

“两重” “两新”：效果超预期的背后

宏观点评

年初以来，我国经济外部风险加大，我国政府因时因势提出实施更加积极的财政政策，并安排 1.3 万亿元特别国债支持“两重”“两新”。“两重”“两新”效果显著，这主要得益于政府提高了宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，把握时机力度，强化系统思维，增强了“两重”“两新”实施效能。

以旧换新拉动消费持续回升向好。前 5 月，社会消费品零售总额累计同比增长 5%，增速较 2024 年全年提升 1.5 个百分点。以旧换新相关商品消费增速较高，家用电器和音像器材、通讯器材、文化办公用品、家具销售额累计同比增速分别为 30.2%、27.1%、25.7%、21.4%。我们估算以旧换新政策乘数约为 3，3000 亿元国家补贴加上 10% 地方配套补贴，将拉动近 1 万亿元消费，使全年社零增速上升约 2 个百分点。

设备更新推动高质量发展向优向新。前 5 月，制造业投资累计同比增长 8.5%，其中，设备工器具购置投资累计同比增速 17.3%，高于 2024 年全年的 15.7%。我们估算设备更新政策乘数在 4 左右。设备更新政策拉动了全部投资增长约 1.6 个百分点。设备更新覆盖面较广，传统行业加快产业升级，高技术产业投资增速也较高。前 5 月，服装、服饰业，皮革制品和制鞋业，运输设备制造业，汽车制造业投资同比增速分别高达 27.6%、26.6%、26.1%、23.4%。

“两重”项目大力提振内需。前 5 月，全口径基建投资累计同比增速 10.4%，高于 2024 年全年的 9.2%；基建投资（不含电力等）累计同比增速 5.6%，高于 2024 年全年的 4.4%。其中，电力等公用事业投资同比增长 25.4%，水利投资同比增长 7.2%，而传统基建投资——交通运输投资同比增长 4%。假设“两重”项目乘数为 1，8000 亿元“两重”项目将拉动固定资产投资增长约 1.6 个百分点，拉动 GDP 增长约 0.6 个百分点。

“两重”“两新”带动相关生产快速增长。前 5 月，工业增加值累计同比增长 6.3%，增速较 2024 年全年上升 0.5 个百分点。其中，船舶等运输设备制造业、电气机械及器材制造业、汽车制造业、电子设备制造业增加值同比增速比较高，分别为 18.4%、12.3%、11.2%、11.1%。从产品看，前 5 月，新能源汽车、工业机器人、太阳能电池（光伏电池）、服务机器人、金属切削机床、集成电路、微型计算机设备产量累计同比增长 40.8%、32%、18.3%、14%、13.3%、6.8%、5.5%。

优化政策提升综合效应。“两重”“两新”效果显著，同时也要注意到目前经济仍有一些改善空间。此外，中美经贸谈判存在较大不确定性。未来仍需要分别从供给、需求两端改善“两重”“两新”实施效率，加大支持力度，提升政策综合效应。一方面，保障经济增速顺利实现 5% 目标。另一方面，有助于实现再通胀。实现再通胀需要把经济增速长期持续稳定在潜在增速以上，负的产出缺口才能不断收窄然后转正，直到通胀上升到 2% 左右。

● **风险提示：**乘数等数据估算存在误差；对政策理解存在偏差；房地产投资仍较弱；中美关税谈判存在较大不确定性。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

相关报告

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》2025-06-17

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》2025-04-18

《经济数据“开门红”的动力来自哪》2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 以旧换新拉动消费持续回升向好.....	3
1.1、 以旧换新效果显著	3
1.2、 以旧换新乘数效应较大	7
2、 设备更新推动高质量发展向优向新	8
3、 “两重”项目大力提振内需	9
4、 “两重”“两新”带动相关生产快速增长	10
5、 优化政策提升综合效应	11

图表目录

图 1： 我国居民新增存款较多、消费潜力较大	3
图 2： 近期出口增速回落消费增速上升	3
图 3： 家电等以旧换新商品消费增速较高	4
图 4： 2025 年以旧换新对家电、数码产品的消费拉动更强	5
图 5： 2024 年 9 月以来家电线上消费同比增速大幅上升	5
图 6： “618”期间以旧换新对家电销售拉动明显	6
图 7： “618”明显拉升 5 月家电消费同比增速	6
图 8： “618”期间以旧换新相关家电消费同比增幅较高	6
图 9： 以旧换新相关消费增长较快	7
图 10： 制造业投资增速和利润增速持续背离	8
图 11： 设备工器具购置投资增速较高	8
图 12： 多数行业投资同比增速较高	9
图 13： 全口径基建投资增速高于窄口径基建	10
图 14： 电力等公用事业投资增速较高	10
图 15： 生产维持较高增速	10
图 16： 船舶等运输设备、电气机械及器材、汽车、电子设备等制造业增加值同比增速较高	11
图 17： 汽车补贴政策已持续多年	12
图 18： 历史上的消费刺激并没有扭转消费趋势	12
图 19： 居民就业和收入预期仍较弱	12
图 20： 补贴提升汽车销量	13
图 21： 国产品牌汽车市场份额提升	13
图 22： 汽车价格持续下降	13
图 23： 产能利用率处于低位	14
图 24： 房地产投资降幅仍较大	15
图 25： 房价仍在持续下跌	15

年初以来，美国先是以芬太尼问题为由对我国商品加征 20% 的关税，4 月又加征所谓“对等关税”，我国经济外部风险加大。我国政府因时因势提出实施更加积极的财政政策，并安排 1.3 万亿元特别国债支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）和“两新”（消费品以旧换新和大规模设备更新），其中“两重”项目 8000 亿元，设备更新 2000 亿元，以旧换新 3000 亿元。

“两重”“两新”效果显著，这主要得益于政府提高了宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，把握时机力度，强化系统思维，激发了经济主体消费、投资潜力，增强了“两重”“两新”实施效能。

1、以旧换新拉动消费持续回升向好

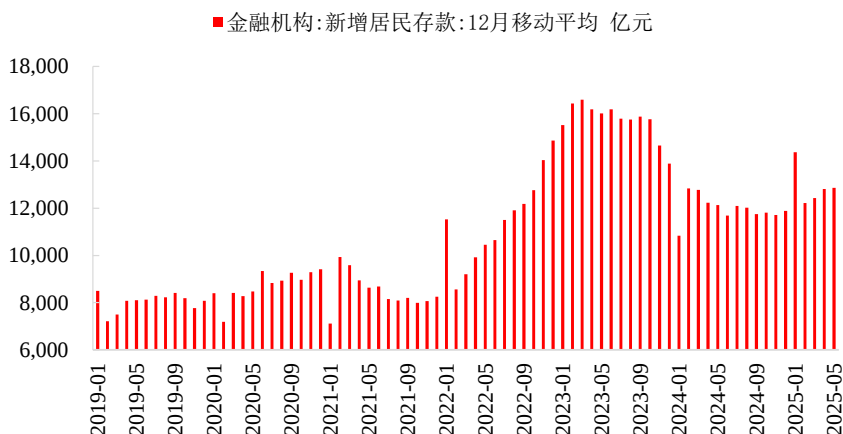
1 月、4 月，中央财政分别下达了 810 亿元共 1620 亿元以旧换新资金，后续还将有 1380 亿元资金在三、四季度分批有序下达。1 月 5 日，国家发展改革委和财政部联合发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，扩围支持消费品以旧换新。扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准；加力支持家电产品以旧换新，将 8 大类家电以旧换新产品扩围至 12 大类；首次实施手机、平板、智能手表（手环）3 类数码产品购新补贴政策；积极支持家装消费品换新；加快推进电动自行车以旧换新。

1.1、以旧换新效果显著

疫情之后，由于预防性储蓄等原因，我国居民存款增加较多，截至 2025 年 5 月末，我国储蓄存款约为 160 万亿元，较 2019 年末增加了将近一倍，这意味着我国消费潜力较大，也是以旧换新效果超预期的重要原因。

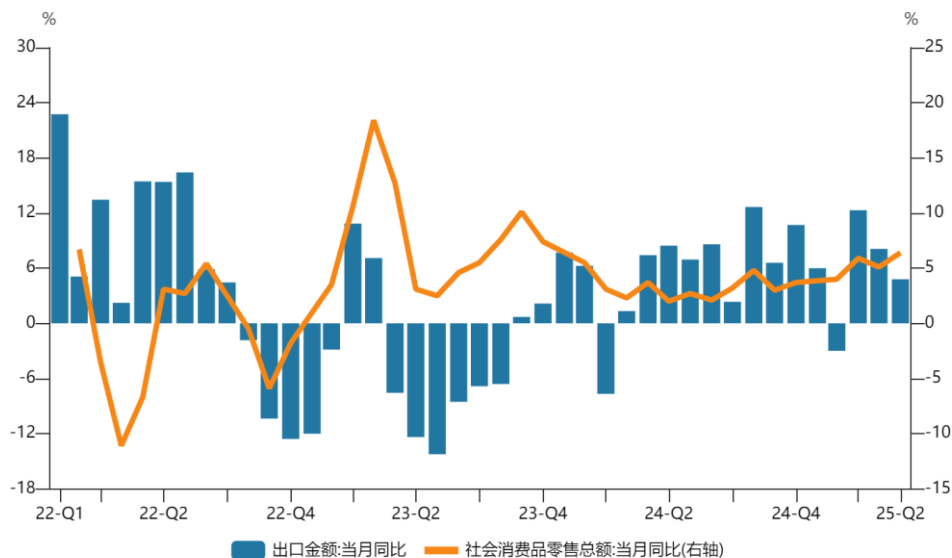
前 5 月，在消费品以旧换新拉动下，社会消费品零售总额累计同比增长 5%，增速较 2024 年全年提升 1.5 个百分点。特别是 4 月美国对等关税落地，中国外需减弱，5 月出口交货值同比增速只有 0.6%，但是在以旧换新拉动下，社会消费品零售总额同比增速达到 6.4%。

图1：我国居民新增存款较多、消费潜力较大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

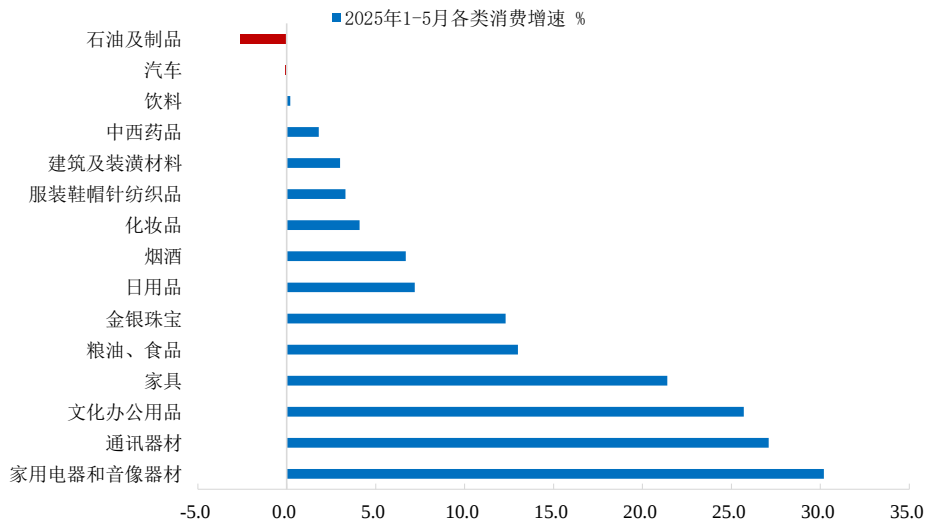
图2：近期出口增速回落消费增速上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

从具体商品来看，以旧换新相关商品消费增速较高。前5月，家用电器和音像器材、通讯器材、文化办公用品、家具销售额累计同比增速分别为30.2%、27.1%、25.7%、21.4%，比整体社会消费品零售总额累计增速高25.2、22.1、20.7、16.4个百分点，比2024年全年高17.9、17.2、26、17.8个百分点。

图3：家电等以旧换新商品消费增速较高

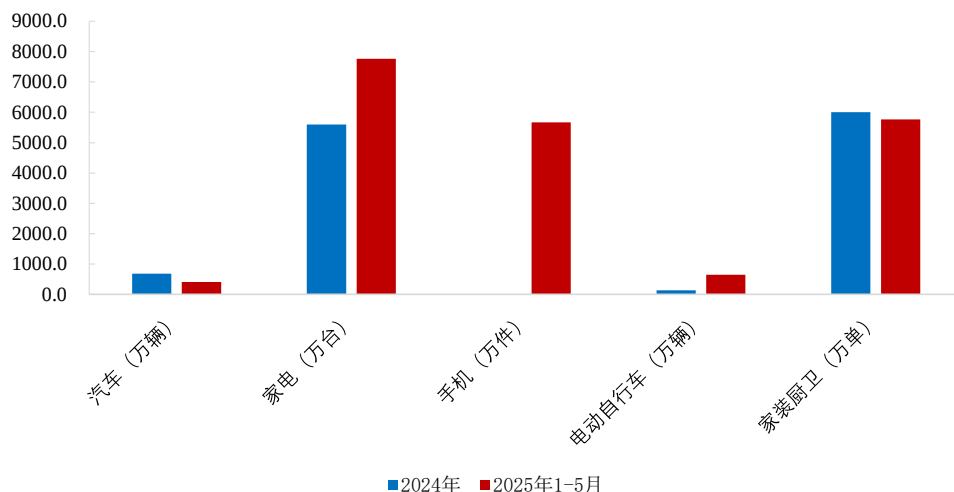


资料来源：Wind，诚通证券研究所

根据商务部信息，2025年前5月，消费品以旧换新5大品类合计带动销售额1.1万亿元，发放直达消费者的补贴约1.75亿份。其中，汽车以旧换新补贴申请量达412万份；4986.3万名消费者购买12大类家电产品7761.8万台；5352.9万名消费者购买手机等数码产品5662.9万件；电动自行车以旧换新650万辆；家装厨卫“焕新”5762.6万单。相较于2024年，2025年以旧换新对一些补贴扩围的家电、数码产品消费拉动更强。

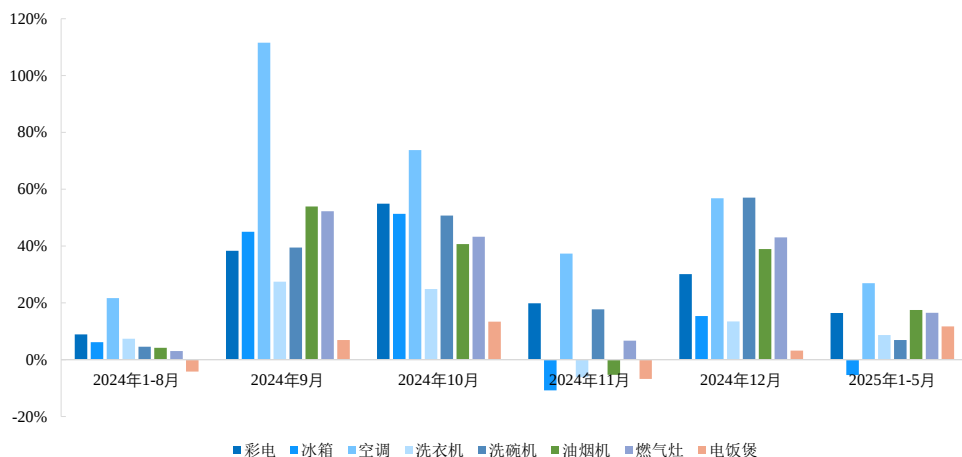
根据奥维云网数据，2024年9月以来，家电消费增速大幅上升，2025年仍保持较高增速，前5月，彩电、空调、洗衣机、洗碗机、油烟机、燃气灶、电饭煲线上销售额同比增速分别为16.40%、26.86%、8.68%、6.89%、17.45%、16.51%、11.66%，比2024年前8月高7.49、5.20、1.33、2.34、13.26、13.53、15.89个百分点。

图4：2025年以旧换新对家电、数码产品的消费拉动更强



资料来源：Wind，商务部，诚通证券研究所

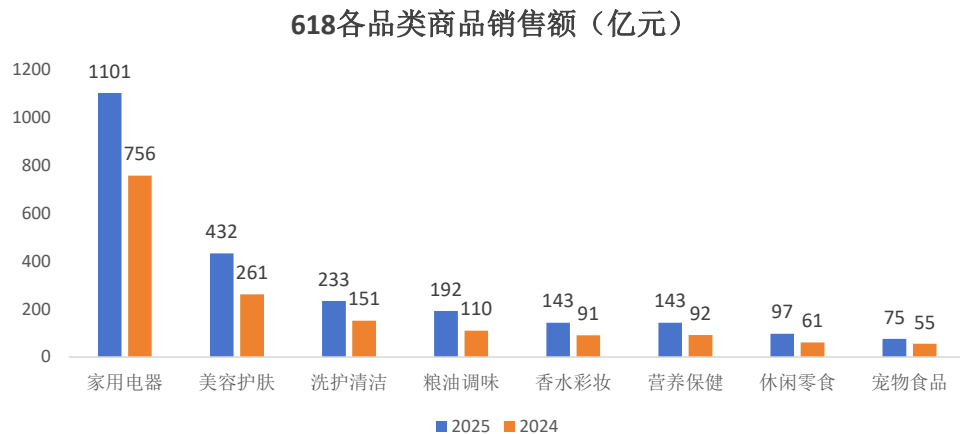
图5：2024年9月以来家电线上消费同比增速大幅上升



资料来源：Wind，奥维云网，诚通证券研究所

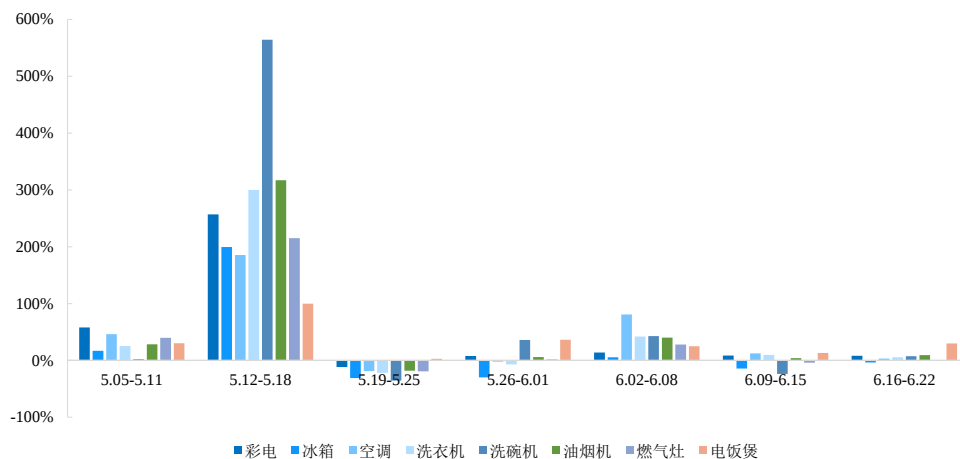
根据星图数据及奥维云网数据，受国家及平台补贴拉动，2025年“618”购物节综合电商销售总额为8556亿元，同比增长15.2%。2025年“618”于5月13日启动，对5月消费拉动较为明显，特别是5月12日-5月18日当周，多种家电线上销售额同比增加一倍以上。整体看，5月，彩电、冰箱、空调、洗衣机、油烟机、燃气灶、微波炉、洗碗机、电饭煲、净水器线上销售额分别同比增长31.69%、3.9%、46.03%、32.16%、20.22%、16.91%、38.59%、20.02%、42.12%、35.19%，线下销售额分别同比增长34.16%、29.25%、38.72%、28.71%、64.23%、57.47%、53.82%、50.87%、30.66%、60.56%。

图6：“618”期间以旧换新对家电销售拉动明显



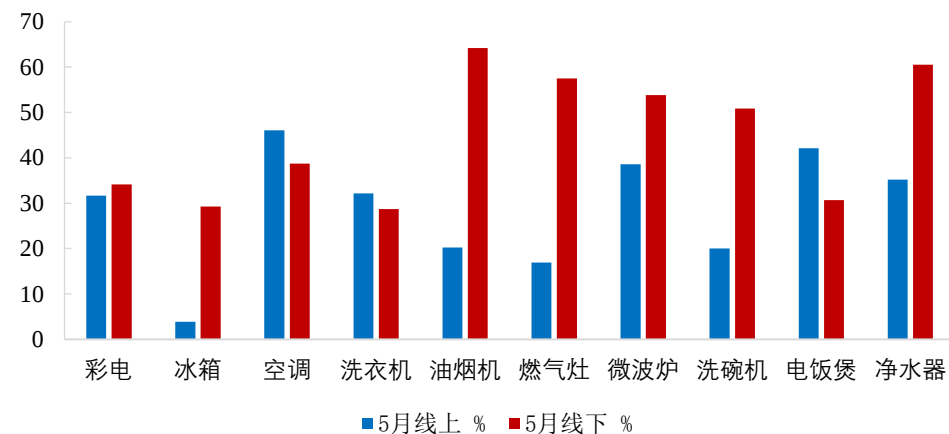
资料来源：Wind，星图数据，奥维云网，诚通证券研究所

图7：“618”明显拉升5月家电消费同比增速



资料来源：Wind，奥维云网，诚通证券研究所

图8：“618”期间以旧换新相关家电消费同比增幅较高



资料来源：Wind，奥维云网，诚通证券研究所

1.2、以旧换新乘数效应较大

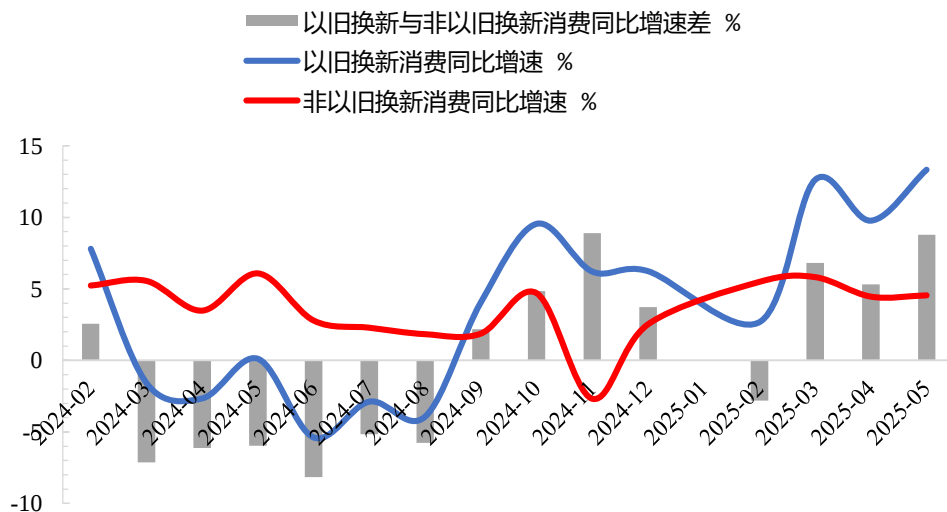
以旧换新的乘数效应有多大？假设 3000 亿元以旧换新资金平均分配到 12 个月，再加上 10% 的地方政府资金，前 5 月补贴资金共约 1400 亿元，拉动消费 1.1 万亿元，直接的杠杆率为 7.9 倍。但这不是真正的杠杆率，因为不论是否存在补贴，都会有一部分消费，真实杠杆率可能没有那么高。2024 年 9 月大规模实施以旧换新之前，2024 年 1-8 月社零环比增速月度均值为 0.21%，而 2024 年 9 月-2025 年 5 月均值为 0.6%，较以旧换新前上升了 0.4 个百分点。这 0.4 个百分点消费环比增速的上升也不完全是以旧换新拉动的，可能还受到“9·24”以来其他政策、经济环境的影响。

借鉴双重差分法，假设经济环境、其他政策对以旧换新、非以旧换新商品消费的影响相同，可以用以旧换新实施前后，以旧换新与非以旧换新相关消费增速差的变化来衡量以旧换新的政策效果。

我们利用限额以上单位商品零售额来估算以旧换新的乘数，以旧换新商品包括家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、建筑及装潢材料类、汽车类等。2024 年 9 月大规模实施以旧换新，之前 2024 年 1 月-8 月以旧换新与非以旧换新消费同比增速差为 -5 个百分点，之后 2024 年 9 月-2025 年 5 月该值上升为 4.9 个百分点，其中 2025 年 1 月-5 月为 4.5 个百分点，剔除其他影响，以旧换新政策拉动了相关商品消费增加了约 10 个百分点。假设 2025 年以旧换新补贴资金全部体现在限额以上单位商品零售，那么以旧换新的政策乘数约为 2.5，实际上限额以上单位商品零售补贴不是完全的以旧换新补贴资金，以旧换新政策乘数要大于 2.5，我们认为约为 3。

若以旧换新政策乘数为 3，那么 3000 亿元国家补贴加上 10% 地方配套补贴，将拉动近 1 万亿元消费，使全年社零增速上升约 2 个百分点。2025 年前 5 月，社零累计同比增速为 5%，其中 5 月当月同比增速更是高达 6.4%，下半年随着基数抬升，社零同比增速上升的难度将增加，预计年末达到 5.5%，较 2024 年 9 月大规模实施以旧换新前的消费增速高约 2 个百分点。

图9： 以旧换新相关消费增长较快



资料来源：Wind，诚通证券研究所

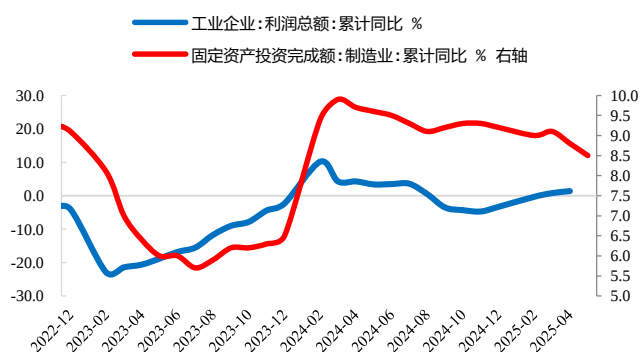
2、设备更新推动高质量发展向优向新

《2025 年政府工作报告》指出要“深入实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程”，并安排超长期特别国债 2000 亿元用于支持设备更新，比上年增加 500 亿元。年初发布的《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》，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。截至 6 月，第 1 批约 1730 亿元资金，已按照“地方审核、国家复核”的原则，安排到 16 个领域约 7500 个项目，第 2 批资金正在同步开展项目审核筛选。

设备更新带动作用明显。新冠疫情后，部分行业有效需求不足，2022 年 10 月以来 PPI 连续负增长，2025 年前 4 月工业企业利润累计同比增长 1.4%，增速比较低。但是在设备更新拉动下，制造业投资累计同比增长 8.5%，维持较高增速。其中，设备工器具购置投资累计同比增速 17.3%，高于 2024 年全年的 15.7%，而建筑安装工程投资累计同比增速 1.2%，低于 2024 年全年的 3.5%。

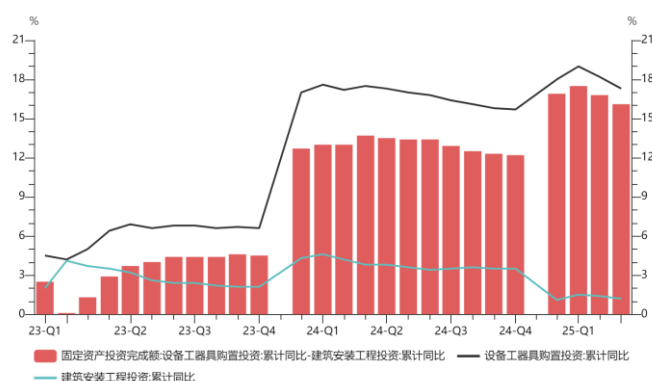
如何衡量设备更新政策效果？假设设备更新之外的政策、经济环境对设备工器具购置投资及建筑安装工程投资的影响相同，那么就可以用设备更新实施前后，设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速之差的变化来衡量设备更新政策效果。2024 年设备更新支持资金为 1500 亿元，设备工器具购置与建筑安装工程投资增速差较 2023 年上升 8 个百分点，可以认为 1500 亿元拉升了约 6200 亿元设备工器具购置投资，政策乘数约为 4。2025 年设备更新支持资金为 2000 亿元，设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速之差从 2024 年全年的 12.2 个百分点上升至 2025 年前 5 月的 16.1 个百分点，较 2023 年上升了约 12 个百分点。如果设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速差在 2025 年全年保持基本稳定，可以认为 2000 亿元拉升了约 8000 亿元设备工器具购置投资，2025 年的设备更新政策乘数也在 4 左右。设备更新政策拉动了全部投资增长约 1.6 个百分点。若无设备更新政策，制造业投资增速可能低于 3%，而全部投资增速可能在 2% 左右。

图10： 制造业投资增速和利润增速持续背离



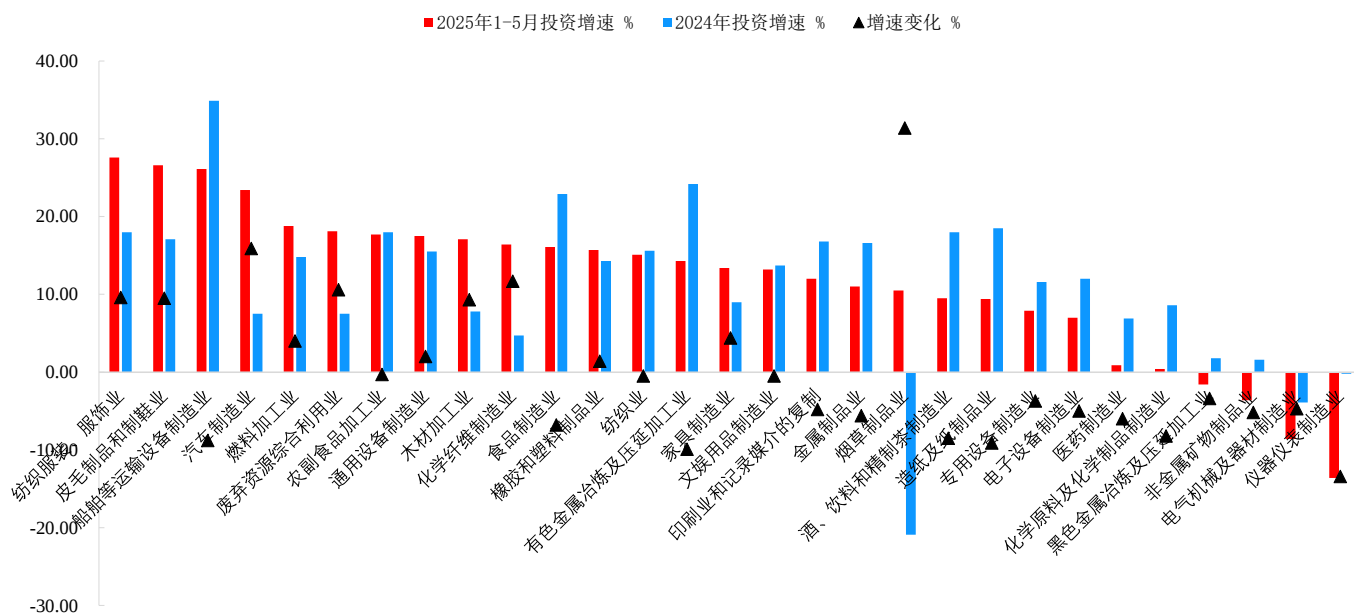
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 设备工器具购置投资增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：多数行业投资同比增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

设备更新覆盖面较广，传统行业加快产业升级，高技术产业投资增速也较高。前5月，服装、服饰业，皮革制品和制鞋业，运输设备制造业，汽车制造业投资同比增速分别高达27.6%、26.6%、26.1%、23.4%。石油、煤炭及其他燃料加工业，农副食品加工业，通用设备制造业，化学纤维制造业，食品制造业，橡胶和塑料制品业，纺织业，有色金属冶炼及压延加工业，家具制造业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业，金属制品业等行业投资同比增速也都在10%以上。此外，高技术服务业投资同比增长11.6%，其中信息服务业投资增长41.4%，专业技术服务业投资增长11.9%。

3、“两重”项目大力提振内需

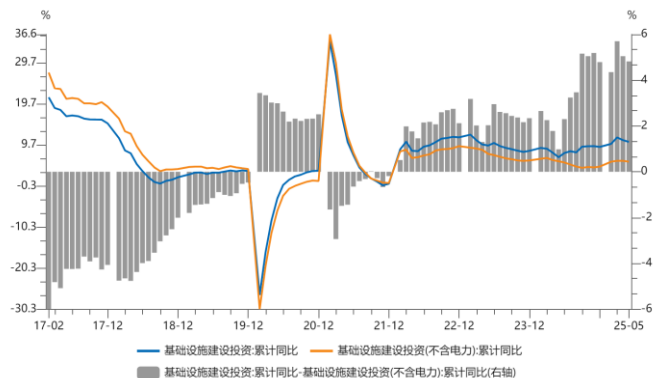
《2025年政府工作报告》强调要更大力度支持“两重”建设，并安排了8000亿元资金，比2024年多1000亿元，截至5月已安排近5000亿元，预计6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单。“两重”项目重点支持基础研究能力提升、未来产业发展、东北等重点地区高标准农田建设、大中型灌区新建改造及大中型引调水和大中型水库建设、长江经济带生态环境保护和绿色发展、农业转移人口市民化公共服务体系建设、高等教育提质升级、城市地下管网管廊建设改造等方面任务，强化超长期贷款等配套融资，高质量推进“硬投资”项目谋划实施。

前5月，全口径基建投资累计同比增速10.4%，高于2024年全年的9.2%；基建投资（不含电力等）累计同比增速5.6%，高于2024年全年的4.4%。其中，电力等公用事业投资同比增长25.4%，水利投资同比增长7.2%，而传统基建投资——交通运输投资同比增长4%。虽然一些“两重”项目同时属于全口径基建投资和窄口径基建投资（不含电力等），但整体上“两重”项目对前者的影响要大于后者，两者增速差的变化能在一定程度上反映“两重”实施效果。全口径基建投资

和窄口径基建投资（不含电力等）累计同比增速差从 2023 年的 2 个百分点左右上升至 2024 年、2025 年的 5 个百分点左右。

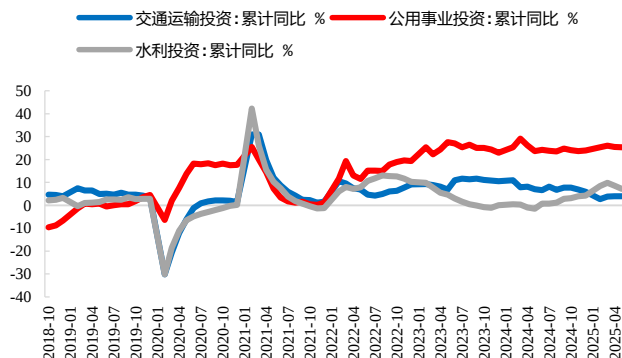
在财政压力仍存情况下，“两重”项目的乘数效应较小，假设为 1 的话，8000 亿元“两重”项目将拉动固定资产投资增长约 1.6 个百分点，拉动 GDP 增长约 0.6 个百分点。

图13：全口径基建投资增速高于窄口径基建



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14：电力等公用事业投资增速较高

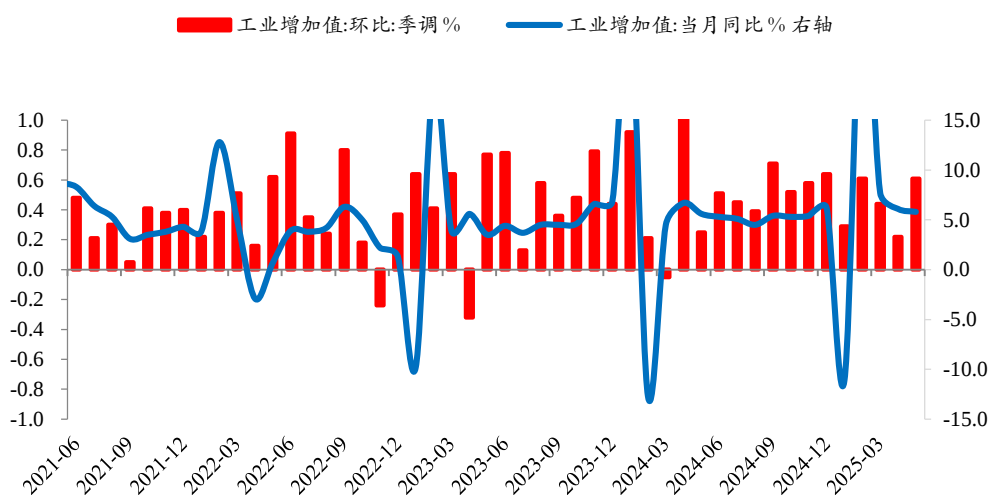


资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、“两重”“两新”带动相关生产快速增长

2025 年以来，中国经济外部风险增加，特别是 4 月美国对等关税落地，4 月、5 月中国出口交货值同比增速下降至 0.9%、0.6%，对生产的拉动减弱。“两重”“两新”大力提振内需，带动相关行业生产快速增长，保障了经济平稳运行。

图15：生产维持较高增速

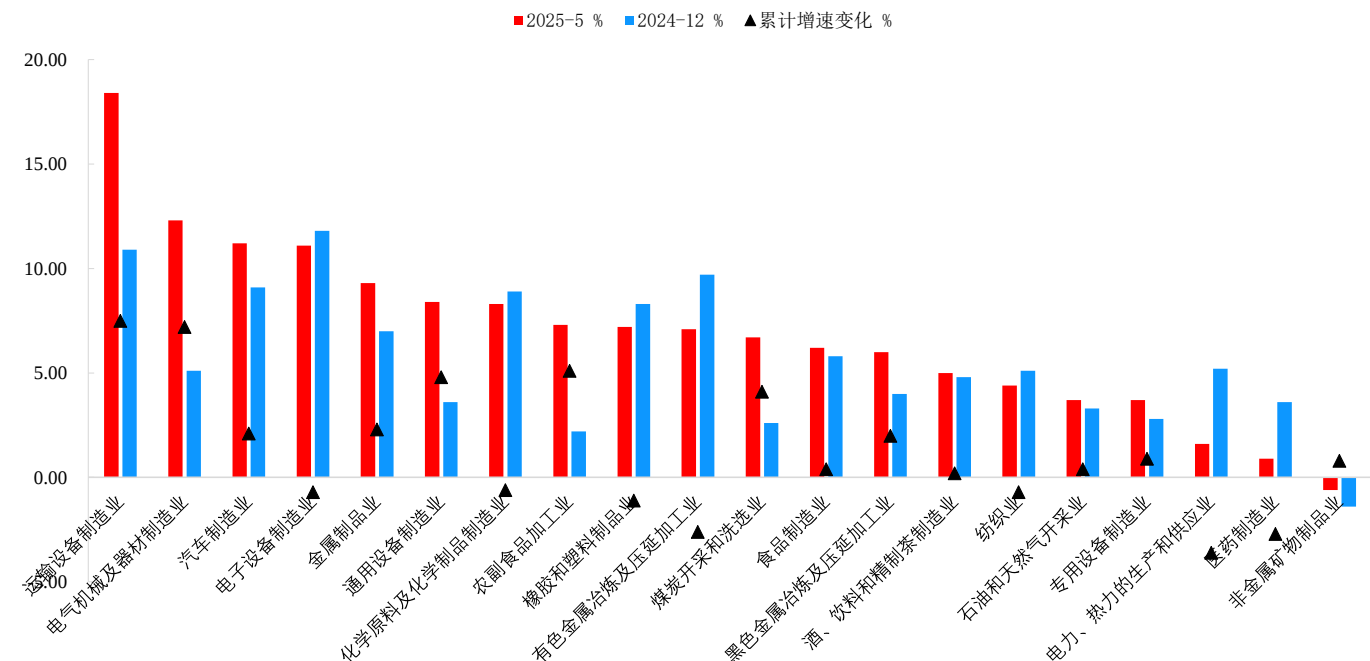


资料来源：Wind，诚通证券研究所

前 5 月，工业增加值累计同比增长 6.3%，增速较 2024 年全年上升 0.5 个百分点。其中，船舶等运输设备制造业、电气机械及器材制造业、汽车制造业、电子设备制造业增加值同比增速比较高，分别为 18.4%、12.3%、11.2%、11.1%，此外，金属制品业、通用设备制造业、化学原料及化学制品制造业、农副食品加工业、橡

胶和塑料制品业、有色金属冶炼及压延加工业、煤炭开采和洗选业、食品制造业增加值同比增速也都在 6% 以上。

图16： 船舶等运输设备、电气机械及器材、汽车、电子设备等制造业增加值同比增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

从产品看，“两重”“两新”拉动下，新质生产力引领转型升级。前5月，新能源汽车、工业机器人、太阳能电池（光伏电池）、服务机器人、金属切削机床、集成电路、微型计算机设备产量累计同比增长40.8%、32%、18.3%、14%、13.3%、6.8%、5.5%。

“两重”“两新”改善企业利润和企业经营预期，提高居民收入。工业企业利润同比增速从2024年全年的-3.3%，上升至2025年前4月的1.4%。与此同时，城镇调查失业率从2025年2月的5.3%下降至5月的5%，连续三个月下降。

5、优化政策提升综合效应

“两重”“两新”效果显著，有效保障了经济平稳运行，但同时也要注意当前经济仍有一些改善空间。

一是要避免消费透支、补贴效应递减。影响消费的根本原因是居民收入以及收入预期，历史上的消费刺激政策并没有扭转消费和经济增速的趋势。当前的消费持续修复，在一定程度上是以旧换新等补贴政策刺激的结果。居民就业和收入预期仍较弱，随着居民汽车、家电等耐用品消费的增加，可能透支未来需求。汽车特别是新能源汽车补贴、购置税减免已经持续多年，后续如果补贴退坡，汽车销售压力可能增加。

近两年，豪华车市场份额从2023年的13.7%下降至2025年前5月的10.8%，而自主品牌车市场份额则从51.9%提升至63.9%。同时，30万元以上的汽车市场份额也从12.8%下降至12%。这一方面体现了国产汽车的竞争力不断增强。另一方面也说明，居民收入预期不佳、消费信心不足，存在一定的“消费降级”现象。

象。

图17： 汽车补贴政策已持续多年

汽车补贴政策			
日期	政策	持续时间	内容
2020年4月16日	《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》	2021年1月1日至2022年12月31日	对购置的新能源汽车免征车辆购置税
2020年4月23日	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底	2020年补贴标准：纯电动续航里程在300-400公里内的，每车补贴1.62万元，里程在400公里以上的，每车补贴2.25万元
2020年4月28日	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	将新能源汽车购置补贴政策延续至2022年底	原则上2020至2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%
2020年12月31日	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2021年	2021年，新能源汽车补贴标准在2020年基础上退坡20%
2023年6月12日	《关于开展2023年新能源汽车下乡活动的通知》	政策内容	鼓励车企丰富产品供给、提升服务水平，定制“购车优惠+用能支持+服务保障”一体化促销方案
2023年6月19日	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	补贴范围及力度	2024年1月1日至2025年12月31日期间购置新能源汽车免征车辆购置税，免税额不超过3万元2026年1月1日至2027年12月31日期间购置新能源汽车减半征收车辆购置税，减税额不超过1.5万元
2024年4月24日	《汽车以旧换新补贴实施细则》	补贴范围	报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴
		补贴力度	报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴1万元 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴7000元
		资金支持	补贴资金由中央财政和地方财政总体按6：4比例分担 对东部省份按5：5比例分担，对中部省份按6：4比例分担，对西部省份按7：3比例分担
2024年7月24日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	补贴范围	提高汽车报废更新补贴标准
2024年8月15日	《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》	补贴力度	报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴2万元； 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴1.5万元
		资金支持	安排超长期特别国债资金 补贴资金由中央财政和地方财政总体按9：1比例分担 对东部省份按8.5：1.5比例分担，对中部省份按9：1比例分担，对西部省份按9.5：0.5比例分担
2025年1月5日	《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》	补贴范围	扩大汽车报废更新支持范围 在2024年8月15日《进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》基础上，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围
2025年1月14日	《关于做好2025年汽车以旧换新工作的通知》	补贴标准	补贴标准维持不变
		补贴力度	报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴2万元； 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴1.5万元
		资金支持	安排超长期特别国债资金 补贴资金由中央财政和地方财政总体按9：1比例分担 对东部省份按8.5：1.5比例分担，对中部省份按9：1比例分担，对西部省份按9.5：0.5比例分担

资料来源：Wind，政府网，财政部，商务部，工业和信息化部，诚通证券研究所

图18： 历史上的消费刺激并没有扭转消费趋势

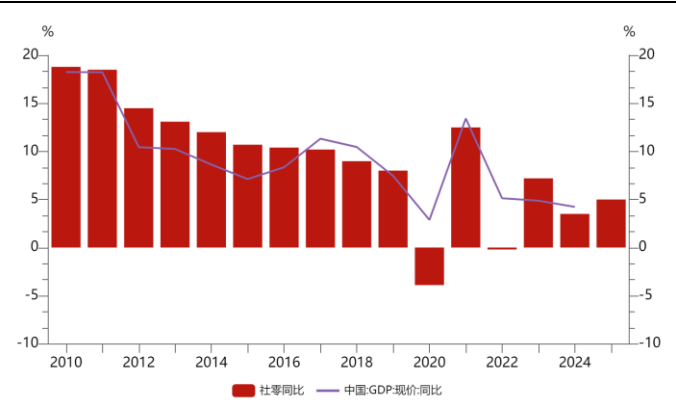
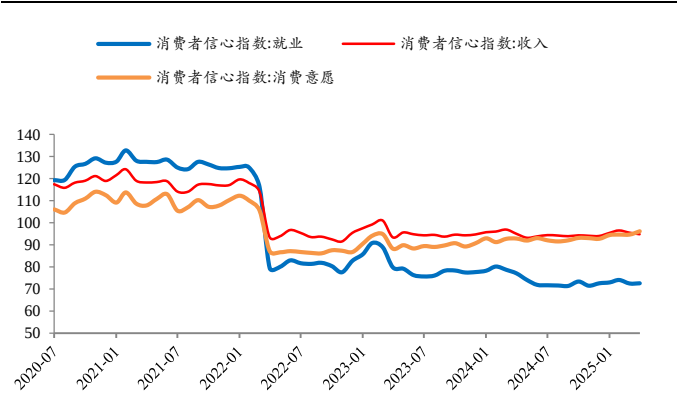


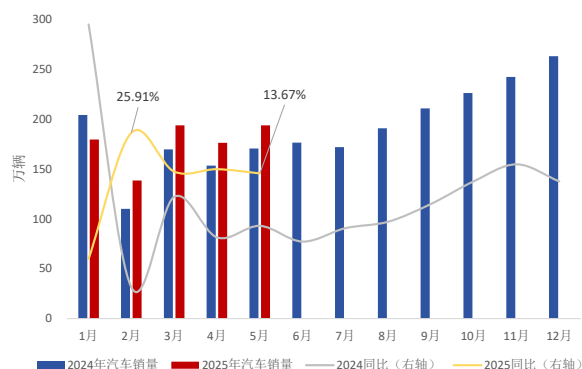
图19： 居民就业和收入预期仍较弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

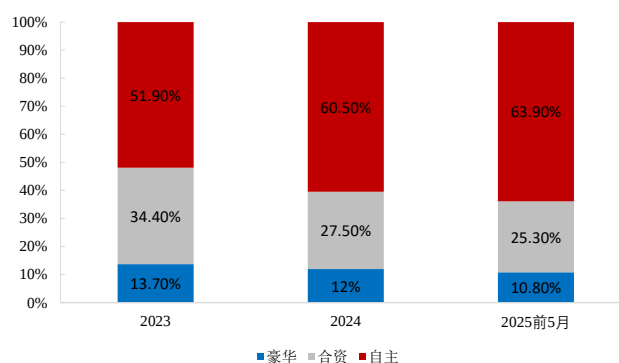
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20： 补贴提升汽车销量



资料来源：Wind，乘联会，诚通证券研究所

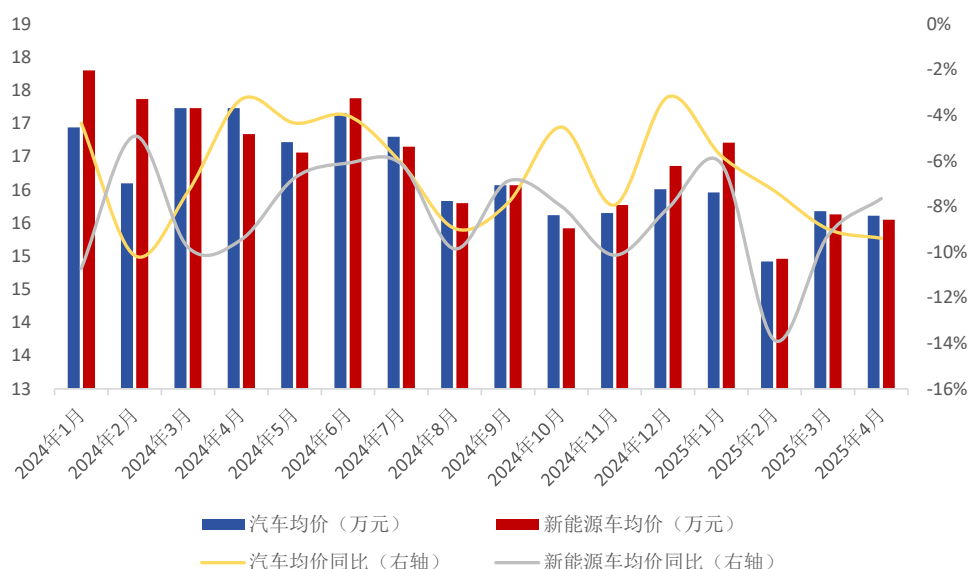
图21： 国产品牌汽车市场份额提升



资料来源：Wind，乘联会，诚通证券研究所

二是要防止“内卷式”竞争，提振价格、改善企业利润。“内卷式”竞争不利于企业利润增长，部分抵消了“两重”“两新”带来的有利影响。前5月，工业增加值累计同比增长6.3%，但工业产成品价格低迷，同比下降2.6%，工业企业利润同比下降1.1%。中国汽车行业“内卷”较为严重，普遍存在“以价换量”。根据乘联会数据，虽然2025年前4月汽车月均销售量达到172万辆，较上年同期的月均159万辆增长了8%，但是汽车平均价格也下降了7.9%。特别是新能源汽车价格下降幅度更大，均价从2024年前4月的17.3万元下降至2025年前4月的15.7万元，降幅达到9.2%。

图22： 汽车价格持续下降

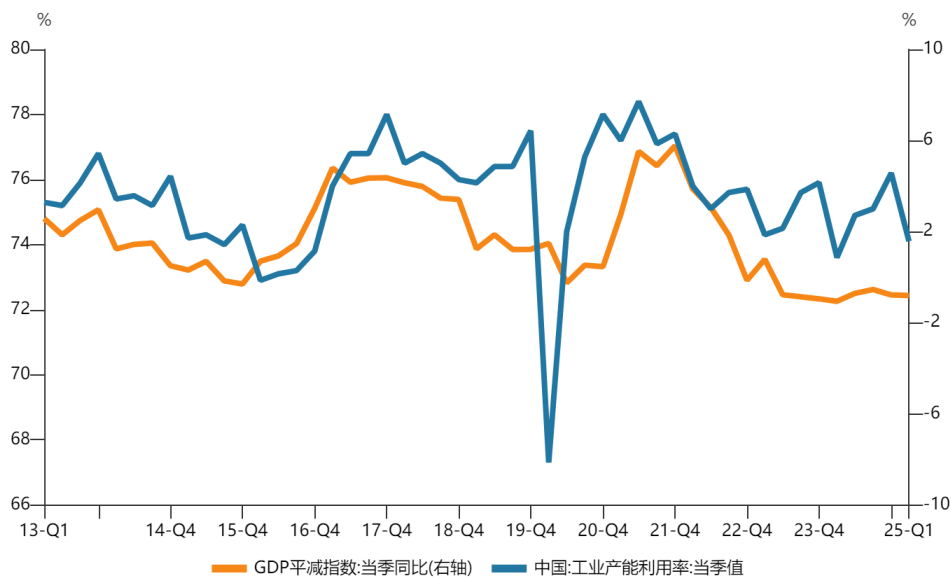


资料来源：Wind，乘联会，诚通证券研究所

三是一些行业产能过剩可能加剧。2025年一季度，制造业产能利用率74.1%，处于较低水平，电气机械和器材制造业、汽车制造业产能利用率更是分别

低至 71.7%、71.9%。而且，工业企业利润改善比较缓慢，前 5 月同比下降 1.1%，但是在设备更新拉动下，制造业投资累计同比增长 8.5%。总需求低迷情况下，制造业投资持续高速扩张，可能在未来引发部分行业产能过剩。

图23： 产能利用率处于低位



资料来源：Wind，乘联会，诚通证券研究所

四是中美经贸谈判存在较大不确定性。如果美国和其他国家关税谈判顺利，美国零售商补库存完成，下半年美国可能恢复对中国商品暂停的 24% 关税，总关税率达到 74% 左右，并加大对中国转出口的限制，届时中国出口风险将增加。

因此，未来仍需要分别从供给、需求两端多措并举，配合改善“两重”“两新”实施效率，提升政策综合效应。

供给端，一是整顿“内卷式”竞争。完善法律法规，加强反垄断与反不正当竞争，打击低价倾销等扰乱市场行为。推动行业协会制定自律公约，引导行业协同发展，遏制无序竞争。鼓励企业加大研发投入、差异化竞争，促使企业投资长期价值项目，避免低水平重复建设，避免产能过剩。

二是引导社会资本参与“两重”“两新”。通过提供税收优惠、土地优先供给等政策，以及建立风险共担机制，降低民间资本参与重大项目的风险，吸引社会资本参与“两重”“两新”，提高政策乘数效应。

三是完善“两重”“两新”实施流程。扩大“两重”领域以及“两新”参与范围，一视同仁支持线上、线下经营主体，以及不同性质经营主体参与活动。简化、优化审核流程，加强跨部门数据联通共享，提高政策效率。

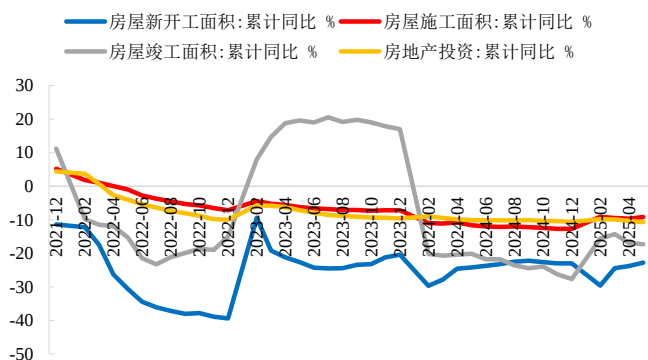
需求端，一是提高消费意愿。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负。通过利率优惠、提升贷款额度等方式，强化金融服务，满足各类主体多样化融资需求。强化消费者权益保护，大力宣传“两新”政策进展成效，及时做好政策解读，积极回应社会关切，营造良好社会氛围。

二是加大资金支持力度。我们测算以旧换新、设备更新、“两重”政策乘数分别约为 3、4、1，综合乘数在 2 左右，1.3 万亿元资金可以拉升 GDP 增长约 2

个百分点。为了巩固持续向好的经济形势，建议下半年再增加 5000 亿-1 万亿元特别国债发行，继续支持“两重”“两新”，叠加乘数效应，可将经济增速再提高 1 个百分点以上。

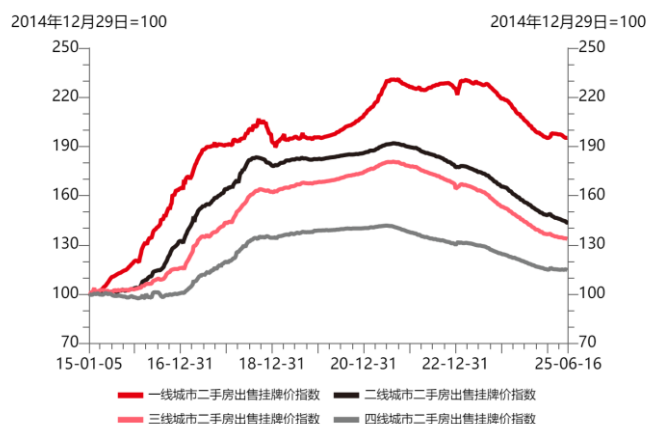
三是系统提振内需。为了使全社会经济主体受益，需要全方位、系统提振内需。房地产市场修复进程放缓，需要进一步放松房地产政策。2025 年前 5 月，房地产投资累计同比下降 10.7%，房地产开工面积同比下降 22.8%，降幅均较大；商品房销售面积同比累计下滑 2.9%。此外，房价也尚未止跌回稳。此外，还需要加大服务业消费补贴，以及扩大基建投资领域等。

图24： 房地产投资降幅仍较大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： 房价仍在持续下跌



资料来源：Wind，诚通证券研究所

以上措施有助于应对下半年出口的不确定性，保障经济增长顺利实现 5% 目标，同时为中美经贸谈判提供良好的国内经济环境。还有助于实现再通胀。实现再通胀的难度要大于实现 5% 经济增长目标，需要把经济增速长期持续稳定在潜在增速以上，负的产出缺口才能不断收窄然后转正，物价才会根本改善，并带动企业利润和居民收入增加。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020