

如何看待 8 月经济

宏观点评

日期： 2025.09.22

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

海外宏观：美国喜忧参半，欧洲继续复苏。8月全球制造业 PMI 指数大幅回升，我们认为，由于贸易政策的不确定性，很多制造商倾向于增加库存，以应对供应链风险，进而拉动了短期内制造业的景气度。不过另一方面，美国就业市场和消费者预期继续走弱。终端需求前景面临一定压力，制造业改善的持续性存疑。欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数回升。在德国等重要国家开启“大财政”时代之后，欧洲经济前景有较大改善，持续复苏。

国内宏观：8 月经济继续走弱。8 月中国经济继续下滑且速度较快，三季度经济可能面临较大压力。内需疲软是核心症结，尤其是投资增速快速下降，将给经济带来较大压力。我们认为政策再度发力的必要性较强，以稳定经济大盘，完成全年增长目标。

政策：货币与财政政策路径更清晰。全球央行年会上，主要央行对“通胀回落—增长放缓”的权衡更清晰，全球流动性边际改善与利率中枢温和下行的市场押注正在累积。国内 7 月以来宏观数据偏弱，三季度政策窗口临近。我们认为出台结构性刺激政策可能性较大，而与去年一致的一揽子大规模刺激政策的可能性偏低。我们预计三季度后半段仍是政策集中发力期，四季度对消费与技术改造投资的边际拉动将更明显；地产层面维持“保交付+保障房+城市更新”主线，避免一次性强刺激与金融失衡风险。

大类资产：股强债弱，贵金属大涨。我们认为近期大类资产的主要逻辑有两条主线：一是 Jackson Hole 全球央行会议上美联储主席鲍威尔释放了鸽派信号，引领股市和贵金属上涨；二是中国市场风险偏好不断提升，推动市场资金从债券等避险资产流入股市。中国股市目前处于流动性和风险偏好为核心驱动力的牛市之中，但基本面实际改善还需时日。建议关注具备长期前景且符合政策导向的科技板块、有边际改善的新能源板块和与股市相关性较强的券商板块。

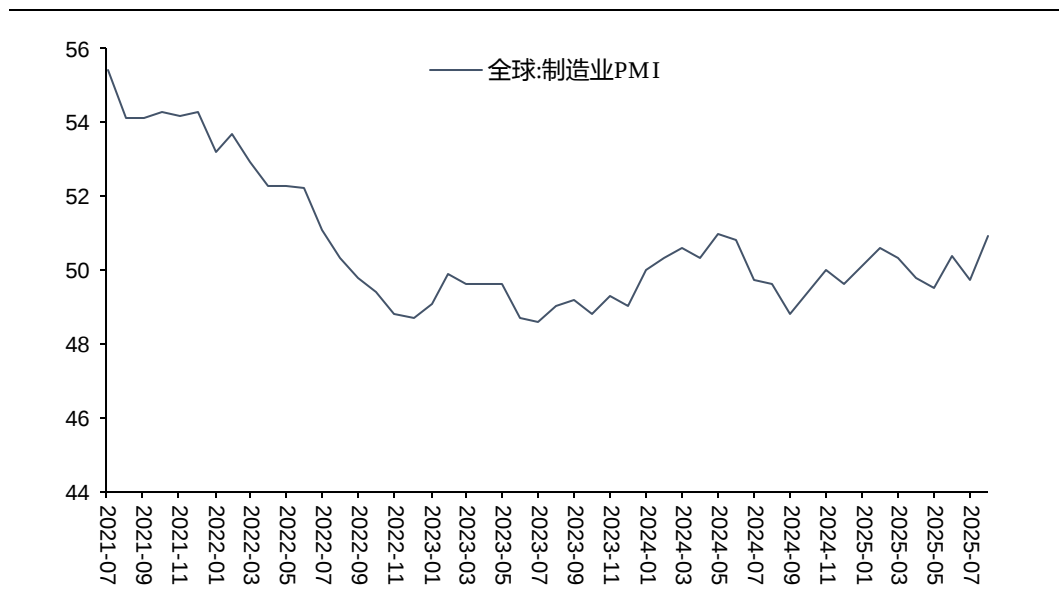
风险提示：

- 1、中美贸易谈判出现反复；
- 2、中国经济超预期下行。

海外宏观：美国喜忧参半，欧洲继续复苏

8月全球制造业 PMI 指数大幅回升至 50.9%，这是去年 6 月份以来的最高值。我们认为，由于贸易政策的不确定性，很多制造商倾向于增加库存，以应对供应链风险，进而拉动了短期内制造业的景气度。主要发达国家制造业景气度均有较为明显的反弹。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 53%，较 7 月提升 3.2 个百分点，ISM 制造业 PMI 为 48.7%，亦较 7 月提升 0.7 个百分点。欧元区 8 月制造业 PMI 为 50.7%，较 7 月提升 0.9 个百分点。日本 8 月制造业 PMI 为 49.7，较 7 月提升 0.8 个百分点。

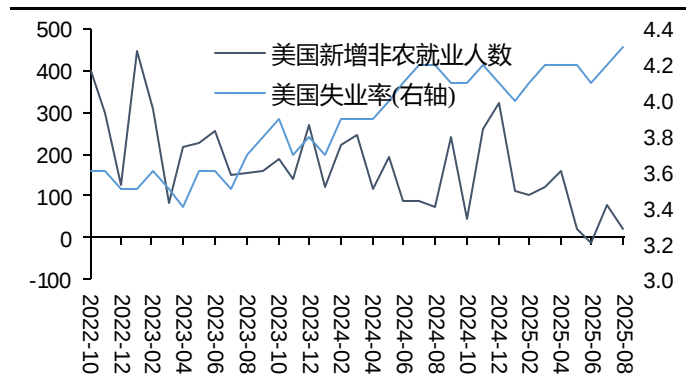
图表 1：制造业景气度反弹



资料来源：Wind，五矿证券研究所

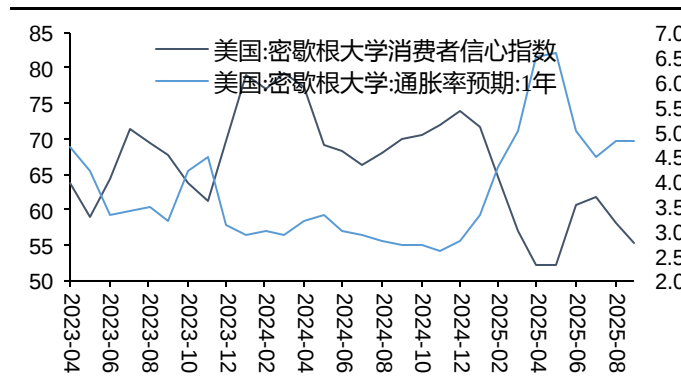
不过另一方面，美国就业市场和消费者预期继续走弱。8月新增非农就业人数仅为 2.2 万人，失业率上升 0.1 个百分点至 4.3%。就业市场自 5 月份开始快速降温。可以看出美国发动的新一轮贸易战对就业市场影响较为明显。美国 9 月消费者信心指数为 55.4，连续两个月下降，同时通胀预期在 4.8% 的高位。这反映出，虽然美国制造业在补库存的驱动力下出现了反常的繁荣，但是终端需求前景面临一定压力，制造业改善的持续性存疑。

图表 2：美国就业市场走弱



资料来源：Wind，五矿证券研究所

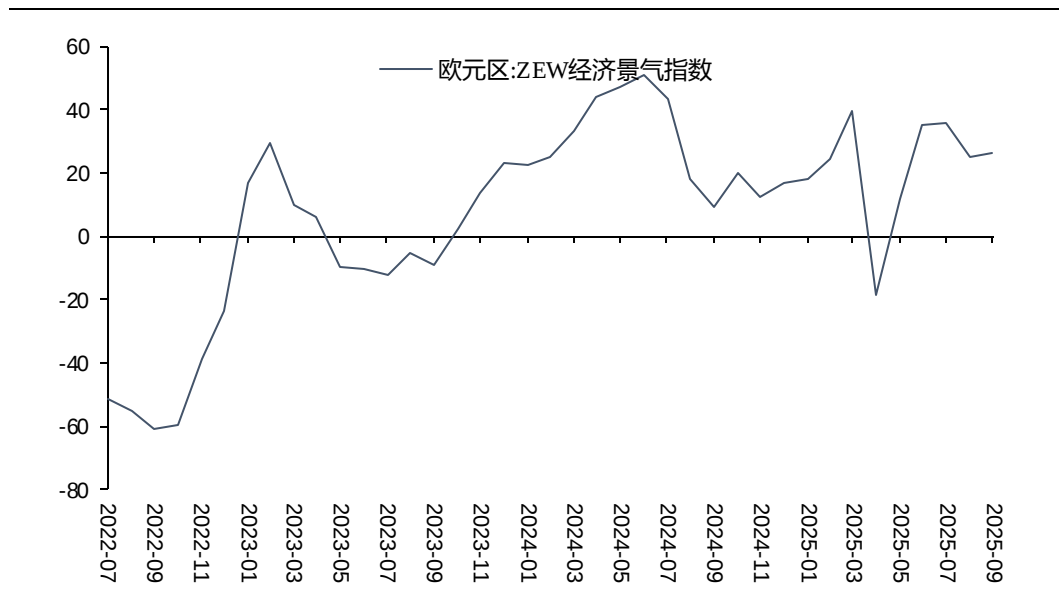
图表 3：美国消费信心下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数提升至 26.1。在德国等重要国家开启“大财政”时代之后，欧洲经济前景有较大改善，持续复苏。

图表 4：欧元区经济景气指数回升

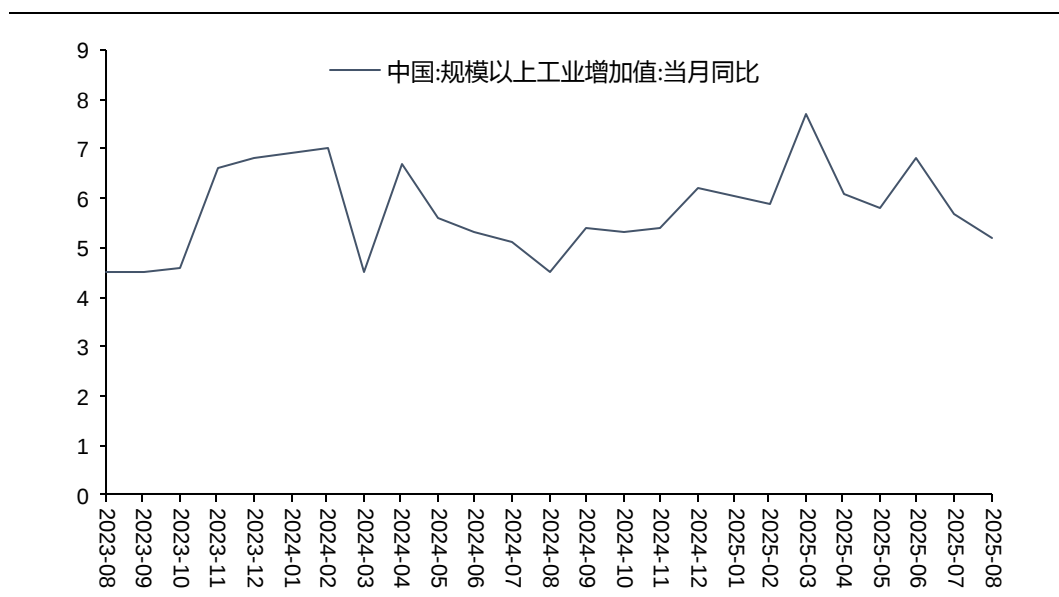


资料来源：Wind，五矿证券研究所

国内宏观：8 月经济继续走弱

8 月中国经济仍为“供强需弱”的格局。工业增加值同比增长 5.2%，虽然较 7 月下降了 0.5 个百分点，但是仍处于相对较高的位置。高技术产业增加值同比增长 9.3%，保持了较高增速，反映出中国产业升级在持续进行，高技术产业对经济的贡献持续增加。

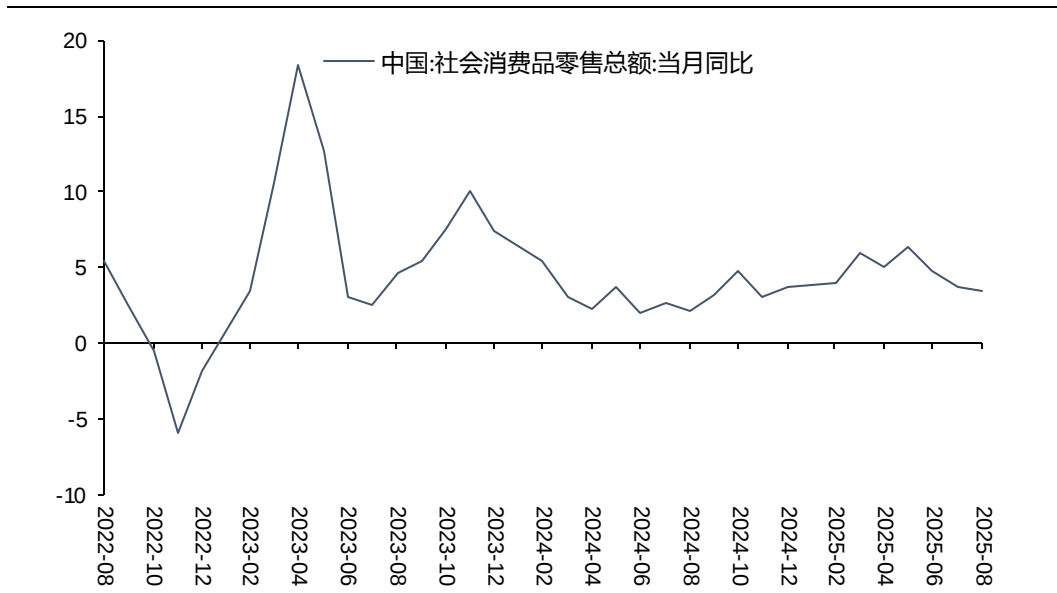
图表 5：工业生产相对较强



资料来源：Wind，五矿证券研究所

内需走弱则非常显著。居民消费持续疲软。8 月社会消费品零售额同比增长 3.4%，较 7 月进一步下降。年初以来，在消费品以旧换新政策补贴的推动之下，居民消费增速一度上升至 6.4% 的高位。但随后又逐渐回落至 3% 附近的中枢，与 5% 的经济增长目标有较大差距。这表明国内终端需求仍然非常疲软，居民消费力较弱。具体来看，家电音像和通讯器材消费增速降幅较大，我们认为是部分地方政府消费补贴下降所致。且随着时间推移，消费补贴政策的刺激效果可能钝化，我们认为未来居民消费仍然面临较大压力。

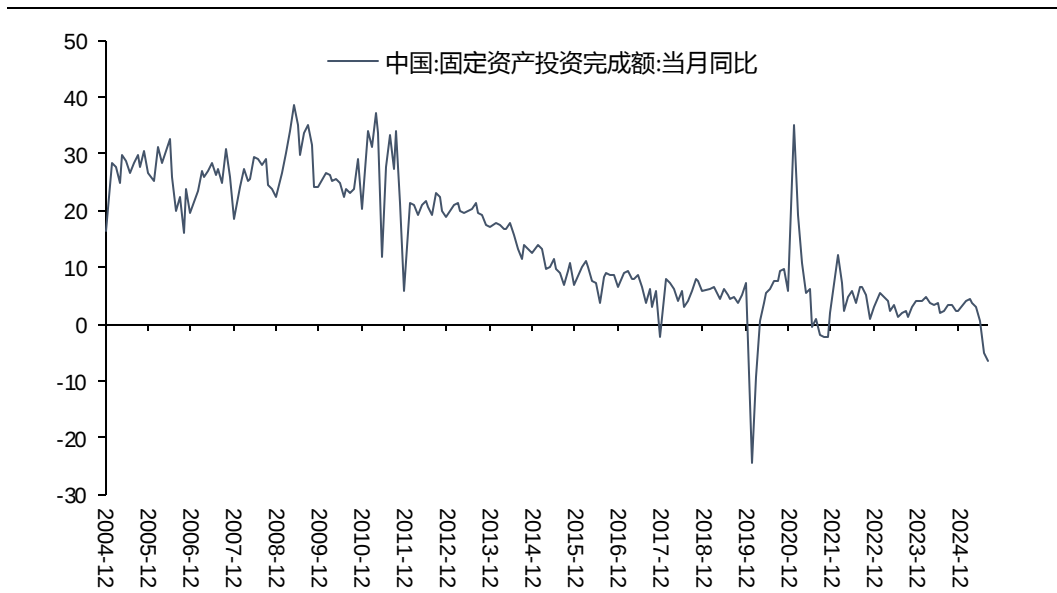
图表 6：居民消费下降



资料来源：Wind，五矿证券研究所

投资增速快速下降。我们测算固定资产投资 8 月当月同比下降 6.3%，这是有数据记录以来，除 2020 年 2 月及 3 月疫情冲击之外的最低值。其中，制造业投资当月同比下降 1.3%，降幅较 7 月扩大 1 个百分点。我们认为其原因一是大规模设备更新政策的效果边际递减，二是宏观经济和贸易政策的不确定性压制了制造业企业的投资意愿，三是“反内卷”政策限制了部分行业的过度投资。全口径基建投资同比下降 6.4%，反映出地方政府财政支出能力仍受到较大限制。房地产投资当月同比下降 19.4%。三大投资类别全部转负并加速下滑，这是未来经济的主要压力来源。

图表 7：投资增速快速下滑



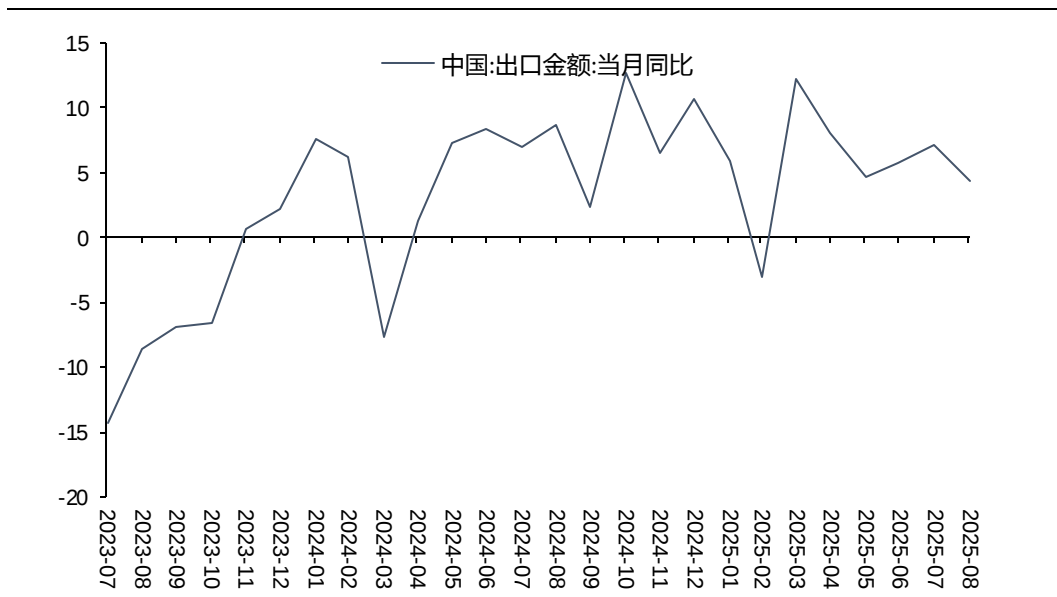
资料来源：Wind，五矿证券研究所

房地产行业供需双双加速下滑。8 月新开工面积同比下降 19.8%，降幅较 7 月扩大 4.6 个百分点；商品房销售面积同比下降 10.3%，降幅较 7 月扩大 2.3 个百分点。反映出房地产行业衰退的趋势尚未得以遏制，需要更大的政策力度扭转加速下滑的趋势。

外需表现相对较强。8 月中国出口同比增长 4.4%，较 7 月下降了 2.8 个百分点，但处于相对较高的位置。分国别来看，对美国出口同比下降 33.12%，反映出关税战后中美贸易出现的脱钩趋势。虽然中美日内瓦联合声明互降了关税，但贸易脱钩的趋势并未得以遏制，双边贸

易降幅持续扩大。中国与其它贸易伙伴的关系则得到加强,8月中国对欧盟同比增长 10.38%,对日本出口同比增长 6.74%,对东盟出口同比增长 22.51%,均较 7 月增幅扩大。中国对外贸易“去美国化”的进程大大加快。我们认为,随着关税战影响进一步加深,未来一段时间内出口会面临继续下行的压力。

图表 8: 投资增速快速下滑



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

通缩压力仍大。8月中国 CPI 同比下降 0.4%,猪肉价格下降对于 CPI 的拖累较大,而核心 CPI 同比涨幅则上升 0.1 个百分点至 0.9%。PPI 同比下降 2.9%,降幅较 7 月收窄,不过主要是基数原因导致。环比来看,8 月 PPI 持平于 7 月,并未回升。总体来看,目前中国通缩的压力仍然较大,虽然“反内卷”系列政策在着力改善恶性竞争,但对于多数商品价格是“托而不举”,不会带来通胀的快速上升。拉动通胀回升需要更多刺激内需的政策。

总体来看,8 月中国经济继续下滑且速度较快,三季度经济可能面临较大压力。内需疲软是核心症结,尤其是投资增速快速下降,将给经济带来较大压力。我们认为政策再度发力的必要性较强,以稳定经济大盘,完成全年增长目标。

政策：货币与财政政策路径更清晰

8 月以来,全球宏观政策的“确定性溢价”继续提升:一方面,主要央行在路径与沟通上更具可预期性。8 月下旬杰克逊霍尔年会上,美联储强调“数据依赖+风险再平衡”,在就业降温与通胀黏性并存背景下释放“耐心推进、逐会评估”的信号;进入 9 月中旬,会前定价继续指向温和宽松与观察并举。欧洲央行 9 月 11 日维持利率不变,并发布新一轮预测:通胀已接近中期目标、2025 年增速小幅上调,“逐会决策、数据驱动”的框架得以强化;日本央行 9 月会期前瞻仍以维持 0.5%政策利率为基调,关注后续正常化节奏与沟通衔接。综合看,主要央行对“通胀回落—增长放缓”的权衡更清晰,全球流动性边际改善与利率中枢温和下行的市场押注正在累积。

美国高频数据体现“弱就业+韧性消费”的组合。8 月非农仅+2.2 万人、失业率 4.3%,劳动力市场继续降温;同月 CPI 同比 2.9%、核心 3.1%,通胀边际走高但总体继续回落通道内;与此同时,8 月零售销售环比+0.6%、核心零售+0.7%,背后既有资产价格支撑的中高收入消费韧性,也有“开学季”等季节因素。上述剪刀差强化了市场对“温和降息+继续观察”的基准押注。

能源方面,油价短期受地缘扰动而小幅波动,但机构展望显示中期风险溢价总体受控:IEA 与 EIA 均提示 2025 年后续库存走高与需求季节性回落,Brent 价格中枢存在下行压力;近期受黑海/俄炼化设施扰动的弹跳并未改变“年内温和—明年趋弱”的一致预期。

我们认为，在央行沟通更清晰与能源价格中枢预期回落的共同作用下，全球风险偏好与美元资产的“内生流动性”仍占优；但需密切跟踪9月前后（美国）就业与通胀数据对降息节奏的再校准，以及在地缘不确定与供需再均衡下大宗价格的二阶影响传导。

中国方面，7、8月宏观数据偏弱，三季度政策窗口临近。7月30日政治局会议决定10月召开二十届四中全会并启动“十五五”建议研究，明确下半年仍以“稳增长+调结构”为主线，强调政策连续性、稳定性、灵活性，为三季度后半段财政、金融与产业政策的落地预留空间。整体来看，我们认为出台结构性刺激政策可能性较大，而与去年一致的一揽子大规模刺激政策的可能性偏低。

消费端，政策从“阶段性补贴”走向“财政贴息+两新接续”的常态化安排。8月12日三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，自9月1日起对符合条件的个人消费贷款按年化1个百分点给予贴息，且不低于合同利率50%，中央与省级财政按90%/10%分担；贴息覆盖汽车、家居家装、文旅、教育培训、电子产品、养老生育等重点领域，并对单笔与累计贴息额度设置上限、要求经办机构可识别真实消费用途与交易信息。多家银行9月起同步上线实施。我们判断，银行端产品迭代与风控口径磨合期约1-2个月，四季度对社零的边际拉动将强于三季度。

投资端，“两新”里的设备更新进入“资金到位—形成实物工作量”阶段。8月13日国家发改委披露：1880亿元超长期特别国债的设备更新投资补助资金已全部下达，覆盖约8400个项目，撬动总投资超1万亿元，涉及工业技改、能源电力、物流与公共服务设施等多领域。我们认为，结合地方专项债发行推进与项目管理标准细化，三季度后半段至四季度施工面与到资节奏有望同步加快。

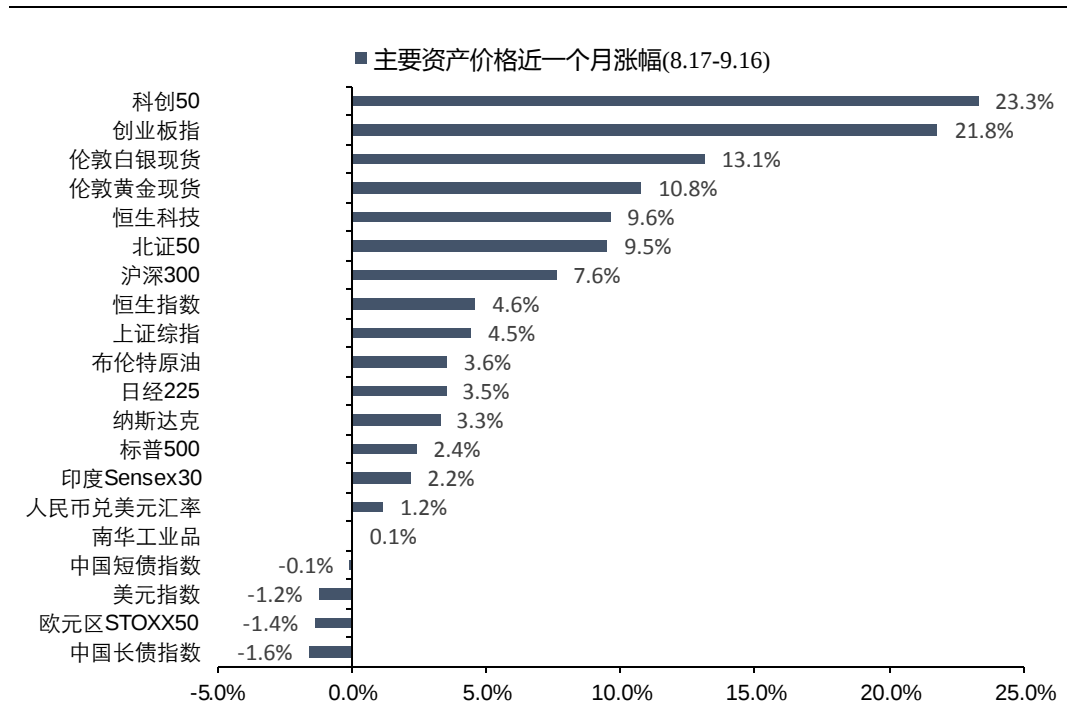
货币侧，以中期流动性净投放配合信用结构修复。8月25日央行开展6000亿元一年期MLF操作，延续“量稳价稳”的操作思路；8月20日LPR按兵不动（1年期3.00%、5年期3.50%）。此外，8月中旬至9月上旬推出并扩容6个月期买断式逆回购，丰富中期流动性工具。我们判断，结构性工具仍将围绕科技改造、设备更新与民生服务场景进行定向支持，在资本市场中，对应板块也在持续走高。

整体来看，我们认为政策将按照年初计划继续推进，但不排除在8月高频延续偏弱的情形下，9月出现有限度增量政策的可能。消费侧“贴息+以旧换新”构成接续支撑，关键在于经办银行识别与放款效率的爬坡；投资侧设备更新补助全面到位，有望带动“到资—招采—施工”的实物工作量上行；货币侧以中期流动性净投放与结构性工具协同维持信用链条稳定；地产侧通过差异化与因城施策稳预期、稳需求。考虑到贴息政策自9月起生效、设备更新项目执行存在“资金到位—招采—施工”的传导周期，我们预计三季度后半段仍是政策集中发力期，四季度对消费与技术改造投资的边际拉动将更明显；地产层面维持“保交付+保障房+城市更新”主线，避免一次性强刺激与金融失衡风险。

大类资产：股强债弱，贵金属大涨

近一个月全球股市大多上涨，中国股市表现尤其亮眼。美股、日股也为正收益。中国债市则表现不佳。贵金属表现较好，黄金与白银均涨超10%。我们认为近期大类资产的主要逻辑有两条主线：一是Jackson Hole全球央行会议上美联储主席鲍威尔释放了鸽派信号，引领股市和贵金属上涨；二是中国市场风险偏好不断提升，推动市场资金从债券等避险资产流入股市。

图表 9：主要资产价格近一个月涨幅



资料来源：Wind，五矿证券研究所

我们认为中国股市目前处于流动性和风险偏好为核心驱动力的牛市之中，但基本面实际改善还需时日。建议关注具备长期前景且符合政策导向的科技板块、有边际改善的新能源板块和与股市相关性较强的券商板块。

风险提示

1. 中美贸易谈判出现反复。
2. 中国经济超预期下行。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼 邮编：200120	地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层 邮编：518035	地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F 邮编：100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Ratings		Definitions
	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010