

前置效应消退，经济数据波动加大

——2025 年 8 月经济数据点评

宏观点评

上半年，“抢出口”及财政前置发力，经济超出预期。下半年以来，前置效应消退，经济数据波动加大。9 月之后，经济数据还将面临高基数，增量政策需早出快出、应出尽出，加快落实“适度宽松的货币政策”，巩固和增强经济回升向好态势。

生产扩张放缓，累计增速稳健。8 月份，工业生产同比增速 5.2%，较上月下降 0.5 个百分点；环比增速 0.37%，低于前 7 月均值 0.49%。生产扩张速度放缓，有外需、内需走弱两方面原因。一方面，出口增速下滑。8 月出口同比增长 4.4%，增速下降 2.8 个百分点；出口交货值同比增速从 0.8% 下降至 -0.4%。另一方面，内需有所减弱。“两重”“两新”拉动效应减弱，加上内生经济动能有所弱化，投资、消费等需求下滑。8 月，服务业生产指数同比增速从 5.8% 下降至 5.6%。前 8 月，工业、服务业生产累计同比增速仍比较稳健，分别为 6.2%、5.9%。

政策支持力度减弱，投资波动较大。8 月份，固定资产投资累计同比增速从 1.6% 下降至 0.5%，当月同比增速从 -5.4% 下降至 -7%。这既有“两重”“两新”支持力度减弱的因素，也因为内生经济动能确实有所下滑。基建（不含电力等）投资累计同比增速从 3.2% 下降至 2%，当月同比增速下降至 -5.9%。全口径基建投资累计同比增速从 7.3% 下降至 5.4%，当月同比增速下滑至 -6.4%。制造业投资累计同比增速从 6.2% 下降至 5.1%，连续 5 个月下滑。设备工器具购置投资累计同比增速从 15.2% 下降至 14.4%，虽然增速仍较高，但 3 月以来一直在下滑。

房地产市场继续降温。前 8 月，房地产投资累计同比下降 12.9%，降幅较前 7 月扩大 0.9 个百分点。房地产新开工面积累计同比下降 19.5%，降幅仍较大。商品房销售面积同比累计下滑 4.7%，降幅较前 7 月扩大 0.7 个百分点。4 月份以来，销售累计同比降幅持续走扩，房地产销售回落趋势得到强化。8 月份，70 大中城市二手房价格指数整体回落 0.6%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。其中，一线城市二手房价格环比回落 1%，降幅与上月持平。二线城市二手房价格环比回落 0.6%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。三线城市二手房价格环比回落 0.5%，降幅与上月持平。

部分以旧换新相关消费增速回落。8 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.4%，增速较上月回落 0.3 个百分点，同比增速连续 3 个月出现回落。汽车类消费同比回升 0.8%，增速较上月回升 2.3 个百分点，“反内卷”下汽车价格或有改善。餐饮收入同比增长 2.1%，增速较上月回升 1 个百分点。家用电器和音像器材类消费同比增长 28.7%，增速较上月回落 14.4 个百分点。国补政策的力度或仍相对偏弱，这可能与 8 月份国补资金落地偏慢有关。

● **风险提示：“抢出口”、财政前置效应衰减；房地产市场持续降温；中美关税谈判存在较大不确定性。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

相关报告

《经济数据有所波动，生产端仍较稳健》
2025-08-16

《顶住压力、迎难而上，上半年 GDP 增长 5.3%》2025-07-17

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》2025-06-17

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》
2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》2025-04-18

《经济数据“开门红”的动力来自哪》
2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 生产扩张放缓，累计增速稳健.....	3
2、 政策支持力度减弱，投资波动较大.....	4
3、 房地产市场继续降温.....	6
4、 部分以旧换新相关消费增速回落.....	8

图表目录

图 1： 8 月经济数据波动加大.....	3
图 2： 工业生产增速下滑.....	4
图 3： 服务业生产增速下滑.....	4
图 4： 全口径、窄口径基建投资同比增速均下滑.....	5
图 5： 各类别基建投资同比增速均下滑.....	5
图 6： 制造业投资同比增速下滑.....	6
图 7： 建筑安装工程投资累计同比负增长.....	6
图 8： 房地产销售累计同比持续回落.....	7
图 9： 8 月，一线城市商品房价格降幅收窄.....	7
图 10： 8 月，二手房价格环比降幅扩大.....	7
图 11： 9 月，30 大中城市商品房销售面积同比转正.....	8
图 12： 9 月，上海二手住宅成交走强（套）.....	8
图 13： 9 月，深圳二手住宅成交走强（套）.....	8
图 14： 8 月份，社会消费品零售总额当月同比增速回落.....	9

上半年，“抢出口”及财政前置发力，经济超出预期。下半年以来，前置效应消退，经济数据波动加大。8月，供给及需求扩张速度均有所放缓。供给端，工业、服务业生产同比增速分别从5.7%、5.8%回落至5.2%、5.6%。需求端，投资累计同比增速从1.6%下降至0.5%，房地产投资累计同比降幅从12%扩大至12.9%，社会消费品零售总额同比增速从3.7%下降至3.4%，出口、出口交货值同比增速分别从7.2%、0.8%下降至4.4%、-0.4%。

当前美国对中国商品关税仍高达50%左右，随着“抢出口”消退，出口对经济的拉动或减弱。同时，年内如无新增政策，信用创造也可能重新向下。2025年新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元。前7月，政府债券净融资同比多增4.9万亿元。8月，政府债券净融资1.37万亿元，同比少融资2519亿元，今年以来首次同比少增，社融同比增速从9%下降至8.8%。M2增速能在一定程度上反映政府债券融资的支出强度，8月M2同比增速维持8.8%，没有进一步上升。这些可能意味着信用扩张将重新向下，进而拖累经济修复。

虽然9月经济可能季节性环比改善，但同时也将面临高基数，经济数据同比读数回升的压力仍较大。而且，短期季节性因素无法根本缓解出口、财政前置效应消退的影响。增量政策需早出快出、应出尽出，加快落实“适度宽松的货币政策”，巩固和增强经济回升向好态势。

图1： 8月经济数据波动加大

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/8月预期值	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	--	--	--	5.2	--	--	5.4	--	--	5.4	--
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	● 3.8	3.4	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7	3.0
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	● 1.3	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2	3.3
		——房地产	● -12.4	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6	-10.4
		——采矿业	--	3.0	3.0	3.4	5.8	6.3	5.6	4.7	0.0	10.5	10.3
		——制造业	● 5.4	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2	9.3
		——基建	● 5.4	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2	9.4
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-4.7	-4.0	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	0.0	-12.9	-14.3
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-19.5	-19.4	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	0.0	-23.0	-23.0
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-5.5	-5.9	-6.1	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	0.0	-8.9	-7.0	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	0.0	-8.7	-7.8
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	● 3.3	1.3	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.3	1.6	-16.3	0.8	-4.0
		出口: 当月同比(%)	● 5.9	4.4	7.2	5.8	4.7	8.1	12.2	-3.1	5.9	10.7	6.6
		贸易差额(亿美元)	● 1,003.3	1023.3	982.5	1146.0	1030.8	959.8	1022.4	312.8	1380.9	1051.8	973.3
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	● 5.8	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2	5.4
	景气度	PMI(%)	● 49.3	49.4	49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3
	就业	失业率(%)	● 5.3	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0
	价格	CPI(%)	● -0.20	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20
		PPI(%)	● -2.88	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50
	金融信贷	人民币贷款: 新增 (亿元)	● 5,813.8	5900	-500	22400	6200	2800	36400	10100	51300	9900	5800
金融信贷	信贷融资	人民币贷款余额: 同比 (%)	● 6.8	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7
		社融存量: 同比 (%)	● 8.9	8.8	9.0	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8
	货币供应	M2: 同比(%)	● 8.7	8.8	8.8	8.3	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1、 生产扩张放缓，累计增速稳健

8月份，工业生产同比增速5.2%，较上月下降0.5个百分点；环比增速0.37%，低于前7月均值0.49%。生产扩张速度放缓，有外需、内需走弱两方面原因。

一方面，出口增速下滑。8月出口同比增长4.4%，增速下降2.8个百分点。其中，中国对美出口同比下降33.1%，降幅较7月扩大11.5个百分点，出口占比

下降至10%。直接影响当月工业生产的出口交货值同比增速从0.8%下降至-0.4%，反映出口商对外贸前景仍比较谨慎，以去库存为主。

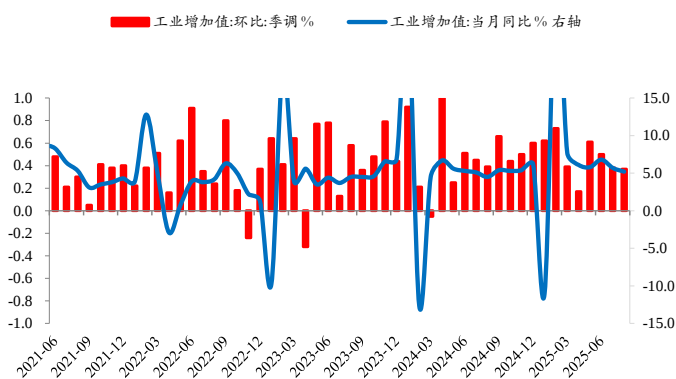
另一方面，内需有所减弱。“两重”“两新”拉动效应减弱，加上内生经济动能有所弱化，投资、消费等需求下滑。8月，固定资产投资累计同比增速从高点3月的4.2%下降至0.5%，8月当月投资同比下降7%。其中，基建（不含电力等）投资累计同比增速从高点4月的5.8%下降至2%。设备更新支持力度减弱，企业利润尚未明显改善，产能利用率处于低位，加之部分行业“反内卷”以及未来出口压力或再次增加，制造业投资累计同比增速从高点3月的9.1%下降至5.1%。

央行调查数据显示，二季度居民未来收入、就业预期指数分别从45.6%、43%下降至45%、41.7%。5月以来房地产市场再次走弱，8月当月房地产投资同比下降19.5%，商品房销售量同比下降10.6%。多地以旧换新退坡，社会消费品零售总额同比增速从高点5月的6.4%下降至3.4%。

服务业生产增速下滑。8月，服务业生产指数同比增速从5.8%下降至5.6%。从结构上看有四个特点。其一，金融市场活跃，金融业生产指数从8.7%进一步上升至9.2%。其二，暑期出行增多带动下，餐饮收入同比增速从1.1%上升至2.1%。其三，转型升级持续，新质生产力加快形成。信息传输、软件和信息技术服务业同比增速从年初的9.3%持续上升至12.1%。其四，受经济动能减弱影响，租赁和商务服务业同比增速从8%下降至7.4%，连续3个月下滑。

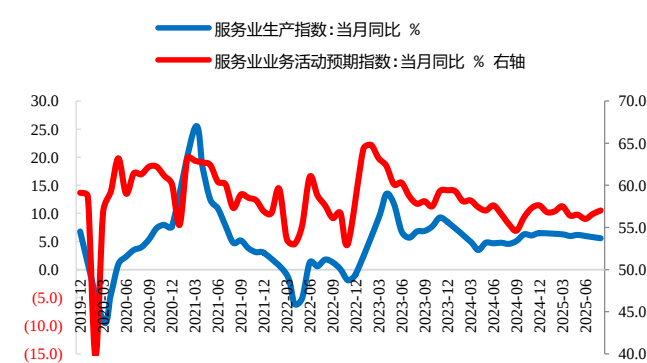
由于上半年生产增速较高，虽然7、8月增速有所下滑，但前8月工业、服务业生产累计同比增速仍比较稳健，分别为6.2%、5.9%。不过，也要看到工业生产增速的波动较大，下降较快，增量政策尽快落地仍有必要。

图2：工业生产增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：服务业生产增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、政策支持力度减弱，投资波动较大

8月，固定资产投资累计同比增速从1.6%下降至0.5%，当月同比增速从-5.4%下降至-7%。当月基建、制造业、房地产投资同比增速均下降为负值。这既有“两重”“两新”支持力度减弱的因素，也因为内生经济动能确实有所下滑。

基建（不含电力等）投资累计同比增速从3.2%下降至2%，当月同比增速下降

至-5.9%。全口径基建投资累计同比增速从7.3%下降至5.4%，当月同比增速下滑至-6.4%。官方口径基建（不含电力等）投资增速已经连续2个月低于2024年全年。一方面，7月、8月基建可能受到天气等因素的短期干扰。另一方面，财政压力仍存，“三保”支出约束下，基建投资主要靠“两重”等项目资金支持。前期中央财政发力，电力等基建投资增速较高，前置效应逐渐衰退，基建投资增速下滑。前8月，电力等公用事业投资累计同比增速从21.5%下降至18.8%；交通运输类投资累计同比增速从3.9%下降至2.7%；水利等投资累计同比增速则从2%进一步下降至-0.2%。

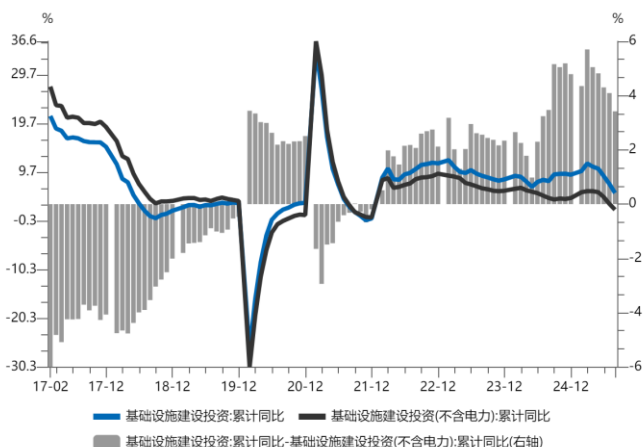
多因素导致制造业投资增速下滑。8月，制造业投资累计同比增速从6.2%下降至5.1%，连续5个月下滑；当月同比增速更是从5%下降至-0.25%。其一，设备更新支持力度减弱。设备更新资金支持规模是2000亿元，大部分资金在上半年已经安排，设备更新对下半年投资的拉动相对减弱。其二，出口前置效应逐渐消退，前7月工业利润同比下降1.7%，企业信心尚未根本改善。其三，产能利用率处于低位，部分行业加强“反内卷”，企业暂缓扩张投资。

综合影响下，设备工器具购置投资累计同比增速从15.2%下降至14.4%，虽然增速仍较高，但3月以来一直在下滑。同时，建筑安装工程投资累计同比增速从-0.8%下降至-2.2%。

多数行业投资增速回落。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，专用设备制造业，有色金属冶炼及压延加工业，计算机、通信和其他电子设备制造业，医药制造业，食品制造业，纺织业，汽车制造业，通用设备制造业，金属制品业，农副食品加工业，化学原料及化学制品制造业，电气机械及器材制造业累计投资同比增速分别下降3.1、3、2.7、2.3、1.9、1.5、1.5、1.5、1.1、1.1、0.9、0.5、0.1个百分点。

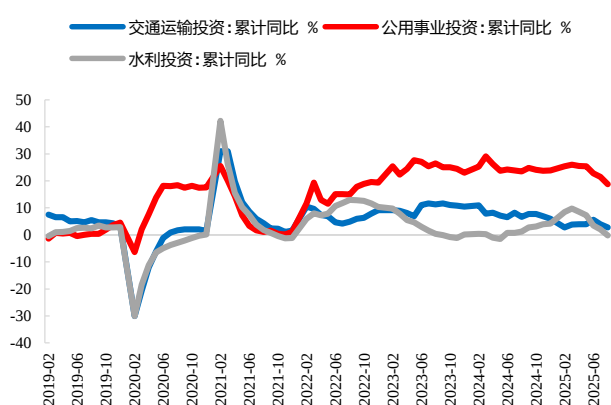
下半年仍会有部分“两重”及设备更新支持资金，由于投资增速过快下滑，政府可能要求相关政府债券加快发行及支出，尽快形成实物工作量托底经济。

图4：全口径、窄口径基建投资同比增速均下滑



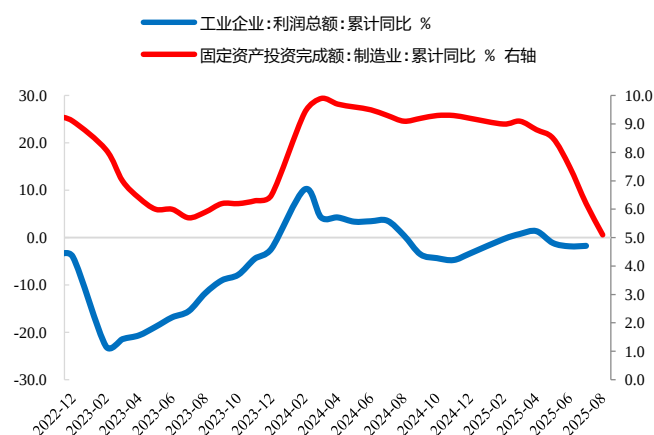
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5：各类别基建投资同比增速均下滑



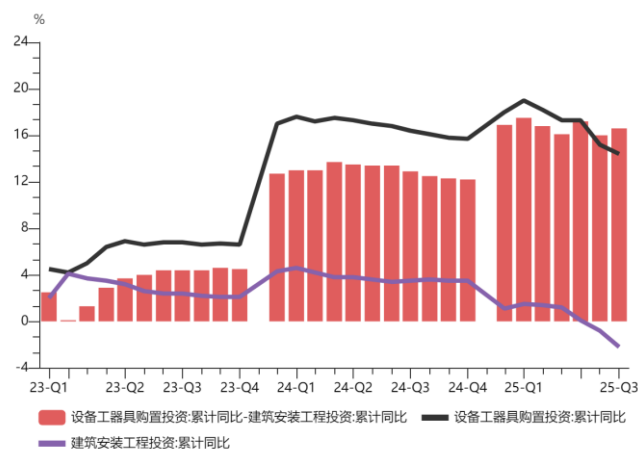
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6：制造业投资同比增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7：建筑安装工程投资累计同比负增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、房地产市场继续降温

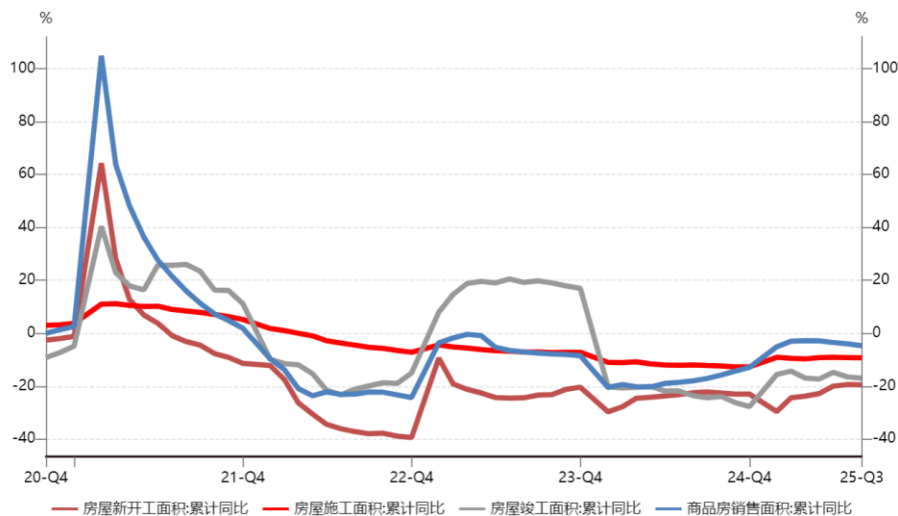
2025年8月，房地产市场修复动能进一步走弱。部分重点城市如北京、上海、深圳等相继放开限购。9月份房地产将迎来传统旺季，高频数据显示，部分城市房地产销售有改善迹象，不过力度如何仍需进一步观察。

房地产投资、销售面积累计降幅走扩。前8月，房地产投资累计同比下降12.9%，降幅较前7月扩大0.9个百分点。房地产新开工面积累计同比下降19.5%，降幅仍较大。商品房销售面积同比累计下滑4.7%，降幅较前7月扩大0.7个百分点。4月份以来，销售累计同比降幅持续走扩，房地产销售回落趋势得到强化。

住宅价格持续转弱。8月份，70大中城市二手房价格指数整体回落0.6%，降幅较上月扩大0.1个百分点。其中，一线城市二手房价格环比回落1%，降幅与上月持平。二线城市二手房价格环比回落0.6%，降幅较上月扩大0.1个百分点。三线城市二手房价格环比回落0.5%，降幅与上月持平。

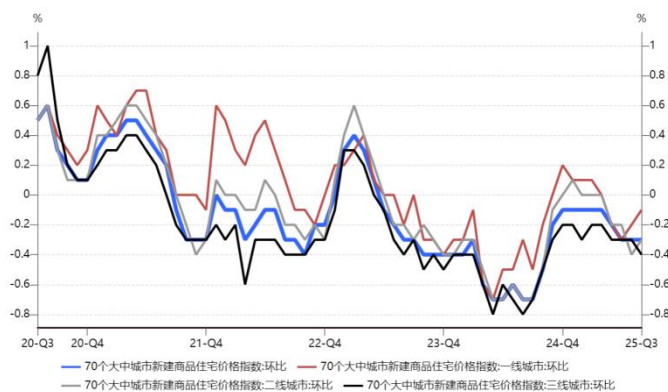
从新房价格看，一线城市价格回落。8月份，70个大中城市中，一线城市新房价格较上月回落0.1%，环比降幅较上月收窄0.1个百分点，降幅连续两个月收窄。二线城市新房价格较上月回落0.3%，环比降幅较上月收窄0.1个百分点。三线城市新房价格环比回落0.4%，降幅较上月扩大0.1个百分点。

图8： 房地产销售累计同比持续回落



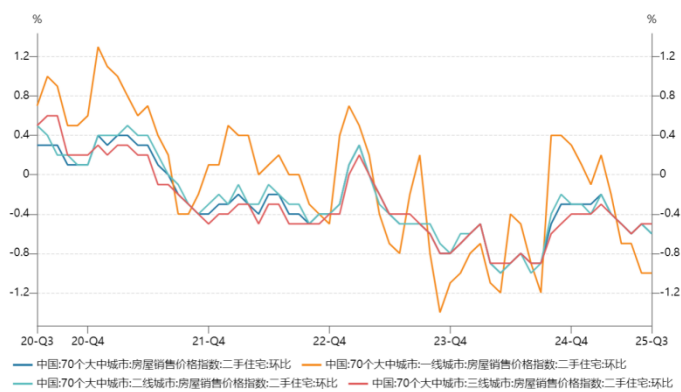
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9： 8月，一线城市商品房价格降幅收窄



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 8月，二手房价格环比降幅扩大

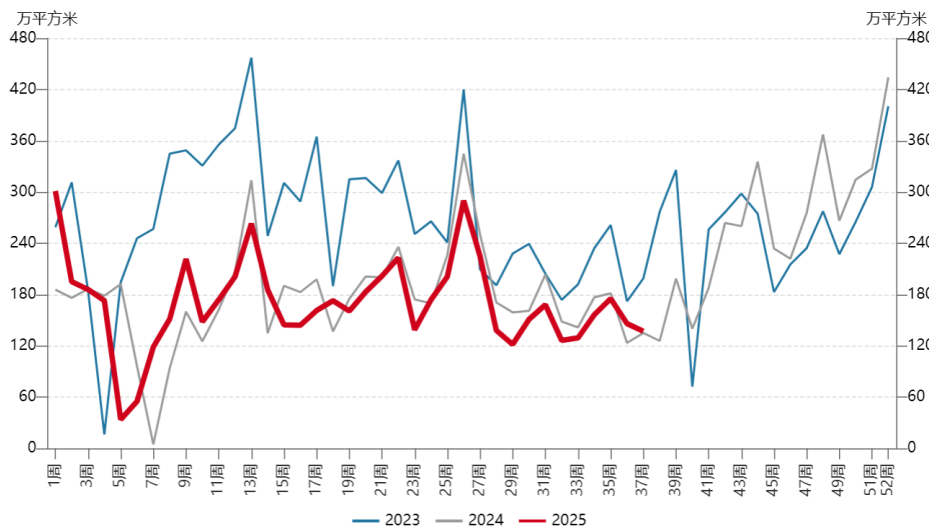


资料来源：Wind，诚通证券研究所

从高频数据看，9月上半月房地产销售有所回暖。就商品房而言，8月前两周，30大中城市商品房销售季节性回落，不过同比要好于2024年同期水平，增速较8月份转正。

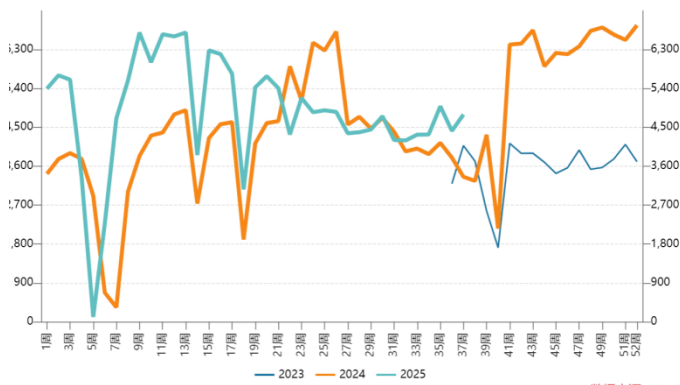
二手房成交有所分化。进入8月，二手房市场表现也整体走弱，不过不同城市表现有所差异。重点一、二线城市如北京、杭州等，二手房成交持续回落，同比弱于2024年同期。上海、深圳二手房成交表现相对较好，好于2024年同期。

图11： 9月，30大中城市商品房销售面积同比转正



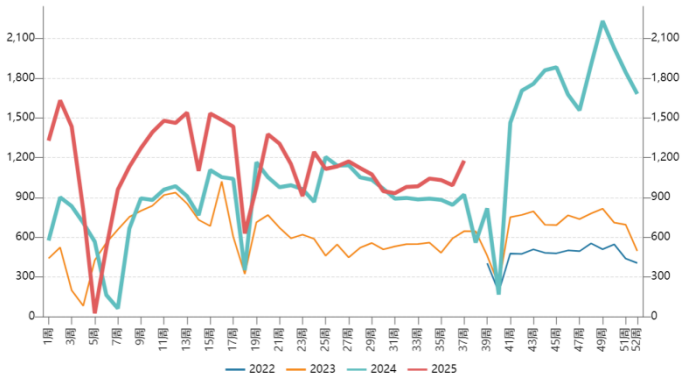
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 9月，上海二手住宅成交走强（套）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 9月，深圳二手住宅成交走强（套）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、部分以旧换新相关消费增速回落

8月份，社会消费品零售总额同比增长3.4%，增速较上月回落0.3个百分点，同比增速连续3个月出现回落。从环比看，8月份社会消费品零售总额季调环比上行0.17%，经历两个月负增长后转正。

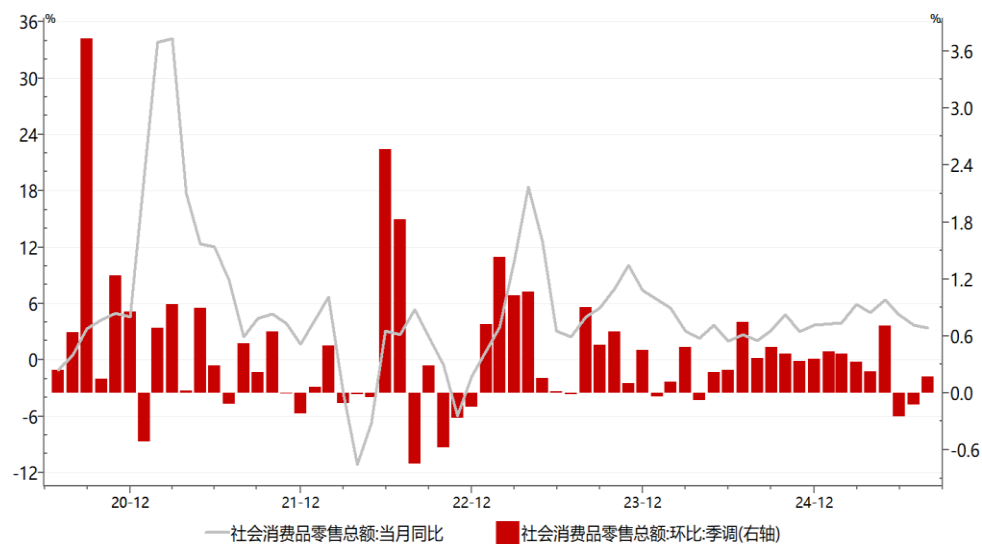
6、7月份消费偏弱，我们在此前的报告中分析过，主要受国补空档期、618活动的透支、反内卷以及深入贯彻中央八项规定精神等因素影响。8月，数据显示部分因素的影响正在逐步消退。

8月份，汽车类消费同比回升0.8%，增速较上月回升2.3个百分点，“反内卷”下汽车价格或有改善。餐饮收入同比增长2.1%，增速较上月回升1个百分点，增速连续两个月修复，深入贯彻中央八项规定精神的影响也在放缓。

家用电器和音像器材类消费同比增长 28.7%，增速较上月回落 14.4 个百分点。国补政策的力度或仍相对偏弱，这可能与 8 月份国补资金落地偏慢有关。

9 月，国补落地或将加速，叠加新生开学等消费需求以及双节临近，9 月消费预计将进一步正常化，环比增速预计维持正增长。

图14： 8 月份，社会消费品零售总额当月同比增速回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020