

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

固投增速下滑加快的逻辑

2025年9月15日

- 进入今年三季度以后，固定资产投资增速的下滑有所加快，7月、8月的边际走弱程度都超过了1个百分点。**固定资产投资增速为何增速下滑开始加快，我们认为逻辑有三层。**
- **第一，固投的三大类投资增速都在全面下探。**前8月制造业、基建和房地产投资累计增速都进一步下探。基建投资累计增速回落可能与项目落地进度有关，叠加高温天气对户外施工带来的影响，短期尚未形成投资向上的支撑。地产投资累计增速继续回落，与地产销售仍相对低迷有关。
- **第二，目前固投增速唯一核心支撑在于大规模设备更新，其余投资双双负增，设备购置类独木难支。**从固投的构成来看，只有设备工器具购置类投资还有较高增速，对固投有明显支撑，而建筑安装类和其他类都陷入了负区间。2025年前8月，设备购置类同比增长拉动固投增长2.1个百分点，高于当前的固投增速，这意味着若剔除该项，固投整体将陷入负增长，足见大规模设备更新政策是当前投资的唯一核心支撑。
- **第三，固投类型已从高增的扩建逐步切换至新建，新建投资暂未接续发力导致固投增速下降加快。**从改扩建的表现来看，前期高增的扩建投资现在已经进入负增长，或反映企业扩建需求边际收缩。当前增速最高的是新建投资，但前7月同比仅增长6.7%，较前值也有回落，显示当前新建投资增速提升有限。我们认为，在高增的扩建投资回落后，若新建投资暂未接续发力，则可能导致固投增速下降加快。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目 录

一、固定资产投资增速下滑加快.....	3
二、以旧换新支撑减弱，拖累社零.....	6
风险因素	8

图 目 录

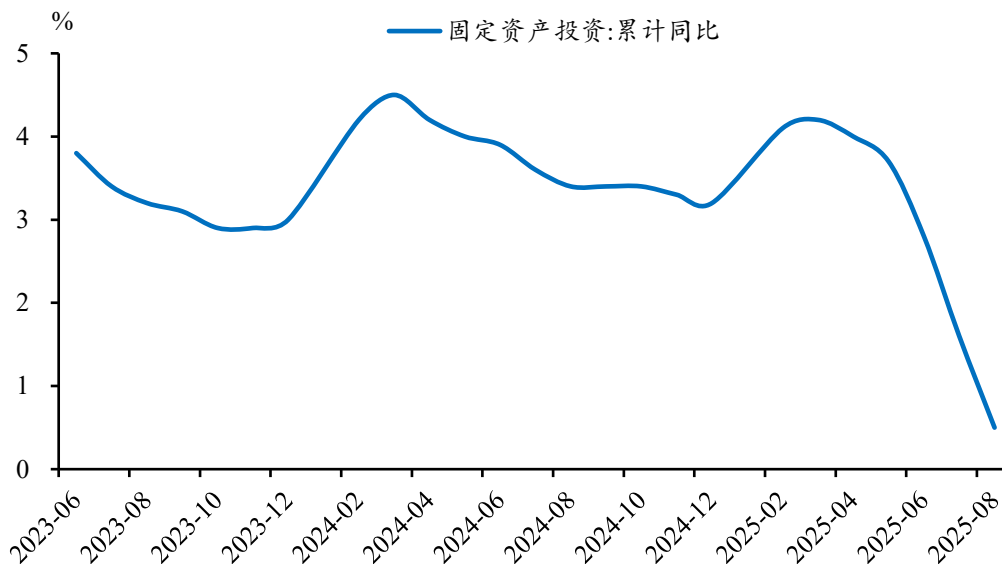
图 1：固定资产投资增速下滑有所加快	3
图 2：固投的三大类投资增速都在全面下探	4
图 3：设备购置类固投独木难支	4
图 4：固投构成从高增的扩建转向新建	5
图 5：服务业的增势好于工业增加值	5
图 6：8 月失业率季节性上升	6
图 7：8 月社零同比增速走弱	6
图 8：三大以旧换新品类同步走弱	7

一、固定资产投资增速下滑加快

前8月，固定资产投资累计同比较前值进一步回落，仅增长0.5%，较市场预期（1.3%）低0.8个百分点。进入今年三季度以后，固定投资增速的下滑有所加快，7月、8月的边际走弱程度都超过了1个百分点（图1）。

从绝对水平上看，当前固定投资的增速水平处于历史上1.9%的分位数上。如果不考虑2020年前三季度的表现，今年前8月的固定投资增速表现就是有数据以来最弱的水平。

图1：固定资产投资增速下滑有所加快



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

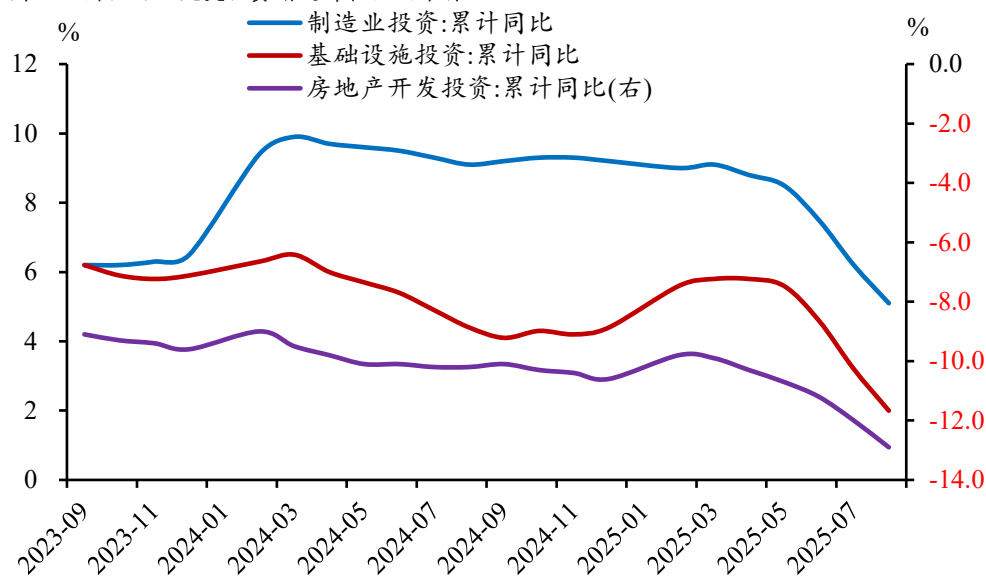
进入三季度后，固定投资增速为何增速下滑开始加快，我们认为逻辑有三层。

第一，固投的三大类投资增速都在全面下探。前8月，制造业、基建和房地产投资累计增速都进一步下探。基建投资累计增速回落可能与项目落地进度有关，叠加高温天气对户外施工带来的影响，短期尚未形成投资向上的支撑。地产投资累计增速继续回落，与地产销售仍相对低迷有关。

第二，目前固投增速唯一核心支撑在于大规模设备更新，其余投资双双负增，设备购置类独木难支。从固投的构成来看，只有设备工器具购置类投资还有较高增速，对固投有明显支撑，而建筑安装类和其他类都陷入了负区间。2025年前8月，设备购置类累计同比增长14.4%，拉动固投增长2.1个百分点，高于当前的固投增速，这意味着若剔除该项，固投整体将陷入负增长，足见大规模设备更新政策是当前投资的唯一核心支撑。建筑安装类投资同比下降2.2%，降幅较前7月扩大1.4个百分点，主要受房地产开发投资低迷、基建项目施工进度放缓影响；其他类投资同比下降0.9%，延续负增态势。

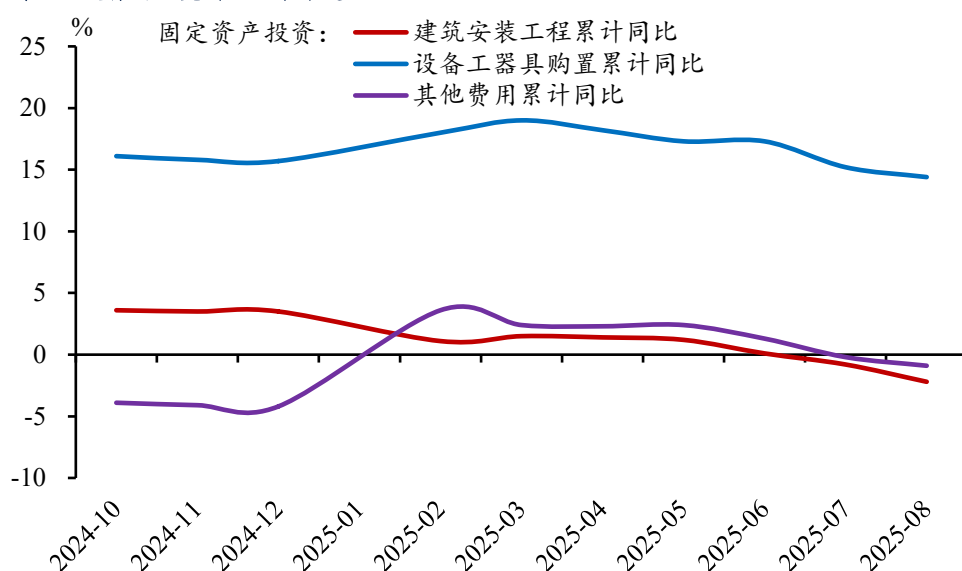
第三，固投类型已从高增的扩建逐步切换至新建。从改扩建的表现来看，前期高增的扩建投资现在已经进入负增长（前7月同比增速为-5.6%），或反映企业扩建需求边际收缩。当前增速最高的是新建投资，但前7月同比仅增长6.7%，较前值也有回落，显示当前新建投资增速提升有限。我们认为，在高增的扩建投资回落后，若新建投资暂未接续发力，则可能导致固投增速下降加快。

图 2：固投的三大类投资增速都在全面下探



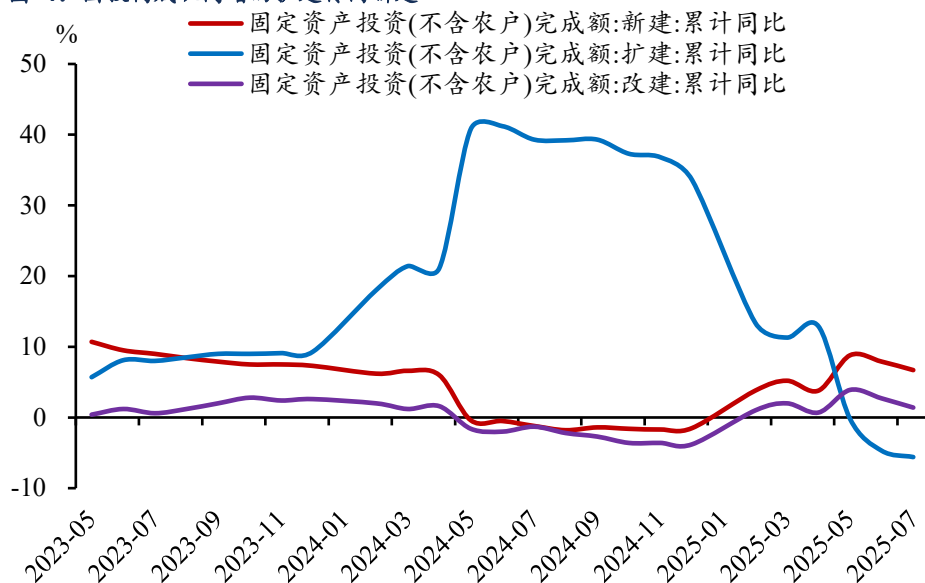
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：设备购置类固投独木难支



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 4：固投构成从高增的扩建转向新建

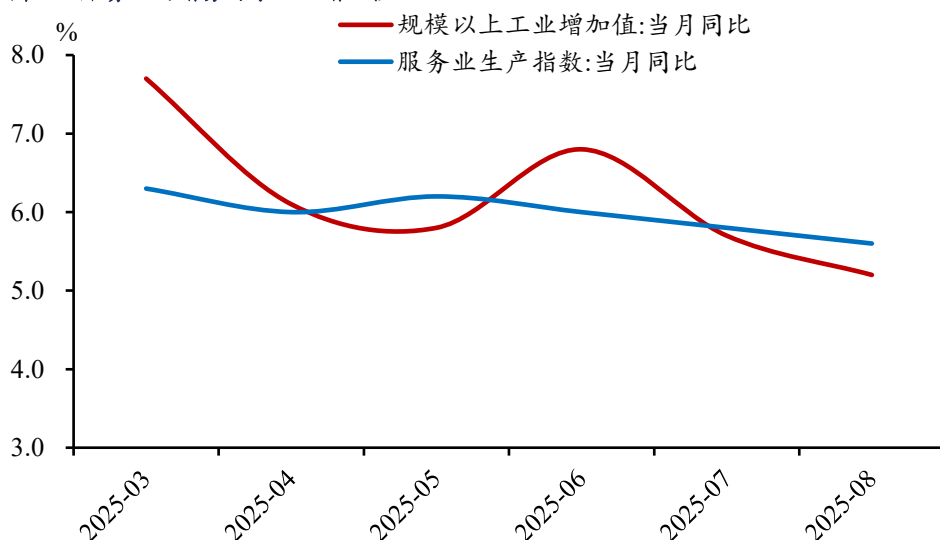


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

服务业的增势好于工业增加值，这和国内的消费品价格表现弱于服务价格相一致。8 月工业增加值增速回落主要是制造业和公用事业增速回落，采矿业并未回落。需要注意的是，虽然整体制造业的工业增加值增速在回落，但是高技术制造业的工业增加值增速维持稳定。

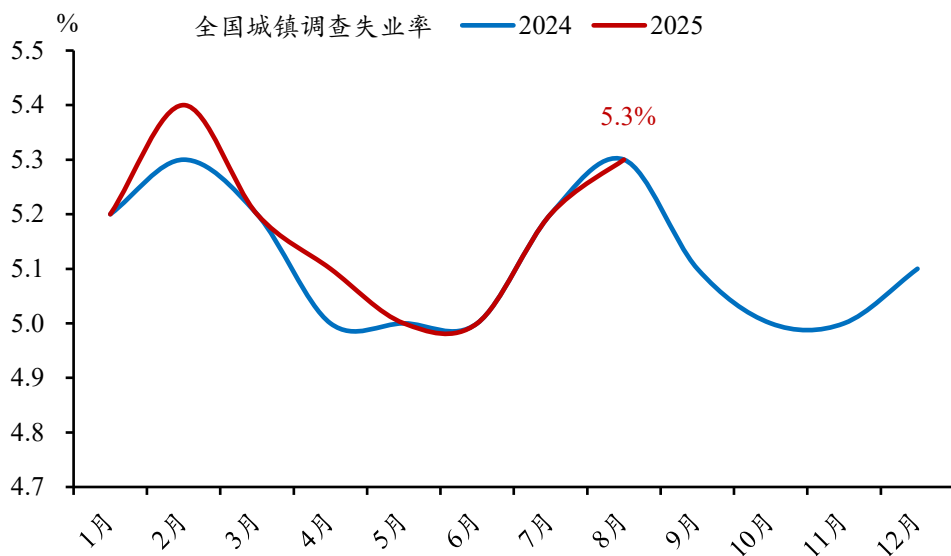
国内就业压力未进一步增加。第一，虽然 8 月失业率较前值提升了 0.1 个百分点，但每年 7、8 月份的毕业季，全国城镇调查失业率都会出现季节性上升，主要是应届毕业生离校进入劳动力市场带来的暂时性影响。第二，与去年同期相比，8 月失业率处于持平状态，30-59 岁劳动力城镇调查失业率为 3.9%，与前值和去年同期都持平。第三，外来劳动力失业率不仅没上升甚至下降。在国新办新闻发布会中，国家统计局付凌晖指出，下阶段要继续扩大国内需求，实施好提振消费专项行动，持续扩大有效投资。

图 5：服务业的增势好于工业增加值



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：8 月失业率季节性上升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

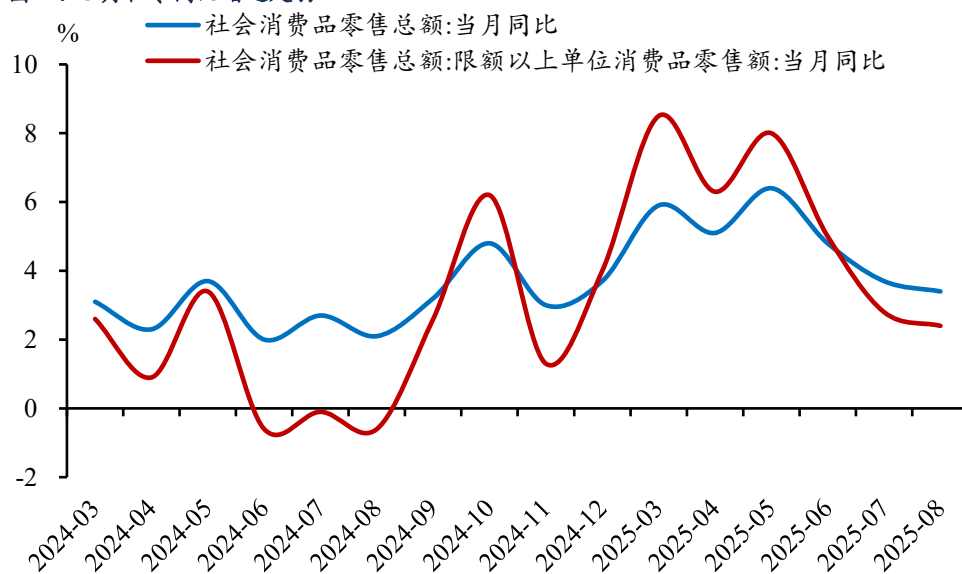
二、以旧换新支撑减弱，拖累社零

8 月社会消费品零售总额同比增长 3.4%，较 7 月的 3.7% 回落 0.3 个百分点，低于市场对消费持续回暖的预期。从细分品类看，消费呈现分化走弱的特征：

- 1) 多个品类增速回升，日用品类、建筑装潢类增速降幅较大者仅 0.5 个百分点，显示基础消费需求相对稳定；
- 2) 以旧换新相关品类大幅拖累，家用电器类、家具类、通讯器材类社零增速降幅显著，部分品类降幅达 14 个百分点。结合占比测算，这三个品类合计拖累整体社零边际走弱 1.1 个百分点，是 8 月社零增速回落的核心原因。

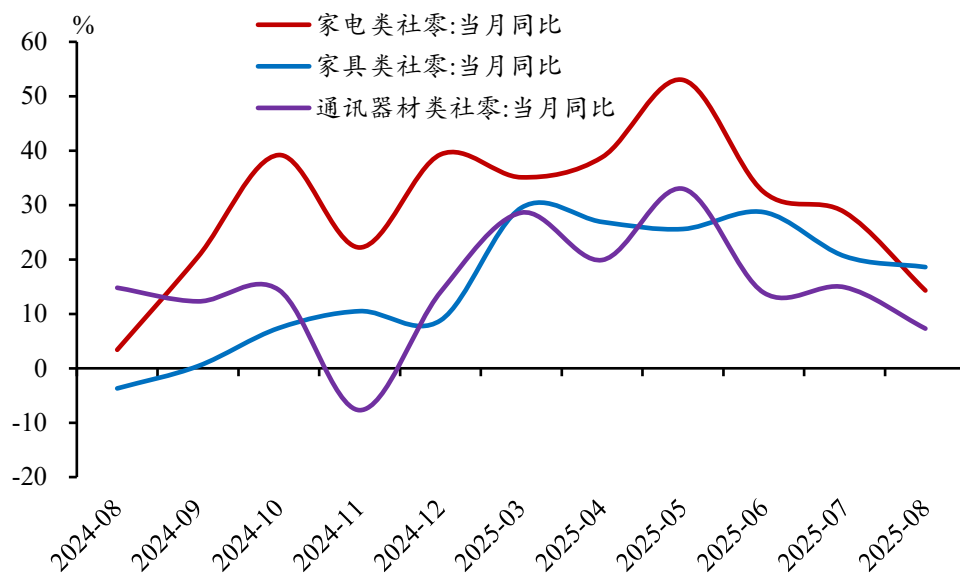
我们判断，驱动社零走弱的主要拖累力量源于以旧换新国补执行的区域差异——部分地区将国补转为定点抢券或局部收紧，可能降低了政策对消费的拉动效率。

图 7：8 月社零同比增速走弱



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8：三大以旧换新品类同步走弱



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。