



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：张馨月

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

对当前政策的判断

基本内容

去年以来，政策的核心逻辑始终围绕平衡短期目标和长期目标展开。当实现短期目标存在压力时，政策通常会加码；反之，政策会更加侧重于推动改革、加快转型等长期目标。从当前内外部环境看，实现短期目标的压力较小。近期，消费、地产、改革、科技等领域的政策声音都传递出由短期刺激转向长期支持的信号。

消费方面，“以旧换新”强调节奏“平稳有序”，整治套补骗补，促消费强调完善消费长效机制。存量政策的 1380 亿国补资金和地方配套的 138 亿如期落实无需担忧，但出台增量补贴政策的地方额外安排消费补贴资金的力度可能下降。促进消费长效机制关键在于改变地方长期以来的考核机制，以及推动中低收入群体增收减负。

地产方面，更大力度推动止跌回稳，侧重于供给侧结构性改革。一是要扎实有力推进“好房子”建设，增加优质住宅供给。二是要摸底已供土地和在建项目，盘活存量供给。

改革方面，将加快落实三中全会确定的改革举措。6 月 9 日中办、国办印发《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》，明确基本公共服务与户籍解绑、与人口挂钩的改革思路。更进一步看，改革的下一步是推动“地随人走”，落实二十届三中全会《决定》提出的“建立新增城镇建设用地指标配置同常住人口增加协调机制”，最终形成“人—地—钱—公共服务—人”的正反馈机制。

金融方面，对科技和制造的支持力度进一步上升。预计 5000 亿新型政策性金融工具将重点支持科技创新领域。6 月 18 日至 19 日的陆家嘴论坛也更加侧重于支持科技创新，证监会主席吴清提出加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施、大力发展科创债等举措。

风险提示

对政策的理解存在偏差，改革的节奏存在不确定性。



去年以来，政策的核心逻辑始终围绕平衡短期目标和长期目标展开。短期目标是稳增长、稳预期，最直接的目标是实现5%的经济增速。长期目标是推动改革、加快转型，通过科技创新和市场化改革提高经济要素的配置效率，打开经济潜在增长空间。去年“9.24”以来，短期目标的紧迫性明显上升，但长期目标的重要性依然不容忽视。当实现短期目标存在压力时，政策通常会加码；反之，政策会更加侧重于长期目标。

从当前内外部环境看，实现短期目标的压力较小。外交方面，中美之间的不确定性从日内瓦协议到伦敦高会谈以来持续减弱；中国与非美特别是周边国家外交取得积极进展。国内方面，上半年消费表现亮眼，5月社零同比增长6.4%，创2024年以来新高；出口仍有韧性，5月出口同比增长4.8%；二季度经济增速有望延续一季度5.4%的表现，全年实现5%增长目标的压力不大。

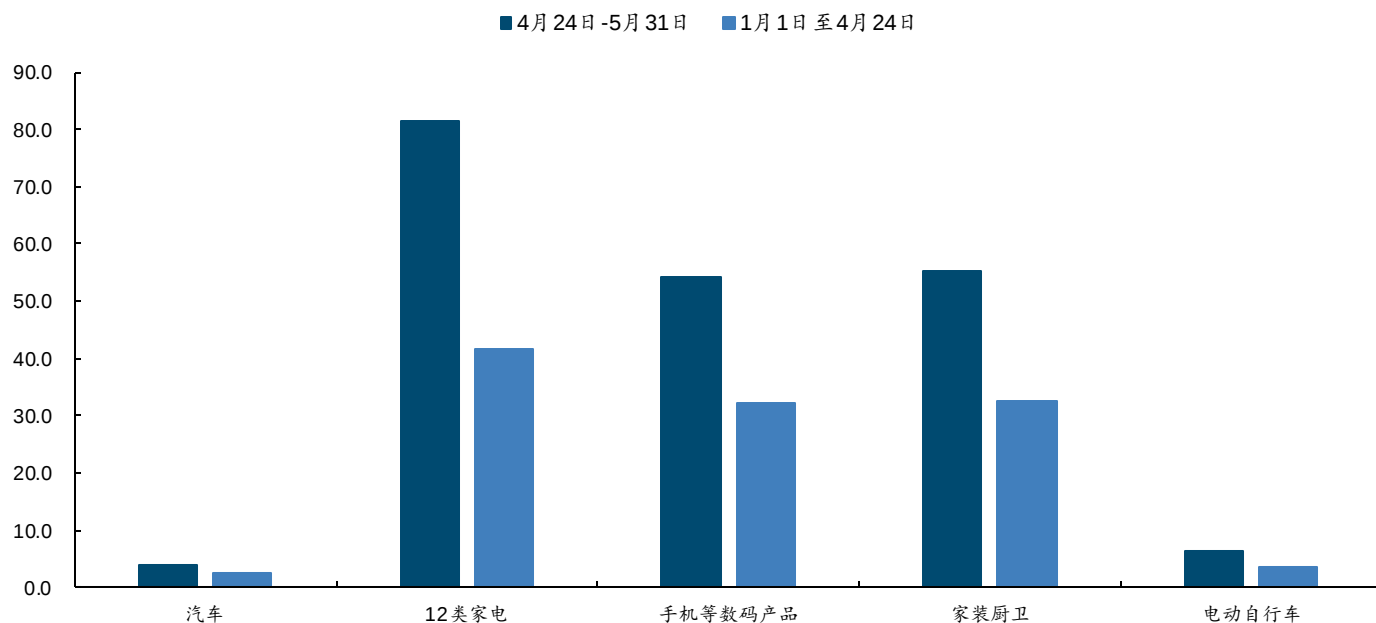
近期，消费、地产、改革、科技等领域的政策声音都传递出由短期刺激转向长期支持的信号。

（一）消费：“以旧换新”强调节奏“平稳有序”，整治套补骗补，促消费强调完善消费长效机制

6月以来，各地陆续暂停国补，原因是部分地方第二批国补资金已使用完毕，第三批资金尚未下达。5月以来以旧换新政策“扩围提质”叠加618促销季前置，国补资金使用进度明显加快。其中4月25日-5月31日，汽车、12类家电产品、手机等数码产品、家装厨卫和电动自行车日均以旧换新购买量分别为3.8万、81.5万、54.1万、55.4万和6.2万，较年初至4月24日的日均购买量分别增长61.2%、95.7%、68.5%、70.2%和68.7%。

目前以旧换新的国补资金还有1380亿尚未下达。据新华社报道，国家发展改革委、财政部将在7月、10月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金。相关部门将指导地方进一步优化完善补贴发放方式，确保政策实施更加平稳有序、资金均衡使用到年底。从政策表态看，“平稳有序”意味着第三、四批资金会如期下达，但国补资金进一步加码的可能性降低。

图表1：5月“以旧换新”日均购买量明显加快（万）



来源：商务部，国金证券研究所

此外，“整治套补骗补”也是国补暂停的重要原因。近期商务部表示，“将平稳有序推进消费品以旧换新，同时会同相关部门加强产品质量和价格监管，督促参与企业依法合规经营，严防套补骗补，确保政策规范有序实施”。此前商务部消费促进司召集车企和相关行业机构等开座谈会，规范整治“零公里二手车”乱象，与部分二手车商通过“报废车置换零公里二手车”的操作套取补贴，扭曲了政策设计的初衷有关。此外，山东省审计厅近日也在全省开展消费品以旧换新政策措施贯彻落实情况审计调查，重点揭示补贴资金被挤占挪用、套取骗取等问题。

以旧换新的国补资金，除了中央下达的超长期特别国债资金（目前剩余1380亿）和地方按照总体9:1的比例配套资金以外，还有一些地方额外安排了地方资金，重点支持本地优势产业。例如，江苏省在12类国补家电的基础上，额外补贴扫地机器人、挂烫机、加湿器等32类家电，补贴比例在15%-20%；《福建省提振消费专项行动实施方案》提出“在现有政策基础上，推动装修材料、卫生洁具等我省更多优势产品参与以旧换新活动”；《深圳市提振消费专项行动实施方案》明确“全面梳理受国际贸易摩擦影响较大消费产品以及国补未覆盖优势工业消费品，针对性扩围实施深圳专项消费品换新补贴政策”。目前看，存量政策的1380亿和配套的138亿如期落实无需担忧，但出台增量补贴政策和地方额外安排消费补贴资金的力度可能下降。



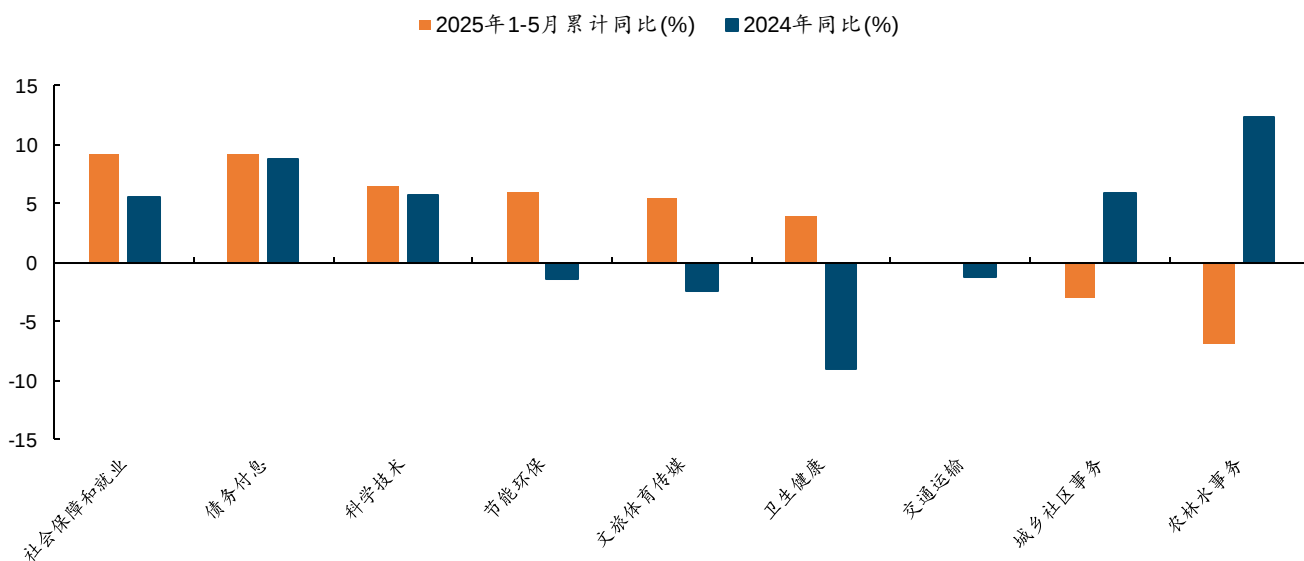
往前看，政策的着力点将转向完善促消费长效机制。6月8日经济日报《金观平：持续完善促消费长效机制》中提到，“消费对经济增长的促进作用往往延迟反映在统计口径中，尤其在线上消费分布于全国的情况下，地方政府很难从消费中直接获得税收等收益”。我国现行税制下，地方政府的财政收入仍主要来自生产端，因此对于非家电、汽车、数码产品生产大省而言，消费补贴对当地财政收入的改善程度有限，反而容易挤压刚性支出，削弱部分地方提振消费的动机。

完善促消费长效机制，关键在于改变地方长期以来的考核机制。《金观平：持续完善促消费长效机制》提出，“要用好考核‘指挥棒’，建立完善科学合理的考核指标体系，引导地方政府和领导干部树立以促消费为导向的政绩观，加大消费基础设施投入，优化消费环境，增强补贴力度，压实地方政府促消费责任”。同时，要完善制度性保障，通过消费税的下划和后移，增加地方政府消费端税收占比，强化其“投资于人”的动机。

推动中低收入群体增收减负，也是完善促消费长效机制的重要环节。《金观平：持续完善促消费长效机制》提出，“要完善收入分配机制，想方设法增加收入，尤其是低收入人群收入，扩大中产人群规模。需要明确，促消费政策目的并不是‘掏空钱包’‘透支需求’，而是帮助消费者购买到更加符合需求的新产品、新服务，提升消费与供给之间的适配性”。从今年财政数据的变化看，民生领域的财政支出保持较快增长，1-5月一般公共预算在社会保障和就业领域的支出同比增长9.2%，较2024年5.6%的增速明显加快；同时，基建相关的财政支出增速持续回落，1-5月一般公共预算在城乡社区事务、农林水事务和交通运输领域的支出同比回落4.0%，2024年为同比增长7.3%。

此外，提升消费与供给之间的适配性也是完善促消费长效机制的重要抓手。《金观平：持续完善促消费长效机制》提到，“要以提高供给质量水平为抓手，聚焦产品、服务短板与新型消费领域关键问题，加快培育新型消费，拓展消费新空间，丰富消费体验，以高质量供给引领和创造市场新需求”。李强总理6月16日至18日在江苏调研时指出，要“用好相关政策，围绕用户新需求开发更多高品质产品和服务，进一步释放消费潜力”。6月24日央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，明确提出“坚持促进优化供给与扩大需求相结合”、“加大消费供给的金融资源投入，提升消费需求的金融服务水平”，政策重心明显向消费供给侧倾斜。

图表2：一般公共预算主要支出科目同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

（二）地产：更大力度推动止跌回稳，侧重于供给侧结构性改革

房地产是当前经济运行中偏弱的环节。5月商品住宅销售面积同比下降4.6%，降幅较4月进一步走阔；一、二、三线城市二手住宅价格环比分别为-0.7%、-0.5%、-0.5%，降幅较4月分别增加0.5、0.1和0.1个百分点。尽管全国房地产市场仍在调整，但5月一线城市商品住宅销售面积同比增速仍超过20%，这离不开“好房子”入市的驱动，反映出当前房地产市场的“结构性过剩”问题——普通住宅供给过剩，优质住宅供给不足。

因此，在房地产市场持续调整两个月之后，6月13日召开的国常会提出“更大力度推动房地产市场止跌回稳”，并围绕房地产市场的供给侧结构性改革展开部署，并未着重强调房地产市场的需求侧刺激政策。

一是要扎实有力推进“好房子”建设，增加优质住宅供给，通过提高住房供给的品质拉动销售，而不是靠单纯放松贷



币信贷条件。国常会提出要将“好房子”建设纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。城市更新既包括城市界面提升，也有拆旧建新。新房需要符合5月起实施的《住宅项目规范》，比如层高不能低于3米、实心楼板厚度不应小于1分米等。

二是要摸底已供土地和在建项目，盘活存量供给。收储是房地产市场去库存的重要抓手，但今年以来，专项债用于收储闲置土地和存量商品房的进度整体偏慢。截至6月24日，已发行的土储专项债规模为1699.4亿元。5月专项债用于收储存量房“破冰”，浙江、四川率先发行收购存量商品房的专项债，但规模仅有20亿元左右。

（三）改革：加快落实三中全会确定的改革举措

6月9日中办、国办印发《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，明确基本公共服务与户籍解绑、与人口挂钩的改革思路。《意见》提出“全面取消在就业地参加社保的户籍限制”、“推行由常住地提供基本服务”，同时将财政资源与基本公共服务挂钩，明确“发挥财政转移支付促进基本公共服务均等化作用”、“提高预算内投资支持社会事业比重”。

更进一步看，改革的下一步是推动“地随人走”，落实二十届三中全会《决定》提出的“建立新增城镇建设用地指标配置同常住人口增加协调机制”，最终形成“人—地—钱—公共服务—人”的正反馈机制。**这意味着地方政府要从开发型政府向服务型政府转变，更多的资源用于提升公共服务、增加消费场景、改善营商环境，以吸引更多人口流入。**在新的正循环机制下，地方政府比拼的是吸引“人”的能力，地方政府之间的竞争从过去的“唯GDP论的数量锦标赛”转变为“以公共服务和营商环境拉动经济可持续发展的质量锦标赛”。

值得注意的是，《意见》成文时间为3月2日，但实际发布时间是6月。在此期间，外部环境相对复杂，关税处于高位水平，政策的重心向短期目标倾斜，改革类政策暂时放缓速度。然而，近期政策能够落地，表明改革在提速，也侧面反映对外部环境的担忧有所下降，政策的重心转向科技、改革等长期目标，三中全会提及的改革措施年内有望加速落地。

6月23日开幕的政协常委会主题是“进一步深化经济体制改革，推进中国式现代化”，传递出深化改革的信号。何立峰副总理表示，“充分认识深化经济体制改革对推进中国式现代化的重要意义，围绕构建高水平社会主义市场经济体制、健全推动经济高质量发展体制机制、构建支持全面创新体制机制、健全宏观经济治理体系、完善高水平对外开放体制机制、深化生态文明体制改革等方面，切实抓好改革任务落实。”

（四）金融：对科技和制造的支持力度进一步上升

政策重心侧重长期目标也体现在更加重视科技和制造业。5月19日至20日，习近平总书记在河南调研时强调，“**制造业是国民经济的重要支柱，推进中国式现代化必须保持制造业优势合理比重。现代制造业离不开科技赋能，要大力加强技术攻关，走自主创新的发展路子。**”6月16日至18日，李强总理在江苏调研时指出，“要对标国际先进水平，积极运用人工智能、清洁能源等技术，推动产业转型升级”、“加强前瞻性布局，深入开展基础研究，推动跨学科交叉融合创新和开放合作，抢占未来科技和产业发展制高点”。

“十四五”规划强调要“保持制造业比重基本稳定”，预计“十五五”规划也将围绕“保持制造业比重合理”谋篇布局，落实二十届三中全会提出的“建立保持制造业合理比重投入机制”。保持制造业合理比重，并非片面追求制造业规模的增长，而是通过科技创新提高制造业整体的附加值、提高先进制造业占比，在新一轮技术革命浪潮中保持先发优势。

本轮新型政策性金融工具将重点支持科技创新。4月政治局会议提出将设立“新型政策性金融工具”，4月28日发改委副主任在国新办新闻发布会上表示，“力争6月底前下达2025年‘两重’建设和中央预算内投资全部项目清单，同时设立新型政策性金融工具，解决项目建设资本金不足问题”。尽管这一工具尚未落地，但从地方政府的部署看，预计此次新型政策性金融工具的规模为5000亿左右，支持的领域除传统基建外，还将包括“数字经济、人工智能、低空经济”等科技领域。

6月18日至19日的陆家嘴论坛也更加侧重于支持科技创新。证监会主席吴清发表主旨演讲时提出，“**加力推出进一步深化改革的‘1+6’政策措施。**”“1”即在科创板设置科创成长层，并且重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市。“6”即在科创板创新推出6项改革措施，包括面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制；扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用等。

大力发展科创债也是金融支持科技和制造的重要举措。5月央行与证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，全面升级科创债政策框架，拓宽发行主体范围、优化债券品种结构、完善增信机制。证监会主席吴清6月18日在2025陆家嘴论坛发表主旨演讲时表示，“**大力发展科创债，优化发行、交易制度安排，推动完善贴息、担保等配套机制，加快推出科创债ETF，积极发展可交换债、可转债等股债结合产品。**”

结合当前政策的重心由短期目标向长期目标倾斜，预计年内增量政策仍将围绕科技领域展开部署。



风险提示

- 1) 对政策的理解存在偏差。由于对政策的理解存在主观性，最终落地的政策与报告的判断可能存在偏差。
- 2) 改革的节奏存在不确定性。推行由常住地提供基本公共服务涉及领域较多，推进过程可能较为复杂，节奏存在不确定性。



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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