

宏观点评 20250715

5.2%之后，下半年还有哪些变数？——6 月和 Q2 经济数据点评

2025 年 07 月 15 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ 1、怎么看二季度 5.2% 的经济增速？

■ 一是实际增速较高，但名义增速有待提高，GDP 平减指数降幅扩大。二季度实际 GDP 增速 5.2%、上半年累计增长 5.3%，预计能顺利完成全年 5% 左右的经济目标。但从名义 GDP 增速来看，二季度增长 3.9%，低于 Q1 的 4.6%。对应 Q2 的 GDP 平减指数约为 -1.2%，相比 Q1 的 -0.8% 降幅进一步扩大。但下半年随着“反内卷”的推进，平减指数降幅有望收窄。

■ 二是从需求来看，三大领域表现好于去年。一是“以旧换新”带动消费增速走高，上半年社零增长 5.0%，高于去年同期的 3.7%；二是这轮地产复苏更具韧性，上半年商品房销售累计增速 -3.5%，也远高于去年同期的 -19%；三是“抢出口”和转口贸易对出口的支撑较强，上半年出口累计增长 5.9%，高于去年同期 3.66%。

■ 三是从收入增速来看，居民>企业>政府，但政府部门收入增速高于去年同期，加上债务融资前置，支持财政发力稳定经济。具体来看，今年上半年，居民可支配收入同比+5.3%，与去年同期大致相当。前 5 个月，政府部门一般公共预算收入累计 -0.3%，政府性基金收入 -6.9%，增速均高于去年同期的 -2.8%/-10.8%，加上专项债和特别国债的靠前发行，财政发力稳定上半年经济。受到供需失衡和“内卷式竞争”的影响，企业部门收入和利润都弱于去年，前 5 个月规上工业营收同比+2.7%、利润 -1.1%，弱于去年同期的+2.9%/+3.4%；前 4 个月规模以上服务企业营收+7.2%，弱于去年同期+8.5%。

■ 2、6 月经济有哪些边际变化？

■ 一是外需带动工业生产走强。6 月工业增加值同比从 5.8% 升至 6.8%，是上半年次高值。主要原因是外需仍然超预期强劲，6 月出口增速从 4.8% 回升至 5.8%，支撑了国内工业生产。装备制造业仍然是工业生产的主要支撑，汽车制造、电气机械、电子设备、其他运输设备等行业增加值同比都在 10% 以上。从产品来看，工业机器人产量同比+37.9%、太阳能电池+24.1%、新能源汽车+18.8%，上月分别为+35.5%、+24.1%、+31.7%。尽管生产较强，但工业产销率偏低。5 月工业产销率为 94.3%，较去年同期低 0.2 个点，表明产销衔接不够通畅。

■ 二是内需边际走弱，消费、投资增速下降，但下半年政策有望进一步支撑内需。消费增速小幅走低，主要是 618 提前、餐饮增速变化和“以旧换新”处在接力窗口期等因素影响。由于 618 促销的许多活动提前至 5 月，5 月社零处于偏高状态，6 月社零当月增速从 6.4% 降至 4.8%，其中商品零售增速从 6.5% 降至 5.3%，餐饮收入增速从 5.9% 降至 0.9%。

■ 商品零售中，部分“以旧换新”产品销售增速有所回落，如限额以上家电销售增速从 5 月 53% 降至 32.4%，通讯器材从 33% 降至 13.9%，文化办公从 30.5% 降至 24.4%，建材从 5.8% 降至 1.0%，汽车和家具销售增速比 5 月有所回升。6 月“以旧换新”前两批 1620 亿资金即将用尽、剩下的 1380 亿资金要等到 7 月才下达，因而补贴品增速较 5 月有所下降。7 月“以旧换新”下一批资金到位后，仍将对耐用品消费形成支撑。

■ 6 月消费走低有 5 月增速高的原因，从季度住户调查数据来看，Q2 消费相比 Q1 基本稳定。Q2 居民消费支出增速 5.2%，与 Q1 持平；消费倾向 68.6%，较去年同期小幅回升 0.1 个点。从八大类消费来看，呈现出从“补贴消费”回归“基础消费”的特点，食品烟酒、衣着、居住、医疗保健等四类消费支出增速均比 Q1 回升，但生活用品与服务、交通通讯、教育文化和娱乐等三种消费支出增速均低于 Q1，而后三者是“以旧换新”补贴集中的领域。这表明，补贴政策带来“耐用品消费升、其

相关研究

《新增贷款与政府债券“双轮”推升社融——2025 年 6 月金融数据及国新办新闻发布会点评》

2025-07-15

《《大美丽法案》：内容、影响与策略启示》

2025-07-14

他消费降”的消费结构变化，正在逐步回归常态。

■ 6月固定资产投资累计增速从3.7%降至2.8%，主要是基建投资和制造业投资降幅较大。广义基建累计增速从10.4%降至8.9%，主要来自于三个行业的减速，水利管理业累计增速从26.6%降至15.4%（可能与去年基数太高有关，去年同期从18.5%提升至27.4%），公共设施管理业从3.8%降至1.7%，公用事业（电热燃水）从25.4%降至22.8%。制造业投资累计增速从8.5%降至7.5%，其中有色金属加工、医药制造、电子设备等行业投资增速降幅较大。但下半年新的政策性金融工具落地有望支撑投资。

■ 三是供需平衡压力加大，产能利用率降至2013年以来历史同期次低值，“反内卷”将推进经济再平衡。内需边际走弱、工业边际走强，6月国内供需平衡压力加大。从产能利用率来看，Q2工业产能利用率环比下降0.1个百分点至74%，处于历史同期较低水平。“反内卷”政策近期加快落地，下半年预计将加快经济供需再平衡。

■ 3、下半年经济可能还有哪些变数？

■ 一是需求端的三大变化，消费、出口、房地产销售如何演变。上半年消费、出口、房地产都强于去年同期，下半年这三个领域的强势表现会否持续？消费和出口两个领域都存在预支需求的风险，而房地产销售在Q2逐月走弱，4-6月累计增速分别为-2.8%→-2.9%→-3.5%。消费、出口、房地产三大需求如何演变可能是影响下半年经济的重要因素。

■ 二是政策端的三大变化，政策性金融工具何时落地、消费政策还有哪些增量、“反内卷”如何演进。政策性金融工具关注落地节奏和支持领域，消费政策关注会否加码补贴，“反内卷”政策关注具体政策抓手和力度，三者分别影响内需（投资、消费）和供给，是下半年经济再平衡的关键。

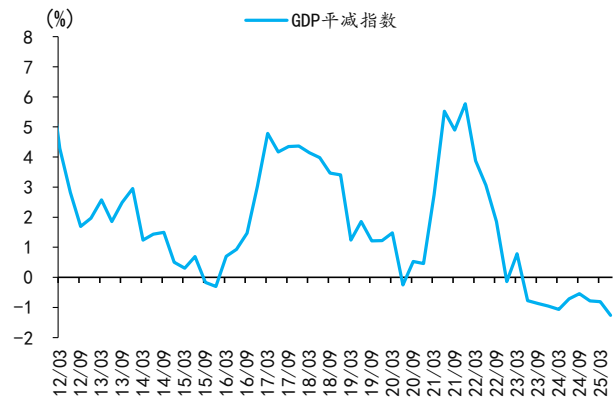
风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1：6月经济数据概览（当期同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-06	6.8	6.0	4.8	0.5	-12.9	5.1	5.3	5.8	1.1	2025-06	0.1	-3.6
2025-05	5.8	6.2	6.4	2.9	-12.0	7.8	9.2	4.8	-3.4	2025-05	-0.1	-3.3
2025-04	6.1	6.0	5.1	3.6	-11.3	8.2	9.6	8.1	-0.3	2025-04	-0.1	-2.7
2025-03	7.7	6.3	5.9	4.3	-10.0	9.2	12.6	12.3	-4.4	2025-03	-0.1	-2.5
2025-02	5.9	5.6	4.0	4.1	-9.8	9.0	9.9	2.2	-8.4	2025-02	-0.7	-2.2
2024-12	6.2	6.5	3.7	2.2	-13.5	8.3	7.4	10.7	0.9	2025-01	0.5	-2.3

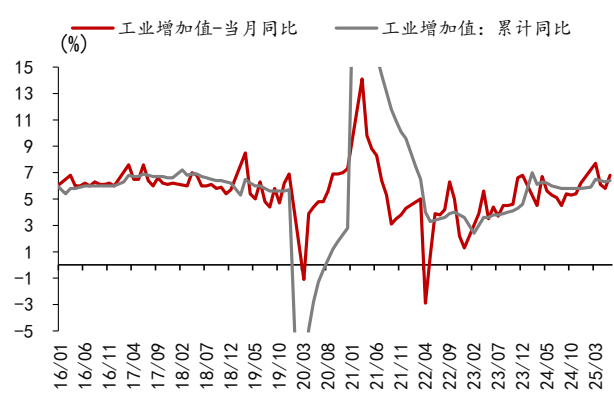
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：GDP平减指数



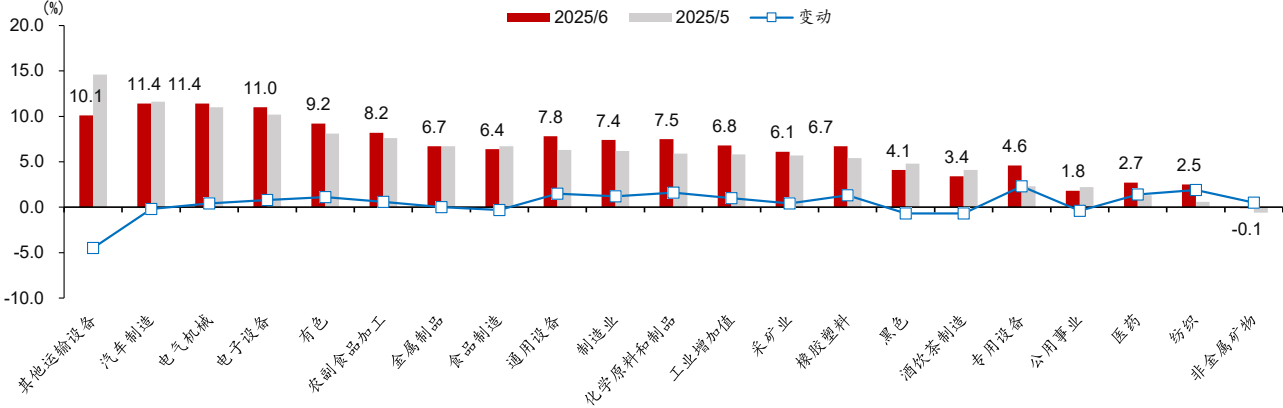
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：工业增加值增速



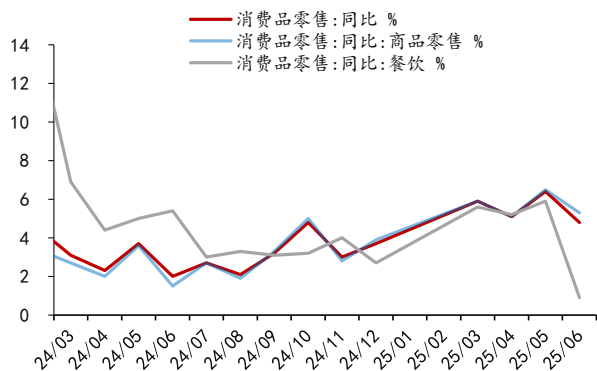
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：分行业的工业增加值



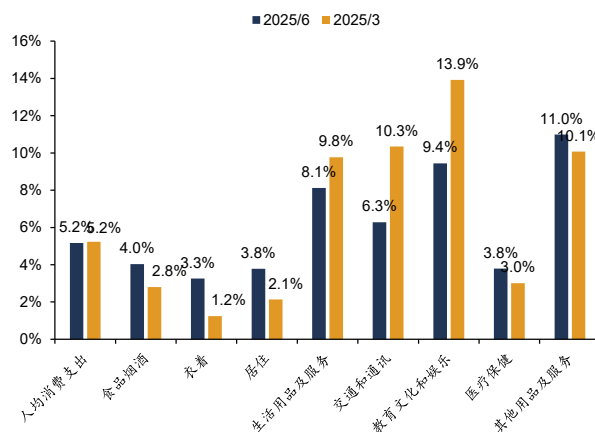
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：6月社零增速



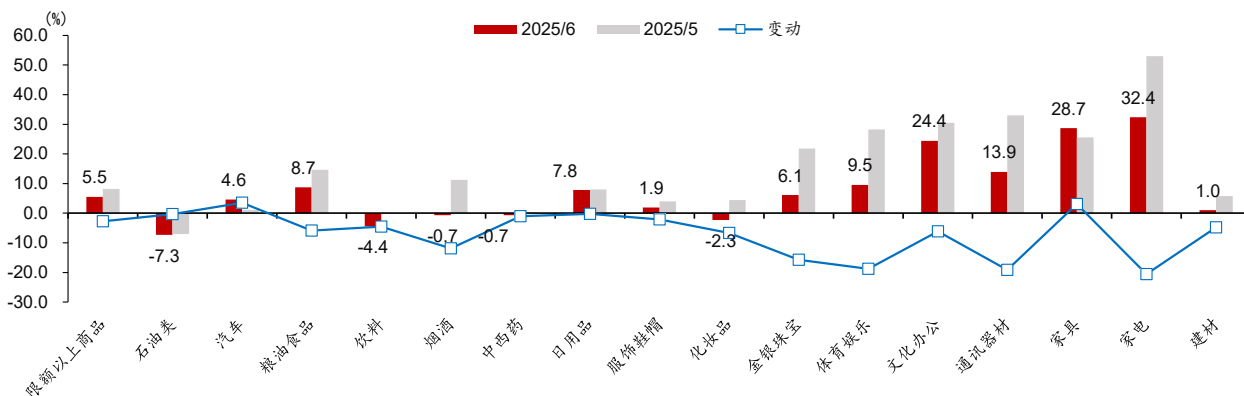
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：八大类消费增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：分产品的限额以上商品零售增速



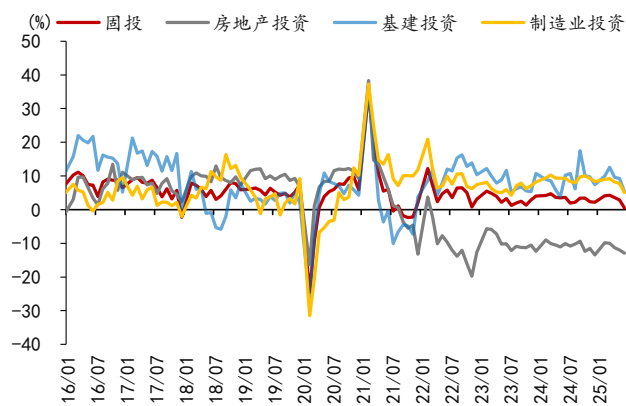
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：固定资产投资同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：固定资产投资及主要分项的增速（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>