



2025年09月15日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

经济延续放缓，亟需政策加码

——国内观察：2025年8月经济数据

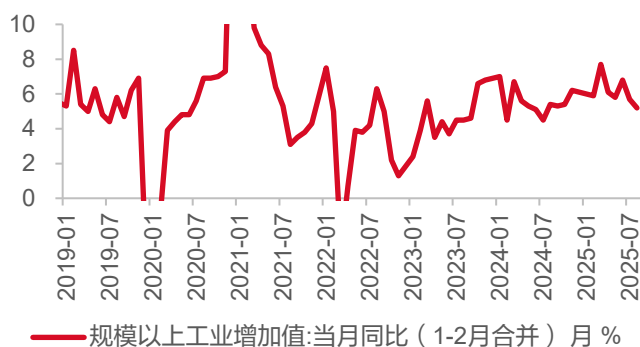
投资要点

- **事件：**9月15日，国家统计局公布8月经济数据。8月社零总额当月同比3.4%，前值3.7%；固投累计同比0.5%，前值1.6%；规上工业增加值同比5.2%，前值5.7%。
- **核心观点：**8月经济数据基本延续了7月边际放缓的趋势，工业生产继续小幅稳步回落，社零受到国补平滑需求的影响而回落，投资端的拖累加大，有短期天气对基建的影响，也有“反内卷”以及设备更新支撑力度减弱对制造业的影响，而地产端后续面临的基数压力仍然不小。总体来看，近两个月投资端的下滑超市场预期，后续增量政策出台的可能性在增加；从外部环境来看，关税政策仍有不确定性，但9月美联储重启降息或打开国内政策想象空间。
- **商品零售拖累社零。**8月社零季调环比0.17%，低于近5年同期均值的0.33%。结构上来看，主要仍受商品零售增速拖累，餐饮收入增速连续两个月回升，8月升至2.1%。
- **“以旧换新”对社零的贡献或将趋于平稳。**社零同比增速从5月高点7.0%下滑，主要受到以旧换新相关品类增速的高位回落影响。5月以旧换新品类零售同比13.6%，8月回落至4.4%，剔除汽车后5月为40.3%，8月回落至12.4%，其他项合计后5-8月增速在3.2%-5.1%之间，相对稳定。这与前期“618”大促提前以及补贴的集中使用所造成需求前置有关。往后看，下半年以旧换新补贴的节奏较为平滑，相关品类对社零的贡献度也将趋于平稳。关注9月即将出台的扩大服务消费若干政策措施以及个人消费贷款贴息政策正式落地带来的支撑。
- **“反内卷”对中游生产的影响大于上游。**8月规模以上工业增加值延续小幅降温的趋势，环比0.37%，剔除2020年异常值来看，基本持平近5年季节性。回落的主因一是受外需的中枢回落影响，出口增速以及出口交货值增速上均能有所反映；二是受到了“反内卷”政策的影响，但中下游的体现更为明显。从结构上来看，上游采矿的减速并不明显，仅黑色金属小幅回落，有色金属、煤炭、油气开采增速均较上月小幅抬升；中游设备类增速水平仍领先，但运输设备、电子设备、电气机械、通用设备增速均小幅回落，其中部分产业或受到“反内卷”政策驱动；下游多数行业增速回落，仅医药小幅回升，或反映需求整体仍然偏弱，这一点并不利于价格自上而下的传导以及回升的持续性。
- **民间投资需求待稳固。**固投累计同比连续5个月回落，据我们测算的当月同比也连续3个月负增长，且降幅有所扩大。同时，8月民间固定资产投资累计同比降至-2.3%，隐含的当月同比降至-8.0%，是主要的拖累项。分三大项来看，边际上，制造业投资、基建投资以及房地产投资增速均继续下滑。
- **天气以及高基数影响基建投资。**8月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至-6.4%和-5.9%，广义口径回落幅度相对更大，或主要受到水利相关投资的影响。一是天气因素对建筑业施工的拖累延续，8月建筑业PMI49.1%，明显处于年内较低水平；二是水利投资作为“两重”项目的重要组成部分，去年财政发力下形成了较高的基数（2024年前8月32.6%，2025年前8月7.4%），今年7月初年内第三批“两重”项目清单下发完毕后，天气因素同样可能推迟了实物工作量形成的进度。后续来看，一是石油沥青开工率9月初回升明显，二是新型政策性金融工具项目清单梳理完毕有望加速投放，虽然基数上仍有压力，但下降的斜率可能放缓。
- **制造业投资继续走弱。**制造业投资8月当月增速由-0.3%降至-1.3%，设备更新的支撑力度边际回落，以及“反内卷”对于制造业资本开支的影响，这两点相较7月变化不大。从主要

行业来看，累计同比相较上月回落幅度较大的有运输设备、专用设备、有色金属冶炼、电子设备。

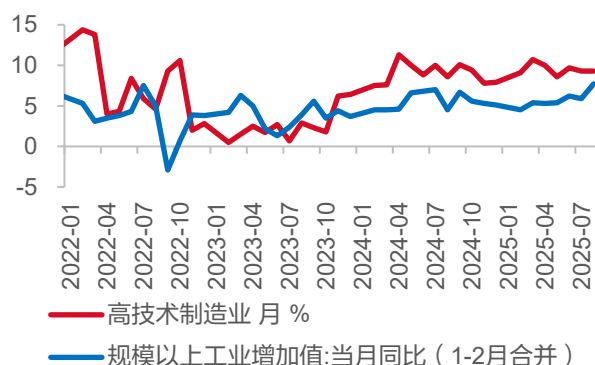
- **地产后续面临的基数压力较高。**新建商品房销售当月同比降至-10.6%，房地产投资当月同比降至-19.5%，销售为2024年9月以来新低，投资为2022年11月以来新低。值得注意的是，去年9月以来，政策组合拳推出后，地产经历过明显的回升期，同样抬升了四季度的基数。8月18日，国务院第九次全体会议明确了“采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势”，后续上海、北京、深圳均出台了进一步优化调整房地产政策的措施，政策落地反映需要时间，关注“金九银十”地产销售的表现情况。
- **风险提示：**政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美国财政风险；地缘政治局势风险。

图1 规模以上工业增加值当月同比，%



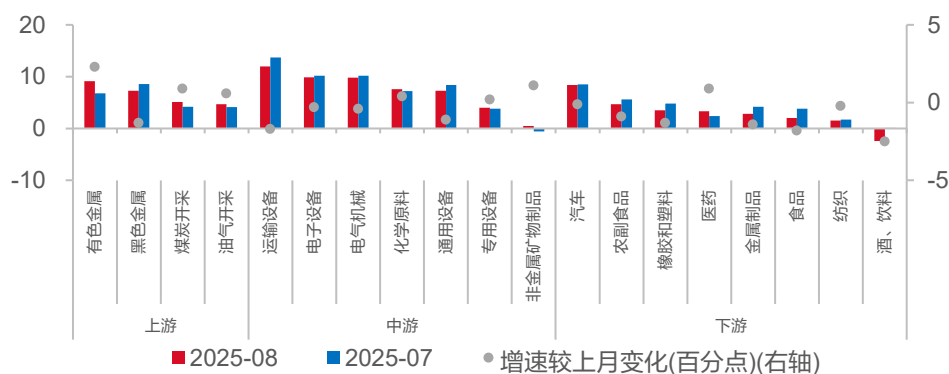
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 高技术制造业增加值当月同比，%



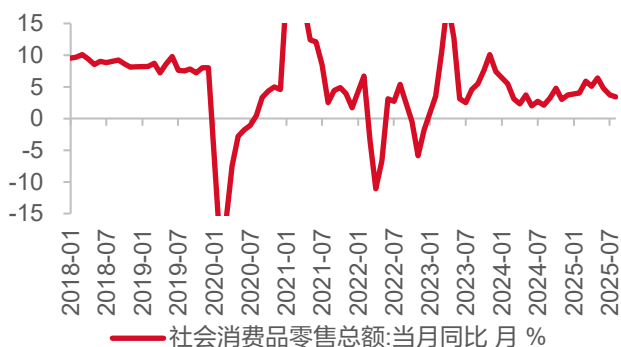
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 分行业工业增加值当月同比，%，%



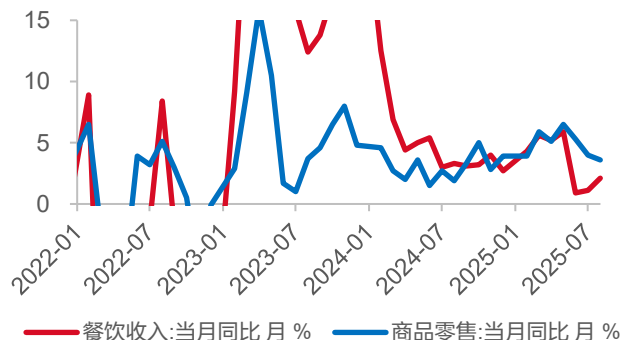
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 社会消费品零售总额当月同比，%



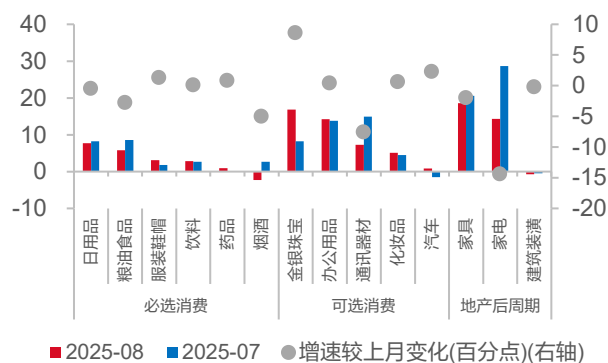
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 餐饮收入及商品零售当月同比，%



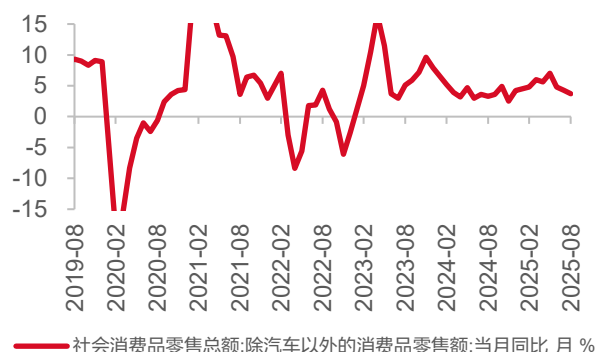
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



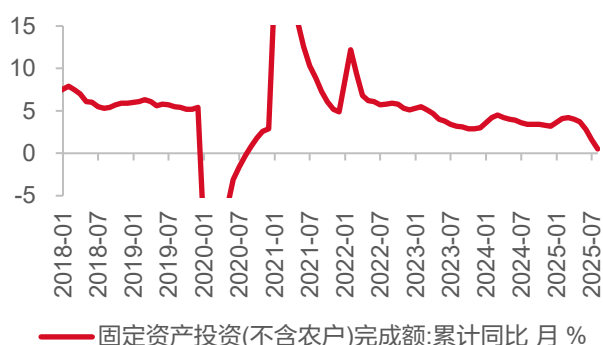
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



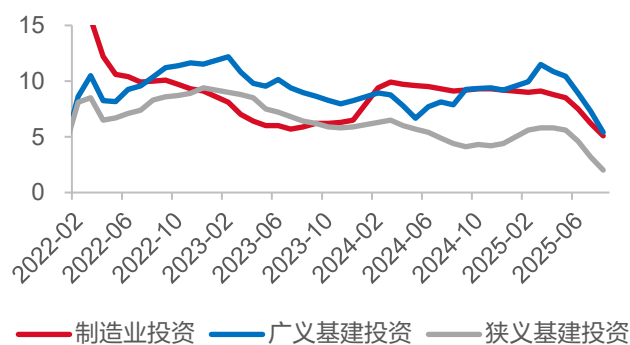
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 固定资产投资完成额累计同比, %



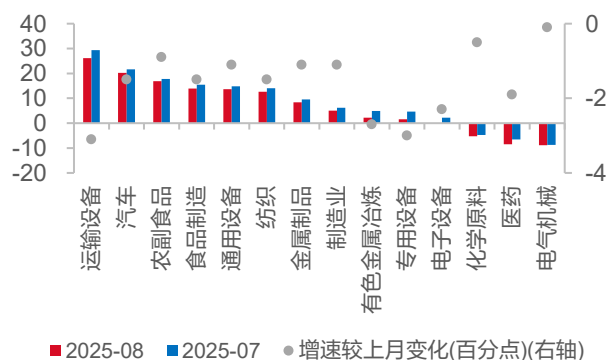
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 制造业、基建投资累计同比, %



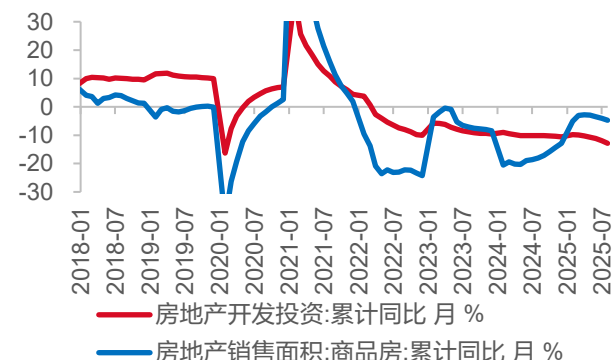
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 分行业制造业投资累计同比, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089