

供需分化的三个结果——8月经济数据点评

2025年09月15日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ 9月15日，国家统计局发布8月经济数据，供给端数据小幅下行，但韧性仍然较强，需求端三大需求均出现走弱。具体来看，供给侧，工业增加值同比5.2%（前值5.7%），Wind一致预期5.7%，服务业生产指数同比5.6%（前值5.8%）。需求侧，外需开始回落，出口同比4.4%（前值7.2%），低于Wind一致预期5.9%；内需继续走弱，社零同比3.4%（上月3.4%），低于Wind一致预期3.8%，固投累计同比0.5%（上月1.6%），低于Wind一致预期1.3%。

■ 总的来看，8月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体而言，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自5月以来持续下行，外需在持续超预期后，8月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在5%以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是GDP增速更接近供给数据，我国的季度经济核算是生产法，而工业和服务业生产数据都未跌下5%，预计Q3的GDP增速仍在5%附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是短期供给强于需求，会使得当期价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果，反过来说也需要更大的政策力度来支持价格回升。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度GDP的压力会大于三季度。

■ 一、生产为何仍然偏强？

■ 从工业来看，高技术制造业是生产韧性的主要来源。8月工业增加值同比5.2%，较上月回落0.5个百分点。分三大门类来看，采矿业同比5.1%，较上月提高0.1个百分点；公用事业同比2.4%，较上月回落0.7个百分点；制造业同比5.7%，较上月回落0.5个百分点，其中高技术制造业增加值同比9.3%，与上月持平。

■ 分行业来看，相比7月降幅最大的是餐饮相关制造业。酒饮茶制造业增加值同比从6月3.4%降至7月0.1%，再降至8月的-2.4%；食品制造业从6月的6.4%降至7月的3.8%，再降至8月的2.0%。生产调整相比于需求而言有滞后性，需求端餐饮增速在6月见底，近期已经连续2个月回升，预计相关行业的生产也有望在四季度企稳。除了餐饮之外，其他行业8月生产变化较小，增速变动幅度很少超过±1.5个百分点。

■ 从服务业来看，生产型服务业韧性超预期，生活型服务业相对偏弱。8月服务业生产指数同比增长5.6%，较上月小幅下行0.2个百分点，服务生产仍在相对高位。分行业来看，信息技术服务业、金融业租赁和商务服务业生产指数同比分别增长12.1%、9.2%、7.4%，分别快于服务业生产指数6.5、3.6、1.8个百分点，这些行业都是生产型服务业，生活型服务业可能低于整体增速。

■ 二、消费：商品销售下行、餐饮消费回升

■ 餐饮消费继续反弹回升、商品消费继续回落。8月社零同比增长3.4%，较7月回落0.3个百分点。按消费类型分，商品零售增长3.6%，较7月4.0%继续回落，餐饮收入增长2.1%，较7月1.1%继续回升。

■ 具体来看，“以旧换新”补贴品增速较7月进一步回落，或与补贴资金衔接、流程收紧等因素有关。在初步公布数据的16种限额以上商品零售中，10种没有补贴的商品平均销售增速从4.2%升至4.9%，主要是随着金价走强，金银珠宝销售大幅回升，从7月的8.2%升至8月16.8%。而6种“以旧换新”补贴品平均销售增速从12.7%回落至9.1%，其中家电从28.7%降至14.3%，通讯器材从14.9%降至7.3%，家具从20.6%降至18.6%，建材从-0.5%降至-0.7%，文化办公和汽车两类增速回升，文

相关研究

《市场对重启“国债买卖”的预期升温》

2025-09-14

《9月FOMC前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性》

2025-09-14

化办公从 13.8%升至 14.2%，汽车从-1.5%升至+0.8%。近几个月，许多地区“以旧换新”资金不如上半年充裕，加上流程收紧，相关品类销售增速有所下降。

■ 三、投资：延续 7 月趋势

- **(1) 8 月固定资产投资增速延续了 7 月的走弱趋势，固投累计增速为 +0.5% (前值+1.6%)。**按当月增速来看，固投从 7 月-5.2%跌至 8 月-6.3%，其中边际变化最大的是基建、跌幅最大的是地产，广义基建投资当月增速从-1.9%跌至-6.4%，地产投资从-17.2%跌至-19.4%，制造业投资从-0.3%跌至-1.3%。
- **(2) 基建投资方面，广义基建跟狭义基建增速都在回落，**8 月广义基建累计同比 5.4% (前值 7.3%)、当月同比-6.4%，剔除电力投资后的狭义基建更能代表传统基建投资，8 月狭义基建累计同比 2.0% (前值 3.2%)、当月同比-5.9%。分行业来看，广义基建三大行业中，交运仓储投资累计增速从 3.9%降至 2.7%，水利环境公共设施投资从 2.0%降至-0.2%，电力热力燃气及水的生产供应业投资从 21.5%降至 18.8%。
- **地方基建投资压力仍然较大。**道路投资和公共设施投资在基建投资中权重较高，也是地方投资的主导行业，二者增速在今年一季度分别达到-0.2%和+4.9%，但 8 月已经分别回落至-3.3%和-1.1%，反映出地方投资仍然相对疲软。
- **(3) 制造业投资方面，8 月制造业投资累计增速从 6.2%回落至 5.1%。**分行业来看，不同行业投资均有所回落，装备制造业投资降幅大于消费制造业，降幅最大的是其他运输设备、专用设备两个行业，累计增速降幅分别达到 3.1 和 3 个点。另外，制造业投资增速回落，受到了设备更新的影响，8 月设备购置投资累计增速从 15.2%降至 14.4%。
- **(4) 房地产投资方面，8 月累计增速从-12%降至-12.9%，当月增速从-17.2%跌至-19.4%。**从施工环节来看，新开工面积累计同比从-19.4%小幅降至-19.5%，竣工面积从-16.5%降至-17%，施工面积从-9.2%降至-9.3%。从到位资金来看，前 8 月开发商到位资金累计同比-8%，较上月-7.5%有所下降。其中国内贷款累计从 0.1%升至 0.2%，贷款环境边际改善，但销售回款恶化，定金及预收款累计同比从-9.9%降至-10.5%，个人按揭贷款从-9.3%降至-10.5%。
- 商品房销售的降幅仍在小幅扩大中，商品房销售面积累计从-4.1%扩大到-4.7%，当月增速从-8%扩大到-10.3%。从销售额与销售面积的差距来看，以价换量仍然是房地产市场的主线，前 8 个月销售额累计同比-7.3%，降幅仍高于销售面积。
- **风险提示：**房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1：8月经济数据概览（当期同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-08	5.2	5.6	3.4	-6.3	-19.4	-1.3	-6.4	4.4	1.3	2025-08	-0.4	-2.9
2025-07	5.7	5.8	3.7	-5.2	-17.2	-0.3	-1.9	7.2	4.1	2025-07	0.0	-3.6
2025-06	6.8	6.0	4.8	0.5	-12.9	5.1	5.3	5.8	1.1	2025-06	0.1	-3.6
2025-05	5.8	6.2	6.4	2.9	-12.0	7.8	9.2	4.7	-3.4	2025-05	-0.1	-3.3
2025-04	6.1	6.0	5.1	3.6	-11.3	8.2	9.6	8.1	-0.3	2025-04	-0.1	-2.7
2025-03	7.7	6.3	5.9	4.3	-10.0	9.2	12.6	12.2	-4.3	2025-03	-0.1	-2.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：工业增加值同比



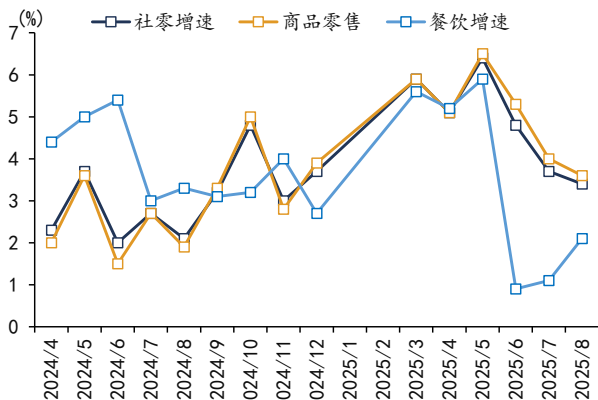
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：服务业生产指数同比



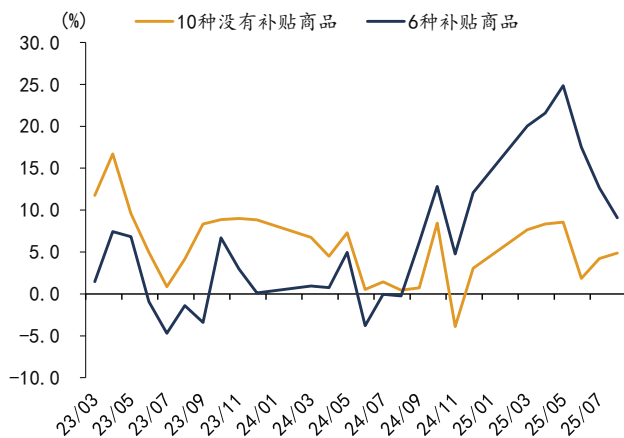
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：当月同比餐饮回升、商品零售回落



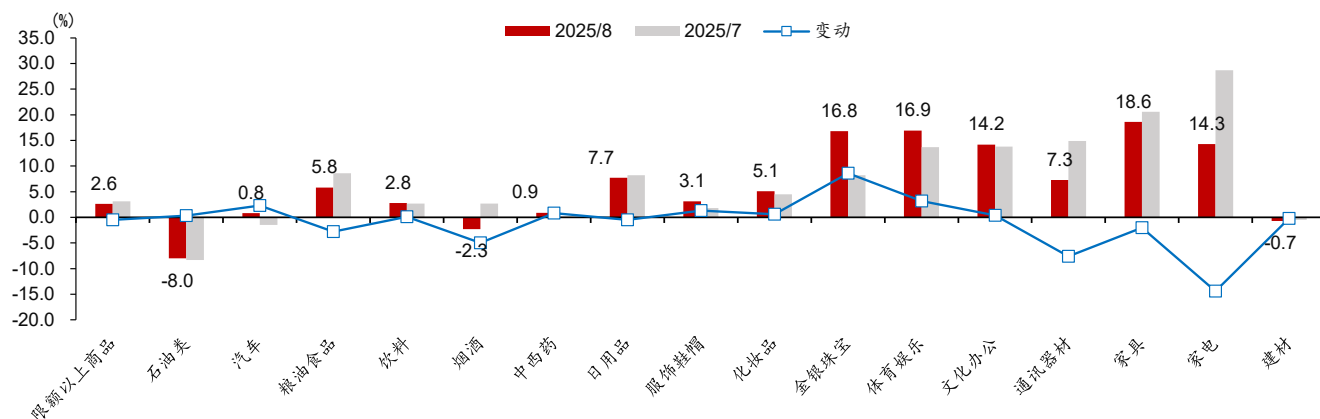
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：“以旧换新”补贴品销售当月同比增速有所下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：均为各种商品销售增速的简单平均值

图5: 分产品的限额以上商品当月同比零售增速



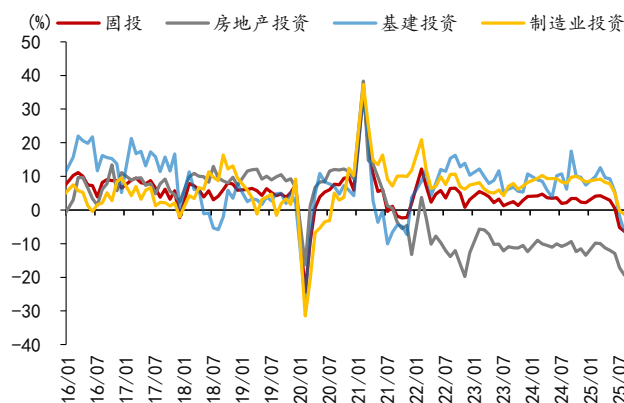
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 固定资产投资同比增速



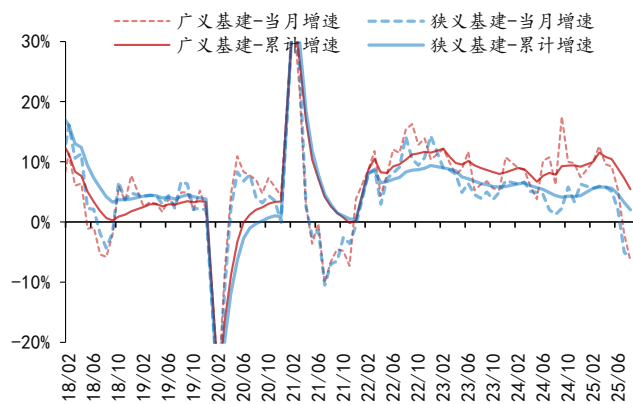
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 固定资产投资及主要分项的增速（当月同比）



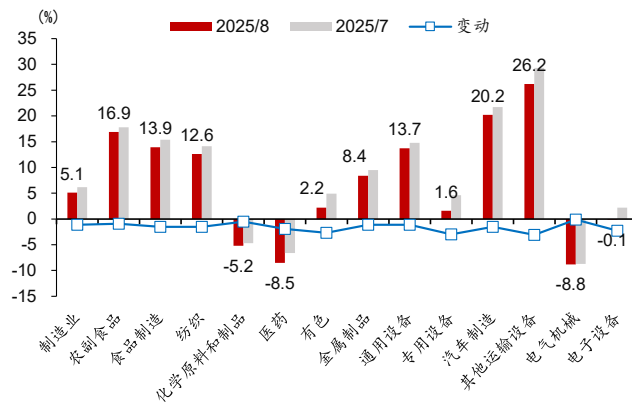
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 两个口径基建增速差异



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 分行业的制造业投资累计同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>