



宏观研究

【粤开宏观】未雨绸缪：下半年中国经济形势展望及建议

2025 年 07 月 13 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】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

《【粤开宏观】中美关税博弈下一步：特朗普的底气与约束》2025-06-08

摘要

近年来中国经济运行节奏呈现出“一季度开门红、二季度略有压力、三季度下行压力加大、四季度回暖”的“U 型”走势特征，这主要是源自经济内生动能不足、外部影响加大和高度依赖政策支持。一季度经济往往在财政金融靠前发力以及地方政府（国企）提前开工的支持下实现开门红，二季度往往受内生动能不足和外部冲击而下行，三季度出台新的重大政策推动四季度经济增速回升。

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、抢出口和转出口带动出口的支撑下，大概率增速在 5% 以上。下半年经济运行有一定压力，全年经济增速前高后低，全年可能走出“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。

未雨绸缪，有必要从政策力度和改革力度同时发力：一是加快专项债、超长期特别国债等既定财政资源的发行和使用，促进投资和消费等；二是优化化债政策，根据地方化债需要靠前使用“6+4”化债方案的额度；三是优化消费品以旧换新政策，拓展范围到服务业；四是根据形势需要及时追加预算确保财政支出力度的持续性，做好纾困外贸企业和从业人员的准备；五是启动新一轮有效益的投资，投资与消费不是非此即彼的关系；六是大力度稳定房地产市场，探索成立中央房地产稳定基金，高度重视房企流动性风险，降低利率和税费成本；七是推动“国资—财政—社保”联动改革，加大国资上缴财政的力度，专项用于社保体系建设，提高城乡居民养老金水平、给予较大力度的育儿补贴。

风险提示：稳增长政策超预期、外部冲击超预期



目 录

一、上半年我国经济总体形势：增速大概率 5%以上，关税战冲击尚不明显，宏观政策积极稳增长	3
二、下半年中国经济形势：全年 U 型走势，关税战冲击或逐步显现，房地产和地方债务仍是关键	3
三、政策应对	4



一、上半年我国经济总体形势：增速大概率 5% 以上，关税战冲击尚不明显，宏观政策积极稳增长

今年上半年全球政治经济格局加速演化，贸易保护主义抬头、地缘政治冲突频发等因素加剧了全球经济的不确定性。面临美国关税战打压、房地产市场深度调整、“内卷式”竞争等多重压力，中国经济顶住压力，运行总体平稳。一季度经济实现“开门红”，GDP 同比增长 5.4%；二季度经济在特朗普对华大幅加征关税的压力下，保持了较强韧性，GDP 同比或将继续维持在 5% 以上。

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、抢出口和转出口带动出口韧性等。消费和投资的背后是“两新”“两重”政策，是超长期特别国债和专项债加快发行和使用，是中央和地方财政协同发力。这些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。

财政政策更加积极，政府债券加快发行，财政支出增速明显高于收入增速。其一，积极的财政政策“更加给力”，财政支出增速高于收入增速。1-5 月，全国一般公共预算收入和政府性基金预算收入之和为 11.2 万亿元，同比下降 1.3%；两本预算支出之和为 14.5 万亿元，同比增长 6.6%。其二，超长期特别国债和专项债靠前发力、协同发力，“两新”“两重”促投资扩消费效果明显。超长期特别国债中的 5000 亿元用于实施“两新”政策，截至 6 月底，2000 亿元用于支持设备更新，已安排资金约 1730 亿元，使用进度为 86.5%；3000 亿元用于支持消费品以旧换新，已下达资金 1620 亿元，使用进度为 54%。其三，专项债券加快发行，资金投向领域进一步拓宽，重点用于项目建设、债务化解、土地收储等。截至 6 月底，新增专项债券已发行近 2.2 万亿元，发行进度为 49.1%，快于去年同期的 37.2%。

二、下半年中国经济形势：全年 U 型走势，关税战冲击或逐步显现，房地产和地方债务仍是关键

展望下半年，中国经济回升向好的基础仍需进一步稳固，内外部环境面临较大的不确定性。从去年下半年到今年上半年，伴随去年 926 政治局会议以及房地产、地方债务问题有了明确、有效的治理方案后，社会各界对经济的关注点集中在关税战和扩大内需，扩大内需又主要集中于提振消费。但实际上，**房地产和地方债务问题依然是影响中国经济的非常重要的因素：**一是因为房地产体量大而且仍处于调整转型期，房地产形势直接影响地方政府的财政收入和能力；二是地方债务问题影响地方政府行为，而我国地方政府支出占比约 86%，诸多宏观调控政策需要地方政府落实，地方政府的积极性和能力直接影响经济的发展态势。因此，在关注关税战后续影响的同时，仍要密切关注房地产和地方债务问题。

第一，关税战对经济尤其是出口的不利影响可能逐步显现，上半年为应对关税不确定性而出现的“抢出口”和“转出口”效应可能会减弱。其一，美对华实际关税税率仍高达 40% 以上，中美贸易逐步朝着事实上脱钩和禁运方向发展，抢出口效应将逐步消退。其二，特朗普对中国可能转出口的区域如越南、墨西哥等加征关税，试图围堵中国企业转出口。其三，随着《大而美法案》顺利通过，美国经济和金融市场较为稳定，特朗普有底气继续向全球发起关税战，拖累全球经济增速，从而影响我国总体出口。全球贸易和供应链体系重塑背景下，部分经济体或将学习美国，试图“以邻为壑”、通过制造贸易摩擦来维护自身短期利益。



第二，消费刺激效应或边际放缓，受到多重因素压制。其一，上半年消费品以旧换新政策加力扩围，对国内消费形成有力支撑，带动家电、家具、通讯器材等销售快速增长，但下半年面临政策实施基数抬升和刺激乘数效应边际放缓的压力。耐用消费品的刺激作用一般在短期比较明显，但后续可能造成透支部分需求，最终可能是消费节奏的前移而非消费总量的扩大。其二，房地产价格下行可能导致居民财富缩水从而减少消费。其三，部分行业降薪限薪、部分企业在经营困难时减少采购等导致社零消费减少。其四，机关事业单位群体减少消费。

第三，房地产市场的调整仍在持续，房价止跌回稳基础不牢，影响消费、投资、地方财政和市场预期。5月房地产销售和投资同比负增长，二手房市场“以价换量”特征明显，广州、深圳等一线城市新房、二手房价格环比再度回落，价格尚未实现止跌回稳，地方政府难以走出“房地产调整—财力下降—推动房地产止跌回稳能力不足”的循环。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。

第四，地方财政形势总体仍处紧平衡，上半年经济增长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。“6+4+2”的化债方案极大地缓解了地方政府的债务压力，压降了隐债规模、优化了债务结构、降低了举债成本，是非常好的政策。但是，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。今年预计全年新增政府债务为11.86万亿元（赤字5.66万亿、专项债4.4万亿、超长期特别国债1.3万亿、特别国债5000亿元）；考虑到8000亿元化债资金和5000亿元补充银行资本金对当期形成实物工作量有限，剔除该部分资金后，新增债务额度为10.56万亿，上半年使用了5万亿债务额度，下半年约为5.5万亿。虽然下半年额度较上半年增加不少，但是同比增速明显回落。

第五，物价水平低位运行，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，导致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，有必要以更大力度的宏观调控促进物价合理回升。2025年6月，CPI同比0.1%，连续两年在0附近波动；PPI同比-3.6%，连续33个月负增长。

三、政策应对

财政政策仍将是下半年宏观政策的主要发力点和重要抓手。要用好用足财政政策工具，继续优化支出结构、提高财政资金使用效率，强化民生保障，及时推出增量储备政策。货币金融政策有必要进一步降准降息，降低房贷利率。正式的股市平准基金取代中央汇金操作稳股市也有必要继续研究探索。

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



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，促进服务业繁荣。

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。

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。

综上，中国经济在下半年有一定压力，但是中国经济的巨大韧性、庞大的内需市场以及完整的产业链优势，构成了应对外部挑战的坚实基础。关键还是要坚定不移办好自己的事，通过深化改革和宏观调控，有效对冲外部风险，将压力转化为推动经济结构优化和高质量发展的动力，确保中国经济在不确定的全球变局中行稳致远。



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