



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**7月15日，国家统计局发布上半年经济数据。初步核算，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%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%。

➤ **上半年中国经济 5.3%的增速既来之不易，也意味深长。通过对比去年同期，我们认为如下几个不寻常点对于展望下半年的经济和政策尤为重要：**

➤ **一是中国 GDP 对美国的比重有望重拾回升之势。**这一韧性的彰显有利于在当前的国际经贸斗争中赢得主动，尤其是在美国对其他经济体关税升级背景下，在下半年复杂的外部环境中，中国依然有望延续对美的“阶段性缓和”。

➤ **二是经济的“缓冲垫”降低了短期政策加码的紧迫性。**鉴于 5.3%的增速明显好于去年同期（5.0%），这就意味着下半年即便经济增速放缓，全年 5%左右目标实现的难度不大（我们测算下半年 4.7%的经济增速便能成功实现 2025 年增长目标），因此年中政策转向的必要性不大。

➤ **三是仍需留意“经济运行出现分化”。**去年上半年经济显现出“生产强、消费弱”的分化，我们认为今年下半年这种分化有重现的风险，尤其是随着当前地产价格的回落和下半年“两新”政策力度的减弱。

➤ **同样值得关注的是上半年 4.3%的名义 GDP 增速，二季度更是从一季度的 4.6%降至 3.9%。**名义 GDP 与实际 GDP 缺口的拉大印证了央行“价格持续低位运行”的判断，因此我们预计在财经委会议之后，“反内卷”仍将成为 7 月政治局会议的重要议题，但不同于上一轮的“去产能+需求侧刺激”，这一轮的“反内卷”将更多从供给端和重点行业来推进。

➤ **消费：还有后劲，但下半年面临基数压力。**商品零售方面，随着今年“618”提前开启的影响消退，6 月同比出现回落。结构上看，依然是“以旧换新”政策的带动作用凸显，家电、汽车等“加力扩围”品类零售涨幅较大；油价影响下，石油及制品类形成主要拖累。往后看，随着“国补”剩余资金的有序下达，消费仍有一定后劲。但随着下半年基数的抬高，部分月份的社零同比可能出现向下波动。

值得注意的是，6 月餐饮收入同比出现大幅下滑。这背后存在三方面原因：一是去年暑期消费表现强劲（去年 6 月餐饮收入同比 5.4%），导致今年 6 月面临的基数较高。二是统计口径造成了一定影响，基于零售额测算的餐饮收入同比低于官方同比 1.3 个百分点，表明今年统计口径的扩大也垫高了去年的基数。三是京东、美团等平台企业的竞争、发放补贴等，可能也造成了一定影响。

➤ **工业：出口的超预期成就了工业生产的超预期。**受 5 月关税暂缓对出口提振作用后置到 6 月等因素影响，6 月出口增速超预期上升，这也带动了工业增加值同比增速不降反升、录得 6.8%的好成绩。除此之外，6 月工作日天数的增多也在一定程度上对工增同比增速形成拉动。

然而，在外部不确定性仍存、内部“反内卷”的情况下，后续工业生产极有可能

相关研究

1.2025 年 6 月外贸数据点评：6 月出口：“预期差”在哪？-2025/07/14

2.美国经济研究：关税“悖论”：真的越加越通缩？-2025/07/12

3.“十五五”规划系列报告（三）：从今年高考看“十五五”规划-2025/07/11

4.海外政策展望：跳出关税看谈判：“7 月 9 日”还重要吗？-2025/07/07

5.市场动态点评：A 股、美股共振：复盘与展望-2025/07/07

迎来放缓。外部来看，4月美国加征关税后，企业普遍采取审慎策略；**内部来看**，当前煤炭开采、化纤、汽车等行业产能利用率下滑明显，导致二季度产能利用率进一步降至74.0%，产能有待进一步出清。内外部压力均易对后续工业生产形成压制。

➤ **制造业：民间投资动能减弱的直观信号。**自4月美国加征关税以来，制造业投资增速便处于下行通道，其6月同比增速进一步降至5.1%。**结合制造业民间投资活跃度下滑的态势来看，当前影响制造业投资增速的核心因素在于预期修复与信心恢复力度不足。**从不同行业来看，6月制造业投资增速放缓明显的行业主要为电子设备、专用设备、化学制品、医药等行业。

➤ **基建：下半年重要性依旧。**6月广义基建投资增速下降至5.3%（5月为9.2%），主因在于公用事业以及水利、环境和公共设施两大板块形成拖累，相较之下交通仓储板块投资增速表现更好。不过整体来看，今年上半年广义基建投资具有韧性，一定程度上对冲了制造业投资的下行。

今年“稳基建”的重要性依旧较高。通常领先于基建投资6-9个月的发改委审批固投项目金额，今年上半年处于历史同期高位；同时沥青开工率近期也处于上行通道中，表现明显优于2024年同期。**这些指标均能说明今年基建项目建设的意愿并不算弱，未来基建增速将维持在中性区间。**

➤ **地产：压力较去年下半年凸显。**和去年相比，今年以来的房地产市场呈现出清晰的“存量重于增量”特征，这也和政策“加快构建房地产发展新模式”的思路一脉相承。**一方面**，房地产投资增速较去年进一步下降，产能的出清和调整仍在继续。**另一方面**，无论是商品房销售，还是新开工、竣工面积增速，都较去年明显改善。不过，随着前期政策脉冲的回落，地产的近期运行态势呈现波动，7月以来30城商品房成交下降。往后看，在城市更新、建设“好房子”等持续推进的过程中，需求端的政策也存在进一步打开的空间。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

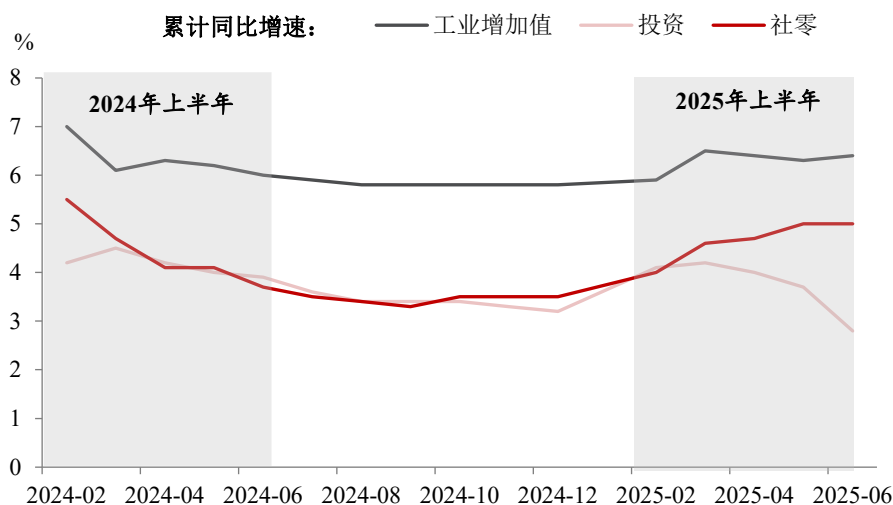
图1：中国 GDP 对美国的比重有望重拾回升



资料来源：iFind，民生证券研究院

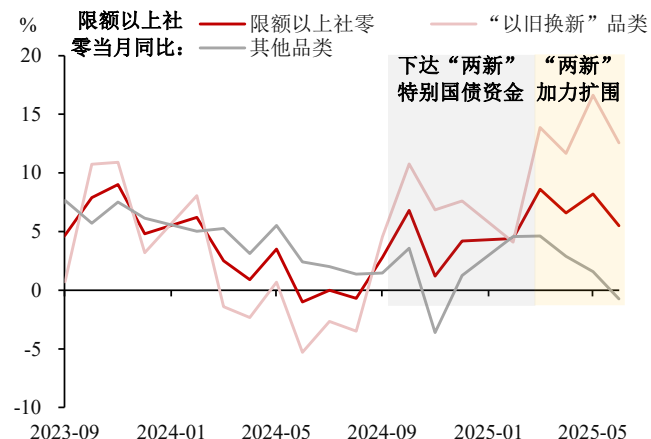
注：2025 年数据是根据中国和美国最新名义 GDP 增速进行预测。

图2：接下来经济分化很有可能趋于明显



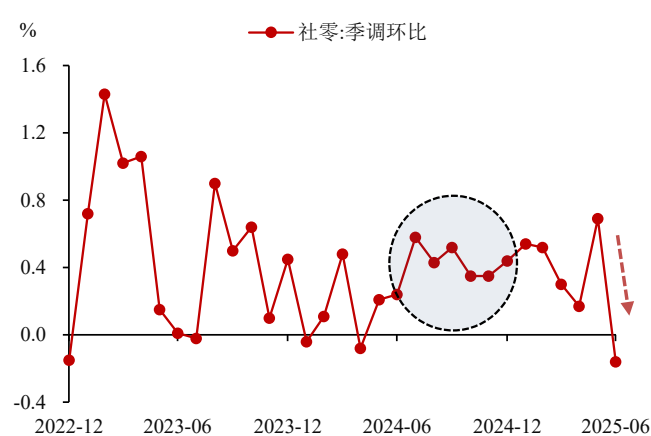
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：“以旧换新”政策持续对社零形成有力带动



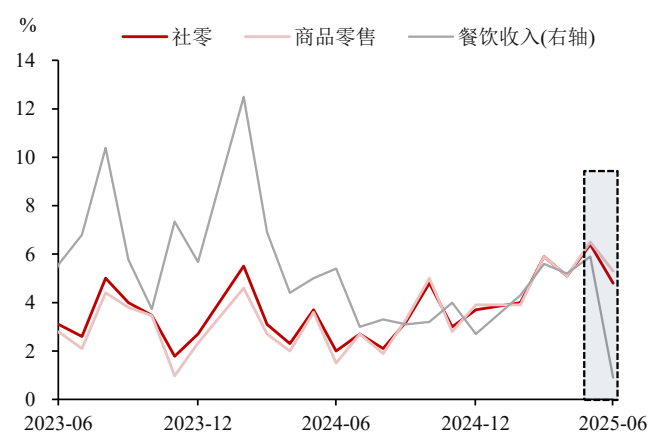
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2024年下半年的社零基数较上半年明显抬高



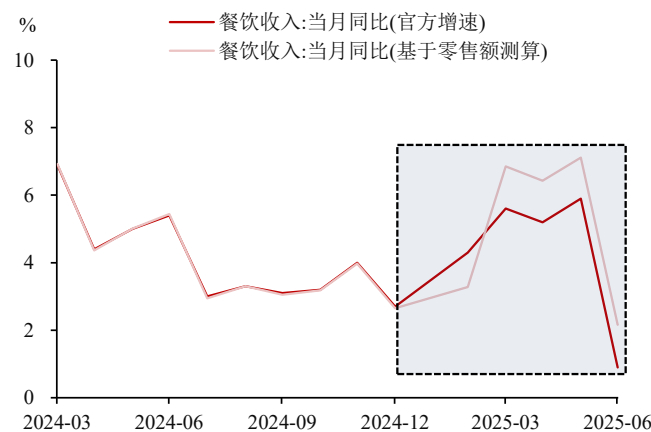
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：6月，餐饮收入同比出现大幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：今年以来，餐饮收入的统计口径出现调整



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：6月出口的超预期，带动工业生产表现也超预期



图8：工增增速与工作日天数具有一定正相关性

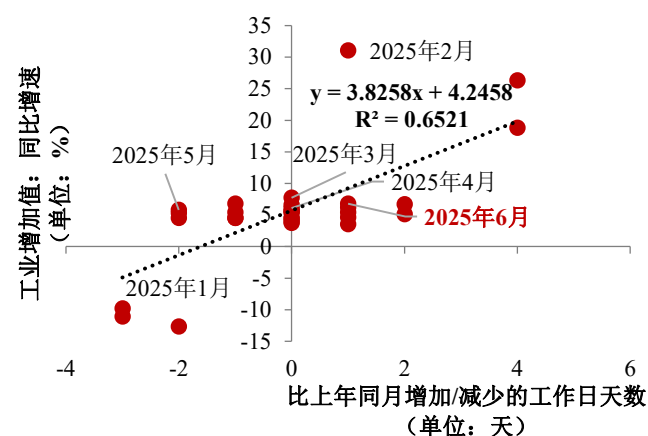


图9：2025 年二季度产能利用率下滑的工业行业偏多

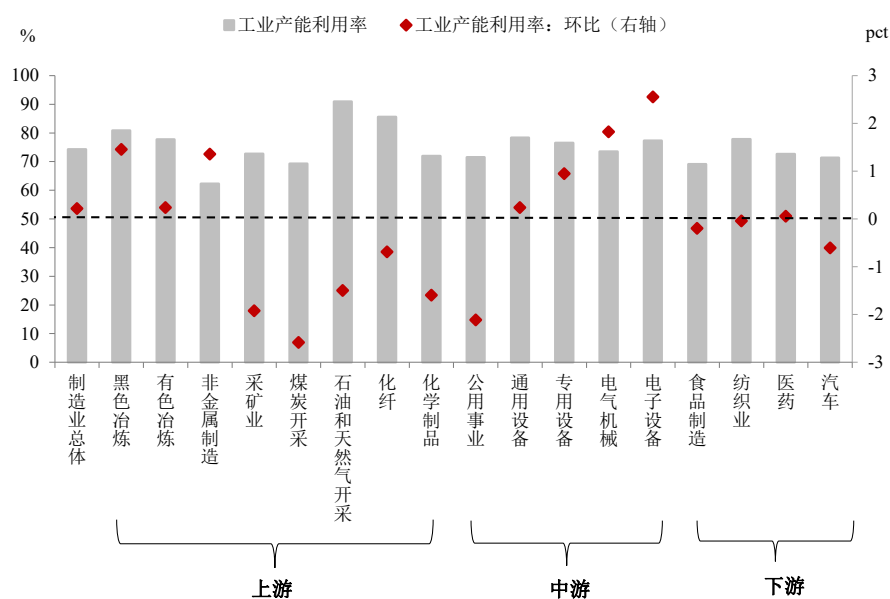
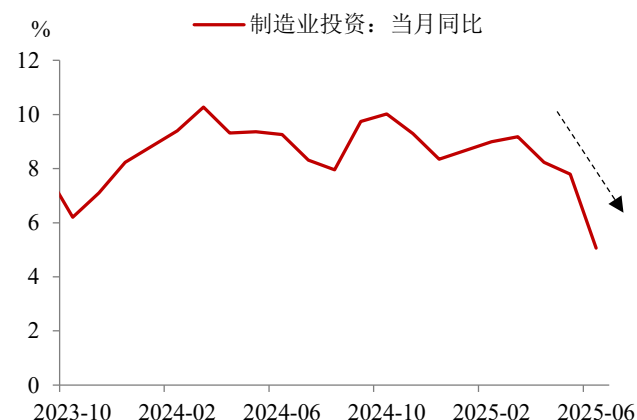


图10：6月制造业投资同比增速进一步下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

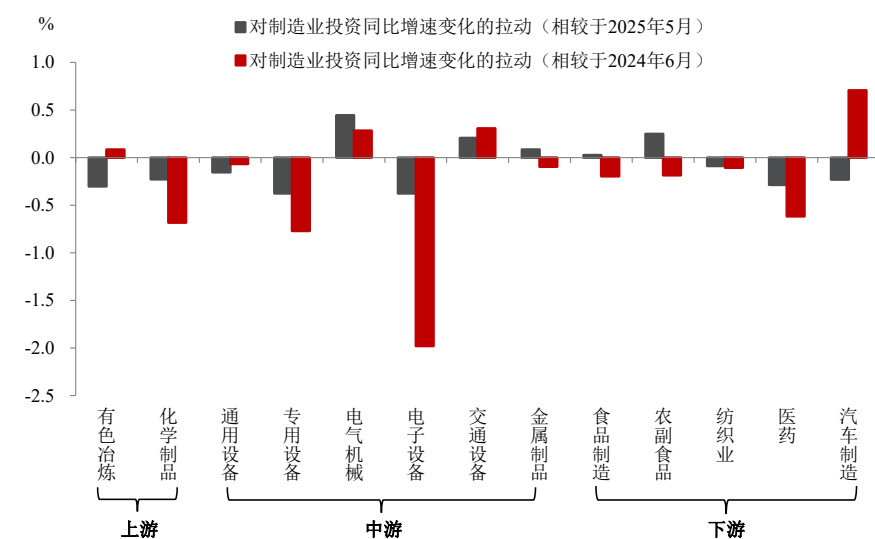
图11：民间制造业投资活跃度不断下探



资料来源：Wind，民生证券研究院

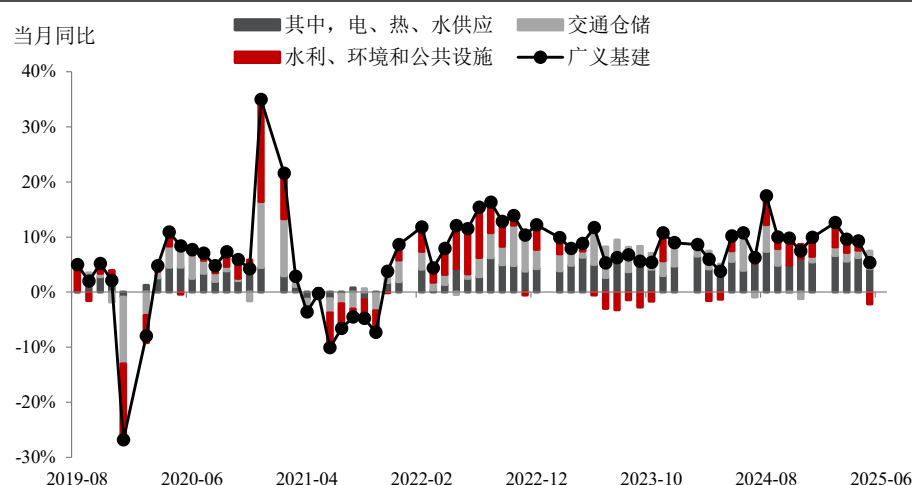
注：6月民间制造业投资数据暂未公布。

图12：6月大多数行业制造业投资增速均在放缓



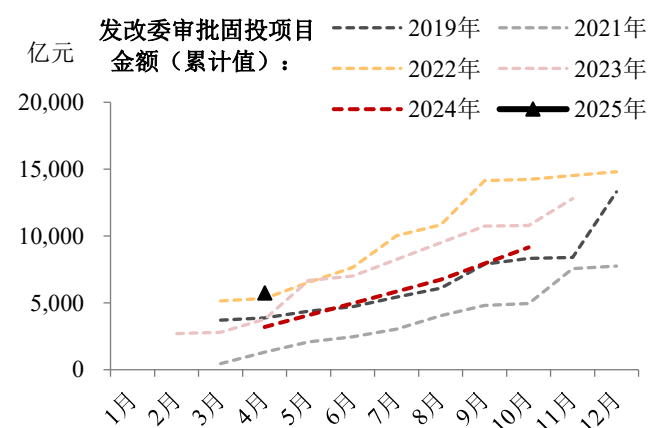
资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：6月广义基建投资增速下滑



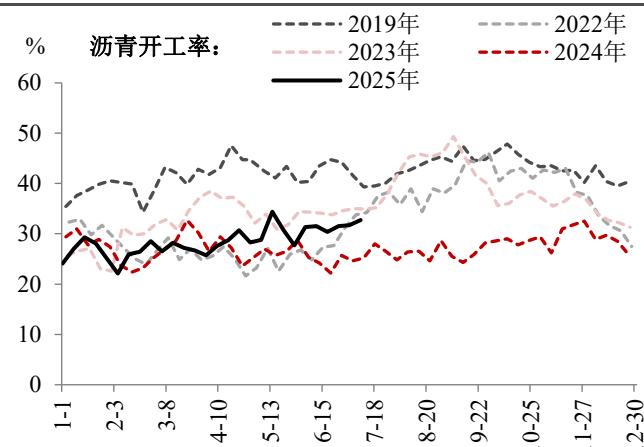
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：今年发改委审批固投项目金额偏高



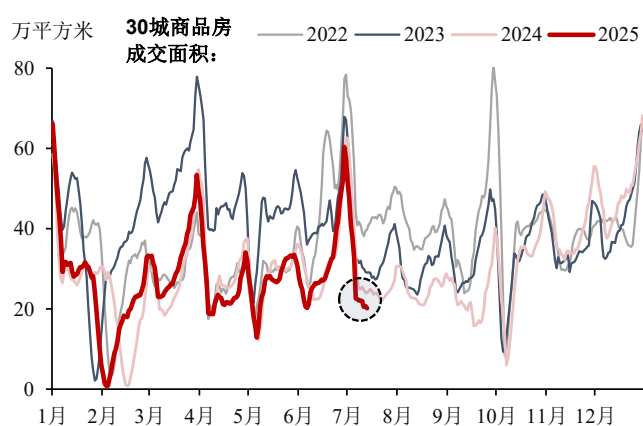
资料来源：发改委，民生证券研究院

图15：近期沥青开工率处于上行通道中



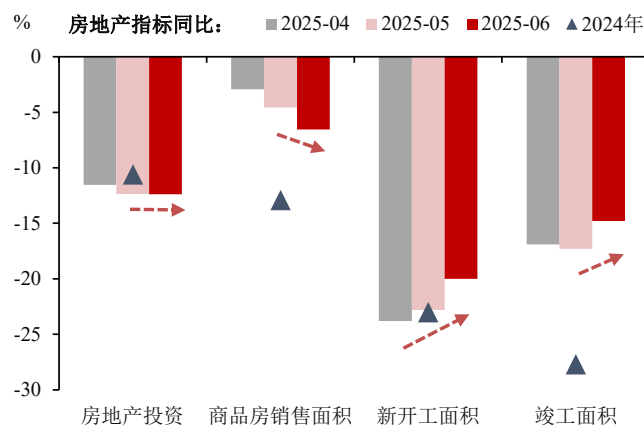
资料来源：iFind，民生证券研究院

图16：7月以来，房地产销售降至历史同期低位



资料来源：iFind，民生证券研究院

图17：房地产多项指标较去年改善，但投资端降幅扩大



资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048