

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

内需发力对冲外部冲击 稳增长仍需政策支持

2025年7月1日

分析师:

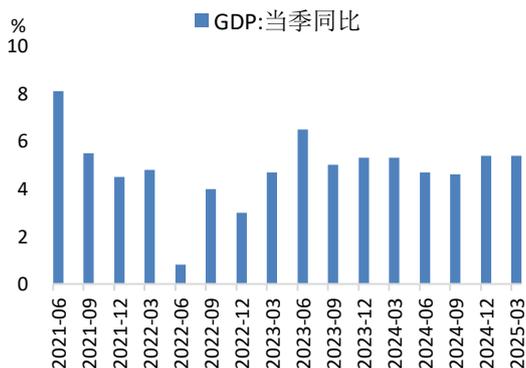
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

内容提要:

随着世界各国政府调整政策重点, 不确定性攀升至新高, 特别是近半年来形势发生较大变化, 全球经济下行风险随之显现。同时, 虽然 2023 年以来全球通胀趋势性下降, 但在当前关税扰动的不确定性环境下, 主要央行将评估经济下行与通胀反弹之间的平衡。

年初以来国内经济总体温温和复苏。一季度 GDP (5.4%) 好于预期 (5.2%), 主因 2024 年四季度以来一揽子政策陆续落地叠加年初地方政府债券发行加快, 同时抢出口效应叠加持续拓展新兴市场带来的出口韧性推动工业生产较快增长。进入二季度, 美国对等关税扰动加大叠加地方政府债券发行阶段性放缓, 经济复苏强度有所减弱。展望下半年, 关税问题的不确定性尚存, 抢出口效应或减弱, 房地产市场复苏放慢, 经济仍有回落的风险, 未来仍需政策 (存量政策加快落地以及增量政策出台) 的呵护, 7 月中央政治局会议或将给出明确的政策基调信号。

风险提示: 央行超预期调控, 通胀超预期, 贸易摩擦升温, 出口超预期下滑, 金融市场波动加大, 经济复苏不及预期, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 俄乌冲突升级风险, 台海局势不确定性风险, 海外黑天鹅事件等。

相关报告

- 《生产平稳叠加消费加速对冲投资回落—5 月经济数据点评》
- 《关税不确定性尚存 扩内需政策加快落地—4 月经济数据点评》
- 《通胀基本符合预期 服务与核心 CPI 有所改善 —5 月物价数据点评》

目录

一、关税扰动全球经济	3
1、全球经济下行风险显现	3
2、关税扰动影响加大	4
3、降息节奏仍具不确定性	6
二、内需发力对冲外部冲击	7
1、上半年经济复苏总体较好但二季度以来斜率有所放缓	7
2、国内有效需求增长动力仍需政策呵护	9
三、需求复苏温和叠加输入性因素拖累通胀修复	16
四、适度宽松的货币政策稳中求进，流动性较为充裕	18

图表目录

图 1：全球 PMI 趋于回落	3
图 2：今年上半年韩国出口仅增长 0.1%	3
图 3：政策不确定性大幅上升	4
图 4：美国有效关税税率升至近百年来高位（单位：%）	4
图 5：出口份额变化（从目的地看）：2023/24 较 2016/17	5
图 6：进口份额变化（从来源地看）：2023/24 较 2016/17	5
图 7：今年 4 月美国对中国加征关税远超此前	5
图 8：WTO 于 4 月下调全球货物贸易量预测	5
图 9：4 月 IMF 上调对美国 2025 年通胀水平预估	6
图 10：部分经济体居民未来一年通胀预期上升	6
图 11：市场预期美联储在年内降息 2-3 次（截至 2025 年 6 月 27 日）	6
图 12：一季度 GDP 延续 2024 年四季度的向好势头	8
图 13：一季度消费与净出口发力	8
图 14：4 月制造业 PMI 大幅走弱	8
图 15：5 月制造业 PMI 回升强度有限	8
图 16：地方债发行 5 月放缓后 6 月开始加速	8
图 17：物价持续偏弱拖累名义 GDP 增长	8
图 18：上半年制造业 PMI 新订单指数复苏强度不高	9
图 19：一季度产能利用率处于近十年同期偏低水平	9
图 20：前 5 个月固定资产投资增速小幅走高后回落	10
图 21：基建投资增速高位回落	10
图 22：今年建筑工地资金到位率低于 2024 年同期	10
图 23：年后房建项目资金到位率偏低拖累整体到位率	10
图 24：房地产投资尚未实质性企稳	11
图 25：商品房销售持续负增	11
图 26：年初以来消费有所发力	12
图 27：以旧换新推动相关商品销售增速加快	12
图 28：一季度居民收入增速超过实际 GDP	12
图 29：一季度工资性收入与财产性收入增长加快	12

图 30: 净出口连续 3 个季度拉动 GDP2 个百分点以上.....	14
图 31: 年初以来出口保持韧性.....	14
图 32: 2020-2024 年中国出口市场占有率保持在 14% 以上.....	15
图 33: 中国对东盟出口持续较快增长.....	15
图 34: 企业主体信心改善较慢.....	15
图 35: 中小企业信心有待提振.....	15
图 36: 居民存款意愿偏强.....	16
图 37: 今年前 5 个月居民户新增贷款规模低于往年.....	16
图 38: 今年前 5 个月非食品价格表现不佳.....	17
图 39: 其他用品和服务价格韧性持续较强.....	17
图 40: 服务类 CPI 企稳回升.....	17
图 41: 核心 CPI 低位回升.....	17
图 42: 今年 PPI 有所下行.....	18
图 43: 南华工业品指数有所回落.....	18
图 44: 二季度 DR007 均值总体下行.....	20
图 45: 四季度 MLF 到期近 1.9 万亿元.....	20
表 1: IMF 与 OECD 对 2025 年全球经济增长的预测 (单位: %).....	4
表 2: 全国各省、自治区、直辖市最低工资标准情况 (2025 年 4 月 1 日较 2024 年 10 月 1 日变动)	13

一、关税扰动全球经济

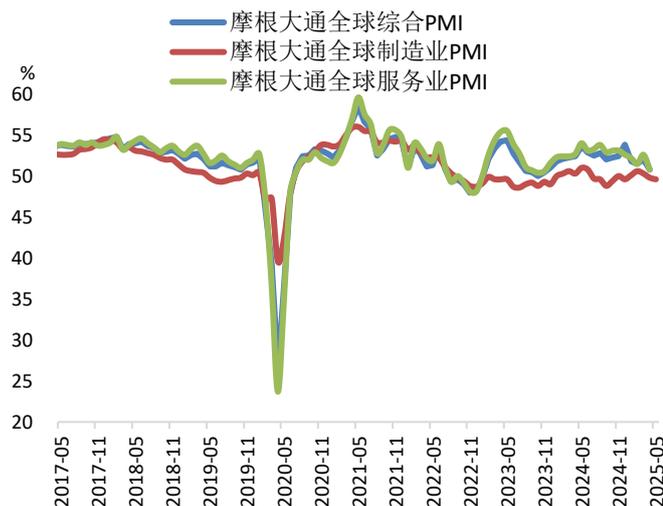
1、全球经济下行风险显现

近年来在经受了新冠疫情、俄乌冲突等冲击之后,尽管增速中枢较疫情前仍有差距,但全球经济复苏相对稳定。然而,IMF 报告(《世界经济展望》)指出,随着世界各国政府调整政策重点,不确定性攀升至新高,特别是近半年来形势发生较大变化,全球经济下行风险随之显现。

从先行指标看,今年 1-5 月摩根大通全球制造业 PMI 均值为 50.1%,虽然略高于 2024 年下半年(49.5%)但低于 2024 年同期(50.4%),若剔除关税引致的抢出口与补库存等因素扰动可能更低,而且 5 月(49.6%)显著低于 2024 年同期(51.0%)。

从外贸指标看,则存在一定分化。今年前 5 个月或与转出口因素关联更多一些的越南出口累计同比增长 14%,但上半年韩国出口累计同比仅增长 0.1%。

图 1: 全球 PMI 趋于回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 2: 今年上半年韩国出口仅增长 0.1%



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

根据 IMF 今年 4 月发布的《世界经济展望》,其对全球经济增速的预测值相较 2025 年 1 月显著下调,突出反映了有效关税税率达到近百年以来的最高水平以及当前环境较高的不确定性带来的影响。在贸易紧张局势升级、金融市场经历调整的环境下,下行风险主导经济前景。政策立场的分化和迅速改变,或市场情绪的恶化,都可能导致全球金融环境进一步收紧。贸易战升级和贸易政策不确定性加剧,可能会进一步阻碍短期和长期增长前景。国际合作的缩减则可能导致增强全球经济韧性的进程受损。

表 1: IMF 与 OECD 对 2025 年全球经济增长的预测 (单位: %)

经济增长	IMF		OECD
	2025 年 1 月 预测值	2025 年 4 月 预测值	2025 年 6 月 预测值
全球	3.3	2.8	2.9
发达经济体	1.9	1.4	-
其中: 美国	2.7	1.8	1.6
欧元区	1.0	0.8	1.0
日本	1.1	0.6	0.7
新兴市场经济体	4.2	3.7	-
其中: 中国	4.6	4.0	4.7

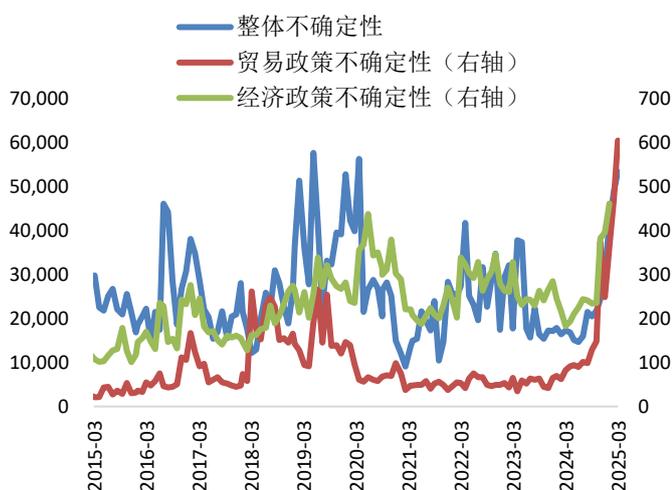
资料来源: IMF, OECD, 国开证券研究与发展部

2、关税扰动影响加大

当地时间 4 月 2 日, 美国总统特朗普宣布其最新的关税计划。美国政府认为, 部分经济体的不公平的贸易行为损害了美国的利益。因此, 美国要对这些经济体征收“对等”关税, 和美国有较大贸易逆差的国家/地区将被征收额外更高的个性化关税(不含 10% 基础关税)。其中, 欧盟被征收 20% 关税, 中国大陆被征收 34% 关税, 越南、日本、印度关税税率分别为 46%、24%、26%。此外, 特朗普还表示, 如果贸易伙伴采取重大措施来“纠正”非互惠贸易安排, 并在经济和国家安全问题充分与美国保持一致, 则其可以减少或限制本命令下征收的关税范围。反之如果对美国进行报复, 则将会继续增加。

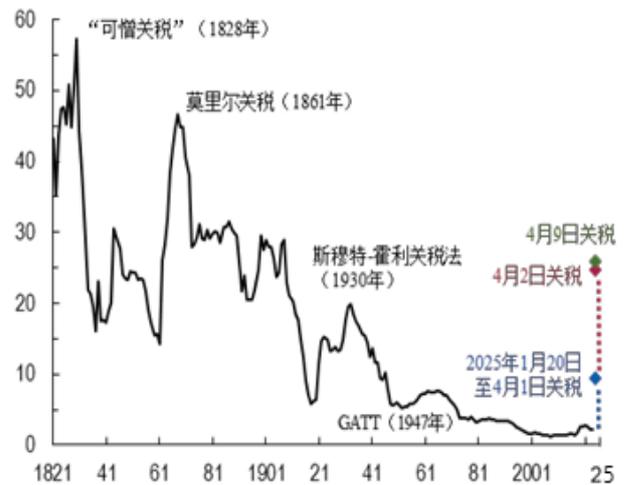
根据 IMF 的报告, 虽然目前而言原先加征较多关税的行动部分已暂缓实施, 但在有关措施和反制措施的共同作用下, 政策不确定性上升, 美国 and 全球的关税税率已升至近百年来高位。不过, 此次关税上调的背景与过去(上个世纪)大不相同, 即当今的全球经济呈现出经济和金融高度一体化的特点, 供应链和资金流动在全球范围内纵横交错, 这种一体化若出现倒退, 可能会成为经济动荡的主要影响因素。

图 3: 政策不确定性(指数)大幅上升



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

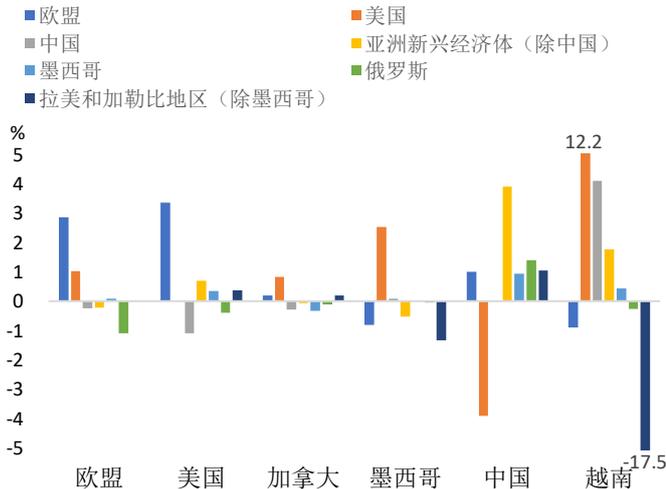
图 4: 美国有效关税税率升至近百年来高位(单位:%)



资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

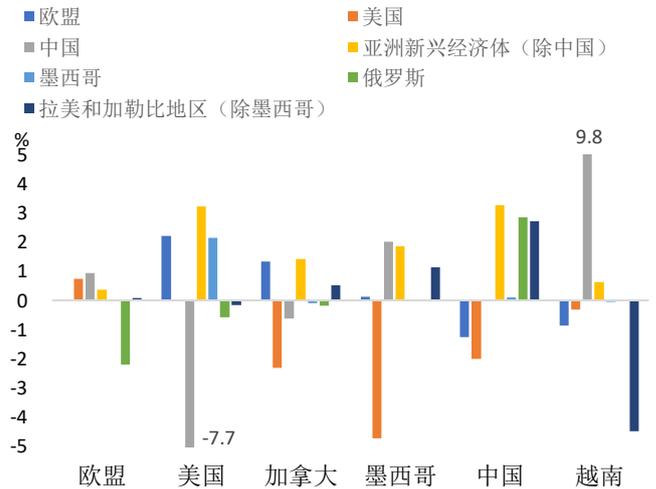
贸易政策调整对全球贸易的影响并非从今年才明显起来。根据 IMF 的数据，2017 年以来，多个国家拓展贸易伙伴多样化，以中美贸易为例，2023/24 年无论是出口还是进口份额均较 2016/17 年变化较大。根据彼得森国际经济研究所的数据，4 月初美国对中国关税加征税率已经远超此前水平，相应的影响也更大。综合关税冲击等因素后，WTO 在 4 月的报告中下调了对 2025 年、2026 年的全球货物贸易量的预测。

图 5: 出口份额变化 (从目的地看): 2023/24 较 2016/17



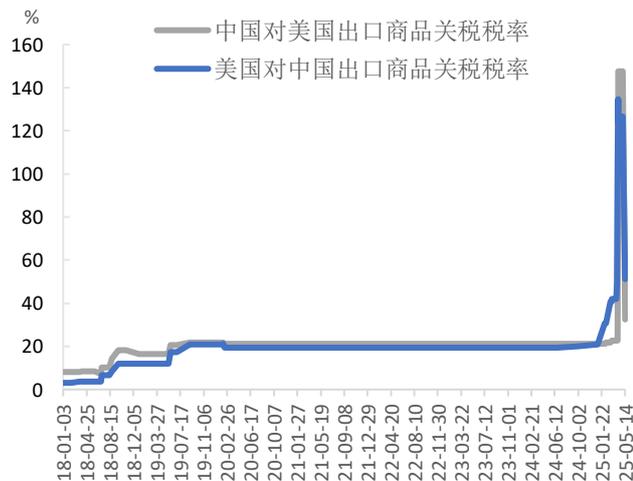
资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 6: 进口份额变化 (从来源地看): 2023/24 较 2016/17



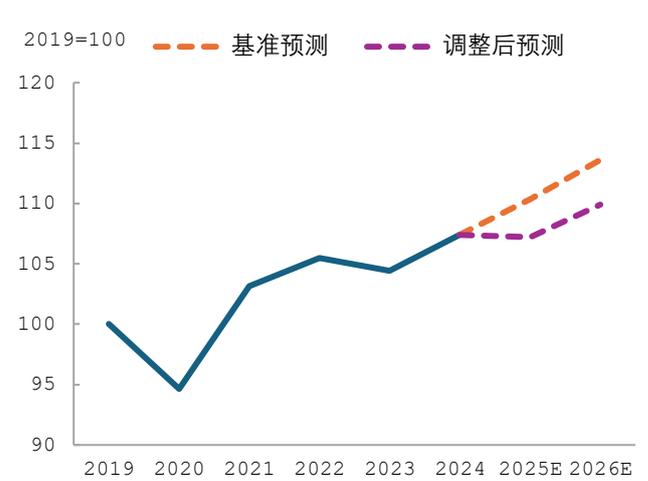
资料来源: IMF, 国开证券研究与发展部

图 7: 今年 4 月美国对中国加征关税远超此前



资料来源: 彼得森国际经济研究所, 国开证券研究与发展部

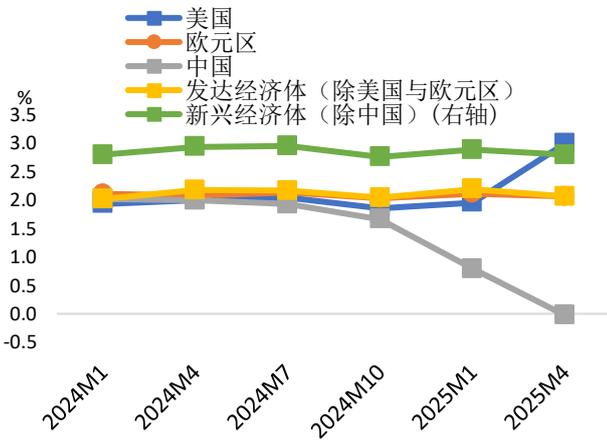
图 8: WTO 于 4 月下调全球货物贸易量预测



资料来源: WTO, 国开证券研究与发展部

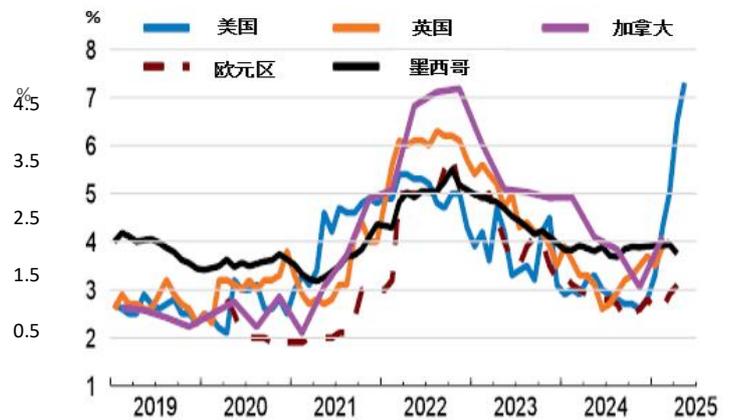
同时，包含关税扰动在内的不确定性影响全球通胀水平走势。IMF 在今年 4 月《世界经济展望》中预计全球总体通胀率的下降速度将略低于 1 月的预期。其中，2025 年通胀率将达到 4.3%，2026 年将降至 3.6%，其中，2025 年发达经济体的通胀率预测已大幅上调，而新兴市场和发展中经济体的通胀率则小幅下调。此外，OECD 也在最新的报告中指出，部分经济体居民未来一年的通胀预期上升。

图 9：4 月 IMF 上调对美国 2025 年通胀水平预估



资料来源：IMF，国开证券研究与发展部

图 10：部分经济体居民未来一年通胀预期上升



资料来源：OECD，国开证券研究与发展部

3、降息节奏仍具不确定性

虽然 2023 年以来全球通胀趋势性下降，但在当前关税扰动的不确定性环境下，关于降息的节奏与幅度，未来主要央行将评估经济下行与通胀反弹之间的平衡。

欧洲方面，此前降息较为坚决，近 1 年时间里累计下调主要再融资利率 210bp。近期通胀则相对温和，5 月 HICP 同比已经降至 1.9%。欧元区通货膨胀率当前已处于其中期目标 2% 附近，欧洲央行预计 2025 年欧元区总体通胀率为 2.0%，2026 年降至 1.6%，其同时还预测，2025 年欧元区 GDP 将达到 0.9%，2026 年将达到 1.1%。

美国方面，降息则较为纠结。在 2024 年 9 月至 12 月降息 100bp 后，今年上半年没有进一步降息。一方面，美国经济短期仍有韧性，另一方面关税扰动下的美国通胀有反弹可能。其中，3 月至 5 月核心 CPI 同比维持在 2.8%，住宅类及其他商品与服务类同比仍在 4% 左右。在这种情况下，美联储降息节奏较此前有所放缓。截至 6 月 27 日，市场预期今年下半年美联储降息 2-3 次左右。

图 11：市场预期美联储在年内降息 2-3 次（截至 2025 年 6 月 27 日）

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/07/30	--	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%
2025/09/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	72.1%	9.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	55.0%	29.5%	3.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	9.3%	44.6%	35.7%	9.6%	0.8%
2026/01/28	0.0%	4.3%	25.7%	40.5%	23.6%	5.5%	0.4%
2026/03/18	2.5%	16.7%	34.3%	30.7%	13.1%	2.5%	0.2%
2026/04/29	7.1%	22.4%	33.1%	25.0%	9.7%	1.8%	0.1%
2026/06/17	15.0%	27.9%	28.9%	17.1%	5.6%	0.9%	0.1%
2026/07/29	19.3%	28.3%	25.0%	13.3%	4.0%	0.6%	0.0%
2026/09/16	22.2%	27.2%	21.2%	10.3%	2.9%	0.4%	0.0%
2026/10/28	22.5%	26.8%	20.5%	9.8%	2.8%	0.4%	0.0%
2026/12/09	11.0%	21.1%	26.2%	21.4%	11.3%	3.8%	0.7%

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

二、内需发力对冲外部冲击

年初以来国内经济总体温和复苏。一季度 GDP (5.4%) 好于预期 (5.2%)，主因 2024 年四季度以来一揽子政策陆续落地叠加年初地方政府债券发行加快，同时抢出口效应叠加持续拓展新兴市场带来的出口韧性推动工业生产较快增长。进入二季度，美国对等关税扰动加大叠加地方政府债券发行阶段性放缓，经济复苏强度有所减弱。展望下半年，关税问题的不确定性尚存，抢出口效应或减弱，房地产市场复苏放慢，经济仍有回落的风险，未来仍需政策（存量政策加快落地以及增量政策出台）的呵护，7 月中央政治局会议或将给出明确的政策基调信号。

1、上半年经济复苏总体较好但二季度以来斜率有所放缓

一季度经济取得开门红。一季度经济复苏延续了 2024 年四季度以来的向好势头，GDP 同比增长 5.4%，强于市场预期 (5.2%)。其中，一季度规模以上工业增加值、服务业增加值、社会消费品零售总额的增速分别较 2024 年全年加快 0.9、0.3 和 1.1 个百分点。内需逐步发力，投资与消费端均有所加快，而过去五年三大需求中内需对经济增长的平均贡献率超过 80%。此外，一季度货物和服务净出口拉动 GDP 2.1 个百分点，连续 3 个季度超过 2 个百分点。

二季度以来经济复苏强度有所放缓。国内有效需求不足、关税扰动下的出口放缓、政策效应有所减弱等或是主要原因。其中，受前期较高基数叠加外部环境急剧变化等因素影响，4 月制造业 PMI 大幅回落 1.5 个百分点至 49.0%，接近 2024 年 8 月的 49.1%。拆分来看，新订单和生产分项是主要拖累，4 月分别较 3 月下滑 2.6 和 2.8 个百分点，新出口订单回落 4.3 个百分点至 44.7%，是 2023 年初以来最低值。此后，5 月、6 月制造业 PMI 连续企稳回升，但后期走势仍需观察。一方面，外部环境依然复杂严峻，外贸回稳仍有不确定性。另一方面，从 PMI 表现来看，制造业 PMI 仍处于 50% 以下水平，部分分项指标及行业指标仍处于低位，内需不足的问题仍然显著。不过，消费加速向好对冲了投资回落的不利影响。一季度社会消费品零售总额同比增长 4.6%，二季度则有望上行至 5.5% 或更高（若 6 月同比增速在 5% 以上）。从投资端看，一季度固定资产投资同比增长 4.2%，但前 5 个月累计同比增速降至 3.7%。从地方政府债券发行的角度看，1-4 月发行较快（同比增长 84.3%），5 月当月减速至 -13.7%，6 月有所加速（同比增长 75.1%）。

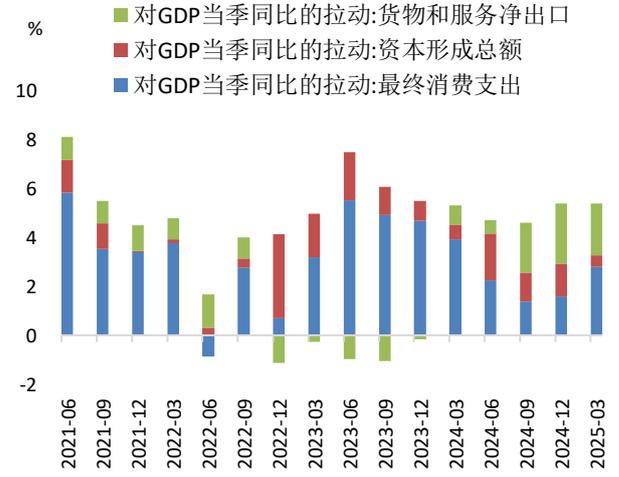
有效需求不足导致价格持续偏弱，从而拖累名义 GDP 增速。一季度 GDP 平减指数为 -0.77%，低于 2023 年全年 (-0.73%)，拖累一季度名义 GDP 增长 (4.6%)。从 4-5 月通胀走势看，CPI 均值 (-0.1%) 与一季度基本持平，PPI 均值 (-3.0%) 弱于一季度 (-2.3%)，总体通胀形势并没有改善。叠加二季度实际 GDP 或较一季度放缓，名义 GDP 或进一步下行。

图 12: 一季度 GDP 延续 2024 年四季度的向好势头



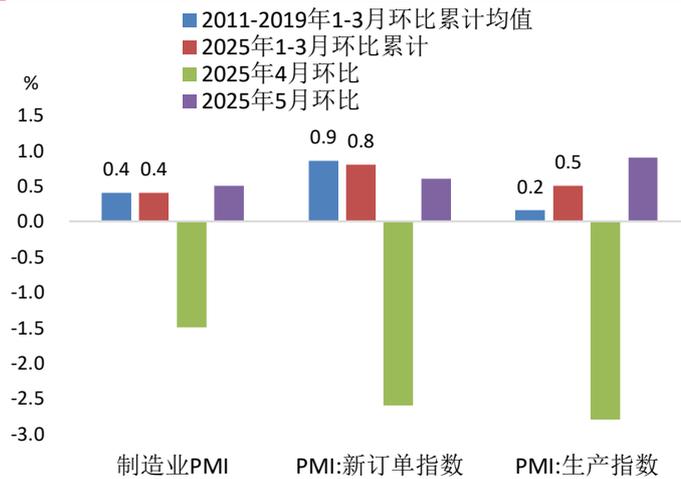
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 13: 一季度消费与净出口发力



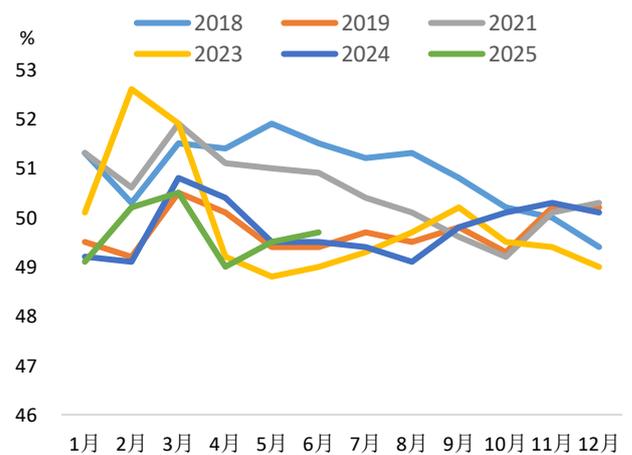
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 4 月制造业 PMI 大幅走弱



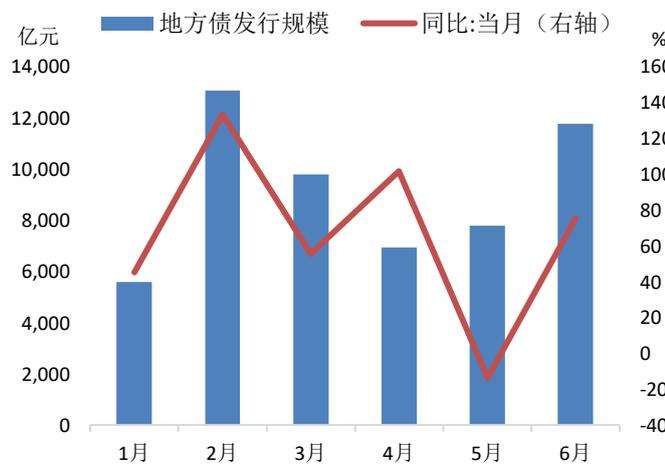
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 15: 5 月、6 月制造业 PMI 连续 2 个月回升



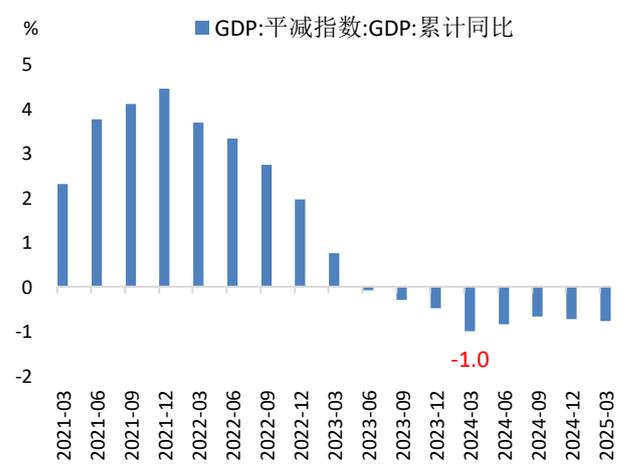
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 16: 今年地方债发行 5 月放缓后 6 月开始加速



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 17: 物价持续偏弱拖累名义 GDP 增长



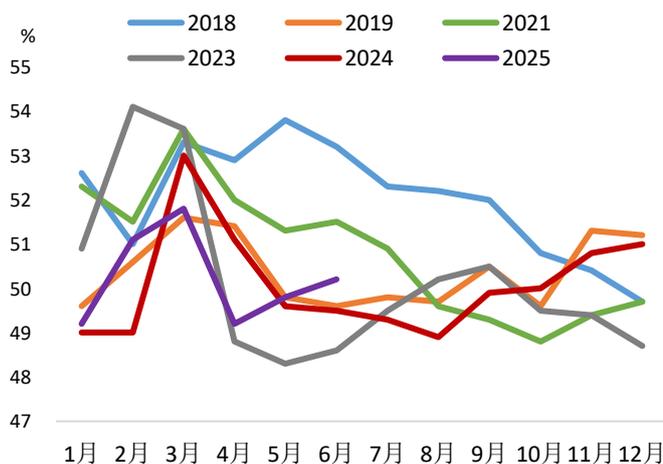
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

综合来看，上半年经济总体复苏并不弱，只是二季度以来复苏斜率有所放缓。究其原因，一是关税扰动有所加大，前期抢出口效应减弱叠加外需放缓，出口增速趋于下行。二是国内需求不足，企业订单复苏并不强劲，并逐步传导到生产端。三是地方债发行节奏阶段性有所放缓。四是房地产市场复苏放缓，无论是投资端还是销售端。短期来看，中美加强经贸磋商下的关税冲击有所缓和，二季度经济尚能保持较好增长，但物价低位徘徊、房地产投资尚未止跌企稳叠加出口回落风险将影响未来复苏斜率，经济基本面仍需政策的呵护，后期仍要密切关注政策落地及储备情况、中美关税谈判后续进展等。

2、国内有效需求增长动力仍需政策呵护

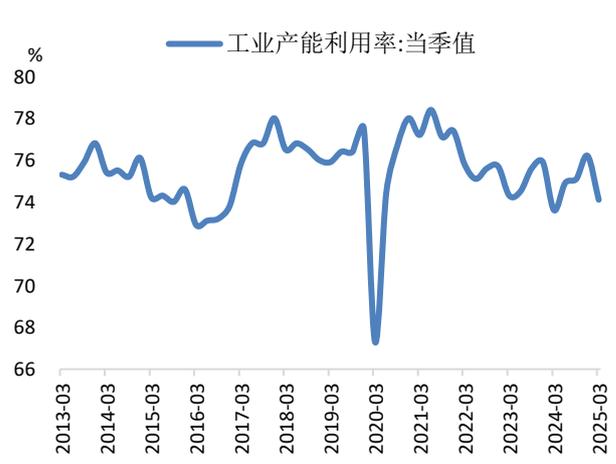
第一，需求温和复苏依然是目前面临的主要问题。从订单看，上半年制造业 PMI 新订单指数均值为 50.2%，近 7 年仅好于 2022 年同期均值（48.3%）。从生产端看，国内需求温和复苏的问题持续向其传导，虽然工业生产保持平稳增长，但是一季度工业产能利用率位于近 10 年同期偏低水平。

图 18: 上半年制造业 PMI 新订单指数复苏强度不高



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 19: 一季度产能利用率处于近十年同期偏低水平



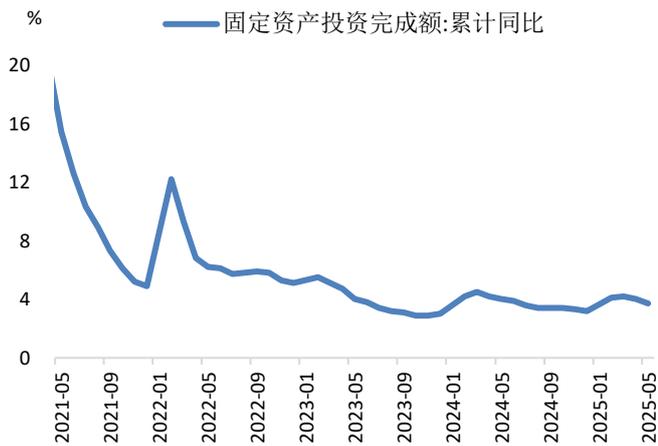
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

第二，从投资端看，前 5 个月固定资产投资累计增长 3.7%，连续 3 个月下行。一方面受投资动能放缓尤其是地产投资拖累影响，另一方面受价格指数走势影响。此外，资金到位情况不理想亦影响工程进度。根据百年建筑调研数据，其样本建筑工地资金到位率 4-6 月总体改善有限，均值分别为 58.5%、59.0%、59.1%。

首先，近 2 个月基建投资增速高位回落，未来地方政府债发行加速有助于稳定其增长。1-5 月广义、狭义基建投资同比分别增长 10.4%、5.6%，均较 1-3 月的高点（11.5%、5.8%）回落。从资金支持看，地方债券发行加速为基建投资提供资金保障，一季度全国各地发行地方债券规模合计达 2.84 万亿元，同比增长 80.6%，创历史新高。从地方政府看，2024 年至今化债政策协同发力，化债压力减轻有助于稳定基建投资。“两重”建设持续推进带动基础设施投资自 2024 年下半年起回升，同时重大项目建设加快推进基建投资增速。根据央视网报道，今年我国将从放宽准入、融资支持等方面，加大力度推动民营企业参与国家重大项目建设。年初国家发

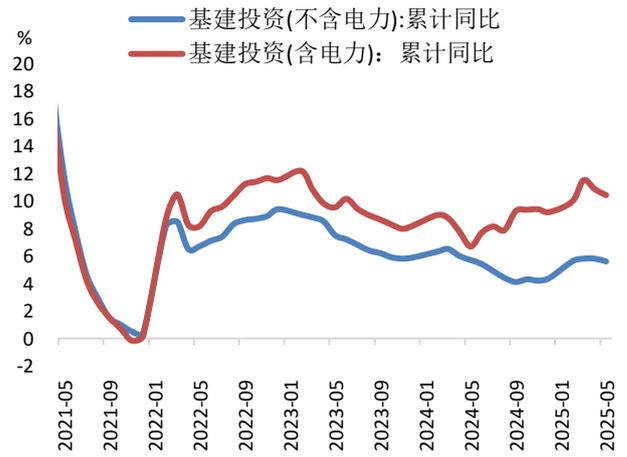
改委的信息显示，我国已对 312 个全国重点民间投资项目给予用地、环评、融资等支持，通过投贷联动试点合作机制，向金融机构共享 21.9 万个民间投资项目信息，各家银行完成贷款审批 8,600 多亿元。5 月 8 日，国家发改委有关领导在国新办举行的新闻发布会上表示，国家发改委正在加快完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制，已经在核电、铁路等领域推出一批重大项目，目前的核电项目民间资本参股比例已经达到 20%，工业设备更新、回收循环利用领域支持民营企业的资金占比超过 80%。此外，从 5 月中旬起，和基建相关的石油沥青装置开工率趋于加速并超过 2024 年同期。从地方政府债发行看，虽然 5 月增速有所放缓，但 6 月开始提速，若未来能保持则有助于稳定三季度以及下半年基建投资。

图 20: 前 5 个月固定资产投资增速小幅走高后回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 21: 基建投资增速高位回落



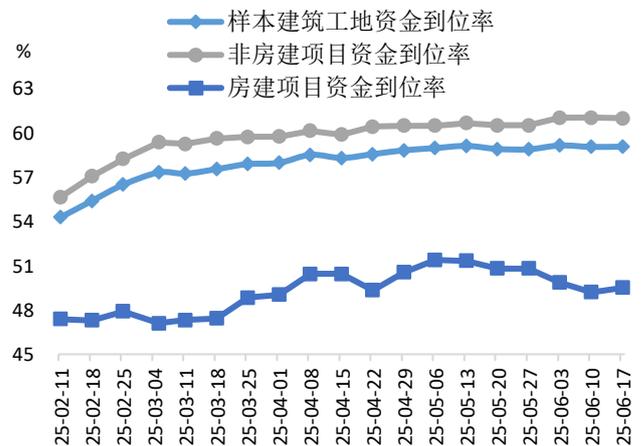
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 22: 今年建筑工地资金到位率低于 2024 年同期



资料来源: 百年建筑, 国开证券研究与发展部

图 23: 年后房建项目资金到位率偏低拖累整体到位率



资料来源: 百年建筑, 国开证券研究与发展部

其次，房地产投资尚未实质性企稳，对固定资产投资以及经济的拖累有所加大。前 5 个月房地产开发投资同比下降 10.7%，较 2024 年同期 (-10.1%) 以及 2024 年末 (-10.6%) 进一步下行。从开工情况看，前 5 个月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为 -22.8%、-9.2%、-17.3%，均较 2024 年末有所好转，但从两年平均增速角

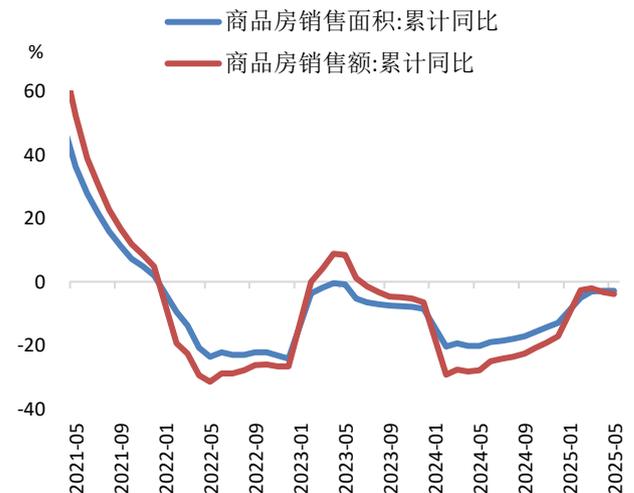
度看，上述三项数据则均有所回落。从销售看，2024年9月政策加码对短期商品房销售有一定的支撑，但是进入二季度后则有所衰减。今年前5个月商品房销售面积同比下降2.9%，终结了此前连续10个月收窄的走势，结合6月成交高频数据看，则有进一步回落的可能。在收入增速并未明显改善、就业压力尚存的大背景下，居民购房意愿并不强，再加上前期商品房销售较好（持续时间已经是近几年最长），近期有所回落也是正常的。对此，6月13日国常会提出，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。考虑到房地产产业链对GDP的重要性，以及房地产投资连续3个月下行，未来仍可能有进一步宽松政策出台。

图 24: 房地产投资尚未实质性企稳



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 25: 商品房销售持续负增



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

第三，消费端有所起色但持续性有待观察，提振消费仍需要政策支持。

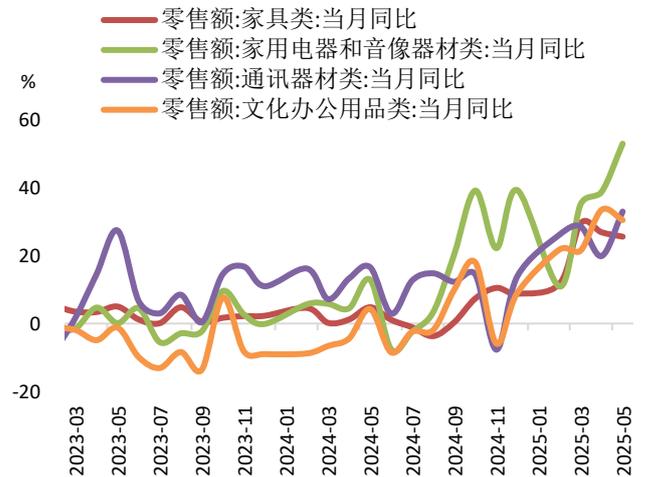
从今年社会消费品零售总额走势看，有两个积极的方面，一是2月至5月的累计增速持续上升，二是5月社会消费品零售总额同比增长6.4%，为2024年以来月度最高。从推动因素看，一是消费品以旧换新政策拉动相关商品销售较快增长。其中，5月限额以上单位家用电器和音像器材类、通信器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额同比分别增长53%、33%、30.5%、25.6%，合计拉动社会消费品零售总额增长1.9个百分点，比4月提高0.5个百分点。二是今年618平台促销活动自5月13日启动，较往年有所提前，叠加消费品以旧换新政策，带动网上零售商品销售加快。三是假日消费态势良好。“五一”、“端午”假期居民旅游出行明显增多，其中“五一”假期国内旅游出游人次同比增长6.4%。更为重要的可能是，自2024年9月以来，包括楼市、股市在内的资产价格有所企稳，财富效应有所增强，叠加经济增速回升带来的居民收入增长加快，从而带来消费的回暖。今年一季度，全国居民人均可支配收入中，工资性收入、财产净收入等分项数据均较2024年全年累计增速有所提升。从就业情况看，2月失业率（5.4%）季节性走高后，3月至5月持续回落，有助于稳定消费者预期。其中，5月（5.0%）持平2024年同期，为2022年以来（并列）最低。

图 26: 年初以来消费有所发力



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 27: 以旧换新推动相关商品销售增速加快



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

不过,当前消费回升的可持续性仍有待观察。一是消费品以旧换新政策的效应是否会延续。根据央广网的报道,今年1月和4月已分别下达两批共计1620亿元中央资金,支持地方做好一、二季度消费品以旧换新工作;7月、10月将下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金共1380亿元。二是今年楼市小阳春过去后,商品房销售再度走弱,稳定房地产市场的压力有所上升。对此,6月13日国常会提出,更大力度推动房地产市场止跌回稳。三是下半年关税对出口以及经济的扰动可能加大,对就业、收入等可能形成一定压力。四是近年来居民部门杠杆率高位徘徊,资产负债表修复仍需要时间。

从政策端看,在外部因素可能加大的情况下,大力提振内需的迫切性上升,一方面需要提高收入,另一方面可以通过增加服务供给等尤其是增加优质供给。

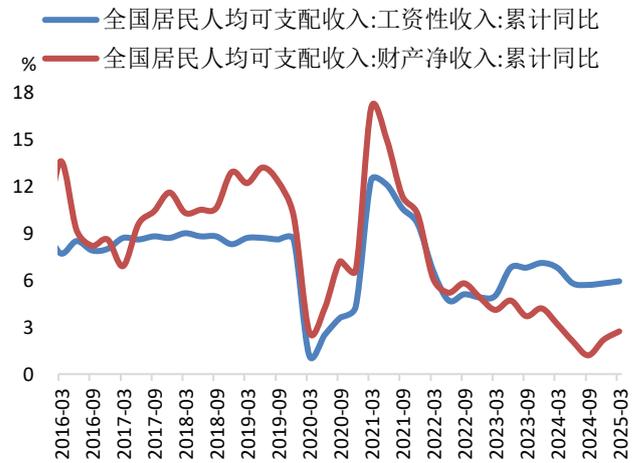
首先,增加居民收入才能为提振消费打下坚实基础。扩内需、促消费是当前政策的重点方向,而增加居民收入是提振消费的关键举措。居民收入主要来源于四个方面,即工资性收入、财产性收入、经营性收入以及转移性收入。

图 28: 一季度居民收入增速超过实际 GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 29: 一季度工资性收入与财产性收入增长加快



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

从工资性收入看，今年以来，中央多份重磅文件出台，密集释放“涨工资”、“提高居民收入”的信号。根据央广网的报道，今年全国两会期间，国家发改委发布的《关于2024年国民经济和社会发展规划执行情况与2025年国民经济和社会发展规划草案的报告》提出，适当加快提高最低工资标准，2025年原则上所有省份都要调整。3月16日，中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，首次在2025年提出“健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准”。5月26日，中办、国办印发《关于完善中国特色现代企业制度的意见》，强调推动企业健全工资合理增长机制，推动上市公司开展中长期激励，制定稳定、长期的现金分红政策。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》并提出，加强低收入群体兜底帮扶；完善最低工资标准调整机制，合理提高最低工资标准；制定技能人才最低工资分类参考指引等。今年上半年，全国多地密集上调最低工资标准。人社部数据显示，目前有21个省份第一档月最低工资标准在2100元及以上，有8个省份第一档月最低工资标准超过2300元。其中，相较于2024年10月，今年山西、内蒙古、福建、广东、重庆、四川、贵州、新疆等地均上调了最低基本工资标准。

表 2: 全国各省、自治区、直辖市最低工资标准情况 (2025 年 4 月 1 日较 2024 年 10 月 1 日变动)

地 区	月最低工资标准上调 (元)			月最低工资标准上调比例 (%)		
	第一档	第二档	第三档	第一档	第二档	第三档
山西	170	170	170	8.6	9.0	9.6
内蒙古	290	290	290	14.6	15.2	15.7
福建	235	235	235	11.6	12.0	13.0
广东	200	180	130	8.7	9.5	7.6
其中: 深圳	160	-	-	6.8	-	-
重庆	230	200	-	11.0	10.0	-
四川	230	230	-	11.0	11.7	-
贵州	240	220	230	12.7	12.5	13.9
新疆	170	190	130	8.9	11.2	8.0

资料来源: 人社部, 国开证券研究与发展部

除了工资性收入外，财产性收入也是城乡居民收入的重要来源。近年来国家持续释放稳楼市、稳股市的强烈信号。通过有效提升居民的财产性收入，进而促进居民增收，充分释放消费潜力。根据人民网的文章，2024年中国居民财产性收入占比仅为8.31%，远低于欧美国家20%的水平。2024年12月政治局会议首次提出“稳住楼市股市”。今年3月的《政府工作报告》首次把“稳住楼市股市”写进总体要求。4月底的中央政治局会议强调，持续稳定和活跃资本市场。此外，《提振消费专项行动方案》提出，拓宽财产性收入渠道，其中包括多措并举稳住股市等。

其次，提振消费需要增加服务供给尤其是优质供给，未来大有可为。《提振消费专项行动方案》中提及服务消费提质惠民行动，包括优化“一老一小”服务供给、促进生活服务消费、扩大文体旅游消费、推动冰雪消费、发展入境消费、稳步推进服

务业扩大开放等。以冰雪消费为例，2024年11月国务院办公厅印发《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》并提出分阶段发展目标，到2027年冰雪经济总规模达1.2万亿元，到2030年达1.5万亿元。根据《中国体育报》的报道，仅2023-2024年冰雪季，26家国家级滑雪旅游度假地接待总人次达2608.50万，比上一雪季增长91.77%；实现文体旅综合收入193.49亿元，比上一雪季增长139.95%。值得注意的是，央行在5月国新办新闻发布会上宣布设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，未来将引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。

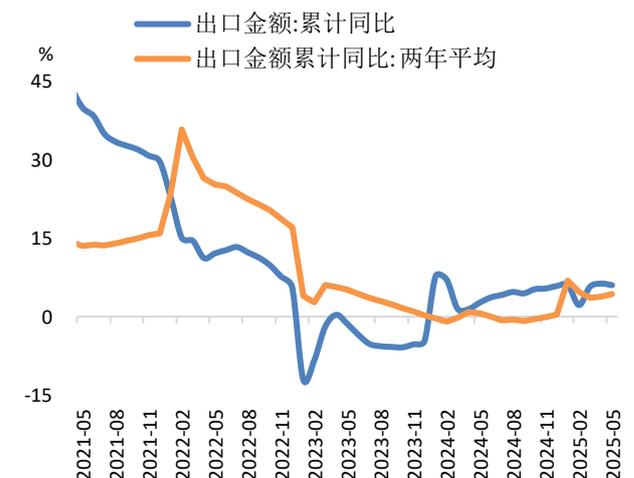
第四，上半年出口总体增势良好，净出口对GDP拉动连续第三个季度在2个百分点以上，但下半年不确定性或有所增大。从关税因素看，虽然目前关税问题存在一定的缓冲期，经贸磋商也取得了一定的进展，从而为今年二季度出口保持平稳增长提供可能，但根据此前多变的实际情况，美国方面尤其是特朗普仍然存在较大的变数。此外，前期抢出口或部分透支了未来出口。从外需增长看，亦存在不确定性。除了IMF、世行下调2025年全球GDP预测外，WTO在今年4月的报告中也分别将2025年、2026年GDP下调了0.6、0.2个百分点，同时WTO还下调了2025年、2026年全球货物贸易增速。综合来看，下半年出口面临的不确定性有所增大。与此同时，多方积极因素对出口仍有支撑。一方面，近年来中国持续多方开拓出口市场（尤其是一带一路及东盟等），近5年全球出口市场占有率保持在14%以上，今年前5个月对东盟出口（以美元计）增长12.2%。另一方面，针对美国挑起并不断升级的贸易摩擦，中国仍有多项反制工具及措施。

图 30: 净出口连续 3 个季度拉动 GDP 2 个百分点以上



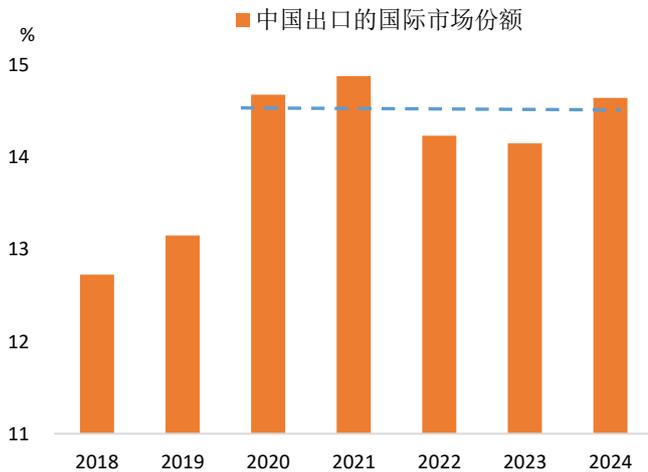
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 31: 年初以来出口保持韧性

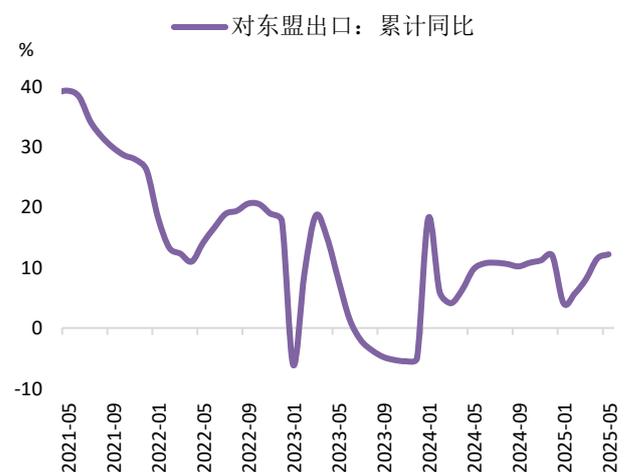


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 32: 2020-2024 年中国出口市场占有率保持在 14% 以上 图 33: 中国对东盟出口持续较快增长



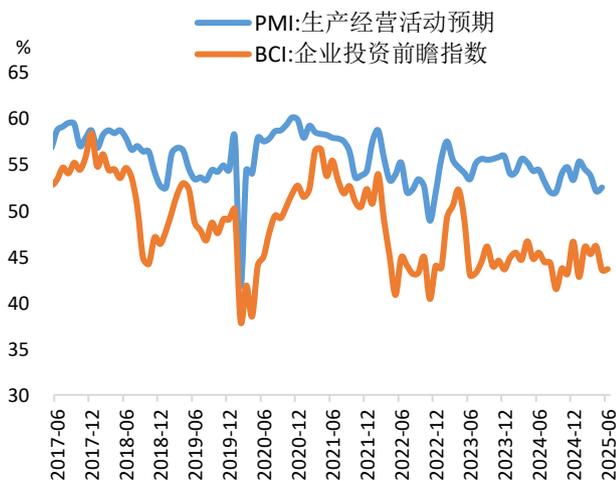
资料来源: WTO, 国开证券研究与发展部



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

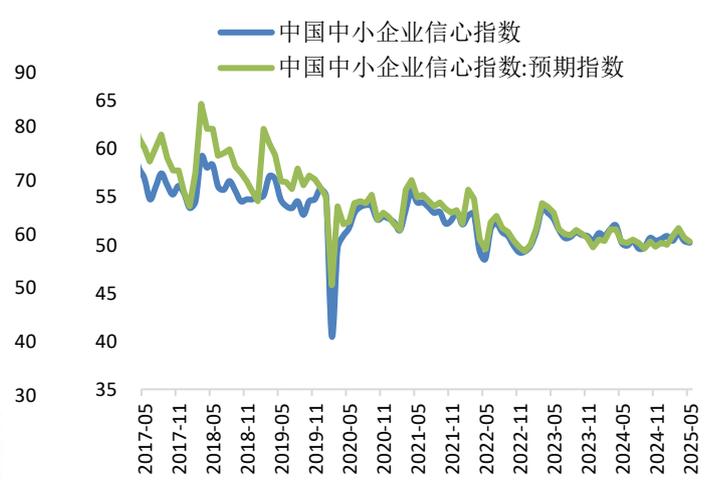
第五, 需要进一步稳定市场预期。当前外部冲击影响加大, 国内需求不足, 市场预期尚待企稳。从企业端数据上看, 今年 2-4 月 BCI 企业投资前瞻指数均值 (57.1) 高于 2024 年同期 (56.7), 但 5-6 月受关税等因素影响均值降至 53.3, 低于 2024 年同期 (55.9); 1-5 月中小企业信心指数及其预期指数均低于 2024 年同期。企业预期没有得到明显改善, 在固定资产投资上有所反映。今年前 5 个月民间固定资产投资完成额累计同比 (持平) 低于 2024 年同期 (增长 0.1%), 与同期全部固定资产投资增速的差距仍在历史低位徘徊, 其中受房地产投资拖累较大。为优化民营经济发展环境, 促进民营经济健康发展, 4 月 30 日十四届全国人大常委会第十五次会议表决通过《中华人民共和国民营经济促进法》, 自 2025 年 5 月 20 日起施行。未来可以期待的是, 伴随着民营经济促进法等政策的颁布实施与有效执行, 民营企业 and 民营企业家的信心会得到进一步加强。

图 34: 企业主体信心改善较慢



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 35: 中小企业信心有待提振

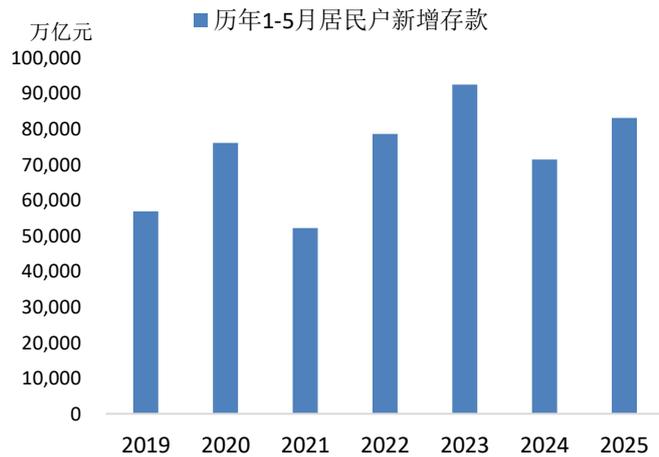


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

居民信心有待进一步回暖。央行 2024 年四季度城镇储户问卷调查报告显示, 当季收入信心指数为 45.1%, 环比下降 0.1 个百分点, 处于近 10 年的低位; 就业感受

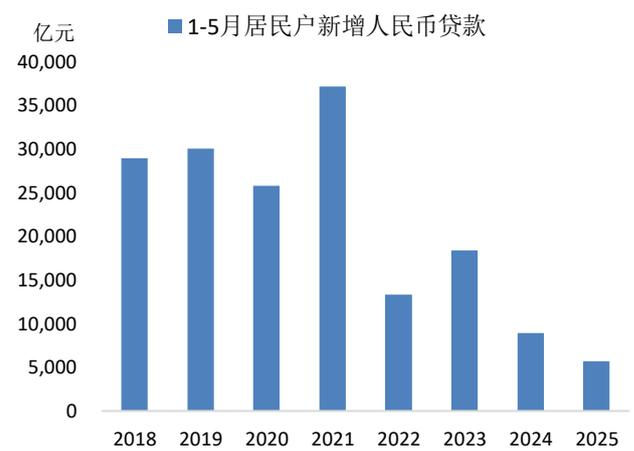
指数为 30.0%，环比下降 0.3 个百分点。其中，52.1%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”，这一比例为有数据以来的次高（仅低于 2024 年三季度）；倾向于“更多储蓄”的居民占 61.4%，仍在近 10 年的高位徘徊。今年以来，随着各项政策持续落地，上述情况或有所改善。不过，当前居民存款意愿仍然偏强，贷款意愿偏弱。从存款方面看，1-5 月居民新增存款 8.3 万亿元，为历史同期次高（仅次于 2023 年）。从贷款方面看，1-5 月居民户新增人民币贷款仅 5724 亿元，低于 2018-2024 年同期。

图 36: 居民存款意愿偏强



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 37: 今年前 5 个月居民户新增贷款规模低于往年



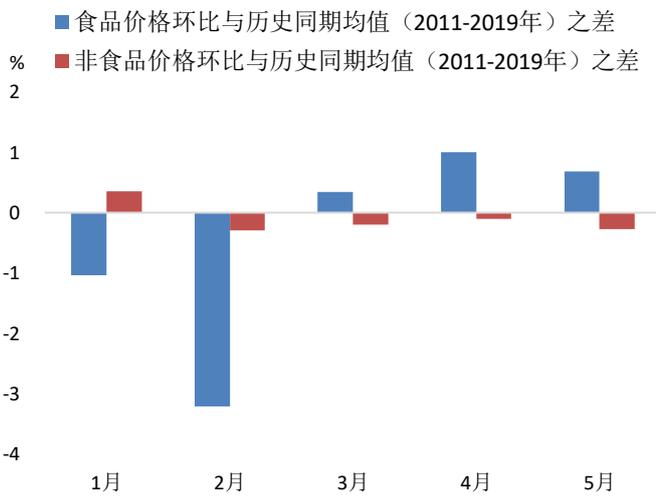
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

三、需求复苏温和叠加输入性因素拖累通胀修复

终端需求温和复苏叠加输入性因素是上半年来通胀总体复苏偏慢的主要原因。一方面消费需求温和改善,另一方面虽然开年政策发力但后续影响因素加大拖累终端需求,从而 CPI 与 PPI 均呈现出缓慢回落。

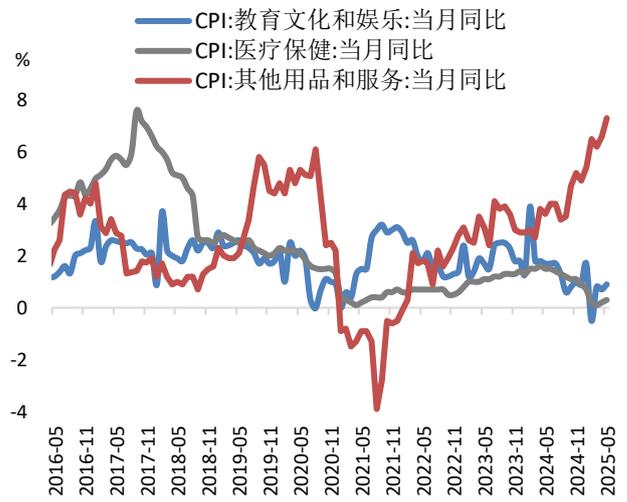
CPI 偏弱主要受终端需求温和复苏等拖累。1-5 月 CPI 累计同比下降 0.1%，为 2010 年以来同期最低。从 1-5 月环比累计均值看，食品类、非食品类价格分别低于历史（2011-2019 年，下同）同期 2.2、0.5 个百分点。其中，食品类中的蔬菜、鸡蛋、畜肉类（尤其是猪肉类）相较历史同期表现更为不佳。非食品类中，交通和通信类环比下跌幅度较大，其他 6 大类均上涨，其中其他用品和服务涨幅最大。能源价格走弱是影响二季度 CPI 的主要因素。4-5 月 CPI 同比微降 0.1%，尚未转正主要就是受能源价格下降影响。比如从 5 月单月看，能源价格环比下降 1.7%，影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点，占当月 CPI 总降幅近七成；同比下降 6.1%，降幅比 4 月扩大 1.3 个百分点，影响 CPI 同比下降约 0.47 个百分点，是拖累 CPI 同比的主要因素。此外，1-5 月除去食品与能源的核心 CPI 累计同比上涨 0.4%，为有数据以来同期低位。不过，4-5 月服务类 CPI 与核心 CPI 均走稳，其中 5 月两者均升至近 4 个月以来的新高，CPI 趋稳迹象显现。

图 38: 今年前 5 个月非食品价格表现不佳



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 39: 其他用品和服务价格韧性持续较强



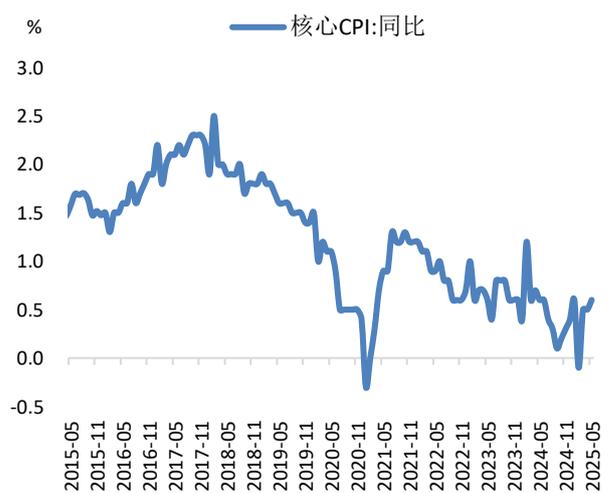
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 40: 服务类 CPI 企稳回升



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 41: 核心 CPI 低位回升



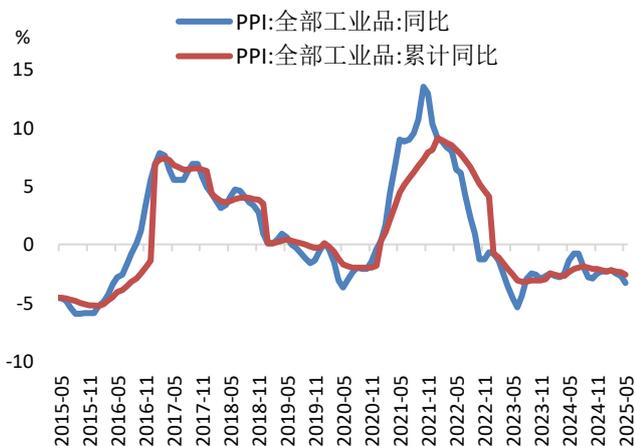
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

PPI 有所回落, 修复动能还需政策支持。年初以来 PPI 总体处于回落之中, 前 5 个月累计同比下滑 2.6%, 两年平均增速 (-2.5%) 较 2024 年全年 (-2.6%) 略有改善。截至 6 月 26 日, 南华工业品指数较 2024 年年末下降 6.8%。国内需求温和复苏叠加输入性因素拖累 PPI 修复。根据国家统计局的数据分析, 一是国际输入性因素影响国内相关行业价格下降, 其中国际原油价格下行影响国内石油相关行业价格下降, 石油和天然气开采业价格、精炼石油产品制造价格以及化学原料和化学制品制造业价格下降较多。二是国内部分能源和原材料价格阶段性下行, 比如二季度煤炭需求处于淡季, 电厂、港口存煤充足, 加之新能源发电成本低、替代作用强, 煤炭开采和洗选业价格及煤炭加工价格趋于下降; 南方地区高温雨水天气增多, 影响部分房地产、基建项目施工, 加之钢材、水泥等建材生产供给充足, 黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格趋于下降。此外, 根据百年建筑调研数据看, 截至 6 月 24 日当周样本建筑工地资金到位率为 59.11%, 分别较 2024 年 12 月 31 日当

周、6月25日当周下降6.2、3.5个百分点。资金到位率恢复较慢叠加天气等因素影响工程进度进而导致投资端复苏滞后，拖累PPI复苏。展望未来，短期PPI或继续在低位徘徊，年内转正难度较大，支撑PPI回升的动力或来自于地方政府债券加快发行及落地以及房地产市场企稳等。

值得注意的是，关于物价的影响因素，央行在《2025年第一季度中国货币政策执行报告》中用专栏文章《实体经济供求关系及物价变动》指出，“从供给端看，部分行业领域存在过度竞争。我国经济发展长期依靠投资驱动，这在短缺经济环境下发挥了积极作用，投资和项目在当期是需求，能带动一定消费，但投资最终会转化为产能和供给，在当前有效需求不足的情况下，一定程度上加剧了供需矛盾。一是部分传统行业和企业缺乏竞争力和市场前景，短期内又难以市场化出清，存在低效和无效的供给。二是经济转型过程中，部分新兴行业集中投入、大规模扩产，出现同质化竞争。三是房地产领域库存去化周期仍然较长。从深层次看，当前局部领域供过于求也反映出市场机制存在一定失灵。传统发展模式下规模情结较为明显，部分企业面对稀缺的市场资源，主要依赖于拼规模、抢份额，技术创新、品牌建设、服务质量、市场细分等多元化市场竞争策略还有待拓展运用”。上述结论部分刻画了实践中的“内卷式”行为。一方面，一些行业出现了卷价格、卷人才的情况，引发负面反应，挤压企业利润空间，破坏产业链和市场环境稳定，阻碍产业高质量发展。另一方面，地方招商引资同样存在“内卷式”竞争，一哄而上追热点、盲目补贴上项目，加剧了产业竞争、产能过剩，带来了投资风险。对此，2024年7月中央政治局会议提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道，2024年中央经济工作会议提出综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，再到今年政府工作报告的相关表述，可以看到整治“内卷式”竞争将综合施策、更有力度。未来，随着综合整治“内卷式”竞争相关工作的持续开展，有望一定程度上促进物价合理回升。

图 42: 今年 PPI 有所下行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 43: 南华工业品指数有所回落



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

四、适度宽松的货币政策稳中求进，流动性较为充裕

实施好适度宽松的货币政策。央行二季度货币政策例会（下简称例会）提出，“要

实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平”。对于下阶段货币政策主要思路，例会“建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，**灵活把握政策实施的力度和节奏**”，相较于一季度例会“**择机降准降息**”有所调整。利率方面，例会强调“强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降”，与一季度例会相关表述一致。

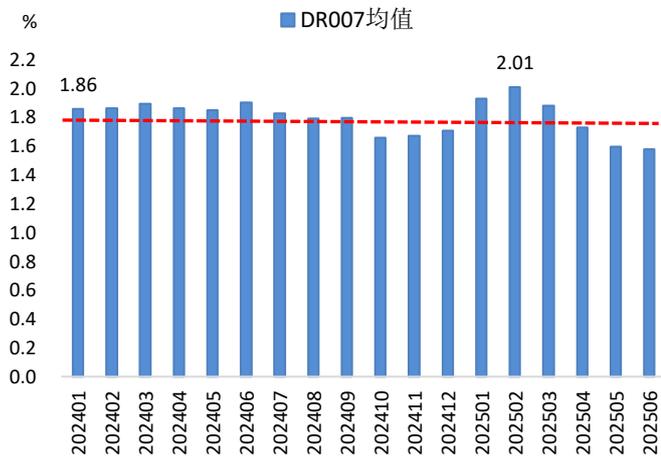
在结构性货币政策工具方面，二季度例会提出“有效落实好各类结构性货币政策工具”。实践中，今年以来央行创设并加力实施结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、普惠金融等领域。一是下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从此前的 1.75% 降至 1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从此前的 2.25% 降至 2%。二是增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由此前的 5000 亿元增加至 8000 亿元，持续支持“两新”政策实施。三是设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持。四是增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，与调降相关工具利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。五是优化两项支持资本市场的货币政策工具，将证券、基金、保险公司互换便利 5000 亿元和股票回购增持再贷款 3000 亿元额度合并使用，总额度 8000 亿元。

从公开市场实际操作看，在经历 2-3 月持续净回笼（MLF+逆回购+国库现金定存口径）后，4 月、5 月、6 月分别净投放 11,403 亿元、953 亿元、9,564 亿元，凸显央行呵护流动性的态度。流动性总体保持合理充裕，二季度 DR007 日均值在 1.64% 左右，较一季度下行。考虑到今年四季度 MLF 到期近 1.9 万亿元，未来续作或降准从而保持流动性充裕成为可能。

继续促进社会综合融资成本稳中有降。央行持续引导贷款市场报价利率（LPR）等市场利率下行，并于 5 月下调公开市场 7 天期逆回购操作利率 0.1 个百分点。从已公布的一季度金融机构人民币贷款加权平均利率走势看，一般贷款加权利率（3.75%）较 2024 年四季度下降 7bp，个人住房贷款加权利率（3.13%）虽然较 2024 年四季度反弹 4bp，但在二季度降息的影响下或将再度下行。

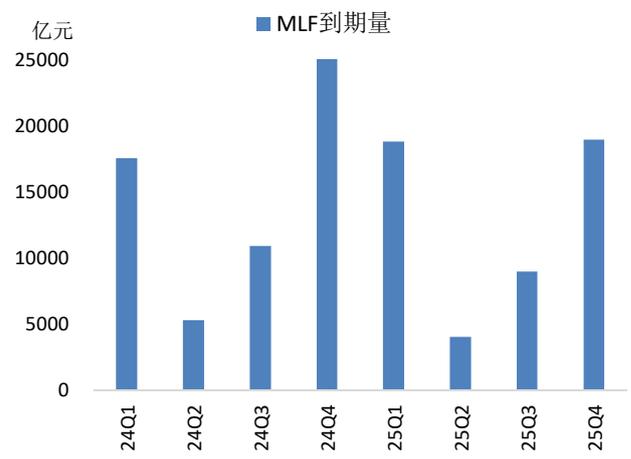
展望未来，在下半年国内经济复苏仍面临不确定性以及海外央行仍将降息的大背景下，实现 5% 左右的增长目标仍需政策支持，降准、降息皆有可能。

图 44: 二季度 DR007 均值总体下行



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 45: 四季度 MLF 到期近 1.9 万亿元



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

风险提示: 央行超预期调控, 通胀超预期, 贸易摩擦升温, 出口超预期下滑, 金融市场波动加大, 经济复苏不及预期, 国内外疫情超预期变化, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 俄乌冲突升级风险, 台海局势不确定性风险, 海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层