果从一般公共预算支出，则增加财政负担，因此可以发挥公有制经济的优势，加大国资上缴财政并用于社保建设。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com