



经济景气度维持韧性

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

经济景气度维持韧性

一、政府债发行进度进一步加快。二、比亚迪等价格战 6 月结束，推动汽车消费维持高位。三、BCI 指数小幅回落跌破荣枯线。四、股市上涨，债市先升后降，再趋于平稳，大宗商品价格分化。五、经济景气度维持韧性，二季度 GDP 或在 5.3%-5.4% 左右。

风险提示

汽车行业“价格战”严重，如果企业竞争过激烈或影响汽车质量与后期维修企业投资与扩张意愿有限，若外需持续低迷，企业经营预期可能进一步下行受工作不稳定、生活成本上升和房产贬值等影响，城镇消费者信心普遍下降

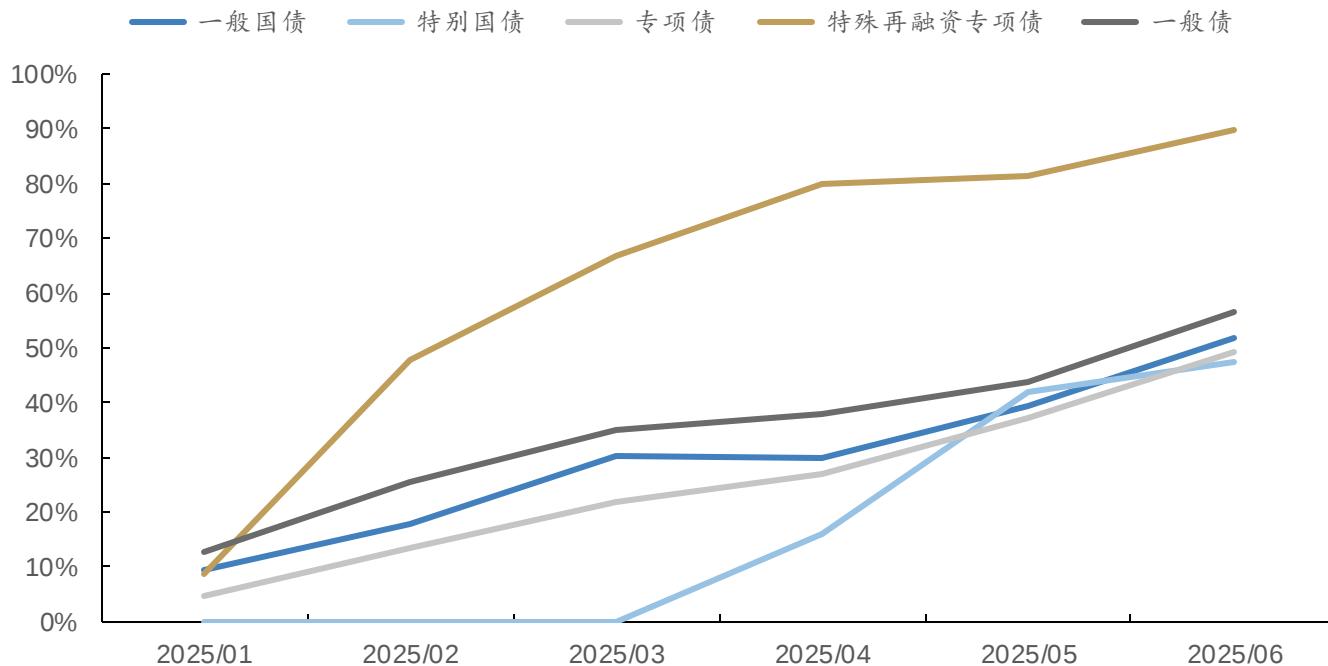


一、政府债发行进度进一步加快

6月政府债发行维持高位，wind口径政府债发行2.8万亿，前值2.3万亿，净融资1.41万亿，前值1.49万亿元。其中一般国债、特别国债、新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债6月净融资规模分别为6092、970、5271、1465、1010亿元。

截至2025年6月末，wind口径下政府债净融资规模7.8万亿，发行进度为56.2%（今年新增政府债包括特殊再融资专项债，规模为13.86万亿）。其中，一般国债、特别国债、新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债的累计发行进度为52.0%、47.5%、49.1%、85.2%、56.5%，6月单月发行进度分别为12.5%、5.4%、12.0%、7.3%、12.6%。

图表1：各项政府债券发行进度（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

二、比亚迪等价格战6月结束，推动汽车消费维持高位

6月1-22日，全国乘用车市场零售126.9万辆，同比增长24%，环比增长8%。

一是价格战叠加“618”购物节和“以旧换新”政策的双重影响，汽车购置价格优惠力度大。如比亚迪此次针对旗下22款纯电动与插电式混合动力车型，推出幅度惊人的“限时一口价”，最高降幅达34%，促销活动将持续至6月底。

二是政策开始治理汽车行业价格战，如工信部表示要加大汽车行业“内卷式”竞争整治力度。比亚迪“限时一口价”也在7月1日取消。补贴力度减弱预期叠加高考后暑期自驾购车需求提升，6月居民购车意愿较强。

图表2：6月汽车厂商零售同比进一步增长

6月厂商零售数据	1-8日	9-15日	16-22日	23-30日	1-22日	全月
23年	38,107	52,346	68,676	92,706	52,364	63,122
24年	36,010	42,937	61,929	92,448	46,461	58,724
25年	42,102	52,694	80,525		57,698	
同比去年同期	17%	23%	30%		24%	
环比上月同期	-14%	-5%	42%		8%	
6月厂商批发数据	1-8日	9-15日	16-22日	23-30日	1-22日	全月
23年	38,803	57,095	70,960	128,636	54,855	74,530
24年	35,191	41,797	73,739	134,830	49,558	72,297
25年	38,836	57,682	74,767		56,265	
同比去年同期	10%	38%	1%		14%	



环比上月同期	-2%	9%	17%		9%	
--------	-----	----	-----	--	----	--

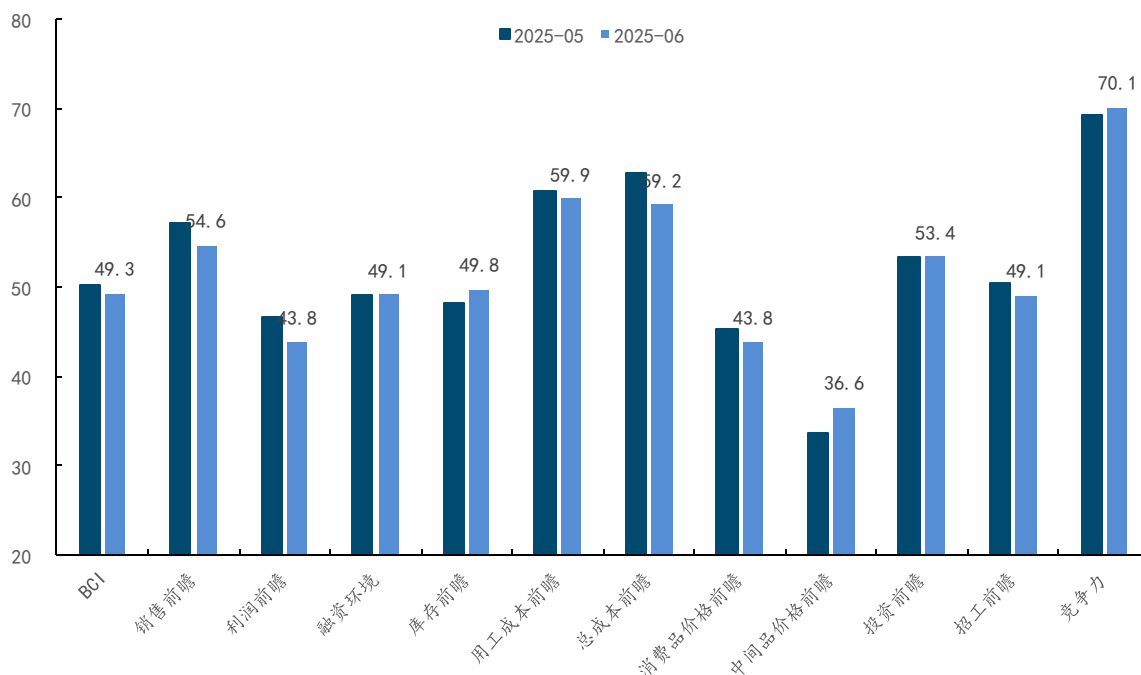
来源：中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会 CPCA，国金证券研究所

三、BCI 指数小幅回落跌破荣枯线，企业整体预期趋于谨慎

2025 年 6 月中国 BCI 指数从 5 月的 50.3 降至 49.3，跌破 50 的荣枯线。其中，销售和利润前瞻指数分别回落 2.7、2.9 个百分点，显示企业对后续订单增长和盈利改善的信心减弱，市场需求恢复面临一定压力。同时，消费品和中间品价格走势分化，6 月 BCI 消费品价格前瞻指数为 43.8，前值为 45.2；BCI 中间品价格前瞻指数为 36.6，前值 33.6。中间品价格上行与 6 月黑色、原油等大宗商品价格上行相对应。消费品价格偏弱则反映了当前终端需求不足，消费品涨价动力不强，CPI 继续维持低位。

BCI 指数与 PMI 指数的分化可能与大中小企业的分化有关，BCI 指数调查样本更偏小企业，因此表现或偏弱。

图3：部分城市二手房销售维持高位



来源：wind，国金证券研究所

四、上半年股市红盘收盘，债市“先升后降，再趋于平稳”，大宗商品价格分化

2025 年上半年沪深股指表现相对亮眼，上证指数收报 3444 点，深证综指收报 10465 点，本年累计上涨 2.8%、0.5%。主要指数方面，北证 50、科创 100、中证 2000 指数领涨，分别上涨 41.9%、17.3%、16.9%，红利指数、创价值、中证 A50 领跌，波动分别为-2.3%、0.5%、2.2%。

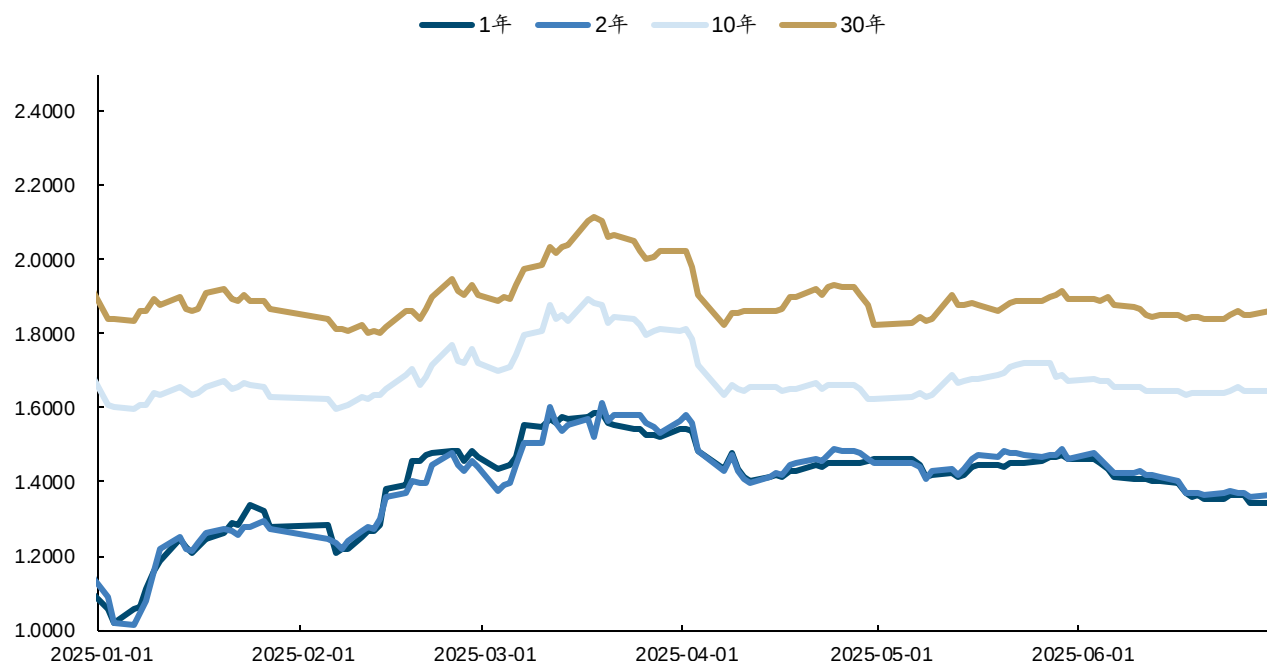
2025 年上半年，债券市场“先升后降，再趋于平稳”。年初至 3 月中旬，受资金面趋紧和政府债券发行量扩大等因素影响，债券收益率整体显著上行，10 年国债收益率一度接近 1.9%。随着 4 月中美贸易摩擦升温，货币政策转向“稳增长”，资金利率下行，市场情绪好转，6 月末 10 年国债收益率重回 1.65% 左右，1 年国债收益率在 1.35% 左右，10-1 年国债利差在 30BP 左右，债券曲线偏平坦。

2025 年上半年，贵金属价格领涨，焦煤焦炭等领跌。受全球地缘政治紧张局势、关税摩擦、美元信用降低等因素影响，6 月末国内黄金、白银期货分别上涨 24%、17%，领涨主要大宗商品。焦煤、焦炭、玻璃等受需求不足等因素影响，上半年期货价格分别回落 27%、22%、22%，在主要大宗商品中降幅明显。

6 月末人民币兑美元中间价收报 7.16，离岸价收报 7.16，2024 年年末分别为 7.19、7.34，随着美元走弱，离岸价与中间价的价差明显收敛。6 月末美元指数、人民币汇率指数分别从去年年末的 108.9、102.1 下滑至 6 月末的 95.4、97.3，人民币和美元相对于一揽子货币均有所贬值。



图表4：债券市场先升后降，再趋于平稳



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

五、经济景气度维持韧性，二季度 GDP 或在 5.3%~5.4%左右

6月制造业 PMI 上行 0.2 个点至 49.7%，其中生产指数、新订单指数分别回升 0.3、0.4 个百分点至 51、50.2。其中装备制造业、新技术制造业、消费品制造业、基础原材料制造业 PMI 指数分别为 51.4%、50.9%、50.4%、47.8%，相比于上月分别上行 0.2、0、0.2、0.8 个百分点。

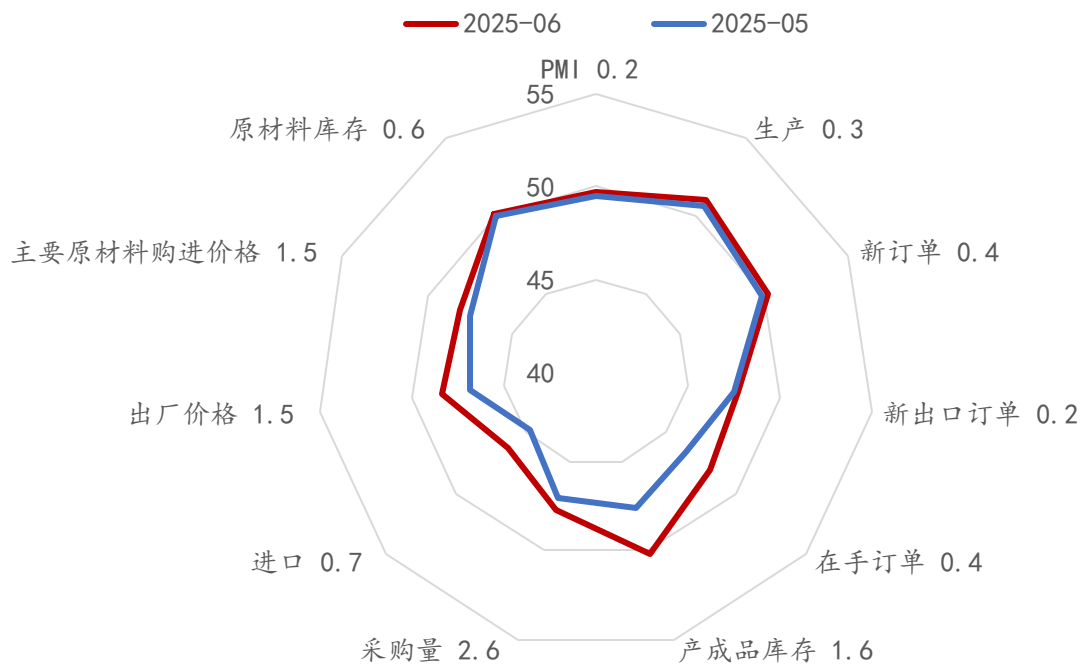
基础原材料行业景气度好转可能与政策发力投资有关。受益于专项债等逐渐落地形成实物工作量，6月建筑业商务活动指数为 52.8%，较上月上升 1.8 个百分点，其中房屋建筑业商务活动指数升至 51%以上，土木工程建筑业商务活动指数在 55%以上。关注后续专项债、特别国债等的落地情况。另外，受益于以旧换新、设备更新政策，装备制造业和消费品制造业景气度均有所回升。

出口订单小幅好转可能与当前中国依旧处于关税豁免期，部分海外贸易商继续抢出口、抢转口有关。需要关注的是美国与其他国家的关税豁免期即将到期，关注美国的谈判进度以及是否会直接延长豁免期。从高频数据上看，6月出口预计维持韧性。

结合 6 月高频数据与 PMI 数据，预计 6 月 GDP 增速在 5.3%左右，二季度 GDP 在 5.3-5.4%左右。



图表5：经济景气度维持韧性，PMI 出厂价格指数小幅回升



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

汽车行业“价格战”严重，如果企业竞争过激烈或影响汽车质量与后期维修企业投资与扩张意愿有限，若外需持续低迷，企业经营预期可能进一步下行受工作不稳定、生活成本上升和房产贬值等影响，城镇消费者信心普遍下降



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究