

8 月经济数据点评

关注稳增长的财政政策是否出台

8 月工业增加值和社零当月同比增速低于万得一致预期,1-8 月固定资产投资增速低于万得一致预期;8 月,外部形势复杂严峻、国内气候因素继续影响经济数据;关注稳增长的宏观政策是否出台,包括 9 月-10 月财政政策空间是否能够打开,以及 9 月美联储降息后国内是否会抓住货币政策宽松的时间窗口。

- 8 月工业增加值同比增长 5.2%,从行业分类来看,1-8 月采矿业工业增加值累计同比增速 5.7%,制造业累计同比增速 6.8%,公用事业累计同比增速 2.2%,高技术产业累计同比增速 9.5%。8 月上游行业工业增加值增速相对较强。
- 8 月社零同比增长 3.4%,其中,除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.7%,服务消费累计同比增长 5.1%。我们认为 8 月行业消费分化,受海外价格波动影响较大的是金银珠宝,受补贴政策影响较大的是家电,我们预计四季度新能源汽车消费或将保持较高增速。
- 1-8 月固定资产投资累计同比增速为 0.5%,民间固定资产投资累计同比下降 2.3%,扣除房地产开发投资,1-8 月全国固定资产投资增长 4.2%,民间投资增长 3.0%。分类别看,制造业投资 1-8 月累计同比增 5.1%,基建投资累计同比增长 2.0%,地产投资累计同比下降 12.9%。
- 1-8 月房地产新开工面积累计同比下降 19.5%,施工面积同比下降 9.3%,竣工面积同比下降 17.0%。1-8 月住宅投资增速下降 11.9%,商品房销售面积同比下降 4.7%,商品房销售额累计同比下降 7.3%。2025 年 8 月,70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.0%,二手住宅价格指数下降 5.5%,降幅均延续收窄的趋势。
- 8 月经济数据回落幅度超出万得一致预期。8 月工业增加值、社零当月同比增速,固定资产投资累计同比增速均较 7 月有不同程度下降,且经济数据整体表现连续两个月低于万得一致预期。我们认为造成 7 月经济数据偏弱的原因当中,在 8 月仍在延续的,一是外部形势复杂严峻,二是国内极端天气的不利影响。但是相较于 7 月数据中仍有制造业工业增加值增速较高和国补带动部分耐用消费品增速上行的亮点,8 月经济数据中仅餐饮服务消费增速相对较好。8 月数据反映出海外不稳定不确定性因素对国内经济的影响开始加大,其中较为值得关注的是:制造业固定资产投资和制造业工业增加值同比增速都出现下滑趋势,基建固定资产投资下滑速度偏快,房地产固定资产投资增速仍未见底且商品房销售出现转弱迹象,除汽车之外的商品消费表现偏弱等等。
- 关注稳增长的宏观政策调整。我们认为四季度对国内经济影响最大的因素,或是美国关税政策对我国外资外企生产经营和前景预期,可能产生的直接和间接影响,并反映在三方面数据当中:一是体现在企业生产端,影响工业增加值同比增速承压,二是体现在企业融资需求整体偏弱,且结构上更倾向于短期融资,三是影响生产端扩张,反映在制造业固定资产投资增速下滑。我们应该以国内的确性对冲海外的不确定性:消费方面,加大国补落地力度,提振居民耐用消费品和服务消费支出力度;投资方面,加大基建投资的资金保障力度;融资方面,保持适度宽松的流动性,进一步落实降低实体经济综合融资成本。我们维持此前观点,认为 9 月-10 月重点关注财政政策空间是否有加力提效的空间,同时短期建议关注,美联储 9 月降息之后,货币政策或也将迎来进一步宽松的时间窗口。
- **风险提示:** 全球通胀二次上行;欧美经济回落速度偏快;国际局势复杂化。

相关研究报告

《美债还有不少挑战》20250915

《中银量化大类资产跟踪》20250915

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250911》
20250915

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师: 张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

证券分析师: 朱启兵

(8610)66229359

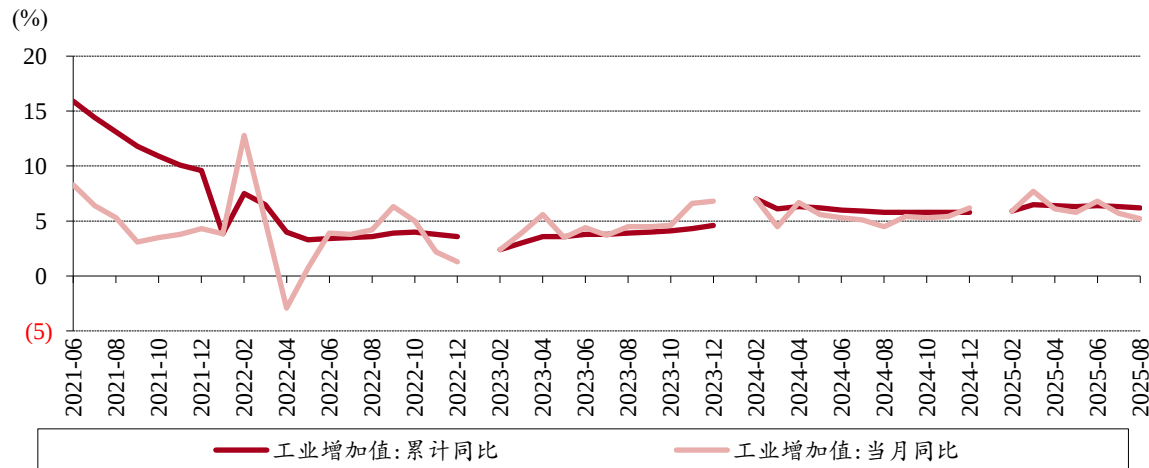
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300516090001

工业增加值同比增速回落

8月工业增加值同比增速较7月继续回落。8月工业增加值同比增长5.2%，较7月下降0.5个百分点，较去年同期下降0.2个百分点，低于万得一致预期同比增速5.75%。我们认为8月工增同比增速虽然连续两个月回落，但整体维持了较高的增速水平。

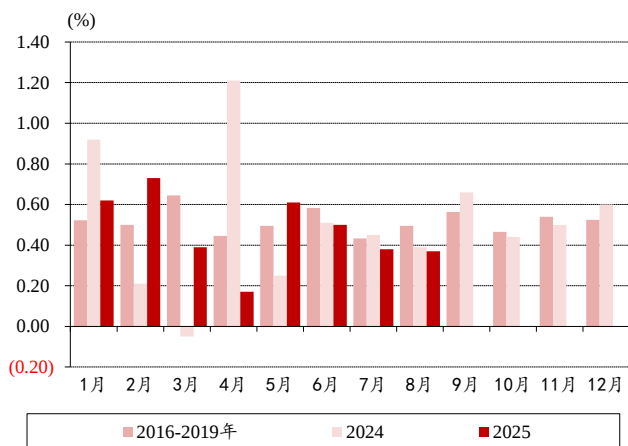
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

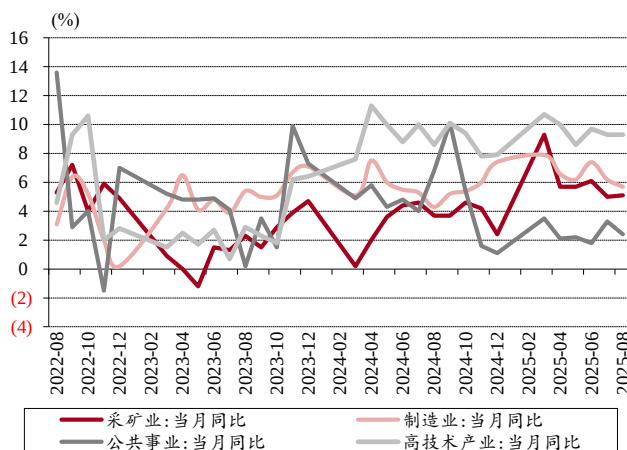
8月工业增加值环比较历史同期平均水平偏弱。从环比增速来看，8月工业增加值环比上升0.37%，与2016年-2019年期间同期平均水平0.50%相比偏低，与2024年同期的环比增长0.39%相比增速相当，但考虑到2025年7月环比基数不高，因此8月工业增加值环比增速整体偏低。从行业分类来看，1-8月采矿业工业增加值累计同比增长5.7%，制造业累计同比增长6.8%，公用事业累计同比增长2.2%，高技术产业累计同比增长9.5%。从企业类型来看，1-8月私企工业增加值同比增长6.3%，国企工业增加值同比增长4.4%，股份制企业同比增长6.7%，外企同比增长3.9%。与2025年1-7月相比，1-8月累计同比增速较1-7月持平的是高技术产业、公共事业和国企，下降的是私企、外企、采矿业、制造业和股份制企业。8月当月工业增加值同比增速相较7月，各行业和企业类型中只有采矿业增速有所上升，高技术产业当月增加值同比增速不变，增速下降超过0.5个百分点的是公共事业和国企。8月工业增加值同比增速整体回落，但装备制造业增加值同比增长8.1%，高技术制造业增加值增长9.3%，增速依然较为强劲，分产品看，3D打印设备、新能源汽车、工业机器人等产品产量同比均维持了两位数的较高增速。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

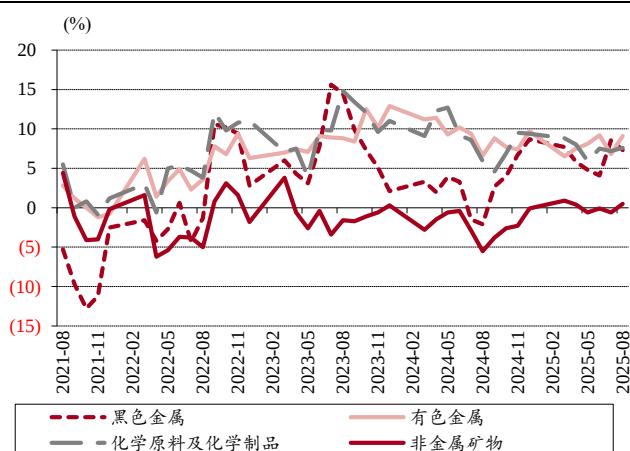
图表 3. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

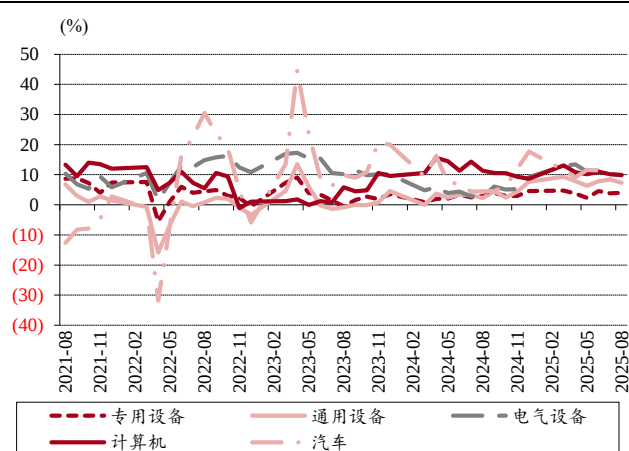
8 月上游行业工业增加值增速相对较强。上游行业方面，1-8 月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 8.0%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降 0.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 6.1%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 7.7%，从当月同比增速来看，较 7 月增速上升的是有色金属、非金属矿物和化学原料，黑色金属增速下降超过 1.0 个百分点，并且 8 月非金属矿物当月增速转正。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 8.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长 3.8%，汽车制造业增加值累计同比增长 10.5%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 11.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 10.8%，中游行业工业增加值当月同比增速较 7 月下降超过 1.0 个百分点的行业是通用设备，当月同比增速较 7 月有所上升的行业仅有专用设备。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长 5.4%，纺织业增加值累计同比增长 3.4%，医药制造业增加值累计同比增长 1.6%，下游行业工业增加值当月同比增速较 7 月下降幅度超过 1.0 个百分点的是食品，较 7 月上升的行业是医药。我们认为 8 月中游行业工业增加值同比增速回落主要是受外需波动的影响。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

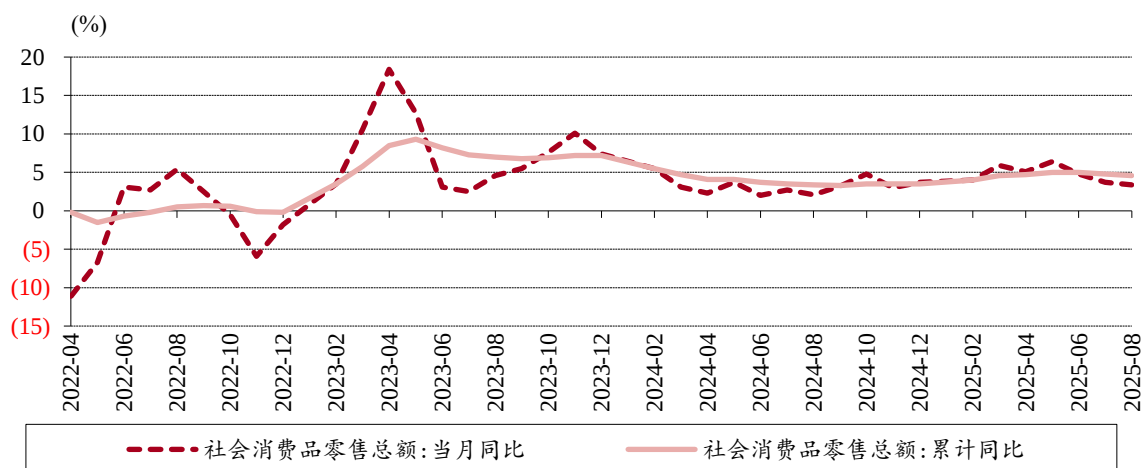


资料来源：万得，中银证券

社零同比增速连续三个月回落

关注非汽车商品消费增速回落的情况。8 月社零同比增长 3.4%，较 7 月下降 0.3 个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.7%，较 7 月下降 0.6 个百分点，服务消费累计同比增长 5.1%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点。8 月社零数据内部继续分化，商品销售增速回落，餐饮消费增速上行，城镇消费增速回落，乡村消费增速上行。

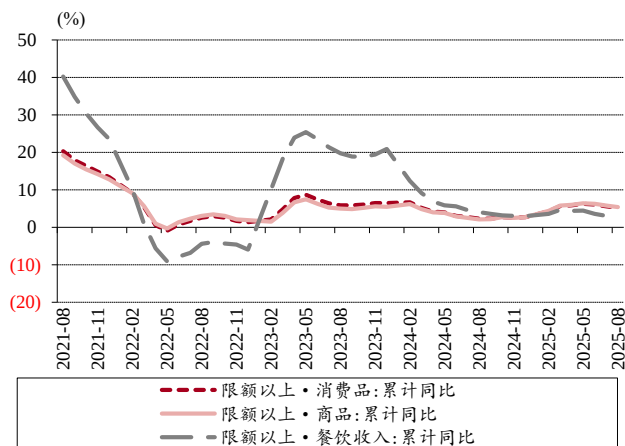
图表 6. 社零同比增速



资料来源：万得，中银证券

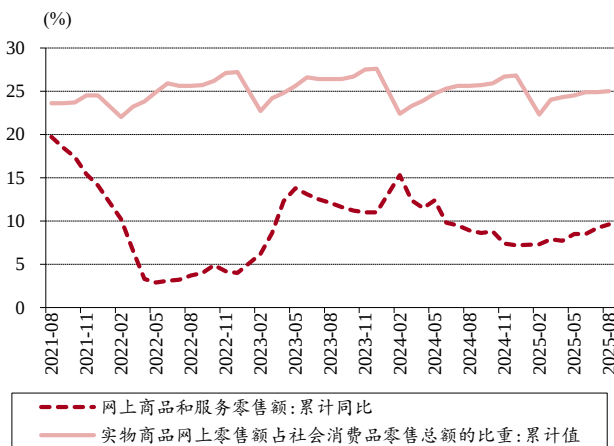
8月限额以上商品消费增速后回落幅度最大。8月餐饮消费同比增长2.1%，较7月上升1.0个百分点，限额以上餐饮消费同比增长1.0%，较7月上升1.3个百分点；8月商品消费同比增速3.6%，较7月下降0.4个百分点，限额以上商品消费增速2.6%，较7月下降0.5个百分点。1-8月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长5.2%，商品消费累计同比增速好于餐饮消费，但8月餐饮消费增速较7月上行，表现好于商品消费。8月网上零售额累计占比为30.8%，较2024年同期持平，较1-7月上升0.3个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为9.6%，增速较1-7月上升0.4个百分点。根据统计局解读，基本生活类和部分升级类商品销售增势良好，消费品以旧换新政策效果继续显现，服务消费中文体休闲服务类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额较快增长。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

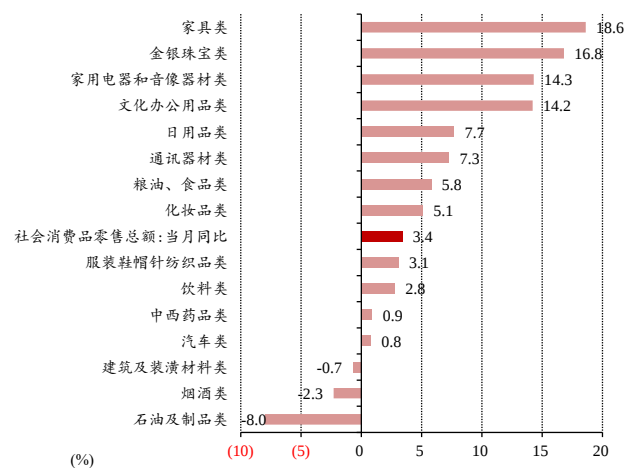
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

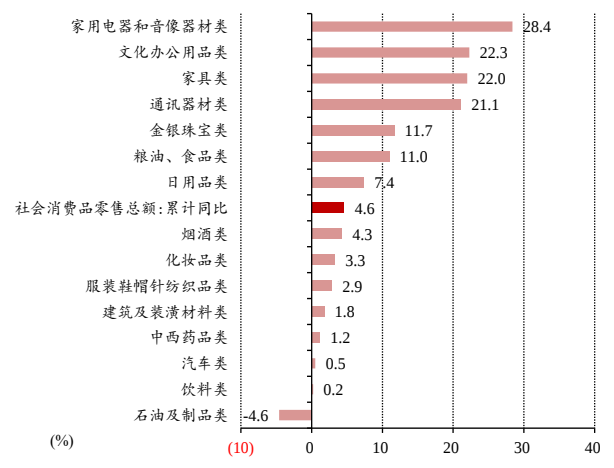
社零消费分化。从同比增速来看，8月限额以上企业商品零售总额增速2.6%，同比增速较高的细分行业包括家具、金银珠宝、家用电器和文化办公用品等，同比增速下降的有石油制品、烟酒和建筑装潢；与7月相比，增速上升较多的有金银珠宝、汽车和服装鞋帽，增速下降较多的有家电、通讯器材、烟酒等。1-8月社零累计同比增速较高的品类有家用电器、文化办公用品、家具、通讯器材、金银珠宝和粮油食品等，累计同比增速下降的仅有石油制品；累计同比增速较1-7月上升的有金银珠宝、饮料、化妆品和汽车，累计同比增速较1-7月下降较多的有家电、通讯器材和文化办公用品等。我们认为8月行业消费分化，受海外价格波动影响较大的是金银珠宝，受补贴政策影响较大的是家电，我们预计四季度新能源汽车消费或将保持较高增速。

图表 9. 各品类社零当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比增速

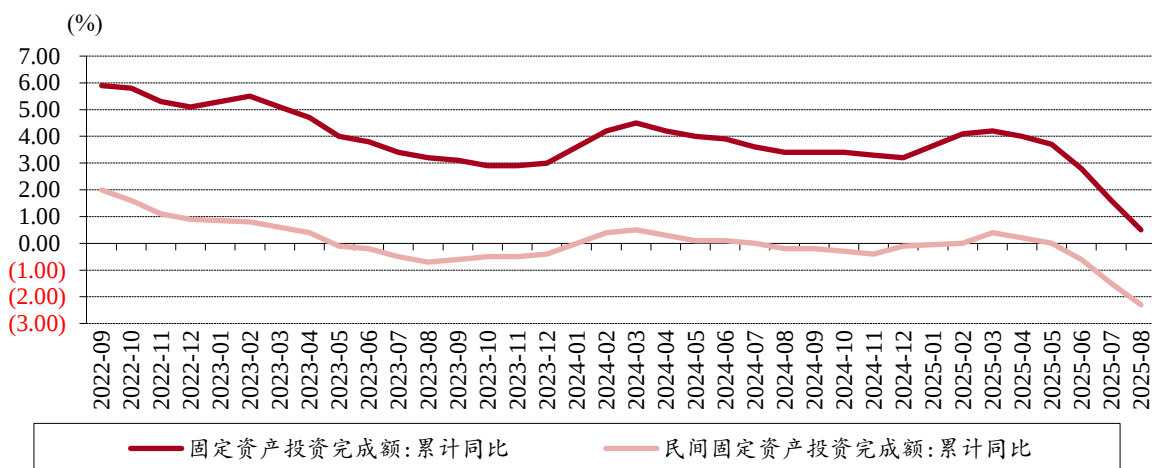


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速明显回落

关注天气因素对固定资产投资的扰动，以及四季度固投是否会赶进度。1-8月固定资产投资累计同比增速为0.5%，较1-7月下降1.1个百分点，1-8月民间固定资产投资累计同比下降2.3%，较1-7月下降0.8个百分点。扣除房地产开发投资，1-8月全国固定资产投资增长4.2%，民间投资增长3.0%。我们认为8月的极端天气可能是持续影响固投增速的原因之一，关注四季度是否会出现赶进度的情况。

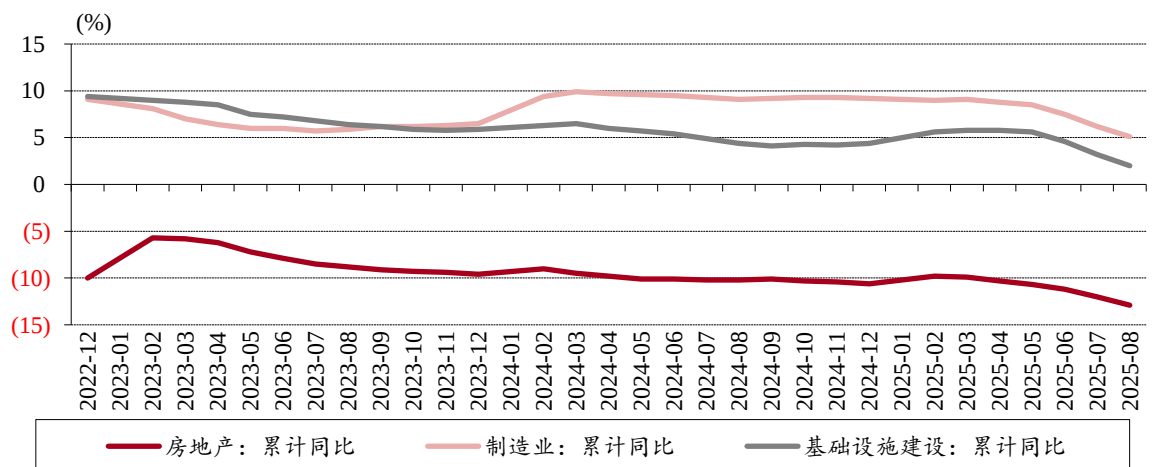
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

制造业、基建和房地产投资增速都有不同程度下降。分类别看，制造业投资1-8月累计同比增5.1%，基建投资累计同比增长2.0%，地产投资累计同比下降12.9%。从产业分类来看，第一产业累计同比上升5.5%，第二产业累计同比增长7.6%，第三产业累计同比下降3.4%；从地区来看，东部累计同比下降3.5%，中部增长2.5%，西部增长2.3%，东北下降6.0%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长0.5%，国企同比增长2.3%，外资企业下降15.4%。从我们测算的当月同比增速看，8月制造业投资下降1.3%，较7月下降1.0个百分点，基建投资下降5.9%，较7月下降0.8个百分点，房地产投资下降19.9%，较7月下降2.9个百分点。我们认为固定资产投资名义增速下降的主要原因包括几个方面，一是8月国内极端天气影响继续投资落地，二是价格因素对固定资产投资仍造成一定拖累，三是房地产投资增速仍未见底，继续拖累固定资产投资，四是美国关税政策开始影响国际贸易，对我国生产端造成间接影响。我们认为，考虑到政府债券新增融资规模较大和政府支出力度仍在较高水平，我们认为四季度基建投资有可能赶进度带动增速企稳。

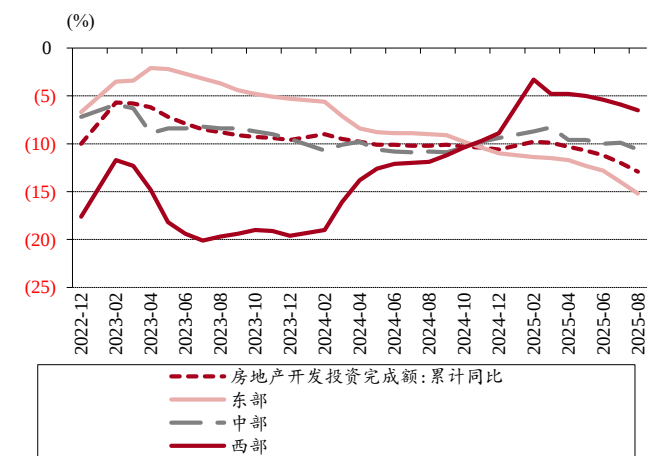
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

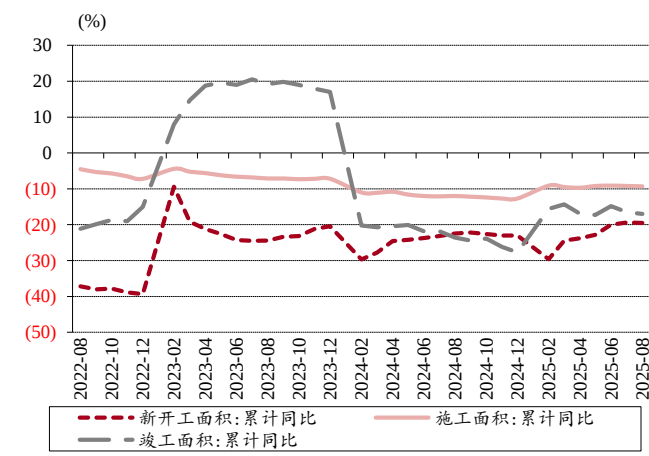
1-8 月房地产固定资产投资增速仍在下行。1-8 月房地产投资累计同比增速下降 12.9%，比 1-7 月下降 0.9 个百分点。其中东部地区累计同比下降 15.2%、中部地区累计同比下降 10.6%、西部地区累计同比下降 6.5%。从房地产分类来看，1-8 月住宅投资增速下降 11.9%，办公楼投资增速下降 17.8%，商业地产投资增速下降 9.5%。1-8 月房地产新开工面积累计同比下降 19.5%，施工面积同比下降 9.3%，竣工面积同比下降 17.0%。8 月土地市场供求依然偏弱，计算当月新开工面积同比增速也连续两个月出现增速下降。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

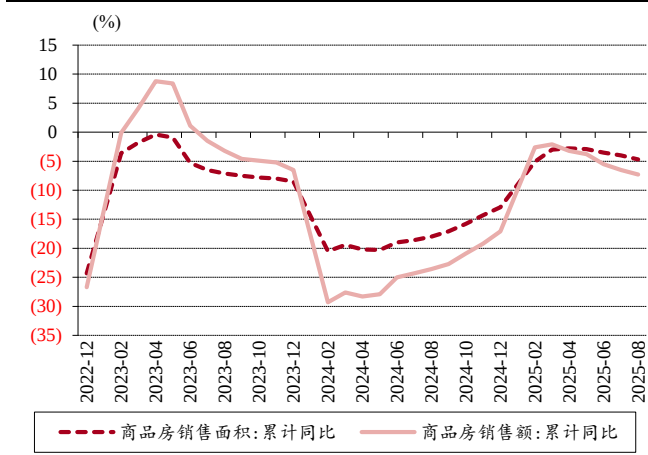
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

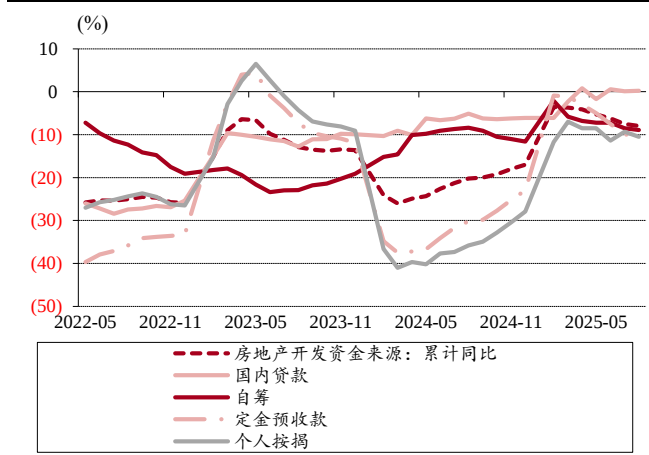
房价降幅延续收窄趋势，但销售面积和销售额累计同比增速继续下降。1-8 月商品房销售面积同比下降 4.7%，商品房销售额累计同比下降 7.3%。1-8 月商品房待售面积同比增长 3.1%，其中住宅面积同比增长 5.4%，办公楼同比下降 1.6%，商业地产同比下降 0.5%。从房地产投资资金来源看，1-8 月国内贷款占比 15.9%，较 1-7 月下降 0.2 个百分点，个人按揭贷款占比 13.8%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点，定金预收款占比 29.3%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点，自筹资金占比 35.7%，较 1-7 月上升 0.4 个百分点。从增速看，1-8 月房地产开发资金来源累计同比增速下降 8.0%，其中国内贷款资金来源同比增长 0.2%，定金和预收款增速下降 10.5%，个人按揭贷款资金来源增速下降 10.5%。2025 年 8 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 3.0%，二手住宅价格指数下降 5.5%，降幅均延续收窄的趋势。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源: 万得, 中银证券

结论：关注稳增长的财政政策是否出台

8 月经济数据回落幅度超出万得一致预期。8 月工业增加值、社零当月同比增速，固定资产投资累计同比增速均较 7 月有不同程度下降，且经济数据整体表现连续两个月低于万得一致预期。我们认为造成 7 月经济数据偏弱的原因当中，在 8 月仍在延续的，一是外部形势复杂严峻，二是国内极端天气的不利影响。但是相较于 7 月数据中仍有制造业工业增加值增速较高和国补带动部分耐用消费品增速上行的亮点，8 月经济数据中仅餐饮服务消费增速相对较好。8 月数据反映出海外不稳定不确定性因素对国内经济的影响开始加大，其中较为值得关注的是：制造业固定资产投资和制造业工业增加值同比增速都出现下滑趋势，基建固定资产投资下滑速度偏快，房地产固定资产投资增速仍未见底且商品房销售出现转弱迹象，除汽车之外的商品消费表现偏弱等等。

关注稳增长的宏观政策调整。我们认为四季度对国内经济影响最大的因素，或是美国关税政策对我国外资外企生产经营和前景预期，可能产生的直接和间接影响，并反映在三方面数据当中：一是体现在企业生产端，影响工业增加值同比增速承压，二是体现在企业融资需求整体偏弱，且结构上更倾向于短期融资，三是影响生产端扩张，反映在制造业固定资产投资增速下滑。我们应该以国内的确性对冲海外的不确定性：消费方面，加大国补落地力度，提振居民耐用消费品和服务消费支出力度；投资方面，加大基建投资的资金保障力度；融资方面，保持适度宽松的流动性，进一步落实降低实体经济综合融资成本。我们维持此前观点，认为 9 月-10 月重点关注财政政策空间是否有加力提效的空间，同时短期建议关注，美联储 9 月降息之后，货币政策或也将迎来进一步宽松的时间窗口。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371