

“国补”继续下的消费后劲

2025 年 06 月 19 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

近期“国补”暂停风波告一段落，剩余资金确认将有序下达。但随着政策接续，消费便可“高枕无忧”吗？从资金的对应关系看，近期“国补”暂停主要由于补贴资金消耗阶段性快于特别国债发行，此外也和政策防范套利的力度提升有关。往后看，剩余 1380 亿元中央资金将在三、四季度分批有序下达，下半年政策或侧重于存量资金的落实，而非在 3000 亿元的额度之上“再加码”。

从上半年的政策效果来看，“以旧换新”补贴明显撬动社零增长（5 月社零总额高于趋势值约 2.8 个百分点）。但由于前 5 个月“国补”资金预计已消耗过半，预计后续社零增长中枢可能出现向下波动。

展望明年，“以旧换新”政策仍需进一步加力。一是在“量”上需要做好接续，防范消费动能的走弱风险。二是在政策机制上需要进一步完善，减少因补贴标准差异等因素造成的市场不公平竞争。

“国补”的资金来源，以及和特别国债的对应关系？近期引发市场关注的“国补”，主要指国家在“以旧换新”领域的补贴政策。“国补资金”来自超长期特别国债，其传导链条为：①公布超长期特别国债额度（3 月两会，其中“消费品以旧换新”额度为 3000 亿元）→②发行超长期特别国债（4 月底开始，募集资金）→③向地方下达“消费品以旧换新”资金（当前已下达两批，合计 1620 亿元）→④补贴购买相关消费品的居民。

需要注意的是，今年的超长期特别国债于 4 月底开始发行，但补贴活动在年初就已启动，这是来自财政预算调剂或垫付下的资金预拨。具体来看，第一批于 1 月预下达 810 亿元、第二批于 4 月底再次下达 810 亿元，合计 1620 亿元。随着 4 月国债启动发行，资金再回笼填补缺口。

这就解释了近期“国补”暂停的原因——资金使用过快造成“余额不足”。今年超长期特别国债整体发行进度明显快于去年同期，且这背后“以旧换新”的含量很高：根据我们推算，已发行超长期特别国债中大约有 44.6%用于“消费品以旧换新”，这一比例远大于 3 月两会所安排全年额度的 23.1%。这既说明上半年财政向“以旧换新”的倾斜力度更大，也反映出需求端的居民对“国补”的热情较高。但随着“国补”资金消耗阶段性快于国债发行（5 月底“国补”资金池预计已消耗 1600 亿元左右），多地宣布“国补”暂停或者调整。

此外，政策层面防范“国补”套利的力度也在提升。在“以旧换新”补贴政策有序推行的过程中，也出现了部分商家先涨价后降价、违规套取补贴等情况。对此，市场监管总局对于“618”促销活动，明确指出“防范国补商品骗补套补”。浙江省市场监管局也在 6 月 12 日对相关平台、企业进行联合约谈告诫。

往后看，剩余资金确认将有序下达，但随着“国补”接续，消费便可“高枕无忧”吗？近期国家主管部门回应，剩余 1380 亿元中央资金将在三、四季度分批有序下达。由此来看，下半年政策或侧重于存量资金的落实，和投放机制的优化、完善，而非在 3000 亿元的额度之上“再加码”。

从上半年的政策效果来看，“以旧换新”补贴明显撬动社零增长。一方面从总量上

相关研究

1. 美联储政策观察：6 月议息：谁能“逼”出联储的降息？-2025/06/18
2. 重新讨论变局下的资产配置方法论系列（一）：美元还能跌多久？-2025/06/18
3. 贝森特“化债”的招靠谱吗？（二）：稳定币在押注什么？-2025/06/18
4. 2025 年下半年宏观经济展望：产业重塑下的宏观剧本-2025/06/16
5. 2025 年 5 月经济数据点评：5 月经济数据的“五大变数”-2025/06/16

看，自 2024 年 8 月政策启动新一轮“以旧换新”、今年进一步“加力扩围”以来，社零增长显著高于潜在趋势水平。我们测算下来，今年 5 月社零总额高于趋势值约 2.8 个百分点，这和商务部此前披露的“以旧换新拉升一季度社零增速 1.6 个百分点”较为接近（一季度，“国补”资金仅有 1 月份发放的 810 亿元）。另一方面从结构上看，今年 5 月“以旧换新”品类社零同比高达 16.6%，明显高于限额以上社零整体增速的 8.2%。其中，尤其是家电、通讯器材等核心品类零售表现亮眼。

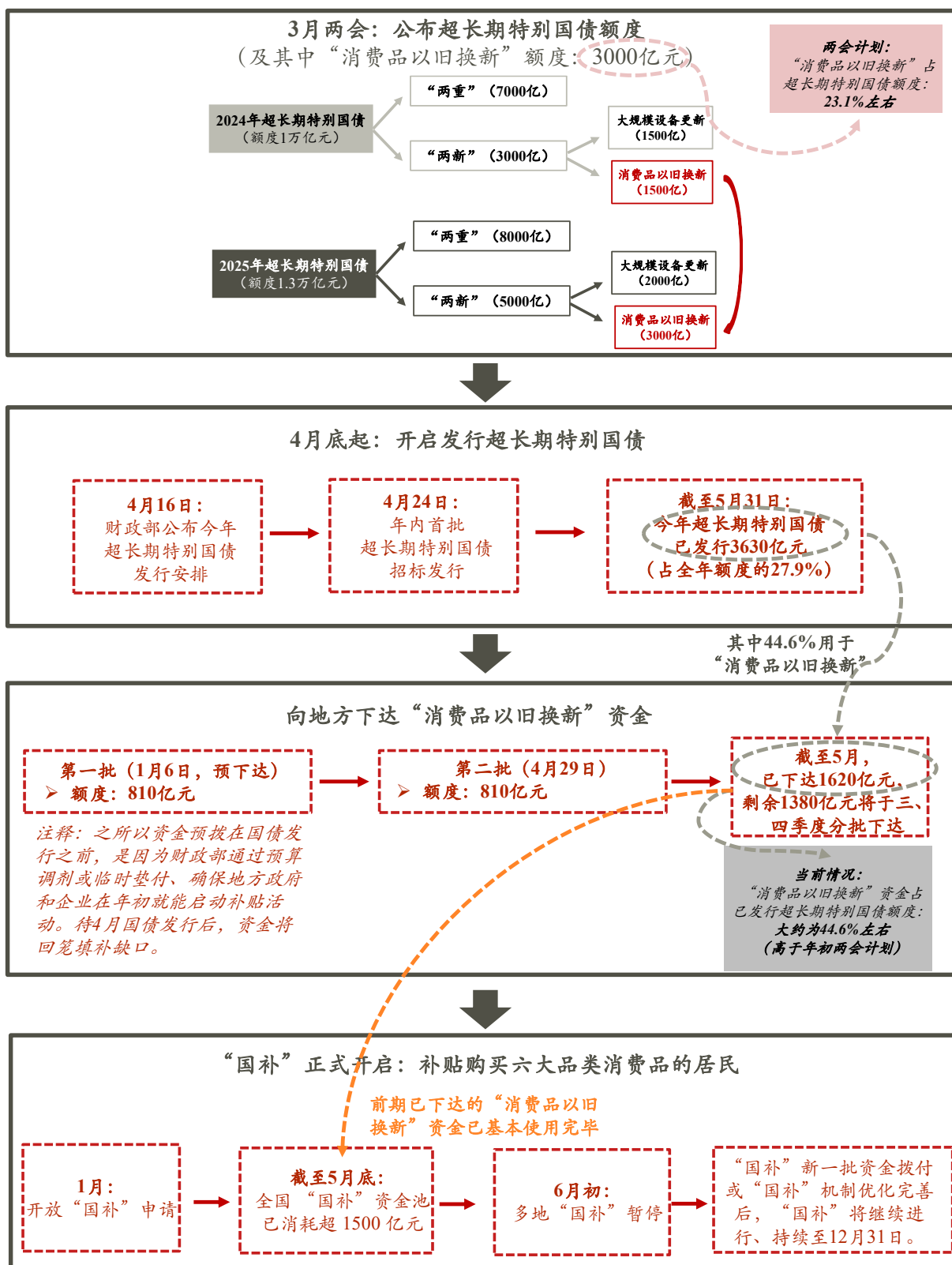
但由于前 5 个月“国补”资金预计已消耗过半，预计后续社零增长中枢可能出现向下波动。综合考虑社零的潜在增速、“以旧换新”补贴资金的增量带动作用，**我们预计 2025 年社零同比为 5.2% 左右。**往后看，5 月社零单月同比 6.4% 的“冲量”表现或难以延续。随着下半年基数的抬高，部分月份的社零同比可能出现向下波动。

➤ **展望明年，“以旧换新”政策仍需进一步加力。**一是在“量”上需要做好接续，防范消费动能的走弱风险。今年 5 月，非“以旧换新”品类的社零同比仅有 1.6%。此外，作为本轮“加力扩围”重点品类的家电产品，在过去数月呈现出“量价分化”的鲜明特征，销量明显增长的同时价格走弱，反映出当前需求端的修复仍存在症结。二是在政策机制上需要进一步完善，一些由于平台漏洞、区域补贴差异、补贴准入标准等因素造成的偏差，在一定程度上加剧了市场的不公平竞争，**这体现在当前限额以上、限额以下社零的增长出现明显分化。**

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

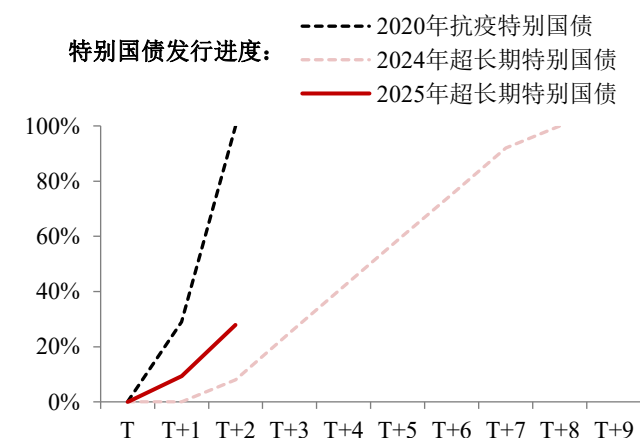
图1：2025 年超长期特别国债中“消费品以旧换新”资金的流向

2025年超长期特别国债：“消费品以旧换新”资金流向一览图



资料来源：人民日报、经济日报、央视网、光明网、发改委、财政部、奥维云网，民生证券研究院

图2：今年超长期特别国债发行进度相较于去年更快



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：T为正式“官宣”发行特别国债的月份（即2020年的抗疫特别国债为5月22日政府工作报告公布发行、2024、2025年的超长期特别国债均为3月5日政府工作报告公布发行）。T后面的数字表示月份。

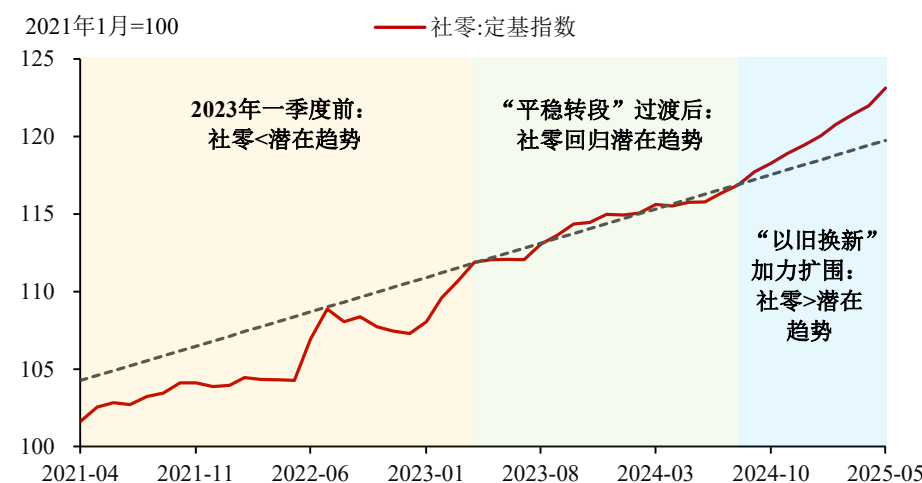
图3：已发行超长期特别国债近一半用于“以旧换新”

2025年超长期特别国债资金用途		
	3月两会安排	已发行情况（截至5月31日）
总额度（亿元）	13,000	3,630
其中：		
“两重”	8,000	①
“两新”	5,000	
大规模设备更新	2,000	2,010-①
消费品以旧换新	3,000	1,620
不同资金用途占比：		
“两重”	61.5%	②
“两新”	38.5%	
大规模设备更新	15.4%	55.4%-②
消费品以旧换新	23.1%	44.6%

资料来源：iFind、中国政府网，民生证券研究院

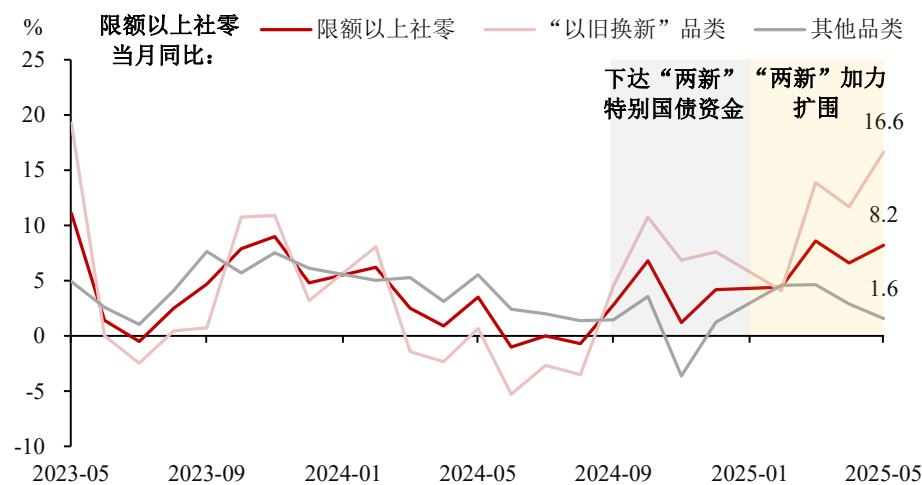
注：当前已发行超长期特别国债资金用途是结合已下达1620亿元“消费品以旧换新”资金测算。

图4：“以旧换新”加力扩围以来，社零>潜在趋势



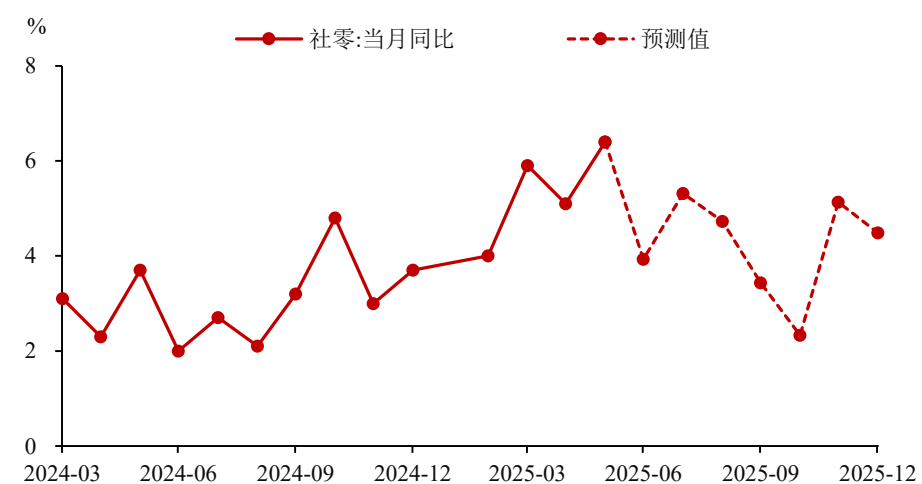
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：“消费品以旧换新”政策对社零提振效果显著



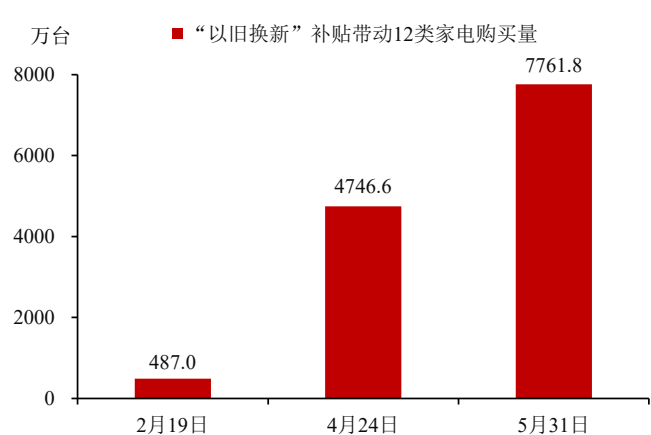
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：预计后续社零增长中枢可能出现向下波动



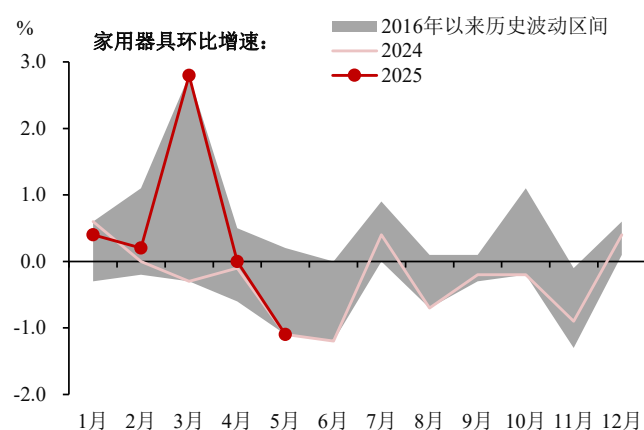
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：家电是今年政策“加力扩围”的核心品类



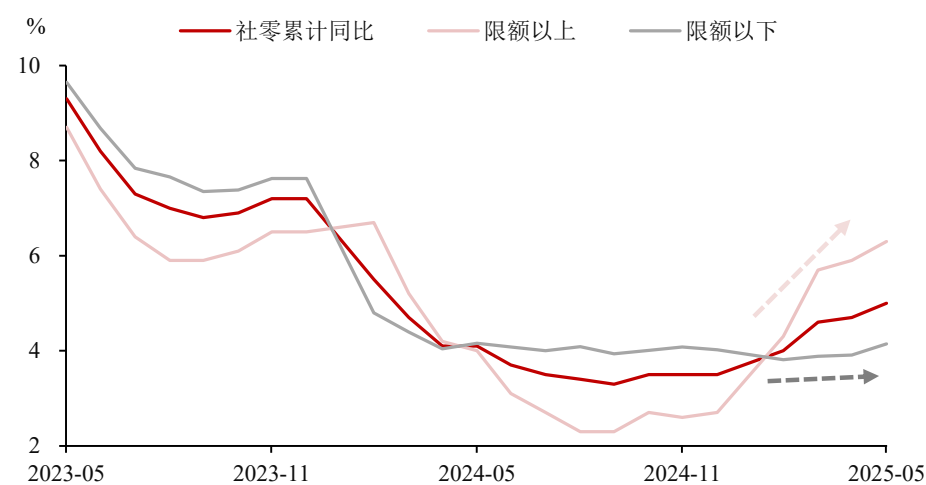
资料来源：商务部，民生证券研究院

图8：5月家用器具价格环比大幅回落



资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：限额以上、限额以下社零的增长出现明显分化



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048