

## 上半年宏观经济增长动能偏强，下半年稳增长政策有望进一步加力

——2025年6月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

**事件：**据国家统计局2025年7月15日公布的数据，2025年二季度GDP同比增长5.2%，上半年GDP同比增长5.3%，上半年GDP增速较2024年全年加快0.3个百分点；2025年6月规模以上工业增加值同比增长实际增长6.8%，前值为5.8%；上半年规模以上工业增加值累计同比增长6.4%，2024年全年累计同比为5.8%；6月社会消费品零售总额同比增长4.8%，前值为6.4%；上半年社会消费品零售总额累计同比增长5.0%，2024年全年累计同比为3.5%；2025年1-6月全国固定资产投资累计同比增长2.8%，前值为3.7%，2024年全年累计同比增长3.2%。

### 基本观点：

整体上看，上半年面临外部经贸环境剧烈波动带来的重大冲击，宏观经济延续去年四季度以来的偏强增长态势，代表新质生产力发展的高技术制造业等领域保持较快增长，宏观经济呈现稳中偏强、稳中向好势头。背后主要是面对外部环境变化，国内加紧实施更加积极有为的宏观政策，促消费、扩投资效果显著，同时上半年国际经贸环境剧烈波动过程中，各类“抢出口”、“转出口”效应发酵，外需对经济增长的拉动力不降反升，超出市场普遍预期。工业生产方面，受益于“两新”等扩内需政策继续提振相关行业生产，“关税战”暂缓推动工业企业出口增速回升以及高技术产业发展向好，6月工业增加值增速超预期反弹；上半年工业生产加快，主要是受各类“抢出口”效应拉动，另外国内消费提速也有一定积极影响。6月社零增速放缓，或主要与多地因资金拨付进度暂停“国补”，导致消费品以旧换新政策效果边际减弱有关；上半年社零累计同比增长5.0%，增速明显加快，主要是受以旧换新政策加力扩围带动。1-6月固定资产投资增速较前值大幅回落，主要是受天气等短期因素影响，剔除这一影响，上半年投资走势保持稳定。其中，上半年基建投资稳增长作用突出，外部环境波动加剧背景下，制造业投资稳中有降，受楼市持续调整影响，上半年房地产投资延续较快下滑状态。

往后看，在各类“抢出口”效应消退后，外部环境波动对我国出口的影响将在下半年集中显现，预计接下来出口将转向同比负增长。这将导致国内工业生产随之减速，经济下行压力有所加大。由此，尽

管在上半年经济增长动能偏强背景下，短期内很可能不会部署新的大规模增量政策，但下半年超常规逆周期调节措施还会大概率推出，核心是财政加力，央行降息，以及“更大力度推动房地产市场止跌回稳”，进而有效对冲外需下滑带来的影响。我们判断，下半年消费、投资增速都会加快，GDP增速有望保持在4.7%左右。在上半年经济增速较快的基础上，这能够确保实现全年5.0%左右的经济增长目标，以高技术制造业为代表的新质生产力领域会继续保持较快增长势头。

具体解读如下：

### 一、二季度经济延续稳中偏强态势，下半年宏观政策有望在稳增长方向加力

整体上看，上半年面临外部经贸环境剧烈波动带来的重大冲击，宏观经济延续去年四季度以来的偏强增长态势，经济增速达到5.3%，其中，在一季度GDP增长5.4%之后，二季度增速达到5.2%。上半年经济增速超出全年“5.0%左右”的增长目标，代表新质生产力发展的高技术制造业等领域保持较快增长，宏观经济呈现稳中偏强、稳中向好势头。

上半年宏观经济走势偏强，主要有两个原因：一是针对特朗普政府推出所谓的“对等关税”，国内宏观政策早有准备。可以看到，去年11月特朗普当选后，12月中央政治局会议就首次提出2025年要“加强超常规逆周期调节，并在今年初上调了财政赤字率，增加专项债和特别国债发行规模，把货币政策基调从稳健调整为适度宽松。4月初美国开启“关税战”后，国内各类超常规逆周期调节措施及时出手，特别是“两新”政策在促消费、扩投资方面效果显著，5月央行也实施了降息降准。这些措施有效提振内需，上半年消费增速明显加快，投资增速保持基本稳定，内需对经济增长的拉动力比去年全年有所增大。

二是特朗普政府在全球范围内推出“对等关税”，不仅在一季度引发我国对美国的“抢出口”，而且还导致二季度“对等关税”暂缓期内，我国对东盟、欧盟等经济体的“转出口”、“抢出口”现象发酵。这使得，尽管二季度我国对美国出口大幅下降，但整体出口继续保持6.2%的高增长（以美元计价）。上半年累计出口增速达到5.9%，较去年全年加快0.1个百分点，外需对经济增长的贡献不降反升，超出市场普遍预期。可以看到，上半年GDP同比增长5.3%，其中有1.7个百分点由净出口拉动，净出口拉动力比去年全年增大0.2个百分点，而过去十年净出口对经济增长的平均拉动力为0.4个百分点。

往后看，在各类“抢出口”效应消退后，外部环境波动对我国出口的影响将在下半年集中显现，预计接下来出口将转向同比负增长，下半年外需对经济增长的拉动力可能“由正转负”；另外，下半年房

地产市场调整对宏观经济的拖累效应也有可能加大。这样来看，尽管在上半年经济增长动能偏强背景下，短期内很可能不会部署新的大规模增量政策，但下半年超常规逆周期调节措施还会大概率推出，核心是财政加力，央行降息，以及“更大力度推动房地产市场止跌回稳”，有效对冲外需下滑带来的影响。当前我国政府负债率较低，物价也处于偏低水平，各类宏观政策都有充分空间。我们判断，三、四季度 GDP 增速将分别在 4.8%、4.6% 左右，在上半年经济增速较快的基础上，这能够确保实现全年 5.0% 左右的经济增长目标。最后，下半年在政策支持和市场供需两旺带动下，以高技术制造业为代表的新质生产力领域还将保持较快增长。

**二、受益于“两新”等扩内需政策继续提振相关行业生产，工业企业出口增速回升以及高技术产业发展向好，6月工业增加值增速超预期反弹。上半年工业生产增速加快，主要受各类“抢出口”效应及国内消费提速拉动。下半年出口增速有可能转负，将拖累工业生产增速呈现一定回落趋势。**

6月规模以上工业增加值同比增长 6.8%，增速较上月加快 1.0 个百分点。从三大门类看，除电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速小幅放缓外，6月采矿业和制造业增加值增速均有所加快，其中，制造业增加值同比增长 7.4%，增速较上月回升 1.2 个百分点。

6月工业生产加速，主要受三方面因素拉动：一是“两新”等扩内需政策继续提振相关行业生产。其中，尽管部分地区“国补”暂停导致6月以旧换新政策相关商品销售增速有所放缓，但促消费政策有望加力的预期支撑相关行业生产保持快速增长——6月汽车制造业增加值同比增长 11.4%（前值 11.6%），家电、数码产品隶属的电气机械及器材制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增速分别为 11.4%（前值 11.0%）和 11.0%（前值 10.2%）。二是中美关税战暂缓背景下，6月出口增速有所回升，当月工业企业出口交货值同比增长 4.0%，增速较上月加快 3.4 个百分点。三是今年以来科技创新与产业创新加速融合，高技术产业发展持续向好，6月高技术产业增加值同比增长 9.7%，增速较上月加快 1.1 个百分点。

今年以来，工业生产增速总体加快，1-6月工业增加值累计同比增长 6.4%，增速较上年同期加快 0.4 个百分点，较上年全年加快 0.6 个百分点。背后是“两新”等扩内需政策加力扩围，“抢出口”效应下出口表现出较强韧性，以及高技术制造业、装备制造业等中高端产业快速增长，并带动产业结构持续优化。往后看，在各类“抢出口”效应消退后，下半年出口有可能转入同比负增长，同时加大力度整治“内卷式”竞争可能会下拉部分行业生产增速，而国内促消费、扩投资力度有望显著加大。综合以上因素带来的复合影响，下半年工业生产增速或将呈现一定回落趋势，预计全年增速将在 5.0% 左右，较上年

全年回落 0.8 个百分点，主要是出口增速下滑带来的影响较大。

**二、6 月社零增速放缓，或主要与多地因资金拨付进度暂停“国补”，导致消费品以旧换新政策效果边际减弱有关。上半年社零累计同比增长 5.0%，增速加快，显示年初以旧换新政策加力扩围的促消费效应显著。促消费政策加力前景下，预计下半年社零增速还有上行空间。**

6 月社零同比增长 4.8%，增速较上月放缓 1.6 个百分点，低于市场预期。环比来看，6 月社零季调环比下降 0.16%，表现明显弱于季节性——过去 10 年，6 月份社零季调环比增速的平均值为 0.81%。

6 月社零超季节性下滑，同比增速明显放缓，或主要与当月多地因资金拨付进度暂停“国补”，导致消费品以旧换新政策效果边际减弱有关。同时，在后续“国补”还将重启的预期下，可能存在一部分消费需求的后移。从以旧换新政策受益商品销售情况看，6 月限额以上单位家电、通讯器材、文化办公用品零售额同比分别增长 32.4%、13.9% 和 24.4%，增速较上月大幅放缓 20.6、19.1 和 6.1 个百分点，对当月社零同比增速产生边际下拉作用。另外，在去年同期基数多数走低的情况下，6 月其他可选消费品，包括烟酒饮料、服装、化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品、建筑装潢材料、石油及制品等商品零售额同比增速与上月相比均有所放缓。我们认为，这主要反映了房地产市场持续下滑、关税政策不确定性等内外部因素给居民消费信心造成的影响。

值得一提的是，6 月限额以上单位汽车类零售额同比增长 4.6%，增速较上月加快 3.5 个百分点，对当月社零整体增速起到正向拉动作用。这主要受汽车销量增长进一步提速带动，乘联会数据显示，6 月广义和狭义乘用车零售销量同比分别增长 18.6% 和 18.1%，增速均较上月加快 4.4 个百分点。同时，汽车行业“反内卷”背景下，价格战有所缓和，也对 6 月汽车零售额增速有所支撑。不过，6 月汽车零售销量和零售额增速差继续小幅拉大，显示行业“内卷”依然严重，销售端“以价换量”现象仍然突出。

今年以来，尽管外部经贸环境剧烈变化、房地产市场持续下滑影响居民消费信心，但消费品以旧换新政策加力扩围，带动社零增速总体回升。上半年，社零累计同比增长 5.0%，增速较上年同期加快 1.3 个百分点，较上年全年加快 1.5 个百分点，其中，家电、文化办公用品、通讯器材、家具等以旧换新相关商品零售额同比增速都在 20% 以上。国家发改委数据显示，年初以来以旧换新相关商品销售额超过 1.4 万亿元，已超过去年全年的 1.3 万亿元。我们估计，上半年以旧换新政策拉动社零增速加快逾 1 个百分点，这表明以旧换新政策正在成为财政促消费的一个有力抓手。

我们判断，为应对“出口转内销”需求以及关税政策不确定性给居民消费信心造成的影响，接下来促消费政策力度还将进一步加码，6 月部分地区“国补”暂停仅是阶段性现象。下半年还有 1380 亿消费

品以旧换新资金待下达，第三批资金将于7月下达，预计三季度将下达完毕，且四季度以旧换新资金规模有可能进一步上调。除了提供消费补贴外，当前促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，这将有利于对冲外部环境变化给市场信心造成的影响，提振居民消费信心。预计在各项促消费政策综合作用下，下半年社零增速会进一步加快，全年有望达到6.0%左右，较上年全年加快2.5个百分点，这将是今年宏观政策以促消费为核心扩大内需的一个具体体现。

**四、投资：1-6月固定资产投资增速较快回落，主要是受天气等短期因素影响，剔除这一影响，上半年投资走势保持稳定。其中，上半年基建投资稳增长作用突出，外部环境波动加剧背景下，制造业投资稳中有降，受楼市持续调整影响，上半年房地产投资延续较快下滑状态。下半年固定资产投资增速有望适度加快。**

总体上看，上半年投资增速呈现稳中有降态势。1-6月固定资产投资增速为2.8%，较前值回落0.9个百分点，不及市场预期。主要是6月高温多雨天气对基建和房地产项目施工影响较大，导致当月固定资产投资同比增速为-0.1%，在上年同期基数稳定的背景下出现历史罕见的负值；剔除这一影响，上半年固定资产投资增速保持基本稳定。另外，二季度以来宏观经济走势偏强，基建投资稳增长需求下降，可能也是近期固定资产投资增速回落的一个原因。

展望下半年，预计投资增速将延续稳中有升态势。一方面，考虑到中美经贸磋商对话还会经历一个复杂曲折的过程，外部环境波动对我国出口的影响有可能在下半年集中显现，下半年超常规逆周期调节政策将进一步发力，用于基建投资的专项债和超长期特别国债都有可能加发，扩投资力度将相应加大。另一方面，从应对可能出现的“出口转内销”需求，增强居民对逆周期调节的获得感，推动经济增长动能转换等角度出发，下半年大力提振内需的重点将是促消费，投资增速显著上行的概率也不大。我们预计，全年固定资产投资增速将在4.2%左右，比去年全年加快1.0个百分点。

#### (1) 制造业投资

受外部环境波动影响，近期以民间投资为主的制造业投资增速高位放缓。数据显示，1-6月制造业投资累计同比增速为7.5%，较前值回落1个百分点。背后是外部环境波动加剧，以民间投资为主的制造业投资信心受到一定影响。不过，上半年大规模设备更新政策加码，正在对制造业投资形成有力支撑。数据显示，1-5月设备工器具购置投资增长17.3%，拉动全部投资增长2.3个百分点，对投资增长的贡献率达到63.6%，主要体现在对制造业投资拉动方面。这是当前制造业投资持续较快增长的一个重要原因。值得注意的是，上半年计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长26.3%、

21.5%，显示当前新质生产力发展对制造业投资有较强拉动作用。

展望未来，外部经贸环境波动对国内制造业投资的影响还有可能进一步显现，预计下半年制造业投资增速将延续稳中有降态势，预计全年增速将在7.0%左右，比去年全年增速下行2.2个百分点。我们判断，下半年对制造业投资有重要支撑作用的大规模设备更新支持资金规模有望上调。需要指出的是，除了外部经贸环境变化外，未来影响制造业投资的另一个不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。最后，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，下半年高技术制造业投资会延续高增状态。

## （2）基建投资

上半年基建投资（不含电力）累计同比增长4.6%，广义基建投资增速为8.9%，增速分别比较1-5月大幅回落1.0和1.5个百分点，主要原因6月高温多雨天气影响基建项目施工。据测算，当月基建投资（不含电力）和广义基建投资同比增速分别仅为2.0%和5.4%，分别较上月大幅回落3.1和3.7个百分点。上半年基建投资（不含电力）增速较去年同期和去年全年分别放缓0.8个百分点和加快0.2个百分点，广义基建投资增速则分别加快1.2和放缓0.3个百分点。作为政府把控能力最强的政策工具，上半年根据经济形势变化，基建投资在对冲外部波动等方面较好发挥了宏观经济“稳定器”作用，其中1-5月基建投资增速较高，是今年更加积极的财政政策前置发力的具体体现。

往后看，下半年基建投资还有进一步提速的空间。我们判断，伴随下半年外需对经济增长的拉动力减弱，基建投资的宏观经济“稳定器”作用会受到进一步倚重，全年基建投资（不含电力）增速有望达到6.5%左右，包含电力等领域投资的广义基建投资增速将升至11.5%左右，分别比去年全年加快2.1和2.3个百分点。一方面，在上半年用于隐债置换的地方政府再融资专项债集中发行后，下半年用于项目建设的地方政府新增专项债将大规模发行；另一方面，预计下半年有可能上调支持“两重”投资的超长期特别国债发行规模，用于项目建设的地方政府新增专项债和国企稳增长扩投资专项债发行额度也可能上调，这将给基建投资提速提供充足资金保障。投资项目方面，今年是“十四五”收官之年，102项重大建设项目将会加快推进，“两重”建设项目、城市基础设施改造及支持消费基础设施建设等，都将成为基建投资的重点领域。

## （3）房地产投资

上半年房地产投资累计同比增速为-11.2%，降幅比前值扩大0.5个百分点。一方面，6月高温多雨天气对房地产项目施工影响较大，另一方面，近期楼市调整压力加大，房地产施工数据承压。上半年房地

产投资降幅比去年同期和去年全年分别扩大 1.1 和 0.6 个百分点，继续较大幅度下行，主要原因是房地产市场仍处于调整状态，特别是二季度以来新房市场降温较为明显。这导致上半年房企销售回款下滑，直接影响地产施工。可以看到，上半年商品房新开工面积、竣工面积等施工数据都处于深度下跌状态。

往后看，综合考虑房地产市场运行态势，以及楼市支持政策影响等因素，预计下半年房地产投资同比降幅将有所收敛，预计全年同比降幅将在-9.0%左右，降幅比去年全年收敛 1.6 个百分点。其中一个主要支撑因素在于，目前商业银行审批通过的“白名单”贷款增至 6.7 万亿元，较去年末大幅增加约 1.7 万亿，房企信贷资金来源整体呈现改善态势。数据显示，上半年房企资金来源中的国内贷款同比增长 0.6%，增速较去年同期加快 7.2 个百分点，是近 4 年以来首次同期同比正增长。另外，伴随供需两端“加大力度推动房地产市场止跌回稳”的各项措施陆续推出，下半年楼市降温势头会得到一定遏制，房企销售回款对房地产投资的拖累效应也有望减弱。

#### 权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。