



经济复苏成色

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

经济复苏成色

在“抢出口”、“抢转口”的带动下，即使面临高基数，二季度出口也有望实现 3%-5% 左右的相关高增。综合来看，我们依旧预计二季度 GDP 同比增速能够实现 5.2% 左右的增长，对应上半年 GDP 同比增速或在 5.3% 左右。4 月统计局数据和 5 月高频数据也显示，4、5 月月度 GDP 增速或在 5.4%、5.3% 左右。这与需求侧的预测也相符合。

上半年经济的平稳开局，为政策应对外部的不确定性提供了很大的空间。三季度即使出口下滑压力开始显现，存量政策使用也接近尾声，增量政策也有足够的腾挪空间。

风险提示

文中对二季度 GDP 的测算基于模型结果，实际数据与按照此前经验估算的数据或存在一定的差异。

出口受贸易摩擦的影响较为明显，后续或出现明显波动，对经济的影响超预期

消费主要受益于政策的以旧换新，关注后续政策对基本面的扰动



现在国内经济大致可以分为三条主线，一是贸易摩擦下的出口；二是政策刺激下的投资和消费；三是经济真实的内生动力。

随着贸易摩擦缓和出口再度进入“抢出口”阶段后，我们认为二季度基本面真实的成色与韧性或更加值得关注。

第一，补贴内外商品增速的分化、限额上下消费增速的分化或表明当前国内消费的真实增速并不高。

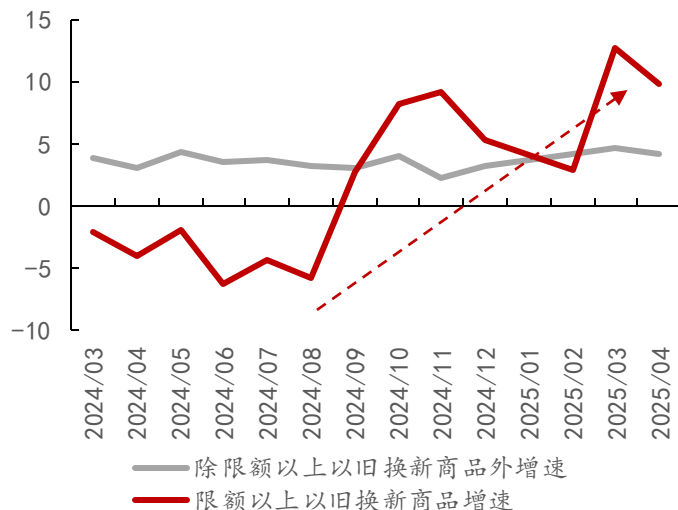
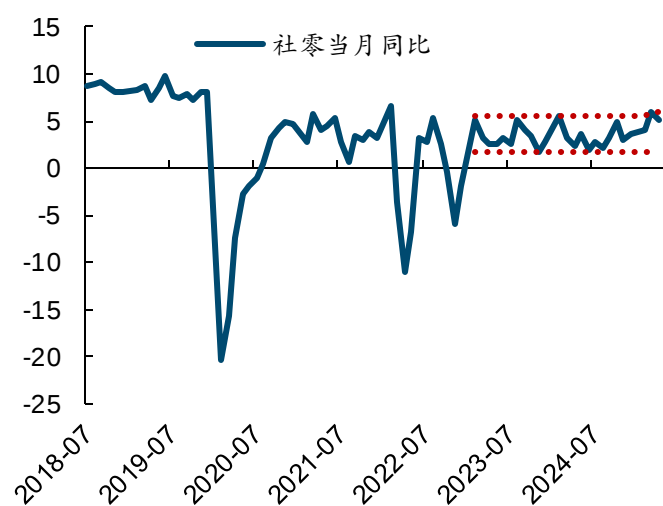
1-4月社零累计同比4.7%，其中限额以上“以旧换新”类消费同比增长7.2%，拉动社零同比增长1.1个百分点左右，除限额以上“以旧换新”类商品外的商品零售同比增长4.3%，拉动社零增长3.7个百分点。需要注意因为月度数据仅公布限额以上分类别消费，上述估算或低估以旧换新消费增速，统计局表示，一季度以旧换新拉动社零增长1.6个百分点，则非补贴类商品拉动社零3个百分点左右。

考虑到补贴商品主要是手机、汽车、家电等大件耐用品，限额以上零售企业更受益于政策的支撑。2024年9月-2025年4月（补贴期间），限额以上零售同比增速3.9%，超过2024年1-8月2.3%的增速水平。限额以下零售增速在补贴前后增速分别为4.1%，3.9%，并未发生明显变化。

此外，受补贴力度较小的服务消费增速也低于去年。随着服务消费报复式反弹逐渐告一段落，服务消费零售增速逐渐从2023年的20%回落至2024年的6.2%和2025年4月的5.1%。五一消费数据也表明目前人均旅游消费支出在修复至2019年90%左右的时候就进入了平台期，继续向上修复的动力不足。

图表1：社零增速上行至区间上沿波动（单位：%）

图表2：补贴商品和非补贴商品的增速变化（单位：%）

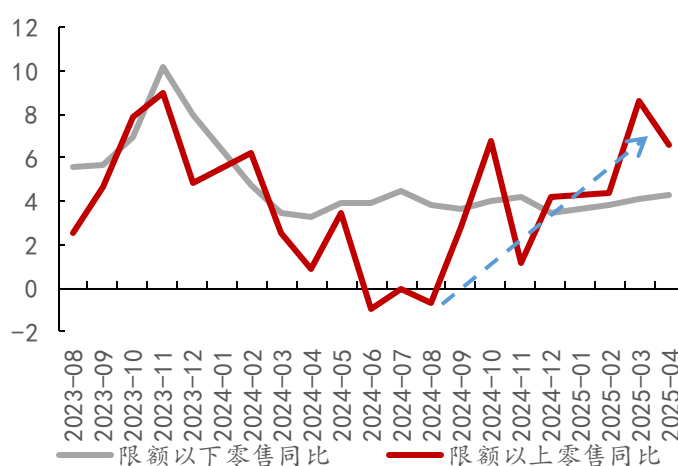
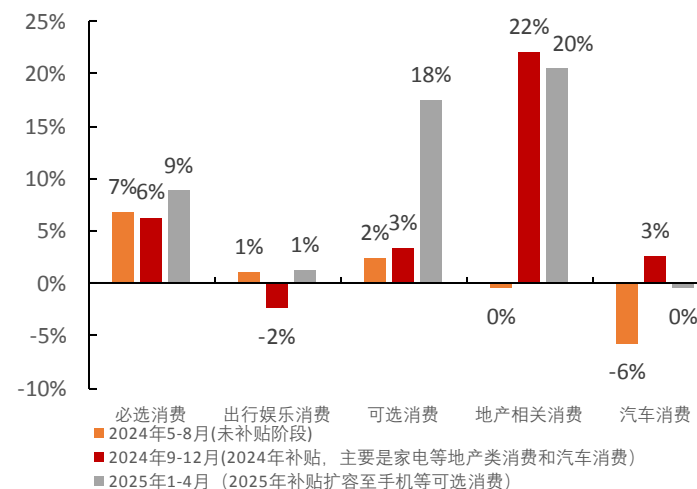


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：补贴内外商品同比增速的分化（单位：%）

图表4：限额以上与以下消费（单位：%）

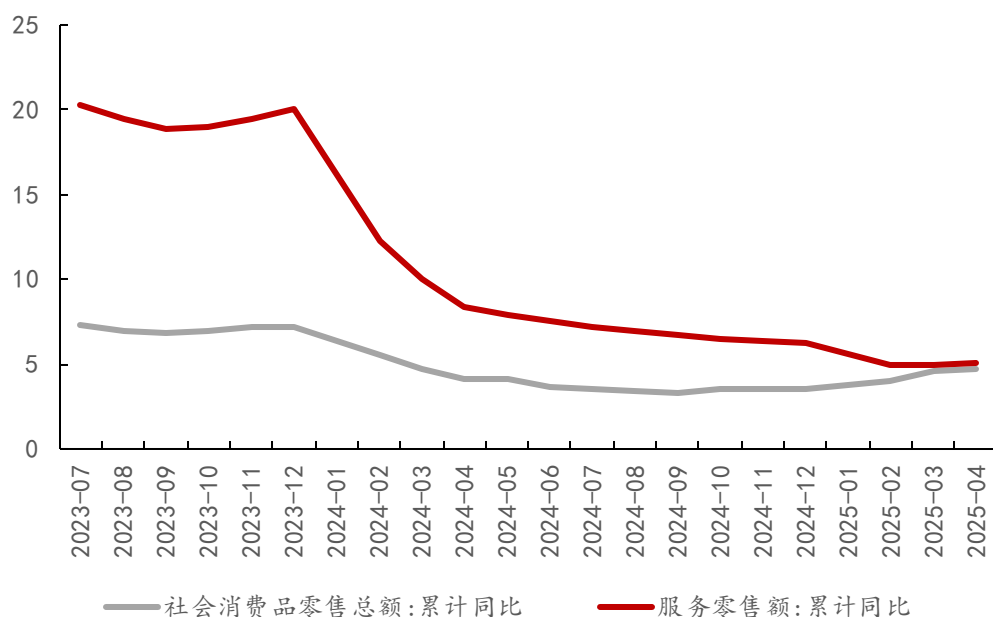


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



图表5：服务消费增速回落（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

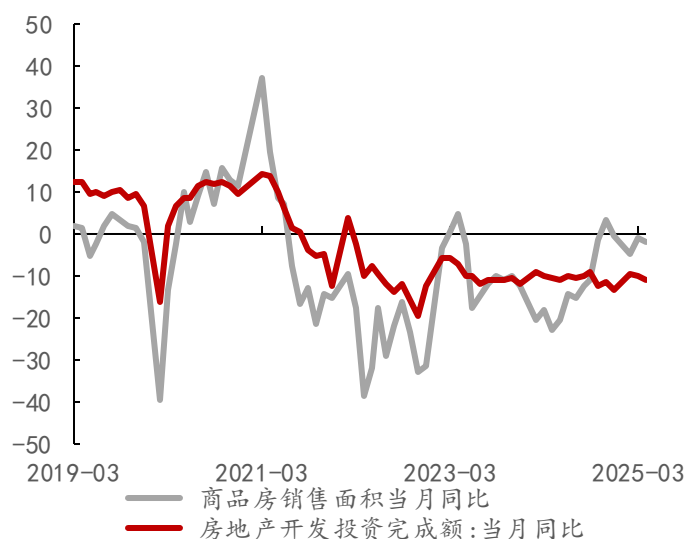
第二，随着去年 924 政策效应退坡，地产销售再度面临下行压力。

2024 年 924 政策对地产销售端特别是二手房销售形成了明显利好。1-4 月国内商品房销售面积累计同比-2.8%，较 2024 年的-17.1%增速明显上行。二手房表现的更为亮眼，2024 年 10 月-2025 年 3 月，9 个样本城市二手房成交面积同比增长 21.1%，带动二手房占比上行至 3 月末的 61.9%。销量好转一度带动房价小幅企稳，2024 年 10 月-2025 年 1 月，一线二手住宅价格环比转正，二、三线住宅价格环比降幅收敛。

但随着政策效果逐渐减弱，二手房销售有所降温，4 月 11 个样本城市二手房销售面积同比 22.6%，前值为 42.8%，5 月 1-17 日同比进一步回落至 7.1%。同时，4 月一线城市二手住宅环比下滑 0.2 个百分点，再度转负。

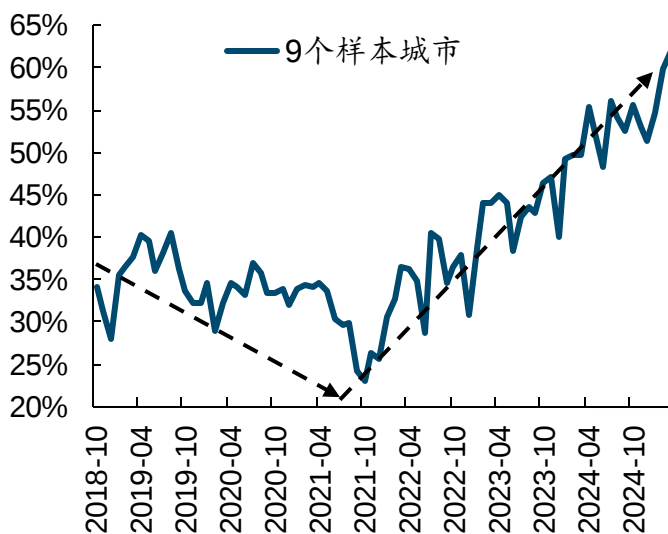
相比于销售，去年以来的政策对地产投资并没有形成明显利好。2025 年 1-4 月房地产投资同比-10.3%左右，与去年地产投资增速区间接近。房地产投资扣除土地购置费后对 GDP 的拖累在 0.7 个百分点左右，也与去年持平。从施工强度上看，受益于“白名单”政策和销售端的好转，虽然今年房企资金到位情况有所好转，但在预期偏弱时，房企施工强度也依旧处于近年来低位。

图表6：房地产投资与销售的分化



来源：wind，国金证券研究所

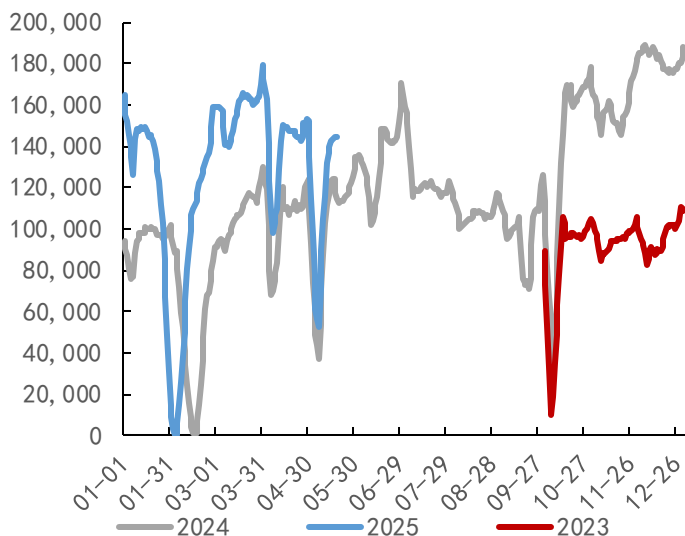
图表7：9 个样本城市二手房成交占比



来源：wind，国金证券研究所

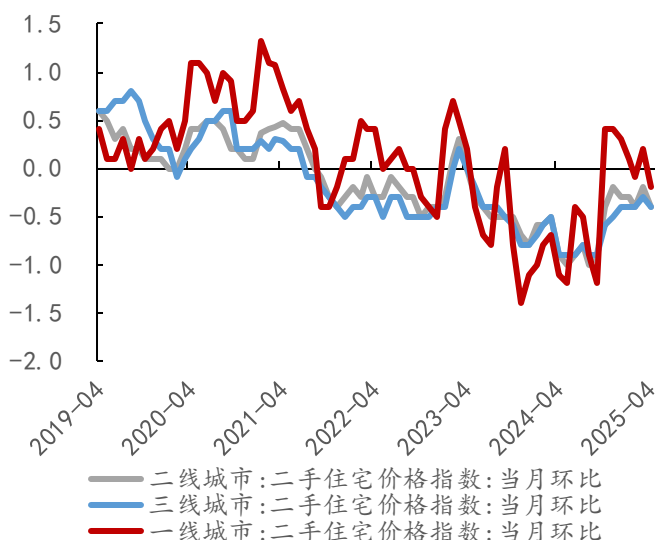


图表8：北京上海深圳二手房销量小幅降温



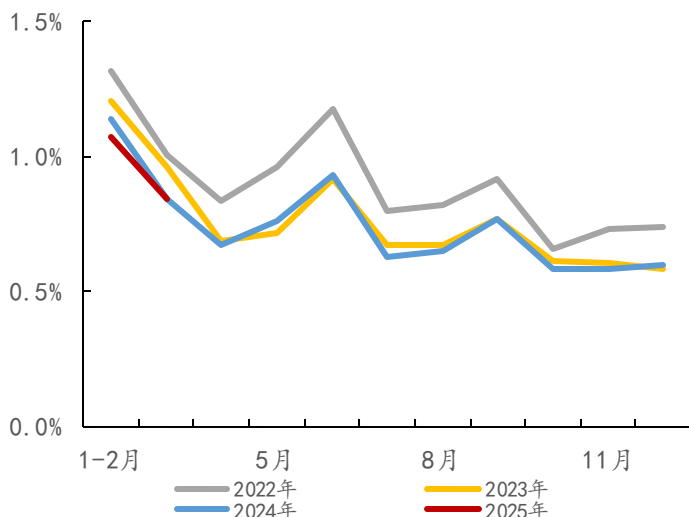
来源：wind，国金证券研究所

图表9：住宅价格近期小幅走弱



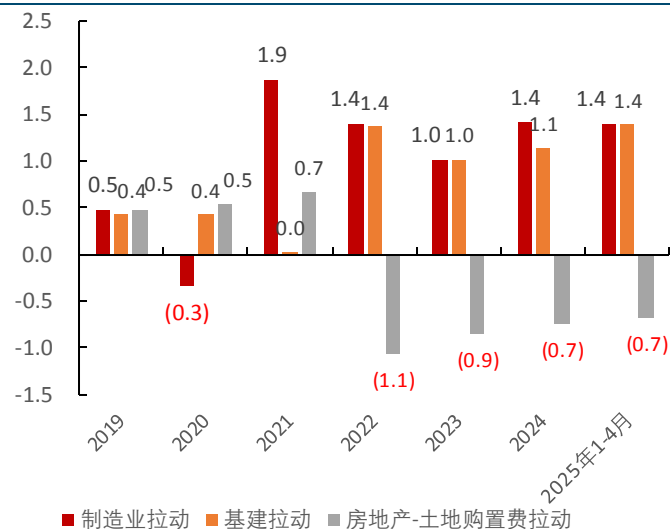
来源：wind，国金证券研究所

图表10：房企施工强度依旧偏低（建安投资/施工面积）



来源：wind，国金证券研究所

图表11：分行业固定资产投资对GDP拉动的估算



来源：wind，国金证券研究所

经济真实成色之外是政策和抢出口，在抢出口和现有存量政策的支持下，二季度GDP同比增速或在5.2%。这也意味着三季度增量政策能有更多回旋的余地。

在政策补贴下，我们预计社零增速在二季度有望维持4.5%-5%左右的增速，以此估算最终消费增速或能够实现4.3%左右。按照截至4月27日“以旧换新”数据估算，目前“以旧换新”资金或仅使用了1000亿左右，其对社零的支撑有望延续。考虑到最终消费占GDP的55%左右，相对稳定的社零增速也保障了三季度经济的基本成色。


图表12：以旧换新资金使用进度估算

补贴项目	政策资金使用情况
汽车以旧换新281.4万辆	汽车报废更新方面，新能源汽车补贴2万元，燃油车补贴1.5万元，汽车置换更新方面，新能源汽车补贴1.5万元，燃油车补贴1.3万元。截至5月11日，2025年汽车以旧换新补贴申请量达322.5万份，其中汽车报废更新103.5万份，置换更新219万份。按照同比例估算4月27日汽车报废更新和置换更新数量为90.3万辆和191.1万辆。按照新能源车占比60%，燃油车占比40%，以此估算总共使用政策资金433.9亿元。
12类家电以旧换新4941.6万台	商务部最新数据显示，今年年初至4月8日零时，消费者购买12大类家电以旧换新产品3570.9万台，带动销售1247.4亿元。对应家电均价为3493元。按照15%-20%的补贴比例估算，总共使用政策资金259-345亿元左右。
手机等数码产品购新3785.5万件	根据“以旧换新”补贴标准，数码产品单价不超过6000元，补贴比例为15%，每件补贴不超过500元。商务部曾在五一期间表示购买手机等数码产品242万件，带动销售64亿元，即每台手机补贴397元左右，对应政策资金花销在150亿元左右
家装厨卫“焕新”4090.6万件	家装厨卫补贴标准应不高于实际销售价格（剔除所有折扣和优惠后的价格）的15%，对购买1级及以上能效或水效标准产品的，应不高于20%；居家适老化改造产品补贴标准可适度提高，应不高于30%。2024年全年，家装厨卫“焕新”带动销售相关产品近6000万件，销售额约1200亿元，即单件商品价格在2000元左右。按照15-20%左右的补贴金额估算，对应政策资金花销在123-164亿元左右

来源：wind，国金证券研究所

我们认为设备更新和两重项目带动下的基建投资和制造业投资是推动固定资产投资增速稳定在4%左右的主要支撑。4月制造业、基建投资累计同比8.8%、10.9%，拉动GDP同比增长1.4个百分点左右。其中，在设备更新政策的支持下，1-4月设备工器具购置投资同比增长18.2%，拉动全部投资增长2.6个百分点。同时，受益于地方债务压力减弱、两重项目逐渐推进等，在水利、电力等投资带动下，广义基建投资年初以来持续维持高位。

此外，在“抢出口”、“抢转口”的带动下，即使面临高基数，二季度出口也有望实现3%-5%左右的相关高增。综合来看，我们依旧预计二季度GDP同比增速能够实现5.2%左右的增长，对应上半年GDP同比增速或在5.3%左右。4月统计局数据和5月高频数据也显示，4、5月月度GDP增速或在5.4%、5.3%左右。这与需求侧的预测也相符合。

上半年经济的平稳开局，为政策应对外部的不确定性提供了很大的空间。三季度即使出口下滑压力开始显现，存量政策使用也接近尾声，增量政策也有足够的腾挪空间。

图表13：二季度GDP增速的简单估算

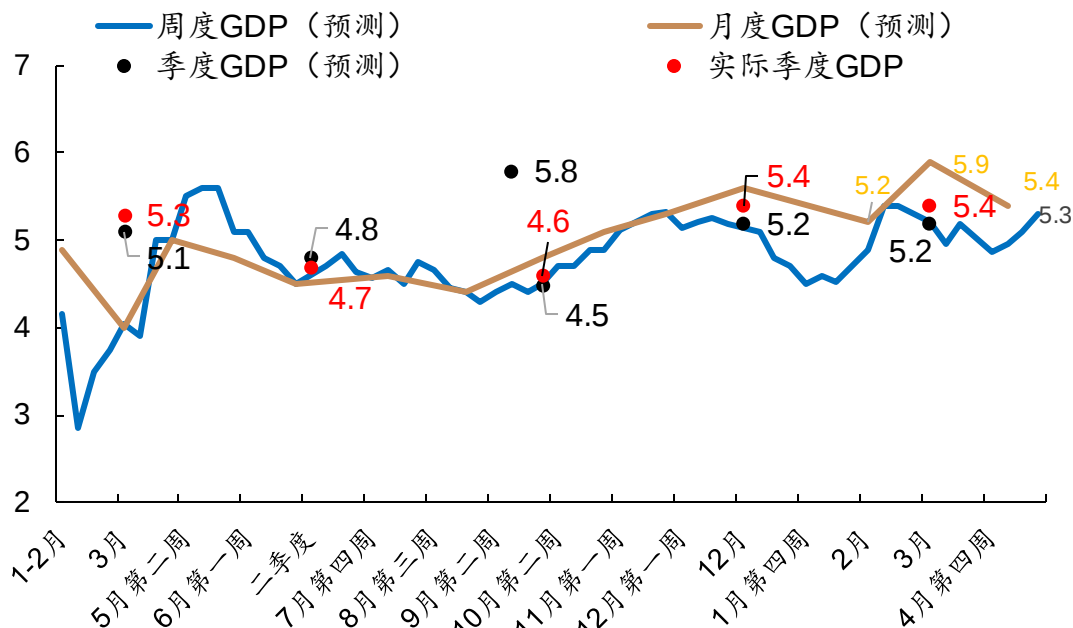
	最终 消费 支出	资本 形成 总额	出口	进口	现价 GDP	GDP平 减	不变 价GDP
乐观	4.5%	3.8%	5.0%	3.0%	4.6%	-1.0%	5.6%
中性	4.3%	3.3%	3.0%	1.0%	4.2%	-1.0%	5.2%
悲观	4.0%	2.8%	-1.0%	-4.0%	3.9%	-1.0%	4.9%

来源：wind，国金证券研究所（注：对于出口、投资、消费等的权重参考使用2024年年度权重估算，估算结果或与实际结果存在一定出入。另外，社零、固定资产



投资对最终消费、资本形成等的估算存在一定的偏差，这也会造成估算数据存在一定出入。)

图表14：经济增速维持韧性



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

文中对二季度 GDP 的测算基于模型结果，实际数据与按照此前经验估算的数据或存在一定的差异。

出口受贸易摩擦的影响较为明显，后续或出现明显波动，对经济的影响超预期

消费主要受益于政策的以旧换新，关注后续政策对基本面的扰动



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：北京市东城区建国门内大街 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