

2025 年 09 月 15 日

内需续弱，政策加码窗口临近

宏观研究团队

——兼评 8 月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 消费：以旧换新乘数或下降 2-3 成

1、社零增速延续放缓，Q4 高基数约束对应下行压力增大。8 月社零当月同比下滑了 0.3 个百分点至 3.4%，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 -0.2、-0.2、+0.04、+0.1 个百分点。以旧换新品类来看，通讯器材对社零的正贡献下行了 0.1 个百分点，汽车贡献由负转正，但主因基数较低（2024 年 8 月同比 -7.3%）；其他品类方面，黄金价格上涨提振珠宝首饰消费，粮油、烟草有所拖累。

2、消费品以旧换新乘数或下降 2-3 成。根据财政部和发改委数据，2024 年 1500 亿元以旧换新资金拉动超 1.3 万亿商品销售，2025 年 1 至 8 月 2200 亿元拉动超 1.6-1.8 万亿商品销售，我们测算总体拉动乘数从 8.7 倍降至 5.9-6.7 倍、降幅约 23%-32%。

● 生产：工业、服务业小幅回落，新动能向好

1、工业生产小幅回落，产业升级态势向好，供需结构有待改善。8 月工业增加值同比为 5.2%，较前值下滑了 0.5 个百分点，出口交货对工业生产的支撑作用有所下降。分行业来看，有色冶炼、非金属矿物制品、医药制造小幅改善，但茶酒饮料、食品、交运设备分别下滑了 2.5、1.8、1.7 个百分点。供需结构仍不佳，8 月工业企业产销率为 95.7%、处于历年同期最低水平。往后看，伴随“反内卷”行业推进落实减产限产，供需关系有望得到进一步修复。

2、8 月服务业生产同比小幅走弱了 0.2 个百分点至 5.6%。分行业来看，信息软件技术延续向好，权益市场走强提振金融业生产，但租赁商务服务等边际走弱。

● 固投端：三大分项均明显转弱

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。一线陆续放松地产政策，8 月下旬以来新房成交有改善迹象，二手房成交再度高于 2024 年同期水平。作为领先指标的库销比未见修复，或指向房价修复动能不强，短期仍有低基数支撑，但 Q4 房价可能下行压力增大。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。8 月制造业累计同比下降了 1.1 个百分点至 5.1%、连续 5 个月增速放缓，且设备更新增速同样明显走弱。分行业来看，专用设备、有色冶炼、计算机通信电子、医药边际下行了 3.0、2.7、2.3、1.9 个百分点。关税缓和但不确定性仍存，伴随反内卷政策和行业自律推进下，预计制造业增速将延续温和放缓态势。

3、基建：降幅进一步扩大。测算 8 月广义、狭义基建当月降幅扩大至 -5.9%、-6.4%。分行业来看，水利基建受高基数拖累，电热燃水下滑与反内卷导致光伏退坡有关，其他行业增速下滑或受地方化解隐债影响。往后看，考虑到雅下水电工程工期偏长，“两重”和政策性金融工具或需加快形成实物工作量。

● 内需下行压力增大，Q4 或迎政策加码

7 月和 8 月数据指向内生动能实质性趋弱，消费、投资、出口均有不同程度下行，此前我们提示的数条基本面放缓线索均有验证。我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，或对权益市场的上行斜率略有扰动，但政策适时加力有望予以对冲支撑慢牛行情，可能涉及降准降息、落地 5000 亿政策性金融工具、服务消费支持政策、稳地产政策以及提前下达“两重”项目等。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《8 月金融数据背后的基数和结构性效应——宏观经济点评》-2025.9.13

《美联储或将开启连续降息——美国 8 月 CPI 点评》-2025.9.12

《PPI 同比增速回升或因输入性与地产链基数回落——宏观经济点评》-2025.9.10

目 录

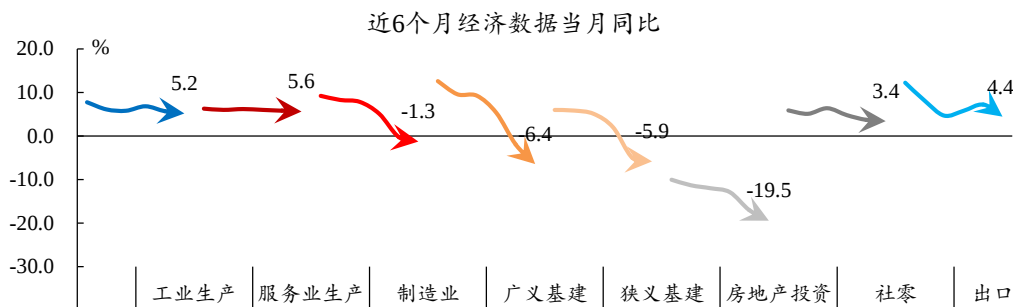
1、消费：以旧换新乘数或下降 2-3 成	3
2、生产：工业、服务业小幅回落，新动能向好	4
3、固投端：三大分项均明显转弱	4
4、内需下行压力增大，Q4 或迎政策加码	6
5、风险提示	6

图表目录

图 1：8 月内需延续走弱，出口韧性下滑	3
图 2：8 月社零当月同比为 3.4%，较 7 月下滑 1.1 个百分点	3
图 3：工业生产和出口交货有不同程度回落	4
图 4：供需结构仍不佳	4
图 5：商品房销售增速小幅下行	5
图 6：2025Q4 二手房价或有下行压力	5
图 7：制造业投资增速明显放缓	5
图 8：专用设备、有色冶炼、计算机通信电子、医药制造业增速回落较多	5
图 9：基建增速明显回落	6
图 10：高基数约束下，水利投资增速下滑	6

事件：2025 年 8 月工业增加值同比 5.2%（预期 5.8%），社零同比 3.4%（预期 3.8%），服务零售额累计同比 5.1%，固定资产投资累计同比 0.5%（预期 1.3%）。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 5.4%、5.1%、-12.9%，预期分别为 5.4%、5.4%、-12.4%。

图1：8 月内需延续走弱，出口韧性下滑

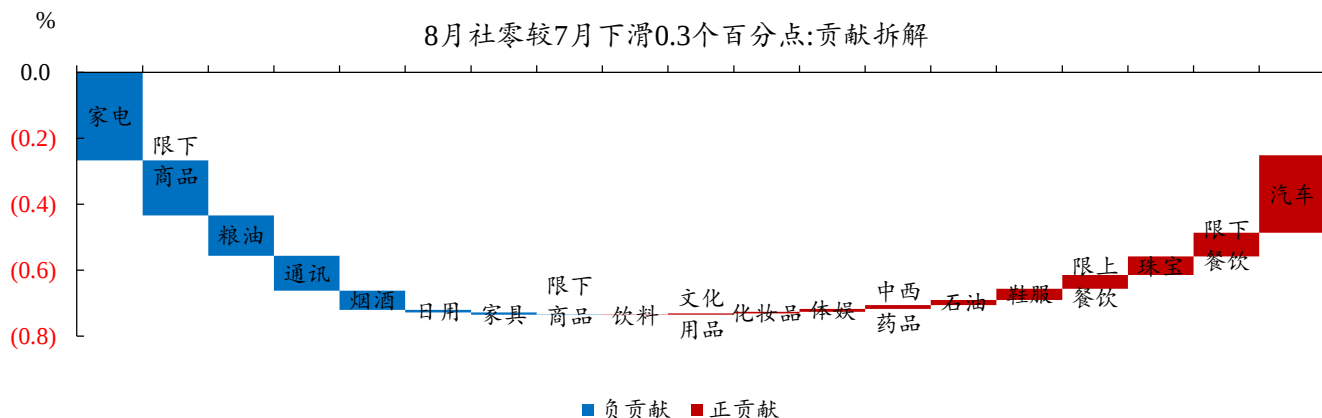


数据来源：Wind、开源证券研究所

1、消费：以旧换新乘数或下降 2-3 成

(1)社零增速延续放缓，Q4 透支效应和高基数约束对应下行压力增大。8 月社零累计同比下行 0.2 个百分点至 4.6%，当月同比则下滑了 0.3 个百分点至 3.4%。进一步拆解社零降幅（-0.3pct），限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 -0.2、-0.2、+0.04、+0.1 个百分点。以旧换新品类来看：通讯器材对社零的正贡献下行了 0.1 个百分点，汽车贡献由负转正，但主因基数较低（2024 年 8 月同比-7.3%）；其他品类方面，黄金价格上涨提振珠宝首饰消费，但粮油、烟草有所拖累。

图2：8 月社零当月同比为 3.4%，较 7 月下滑 0.3 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

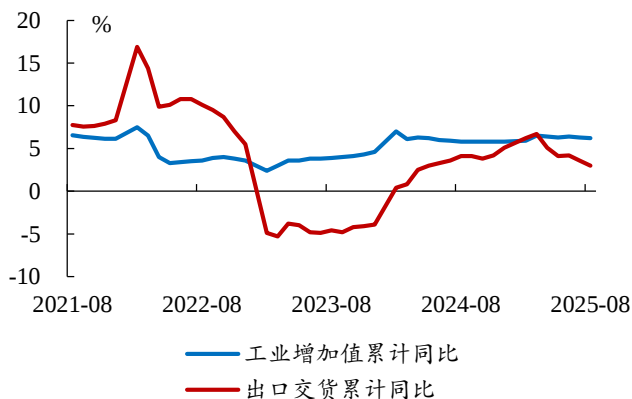
(2)财政部数据指向，消费品以旧换新乘数或下降 2-3 成。9 月 12 日，财政部部长蓝佛安介绍“十四五”时期财政改革发展成效时指出，2024 年 1500 亿元以旧换新资金拉动超 1.3 万亿商品销售，2025 年 1 至 8 月 2200 亿元拉动超 1.6 万亿商品销售，但从发改委数据来看截至 8 月拉动商品销售可能在 1.8 万亿元，我们测算总体拉动乘

数从 8.7 倍降至 5.9-6.7 倍、降幅约 23-32%，合理推测边际拉动效应可能下降更多。

2、生产：工业、服务业小幅回落，新动能向好

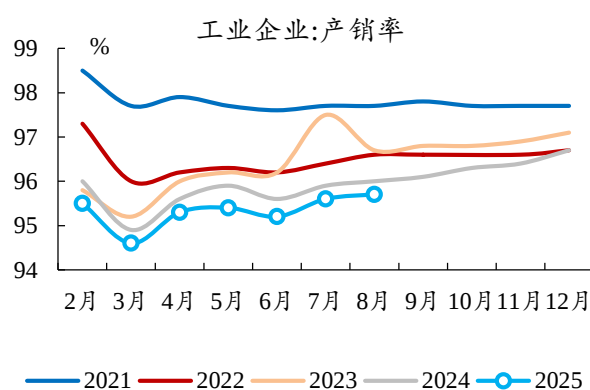
工业生产小幅回落，产业升级态势向好，供需结构有待改善。8 月工业增加值同比为 5.2%，较前值下滑了 0.5 个百分点，出口交货对工业生产的支撑作用有所下降；8 月工增环比为 0.37%，已处于中低水平。分类型来看，装备制造业和高技术制造业增加值同比增长 8.1%、9.3%，其中智能车载设备、电子元器件、集成电路等新动能增加值增速均超过 2 位数；分行业来看，有色冶炼、非金属矿物制品、医药制造小幅改善，但茶酒饮料、食品、交运设备分别下滑了 2.5、1.8、1.7 个百分点。供需结构仍不佳，8 月工业企业产销率为 95.7%、处于历年同期最低水平。往后看，伴随“反内卷”行业推进落实减产限产，供需关系有望得到进一步修复。

图3：工业生产和出口交货有不同程度回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：供需结构仍不佳



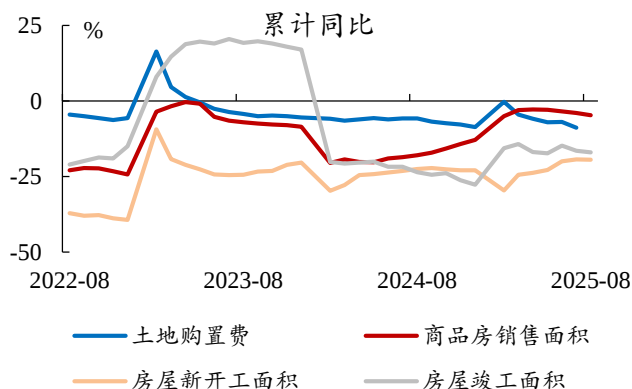
数据来源：Wind、开源证券研究所

8 月服务业生产同比小幅走弱了 0.2 个百分点至 5.6%。分行业来看，信息软件技术延续向好、服务业生产同比改善了 0.2 个百分点至 12.1%，权益市场走强对应金融业生产同比改善了 0.5 个百分点至 9.2%，但租赁商务服务等行业边际走弱。

3、固投端：三大分项均明显转弱

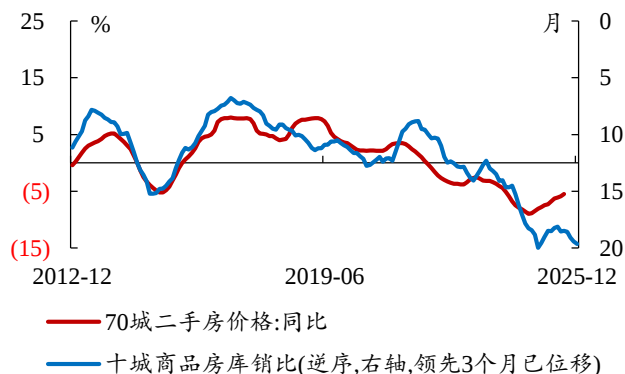
(1)地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。8 月房地产投资累计同比下行了 0.9 个百分点至-12.9%，测算 8 月当月同比为-19.5%，降幅继续走扩；新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动-0.1、-0.5、-0.7 个百分点。

图5：商品房销售增速小幅下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025Q4 二手房价或下行压力

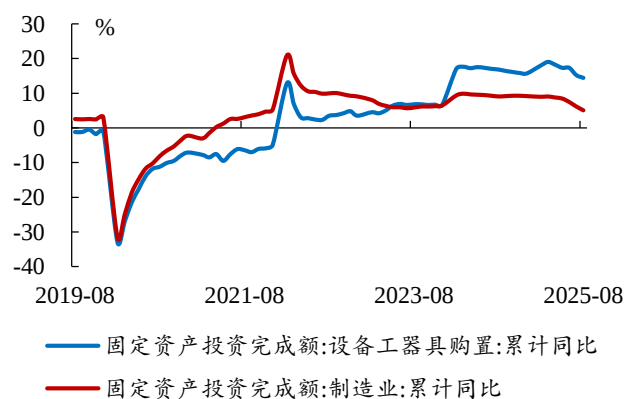


数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看：广州、北京、上海、深圳陆续放松地产政策，8月下旬以来新房成交有改善迹象，二手房成交再度高于2024年同期水平。作为领先指标的库销比未见修复，或指向房价修复动能不强，短期仍有低基数支撑，但Q4房价可能下行压力增大。

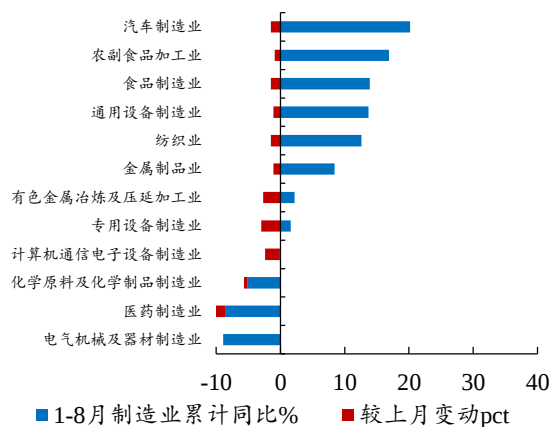
(2)制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。8月制造业累计同比下降了1.1个百分点至5.1%、连续5个月增速放缓，且设备更新增速同样明显走弱。分行业来看，专用设备、有色冶炼、计算机通信电子、医药边际下行了3.0、2.7、2.3、1.9个百分点。关税缓和但不确定性仍存，伴随反内卷政策和行业自律推进下，预计制造业增速将延续温和放缓态势。

图7：制造业投资增速明显放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图8：专用设备、有色冶炼、计算机通信电子、医药制造业增速回落较多

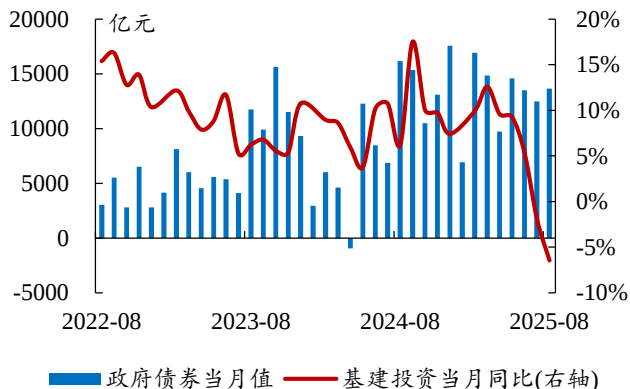


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)基建：降幅进一步扩大。测算8月广义、狭义基建当月同比分别为-5.9%、-6.4%，降幅均有扩大。分行业来看，水利、电热热水拖累较大，分别较前值下行了5.2、2.7个百分点，符合我们此前提示的“增发国债超过5000亿投向水利，主要自2024年6

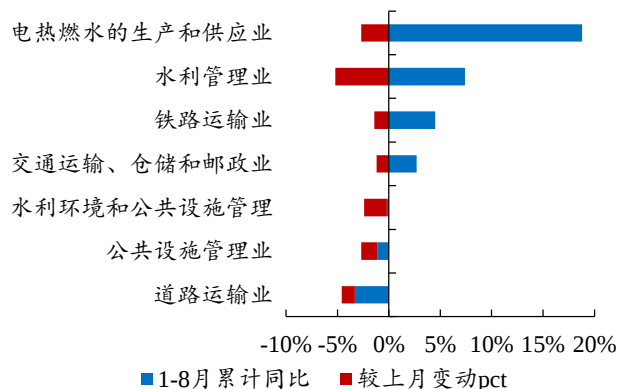
月加快形成实物工作量，Q3、Q4 高基数或仍明显拖累基建”，电热燃水下滑与反内卷导致光伏退坡有关，其他行业增速下滑或受地方化解隐债影响。往后看，考虑到雅下水电工程工期偏长，“两重”和政策性金融工具或需加快形成实物工作量。

图9：基建增速明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：高基数约束下，水利投资增速下滑



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

4、内需下行压力增大，Q4 或迎政策加码

7 月和 8 月数据指向内生动能实质性趋弱，消费、投资、出口均有不同程度下行，此前我们提示的数条基本面放缓线索均有验证。我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，或对权益市场的上行斜率略有扰动，但政策适时加力有望予以对冲支撑慢牛行情，可能涉及降准降息、落地 5000 亿政策性金融工具、服务消费支持政策、稳地产政策以及提前下达“两重”项目等。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn