

中观行业上半年受外部不确定性扰动较多，行业内部分化加剧，整体景气依靠政策托底。总的来看 2025 年贯穿上中下游的核心矛盾是“新旧动能转换期的结构性割裂”。突围路径已明晰，依靠“两新”财政拉动内需和产业结构升级，共同推动行业扩张从“量”到“质”的系统性跃迁。

宏观组研究报告

中国行业：分化加剧，破局在途

本期分析研究员



徐闻宇

从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454



蔡劭立

从业资格号：F3063489
投资咨询号：Z0014617



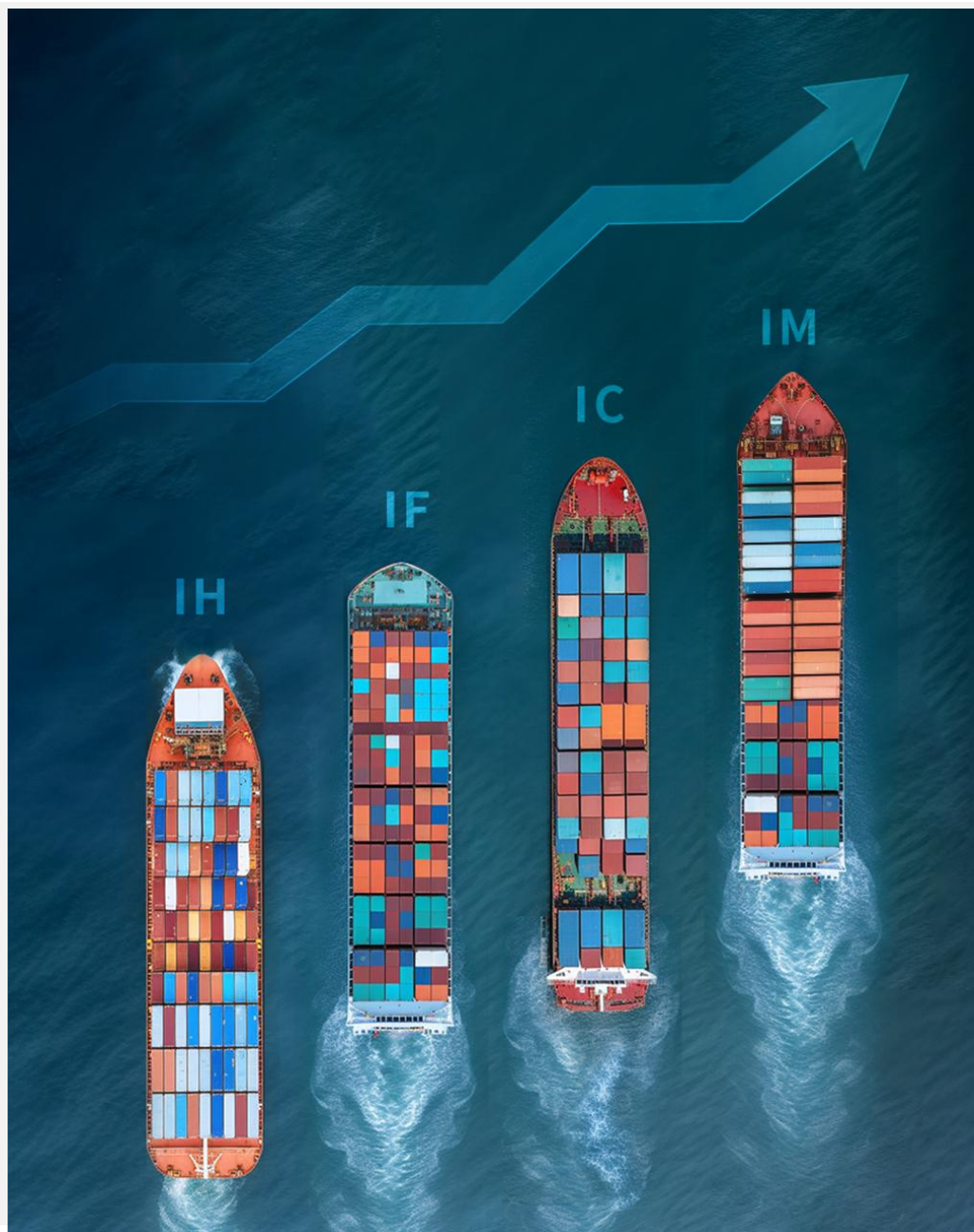
高聪

从业资格号：F3063338
投资咨询号：Z0016648



陈昊宇

从业资格号：F03130939



分化加剧，破局在途

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

邮箱: xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

电话: 0755-23887993

邮箱: caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

电话: 021-60828524

邮箱: gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

联系人

陈昊宇

邮箱: chenhaoyu@htfc.com

从业资格号: F03130939

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2025 年上半年贯穿上中下游产业的核心矛盾是“新旧动能转换期的结构性割裂”。整体来看，上半年受外部不确定影响较多，行业内部分化加剧，整体景气依靠政策托底。展望下半年，在“两新”政策进一步拉动内需和产业结构升级的情况下，行业扩张有望从“量”到“质”的系统性跃迁。

核心观点

■ 市场总览

上游材料: 2025 年上半年，在需求疲软与中美贸易冲突双重压力下，原材料价格整体承压，行业分化特征显著。金属开采业中黑色与有色价格走势背离，黑色系受地产低迷拖累集体下行，有色则因新经济需求显现韧性；化工原料呈现多向波动，PTA、尿素因成本与刚需支撑小幅走强，而聚乙烯等塑料品类因产能过剩深度回落；能源领域原油与煤炭分化加剧，原油受地缘冲突震荡修复，煤炭则因绿色替代持续弱势；农产品多数处于近五年低位，玉米大豆因供应弹性不足逆势回升，而生猪蔬菜受需求疲弱压制延续跌势。展望下半年，原材料价格将延续结构性分化。关注产能淘汰、关税谈判及气候风险三条主线，在“新旧动能转换”中动态调整策略。

中游制造: 2025 年上半年，中游制造业在外部地缘冲突与贸易摩擦冲击下呈现“传统承压、高技向好”的分化格局。传统制造业受产能过剩与内需疲软双重挤压，黑色金属冶炼、纺织服装、食品加工等五大行业利润普遍下滑，尤其地产链相关领域深度探底；而高技术制造业在“两新”政策强力扶持下逆势上行，电气机械、运输设备等领域利润显著回升。尽管 4-5 月受中美关税战拖累制造业 PMI 再度收缩，但 6 月随着阶段性协议达成及“抢出口”订单释放，供需指数边际改善，新订单与出口运价小幅回暖。展望下半年，政策将进一步从需求提振与供给出清双向加力并且扩围至更多传统制造业。传统制造业有望通过智改数转突围成本困局，中游制造业整体形成“政策驱动转型、技术赋能增效”的双轨并行态势。

下游消费: 2025 年上半年，下游消费与地产市场在政策托底与内生调整的角力中呈现“弱复苏”格局。零售领域受“以旧换新”政策加码驱动，家电数码品类线上销售逆势增长，但传统实体业态受消费分流与客单价下滑持续承压；租赁市场因消费动能不足陷入深度调整；房地产市场则艰难筑底。展望下半年，

消费市场将延续结构性分化，传统零售通过"直播+体验"融合破局；租赁领域在监管新规倒逼下加速转向轻资产服务模式；房地产倚重"存量项目盘活"破局，随着土地与在建项目全面摸底、专项债资金加力，政策着力打通"稳需求-去库存-提质量"闭环，但投资回暖仍待内生动力修复。整体而言，下游复苏高度依赖政策落地效率与商业模式创新，在消费韧性托底、租赁洗牌深化、地产缓慢筑底的三重奏中寻求再平衡。

目录

策略摘要	2
核心观点	2
上游：原材料价格波动	6
中游制造业：短期企稳，新旧动能转换	9
总览：关税战后短期企稳	9
制造业：政策托底，新旧动能分化加剧	11
下游消费端：零售分化加剧，地产弱复苏	16
零售业线上增长，线下承压	16
房地产：弱复苏，强分化	19

表格

表 1：2025 年高技术制造业大类支持政策整理	13
表 2：高技术制造业子类支持政策整理	13
表 3：下半年传统制造业“两新”政策支持要点	14
表 4：上半年零售业市场数据	18
表 5：上半年地产政策梳理	21

图表

图 1：上半年上游成本压力增加 单位：%YoY	7
图 2：上半年上游成本压力细分项 单位：%YoY	7
图 3：生产资料价格：金属开采业 单位：%YoY	7
图 4：生产资料价格：化工 单位：%YoY	7
图 5：生产资料价格：能源 单位：%YoY	7
图 6：生产资料价格：农业 单位：%YoY	7
图 7：农产品价格较年初变化 单位：%YoY	8
图 8：黑色商品价格集体向下 单位：%YoY	8
图 9：国际原油价格震荡 单位：%YoY	8
图 10：天然气价格先扬后抑 单位：%YoY	8
图 11：上半年上游成本压力增加 单位：%YoY	8

图 12 : 上半年上游成本压力细分项 单位: % YoY.....	8
图 13 : 上半年制造业景气走势 单位: % YoY.....	9
图 14 : 上半年制造业细分项总览 单位: % YoY.....	9
图 15 : 关税战后制造业出口回暖 单位: % YoY.....	9
图 16 : 中国至美西航线运价指数环比上涨 8.7% 单位: % YoY.....	9
图 17 : 6 月后关税时期纺织、汽车制造业库存降低 单位: % YoY.....	10
图 18 : 上半年制造业中小企业信心指数持续回落 单位: % YoY.....	10
图 19 : 制造业新订单-库存指数 单位: %	11
图 20 : 制造业订单-库存/生产曲线 单位: %	11
图 21 : 上半年传统制造业利润增速回落 单位: % YoY.....	11
图 22 : 地产开工面积恢复缓慢 单位: % YoY.....	12
图 23 : 纺织服装、服饰出口 单位: % YoY.....	12
图 24 : 食品 PPI 连续三个月维持在-1.4 单位: % YoY.....	12
图 25 : 化工原料、造纸 PPI 单位: % YoY.....	12
图 26 : 上半年高技术类制造业利润较年初改善 单位: % YoY.....	14
图 27 : 年上半年耐用消费品领跑增长 单位: % YoY.....	16
图 28 : 上半年末零售业分化 单位: % YoY.....	16
图 29 : 上半年线上消费占比提升 单位: % YoY.....	16
图 30 : 客单价水平指数连续 5 个月低于荣枯线 单位: % YoY.....	17
图 31 : 线下主营业务运营成本 (越低代表成本压力越大) 单位: % YoY.....	17
图 32 : 租赁经营类:商铺出租率 单位: % YoY.....	18
图 33 : 商业用地去库预计延续 单位: % YoY.....	18
图 34 : 上半年商品房销售面积降幅收敛 单位: 万平方米	20
图 35 : 上半年房地产销售面积降幅收敛 单位: % YoY.....	20
图 36 : 上半年房地产去库延续 单位: % YoY.....	20
图 37 : 上半年房地产销售面积降幅收敛 单位: % YoY.....	20
图 38 : 房地产开发投资完成额 (分城市) 单位: % YoY.....	20
图 39 : 上半年地产景气先抑后扬 单位: 指数点	22
图 40 : 上半年地产投资整体回落 单位: % YoY.....	22

上游：原材料价格波动

2025 年上半年原材料在需求降低，中美贸易冲突的影响下整体价格压力增加。主要表现为：（1）金属开采业，黑色金属和有色金属价格分化加剧；（2）化工原料中，化工品价格不同程度分散没有缓和；（3）能源开采业，液态能源和固态能源的分化依然较大；（4）而农业中，上半年多数农产品价格仍处在近五年偏低位。从细分商品来看：

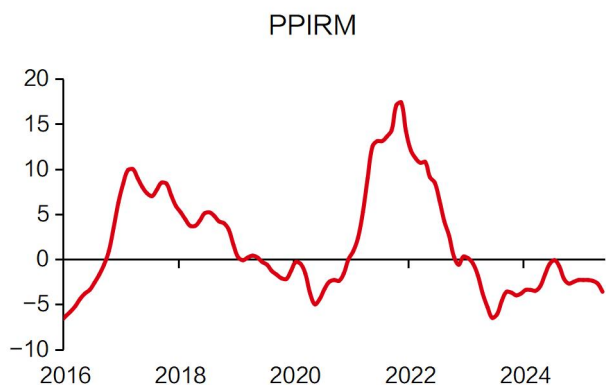
- （1）农产品：玉米、大豆因需求刚性与供应弹性不足原因，价格较年初有较大回升，蔬菜、猪肉、冬菜籽价格因需求偏弱较年初回落。
- （2）黑色商品：双焦、热卷、铁矿、螺纹上半年价格受地产内需低迷影响集体向下
- （3）能源商品：国际原油、天然气上半年受地缘政治冲突原因，价格先抑后扬呈震荡趋势。
- （4）化工商品：PTA、尿素较年初价小幅升高，聚乙烯、乙二醇、PP 价格因产能过剩较年初价回落，其中聚乙烯价格回落较多。

展望下半年，原材料价格走势预计将延续上半年分化的特征：

- （1）金属领域因新旧经济需求差异延续“黑弱色强”格局——黑色金属受制于地产低迷与基建托底乏力，价格持续承压于低位区间，而有色金属凭借新能源车、低空经济等新动能需求韧性及全球供应扰动支撑震荡偏强。
- （2）化工品则深陷成本与产能扩张的博弈旋涡，PTA 和尿素在原油溢价及农需旺季支撑下温和抗跌，聚乙烯等塑料品类则因产能集中释放与终端出口受阻维持探底趋势。
- （3）能源板块受地缘政治与绿色转型双重塑造，原油因地缘冲突溢价和季节性补库需求中枢上移，价格预计抑制性小幅回落。
- （4）农产品延续政策市与天气市交织的波动特征，玉米大豆面临新季供应增量与饲料刚需的阶段性拉锯，而生猪蔬菜受制于产能去化迟滞及气候扰动难改低位震荡态势。

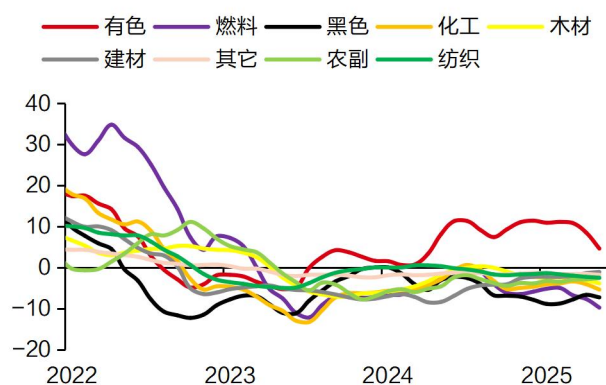
整体而言，传统原材料反弹高度取决于供给侧出清力度与政策托底强度，而新兴需求驱动品类则依托结构性短缺展现更强韧性，企业需重点关注产能淘汰进度、中美关税复审窗口及极端气候三条主线以应对波动。

图 1：上半年上游成本压力增加 | 单位：%YoY



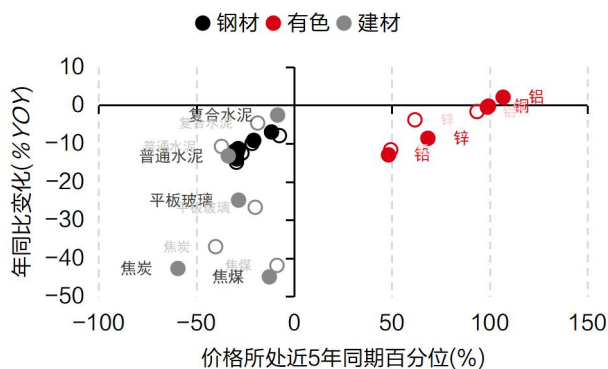
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：上半年上游成本压力细分项 | 单位：%YoY



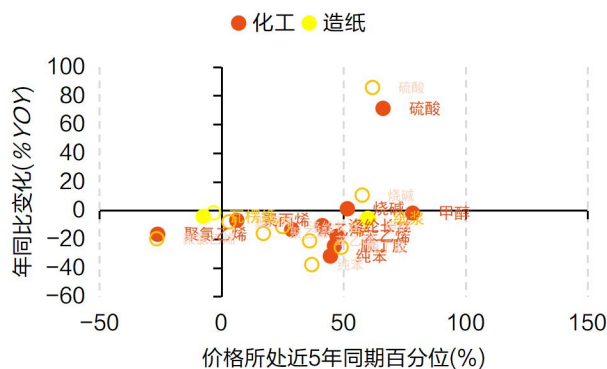
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：生产资料价格：金属开采业 | 单位：%YoY



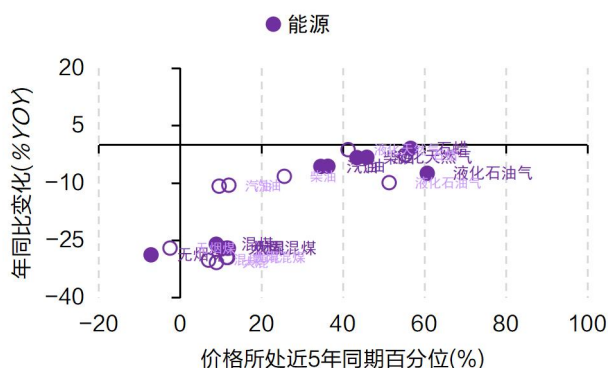
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：生产资料价格：化工 | 单位：%YoY



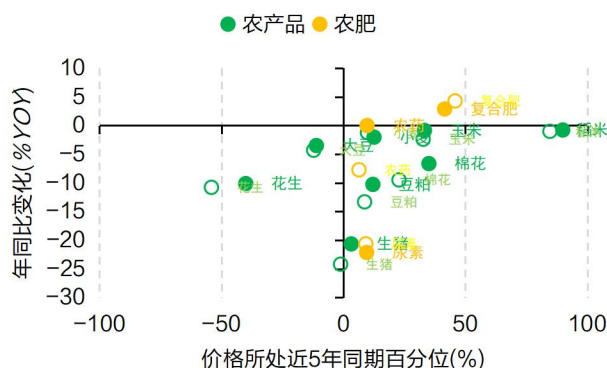
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：生产资料价格：能源 | 单位：%YoY



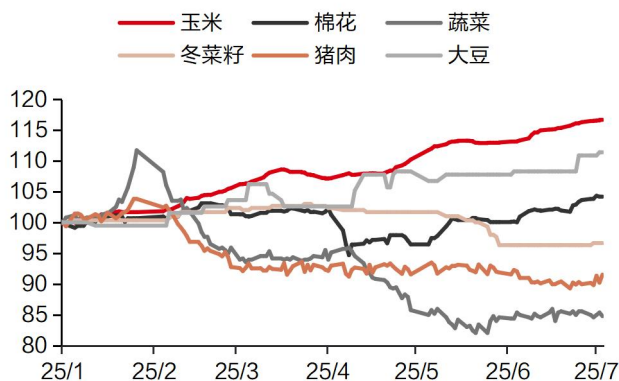
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：生产资料价格：农业 | 单位：%YoY



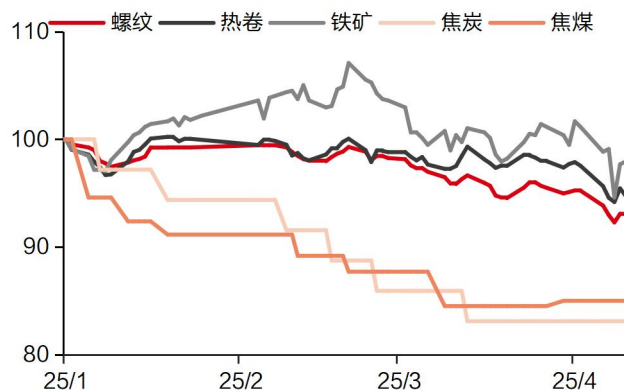
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：农产品价格较年初变化 | 单位：%YoY



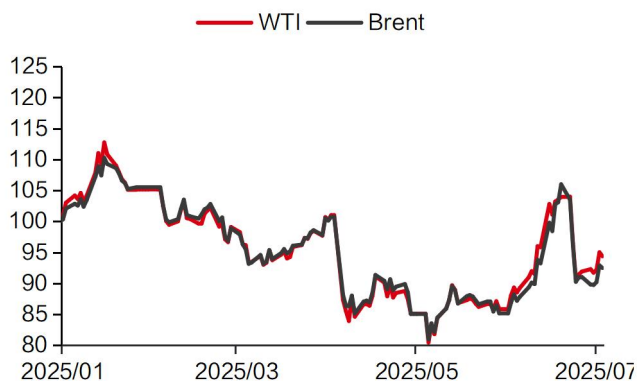
数据来源：iFinD 华泰期货研究院 以年初价 100 为起点

图 8：黑色商品价格集体向下 | 单位：%YoY



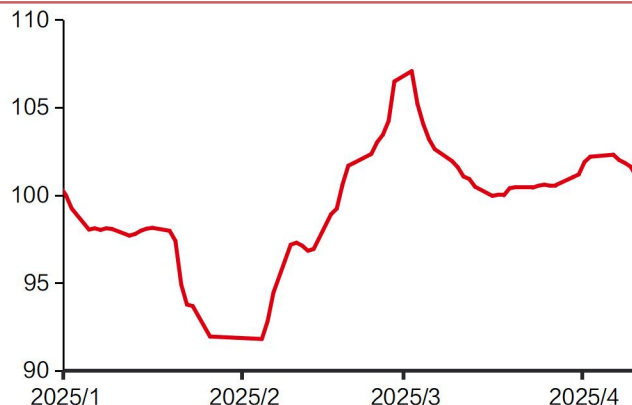
数据来源：iFinD 华泰期货研究院 以年初价 100 为起点

图 9：国际原油价格震荡 | 单位：%YoY



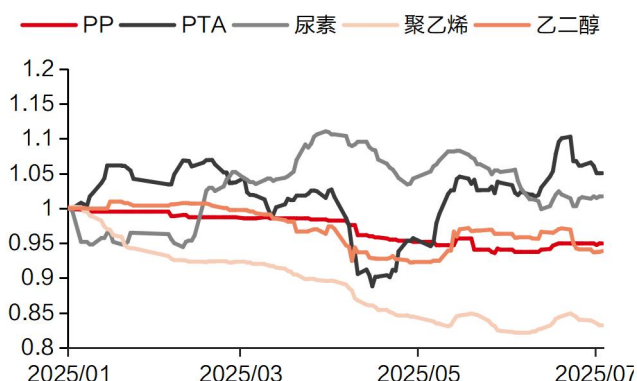
数据来源：iFinD 华泰期货研究院 以年初价 100 为起点

图 10：天然气价格先扬后抑 | 单位：%YoY



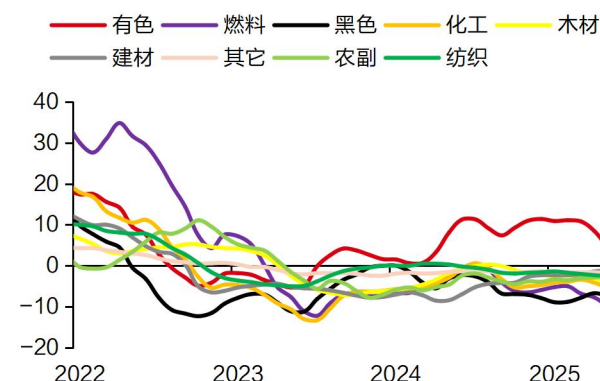
数据来源：iFinD 华泰期货研究院 以年初价 100 为起点

图 11：上半年上游成本压力增加 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院 以年初价 100 为起点

图 12：上半年上游成本压力细分项 | 单位：%YoY



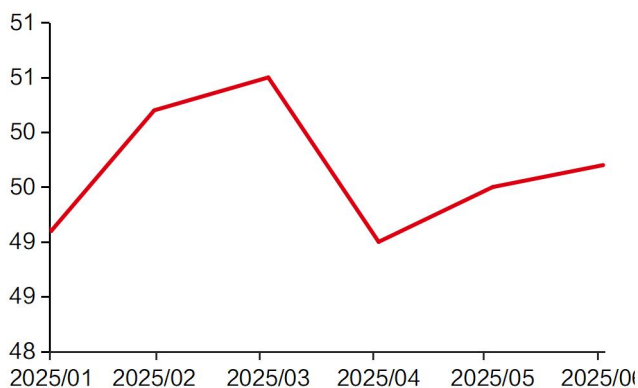
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

中游：短期企稳，新旧动能继续转换

总览：关税战后短期企稳

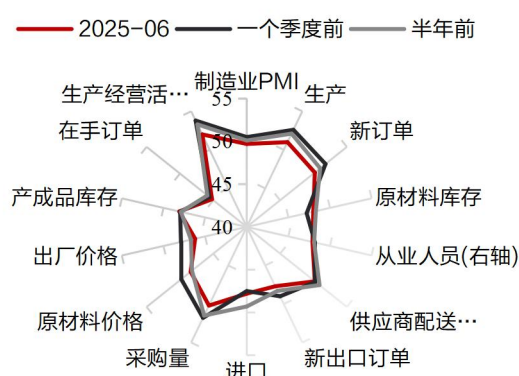
2025 年上半年受国际地缘政治紧张、贸易摩擦升级等外部因素影响，制造业整体景气度阶段性承压。上半年传统制造业在产能过剩，内需较弱的背景下面临一定压力。高技术制造业在“两新”政策大力扶持下整体向好。这种“外部冲击”与“内部分化”的叠加，构成了当前中游制造业的核心图景。

图 13：上半年制造业景气走势 | 单位：%YoY



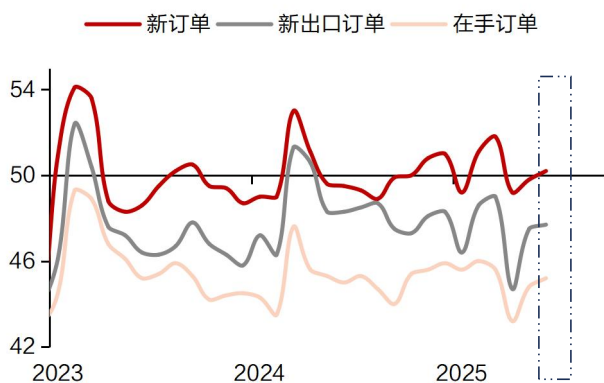
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：上半年制造业细分项总览 | 单位：%YoY



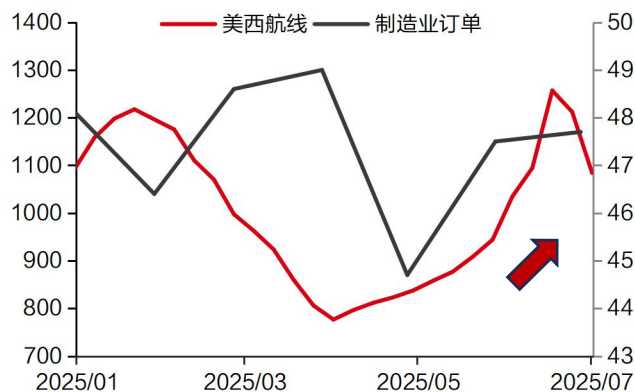
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：关税战后制造业出口回暖 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：中国至美西航线运价指数环比上涨 8.7% | 单位：%YoY

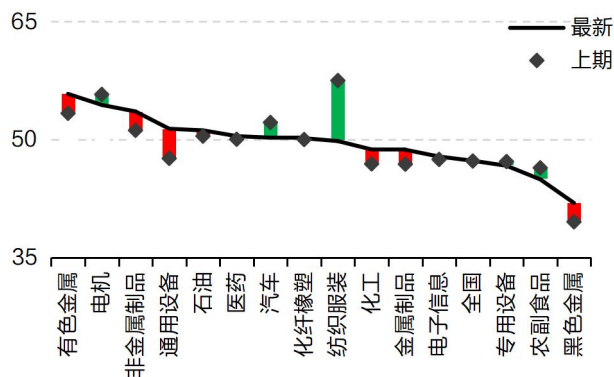


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

国际贸易环境不确定性影响中游行业。中国制造业采购经理人指数（PMI）在 2025 年 2-3 月短暂回升至扩张区间（>50.0）后受中美贸易冲突影响，4-5 月再度回落至收缩区间。5 月份中美关税谈判达成阶段性协议后，企业

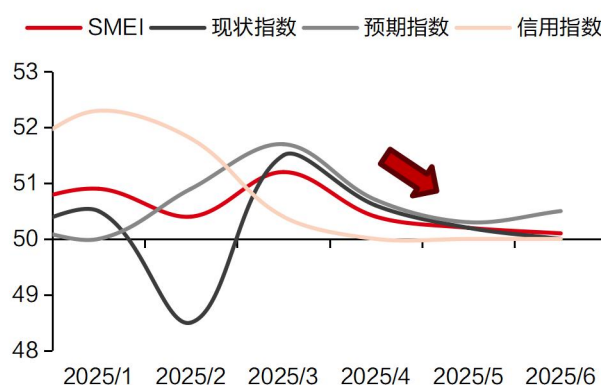
“抢出口”行为集中释放积压订单，带动电气机械、纺织服装服饰等出口导向型中游行业生产快速反弹清库存。截止 2025 年 6 月份，制造业生产指数录得 49.7，较 4 月关税战改善 0.7 个百分点，仍低于枯荣线。中游制造业中小企业因国际地缘政治紧张，信心指数从年初的 50.9 回落至 6 月份的 50.1。

图 17：6 月后关税时期纺织、汽车制造业库存降低 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

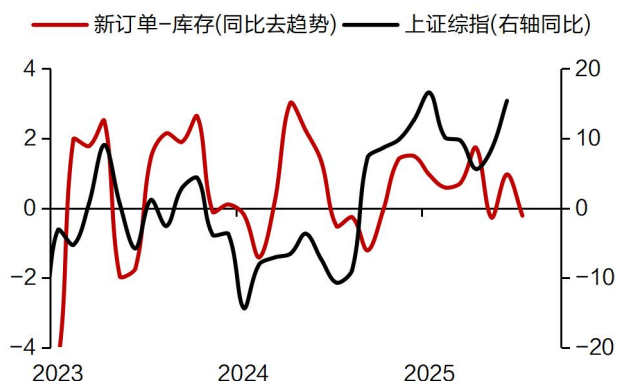
图 18：上半年制造业中小企业信心指数持续回落 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

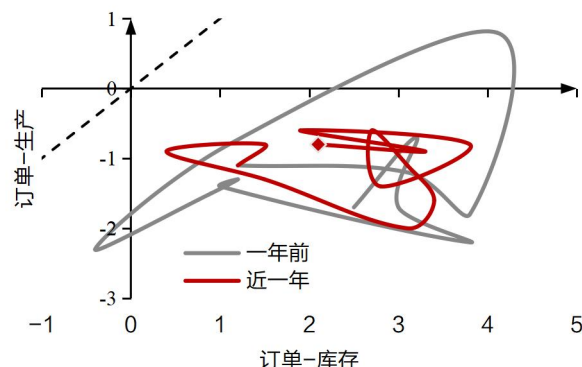
制造业外需和内需在关税战后同步恢复。上半年外需阶段性企稳：后关税时期，6 月份新出口订单指数较 4 月份大幅跳升 3 个百分点至 47.7%，中美互降关税及 90 天豁免期触发“抢订单”效应。6 月份中国至美西航线运价指数持续上涨，印证贸易短期回暖。上半年内需缓慢恢复：截止 6 月份新订单指数为 50.2%，较 5 月改善 0.4 个百分点，较 4 月关税战时期改善 1.0 个百分点。上半年制造业整体供需关系小幅改善但未扭转，截止 6 月供需指数（需求-供给）为-0.8，较上月变化 0.1，较去年同期变化 0.3，较过去三年均值变化 0.9。

图 19：制造业新订单-库存指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：制造业订单-库存/生产曲线 | 单位：%

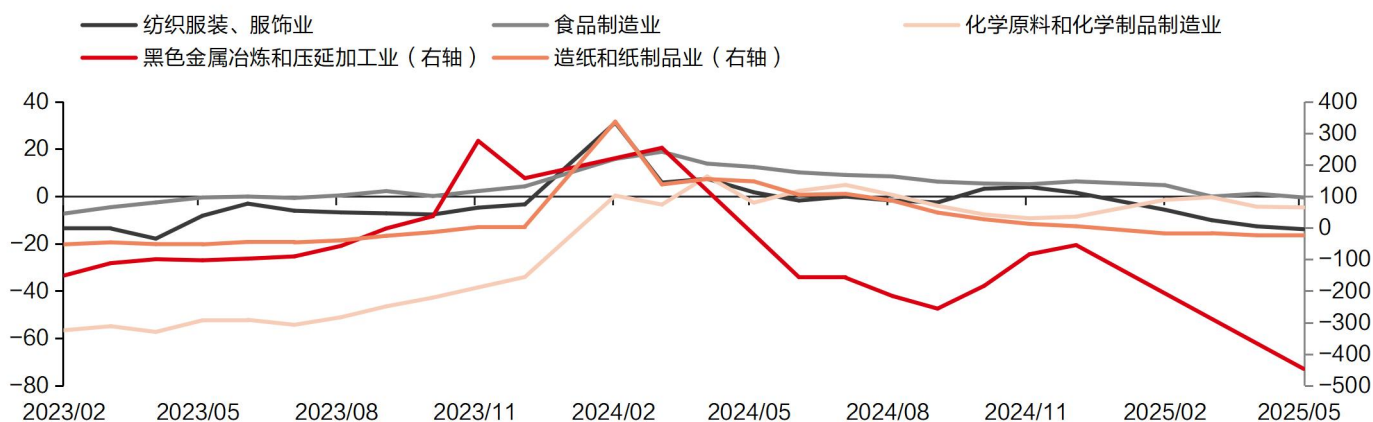


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

制造业：政策托底，新旧动能分化加剧

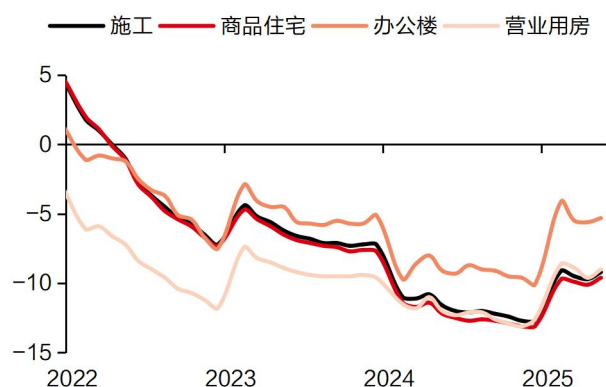
2025 年上半年，主要传统制造业受价格通缩与内外需疲软的双重挤压导致整体利润回落。受上半年地产内需疲软影响，黑色金属冶炼和压延加工业利润增速由年初的-54.60%大幅降至-446.70%。受中美贸易冲突影响外需，纺织服装、服饰业利润增速由年初的-5.7%降至-13.9%。受需求端疲软和价格通缩影响，食品制造业利润增速由年初的 4.7%回落至-0.5%。受价格通缩和供给端过剩影响，化学原料和化学制品制造业利润增速由年初的-1.5%回落至-4.7%。受价格通缩，造纸和纸制品业利润增速由年初的-17.7%回落至-22.5%。

图 21：上半年传统制造业利润增速回落 | 单位：%YoY



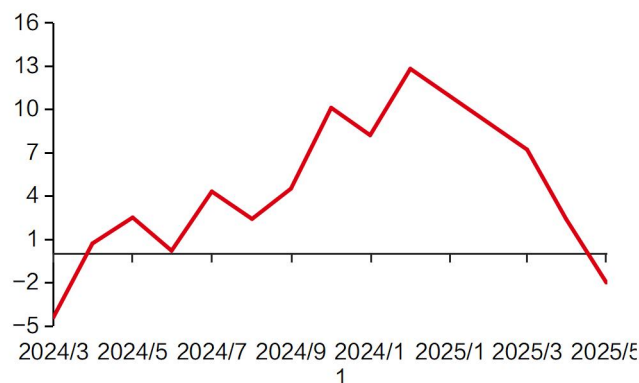
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：地产开工面积恢复缓慢 | 单位：%YoY



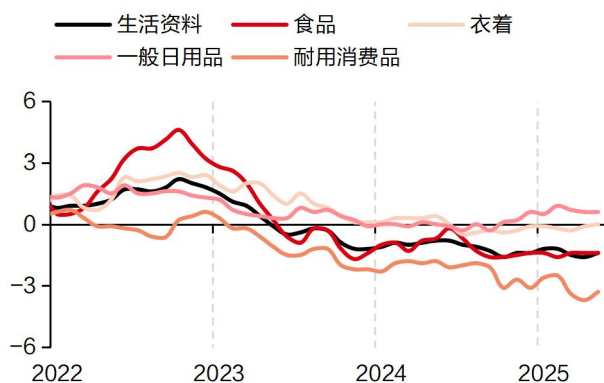
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：纺织服装、服饰出口 | 单位：%YoY



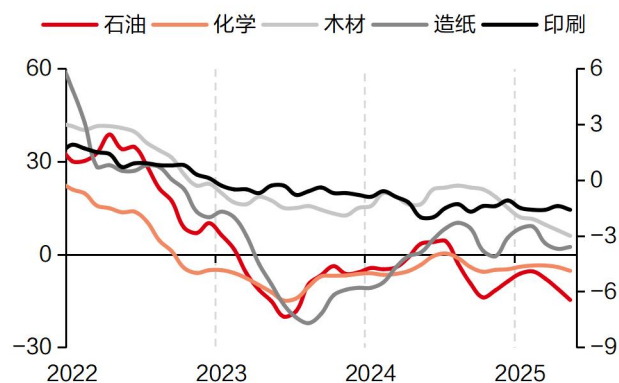
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 24：食品 PPI 连续三个月维持在-1.4 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：化工原料、造纸 PPI | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

2025 年上半年高技术类制造业尽管 4-5 月受中美贸易冲突影响有所下滑但整体仍较年初有较大回升。截止 5 月,电气机械和器材制造业利润增速 11.6%,较年初的-2.4%大幅改善 14 个百分点;专用设备制造业利润增速 7.1%,较年初的 5.9%改善 1.2 个百分点;计算机、通信和其他电子设备制造业利润增速 11.9%,较年初的-9.4%大幅改善 21.3 个百分点;铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业利润增速 56.0%,较年初的 21.5%大幅改善 34.5 个百分点。

高技术类制造业在上半年的利润支撑很大程度收益于国家 2025 年对科技前沿领域制造业提供较大的设备更新政策力度。2025 年设备更新政策以超长期特别国债和贷款贴息为核心工具,资金支持力度显著加码。2025 年中央财政对符合条件的设备更新贷款给予 1.5 个百分点贴息,叠加超长期特别国债的额外贴息,总贴息率可达 3%-4%。2025 年工业设备更新最高补贴 15%,

环境基础设施最高补贴 70%，并简化审批流程，缩短项目落地周期。在大力度政策刺激下，国产替代正从单点突破向全链条渗透演进。

表 1：2025 年高技术制造业大类支持政策整理

政策名称	发布部门	支持措施	实施时间
《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发改委	1. 超长期特别国债：新增资金重点支持 半导体制造设备、智能农机等更新 。 2. 贷款贴息：中央财政贴息 1.5 个百分点 + 超长期特别国债额外贴息。 3. 补贴比例：工业设备更新最高补贴 15%，环境基础设施最高补贴 70%。	2025 年 1 月
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	1. 淘汰落后设备 ：对标能耗、排放等标准，淘汰《产业结构调整指导目录》中限制类设备。 2. 项目审核简化：采用 “地方审核 + 国家复核” 模式，缩短审批周期。	2025 全年

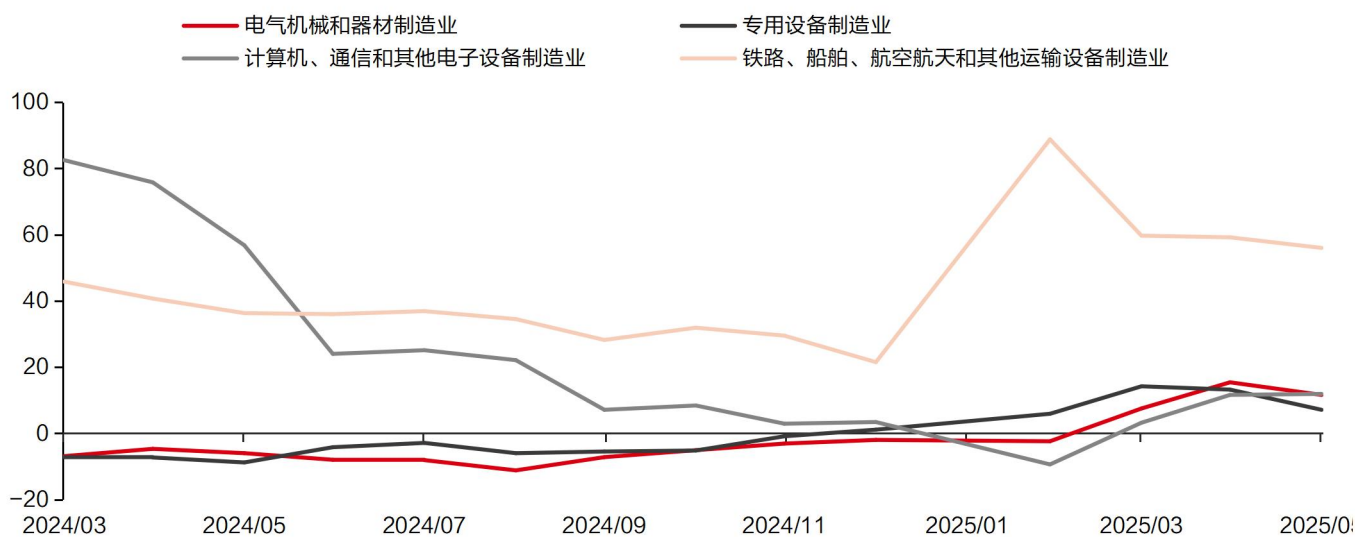
数据来源：发改委、国务院、华泰期货研究院整理

表 2：高技术制造业子类支持政策整理

行业	核心政策工具	具体措施
电气机械及器材制造业	设备补贴+绿色转型支持	上海“财政支持套餐”对高效电机、节能变压器等七类设备按能效等级梯级补贴，最高补 20%。 山东泰安试点推广绿色装备。
专用设备制造业	投资补助+贷款贴息	超长期特别国债支持高端化、智能化设备更新，中央财政贴息 1.5%+额外贴息。 厦门对设备投入 1 亿元以上项目补 10%。
计算机通信电子设备及仪器仪表	技改补贴+进口替代支持	广东对进口高端数控机床补贴 40%。 工信部揭榜挂帅量子传感器、透射电镜国产化。
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	设备补贴	老旧营运船舶报废更新被纳入重点支持范围。 对航空整机制造、卫星研制、低空装备应用提供高额补助。

数据来源：发改委、国务院、华泰期货研究院整理

图 26：上半年高技术类制造业利润较年初改善 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

根据 2025 年“两新”政策的实际走势，其核心不仅是定向扶持高端制造业，更是通过政策组合拳驱动传统制造业系统性转型，对传统制造业进行产能升级，优化整体产业链水平，从而推动制造业整体从“规模扩张”向“质量跃升”转变。上半年对高技术制造业的政策已显成效，展望下半年，政策将从“拉动需求”和“产能出清”两个方向将进一步加力扩围至传统制造业。首先是下半年超长期特别国债资金规模将增至 2000 亿元，支持范围进一步扩大。其次技术改造再贷款门槛从 500 万降至 200 万，并叠加中央与地方双重贴息，破解中小企业融资瓶颈。然后对传统制造业实行设备更新和标准引领，加速绿色出清。最后对终端消费实施第三轮轮以旧换新补贴，家电扩类提标，数码产品加力补贴。在当期外部环境企稳，下半年政策扩张的情况下，传统制造业有望止跌企稳，而高技术制造业将延续上半年政策托底的趋势加速改善，最终形成传统制造业与高技术制造业双规并行的发展趋势。

表 3：下半年传统制造业“两新”政策支持要点

支持方向	具体措施
资金扩容与范围扩展	超长期特别国债资金规模大幅增加，新增支持电子信息、安全生产、设施农业领域 贷款贴息门槛降至 200 万元，中央财政贴息 1.5%+特别国债额外贴息，综合利率 < 1%
智能化改造	智能工厂梯度培育：分基础级→先进级→卓越级→领航级四层，规上企业需完成基础级普及 区域试点：浙江每年实施 300 项重点技改项目，推动“AI+制造”

绿色化与产能出清

强制淘汰高耗能设备：对标能耗、排放标准，依法淘汰落后产能
循环经济补贴：废旧设备回收企业“反向开票”税收优惠，支持再制造技术应用

终端消费拉动制造需求

家电扩类提标：新增微波炉、净水器等 4 类，1 级能效产品补贴售价 20%（单件≤2000 元）
数码产品补贴：手机、平板等按售价 15% 补贴（单件≤500 元）

交通设备更新

新能源公交车更新补贴由 6 万提至 8 万/辆，动力电池同步更新
国四货车报废更新补贴扩围，农机报废新增水稻抛秧机等 6 类

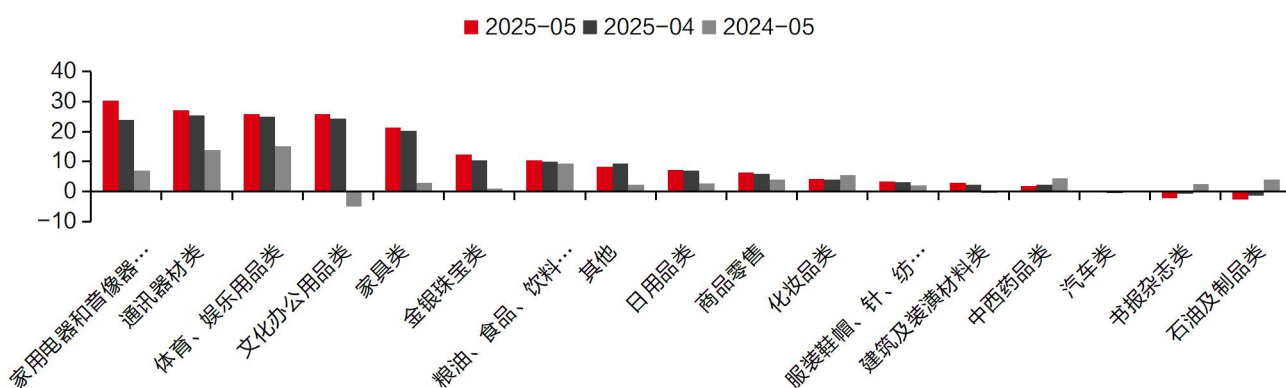
数据来源：发改委、国务院、华泰期货研究院整理

下游：零售分化加剧，地产弱复苏

零售业线上增长，线下承压

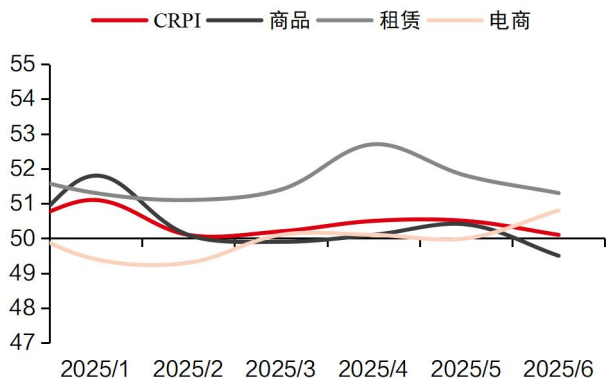
2025 年上半年线上电商经营持续增长，其主要动能来自以旧换新政策，耐用消费品是政策受益核心领域。延续 2024 年 8 类家电补贴，2025 年新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲 4 类；手机、平板、智能手表首次纳入补贴，补贴标准为售价 15%–20%，单件上限 2000 元（家电）或 500 元（数码）。零售行业电商经营部分例如家用电器、电子设备需求在政策刺激下释放。2025 上半年京东、美团、阿里等电商平台全面加码即时零售。这种线上下单，线下分钟级配送模式，通过高频餐饮外卖切入低频商品消费，为线上经营形成新增量。

图 27：年上半年耐用消费品领跑增长 | 单位：%YoY



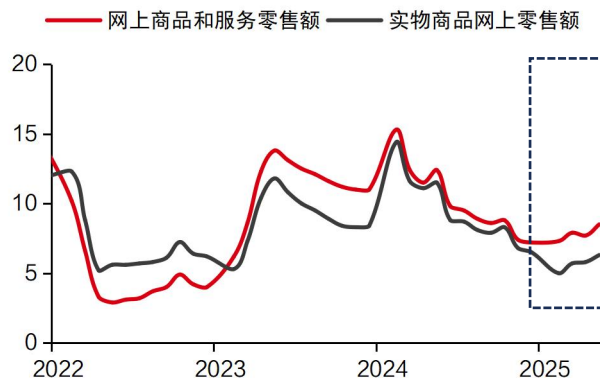
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 28：上半年末零售业分化 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

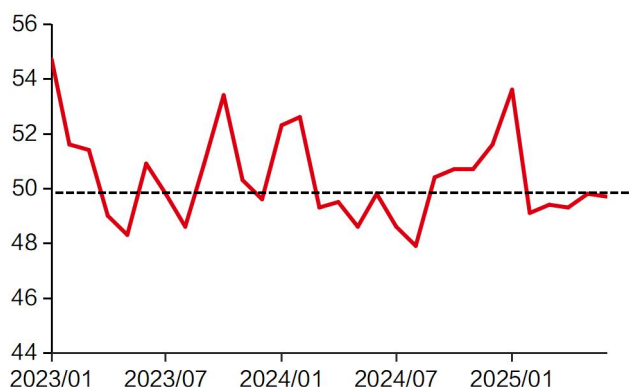
图 29：上半年线上消费占比提升 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

传统商品经营在 2025 年持续回落，主因是线上大促福利分流线下客流叠加消费信心疲软。客单价指数连续 5 个月低于 50%，反映消费者更倾向低价刚需品，非必需消费收缩。租金、人力等固定成本难以随收入同步下调，线下运营成本压力增加，导致盈利水平指数骤降。整体来看在消费降级趋势下，实体零售难以通过提价转嫁成本。

图 30：客单价水平指数连续 5 个月低于荣枯线 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 31：线下主营业务运营成本(越低代表成本压力越大) | 单位：%YoY

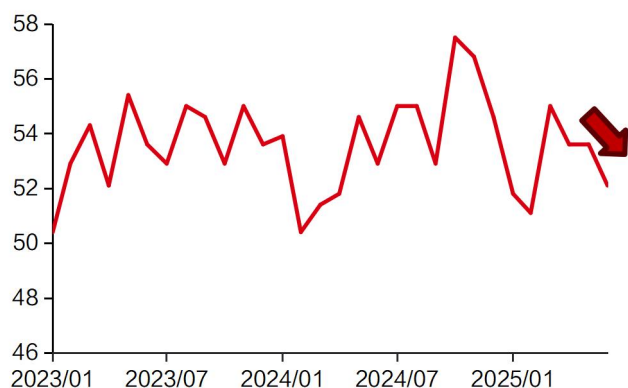


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

在消费动能不足、经济复苏缓慢的背景下，租赁经营在上半年景气不佳。零售及餐饮业业绩疲软，商铺租赁需求减弱，业主为维持出租率不得不采取“以价换量”策略，使得核心城市租金普遍承压下滑。企业为应对成本刚性和消费分流，被迫放缓扩张节奏。6 月租赁经营商铺出租率 52.1%，自 3 月以来连续 4 个月回落，反映出租赁市场进入调整期。

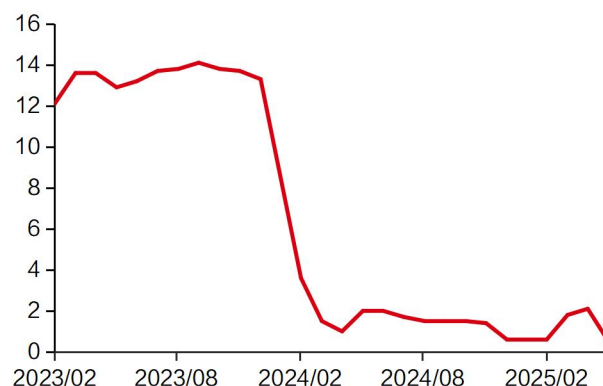
2025 年下半年商品经营预计将延续上半年分化的态势。一方面，“以旧换新”政策持续加码，根据国家发展改革委 6 月 26 日新闻发布会的最新通报，消费品以旧换新第三批资金将于 7 月正式下达，这是 2025 年“两新”政策持续推进的关键举措。在刺激政策推动下，生鲜仓储会员店、宠物用品、玩具游戏等新兴业态有机会将引领增长。另一方面，传统实体零售仍受线上分流的挤压。在线下运营成本刚性难以缓解的情况下，百货、大卖场等业态将持续承压，传统实体零售复苏力度将高度依赖政策落地效率与业态创新速度。租赁行业下半年将延续“以价换量”的趋势。从商业用地去库来看，待售面积从 4 月开始逐步减少。另外 2025 年为“十四五”收官年，保租房供应增加。以上两方面将继续压制市场化租金，去库趋势明细，“以价换量”的态势有望延续。

图 32：租赁经营类:商铺出租率 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 33：商业用地去库预计延续 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 4：上半年零售业市场数据

城市	新增供应 (万/m ²)	净吸纳量 (万/m ²)	空置率	环比	首层平均租金报价 (元/m ² /天)	环比
北京	0	-4.6	7.40%	0.10%	31.3	-0.40%
上海	10.5	5.6	8.50%	0.30%	32.3	-0.90%
广州	0	-0.4	6.60%	-0.80%	23	-1.20%
深圳	0	0.8	3.70%	-0.10%	18.4	-0.40%
成都	0	-1.3	8.30%	-1.10%	11.63	-0.50%
杭州	0	0.2624	4.50%	-0.10%	21	-
南京	0	1.7	3.60%	-0.30%	18.8	-0.40%

数据来源：世邦魏理仕，华泰期货研究院

房地产：弱复苏，强分化

2025 上半年，中国房地产市场在“政策托底弱复苏”的逻辑下艰难筑底。这场“弱企稳”本质是政策驱动与内生调整的角力，为下半年埋下“复苏动能转换”的伏笔。

2025 年上半年中国房地产市场的“弱复苏”主要由以下几个方面综合而成。首先从销售端来看总量销售降幅有所收窄。2025 年 1 至 5 月份新建商品房销售面积和销售额同比下降 2.9%和 3.8%，与 2024 年全年相比降幅分别收窄了 10 个百分点和 13.3 个百分点。

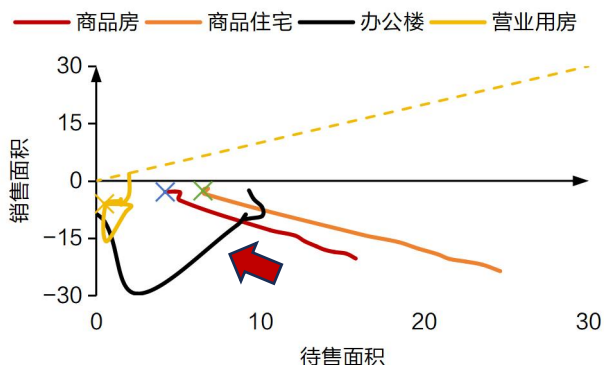
上半年商品房去库存取得一定成效，截至 2025 年 5 月末，商品房待售面积为 77427 万平方米，较 4 月末减少 715 万平方米，连续 3 个月下降；住宅待售面积减少 439 万平方米。按照近 6 个月的移动平均销售面积计算，截至 5 月份全国商品房待售库存去化周期为 24.76 个月，是 2024 年 7 月以来的最低值。

上半年地产销售价格环比有所下降，同比降幅继续收窄。5 月份新建商品住宅价格指数同比下降 4.1%，自去年 11 月份以来连续 7 个月降幅收窄。分城市能级看，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降 1.7%，环比收窄 0.4%；二线城市同比下降 3.5%，环比收窄 0.4%；三线城市同比下降 4.9%，环比收窄 0.5%。

上半年新房开工竣工“弱复苏”。2025 年 1 至 5 月，房地产施工面积同比-9.2%，较 2024 年同期收窄 2.4%；2025 年 1 至 5 月，房地产竣工面积同比-17.3，较 2024 年同期收窄 2.8%。

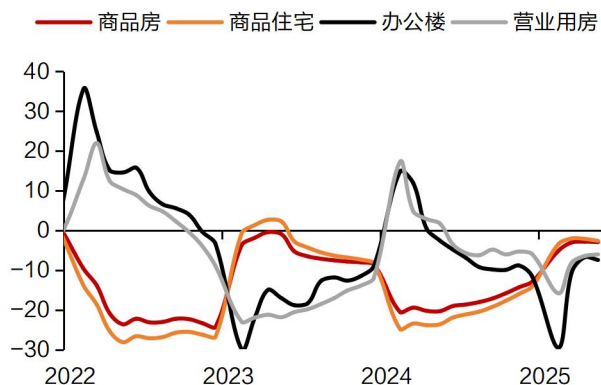
上半年近半数地区地产开发投资降幅扩大。2025 年 1 至 5 月份，青海、安徽、山东、四川、海南、湖北、云南、重庆、黑龙江、西藏、新疆、河北地区地产开发投资完成额同比降幅扩大。其中偏远地区青海、云南、黑龙江、西藏、新疆降幅较多。

图 34：上半年商品房销售面积降幅收敛 | 单位：万平方米



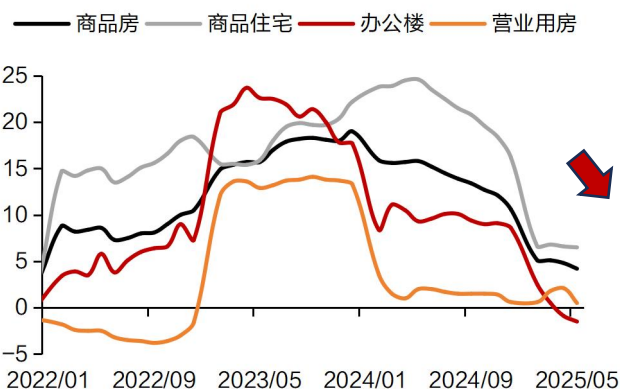
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 35：上半年房地产销售面积降幅收敛 | 单位：%YoY



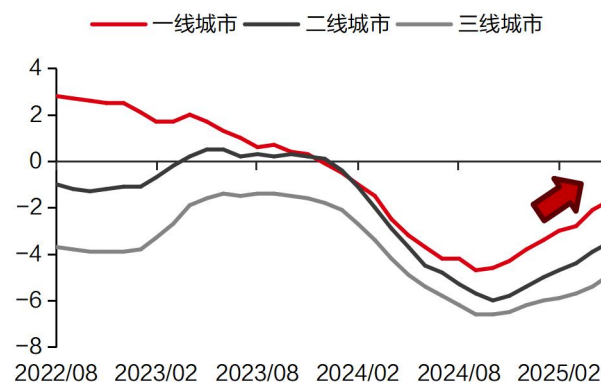
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 36：上半年房地产去库延续 | 单位：%YoY



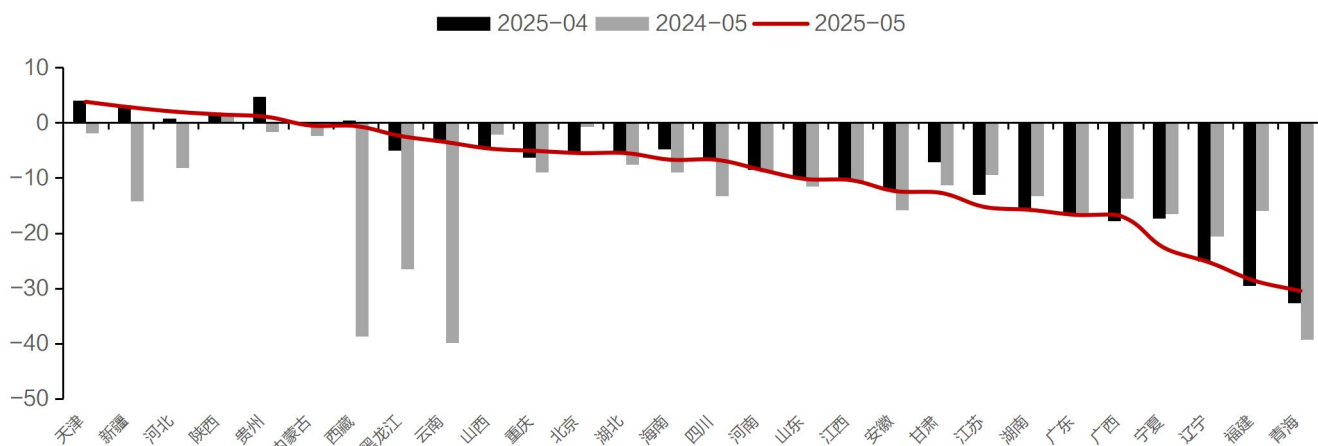
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 37：上半年房地产销售面积降幅收敛 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 38：房地产开发投资完成额（分城市） | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

上半年地产政策核心围绕“稳需求、去库存、防风险、促转型”四大目标展开托底。中央层面上看，政府工作报告首次明确“稳住楼市”，提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。国务院印发的《提振消费专项行动方案》中，房地产首次被纳入“大宗消费”，政策工具从限制投机转向刺激需求（降利率、补契税、以旧换新），试图激活改善型需求。货币政策上，上半年央行再次下调了5年期LPR，新发放个人住房贷款利率降至3.1%。财政政策上，地方政府专项债额度提升至4.4万亿元，明确用于土地收储和存量商品房收购，提出新增100万套城中村改造目标，并推进货币化安置带动住房需求。上半年国家允许地方政府收购存量商品房用作保障房，缓解库存压力。住建部5月发布的新国标《住宅项目规范》，推动“好房子”建设，倒逼房企从“高周转”转向“好房子”赛道，匹配改善需求升级，促进行业高质量转型。

表 5：上半年地产政策梳理

时间	政策	关键举措
2024/12	《全国住房城乡建设工作会议部署》	提出“四个取消、四个降低、两个增加” 扩大城中村改造 推动现房销售试点。
2025/3	《提振消费专项行动方案》	政府收储去库存 降成本：公积金利率降至2.85%、首付最低15% 拆迁改造提速
2025/3	《关于做好专项债券支持土地储备工作的通知》	优先收储存量闲置地块，专项债支持土地整理
2025/5	新国标《住宅项目规范》实施	强制层高≥3米，电梯、隔音、适老化成硬指标； 配套托儿所、老年中心等设施
2025/5	一揽子金融支持政策	降准0.5% 公积金利率降至2.6% 扩大“白名单”覆盖
2025/6	国务院常务会议定调“更大力度止跌回稳”	全面摸底土地及在建项目 要求专项债收储提速 广州响应取消限购/限售/限价

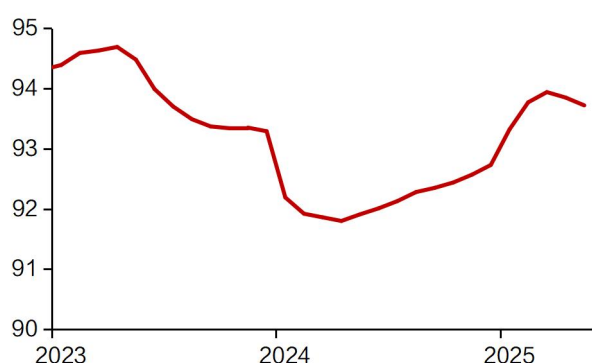
数据来源：华泰期货研究院根据网上公开资料整理

整体来看，上半年房地产市场在政策驱动下实现“弱企稳”。截止5月份最新国房景气指数为93.72，较4月份回落0.14点，但连续五个月维持在93以上，整体处于筑底区间。1-5月份，全国房地产开发投资36234亿元，同比下降10.7%，降幅较1-4月扩大0.4个百分点。其中住宅投资27731亿元，下降10.0%，反映投资端承压加剧，显示市场内生动力不足。

在当前地产市场“总量复苏动能有限，投资端仍在底部的情形下”，展望下半年，地产整体有望延续“政策托底”的态势缓慢恢复。6月中旬的国务院会

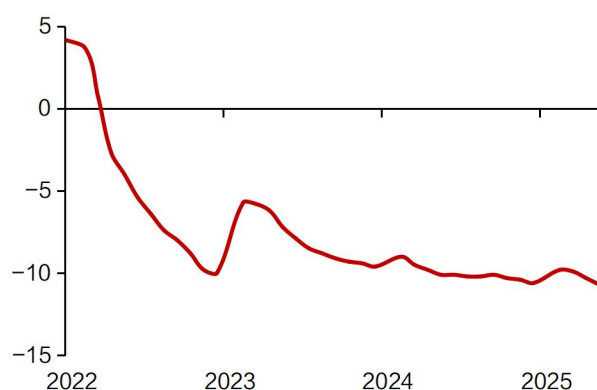
议进一步明确“更大力度推动房地产市场止跌回稳”这一风向，进一步优化现有政策。国务院会议特别提出，要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，对新拿地的建设进度、施工情况、拿地成本、施工投入等结构性数据进行清查。厘清存量项目规模和结构是下半年政策工作的重点目标，预计下半年将进一步加力稳市场。随着城市更新和土地收储政策的全面落实，供求两端将进一步改善行业库存压力，房地产市场有望加快实现供求关系新的动态平衡，行业内生动力有望加强。

图 39：上半年地产景气先抑后抑 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 40：上半年地产投资整体回落 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层 1001-1004、1011-1016 房