



光期研究 见微知著

宏观周报：稳增长仍有压力，关注增量政策出台

2025年9月21日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

稳增长仍有压力，关注增量政策出台

要点

8月经济数据延续7月份的“普遍降温”。工业增加值连续两个月回落，社零增速连续回落，以旧换新政策对消费的支撑边际减退；房地产同比跌幅扩大，基建、制造业同比增速持续放缓。

偏暖的是通胀预期升温。物价稳定是央行的货币政策目标，央行一季度货币政策报告专栏提到，价格调控思路上，要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争。疏通货币政策传导，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。考虑到央行的表态和“反内卷”政策预期的升温，未来通胀将处于企稳回升的格局。从领先指标M1来看，M1领先核心CPI同比12个月，领先PPI同比9个月。下半年通胀将处于“弱现实和强预期”，数据上的回升可能等到明年上半年。

消费方面，以旧换新政策对消费的支撑边际减退，服务消费频次较商品消费更高，补贴的透支效应相对较小，消费政策的重心未来或将进一步向服务消费领域倾斜。

投资方面，投资行业无一例外对资金尤其依赖，资金方面各有隐忧。基建方面，截至9月14日，新增专项债投向土地储备领域的比例为14.3%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，则今年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。基建的资金面临“逆风”，增速可能持续下滑。制造业方面，反内卷”不简单等同于去产能，因为新兴行业近几年新增的是先进产能，所以新兴行业“反内卷”更多是限制资本开支、限制产能扩张，制造业投资增速会相应放缓。房地产投资跌幅继续扩大，“现房销售模式”意味着房企高周转模式的终结，房企资金回笼滞后，且与之相配套的各类政策尤其融资政策尚未明晰，对房企资金有明显影响。

整体来看，稳增长仍有压力，关注增量政策出台。后续关注十月召开的四中全会，主题为研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。但从以往来看，四中全会通常推出国家重大部署。

宏观经济数据总览

图表：宏观经济数据总览

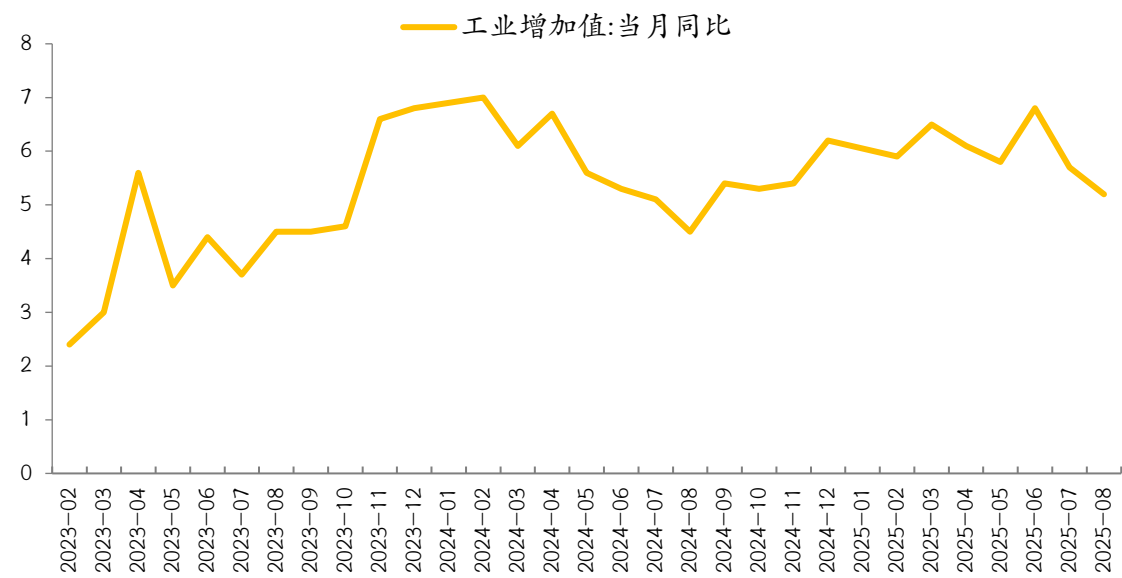
宏观指标		2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
GDP (%)	当季						5.40			5.40			4.60	
工业增加值 (%)	当月	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50
社零 (%)	当月	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00		3.50	3.00	4.80	3.20	2.10
固定资产投资 (%)	累计	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40
制造业投资 (%)	累计	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10
基建投资 (%)	累计	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40
房地产投资 (%)	累计	-12.90	-12.00	·	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20
出口 (%)	当月	4.40	7.20	5.80	4.80	8.10	12.40	-3.00		10.70	6.70	12.70	2.40	8.70
CPI (%)	当月	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60
PPI (%)	当月	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80
社融 (%)		8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	8.10
人民币贷款 (%)		6.60	6.80	7.00	7.00	7.10	7.20	7.10	7.20	7.20	7.40	7.70	7.80	8.10
M1 (%)		6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30	-3.00
M2 (%)		8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80	6.30

资料来源：Wind，光大期货研究所

1.重要经济数据

工业生产同比连续两月下滑

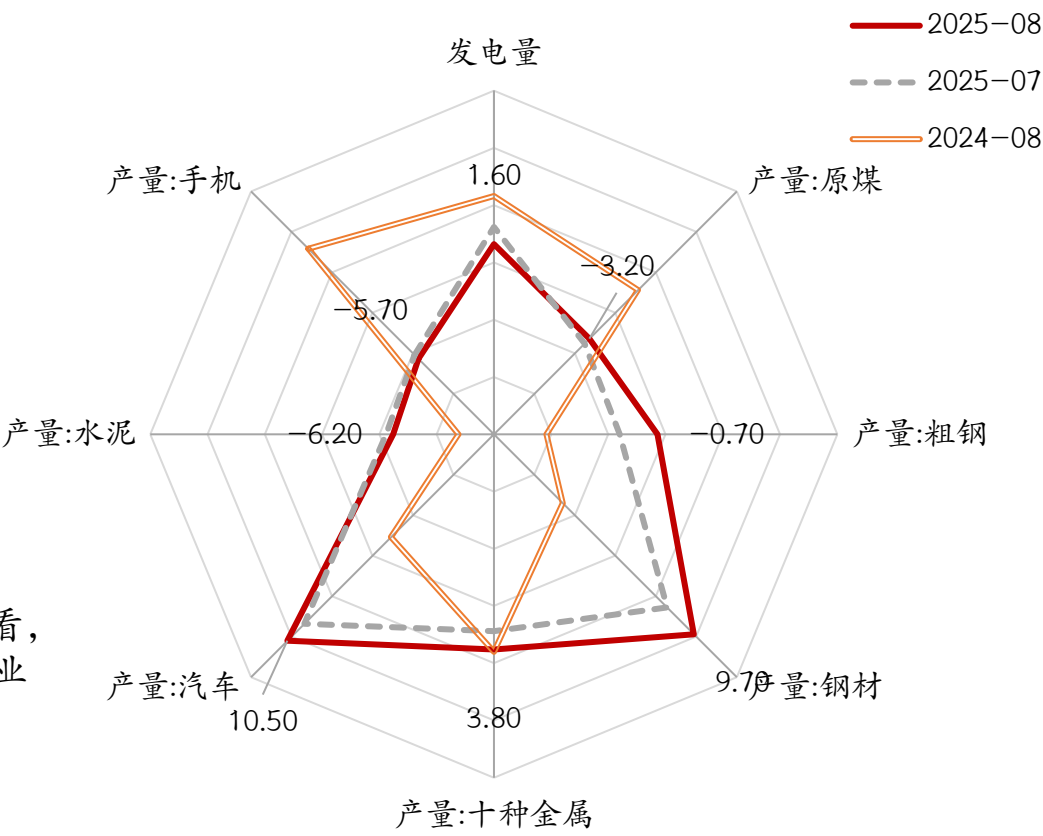
图表：工业增加值当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

8月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.2%，环比增长0.37%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长5.1%，制造业增长5.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长2.4%。

图表：主要工业品产量当月同比增速（单位：%）



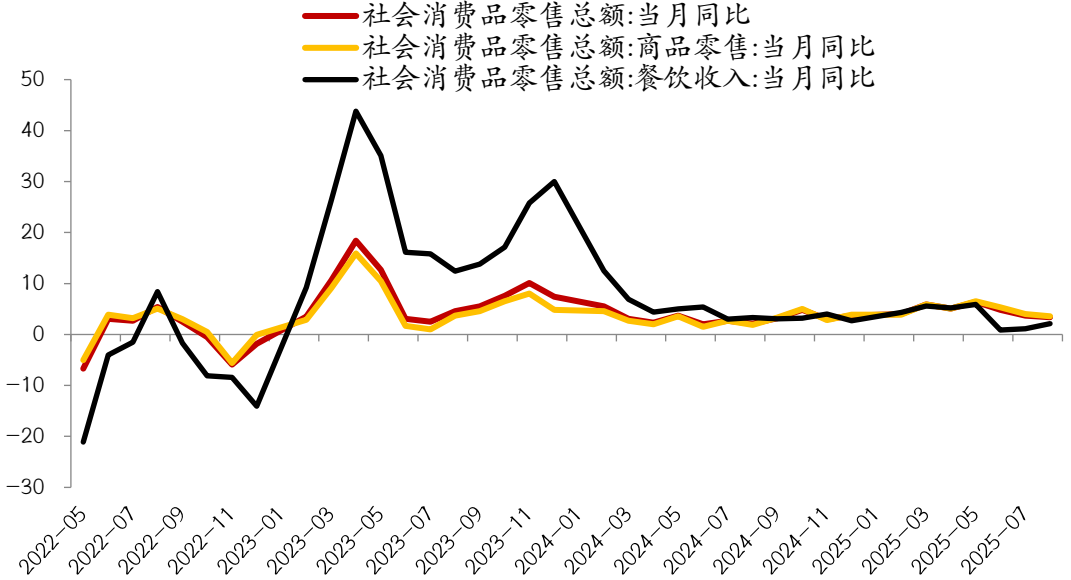
社零同比小幅回落，餐饮收入同比持续修复

图表：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

以旧换新政策对消费的支撑边际减退，商品消费明显降温

图表：社零分项同比增速（单位：%）

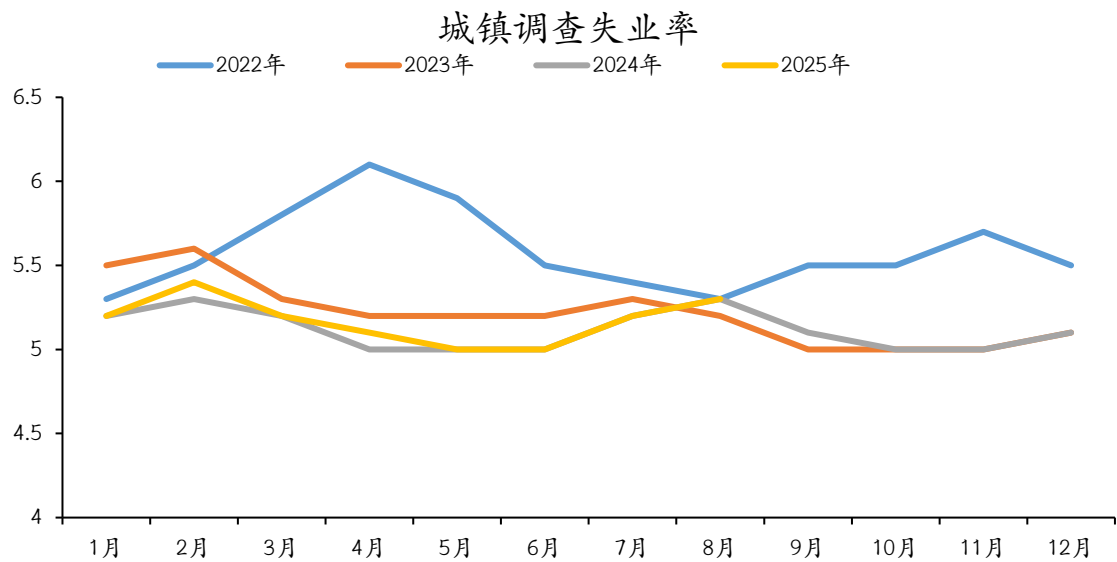
	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
粮油、食品类	5.80	8.60	8.70	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10
饮料类	2.80	2.70	-4.40	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70
烟酒类	-2.30	2.70	-0.70	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10
服装鞋帽针纺织品类	3.10	1.80	1.90	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60
化妆品类	5.10	4.50	-2.30	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10
金银珠宝类	16.80	8.20	6.10	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00
日用品类	7.70	8.20	7.80	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30
家用电器和音像器材类	14.30	28.70	32.40	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40
中西药品类	0.90	0.10	-0.70	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30
文化办公用品类	14.20	13.80	24.40	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90
家具类	18.60	20.60	28.70	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70
通讯器材类	7.30	14.90	13.90	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80
石油及制品类	-8.00	-8.30	-7.30	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40
建筑及装潢材料类	-0.70	-0.50	1.00	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70
汽车类	0.80	-1.50	4.60	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30

资料来源：Wind，光大期货研究所

以旧换新政策对消费的支撑边际减退，服务消费频次较商品消费更高，补贴的透支效应相对较小，消费政策的重心未来或将进一步向服务消费领域倾斜。

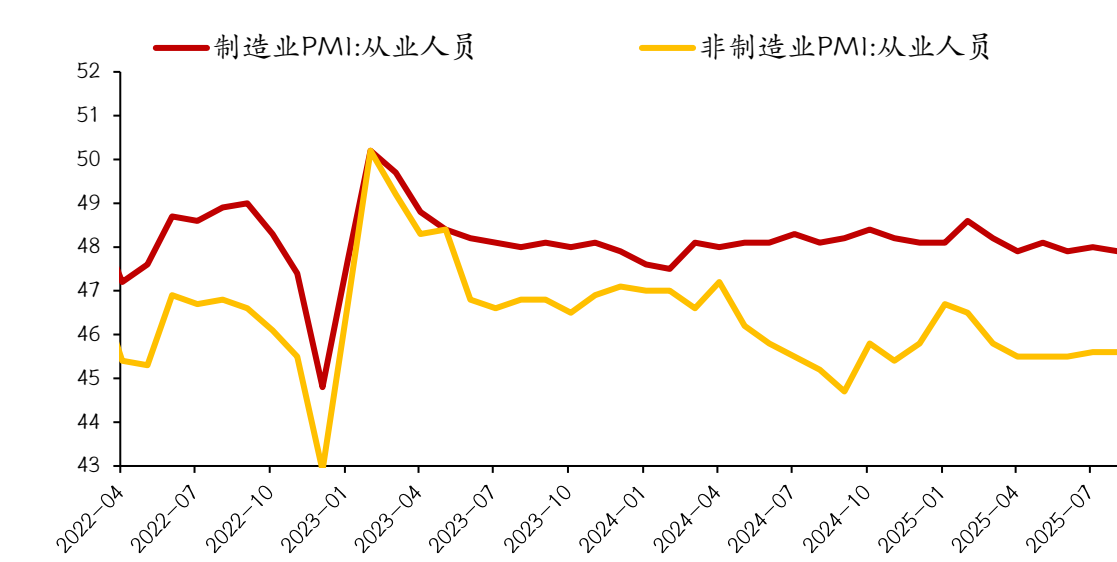
失业率小幅上行

图表：城镇调查失业率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI从业人员指数（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

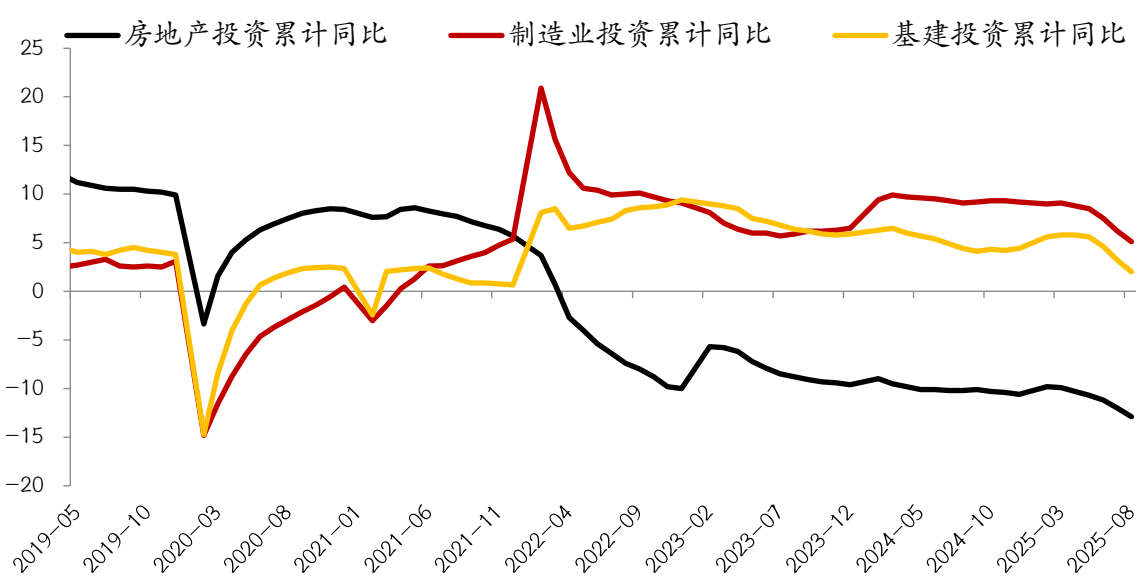
投资增速探底，地产跌幅扩大、制造业和基建增速下行

图表：固定资产投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：固定资产投资完成额分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

1-8月，全国固定资产投资同比增长0.5%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长4.2%。分领域看，基础设施投资同比增长2.0%，制造业投资增长5.1%，房地产开发投资下降12.9%。

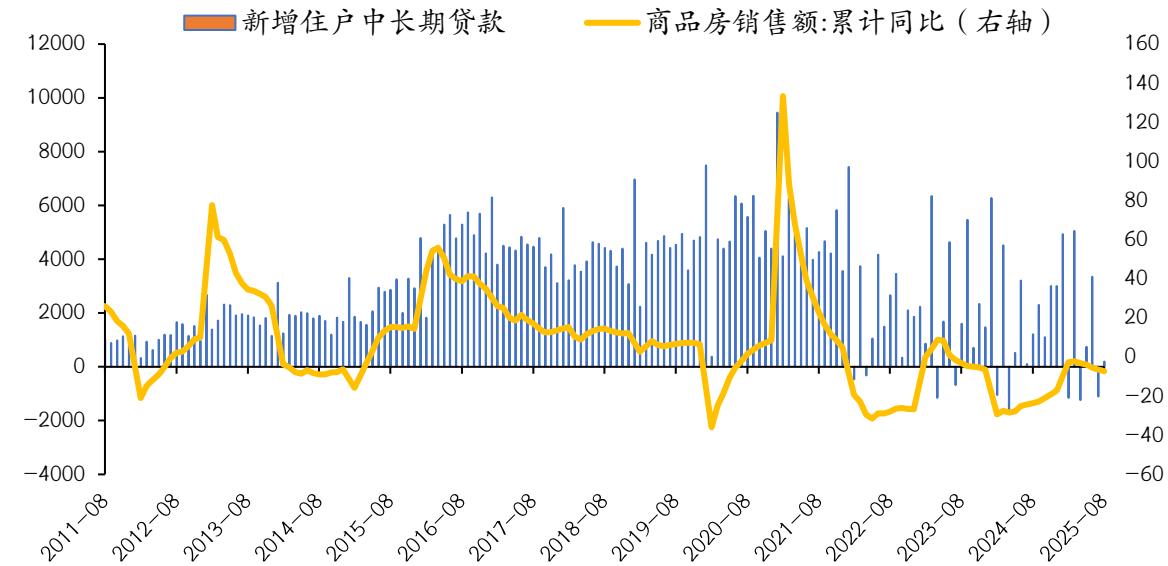
商品房销售量价下行

图表：商品房销售面积当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

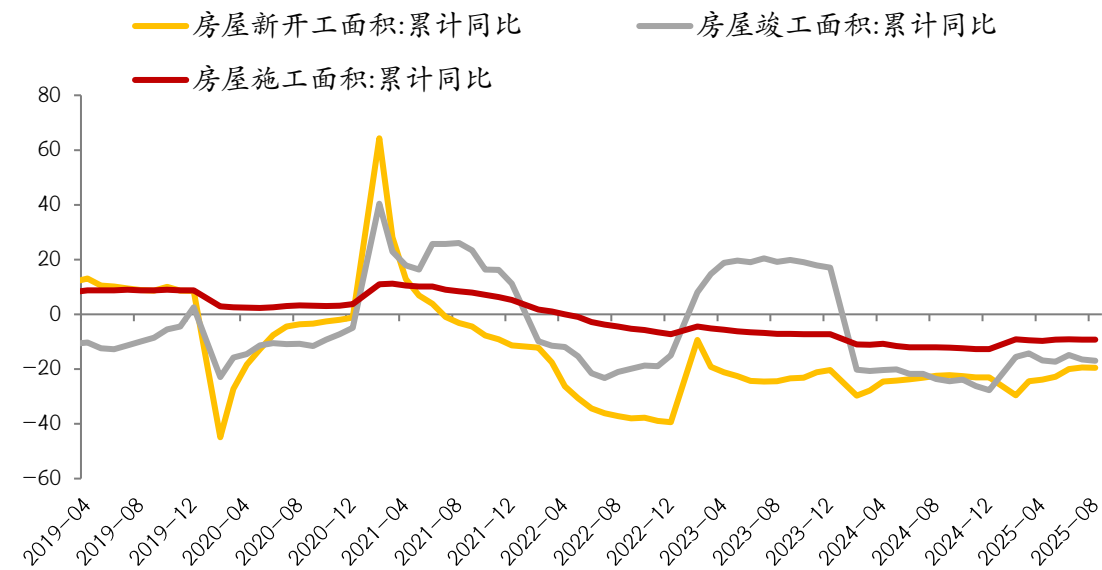
图表：商品房销售额和新增住户中长期贷款（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

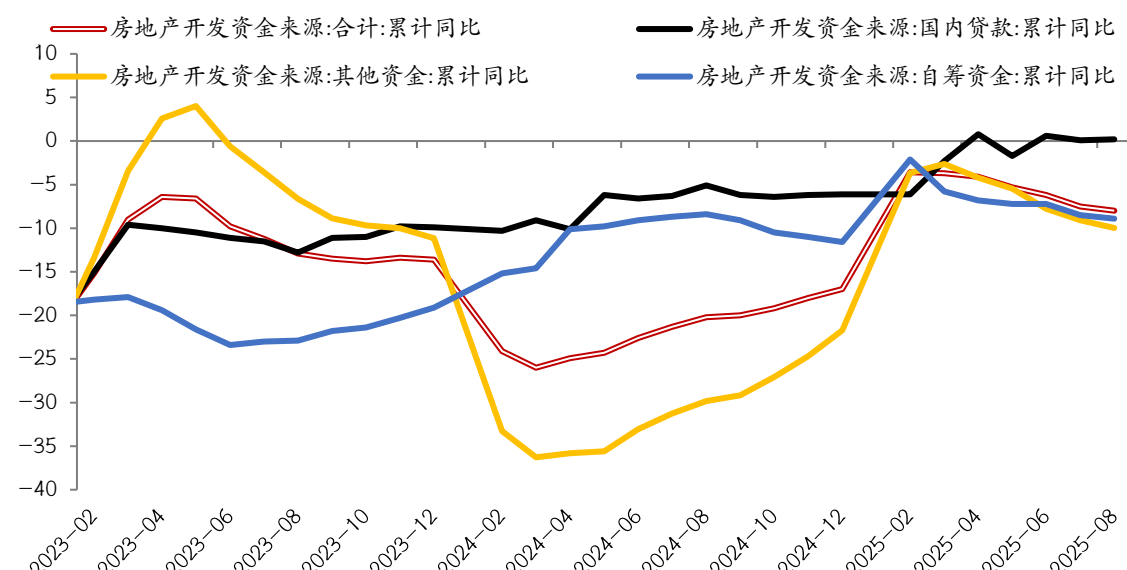
房地产投资跌幅扩大

图表：房地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：房地产开发投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

房地产资金来源中其他资金和自筹资金跌幅都在走扩，尤其是主要是销售收入的其他资金这个分项。房地产销售的走弱对资金形成拖累，进而影响到投资端尤其是竣工端。

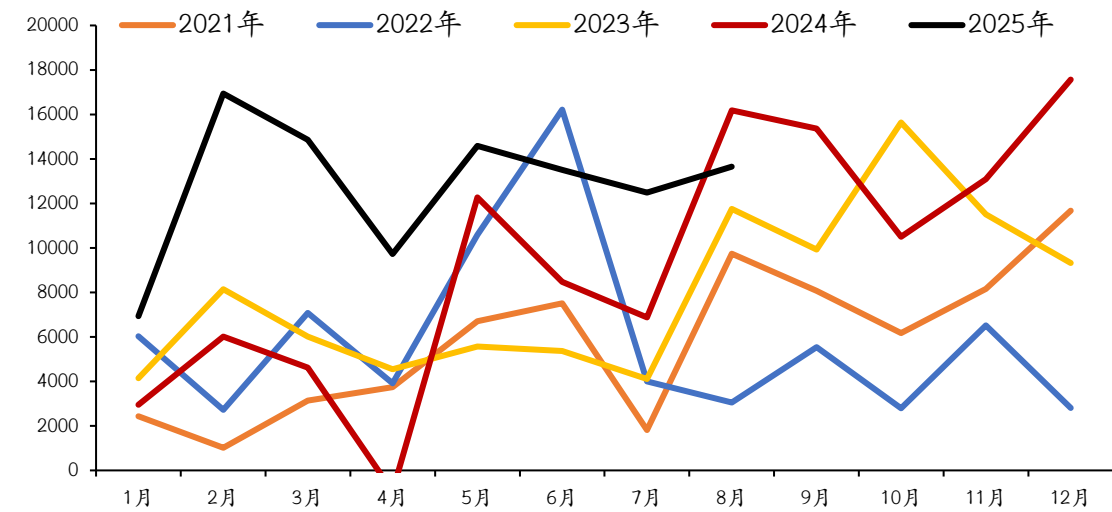
基建投资持续下滑

图表：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：政府债券发行（单位：亿元）

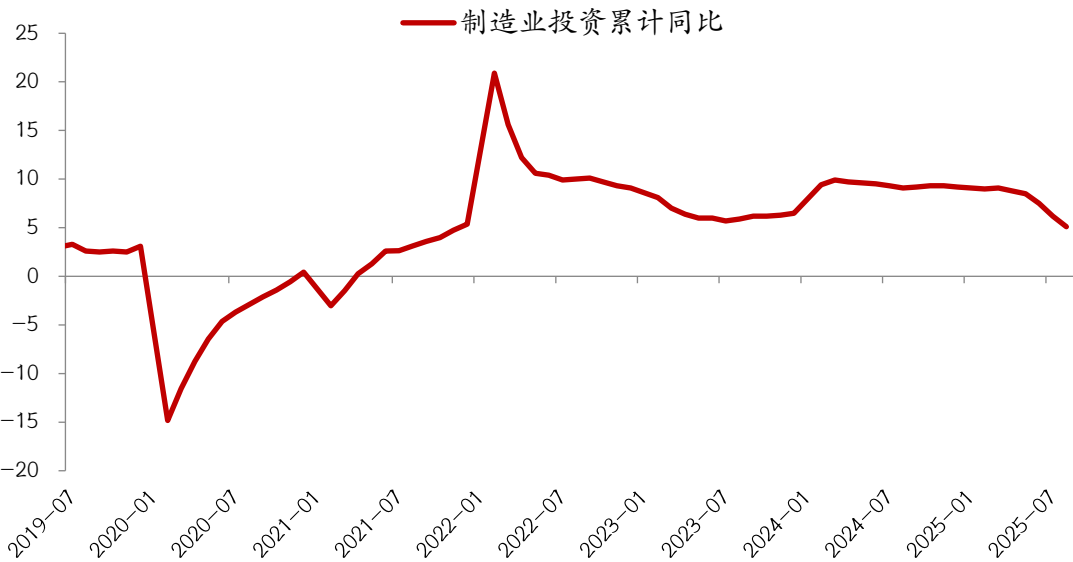


资料来源：Wind，光大期货研究所

基建投资增速持续下滑。截至9月14日，新增专项债投向土地储备领域的比例为14.3%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，则今年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。基建的资金面临“逆风”，增速可能持续下滑。

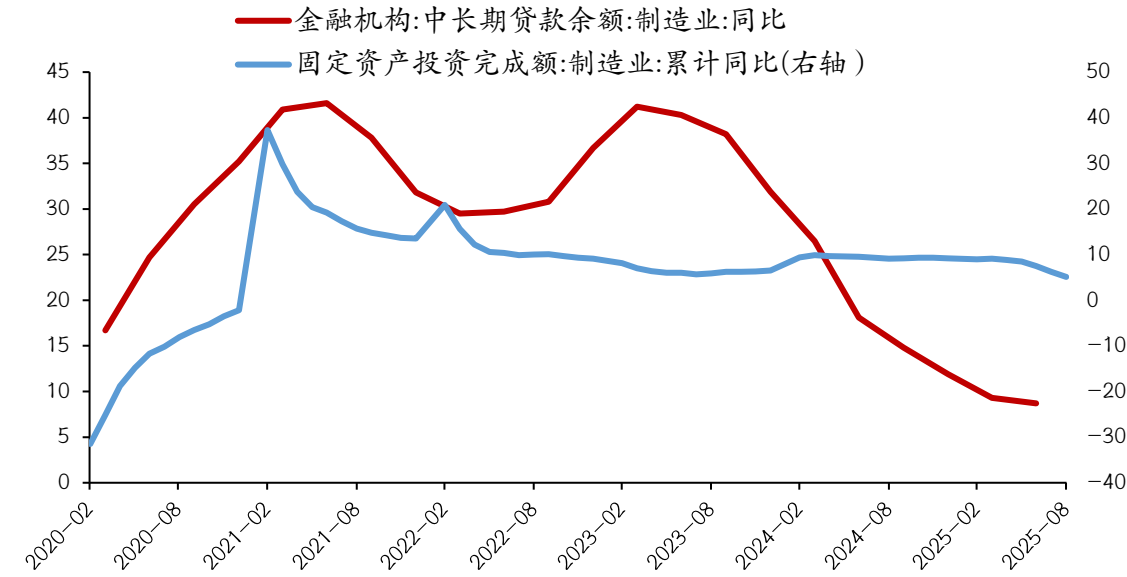
制造业投资增速放缓

图表：制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：制造业中长期贷款余额同比和制造业投资同比（单位：%）



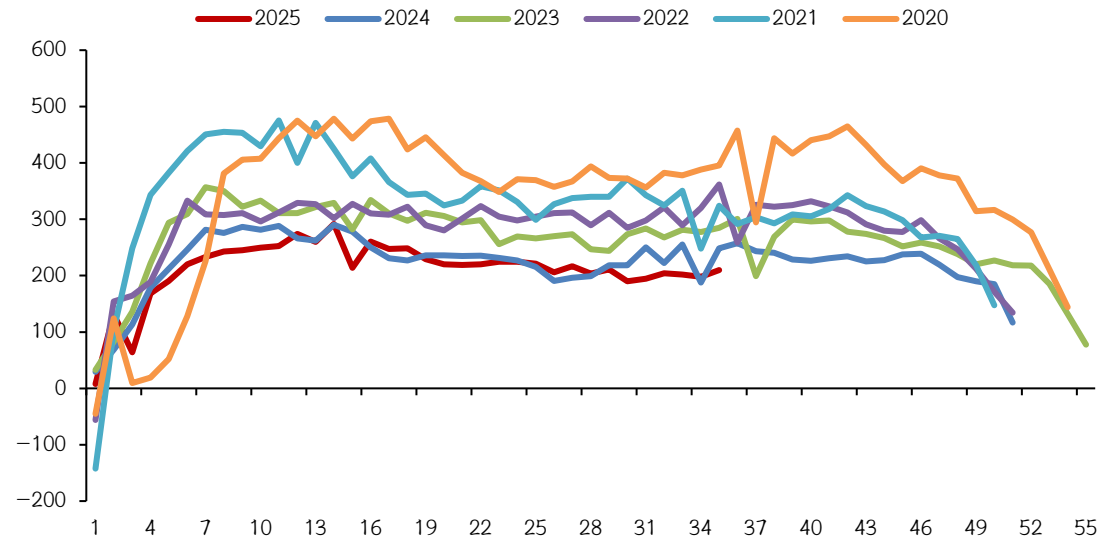
资料来源：Wind，光大期货研究所

“反内卷”不简单等同于去产能，因为新兴行业近几年新增的是先进产能，所以新兴行业“反内卷”更多是限制资本开支、限制产能扩张，制造业投资增速会相应放缓。

2.实体经济高频

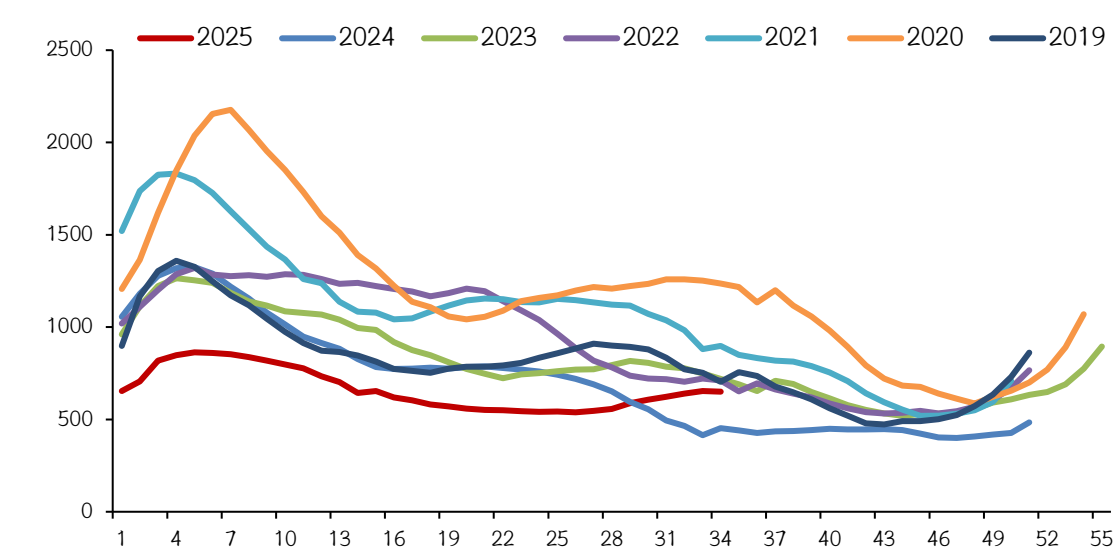
钢材表需小幅回升

图表：螺纹表需(横坐标为春节后第n周)（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

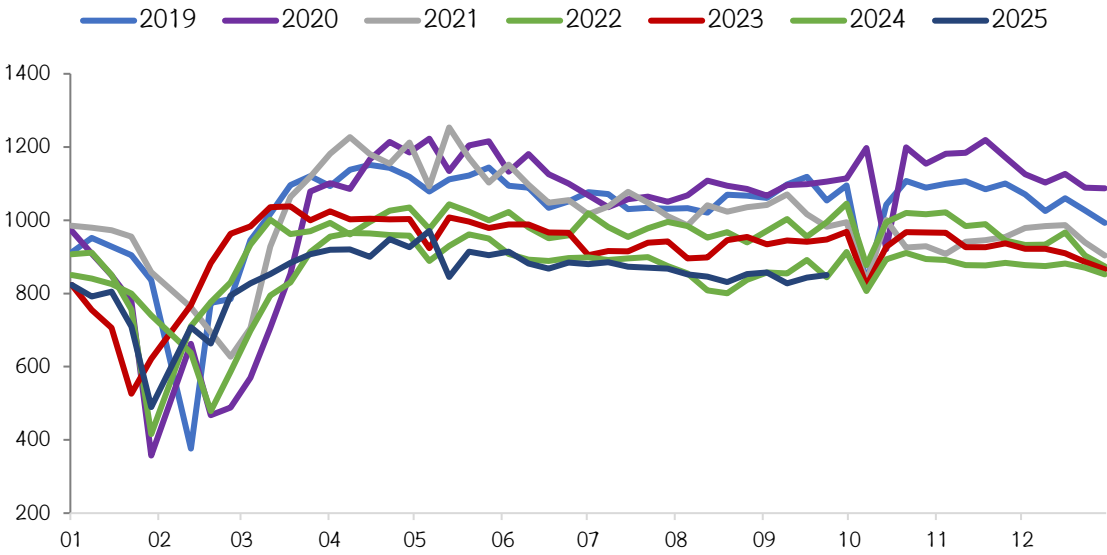
图表：螺纹厂库+社库(横坐标为春节后第n周)（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

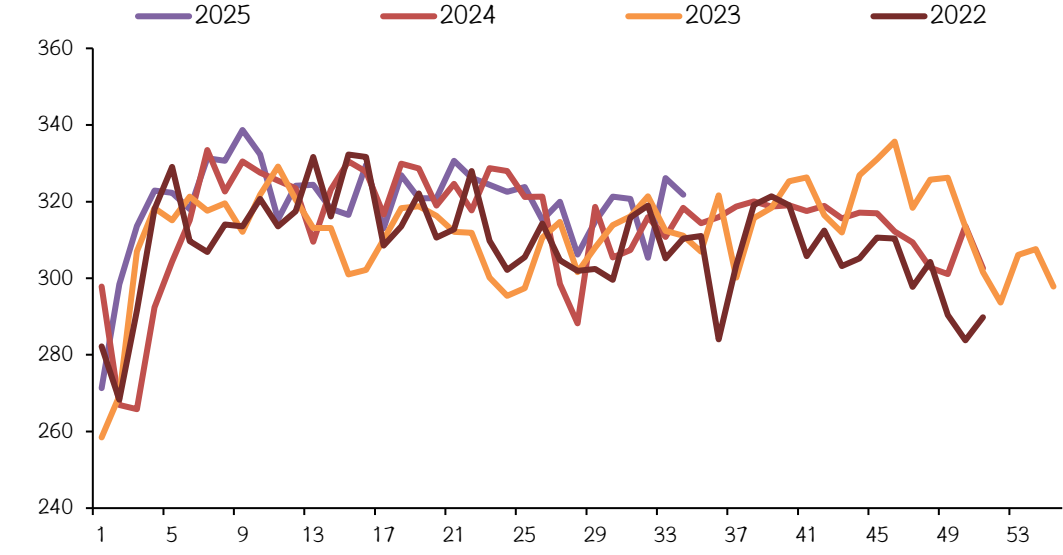
五大品种表需小幅回升

图表：五大品种钢材周度表观消费量（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

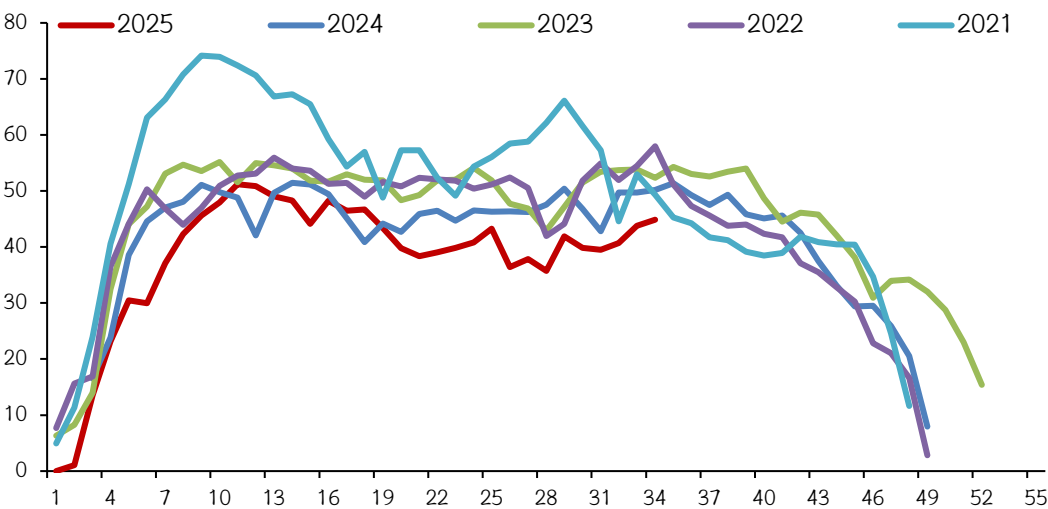
图表：热轧板卷周度表观消费量（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

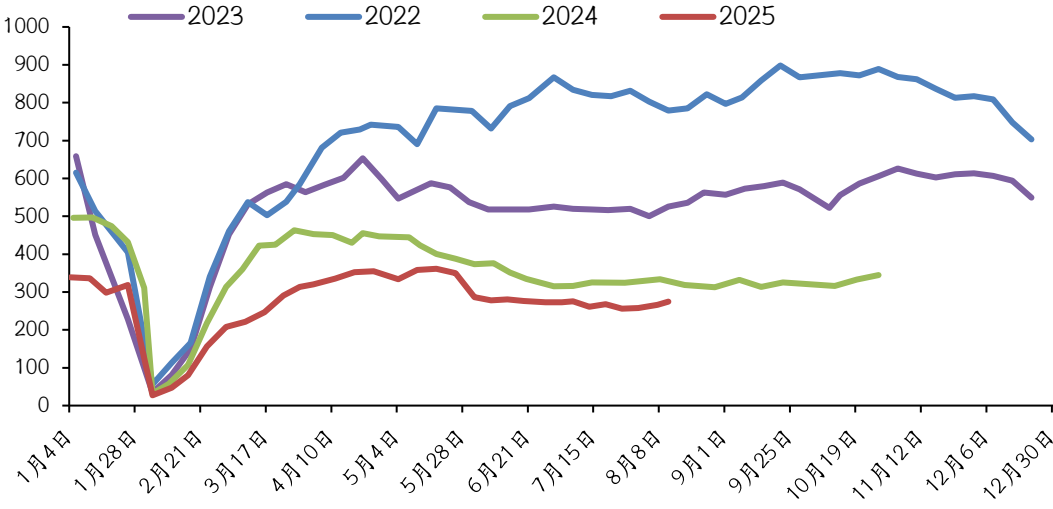
水泥磨机开工负荷持续回升

图表：全国水泥磨机运转率(横坐标为春节后第n周)（单位：%）



资料来源：卓创资讯，光大期货研究所

图表：水泥出库量（经农历调整）（单位：万吨）

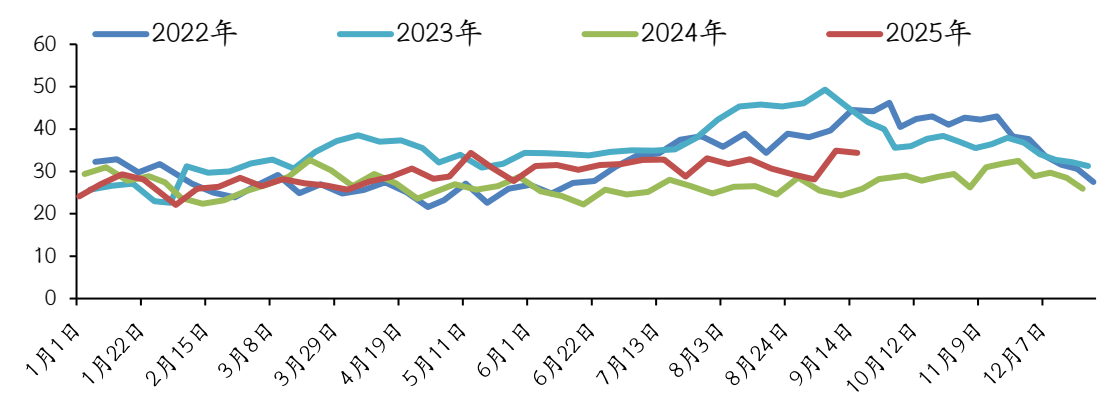


资料来源：百年建筑网，光大期货研究所

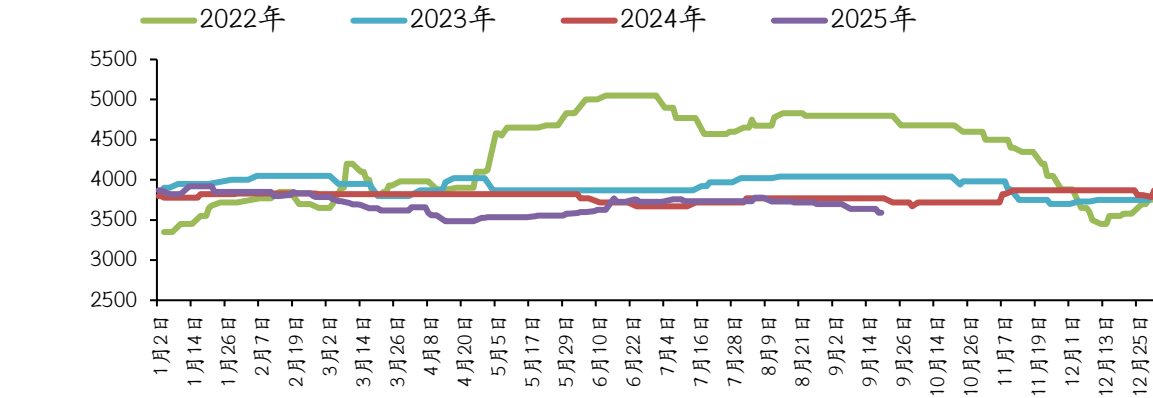
卓创对62个主要城市的监测数据显示，与上周相比，本周磨机开工负荷有一定上升。全国水泥磨机开工负荷均值44.88%，较上周上升1.1个百分点，升幅收窄1.97个百分点。需求增长还是偏弱，多数区域没有明显增加，还是处于波动状态。

沥青出货量平稳

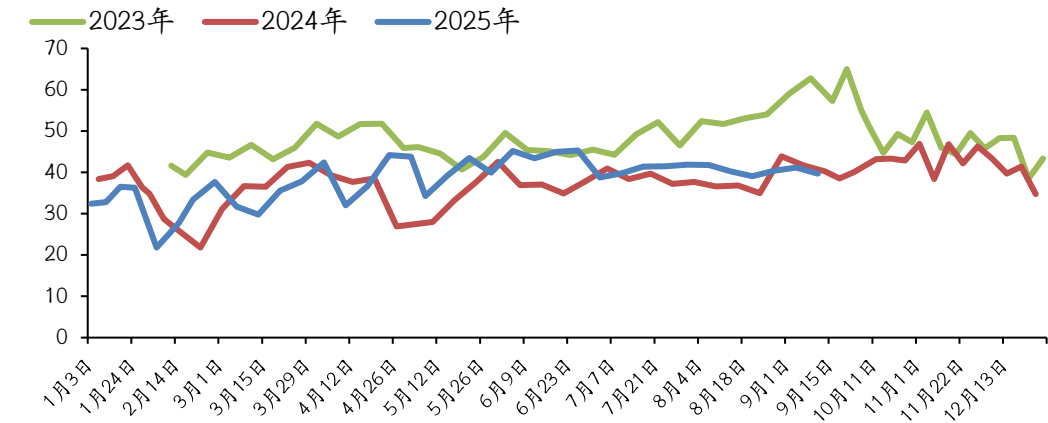
图表：沥青开工率（单位：%）



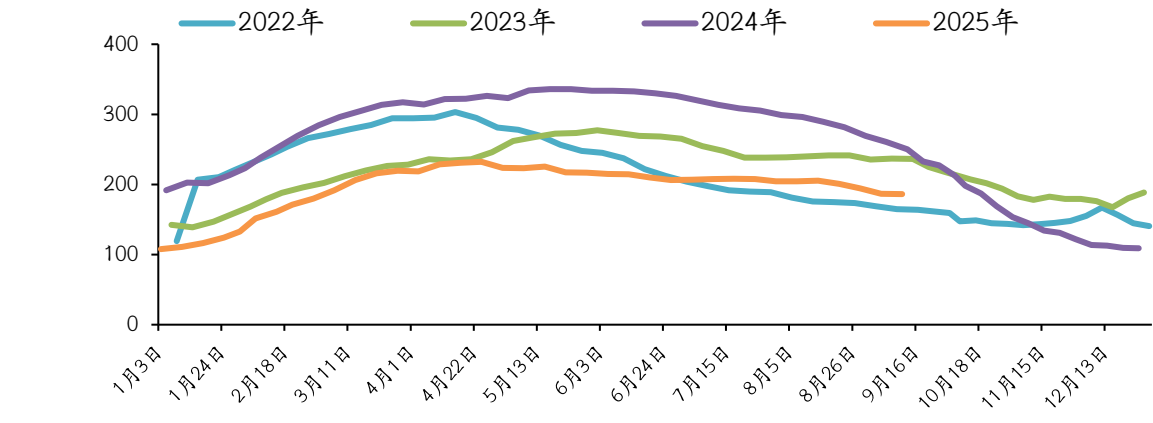
图表：华东重交价格（单位：元/吨）



图表：沥青出货量（单位：万吨）



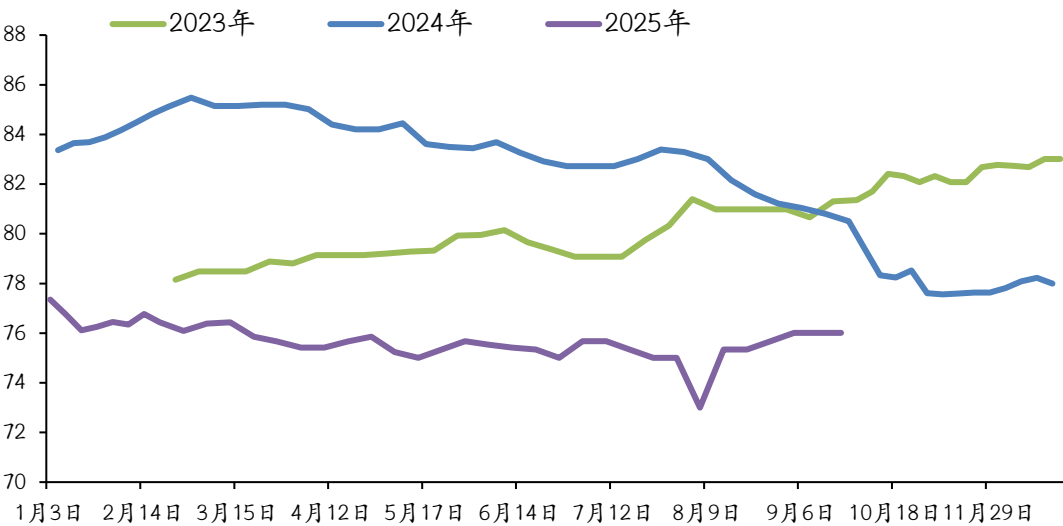
图表：沥青库存厂库+社库（单位：万吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

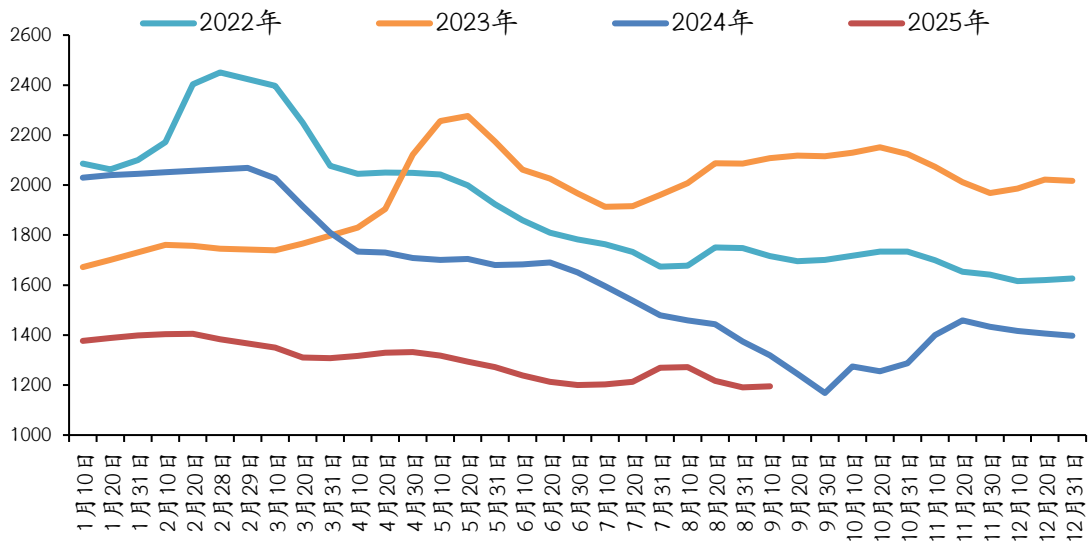
浮法平板玻璃产能平稳抬升

图表：浮法平板玻璃产能利用率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

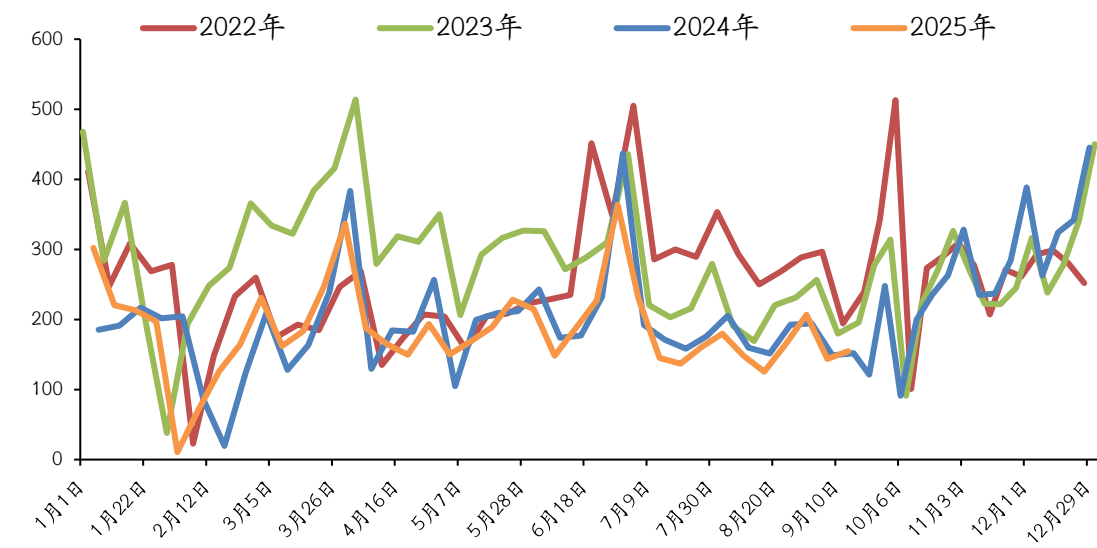
图表：浮法平板玻璃价格（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

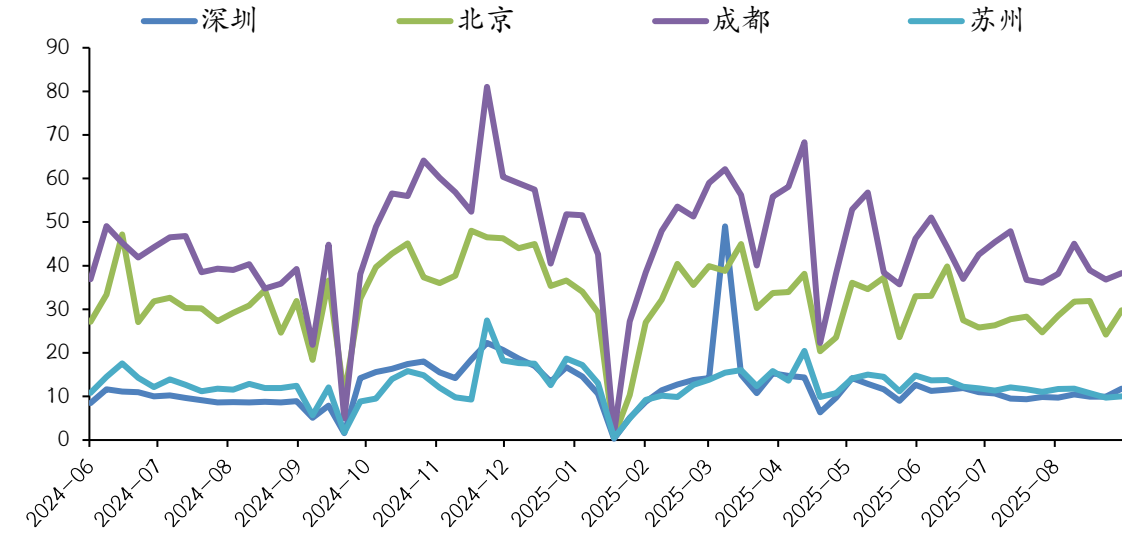
30城商品房成交面积接近去年同期水平

图表：30城商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

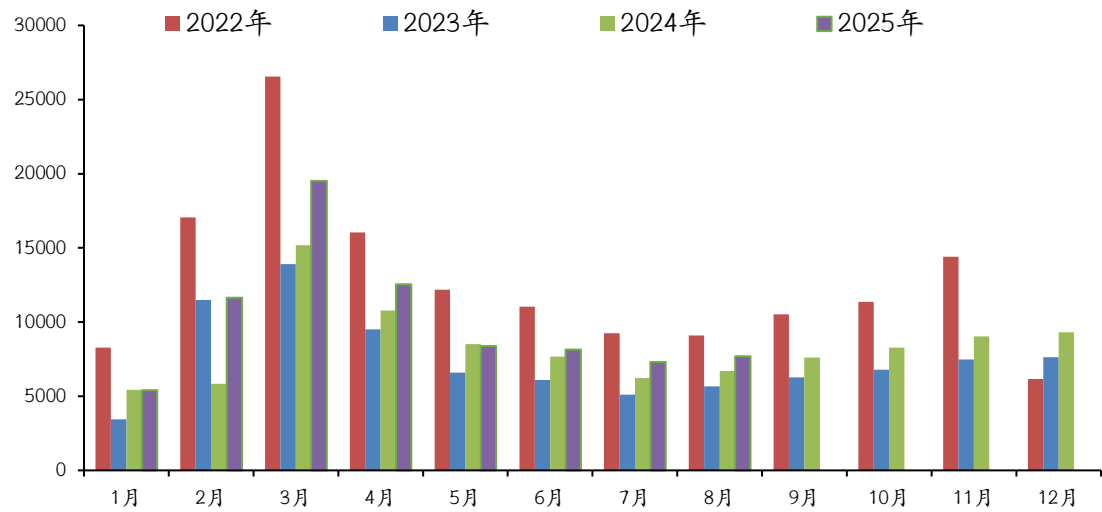
图表：主要城市二手房住宅成交（单位：万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

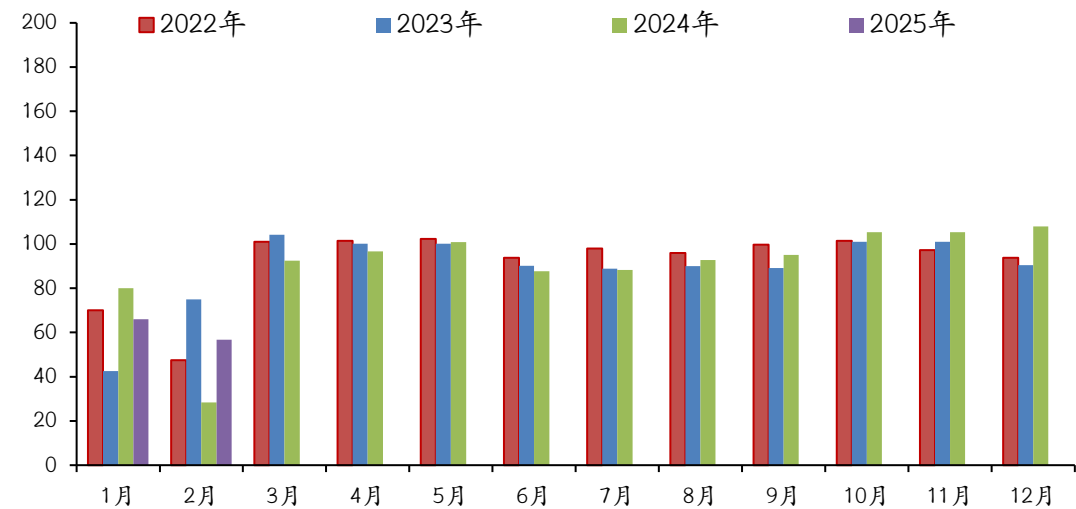
2025年8月，挖掘机主要制造企业销售各类挖掘机16523台，同比增长12.8%

图表：主要企业液压挖掘机内销销量（单位：辆）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中国小松挖掘机开工小时数（单位：小时/月）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

2025年8月，挖掘机主要制造企业销售各类挖掘机16523台，同比增长12.8%。其中国内销量7685台，同比增长14.8%；出口量8838台，同比增长11.1%。

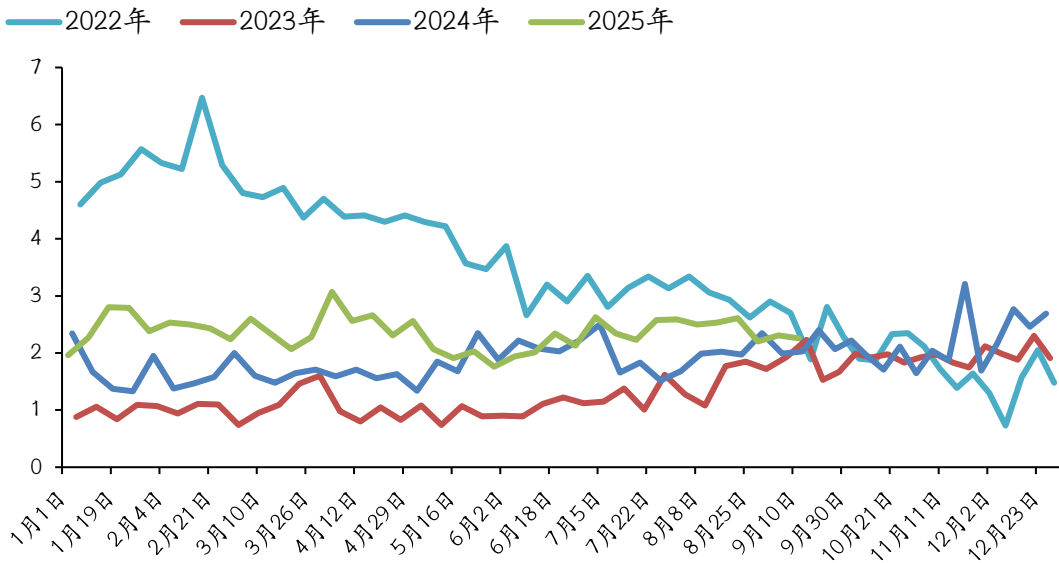
美国粗钢产量平稳

图表：美国:经济活动指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

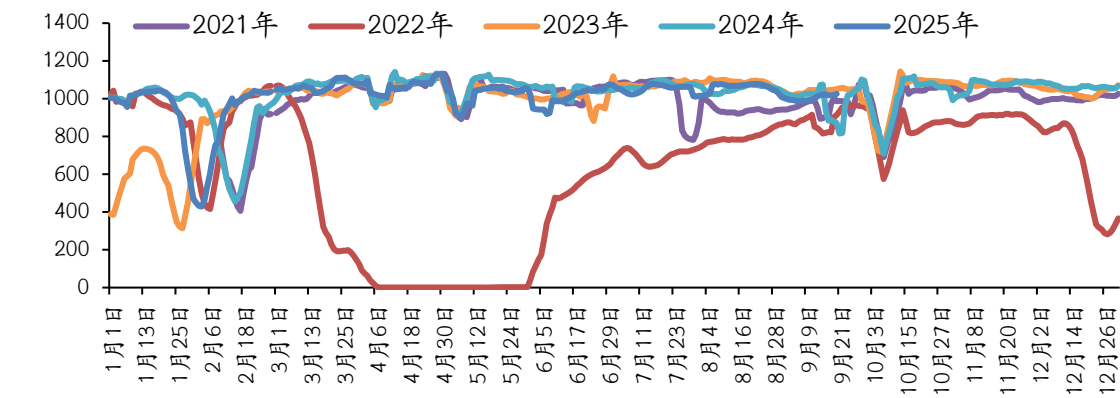
图表：美国粗钢产量（单位：万短吨）



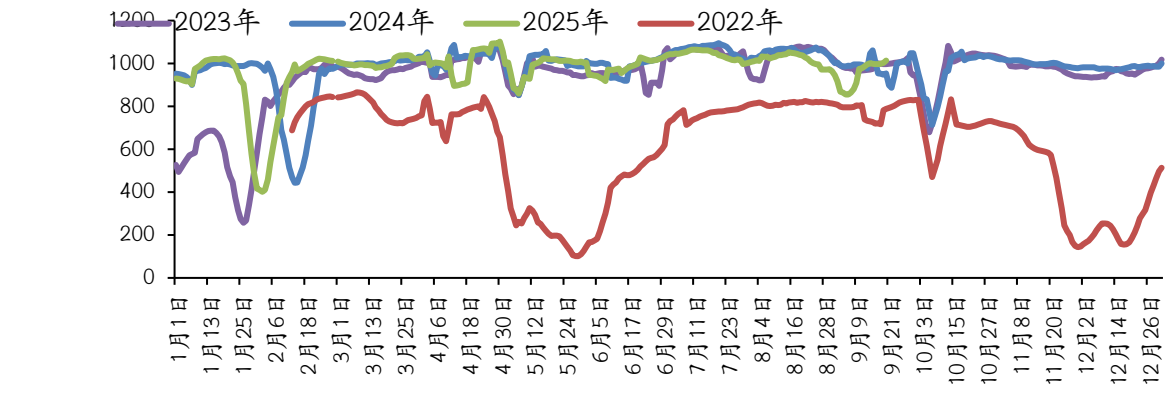
资料来源：iFinD，光大期货研究所

一线城市地铁客运量平稳

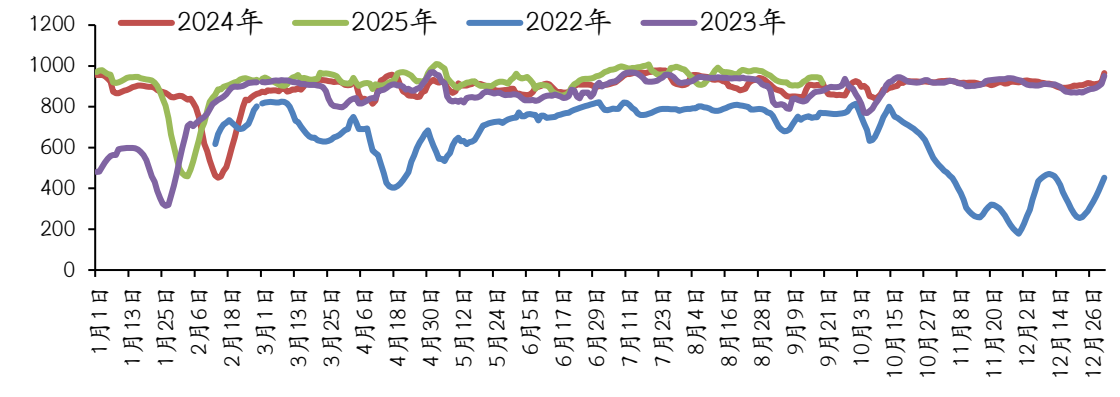
图表：上海地铁客运量（单位：万人）



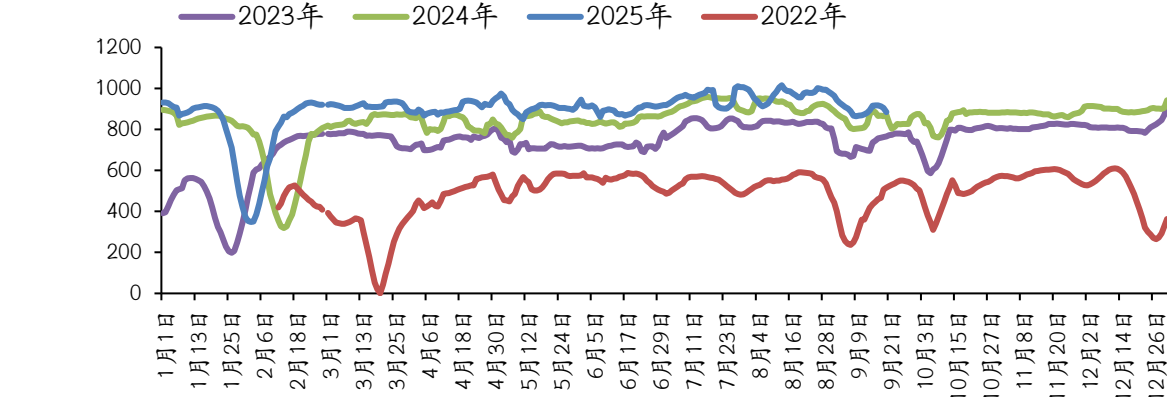
图表：北京地铁客运量（单位：万人）



图表：深圳地铁客运量（单位：万人）



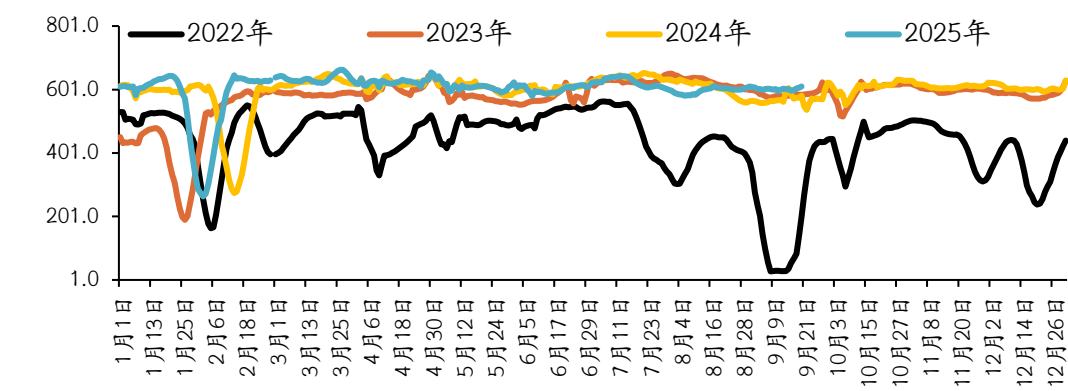
图表：广州地铁客运量（单位：万人）



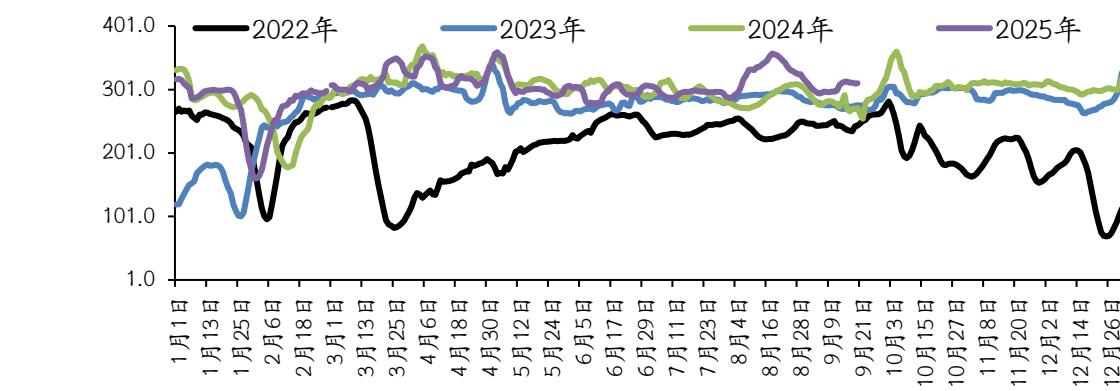
资料来源：iFinD，光大期货研究所

主要二线城市地铁客运量平稳

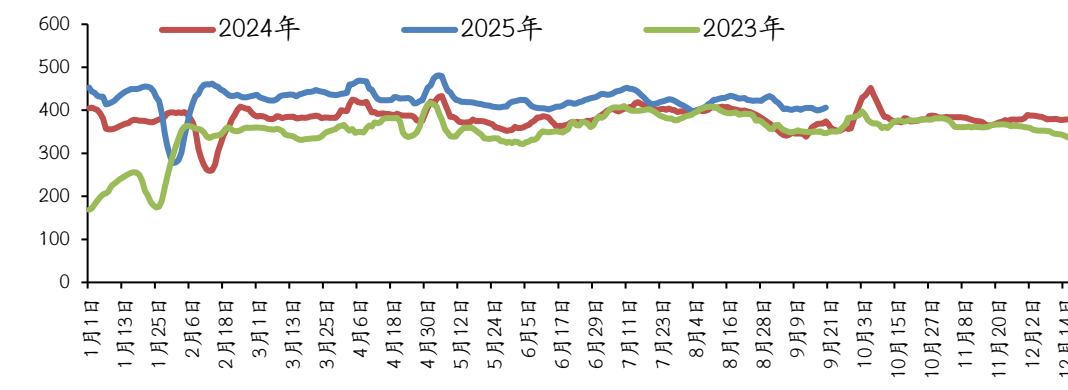
图表：成都地铁客运量（单位：万人）



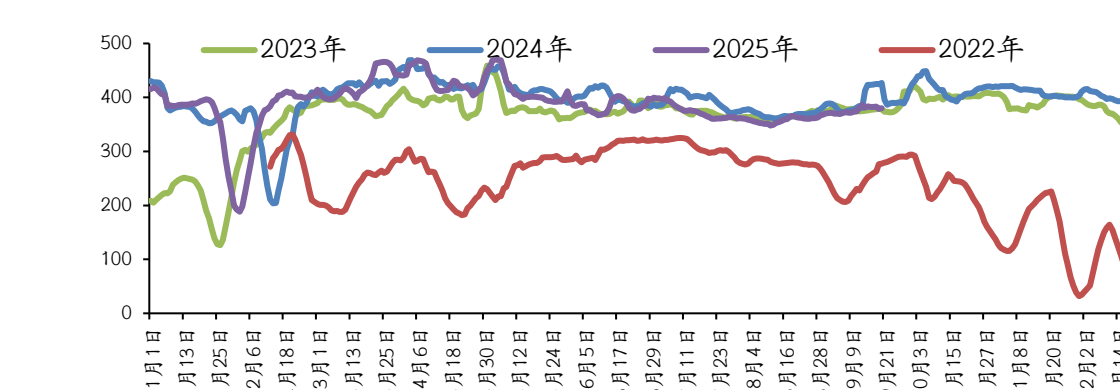
图表：南京地铁客运量（单位：万人）



图表：西安地铁客运量（单位：万人）



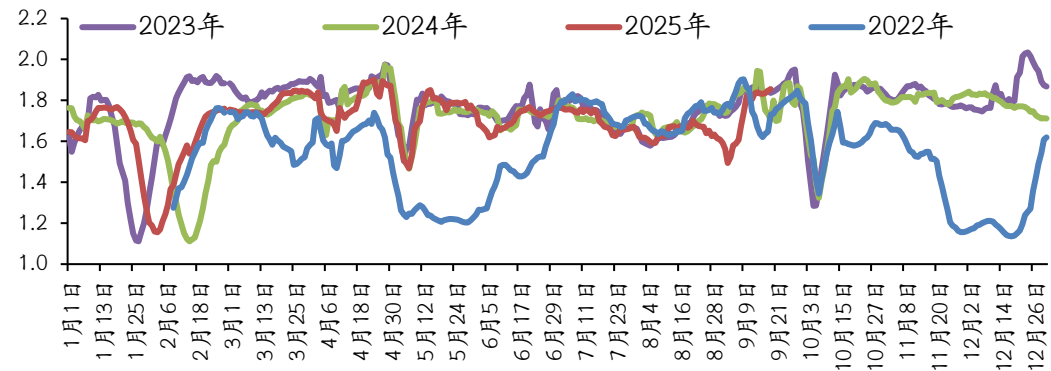
图表：武汉地铁客运量（单位：万人）



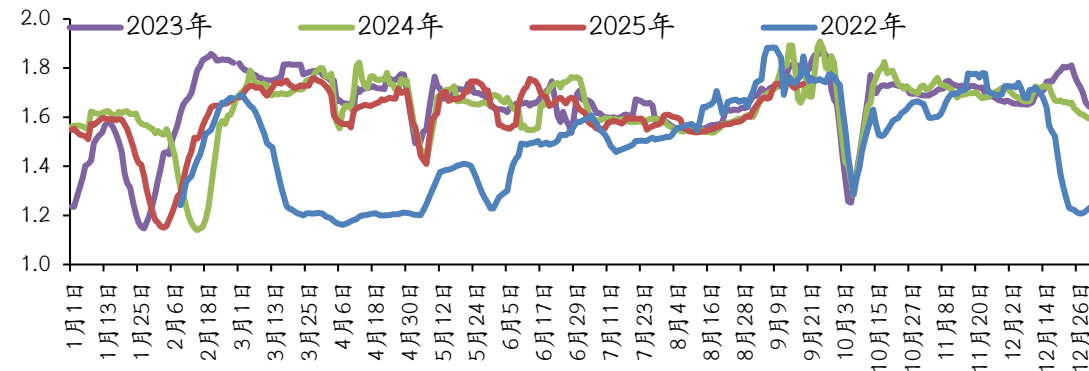
资料来源：iFinD，光大期货研究所

一线城市拥堵延时指数回升

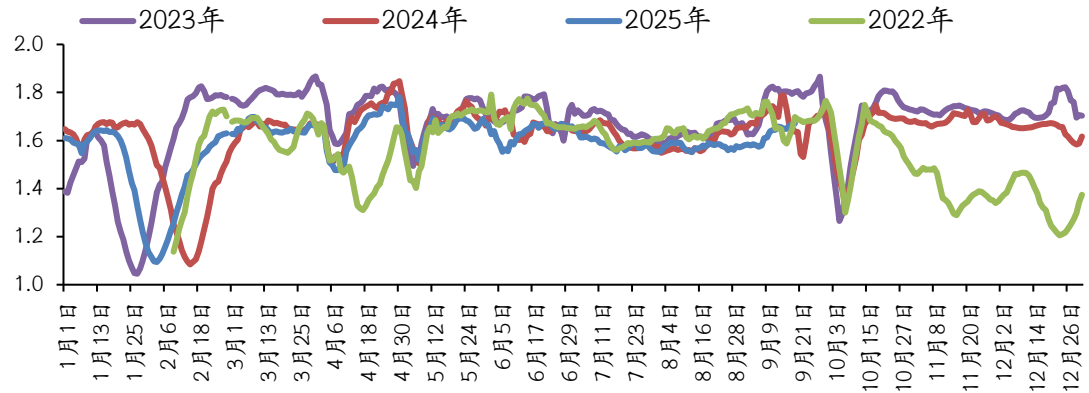
图表：北京拥堵延时指数（单位：点）



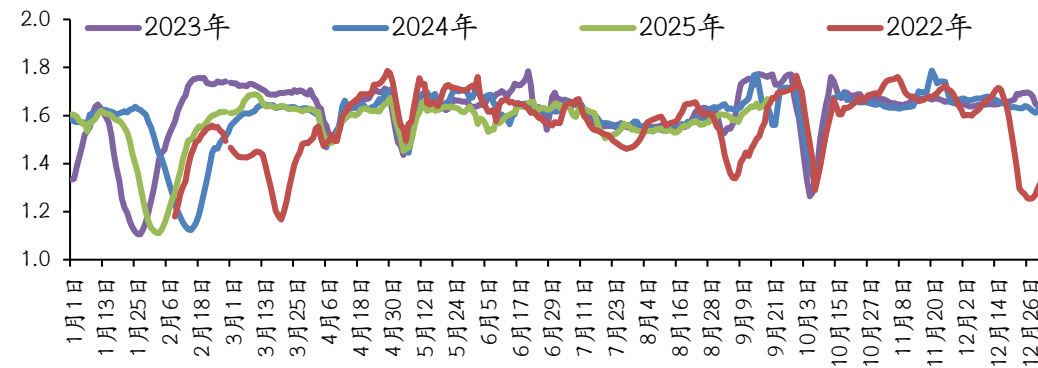
图表：上海拥堵延时指数（单位：点）



图表：广州拥堵延时指数（单位：点）



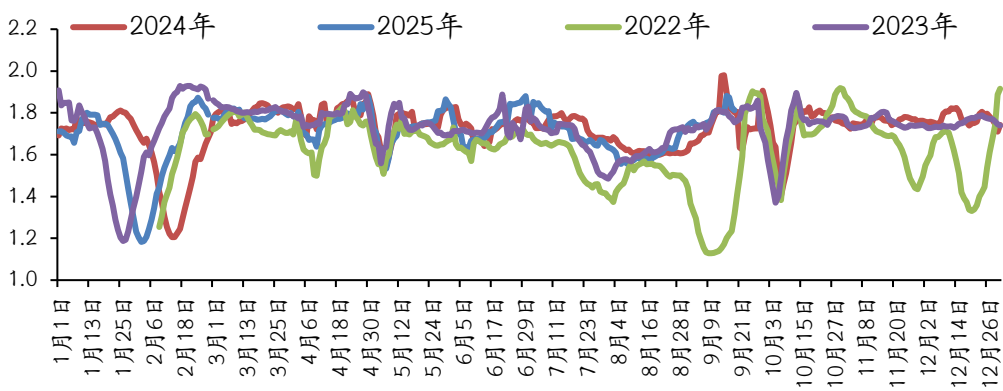
图表：深圳拥堵延时指数（单位：点）



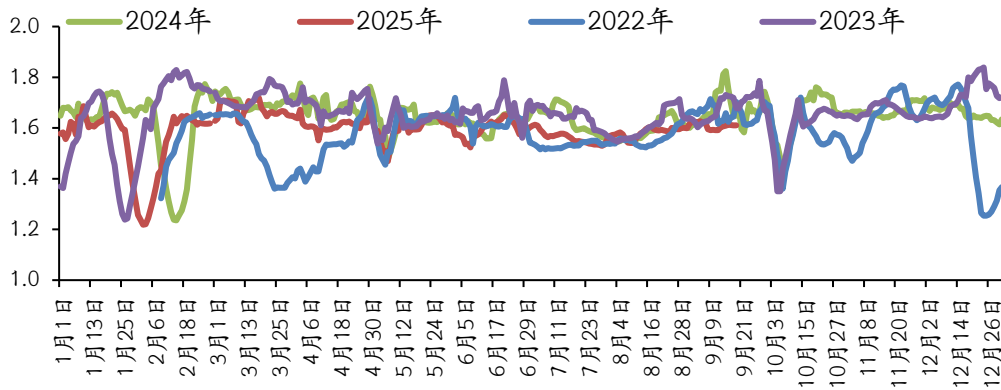
资料来源：iFinD，光大期货研究所

主要二线城市拥堵延时指数回升

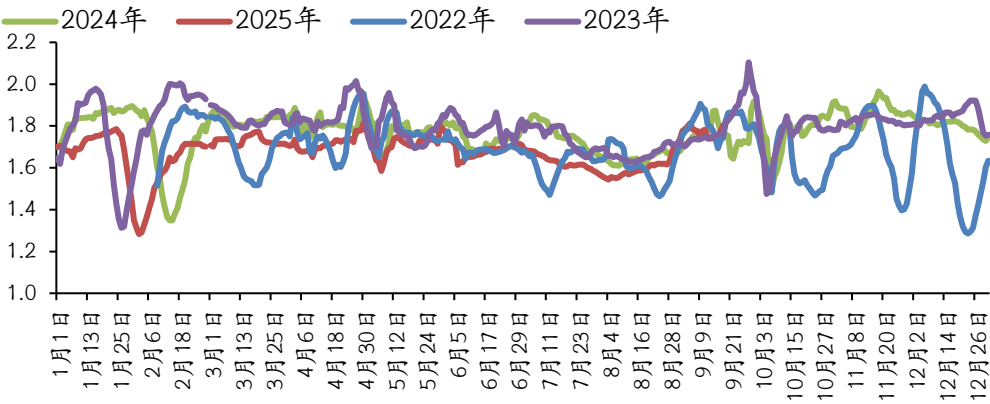
图表：成都拥堵延时指数（单位：点）



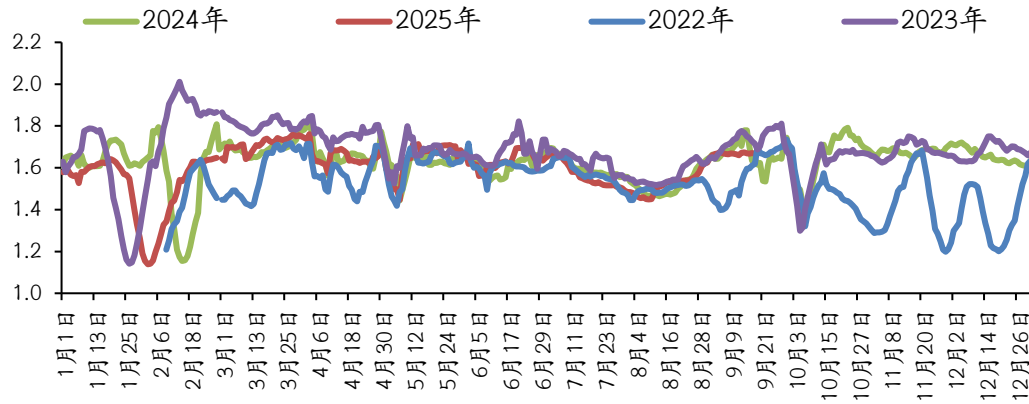
图表：南京拥堵延时指数（单位：点）



图表：西安拥堵延时指数（单位：点）



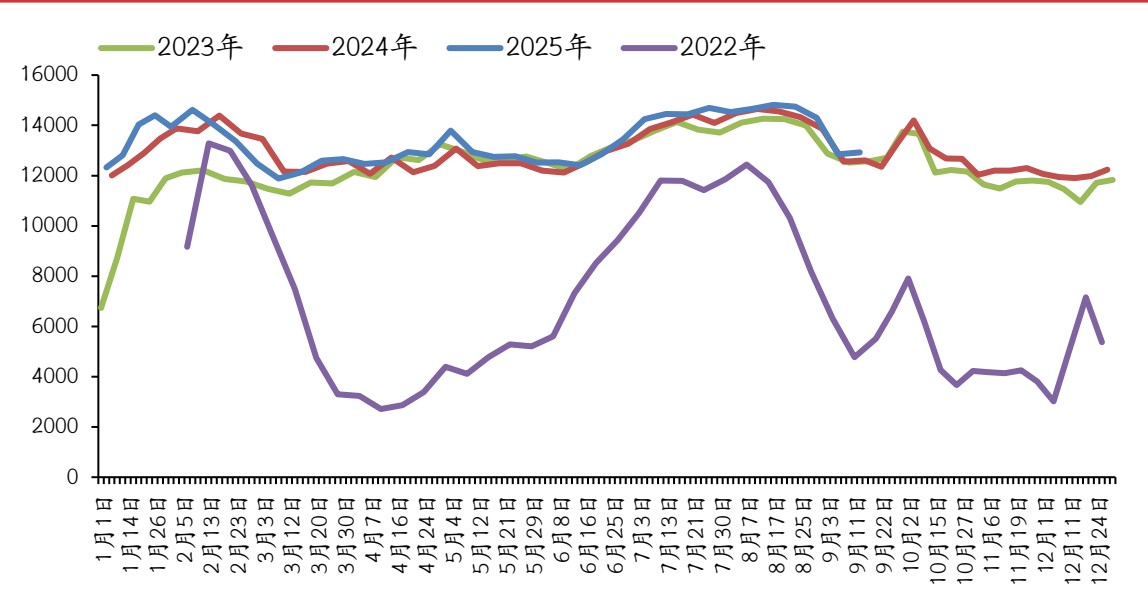
图表：武汉拥堵延时指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

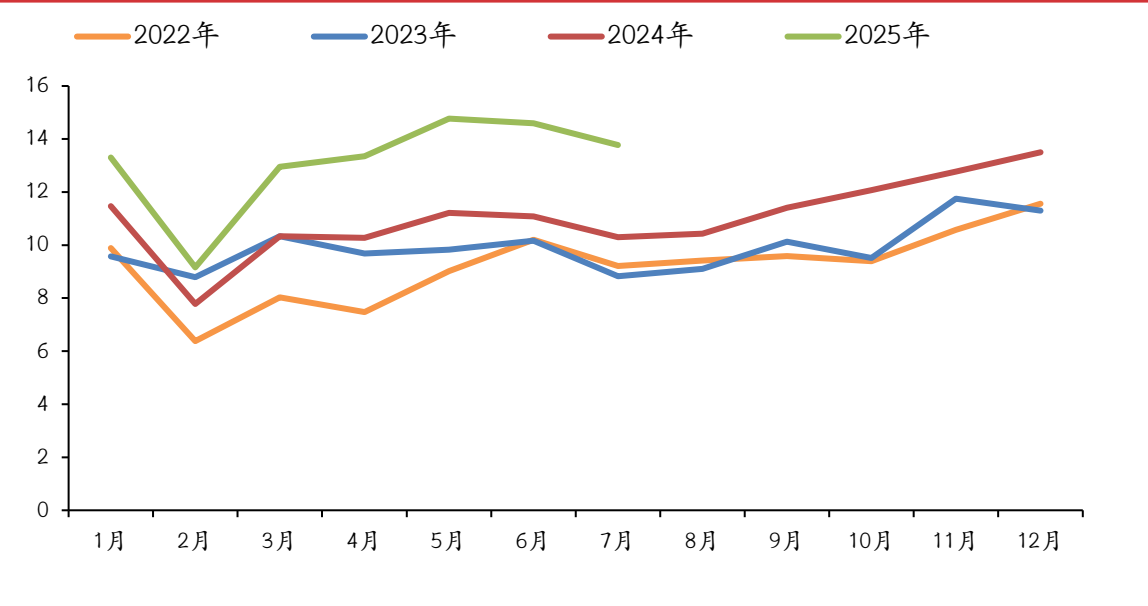
国内航班执行数平稳，高于去年同期水平

图表：执行航班数:中国：国内航班（不含港澳台）：周平均（单位：班次）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

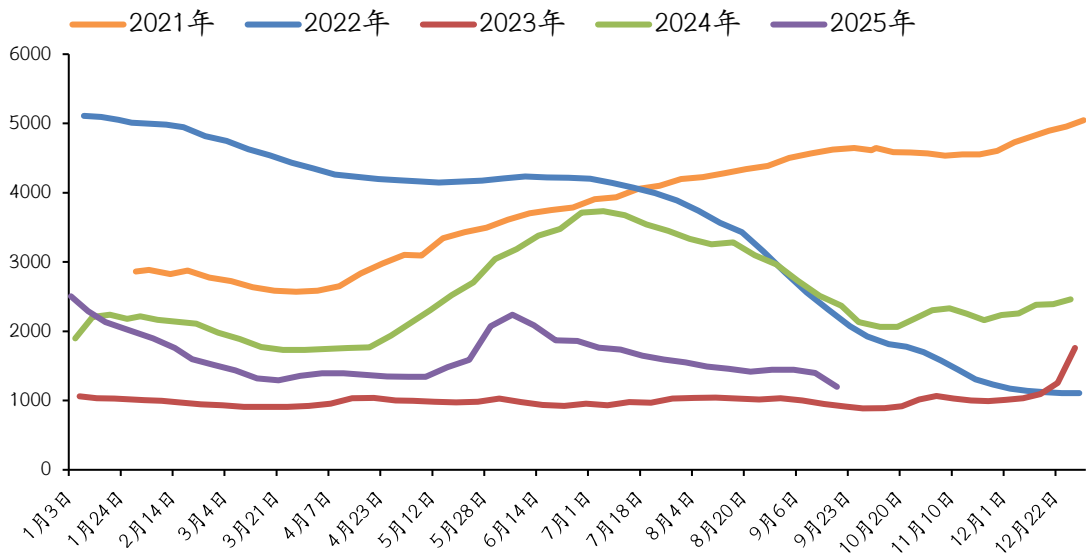
图表：顺丰速运快递业务量（单位：亿票）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

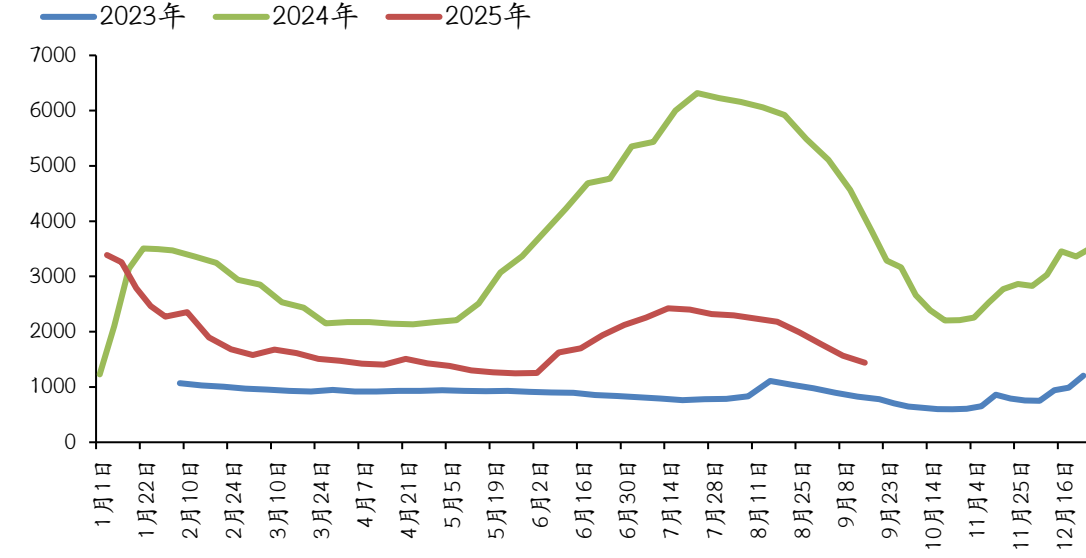
欧洲航线集装箱运价指数回落

图表：SCFI:综合指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

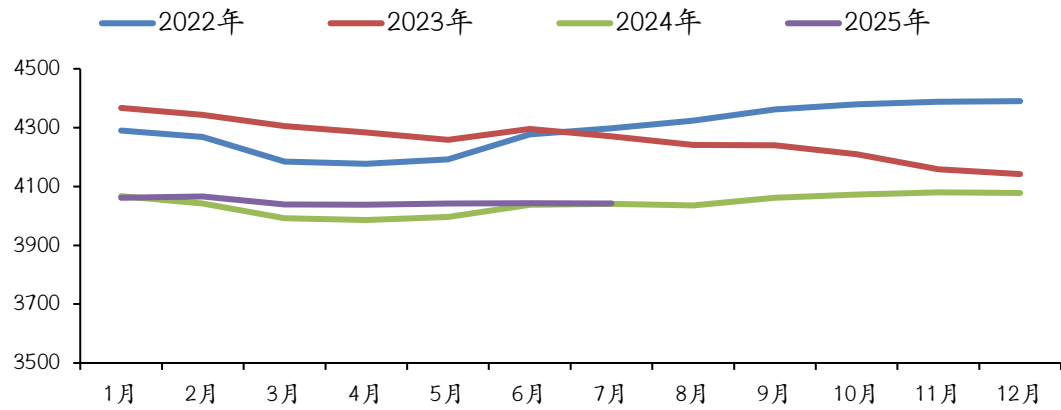
图表：SCFIS:欧洲航线(基本港)（单位：点）



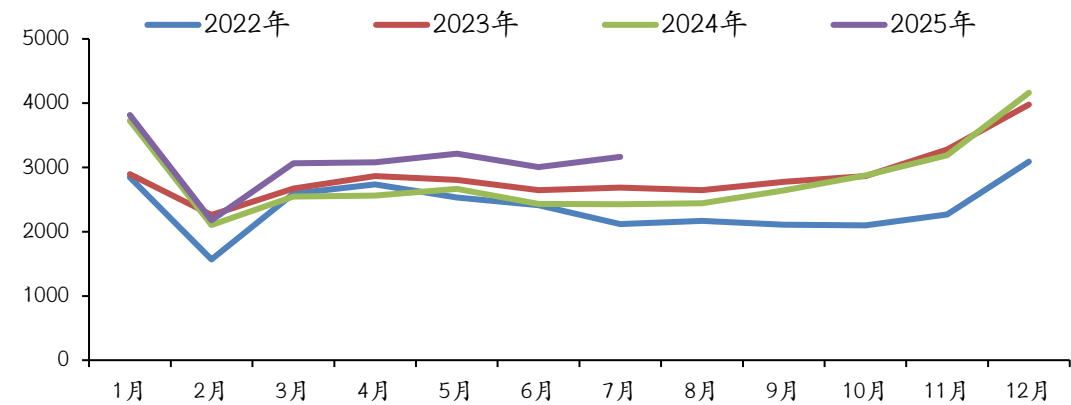
资料来源：iFinD，光大期货研究所

生猪屠宰环比回升

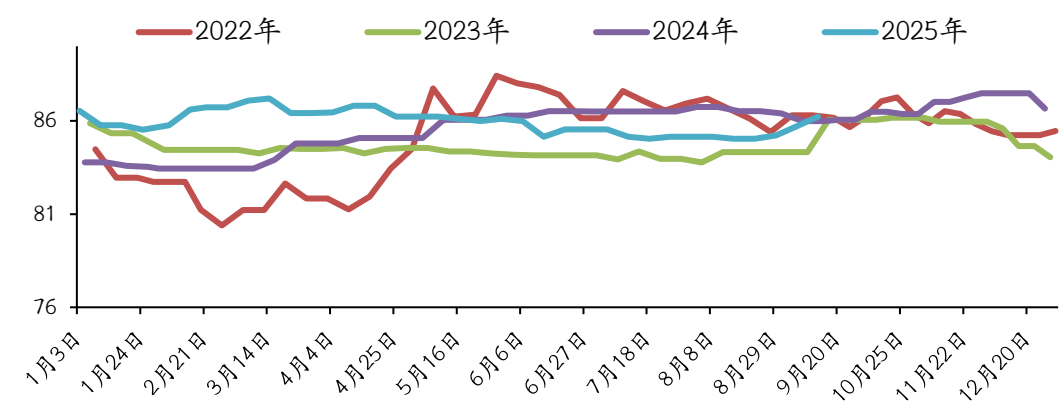
图表：全国能繁母猪存栏（单位：万头）



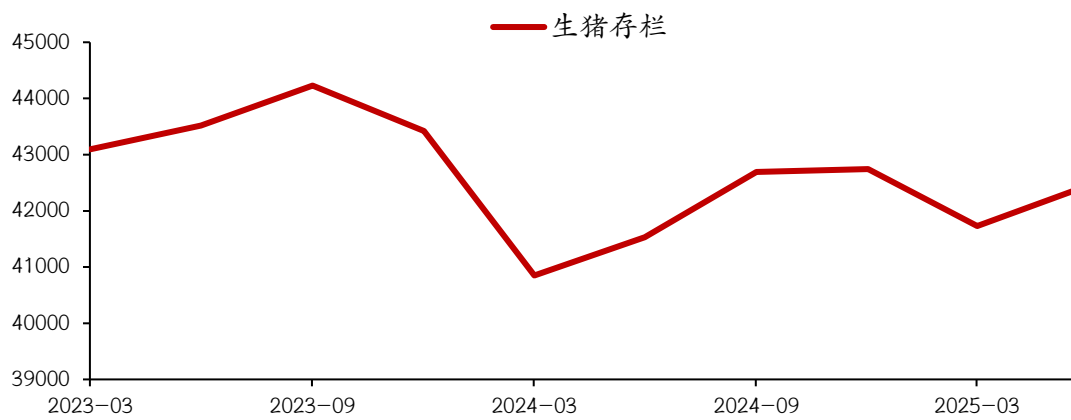
图表：全国：生猪定点屠宰企业屠宰量（单位：万头）



图表：宰后均重：白条猪肉(瘦肉型)：山东（单位：公斤）



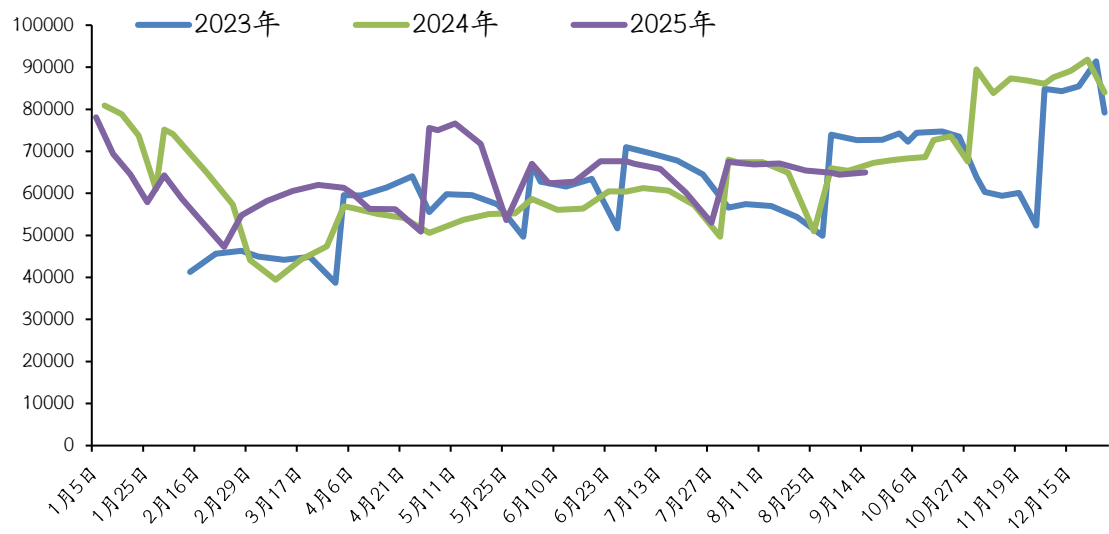
图表：全国生猪存栏量（单位：万头）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

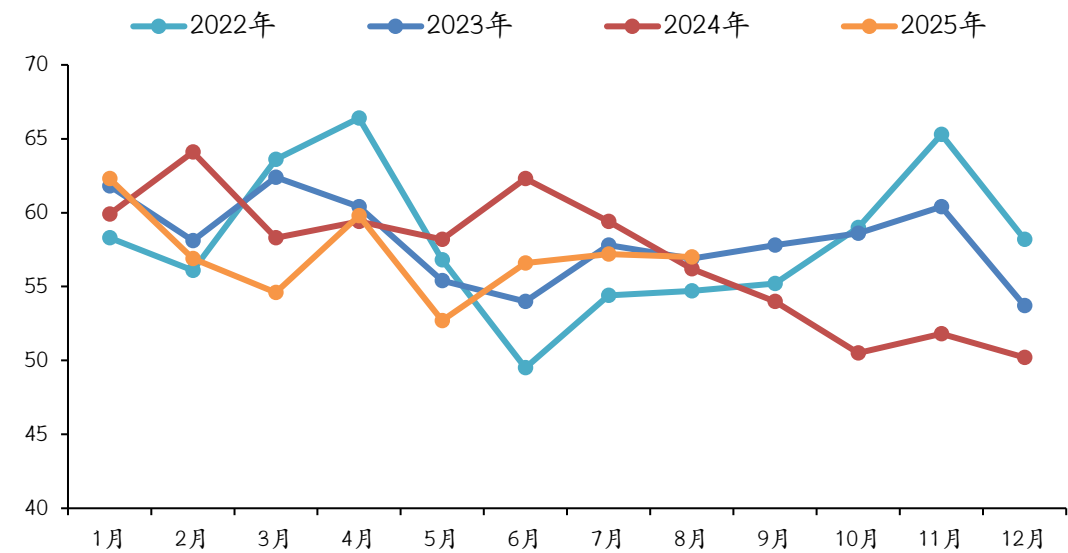
乘用车销量保持平稳

图表：乘用车当周日均销量（单位：辆）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

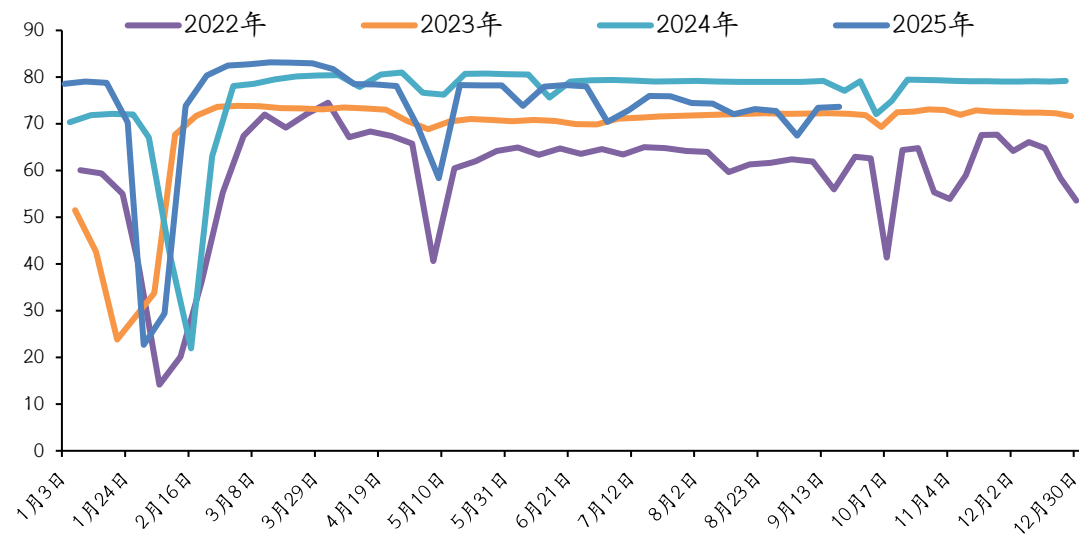
图表：汽车库存预警指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

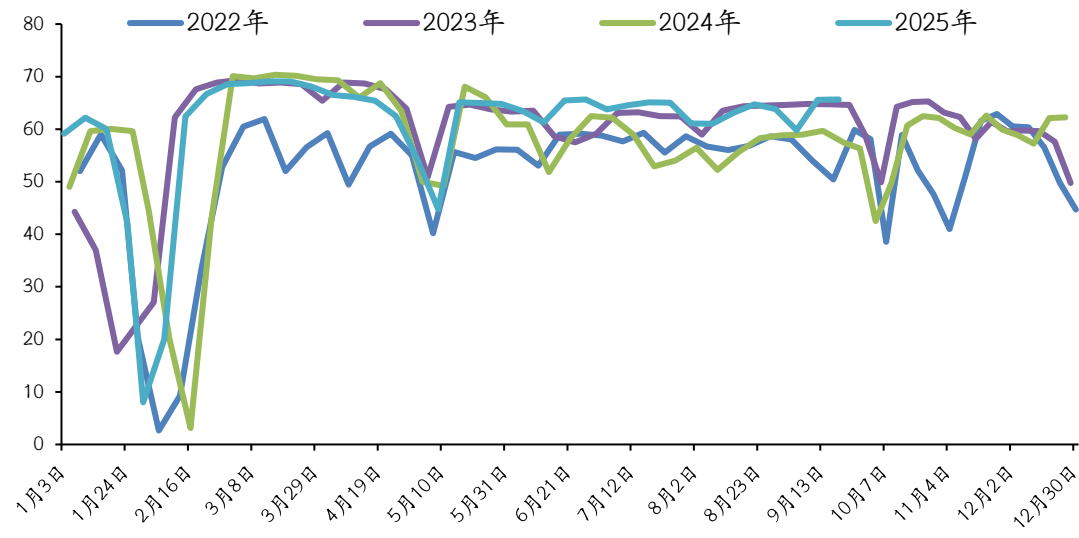
半钢胎开工率平稳

图表：半钢胎开工率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：全钢胎开工率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，历任混沌天成期货宏观分析师，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。